

推进组织融合，构建大消费服务体系

华泰研究

动态点评

2025 年 6 月 23 日 | 中国香港/美国

互联网

	9988 HK	BABA US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 186.10	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	186.10	189.60
收盘价 (截至 6 月 23 日)	110.80	113.01
市值 (百万)	2,115,179	269,659
6 个月平均日均成交额 (百万)	13,172	2,759
52 周价格范围	69.80-145.90	70.62-145.99
BVPS	53.77	60.22

股价走势图



资料来源: S&P

据淘天速递公众号, 6 月 23 日阿里集团宣布即日起饿了么、飞猪合并入阿里中国电商事业群, 两公司继续保持公司化管理模式, 业务决策执行上与中国电商事业群集中目标、统一作战, 管理层均向蒋凡汇报。我们认为此次组织的融合有利于阿里集团在商品消费及服务消费上的不同业务形成一定合力, 在创造导流与交叉销售机会的同时, 亦帮助其在日益激烈的竞争中更高效地协同作战于用户心智与粘性的巩固, 同时为建设消费场景下 AI agent 的流量入口心智提供一定基础。维持“买入”评级。

着力构建大消费服务体系, 应对激化的行业竞争

伴随竞对的新进入, 近期即时零售与在线旅游等场景的竞争有所激化。参与者均在积极拓宽自有业务边际, 融合服务消费供给与商品消费供给, 以争夺用户心智。阿里集团拥有较成熟的消费互联网业态布局, 其中淘天是商品消费主阵地, 而飞猪与饿了么是服务消费主阵地, 我们认为该等业务的融合有望使其进一步利用各业务已沉淀多年的业务基础与基建能力, 更高效地投入于行业竞争中。此外, 相较上一轮消费互联网竞争周期 (社区团购等), 我们认为阿里在此轮新的竞争周期中表现出更高的行动力与更强的战略投入定力, 例如淘宝闪购在上线不足 2 个月的时间内, 联合饿了么日订单数突破 6000 万单 (据淘宝公众号, 6/23)。考虑到阿里在 AI 大模型领域的技术沉淀, 我们期待不同消费业务线场景的打通, 能够为阿里后续 AI agent 的应用提供更加系统化的服务供给能力加持, 助力其消费者心智份额的稳定。

不同场景需求峰值错期或提供一定的用户导流与交叉销售机会

基于 QuestMobile 数据观察, 我们认为旅游服务与商品两类消费场景存在较显著的季节性错位, 表现为 DAU 及使用频次的区间峰值有所错期, 因而两类业务的融合或可在流量分配冲突相对有限的情况下提供一定的交叉销售机会。旅游需求旺季通常在春节 (1-2 月)、清明五一 (4-5 月)、暑期 (7-8 月)、国庆 (9-10 月), 而电商旺季通常在春季促销 (3 月)、618 大促 (5-6 月)、双十一/双十二大促 (10-12 月)。考虑到商品消费的更高频次及淘宝 APP 的更大流量基数, 我们认为飞猪等业务在融入中国电商事业群后短期有望受益于电商场景带来的流量扶持, 而中长期来看, 飞猪等亦有望为淘宝电商带来一定的用户流量转化与交叉销售机会, 如帮助淘宝销售用户出行前所需准备的物料等。

盈利预测与估值

我们微调公司 FY26-28 年归母净利润-1.4/-0.1/-0.1%至 1,687/1,992/2,155 亿元, 主因即时零售等业务投入影响。基于 SOTP 的目标价为 189.6 美元/186.1 港币 (前值: 189.6 美元/185.1 港币)。

