

坚定投入闪购，预计利润短期承压

华泰研究

2025年7月11日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

我们预计 1QFY26 阿里巴巴淘天电商业务有望表现稳健，CMR 预计同增 11%，主要得益于变现率同比提升及 GMV 的增长，云业务有望在强劲外部云需求帮助下延续加速增长（预计季度收入同比+22%）。2Q25 以来，我们看到阿里集团在闪购领域展现出较强的投入决心，致力于成为近场电商+远场电商结合下大消费场景中的龙头，期间高频的餐饮外卖将扮演一定的引流入口，这些投入预计会给阿里集团 1QFY26-1QFY27 的利润表现带来一定短期扰动，而闪购与远场电商间的协同仍需一定时间逐步孵化。后续建议关注：1) 闪购业务用户心智的稳固性，及对远场电商的交叉销售带动效果；2) 闪购领域平台竞争格局的演绎；3) 国内 AI 应用的发展与突破。“买入”。

1QFY26: 电商受闪购投入影响利润预计承压，云基本面保持稳健

我们预计公司 1QFY26 收入同比+1%至 2,457 亿元（排除高鑫零售及银泰百货出表影响，总收入仍实现高个位数同比增长），调整后 EBITA 同比-16.5%至 376 亿，主因闪购业务投入加大，但国际电商及非核心业务整体仍延续减亏趋势。我们预计淘天集团+本地生活合并 1QFY26 调整后 EBITA 同比-20.6%至 385 亿（前季：+11.7%yoy），不考虑闪购投入影响我们预计淘天 EBITA 或仍为正增长。我们认为国内较为强劲的 AI 大模型训练与推理需求和私有化部署需求有望支持阿里云实现收入增速延续环比改善趋势，我们预计阿里云 1QFY26 收入同比增长 22.0%（前季：+17.7%）。

闪购业务单量爬坡迅速，关注后续投入 ROI

淘宝闪购于 5 月 2 日正式上线。据淘天速递公众号，6 月 23 日集团宣布即日起饿了么、飞猪合并入中国电商事业群；7 月 2 日淘宝闪购宣布在 12 个月内直补商家与消费者 500 亿。7 月 5 日淘宝闪购+饿了么日订单量突破 8,000 万（vs 6 月 23 日 6,000 万，5 月 26 日 4,000 万），非餐饮订单超 1,300 万，淘宝闪购日活跃用户超 2 亿。我们估算 1QFY26 淘宝闪购投入在百亿规模，而 2QFY26 或在日均订单量快速提升及单均补贴维持较高水位的影响下进一步扩大投入量级。对于闪购业务与主站电商间的交叉引流，虽已看到闪购对于淘宝用户层面数据的改善（6 月淘宝 DAU 同比增长 7.3%，vs 5 月+3.0%；6 月淘宝用户总时长同比+3.2%，vs 5 月-4.9%，据 QM），但落脚于销售额增长与用户变现端，我们认为仍需一定时间逐步孵化。

盈利预测与估值

考虑闪购投入加大，我们下调 FY26-28 非 GAAP 归母净利润预测 20.6/22.2/21.3%至 1,340/1,550/1,697 亿元。基于 SOTP 美股/港股目标价为 152.9 美元/150.0 港元（前值：189.6 美元/186.1 港元），对应 19.5/16.9/15.4x FY26-28 非 GAAP 预测 PE。

风险提示：闪购补贴额度超预期；AI 云业务拓展不及预期；电商竞争加剧。

	9988 HK	BABA US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 150.00	美元: 152.90

夏路路

研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

侯杰

研究员
SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

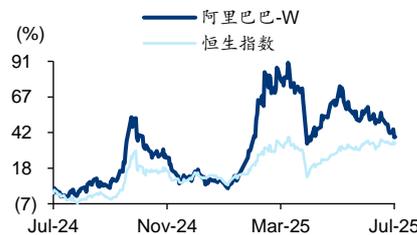
曹卓铭

联系人
SAC No. S0570124020016 caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776 +(86) 21 2897 2205

