

淘天 CMR 增速边际改善，云业务进一步增长

2024年11月17日

事件: 2024年11月15日，阿里巴巴发布截至2024年9月30日止季度业绩，季度实现收入2365.03亿元，yoy+5.2%；GAAP净利润435.47亿元，Non-GAAP净利润365.18亿元，yoy-9.1%；经调整EBITA 405.61亿元，yoy-5.3%。

淘天 CMR 增速边际改善，但投放明显增长对利润有所拖累。 淘天 FY25Q2 收入989.94亿元，yoy+1.4%，其中零售端930.08亿元，yoy+0.5%；批发业务收入59.86亿元，yoy+17.5%。客户管理收入(CMR) yoy+2.5%，环比上季度yoy+0.6%进一步改善，主要系GMV增长拉动，TR同比稳定。FY25Q2淘天平台GMV增长受订单量双位数增长驱动，而订单金额有所下降，同时季度88VIP会员数达4600万，较上季度4200万进一步提升。9月1日起对淘天平台确收GMV收入0.6%服务费及营销工具“全站推广”渗透率提升在本季度释放利好有限，且部分低TR业务快速增长对整体TR形成抵消，我们认为新举措在后续对TR的提振将进一步释放，关注整体TR变化及对CMR的增速改善的带动效应。本季度直营yoy-5.3%，主要受电器品类销售额下降所致。FY25Q2淘天经调整EBITA 445.90亿元，yoy-5.3%，经调整EBITA利润率45.0%，yoy-3.2pct，电商行业竞争激烈，用户投入及营销费用增长带来盈利端的显著拖累。

云业务增速环比继续提升，盈利改善趋势未变。 云业务 FY25Q2 收入296.10亿元，yoy+7.1%，环比上季度yoy+5.7%进一步提升，公共云产品收入实现双位数增长，AI相关产品收入实现三位数增长。经调整EBITA 26.61亿元，yoy+88.9%；经调整EBITA利润率9.0%，yoy+3.9pct，qoq+0.2pct。本季度云业务收入增速及利润表现均环比提升，进一步强化管理层年初宣布云业务下半年增速将达双位数的信心。

AIDC 亏损收窄，但菜鸟投放加大。 其他业务表现来看，AIDC收入316.72亿元，yoy+29.2%，经调整EBITA利润率-9.2%，环比上季度-12.7%有所收窄。菜鸟收入246.47亿元，yoy+8.0%，经调整EBITA利润率0.2%，环比-2.1pct。去年同期AIDC高增已拉高基数，本季度收入增长略有放缓，但亏损有所收窄；同为出海逻辑的菜鸟因跨境物流投入加大盈利大幅收窄。

股东回报依旧丰厚: 季度回购41亿美元，4.14亿股份，流通股份较6月底进一步净减少2.1%。上半财年已累计回购87亿美元，截至FY25Q2未回购额度仍剩余220亿美元，有效期至2027年3月。

投资建议: 我们认为，阿里战略理顺有望激发业务活力，传统货架电商优势深厚，有望实现CMR业务趋稳并增长；云业务在AI驱动下，未来发展潜力大，预计公司FY2025-2027年经调整EPS分别为7.63/8.58/9.42元，对应11月15日收盘价经调整PE分别为11/9/9倍。维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,004,628	1,080,513	1,149,740
增长率(%)	8.3	6.7	7.6	6.4
经调整净利润	158,359	145,966	164,222	180,373
增长率(%)	0	-8	13	10
EPS(基于经调整净利润)	8.27	7.63	8.58	9.42
P/E(基于经调整净利润)	10	11	9	9
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年11月15日收盘价, 汇率1HKD=0.929RMB)

推荐
维持评级
当前价格:
87.20 港元

分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书: S0100524070002

邮箱: lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 阿里巴巴-W (9988.HK) 首次覆盖报告: 战略理顺, 主业聚焦重启增长-2024/09/11