风险提示: 竞争超预期加剧, 消费需求改善不及预期。

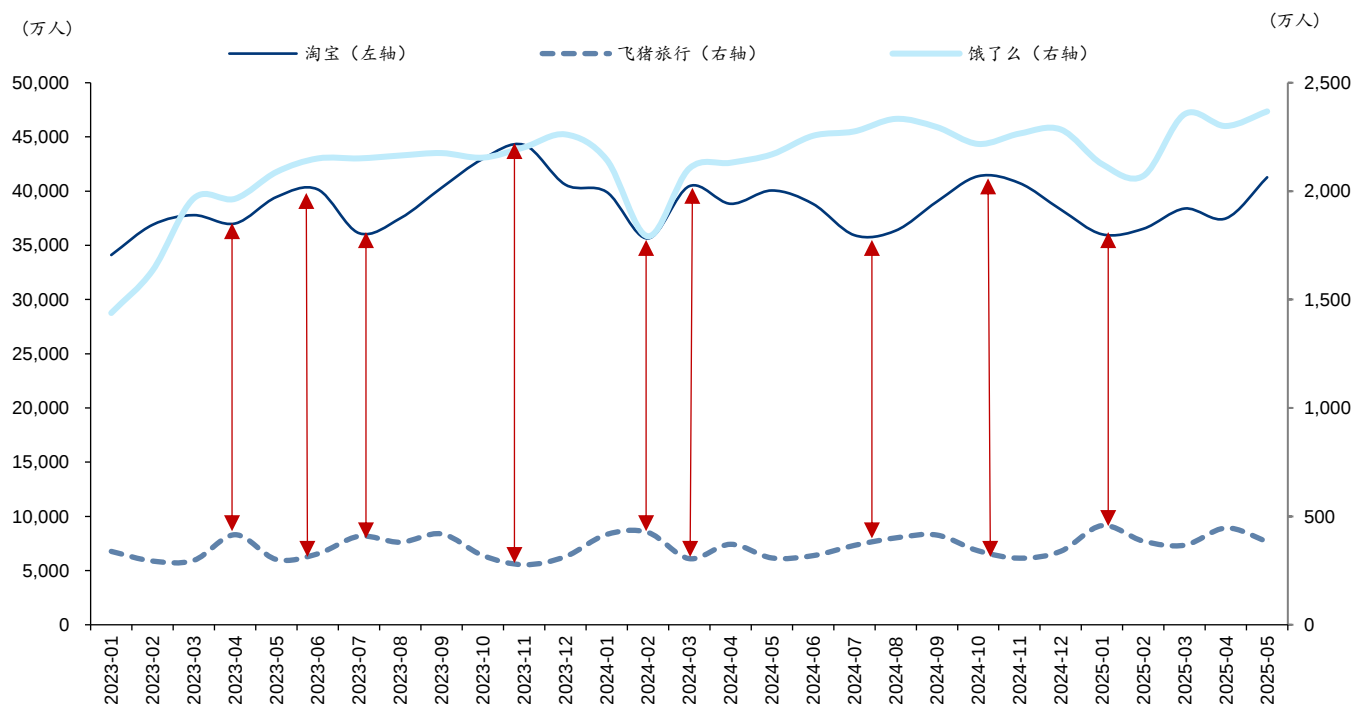
经营预测指标与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (人民币百万)	941,168	996,347	1,081,475	1,166,443	1,241,654
+/-%	8.34	5.86	8.54	7.86	6.45
归母净利润 (人民币百万)	79,741	129,470	151,804	182,673	199,038
+/-%	9.97	62.36	17.25	20.34	8.96
归母净利润 (调整后, 人民币百万)	158,359	157,940	168,663	199,185	215,549
+/-%	9.98	(0.26)	6.79	18.10	8.22
EPS (调整后, 人民币, 最新摊薄)	8.30	8.27	8.84	10.43	11.29
PE (调整后, 倍)	12.30	12.33	11.55	9.78	9.04
PB (倍)	1.95	1.90	1.69	1.50	1.33
ROE (调整后, %)	15.86	15.65	15.55	16.29	15.62
EV EBITDA (倍)	13.17	7.37	8.65	7.29	6.25

