

3QFY25: 电商业务变现好于预期, 云业务收入加速增长

华泰研究

季报点评

2025 年 2 月 21 日 | 中国香港/美国

互联网

阿里巴巴 3QFY25 总收入 2,802 亿元, 同增 7.6%, 符合 VA 一致预期的同增 7.0%; 经调整 EBITA 为 549 亿元, 同增 3.8%, 经调整 EBITA 利润率 19.6%, 优于 VA 一致预期的 19.2%, 主要得益于电商和云业务利润好于预期。本季度淘天变现率同比有所提升, 改善节奏好于我们预期。我们预计提佣举措与全站推广工具的渗透提升将助力淘天电商业务变现率在 4QFY25-2QFY26 延续同比改善趋势, 而中长期来看, 淘天电商业务回归品牌经营主阵地策略的有效性 & AI 大模型对电商广告效率的赋能, 是其变现率未来持续改善的主要驱动力。我们看好阿里云持续受益于国内 AI 应用需求增长而兑现收入提速的基本面改善趋势, 同时期待大模型与阿里集团其他各业务线的融合助力其改善用户体验并强化市场份额。维持“买入”评级。

淘天集团: GMV 健康增长, 变现率同比有所改善

淘天集团 3QFY25 收入同增 5.4% 至 1,361 亿元, 好于 VA 一致预期的同增 3.0。CMR 收入同增 9.4%, 得益于变现率同比改善与实付 GMV 健康增长 (我们估算同增 3-4%)。3QFY25 淘天调整后 EBITA 利润 611 亿, 同增 1.9%, 反映出较高利润率的 CMR 收入稳健增长带来的帮助。展望后续, 我们认为得益于有效的变现举措, 淘天调整后 EBITA 利润有望回归持续的正增长区间。对于 AI+淘宝, 管理层指出淘宝内部目前有较多研发项目会逐渐推出, 致力于加强消费者互动、促进交易效率提升, 管理层希望借此帮助淘宝用户时长及用户价值进一步提升, 我们认为这或有助于其稳定市场份额。

其他业务: 云收入延续提速, 坚定加大 Capex 投入以捕捉 AI 需求增长

阿里云 3QFY25 收入同增 13.1%, 增速延续环比提速, 其中外部收入同增 11%; 调整后 EBITA 利润率增至 9.9% (3QFY24/2QFY25: 8.4/9.0%), 反映产品结构优化及规模效应提升。公有云产品收入 3QFY25 实现同比双位数增长, AI 相关产品收入连续 6 个季度同比达三位数增长。管理层表示阿里云营收正处于增速提升的阶段, 未来三年公司的新投资方向将围绕 AI 战略为核心, 在 AI 和云计算的基础设施建设、AI 基础模型平台以及 AI 原生应用, 和现有业务的 AI 转型升级三大领域加大投资力度。管理层表示未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预期将超越过去十年的总和 (FY16-FY25 我们估算合计 CAPEX 投入约 4,000 亿元, 但非全部投向云业务)。

盈利预测与估值

我们调整 FY25-27 非 GAAP 归母净利润预测 2.4/-3.1/-2.1% 至 1,609/1,780/2,046 亿元。估值窗口调至 FY26, 基于 SOTP 美股目标价 190.4 美元 (前值: 138.5), 港股 185.1 港元 (前值: 134.7), 目标价提升主因云及电商估值倍数上修, 对应 20.4/18.3/16.0 倍 FY25-27 非 GAAP 预测 PE。

风险提示: AI 云业务拓展不及预期; 电商行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	868,687	941,168	996,958	1,100,820	1,188,979
+/-%	1.83	8.34	5.93	10.42	8.01
归母净利润 (人民币百万)	72,509	79,741	125,581	158,407	186,293
+/-%	17.03	9.97	57.49	26.14	17.60
归母净利润 (调整后, 人民币百万)	143,991	158,359	160,939	177,970	204,602
+/-%	0.33	9.98	1.63	10.58	14.96
EPS (调整后, 人民币, 最新摊薄)	7.96	8.76	8.90	9.84	11.32
PE (调整后, 倍)	13.94	12.67	12.47	11.28	9.81
PB (倍)	2.01	2.01	1.81	1.61	1.42
ROE (调整后, %)	14.71	15.86	15.30	15.12	15.38
EV EBITDA (倍)	15.90	14.37	13.08	9.27	7.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分, 请务必一起阅读。

