

3QFY25 前瞻：电商主业增速或延续环比改善趋势

华泰研究

2025 年 1 月 11 日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

	9988 HK	BABA US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 134.70	美元: 138.50

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	侯杰
SAC No. S0570523010002	houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004	+(86) 10 6321 1166
联系人	曹卓铭
SAC No. S0570124020016	caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776	+(86) 21 2897 2205

我们预计 3QFY25 阿里巴巴淘天电商业务有望延续收入增速环比改善的趋势，主要得益于 GMV 增速的环比改善以及变现举措的更显著作用。在度过双十一大促激烈的行业竞争后，我们预计 1Q25 行业淡季下，电商行业竞争格局进一步显著恶化的概率较低，但行业仍在朝向长期理性的竞争格局以及健康的产业链利润水平动态调整（近期抖音宣布降低电商佣金，京东宣布加码 PLUS 会员权益）。在较有力的股东回报支持下，我们认为阿里集团近期估值的回落有望逐步强化其相对估值性价比。后续的积极催化或主要包括：1) 蒋凡回归国内电商业务后调整业务打法、重塑业务效率，强化竞争力；2) 宏观消费刺激政策进一步加力；3) 4QFY25 宣布现金分红。“买入”。

3QFY25 前瞻：基本面逐季改善趋势或延续

我们预计公司 3QFY25 收入同增 8.8% 至 2,833 亿元，调整后 EBITA 同增 6.7% 至 564 亿，主要得益于阿里国际电商亏损对集团整体利润同比增速的拖累减弱以及非核心业务线的减亏持续取得成效。我们预计淘天集团收入同增 6.0%，CMR 收入同增 7.0%，优于实付 GMV 增速，主因技术软件服务费收入的增量贡献以及全站推广工具的收入贡献提升，推动国内电商业务变现率同比恢复改善趋势。变现率的改善在我们看来是淘天利润额未来企稳并逐步回升的重要前提。我们预计淘天集团 3QFY25 调整后 EBITA 同降 0.9% 至 594 亿（前季：-5.3%yoy），跌幅环比改善主要得益于变现效率的提升。我们预计在强劲的需求支持下，阿里国际电商/云业务或分别实现 27.9/11.5% 的收入同比增长，为集团的收入增长提供有力支持。

淘宝推出“送礼”功能，补齐细分场景需求

据亿邦动力 2025 年 1 月 8 日报道，淘宝已面向所有用户上线新功能“送礼”。在微信于 12 月中开启“送礼物”场景灰度测试后，此次淘宝的快速跟进上线一方面或初步反映出蒋凡回归国内电商业务后的组织效率变化。另一方面，我们认为有助于淘宝呵护其在送礼场景下的非社交需求份额（如送长辈，送亲人等）。淘宝“送礼”新功能的推出，叠加上线初期平台给予的“送礼专享折扣”，或有望为消费者提供年货节送礼消费的一个更高性价比的渠道选择。对比微信的送礼物功能，我们认为淘宝的相对优势体现在更优的商品性价比与更强的货盘深度。

盈利预测与估值

我们调整 FY25-27 非 GAAP 归母净利润预测 -2.1/-1.1/-3.1% 至 1,572/1,836/2,090 亿元（前值：1,606/1,894/2,113 亿元）。基于 SOTP 的美股目标价为 138.5 美元（前值：138.1 美元），港股目标价为 134.7 港元（前值：134.3 港元），对应 15.1/13.0/11.4x FY25-27 非 GAAP 预测 PE。

