

# 阿里巴巴-SW(09988.HK)FY2025Q2 业绩符合预期，关注电商竞争格局

2024年11月18日

——港股公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**吴柳燕（分析师）**
**荀月（联系人）**

wuliuyan@kysec.cn

xunyu@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122100036

日期	2024/11/18
当前股价(港元)	86.300
一年最高最低(港元)	118.70/64.600
总市值(亿港元)	16,519.21
流通市值(亿港元)	16,519.21
总股本(亿股)	191.42
流通港股(亿股)	191.42
近3个月换手率(%)	27.86

## ● 淘天货币化率企稳，非电商业务持续改善，维持“买入”评级

考虑到淘天征收技术服务费贡献收入增量及非电商业务持续减亏，但仍维持用户体验投入，我们小幅上调FY2025年调整后净利润预测至1517亿元（前值1515亿元），维持FY2026-2027年预测1707亿/1891亿元，对应同比增速-3.7%/12.5%/10.8%，对应摊薄后EPS为8.1/9.4/10.6元，当前股价对应9.8/8.5/7.5倍PE。我们预计未来国内电商份额有望企稳，货币化率有望回升、国际电商保持高速增长、阿里云盈利改善，维持“买入”评级。

## ● FY2025Q2 业绩基本符合预期，淘天货币化率同比企稳、其他业务改善

FY2025Q2收入同比增长5%，non-GAAP净利润同比下滑9%，基本符合彭博一致预期。（1）淘天集团：客户管理收入YOY+2%，货币化率同比企稳，GMV同比增速放缓与2024Q3社零同比增速放缓吻合，此外征收技术服务费对部分低毛利商家形成一定挤出，订单量仍维持同比双位数增长。经调整EBITA YOY-5%，平台竞争仍激烈，用户体验及基础设施持续投入。（2）国际商业集团：收入同比增长29%，经调整EBITA率-9%，同比下降7.6pct，环比收窄3.5pct，持续投入欧洲及海外特定地区，Choice UE环比改善。（3）云智能集团：收入同比增长7%，公有云产品收入双位数同比增长，AI相关产品连续5季同比三位数增长。经调整EBITA率9%，YOY+3.9pct，QOQ+0.2pct，源于产品结构及运营效率改善。

## ● 待国内电商份额稳定及货币化率回升驱动盈利拐点

短期淘天仍投入用户体验争取份额，利润率或有波动，预计随中期直播电商转弱及广告产品迭代吸引商家预算，需求端2024Q3 88VIP人数达4600万，低价补贴及与腾讯互联互通带来新增量，技术服务费增量及全站推渗透率提升有望带动整体货币化率回升。2024Q1-Q3回购价值147亿美元股份（约为当期市值的6.9%），剩余回购规模220亿美金（约为当前市值的10.4%，有效期至2027年3月）。

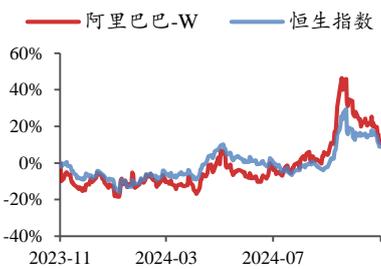
## ● 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济不及预期、组织调整不及预期、监管变动。

### 财务摘要和估值指标

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	941,160	868,687	1,018,685	1,101,085	1,182,142
YOY(%)	8.3	1.8	8.2	8.1	7.4
Non-GAAP 净利润(百万元)	141,379	157,479	151,706	170,668	189,143
YOY(%)	3.7	11.4	-3.7	12.5	10.8
毛利率(%)	36.7	37.7	38.2	38.7	38.9
净利率(%)	16.3	16.7	14.9	15.5	16.0
ROE(%)	12.3	11.9	10.7	10.9	10.9
EPS(摊薄/元)	7.0	8.1	8.1	9.4	10.6
P/E(倍)	9.8	11.4	9.8	8.5	7.5
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所（2024年11月18日，1HKD=0.9253RMB）

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《国内电商份额趋稳，待货币化率提升驱动盈利拐点——港股公司信息更新报告》-2024.8.17

《电商战略成效初现，双重上市有望驱动流动性改善——港股公司信息更新报告》-2024.5.16

《FY2024Q3 业绩符合预期，加大电商投入及回购——港股公司信息更新报告》-2024.2.9

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn