

阿里巴巴-W(09988)

报告日期: 2025年03月21日

## 十问十答, 再看阿里巴巴投资价值与预期差

### ——阿里巴巴更新报告

#### 投资要点

- 我们认为阿里巴巴收入增长提速、利润率提升确定性大, 有望超预期。
- 不同于市场的观点: 我们认为阿里巴巴收入增长提速、公司利润率提升的确定性大。主要的不同点体现在对智能云业务收入提速、智能云供需和竞争优化后利润率快速提升的判断上。
- 阿里巴巴收入端增长提速确定性大。
  1. 阿里智能云集团收入受 AI 需求和供给驱动, 提速的确定性高。参考谷歌云的增长情况, 我们假设未来 1 年智能云基础资源使用量增长 5.5 倍; 参考 AWS AI 实例降价趋势, 我们假设未来 1 年智能云基础资源价格下降 40%, 我们推断阿里巴巴 AI 智能云业务 2025 收入增量为 246 亿元。考虑到目前供应紧张的情况, 云基础资源价格下降幅度有可能低于我们的假设, 即智能云业务的收入有望进一步超预期。
  2. 淘天集团的货币化率提升确定性高。驱动为技术服务费收入的增量和全站推渗透率的进一步提升。
- 阿里巴巴利润弹性高于收入弹性。
  1. 智能云业务利润率快速提升, 我们认为阿里巴巴智能云业务利润率进一步提升的确定性很高, 如果收入增长超预期的话, 利润增长由于规模效应更具弹性。利润率提升的驱动力来自: 1) 供需关系&竞争格局的改善; 2) 规模效应带来成本率和复用率的改善。我们为一台 8 卡 H20 96GB 服务器构建一个粗略的 AI 云单位经营模型 (按照人力成本占收比 40% 来计算), AI 云 EBIT Margin 为 15.7%。随着规模的变大, 人力成本占收比下降, AI 云 EBIT Margin 会快速提升。
  2. 公司主业利润率提升, 驱动: 1) 淘天利润率止跌企稳: 2025 年, 电商竞争重心从 C 端补贴转向 B 端补贴, 对公司货币化率的提振更有效; 2) 非核心业务战略收缩亏损收窄, 毛利率改善空间大; 3) 资本开支大幅增加对公司整体折旧费用的影响有限, 不高于 2 个百分点。
- 盈利预测与估值
 

我们维持公司 FY2025-FY2026 经调整净利润为 1703.22 亿元、1934.54 亿元, 同比增速为 8.2%、13.6%。我们采用分部估值法, 因为电商事业群 (含菜鸟) 对公司利润贡献超过 100%, 给予公司 FY26 经调整利润 11 倍 PE, 作为电商事业群 (含菜鸟) 合理估值; 给予公司 FY26 云业务收入 5 倍 PS 作为智能云集团合理估值, 合计对应公司合理市值为 2.84 万亿, 对应目标价为 162.57 港币/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示
 

微信电商发展超预期的风险、H20 被禁带来算力芯片供给受限的风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 冯翠婷  
执业证书号: S1230525010001  
fengcuiting@stocke.com.cn

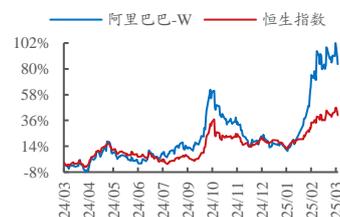
分析师: 宁泽洁  
执业证书号: S1230522060002  
ningfujie@stocke.com.cn

分析师: 徐紫薇  
执业证书号: S1230524120005  
xuziwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价 HK\$130.70  
总市值(百万港元) 2,483,545.96  
总股本(百万股) 19,001.88

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《公司业绩与资本开支大超预期》 2025.02.24
- 2 《AI 价值洼地, 低估值高成长的潜力之星》 2025.02.13
- 3 《战略调整下实现整体健康增长》 2024.11.17

#### 财务摘要

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	941168	1006582	1088337	1182393
(+/-) (%)	8%	7%	8%	9%
归母净利润	80009	158422	174711	195135
(+/-) (%)	10%	98%	10%	12%
每股收益(元)	3.95	8.34	9.19	10.27
P/E	16.36	14.42	13.08	11.71

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测及核心假设：我们预测公司 FY2025-FY2026 经调整净利润为 1703.22 亿元、1934.54 亿元，同比增速为 8.2%、13.6%。以下为 FY2025-FY2026 核心假设：

- 淘天集团收入增速：2.4%、3.8%
- 淘天集团货币化率：4.02%、4.1%
- 云业务收入增速：10%、20%
- 云业务 EBITA Margin：10%、15%

2) 估值与目标价：我们使用分部估值法，因为电商事业群（含菜鸟）对公司利润贡献超过 100%，给予公司 FY26 经调整利润 11 倍 PE，作为电商事业群（含菜鸟）合理估值；给予公司 FY26 云业务收入 5 倍 PS 作为智能云集团合理估值，合计对应公司合理市值为 2.84 万亿目标价格，对应目标价为 162.57 港币/股。维持“买入”评级。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场对阿里巴巴云业务增长的幅度有争议，尤其是考虑到各大云厂商竞争激烈，对阿里巴巴云业务的利润率是否能提升有较大的争议。

我们认为阿里巴巴收入增长提速、公司利润率提升的确定性大。主要的不同点体现在对智能云业务收入提速、智能云供需和竞争优化后利润率快速提升的判断上。

- 1) 我们预测阿里巴巴云业务 FY2026 年云业务增速为 20%。我们假设未来 1 年智能云基础资源使用量增长 5.5 倍；参考 AWS AI 实例降价趋势，我们假设未来 1 年智能云基础资源价格下降 40%，因此能推断阿里巴巴 AI 智能云业务 2025 收入增量为 246 亿元。考虑到目前供应紧张的情况，云基础资源价格下降幅度有可能低于我们的假设，即智能云业务的收入有望进一步超预期，推动云业务增速超过 20%。
- 2) 我们对阿里巴巴云业务 FY2026 年 EBITA 利润率的预测为 15%。我们为一台 8 卡 H20 96GB 服务器构建一个粗略的 AI 云单位经营模型，如果按照人力成本占收比 40% 来计算，则 AI 云 EBIT Margin 为 15.7%。因为人力成本是固定成本，如果收入规模提升幅度大，则 AI 云利润率有望进一步超预期。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1、资本开支预期进一步上调。
- 2、爆款大模型应用的出现。
- 3、基础算力租赁价格下降幅度低于预期。
- 4、FY25Q4 业绩超预期，包括但不限于 1) 淘天货币化率超预期；2) 智能云业务收入超预期；3) 智能云 EBITA Margin 超预期。
- 5、公司非核心业务出售进展。

### ● 风险提示

微信电商发展超预期的风险、H20 被禁带来算力芯片供给受限的风险。

## 正文目录

1 淘天集团收入增速展望 .....	5
2 云业务增长提速的确定性 .....	5
3 AI 驱动的云业务竞争格局展望 .....	7
4 云业务利润率如何展望 .....	8
5 淘天集团利润率的展望 .....	10
6 核心业务中国际电商减亏确定性较高 .....	10
7 非核心业务战略收缩对公司利润的贡献 .....	11
8 AI 能力对零售业务的赋能展望 .....	11
9 公司资本开支展望及对折旧的影响 .....	11
10 最新盈利预测与估值 .....	12
11 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 北美云厂商资本开支增长提速 (单位: 百万美元) .....	5
图 2: 北美云厂商云业务营收同比增长提速 .....	6
图 3: 阿里巴巴从 24Q4 开始大幅提升资本开支 .....	6
图 4: 推理成本下降促进 AI 发展 .....	7
图 5: 2022Y-2024Y 国企资本开支更具韧性 .....	7
图 6: 公有云市场竞争格局 (2019 年) .....	8
图 7: 公有云市场竞争格局 (2024H1) .....	8
图 8: 谷歌云利润弹性凸显 .....	8
图 9: AI 云服务单位经营模型 (预测) .....	9
图 10: 阿里巴巴过去几个季度销售费用提升幅度较大 (单位: 百万元) .....	10
图 11: 阿里巴巴过去毛利率下降主要原因来自非核心业务 .....	11
表 1: 金山云 24Q4 EBITDA Margin 大幅提升 (单位: 百万元) .....	9
表 2: 资本开支展望及对折旧的影响 (单位: 百万元) .....	12
表附录: 三大报表预测值 .....	13

## 1 淘天集团收入增速展望

我们预计 FY25Q4 淘天集团收入为 999.08 亿元，其中 CMR 的增速为 11.1%，核心假设和依据为：

1) 预计公司 GMV 增长略高于社零增速：根据公司战略与竞争态势，我们预计公司 FY25Q4 GMV 同比增长 5.3%（略高于 25 年 GDP 目标增速）。

2) 货币化率提升的确定性高：1) 接下来 3 个季度，公司相比于去年同期新增了 0.6% 的技术服务费收入；2) 根据公司业绩后电话会的内容，“全站推”的渗透提升了公司电商业务的货币化率，我们认为这一趋势在未来几个季度仍会延续。

