

阿里巴巴-W (09988.HK)

FY2025Q2 季报点评：归母净利润超预期，主业 EBITA Margin 有所下滑

买入（维持）

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入（百万元）	868687	941168	1019815	1104619	1194600
同比(%)	1.83	8.34	8.36	8.32	8.15
归母净利润（百万元）	72783	80009	116050	124462	134062
同比(%)	16.92	9.93	45.05	7.25	7.71
Non-GAAP 净利润	143,991.00	158,359.00	154,795.92	167,721.38	181,541.62
同比(%)	0.33	9.98	(2.25)	8.35	8.24
EPS-最新摊薄（元/股）	7.51	8.13	8.09	8.76	9.48
P/E（现价最新摊薄）	21.37	19.44	13.40	12.50	11.60
PE（Non-GAAP）	10.80	9.97	10.03	9.26	8.55

关键词：#比同类公司便宜

投资要点

- **营收增长略低于预期，盈利水平同比下降：** 2025 财年 Q2，公司实现营业收入 2365 亿元（yoy+5%），低于彭博一致预期为 2394 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 365 亿元（yoy-9%），高于彭博一致预期的 356.2 亿元。
- **淘天 GMV 健康增长，EBITA Margin 有所下滑：** 本季度淘天集团收入同比增长 1%至人民币 989.94 亿元，客户管理收入同比增长 2%。88VIP 会员数超 4600 万，GMV 有所增长，主要源于订单量实现双位数增长，由购买频次的增长所带动，部分受平均订单金额下降所抵销。淘天业务 EBITA Margin 同比下降 3.17pct 至 45.04%，显示公司投入力度增加。
- **减亏进度积极，国际数字商业投入增加：** FY25Q2 淘天、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里智能云、大文娱、其他业务的 EBITA Margin 为 45.04%、-9.17%、-2.21%、0.22%、8.99%、-3.13%、-3.03%，同比变动 -3.17、-7.6%、14.26、-3.75、3.89、0.3、-0.04pct。
- **战略投入收获成效。多项业务增长良好：** FY25Q2 国际数字商业收入超预期，Choice 增长强劲，且单位经济效益环比改善。本地生活业务显著亏损持续缩窄，高德和饿了么订单继续增长。阿里云公有云产品双位数增长，AI 相关产品实现连续五个季度三位数同比增长。
- **盈利预测与投资评级：** 考虑淘天业务和国际业务的投入仍维持在较高水平，在 GMV 增长超预期的当下，我们认为 FY2025Q1 公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此维持 FY2025/FY2026/FY2027 EPS 为 8.09/8.76/9.48 元的盈利预测，对应 PE（Non-GAAP）为 10.0/9.3/8.6 倍（港币/人民币=0.93，2024 年 11 月 15 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

2024 年 11 月 19 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	87.20
一年最低/最高价	64.60/118.70
市净率(倍)	1.73
港股流通市值(百万港元)	1,669,148.19

基础数据

每股净资产(元)	50.39
资产负债率(%)	39.99
总股本(百万股)	19,141.61
流通股本(百万股)	19,141.61

相关研究

《阿里巴巴-W(09988.HK): GMV 增长受益复购心智与支付互通，期待全站推革新拉动 CMR 收入提升》

2024-09-20

《阿里巴巴-W(09988.HK): 反垄断整改结果点评：监管释放积极信号，期待基本面改善带动估值上行》

2024-09-01

内容目录

1. 营收增长低于预期，盈利水平同比下降	4
2. 淘天 GMV 健康增长，EBITA Margin 有所下滑	5
3. 业务调整下多集团经营稳健，坚定电商+AI 两大战略核心	5
3.1. 国际数字商业收入超预期，Choice 增长强劲	6
3.2. 本地生活业务亏损大幅缩窄，菜鸟与其他电商平台达成合作	6
3.3. 阿里云受公有云业务驱动增长，AI 业务三位数高速增长	7
4. 盈利预测与评级	7
5. 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况（百万元） 4

