

AI 驱动阿里云继续加速，电商基数影响略承压

——阿里巴巴 FY26Q3 前瞻点评

核心观点

- **核心观点：**AI 需求持续释放，阿里云收入持续加速且公司 AI 模型&应用侧持续突破，看好阿里作为国内唯一全栈 AI 布局者收入提速&利润稳健释放潜力。淘天受国补&千六佣金双重高基数影响有所降速，闪购减亏符合预期。我们对应调整目标价至 207.7 港元，维持“买入”评级。
- **中国电商：**行业寒冬电商降速，闪购决心不改亏损有所加大。1) **电商：**我们预计 FY26Q3 实现 CMR1054.8 亿元(yoy+3.4%)。Q4 以来随着国补进入高基数期，叠加投流税政策影响行业整体增速出现下滑。根据国家统计局数据，2025 年 10/11 月实物商品网上零售额增速分别为 4.9%/1.5%，环比-2.4/-3.4pcts 明显降速。公司层面本季度上调 0.6%佣金率对 CMR 的促进作用亦完全拉平基数，预计 26H1 高基数期内仍有所承压。2) **即时零售：**我们测算 FY26Q3 公司即时零售业务亏损在 215 亿元左右，单均亏损在 3.7 元（从预期 4.0 元上调）。本季度 UE 环比明显改善减亏趋势符合预期，且份额与订单结构维持健康水平。淘宝闪购作为重要的高频消费场景，对淘天生态流量及用户留存活跃具有重要意义，履约侧也可协同中远场电商提高履约效率。我们认为淘闪业务进展顺利，公司投入意愿较为坚定，对市场份额的维持力度不会轻易减少，看好中长期淘闪减亏潜力与单量、用户增长对主站电商业务增长的协同效应。
- **云智能集团：**环比再加速&外部收入提速，AI 驱动云为阿里打开估值空间。我们预期 FY26Q3 云智能集团实现收入 434.9 亿元（yoy+37.0%）环比继续提速，且外部收入环比 Q2 亦有明显加速。本季度来自 AI 云需求增长仍持续高速释放，且公司自 25Q3 以来持续加大对 AI 应用的投入力度，千问、夸克 APP 以及淘天 AI 万能搜等生态内应用有望进一步拓宽公司 AI 应用场景，推动阿里云需求进一步增长。阿里云作为国内唯一全栈 AI 布局的云计算公司，有望产生算力降本-模型提云需求&拓应用场景-应用拉动云增长的飞轮效应，实现收入利润的双端高增。我们预计阿里云收入仍有提速空间，且利润率将维持稳健微增趋势。看好阿里云再提速下迎来收入估值的戴维斯双击潜力，有望打开公司向上空间。
- **其他分部：**AIDC 继续减亏，新业务加大投入。我们预计 AIDC 分部 FY26Q3 亏损为 18.9 亿元，主要系黑五等大促活动投入加大导致的季节性亏损，利润导向不变预计 AIDC 将延续减亏趋势。我们预计所有其他分部 FY26Q3 亏损 71.2 亿元，主要系 AI 模型训练开支增加及 AI ToC&端侧应用如千问 app、夸克 AI 眼镜等产品的投入加大。公司持续完善 AI 产品布局并加大 C 端 AI 业务投入，前瞻卡位 AI 时代的 C 端用户入口，上线两个月 MAU 已突破 1 亿，我们看好阿里 C 端 AI 应用的入口潜力，有望为后续阿里 AI 生态的用户增长打下良好基础。
- **模型领先 AI 应用场景不断拓展，看好阿里 AI 应用突破潜力。**阿里模型研发实力强劲，且正在加速对模型多模态与 agent 能力的提升，1 月 8 日发布 Qwen 3-VL Embedding 与 Reranker 模型再度强化多模态理解与检索能力。1 月 15 日发布会将再对千问 APP 的任务执行和 agent 能力进行升级，预计 Qwen 3.5、Qwen 4 等模型大版本更新有望在 26 年内陆续推出，随着模型能力增强叠加在 AI 应用侧的投入力度加大，公司可进一步拓展 AI 应用场景，看好公司原生 AI 应用突破潜力与 AI 对公司生态内其他业务赋能潜力。

盈利预测与投资建议

- AI 驱动阿里云有望继续加速，电商承压闪购稳健减亏，大消费战略坚定协同并进。我们预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10307/11432/12518 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10344/11570/12460 亿元），经调整净利润为 916/1358/1761 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1093/1706/2027 亿元）。参考可比公司估值倍数，分部估值计算公司市值为 35656 亿元，对应每股价值 207.7 港元（人民币兑港币汇率