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	752,864	825,176	960,545	1,105,518
现金及现金等价物	248,125	304,856	425,313	556,683
应收账款及票据	30,686	34,959	37,599	40,008
存货	25,460	29,218	31,425	33,438
其他	448,593	456,143	466,207	475,388
非流动资产合计	1,011,965	1,000,495	990,894	982,986
固定资产	185,161	191,869	199,537	208,034
商誉及无形资产	363,556	345,378	328,109	311,704
其他	463,248	463,248	463,248	463,248
资产合计	1,764,829	1,825,671	1,951,439	2,088,504
流动负债合计	421,507	454,481	486,619	515,938
短期借贷	29,001	29,001	29,001	29,001
应付账款及票据	0	0	0	0
其他	392,506	425,480	457,618	486,937
非流动负债合计	230,723	232,205	232,205	232,205
长期借贷	141,775	141,775	141,775	141,775
其他	88,948	90,430	90,430	90,430
负债合计	652,230	686,686	718,824	748,143
普通股股本	1	1	1	1
储备	997,271	1,031,499	1,133,068	1,249,467
归属母公司股东权益	997,272	1,031,500	1,133,069	1,249,468
少数股东权益	115,327	107,486	99,546	90,892
股东权益合计	1,112,599	1,138,985	1,232,615	1,340,361
负债和股东权益合计	1,764,829	1,825,671	1,951,439	2,088,504

现金流量表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	182,593	181,332	194,573	205,306
净利润	80,009	105,856	121,362	135,915
少数股东权益	-8,677	-7,841	-7,940	-8,654
折旧摊销	44,504	45,470	45,601	45,908
营运资金变动及其他	66,757	37,847	35,549	32,136
投资活动现金流	-21,824	-36,422	-37,772	-37,870
资本支出	-32,929	-34,000	-36,000	-38,000
其他投资	11,105	-2,422	-1,772	130
筹资活动现金流	-108,244	-86,382	-34,546	-34,270
借款增加	2,465	0	0	0
普通股增加	-87,902	-41,278	0	0
已付股利	-17,946	-28,554	-17,996	-17,719
其他	-4,861	-16,551	-16,551	-16,551
现金净增加额	56,914	56,731	120,458	131,369

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,004,628	1,080,513	1,149,740
其他收入	0	0	0	0
营业成本	586,323	612,823	659,113	701,341
销售费用	115,141	140,648	145,869	149,466
管理费用	41,985	48,283	52,628	54,207
研发费用	52,256	56,436	61,008	64,729
财务费用	17,911	16,551	16,551	16,551
权益性投资损益	-7,735	-7,922	-6,094	-4,469
其他损益	-4,364	4,019	4,322	4,599
除税前利润	93,861	125,983	143,572	163,575
所得税	22,529	27,968	30,150	36,314
净利润	71,332	98,015	113,422	127,262
少数股东损益	-8,677	-7,841	-7,940	-8,654
归属母公司净利润	80,009	105,856	121,362	135,915
EBIT	111,772	142,534	160,123	180,126
EBITDA	156,276	188,004	205,724	226,034
EPS (元)	4.18	5.53	6.34	7.10

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	8.34	6.74	7.55	6.41
归属母公司净利润	9.93	32.31	14.65	11.99
盈利能力(%)				
毛利率	37.70	39.00	39.00	39.00
净利率	8.50	10.54	11.23	11.82
ROE	8.02	10.26	10.71	10.88
ROIC	6.62	8.47	9.01	9.27
偿债能力				
资产负债率(%)	36.96	37.61	36.84	35.82
净负债比率(%)	-6.95	-11.77	-20.65	-28.79
流动比率	1.79	1.82	1.97	2.14
速动比率	0.82	0.91	1.11	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.56	0.57	0.57
应收账款周转率	29.96	30.61	29.78	29.63
应付账款周转率				
每股指标 (元)				
每股收益	4.18	5.53	6.34	7.10
每股经营现金流	9.54	9.47	10.16	10.73
每股净资产	52.10	53.89	59.19	65.27
估值比率				
P/E	19	15	13	11
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.05	8.35	7.63	6.95

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026