

# 云需求强于预期，外卖投入士气正盛

华泰研究

2025年8月30日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

阿里巴巴 1QFY26 总收入 2,477 亿元，同增 1.8%，略逊于 VA 一致预期的同增 4.1%，符合华泰预测的同增 1.0%；经调整 EBITA 为 388 亿元，同比 -13.7%，经调整 EBITA 利润率 15.7%，逊于 VA 一致预期的 16.9%，符合华泰预测的 15.3%。公司已重新划分业务线，新的业务区分为：中国电商集团（综合性消费平台：淘天集团、饿了么和飞猪）、国际数字商业集团、云智能集团和所有其他。管理层认为以 AI+ 为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台是两大历史性战略机遇，将持续积极投入。凭借较强的 AI 与云基础实力持续收获高速增长的同时，公司亦在闪购市场快速扩大单量与市场份额，并已看到即时零售对电商主业的一定协同潜力。展望后续，我们预计在更为有利的芯片供给环境下，叠加阿里持续投入于自主研发 AI 芯片取得阶段性进展，阿里云业务收入增速有望延续高增态势；而在闪购赛道，管理层对在当前优惠力度下通过精细化运营及规模效应释放支持单均亏损收窄 50% 持有较高信心，建议持续关注两大业务进展。“买入”。

## 中国电商集团：预计未来 CMR 保持稳健增长势头

中国电商集团 1QFY26 收入同增 9.7% 至 1,401 亿元，CMR 同增 10.1%，主要得益于变现率的同比改善。1QFY26 中国电商集团调整后 EBITA 利润 384 亿，同比 -21.3%，反映闪购业务的投入（我们估算利润端闪购投入影响约 130 亿元，另有部分投入已在收入端抵扣），部分被 CMR 收入稳健增长抵消。管理层表示不考虑闪购投入的影响，电商集团 EBITA 本季度延续同比正增长。展望后续，尽管淘宝天猫加收技术服务费（2024 年 9 月起）或使得 CMR 增长逐步面临一定高基数压力，但管理层表示考虑到闪购服务对用户活跃度及购买频次的拉动，CMR 仍将在后续季度保持类似过去两个季度的较高增速（均为双位数增长），初步体现出闪购对电商业务的协同潜力。

## 闪购业务：协同潜力初步释放，单均亏损短期目标缩减 50%

管理层表示，5 月以来公司在即时零售领域上的投入快速取得了阶段成果，并产生了积极的协同效应，8 月即时零售月活跃买家已达 3 亿，并带动淘宝 APP 同比 25% 的月活跃买家增长。订单角度，淘宝闪购日均订单峰值已突破 1.2 亿单，8 月份周日均订单达到 8,000 万单，考虑到闪购订单量环比的快速爬坡，我们预计 2QFY26 闪购相关的投入金额或将环比显著扩大，但伴随订单密度提升、骑手运力成本的优化等，3QFY26 起亏损或有望进入季度环比收窄通道，且闪购业务或在双十一大促季为本站电商业务提供更多引流支持，释放协同潜力。管理层表示随着前期用户获客留存、订单结构的优化和履约效率的提升，展望单均亏损有望在短期缩减 50%。

## 管理层乐观展望后续云业务收入增长趋势

阿里云 1QFY26 收入同增 25.8%，延续提速，其中外部收入同增 26%；AI 相关收入连续 8 个季度三位数增长，AI 收入占外部商业化收入的比例已经超过 20%；季度调整后 EBITA 利润率为 8.8%，同比持平，环比改善 0.8pp。1QFY26 公司 AI 相关资本开支为 386 亿元，对比 4QFY25 的 246 亿元提速明显。管理层表示 AI 需求激增和客户越来越多地采用公共云以支持 AI 工作，并预期未来数个季度阿里云的收入增速仍会保持持续向上的态势。

