

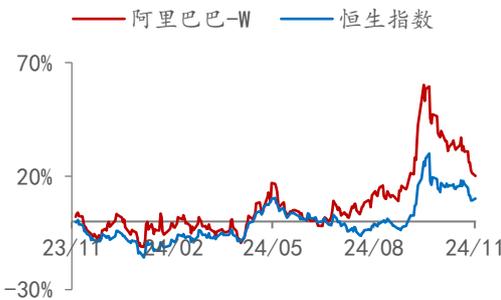
FY25Q2 业绩点评：利润改善明显，淘天货币化率企稳

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-19

收盘价（港元）	86.30
近12个月最高/最低（港元）	118.7/63.2
总股本（百万股）	19,142
流通股本（百万股）	19,142
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	16,519
流通市值（亿港元）	16,519

公司价格与恒生综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.FY24Q2 业绩点评：业绩稳中有增，收入利润皆超预期 2023-11-25

主要观点：

● FY25Q2 业绩

1) 整体业绩：FY25Q2，阿里巴巴收入为 2365 亿元(yoy+5%)，略低于彭博一致性预期的 2394 亿元；毛利为 925 亿元 (yoy+8.6%)，高于彭博一致性预期的 904 亿元。盈利能力方面，经调整 EBITDA 和经调整净利润达到 473 亿元(yoy-4%，margin 为 20%)和 365 亿元(yoy-9%，margin 为 15%)，经调整 EBITDA 高于彭博一致性预期的 469 亿元，经调整净利润高于彭博一致性预期的 356 亿元。

2) 分部业务方面，淘天集团收入为 989.9 亿元(yoy+2%)，低于预期 0.1%，经调整 EBITA 为 446 亿元(yoy-5%)；阿里国际数字商业集团收入为 316.7 亿元(yoy+29%)，略高于预期 1.2%，经调整 EBITA 为-29.05 亿元(yoy-657%)；本地生活集团收入为 177 亿元(yoy+14%)，略高于预期 1.6%，经调整 EBITA 为-3.9 亿元(yoy+85%)；菜鸟集团收入为 246 亿元(yoy+8%)，低于预期 8.6%，经调整 EBITA 为 0.5 亿元 (yoy-94%)；云智能集团收入为 296 亿元(yoy+7%)，符合预期，经调整 EBITA 为 26.61 亿元(yoy+89%)；大文娱集团收入为 56.94 亿元(yoy-1%)，经调整 EBITA 为-1.78 亿元；其他收入为 521.78 亿元(yoy+9%)，高于预期 8.7%，经调整 EBITA 为-15.82 亿元(yoy-10%)。

● 淘天货币化率企稳，预计后续将进一步提升变现水平

淘天 GMV 增长由订单量同比双位数增长所驱动，部分受平均订单金额下降所抵销，同时淘天 9 月 1 日起征收基于 GMV 千六基础软件服务费，所以 CMR 和 GMV 增速 gap 缩小，本季度淘天货币化率同比持平。随着全站推广商家渗透率提升以及服务费的提升，我们认为淘天货币化率后续会开启向上增长通道，建议持续关注淘天货币化率水平。

● 云业务环比加速增长，利润优化显著

云业务环比加速增长 (yoy+7.1%，上季度为 5.9%)，公共云收入双位数增长，AI 相关产品收入实现三位数增长。此外在利润端，云业务利润加速释放，利润显著超预期，云业务调整后 EBITA 为 26.6 亿元，超 BBG 一致预期 21.3%。

● 投资建议

我们预计阿里巴巴 FY2025-2027 收入为 10067.2/11044.1/11919.6 亿元，同比+7.0%/+9.7%/+7.9%；Non-GAAP 净利润预计录得 1544.0 /1678.7 /1823.7 亿元，同比-2%/+9%/+9%，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险；宏观经济增长不及预期；经营效率优化不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万元)	941,168	1,006,717	1,104,407	1,191,958
收入同比 (%)	8.3%	7.0%	9.7%	7.9%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	157,479	154,401	167,870	182,370
同比 (%)	11%	-2%	9%	9%
市盈率 (P/E)	20	13	12	10
每股收益 EPS	3.91	5.93	6.78	7.75