基本数据

(港币/美元)	9988 HK	BABA US
目标价	150.00	152.90
收盘价(截至 7 月 10 日)	103.20	103.83
市值(百万)	1,969,926	235,713
6 个月平均日均成交额(百万)	13,750	2,799
	72.80-145.9	72.65-145.9
52 周价格范围	0	9
BVPS	53.77	60.26

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	996	1,012	1,095	1,172
+/-%	5.86	1.56	8.25	6.97
归母净利润(十亿)	129	116	137	152
+/-%	62.36	(10.33)	18.30	10.71
归母净利润(调整后,十亿)	158	134	155	170
+/-%	(0.26)	(15.16)	15.67	9.52
EPS(调整后,最新摊薄)	8.70	7.38	8.53	9.35
PE(调整后,倍)	11.33	13.36	11.55	10.55
PB(倍)	1.68	1.53	1.39	1.26
ROE(调整后,%)	15.65	12.52	13.18	13.10
EV EBITDA(倍)	6.90	12.16	9.78	8.56

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测调整

我们调整阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的收入-6.4/-6.1/-5.6%预测至 10,119/10,954/11,717 亿元，主要反映高鑫零售和银泰出表带来的收入规模减少，以及国际电商业务投入收窄后的收入增长或小幅慢于我们此前预期。

我们下调阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的非 GAAP 归母净利润-20.6/-22.2/-21.3%至 1,340/1,550/1,697 亿元，主因闪购投入阔于我们此前预期。

图表1：阿里巴巴：华泰预测变动

(人民币十亿元)	FY26E			FY27E			FY28E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	1,081.5	1,011.9	-6.4%	1,166.4	1,095.4	-6.1%	1,241.7	1,171.7	-5.6%
毛利润	454.7	392.6	-13.6%	501.7	428.4	-14.6%	534.7	459.9	-14.0%
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	168.7	134.0	-20.6%	199.2	155.0	-22.2%	215.5	169.7	-21.3%
非 GAAP 净利率	15.6%	13.2%	(2.4)	17.1%	14.1%	(3.0)	17.4%	14.5%	(2.9)

资料来源：华泰研究预测

图表2：阿里巴巴：关键预测

(人民币百万元)	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26E
淘天集团收入	434,893	449,827	477,074	501,050	113,373	98,994	136,091	101,369	123,446
同比增长	5.2%	3.4%	6.1%	5.0%	-1.4%	1.4%	5.4%	8.7%	8.9%
阿里国际数字商业集团收入	102,598	132,300	155,161	179,062	29,293	31,672	37,756	33,579	34,928
同比增长	45.5%	28.9%	17.3%	15.4%	32.4%	29.2%	32.4%	22.3%	19.2%
本地生活集团收入	59,802	67,076	80,491	86,126	16,229	17,725	16,988	16,134	19,150
同比增长	19.0%	12.2%	20.0%	7.0%	12.3%	13.9%	12.1%	10.3%	18.0%
菜鸟集团收入	99,020	101,272	96,208	101,019	26,811	24,647	28,241	21,573	24,130
同比增长	27.7%	2.3%	-5.0%	5.0%	15.7%	8.0%	-0.8%	-12.2%	-10.0%
云智能集团收入	106,374	118,028	142,814	168,306	26,549	29,610	31,742	30,127	32,390
同比增长	2.8%	11.0%	21.0%	17.9%	5.9%	7.1%	13.1%	17.7%	22.0%
大文娱集团收入	21,145	22,267	23,493	24,537	5,581	5,694	5,438	5,554	5,916
同比增长	14.6%	5.3%	5.5%	4.4%	3.7%	-1.5%	7.9%	12.3%	6.0%
所有其他收入	192,331	206,269	138,937	146,043	47,001	52,178	53,102	53,988	30,551
同比增长	-2.3%	7.2%	-32.6%	5.1%	2.6%	8.6%	12.9%	4.9%	-35.0%
未分摊收入	1,297	1,924	1,954	2,115	419	469	590	446	541
合并调整收入	-76,292	-102,616	-104,219	-112,822	-22,020	-24,486	-29,794	-26,316	-25,303
合并收入	941,168	996,347	1,011,913	1,095,437	243,236	236,503	280,154	236,454	245,748
同比增长	8.3%	5.9%	1.6%	8.3%	3.9%	5.2%	7.6%	6.6%	1.0%
调整后 EBITA	165,028	173,065	148,235	172,865	45,035	40,561	54,853	32,616	37,616
同比增长	11.6%	4.9%	-14.3%	16.6%	-0.7%	-5.3%	3.8%	36.1%	-16.5%
调整后 EBITA 利润率	17.5%	17.4%	14.6%	15.8%	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	15.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