## 盈利预测与估值

我们调整阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的非 GAAP 归母净利润 -9.5/+16.9/+31.7% 至 1,213/1,812/2,235 亿元。基于 SOTP 的美股目标价 171.8 美元（前值：152.9 美元），港股 167.4 港元（前值：150.0 港元），对应 24.0/16.1/13.1 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，闪购减亏不及预期。

	9988 HK	BABA US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：167.40	美元：171.80

### 夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

### 侯杰

SAC No. S0570523010002  
SFC No. BRI004

研究员

houjie017864@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

### 曹卓铭

SAC No. S0570124020016  
SFC No. BUT776

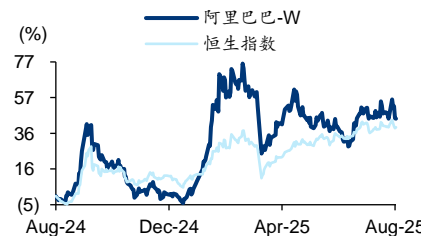
联系人

caozhuoming@htsc.com  
+(86) 21 2897 2205

## 基本数据

(港币/美元)	9988 HK	BABA US
目标价	167.40	171.80
收盘价(截至 8 月 29 日)	115.70	135.00
市值(百万)	2,206,848	301,386
6 个月平均日均成交额(百万)	12,169	2,179
52 周价格范围	77.35-145.90	78.74-145.99
BVPS	53.62	60.26

## 股价走势图



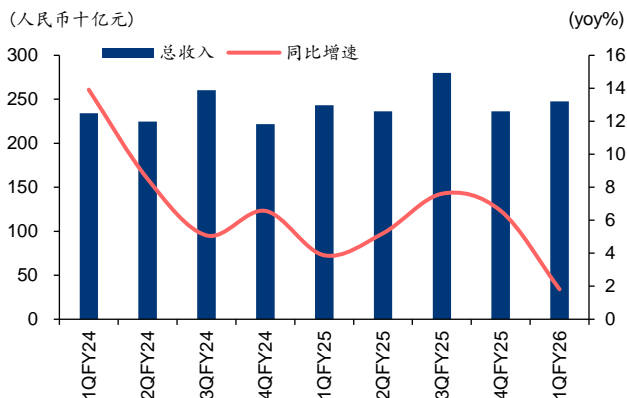
资料来源：S&amp;P

## 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	1,025	1,116	1,203
+/-%	5.86	2.92	8.80	7.86
归母净利润(十亿)	129	103	164	206
+/-%	62.36	(20.42)	58.82	25.92
归母净利润(调整后,十亿)	158	121	181	223
+/-%	(0.26)	(23.19)	49.41	23.32
EPS(调整后,最新摊薄)	8.84	6.79	10.15	12.51
PE(调整后,倍)	12.74	16.58	11.10	9.00
PB(倍)	1.86	1.70	1.51	1.33
ROE(调整后,%)	15.65	11.39	15.41	16.83
EV EBITDA(倍)	7.64	14.85	9.38	7.33
股息率(%)	1.83	1.42	2.12	2.61

