

# 【广发商社&海外】阿里巴巴 ( BABA ) / 阿里巴巴 - SW(09988.HK)

## FY25Q2 点评：淘天持续投入换增长

**核心观点：**（若无特别说明，本文货币单位均采用人民币单位）

- 根据公司财报和公司官方公众号，公司公布 FY25Q2（日历年 24Q3）业绩，收入同比增长 5%至 2365.0 亿元，经调整 EBITA 为 405.6 亿元，同比下降 5.3%，对应 margin 17.2%。FY25Q2 公司回购了 4.05 亿普通股（价值 41 亿美元），较 24Q2 发行股本减少 2.1%。
- **淘天集团：** FY25Q2 淘天集团实现收入同比增长 1%至 989.9 亿元，EBITA 下降 5%至 445.9 亿元。本季度 GMV 实现增长，货币化率表现稳定，CMR 收入同增 2.5%至 703.6 亿元，主要得益于 88VIP 用户数量双位数增长（超 4600 万）；公司持续投入用户体验和商家生态改善，FY25Q2 订单量同比双位数增长等。同时，根据天猫和千牛头条，本季度平台取消年费、增收技术服务费（仅影响 9 月），对佣金的影响有所对冲。双 11 期间，买家数量创历史新高，88VIP 下单人数同增 50%。
- **云智能集团：** FY25Q2 云智能集团实现收入同比增长 7%至 296.1 亿元，经调整 EBITA 同比增长 89%至 26.6 亿元。其中公有云保持双位数增长，AI 相关收入实现三位数同比增长，且对收入贡献占比持续提升。**国际商业：** FY25Q2 国际商业实现收入同比增长 29%至 316.7 亿元，EBITA 为-29 亿元，得益于速卖通订单增长、有所减亏等。
- **盈利预测及投资建议：** 预计 FY2025-2027 阿里巴巴 non-GAAP 归母净利润分别为 1605/1879/2057 亿元人民币。基于 SOTP，对 FY2025 中国商业利润给予 10X PE 估值、对云计算收入给予 2X PS 估值，对应美股 119.95 美元/ADS、港股 116.69 港元/股的合理价值，均维持“买入”评级。
- **风险提示。** 行业竞争加剧；消费情绪疲软；行业价格战升级等。

**盈利预测：**（本文表中年份为财年）

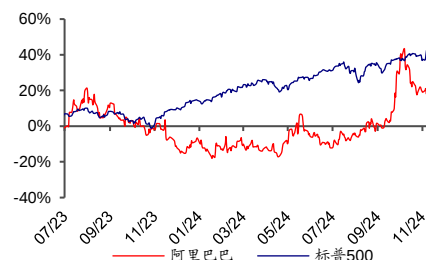
|                     | 2023A   | 2024A   | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）           | 868,687 | 941,168 | 1,008,068 | 1,116,878 | 1,236,438 |
| 增长率（%）              | 1.8%    | 8.3%    | 7.1%      | 10.8%     | 10.7%     |
| non-GAAP EBITA(百万元) | 147,911 | 165,028 | 164,541   | 185,652   | 209,235   |
| non-GAAP 归母净利润(百万元) | 143,991 | 158,359 | 160,503   | 187,879   | 205,655   |
| 增长率（%）              | 0.3%    | 10.0%   | 1.4%      | 17.1%     | 9.5%      |
| non-GAAP EPS（元/ADS） | 60.3    | 66.3    | 67.2      | 78.6      | 86.1      |
| non-GAAP 市盈率(P/E)   | 9.9     | 9.0     | 8.9       | 7.6       | 6.9       |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心(1 美元=7.1942 人民币=7.7826 港元)

### 公司评级 买入-美股/买入-港股

|      |                     |
|------|---------------------|
| 当前价格 | 83.13 美元/80.70 港元   |
| 合理价值 | 119.95 美元/116.69 港元 |
| 前次评级 | 买入/买入               |
| 报告日期 | 2024-11-24          |