风险提示：行业竞争超预期加剧；消费复苏不及预期。

经营预测指标与估值

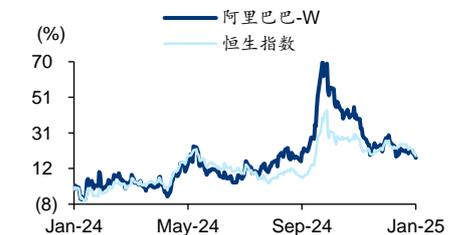
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	868,687	941,168	1,010,656	1,114,260	1,203,191
+/-%	1.83	8.34	7.38	10.25	7.98
归母净利润 (人民币百万)	72,509	79,741	137,099	167,283	190,931
+/-%	17.03	9.97	71.93	22.02	14.14
归母净利润 (调整后,人民币百万)	143,991	158,359	157,164	183,569	209,013
+/-%	0.33	9.98	(0.75)	16.80	13.86
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	7.95	8.74	8.68	10.14	11.54
PE (调整后,倍)	9.31	8.46	8.53	7.30	6.41
PB (倍)	1.34	1.34	1.20	1.06	0.93
ROE (调整后,%)	14.71	15.86	14.84	15.36	15.44
EV EBITDA (倍)	11.08	9.90	8.36	6.34	5.12

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

(港币/美元)	9988 HK	BABA US
目标价	134.70	138.50
收盘价 (截至 1 月 10 日)	79.60	83.69
市值 (百万)	1,516,741	189,475
6 个月平均日均成交额 (百万)	6,269	1,549
52 周价格范围	64.60-118.70	65.23-117.82
BVPS	50.39	56.09

股价走势图



资料来源：S&P

淘宝上线“送礼物”功能，补齐细分场景需求

据亿邦动力 2025 年 1 月 8 日报道，淘宝已面向所有用户上线新功能“送礼”，在淘宝 App 内支持该功能的商品页面底部新增“送礼”选项，目前可用于“送礼”的商品基本覆盖完整的淘宝商品池。流程上主要包括：付款人选择下单→发送淘口令/复制链接/淘宝好友/二维码+安全口令→收货人登录淘宝账号+填写安全口令+填写收货地址完成收礼（用户可停留在微信界面内完成收礼动作，或返回淘宝 APP）。我们认为，“送礼”新功能的推出，叠加功能初期平台给予的“送礼专享折扣”，或有望为消费者提供年货节送礼消费的一类性价比选择。

在微信于 12 月中开启“送礼物”场景灰度测试后，此次淘宝的快速跟进上线一方面或初步反映出蒋凡回归国内电商业务后的组织效率变化。另一方面，我们认为有助于淘宝呵护送礼场景下的非社交需求份额（如送长辈，送亲人）。同时，在与微信互联互通进一步打通后，此次送礼物功能或有望进一步带动淘宝用户增长并提升用户粘性，提升两大 APP 用户重合度，发挥互联互通潜能，2024 年 11 月 QuestMobile 数据显示微信相较淘宝 APP 仍有约 2.2 亿独占用户，相当于淘宝 11 月 MAU 的 23.4%。

对比微信的送礼物功能，我们认为淘宝的相对优势体现在更优的性价比与更强的货盘深度，相对不足在于较淡的社交网络基础。我们选取部分微信小店送礼物功能下的热度礼品，与淘宝同款进行了价格对比，部分趋势总结如下：**1、淘天 SKU 覆盖度快速提升，货盘广度优势有所显现。**在我们 1 月 8 日选取的 35 个微信送礼物热门商品中，仅有 2 款在淘宝平台未开通送礼物功能，但与此同时，淘宝平台上的优势供给品类，如服饰（北面、始祖鸟，Zara, H&M 等品牌），美妆（兰蔻，赫莲娜，修丽可，科颜氏，资生堂等品牌），在微信小店场景尚无供给。**2、淘天整体相对具备价格优势，而微信部分单品折扣力度显著。**价格方面，叠加送礼专享折扣后，天猫价优的数量比例达 63%，天猫与微信价格持平的数量比例为 26%，整体天猫渠道性价比优势较为明显；从折扣幅度看，35 个样本天猫合计价格优势约 1.6%，主要系高价单品价格差较小所影响。从价格带分布看，低价格带礼品在送礼折扣帮助下，天猫具备相对明显的价格优势，如较低客单价的零食+个护品类下天猫的整体价格优势达约 13%；而在高价格带的高端酒品、高端化妆品上两渠道价格基本保持相当，反映出品牌方较强的控价能力。

