

核心业务表现稳健，业绩符合预期

华泰研究

年报点评

2025 年 5 月 16 日 | 中国香港/美国

互联网

阿里巴巴 4QFY25 总收入 2,365 亿元，同增 6.6%，略逊于 VA 一致预期的同增 7.2%；经调整 EBITA 为 326 亿元，同增 36.1%，经调整 EBITA 利润率 13.8%，基本符合 VA 一致预期的 13.9%。全站推渗透率提升和提佣举措帮助下，本季度淘天变现率延续同比提升趋势，并带动淘天利润表现超出市场预期 (yoy+8.4% vs 一致预期 yoy+2.3%)。云业务收入同比增长 17.7%，略超出市场预期的 16.9%。展望后续，我们预计淘天将持续释放商业化能力，兑现稳健的 CMR 增长趋势，而云业务线在强劲的需求及持续迭代的大模型供给支持下或进一步加速增长。维持“买入”评级。

淘天集团：持续释放商业化能力

淘天集团 4QFY25 收入同增 8.7%至 1,014 亿元，好于 VA 一致预期的同增 4.9%。CMR 收入同增 11.8%，得益于变现率同比改善。4QFY25 淘天调整后 EBITA 利润 417 亿，同增 8.4%，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，较低的 take rate 水平使得阿里在 FY26 具备持续释放商业化能力的空间，我们看好其借助全站推的功能迭代及其客户渗透率的提升，以及佣金率提升的持续贡献等多重抓手，在 FY26 持续释放商业化能力。对于 AI 赋能电商，管理层表示借助 AI 能力优化搜索推荐效率是其应用的优先级，同时也会推进 AI 在商户侧和平台侧的降本提效。针对近期竞争格局有所波动的即时零售赛道，管理层认为其或是淘天电商提升用户活跃度、升级淘宝商业模式的抓手之一，并表示近两周的淘宝闪购业务尝试效果超出内部预期。

云收入延续提速趋势，管理层对未来持续提速保持信心

阿里云 4QFY25 收入同增 17.7%，增速延续环比提速，其中外部收入同增 17%；调整后 EBITA 利润率增至 8.0% (4QFY24/3QFY25: 5.6/9.9%)，环比小幅下滑主因 AI 及云基建投入加大。管理层指出 AI 相关产品收入连续 7 个季度达同比三位数增长，证明 AI 相关需求的强劲，并表示其 AI 服务客户类型正在从互联网等垂类进一步向传统垂类扩散。在强劲需求的支持下，管理层对后续季度阿里云营收增速持续提升保持信心。

盈利预测与估值

我们调整 FY26/FY27 非 GAAP 归母净利润预测-5.2/-4.1%至 1,710/1,993 亿元，并引入 FY28 新值 2,158 亿元。基于 SOTP 美股目标价 189.6 美元(前值: 192.6 美元)，港股 185.1 港元(前值: 187.0 港元)，对应 18.7/16.1/14.9 倍 FY26-28 非 GAAP 预测 PE。

风险提示：AI 云业务拓展不及预期；电商竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (人民币百万)	941,168	996,347	1,088,299	1,174,055	1,250,293
+/-%	8.34	5.86	9.23	7.88	6.49
归母净利润 (人民币百万)	79,741	129,470	154,076	182,642	199,118
+/-%	9.97	62.36	19.01	18.54	9.02
归母净利润 (调整后,人民币百万)	158,359	157,940	171,005	199,264	215,752
+/-%	9.98	(0.26)	8.27	16.53	8.27
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	8.72	8.70	9.42	10.97	11.88
PE (调整后,倍)	14.50	14.54	13.43	11.53	10.65
PB (倍)	2.15	2.10	1.87	1.65	1.47
ROE (调整后,%)	15.86	15.65	15.76	16.27	15.61
EV EBITDA (倍)	15.34	8.53	8.99	7.68	6.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	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: 189.60