图 2: 公司季度经调整净利润变化（百万元） 4

图 3: 公司营收构成..... 4

图 4: 阿里 FY25Q2 业务构成及对应 EBITA-margin 5

图 5: 公司客户管理收入季度变化情况（百万元） 5

图 6: 国际数字商业业务基本情况（百万元） 6

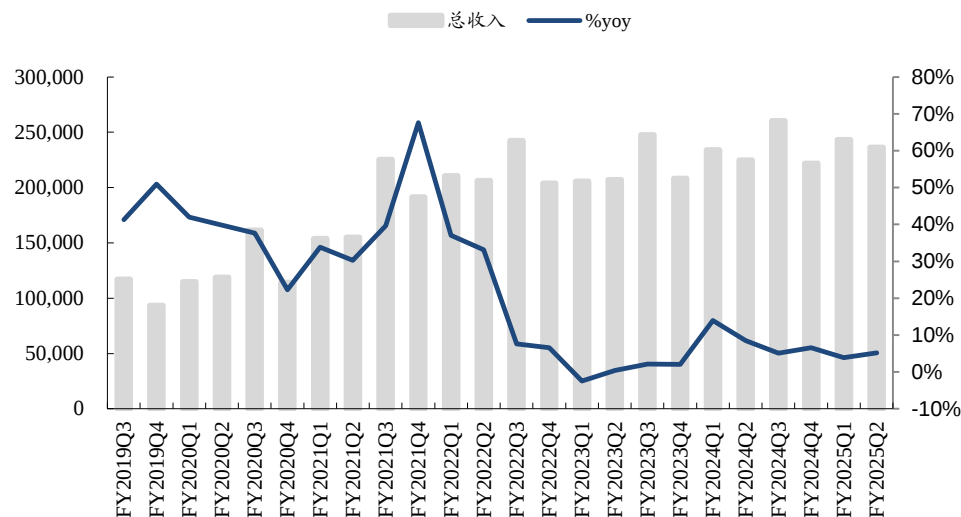
图 7: 本地服务和菜鸟业务基本情况（百万元） 6

图 8: 阿里云智能业务基本情况（百万元） 7

1. 营收增长低于预期，盈利水平同比下降

2025 财年 Q2，公司实现营业收入 2365 亿元 (yoy+5%)，低于彭博一致预期为 2394 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 365 亿元 (yoy-9%)，高于彭博一致预期的 356.2 亿元。

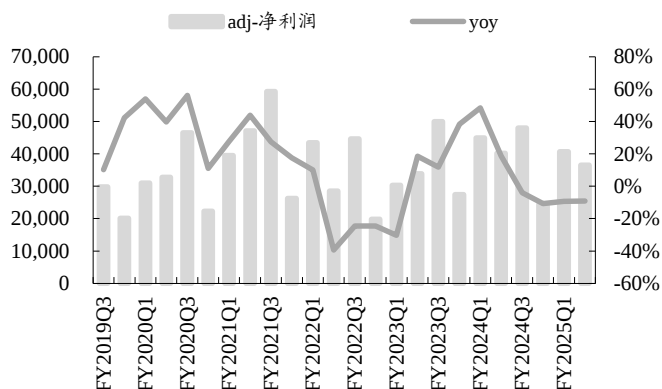
图1：公司季度收入变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

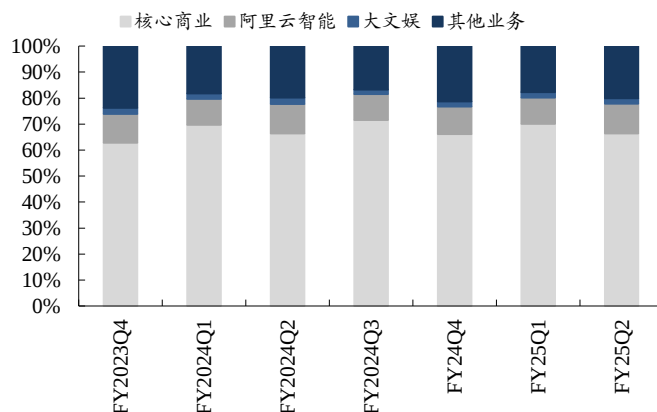
2025 财年 Q2，公司淘宝天猫商业、国际数字商业、本地生活、菜鸟、云智能、大文娱六大集团和其他业务收入分别为 990、317、177、246、296、57、522 亿元，同比增长 1%、29%、14%、8%、7%、-1%、9%。彭博一致预期为 991、313、174、279、296、60、480 亿元，国际数字商业、本地生活和其他收入高于预期，淘宝天猫商业、云智能收入与预期持平，菜鸟业务、大文娱收入均低于预期。

