

阿里巴巴-SW (09988.HK)

FY2025Q1 季报点评：积极投入推动营收超预期，多项业务增长亮眼

买入（维持）

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入（百万元）	868687	941168	1008943	1104979	1204437
同比(%)	1.83	8.34	7.20	9.52	9.00
归母净利润（百万元）	72783	80009	107117	124485	141879
同比(%)	16.92	9.93	33.88	16.21	13.97
Non-GAAP 净利润	143,991.00	158,359.00	154,795.92	167,721.38	181,541.62
同比(%)	0.33	9.98	(2.25)	8.35	8.24
EPS-最新摊薄（元/股）	7.44	8.19	8.00	8.67	9.38
P/E（现价最新摊薄）	19.91	18.12	13.53	11.64	10.22
PE（Non-GAAP）	10.07	9.15	9.36	8.64	7.98

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **营收增长略超预期，整体盈利情况有所下降：**阿里巴巴 FY2025Q1 实现收入 2432.4 亿元，同比增长 4%，高于彭博一致预期 2197.9 亿元。公司非公认会计准则净利润 406.9 亿，同比下降 9.4%，高于彭博一致预期 252.5 亿元。
- **贯彻用户为先战略，淘天 GMV 增长稳健：**淘天对通过推荐和匹配算法等技术上的投入，改善了产品与用户需求的匹配度，用户流量更好的转化为购买力。FY2025Q1，公司的线上 GMV 同比高单位数增长和订单量同比双位数增长，由购买人数和购买频次的增长、618 活动所带动。88VIP 会员数量持续同比双位数增长，超过 4,200 万。
- **加大战略投入，多项业务收入增长：**1) 国际数字商业业务：实现收入 292.93 亿元，同比增长 32%，主因加大 Choice 和 Trendyol 跨境业务投入；2) 阿里云智能业务：收入 265.49 亿元，同比增长 6%，主因公有云双位数增长以及 AI 相关产品持续三位数的增长；3) 本地生活集团：收入 162.29 亿元，同比增长 12%，主因高德和饿了么订单增长，以及市场营销服务收入增长所带动。我们预计短期内公司支出仍然持续，短期利润率下降，长期看公司盈利质量增加，新业务扭亏和利润释放将收获成效。
- 公司希望在全托管和本对本模式中获得平衡，逐步优化 UE。速卖通平台扩大其供应商范围，现已包括本地商家，以丰富其产品供应及更好满足本地消费者需求。FY2025Q1，速卖通与巴西领先零售商 Magazine Luiza (“Magalu”) 建立合作关系，Magalu 和速卖通将互相在对方平台上开设和运营门店；本季度，Choice 业务的单位经济效益环比显著改善。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司持续回购且核心竞争力回归，我们将公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测由 7.88/8.67 元调整为 8.00/8.67 元，我们预计 2027 年的 EPS 为 9.38 元，2025-2027 财年对应 PE (Non-GAAP) 为 9.36/8.64/7.98 (以 2024/8/21 当天的汇率港币/人民币=0.92 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升，大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，

2024 年 08 月 22 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

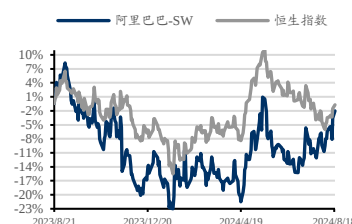
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	81.45
一年最低/最高价	64.60/94.00
市净率(倍)	1.66
港股流通市值(百万港元)	1,575,689.79