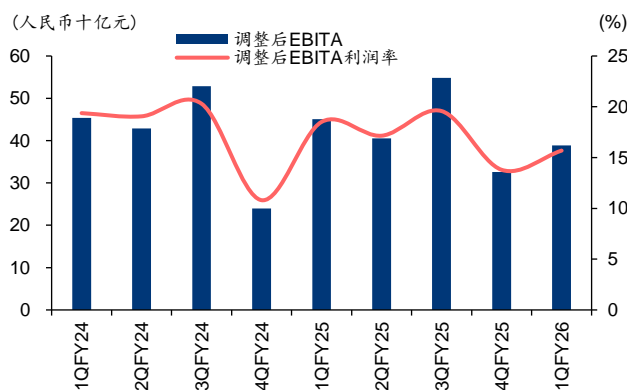
资料来源：公司公告、华泰研究预测

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)	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	华泰预测	vs 华泰预测
中国电商集团	127,670	112,644	151,106	113,163	140,072	-	-
同比增长	-	-	-	-	9.7%	-	-
阿里国际数字商业集团	29,293	31,672	37,756	33,579	34,741	34,928	-0.5%
同比增长	32.4%	29.2%	32.4%	22.3%	18.6%	19.2%	-0.6pct
云智能集团	26,549	29,610	31,742	30,127	33,398	32,390	3.1%
同比增长	5.9%	7.1%	13.1%	17.7%	25.8%	22.0%	3.8pct
所有其他	81,354	86,594	88,754	85,455	58,599	-	-
同比增长	-	-	-	-	-28.0%	-	-
未分摊	419	469	590	446	519	541	-
合并调整	-22,049	-24,486	-29,794	-26,316	-19,677	-25,303	-
合并收入	243,236	236,503	280,154	236,454	247,652	245,748	0.8%
同比增长	3.9%	5.2%	7.6%	6.6%	1.8%	1.0%	0.8pct
调整后 EBITA	45,035	40,561	54,853	32,616	38,844	37,616	3.3%
同比增长	-0.7%	-5.3%	3.8%	32.0%	-13.7%	-16.5%	2.8pct
调整后 EBITA 利润率	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	15.7%	15.3%	0.4pct

注: 本次财报业务划分调整后, 部分分部实际值和华泰7月1日公司更新报告中预测值口径不再可比; 由于财务数据重述, 除阿里国际数字商业集团和云智能集团以外的分部的2QFY25-4QFY25各季度数据为华泰预估值;

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 盈利预测与估值

我们上调对阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的收入预测+1.3/+1.9/+2.7%至 1.03/1.12/1.20 万亿元。收入上调主因阿里云在强劲的 AI 需求驱动下,未来收入兑现节奏或好于我们此前预期。此外闪购业务爬坡节奏或好于我们此前预期。

我们调整阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的非 GAAP 归母净利润-9.5/+16.9/+31.7%至 1,213/1,812/2,235 亿元。FY26 利润预测下修主要考虑到即时零售场景的潜在投入加大, FY27-28 上修主因阿里云收入增速或好我们此前预期,带动利润上行,以及即时零售未来减亏节奏或好于我们此前预期。

图表4: 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	1,011.9	1,025.5	1.3%	1,095.4	1,115.7	1.9%	1,171.7	1,203.4	2.7%
毛利润	392.6	379.4	-3.4%	428.4	466.0	8.8%	459.9	534.7	16.3%
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	134.0	121.3	-9.5%	155.0	181.2	16.9%	169.7	223.5	31.7%
非 GAAP 净利率	13.2%	11.8%	(1.4)	14.1%	16.2%	2.1	14.5%	18.6%	4.1

