

# 阿里巴巴-SW (09988.HK)

优于大市

## 1QFY25 前瞻：电商份额趋稳，预测淘天主站盈利能力筑底

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师： 张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn 执证编码：S0980521120004  
联系人： 王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn

### 事项：

阿里巴巴即将发布 2025 财年一季度财报。

**国信互联网观点：**1) 料 1QFY25 收入同比+6%，经调整 EBITA 利润率 16%：收入看，我们预计本季度阿里巴巴实现营收 2,524 亿元，YoY+8%。我们预计本季度收入增速同比基本持平，预计淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能收入增速分别为 3%/45%/30%/18%/5%。料 1QFY25 经调整 EBITA 利润率 16%，同比下降 3.3pct，经调 EBITA 利润 YoY-10%，Non-GAAP 归母净利率 14%，同比下降 5.3pct。我们认为集团经调整 EBITA 利润率下降主要原因是国际数字商业加大投入，亏损率同比提升。去年年底以来，阿里重新回归聚焦淘宝天猫发展策略，投入一系列改革措施包括增加 88VIP 福利、扶持中小产业带商家等，促进淘天份额驱稳。从本季度观察来看，预计淘天 GMV 份额占比整个电商大盘趋于稳定，接近线上实物社零增速。从费用投放的角度，阿里并未继续提升费用率换取 GMV 增长，我们预计本季度淘天经调 EBITA yoy-2%，预计淘天利润绝对值将止跌回升。2) 维持优于大市评级：阿里聚焦投入淘天业务，份额驱稳盈利能力筑底。目前公司股价对应 FY2025 9 倍 PE，我们小幅调整公司 FY2024-FY2026 收入预测至 10133/10917/11753 亿元，调整幅度为 1.8%/2.1%/2.5%，主要反映阿里国际业务保持高速发展；我们调整公司 FY2024-FY2026 经调净利预测至 1466/1641/1799 亿元，调整幅度为-5.8%/-5.2%/-4.7%，主要为了反映淘天、国际商业等核心业务持续投入。我们维持公司 95-103 港币目标价，距当前上涨空间 30%/41%，维持“优于大市”评级。

### 评论：

◆ 整体：料 1QFY25 收入同比+6%，经调整 EBITA 利润率 16%

1QFY25，我们预计阿里巴巴实现营收 2,524 亿元，YoY+8%。我们预计本季度收入增速同比基本持平，预计淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能收入增速分别为 3%/45%/30%/18%/5%。

料 1QFY25 经调整 EBITA 利润率 16%，同比下降 3.3pct，经调 EBITA 利润 YoY-10%，Non-GAAP 归母净利率 14%，同比下降 5.3pct。我们认为集团经调整 EBITA 利润率下降主要原因是国际数字商业加大投入，亏损率同比提升。

表1: 阿里巴巴季度业绩预测 (百万元)

	国信预测				
	1QFY24	4QFY24	1QFY25E	YoY	QoQ
淘天	114,953	93,216	118,823	3%	27%
国际数字商业	22,123	27,448	32,119	45%	17%
本地生活	14,450	14,628	18,759	30%	28%
菜鸟	23,164	24,557	27,334	18%	11%
云智能	25,123	25,595	26,379	5%	3%
大文娱	5,381	4,945	5,704	6%	15%
其他业务	45,541	51,458	45,933	1%	-11%
总收入	234,156	221,874	252,357	8%	14%
毛利	91,809	73,776	85,801	-7%	16%
经调整 EBITA	45,371	23,969	40,664	-10%	70%
Non-GAAP 归母净利润	44,922	47,951	35,152	-22%	-27%
毛利率	39.2%	33.3%	34.0%	-5.2pct	0.7pct
经调整 EBITA 率	19.4%	10.8%	16.1%	-3.3pct	5.3pct
Non-GAAP 归母净利率	19.2%	18.4%	13.9%	-5.3pct	-4.5pct