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	752,864	798,012	822,493	856,256
现金及现金等价物	248,125	271,374	276,815	302,858
短期投资	262,955	326,492	326,492	326,492
受限制现金及应收	38,299	36,424	36,424	36,424
股权证券及应收托	59,949	4,892	4,892	4,892
预付款项, 应收款	143,536	158,830	177,871	185,590
非流动资产	1,011,96	1,031,06	1,049,40	1,055,312
股权证券及其他投	220,942	220,942	220,942	220,942
预付款项, 应收款	116,102	108,680	107,883	96,816
权益法核算的投资	203,131	203,131	203,131	203,131
物业及设备(净值)	185,161	211,679	230,823	247,794
无形资产(净值)	26,950	26,950	26,950	26,950
商誉	259,679	259,679	259,679	259,679
资产总计	1,764,82	1,829,07	1,871,90	1,911,568
流动负债	421,507	443,430	467,435	488,877
短期银行借款	12,749	12,749	12,749	12,749
短期无担保优先票	16,252	16,252	16,252	16,252
应付所得税	9,068	24,166	27,344	30,574
预提费用、应付款	297,883	292,627	304,197	313,818
商家保证金	12,737	15,908	17,725	18,983
递延收入及客户预	72,818	81,728	89,168	96,502
非流动负债	230,723	234,484	238,517	241,645
递延收入	4,069	4,125	4,525	4,884
递延所得税负债	53,012	53,012	53,012	53,012
长期银行借款	55,686	55,686	55,686	55,686
长期无担保优先票	86,089	86,089	86,089	86,089
其他负债	31,867	35,571	39,206	41,974
负债合计	652,230	677,914	705,953	730,522
夹层权益	10,728	10,728	10,728	10,728
股东权益总额	986,544	1,016,62	1,031,41	1,046,511
非控制性权益	115,327	123,807	123,807	123,807
权益总额	1,101,87	1,140,43	1,155,22	1,170,318
负债权益总额	1,764,82	1,829,07	1,871,90	1,911,568

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	71,332	116,732	130,548	146,107
经营活动现金净流	182,593	17,812	9,796	27,917
预付款项、应收款	-	-7,872	-18,243	3,347
应付所得税	-	15,098	3,178	3,230
预提费用、应付款	-	-1,552	15,204	12,389
商家保证金	-	3,171	1,817	1,258
递延收入及客户预	-	8,966	7,840	7,693
其他	182,593	-	-	-
投资活动现金净流	-21,824	-26,518	-19,144	-16,971
土地使用权、物业	-	-26,518	-19,144	-16,971
及设备	-	-	-	-
其他	-21,824	-	-	-
筹资活动现金净流	-108,244	30,081	14,789	15,098
股东权益变动	-	30,081	14,789	15,098
汇率变动对现金影	4,389	-	-	-
现金等价物变动	56,914	21,374	5,440	26,044
年初现金	229,510	286,424	307,798	313,239
年末现金	286,424	307,798	313,239	339,282

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收入	941,168	1,006,717	1,104,407	1,191,958
营业成本	586,323	615,207	672,696	723,640
销售和市场费用	115,141	138,171	150,475	161,212
产品开发费用	52,256	54,017	58,534	61,982
一般及行政费用	41,985	48,782	51,307	52,991
无形资产摊销及减	21,592	8,711	5,522	5,960
商誉减值	10,521	-	-	-
营业利润	113,350	141,829	165,873	186,174
利息收入和投资净	-9,964	16,075	11,044	11,920
利息费用	7,947	9,885	9,231	10,577
其他净收支	6,157	-694	-1,104	-1,192
除税前利润	101,596	147,326	166,582	186,325
所得税费用	22,529	29,915	33,825	37,834
权益法核算的投资	-7,735	-679	-2,209	-2,384
GAAP 净利润	71,332	116,732	130,548	146,107
Non GAAP 净利润	157,479	154,401	167,870	182,370

	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
回报率				
净资产收益率	8.08%	11.51%	12.71%	14.02%
总资产收益率	4.52%	6.40%	7.00%	7.67%
投入资本收益率	6.81%	9.68%	10.71%	11.84%
增长率				
营业总收入增长率	8.34%	6.96%	9.70%	7.93%
EBIT 增长率	13.92%	45.01%	13.07%	11.85%
归母净利润增长率	9.97%	46.78%	11.97%	11.92%
总资产增长率	0.67%	3.64%	2.34%	2.12%
资产管理能力				
应收款项周转天数	44.4	38.9	35.2	29.2
应付款项周转天数	113.9	104.6	99.2	94.8
总资产周转率	53.33%	55.04%	59.00%	62.35%
偿债能力				
资产负债率	36.96%	37.06%	37.71%	38.22%
流动比率	1.79	1.80	1.76	1.75

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。