资料来源: 华泰研究预测

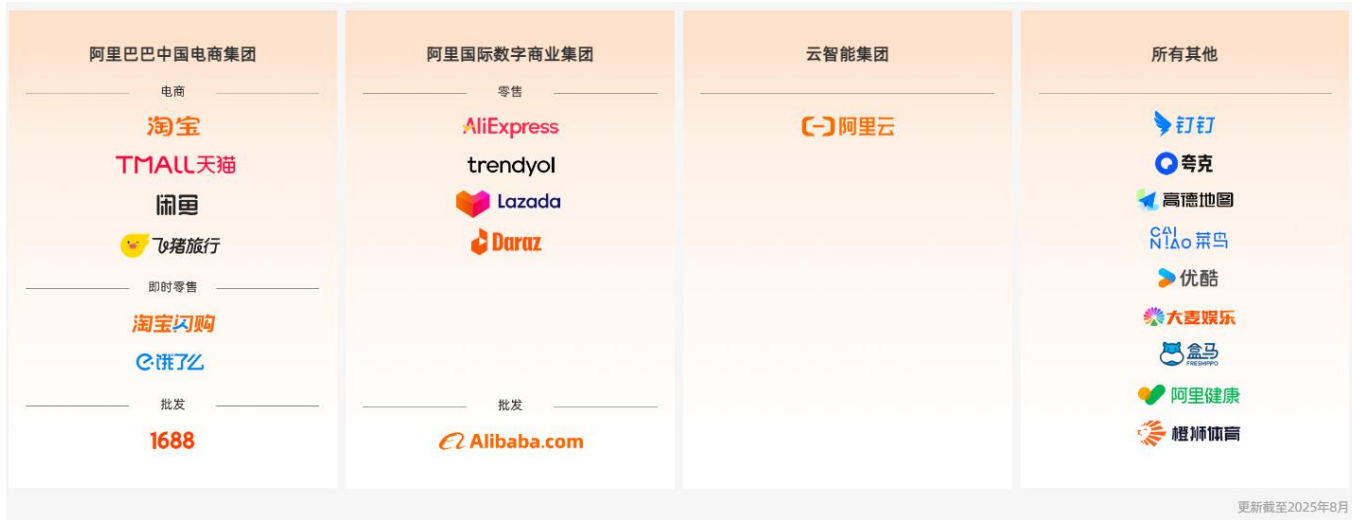
图表5: 阿里巴巴: 关键预测

(人民币百万元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26E
中国电商集团	504,583	591,903	681,256	741,511	112,644	151,106	113,163	140,072	132,002
同比增长		17.3%	15.1%	8.8%				9.7%	17.2%
阿里国际数字商业集团	132,300	155,161	179,062	204,802	31,672	37,756	33,579	34,741	37,960
同比增长	45.5%	28.9%	17.3%	15.4%	29.2%	32.4%	22.3%	18.6%	19.9%
云智能集团	118,028	149,896	184,297	220,248	29,610	31,742	30,127	33,398	37,901
同比增长	2.8%	11.0%	27.0%	23.0%	7.1%	13.1%	17.7%	25.8%	28.0%
所有其他	342,157	249,775	237,286	237,286	86,594	88,754	85,455	58,599	60,616
同比增长		-27.0%	-5.0%	0.0%				-28.0%	-30.0%
未分摊	1,924	1,980	2,155	2,324	469	590	446	519	537
合并调整	-102,645	-105,647	-114,947	-123,977	-24,486	-29,794	-26,316	-19,677	-25,120
合并收入	996,318	1,025,455	1,115,726	1,203,372	236,503	280,154	236,454	247,652	247,652
同比增长	5.9%	2.9%	8.8%	7.9%	5.2%	7.6%	6.6%	1.8%	3.1%
调整后 EBITA	173,065	131,679	205,701	258,513	40,561	54,853	32,616	38,844	25,710
同比增长	11.6%	4.9%	-23.9%	56.2%	-5.3%	3.8%	32.0%	-13.7%	-36.6%

注: 由于财务数据重述, 除阿里国际数字商业集团和云智能集团以外的业务分部的 FY25 及 FY25 各季度数据为华泰预估值;

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表6: 阿里巴巴业务划分



资料来源: 公司官网, 华泰研究

我们基于 SOTP 估值的 FY26 美股新目标价为 171.8 美元 (前值: 152.9 美元), 港股新目标价为 167.4 港元 (前值: 150.0 港元), 对应 24.0/16.1/13.1 倍 FY26/FY27/FY28 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下:

中国电商集团每 ADS 估值 80.3 美元 (前值: 69.6 美元, 淘天集团+本地生活集团合并估值), 每香港普通股估值 78.3 港元 (前值: 68.3 港元, 淘天集团+本地生活集团合并估值), 基于 12.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE (前值: 10.0 倍 FY26 非 GAAP 预测 PE, 淘天集团+本地生活集团合并估值), 较可比公司 2025 年预测均值 19.9 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, 估值倍数上调主因闪购业务中长期减亏节奏有望好于我们此前预期, 且中长期视角下闪购业务有望与电商业务间产生协同强化公司竞争壁垒。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 18.3 美元 (前值: 18.1 美元), 每香港普通股估值 17.8 港元 (前值: 17.8 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。

