

阿里巴巴-SW (09988.HK)

优于大市

2QFY25 前瞻：淘天货币化率逐步企稳，公司持续投入用户体验

◆ 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 财年二季度财报。

国信互联网观点：1) 料 2QFY25 收入同比+6%，经调整 EBITA 利润率 18%：收入看，我们预计阿里巴巴实现营收 2,372 亿元，YoY+6%。我们预计本季度收入增速环比小幅提升，主要由于淘天 CMR 收入增速加快，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 1%/30%/16%/18%/8%。料 2QFY25 经调整 EBITA 利润率 18%，同比下降 1.1pct，经调 EBITA 利润 YoY-1%，Non-GAAP 归母净利率 15%，同比下降 2.6pct。我们认为集团经调整 EBITA 利润率下降主要原因是淘天集团加大投入，尤其是用户体验方面，如 88VIP 退换货运费补贴随会员数不断增加，展望 12 月季度，双十一大促下平台投入规模与补贴力度受竞争影响仍有不确定性。展望今年双 11 大促，各家均加大投入力度，阶段性或影响利润率。目前看各平台活动力度同比提升幅度最大的是淘天，今年双 11 平台投入 300 亿消费券及红包，远超 2023 年超百亿红包，京东、拼多多、抖快等平台促销力度均小幅加强。份额看，我们预计本次双 11 淘天 GMV 增速趋近大盘，长期看有望增强商家信心、为后续提升商业化率奠定基础。

2) 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 12 倍 PE，我们小幅调整公司 FY2024-FY2026 收入预测至 9972/10918/11992 亿元，调整幅度为 -0.2%/-0.2%/-0.2%，主要反映淘天集团 GMV 增速环比小幅下降，CMR 增速环比改善有限；调整公司 FY2024-FY2026 经调净利预测至 1492/1718/1823 亿元，调整幅度为 +1.5%/-0.2%/-0.2%，主要为了反映本季度国际商业投入可控、UE 环比改善明显，部分被淘天利润承压抵消。我们按照 SOTP 为公司估值，给予淘天集团对应 FY2025 12-13xPE，云智能集团 3xPS，阿里国际数字商业集团 1xPS，调整公司目标价至 120-127 港币，上调幅度为 26%/23%，距当前上涨空间 17%/23%，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 整体：料 2QFY25 收入同比+6%，经调整 EBITA 利润率 18%

2QFY25，我们预计阿里巴巴实现营收 2,372 亿元，YoY+6%。我们预计本季度收入增速环比小幅提升，主要由于淘天 CMR 收入增速加快，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 1%/30%/16%/18%/8%。

料 2QFY25 经调整 EBITA 利润率 18%，同比下降 1.1pct，经调 EBITA 利润 YoY-1%，Non-GAAP 归母净利率 15%，同比下降 2.6pct。我们认为集团经调整 EBITA 利润率下降主要原因是淘天集团投入加大，尤其是用户体验方面，如 88VIP 退换货运费补贴随会员数不断增加，展望 12 月季度，双十一投入规模与补贴力度受竞争影响仍可能发生变化。

表1: 阿里巴巴季度业绩预测 (百万元)

	2QFY24	1QFY25	国信预测		
			2QFY25E	YoY	QoQ
淘天	97,654	113,373	98,596	1%	-13%
国际数字商业	24,511	29,293	31,817	30%	9%
本地生活	15,564	16,229	18,103	16%	12%
菜鸟	22,823	26,811	26,931	18%	0%
云智能	27,648	26,549	29,860	8%	12%
大文娱	5,779	5,581	6,299	9%	13%
其他业务	48,052	47,001	48,149	0%	2%
总收入	224,790	243,236	237,188	6%	-2%
毛利	85,126	97,130	88,637	4%	-9%
经调整 EBITA	42,845	45,035	42,571	-1%	-5%
Non-GAAP 归母净利润	40,188	41,246	36,340	-10%	-12%
毛利率	37.9%	39.9%	37.4%	-0.5pct	-2.6pct
经调整 EBITA 率	19.1%	18.5%	17.9%	-1.1pct	-0.6pct
Non-GAAP 归母净利率	17.9%	17.0%	15.3%	-2.6pct	-1.6pct

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, %)

