

3QFY26 前瞻：电商增速预计放缓

华泰研究

2026 年 1 月 09 日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

我们预计 3QFY26 阿里巴巴收入端或将实现温和增长 (yoy+3.7%)，主要得益于 AI 云业务需求的持续高景气与闪购业务的增量收入贡献，但部分或被电商 CMR (客户管理收入) 的放缓增长所拖累；利润端，我们预计电商主业或由于 GMV 端的较弱表现而呈现经营去杠杆，不包括闪购外卖的电商业务利润或同比负增长，叠加所有其他板块在大模型、AI 应用等方面的增量投入，或制约集团整体利润表现。我们预计 3QFY26 集团调整后 EBITA 利润为 316 亿元，同比下降 42.5%。展望后续，我们预计阿里将持续投入 AI 和大消费两大战略，建议关注：1) 电商消费需求修复节奏；2) AI 大模型及云服务的需求持续性；3) 闪购外卖业务的份额稳定情况及减亏节奏；4) AI 2C 应用的扩张情况等。维持“买入”评级。

电商需求走弱拖累 CMR 增长，公司或持续投入闪购业务

我们预计 3QFY26 中国电商集团总收入同比增长 9.4% 至 1,653 亿元，主要得益于 CMR 的温和增长与闪购业务的增量收入贡献。伴随电商需求走弱 (据国家统计局，10+11 月实物商品网上零售额合计同增 3.0%，vs 3Q25 +7.5%)，千六服务费和全站推广的较高基数，以及商家税务合规成本提高后的部分供给出清等多重因素影响，我们预计 3QFY26 阿里 CMR 同比+2%，较 2QFY26 的 10% 有所放缓。闪购业务方面，经过 5 月至 7 月的饱和式投入，我们认为该业务或初步建立起一定的用户心智，并在订单份额稳定的情况下通过效率提升与订单结构优化实现环比减亏的良好趋势。我们估算 3QFY26 单季度闪购业务亏损约 210 亿元，对应单均亏损约 3.3 元 (vs 2QFY26 估算 367 亿元，单均亏损约 5.3 元)。综上，我们预计 3QFY26 中国电商集团调整后 EBITA 利润约 390 亿元，同比-35.6%，对应调整后 EBITA 利润率 23.6%。展望后续，建议关注电商消费需求的内生修复趋势，闪购与电商的协同效应释放，以及闪购效率的进一步提升。

预计云业务收入环比加速；持续探索 AI C 端实践

我们预计在强劲需求的支持下，3QFY26 阿里云收入增速有望延续环比提速趋势，板块收入或同比增长 36.0% 至 432 亿元 (vs Visible Alpha 一致预期：34.5%)，主要得益于外部客户云收入的环比提速。我们预计阿里云板块 3QFY26 调整后 EBITA 利润同比增长 25.2% 至 39.3 亿元，调整后 EBITA 利润率 9.1%，环比基本持平。展望 FY27，我们认为 AI 云业务强劲需求的持续性、出海业务及自研芯片的进展值得持续关注。我们预计 3QFY26 所有其他板块亏损约 74.2 亿元，环比有所扩大 (2QFY26: -33.7 亿元)，主因千问 APP、夸克眼镜和高德扫街榜等业务的持续布局投入。考虑到公司在 AI toC 领域上的积极探索姿态，我们预计该类业务上的投入在后续几个季度内或具备一定持续性，将给集团利润表现带来一定的拖累。

盈利预测与估值

考虑到公司利润率相对较高的客户管理收入增长预期下调以及在闪购上的坚定投入，我们下调 FY26-28 非 GAAP 归母净利润预测 2.7/2.8/3.6% 至 1,029/1,274/1,540 亿元。我们将估值窗口切换至 FY27，基于 SOTP 估值的美股/港股目标价为 185.3 美元/180.4 港元 (前值：214.9 美元/209.0 港元)，对应 24.3/20.2x FY27-28 非 GAAP 预测 PE。