图表 1：淘天 vs 微信“送礼物”场景抽样比价情况

		微信小店 以下合计价格	天猫非88VIP 以下合计价格	天猫88VIP 以下合计价格	天猫88VIP+送礼折扣 以下合计价格	天猫非88VIP价格占比 例（基于SKU数）	天猫非88VIP 合计价格优势	天猫88VIP送礼折扣后价格 占比例（基于SKU数）	天猫88VIP+送礼折扣 合计价格优势	
样本全品类		10,259.1	10,301.1	10,242.4	10,093.5	20.0%	-0.4%	62.9%	1.6%	
零食+个护		267.4	276.3	268.9	237.5	26.7%	-3.2%	80.0%	12.6%	
品类	品牌	商品	微信小店	天猫 (不含88VIP)	天猫 (含88VIP)	天猫 (含88VIP+送礼专享85折)	微信小店vs天猫旗舰店 (不含88VIP)	天猫价格优势 (不含88VIP)	微信小店vs天猫旗舰店 (含88VIP+送礼折扣)	天猫价格优势 (含88VIP+送礼折扣)
零食	三只松鼠	水牛乳千层吐司一箱20枚	19.9	19.9	18.9	16.1	价格相同	0.0%	天猫价优	23.8%
		牛乳沙琪玛700g80枚	19.9	19.9	18.9	16.1	价格相同	0.0%	天猫价优	23.9%
		黑猪肉午餐肉300g醇厚原香高蛋白	19.9	19.9	18.9	16.1	价格相同	0.0%	天猫价优	23.9%
		多味鸭腿蛋蛋酱卤味64粒	19.9	18.9	18.9	16.1	天猫价优	5.3%	天猫价优	5.3%
		原味高蛋白肉脯120包	19.9	19.9	19.9	16.9	价格相同	0.0%	天猫价优	17.6%
	良品铺子	益生元肉脯500g独立包装	19.9	19.9	19.8	16.4	价格相同	0.0%	天猫价优	21.4%
		乳清蛋白面包500g	19.9	19.9	18.9	18.9	天猫价优	0.5%	天猫价优	0.5%
		鲜炖银耳羹200g*6	19.8	19.9	18.9	18.9	微信价优	-0.5%	天猫价优	4.8%
		牛乳夹饼180g	10.9	14.9	14.2	12.0	微信价优	-26.8%	微信价优	-9.4%
		芝士手撕面包1000g香软夹心面包	22.9	19.9	19.9	16.6	天猫价优	15.1%	天猫价优	37.8%
饮料	农夫山泉	东方树叶 多口味335ml*6瓶	19.9	18.0	18.0	18.0	天猫价优	10.6%	天猫价优	10.6%
		山泉水天然水4L*4桶	50.0	50.0	50.0	42.5	价格相同	0.0%	天猫价优	17.6%
		天然水天然水5L*4桶	31.9	36.9	36.9	31.4	微信价优	-13.6%	天猫价优	1.7%
		泡茶水农夫山泉4L*4瓶*8箱	380.0	380.0	380.0	374.0	价格相同	0.0%	天猫价优	1.6%
		NFC橙汁300ml*10瓶	64.9	64.9	64.9	64.9	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
酒	五粮液	八代普五500ml浓香型白酒52度*2瓶	2,070.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	天猫价优	3.5%	天猫价优	3.5%
		五粮液门东浓香型小瓶白酒52度50ml*5瓶	659.0	659.0	659.0	659.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
		五粮液香甲辰龙年白酒52度88ml	1,399.0	1,399.0	1,399.0	1,399.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
		五粮液8代普五50ml x2	238.0	238.0	238.0	238.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
		五粮液小坛浓香型白酒52度500ml	279.0	289.0	289.0	289.0	微信价优	-3.5%	微信价优	-3.5%
个护清洁	洁柔	黑Face手帕纸4层纸中30包	9.9	9.9	9.4	7.3	价格相同	0.0%	天猫价优	36.0%
		洁柔纸巾中（艺术系列款抽）80抽4层	9.9	9.9	9.4	8.0	价格相同	0.0%	天猫价优	23.9%
		人间乌龙4层6片30包	9.9	15.9	15.1	12.8	微信价优	-37.7%	微信价优	-29.9%
		洁柔卫生纸Face抽纸压花无芯	14.9	17.9	17.0	17.0	微信价优	-18.8%	微信价优	-12.4%
		第七代小绿瓶新年送礼物礼盒	29.9	29.8	29.8	24.7	天猫价优	0.3%	天猫价优	21.2%
		第五代小绿瓶新年送礼物礼盒	720.0	720.0	720.0	720.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
美妆	娇诗兰黛	智妍胶原霜乳霜款/滋润款	565.0	565.0	565.0	565.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
		小金管新年送礼物礼盒	930.0	930.0	930.0	930.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
		白金6D黑钻眼霜	1,300.0	1,300.0	1,300.0	1,300.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
		小金管新年送礼物礼盒	350.0	350.0	350.0	350.0	价格相同	0.0%	价格相同	0.0%
小家电	苏泊尔	电火锅分体式可拆洗家用4L	119.0	149.0	141.6	116.5	微信价优	-20.1%	天猫价优	2.1%
		电火锅分体式家用电煮锅多功能	149.0	179.0	170.1	140.3	微信价优	-16.8%	天猫价优	6.2%
		电煮锅4层大容量	169.0	159.0	151.1	146.9	天猫价优	6.3%	天猫价优	15.0%
		电压力锅1.8L智能小型迷你	229.0	249.0	236.6	225.3	微信价优	-8.0%	天猫价优	1.6%
		电饼铛电饼铛4L大容量蓝钻球釜不粘内胆	269.0	289.0	274.6	246.2	微信价优	-6.9%	天猫价优	9.3%