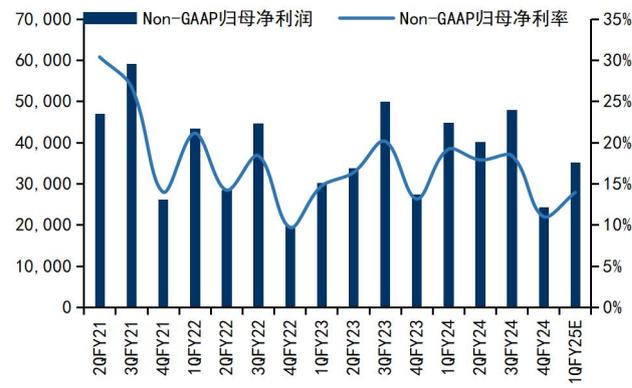
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图1: 阿里巴巴营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图2: 阿里巴巴 Non-GAAP 归母净利润及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 淘天集团: 料本季度 GMV 同比+9%, CMR 收入同比+2%, 预计 GMV 与 CMR 差距将在下半财年收窄

预计本季度淘天 GMV 增速接近大盘, 份额趋稳, GMV 与 CMR 增速 GAP 环比小幅提升。行业大盘看, 2024 年 4-5 月线上实物零售额同比+11%, 电商竞争激烈加速线上大盘增长, 公司持续投入价格力、内容化和用户体验, 预计 GMV 增速与大盘差距持续缩窄, 值得一提的是, 618 大促期间淘天实现 GMV 两位数增长, 趋势向好, 同时大促期间退货率相较非大促期间小幅提升, 抖音等内容电商增速显著放缓, 消费者回流货架电商; 变现方面, 平台持续向淘宝中小卖家倾斜流量, 货币化率受交易结构影响小幅回落, 预计随着下半财年全站推广等面向中小商家的广告工具全量投入使用, 货币化率将止跌回升。

图3: 2024 年 618 各平台 GMV 表现预期

	23Q2	24Q1	24年5月E	618
阿里	9%	11%	12%	10%+
京东	7%	10%	7%	10%
GMV增速	38%	27%	21%	15%
预测	67%	54%	29%	23%
抖音	39%	28%	25%-30%	20%
快手	17%	12%	15.40%	15%+
合计				

资料来源: 各个公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 合计增速为网上零售额增速

◆ 国际数字商业: 料本季度收入同比+45%, 经调整 EBITA 利润率-14%, 业务投入持续加大

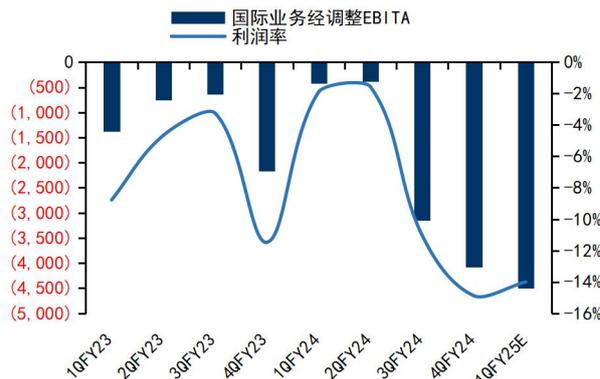
料本季度阿里国际业务收入 321 亿, 同比+45%, 经调整 EBITA 利润率-14%, 比去年同期下降 12pct, 业务投入加大, 环比看亏损率小幅收窄。

图4: 阿里巴巴国际业务收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图5: 阿里巴巴国际业务经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

阿里改组后持续投入核心业务, 非核心业务降本增效。目前公司股价对应 FY2025 9 倍 PE, 我们小幅调整公司 FY2024-FY2026 收入预测至 10133/10917/11753 亿元, 调整幅度为 1.8%/2.1%/2.5%, 主要反映阿里国际业务保持高速发展; 我们调整公司 FY2024-FY2026 经调净利预测至 1466/1641/1799 亿元, 调整幅度为 -5.8%/-5.2%/-4.7%, 主要为了反映淘天、国际商业等核心业务持续投入。我们维持公司 95-103 港币目标价, 距当前上涨空间 30%/41%, 维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险等。