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

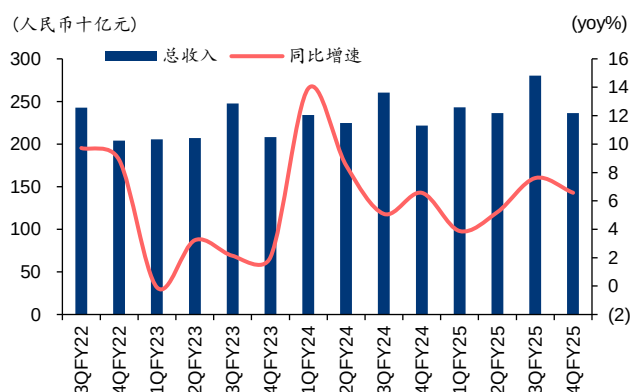
(港币/美元)	9988 HK	BABA US
目标价	185.10	189.60
收盘价 (截至 5 月 15 日)	128.90	134.05
市值 (百万)	2,460,213	304,257
6 个月平均日成交额 (百万)	12,430	2,719
	69.80-145.9	71.80-148.4
52 周价格范围	0	3
BVPS	53.77	56.09

股价走势图



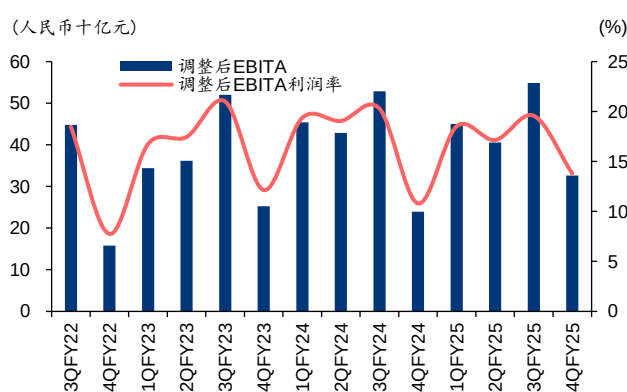
资料来源：S&P

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)	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	华泰预测	vs 华泰预测
淘天集团	93,216	113,373	98,994	136,091	101,369	98,937	2.5%
同比增长	3.7%	-1.4%	1.4%	5.4%	8.7%	6.1%	2.6pct
阿里国际数字商业集团	27,448	29,293	31,672	37,756	33,579	35,179	-4.5%
同比增长	45.1%	32.4%	29.2%	32.4%	22.3%	28.2%	-5.9pct
本地生活集团	14,628	16,229	17,725	16,988	16,134	16,335	-1.2%
同比增长	18.5%	12.3%	13.9%	12.1%	10.3%	11.7%	-1.4pct
菜鸟集团	24,557	26,811	24,647	28,241	21,573	24,272	-11.1%
同比增长	29.8%	15.7%	8.0%	-0.8%	-12.2%	-1.2%	-11.0pct
云智能集团	25,595	26,549	29,610	31,742	30,127	30,174	-0.2%
同比增长	3.3%	5.9%	7.1%	13.1%	17.7%	17.9%	-0.2pct
大文娱集团	4,945	5,581	5,694	5,438	5,554	5,148	7.9%
同比增长	-0.9%	3.7%	-1.5%	7.9%	12.3%	4.1%	8.2pct
所有其他	51,458	47,001	52,178	53,102	53,988	53,122	1.6%
同比增长	-3.0%	2.6%	8.6%	12.9%	4.9%	3.2%	1.7pct
未分摊	397	419	469	590	446	608	
合并调整	-20,370	-22,020	-24,486	-29,794	-26,316	-24,705	
合并收入	221,874	243,236	236,503	280,154	236,454	239,070	-1.1%
同比增长	6.6%	3.9%	5.2%	7.6%	6.6%	7.8%	-1.2pct
调整后 EBITA	23,969	45,035	40,561	54,853	32,616	31,788	2.6%
同比增长	-5.2%	-0.7%	-5.3%	3.8%	36.1%	32.6%	3.5pct
调整后 EBITA 利润率	10.8%	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	13.3%	0.5pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