## 2 云业务增长提速的确定性

2022 年 11 月 30 日，OpenAI 正式推出 ChatGPT，生成式人工智能进入了一个新的发展阶段。北美云厂商从 23Q3 开始加大资本开支，并不断上调资本开支计划。24Q4 北美各大云厂商的资本开支均超预期，连续 5 个季度保持增长且增速提升，并且对 25 年全年都有较为不错的指引。

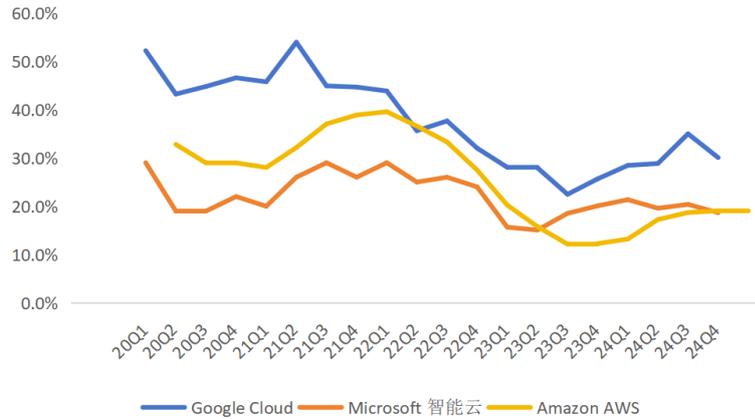
图1：北美云厂商资本开支增长提速（单位：百万美元）



资料来源：各公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

北美云厂商业务收入受益于 AI 需求拉动，景气度提升。2024 年，北美三大云厂商（Google、微软、亚马逊）营收增速为 21%，相比于 2023 年提速了 4.25 个百分点。

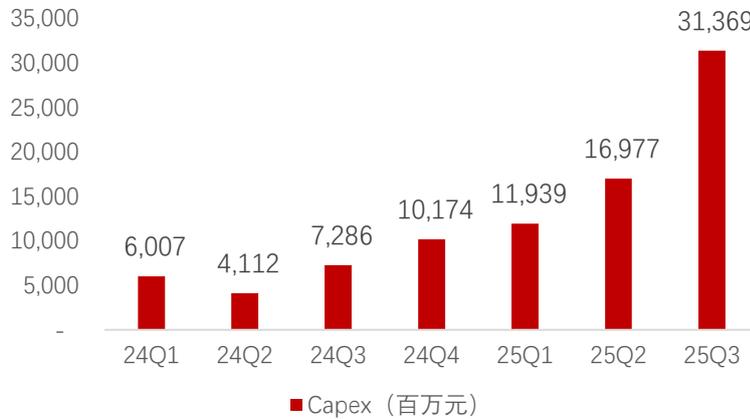
图2：北美云厂商云业务营收同比增长提速



资料来源：各公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

**供给驱动：**阿里巴巴从 24Q4 大幅提升资本开支，以满足高速增长的需求。公司 FY25Q3 资本开支高达 314 亿元，同比增长 331%。此外，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。

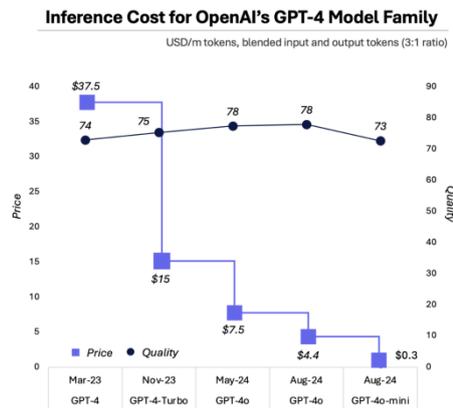
图3：阿里巴巴从 24Q4 开始大幅提升资本开支



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

随着推理模型效率提升、成本下降，促进 AI 应用的发展，因而也带动云厂商用于训练和推理的计算、网络等资源消耗。谷歌 24Q4 业绩会披露，云服务客户用于训练和推理的计算资源是 18 个月前的 8 倍多。我们假设 2024 年，阿里巴巴 AI 相关云业务的规模占比为 5%，即 63 亿元。我们假设 AI 相关云业务收入主要受云基础资源使用量和价格的影响，参考谷歌云的增长情况，我们假设未来 1 年智能云基础资源使用量增长 5.5 倍；参考 AWS AI 实例降价趋势，我们假设未来 1 年智能云基础资源价格下降 40%，因此能推断阿里巴巴 AI 智能云业务 2025 收入增量为 246 亿元。考虑到目前供应紧张的情况，云基础资源价格下降幅度有可能低于我们的假设，即智能云业务的收入有望进一步超预期。