风险提示：云收入增速不及预期；闪购减亏节奏不及预期。

	9988 HK	BABA US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 180.40	美元: 185.30

夏路路

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

侯杰

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

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
收盘价 (截至 1 月 8 日)	142.60	146.75
市值 (百万)	2,723,555	327,895
6 个月平均日均成交额 (百万)	15,346	2,367
52 周价格范围	77.35-186.2078.74-192.67	

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	1,031	1,124	1,226
+/-%	5.86	3.52	9.02	9.01
归母净利润 (十亿)	129	133	115	141
+/-%	62.36	2.63	(13.53)	22.66
归母净利润 (调整后, 十亿)	158	103	127	154
+/-%	(0.26)	(34.87)	23.82	20.89
EPS (调整后, 最新摊薄)	8.34	5.43	6.73	8.13
PE (调整后, 倍)	15.89	24.40	19.71	16.30
PB (倍)	2.43	2.13	1.96	1.79
ROE (调整后, %)	15.65	9.51	10.68	11.82
EV EBITDA (倍)	13.90	21.75	14.29	11.65
股息率 (%)	1.40	0.94	1.14	1.38

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-0.4/-1.0/-1.1%预测至 10,314/11,244/12,257 亿元，主要反映客户管理收入增速放缓和国际电商业务收入增速放缓等。

我们下调阿里巴巴 FY26/FY27/FY28 的非 GAAP 归母净利润 2.7/2.8/3.6% 至 1,029/1,274/1,540 亿元，主因公司在闪购上的坚定投入预期和利润率相对较高的客户管理收入增长预期下调。

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	1,035.5	1,031.4	-0.4%	1,135.6	1,124.4	-1.0%	1,239.2	1,225.7	-1.1%
毛利润	445.3	435.5	-2.2%	448.8	441.4	-1.6%	483.3	473.2	-2.1%
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	105.8	102.9	-2.7%	131.0	127.4	-2.8%	159.7	154.0	-3.6%
非 GAAP 净利率	10.2%	10.0%	(0.2)pct	11.5%	11.3%	(0.2)pct	12.9%	12.6%	(0.3)pct

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)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26E
中国电商集团	506,712	566,823	624,046	672,247	151,106	113,163	140,072	132,578	165,334
同比增长		11.9%	10.1%	7.7%			9.7%	15.5%	9.4%
阿里国际数字商业集团	132,300	147,091	162,014	174,822	37,756	33,579	34,741	34,799	40,994
同比增长	28.9%	11.2%	10.1%	7.9%	32.4%	22.3%	18.6%	9.9%	8.6%
云智能集团	118,028	155,797	197,862	247,328	31,742	30,127	33,398	39,824	43,169
同比增长	11.0%	32.0%	27.0%	25.0%	13.1%	17.7%	25.8%	34.5%	36.0%
所有其他	340,046	255,035	242,283	242,283	88,754	85,455	58,599	62,969	67,453
同比增长		-25.0%	-5.0%	0.0%			-28.0%	-25.5%	-24.0%
未分摊	1,924	2,249	2,452	2,673	590	446	519	577	634
合并调整	-102,663	-95,603	-104,227	-113,618	-29,794	-26,316	-19,677	-22,952	-26,941
合并收入	996,347	1,031,392	1,124,430	1,225,735	280,154	236,454	247,652	247,795	290,643
同比增长	5.9%	3.5%	9.0%	9.0%	7.6%	6.6%	1.8%	4.8%	3.7%
调整后 EBITA	173,065	100,401	148,800	181,590	54,853	32,616	38,844	9,073	31,551
同比增长	4.9%	-42.0%	48.2%	22.0%	3.8%	32.0%	-13.7%	-77.6%	-42.5%
调整后 EBITA 利润率	17.4%	9.7%	13.2%	14.8%	19.6%	13.8%	15.7%	3.7%	10.9%

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分部的 3QFY25-4QFY25 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