投资评级

买入（维持）

股价（2026年01月13日）	159.9 港元
目标价格	207.7 港元
52 周最高价/最低价	186.2/77.06 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,909,926/1,909,926
H 股市值（百万港币）	3,053,972
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 01 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.03	3.76	-1.66	108.18
相对表现%	5.51	0.4	-5.36	65.93
恒生指数%	0.52	3.36	3.7	42.25



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

夸克 AI 眼镜发布，阿里打造端侧 AI 新入口	2025-12-01
电商稳健闪购符合预期，云提速全栈 AI 优势尽显：——阿里巴巴 FY26Q2 点评	2025-11-29
AI 应用关键一手，阿里 AI 飞轮提速可期	2025-11-19

1.113)，维持“买入”评级。

风险提示

闪购业务进展不及预期、行业竞争加剧、资本投入回报不及预期、宏观经济不景气。

公司主要财务信息					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,030,725	1,143,167	1,251,831
同比增长(%)	8.34%	5.86%	3.45%	10.91%	9.51%
营业利润(百万元)	113,350	140,905	78,651	113,163	158,934
同比增长(%)	12.95%	24.31%	-44.18%	43.88%	40.45%
归属母公司净利润(百万元)	79,741	129,470	112,372	139,398	175,697
同比增长(%)	9.97%	62.36%	-13.21%	24.05%	26.04%
每股收益(元)	3.92	6.70	5.86	7.27	9.17
毛利率(%)	37.70%	39.95%	40.16%	38.03%	39.18%
净利率(%)	8.47%	12.99%	10.90%	12.19%	14.04%
净资产收益率(%)	7.24%	12.01%	9.43%	10.33%	11.41%
市盈率(倍)	34.4	21.2	24.4	19.7	15.6
市净率(倍)	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2

资料来源：公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

盈利预测与投资建议

AI 驱动阿里云有望继续加速，电商承压闪购稳健减亏，大消费战略坚定协同并进。预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10307/11432/12518 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10344/11570/12460 亿元，因预期电商业务增速放缓下调收入），经调整净利润为 916/1358/1761 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1093/1706/2027 亿元，因闪购及 AI 业务投入加大下调利润）。参考可比公司估值倍数，分部估值计算公司市值为 35656 亿元，对应每股价值 207.7 港元（人民币兑港币汇率 1.113），维持“买入”评级。

表 1：季度盈利预测表（百万元）

百万元	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	FY25	FY26E	FY27E
核心经营数据							
合计收入	247,652	247,795	290,043	245,235	996,347	1,030,725	1,143,167
yoy	1.82%	4.77%	3.53%	3.71%	5.86%	3.45%	10.91%
合计经调整 EBITA	38,844	9,073	32,288	19,205	173,065	99,410	140,219
yoy	-13.75%	-77.63%	-41.14%	-41.12%	4.87%	-42.56%	41.05%
利润率	15.68%	3.66%	11.13%	7.83%	17.37%	9.64%	12.27%
合计经调整净利润	33,510	10,352	27,228	20,483	158,122	91,572	135,790
yoy	-17.65%	-71.65%	-46.68%	-31.37%	0.41%	-42.09%	48.29%
利润率	13.53%	4.18%	9.39%	8.35%	15.87%	8.88%	11.88%
分部财务数据							
中国电商集团	140,072	132,578	167,777	130,174	509,304	570,601	613,196
yoy	9.71%	15.51%	9.60%	10.78%	4.49%	12.04%	7.46%
收入占比	56.56%	53.50%	57.85%	53.08%	51.12%	55.36%	53.64%
CMR	89,252	78,927	105,484	74,557	326,841	348,220	364,478
CMR-yoy	10.07%	10.13%	3.42%	3.43%	6.03%	6.54%	4.67%
经调整 EBITA	38,389	10,497	38,431	24,573	193,485	111,891	148,083
yoy	-20.72%	-76.25%	-36.46%	-37.68%	4.07%	-42.17%	33.97%
利润率	27.41%	7.92%	22.91%	18.88%	37.99%	19.61%	24.15%
云智能	33,398	39,824	43,487	41,425	118,028	158,133	208,341
yoy	25.80%	34.50%	37.00%	37.50%	10.90%	33.98%	31.75%
收入占比	13.49%	16.07%	14.99%	16.89%	11.85%	15.34%	18.22%
经调整 EBITA	2,954	3,604	3,973	3,742	10,556	14,273	19,370
yoy	26.40%	35.44%	26.61%	54.62%	88.77%	35.21%	35.71%
利润率	8.84%	9.05%	9.14%	9.03%	8.94%	9.03%	9.30%
阿里国际数字商业	34,741	34,799	40,975	36,199	132,300	146,714	156,885
yoy	18.60%	9.87%	8.52%	7.80%	28.95%	10.89%	6.93%
收入占比	14.03%	14.04%	14.13%	14.76%	13.28%	14.23%	13.72%
经调整 EBITA	-59	162	-1,891	-378	-15,137	-2,166	712
yoy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-88.39%	85.69%	132.85%
利润率	-0.17%	0.47%	-4.62%	-1.04%	-11.44%	-1.48%	0.45%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

