

阿里巴巴-W (09988.HK)

变现提速待推进、淘天仍处投入期

阿里巴巴发布 2024 九月季度业绩。阿里巴巴 2025Q2 财季（截至 9 月的自然季度）收入为 2365 亿元，同比增长 5%。其中淘天、国际商业、本地生活、菜鸟、云智能、大文娱收入分别为 990/317/177/246/296/57 亿元，同比增速分别为 1%/29%/14%/8%/7%/-1.5%。

公司本季调整后 EBITA 约 406 亿元，同比下滑 5%，EBITA 利润率约 17%。其中，淘天、国际商业、本地生活、菜鸟、云智能、大文娱本季的调整后 EBITA 利润率为 45%/-9%/-2%/0%/9%/-3%。本季公司 non-GAAP 归母净利润 364 亿元、同比下滑 9%。

淘天：变现提速待推进，淘天仍处投入期。 本季公司客户管理收入（CMR）同比增长 2%，主要是由于电商 GMV 的增长。变现率角度，此前“全站推广”工具的渗透、以及 9 月开始 0.6%技术服务费的收取，对变现率有正向作用；部分被一些新模式的低变现率所抵消。

本季淘天的调整后 EBITA 利润率约 45%，较去年同期 48%有明显下滑，主要由对用户体验的投入增加所致。淘天集团以用户体验为先的战略已经初见成效，本季度淘天 GMV 订单量呈现双位数增长。从用户数据来看，截至本季度末，88VIP 会员数已经达到 4600 万。我们预计，未来短期内淘天的用户投入仍将继续。

云智能：AI 驱动增长，利润率持续改善。 本季阿里云业务收入为 296 亿元人民币，同比增长 7%，增速继续有所提升。其中，公共云收入同比双位数增长，AI 相关产品收入连续五个季度实现了三位数增长。本季阿里云经调整 EBITA 率提升至 9.0%，运营效率和产品结构均有所改善。公司看好后续 AI 领域尤其推理侧的需求，也将持续对 AI 相关产品进行投资，我们预计后续 AI 有望继续驱动云业务保持可观增长。

重申买入评级。 我们预计阿里 2025-2027 财年收入为 10109/11134/12144 亿元；non-GAAP 归母净利 1600/1830/2062 亿元。基于核心电商 10x 2025e P/E、云计算 3x 2025e P/S、大文娱及其他业务 2x 2025e P/S，我们认为阿里巴巴的合理目标价在港股（9988.HK）114 港元/美股（BABA.N）116 美元，维持“买入”评级。

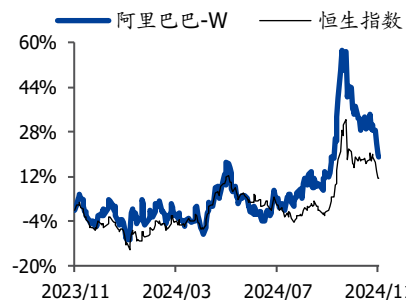
风险提示： 行业政策对业务影响超预期，电商、云计算进展不及预期，宏观环境变化超预期。

买入（维持）

股票信息

行业	互联网电商
前次评级	买入
11 月 15 日收盘价（港元）	87.20
总市值（百万港元）	1,669,148.19
总股本（百万股）	19,141.61
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	80.66

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《阿里巴巴-SW (09988.HK)：CMR 变现或提速，基本面望多方改善》 2024-08-20
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK)：收入实现增长，推进香港主要上市》 2024-05-27
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK)：深耕主业，加大投入》 2024-04-23

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	868,687	941,168	1,010,931	1,113,393	1,214,384
增长率 yoy（%）	2%	8%	7%	10%	9%
Non-GAAP 归母净利（百万元）	143,991	158,359	160,008	183,048	206,214
增长率 yoy（%）	0%	10%	1%	14%	13%
EPS 最新摊薄（元/股）	6.8	7.8	8.3	9.6	10.9
净资产收益率（%）	7%	8%	9%	11%	66%
P/E（倍）	11.7	10.3	9.7	8.3	7.4
P/B（倍）	1.7	1.6	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 15 日收盘价，利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
流动资产	697,966	752,864	933,561	1,124,565	1,333,606
现金	193,086	248,125	456,482	631,859	825,499
应收账款	137,072	143,536	154,175	169,802	185,204
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	367,808	361,203	322,904	322,904	322,904
非流动资产	1,055,078	1,011,965	1,011,913	1,019,965	1,030,910
长期投资	245,737	220,942	212,702	204,462	196,222
固定资产	176,031	185,161	188,810	193,992	200,594
无形资产	46,913	26,950	19,358	14,303	10,903
其他非流动资产	586,397	578,912	591,043	607,208	623,191
资产总计	1,753,044	1,764,829	1,945,474	2,144,530	2,364,516
流动负债	385,351	421,507	440,334	482,269	522,671
短期借款	7,466	12,749	20,227	27,705	35,183
应付账款	275,950	297,883	307,003	334,691	361,148
其他流动负债	101,935	110,875	113,104	119,873	126,340
非流动负债	244,772	230,723	230,723	230,723	230,723
长期借款	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
其他非流动负债	192,749	175,037	175,037	175,037	175,037
负债合计	630,123	652,230	671,057	712,992	753,394
少数股东权益	123,406	115,327	116,555	117,863	119,171
股本及其他	-16,393	1,376	1,376	1,376	1,376
资本公积	416,880	397,999	414,008	431,266	450,090
留存收益	599,028	597,897	742,478	881,033	1,040,484
归属母公司股东权益	999,515	997,272	1,157,862	1,313,675	1,491,951
负债和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,945,474	2,144,530	2,364,516