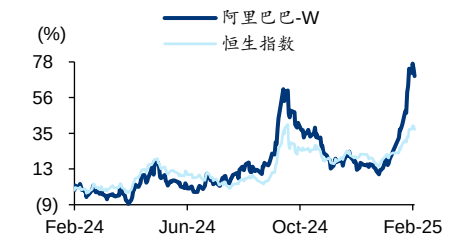
	9988 HK	BABA US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 185.10	美元: 190.40

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	侯杰
SAC No. S0570523010002	houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004	+(86) 10 6321 1166
联系人	曹卓铭
SAC No. S0570124020016	caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776	+(86) 21 2897 2205

基本数据

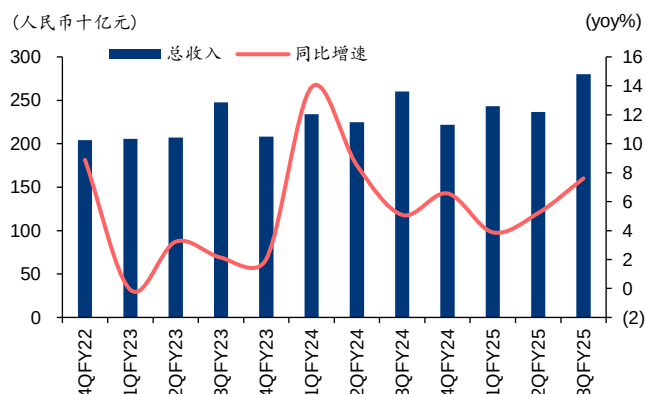
(港币/美元)	9988 HK	BABA US
目标价	185.10	190.40
收盘价 (截至 2 月 20 日)	120.90	125.79
市值 (百万)	2,298,021	284,320
6 个月平均日均成交额 (百万)	8,355	2,006
52 周价格范围	65.80-129.50	66.92-129.02
BVPS	53.14	56.09

股价走势图



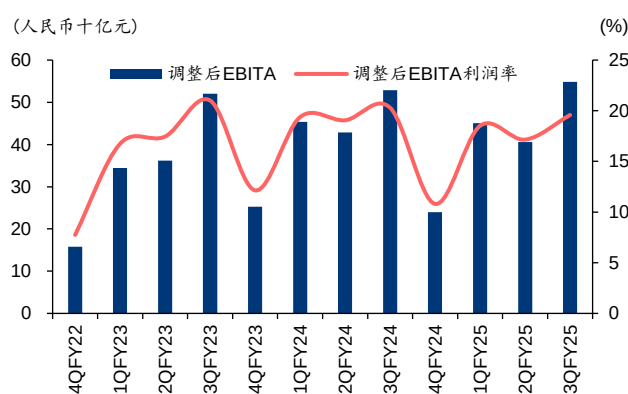
资料来源: S&P

图表1：阿里巴巴：季度收入趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：阿里巴巴：季度经调整 EBITA 趋势