### 相对市场表现



分析师： 嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

### 相关研究：

【广发商社&海外】阿里巴巴 2024-10-26

(BABA)/阿里巴巴-

W(09988.HK):峰回路转，再

启征程

【广发商社&海外】阿里巴巴 2024-08-19

(BABA)/阿里巴巴-

SW(09988.HK):FY25Q1 点

评：云和 AI 驱动增长，多业

务亏损收窄

【广发商社&海外】阿里巴巴 2024-05-16

(BABA)/阿里巴巴-

SW(09988.HK):FY24Q4 点

评：淘天、云、海外业务三

轮驱动

## 资产负债表

单位：百万元（RMB）

| 至 3 月 31 日     | 2023A            | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>697,966</b>   | <b>752,864</b>   | <b>900,884</b>   | <b>1,043,780</b> | <b>1,197,468</b> |
| 现金及现金等价物       | 193,086          | 248,125          | 361,661          | 446,355          | 536,090          |
| 其他短期投资         | 331,384          | 322,904          | 345,857          | 383,188          | 424,208          |
| 应收款项合计         | 95,437           | 98,194           | 100,807          | 111,688          | 123,644          |
| 存货             | 28,547           | 25,460           | 30,242           | 33,506           | 37,093           |
| 其他流动资产         | 49,512           | 58,181           | 62,317           | 69,043           | 76,434           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,055,078</b> | <b>1,011,965</b> | <b>1,049,227</b> | <b>1,104,891</b> | <b>1,169,153</b> |
| 固定资产           | 176,031          | 185,161          | 191,175          | 200,046          | 211,699          |
| 权益性投资          | 207,380          | 203,131          | 213,288          | 223,952          | 235,150          |
| 商誉及无形资产        | 392,432          | 286,629          | 283,763          | 280,925          | 279,520          |
| 其他长期资产         | 279,235          | 337,044          | 361,002          | 399,968          | 442,784          |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,753,044</b> | <b>1,764,829</b> | <b>1,950,111</b> | <b>2,148,671</b> | <b>2,366,621</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>385,351</b>   | <b>42,157</b>    | <b>435,135</b>   | <b>456,564</b>   | <b>478,964</b>   |
| 应交税金           | 19,540           | 9,068            | 9,068            | 9,068            | 9,068            |
| 短期与即期借款        | 12,266           | 29,001           | 29,001           | 29,001           | 29,001           |
| 其他流动负债         | 353,545          | 4,088            | 397,066          | 418,495          | 440,895          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>244,772</b>   | <b>230,723</b>   | <b>253,795</b>   | <b>279,175</b>   | <b>307,092</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>630,123</b>   | <b>272,880</b>   | <b>688,930</b>   | <b>735,739</b>   | <b>786,056</b>   |
| 归属母公司股东权益      | 999,515          | 997,272          | 1,144,314        | 1,292,100        | 1,455,349        |
| 少数股东权益         | 123,406          | 115,327          | 116,867          | 120,832          | 125,216          |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>1,122,921</b> | <b>1,112,599</b> | <b>1,261,181</b> | <b>1,412,932</b> | <b>1,580,565</b> |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,753,044</b> | <b>1,385,479</b> | <b>1,950,111</b> | <b>2,148,671</b> | <b>2,366,621</b> |

## 利润表

单位：百万元（RMB）

| 至 3 月 31 日            | 2023A          | 2024A          | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|-----------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>销售收入</b>           | <b>868,687</b> | <b>941,168</b> | <b>1,008,068</b> | <b>1,116,878</b> | <b>1,236,438</b> |
| 销售成本                  | 549,695        | 586,323        | 617,011          | 679,143          | 746,899          |
| 销售费用                  | 103,496        | 115,141        | 137,039          | 151,831          | 168,084          |
| 管理费用                  | 42,183         | 41,985         | 49,226           | 54,540           | 60,378           |
| 研发费用                  | 56,744         | 52,256         | 57,789           | 65,144           | 73,354           |
| 营业利润                  | 103,065        | 123,871        | 139,878          | 153,935          | 174,122          |
| 营业外收入                 | 5,823          | 6,157          | -478             | -239             | -119             |
| 利息收入                  | -11,071        | -9,964         | 20,324           | 16,260           | 13,008           |
| 税前利润                  | 89,185         | 101,596        | 153,077          | 163,308          | 180,363          |
| 所得税                   | -15,549        | -22,529        | -26,323          | -30,306          | -33,398          |
| 净利润                   | 65,573         | 71,332         | 128,218          | 134,466          | 148,429          |
| 少数股东损益                | -7,210         | -8,677         | -1,540           | -3,965           | -4,383           |
| <b>归母净利润</b>          | <b>72,509</b>  | <b>79,741</b>  | <b>129,160</b>   | <b>137,833</b>   | <b>152,215</b>   |
| non-GAAP 净利润          | <b>141,379</b> | <b>158,498</b> | <b>160,474</b>   | <b>184,511</b>   | <b>201,870</b>   |
| <b>non-GAAP EBITA</b> | <b>147,911</b> | <b>165,028</b> | <b>164,541</b>   | <b>185,652</b>   | <b>209,235</b>   |
| non-GAAP 归母净利润        | <b>143,991</b> | <b>158,359</b> | <b>160,503</b>   | <b>187,879</b>   | <b>205,655</b>   |

