

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

阿里巴巴 (BABA US)

持续生态协同赋能更好未来

■ 6 月季度收入同比增长 2%，调整后 EBITA 同比下降 14%（低于预期 9%），主要因对即时零售的投资所致，初步成果令人满意；云业务/AIDC 表现超预期

■ 美股股价上涨 13%，因管理层展现了通过提升效率以扩大即时零售市场份额并改善单位经济效益 (UE) 的决心

■ 目标价上调至 163 美元，仍是我们在中国互联网板块的首选推荐：剑指即时零售万亿市场+AI 机遇核心受益者

6 月季度：即时零售投入提升，国际商业/云业务超预期

阿里巴巴 26 财年一季（6 月季度）集团收入同比增长 2% 至 2,477 亿元人民币（上一季度同比增长 7%），按可比口径计算（剔除已处置的高鑫零售和银泰业务）同比增长 10%。阿里巴巴将其业务重组为四个板块：1) 中国商业（淘天集团 + 饿了么/淘宝闪购 + 飞猪）；2) 国际数字商业 (AIDC)；3) 云智能；4) 所有其他（包括高德、夸克、盒马、菜鸟等）。中国商业收入同比增长 10%，主要由即时零售 12% 的同比增长驱动。集团调整后 EBITA 同比下降 14%（上一季度为同比增长 36%），主要因中国商业利润同比下降 21% 至 384 亿元人民币（主要由于对即时零售约 104 亿元人民币的增量投资，与京东/美团的投入量级类似），而 AIDC 录得超预期的大幅减亏，调整后 EBITA 接近盈亏平衡（2025 财年一季一度亏损 37 亿元人民币）。总净现金为 4,163 亿元人民币，运营现金流同比增长 18%。阿里巴巴本季度回购 8.15 亿美元股票，剩余回购额度为 193 亿美元。

“一个淘宝”战略初显成效：强劲势头持续

客户管理收入 (CMR) 同比增长 10%，快于 GMV 增长（我们预计约为 5%），反映了全站推和技术服务费等举措的有效性。88VIP 会员数量保持 26% 的强劲同比增长，超过 5,300 万。管理层强调：1) 淘宝闪购表现卓越：8 月峰值订单量突破 1.2 亿单，日均订单量达 8000 万单，月活跃客户数达 3 亿，较 4 月增长 200%；2) 传统电商与即时零售的协同效应：8 月淘宝 App 的 DAU 同比增长 20%，新用户带来了交叉销售；盒马接入淘宝闪购后订单同比增长 70%；3) 长期胜出的雄心：阿里巴巴目标在未来 3 年内实现即时零售规模 1 万亿元人民币，中国电商用户数超过 10 亿。短期将通过规模优势提升效率、减少 UE 亏损。我们预测 26 财年二季度（9 月季度）中国商业收入将达 1,420 亿元人民币，由即时零售单量同比增长 200%、收入达到 320 亿元人民币驱动，CMR 将同比增长 11%。我们预计暑期季度即时零售业务亏损将扩大（增量投资约 350 亿元人民币，对比美国/京东的 250 亿/150 亿元人民币），导致中国商业调整后 EBITA 降至 98 亿元人民币，环比下降 75%。

云业务加速趋势展望稳固，需求强劲

云业务收入同比加速增长 26%，超预期 4%，利润率稳定在 9%。管理层指出，人工智能相关产品收入已连续 8 个季度实现三位数的同比增长，他们看到了客户对人工智能需求的爆发。6 月季度资本支出为 387 亿元人民币，同比/环比增长 220%/57%。管理层维持此前 3,800 亿元人民币的三年资本支出投资计划，重点聚焦大模型升级和 AI 原生应用。我们将 2026 财年收入预测上调至同比增长 23%（此前为 21%），调整后 EBITA 利润率 8% 保持不变。

增持：目标价上调至 163 美元，维持互联网行业首选推荐

总体而言，我们修正了 26/27 财年收入预测，同时因即时零售投入而非 GAAP 净利润预测下调了 16%/7%（图 9）。我们的 SOTP 目标价上调至 163 美元（图 11），对应 27/28 财年预期市盈率为 16 倍/14 倍（对比美团的 27 年预期市盈率 21 倍）。我们维持阿里巴巴为首选股，看好其坚实的执行力、UE 改善、业务协同效应，以及其作为拥有全栈技术和产品布局的 AI 主要受益者的地位。上行催化剂包括淘天集团 CMR 增长/利润率扩张、云业务加速以及其他业务减亏的积极进展。主要风险：1) 宏观环境；2) 监管；3) 竞争。