所有其他	58,599	62,969	61,956	60,326	337,454	243,850	255,531
yoy	-27.97%	-25.47%	-28.61%	-25.63%	5.63%	-27.74%	4.79%
收入占比	23.66%	25.41%	21.36%	24.60%	33.87%	23.66%	22.35%
经调整 EBITA	-1,415	-3,370	-7,115	-7,224	-9,790	-19,124	-22,590
yoy	-31.38%	-83.85%	-99.64%	-117.85%	26.27%	-0.23%	-18.12%
利润率	-2%	-5%	-11%	-12%	-3%	-8%	-9%

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

我们采用分部估值法，分别对公司的六大主要业务进行独立估值：

海天集团：营收、盈利水平稳健故采用 PE 估值法，参考可比公司，给予 FY27 经调整净利润 12xPE 估值，对应市值 18138 亿元。

表 2：海天集团可比公司估值表

2026/1/14	最新市值	经调整净利润（百万）					PE				
公司	（亿）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
京东（CNY）	3364.8	35200	47827	27332	33916	45964	9.56	7.04	12.31	9.92	7.32
拼多多（CNY）	11178.3	67899	122344	111790	129026	153059	16.46	9.14	10.00	8.66	7.30
唯品会（CNY）	642.1	9510	9033	8625	8992	9289	6.75	7.11	7.44	7.14	6.91
亚马逊（USD）	25934.5	48771	76637	95192	106564	133483	53.18	33.84	27.24	24.34	19.43
eBay（USD）	426.6	2260	2445	2563	2638	2812	18.87	17.45	16.64	16.17	15.17
调整后平均									13	12	10

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2026 年 1 月 14 日

云智能集团：由于云智能集团业绩加速，我们认为云智能集团收入即将迎来高增周期，对比海外云计算公司，给予 FY27 收入 6xPS 估值，对应市值 12500 亿元。

表 3：云智能可比公司估值表

2026/1/14	最新市值	营业总收入（百万）					PS				
公司	（亿）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Alphabet（USD）	40600.0	256508	295118	340692	390891	445418	15.83	13.76	11.92	10.39	9.12
微软（USD）	34982.0	245122	281724	326397	375514	434833	14.27	12.42	10.72	9.32	8.04
甲骨文(USD)	5812.1	52961	57399	66914	86264	128512	10.97	10.13	8.69	6.74	4.52
百度（CNY）	3916.2	134598	133125	129416	135692	144418	2.91	2.94	3.03	2.89	2.71
salesforce（USD）	2258.7	34857	37895	41492	46047	50435	6.48	5.96	5.44	4.91	4.48
调整后平均									8	6	5

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2026 年 1 月 14 日

阿里国际数字商业集团：AIDC 仍处于业务扩张期，并未实现盈利，故采用 PS 估值法。参考可比公司，给予 FY27 收入 1.0xPS 估值，对应市值 1569 亿元。

表 4：AIDC 可比公司估值表

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2026/1/14	最新市值	营业总收入（百万）					PS				
公司	（亿）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拼多多（CNY）	11178.3	247639	393836	431875	495081	561537	4.51	2.84	2.59	2.26	1.99
华凯易佰（CNY）	51.8	6518	9022	10440	12108	13687	0.79	0.57	0.50	0.43	0.38
小商品城（CNY）	961.3	11300	15737	20430	25970	31467	8.51	6.11	4.71	3.70	3.05
赛维时代（CNY）	92.6	6564	10275	12562	15252	18213	1.41	0.90	0.74	0.61	0.51
安克创新（CNY）	557.5	14251	17507	32078	40016	48569	3.91	3.18	1.74	1.39	1.15
调整后平均									2	1	1