SOTP 估值

我们将估值窗口切换至 FY27, 基于 SOTP 估值的 FY27 美股新目标价为 185.3 美元(前值: 214.9 美元), 港股新目标价为 180.4 港元(前值: 209.0 港元), 对应 24.3/20.2 倍 FY27/FY28 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下:

中国电商集团每 ADS 估值 60.1 美元 (前值: 85.5 美元), 每香港普通股估值 58.5 港元 (前值: 83.2 港元), 基于 8.0 倍 FY27 非 GAAP 预测 PE (前值: FY26, 15 倍), 较可比公司 2026 年预测均值 16.5 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 9.8 美元 (前值: 17.5 美元), 每香港普通股估值 9.5 港元 (前值: 17.0 港元), 基于 1.0 倍 FY27 预测 PS (前值: FY26, 2.0 倍), 低于可比公司 2026 年预测均值 2.6 倍, 主因业务尚未盈利且收入增速有所放缓。

云智能集团每 ADS 估值 95.3 美元 (前值: 91.8 美元), 每香港普通股估值 92.8 港元 (前值: 89.3 港元), 基于 8.0 倍 FY26 预测 PS (前值: FY26, 10.0 倍), 较可比公司 2026 年预测均值 6.8 倍有所溢价, 主因公司 AI 全栈能力的持续迭代有望助力其兑现稳健的收入增长势头, 其中自研芯片能力使其业务资产具备一定稀缺性, 从而享受一定的估值溢价。

所有其他业务每 ADS 估值 7.3 美元 (前值: 7.5 美元), 每香港普通股估值 7.1 港元 (前值: 7.3 港元), 基于 0.5 倍 FY27 预测 PS (前值: FY26, 0.5 倍), 较可比公司 2026 年预测均值 2.6 倍有所折价, 主因业务仍处于投入节奏中。

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: 12.6 美元), 每香港普通股估值 12.6 港元 (前值: 12.3 港元)。

图表3: 阿里巴巴: SOTP 估值, FY27

(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	124,779	8.0x			142,224	100.0%	142,224	60.1	58.5
阿里国际数字商业集团			162,014	1.0x	23,083	100.0%	23,083	9.8	9.5
云智能集团			197,862	8.0x	225,526	100.0%	225,526	95.3	92.8
所有其他			242,283	0.5x	17,260	100.0%	17,260	7.3	7.1
投资					43,618	70.0%	30,532	12.9	12.6
合计							438,626	185.3	180.4

注: 美元/人民币=7.0, 美元/港元=7.8, 基于 1 月 7 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 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
拼多多	PDD US	120.97	171,763.03	2.8	2.5	2.2	12.7	11.0	9.7	8.1	7.6
京东	JD US	29.03	41,193.57	0.2	0.2	0.2	7.9	10.6	8.6	6.2	(0.1)
唯品会	VIPS US	17.84	8,795.12	0.6	0.6	0.6	1.0	7.3	7.0	6.9	0.4
美团	3690 HK	101.00	81,948.43	1.6	1.4	1.2	12.0	na	73.1	14.8	(3.3)
AMAZON	AMZN US	241.56	2,582,328.58	3.6	3.2	2.9	11.6	26.4	24.0	19.7	18.8
eBay	EBAY US	90.15	40,747.80	3.7	3.5	3.4	5.5	15.9	15.5	14.5	4.7
DoorDash	DASH US	230.52	99,353.78	7.2	5.5	4.7	25.7	43.6	34.4	25.6	37.5
Delivery Hero	DSH GR	23.07	8,042.65	0.6	0.5	0.5	12.2	na	na	183.8	na
平均值				3.0	2.6	2.3	10.7	19.2	16.5	13.5	11.5