注：抽样时间为 2025 年 1 月 8 日；

资料来源：天猫 APP，微信 APP，华泰研究

盈利预测调整

我们微调阿里巴巴 FY25/FY26/FY27 总收入预测至人民币 10,107/11,143/12,032 亿元（前值：10,097/11,193/11,953 亿元），FY25 及 FY27 上调主因国际电商及云业务需求好于我们此前预期，而 FY26 下调主因激烈的行业竞争或使淘宝天猫变现能力提升的节奏慢于我们此前预期。

我们调整阿里巴巴 FY25/FY26/FY27 非 GAAP 口径下归母净利率预测至 15.6/16.5/17.4%（前值：15.9/16.9/17.7%），主因竞争对手较主动的投入态度或影响淘宝天猫变现能力的改善节奏，并进而影响其利润率企稳回升的节奏。若电商板块在迈出短期激烈竞争后格局逐步企稳，叠加阿里集团非核心业务的持续减亏，我们预计阿里集团整体利润率水平有望兑现逐步改善趋势。

图表2：阿里巴巴：华泰预测变动

(人民币十亿元)	FY25E			FY26E			FY27E		
	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %	前值	新值	变动, %
营业收入	1,009.7	1,010.7	0.1%	1,119.3	1,114.3	-0.5%	1,195.3	1,203.2	0.7%
毛利润	401.4	401.2	-0.1%	458.4	453.5	-1.1%	492.7	491.4	-0.3%
归属于普通股股东的非 GAAP 净利润	160.6	157.2	-2.1%	189.4	183.6	-3.1%	211.3	209.0	-1.1%
非 GAAP 净利率	15.9%	15.6%	(0.3)	16.9%	16.5%	(0.4)	17.7%	17.4%	(0.3)