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：阿里巴巴：业绩预测对比

(人民币百万元)	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	华泰预测	vs 华泰预测
淘天集团	129,070	93,216	113,373	98,994	136,091	136,840	-0.5%
同比增长	1.6%	3.7%	-1.4%	1.4%	5.4%	6.0%	-0.6pct
阿里国际数字商业集团	28,516	27,448	29,293	31,672	37,756	36,485	3.5%
同比增长	43.8%	45.1%	32.4%	29.2%	32.4%	27.9%	4.5pct
本地生活集团	15,160	14,628	16,229	17,725	16,988	16,828	1.0%
同比增长	13.2%	18.5%	12.3%	13.9%	12.1%	11.0%	1.1pct
菜鸟集团	28,476	24,557	26,811	24,647	28,241	31,039	-9.0%
同比增长	23.7%	29.8%	15.7%	8.0%	-0.8%	9.0%	-9.8pct
云智能集团	28,066	25,595	26,549	29,610	31,742	31,294	1.4%
同比增长	2.6%	3.3%	5.9%	7.1%	13.1%	11.5%	1.6pct
大文娱集团	5,040	4,945	5,581	5,694	5,438	5,040	7.9%
同比增长	18.3%	-0.9%	3.7%	-1.5%	7.9%	0.0%	7.9pct
所有其他	47,023	51,458	47,001	52,178	53,102	50,785	4.6%
同比增长	-6.6%	-3.0%	2.6%	8.6%	12.9%	8.0%	4.9pct
未分摊	374	397	419	469	590	617	
合并调整	-21,377	-20,370	-22,020	-24,486	-29,794	-25,590	
合并收入	260,348	221,874	243,236	236,503	280,154	283,337	-1.1%
同比增长	5.1%	6.6%	3.9%	5.2%	7.6%	8.8%	-1.2pct
调整后 EBITA	52,843	23,969	45,035	40,561	54,853	56,381	-2.7%
同比增长	1.5%	-5.2%	-0.7%	-5.3%	3.8%	6.7%	-2.9pct
调整后 EBITA 利润率	20.3%	10.8%	18.5%	17.2%	19.6%	19.9%	-0.3pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

盈利预测与估值

我们调整阿里巴巴 FY25/FY26/FY27 的收入预测至 9,970/11,008/11,890 亿元（前值：10,107/11,143/12,032 亿元），收入下调主因消费情绪仍处于复苏中，电商业务 GMV 增速或小幅慢于我们此前预期，同时菜鸟组织架构调整或一定程度影响该业务短期收入增长；调整阿里巴巴 FY25/FY26/FY27 的非 GAAP 归母净利润至 1,609/1,780/2,046 亿元（前值：1,572/1,836/2,090 亿元），FY25 利润预测上调主因淘天电商业务利润修复节奏好于我们此前预期，FY26/FY27 利润预期小幅下调主因高于预期的 CAPEX 投入指引，但部分被国际电商业务减亏好于预期所抵消。

图表4：阿里巴巴：华泰预测变动

	FY25E			FY26E			FY27E		
(人民币十亿元)	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	1,010.7	997.0	-1.4%	1,114.3	1,100.8	-1.2%	1,203.2	1,189.0	-1.2%
毛利润	401.2	394.6	-1.6%	453.5	450.9	-0.6%	491.4	500.7	1.9%
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	157.2	160.9	2.4%	183.6	178.0	-3.1%	209.0	204.6	-2.1%
非 GAAP 净利率	15.6%	16.1%	0.5	16.5%	16.2%	(0.3)	17.4%	17.2%	(0.2)

资料来源：华泰研究预测

我们将估值窗口切换至 FY26, 基于 SOTP 估值的 FY26 美股新目标价为 190.4 美元（前值：138.5 美元），港股新目标价为 185.1 港元（前值：134.7 港元），对应 20.4/18.3/16.0 倍 FY25/FY26/FY27 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下：

淘天集团每 ADS 估值 96.4 美元（前值：71.5 美元），每香港普通股估值 93.8 港元（前值：69.6 港元），基于 10.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE（前值：8.0 倍 FY25），较可比公司 2025 年预测均值 13.4 倍有所折价，主因投入期业务利润增长面临一定压力且 GMV 增长相对主要竞对较缓。估值倍数上调主因淘天利润控制好于我们此前预期，且 AI 大模型与电商的融合或有机会帮助阿里提升电商用户体验进而稳定市占。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 23.8 美元（前值：19.1 美元），每香港普通股估值 23.1 港元（前值：18.6 港元），基于 2.5 倍 FY26 预测 PS（前值：2.5 倍 FY25），高于可比公司 2025 年预测均值 2.0 倍，主因在全托管、半托管等新模式的支持下，板块营收增长势头强劲。