注: 港股数据截至 1 月 8 日收盘, 其它数据截止 1 月 7 日收盘。美团和 Delivery Hero 由于 2025 年预计亏损, 不纳入平均值计算。

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

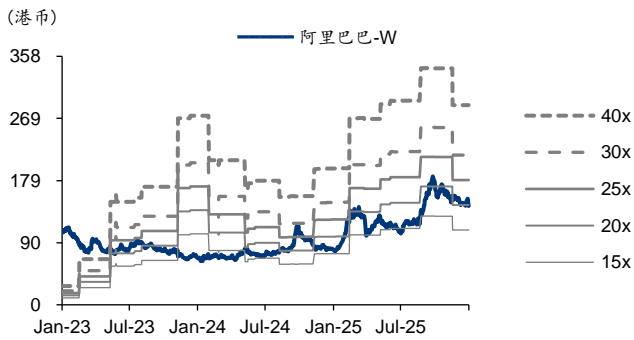
公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR			调整后净利 CAGR		
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E	
Amazon	AMZN US	241.56	2,582,328.58	3.6	3.2	2.9	11.6	26.4	24.0	19.7	18.8	
Microsoft	MSFT US	483.47	3,593,331.62	11.8	10.2	8.8	15.6	31.9	27.2	23.3	17.4	
Google	GOOG US	321.98	3,887,765.81	9.7	8.5	7.6	13.7	26.4	24.7	21.7	15.2	
Salesforce	CRM US	266.12	249,354.44	6.0	5.4	4.9	10.1	22.1	19.8	17.5	12.9	
平均值				7.8	6.8	6.1	12.7	26.7	23.9	20.5	16.1	

注: 数据截至1月7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

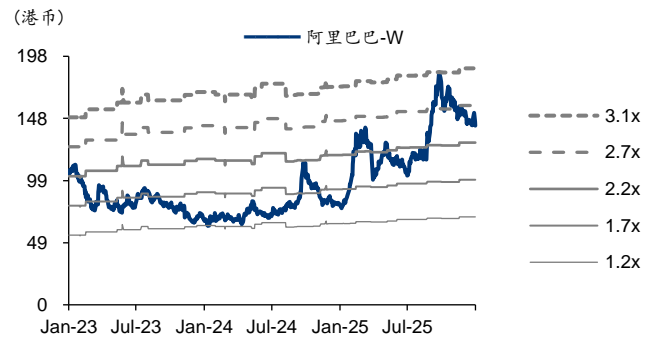
云收入增速不及预期; 闪购减亏节奏不及预期。

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	1,031,392	1,124,430	1,225,735
销售成本	(586,323)	(598,285)	(595,940)	(683,029)	(752,582)
毛利润	354,845	398,062	435,452	441,401	473,154
销售及分销成本	(115,141)	(144,021)	(247,534)	(202,397)	(196,118)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(30,942)	(32,608)	(34,933)
其他收入/支出	6,157	3,387	2,063	5,622	6,129
财务成本净额	(17,911)	11,163	67,041	0.00	0.00
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	6,188	5,622	6,129
税前利润	93,861	161,421	160,070	141,178	173,461
税费开支	(22,529)	(35,445)	(29,294)	(27,111)	(33,467)
少数股东损益	(8,677)	(4,133)	0.00	(1,124)	(1,226)
净利润	79,741	129,470	132,876	114,891	140,921
Non-GAAP 调整项	78,618	28,470	(30,015)	12,468	13,046
调整后净利润	158,359	157,940	102,861	127,359	153,966
折旧和摊销	(44,504)	(42,459)	(33,788)	(51,228)	(59,274)
EBITDA	156,276	192,717	126,818	192,407	232,735
EPS (人民币, 基本)	4.21	6.84	7.02	6.07	7.44