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

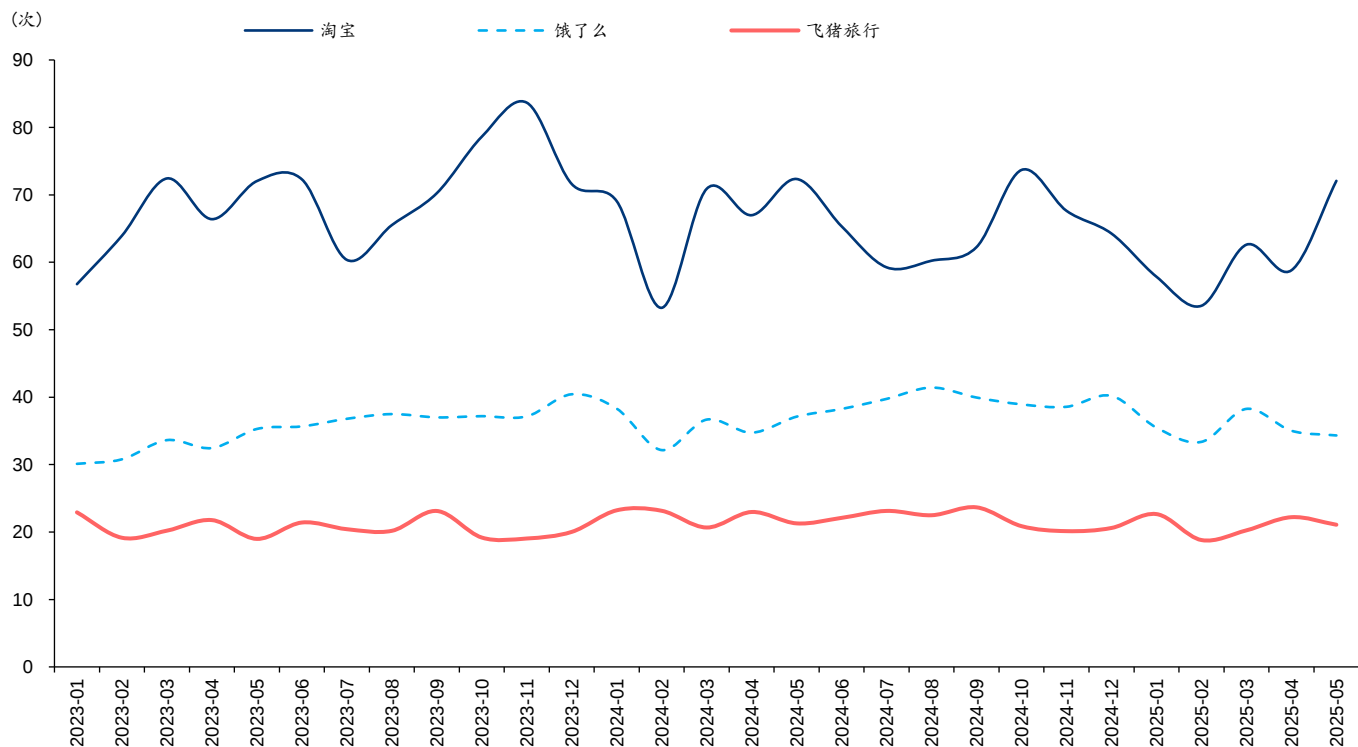
淘宝，饿了么及飞猪用户情况对比

图表1：DAU：电商与旅游服务存在一定的季节性错位



资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表2：月人均使用次数：电商目前为相对更高频的场景



资料来源：QuestMobile，华泰研究

盈利预测与估值

我们微调对阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的收入预测-0.6/-0.7/-0.7%至 1.08/1.17/1.24 万亿元，并调整 FY26/FY27/FY28 的非 GAAP 归母净利润-1.4/-0.1/-0.1%至 1,687/1,992/2,155 亿元，主因即时零售领域的投入影响。

图表3：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, %	前值	新值	变动, %
营业收入	1,088.3	1,081.5	-0.6%	1,174.1	1,166.4	-0.7%	1,250.3	1,241.7	-0.7%
毛利润	459.2	454.7	-1.0%	503.4	501.7	-0.3%	536.8	534.7	-0.4%
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	171.0	168.7	-1.4%	199.3	199.2	-0.1%	215.8	215.5	-0.1%
非 GAAP 净利率	15.7%	15.6%	(0.1)	17.0%	17.1%	0.1	17.3%	17.4%	0.1

