

电商主业稳中向好，云业务势能持续释放

——阿里巴巴 FY25Q4 点评

核心观点

- **公司发布 FY4Q25 业绩：** FY4Q25，公司实现营业收入 2364.5 亿元（+6.6%），略低于彭博一致预期 2379.1 亿元（+7.2%）；经调整净利润 298.5 亿元（+22.2%），略高于彭博一致预期 298.5 亿元（+20.3%），业绩大超预期。
- **淘天集团：CMR 延续 FY3Q25 高增趋势，份额趋稳边际向好。** FY4Q25，淘天集团实现收入 1013.7 亿元（yoy+8.8%），经调整 EBITA 417.5 亿元（+8.4%）。均超过彭博一致预期。**1) GMV：** 我们预计本季度淘天 GMV 增速接近电商大盘，份额延续企稳趋势。**2) CMR：** FY4Q25 实现 CMR 收入 710.8 亿元（+11.8%），明显超过彭博一致预期 684.1 亿（yoy+7.6%）。本季度加收的 0.6% 佣金与全站推渗透率的提升进一步带动淘天变现能力的提升，我们预计佣金广告 take rate 均有一定增长。**3) 用户：** 持续加码用户体验，88VIP 用户数超过 5000 万（去年同期 3500 万），同比超 50% 增长。商家侧继续优化营商环境，加大对高品质商品和优质服务的商家扶持，强化 B 端供给优势。FY4Q25 EBITA 为 417.5 亿元，EBITA margin 41.2%，同比下降 0.1pct。**4) 未来展望：** 25 年内社零大盘增速有所回升，淘天 GMV 亦有所加速至接近社零大盘水平，份额进一步企稳，预计 FY1Q26 GMV 增速在中个位数左右。预计 CMR 增速在 FY1Q26 佣金、广告低基数的情况下仍能实现高个位数至双位数增速，整体仍能维持边际改善趋势。
- **云智能集团：收入提速已迈入高增周期，看好阿里算力-基模-应用的全 AI 产业链优势。** FY4Q25，云智能集团实现收入 301.3 亿元（+17.7%），略彭博一致预期 299.0 亿元（+16.8%）；经调整 EBITA 24.2 亿元（yoy+69.0%，EBITA margin 为 8.0%），略低于彭博一致预期 28.2 亿元（对应 EBITA margin 为 9.4%）。来自集团外部的收入同比增长 17%，主要由公共云收入提速带动，且 AI 相关收入连续七个季度实现同比三位数增长。本季度公司云业务环比再度提速，云业务受益于 AI 算力需求增长步入新一轮高增周期。2 月宣布的 3 年 3800 亿资本开支计划已开始落地，预计本季度 EBITA margin 下滑系资本开支加大导致的折旧摊销增加拖累。我们持续看好阿里在云计算-AI 基础模型-AI 应用全 AI 产业链的优势。算力侧，阿里云为国内云计算龙一；基模侧，最新发布 Qwen 3-235B-A22B 在代码、数学及推理能力达到全球领先水平，基模实力国内领先；应用侧，C 端的新夸克与 B 端的钉钉均是国内用户规模领先的 AI 应用产品。持续看好阿里云在本轮 AI 浪潮中的领先地位，有望成为 AI 红利的最大受益者之一。
- **资本开支：维持高增速，承诺数额增加或可兑现为未来开支。** FY4Q25 公司资本开支为 246.1 亿元，yoy+120.7%，环比降速但仍维持翻倍以上增长。根据本季度财报披露，截至 Q1 末年度资本性支出承诺总额为 453.2 亿元，yoy+146.7%。根据历史数据分析，资本性支出承诺与资本开支增速具有相近趋势，我们认为本季度的环比下滑系短期硬件供给缺口导致，预计未来 2-3 个季度内或将兑现资本开支的增长。
- **国际商业：收入延续高增，减亏持续推进。** FY4Q25，阿里国际数字商业实现收入 335.8 亿元（yoy+22.3%），经调整 EBITA -35.7 亿元（利润率-10.6%），本季度 AIDC 进一步提升运营效率，速卖通 UE 环比持续改善，延续减亏趋势。
- **菜鸟：业务调整期导致短期业绩下滑。** FY4Q25 菜鸟实现收入 215.7 亿元（yoy-12.2%），经调整 EBITA-6.1 亿元。本季度菜鸟将部分国内电商履约服务转入电商分部，短期业务调整导致收入利润均有明显下滑。预计调整期后仍可维持盈利趋势。
- **本地生活：运营效率改善和业务规模提升，亏损同比进一步收窄。** FY4Q25 本地生活实现收入 161.3 亿元（yoy+10.3%），经调整 EBITA -23.2 亿元。主要系饿了么和高德订单增长及市场营销服务的带动，UE 模型同比改善带动规模效应增强，经营效率提升。预计未来一至两年仍能保持减亏趋势。
- **大文娱：FY4Q25 大文娱实现收入 55.5 亿元（yoy+12.3%），经调整 EBITA 0.36**