盈利预测与估值

我们调整对阿里巴巴 FY26/FY27 的收入预测-1.6/-2.3%至 1.09/1.17 万亿元，并引入 FY28 年新值 1.25 万亿元，收入下调主因国际电商业务在追求盈亏上岸过程中投入减少或使得收入增速有所下修，以及菜鸟业务的组织架构调整影响等。

我们调整阿里巴巴 FY26/FY27 的非 GAAP 归母净利润-5.2/-4.1%至 1,710/1,993 亿元，并引入 FY28 年新值 2,158 亿元。利润预测下修主要考虑到即时零售场景的潜在投入，以及 AI 大模型和云领域的持续投入。

图表4：阿里巴巴：华泰预测变动

	FY26E			FY27E			FY28E
(人民币十亿元)	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	新值
营业收入	1,106.3	1,088.3	-1.6%	1,202.3	1,174.1	-2.3%	1,250.3
毛利润	451.9	459.2	1.6%	504.3	503.4	-0.2%	536.8
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	180.4	171.0	-5.2%	207.8	199.3	-4.1%	215.8
非 GAAP 净利率	16.3%	15.7%	(0.6)	17.3%	17.0%	(0.3)	17.3%

资料来源：华泰研究预测

图表5：阿里巴巴：关键预测

(人民币百万元)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26E
淘天集团	449,827	488,967	511,095	527,742	113,373	98,994	136,091	101,369	126,088
同比增长	3.4%	8.7%	4.5%	3.3%	-1.4%	1.4%	5.4%	8.7%	11.2%
阿里国际数字商业集团	132,300	158,039	184,658	209,338	29,293	31,672	37,756	33,579	35,888
同比增长	28.9%	19.5%	16.8%	13.4%	32.4%	29.2%	32.4%	22.3%	22.5%
本地生活集团	67,076	74,790	80,773	86,185	16,229	17,725	16,988	16,134	18,339
同比增长	12.2%	11.5%	8.0%	6.7%	12.3%	13.9%	12.1%	10.3%	13.0%
菜鸟集团	101,272	94,183	98,892	102,601	26,811	24,647	28,241	21,573	24,666
同比增长	2.3%	-7.0%	5.0%	3.8%	15.7%	8.0%	-0.8%	-12.2%	-8.0%
云智能集团	118,028	141,634	165,711	189,657	26,549	29,610	31,742	30,127	31,859
同比增长	11.0%	20.0%	17.0%	14.5%	5.9%	7.1%	13.1%	17.7%	20.0%
大文娱集团	22,267	23,500	24,551	25,435	5,581	5,694	5,438	5,554	5,916
同比增长	5.3%	5.5%	4.5%	3.6%	3.7%	-1.5%	7.9%	12.3%	6.0%
所有其他	206,269	217,171	227,026	235,693	47,001	52,178	53,102	53,988	49,821
同比增长	7.2%	5.3%	4.5%	3.8%	2.6%	8.6%	12.9%	4.9%	6.0%
未分摊	1,924	2,102	2,267	2,414	419	469	590	446	585
合并调整	-102,616	-112,086	-120,919	-128,770	-22,020	-24,486	-29,794	-26,316	-27,367
合并收入	996,347	1,088,299	1,174,055	1,250,293	243,236	236,503	280,154	236,454	265,794
同比增长	5.9%	9.2%	7.9%	6.5%	3.9%	5.2%	7.6%	6.6%	9.3%
调整后 EBITA	173,065	195,628	228,813	249,227	45,035	40,561	54,853	32,616	47,137
同比增长	4.9%	13.0%	17.0%	8.9%	-0.7%	-5.3%	3.8%	36.1%	4.7%
调整后 EBITA 利润率	17.4%	18.0%	19.5%	19.9%	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	17.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们基于 SOTP 估值的 FY26 美股新目标价为 189.6 美元（前值：192.6 美元），港股新目标价为 185.1 港元（前值：187.0 港元），对应 18.7/16.1/14.9 倍 FY26/FY27/FY28 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下：