资料来源：华泰研究预测

图表4：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	488,524	511,095	527,742	113,373	98,994	136,091	101,369	125,286
同比增长	3.4%	8.6%	4.6%	3.3%	-1.4%	1.4%	5.4%	8.7%	10.5%
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	75,125	81,135	86,571	16,229	17,725	16,988	16,134	19,150
同比增长	12.2%	12.0%	8.0%	6.7%	12.3%	13.9%	12.1%	10.3%	18.0%
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	23,493	24,537	25,416	5,581	5,694	5,438	5,554	5,916
同比增长	5.3%	5.5%	4.4%	3.6%	3.7%	-1.5%	7.9%	12.3%	6.0%
所有其他	206,269	209,774	218,296	225,814	47,001	52,178	53,102	53,988	49,821
同比增长	7.2%	1.7%	4.1%	3.4%	2.6%	8.6%	12.9%	4.9%	6.0%
未分摊	1,924	2,088	2,252	2,398	419	469	590	446	585
合并调整	-102,616	-111,384	-120,135	-127,881	-22,020	-24,486	-29,794	-26,316	-27,368
合并收入	996,347	1,081,475	1,166,443	1,241,654	243,236	236,503	280,154	236,454	265,803
同比增长	5.9%	8.5%	7.9%	6.4%	3.9%	5.2%	7.6%	6.6%	9.3%
调整后 EBITA	173,065	192,768	228,870	249,148	45,035	40,561	54,853	32,616	44,049
同比增长	4.9%	11.4%	18.7%	8.9%	-0.7%	-5.3%	3.8%	36.1%	-2.2%
调整后 EBITA 利润率	17.4%	17.8%	19.6%	20.1%	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	16.6%

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：189.6 美元），港股新目标价为 186.1 港元（前值：185.1 港元），对应 18.9/16.0/14.8 倍 FY26/FY27/FY28 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下：

淘天集团每 ADS 估值 98.2 美元（前值：98.4 美元），每香港普通股估值 96.4 港元（前值：96.0 港元），基于 10.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE（前值：10.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE），较可比公司 2025 年预测均值 13.8 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。若大消费服务体系进一步改善，消费者心智有所强化，或推动估值倍数上修。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 18.8 美元（前值：18.8 美元），每香港普通股估值 18.5 港元（前值：18.3 港元），基于 2.0 倍 FY26 预测 PS（前值：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 6.6 港元（前值：6.5 港元），基于 1.5 倍 FY26 预测 PS（前值：1.5x FY26 预测 PS），低于可比公司 2025 年预测 PS 均值 3.2 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。

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 50.6 美元（前值：50.4 美元），每香港普通股估值 49.7 港元（前值：49.2 港元），基于 6.0 倍 FY26 预测 PS（前值：6.0 倍 FY26 预测 PS），较可比公司 2026 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 12.5 美元（前值：12.6 美元），每香港普通股估值 12.3 港元（前值：12.3 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	164,926	10.0x			230,038	100.0%	230,038	98.2	96.4
阿里国际数字商业集团			158,039	2.0x	44,086	100.0%	44,086	18.8	18.5
本地生活集团			75,125	1.5x	15,718	100.0%	15,718	6.7	6.6
菜鸟集团					10,300	63.7%	6,561	2.8	2.7
云智能集团			141,634	6.0x	118,530	100.0%	118,530	50.6	49.7
投资					41,793	70.0%	29,255	12.5	12.3
合计							444,188	189.6	186.1

注：美元/人民币=7.2，美元/港元=7.8，基于 6 月 23 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)	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E
拼多多	PDD US	101.2	143,682	2.4	2.1	1.8	12.9	11.2	8.4	6.9	6.8
京东	JD US	31.4	51,002	0.3	0.3	0.3	7.6	7.9	6.9	6.3	6.5
唯品会	VIPS US	14.9	7,658	0.5	0.5	0.5	0.8	6.2	6.1	5.9	0.8
美团	3690 HK	128.6	100,095	1.9	1.6	1.4	14.5	17.0	12.9	10.2	17.2
Amazon	AMZN US	209.7	2,226,143	3.2	2.9	2.7	9.5	26.3	22.6	18.2	14.3
eBay	EBAY US	77.6	35,783	3.4	3.2	3.1	3.5	14.4	13.8	13.2	3.6
平均值				1.9	1.8	1.6	8.1	13.8	11.8	10.1	8.2