投资评级	买入（维持）
股价（2025年05月26日）	116.9 港元
目标价格	176.86 港元
52 周最高价/最低价	145.9/69.8 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,908,799/1,908,799
H 股市值（百万港币）	2,231,386
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 05 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.93	1.12	-14.61	52.82
相对表现%	-1.71	-4.8	-12.48	27.71
恒生指数%	-0.22	5.92	-2.13	25.11



证券分析师	
项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人	
沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn

相关报告	
阿里召开 AI 势能大会，AI agent 布局加速	2025-04-18
新夸克发布 AI agent 落地可期，看好阿里 AI 应用领先地位	2025-03-15
核心指标超预期，AI 驱动发展进入新周期：——阿里巴巴 FY3Q25 业绩点评	2025-03-06

亿元。优酷广告收入进一步增长并盈利，叠加电影及娱乐业务的强劲表现带动分部首次盈利。

- **股东回报：** FY25Q4 回购 5100 万普通股，总额 6 亿美元，2025 财年共回购 11.97 亿普通股，股本净减少 9.95 亿股，占比 5.1%。2025 财年派发定期股息每股 0.13 美元，特别现金股息 0.12 美元，股息总额 46 亿美元。公司持续优化股东回报，尽管资本开支加大但预计短期内不会减小回报力度。

盈利预测与投资建议

- 公司战略清晰，聚焦 AI+云一体化+核心电商主业，其他业务减亏趋势显现，根据公司最新财报，我们预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10642/11748/12725 亿元（原 FY2026-2027 预测为 10542/11445 亿元），经调整净利润为 1696/1849/1955 亿元（原 FY2026-2027 预测为 1638/1809 亿元，因 FY4Q25 电商和云业务超预期上调经调整净利润）。分部估值计算公司市值为 30954 亿元，对应每股价值 176.86 港元（人民币兑港币汇率 1.091），维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、资本投入回报不及预期、宏观经济不景气

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,064,233	1,174,761	1,272,467
同比增长(%)	8.34%	5.86%	6.81%	10.39%	8.32%
营业利润(百万元)	113,350	140,905	144,743	149,665	156,421
同比增长(%)	12.95%	24.31%	2.72%	3.40%	4.51%
归属母公司净利润(百万元)	79,741	129,470	141,395	150,298	157,178
同比增长(%)	9.97%	62.36%	9.21%	6.30%	4.58%
每股收益(元)	3.92	6.70	7.38	7.85	8.21
毛利率(%)	37.70%	39.95%	38.66%	37.63%	37.01%
净利率(%)	8.47%	12.99%	13.29%	12.79%	12.35%
净资产收益率(%)	7.24%	12.01%	11.07%	10.23%	9.43%
市盈率(倍)	25.7	15.8	14.5	13.6	13.0
市净率(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

盈利预测与投资建议

根据公司最新财报，我们调整公司盈利预测（主要调整了分业务收入增速、费用率、利润率），预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10642/11748/12725 亿元（原 FY2026-2027 预测为 10542/11445 亿元，因淘天及云智能集团预期增速加快上调收入），经调整净利润为 1696/1849/1955 亿元（原 FY2026-2027 预测为 1638/1809 亿元，因 FY4Q25 电商和云业务超预期上调经调整净利润）。分部估值计算公司市值为 30954 亿元，对应每股价值 176.86 港元（人民币兑港币汇率 1.091），维持“买入”评级。

表 1：季度盈利预测表（百万元）

百万元	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	FY25	FY26E	FY27E
核心经营数据							
合计收入	280,154	236,454	254,171	249,977	996,347	1,064,233	1,174,761
yoy	7.61%	6.57%	4.50%	5.70%	5.86%	6.81%	10.39%
合计经调整 EBITA	54,853	32,616	42,068	41,149	173,065	171,883	183,076
yoy	3.80%	36.08%	-6.59%	1.45%	4.87%	-0.68%	6.51%
利润率	19.58%	13.79%	16.55%	16.46%	17.37%	16.15%	15.58%
合计经调整净利润	51,066	29,847	38,905	44,924	158,122	169,607	184,870
yoy	6.50%	22.23%	-4.39%	23.02%	0.41%	7.26%	9.00%
利润率	18.23%	12.62%	15.31%	17.97%	15.87%	15.94%	15.74%
分部财务数据							
淘天集团							
	136,091	101,369	121,723	106,695	449,827	478,505	499,900
yoy	5.44%	8.75%	7.36%	7.78%	3.43%	6.38%	4.47%
收入占比	48.58%	42.87%	47.89%	42.68%	45.15%	44.96%	42.55%
CMR	100,790	71,077	88,359	77,618	322,346	349,180	367,876
CMR-yoy	9.42%	11.80%	10.29%	10.31%	6.03%	8.32%	5.35%
经调整 EBITA	61,083	41,749	52,510	46,262	196,232	208,388	213,368
yoy Δ	1,153	3,248	3,700	1,672	1,405	12,156	4,980
yoy	1.92%	8.44%	7.58%	3.75%	0.72%	6.19%	2.39%
利润率	44.88%	41.19%	43.14%	43.36%	43.62%	43.55%	42.68%
阿里国际数字商业							
	37,756	33,579	35,585	38,188	132,300	160,307	185,235
yoy	32.40%	22.34%	21.48%	20.57%	28.95%	21.17%	15.55%
收入占比	13.48%	14.20%	14.00%	15.28%	13.28%	15.06%	15.77%
经调整 EBITA	-4,952	-3,574	-1,015	125	-15,137	-2,789	853
yoy	-57.41%	12.51%	0.00%	0.00%	-88.39%	81.58%	130.59%
利润率	-13.12%	-10.64%	-2.85%	0.33%	-11.44%	-1.74%	0.46%
本地生活							
	16,988	16,134	18,118	19,906	67,076	74,002	79,325
yoy	12.06%	10.30%	11.64%	12.30%	12.16%	10.33%	7.19%
收入占比	6.06%	6.82%	7.13%	7.96%	6.73%	6.95%	6.75%
经调整 EBITA	-596	-2,316	-956	-1,255	-3,689	-5,126	-3,908
yoy	71.18%	27.58%	-147.76%	-221.03%	62.40%	-38.96%	23.76%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	利润率	-3.51%	-14.35%	-5.28%	-6.31%	-5.50%	-6.93%	-4.93%
菜鸟		28,241	21,573	23,598	21,622	101,272	93,435	99,762
	yoy	-0.83%	-12.15%	-11.98%	-12.27%	2.27%	-7.74%	6.77%
	收入占比	10.08%	9.12%	9.28%	8.65%	10.16%	8.78%	8.49%
经调整 EBITA		235	-606	72	135	302	459	1,288
	yoy	-75.55%	54.84%	-88.35%	144.98%	-78.46%	51.85%	180.80%
	利润率	0.83%	-2.81%	0.31%	0.62%	0.30%	0.49%	1.29%
云智能		31,742	30,127	31,646	35,508	118,028	142,073	168,783
	yoy	13.10%	17.71%	19.20%	19.92%	10.90%	20.37%	18.80%
	收入占比	11.33%	12.74%	12.45%	14.20%	11.85%	13.35%	14.37%
经调整 EBITA		3,138	2,420	2,944	3,475	10,556	13,905	18,106
	yoy	32.74%	68.99%	25.97%	30.60%	88.77%	31.72%	30.21%
	利润率	9.89%	8.03%	9.30%	9.79%	8.94%	9.79%	10.73%
大文娱		5,438	5,554	5,602	6,155	22,267	23,515	24,438
	yoy	7.90%	12.32%	0.37%	8.09%	5.31%	5.60%	3.93%
	收入占比	1.94%	2.35%	2.20%	2.46%	2.23%	2.21%	2.08%
经调整 EBITA		-309	36	9	-63	-554	-94	343
	yoy	40.23%	104.07%	108.40%	64.52%	64.00%	83.09%	465.62%
	利润率	-5.68%	0.65%	0.15%	-1.03%	-2.49%	-0.40%	1.40%
所有其他		53,102	53,988	43,072	47,968	206,269	196,134	209,992
	yoy	12.93%	4.92%	-8.36%	-8.07%	7.39%	-4.91%	7.07%
	收入占比	18.95%	22.83%	16.95%	19.19%	20.70%	18.43%	17.88%
经调整 EBITA		-3,156	-2,535	-547	-332	-8,536	-381	1,899
	yoy	0.50%	10.04%	56.69%	79.01%	1.10%	95.54%	598.43%
	利润率	-6%	-5%	-1%	-1%	-4%	0%	1%
未分配经调整 EBITA		-590	-2,558	-10,948	-7,198	-6,109	-42,479	-48,872