云智能集团每 ADS 估值 52.9 美元 (前值: 50.1 美元), 每香港普通股估值 51.6 港元 (前值: 49.2 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 7.1 倍有所折价, 主因相较海外云厂商更低的利润率水平。

所有其他业务每 ADS 估值 7.4 美元 (本次新增估值, 该分部主要包括钉钉、夸克、高德、菜鸟、优酷、大麦、盒马、阿里健康等业务, 1QFY26 季度新口径主要增加了高德、菜鸟、优酷、大麦等业务), 每香港普通股估值 7.2 港元 (本次新增估值), 基于 0.5 倍 FY26 预测 PS (本次新增估值), 较可比公司 2025 年预测均值 2.6 倍有所折价, 主因业务仍处于减亏节奏中。

基于最新市值以及 30% 持有折让 (不变), 战略投资每 ADS 估值 12.9 美元 (前值: 12.3 美元), 每香港普通股估值 12.6 港元 (前值: 12.1 港元)。

图表7: 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
阿里中国电商集团	113,724	12.0x			192,039	100.0%	192,039	80.3	78.3
阿里国际数字商业集团			155,161	2.0x	43,668	100.0%	43,668	18.3	17.8
云智能集团			149,896	6.0x	126,560	100.0%	126,560	52.9	51.6
所有其他			249,775	0.5x	17,574	100.0%	17,574	7.4	7.2
投资					44,156	70.0%	30,909	12.9	12.6
合计							410,751	171.8	167.4

注: 美元/人民币=7.1, 美元/港元=7.8, 基于 8 月 29 日汇率。

资料来源: 华泰研究预测

图表8: 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 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E			
拼多多	PDD US	120.22	170,670	2.9	2.5	2.2	12.6	12.0	9.8	8.0	7.6		
京东	JD US	31.07	44,057	0.2	0.2	0.2	8.5	11.3	8.2	6.2	1.9		
唯品会	VIPS US	16.74	8,255	0.6	0.5	0.5	1.0	6.7	6.5	6.3	1.0		
美团	3690 HK	102.7	80,509	1.6	1.4	1.2	12.4	na	22.2	11.3	5.2		
AMAZON	AMZN US	229	2,442,265	3.4	3.1	2.8	10.7	27.7	24.6	19.9	16.7		
eBay	EBAY US	90.61	41,409	3.8	3.6	3.5	5.2	16.3	15.6	14.6	5.1		
DoorDash	DASH US	245.25	104,770	7.9	6.5	5.5	21.1	45.2	34.4	25.9	39.4		
Delivery Hero	DSH GR	22.68	7,842	0.5	0.5	0.4	13.2	na	na	33.8	na		
平均值				2.6	2.3	2.0	10.6	19.9	16.5	13.5	12.0		

注: 数据截至 8 月 30 日收盘;

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表9: 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 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E			
Amazon	AMZN US	229	2,442,265	3.4	3.1	2.8	10.7	27.7	24.6	19.9	16.7		
Microsoft	MSFT US	506.69	3,766,311	12.4	10.8	9.4	14.8	34.5	29.9	25.5	15.9		
Google	GOOG US	212.91	2,578,300	6.5	5.9	5.3	11.8	18.6	17.4	15.6	12.2		
Salesforce	CRM US	256.25	244,975	5.9	5.5	5.0	9.3	22.3	19.8	17.4	12.4		
平均值				7.1	6.3	5.6	11.6	25.8	22.9	19.6	14.3		

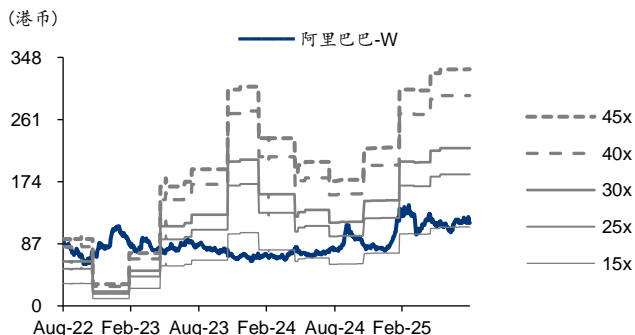
注: 数据截至 8 月 30 日收盘; 均为自然年数据。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