本地生活集团每 ADS 估值 6.5 美元（前值：5.8 美元），每香港普通股估值 6.3 港元（前值：5.7 港元），基于 1.5 倍 FY26 预测 PS（前值：1.5 倍 FY25），低于可比公司 2025 年预测 PS 均值 3.3x 和美团股价对应的 2.2x 预测 PS，主因中国本地生活市场竞争激烈且公司旗下饿了么的市场份额低于美团。

菜鸟集团每 ADS 估值 2.7 美元（前值 2.7 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 48.5 美元（前值：27.1 美元），每香港普通股估值 47.2 港元（前值：26.4 港元），基于 6.0 倍 FY26 预测 PS（前值：4.0 倍 FY25），较可比公司 2025 年预测均值 6.8 倍有所折价，主因国内云计算厂商较海外厂商更低的利润率水平，反映规模效应、产品结构等多方面因素影响。估值倍数提升主因 AI 大模型调用需求增长有望带动阿里云整体收入提速，且利润率中长期具备改善空间。

基于最新市值以及 30% 持有折让（不变），战略投资每 ADS 估值 12.4 美元（前值：12.1 美元），每香港普通股估值 12.1 港元（前值：11.8 港元）。

图表5：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	165,411	10.0x			230,683	100.0%	230,683	96.4	93.8
阿里国际数字商业集团			163,125	2.5x	56,873	100.0%	56,873	23.8	23.1
本地生活集团			74,678	1.5x	15,622	100.0%	15,622	6.5	6.3
菜鸟集团					10,300	63.7%	6,561	2.7	2.7
云智能集团			138,701	6.0x	116,060	100.0%	116,060	48.5	47.2
投资					42,497	70.0%	29,748	12.4	12.1
合计							455,547	190.4	185.1

注：美元/人民币=7.2，港元/人民币=0.92，基于2月20日汇率。

资料来源：华泰研究预测

图表6：电商可比公司估值

公司名称	代码	股价	市值	P/S			营收 CAGR	P/E			调整后净利 CAGR
		(交易货币)	(百万美元)	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E
拼多多	PDD US	124.4	172,805	3.1	2.5	2.1	34.4	10.1	9.0	7.3	35.9
京东	JD US	39.2	62,915	0.4	0.4	0.4	5.7	9.8	9.1	8.5	14.9
唯品会	VIPS US	14.6	7,479	0.5	0.5	0.5	(0.6)	6.2	6.1	5.9	(1.7)
美团	3690 HK	156.9	121,985	2.6	2.2	2.0	17.3	19.9	15.7	12.4	44.7
Amazon	AMZN US	226.6	2,401,763	3.8	3.4	3.1	10.2	30.7	27.3	23.0	26.5
eBay	EBAY US	69.3	33,204	3.2	3.1	3.0	2.8	13.7	13.5	12.9	4.4
平均值				2.3	2.0	1.8	11.6	15.1	13.4	11.7	20.8

注：美股数据截至2月19日收盘，港股数据截止2月20日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表7：云计算可比公司估值

公司名称	代码	股价	市值	P/S			营收 CAGR	P/E			调整后净利 CAGR
		(交易货币)	(百万美元)	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E
Amazon	AMZN US	226.6	2,401,763	3.8	3.4	3.1	10.2	30.7	27.3	23.0	26.5
Microsoft	MSFT US	414.8	3,083,393	11.8	10.4	9.1	14.0	33.1	29.4	25.4	14.5
Google	GOOG US	187.1	2,268,666	6.5	5.8	5.3	12.0	19.3	17.6	15.8	15.9
Salesforce	CRM US	324.5	310,575	8.2	7.5	6.8	9.2	31.8	28.4	24.9	15.5
平均值				7.6	6.8	6.1	11.3	28.7	25.7	22.3	18.1

注：数据截至2月19日收盘；均为自然年数据。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表8：本地生活可比公司估值