图2：公司季度经调整净利润变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司营收构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：阿里 FY25Q2 业务构成及对应 EBITA-margin

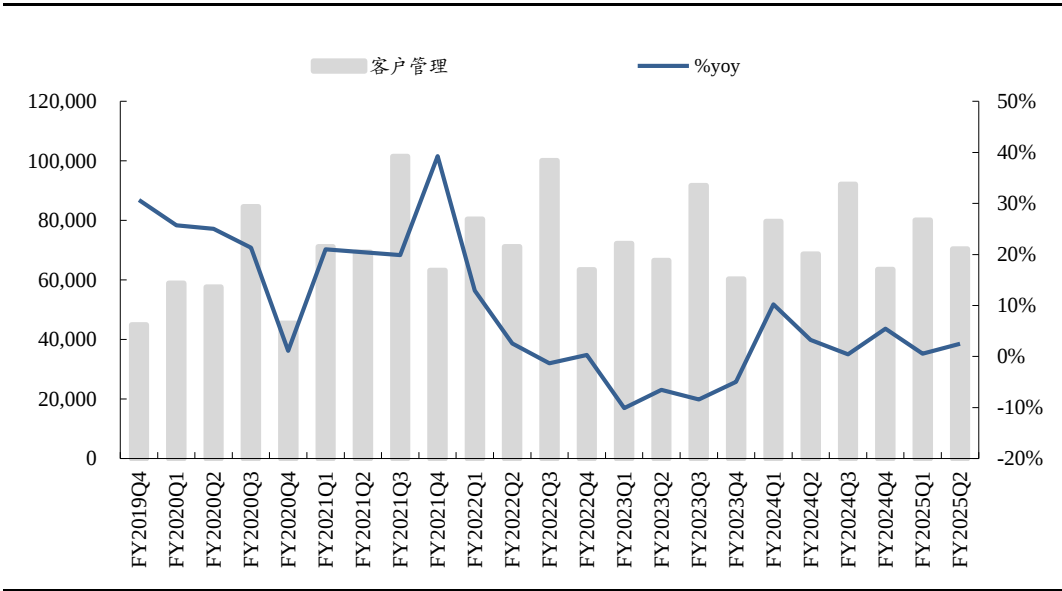
	收入（百万元）	yoy（%）	EBITA-margin（%）
淘宝天猫商业	98994	1%	45.04%
国际数字商业	31672	29%	-9.17%
本地生活	17725	14%	-2.21%
菜鸟	24647	8%	0.22%
阿里云智能	29610	7%	8.99%
大文娱	5694	-1%	-3.13%
其他业务	52178	9%	-3.03%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 淘天 GMV 健康增长，EBITA Margin 有所下滑

截至 2025 年 9 月 30 日止季度，淘天集团收入同比增长 1%至人民币 989.94 亿元。客户管理收入同比增长 2%。淘宝 88VIP 会员数超 4600 万，订单量实现双位数增长，由购买频次的增长所带动，部分受平均订单金额下降所抵销。中国零售商业的直营及其他收入为人民币 226.44 亿元，同比下降 5%，主要由家电品类销售下降所致。淘天业务 EBITA Margin 同比下降 3.17pct 至 45.04%，显示公司投入力度增加。

图5：公司客户管理收入季度变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 业务调整下多集团经营稳健，坚定电商+AI 两大战略核心