图4: 推理成本下降促进 AI 发展



资料来源: Whop, Artificial Analysis, 浙商证券研究所

综合供需分析, 我们预测阿里巴巴智能云业务增长提速的概率较高, 我们预测公司 FY25Q4 智能云集团收入为 312.38 亿元, yoy22%; 预测 FY2026-FY2027 年智能云集团收入为 1429.7 亿元、1715.6 亿元, 同比增速分别为 20%、20%。

### 3 AI 驱动的云业务竞争格局展望

我们认为, 过去 5 年阿里巴巴在公有云市场丢失份额, 主要原因之一是 2020 年后国央企 IT 支出相比于中小企业资本开支更具韧性, 而运营商、华为云等跟国央企合作更为紧密。

图5: 2022Y-2024Y 国企资本开支更具韧性

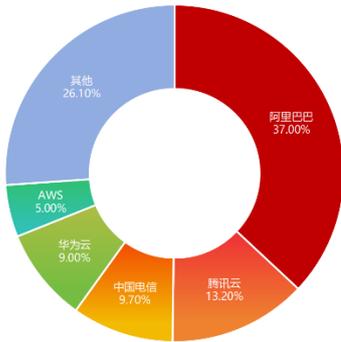


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为未来 5 年的公有云业务增长提速主要由 AI 驱动, 而阿里云在技术领先性、模型领先性上远超过竞争对手, 有望帮阿里获取更多的市场份额。

图6: 公有云市场竞争格局 (2019年)

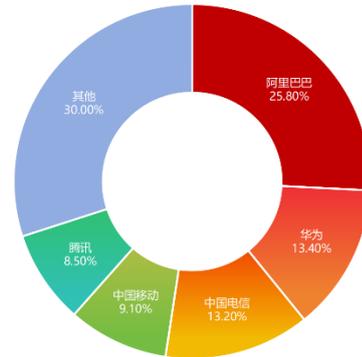
2019年中国公有云IaaS市场份额占比情况



资料来源: 艾瑞咨询、凤凰网、浙商证券研究所

图7: 公有云市场竞争格局 (2024H1)

2024年上半年中国公有云IaaS市场份额占比情况



资料来源: IDC、中商产业研究院、浙商证券研究所

## 4 云业务利润率如何展望

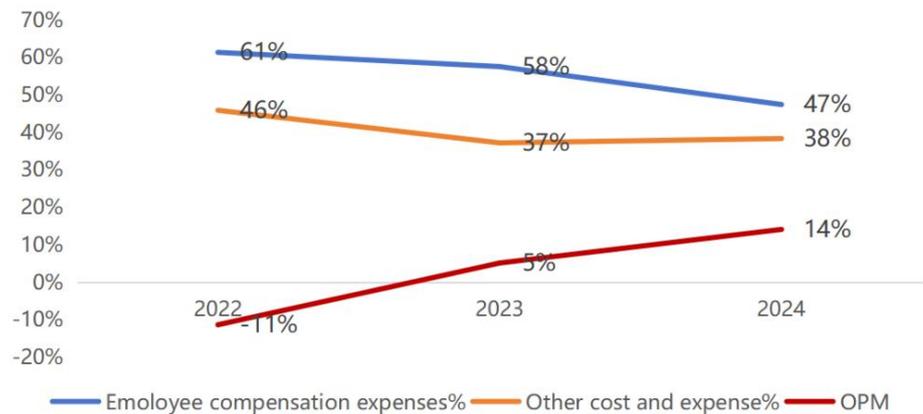
我们认为阿里巴巴智能云业务利润率提升的确定性很高, 幅度可参考 google Cloud 2024 年经营利润率提升幅度: 9 个百分点。驱动力主要来自: 1) 供需关系&竞争格局的改善; 2) 规模效应带来成本率和复用率的改善。

谷歌云业务 2024 年实现了 432.3 亿美元收入, 相比于 2022 年增长了 64.5%, 并且连续两年, 经营利润率快速提速, 2024 年谷歌云业务的经营利润率为 14%。