公司名称	代码	股价	市值	P/S			营收 CAGR	P/E			调整后净利 CAGR
		(交易货币)	(百万美元)	2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E
美团	3690 HK	156.9	121,985	2.6	2.2	2.0	17.3	19.9	15.7	12.4	44.7
DoorDash Inc	DASH US	213.2	89,581	8.4	6.9	5.9	20.9	60.0	40.6	30.4	61.8
Delivery Hero	HERO GR	29.3	8,909	0.7	0.7	0.6	15.2	na	164.6	22.9	na
平均值				3.9	3.3	2.8	17.8	39.9	73.6	21.9	53.3

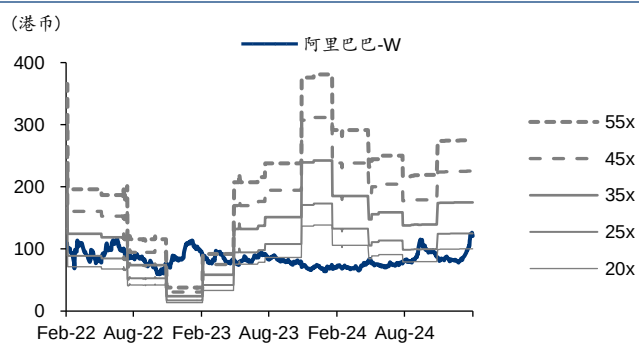
注：港股数据截至2月20日收盘，其它数据截止2月19日收盘；均为自然年数据。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

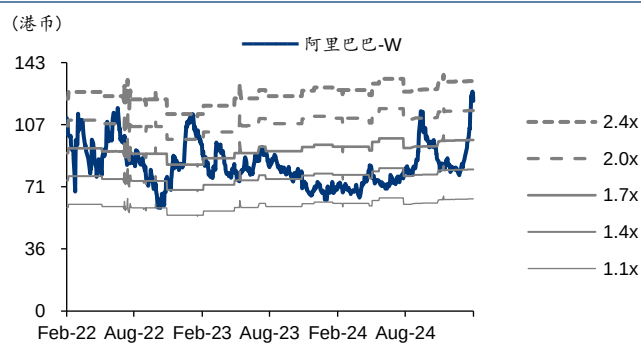
AI 云业务拓展不及预期；电商行业竞争加剧。

图表9: 阿里巴巴-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表10: 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	868,687	941,168	996,958	1,100,820	1,188,979
销售成本	(549,695)	(586,323)	(602,341)	(649,908)	(688,234)
毛利润	318,992	354,845	394,618	450,912	500,745
销售及分销成本	(103,496)	(115,141)	(142,565)	(154,115)	(164,079)
管理费用	(42,183)	(41,985)	(43,866)	(48,436)	(51,126)
其他收入/支出	5,823	6,157	4,985	1,101	1,189
财务成本净额	(16,989)	(17,911)	24,924	4,403	4,756
应占联营公司利润及亏损	(8,063)	(7,735)	7,976	5,504	5,945
税前利润	81,122	93,861	158,263	190,018	223,713
税费开支	(15,549)	(22,529)	(36,069)	(33,213)	(39,198)
少数股东损益	(7,210)	(8,677)	(3,988)	(2,202)	(2,378)
净利润	72,509	79,741	125,581	158,407	186,293
Non-GAAP 调整项	71,482	78,618	35,357	19,563	18,309
调整后净利润	143,991	158,359	160,939	177,970	204,602
折旧和摊销	(46,938)	(44,504)	(39,890)	(51,170)	(62,118)
EBITDA	145,049	156,276	173,229	236,784	281,075
EPS (人民币, 基本)	4.01	4.41	6.95	8.76	10.30