基础数据

每股净资产(元)	49.05
资产负债率(%)	40.99
总股本(百万股)	19,345.49
流通股本(百万股)	19,345.49

相关研究

《阿里巴巴-SW(09988.HK): FY2024Q4 季报点评：积极投入推动营收超预期，多项业务增长亮眼》

2024-05-19

《阿里巴巴-SW(09988.HK): FY2024Q3 季报点评：营收利润表现基本符合预期，回购力度再加大彰显战略信心》

2024-02-14

核心管理层变动风险。

内容目录

- 1. 营收增长略超预期，整体盈利情况有所下降5
- 2. 贯彻用户为先战略，淘天 GMV 增长稳健.....6
- 3. 加大战略投入，多项业务收入增长7
 - 3.1. 国际商业收入高速增长，跨境业务投资具备成效.....7
 - 3.2. 本地生活经营效率提升，菜鸟受益协同效应.....7
 - 3.3. 阿里云收入结构优化，AI 业务三位数增长8
- 4. 盈利预测与评级9
- 5. 风险提示9

图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况（百万元） 5

图 2: 公司季度经调整净利润变化（百万元） 5

图 3: 公司营收构成..... 5

图 4: 阿里业务构成及对应 EBITA-margin 5

图 5: 公司客户管理收入变动情况（百万元） 6

图 6: 国际数字商业业务基本情况（百万元） 7

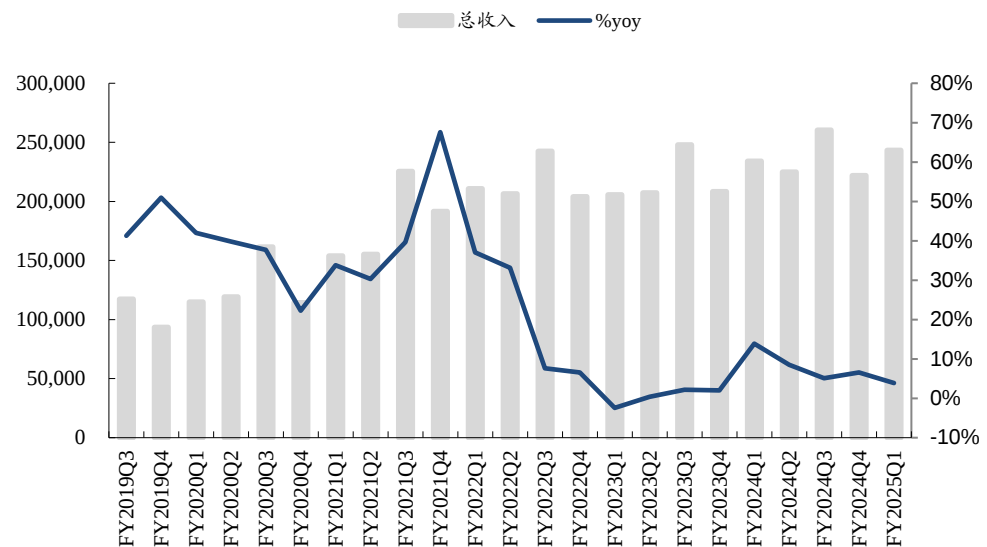
图 7: 本地服务和菜鸟业务基本情况（百万元） 8

图 8: 云计算业务基本情况（百万元） 8

1. 营收增长略超预期，整体盈利情况有所下降

阿里巴巴发布 2025 财年 Q1 业绩，本季度阿里巴巴收入 2432.4 亿元，同比增长 4%，高于彭博一致预期 2197.9 亿元。公司非公认会计准则净利润 406.9 亿，同比下降 9.4%，高于彭博一致预期 252.5 亿元。

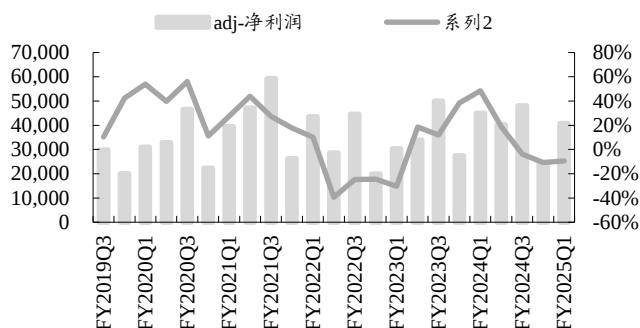
图1：公司季度收入变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

