

## 公司研究

## 淘天表现亮眼，云业务加速发展

## ——阿里巴巴-W (9988.HK) 2025 财年三季报点评

## 要点

## 公司 3QFY2025 营收同增 7.6%, 归属于普通股股东净利润同增 239.1%

公司公布 2025 财年三季报: 1-3QFY2025 实现营业收入 7598.93 亿元, 同比增长 5.6%, 实现归属于普通股股东净利润 1170.88 亿元, 同比增长 53.1%, 实现非公认会计准则净利润 1282.75 亿元, 同比减少 3.6%。

单季度拆分来看, 3QFY2025 实现营业收入 2801.54 亿元, 同比增长 7.6%, 实现归属于普通股股东净利润 489.45 亿元, 同比增长 239.1%, 实现非公认会计准则净利润 510.66 亿元, 同比增长 6.5%。

## 变现提升举措展现效果, 云业务进一步加速增长

3QFY2025 公司整体表现超预期, 主要受益于核心业务淘天和云的亮眼表现:

淘天集团: 3QFY2025 公司客户管理收入同比增长 9%, 主要受益于线上 GMV 的增长和 Take rate 的同比提升。公司通过基础软件服务费的收取以及全站推的持续渗透拉升变现水平, 从而推动客户管理收入的提升。全站推作为 AI 加持的营销工具, 对于中小商户而言更易用, 其商家渗透率也在稳步提升。另一方面, 公司持续强化用户粘性, 88VIP 会员在 3QFY2025 末达到 4900 万人, 同比保持双位数增长。

云智能集团: 3QFY2025 公司云智能集团收入实现双位数增长, 同比增长 13% 至 317.42 亿元, 来自外部客户收入同比增长 11%。AI 产品需求强劲, 公司 AI 相关产品收入连续六个季度实现三位数同比增长。公司在 2025 年 1 月推出旗舰版模型 Qwen 2.5 Max, 在公认基准测试中取得全球领先成绩, 且截至 2025 年 1 月 31 日, 基于 Qwen 家族模型在 Hugging Face 上开发的衍生模型超过 90000 个, 使其成为全球最大的 AI 模型家族之一。AI 热度持续提升的背景下, 公司的云计算平台+AI 模型可以承载大量相关需求, 业绩表现有望进一步提振。

## 上调盈利预测, 维持“买入”评级

3QFY2025 公司非公认会计准则净利润同比提升主要得益于公司通过高效率投入稳固淘天的利润表现, 同时云业务受 AI 驱动利润水平亦有提升。我们上调对公司 FY2025/FY2026/FY2027 非公认会计准则净利润的预测 8.4%/5.3%/1.4% 至 1681.94/1781.55/1868.39 亿元。公司淘天业务势头向好, 云业务受益于 AI 浪潮表现亮眼, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新业务发展不及预期, 业内竞争加剧, 直播电商冲击。

## 公司盈利预测与估值简表

指标 (元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (亿元)	8,687	9,412	10,196	11,039	11,780
营业收入增长率(%)	1.83%	8.34%	8.33%	8.27%	6.71%
归属普通股股东净利润 (百万)	72,509	79,741	140,670	152,255	161,240
归属普通股股东净利润增速(%)	16.92%	9.93%	75.82%	8.24%	5.90%
非公认会计准则净利润 (百万)	141,379	157,479	168,194	178,155	186,839
非公认会计准则净利润增速(%)	3.66%	11.39%	6.80%	5.92%	4.87%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 财年为上一自然年 4 月 1 日至同一自然年 3 月 31 日, 本文如不特殊说明, 均指人民币, 股价时间 2025-2-20

## 买入 (维持)

当前价: 120.90 港元

## 作者

分析师: 姜浩

执业证书编号: S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师: 付天姿

执业证书编号: S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师: 梁丹辉

执业证书编号: S0930524070007

021-52523868

liangdanhui@ebsecn.com

分析师: 赵越

执业证书编号: S0930524020001

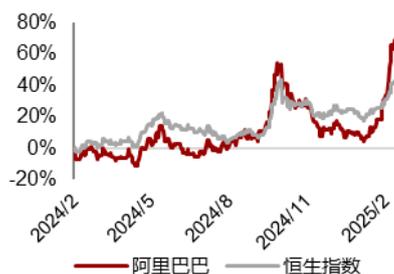
021-52523690

zhaoyue1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	190.08
总市值(亿港元):	22,980.21
一年最低/最高(港元):	77.35/129.50
近 3 月换手率:	40.01%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	30.28	32.41	32.63
绝对	42.57	49.81	69.43

资料来源: Wind

## 相关研报

聚焦主业, 非核心资产持续变现——阿里巴巴-W (9988.HK) 出售高鑫零售股权点评 (2025-01-02)

营销投放力度较大, 88VIP 会员数量达 4600 万——阿里巴巴-SW (9988.HK) 2025 财年二季报点评 (2024-11-16)