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	137,072	143,536	144,442	151,516	155,467
现金及现金等价物	193,086	248,125	226,670	298,924	407,230
其他流动资产	367,808	361,203	373,631	392,272	410,919
总流动资产	697,966	752,864	744,743	842,712	973,617
固定资产	176,031	185,161	239,667	281,139	307,595
无形资产	46,913	26,950	27,265	28,193	28,792
其他长期资产	832,134	799,854	855,771	871,521	885,525
总长期资产	1,055,078	1,011,965	1,122,703	1,180,852	1,221,912
总资产	1,753,044	1,764,829	1,867,445	2,023,564	2,195,529
应付账款	373,085	392,506	387,525	400,824	406,720
短期借款	7,466	12,749	12,749	12,749	12,749
其他负债	4,800	16,252	16,252	16,252	16,252
总流动负债	385,351	421,507	416,526	429,825	435,721
长期债务	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
其他长期债务	192,749	175,037	173,788	175,283	175,714
总长期负债	244,772	230,723	229,474	230,969	231,400
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	999,514	997,271	1,106,118	1,247,442	1,413,079
股东权益	999,515	997,272	1,106,119	1,247,443	1,413,080
少数股东权益	123,406	115,327	115,327	115,327	115,327
总权益	1,122,921	1,112,599	1,221,446	1,362,770	1,528,407

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27.68	25.17	15.98	12.67	10.77
PB	2.01	2.01	1.81	1.61	1.42
调整后 PE (倍)	13.94	12.67	12.47	11.28	9.81
调整后 ROE	14.71	15.86	15.30	15.12	15.38
EV EBITDA	15.90	14.37	13.08	9.27	7.43
股息率 (%)	0.00	0.89	1.44	1.59	1.83
自由现金流收益率 (%)	3.87	4.68	1.98	5.43	7.29

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	145,049	156,276	173,229	236,784	281,075
融资成本	16,989	17,911	(24,924)	(4,403)	(4,756)
营运资本变动	(10,426)	2,318	(6,129)	4,339	889.81
税费	(15,549)	(22,529)	(36,069)	(33,213)	(39,198)
其他	63,689	28,617	16,348	(1,701)	(1,789)
经营活动现金流	199,752	182,593	122,455	201,806	236,222
CAPEX	(33,708)	(32,556)	(94,711)	(93,570)	(89,173)
其他投资活动	(101,798)	10,732	(49,191)	(8,750)	(7,628)
投资活动现金流	(135,506)	(21,824)	(143,902)	(102,320)	(96,802)
债务增加量	11,342	7,478	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(74,735)	(87,902)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(17,946)	(28,800)	(31,993)	(36,712)
其他融资活动现金流	(2,226)	(9,874)	24,924	4,403	4,756
融资活动现金流	(65,619)	(108,244)	(3,876)	(27,590)	(31,956)
现金变动	(1,373)	52,525	(25,322)	71,896	107,464
年初现金	227,353	229,510	286,424	261,102	332,998
汇率波动影响	3,530	4,389	0.00	0.00	0.00
年末现金	229,510	286,424	261,102	332,998	440,462

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	1.83	8.34	5.93	10.42	8.01
毛利润	1.72	11.24	11.21	14.27	11.05
营业利润	44.10	12.95	6.20	48.71	18.33
净利润	17.03	9.97	57.49	26.14	17.60
调整后净利润	0.33	9.98	1.63	10.58	14.96
EPS (基本)	17.03	9.97	57.49	26.14	17.60
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.72	37.70	39.58	40.96	42.12
EBITDA	16.70	16.60	17.38	21.51	23.64
净利润率	8.35	8.47	12.60	14.39	15.67
调整后净利润率	16.58	16.83	16.14	16.17	17.21
ROE	7.41	7.99	11.94	13.46	14.00
调整后 ROE	14.71	15.86	15.30	15.12	15.38
ROA	4.21	4.53	6.91	8.14	8.83
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(13.37)	(18.02)	(14.31)	(18.48)	(23.98)
流动比率	1.81	1.79	1.79	1.96	2.23
速动比率	1.81	1.79	1.79	1.96	2.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.50	0.54	0.55	0.57	0.56
应收账款周转天数	58.65	53.67	51.99	48.39	46.47
应付账款周转天数	244.94	235.03	233.10	218.34	211.20
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)	4.01	4.41	6.95	8.76	10.30
EPS (调整后, 基本)	7.96	8.76	8.90	9.84	11.32
每股净资产	55.28	55.15	61.17	68.99	78.15

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，了解来自或所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），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