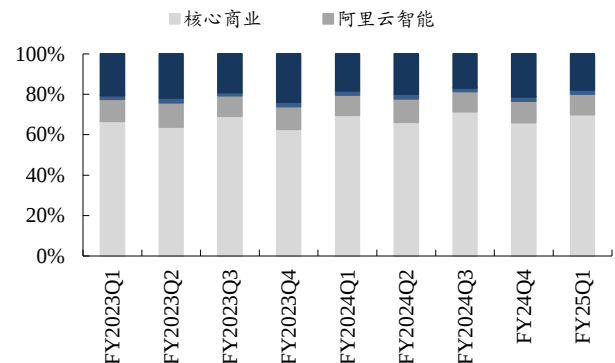
公司淘宝天猫商业、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里云智能、大文娱六大集团和其他业务收入分别为 1133.73、292.93、162.29、268.11、265.49、55.81、470.01 亿元，EBITAmargin 分别为 43.05%、-12.65%、2.38%、2.31%、8.80%、-1.85%、-2.69%。国际数字商业、菜鸟、大文娱 EBITA Margin 同比有所下滑。

图2：公司季度经调整净利润变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司营收构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：阿里业务构成及对应 EBITA-margin

	收入（百万元）	yoy（%）	EBITA-margin（%）
淘宝天猫商业	113373	-1%	43.05%
国际数字商业	29293	32%	-12.65%
本地生活	16229	12%	2.38%
菜鸟	26811	16%	2.31%
阿里云智能	26549	6%	8.80%
大文娱	5581	4%	-1.85%
其他业务	47001	3%	-2.69%

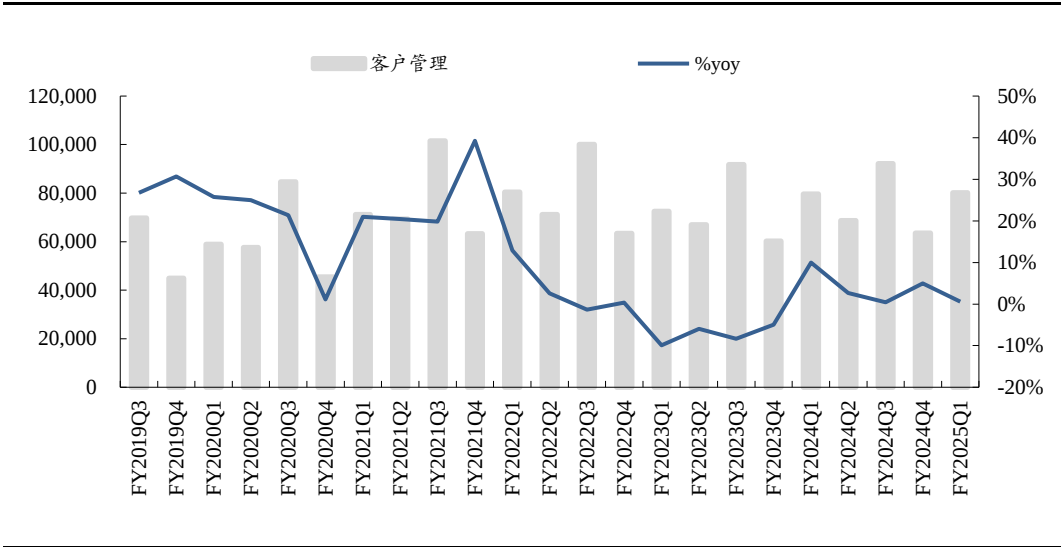
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 贯彻用户为先战略，淘天 GMV 增长稳健

淘天集团的增长主要得益于对提升用户体验的重视，由此带来了更高的消费者留存率和购买频次，以及对整体购物体验的积极反馈。淘天对通过推荐和匹配算法等技术上的投入，改善了产品与用户需求的匹配度，用户流量更好的转化为购买力；同时推出一款新的 AI 驱动的全平台市场营销工具，具备自动出价、优化目标人群定位和效果看板可视化功能。FY2025Q1，公司的线上 GMV 同比高单位数增长和订单量同比双位数增长，由购买人数和购买频次的增长、618 活动所带动。