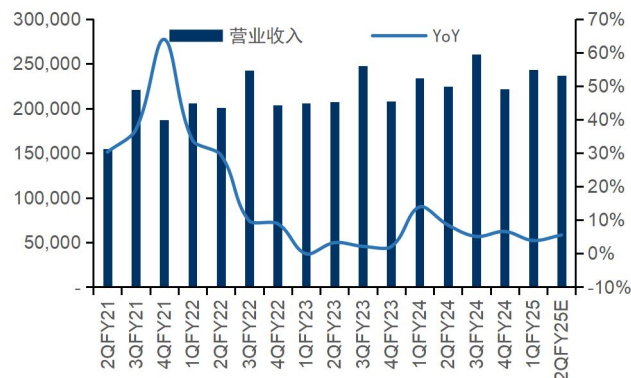
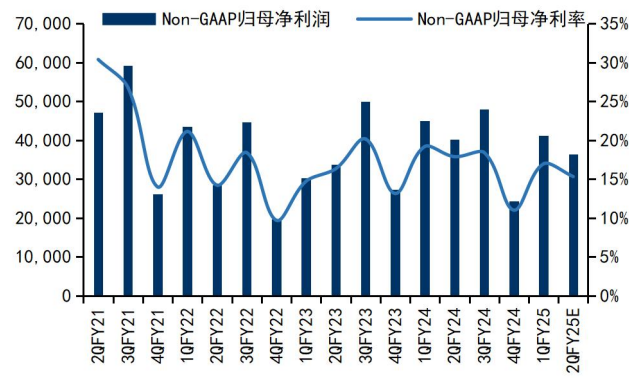


图2: 阿里巴巴 Non-GAAP 归母净利润及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

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+5%, CMR 收入同比+2%, GMV 与 CMR 差距环比显著收窄

预计本季度淘天 GMV 增速接近大盘, 份额趋稳, GMV 与 CMR 增速 GAP 环比收窄。行业大盘看, 2024 年 7-8 月线上实物零售额同比+6%, 环比 Q2 小幅回落; 公司 9 月开始面向所有商家收 0.6% 软件服务费, 部分低毛利商家逐步退出, 对平台 GMV 有一定负向影响。变现方面, 受益于软件服务费和全站推广的逐步普及, CMR 增速环比小幅回升, 货币化率降幅收窄, 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。

值得一提的是, 9 月淘宝打通微信支付, 据 Questmobile, 目前微信对支付宝独占月活用户约 1.6 亿人, 打通可以帮助淘天拓展潜在消费者进而提升 GMV, 目前微信 App 内已可以直接点击淘宝链接, 通过微信支付完成下单, 全程无需跳转回淘宝 App。

展望今年双 11 大促, 各家均加大投入力度, 阶段性或影响利润率。目前看各平台活动力度同比提升幅度最大的是淘天, 今年双 11 平台投入 300 亿消费券及红包, 远超 2023 年超百亿红包, 京东、拼多多、抖快等平台促销力度均小幅加强。份额看, 我们预计本次双 11 淘天 GMV 增速趋近大盘, 长期看有望增强商家信心、为后续提升商业化率奠定基础。

图3: 各电商平台双 11 玩法一览

出资方		玩法		天猫		京东		拼多多		抖音					
		2024		2023		2024		2023		2024		2023			
商家补贴	跨店每满减	满300减50			满300减50		满299减50		满200减30		满300减50、满200减30		-		
	一件立减	官方立减活动商品直降15%（商家自主决定采用满减或立减）					-		-		推出单件立减、天天折扣等		官方立减15%（平台在商家报价基础上立减15%）、一件直降		
商家补贴，平台加补	百亿补贴	超级百亿加补红包，每人最高领750元红包		-		百亿补贴（买贵双倍赔）			“百亿补贴”活动将正式升级“加倍补”，对全类目单品超级加补		加码百亿补贴，部分产品补贴力度从售价10%-20%提升至50%-60%		-		
平台补贴	红包/消费券（抖音平台补贴）	平台投入300亿消费券及红包		超百亿平台补贴		平台满200减20（每人限3张）		20亿补贴		365元大促券共15张，满50减5、满90减10等		-		平台亿级消费券	
	会员专享	88VIP大额券520元（满5000减400、满1500减120），折上95折			四张优惠券共800元（可叠加）： 满500减40、满1500减120、满3000减240、满5000减400		三张优惠券共820元（可叠加）： 满1500减120、满3800减300、满5000减400				-		-		抖音商城金卡95折，可与其他优惠叠加

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音官网、快手电商营销观察，国信证券经济研究所整理及预测

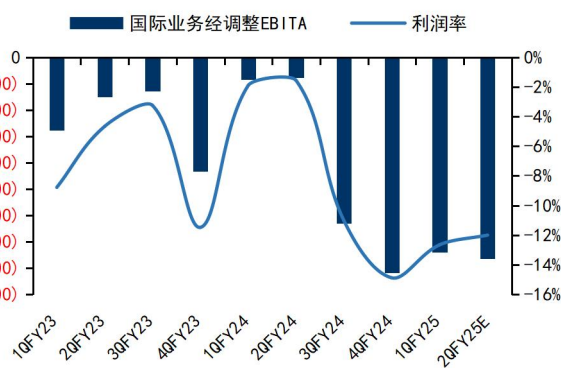
◆ 国际数字商业：料本季度收入同比+30%，经调整 EBITA 利润率-12%，业务亏损绝对值可控