SOTP 估值

我们基于 SOTP 估值的 FY26 美股新目标价为 152.9 美元（前值：189.6 美元），港股新目标价为 150.0 港元（前值：186.1 港元），对应 19.5/16.9/15.4 倍 FY26/FY27/FY28 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下：

淘天集团+本地生活集团每 ADS 估值 69.6 美元（因饿了么将于淘宝协同投入于闪购业务发展，故更改为合并估值，淘天集团前值：98.2 美元，本地生活前值：6.7 美元），每香港普通股估值 68.3 港元（淘天集团前值：96.4 港元，本地生活前值：6.6 港元），基于 10.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE（淘天集团前值：10.0 倍 FY26 PE，本地生活前值：1.5 倍 FY26 PS），较可比公司 2025 年预测均值 18.8 倍有所折价，主因闪购业务投入期竞争格局的波动使得利润释放承压。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 18.1 美元（前值：18.8 美元），每香港普通股估值 17.8 港元（前值：18.5 港元），基于 2.0 倍 FY26 预测 PS（前值：2.0 倍 FY26），低于可比公司 2025 年预测均值 2.6 倍，主因业务尚未盈利。

菜鸟集团每 ADS 估值 2.7 美元（前值 2.8 美元），每香港普通股估值 2.7 港元（前值：2.7 港元），基于阿里巴巴最新邀约回购估值和阿里巴巴 63.7% 的完全稀释后持股比例。

云智能集团每 ADS 估值 50.1 美元（前值：50.6 美元），每香港普通股估值 49.2 港元（前值：49.7 港元），基于 6.0 倍 FY26 预测 PS（前值：6.0 倍 FY26），较可比公司 2025 年预测均值 6.9 倍有所折价，主因相较海外云厂商更低的利润率水平。

基于最新市值以及 30% 持有折让（不变），战略投资每 ADS 估值 12.3 美元（前值：12.5 美元），每香港普通股估值 12.1 港元（前值：12.3 港元）。

图表3：阿里巴巴：SOTP 估值，FY26

(人民币百万)	调整后净利润	PE (x)	营收	PS (x)	估值, 百万美元	持有比例	估值, 百万美元	每 ADS 估值, 美元	每普通股估值, 港元
淘天集团+本地生活集团	118,958	10.0x			166,280	100.0%	166,280	69.6	68.3
阿里国际数字商业集团			155,161	2.0x	43,377	100.0%	43,377	18.1	17.8
菜鸟集团					10,300	63.7%	6,561	2.7	2.7
云智能集团			142,814	6.0x	119,775	100.0%	119,775	50.1	49.2
投资					42,110	70.0%	29,477	12.3	12.1
合计							365,470	152.9	150.0

注：美元/人民币=7.2，美元/港元=7.9，基于 7 月 9 日汇率。

资料来源：华泰研究预测

图表4：电商可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR			P/E			调整后净利 CAGR	
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E			
拼多多	PDD US	105.0	149,063	2.5	2.1	1.9	12.9	11.6	8.7	7.1	6.9			
京东	JD US	31.6	50,189	0.3	0.3	0.2	7.5	7.8	6.8	6.4	5.7			
唯品会	VIPS US	15.1	7,761	0.5	0.5	0.5	0.7	6.3	6.1	6.0	0.7			
美团	3690 HK	118.6	92,310	1.7	1.5	1.3	14.5	16.0	12.1	9.6	16.4			
AMAZON	AMZN US	222.5	2,362,563	3.4	3.1	2.8	9.5	27.9	24.0	19.3	14.3			
eBay	EBAY US	76.3	35,184	3.3	3.2	3.1	3.6	14.1	13.6	12.9	3.7			
DoorDash	DASH US	246.1	104,266	8.1	6.8	5.8	18.6	48.1	35.5	27.4	36.5			
Delivery Hero	DSH GR	25.2	8,736	0.6	0.6	0.5	12.3	na	485.6	25.5	na			
平均值				2.6	2.3	2.0	10.0	18.8	15.3	14.3	12.0			

