

阿里巴巴-W(09988)

报告日期: 2024 年 11 月 17 日

战略调整下实现整体健康增长

——阿里巴巴业绩点评报告

投资要点

□ 公司 FY2Q2025 实现营业收入 2365 亿元 (YoY+5.2%)，低于一致预期 1.2%，国际商业、本地生活和其他收入高于预期，淘宝天猫商业、云智能收入与预期持平，菜鸟业务、大文娱收入低于预期。经营利润 352 亿元 (YoY+5.0%)，高于一致预期 7.6%，主要是由非现金股权激励费用的减少所致。经调整 EBITA 406 亿元 (YoY-5.3%)，低于一致预期 1.3%，主要源于公司对于本土和海外电商业务投入增加。Non-GAAP 净利润 365 亿元 (YoY-9.1%)，高于一致预期 2.5%，主要原因是本期投资收益大幅超预期。

我们认为，公司主次矛盾清晰，当前聚焦主业，重视用户，坚定投入，有利于竞争格局好转，中短期 EBITA 承压，但已看到盈利能力回升态势，股东回报增加可见性。长期来看，公司在投入可控的情况下能否守住并夺回市占具有不确定性，叠加宏观波动，关注组织层面本质变化和行业生态位变化。

我们测算，公司 FY2025-2027 营收预测为 10019/11053/12053 亿元，Non-GAAP 净利润为 1517/1742/1923 亿元，对应当前股价 PE 为 10.1/8.8/8.0 倍，维持“买入”评级。FY2Q25 公司回购 43 亿美元。

□ 淘天集团：体验优化推动 GMV 健康增长，CMR 与 GMV 差距维持

FY2Q2025，淘天集团实现收入 990 亿元 (YoY+1.4%)，与一致预期基本持平。本季度经调整 EBITA 446 亿元 (经调整 EBITA 利润率 45.1%，低于一致预期 1.3pct)，反映战略调整期影响。

运营数据方面：1) GMV 增长由订单量同比双位数增长所驱动，进一步由购买频次的增长和部分用户新增所带动，部分受平均订单金额下降所抵销。公司积极优化全链条体验，双十一期间，买家数量创新高。2) 88VIP 会员同比双位数增长，超过 4600 万。

分业务：1) 本季度公司实现 CMR 收入 703 亿元 (+2.5%)，CMR 增速环比抬升，TR 多个季度同比下滑后企稳。下滑主要由于变现率较低的新模式产生的 GMV 占比增加所致，企稳部分得益于 9 月 1 日起，公司开始收取基于确收 GMV 的 6‰ 基础软件服务费。后续关注货币化率边际好转，同时公司能否有效平衡内部生态和应对外部竞争，此外预计“全站推广”等产品的繁荣将有助于弥补 CMR 与 GMV 差距。2) 本季度中国零售商业的直营及其他收入为人民币 226 亿元 (YoY-5.3%)，主要由家电品类销售下降所致。3) 批发业务实现收入 60 亿元 (YoY+17.5%)，主要由付费会员的增值服务收入增加带动。

□ 国际商业：收入高于预期，速卖通 Choice 引擎动力强劲持续

FY2Q2025，阿里国际数字商业实现收入 317 亿元 (YoY+29.2%)，高于一致预期 1.2%，其中零售业务实现收入 256 亿元 (+35.0%)，批发业务实现收入 61 亿元 (YoY+9.4%)，经调整 EBITA -29 亿元 (经调整 EBITA 利润率-9.2%，低于一致预期 5.6pct)，收入增长受跨境业务强劲增长带动，尤其是速卖通 Choice，本季度速卖通推出“海外托管”模式，并继续和菜鸟加强协同以优化供给和提升履约效率，投入高企，但运营及投资效率提升使得 Choice 业务的单位经济效益环比改善，Lazada 变现率和运营效率亦延续改善态势。