盈利预测及估值

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	941	996	1,074	1,248	1,417
增长	8%	6%	8%	16%	14%
非 GAAP 归属于股东的净利润	158	158	110	165	200
增长	10%	0%	-31%	51%	21%
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	8.7	9.1	6.5	10.1	12.6
市盈率(美股)	13.0	13.0	18.7	12.4	10.3
净资产收益率	16%	16%	11%	15%	17%

注：收盘价截至 2025 年 8 月 28 日；阿里财年 3 月年结；资料来源：彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

李怡珊, CFA

王腾杰

+852 3189 6122

+852 3189 6634

crystalli@cmschina.com.hk

tommywong@cmschina.com.hk

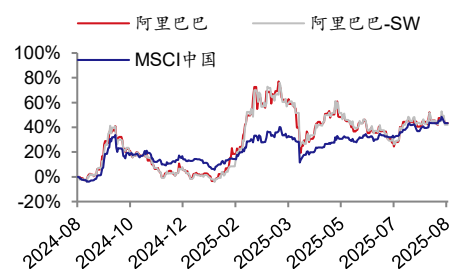
最新变动

26 财年一季业绩解读：盈利预测/目标价调整

增持

前次评级	增持
股价 (2025 年 8 月 28 日)	120 美元/116 港元
12 个月目标价 (上涨/下跌空间)	163 美元 (+36%) 159 港元 (+37%)
前次目标价	146 美元/144 港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
BABA US	1.9	(12.4)	47.6
9988 HK	(1.1)	(14.7)	46.5
MSCI 中国	2.0	8.2	45.4

行业：TMT

恒生指数 (2025 年 8 月 28 日)	25,078
MSCI 中国 (2025 年 8 月 28 日)	82

重要数据	
52 周股价区间 (美元/港元)	79 - 147/77 - 145
美股市值 (十亿美元)	285.1
日均成交量 美股/港股 (百万股)	9.17/67

主要股东	
BlackRock	5.4%
SoftBank Group Corp.	3.5%
马云	2.4%
其他	4.1%
自由流通量	84.6%

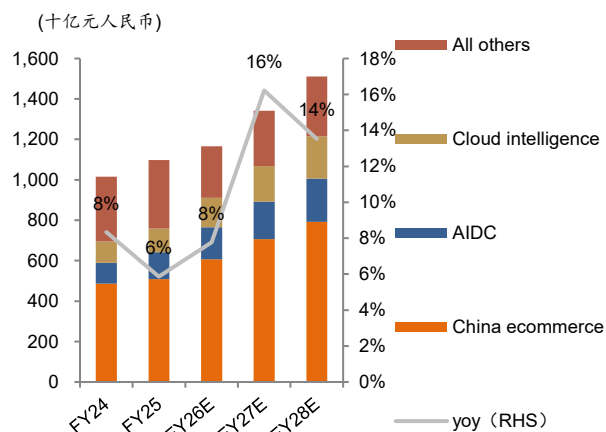
资料来源：彭博、万得、招商证券 (香港) 研究部

相关报告

1. 阿里巴巴 (BABA US) - 短期波动未改稳健改善趋势 (增持) (2025/5/16)
2. 阿里巴巴 (BABA US) - 全力迎接人工智能新机遇 (增持) (2025/2/24)
3. 阿里巴巴 (BABA US) - CMR 增速回升前景稳固 (增持) (2024/11/17)
4. 阿里巴巴 (BABA US) - 被纳入港股通 (增持) (2024/9/10)