GMV 增长反映淘天前期投资显现成效，原因在于其投入更多地向淘宝商家以及新的商业化产品倾斜。本季度淘天优化淘宝功能，并推出广告产品全站推广、提供“淘工厂”新品佣金激励。公司预计在接下来的季度逐步推出新商业化产品，增强对中小企业商家的渗透，推动 GMR 向 GMV 靠拢，带动公司下半年边际利润改善。

图5：公司客户管理收入变动情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 加大战略投入，多项业务收入增长

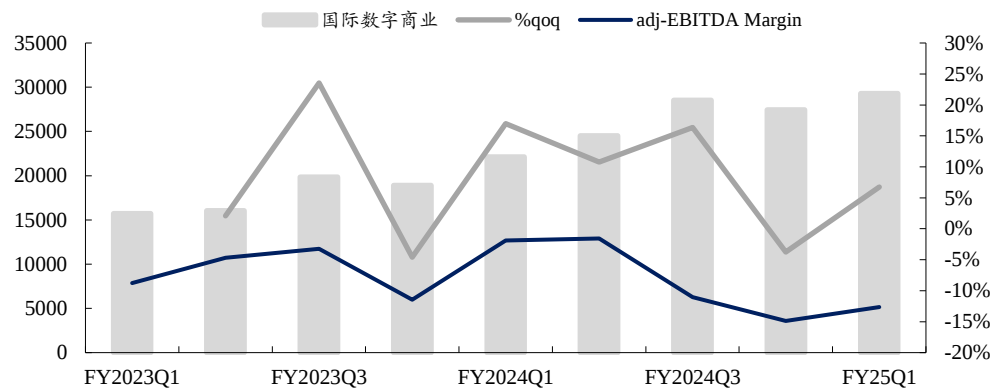
本季度公司国际商业、本地生活、菜鸟、智能云业务大幅增长，大文娱集团及其他分布收入保持稳定，主要由于公司投入增加。我们预计短期内公司支出仍然持续，短期利润率下降，长期看公司盈利质量增加，新业务扭亏和利润释放将收获成效。

3.1. 国际商业收入高速增长，跨境业务投资具备成效

FY2025Q1，国际数字商业业务实现收入 292.93 亿元，同比增长 32%，经调整 EBITA 为-37.1 亿元，环比缩小 3.79 亿元。FY2025Q1，AIDC 收入同比增长 32%至人民币 292.93 亿元，跨境业务持续增长，速卖通 Choice 业务高速扩张，增强与菜鸟在跨境物流的协同效应。本季度，速卖通和 Trendyol 平台加大对欧洲和海湾地区等特定市场的投入，以提升消费者心智。

公司希望在全托管和本对本模式中获得平衡，逐步优化 UE。速卖通平台扩大其供应商范围，现已包括本地商家，以丰富其产品供应及更好满足本地消费者需求。FY2025Q1，速卖通与巴西领先零售商 Magazine Luiza (“Magalu”) 建立合作关系，Magalu 和速卖通将互相在对方平台上开设和运营门店；本季度，Choice 业务的单位经济效益环比显著改善。

图6：国际数字商业业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 本地生活经营效率提升，菜鸟受益协同效应

FY2025Q1，本地生活集团收入同比增长 12%至人民币 162.29 亿元，主要由高德和饿了么订单增长，以及市场营销服务收入增长所带动。本季度，受惠于运营效率改善和业务规模提升，本地生活集团亏损同比大幅收窄。

FY2025Q1，菜鸟集团实现收入 268.11 亿元，主要由跨境物流履约解决方案收入增长所带动。菜鸟通过发展高度数字化的全球物流网络，执行其加强端到端能力的策略，