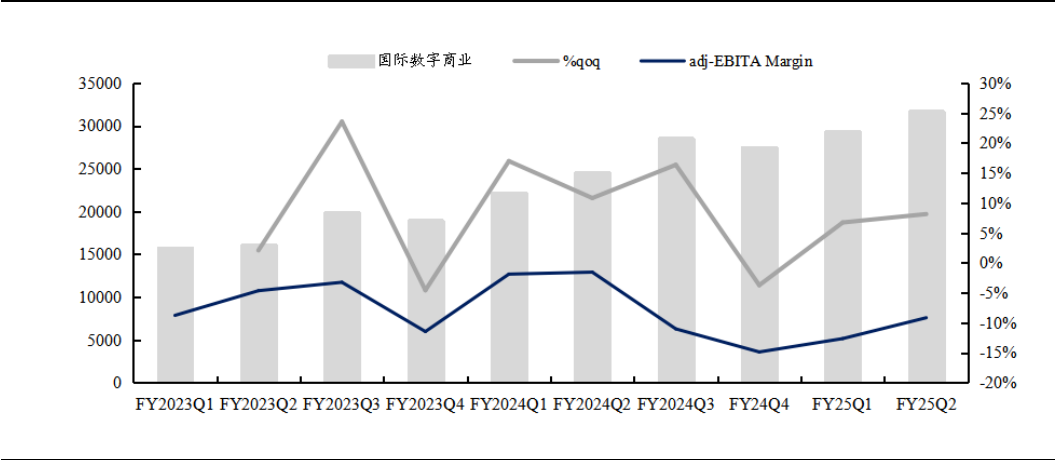
FY25Q2 国际数字商业收入超预期，Choice 增长强劲，且单位经济效益环比改善。

本地生活业务显著亏损持续缩窄，高德和饿了么订单继续增长。阿里云公有云产品双位数增长，AI 相关产品实现连续五个季度三位数同比增长。

3.1. 国际数字商业收入超预期，Choice 增长强劲

AIDC 收入同比增长 29%至人民币 316.72 亿元，EBITA Margin 为-9.17%，同比下降 7.6pct，环比上升 3.48pct。国际零售商业收入为人民币 256.18 亿元，同比增长 37%。国际批发商业收入为人民币 60.54 亿元，同比增长 11%。强劲表现持续由跨境业务增长所带动，尤其是速卖通 Choice 业务。速卖通和 Trendyol 平台继续投入欧洲和海湾地区的特定市场，以提升消费者心智。同时，运营及投资效率提升令 Choice 业务的单位经济效益环比改善。

图6：国际数字商业业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 本地生活业务亏损大幅缩窄，菜鸟与其他电商平台达成合作

本地生活集团收入同比增长 14%至人民币 177.25 亿元（25.26 亿美元），由高德和饿了么订单增长，以及市场营销服务收入增长所带动。本季度，受惠于运营效率改善和业务规模提升，本地生活集团亏损同比显著收窄。今年 10 月国庆假期期间，高德的日活跃用户峰值超过 3 亿，创历史新高。

截至 2024 年 9 月 30 日止季度，菜鸟收入同比增长 8%至人民币 246.47 亿元（35.12 亿美元），主要由跨境物流履约解决方案收入增长所带动。菜鸟速递于今年 10 月开始在其他电商平台提供物流服务，进一步拓展其市场覆盖。

图7：本地服务和菜鸟业务基本情况（百万元）

	本地生活 EBITA (百万元)	菜鸟 EBITA (百万元)	本地生活 EBITA Margin (%)	菜鸟 EBITA Margin (%)
FY 2022Q1	-4,770	-146	-47.20%	-1.30%
FY 2022Q2	-6,535	-315	-60.50%	-3.20%
FY 2022Q3	-4,987	-92	-41.10%	-0.70%
FY 2022Q4	-5,483	-912	-52.50%	-7.90%