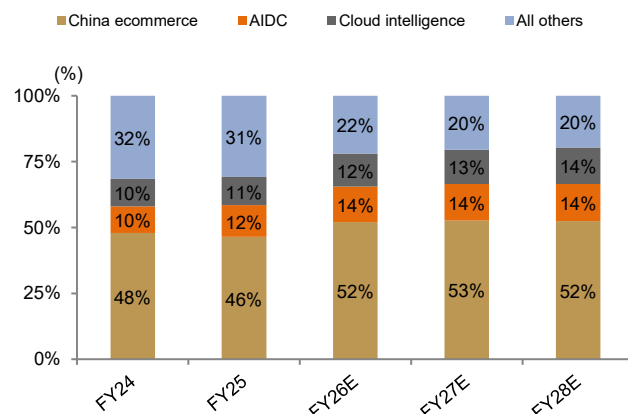
重点图表

图1: 分业务收入预测



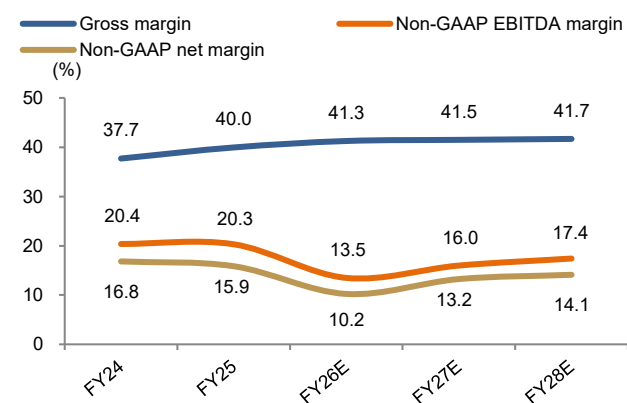
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: 分部收入构成



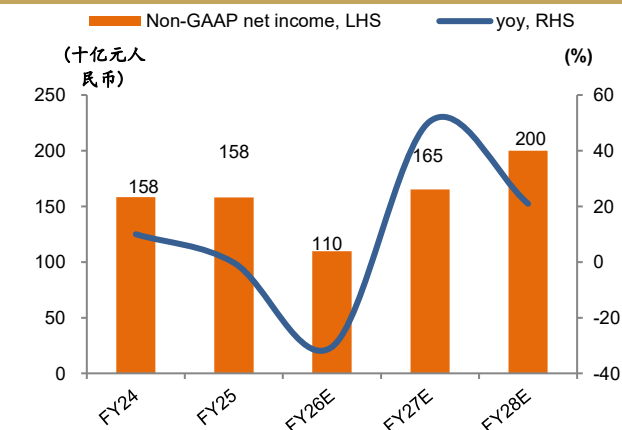
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率



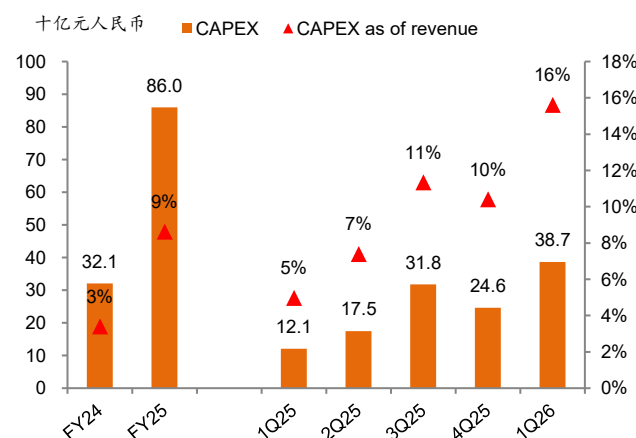
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: 归属于股东的非GAAP净利润



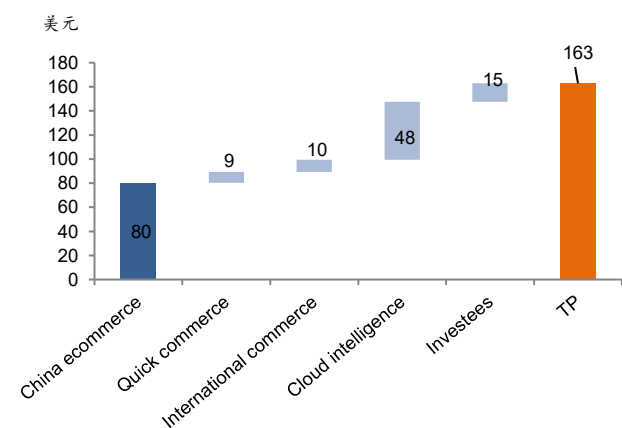
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图5: 阿里巴巴资本支出投资



资料来源: 公司、招商证券 (香港)

图6: 阿里巴巴SOTP估值



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

细分业务表现

阿里巴巴从6月季度起将其业务划分为四个主要的部门：1) 阿里巴巴中国电商集团（包含此前的淘天集团、饿了么/淘宝闪购、飞猪）；2) 阿里国际数字商业集团；3) 云智能集团；4) 所有其他业务（包括盒马、菜鸟、阿里健康、虎鲸互娱、高德地图、智能信息平台（主要包括UC浏览器和夸克业务）、灵犀游戏、钉钉及其他业务）