料本季度阿里国际业务收入 318 亿，同比+30%，经调整 EBITA 利润率-12%，比去年同期下降 10pct，环比看亏损额可控，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, %)



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

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 12 倍 PE，我们小幅调整公司 FY2024-FY2026 收入预测至 9972/10918/11992 亿元，调整幅度为-0.2%/-0.2%/-0.2%，主要反映淘天集团 GMV 增速环比小幅下降，CMR 增速环比改善有限；调整公司 FY2024-FY2026 经调净利预测至 1492/1718/1823 亿元，调整幅度为 1.5%/-0.2%/-0.2%，主要为了反映本季度国际商业投入可控、UE 环比改善明显，部分被淘天利润承压抵消。我们按照 SOTP 为公司估值，给予淘天集团对应 FY2025 12-13xPE，云智能集团 3xPS，阿里国际数字商业集团 1xPS，调整公司目标价至 120-127 港币，上调幅度为 26%/23%，距当前上涨空间 17%/23%，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）-1QFY25 财报点评：公司持续投入核心电商，其他亏损业务预计 1-2 年内扭亏为盈》——2024-08-18

《阿里巴巴-SW（09988.HK）-电商深度研究系列五：阿里巴巴：外部竞争趋缓，88VIP 和全站推广有望带动主站可持续增长》——2024-07-26

《阿里巴巴-SW（09988.HK）-1QFY25 前瞻：电商份额趋稳，预测淘天主站盈利能力筑底》——2024-07-12

《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

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	341933	456395	560037	营业收入	941168	997209	1091767	1199229
应收款项	98194	104041	113906	125118	营业成本	586323	630369	687959	753276
存货净额	25460	24402	26417	28790	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384549	409769	436949	销售费用	103496	132842	137563	151103
流动资产合计	752864	854925	1006488	1150893	管理费用	112431	169445	172023	175597
固定资产	185161	190697	182517	161992	财务费用	16989	16989	17911	20843
无形资产及其他	363556	303163	252856	210955	投资收益	(7735)	(3078)	(3078)	(3078)
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	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	40783	24446	(23142)
资产总计	1764829	1782990	1847021	1899957	营业利润	104382	85269	97680	72190
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	3916	3916	3916
应付款项	17002	16296	17641	19226	利润总额	93861	89185	101596	76106
其他流动负债	375504	381830	412166	450211	所得税费用	22529	27722	25399	19027
流动负债合计	421507	428576	461781	503008	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(4725)
长期借款及应付债券	141775	98140	59505	20870	经调整归属于母公司净利润	157479	149247	171763	182255
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	180352	134981	89610	现金流量表(百万元)				
负债合计	652230	608928	596762	592618		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
少数股东权益	115327	116180	115238	110513	净利润	157479	149247	171763	182255
股东权益	997272	1057882	1135021	1196825	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1764829	1782990	1847021	1899957	折旧摊销	(14295)	102355	101276	100979
关键财务与估值指标					公允价值变动损失	13504	0	0	0
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	财务费用	16989	16989	17911	20843
经调整每股收益	8.22	7.79	8.96	9.51	营运资本变动	(1331)	(9370)	7220	12665
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(86415)	(87784)	(95566)	(125175)
每股净资产	52.05	55.21	59.24	62.47	经营活动现金流	68942	154447	184693	170724
ROIC	12%	9%	13%	16%	资本开支	32173	(47498)	(42788)	(38554)
ROE	8%	6%	7%	5%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
毛利率	38%	37%	37%	37%	投资活动现金流	69697	(18454)	(33119)	(30046)
EBIT Margin	19%	8%	9%	9%	权益性融资	0	0	0	0
EBITA Margin	18%	19%	18%	17%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
收入增长	8%	6%	9%	10%	支付股利	0	0	0	0
经调净利润增长率	11%	-5%	15%	6%	其它融资现金流	8296	1450	1523	1599
资产负债率	43%	41%	39%	37%	融资活动现金流	(83600)	(42185)	(37112)	(37036)
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	55039	93808	114462	103641
调整后 P/E	11.4	12.0	10.5	9.9	货币资金的期初余额	193086	248125	341933	456395
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	248125	341933	456395	560037
EV/EBITDA	9	8	7	7	企业自由现金流	153510	102951	136209	152010
					权益自由现金流	141582	87693	124298	137977

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