**相关研究报告：**

《阿里巴巴-SW (09988. HK) -4QFY24 财报点评：国内电商 GMV 份额趋稳，公司大力投入下利润承压》 ——2024-05-15

《阿里巴巴-SW (09988. HK) -4QFY24 前瞻：公司收入平稳增长，对淘天等核心业务加大投入》 ——2024-04-14

《阿里巴巴-SW (09988. HK) -3QFY24 财报点评：收入平稳增长，回购额度增加 250 亿美元》 ——2024-02-29

《阿里巴巴-SW (09988. HK) -3QFY24 前瞻：淘天集团收入承压，国际业务加大投入》 ——2024-01-11

《阿里巴巴-SW (09988. HK) -2QFY24 财报点评：收入利润平稳增长，云智能业务分拆暂缓》 ——2023-11-21

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	335596	450579	543821	营业收入	941168	1013320	1091751	1175304
应收款项	143536	154540	166501	179244	营业成本	586323	652499	700819	752103
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	361203	364139	386705	410642	销售费用	103496	130552	134197	144467
<b>流动资产合计</b>	<b>752864</b>	<b>854275</b>	<b>1003785</b>	<b>1133706</b>	管理费用	112431	152768	160284	162897
固定资产	185161	190697	182517	161992	财务费用	16989	16989	17911	17911
无形资产及其他	286629	239058	199435	166437	投资收益	(7735)	(1733)	(1733)	(1733)
投资性房地产	116102	116102	116102	116102	资产减值及公允价值变动	(13504)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	3692	24943	35030	(20944)
<b>资产总计</b>	<b>1764829</b>	<b>1795160</b>	<b>1867824</b>	<b>1915179</b>	营业利润	104382	83722	111838	75249
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	6157	6157	6157
应付款项	9068	9018	9599	10237	<b>利润总额</b>	<b>93861</b>	<b>89879</b>	<b>117995</b>	<b>81406</b>
其他流动负债	383438	397403	424838	454273	所得税费用	22529	24542	29499	20351
<b>流动负债合计</b>	<b>421507</b>	<b>436873</b>	<b>466410</b>	<b>498082</b>	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(6944)
长期借款及应付债券	141775	98140	59505	20870	<b>经调整归属于母公司净利润</b>	<b>157479</b>	<b>146611</b>	<b>164094</b>	<b>179897</b>
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
<b>长期负债合计</b>	<b>230723</b>	<b>180352</b>	<b>134981</b>	<b>89610</b>	现金流量表(百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>652230</b>	<b>617225</b>	<b>601391</b>	<b>587692</b>	净利润	157479	146611	164094	179897
少数股东权益	115327	116180	115238	108294	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	997272	1061756	1151194	1219193	折旧摊销	(14295)	89534	90592	92076
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1764829</b>	<b>1795160</b>	<b>1867824</b>	<b>1915179</b>	公允价值变动损失	13504	0	0	0
					财务费用	16989	16989	17911	17911
关键财务与估值指标					营运资本变动	(78258)	(6760)	6126	7195
经调整每股收益	8.14	7.58	8.48	9.30	其它	(86415)	(81274)	(75598)	(118843)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(7985)</b>	<b>148110</b>	<b>185214</b>	<b>160325</b>
每股净资产	51.55	54.88	59.51	63.02	资本开支	32173	(47498)	(42788)	(38554)
ROIC	12%	10%	12%	15%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
ROE	8%	6%	8%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>69697</b>	<b>(18454)</b>	<b>(33119)</b>	<b>(30046)</b>
毛利率	38%	36%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	8%	8%	8%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	18%	17%	16%	16%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	8%	8%	8%	8%	其它融资现金流	85223	1450	1523	1599
经调净利润增长率	11%	-12%	12%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6673)</b>	<b>(42185)</b>	<b>(37112)</b>	<b>(37036)</b>
资产负债率	43%	41%	38%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>55039</b>	<b>87471</b>	<b>114983</b>	<b>93242</b>
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	335596	450579
调整后 P/E	8.4	9.3	8.3	7.6	货币资金的期末余额	248125	335596	450579	543821
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	76583	95982	118089	128396
EV/EBITDA	9	8	8	8	权益自由现金流	141582	80082	106178	116562

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032