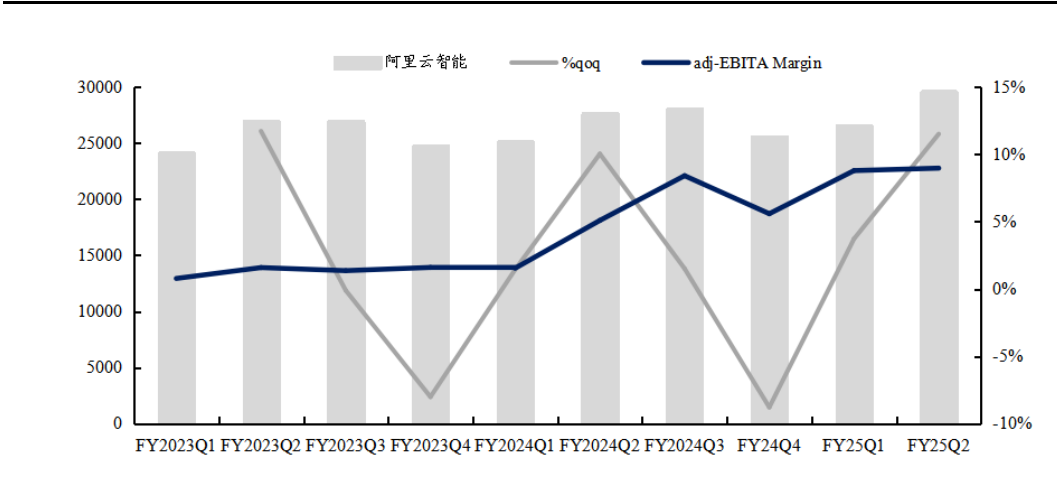
FY 2023Q1	-2,834	-185	-25.46%	-1.07%
FY 2023Q2	-3,328	125	-24.87%	0.68%
FY 2023Q3	-2,923	-12	-21.82%	-0.05%
FY 2023Q4	-4,063	-319	-32.93%	-1.69%
FY 2024Q1	-1,982	877	-13.72%	3.79%
FY 2024Q2	-2,564	906	-16.47%	3.97%
FY 2024Q3	-2,068	961	-13.64%	3.37%
FY2024Q4	-3198	-1342	-21.86%	-5.46%
FY2025Q1	-386	618	-2.38%	2.31%
FY2025Q2	-391	55	-2.21%	0.22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 阿里云受公有云业务驱动增长，AI 业务三位数高速增长

截至 2024 年 9 月 30 日止季度，云智能集团收入为人民币 296.10 亿元（42.19 亿美元），同比增长 7%。本季度，整体收入（不计来自阿里巴巴并表业务的收入）同比增长超过 7%，由公共云业务的双位数增长带动，其中包括 AI 相关产品采用量的提升。AI 相关产品收入连续五个季度实现三位数的同比增长。

图8：阿里云智能业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

考虑淘天业务和国际业务的投入仍维持在较高水平，在 GMV 增长超预期的当下，我们认为 FY2025Q1 公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此维持 FY2025/FY2026/FY2027 EPS 为 8.09/8.76/9.48 元的盈利预测，对应 PE（Non-GAAP）为 10.0/9.3/8.6 倍（港币/人民币=0.93，2024 年 11 月 15 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 新零售业务竞争加剧,国内各个平台加大补贴,阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 用户留存率不及预期,性能瓶颈、物流、供应链等相关因素的不确定性,造成公司用户留存率不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大,造成部分业务扩展受限,影响到公司业绩表现。
- 4) 公司多部门负责人变动,可能引起后续策略和运营重点的相应调整,影响预期。