□ 本地生活：规模与效率双升，亏损持续收窄

FY2Q2025，本地生活实现收入 177 亿元 (YoY+13.8%)，高于一致预期 1.6%，经调整 EBITA -4 亿元 (经调整 EBITA 利润率-2.2%，低于一致预期 1.3pct)。本季度，受惠于运营效率改善和业务规模提升，本地生活业务亏损同比大幅收窄。国庆期间，高德 DAU 突破 3 亿并创历史新高。

□ 菜鸟：跨境物流履约服务带动实现高质量增长

FY2Q2025，菜鸟实现收入 246 亿元 (YoY+8.0%)，低于一致预期 8.6%，经调整 EBITA 0.055 亿元 (经调整 EBITA 利润率 0%，与一致预期基本持平)。收入同比

投资评级：买入(维持)

分析师：姚逸云

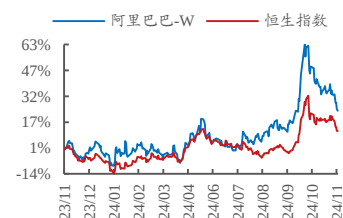
执业证书号：S1230524080007

yaoyiyun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$87.20
总市值(百万港元)	1,669,148.19
总股本(百万股)	19,141.61

股票走势图



相关报告

- 1 《“聚焦电商，增益云计算”：关注战略理顺后的新价值重塑》 2024.09.22
- 2 《聚焦淘天，坚定投入，外部环境改善》 2024.08.27
- 3 《淘天份额企稳，继续坚定投入》 2024.08.17

增长主要源自跨境物流履约解决方案收入增长，这也致使投入快速增加。此外，菜鸟速递今年10月起在其他电商平台提供物流服务，进一步拓展其市场覆盖。

❑ 云智能集团：盈利能力快速提升，AI收入保持高增

FY2Q2025，云智能集团实现收入296亿元(YoY+7.1%)，与一致预期基本持平，经调整EBITA 27亿元(经调整EBITA利润率9.0%，高于一致预期6.8pct)。本季度，核心公共云业务收入实现双位数同比增长，AI相关收入持续取得三位数同比增长，部分弥补了减少利润率较低的项目式合约类导致的收入下降。经调整EBITA利润率得益于上述战略调整实现拔升。

我们认为，未来基础大模型或呈现寡头格局，阿里具有场景、技术和数据等多层面优势，坚定投入，有望保持领先地位，把握训练和推理需求放大的红利，通过云服务、广告等多业务兑现收益。2Q2025阿里云Capex支出达175亿元，同比增长123亿元，环比增长54亿元。

❑ 大文娱：收入和利润表现不及预期

FY2Q2025，大文娱实现收入57亿元(YoY-1.5%)，低于一致预期9.7%，经调整EBITA -2亿元(经调整EBITA利润率-3.1%，低于一致预期3.0pct)，票务平台带动收入增长，但收入和利润表现不及预期，或因广告收入方面宏观波动影响仍较大，部分被优质内容供给影响所弥补。

❑ 盈利预测与估值

我们测算，公司FY2025-2027营收预测为10019/11053/12053亿元，Non-GAAP净利润为1517/1742/1923亿元，对应当前股价PE为10.1/8.8/8.0倍，维持“买入”评级。FY2Q25公司回购43亿美元。

❑ 风险提示

1、整体消费景气度不及预期；2、电商竞争超预期；3、行业监管趋严

财务摘要

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,001,874	1,105,299	1,205,333
(+/-) (%)	8.34%	6.45%	10.32%	9.05%
Non-GAAP 净利润	157,479	151,698	174,189	192,252
(+/-) (%)	11.39%	-3.67%	14.83%	10.37%
EPS (Non-GAAP)	8.09	7.93	9.10	10.04
P/E (Non-GAAP)	9.92	10.12	8.82	7.99