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

我们采用分部估值法，分别对公司的六大主要业务进行独立估值：

淘天集团： 营收、盈利水平稳健故采用 PE 估值法，参考可比公司，给予 FY26 经调整净利润 10xPE 估值，对应市值 16153 亿元。

表 2：淘天集团可比公司估值表

2025/5/27	最新市值 (亿)	经调整净利润 (百万)					PE				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
京东 (CNY)	3939.5	35200	47827	45916	52179	57287	11.19	8.24	8.58	7.55	6.88
拼多多 (CNY)	11986.4	67899	122344	131837	160511	184472	17.65	9.80	9.09	7.47	6.50
唯品会 (CNY)	532.0	9510	9033	8945	9234	9447	5.59	5.89	5.95	5.76	5.63
亚马逊 (USD)	21664.8	54460	81259	77313	92055	112296	39.78	26.66	28.02	23.53	19.29
eBay (USD)	334.6	2260	2445	2494	2606	2750	14.81	13.69	13.42	12.84	12.17
调整后平均									10	9	9

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 5 月 27 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

云智能集团：由于云智能集团业绩加速，我们认为云智能集团收入即将迎来高增周期，对比海外云计算公司，给与 6xPS 估值，对应市值 8524 亿元。

表 3：云智能可比公司估值表

2025/5/27 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Alphabet (USD)	19972.1	256508	295118	328979	368446	408303	7.79	6.77	6.07	5.42	4.89
微软 (USD)	34053.7	211915	245122	279018	316325	362477	16.07	13.89	12.20	10.77	9.39
甲骨文(USD)	4495.5	49954	52961	57099	65137	76634	9.00	8.49	7.87	6.90	5.87
百度 (CNY)	2367.9	134598	133125	137621	144241	152868	1.76	1.78	1.72	1.64	1.55
salesforce (USD)	2769.4	34857	37895	40821	44470	49141	7.94	7.31	6.78	6.23	5.64
调整后平均									6	6	5

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 5 月 27 日

阿里国际数字商业集团：AIDC 仍处于业务扩张期，并未实现盈利，故采用 PS 估值法。参考可比公司，给予 FY26 收入 2.0xPS 估值，对应市值 3206 亿元。

表 4：AIDC 可比公司估值表

2025/5/27 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拼多多 (CNY)	11986.4	247639	393836	473093	557926	635062	4.84	3.04	2.53	2.15	1.89
华凯易佰 (CNY)	46.5	6518	9022	11253	13319	15586	0.71	0.52	0.41	0.35	0.30
小商品城 (CNY)	932.2	11300	15737	19640	24717	29664	8.25	5.92	4.75	3.77	3.14
赛维时代 (CNY)	83.9	6564	10275	13333	16413	19691	1.28	0.82	0.63	0.51	0.43
安克创新 (CNY)	548.3	14251	17507	31464	39158	47522	3.85	3.13	1.74	1.40	1.15
调整后平均									2	1	1

