



## 阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): 淘天增长平稳, 云业务盈利持续改善

**业绩基本符合预期, 保持高回购力度:** FY2Q25 收入人民币 2365 亿元, 同比增长 5%, 略低于市场预期 1%; 调整后净利润为 365 亿元, 同比下降 9%, 优于市场预期 3%。FY2Q25, 回购 41 亿美元股份, 流通股份环比减少 2.1%, 回购计划额度剩余约 220 亿美元。

**淘天增长平稳, 国际电商保持强劲:** FY2Q25 淘天集团收入同比增长 1% 至人民币 990 亿元, 其中客户管理收入同比增长 2%, 主要由于 GMV 增长, Take rate 同比保持稳定; 调整后 EBITA 率降至 45%, 主要因用户体验相关投入增加。FY2Q25 GMV 增长主要由订单量的同比双位数增长驱动, 购买频次持续提升, 平均订单金额有所下降。“双十一”期间, 淘天 GMV 实现强劲增长, 买家数创历史新高。88VIP 会员数量持续实现双位数同比增长, 达到 4600 万。公司对支付和物流上的开放策略, 为消费者带来更好的购物体验, 有望为公司带来用户增量。随着软件服务费和全站推广的商家渗透率稳步提升, 预计能够抵消低变现率的新业务模式增长, 公司未来变现率或维持相对平稳。FY2Q25 国际商业收入同比增长 29% 至人民币 317 亿元, 主要受速卖通 Choice 业务驱动; 调整后 EBITA 率 -9%, 环比亏损收窄, Choice 单位经济效益环比改善, Lazada 经营亏损大幅减少。FY2Q25 速卖通推出海外托管模式, 利用本地库存来提升产品丰富度和优化履约效率。与菜鸟跨境物流之间的协同效应使得平均履约时长环比明显缩短, 有助于增强速卖通的竞争力。

**云业务增长加速, 盈利持续改善:** FY2Q25 云业务收入同比增长 7% 至人民币 296 亿元, 实现加速增长, 其中公有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; 调整后 EBITA 率改善至 9%。公司持续投入 AI 基础设施等方面, 以维持市场领先地位。随着 AI 相关产品的高速增长, 我们预计云业务有望在下半财年实现双位数增长。

**维持“持有”评级, 调整目标价至 91 港元/94 美元:** 我们略微调整 FY25E/FY26E 收入预测至 9,905 亿/10,644 亿元, 调整净利润预测至 1,407 亿/1,454 亿元, 调整目标价至 91 港元/94 美元, 对应 FY25E/FY26E 11.6x/11.2x P/E。考虑到行业竞争环境依然激烈, 公司在商家和用户侧的持续投入, 或仍将导致短期收入和利润承压, 维持“持有”评级。

**投资风险:** 行业竞争加剧; 业务增长不及预期; 利润弱于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	868,687	941,168	990,541	1,064,428	1,131,683
毛利润	318,992	354,845	387,208	425,771	452,673
调整后净利润	141,379	157,479	140,737	145,354	163,474
调整后目标 PE (x)			11.6	11.2	9.9

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 11 月 18 日

阿里巴巴 (9988.HK)

持有

目标价 (港元)	91
潜在升幅/降幅	+4%
目前股价 (港元)	87.2
52 周内股价区间 (港元)	64.049-118.7
总市值 (百万港元)	1,653,835
近 3 月日均成交额 (百万)	8,190.2

注: 截至 2024 年 11 月 15 日收盘价

市场预期区间



阿里巴巴 (BABA.US)

持有

目标价 (美元)	94
潜在升幅/降幅	+6%
目前股价 (美元)	88.6
52 周内股价区间 (美元)	66.05-117.82
总市值 (百万美元)	211,969
近 3 月日均成交额 (百万)	1,993.5

