

阿里巴巴-W (09988.HK)

优于大市

2QFY25 财报点评：测算淘天 GMV yoy+2%，淘天以外业务降本增效成效显著

核心观点

整体表现：收入平稳增长，淘天以外业务降本增效成效显著。 2QFY2025，公司实现营业收入 2365 亿元，同比增长 5%，增速平稳。其中国际数字商业集团、云业务、本地生活集团、菜鸟集团对增速拉动明显，淘天集团和大文娱增速相对平淡。本季度公司 Non-GAAP 净利润为 365 亿元，同比下降 9%，Non-GAAP 净利率 15%；经调整 EBITA 同比下降 5%至 406 亿元，经调整 EBITA 利润率同比下降 2pct，主要由于国内电商业务加大投入。公司本季度回购 41 亿美元（5200 万股 ADS），已考虑员工持股计划下发行的股份后，回购计划使得流通股净减少 2.1%。目前股份回购计划仍有 220 亿美金额度（有效期至 2027 年 3 月）。

淘天集团：收入增长平淡，公司将持续在商家和用户端投入。 本季度淘天集团收入同比+1%至 990 亿元，其中零售客户管理收入同比+2%，直营及其他收入同比-5%，批发商业同比+18%。本季度淘天经调 EBITA 利润率降低 3.2pct 至 45%，利润 yoy-5%，主要原因是持续投入用户体验。值得一提的是，88VIP 会员数本季度超过 4700 万人，环比增长 500 万人。

云计算：AI 收入快速增长，带动业务利润率显著提升。 本季度云业务收入同比+7%至 296 亿元，经调整 EBITA 利润率从 5%提升至 9%。本季度公共云业务收入维持双位数增长，其中 AI 相关收入连续五个季度实现三位数增长，预计快速增长趋势将持续。经调 EBITA 利润率提升主要由于 AI 产品和解决方案的需求强劲，公司不断加大对云基础设施投资以更好满足客户需求。

投资建议：维持“优于大市”评级。 公司大力投资核心业务，非核心业务持续降本增效，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9920/10886/11931 亿元，调整幅度为-0.5%/-0.3%/-0.5%，主要反映淘天份额及收入提速仍需时间，部分非核心业务持续收缩规模；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1489/1632/1855 亿元，调整幅度为-0.2%/-5.0%/1.8%，主要反映近两年淘天可能仍处于投资期。目前公司对应 FY2025 年 PE 为 10 倍，维持目标价 120-127 港币，距当前上涨空间为 38%-46%，继续维持“优于大市”评级。

风险提示： 政策监管带来经营业务调整；电商行业竞争格局恶化的风险等。

盈利预测和财务指标

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2024
营业收入(百万元)	941,168	991,965	1,088,569	1,193,073	941,168
(+/-%)	8.3%	5.4%	9.7%	9.6%	8.3%
经调整净利润(百万元)	157,479	148,894	163,249	185,450	157,479
(+/-%)	11%	-5%	10%	14%	11%
每股收益(元)-经调整	8.23	7.78	8.53	9.69	8.23
EBIT Margin	19.1%	9.2%	9.5%	9.2%	19.1%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	6.4%	6.8%	8.7%	8.0%
调整后市盈率 (PE)	9.8	10.4	9.5	8.4	9.8
EV/EBITDA	9.1	7.4	6.8	6.4	9.1
市净率 (PB)	1.56	1.46	1.36	1.24	1.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

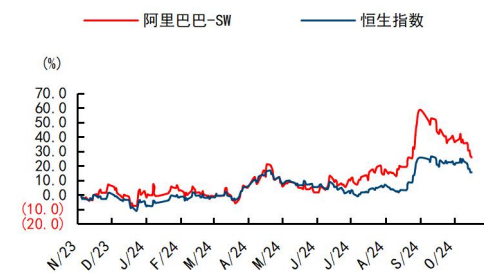
互联网·互联网 II

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	120.00 - 127.00 港元
收盘价	87.20 港元
总市值/流通市值	1669148/1669148 百万港元
52 周最高价/最低价	118.70/63.23 港元
近 3 个月日均成交额	8219.70 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY25 前瞻：淘天货币化率逐步企稳，公司持续投入用户体验》——2024-10-13
- 《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

整体表现：收入平稳增长，淘天以外业务降本增效成效显著

2QFY2025，公司实现营业收入 2365 亿元，同比增长 5%，增速平稳。其中国际数字商业集团、云业务、本地生活集团、菜鸟集团对增速拉动明显，淘天集团和大文娱增速平淡。具体看，淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能/大文娱/所有其他收入分别实现同比增速 1%/29%/14%/8%/7%/-1%/9%。

