

阿里巴巴-W (09988.HK) FY25Q3 财报点评

强烈推荐 (维持)

淘天与云收入及利润均大超预期, AI 投入大幅提升

阿里巴巴发布 FY2025Q3 业绩, 本季度集团实现营业收入 2802 亿元/+8%, CMR 1008 亿元/+9%, 淘天集团 EBITA 611 亿元/+2%, 云业务收入 317 亿元/+13%, 云业务 EBITA 31 亿元/+33%, 淘天与云收入及利润均大超预期。本季度电商货币化率同比大幅提升, 未来全站推广渗透率进一步提升及增收基础软件服务费驱动下货币化水平有望持续改善; 云业务持续加大资本开支, 预计未来三年资本开支将超越过去 10 年总和, 看好阿里巴巴电商货币化率提升空间及 AI 与云业务强大发展潜力, 维持“强烈推荐”评级。

淘天集团: 收入及利润大超预期, 全站推广驱动货币化率同比大幅提升。

FY2025Q3 淘天集团客户管理收入为 1008 亿元, 同比+9.4%, 高于彭博一致预期的 4.9%, 货币化率同比提升, 主要源于 9 月起增收 0.6% 基础软件服务费以及全站推广工具渗透率的提升。未来全站推广带动商家营销效率提升有望进一步驱动渗透率增长, 25 财年末渗透率有望达 30%, 货币化率有望保持稳步提升。利润端, 淘天经调整 EBITA 为 611 亿元, 同比+2%, 高于一致预期的 -2.4%, 恢复同比增长, 未来公司表示将继续有纪律得投资于用户体验及商家营商环境进而稳定市场份额。

云智能集团: 收入及利润增长超预期, 预计未来三年资本开支将超越过去 10 年总和。

FY2025Q3 云智能集团实现收入 317 亿元, 同比+13%, 高于一致预期的 9.7%, AI 相关产品收入连续六个季度同比三位数增长。利润方面, 经调整 EBITA 为 31 亿元, 同比+33%, 高于彭博一致预期的 19.8%, EBITA margin 9.9%, 收入及利润增长均大超市场预期。FY25Q3 公司加大在云与 AI 领域投入, 单季度集团资本开支达 318 亿元, 环比增长 82%。公司表示未来阿里云业务将在三大领域加大投资力度: 1) AI 和云计算的基础设施建设, 预计未来三年投入将超越过去 10 年总和; 2) AI 基础模型平台及 AI 原生应用; 3) 集团现有的电商及其他互联网平台业务的 AI 转型升级。目前 AI 领域内外部需求旺盛, 未来有望持续驱动收入高速增长, 同时基于 laas 规模效应的提升及运营效率改善有望实现盈利稳健增长。

AI DC 保持高速增长, 预计下一财年将实现单季度整体盈利。FY2025Q3 国际数字商业集团实现收入 378 亿元, 同比+32%, 高于一致预期的 27%, 主要源于增加海外购物节以及欧洲和海湾地区的获客投入; 同时 AE Choice UE 环比持续改善, 公司预期下一财年海外电商业务将实现单季度整体盈利。

投资建议: 看好阿里巴巴电商主业货币化率提升空间, 及云与 AI 业务的强大发展潜力, 预计 FY2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 1641/1951/2153 亿元, 给予 2026 财年淘天净利润 10-12 倍 PE、云业务 8-10 倍 PS, 对应目标价 151-184 港元/股, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入(百万元)	868687	941168	997025	1088570	1197427
同比增长	2%	8%	6%	9%	10%
经调整 EBITA(百万元)	147911	165028	176598	209900	231644
同比增长	13%	12%	7%	19%	10%
NON-GAAP 归母净利润(百万)	143991	158359	164109	195056	215262
同比增长	6%	10%	4%	19%	10%
每股收益(元)	7.02	8.13	8.63	10.26	11.33
PE (Non-GAAP)	15.0	13.7	13.2	11.1	10.1

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业
目标估值: 151-184 港元
当前股价: 120.9 港元

基础数据

总股本(百万股)	1914161
已上市流通股(百万股)	1914161
总市值(十亿元)	16691
流通市值(十亿元)	16691
每股净资产(MRQ)	55.93
ROE(TTM)	9.79
资产负债率	37.3%
主要股东	SoftBank Group Corp.
主要股东持股比例	14.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11.9	4.0	11.0
相对表现	-7.6	4.6	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《阿里巴巴-SW(09988)深度更新—用户为先, 重启增长》2024-07-29
- 《阿里巴巴-SW(09988)FY24Q4 财报点评—GMV 恢复双位数增长, 香港主要上市即将落地》2024-05-15
- 《阿里巴巴-SW(09988)—FY24Q4 前瞻: GMV 保持健康增长, 用户投入持续加大》2024-04-09