### 风险提示

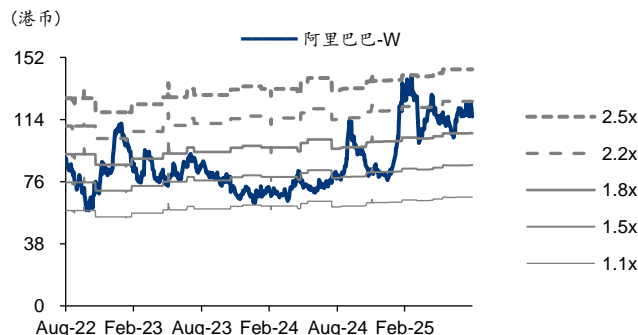
AI 云业务拓展不及预期; 电商行业竞争加剧; 闪购减亏不及预期。

图表10: 阿里巴巴-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: 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	1,025,455	1,115,726	1,203,372
销售成本	(586,323)	(598,285)	(646,052)	(649,714)	(668,677)
<b>毛利润</b>	<b>354,845</b>	<b>398,062</b>	<b>379,403</b>	<b>466,012</b>	<b>534,696</b>
销售及分销成本	(115,141)	(144,021)	(151,767)	(159,549)	(168,472)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(45,120)	(47,976)	(51,745)
其他收入/支出	6,157	3,387	5,127	5,579	6,017
财务成本净额	(17,911)	11,163	4,102	4,463	4,813
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	5,127	5,579	6,017
<b>税前利润</b>	<b>93,861</b>	<b>161,421</b>	<b>126,628</b>	<b>200,469</b>	<b>253,107</b>
税费开支	(22,529)	(35,445)	(25,515)	(38,978)	(49,418)
少数股东损益	(8,677)	(4,133)	(2,564)	(2,789)	(3,008)
<b>净利润</b>	<b>79,741</b>	<b>129,470</b>	<b>103,038</b>	<b>163,641</b>	<b>206,058</b>
Non-GAAP 调整项	78,618	28,470	18,269	17,600	17,441
调整后净利润	158,359	157,940	121,307	181,241	223,499
折旧和摊销	(44,504)	(142,286)	(33,788)	(51,179)	(59,158)
EBITDA	156,276	292,544	156,315	247,185	307,451
EPS (人民币, 基本)	4.46	7.25	5.77	9.16	11.54

### 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	197,677	204,325	209,357
现金及现金等价物	248,125	145,487	61,979	61,639	126,897
其他流动资产	361,203	326,387	369,300	387,064	405,295
<b>总流动资产</b>	<b>752,864</b>	<b>674,049</b>	<b>628,956</b>	<b>653,028</b>	<b>741,548</b>
固定资产	185,161	203,348	297,943	375,440	430,940
无形资产	26,950	20,911	20,709	20,342	20,004
其他长期资产	799,854	905,919	952,613	971,716	991,258
<b>总长期资产</b>	<b>1,011,965</b>	<b>1,130,178</b>	<b>1,271,266</b>	<b>1,367,498</b>	<b>1,442,203</b>
<b>总资产</b>	<b>1,764,829</b>	<b>1,804,227</b>	<b>1,900,222</b>	<b>2,020,526</b>	<b>2,183,751</b>
应付账款	392,506	412,784	420,926	408,283	403,412
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
<b>总流动负债</b>	<b>421,507</b>	<b>435,346</b>	<b>443,488</b>	<b>430,845</b>	<b>425,974</b>
长期债务	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期债务	175,037	228,866	230,018	227,949	227,004
<b>总长期负债</b>	<b>230,723</b>	<b>278,775</b>	<b>279,927</b>	<b>277,858</b>	<b>276,913</b>
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	997,271	1,021,570	1,108,272	1,243,287	1,412,328
股东权益	997,272	1,021,571	1,108,273	1,243,288	1,412,329
少数股东权益	115,327	68,535	68,535	68,535	68,535
<b>总权益</b>	<b>1,112,599</b>	<b>1,090,106</b>	<b>1,176,808</b>	<b>1,311,823</b>	<b>1,480,864</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	23.79	14.65	18.27	11.50	9.14
PB	1.90	1.86	1.70	1.51	1.33
调整后 PE (倍)	12.70	12.74	16.58	11.10	9.00
调整后 ROE	15.86	15.65	11.39	15.41	16.83
EV EBITDA	13.68	7.64	14.85	9.38	7.33
股息率 (%)	0.95	1.83	1.42	2.12	2.61
自由现金流收益率 (%)	4.93	5.98	0.85	2.98	6.64