人员成本的规模效应是利润释放弹性的主要驱动力: 2023、2024 年, 谷歌云人员相关成本开支占收入的比例分别下降了 3.8 个百分点、10.1 个百分点。

图8: 谷歌云利润弹性凸显

谷歌云利润弹性主要驱动来自人员成本的规模效应

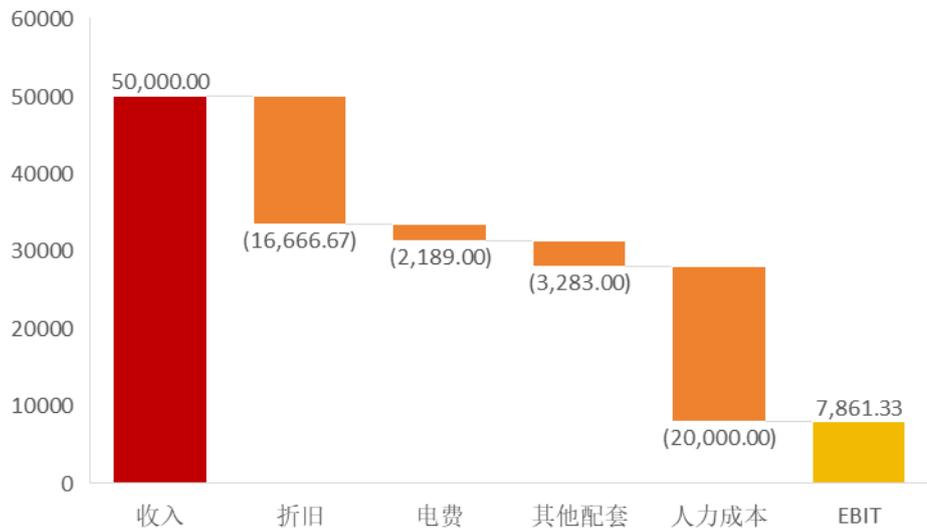


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

我们为一台 8 卡 H20 96GB 服务器构建一个粗略的 AI 云单位经营模型 (按照人力成本占收比 40% 来计算), 则 AI 云 EBIT Margin 为 15.7%。

- 1) 收入: 假设为 5 万元每月 (实际收入根据客户级别、采购数量差距较大)
- 2) 折旧: 假设服务器采购成本为 120 万元, 参考海外云厂 AWS、Google Cloud 按照直线折旧法, 折旧年限为 6 年, 则对应每月折旧成本为 16667 元。
- 3) 电费: 假设 8 卡 H20 服务器单月的电耗约为 2736Kwh\*全国工业用电平均单价 0.8 元/Kwh, 对应每月电费成本为 2189 元。
- 4) 其他数据中心配套运营成本 (包含场地、机柜、其他设备、网络、维保等): 参考数据中心成本结构, 我们假设为电费的 1.5 倍, 即 3283 元。
- 5) 人力成本: 参考 Google Cloud 的成本结构, 人力成本分摊到每台服务器受规模影响非常大, 我们假设目前阿里云人力相关成本占收比为 40%, 即 2 万元。

图9: AI 云服务单位经营模型 (预测)



资料来源: 浙商证券研究所

我们假设公司 FY25-27 智能云业务的 EBITA Margin 为 10%/15%/16%, 其中 FY27 年 Margin 提升幅度下降主要是考虑折旧费用加大的影响。

我们用金山云的经营数据进行交叉验证: 考虑到阿里云规模远大于金山云因此具备更强的超售和调度能力以复用基础资源, 其次由于品牌和技术优势, 阿里云的定价高于金山云 5-10% (例如: V100 8 核 32G 的指导价, 阿里云为 7640 元/月, 金山云为 7099 元/月)。根据金山云最新的业绩数据, 2024Q4, 金山云的 EBITA Margin 提升至 3.9%。

表1: 金山云 24Q4 EBITDA Margin 大幅提升 (单位: 百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2025E	2026E
营业收入	1776	1892	1886	2232	8964	10450
YoY	/	/	/	/	15.1%	16.6%
折旧与摊销	223	306	359	376	1404	1590
摊销费用	/	/	43	130	146	132
EBITDA	-51	28	-785	333	990	1717
EBITDA Margin	-2.9%	1.5%	-41.6%	14.9%	11.0%	16.4%