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	697966	752864	727406	776903	845363
现金及现金等价	193086	248125	212394	243826	291269
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	331384	322904	322904	322904	322904
应收账款及票据	0	30686	32507	35492	39041
其它应收款	137072	67508	71515	78081	85889
存货	0	25460	26452	29307	32238
其他流动资产	36424	58181	61634	67293	74022
非流动资产	1055078	1011965	1109254	1177237	1238745
长期投资	453117	424073	424073	424073	424073
固定资产	176031	185161	282450	350433	411941
无形资产	315004	363556	363556	363556	363556
其他	110926	39175	39175	39175	39175
资产总计	1753044	1764829	1836660	1954139	2084108
流动负债	385351	421507	407136	449243	492467
应付账款	0	0	0	0	0
应交税金	12543	17002	17002	17002	17002
短期借款	12266	29001	0	0	0
其他	360542	375504	390134	432241	475465
长期负债	244772	230723	230723	230723	230723
长期借款	149088	141775	141775	141775	141775
其他	95684	88948	88948	88948	88948
负债合计	630123	652230	637859	679966	723190
股本	1	1	1	1	1
储备	958133	999514	997271	1086951	1167963
少数股东权益	123406	115327	111849	106210	99990
归属于母公司所	999515	997272	1086952	1167964	1260928
负债及权益合计	1753044	1764829	1836660	1954139	2084108

现金流量表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	199752	182593	115440	169139	185598
净利润	72783	80009	113602	115093	127492
折旧与摊销	46938	44504	2338	31644	38119
营运资本变动	13482	(13749)	4357	24042	22207
其他非现金调	66549	71829	(4857)	(1639)	(2219)
投资活动现金流	(135506)	(21824)	(89648)	(94627)	(94627)
资本性支出	(34352)	(32929)	(100000)	(100000)	(100000)
出售固定资产收	644	373	373	373	373
到的现金					
投资增减	(61077)	113501	0	0	0
其它	(40721)	(65239)	9979	5000	5000
筹资活动现金流	(65619)	(108244)	(61523)	(43081)	(43528)
债务增减	11342	2465	(29001)	0	0
股本增减	(74735)	(87902)	0	0	0
股利支付	0	17946	23922	34081	34528
其它筹资	(2266)	(4861)	(8600)	(9000)	(9000)
其它调整	40	(35892)	(47845)	(68161)	(69056)
现金净增加额	(1373)	52525	(35731)	31432	47443

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总营业收入	868687	941168	997025	1088570	1197427
主营收入	868687	941168	997025	1088570	1197427
营业成本	549695	586323	609166	674914	742405
毛利	318992	354845	387859	413657	455022
营业支出	215927	230974	248990	268672	295539
经调整EBITA	147911	165028	176598	209900	231644
营业利润	103065	123871	138869	144985	159483
利息支出	5918	7950	8600	9000	9000
利息收入	(11071)	(9961)	0	0	0
权益性投资损	(8063)	(7735)	5612	0	0
其他非经营性	5823	6157	4367	5000	5000
非经常项目损益	(2714)	(10521)	0	0	0
除税前利润	81122	93861	140248	140985	155483
所得税	15549	22529	29856	31263	34479
少数股东损益	(7210)	(8677)	(3478)	(5639)	(6219)
归属普通股股东净利润	72509	79741	113602	115093	127492
经调整归母净利润	143991	158359	164109	195056	215262
EPS (元)	7.02	8.13	8.63	10.26	11.33

主要财务比率

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
年成长率					
营业收入	2%	8%	6%	9%	10%
营业利润	9%	20%	12%	4%	10%
净利润	17%	10%	42%	1%	10%
获利能力					
毛利率	36.7%	37.7%	38.9%	38.0%	38.0%
净利率	8.4%	8.5%	11.4%	10.6%	10.6%
ROE	7.3%	8.0%	10.5%	9.9%	10.1%
ROIC	5.8%	6.8%	8.6%	8.2%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	37.0%	34.7%	34.8%	34.7%
净负债比率	9.2%	9.7%	7.7%	7.3%	6.8%
流动比率	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	36.5	46.1	23.5	24.2	24.1
应收帐款周转率	7.3	8.0	9.9	10.0	10.0
每股资料 (元)					
每股收益	7.02	8.13	8.63	10.26	11.33
每股经营现金	9.13	8.34	5.45	7.98	8.76
每股净资产	45.68	45.57	51.31	55.13	59.52
估值比率					
PE (nongaap)	15.0	13.7	13.2	11.1	10.1
PB	2.6	2.6	2.3	2.2	2.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。