

阿里巴巴-SW (09988.HK)

优于大市

3QFY25 前瞻：淘天货币化率企稳回升，公司持续收缩非核心业务

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn 执证编码：S0980521120004
联系人：王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn

事项：

阿里巴巴即将发布 2025 财年三季度财报。

国信互联网观点：1) 料 3QFY25 收入同比+5%，经调整 EBITA 利润率 20%：收入看，我们预计阿里巴巴实现营收 2,737 亿元，YoY+5%。我们预计本季度收入增速环比基本持平，其中淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能收入增速分别为 3%/27%/13%/10%/10%。预计本季度淘天 GMV 增速与大盘持平，份额稳住，货币化率企稳回升。料 3QFY25 经调整 EBITA 利润率 20%，同比持平，经调 EBITA 利润 YoY+3.7%，Non-GAAP 归母净利率 18%，同比基本持平。我们认为集团经调整 EBITA 利润率持平主要系淘天集团经调 EBITA 同比下滑幅度低于 2QFY25，主要由于 CMR 较快增长带来的杠杆效应；预计除淘天外其他业务经调整 EBITA 利润率为-3%，同环比看仍在不断减亏进程中。2024 年 11 月 21 日公司宣布成立电商事业群，整合淘宝天猫集团、阿里巴巴国际数字商业集团以及 1688、闲鱼等电商业务，蒋凡将担任电商事业群 CEO。值得一提的是，阿里近期不断出售非核心线下资产，回归互联网，预计处置资产所得现金将回馈股东。公司 1 月 1 日公告，出售全资子公司所持 73.66%及 new retail 所持 5.04%的高鑫零售（6808.HK）股份，共计 131.77 亿港元，此前阿里于 2024 年 12 月 17 日公告出售银泰 99%股权，所得款项总额约 74 亿元（10 亿美元）。银泰和高鑫出售确认财务将在交易完成后，对本季度财报无影响。

2) 维持优于大市评级：阿里改组后持续投入核心业务，非核心业务降本增效或出售。目前公司股价对应 FY2025 9 倍 PE，我们小幅调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9861/10800/11822 亿元，调整幅度为 -0.6%/-0.8%/-0.9%，主要反映本季度国内消费疲软，非淘天业务收入增速回落，部分被淘天收入较快增长抵消；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1484/1622/1841 亿元，调整幅度为 -0.3%/-0.6%/-0.7%，主要反映本季度 AIDC 业务促销力度加大导致亏损绝对值小幅提升。我们维持公司目标价 120-127 港币，距当前上涨空间 51%/60%，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 整体：料 3QFY25 收入同比+5%，经调整 EBITA 利润率 20%

3QFY25，我们预计阿里巴巴实现营收 2,737 亿元，YoY+5%。我们预计本季度收入增速环比基本持平，其中淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能收入增速分别为 3%/27%/13%/10%/10%。

料 3QFY25 经调整 EBITA 利润率 20%，同比持平，经调 EBITA 利润 YoY+3.7%，Non-GAAP 归母净利率 18%，同比基本持平。我们认为集团经调整 EBITA 利润率持平主要系淘天集团 EBITA 同比下滑幅度低于 2QFY25，主要由于 CMR 较快增长带来的杠杆效应；预计除淘天外其他业务经调整 EBITA 利润率为-3%，同环比看仍在不断减亏进程中。

值得一提的是，阿里近期不断出售非核心线下资产，回归互联网，预计处置资产所得现金将回馈股东。公司 1 月 1 日公告，出售全资子公司所持 73.66%及 new retail 所持 5.04%的高鑫零售（6808.HK）股份，共计 131.77 亿港元，所得款用于聚焦核心业务发展并提升股东回报，出售完成后阿里将不再持有高鑫零售任何股权，预计出售所产生股东应占损失为 131.77 亿元；此前阿里于 2024 年 12 月 17 日公告出售银泰 99%股权，所得款项总额约 74 亿元（10 亿美元），预计因出售银泰而录得的亏损约为人民币 93 亿元（13 亿

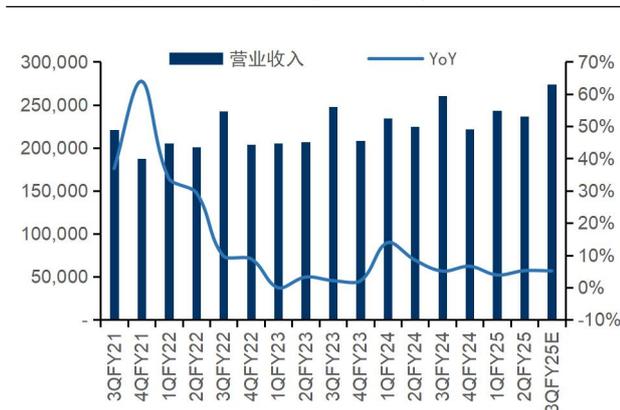
美元)。银泰和高鑫出售确认财务将在交易完成后，对本季度财报无影响。

表1: 阿里巴巴季度业绩预测 (百万元)