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	156,315	247,185	307,451
融资成本	17,911	(11,163)	(4,102)	(4,463)	(4,813)
营运资本变动	2,318	15,263	13,613	(20,730)	(10,993)
税费	(22,529)	(35,445)	(25,515)	(38,978)	(49,418)
其他	28,617	(97,690)	(1,664)	(1,755)	(1,842)
<b>经营活动现金流</b>	<b>182,593</b>	<b>163,509</b>	<b>138,647</b>	<b>181,260</b>	<b>240,384</b>
CAPEX	(32,556)	(154,434)	(128,182)	(128,308)	(114,320)
其他投资活动	10,732	(30,981)	(40,415)	(15,592)	(14,470)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(21,824)</b>	<b>(185,415)</b>	<b>(168,597)</b>	<b>(143,901)</b>	<b>(128,790)</b>
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)	(26,717)	(39,864)	(49,089)
其他融资活动现金流	(9,874)	(41,443)	4,102	4,463	4,813
<b>融资活动现金流</b>	<b>(108,244)</b>	<b>(76,215)</b>	<b>(22,615)</b>	<b>(35,402)</b>	<b>(44,275)</b>
现金变动	52,525	(98,121)	(52,566)	1,957	67,319
年初现金	229,510	286,424	189,268	136,702	138,660
汇率波动影响	4,389	965.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>286,424</b>	<b>189,268</b>	<b>136,702</b>	<b>138,660</b>	<b>205,978</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	8.34	5.86	2.92	8.80	7.86
毛利润	11.24	12.18	(4.69)	22.83	14.74
营业利润	12.95	24.31	(20.32)	64.64	27.81
净利润	9.97	62.36	(20.42)	58.82	25.92
调整后净利润	9.98	(0.26)	(23.19)	49.41	23.32
EPS (基本)	9.97	62.36	(20.42)	58.82	25.92
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	37.70	39.95	37.00	41.77	44.43
EBITDA	16.60	29.36	15.24	22.15	25.55
净利润率	8.47	12.99	10.05	14.67	17.12
调整后净利润率	16.83	15.85	11.83	16.24	18.57
ROE	7.99	12.83	9.68	13.92	15.52
调整后 ROE	15.86	15.65	11.39	15.41	16.83
ROA	4.53	7.26	5.56	8.35	9.80
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(18.02)	(7.15)	0.95	0.87	(3.85)
流动比率	1.79	1.55	1.42	1.52	1.74
速动比率	1.79	1.55	1.42	1.52	1.74
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.54	0.56	0.55	0.57	0.57
应收账款周转天数	53.67	62.46	70.19	64.86	61.88
应付账款周转天数	235.03	242.28	232.28	229.73	218.50
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	4.46	7.25	5.77	9.16	11.54
EPS (调整后, 基本)	8.87	8.84	6.79	10.15	12.51
每股净资产	55.84	57.20	62.05	69.61	79.08

## 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或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(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)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券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, 华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)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。

华泰证券力求报告内容客观、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, 华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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, 华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作, 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](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证券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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司