菜鸟与跨境电商业务的协同效应预期持续增强。

图7：本地服务和菜鸟业务基本情况（百万元）

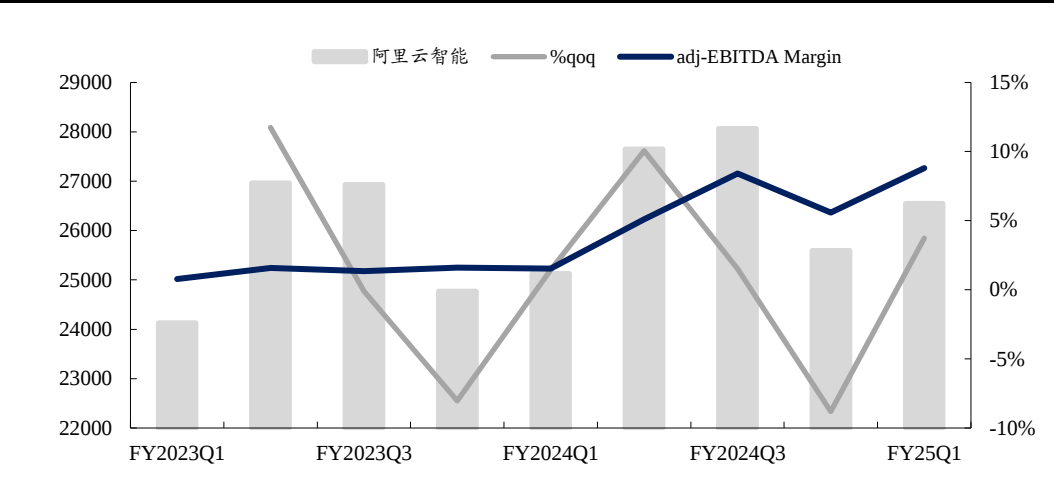
	本地服务 EBITA (百万元)	菜鸟 EBITA (百 万元)	本地服务 EBITA Margin (%)	菜鸟 EBITA Margin (%)
FY 2022Q2	-6535	-315	-60.50%	-3.20%
FY 2022Q3	-4,987	-92	-41.10%	-0.70%
FY 2022Q4	-5,483	-912	-52.50%	-7.90%
FY 2023Q1	-2834	-185	-25.46%	-1.07%
FY 2023Q2	-3328	125	-24.87%	0.68%
FY 2023Q3	-2,923	-12	-21.82%	-0.05%
FY 2023Q4	-4,063	-319	-32.93%	-1.69%
FY 2024Q1	-1982	877	-13.72%	3.79%
FY 2024Q2	-2564	906	-16.47%	3.97%
FY 2024Q3	-2,068	961	-13.64%	3.37%
FY 2024Q4	-3,198	-1342	-21.86%	-5.46%
FY 2025Q1	-386	618	2.83%	-0.59%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 阿里云收入结构优化，AI 业务三位数增长

阿里云智能业务收入 265.49 亿元，同比增长 6%，经调整 EBITA 23.37 亿元，同比增长 63%。增长核心为公有云双位数增长以及 AI 相关产品持续三位数的增长。本季度 AI 基建稳步推进，AI 领域的云采用量持续提升，阿里云 AI 平台的付费用户数量环比增长超过 200%，公司维持市场领先地位，保持连续 15 季度盈利。

图8：云计算业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

基于公司持续回购且核心竞争力回归，我们将公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测由 7.88/8.67 元调整为 8.00/8.67 元，我们预计 2027 年的 EPS 为 9.38 元，2025-2027 财年对应 PE (Non-GAAP) 为 9.36/8.64/7.98（以 2024/8/21 当天的汇率港币/人民币=0.92 为基准）。公司非常注重各个板块业务的效率的提升，大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 新零售业务竞争加剧，国内各个平台加大补贴，阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 用户留存率不及预期，性能瓶颈、物流、供应链等相关因素的不确定性，造成公司用户留存率不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大，网商监管趋严，造成部分业务扩展受限，影响到公司业绩表现。
- 4) 阿里云负责人变动，可能引起后续策略和运营重点的相应调整，影响预期。