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 5 月 27 日

菜鸟集团：菜鸟本季度因业务调整出现亏损，但预计不会对长期的盈利有明显影响，参考可比公司给予 FY26 收入 0.4xPS 估值，对应市值 371 亿元。

表 5：菜鸟集团可比公司估值表

2025/5/27 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
京东物流 (CNY)	787.1	166625	182838	201927	219680	239873	0.47	0.43	0.39	0.36	0.33
顺丰控股 (CNY)	2302.8	258408	284420	312978	343916	376910	0.89	0.81	0.74	0.67	0.61
申通快递 (CNY)	160.3	40924	47169	54498	61223	66850	0.39	0.34	0.29	0.26	0.24
韵达股份 (CNY)	196.3	44983	48543	54069	59876	66024	0.44	0.40	0.36	0.33	0.30
圆通速递 (CNY)	445.7	57684	69033	76701	85271	93132	0.77	0.65	0.58	0.52	0.48
调整后平均									0.4	0.4	0.4

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 5 月 27 日

本地生活集团：本地生活集团并未实现盈利故采用 PS 估值法，参考可比公司给予 FY26 收入 3.0xPS 估值，对应市值 2220 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 6：本地生活可比估值表

2025/5/27 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
美团 (CNY)	7708.3	276745	337592	395535	453938	512807	2.79	2.28	1.95	1.70	1.50
UBER (USD)	1921.2	37281	43978	50627	58166	66371	5.15	4.37	3.79	3.30	2.89
DOORDASH(USD)	869.4	8635	10722	12834	15234	17715	10.07	8.11	6.77	5.71	4.91
delivery hero(EUR)	76.1	9942	12295	14149	15787	17466	0.77	0.62	0.54	0.48	0.44
调整后平均									3	3	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 5 月 27 日

大文娱集团：大文娱集团并未实现盈利故采用 PS 估值法对优酷进行估值，并基于阿里影业港股总市值与公司持股比例进行估值，合并计算对应市值为 480 亿元。

表 7：大文娱集团可比公司估值表

2025/5/27 公司	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
网飞 (USD)	5072.9	33723	39001	44475	49860	55204	15.04	13.01	11.41	10.17	9.19
虎牙 (CNY)	59.3	6948	6079	6284	6503	7038	0.85	0.98	0.94	0.91	0.84
爱奇艺 (CNY)	128.8	31873	29225	29160	30250	31577	0.40	0.44	0.44	0.43	0.41
哔哩哔哩 (CNY)	573.2	22528	26832	30320	33057	36037	2.54	2.14	1.89	1.73	1.59
芒果超媒 (CNY)	435.5	14628	14080	15123	16287	17066	2.98	3.09	2.88	2.67	2.55
调整后平均									2	2	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 5 月 27 日

综上，合计为公司市值 30954.0 亿元，对应每股价值 176.86 港元（人民币兑港币汇率 1.091），维持“买入”评级。

表 8：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY26E 收入/经调整 净利润	市值 (mn)
淘天集团	P/E	10.0	161,530	1,615,303
云智能集团	P/S	6.0	142,073	852,440
阿里国际数字商业集团	P/S	2.0	160,307	320,614
菜鸟集团	P/E	0.4	93,435	37,062
本地生活集团	P/S	3.0	74,002	222,007
大文娱集团	P/S+市值			47,969
合计				3,095,395
股份数 (百万)				19,088
每股价值 (元/股)				162.16
汇率 (港元/元)				1.091
每股价值 (港元/股)				176.86

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、京东发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响。