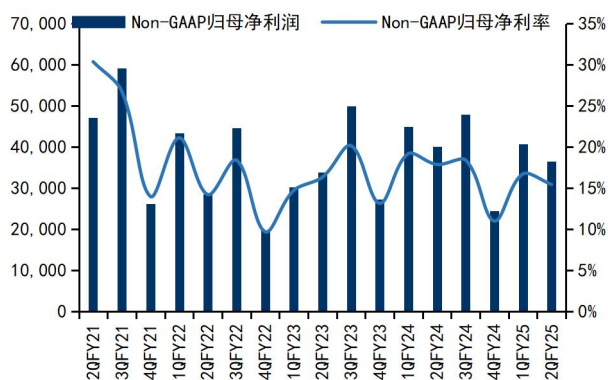
本季度公司 Non-GAAP 净利润为 365 亿元，同比下降 9%，Non-GAAP 净利率 15%，经调整 EBITA 同比下降 5%至 406 亿元，经调整 EBITA 利润率同比下降 2pct，主要由于电商业务加大投入。其中淘天经调整 EBITA 利润率为 45%，与去年同期相比下降 3pct，除淘天外其他业务经调整 EBITA 利润率与去年同期持平。

图1：阿里巴巴季度营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 分部业务季度经营情况 (百万元, %)

	FY2024	FY2025E	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
淘天集团						
收入	434,893	439,461	129,070	93,216	113,373	98,994
YoY	5%	1%	2%	4%	-1%	1%
占比	45%	44%	50%	42%	47%	42%
GMR	n. a	312,393	92,113	63,574	80,115	70,364
YoY	n. a	3%	0%	5%	1%	2%
经调整 EBITA	195,367	188,957	59,930	38,501	48,810	44,590
利润率	44.9%	43.0%	46.4%	41.3%	43.1%	45.0%
阿里国际数字商业集团						
收入	102,598	136,395	28,516	27,448	29,293	31,672
YoY	46%	33%	44%	45%	32%	29%
占比	11%	14%	11%	12%	12%	13%
经调整 EBITA	-8,035	-15,663	-3,146	-4,085	-3,706	-2,905
利润率	-7.8%	-11.5%	-11.0%	-14.9%	-12.7%	-9.2%
本地生活集团						
收入	59,802	115,186	15,160	14,628	16,229	17,725
YoY	19%	8%	13%	19%	12%	14%
占比	6%	12%	6%	7%	7%	7%
经调整 EBITA	-9,812	12,081	-2,068	-3,198	-386	-391
利润率	-16.4%	10%	-13.6%	-21.9%	-2.4%	-2.2%
菜鸟集团						
收入	99,020	68,449	28,476	24,557	26,811	24,647
YoY	28%	14%	24%	30%	16%	8%
占比	10%	7%	11%	11%	11%	10%
经调整 EBITA	1,402	-604	961	-1,342	618	55
利润率	1.4%	-0.9%	3.4%	-5.5%	2.3%	0.2%
云智能集团						
收入	106,432	110,933	28,066	25,595	26,549	29,610
YoY	4%	12%	4%	3%	6%	7%
占比	11%	11%	11%	12%	11%	13%
经调整 EBITA	5,592	1,268	2,364	1,432	2,337	2,661
利润率	5%	1.1%	8.4%	5.6%	8.8%	9.0%
大文娱集团						
收入	21,145	22,654	5,040	4,945	4,945	5,694
YoY	15%	7%	18%	-1%	-1%	-1%
占比	2%	2%	2%	2%	2%	2%
经调整 EBITA	-1,539	-1,433	-517	-884	-884	-178
利润率	-7%	-6%	-10%	-18%	-18%	-3%
所有其他						
收入	192,074	201,555	47,023	51,458	47,001	52,178
YoY	-2%	5%	-6%	-3%	3%	9%
占比	20%	20%	18%	23%	19%	22%
经调整 EBITA	-8,631	-4,893	-3,172	-2,818	-1,263	-1,582
利润率	-4%	-2%	-7%	-5%	-3%	-3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

股东回报: 公司在本季度回购 41 亿美元 (5200 万股 ADS), 已考虑员工持股计划下发行的股份后, 回购计划使得流通股净减少 2.1%。目前股份回购计划仍有 220 亿美金额度 (有效期至 2027 年 3 月)。

淘天集团：收入增长平淡，公司持续在商家和 用户端投入

本季度淘天集团收入同比+1%至 990 亿元，其中零售客户管理收入同比+2%，直营及其他收入同比-5%，批发商业同比+18%。行业看，Q3 全国网上零售额同比+6.4%，线上渗透率 26.5%；公司经营看，我们测算本季度 GMV 增速 2%，与平台 CMR 增速持平，货币化率止跌企稳：1) 公司 9 月开始向淘天商家收取 0.6% 软件服务费；2) 广告产品“全站推广”逐步提升商家使用渗透率。公司管理层表示仍有空间提升平台货币化率。