淘天集团每 ADS 估值 98.4 美元（前值：98.9 美元），每香港普通股估值 96.0 港元（前值：96.1 港元），基于 10.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE（前值：10.0 倍 FY26），较可比公司 2025 年预测均值 13.1 倍有所折价，主因其稳定市场份额的目标仍处进程当中，尚未实现。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 18.8 美元（前值：19.5 美元），每香港普通股估值 18.3 港元（前值：19.0 港元），基于 2.0 倍 FY26 预测 PS（基于 2.0x FY26 预测 PS），高于可比公司 2025 年预测均值 1.9 倍，主因在全托管、半托管等新模式的支持下，板块营收增长强劲。

本地生活集团每 ADS 估值 6.7 美元 (前值: 6.7 美元), 每香港普通股估值 6.5 港元 (前值: 6.5 港元), 基于 1.5 倍 FY26 预测 PS (基于 1.5x FY26 预测 PS), 低于可比公司 2025 年预测 PS 均值 3.0 倍及美团股价对应的 1.9 倍 2025 年预测 PS, 主因中国本地生活市场竞争激烈及阿里巴巴旗下饿了么的市场份额低于美团。但我们建议持续关注阿里在即时零售场景下的投入效率, 及潜在对远场电商的协同赋能效果。

菜鸟集团每 ADS 估值 2.8 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 50.4 美元 (前值: 52.2 美元), 每香港普通股估值 49.2 港元 (前值: 50.7 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 6.6 倍有所折价, 主因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 12.6 美元 (前值: 12.4 美元), 每香港普通股估值 12.3 港元 (前值: 12.1 港元)。

图表6: 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	165,858	10.0x			230,499	100.0%	230,499	98.4	96.0
阿里国际数字商业集团			158,039	2.0x	43,926	100.0%	43,926	18.8	18.3
本地生活集团			74,790	1.5x	15,591	100.0%	15,591	6.7	6.5
菜鸟集团					10,300	63.7%	6,561	2.8	2.7
云智能集团			141,634	6.0x	118,100	100.0%	118,100	50.4	49.2
投资					42,118	70.0%	29,482	12.6	12.3
合计							444,160	189.6	185.1

注: 美元/人民币=7.2, 港元/人民币=0.92, 基于 5 月 15 日汇率。

资料来源: 华泰研究预测

图表7: 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 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
拼多多	PDD US	118.9	168,782	2.6	2.2	1.9	17.2	9.3	7.6	6.4	15.6
京东	JD US	35.7	55,302	0.3	0.3	0.3	7.8	8.6	7.6	6.9	6.3
唯品会	VIPS US	14.9	7,619	0.5	0.5	0.5	1.1	6.2	5.9	5.8	1.6
美团	3690 HK	135.4	106,000	1.9	1.7	1.5	14.9	14.9	11.9	9.8	21.3
Amazon	AMZN US	210.3	2,232,088	3.2	2.9	2.7	9.5	26.6	22.9	18.4	15.8
eBay	EBAY US	69.2	31,878	3.0	2.9	2.8	3.3	12.8	12.3	11.8	3.5
平均值				1.9	1.7	1.6	9.0	13.1	11.4	9.9	10.7

注: 港股数据截至 5 月 15 日收盘, 其它数据截止 5 月 14 日收盘。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表8: 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 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
Amazon	AMZN US	210.3	2,232,088	3.2	2.9	2.7	9.5	26.6	22.9	18.4	15.8
Microsoft	MSFT US	452.9	3,366,496	11.3	9.9	8.6	14.2	31.6	27.5	23.1	15.7
Google	GOOG US	166.8	2,014,626	5.2	4.7	4.3	10.5	15.0	14.1	12.6	10.8
Salesforce	CRM US	290.7	279,514	6.9	6.3	5.7	8.8	25.6	22.7	19.8	12.4
平均值				6.6	6.0	5.3	10.8	24.7	21.8	18.5	13.7