阿里巴巴中国电商集团

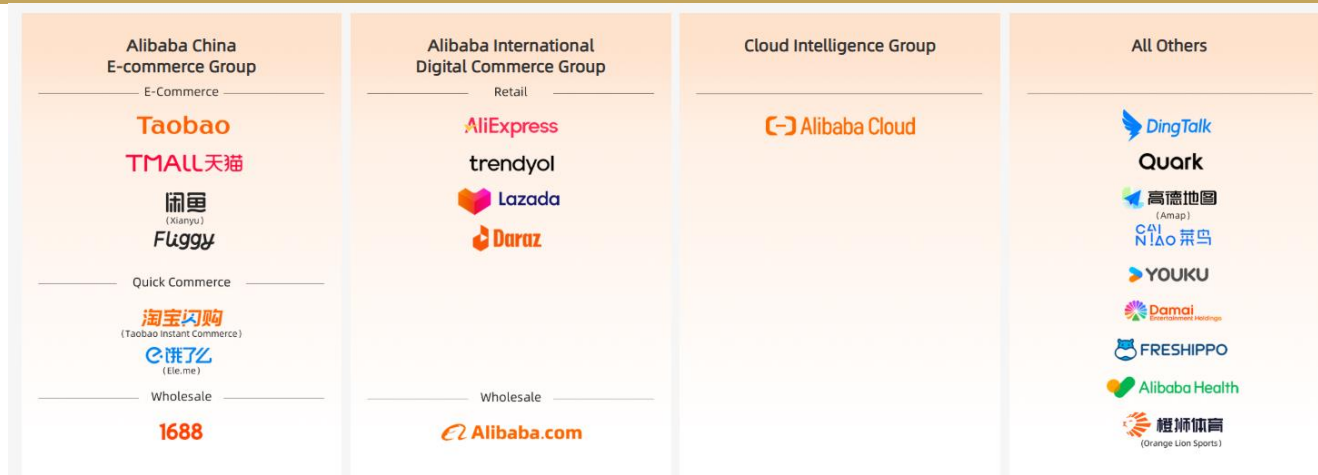
- **电商业务：**客户管理收入达到893亿元人民币，同比增长10%。该增长主要得益于费率提高，这源于去年9月实施的软件服务费上调和“全站推”广告工具渗透率的扩大。直售、物流及其他服务收入为293亿元人民币，同比增长7%。虽然物流服务收入有所增加，但部分直售业务的下滑对整体表现略有负面影响。
- **即时零售业务：**“淘宝闪购”业绩出色。推出四个月内，其订单量、用户群、商户供应和配送能力远超预期。8月份，峰值日订单量达1.2亿笔，日均1800万笔。月付费用户数达到3亿，较4月份增长200%。该业务推动淘宝App的日活跃用户数（DAU）增长了20%，并提高了用户使用频率。非餐饮零售品类表现良好：“闪电仓”数量超过5万个，订单量同比增长超360%。其25%的供应来自阿里巴巴生态供应链。盒马加入淘宝即时零售平台后，其线上订单超过200万，同比增长70%；天猫超市已升级为近场闪购模式。
- **中国批发业务：**收入达67亿元人民币，同比增长13%，主要得益于付费会员增值服务收入的增长。

阿里国际数字商业集团：整体收入同比增长19%，亏损大幅收窄。国际零售业务收入同比增长20%，主要由速卖通和Trendyol（阿里巴巴的海外电商平台）强劲驱动。国际批发业务收入同比增长13%，受益于跨境相关增值服务收入的增长。该集团通过多元化的商业模式拓展市场，丰富商品供给，并进一步推广AI工具在其国际批发平台上的应用。

云智能集团：收入同比增长26%。AI相关产品收入连续八个季度保持三位数同比增长，其生成式AI（GenAI）市场基础设施优势得到认可。在公有云收入增长和AI产品应用扩大的推动下，整体收入及剔除阿里并表子公司影响的收入均实现26%的同比增长。该集团持续投入AI产品和服务，以增强云技术在AI领域的应用并巩固其市场领导地位。

所有其他业务：该板块包括盒马、菜鸟、阿里健康等。尽管由于部分业务的处置及菜鸟收入下降导致整体收入同比下降28%，但盒马、阿里健康、高德地图等部分业务实现了收入增长，其经营业绩持续改善。