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2026 年 1 月 14 日

菜鸟集团：菜鸟集团参考可比公司给予 FY27 收入 0.5xPS 估值，对应市值 452 亿元。

表 5：菜鸟集团可比公司估值表

2026/1/14	最新市值	营业总收入（百万）					PS				
公司	（亿）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
京东物流（CNY）	786.8	137402	166625	182838	207802	229013	0.57	0.47	0.43	0.38	0.34
顺丰控股（CNY）	1945.5	267490	258409	284420	312346	342430	0.73	0.75	0.68	0.62	0.57
申通快递（CNY）	205.4	33671	40924	47169	54544	62150	0.61	0.50	0.44	0.38	0.33
韵达股份（CNY）	199.8	47434	44983	48543	51900	56346	0.42	0.44	0.41	0.38	0.35
圆通速递（CNY）	574.3	53539	57684	69033	76907	85539	1.07	1.00	0.83	0.75	0.67
调整后平均									0.5	0.5	0.4

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2026 年 1 月 14 日

本地生活集团：本地生活集团并未实现盈利故采用 PS 估值法，参考可比公司给予 FY27 收入 2.0xPS 估值，对应市值 2309 亿元。

表 6：本地生活可比估值表

2026/1/14	最新市值	营业总收入（百万）					PS				
公司	（亿）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
美团（CNY）	5764.5	276745	337592	366213	411930	474042	2.08	1.71	1.57	1.40	1.22
UBER（USD）	1774.7	37281	43978	51951	60460	69279	4.76	4.04	3.42	2.94	2.56
DOORDASH(USD)	937.0	8635	10722	13734	17790	21089	10.85	8.74	6.82	5.27	4.44
delivery hero(EUR)	75.8	9942	12295	14280	15666	17262	0.76	0.62	0.53	0.48	0.44
调整后平均									2	2	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2026 年 1 月 14 日

大文娱集团：大文娱集团并未实现盈利故采用 PS 估值法对优酷进行估值，并基于阿里影业港股总市值与公司持股比例进行估值，合并计算对应市值为 687 亿元。

表 7：大文娱集团可比公司估值表

2026/1/14		营业总收入（百万）					PS				
-----------	--	-----------	--	--	--	--	----	--	--	--	--

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司	最新市值 (亿)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
网飞 (USD)	3827.2	33723	39001	45091	50961	56957	11.35	9.81	8.49	7.51	6.72
虎牙 (CNY)	54.7	6948	6079	6490	7269	7852	0.79	0.90	0.84	0.75	0.70
爱奇艺 (CNY)	138.4	31873	29225	27254	28047	29057	0.43	0.47	0.51	0.49	0.48
哔哩哔哩 (CNY)	928.6	21899	22528	26832	30213	32965	4.24	4.12	3.46	3.07	2.82
芒果超媒 (CNY)	525.7	13704	14628	14080	13303	14429	3.84	3.59	3.73	3.95	3.64
调整后平均									3	3	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2026 年 1 月 14 日

综上，合计为公司市值 35656 亿元，对应每股价值 207.7 港元（人民币兑港币汇率 1.113），维持“买入”评级。

表 8：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY27E 收入/经调整净利润	市值 (mn)
淘天集团	P/E	12.0	151,152	1,813,825
云智能集团	P/S	6.0	208,341	1,250,049
阿里国际数字商业集团	P/S	1.0	156,885	156,885
菜鸟集团	P/S	0.5	97,814	45,203
本地生活集团	P/S	2.0	115,447	230,893
大文娱集团	P/S+市值			68,730
合计				3,565,586
股份数 (百万)				19,099
每股价值 (元/股)				186.69
汇率 (港元/元)				1.113
每股价值 (港元/股)				207.70

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

● 闪购业务进展不及预期

当前外卖行业竞争激烈，公司于闪购业务投入较大，若闪购业务单量增长速度或单均亏损不及预期，则会对公司整体利润造成较大影响。

● 行业竞争加剧

行业内拼多多、京东发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响。

● 资本投入回报不及预期

公司未来将会投入大量资金用于云计算服务器及算力芯片等固定资产，若云计算业务增速不及预期，将导致公司投资回报收入下降，影响整体利润。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- **宏观经济不景气**