本季度淘天经调 EBITA 利润率降低 3.2pct 至 45%，利润 yoy-5%，主要原因是公司持续投入用户体验。值得一提的是，88VIP 会员数本季度超过 4700 万人，环比增长 500 万人。

表2: 阿里淘天集团与其他业务经营情况对比（百万元，%）

淘天集团	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25E	4QFY25E
收入	97,654	129,070	93,216	113,373	98,994	131,889	95,205
YoY	n.a	2%	4%	-1%	1%	2%	2%
占比	43%	50%	42%	47%	42%	48%	40%
CMR	68,661	92,113	63,574	80,115	70,364	95,798	66,117
YoY	n.a	0%	5%	1%	2%	4%	4%
经调整 EBITA	47,077	59,930	38,501	48,810	44,590	57,282	38,275
利润率	48%	46%	41%	43%	45%	43%	40%
除淘天外其他业务							
收入	127,136	131,278	128,658	129,863	137,509	144,601	140,531
YoY	n.a	9%	9%	9%	8%	10%	9%
占比	57%	50%	58%	53%	58%	52%	60%
经调整 EBITA	-4,232	-7,087	-14,532	-3,775	-4,029	-3,075	-6,188
利润率	-3%	-5%	-11%	-3%	-3%	-2%	-4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

云计算：AI 收入快速增长，带动业务利润率 显著提升

本季度云业务收入同比+7%至 296 亿元，经调整 EBITA 利润率从 5% 提升至 9%。本季度公共云业务收入维持双位数增长，其中 AI 相关收入连续五个季度实现三位数增长，预计快速增长趋势将持续。经调 EBITA 利润率提升主要由于 AI 产品和解决方案的需求强劲，公司不断加大对云基础设施投资以更好满足客户需求。

投资建议：维持“优于大市”评级

公司大力投资核心业务，非核心业务持续降本增效，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9920/10886/11931 亿元，调整幅度为-0.5%/-0.3%/-0.5%，主要反映淘天份额及收入提速仍需时间，部分非核心业务持续收缩规模；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1489/1632/1855 亿元，调整幅度为-0.2%/-5.0%/1.8%，主要反映近两年淘天可能仍处于投资期。目前公司对应 FY2025 年 PE 为 10 倍，维持目标价 120-127 港币，距当前上涨空间为 38%-46%，继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策监管带来经营业务调整；全球疫情不确定性导致的系统性风险；电商行业竞争格局恶化的风险等

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	344616	459295	605295	营业收入	941168	991965	1088569	1193073
应收款项	98194	103494	113573	124476	营业成本	586323	617512	675472	740318
存货净额	25460	23869	25899	28253	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384225	409571	436568	销售费用	103496	135083	145109	159040
流动资产合计	752864	856204	1008338	1194591	管理费用	112431	166742	164865	167457
固定资产	185161	190697	182517	161992	财务费用	16989	16989	17911	(17407)
无形资产及其他	363556	303163	252856	210955	投资收益	(7735)	2036	2036	2036
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	29329	9628	(17849)
资产总计	1764829	1784269	1848871	1943654	营业利润	104382	87004	96876	127851
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	2181	4720	4720
应付款项	17002	15940	17295	18867	利润总额	93861	89185	101596	132571
其他流动负债	375504	375705	406603	444158	所得税费用	22529	19962	25399	33143
流动负债合计	421507	422095	455872	496597	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(9174)
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	148894	163249	185450
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	180352	134981	89610					
负债合计	652230	602447	590853	586207					
少数股东权益	115327	116180	115238	106064	现金流量表(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
股东权益	997272	1065642	1142781	1251383	净利润	157479	148894	163249	185450
负债和股东权益总计	1764829	1784269	1848871	1943654	资产减值准备	0	0	0	0
					折旧摊销	(14295)	102355	101276	100979
					公允价值变动损失	13504	0	0	0
					财务费用	16989	16989	17911	(17407)
					营运资本变动	(1331)	(14447)	7437	12674
					其它	(86415)	(79672)	(87052)	(86021)
					经营活动现金流	68942	157131	184910	213082
					资本开支	32173	(47498)	(42788)	(38554)
					其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
					投资活动现金流	69697	(18454)	(33119)	(30046)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
					支付股利	0	0	0	0
					其它融资现金流	8296	1450	1523	1599
					融资活动现金流	(83600)	(42185)	(37112)	(37036)
					现金净变动	55039	96491	114679	146000
					货币资金的期初余额	193086	248125	344616	459295
					货币资金的期末余额	248125	344616	459295	605295
					企业自由现金流	153510	111397	143100	157273
					权益自由现金流	141582	94661	131189	171927

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