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
经营活动现金流	199,752	182,593	242,515	219,593	237,855
净利润	65,573	71,332	174,050	139,863	160,759
折旧摊销	46,938	44,504	36,872	32,802	29,728
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	14,983	23,490	23,480	23,480	23,480
营运资金变动	13,482	-13,749	-7,896	6,190	5,064
其他经营现金流	58,776	57,016	16,009	17,259	18,824
投资活动现金流	-135,506	-21,824	-51,694	-51,694	-51,694
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	-3,551	-2,260	-3,525	-3,525	-3,525
其他投资现金流	-131,955	-19,564	-48,169	-48,169	-48,169
筹资活动现金流	-65,619	-108,244	-20,763	7,478	7,478
短期借款	11,342	7,478	7,478	7,478	7,478
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-74,735	-87,902	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2,226	-27,820	-28,241	0	0
现金净增加额	2,157	56,914	170,058	175,377	193,639

利润表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
营业收入	868,687	941,168	1,010,931	1,113,393	1,214,384
营业成本	549,695	586,323	604,274	658,772	710,847
研发费用	56,744	52,256	59,408	66,765	72,821
销售费用	103,496	115,141	136,549	148,411	161,873
管理费用	42,183	41,985	45,016	46,027	50,202
无形资产摊销	13,504	21,592	7,145	7,763	8,467
资产减值损失	-2,714	-10,521	0	0	0
营业利润	100,351	113,350	158,539	185,654	210,173
其他损益	-5,248	-3,807	-14,915	-18,956	800,734
利息费用	5,918	7,947	8,332	8,716	9,101
利润总额	89,185	101,596	135,292	157,982	1,001,806
所得税	15,549	22,529	35,348	23,339	26,962
权益法投资损益	-8,063	-7,735	4,439	3,912	3,912
净利润	65,573	71,332	104,383	138,555	978,756
少数股东及其他亏损	-6,936	-8,409	-1,228	-1,308	-1,308
归属母公司净利润	72,509	79,741	105,611	139,863	980,064
调整后 EBITA	147,911	165,028	185,689	210,675	237,464
Non-GAAP 归母净利	143,991	158,359	160,008	183,048	206,214
EPS (元/股)	6.8	7.8	8.3	9.6	10.9

主要财务比率

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
成长能力					
营业收入 (%)	2%	8%	7%	10%	9%
营业利润 (%)	44%	13%	41%	16%	13%
归属于母公司净利润 (%)	0%	10%	1%	14%	13%
获利能力					
毛利率 (%)	36.7%	37.7%	40.2%	40.8%	41.5%
净利率 (%)	16.6%	16.8%	15.8%	16.4%	17.0%
ROE (%)	7.3%	8.0%	9.1%	10.6%	65.7%
ROIC (%)	7.1%	7.6%	9.9%	10.6%	10.6%
偿债能力					
资产负债率 (%)	36%	37%	34%	33%	32%
净负债比率 (%)	-4%	-9%	-25%	-35%	-43%
流动比率	181%	179%	212%	233%	255%
速动比率	181%	179%	212%	233%	255%
营运能力					
总资产周转率	50%	54%	54%	54%	54%
应收账款周转率	614%	671%	679%	687%	684%
应付账款周转率	6411%	10852%	13328%	14530%	15678%
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	6.8	7.8	8.3	9.6	10.9
每股经营现金流 (最新摊薄)	9.5	9.0	12.6	11.6	12.5
每股净资产 (最新摊薄)	47.3	49.0	60.0	69.2	78.6
估值比率					
P/E	11.7	10.3	9.7	8.3	7.4
P/B	1.7	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.4	8.0	6.1	4.5	3.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 15 日收盘价