	3QFY24	2QFY25	3QFY25E	YoY	QoQ
淘天	129,070	98,994	132,810	3%	34%
国际数字商业	28,516	31,672	36,125	27%	14%
本地生活	15,160	17,725	17,155	13%	-3%
菜鸟	28,476	24,647	31,324	10%	27%
云智能	28,066	29,610	30,873	10%	4%
大文娱	5,040	5,694	5,342	6%	-6%
其他业务	47,023	52,178	49,374	5%	-5%
总收入	260,348	236,503	273,744	5%	16%
毛利	104,134	94,441	103,462	-1%	10%
经调整 EBITA	52,843	40,561	54,805	4%	35%
Non-GAAP 归母净利润	47,951	36,518	48,448	1%	33%
毛利率	40.0%	39.9%	37.8%	-2.2pct	-2.1pct
经调整 EBITA 率	20.3%	17.2%	20.0%	-0.3pct	2.9pct
Non-GAAP 归母净利率	18.4%	15.4%	17.7%	-0.7pct	2.3pct

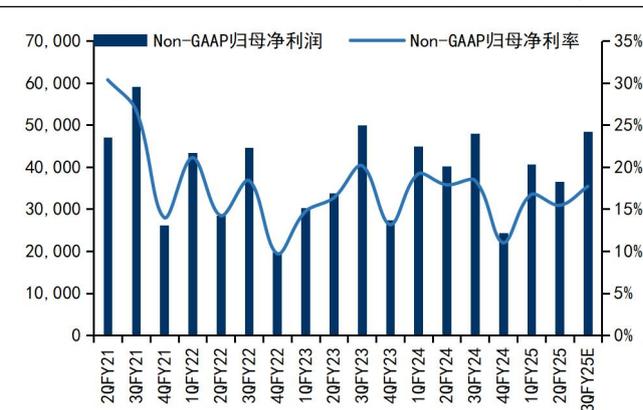
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图1: 阿里巴巴营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图2: 阿里巴巴 Non-GAAP 归母净利润及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 淘天集团: 料本季度 GMV 同比+3%, CMR 收入同比+5%, 货币化率企稳回升

预计本季度淘天 GMV 增速与大盘持平, 份额稳住, CMR 增速超过 GMV 增速。行业大盘看, 2024 年 10-11 月线上实物零售额同比+3%, 环比 Q3 增速回落; 双 11 大促期间公司加大促销力度, 撬动 GMV 增速追上大盘水平; 公司 9 月开始面向所有商家收 0.6% 软件服务费, 本季度全站推渗透率进一步提升, 淘天货币化率企稳回升。此外, 2024 年 11 月 21 日公司宣布成立电商事业群, 整合淘宝天猫集团、阿里巴巴国际数字商业集团以及 1688、闲鱼等电商业务, 蒋凡将担任电商事业群 CEO。蒋凡上任后将持续提升运营效率, 优化各项费用开支, 公司表示, 目前淘天经调整 EBITA 不是关注重点, 经调 EBITA 增速和 CMR 增速之间的 GAP 未来仍会有起伏。

值得一提的是, 继 24 年 12 月底微信推出送礼功能后, 1 月 8 日淘宝面向所有用户推出送礼物功能, 参与年货节商品可享受单件送礼 85 折直降优惠, 预计送礼功能将更好满足春节用户送礼需求, 撬动大盘 GMV 新的增长点。

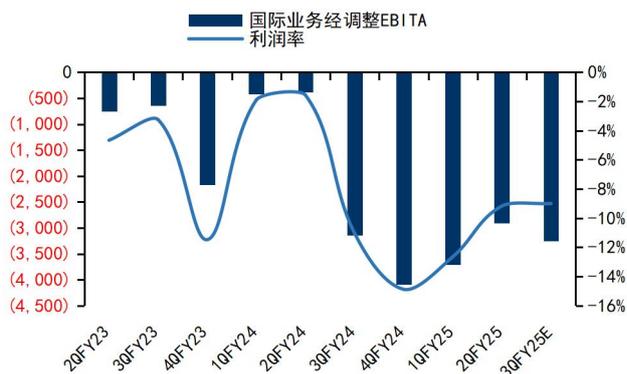
◆ 国际数字商业：料本季度收入同比+27%，经调整 EBITA 利润率-9%，业务亏损绝对值可控