资料来源：华泰研究预测

图表3：阿里巴巴：关键预测

(人民币百万元)	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25E
淘天集团	434,893	449,133	493,111	528,185	129,070	93,216	113,373	98,994	136,840
同比增长	5.2%	3.3%	9.8%	7.1%	1.6%	3.7%	-1.4%	1.4%	6.0%
阿里国际数字商业集团	102,598	131,638	159,776	186,049	28,516	27,448	29,293	31,672	36,485
同比增长	45.5%	28.3%	21.4%	16.4%	43.8%	45.1%	32.4%	29.2%	27.9%
本地生活集团	59,802	66,679	73,347	79,215	15,160	14,628	16,229	17,725	16,828
同比增长	19.0%	11.5%	10.0%	8.0%	13.2%	18.5%	12.3%	13.9%	11.0%
菜鸟集团	99,020	108,922	117,091	123,678	28,476	24,557	26,811	24,647	31,039
同比增长	27.7%	10.0%	7.5%	5.6%	23.7%	29.8%	15.7%	8.0%	9.0%
云智能集团	106,374	116,480	129,292	141,381	28,066	25,595	26,549	29,610	31,294
同比增长	2.8%	9.5%	11.0%	9.3%	2.6%	3.3%	5.9%	7.1%	11.5%
大文娱集团	21,145	21,480	22,682	23,706	5,040	4,945	5,581	5,694	5,040
同比增长	14.6%	1.6%	5.6%	4.5%	18.3%	-0.9%	3.7%	-1.5%	0.0%
所有其他	192,331	205,403	217,171	227,026	47,023	51,458	47,001	52,178	50,785
同比增长	-2.3%	6.8%	5.7%	4.5%	-6.6%	-3.0%	2.6%	8.6%	8.0%
未分摊	1,297	2,199	2,425	2,618	374	397	419	469	617
合并调整	-76,292	-91,278	-100,635	-108,667	-21,377	-20,370	-22,020	-24,486	-25,590
合并收入	941,168	1,010,656	1,114,260	1,203,191	260,348	221,874	243,236	236,503	283,337
同比增长	8.3%	7.4%	10.3%	8.0%	5.1%	6.6%	3.9%	5.2%	8.8%
调整后 EBITA	165,028	177,292	212,808	242,311	52,843	23,969	45,035	40,561	56,381
同比增长	11.6%	7.4%	20.0%	13.9%	1.5%	-5.2%	-0.7%	-5.3%	6.7%
调整后 EBITA 利润率	17.5%	17.5%	19.1%	20.1%	20.3%	10.8%	18.5%	17.2%	19.9%

资料来源：华泰研究预测



SOTP 估值

我们基于 SOTP 估值的 FY25 美股新目标价为 138.5 美元（前值：138.1 美元），港股新目标价为 134.7 港元（前值：134.3 港元），对应 15.1/13.0/11.4 倍 FY25/FY26/FY27 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下：

淘天集团每 ADS 估值 71.5 美元（前值：71.7 美元），每普通股估值 69.6 港元（前值：69.8 港元），基于 8.0 倍 FY25 非 GAAP 预测 PE（不变），较可比公司 2024 年预测均值 14.2 倍有所折价，主因投入期业务利润增长短期仍面临一定压力。但若后续竞争格局进一步趋稳，提佣叠加全站推广贡献放量，有望推动业务收入增速修复及利润回升，或将进一步支撑估值改善。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 19.1 美元（前值：18.7 美元），每普通股估值 18.6 港元（前值：18.2 港元），基于 2.5 倍 FY25 预测 PS（不变），高于可比公司 2024 年预测均值 2.1 倍，主因在全托管、半托管等新模式的支持下，板块营收增长势头强劲。

本地生活集团每 ADS 估值 5.8 美元（前值：5.8 美元），每普通股估值 5.7 港元（前值：5.6 港元），基于 1.5 倍 FY25 预测 PS（不变），低于可比公司 2024 年预测 PS 均值 3.3x 和美团股价对应的 2.3x 预测 PS，主因中国本地生活市场竞争激烈且公司旗下饿了么的市场份额低于美团。

菜鸟集团每 ADS 估值 2.7 美元（前值 2.7 美元），每普通股估值 2.7 港元（前值：2.7 港元），基于阿里巴巴最新要约回购估值和阿里巴巴 63.7% 的完全稀释后持股比例。