阿里巴巴-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	FY2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
流动资产	752,864.00	816,278.54	955,535.88	1,113,802.16
现金及现金等价物	248,125.00	233,042.01	304,921.92	395,082.63
应收账款及票据	30,686.00	36,826.65	39,889.03	43,138.35
存货	25,460.00	35,830.85	38,697.32	41,406.13
其他流动资产	58,181.00	510,579.02	572,027.61	634,175.05
非流动资产	1,011,965.00	1,089,547.24	1,105,893.76	1,125,001.44
固定资产	185,161.00	206,843.21	207,357.20	208,819.79
商誉及无形资产	286,629.00	307,529.03	288,361.56	271,006.65
长期投资	203,131.00	218,131.00	233,131.00	248,131.00
其他长期投资	220,942.00	240,942.00	260,942.00	280,942.00
其他非流动资产	116,102.00	116,102.00	116,102.00	116,102.00
资产总计	1,764,829.00	1,905,825.78	2,061,429.64	2,238,803.59
流动负债	421,507.00	435,728.85	455,710.15	498,003.13
短期借款	29,001.00	38,001.00	47,001.00	56,001.00
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	392,506.00	397,727.85	408,709.15	442,002.13
非流动负债	230,723.00	240,723.00	250,723.00	250,723.00
长期借款	141,775.00	151,775.00	161,775.00	161,775.00
其他	88,948.00	88,948.00	88,948.00	88,948.00
负债合计	652,230.00	676,451.85	706,433.15	748,726.13
股本	1.00	1.00	1.00	1.00
少数股东权益	115,327.00	113,051.50	111,212.16	109,230.95
归属母公司股东权益	997,272.00	1,116,322.43	1,243,784.33	1,380,846.51
负债和股东权益	1,764,829.00	1,905,825.78	2,061,429.64	2,238,803.59

现金流量表 (百万元)	FY2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
经营活动现金流	182,593.00	140,246.87	168,998.90	209,887.51
投资活动现金流	(21,824.00)	(166,513.30)	(105,169.66)	(120,548.00)
筹资活动现金流	(108,244.00)	8,183.44	5,050.68	(2,178.81)
现金净增加额	56,914.00	(15,082.99)	71,879.91	90,160.71
折旧和摊销	43,524.39	47,417.76	48,653.48	45,892.32
资本开支	96,673.00	(90,000.00)	(30,000.00)	(30,000.00)
营运资本变动	11,082.00	(23,275.68)	(6,396.13)	15,187.42

利润表 (百万元)	FY2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
营业总收入	941,168.00	1,019,814.99	1,104,619.32	1,194,600.36
营业成本	586,323.00	644,955.30	696,551.72	745,310.34
销售费用	115,141.00	128,957.92	137,984.97	147,643.92
管理费用	41,985.00	48,702.60	53,572.86	56,251.50
研发费用	52,256.00	60,094.40	66,103.84	72,714.22
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
经营利润	123,871.00	137,104.77	150,405.92	172,680.36
利息收入	0.00	7,443.75	6,991.26	9,147.66
利息支出	17,911.00	10,816.56	13,949.32	11,178.81
其他收益	(12,099.00)	8,486.70	9,830.34	(5,548.00)
利润总额	93,861.00	142,218.66	153,278.20	165,101.21
所得税	22,529.00	28,443.73	30,655.64	33,020.24
净利润	71,332.00	113,774.93	122,622.56	132,080.97
少数股东损益	(8,677.00)	(2,275.50)	(1,839.34)	(1,981.21)
归属母公司净利润	80,009.00	116,050.43	124,461.90	134,062.18
EBIT	111,772.00	145,591.47	160,236.26	167,132.36
EBITDA	155,296.39	193,009.23	208,889.74	213,024.69
Non-GAAP	158,359.00	154,795.92	167,721.38	181,541.62

主要财务比率	FY2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
每股收益(元)	8.13	8.09	8.76	9.48
每股净资产(元)	54.61	64.10	70.65	77.69
发行在外股份(百万股)	19,469.13	19,141.61	19,141.61	19,141.61
ROIC(%)	6.62	8.62	8.59	8.17
ROE(%)	8.02	10.40	10.01	9.71
毛利率(%)	37.70	36.76	36.94	37.61
销售净利率(%)	8.50	11.38	11.27	11.22
资产负债率(%)	36.96	35.49	34.27	33.44
收入增长率(%)	8.34	8.36	8.32	8.15
净利润增长率(%)	9.93	45.05	7.25	7.71
P/E (Non-GAAP)	9.97	10.03	9.26	8.55
P/B	1.49	1.27	1.15	1.04
EV/EBITDA	8.07	7.83	6.99	6.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年11月15日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>