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	752,864	902,489	1,050,821	1,245,551	营业总收入	941,168	1,001,874	1,105,299	1,205,333
现金	248,125	337,164	441,258	596,548	营业成本	586,323	619,659	681,417	740,677
应收账款	30,686	35,909	38,735	41,512	销售费用	115,141	133,045	142,584	150,667
存货	25,460	30,873	32,783	34,781	管理费用	41,985	44,642	55,265	56,651
应收账款、存货及其他	448,593	565,325	609,563	649,003	研发费用	52,256	58,075	61,897	65,088
非流动资产	1,011,965	1,039,994	1,070,803	1,087,729	营业利润	123,871	136,194	147,786	178,520
固定资产	185,161	181,405	174,880	170,679	利润总额	101,596	144,119	145,870	181,524
无形资产	363,556	400,408	438,457	472,191	所得税	22,529	27,912	29,174	36,305
其他	463,248	458,181	457,465	444,859	净利润	71,332	117,778	113,614	144,464
资产总计	1,764,829	1,942,483	2,121,624	2,333,280	Non-GAAP 净利润	157,479	151,698	174,189	192,252
流动负债	421,507	481,383	546,909	614,102	主要财务比率				
短期借款	29,001	51,896	77,081	103,526	成长能力				
应付账款	0	0.00	0.00	0.00	营业收入	8.34%	6.45%	10.32%	9.05%
其他	392,506	429,486	469,828	510,576	营业利润	20.19%	9.95%	8.51%	20.80%
非流动负债	230,723	230,723	230,723	230,723	Non-GAAP 净利润	11.39%	-3.67%	14.83%	10.37%
长期借款	141,775	141,775	141,775	141,775	获利能力				
其他	88,948	88,948	88,948	88,948	毛利率	37.70%	38.15%	38.35%	38.55%
负债合计	652,230	712,106	777,632	844,825	Non-GAAP 净利率	16.73%	15.14%	15.76%	15.95%
少数股东权益	115,327	115,327	115,327	115,327	ROE	8.02%	10.56%	9.25%	10.52%
股本	1	1	1	1	ROIC	8.61%	10.28%	10.50%	11.09%
留存收益和资本公积	997,271	1,115,049	1,228,663	1,373,127	偿债能力				
归属母公司股东权益	997,272	1,115,050	1,228,664	1,373,128	资产负债率	36.96%	36.66%	36.65%	36.21%
负债和股东权益	1,764,829	1,942,483	2,121,624	2,333,280	净负债比率	-6.95%	-11.66%	-16.55%	-23.60%
现金流量表(百万元)					流动比率	1.79	1.87	1.92	2.03
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	速动比率	1.59	1.69	1.74	1.85
经营活动现金流	182,593	167,282	172,396	202,839	营运能力				
净利润	80,009	117,778	113,614	144,464	总资产周转率	0.53	0.52	0.52	0.52
折旧摊销	44,504	28,988	30,645	32,210	每股指标 (元)				
少数股东损益	(8,677)	0	0	0	EPS (Non-GAAP)	8.09	7.93	9.10	10.04
营运资金变动及其他	66,757	20,516	28,136	26,165	每股经营现金	9.54	8.74	9.01	10.60
投资活动现金流	(21,824)	(97,495)	(89,361)	(69,352)	每股净资产	58.12	64.28	70.21	77.76
资本支出	(32,929)	(62,084)	(62,169)	(61,743)	估值比率				
其他投资	11,105	(35,411)	(27,192)	(7,609)	P/E	9.92	10.12	8.82	7.99
筹资活动现金流	(108,244)	19,251	21,060	21,803	P/S	1.66	1.53	1.39	1.27
借款增加	9,422	22,895	25,185	26,444					
普通股增加	(87,902)	0	0	0					
支付利息	(17,946)	(3,644)	(4,125)	(4,642)					
其他	(11,818)	0	0	0					
现金净增加额	56,914	89,039	104,095	155,290					

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>