图7: 阿里巴巴新业务划分



资料来源：公司、招商证券（香港）

图8: 26财年一季度业绩表现

(单位: 十亿元人民币)	实际数据 vs 招商证券预测			实际数据 vs 彭博一致预测			
	1Q25	1Q26	1Q26 同比	1Q26	差异	1Q26	差异
收入	243.2	247.7	2%	257.6	-4%	253.2	-2%
中国商业	127.7	140.1	10%				
客户管理收入	81.1	89.3	10%				
直接销售、物流及其他	27.4	29.3	7%				
即时零售	13.2	14.8	12%				
中国商业批发	6.0	6.7	13%				
国际数字商业	29.3	34.7	19%	34.9	0%	35.2	-1%
国际商业零售	23.7	28.4	20%				
国际商业批发	5.6	6.3	13%				
云智能	26.5	33.4	26%	32.1	4%	32.1	4%
其他所有	81.4	58.6	-28%				
毛利	97.1	111.2	15%	105.5	5%	103.2	8%
经营利润	36.0	35.0	-3%	31.3	12%	36.7	-5%
非 GAAP 净利润	40.3	35.3	-12%	34.1	3%	37.3	-5%
经调整 EBITA	45.0	38.8	-14%	37.3	4%	42.8	-9%
中国商业	8.8	38.4	-21%				
国际数字商业	-3.7	-0.1	-98%	-2.1	-97%	-2.0	-97%
云智能	2.3	3.0	26%	2.6	15%	2.8	7%
其他所有	-1.1	-1.4	31%				
88VIP	42.0	53.0	26%				
经营活动产生的现金流量净额	33.6	20.7	-39%				
自由现金流	17.4	-18.8	n.a.				
资本性支出	12.1	38.7	220%				
现金总额	441.3	416.3					
净现金/ (债务)	233.4	184.2					
关键比率 (%)							
毛利率	40%	45%	5.0ppt	41%	4.0ppt	41%	4.1ppt
经营利润率	15%	14%	-0.7ppt	12%	2.0ppt	15%	-0.4ppt
净利率	10%	17%	7.4ppt	11%	6.0ppt	12%	5.7ppt
非 GAAP 净利润率	17%	14%	-2.3ppt	13%	1.0ppt	15%	-0.5ppt
经调整 EBITA 利润率	19%	16%	-2.8ppt	14%	1.2ppt	17%	-1.2ppt
中国商业	38%	27%	-10.8ppt				
国际数字商业	-13%	0%	12.5ppt	-6%	5.8ppt	-6%	5.5ppt
云智能	9%	9%	0.0ppt	8%	0.8ppt	9%	0.3ppt
其他所有	-1%	-2%	-1.1ppt				

资料来源: 彭博、Visible Alpha、公司、招商证券 (香港) 预测

图9: 盈利预测调整

十亿元人民币	调整后			调整前			变动		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	1,073.7	1,247.9	1,416.7	1,078.2	1,227.1	1,337.4	-0.4%	1.7%	5.9%
毛利润	443.0	517.8	590.5	434.7	497.4	544.8	1.9%	4.1%	8.4%
非 GAAP EBITA	116.1	166.3	208.2	141.3	192.6	213.7	-17.9%	-13.7%	-2.6%
非 GAAP EBITDA	144.7	199.5	246.7	170.0	225.8	251.9	-14.9%	-11.7%	-2.1%
非 GAAP 净利润	109.8	165.3	199.9	131.2	177.1	195.1	-16.3%	-6.7%	2.5%
利润率 (%)									
毛利率	41.3%	41.5%	41.7%	40.3%	40.5%	40.7%	0.9ppt	1.0ppt	0.9ppt
非 GAAP EBITA 利润率	10.8%	13.3%	14.7%	13.1%	15.7%	16.0%	-2.3ppt	-2.4ppt	-1.3ppt
非 GAAP EBITDA 利润率	13.5%	16.0%	17.4%	15.8%	18.4%	18.8%	-2.3ppt	-2.4ppt	-1.4ppt
非 GAAP 净利润率	10.2%	13.2%	14.1%	12.2%	14.4%	14.6%	-1.9ppt	-1.2ppt	-0.5ppt

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测; 正负代表调整方向

图10: 招商证券预测 vs. 市场一致预测

十亿元人民币	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
总收入	1,073.7	1,247.9	1,416.7	1,059.9	1,150.2	1,235.8	1%	8%	15%
核心毛利润	443.0	517.8	590.5	422.9	464.2	499.7	5%	12%	18%
核心经营利润	116.1	166.3	208.2	141.0	172.9	192.7	-18%	-4%	8%
核心净利润	109.8	165.3	199.9	148.8	174.9	195.6	-26%	-5%	2%
核心毛利率	41%	41%	42%	39.9%	40.4%	40.4%	1.4pp	1.1pp	1.2pp
核心经营利润率	11%	13%	15%	13.3%	15.0%	15.6%	-2.5pp	-1.7pp	-0.9pp
核心净利润率	10%	13%	14%	14.0%	15.2%	15.8%	-3.8pp	-2.0pp	-1.7pp