料本季度阿里国际业务收入 361 亿，同比+27%，经调整 EBITA 利润率-9%，比去年同期提升 2pct，环比看，本季度为促销旺季亏损绝对值小幅提升，亏损率基本持平，分业务看，速卖通和 Trendyol 仍在投入期但 UE 持续改善，Lazada 持续减亏，长期看国际数字商业亏损将持续收窄。

图3：阿里巴巴国际业务收入及增速（百万元，%）



图4：阿里巴巴国际业务经调整 EBITA 及利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

阿里改组后持续投入核心业务，非核心业务降本增效或出售。目前公司股价对应 FY2025 9 倍 PE，我们小幅调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9861/10800/11822 亿元，调整幅度为-0.6%/-0.8%/-0.9%，主要反映本季度国内消费疲软，非淘天业务收入增速回落，部分被淘天收入较快增长抵消；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1484/1622/1841 亿元，调整幅度为-0.3%/-0.6%/-0.7%，主要反映本季度 AIDC 业务促销力度加大导致亏损绝对值小幅提升。我们维持公司目标价 120-127 港币，距当前上涨空间 51%/60%，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

- 《阿里巴巴-W (09988.HK) -2QFY25 财报点评：测算淘天 GMV yoy+2%，淘天以外业务降本增效成效显著》——2024-11-17
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY25 前瞻：淘天货币化率逐步企稳，公司持续投入用户体验》——2024-10-13
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -1QFY25 财报点评：公司持续投入核心电商，其他亏损业务预计 1-2 年内扭亏为盈》——2024-08-18
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -电商深度研究系列五：阿里巴巴：外部竞争趋缓，88VIP 和全站推广有望带动主站可持续增长》——2024-07-26
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -1QFY25 前瞻：电商份额趋稳，预测淘天主站盈利能力筑底》——2024-07-12

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	343243	457307	602437	营业收入	941168	986095	1080045	1182210
应收款项	98194	102881	112683	123342	营业成本	586323	613718	670030	733410
存货净额	25460	23712	25674	27966	销售费用	103496	134284	143922	157536
其他流动资产	381085	383862	409044	435897	管理费用	112431	166095	163911	166252
流动资产合计	752864	853698	1004709	1189643	财务费用	16989	16989	17911	(17407)
固定资产	185161	190697	182517	161992	投资收益	(7735)	2036	2036	2036
无形资产及其他	363556	303163	252856	210955	其他收入	3692	29960	10569	(17061)
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	营业利润	104382	87004	96876	127394
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	营业外净收支	(10521)	2181	4720	4720
资产总计	1764829	1781763	1845242	1938706	利润总额	93861	89185	101596	132114
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	所得税费用	22529	19954	25399	33029
应付款项	17002	15835	17145	18676	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(9174)
其他流动负债	375504	373296	403116	439736	经调整归属于母公司净利润	157479	148386	162209	184065
流动负债合计	421507	419581	452234	491984	现金流量表(百万元)				
长期借款及应付债券	141775	98140	59505	20870	净利润	157479	148386	162209	184065
其他长期负债	88948	82212	75476	68740	折旧摊销	(14295)	102355	101276	100979
长期负债合计	230723	180352	134981	89610	财务费用	16989	16989	17911	(17407)
负债合计	652230	599933	587215	581594	营运资本变动	(1331)	(15828)	6822	12148
少数股东权益	115327	116180	115238	106064	其它	(86415)	(79155)	(86012)	(84979)
股东权益	997272	1065650	1142789	1251048	经营活动现金流	68942	155757	184295	212213
负债和股东权益总计	1764829	1781763	1845242	1938706	资本开支	32173	(47498)	(42788)	(38554)
关键财务与估值指标					其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	投资活动现金流	69697	(18454)	(33119)	(30046)
经调整每股收益	8.26	7.79	8.51	9.66	其它融资现金流	8296	1450	1523	1599
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	融资活动现金流	(83600)	(42185)	(37112)	(37036)
每股净资产	52.34	55.93	59.97	65.66	现金净变动	55039	95118	114064	145130
ROIC	12%	11%	14%	17%	货币资金的期初余额	193086	248125	343243	457307
ROE	8%	6%	7%	9%	货币资金的期末余额	248125	343243	457307	602437
毛利率	38%	38%	38%	38%	企业自由现金流	153510	109534	141780	155812
EBIT Margin	19%	9%	9%	9%	权益自由现金流	141582	92796	129870	170466
EBITA Margin	18%	20%	19%	18%					
收入增长	8%	5%	10%	9%					
经调净利润增长率	11%	-6%	9%	13%					
资产负债率	43%	40%	38%	35%					
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
调整后 P/E	9.1	9.6	8.8	7.8					
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1					
EV/EBITDA	9	7	7	6					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032