注: 港股数据截至 5 月 15 日收盘, 其它数据截止 5 月 14 日收盘。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表9：本地生活可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
美团	3690 HK	135.4	106,000	1.9	1.7	1.5	14.9	14.9	11.9	9.8	21.3
DoorDash Inc	DASH US	196.8	83,410	6.5	5.5	4.7	18.4	38.3	28.5	22.8	34.9
Delivery Hero	DHER GR	26.8	8,684	0.6	0.6	0.5	12.3	na	22.9	12.8	na
平均值				3.0	2.6	2.2	15.2	26.6	21.1	15.1	28.1

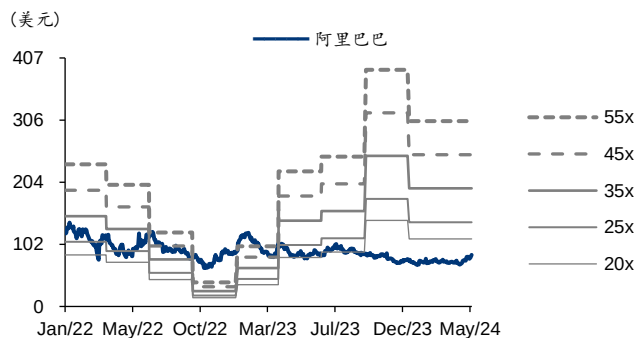
注：港股数据截至5月15日收盘，其它数据截止5月14日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

风险提示

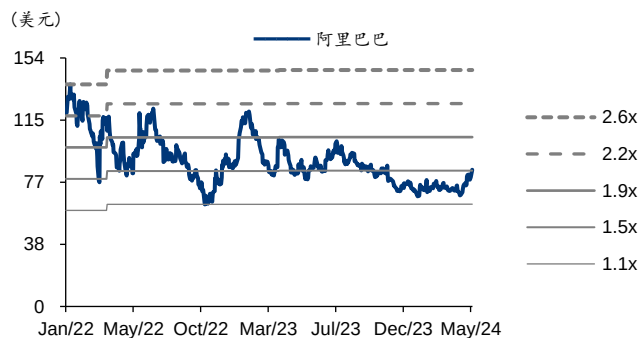
AI 云业务拓展不及预期；电商行业竞争加剧。

图表10：阿里巴巴 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：阿里巴巴 PB-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	1,088,299	1,174,055	1,250,293
销售成本	(586,323)	(598,285)	(629,082)	(670,665)	(713,498)
毛利润	354,845	398,062	459,217	503,390	536,795
销售及分销成本	(115,141)	(144,021)	(161,068)	(167,890)	(175,041)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(47,885)	(50,484)	(53,763)
其他收入/支出	6,157	3,387	5,441	5,870	6,251
财务成本净额	(17,911)	11,163	4,353	4,696	5,001
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	5,441	5,870	6,251
税前利润	93,861	161,421	190,951	223,965	244,226
税费开支	(22,529)	(35,445)	(38,957)	(43,619)	(47,595)
少数股东损益	(8,677)	(4,133)	(2,721)	(2,935)	(3,126)
净利润	79,741	129,470	154,076	182,642	199,118
Non-GAAP 调整项	78,618	28,470	16,929	16,622	16,634
调整后净利润	158,359	157,940	171,005	199,264	215,752
折旧和摊销	(44,504)	(142,286)	(92,954)	(97,690)	(101,661)
EBITDA	156,276	292,544	279,552	316,958	340,886
EPS (人民币, 基本)	4.39	7.13	8.49	10.06	10.97