图表1: 阿里巴巴财务预测: 年度

财年	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
收入 (百万元)	868,687	941,168	1,010,931	1,113,393	1,214,384
1、淘天集团	413,206	434,893	452,210	476,456	494,266
2、阿里国际商业	70,506	102,598	132,688	167,212	204,506
3、本地生活集团	50,249	59,802	67,878	77,303	88,036
4、菜鸟集团	77,512	99,020	108,574	116,269	123,580
5、云智能集团	103,268	106,432	116,003	127,604	136,536
6、大文娱	18,444	21,145	21,113	20,803	20,497
7、所有其他	196,931	192,074	206,116	223,814	243,032
收入增速		8%	7%	10%	9%
1、淘天集团		5%	4%	5%	4%
2、阿里国际商业		46%	29%	26%	22%
3、本地生活集团		28%	10%	7%	6%
4、菜鸟集团		19%	14%	14%	14%
5、云智能集团		3%	9%	10%	7%
6、大文娱		15%	0%	-1%	-1%
7、所有其他		-2%	7%	9%	9%
调整后 EBITA (百万元)	147,911	165,028	185,689	210,675	237,464
1、淘天集团	189,140	194,827	197,680	205,267	212,940
2、阿里国际商业	-4,944	-8,035	-10,519	-728	7,976
3、本地生活集团	-13,148	-9,812	-1,171	618	2,506
4、菜鸟集团	-391	1,402	1,047	1,952	3,557
5、云智能集团	4,101	6,121	10,553	12,624	14,634
6、大文娱	-2,789	-1,539	-486	-77	115
7、所有其他	-9,388	-9,160	-5,273	-1,681	3,035
调整后 EBITA 利润率	17.0%	17.5%	18.4%	18.9%	19.6%
1、淘天集团	46%	44.8%	43.7%	43.1%	43.1%
2、阿里国际商业	-7%	-8%	-8%	0%	4%
3、本地生活集团	-26%	-16%	-2%	1%	3%
4、菜鸟集团	-1%	1%	1%	2%	3%
5、云智能集团	4%	6%	9%	10%	11%
6、大文娱	-15%	-7%	-2%	0%	1%
7、所有其他	-5%	-5%	-3%	-1%	1%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	143,991	158,359	160,008	183,048	206,214
non-GAAP 归母净利率	16.6%	16.8%	15.8%	16.4%	17.0%
non-GAAPEPS	6.9	7.8	8.5	10.1	11.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 阿里巴巴财务预测: 季度

财季	1Q24 财季	2Q24 财季	3Q24 财季	4Q24 财季	1Q25 财季	2Q25 财季	3Q25 财季 e	4Q25 财季 e
收入 (百万)	234,156	224,790	260,348	221,874	243,236	236,503	287,955	243,237
1、淘天集团	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373	98,994	139,920	99,923
2、阿里国际商业	22,123	24,511	28,516	27,448	29,293	31,672	36,631	35,091
3、本地生活集团	14,450	15,564	15,160	14,628	16,229	17,725	17,265	16,659
4、菜鸟集团	23,164	22,823	28,476	24,557	26,811	24,647	30,695	26,421
5、云智能集团	25,123	27,648	28,066	25,595	26,549	29,610	31,434	28,410
6、大文娱	5,381	5,779	5,040	4,945	5,581	5,694	4,966	4,872
7、所有其他	45,541	48,052	47,023	51,458	47,001	52,178	51,061	55,876
收入增速	14%	9%	5%	7%	4%	5%	11%	10%
1、淘天集团	12%	4%	2%	4%	-1%	1%	8%	7%
2、阿里国际商业	41%	53%	44%	45%	32%	29%	28%	28%
3、本地生活集团	30%	16%	13%	19%	12%	14%	14%	14%
4、菜鸟集团	34%	25%	24%	30%	16%	8%	8%	8%
5、云智能集团	4%	2%	3%	3%	6%	7%	12%	11%
6、大文娱	36%	11%	18%	-1%	4%	-1%	-1%	-1%
7、所有其他	1%	0%	-7%	-3%	3%	9%	9%	9%
调整后 EBITA (百万)	45,371	42,845	52,843	23,969	45,035	40,561	60,319	39,774
1、淘天集团	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810	44,590	63,009	41,271
2、阿里国际商业	-420	-384	-3,146	-4,085	-3,706	-2,905	-2,444	-1,464
3、本地生活集团	-1,982	-2,564	-2,068	-3,198	-386	-391	-260	-134
4、菜鸟集团	877	906	961	-1,342	618	55	130	244
5、云智能集团	387	1,409	2,364	1,432	2,337	2,661	2,888	2,667
6、大文娱	63	-201	-517	-884	-103	-178	-120	-84
7、所有其他	-1,204	-1,437	-3,172	-2,818	-1,263	-1,582	-1,293	-1,135
调整后 EBITA 利润率	19%	19%	20%	11%	19%	17%	21%	16%
1、淘天集团	43%	48%	46%	41%	43%	45%	45%	41%
2、阿里国际商业	-2%	-2%	-11%	-15%	-13%	-9%	-7%	-4%
3、本地生活集团	-14%	-16%	-14%	-22%	-2%	-2%	-2%	-1%
4、菜鸟集团	4%	4%	3%	-5%	2%	0%	0%	1%
5、云智能集团	2%	5%	8%	6%	9%	9%	9%	9%
6、大文娱	1%	-3%	-10%	-18%	-2%	-3%	-2%	-2%
7、所有其他	-3%	-3%	-7%	-5%	-3%	-3%	-3%	-2%
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利 (百万元)	44,735	40,118	48,178	25,328	43,410	36,363	48,947	31,288
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利率	19.1%	17.8%	18.5%	11.4%	17.8%	15.4%	17.0%	12.9%
non-GAAPEPS	2.2	2.0	2.4	1.3	2.2	1.9	2.6	1.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com