注：港股数据截至 7 月 10 日收盘，其它数据截止 7 月 9 日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表5: 云计算可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR		P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
Amazon	AMZN US	222.5	2,362,563	3.4	3.1	2.8	9.5	27.9	24.0	19.3	14.3	
Microsoft	MSFT US	503.5	3,742,360	12.6	11.0	9.5	14.4	35.2	30.5	25.4	16.0	
Google	GOOG US	177.7	2,148,961	5.5	5.0	4.6	10.5	16.0	15.0	13.4	10.7	
Salesforce	CRM US	270.9	259,000	6.3	5.8	5.2	9.3	23.6	21.0	18.4	12.4	
平均值				6.9	6.2	5.5	10.9	25.6	22.6	19.1	13.4	

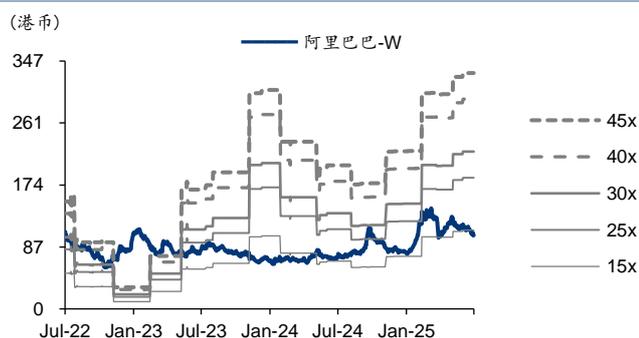
注: 数据截至7月9日收盘; 均为自然年数据。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

风险提示

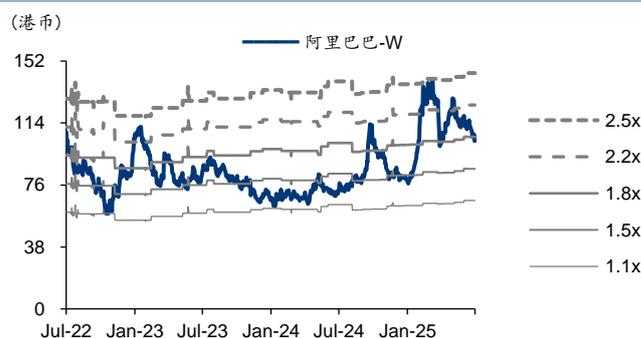
闪购补贴额度超预期; AI 云业务拓展不及预期; 电商竞争加剧。

图表6: 阿里巴巴-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: 阿里巴巴-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,011,913	1,095,437	1,171,748
销售成本	(586,323)	(598,285)	(619,265)	(667,049)	(711,831)
毛利润	354,845	398,062	392,648	428,388	459,916
销售及分销成本	(115,141)	(144,021)	(149,763)	(156,648)	(164,045)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(44,524)	(47,104)	(50,385)
其他收入/支出	6,157	3,387	5,060	5,477	5,859
财务成本净额	(17,911)	11,163	4,048	4,382	4,687
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	5,060	5,477	5,859
税前利润	93,861	161,421	143,211	167,674	185,727
税费开支	(22,529)	(35,445)	(29,012)	(32,439)	(35,974)
少数股东损益	(8,677)	(4,133)	(2,530)	(2,739)	(2,929)
净利润	79,741	129,470	116,090	137,334	152,044
Non-GAAP 调整项	78,618	28,470	17,902	17,651	17,691
调整后净利润	158,359	157,940	133,992	154,985	169,735
折旧和摊销	(44,504)	(142,286)	(33,788)	(51,066)	(58,890)
EBITDA	156,276	292,544	172,952	214,358	239,930
EPS (人民币, 基本)	4.39	7.13	6.39	7.56	8.37