云智能集团每 ADS 估值 27.1 美元（前值：26.8 美元），每普通股估值 26.4 港元（前值：26.1 港元），基于 4.0 倍 FY25 预测 PS（不变），较可比公司 2024 年预测均值 7.7 倍有所折价，主因业务收入增速修复仍处爬坡期。

基于最新市值以及 30% 持有折让（不变），战略投资每 ADS 估值 12.1 美元（前值：12.3 美元），每普通股估值 11.8 港元（前值：11.9 港元）。

图表4: 阿里巴巴: SOTP 估值, FY25

(人民币百万)	调整后净利润	PE (x)	营收	PS (x)	估值, 百万美元	持有比例	估值, 百万美元	每 ADS 估值, 美元	每普通股估值, 港元
淘天集团	153,783	8.0x			171,141	100.0%	171,141	71.5	69.6
阿里国际数字商业集团			131,638	2.5x	45,780	100.0%	45,780	19.1	18.6
本地生活集团			66,679	1.5x	13,914	100.0%	13,914	5.8	5.7
菜鸟集团					10,300	63.7%	6,561	2.7	2.7
云智能集团			116,480	4.0x	64,813	100.0%	64,813	27.1	26.4
投资					41,429	70.0%	29,000	12.1	11.8
合计							331,210	138.5	134.7

注: 美元/人民币=7.2, 港元/人民币=0.92, 基于1月9日汇率。

资料来源: 华泰研究预测

图表5: 电商可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR			P/E			调整后净利 CAGR	
				2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E			
拼多多	PDD US	100.3	139,321	2.5	2.0	1.7	34.6	8.2	7.1	5.8		36.8		
京东	JD US	34.7	53,553	0.3	0.3	0.3	5.4	8.6	8.0	7.3		14.2		
唯品会	VIPS US	13.1	6,745	0.5	0.4	0.4	(0.6)	5.6	5.5	5.4		(1.8)		
美团	3690 HK	140.1	108,857	2.3	2.0	1.8	17.3	17.8	14.0	11.1		44.6		
Amazon	AMZN US	222.1	2,335,699	3.7	3.3	3.0	10.7	31.4	26.6	22.3		27.2		
eBay	EBAY US	69.4	33,243	3.2	3.1	3.0	2.8	13.8	13.4	12.9		4.5		
平均值				2.1	1.9	1.7	11.7	14.2	12.4	10.8		20.9		

注: 港股数据截至1月10日收盘, 其它数据截止1月8日收盘。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表6: 云计算可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR			P/E			调整后净利 CAGR	
				2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E			
Amazon	AMZN US	222.1	2,335,699	3.7	3.3	3.0	10.7	31.4	26.6	22.3		27.2		
Microsoft	MSFT US	424.6	3,156,553	12.1	10.6	9.2	14.4	34.1	30.3	26.0		14.6		
Google	GOOG US	195.4	2,382,111	6.8	6.1	5.5	12.2	20.2	18.3	16.3		16.5		
Salesforce	CRM US	326.9	312,843	8.2	7.6	6.9	9.2	32.0	28.6	25.0		15.6		
平均值				7.7	6.9	6.2	11.6	29.4	26.0	22.4		18.5		

注: 数据截至1月8日收盘; 均为自然年数据。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

图表7: 本地生活可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR			P/E			调整后净利 CAGR	
				2024E	2025E	2026E	2024-2026E	2024E	2025E	2026E	2024-2026E			
美团	3690 HK	140.1	108,857	2.3	2.0	1.8	17.3	17.8	14.0	11.1		44.6		
DoorDash Inc	DASH US	173.7	72,163	6.8	5.7	4.9	19.6	48.4	32.8	24.9		60.9		
Delivery Hero	DHGR GR	28.6	8,613	0.7	0.6	0.6	14.7	na	163.6	21.9		na		
平均值				3.3	2.8	2.4	17.2	33.1	70.1	19.3		52.7		