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	209,792	215,007	217,520
现金及现金等价物	248,125	145,487	128,114	208,037	322,595
其他流动资产	361,203	326,387	371,923	389,377	407,062
总流动资产	752,864	674,049	709,829	812,421	947,178
固定资产	185,161	203,348	245,690	282,619	299,573
无形资产	26,950	20,911	21,652	22,050	22,213
其他长期资产	799,854	905,919	957,612	976,124	994,626
总长期资产	1,011,965	1,130,178	1,224,955	1,280,792	1,316,412
总资产	1,764,829	1,804,227	1,934,784	2,093,213	2,263,590
应付账款	392,506	412,784	415,748	422,777	428,278
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	438,310	445,339	450,840
长期债务	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期债务	175,037	228,866	228,984	229,720	230,300
总长期负债	230,723	278,775	278,893	279,629	280,209
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	997,271	1,021,570	1,149,045	1,299,709	1,464,005
股东权益	997,272	1,021,571	1,149,046	1,299,710	1,464,006
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	1,217,581	1,368,245	1,532,541

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	26.95	16.60	13.95	11.76	10.79
PB	2.15	2.10	1.87	1.65	1.47
调整后 PE (倍)	14.50	14.54	13.43	11.53	10.65
调整后 ROE	15.86	15.65	15.76	16.27	15.61
EV EBITDA	15.34	8.53	8.99	7.68	6.80
股息率 (%)	0.84	1.62	1.75	2.04	2.20
自由现金流收益率 (%)	4.37	5.30	4.37	6.16	7.84

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	279,552	316,958	340,886
融资成本	17,911	(11,163)	(4,353)	(4,696)	(5,001)
营运资本变动	2,318	15,263	(6,302)	684.61	2,443
税费	(22,529)	(35,445)	(38,957)	(43,619)	(47,595)
其他	28,617	(97,690)	(1,727)	(1,813)	(1,889)
经营活动现金流	182,593	163,509	228,213	267,515	288,844
CAPEX	(32,556)	(154,434)	(136,037)	(135,016)	(118,778)
其他投资活动	10,732	(30,981)	(46,134)	(11,905)	(11,672)
投资活动现金流	(21,824)	(185,415)	(182,172)	(146,921)	(130,450)
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)	(37,579)	(43,770)	(47,339)
其他融资活动现金流	(9,874)	(41,443)	4,353	4,696	5,001
融资活动现金流	(108,244)	(76,215)	(33,226)	(39,074)	(42,338)
现金变动	52,525	(98,121)	12,815	81,520	116,057
年初现金	229,510	286,424	189,268	202,083	283,603
汇率波动影响	4,389	965.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	286,424	189,268	202,083	283,603	399,660

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	9.23	7.88	6.49
毛利润	11.24	12.18	15.36	9.62	6.64
营业利润	12.95	24.31	24.70	18.10	9.25
净利润	9.97	62.36	19.01	18.54	9.02
调整后净利润	9.98	(0.26)	8.27	16.53	8.27
EPS (基本)	9.97	62.36	19.01	18.54	9.02
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.70	39.95	42.20	42.88	42.93
EBITDA	16.60	29.36	25.69	27.00	27.26
净利率	8.47	12.99	14.16	15.56	15.93
调整后净利率	16.83	15.85	15.71	16.97	17.26
ROE	7.99	12.83	14.20	14.92	14.41
调整后 ROE	15.86	15.65	15.76	16.27	15.61
ROA	4.53	7.26	8.24	9.07	9.14
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(18.02)	(7.15)	(4.84)	(10.43)	(17.08)
流动比率	1.79	1.55	1.62	1.82	2.10
速动比率	1.79	1.55	1.62	1.82	2.10

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
应收账款周转天数	53.67	62.46	68.14	65.13	62.27
应付账款周转天数	235.03	242.28	237.07	225.05	214.70
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	8.49	10.06	10.97
EPS (调整后, 基本)	8.72	8.70	9.42	10.97	11.88
每股净资产	54.92	56.26	63.28	71.58	80.62

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，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