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	143,536	202,175	195,067	200,609	203,855
现金及现金等价物	248,125	145,487	60,409	69,916	111,662
其他流动资产	361,203	326,387	368,735	386,260	404,103
总流动资产	752,864	674,049	624,210	656,785	719,620
固定资产	185,161	203,348	296,453	372,011	425,192
无形资产	26,950	20,911	20,506	19,858	19,103
其他长期资产	799,854	905,919	951,536	970,182	988,987
总长期资产	1,011,965	1,130,178	1,268,496	1,362,052	1,433,283
总资产	1,764,829	1,804,227	1,892,706	2,018,836	2,152,903
应付账款	392,506	412,784	405,393	416,012	422,809
短期借款	12,749	22,562	22,562	22,562	22,562
其他负债	16,252	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	421,507	435,346	427,955	438,574	445,371
长期债务	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期债务	175,037	228,866	227,898	229,133	229,877
总长期负债	230,723	278,775	277,807	279,042	279,786
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	997,271	1,021,570	1,118,407	1,232,684	1,359,210
股东权益	997,272	1,021,571	1,118,408	1,232,685	1,359,211
少数股东权益	115,327	68,535	68,535	68,535	68,535
总权益	1,112,599	1,090,106	1,186,943	1,301,220	1,427,746

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21.58	13.29	14.71	12.43	11.23
PB	1.73	1.68	1.53	1.39	1.26
调整后 PE (倍)	11.30	11.33	13.36	11.55	10.55
调整后 ROE	15.86	15.65	12.52	13.18	13.10
EV EBITDA	12.30	6.90	12.16	9.78	8.56
股息率 (%)	1.04	2.02	1.73	2.00	2.18
自由现金流收益率 (%)	5.53	6.71	1.09	3.38	5.37

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	156,276	292,544	172,952	214,358	239,930
融资成本	17,911	(11,163)	(4,048)	(4,382)	(4,687)
营运资本变动	2,318	15,263	1,257	3,876	2,848
税费	(22,529)	(35,445)	(29,012)	(32,439)	(35,974)
其他	28,617	(97,690)	(1,651)	(1,734)	(1,811)
经营活动现金流	182,593	163,509	139,498	179,679	200,307
CAPEX	(32,556)	(154,434)	(126,489)	(125,975)	(111,316)
其他投资活动	10,732	(30,981)	(41,525)	(11,935)	(12,202)
投资活动现金流	(21,824)	(185,415)	(168,014)	(137,910)	(123,518)
债务增加量	7,478	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(87,902)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(17,946)	(34,772)	(29,505)	(34,103)	(37,289)
其他融资活动现金流	(9,874)	(41,443)	4,048	4,382	4,687
融资活动现金流	(108,244)	(76,215)	(25,457)	(29,721)	(32,602)
现金变动	52,525	(98,121)	(53,974)	12,047	44,187
年初现金	229,510	286,424	189,268	135,294	147,342
汇率波动影响	4,389	965.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	286,424	189,268	135,294	147,342	191,529

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	8.34	5.86	1.56	8.25	6.97
毛利润	11.24	12.18	(1.36)	9.10	7.36
营业利润	12.95	24.31	(8.42)	18.05	11.15
净利润	9.97	62.36	(10.33)	18.30	10.71
调整后净利润	9.98	(0.26)	(15.16)	15.67	9.52
EPS (基本)	9.97	62.36	(10.33)	18.30	10.71
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.70	39.95	38.80	39.11	39.25
EBITDA	16.60	29.36	17.09	19.57	20.48
净利润率	8.47	12.99	11.47	12.54	12.98
调整后净利润率	16.83	15.85	13.24	14.15	14.49
ROE	7.99	12.83	10.85	11.68	11.73
调整后 ROE	15.86	15.65	12.52	13.18	13.10
ROA	4.53	7.26	6.28	7.02	7.29
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(18.02)	(7.15)	1.08	0.21	(2.88)
流动比率	1.79	1.55	1.46	1.50	1.62
速动比率	1.79	1.55	1.46	1.50	1.62
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.54	0.56	0.55	0.56	0.56
应收账款周转天数	53.67	62.46	70.66	65.02	62.13
应付账款周转天数	235.03	242.28	237.82	221.65	212.11
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	4.39	7.13	6.39	7.56	8.37
EPS (调整后, 基本)	8.72	8.70	7.38	8.53	9.35
每股净资产	54.91	56.25	61.58	67.87	74.84

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、侯杰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 阿里巴巴-W (9988 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 阿里巴巴-W (9988 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司