注: 截至 2024 年 11 月 15 日收盘价

市场预期区间



股价表现



## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
<b>收入</b>	<b>868,687</b>	<b>941,168</b>	<b>990,541</b>	<b>1,064,428</b>	<b>1,131,683</b>
收入成本	(549,695)	(586,323)	(603,333)	(638,657)	(679,010)
<b>毛利</b>	<b>318,992</b>	<b>354,845</b>	<b>387,208</b>	<b>425,771</b>	<b>452,673</b>
研发费用	(56,744)	(52,256)	(58,014)	(67,059)	(67,901)
销售费用	(103,496)	(115,141)	(138,051)	(149,020)	(152,777)
管理费用	(42,183)	(41,985)	(48,408)	(53,221)	(54,321)
其他营业费用	(16,218)	(32,113)	(6,590)	(8,000)	(8,000)
<b>经营盈利</b>	<b>100,351</b>	<b>113,350</b>	<b>136,146</b>	<b>148,471</b>	<b>169,674</b>
利息及投资收益	(16,989)	(15,734)	12,514	-	-
其他收益净额	5,823	3,980	(1,221)	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>89,185</b>	<b>101,596</b>	<b>147,439</b>	<b>148,471</b>	<b>169,674</b>
所得税开支	(15,549)	(22,529)	(30,424)	(29,694)	(33,935)
权益投资损益	(8,063)	(7,735)	2,483	2,483	2,483
<b>年度盈利</b>	<b>65,573</b>	<b>71,332</b>	<b>119,497</b>	<b>121,260</b>	<b>138,222</b>
少数股东权益	(7,210)	(8,677)	(1,854)	(1,910)	(1,967)
夹层权益的增值	(274)	(268)	(280)	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>72,509</b>	<b>79,741</b>	<b>121,071</b>	<b>123,169</b>	<b>140,189</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>141,379</b>	<b>157,479</b>	<b>140,737</b>	<b>145,354</b>	<b>163,474</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>65,573</b>	<b>71,332</b>	<b>119,497</b>	<b>121,260</b>	<b>138,222</b>
折旧	27,799	26,640	28,022	28,832	29,897
摊销	19,139	17,864	10,262	6,692	4,506
其他调整项	73,759	80,506	25,712	52,378	68,253
营运资金变动	13,482	(13,749)	3,291	9,019	12,734
<b>经营现金流</b>	<b>199,752</b>	<b>182,593</b>	<b>186,784</b>	<b>218,182</b>	<b>253,612</b>
固定资产	(29,766)	(24,988)	(48,491)	(51,775)	(47,176)
无形资产	(22)	(842)	(886)	(952)	(1,012)
短期投资	(61,086)	71,426	-	-	-
其他投资现金流	(44,632)	(67,420)	(112,944)	(114,610)	(130,642)
<b>投资现金流</b>	<b>(135,506)</b>	<b>(21,824)</b>	<b>(162,322)</b>	<b>(167,337)</b>	<b>(178,830)</b>
借款净额	11,342	7,478	4,047	4,901	6,014
其他融资现金流	(76,961)	(115,722)	(72,000)	(108,000)	(108,000)
<b>融资现金流</b>	<b>(65,619)</b>	<b>(108,244)</b>	<b>(67,953)</b>	<b>(103,099)</b>	<b>(101,986)</b>
汇率变动影响	3,530	4,389	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>2,157</b>	<b>56,914</b>	<b>(43,490)</b>	<b>(52,253)</b>	<b>(27,205)</b>
年初现金及现金等价物	227,353	229,510	286,424	242,934	190,680
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>229,510</b>	<b>286,424</b>	<b>242,934</b>	<b>190,680</b>	<b>163,475</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
<b>现金及现金等价物</b>	<b>193,086</b>	<b>248,125</b>	<b>204,635</b>	<b>152,381</b>	<b>125,176</b>
应收款项	137,072	143,536	151,066	162,334	172,591
短期投资	326,492	262,955	262,955	262,955	262,955
其他流动资产	41,316	98,248	98,248	98,248	98,248
<b>流动资产合计</b>	<b>697,966</b>	<b>752,864</b>	<b>716,903</b>	<b>675,918</b>	<b>658,971</b>
固定资产	176,031	185,161	190,517	197,552	205,789
无形资产	46,913	26,950	17,574	11,834	8,340
证券投资及权益投资	453,117	424,073	445,839	456,971	448,287
其他非流动资产	379,017	375,781	456,361	523,367	603,483
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,055,078</b>	<b>1,011,965</b>	<b>1,110,291</b>	<b>1,189,725</b>	<b>1,265,899</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,753,044</b>	<b>1,764,829</b>	<b>1,827,194</b>	<b>1,865,643</b>	<b>1,924,869</b>
短期借款	7,466	12,749	16,796	21,698	27,711
应付账款	275,950	297,883	306,525	324,471	344,973
其他流动负债	101,935	110,875	113,054	115,395	117,884
<b>流动负债合计</b>	<b>385,351</b>	<b>421,507</b>	<b>436,375</b>	<b>461,564</b>	<b>490,568</b>
长期借款	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
无抵押优先票据	97,065	86,089	122,089	122,089	122,089
其他非流动负债	95,684	88,948	88,948	88,948	88,948
<b>非流动负债合计</b>	<b>244,772</b>	<b>230,723</b>	<b>266,723</b>	<b>266,723</b>	<b>266,723</b>
<b>负债总计</b>	<b>630,123</b>	<b>652,230</b>	<b>703,098</b>	<b>728,287</b>	<b>757,291</b>
股本溢价	416,880	397,999	289,999	181,999	73,999
保留盈利及其他	582,635	599,273	718,770	840,030	978,253
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>999,515</b>	<b>997,272</b>	<b>1,008,769</b>	<b>1,022,029</b>	<b>1,052,252</b>
非控制性权益	123,406	115,327	115,327	115,327	115,327
<b>权益总额</b>	<b>1,122,921</b>	<b>1,112,599</b>	<b>1,124,096</b>	<b>1,137,356</b>	<b>1,167,579</b>