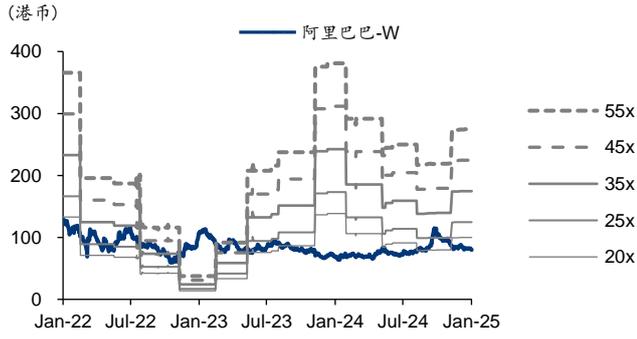
注: 港股数据截至1月10日收盘, 美股数据截止1月8日收盘, 其它数据截止1月9日收盘; 均为自然年数据; 可比公司删除 Just Eat Takeaway, 公司已退市。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

风险提示

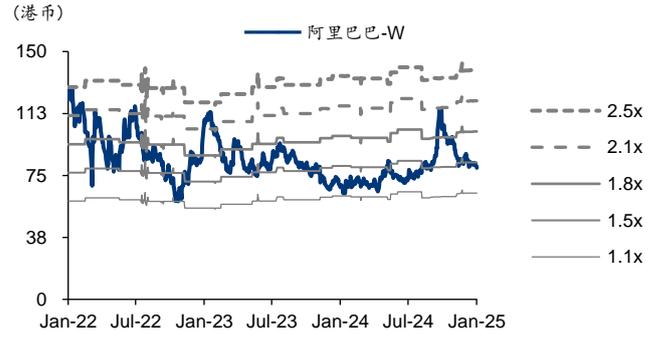
行业竞争超预期加剧; 消费复苏不及预期。

图表8: 阿里巴巴-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表9: 阿里巴巴-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	868,687	941,168	1,010,656	1,114,260	1,203,191
销售成本	(549,695)	(586,323)	(609,457)	(660,772)	(711,820)
毛利润	318,992	354,845	401,199	453,488	491,371
销售及分销成本	(103,496)	(115,141)	(139,471)	(144,854)	(147,992)
管理费用	(42,183)	(41,985)	(46,490)	(49,027)	(51,737)
其他收入/支出	5,823	6,157	0.00	1,114	1,203
财务成本净额	(16,989)	(17,911)	13,139	4,457	4,813
应占联营公司利润及亏损	(8,063)	(7,735)	5,053	5,571	6,016
税前利润	81,122	93,861	168,083	200,551	229,075
税费开支	(15,549)	(22,529)	(32,606)	(35,096)	(40,151)
少数股东损益	(7,210)	(8,677)	(2,021)	(2,229)	(2,406)
净利润	72,509	79,741	137,099	167,283	190,931
Non-GAAP 调整项	71,482	78,618	20,065	16,285	18,082
调整后净利润	143,991	158,359	157,164	183,569	209,013
折旧和摊销	(46,938)	(44,504)	(26,318)	(27,385)	(29,164)
EBITDA	145,049	156,276	181,263	223,479	253,427
EPS (人民币, 基本)	4.00	4.40	7.57	9.24	10.54