## 现金流量表

单位：百万元（RMB）

| 至 3 月 31 日     | 2023A           | 2024A           | 2025E          | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>199,752</b>  | <b>182,593</b>  | <b>181,516</b> | <b>181,748</b>  | <b>196,046</b>  |
| 净利润            | 72,783          | 80,009          | 129,758        | 138,431         | 152,813         |
| 折旧摊销           | 46,938          | 44,504          | 32,122         | 33,043          | 33,012          |
| 营运资金变动         | 13,482          | -13,749         | 2,097          | 558             | -534            |
| 其他非现金调整        | 126,969         | 71,829          | 17,539         | 9,716           | 10,756          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-135,506</b> | <b>-21,824</b>  | <b>-92,337</b> | <b>-126,039</b> | <b>-138,293</b> |
| 资本支出           | 34,352          | 32,929          | 35,270         | 39,077          | 43,260          |
| 投资变动           | -60,032         | -45,080         | -57,067        | -86,962         | -95,033         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-65,619</b>  | <b>-108,244</b> | <b>24,357</b>  | <b>28,984</b>   | <b>31,981</b>   |
| 债务变动           | 18,621          | 2,686           | 23,072         | 25,380          | 27,917          |
| 权益变动与股利        | 48,629          | 4,857           | 1,285          | 3,604           | 4,064           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2,157</b>    | <b>56,914</b>   | <b>113,536</b> | <b>84,693</b>   | <b>89,735</b>   |
| 期初现金余额         | <b>227,353</b>  | <b>229,510</b>  | <b>248,125</b> | <b>361,661</b>  | <b>446,355</b>  |
| 期末现金余额         | <b>229,510</b>  | <b>286,424</b>  | <b>361,661</b> | <b>446,355</b>  | <b>536,090</b>  |

## 主要财务比率

| 至 3 月 31 日            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>           |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长                | 1.8%  | 8.3%  | 7.1%  | 10.8% | 10.7% |
| 营业利润增长                | 8.7%  | 20.2% | 12.9% | 10.0% | 13.1% |
| 净利润增长                 | 39.3% | 8.8%  | 79.7% | 4.9%  | 10.4% |
| <b>获利能力</b>           |       |       |       |       |       |
| 毛利率                   | 41.3% | 36.8% | 36.9% | 37.3% | 36.7% |
| 净利率                   | 7.5%  | 7.6%  | 12.7% | 12.0% | 12.0% |
| ROE                   | 7.3%  | 8.0%  | 11.3% | 10.7% | 10.5% |
| ROIC                  | 5.9%  | 6.8%  | 8.8%  | 8.2%  | 8.2%  |
| <b>偿债能力</b>           |       |       |       |       |       |
| 资产负债率                 | 35.9% | 15.5% | 36.0% | 34.9% | 33.9% |
| 流动比率                  | 1.65  | 1.64  | 1.63  | 2.63  | 3.63  |
| 速动比率                  | 1.74  | 17.25 | 1.96  | 2.16  | 2.35  |
| <b>营运能力</b>           |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率                | 0.50  | 0.54  | 0.54  | 0.54  | 0.54  |
| 存货周转率                 | 29.6  | 34.9  | 36.2  | 35.0  | 35.0  |
| 应收账款周转率               | 5.62  | 6.06  | 6.20  | 6.39  | 6.69  |
| <b>每股指标 (RMB/ADS)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(GAAP)            | 44.4  | 48.9  | 79.1  | 84.5  | 93.3  |
| 每股经营现金流               | 122.4 | 111.9 | 123.6 | 112.7 | 121.6 |
| 每股净资产                 | 688.1 | 681.7 | 772.8 | 865.8 | 968.5 |
| <b>估值比率</b>           |       |       |       |       |       |
| P/E(non-GAAP)         | 9.9   | 9.0   | 8.9   | 7.6   | 6.9   |
| EV/EBITA(non-GAAP)    | 9.4   | 8.2   | 7.5   | 6.3   | 6.8   |

## 广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                             | 深圳市                               | 北京市                         | 上海市                                  | 香港                        |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26 号广发证券大厦 47<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港湾仔骆克道 81 号<br>广发大厦 27 楼 |
| 邮政编码 | 510627                          | 518026                            | 100045                      | 200120                               | -                         |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn                |                                   |                             |                                      |                           |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。