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 一致预测截至2025年8月28日

盈利预测调整与分部加总估值

我们将 2027/28 财年的收入预测上调了 2%/6%，主要基于即时零售业务增长快于预期、其对核心淘宝天猫业务的交叉销售协同效应，以及云业务因需求强劲而做出的上调。我们将 2026/27 财年的非通用会计准则净利润 (NG NP) 预测下调了 16%/7%，以反映即时零售业务亏损扩大，但这部分被国际数字商业板块 (AIDC) 更好的利润率前景所部分抵消。

鉴于业务分部报告变更，我们基于以下分部更新了 SOTP 估值：

- **中国电商 (不含即时零售)：**我们给予中国电商 (不含即时零售) 业务 8 倍市盈率 (不变)，与京东 (JD US) 的目标市盈率一致，低于拼多多 (PDD US) 的 10 倍目标市盈率，因阿里巴巴 GMV 增长慢于拼多多。
- **即时零售：**我们给予即时零售业务 1 倍市销率，而美团为 1.5 倍，原因是饿了么/淘宝闪购的单位经济亏损 (UE loss) 更大。
- **国际数字商业 (AIDC)：**我们给予 AIDC 业务 1 倍市销率 (不变)。
- **云业务：**我们给予云业务 5 倍市销率 (不变)，中国同业平均为 3 倍，美国同业平均为 8 倍。
- 我们的 SOTP 目标价上调至 163 美元。该目标价对应 16 倍/14 倍 27/28 财年市盈率 (对比美国 2027 财年期市盈率 21 倍，请注意：阿里巴巴财年截至 3 月，而美团截至 12 月)。

图11: 阿里巴巴估值表

RMB bn	Metrics	Bear		Base		Bull	
		Next 12-mo	yoy growth	Next 12-mo	yoy growth	Next 12-mo	yoy growth
China ecommerce	NP	158.7	-5%	167.9	0%	183.8	10%
Quick commerce	Revenue	110.9	30%	150.6	77%	187.7	120%
International digital commerce	Revenue	159.4	10%	171.8	19%	188.3	30%
Cloud intelligence	Revenue	125.2	-5%	160.1	21%	171.3	30%
All others	Revenue	237.3	-20%	265.3	-11%	296.6	0%
Target value		Bear		Base		Bull	
RMB bn	Metrics	Multiple	Value	Multiple	Value	Multiple	Value
China ecommerce	PE	6.0	952.2	8.0	1,343.1	10.0	1,837.6
Quick commerce	PS	0.5	55.5	1.0	150.6	1.5	281.5
International digital commerce	PS	0.5	79.7	1.0	171.8	1.5	282.5
Cloud intelligence	PS	3.0	375.6	5.0	800.7	7.0	1,199.4
All others	PS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	148.3
Segment target value (a)			1,463.0		2,466.3		3,749.4
Investees value (b)			259.1		259.1		259.1
Total value			1,722.0		2,725.3		4,008.4
No. of ordinary share (mn)			2,346		2,346		2,346
Value per share (RMB)			734		1,161		1,708
CNY/USD			7.20		7.13		7.20
Value per share (USD)			102		163		237
Value per share (HKD)			101		160		235
Target Price implied P/E (x)		FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
		16	10	25	16	37	24