EBITA Margin / / -24.9% 3.9% -3.0% 2.5%

资料来源: Bloomberg, 预测值为彭博一致预期, 浙商证券研究所

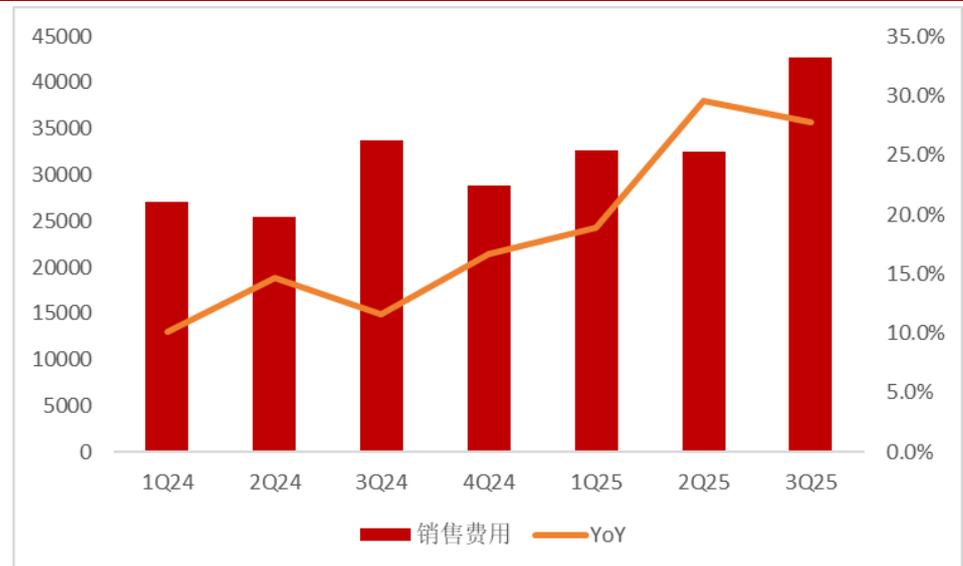
## 5 淘天集团利润率的展望

我们对 FY2026-2027 年淘天集团利润率展望为止跌企稳: 预测 FY2026-FY2027 淘天集团 EBITA 为 2051.83 亿元、2161.00 亿元, 同比增长 4%、5.3%, EBITA Margin 分别为 44%、44%。

FY2025 年淘天集团 EBITA Margin 同比下滑的原因主要是为 2024 年为提升用户体验和粘性, 公司整体营销费用同比增幅较大, 且这部分投入主要在 C 端, C 端补贴有利于用户心智和粘性的建立, 但是对短期的业绩影响偏负面。我们判断这一部分补贴在 2025 年会有所减少, 公司整体会注重投入的效率, 把更多的补贴投入到商家端:

- 1) **C 端补贴更节制: 88VIP 从无限次退货包运费转变为有限额度退货包运费:** 如果 88VIP 服务在 2025 年 2 月 18 日 0 点前生效的, 在当前会员周期结束前, 88VIP 退货包运费权益不限次数的。如果 88VIP 服务是 2025 年 2 月 18 日 0 点后生效的, 生活卡、购物卡、全能卡三类年卡用户年度可补贴 288 元, (即) 年度只能享受 288 元的退货运费权益。
- 2) **各家电商平台策略上把更多补贴给到 B 端, 而 B 端补贴对货币化率的提振更有效。** 2025 年 1 月: 淘宝天猫公布 2025 年 12 项惠商举措, 投入超百亿; 抖音电商宣布推出 9 项扶持措施, 包含为中小商家免佣、推广费返还等政策。

图10: 阿里巴巴过去几个季度销售费用提升幅度较大 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 6 核心业务中国际电商减亏确定性较高

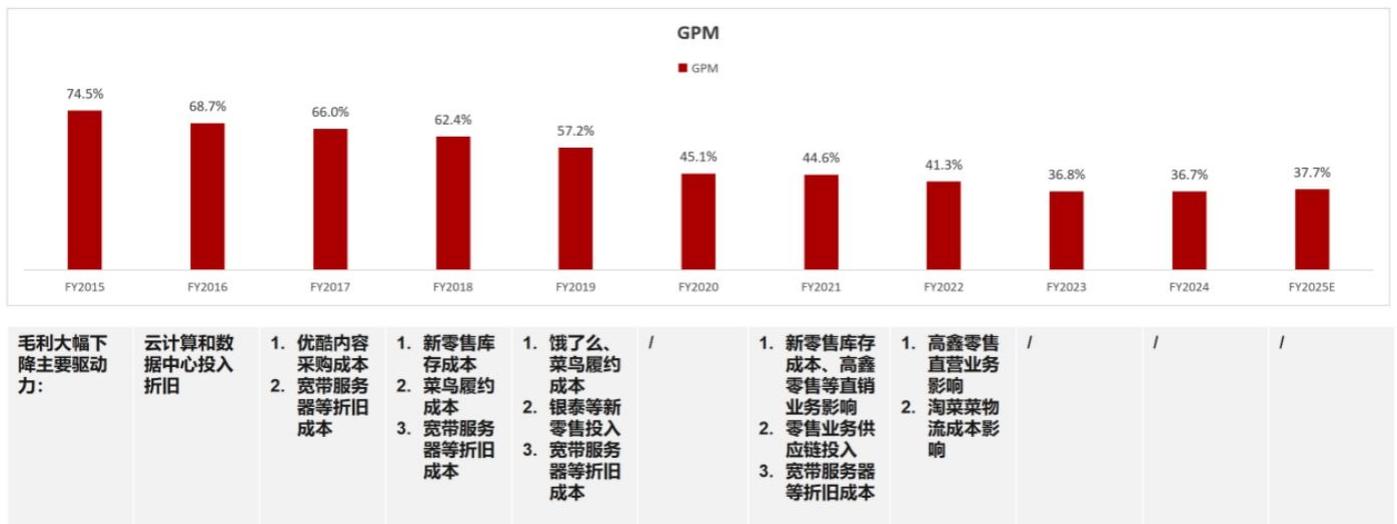
过去 4 个季度 (FY24Q4-FY25Q3), 阿里巴巴国际商业集团的 EBITA 亏损分别为 41 亿元、37 亿元、29 亿元、49 亿元, 合计年度亏损 156 亿元。公司在 FY25Q3 业绩后会议中明确表示, 跨境业务的 UE 由于业务的优化有明显的提升, 公司有信心在未来几个季度实现