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	137,072	143,536	146,427	153,365	157,325
现金及现金等价物	193,086	248,125	278,432	379,640	499,607
其他流动资产	367,808	361,203	374,160	392,766	411,415
总流动资产	697,966	752,864	799,019	925,771	1,068,348
固定资产	176,031	185,161	203,802	225,454	249,668
无形资产	46,913	26,950	27,470	28,575	29,340
其他长期资产	832,134	799,854	857,377	873,017	887,028
总长期资产	1,055,078	1,011,965	1,088,649	1,127,046	1,166,037
总资产	1,753,044	1,764,829	1,887,668	2,052,817	2,234,385
应付账款	373,085	392,506	392,068	406,855	418,292
短期借款	7,466	12,749	12,749	12,749	12,749
其他负债	4,800	16,252	16,252	16,252	16,252
总流动负债	385,351	421,507	421,069	435,856	447,293
长期债务	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
其他长期债务	192,749	175,037	174,455	176,222	177,595
总长期负债	244,772	230,723	230,141	231,908	233,281
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	999,514	997,271	1,121,129	1,269,726	1,438,482
股东权益	999,515	997,272	1,121,130	1,269,727	1,438,483
少数股东权益	123,406	115,327	115,327	115,327	115,327
总权益	1,122,921	1,112,599	1,236,457	1,385,054	1,553,810

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18.48	16.81	9.77	8.01	7.02
PB	1.34	1.34	1.20	1.06	0.93
调整后 PE (倍)	9.31	8.46	8.53	7.30	6.41
调整后 ROE	14.71	15.86	14.84	15.36	15.44
EV EBITDA	11.08	9.90	8.36	6.34	5.12
股息率 (%)	0.00	1.34	2.15	2.51	2.85
自由现金流收益率 (%)	5.78	6.99	7.16	10.21	11.72

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	145,049	156,276	181,263	223,479	253,427
融资成本	16,989	17,911	(13,139)	(4,457)	(4,813)
营运资本变动	(10,426)	2,318	(4,100)	5,997	6,421
税费	(15,549)	(22,529)	(32,606)	(35,096)	(40,151)
其他	63,689	28,617	7,685	(1,514)	(1,603)
经营活动现金流	199,752	182,593	139,104	188,408	213,281
CAPEX	(33,708)	(32,556)	(45,480)	(50,142)	(54,144)
其他投资活动	(101,798)	10,732	(53,051)	(8,303)	(6,622)
投资活动现金流	(135,506)	(21,824)	(98,530)	(58,444)	(60,765)
债务增加量	11,342	7,478	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(74,735)	(87,902)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(17,946)	(28,800)	(33,572)	(38,216)
其他融资活动现金流	(2,226)	(9,874)	13,139	4,457	4,813
融资活动现金流	(65,619)	(108,244)	(15,661)	(29,115)	(33,403)
现金变动	(1,373)	52,525	24,912	100,848	119,112
年初现金	227,353	229,510	286,424	311,336	412,184
汇率波动影响	3,530	4,389	0.00	0.00	0.00
年末现金	229,510	286,424	311,336	412,184	531,296

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	1.83	8.34	7.38	10.25	7.98
毛利润	1.72	11.24	13.06	13.03	8.35
营业利润	44.10	12.95	32.24	26.36	14.59
净利润	17.03	9.97	71.93	22.02	14.14
调整后净利润	0.33	9.98	(0.75)	16.80	13.86
EPS (基本)	17.03	9.97	71.93	22.02	14.14
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.72	37.70	39.70	40.70	40.84
EBITDA	16.70	16.60	17.94	20.06	21.06
净利润率	8.35	8.47	13.57	15.01	15.87
调整后净利润率	16.58	16.83	15.55	16.47	17.37
ROE	7.41	7.99	12.94	13.99	14.10
调整后 ROE	14.71	15.86	14.84	15.36	15.44
ROA	4.21	4.53	7.51	8.49	8.91
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(13.37)	(18.02)	(18.73)	(24.51)	(29.97)
流动比率	1.81	1.79	1.90	2.12	2.39
速动比率	1.81	1.79	1.90	2.12	2.39
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.50	0.54	0.55	0.57	0.56
应收账款周转天数	58.65	53.67	51.64	48.43	46.48
应付账款周转天数	244.94	235.03	231.72	217.63	208.66
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	4.00	4.40	7.57	9.24	10.54
EPS (调整后, 基本)	7.95	8.74	8.68	10.14	11.54
每股净资产	55.18	55.06	61.90	70.10	79.42

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、侯杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 阿里巴巴-W (9988 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 阿里巴巴-W (9988 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司