资料来源：公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证 券评价	股价	招商证 券目标 价	上行/下 行空间	市值 (十 亿美元)	EV/EBITDA (X)		P/E (x)		PEG*	P/S (x)	P/OCF (x)	ROE (%)		2025-2027E CAGR		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E
腾讯	700 HK	港元	增持	596.5	700.0	17.4	702.0	12.7	11.0	19.1			6.8	18.8	23.7	22.4	9.8	13.0	13.8
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	119.6	163.0	36.3	285.1	16.5	14.4	13.0	18.7	n.a.	2.1	12.4	15.8	10.6	11.9	2.3	11.6
拼多多	PDD US	美元	增持	122.2	147.0	11.3	173.5	15.6	9.1	15.1	10.1	0.3	3.0	11.9	23.7	27.7	14.2	36.8	54.4
美团	3690 HK	港元	增持	102.7	139.0	51.9	80.5	10.9	8.7	17.3	11.2	0.3	1.5	n.a.	18.0	23.4	15.7	39.6	22.2
网易	NTES US	美元	增持	137.7	161.0	20.6	87.2	14.9	13.8	14.9	14.0	2.1	5.4	14.3	26.7	23.8	6.4	6.8	8.4
京东	JD US	美元	增持	30.4	42.0	38.2	44.2	12.2	7.0	11.0	8.0	0.3	0.2	7.2	20.3	12.1	6.5	31.8	54.6
腾讯音乐	TME US	美元	增持	24.9	29.2	17.3	38.6	20.7	19.5	31.1	27.8	2.4	8.9	23.7	13.8	10.7	9.7	11.6	10.3
看准科技	BZ US	美元	增持	23.1	26.0	12.6	11.1	10.1	9.4	22.7	19.5	1.2	9.7	18.1	22.1	22.6	11.3	15.6	12.5
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	22.4	30.0	33.8	9.3	15.0	11.2	28.2	20.0	0.6	2.2	20.6	7.4	12.5	8.9	34.7	26.6
云音乐	9899 HK	港元	增持	279.4	330.0	18.1	7.8	26.0	21.8	18.8	23.1	n.a.	7.1	20.8	25.6	16.9	12.2	n.a.	20.7
赤子城	9911 HK	港元	增持	12.3	12.2	-0.9	2.2	9.0	7.2	14.2	11.2	0.5	2.3	20.3	54.0	34.5	19.1	22.8	26.7
唯品会	VIPS US	美元	增持	16.7	19.5	16.8	8.6	9.4	7.0	7.0	6.8	2.3	0.6	5.1	7.1	6.9	2.6	3.0	24.8
携程	TCOM US	美元	未评级	75.0	n.a.	n.a.	49.0	16.9	14.7	19.3	17.2	1.2	6.6	15.7	13.3	11.2	13.4	14.4	15.8
百度	BIDU US	美元	未评级	91.0	n.a.	n.a.	31.9	2.7	2.2	11.5	10.7	0.9	1.7	7.1	7.2	6.4	5.2	12.1	18.1
快手	1024 HK	港元	未评级	75.4	n.a.	n.a.	41.7	9.3	8.0	14.7	12.5	0.7	2.3	11.6	24.8	23.4	8.9	17.4	16.5
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.8	n.a.	n.a.	28.2	15.6	9.1	30.9	20.1	0.4	1.0	22.0	6.2	10.9	9.3	50.2	54.4
阅文	772 HK	港元	未评级	40.6	n.a.	n.a.	5.3	24.2	22.5	28.2	25.3	2.2	4.7	22.6	6.7	6.6	7.0	11.5	10.2
美团	1357 HK	港元	未评级	11.8	n.a.	n.a.	6.9	40.7	29.3	n.a.	39.9	1.3	n.a.	45.5	14.9	17.1	22.3	30.5	36.7
欢聚	JOYY US	美元	未评级	51.7	n.a.	n.a.	2.7	5.9	4.7	10.0	9.5	1.6	1.2	7.7	4.8	5.0	6.2	6.1	22.2
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.6	4.2	6.7	6.5	1.6	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.0	6.5
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.5	n.a.	n.a.	2.4	9.7	5.9	n.a.	16.1	n.a.	0.6	6.7	0.6	5.6	3.8	n.a.	41.3
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.8	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.8	7.3	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.8	n.a.	n.a.	0.2	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.4	n.a.	n.a.	0.8	24.7	9.4	30.4	23.8	0.6	0.9	19.4	2.3	3.7	5.3	39.3	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	11.2	n.a.	n.a.	2.7	4.4	4.3	5.8	5.8	2.2	1.5	5.2	11.1	10.2	2.8	2.7	2.8
								14.4	11.5	17.1	16.0	1.2	3.4	15.9	16.7	15.4	9.7	18.4	24.2
亚马逊	AMZN US	美元	增持	231.6	271.0	17.0	2,470.0	15.2	12.8	27.7	23.8	1.2	3.8	17.5	21.1	19.3	10.6	27.8	31.7
谷歌	GOOGL US	美元	增持	211.6	审视中	n.a	2,563.8	14.7	12.8	19.9	19.1	2.5	7.3	17.5	31.3	27.3	12.8	18.5	15.3
Meta	META US	美元	增持	751.1	866.0	15.3	1,886.9	18.3	15.3	22.6	20.3	1.6	n.a.	17.3	35.3	29.2	15.5	7.6	21.6
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,231.5	1423.0	15.6	523.3	37.4	31.1	45.3	39.4	1.9	n.a.	56.5	42.4	45.2	12.3	26.0	22.8
优步	UBER US	美元	增持	96.0	审视中	n.a	200.1	23.4	18.5	25.0	23.4	1.8	4.5	21.3	28.0	27.2	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	687.8	766.0	11.4	143.4	n.a.	37.4	n.a.	n.a.	0.8	8.4	46.7	19.6	28.7	14.5	49.9	49.0
Lyft	LYFT US	美元	增持	16.1	21.1	30.6	6.6	10.7	8.3	13.4	11.2	0.8	1.1	7.1	21.1	18.9	12.8	19.8	n.a.
								20.0	19.5	25.7	22.9	1.5	5.0	26.3	28.4	28.0	13.3	24.9	28.1