跨境业务损益的明显改善。我们预测公司 FY2026AIDC 业务的 EBITA 大幅减亏，亏损 78 亿元，并在 FY2027 年实现 EBITA 盈亏平衡。

## 7 非核心业务战略收缩对公司利润的贡献

公司战略聚焦核心业务，优化公司报表。公司在 FY25Q3 业绩后会议中明确表示，大部分亏损业务预计在未来一到两年内达到盈亏平衡，并逐渐开始贡献规模化的盈利，其中高德在 FY25Q3 首次实现盈利。公司会持续通过战略性出售非核心资产等方法优化资产负债表。过去阿里巴巴毛利率下滑的主要原因来自对新零售业务、本地生活业务和大文娱业务的投入。在公司剥离/减亏这些业务的过程中，有望带来毛利率的回升。

图 11: 阿里巴巴过去毛利率下降主要原因来自非核心业务



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 8 AI 能力对零售业务的赋能展望

我们认为，AI 对阿里巴巴零售业务的赋能主要体现在三方面，1) 在电商算法中提高推荐页的匹配度，以提升用户的成交进而提升平台的 GMV；2) 在商家侧提供工具，如智能客服、库存预测等提升商家效率节约成本，提高商家在淘宝平台的体验；3) 把机器人等技术融入到物流履约网络中，实现成本节约与生产效率的提升。

参考亚马逊在业绩会中提到 AI 对零售业务方面的赋能，1) 亚马逊已经将机器人技术融入到物流履约网络中（Shreveport 已经落地），实现了成本节约与生产效率的提升。2) 在 AI 在智能客服、卖家工具、库存预测等方面提升效率/节约成本；在购物助手（如 Rufus）、商品搜索（Amazon Lens）、尺码推荐等方面带来新的用户体验。

## 9 公司资本开支展望及对折旧的影响

考虑到公司未来 3 年大幅提升资本开支，我们对折旧占收比进行展望。我们假设 FY2025-FY2028 年固定资产增加值为 906 亿元、15000 亿元、1300 亿元和 1200 亿元，我们

按照直线法，假设新增固定资产按照 5 年折旧，预计 FY2026-FY2028，折旧费用占收比会同比增加 1.6pct、1.8pct 和 1.2pct。

在实际预测中，考虑到 1) 公司整体固定资产折旧年限超过 5 年，2) 参考北美云厂商服务器的折旧年限为 6 年，我们预计折旧费用占收比提升的幅度应低于上述测算。

表2: 资本开支展望及对折旧的影响 (单位: 百万元)

	FY2025	FY2026	FY2027
FY24 年末固定资产折旧费用	24071	20368	18516
FY25 新增固定资产折旧费用	9059	18118	18118
FY26 新增固定资产折旧费用		15000	30000
FY27 新增固定资产折旧费用			13000
FY28 新增固定资产折旧费用			
折旧费用合计	33130	53486	79635
收入预测	1006582	1088337	1182393
折旧费用占收比	3.3%	4.9%	6.7%

资料来源: 浙商证券研究所

## 10 最新盈利预测与估值

我们维持公司 FY2025-FY2026 经调整净利润为 1703.22 亿元、1934.54 亿元，同比增速为 8.2%、13.6%。我们采用分部估值法，因为电商事业群（含菜鸟）对公司利润贡献超过 100%，给予公司 FY26 经调整利润 11 倍 PE，作为电商事业群（含菜鸟）合理估值；给予公司 FY26 云业务收入 5 倍 PS 作为智能云集团合理估值，合计对应公司合理市值为 2.84 万亿，对应目标价为 162.57 港币/股，维持“买入”评级。