阿里巴巴-SW 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	752,864.00	803,279.59	946,932.51	1,116,406.44	营业总收入	941,168.00	1,008,942.67	1,104,978.88	1,204,437.36
现金及现金等价物	248,125.00	221,903.44	296,257.03	396,003.69	营业成本	586,323.00	644,955.30	696,551.72	745,310.34
应收账款及票据	0.00	36,434.04	39,902.02	43,493.57	销售费用	115,141.00	128,957.92	137,984.97	147,643.92
存货	0.00	35,830.85	38,697.32	41,406.13	管理费用	41,985.00	48,702.60	53,572.86	56,251.50
其他流动资产	504,739.00	509,111.26	572,076.15	635,503.04	研发费用	52,256.00	60,094.40	66,103.84	72,714.22
非流动资产	1,011,965.00	1,089,547.24	1,105,893.76	1,125,001.44	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	185,161.00	206,843.21	207,357.20	208,819.79	经营利润	123,871.00	126,232.45	150,765.49	182,517.37
商誉及无形资产	286,629.00	307,529.03	288,361.56	271,006.65	利息收入	0.00	7,443.75	6,657.10	8,887.71
长期投资	203,131.00	218,131.00	233,131.00	248,131.00	利息支出	17,911.00	10,816.56	13,949.32	11,178.81
其他长期投资	220,942.00	240,942.00	260,942.00	280,942.00	其他收益	(12,099.00)	8,410.60	9,832.85	(5,498.81)
其他非流动资产	116,102.00	116,102.00	116,102.00	116,102.00	利润总额	93,861.00	131,270.23	153,306.12	174,727.46
资产总计	1,764,829.00	1,892,826.83	2,052,826.27	2,241,407.87	所得税	22,529.00	26,254.05	30,661.22	34,945.49
流动负债	421,507.00	431,488.64	455,843.19	501,642.82	净利润	71,332.00	105,016.19	122,644.90	139,781.97
短期借款	29,001.00	38,001.00	47,001.00	56,001.00	少数股东损益	(8,677.00)	(2,100.32)	(1,839.67)	(2,096.73)
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	80,009.00	107,116.51	124,484.57	141,878.69
其他	392,506.00	393,487.64	408,842.19	445,641.82	EBIT	111,772.00	134,643.04	160,598.34	177,018.56
非流动负债	230,723.00	240,723.00	250,723.00	250,723.00	EBITDA	155,296.39	182,060.80	209,251.82	222,910.88
长期借款	141,775.00	151,775.00	161,775.00	161,775.00	Non-GAAP	158,359.00	154,795.92	167,721.38	181,541.62
其他	88,948.00	88,948.00	88,948.00	88,948.00					
负债合计	652,230.00	672,211.64	706,566.19	752,365.82					
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	115,327.00	113,226.68	111,387.00	109,290.27	每股收益(元)	8.19	8.00	8.67	9.38
归属母公司股东权益	997,272.00	1,107,388.51	1,234,873.08	1,379,751.78	每股净资产(元)	54.61	63.10	69.59	76.97
负债和股东权益	1,764,829.00	1,892,826.83	2,052,826.27	2,241,407.87	发行在外股份(百万股)	19,345.49	19,345.49	19,345.49	19,345.49
					ROIC(%)	6.62	8.00	8.67	8.68
					ROE(%)	8.02	9.67	10.08	10.28
					毛利率(%)	37.70	36.08	36.96	38.12
					销售净利率(%)	8.50	10.62	11.27	11.78
					资产负债率(%)	36.96	35.51	34.42	33.57
					收入增长率(%)	8.34	7.20	9.52	9.00
					净利润增长率(%)	9.93	33.88	16.21	13.97
					P/E	9.15	9.36	8.64	7.98
					P/B	1.37	1.19	1.08	0.97
					EV/EBITDA	7.97	7.78	6.51	5.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月21日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>