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	198,822	205,919	213,248
现金及现金等价物	248,125	145,487	62,364	76,117	115,989
其他流动资产	361,203	326,387	369,548	387,409	406,137
总流动资产	752,864	674,049	630,734	669,446	735,374
固定资产	185,161	203,348	298,596	376,925	434,122
无形资产	26,950	20,911	20,799	20,551	20,524
其他长期资产	799,854	905,919	953,085	972,373	992,863
总长期资产	1,011,965	1,130,178	1,272,480	1,369,849	1,447,510
总资产	1,764,829	1,804,227	1,903,215	2,039,295	2,182,884
应付账款	392,506	412,784	393,902	426,036	445,944
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	416,464	448,598	468,506
长期债务	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期债务	175,037	228,866	226,188	230,420	232,918
总长期负债	230,723	278,775	276,097	280,329	282,827
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	997,271	1,021,570	1,142,118	1,241,833	1,363,016
股东权益	997,272	1,021,571	1,142,119	1,241,834	1,363,017
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	1,210,654	1,310,369	1,431,552

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	31.08	19.14	18.32	21.18	17.27
PB	2.49	2.43	2.13	1.96	1.79
调整后 PE (倍)	15.85	15.89	24.40	19.71	16.30
调整后 ROE	15.86	15.65	9.51	10.68	11.82
EV EBITDA	16.51	13.90	21.75	14.29	11.65
股息率 (%)	0.72	1.40	0.94	1.14	1.38
自由现金流收益率 (%)	4.04	3.73	(1.38)	2.42	3.82

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	192,717	126,818	192,407	232,735
融资成本	17,911	(11,163)	(67,041)	0.00	0.00
营运资本变动	2,318	15,263	(14,803)	23,500	10,992
税费	(22,529)	(35,445)	(29,294)	(27,111)	(33,467)
其他	28,617	2,137	62,952	(5,922)	(6,429)
经营活动现金流	182,593	163,509	78,632	182,873	203,832
CAPEX	(32,556)	(83,544)	(128,924)	(129,309)	(116,445)
其他投资活动	10,732	(101,871)	(43,656)	(9,434)	(11,863)
投资活动现金流	(21,824)	(185,415)	(172,580)	(138,743)	(128,308)
债务增加量	7,478	9,110	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(87,902)	(86,652)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(17,946)	(34,772)	(22,902)	(27,846)	(33,520)
其他融资活动现金流	(9,874)	112,314	67,041	0.00	0.00
融资活动现金流	(108,244)	0.00	44,139	(27,846)	(33,520)
现金变动	52,525	(21,906)	(49,809)	16,284	42,004
年初现金	229,510	286,424	188,303	115,592	104,030
汇率波动影响	4,389	(76,215)	(22,902)	(27,846)	(33,520)
年末现金	286,424	188,303	115,592	104,030	112,515

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	3.52	9.02	9.01
毛利润	11.24	12.18	9.39	1.37	7.19
营业利润	12.95	24.31	(39.83)	53.26	24.07
净利润	9.97	62.36	2.63	(13.53)	22.66
调整后净利润	9.98	(0.26)	(34.87)	23.82	20.89
EPS (基本)	9.97	62.36	2.63	(13.53)	22.66
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.70	39.95	42.22	39.26	38.60
EBITDA	16.60	19.34	12.30	17.11	18.99
净利润率	8.47	12.99	12.88	10.22	11.50
调整后净利润率	16.83	15.85	9.97	11.33	12.56
ROE	7.99	12.83	12.28	9.64	10.82
调整后 ROE	15.86	15.65	9.51	10.68	11.82
ROA	4.53	7.26	7.17	5.83	6.68
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(18.02)	(7.15)	0.88	(0.29)	(3.19)
流动比率	1.79	1.55	1.51	1.49	1.57
速动比率	1.79	1.55	1.51	1.49	1.57
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.54	0.56	0.56	0.57	0.58
应收账款周转天数	53.67	62.46	69.98	64.79	61.55
应付账款周转天数	235.03	242.28	243.65	216.08	208.56
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)	4.21	6.84	7.02	6.07	7.44
EPS (调整后, 基本)	8.36	8.34	5.43	6.73	8.13
每股净资产	52.67	53.96	60.32	65.59	71.99

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/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 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2026年华泰证券股份有限公司