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	248,125	145,487	95,162	57,087	58,349
短期投资	262,955	228,826	240,267	252,281	264,895
限制现金	38,299	43,781	45,435	46,640	47,903
预付账款	143,536	202,175	209,151	231,967	254,017
其他	59,949	53,780	55,202	56,234	57,266
流动资产合计	752,864	674,049	645,218	644,209	682,430
长期股权投资	203,131	210,169	220,677	231,711	243,297
固定资产	185,161	203,348	342,793	490,212	647,606
商誉	259,679	255,501	258,056	260,637	263,243
无形资产	26,950	20,911	25,768	28,579	31,296
其他	337,044	440,249	460,970	489,118	517,887
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,308,264	1,500,258	1,703,329
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,953,482	2,144,466	2,385,758
短期借款	12,749	22,562	23,340	25,887	28,347
商家存款	12,737	274	200	200	200
其他	396,021	412,510	438,367	450,601	475,893
流动负债合计	421,507	435,346	461,908	476,687	504,441
长期借款	55,686	49,909	52,404	55,025	57,776
应付债券	86,089	122,398	128,518	134,944	141,691
其他	88,948	106,468	107,263	116,474	130,529
非流动负债合计	230,723	278,775	288,186	306,443	329,996
负债合计	652,230	714,121	750,094	783,130	834,437
夹层股本	10,728	11,713	11,713	11,713	11,713
股本	1	1	1	1	1
资本公积	397,999	381,379	376,543	398,422	468,107
留存收益	597,987	645,478	759,180	902,638	1,029,395
其他	105,974	51,535	55,951	48,562	42,106
股东权益合计	1,101,871	1,078,393	1,191,675	1,349,623	1,539,609
负债、夹层股本和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,953,482	2,144,466	2,385,758

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	71,332	125,976	109,266	133,369	171,182
折旧摊销	26,640	29,260	43,237	80,031	95,815
财务费用	-7,947	-9,596	-9,989	-10,004	-11,092
SBC	18,546	13,970	13,259	15,339	16,798
营运资金变动	-13,749	-23,988	28,113	-17,614	-177
其他	87,771	27,887	39,944	59,768	54,178
经营活动现金流	182,593	163,509	223,829	260,889	326,704
资本支出	-32,929	-85,972	-151,502	-160,956	-171,690
长期投资	3,040	1,110	-8,114	-8,132	-9,071
其他	8,065	-100,553	-87,982	-100,897	-109,881
投资活动现金流	-21,824	-185,415	-247,597	-269,985	-290,641
债权融资	2,465	28,869	4,813	4,442	3,280
股权融资	-110,709	-140,749	-32,677	-34,990	-39,050
其他	0	35,665	0	0	0
筹资活动现金流	-108,244	-76,215	-27,863	-30,547	-35,770
汇率变动影响	4,389	965	2,961	2,772	2,233
现金净增加额	56,914	-97,156	-48,670	-36,871	2,525

利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,030,725	1,143,167	1,251,831
营业成本	-586,323	-598,285	-616,797	-708,374	-761,352
销售费用	-115,141	-144,021	-232,842	-210,026	-207,804
管理费用	-41,985	-44,239	-33,558	-35,118	-40,059
研发费用	-52,256	-57,151	-64,503	-68,700	-75,110
资产减值损失	-10,521	-6,171	0	0	0
无形资产摊销	-21,592	-6,336	-4,790	-8,145	-8,973
营业利润	113,350	140,905	78,651	113,163	158,934
投资及利息	-9,964	20,759	53,407	49,605	52,085
财务支出	-7,947	-9,596	-9,989	-10,004	-11,092
其他收入	6,157	3,387	3,522	3,821	3,800
利润总额	101,596	155,455	125,590	156,585	203,727
所得税	-22,529	-35,445	-24,702	-31,317	-40,745
投资收益	-7,735	5,966	8,378	8,101	8,200
净利润	71,332	125,976	109,266	133,369	171,182
归属母公司净利润	79,741	129,470	112,372	139,398	175,697
少数股东损益	-8,677	-4,133	-988	-6,668	-5,135
调整后净利润	157,479	158,122	91,572	135,790	176,075
每股收益（元）	3.92	6.70	5.86	7.27	9.17

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.3%	5.9%	3.5%	10.9%	9.5%
营业利润	13.0%	24.3%	-44.2%	43.9%	40.4%
调整后 EBITA	11.6%	4.9%	-42.6%	41.1%	31.7%
净利润	10.0%	62.4%	-13.2%	24.1%	26.0%
获利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	40.2%	38.0%	39.2%
调整后 EBITA 利润率	17.5%	17.4%	9.6%	12.3%	14.8%
净利率	8.5%	13.0%	10.9%	12.2%	14.0%
ROE	7.2%	12.0%	9.4%	10.3%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	39.6%	38.4%	36.5%	35.0%
流动比率	1.79	1.55	1.40	1.35	1.35
速动比率	1.79	1.55	1.40	1.35	1.35
运营能力					
存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	3.9	6.7	5.9	7.3	9.2
每股经营现金流	9.0	8.7	12.1	14.1	17.6
每股销售收入	46.6	53.0	55.5	61.6	67.5
估值比率					
市盈率	34.4	21.2	24.4	19.7	15.6
市销率	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	15.1	14.3	20.3	13.1	10.3
EV/EBIT A	17.5	16.7	29.1	20.6	15.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。