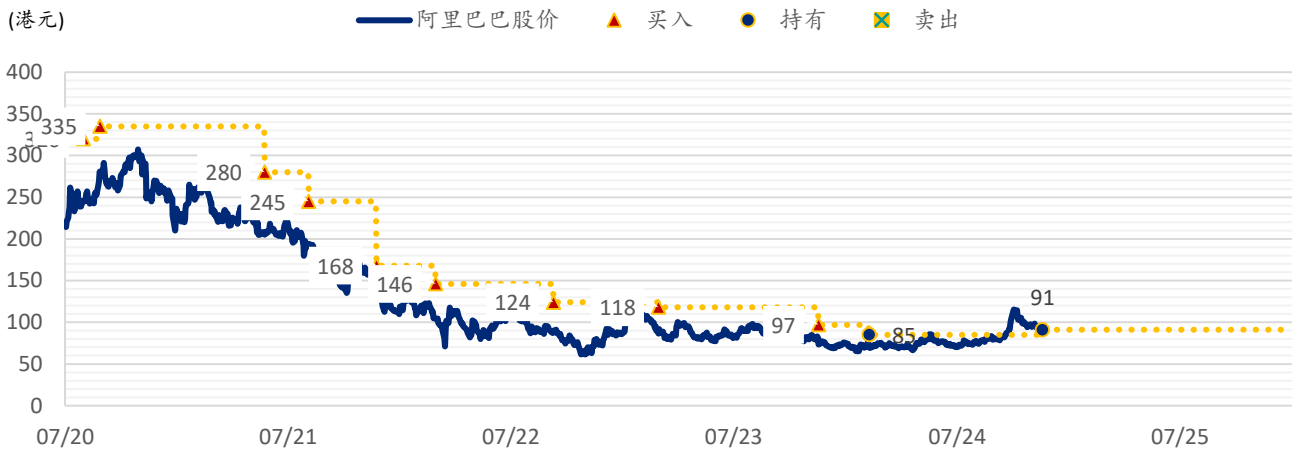
### 主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	1.8%	8.3%	5.2%	7.5%	6.3%
毛利润增速	1.7%	11.2%	9.1%	10.0%	6.3%
经营利润增速	44.1%	13.0%	20.1%	9.1%	14.3%
净利润增速	39.3%	8.8%	67.5%	1.5%	14.0%
调整后净利润增速	3.7%	11.4%	-10.6%	3.3%	12.5%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	36.7%	37.7%	39.1%	40.0%	40.0%
经营利润率	11.6%	12.0%	13.7%	13.9%	15.0%
净利率	7.5%	7.6%	12.1%	11.4%	12.2%
调整后净利率	16.3%	16.7%	14.2%	13.7%	14.4%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	3.5	4.0	6.5	6.6	7.5
摊薄EPS	3.4	4.0	6.3	6.4	7.3
调整后EPS	6.7	7.9	7.3	7.5	8.5
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	20.3%	16.7%	59.9%	1.7%	13.8%
摊薄EPS增速	20.8%	16.2%	57.0%	1.7%	13.8%
调整后EPS增速	7.0%	17.7%	-7.6%	3.3%	12.5%
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			11.6	11.2	9.9
目标P/S			1.6	1.5	1.4
目标P/B			2.2	2.2	2.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (9988.HK) — 港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (BABA.US) — 美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	87.20	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	88.59	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	132.60	持有	155.00	16/10/2024	电商
JD US Equity	京东	35.00	持有	40.00	16/10/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	114.00	买入	145.00	27/8/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.93	持有	16.00	16/10/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	19.46	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.30	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.43	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	401.00	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	85.49	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	134.00	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	146.10	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	18.30	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.24	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	22.40	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.86	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.56	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.06	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	10.42	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	169.60	买入	130.00	29/8/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	51.40	买入	53.00	16/9/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	16.88	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.70	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	28.70	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	13.00	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.58	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.70	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	102.94	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	17.34	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	415.00	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	291.09	买入	213.00	7/11/2024	广告

注：股价截至 2024 年 11 月 15 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