注：数据截至 6 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)	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E
Amazon	AMZN US	209.7	2,226,143	3.2	2.9	2.7	9.5	26.3	22.6	18.2	14.3
Microsoft	MSFT US	477.4	3,548,296	11.9	10.4	9.0	14.4	33.3	29.0	24.1	16.0
Google	GOOG US	167.7	2,028,127	5.2	4.7	4.3	10.4	15.1	14.2	12.7	10.7
Salesforce	CRM US	260.6	249,162	6.0	5.5	5.0	9.3	22.7	20.2	17.7	12.4
平均值				6.6	5.9	5.3	10.9	24.3	21.5	18.2	13.4

注：数据截至 6 月 20 日收盘。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

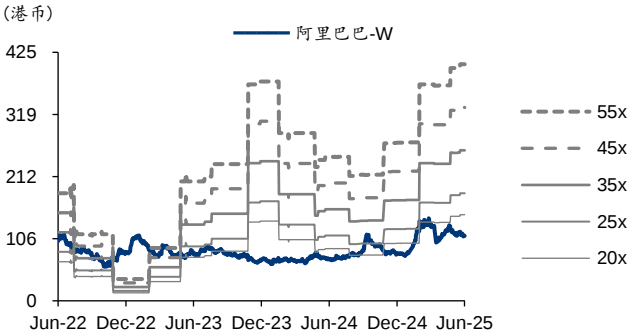
图表8：本地生活可比公司估值

公司名称	代码	股价 (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
美团	3690 HK	128.6	100,095	1.9	1.6	1.4	14.5		17.0	12.9	10.2	17.2
DoorDash Inc	DASH US	220.5	93,419	7.3	6.1	5.3	18.3		43.1	32.1	25.7	34.5
Delivery Hero	DHER GR	21.4	7,132	0.5	0.5	0.4	12.3		na	396.5	20.9	na
平均值				3.2	2.7	2.4	15.0		30.0	147.2	18.9	25.8

注：数据截至6月20日收盘。

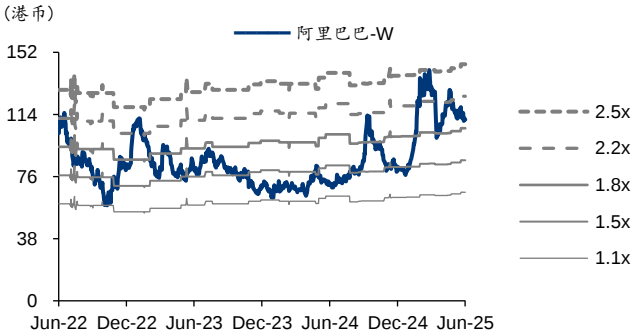
资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,081,475	1,166,443	1,241,654
销售成本	(586,323)	(598,285)	(626,786)	(664,793)	(706,943)
毛利润	354,845	398,062	454,689	501,650	534,712
销售及分销成本	(115,141)	(144,021)	(160,058)	(166,801)	(173,832)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(47,585)	(50,157)	(53,391)
其他收入/支出	6,157	3,387	5,407	5,832	6,208
财务成本净额	(17,911)	11,163	4,326	4,666	4,967
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	5,407	5,832	6,208
税前利润	93,861	161,421	188,105	224,037	244,165
税费开支	(22,529)	(35,445)	(38,367)	(43,641)	(47,591)
少数股东损益	(8,677)	(4,133)	(2,704)	(2,916)	(3,104)
净利润	79,741	129,470	151,804	182,673	199,038
Non-GAAP 调整项	78,618	28,470	16,860	16,512	16,510
调整后净利润	158,359	157,940	168,663	199,185	215,549
折旧和摊销	(44,504)	(142,286)	(70,198)	(74,609)	(87,640)
EBITDA	156,276	292,544	253,978	293,980	326,838
EPS (人民币, 基本)	4.18	6.78	7.95	9.57	10.43

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	208,476	213,613	216,017
现金及现金等价物	248,125	145,487	104,624	160,370	261,537
其他流动资产	361,203	326,387	371,638	389,075	406,737
总流动资产	752,864	674,049	684,739	763,058	884,291
固定资产	185,161	203,348	267,696	326,931	357,191
无形资产	26,950	20,911	21,550	21,845	21,903
其他长期资产	799,854	905,919	957,070	975,548	994,006
总长期资产	1,011,965	1,130,178	1,246,315	1,324,325	1,373,100
总资产	1,764,829	1,804,227	1,931,054	2,087,383	2,257,391
应付账款	392,506	412,784	414,049	419,258	424,537
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	436,611	441,820	447,099
长期债务	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期债务	175,037	228,866	228,778	229,260	229,811
总长期负债	230,723	278,775	278,687	279,169	279,720
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	997,271	1,021,570	1,147,220	1,297,859	1,462,037
股东权益	997,272	1,021,571	1,147,221	1,297,860	1,462,038
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	1,215,756	1,366,395	1,530,573

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	24.35	15.00	12.79	10.63	9.76
PB	1.95	1.90	1.69	1.50	1.33
调整后 PE (倍)	12.30	12.33	11.55	9.78	9.04
调整后 ROE	15.86	15.65	15.55	16.29	15.62
EV EBITDA	13.17	7.37	8.65	7.29	6.25
股息率 (%)	0.92	1.79	1.91	2.25	2.44
自由现金流收益率 (%)	5.14	6.23	3.88	6.01	8.52

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	253,978	293,980	326,838
融资成本	17,911	(11,163)	(4,326)	(4,666)	(4,967)
营运资本变动	2,318	15,263	(6,401)	(1,040)	2,354
税费	(22,529)	(35,445)	(38,367)	(43,641)	(47,591)
其他	28,617	(97,690)	(1,720)	(1,805)	(1,881)
经营活动现金流	182,593	163,509	203,164	242,828	274,754
CAPEX	(32,556)	(154,434)	(135,184)	(134,141)	(117,957)
其他投资活动	10,732	(30,981)	(45,832)	(12,165)	(11,698)
投资活动现金流	(21,824)	(185,415)	(181,016)	(146,306)	(129,655)
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)	(37,066)	(43,754)	(47,296)
其他融资活动现金流	(9,874)	(41,443)	4,326	4,666	4,967
融资活动现金流	(108,244)	(76,215)	(32,740)	(39,089)	(42,329)
现金变动	52,525	(98,121)	(10,593)	57,434	102,769
年初现金	229,510	286,424	189,268	178,675	236,109
汇率波动影响	4,389	965.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	286,424	189,268	178,675	236,109	338,878

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	8.54	7.86	6.45
毛利润	11.24	12.18	14.23	10.33	6.59
营业利润	12.95	24.31	22.75	20.09	9.18
净利润	9.97	62.36	17.25	20.34	8.96
调整后净利润	9.98	(0.26)	6.79	18.10	8.22
EPS (基本)	9.97	62.36	17.25	20.34	8.96
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.70	39.95	42.04	43.01	43.06
EBITDA	16.60	29.36	23.48	25.20	26.32
净利润率	8.47	12.99	14.04	15.66	16.03
调整后净利润率	16.83	15.85	15.60	17.08	17.36
ROE	7.99	12.83	14.00	14.94	14.42
调整后 ROE	15.86	15.65	15.55	16.29	15.62
ROA	4.53	7.26	8.13	9.09	9.16
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(18.02)	(7.15)	(2.80)	(6.77)	(12.93)
流动比率	1.79	1.55	1.57	1.73	1.98
速动比率	1.79	1.55	1.57	1.73	1.98

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.54	0.56	0.58	0.58	0.57
应收账款周转天数	53.67	62.46	68.35	65.13	62.28
应付账款周转天数	235.03	242.28	237.45	225.63	214.84
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)	4.18	6.78	7.95	9.57	10.43
EPS (调整后, 基本)	8.30	8.27	8.84	10.43	11.29
每股净资产	52.24	53.52	60.10	67.99	76.59

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