## 11 风险提示

- 1、微信电商发展超预期的风险：1) 视频号电商的加载率目前不高，若腾讯提高加载率，对电商竞争格局会有冲击。2) 腾讯一直在探索更大范围的微信电商业务，若其找到了适合其平台的电商业态，凭借微信的流量优势，预计会对电商行业造成冲击。
- 2、H20 被禁带来算力芯片供给受限的风险：如果美国强制要求英伟达不能向中国客户销售 H20 等算力芯片，则公司智能云业务的供给可能受限。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	752,864	662,361	742,401	849,683	<b>营业收入</b>	941,168	1,006,582	1,088,337	1,182,393
现金	248,125	147,567	191,274	266,435	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	30,686	32,819	35,484	38,551	<b>营业成本</b>	586,323	602,536	650,892	702,272
存货	25,460	32,705	35,330	38,119	销售费用	115,141	139,431	145,381	156,835
其他	448,593	449,270	480,313	506,578	管理费用	41,985	46,046	44,377	47,213
<b>非流动资产</b>	1,011,965	1,146,216	1,217,618	1,277,350	研发费用	52,256	58,113	63,064	68,766
固定资产	185,161	248,494	323,236	386,060	财务费用	17,911	(18,324)	(11,275)	(12,782)
无形资产	363,556	356,855	353,515	350,423	<b>除税前溢利</b>	93,861	181,667	202,685	228,078
其他	463,248	540,867	540,867	540,867	所得税	22,529	33,630	37,881	42,421
<b>资产总计</b>	1,764,829	1,808,578	1,960,019	2,127,032	<b>净利润</b>	71,332	148,038	164,804	185,657
<b>流动负债</b>	421,507	420,372	432,291	447,320	少数股东损益	(8,677)	(4,772)	(4,295)	(3,866)
短期借款	29,001	29,001	29,001	29,001	<b>归属母公司净利润</b>	80,009	158,422	174,711	195,135
应付账款及票据	0	0	0	0	<b>EBIT</b>	111,772	163,343	191,410	215,297
其他	392,506	391,371	403,290	418,319	<b>EBITDA</b>	156,276	203,758	235,208	268,254
<b>非流动负债</b>	230,723	269,510	269,510	269,510	<b>EPS (元)</b>	3.95	8.34	9.19	10.27
长期债务	141,775	176,775	176,775	176,775					
其他	88,948	92,735	92,735	92,735					
<b>负债合计</b>	652,230	689,882	701,801	716,830					
普通股股本	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
储备	1,021,357	1,032,226	1,176,044	1,331,893	<b>成长能力</b>				
<b>归属母公司股东权益</b>	997,272	1,008,141	1,151,959	1,307,808	营业收入	8.34%	6.95%	8.12%	8.64%
少数股东权益	115,327	110,555	106,260	102,394	归属母公司净利润	9.93%	98.01%	10.28%	11.69%
<b>股东权益合计</b>	1,112,599	1,118,696	1,258,218	1,410,202	<b>获利能力</b>				
负债和股东权益	1,764,829	1,808,578	1,960,019	2,127,032	毛利率	37.70%	40.14%	40.19%	40.61%
					销售净利率	8.50%	15.74%	16.05%	16.50%
					ROE	8.02%	15.71%	15.17%	14.92%
					ROIC	6.62%	10.05%	10.63%	10.85%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	182,593	189,400	193,302	229,436	资产负债率	36.96%	38.14%	35.81%	33.70%
净利润	80,009	158,422	174,711	195,135	净负债比率	-6.95%	5.20%	1.15%	-4.30%
少数股东权益	(8,677)	(4,772)	(4,295)	(3,866)	流动比率	1.79	1.58	1.72	1.90
折旧摊销	44,504	40,415	43,797	52,958	速动比率	1.59	1.37	1.45	1.59
营运资金变动及其他	66,757	(4,665)	(20,912)	(14,791)	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(21,824)	(167,991)	(108,412)	(104,700)	总资产周转率	0.54	0.56	0.58	0.58
资本支出	(32,929)	(97,047)	(115,199)	(112,689)	应收账款周转率	29.96	31.70	31.87	31.94
其他投资	11,105	(70,944)	6,787	7,989	应付账款周转率				
<b>筹资活动现金流</b>	(108,244)	(123,501)	(42,717)	(51,109)	<b>每股指标(元)</b>				
借款增加	2,465	35,000	0	0	每股收益	3.95	8.34	9.19	10.27
普通股增加	(87,902)	(120,000)	0	0	每股经营现金流	9.38	9.97	10.17	12.07
已付股利	(17,946)	(38,501)	(42,717)	(51,109)	每股净资产	51.22	53.05	60.62	68.83
其他	(4,861)	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	56,914	(100,558)	43,707	75,161	P/E	16.36	14.42	13.08	11.71
					P/B	1.26	2.27	1.98	1.75
					EV/EBITDA	7.56	11.50	9.78	8.29

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>