- **资本投入回报不及预期**

公司未来将会投入大量资金用于云计算服务器及算力芯片等固定资产，若云计算业务增速不及预期，将导致公司投资回报收入下降，影响整体利润。

- **宏观经济不景气**

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	248,125	145,487	147,124	144,410	199,151	营业收入	941,168	996,347	1,064,233	1,174,761	1,272,467
短期投资	262,955	228,826	280,601	292,186	303,771	营业成本	-586,323	-598,285	-652,762	-732,650	-801,578
限制现金	38,299	43,781	45,960	47,749	49,183	销售费用	-115,141	-144,021	-147,239	-159,767	-170,511
预付账款	143,536	202,175	215,950	238,378	258,204	管理费用	-41,985	-44,239	-47,997	-51,102	-55,352
其他	59,949	53,780	55,202	56,234	57,266	研发费用	-52,256	-57,151	-61,380	-68,136	-73,803
流动资产合计	752,864	674,049	744,837	778,958	867,575	资产减值损失	-10,521	-6,171	-1,396	-1,695	-1,965
长期股权投资	203,131	210,169	228,509	279,547	279,547	无形资产摊销	-21,592	-6,336	-8,716	-11,745	-12,837
固定资产	185,161	203,348	323,293	453,212	585,606	营业利润	113,350	140,905	144,743	149,665	156,421
商誉	259,679	255,501	258,056	260,637	263,243	投资及利息	-9,964	20,759	21,387	22,456	23,579
无形资产	26,950	20,911	37,248	41,117	44,536	财务支出	-7,947	-9,596	-9,914	-6,358	-6,716
其他	337,044	440,249	457,477	483,596	508,641	其他收入	6,157	3,387	6,095	6,400	6,720
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,304,583	1,518,108	1,681,574	利润总额	101,596	155,455	162,310	172,163	180,004
资产总计	1,764,829	1,804,227	2,049,420	2,297,066	2,549,149	所得税	-22,529	-35,445	-32,462	-34,433	-36,001
短期借款	12,749	22,562	24,099	26,602	28,815	投资收益	-7,735	5,966	7,396	7,766	8,154
商家存款	12,737	274	8,769	7,260	5,434	净利润	71,332	125,976	137,244	145,496	152,157
其他	396,021	412,510	447,724	490,640	529,045	归属母公司净利润	79,741	129,470	141,395	150,298	157,178
流动负债合计	421,507	435,346	480,592	524,502	563,294	少数股东损益	-8,677	-4,133	-4,207	-4,801	-5,021
长期借款	55,686	49,909	53,403	55,005	56,655	调整后净利润	157,479	158,122	169,607	184,870	195,461
应付债券	86,089	122,398	128,518	136,229	144,403	每股收益(元)	3.92	6.70	7.38	7.85	8.21
其他	88,948	70,634	97,992	100,915	105,561						
非流动负债合计	230,723	242,941	279,913	292,149	306,618	主要财务比率					
负债合计	652,230	678,287	760,505	816,651	869,912		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
夹层股本	10,728	11,713	11,713	11,713	11,713	成长能力					
股本	1	1	1	1	1	营业收入	8.3%	5.9%	6.8%	10.4%	8.3%
资本公积	397,999	381,379	434,092	477,396	574,941	营业利润	13.0%	24.3%	2.7%	3.4%	4.5%
留存收益	597,897	645,478	790,377	944,095	1,051,714	调整后EBITA	11.6%	4.9%	-0.7%	6.5%	5.3%
其他	105,974	51,535	52,732	47,210	40,868	净利润	10.0%	62.4%	9.2%	6.3%	4.6%
股东权益合计	1,101,871	1,078,393	1,277,202	1,468,702	1,667,524	获利能力					
负债、夹层股本和股东权益	1,764,829	1,768,393	2,049,420	2,297,066	2,549,149	毛利率	37.7%	40.0%	38.7%	37.6%	37.0%
						调整后EBITA 利润率	17.5%	17.4%	16.2%	15.6%	15.2%
						净利率	8.5%	13.0%	13.3%	12.8%	12.4%
						ROE	7.2%	12.0%	11.1%	10.2%	9.4%
						偿债能力					
						资产负债率	37.0%	37.6%	37.1%	35.6%	34.1%
						流动比率	1.79	1.55	1.55	1.49	1.54
						速动比率	1.79	1.55	1.55	1.49	1.54
						运营能力					
						存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	3.9	6.7	7.4	7.8	8.2
						每股经营现金流	9.0	8.7	14.1	13.7	15.1
						每股销售收入	46.6	53.0	57.6	63.5	68.8
						估值比率					
						市盈率	25.7	15.8	14.5	13.6	13.0
						市销率	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
						EV/EBITDA	11.1	10.5	9.8	8.6	7.8
						EV/EBITA	12.9	12.3	12.4	11.6	11.0
						调整后EBITA 利润率	17.5%	17.4%	16.2%	15.6%	15.2%

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。