注：股价采用2025年8月28日收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

损益表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941	996	1,074	1,248	1,417
营收成本	-586	-598	-631	-730	-826
毛利润	355	398	443	518	591
销售及营销费用	-115	-144	-231	-237	-255
一般及行政费用	-42	-44	-40	-50	-57
产品开发	-52	-57	-68	-77	-83
摊销	-22	-6	-3	-4	-4
减值	-11	-6	0	0	0
总营业费用	-241	-257	-343	-367	-398
营业利润	113	141	100	150	192
利息支出	-8	-10	-9	-8	-8
利息及投资收入	-10	21	32	20	20
其他收入	6	3	0	0	0
税前利润	102	155	124	162	204
备付所得税	-23	-35	-28	-40	-49
应占股权投资业绩	-8	6	6	20	20
少数股东权益	-9	-4	1	-1	-2
夹层权益的增值	0	-1	2	0	0
归属于股东的净利润	80	129	103	144	177
归属于股东的非 GAAP 净利润	158	158	110	165	200

财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
年成长率					
收入合计	8%	6%	8%	16%	14%
非 GAAP EBITDA	9%	6%	-28%	38%	24%
归属于股东的非 GAAP 净利润	10%	0%	-31%	51%	21%
盈利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	41.3%	41.5%	41.7%
非 GAAP EBITDA 利润	20.4%	20.3%	13.5%	16.0%	17.4%
归属于股东的非 GAAP 净利润率	16.8%	15.9%	10.2%	13.2%	14.1%
ROE	16.0%	15.8%	10.6%	15.0%	16.6%
ROA	4.1%	7.1%	5.6%	7.6%	8.8%
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	62.6	66.9	48.0	74.5	92.8
非 GAAP 摊薄每股盈利	62.1	65.4	46.7	72.7	90.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	8.75	9.08	6.49	10.09	12.58
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元)	8.47	8.80	6.29	9.78	12.19
估值比率 (x)					
市盈率 (美股)	13.0	13.0	18.7	12.4	10.3
市盈率 (港股)	11.6	11.2	15.7	10.1	8.1

资产负债表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	248	145	127	7	169
预付款及应收账款	260	286	310	441	392
股权投资	203	210	214	219	223
物业及设备净额	185	203	227	255	286
无形资产	27	21	23	26	27
证券投资	221	357	357	357	357
其他	621	582	593	605	618
总资产	1,765	1,804	1,853	1,910	2,072
借款	171	231	196	197	198
应计费用和应付账款	298	333	333	333	333
商品存款	13	0	38	7	44
递延收入	73	68	68	68	68
其他	98	82	82	82	82
总负债	652	714	718	687	726
股东权益总额	987	1,010	1,054	1,144	1,268
夹层资本	11	12	12	12	12
少数股东权益	115	69	70	68	66
总股本与夹层资本合计	1,113	1,090	1,135	1,224	1,346
净现金	379	187	215	106	280

现金流量表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	183	164	175	50	345
净利润	71	125	104	143	0
折旧	27	29	29	33	38
摊销	18	13	20	24	29
股权激励	19	16	15	17	20
投资证券损益	23	-29	0	0	0
应占股权投资份额	8	-9	-4	-4	-4
营运资金变动	-14	-24	13	-163	87
其他	31	41	-2	0	175
投资活动现金流	-22	-185	-87	-99	-112
资本支出	-33	-86	-75	-87	-99
股权投资增加净额	-2	-4	0	0	0
其他	13	-96	-11	-12	-13
筹资活动现金流	-108	-76	-107	-71	-71
借款增加净额	9	60	-35	1	1
权益增加净额	-106	-116	-72	-72	-72
其他	-12	-20	0	0	0
净现金流	57	-97	-18	-120	162

注：截至2025年8月28日收盘价：阿里巴巴的财政年度3月年结；
资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828