表 1: 公司 3QFY2025 业绩与预期对照表

CNY mn	3QFY2024	4QFY2024	1QFY2025	2QFY2025	3QFY2025	3QFY2025E	VS 预测
总收入	260,348	221,874	243,236	236,503	280,154	277,374	1.00%
YOY (%)	5.1%	6.6%	3.9%	5.2%	7.6%	6.5%	
归属普通股股东净利润	14,433	3,270	24,269	43,874	48,945	38,520	27.07%
净利润率 (%)	5.5%	1.5%	10.0%	18.6%	17.5%	13.9%	3.6pct
经调整净利润	47,951	24,418	40,691	36,518	51,066	45,532	12.16%
经调整净利润率 (%)	18.4%	11.0%	16.7%	15.4%	18.2%	16.4%	1.8pct
经调整 EBITA	52,843	23,969	45,035	40,561	54,853	53,571	2.39%
经调整 EBITA 利润率 (%)	20.3%	10.8%	18.5%	17.2%	19.6%	19.3%	0.3pct
<hr/>							
淘天集团	129,070	93,216	113,373	98,994	136,091	131,719	3.32%
YOY (%)	1.6%	3.7%	-1.4%	1.4%	5.4%	2.1%	
——其中: 客户管理	92,113	63,574	80,115	70,364	100,790	96,648	4.29%
YOY (%)	0.8%	5.5%	0.6%	2.5%	9.4%	4.9%	
云智能集团	28,066	25,595	26,549	29,610	31,742	30,784	3.11%
YOY (%)	2.6%	3.4%	5.7%	7.1%	13.1%	9.7%	
阿里国际数字商业集团	28,516	27,448	29,293	31,672	37,756	36,165	4.40%
YOY (%)	43.9%	45.1%	32.4%	29.2%	32.4%	26.8%	
菜鸟集团	28,476	24,557	26,811	24,647	28,241	31,360	-9.95%
YOY (%)	23.7%	29.8%	15.7%	8.0%	-0.8%	10.1%	
本地生活集团	15,160	14,628	16,229	17,725	16,988	17,203	-1.25%
YOY (%)	13.2%	18.5%	12.3%	13.9%	12.1%	13.5%	
大文娱集团	5,040	4,945	5,581	5,694	5,438	5,380	1.08%
YOY (%)	18.3%	-0.9%	3.7%	-1.5%	7.9%	6.7%	
所有其他	47,023	51,458	47,001	52,178	53,102	49,577	7.11%
YOY (%)	-6.6%	-3.5%	3.2%	8.6%	12.9%	5.4%	
<hr/>							
淘天集团	59,930	38,501	48,810	44,590	61,083	58,497	
EBITA Margin (%)	46.4%	41.3%	43.1%	45.0%	44.9%	44.4%	0.5pct
云智能集团	2,364	1,432	2,337	2,661	3,138	2,831	
EBITA Margin (%)	8.4%	5.6%	8.8%	9.0%	9.9%	9.2%	0.7pct
阿里国际数字商业集团	-3,146	-4,085	-3,706	-2,905	-4,952	-3,301	
EBITA Margin (%)	-11.0%	-14.9%	-12.7%	-9.2%	-13.1%	-9.1%	-4.0pct
菜鸟集团	961	-1,342	618	55	235	370	
EBITA Margin (%)	3.4%	-5.5%	2.3%	0.2%	0.8%	1.2%	-0.3pct
本地生活集团	-2,068	-3,198	-386	-391	-596	-523	
EBITA Margin (%)	-13.6%	-21.9%	-2.4%	-2.2%	-3.5%	-3.0%	-0.5pct
大文娱集团	-517	-884	-103	-178	-309	-188	
EBITA Margin (%)	-10.3%	-17.9%	-1.8%	-3.1%	-5.7%	-3.5%	-2.2pct
所有其他	-3,172	-2,818	-1,263	-1,582	-3,156	-1,764	
EBITA Margin (%)	-6.7%	-5.5%	-2.7%	-3.0%	-5.9%	-3.6%	-2.4pct

资料来源: 历史数据来自 Bloomberg, 预测值为 Bloomberg 一致预期, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	8,687	9,412	10,196	11,039	11,780
营业成本	5,863	6,097	6,601	7,044	7,403
营业毛利	2,824	3,314	3,595	3,995	4,377
产品开发费用	567	523	581	629	671
销售费用	1,035	1,151	1,427	1,512	1,614
一般及行政开支	422	420	408	442	454
经营利润	1,004	1,134	1,566	1,738	1,880
利息收入和投资净收益	-111	-100	280	271	258
利息费用	59	79	86	95	105
其他净收支	58	62	0	0	0
利润总额	892	1,016	1,760	1,914	2,034
所得税	155	225	440	479	508
净利润	656	713	1,320	1,436	1,525
少数股东及夹层损益	-72	-87	-87	-87	-87
归属普通股股东净利润	725	797	1,407	1,523	1,612
EPS(元, GAAP)	3.42	3.91	7.40	8.01	8.48

现金流量表 (亿元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	1,998	1,826	2,480	2,104	2,414
净利润	656	800	1,407	1,523	1,612
折旧及摊销	469	409	439	503	609
股权激励费用	308	274	291	290	291
投资活动产生现金流	-1,355	-218	-874	-1,596	-1,648
短期投资净购买	-611	635	-263	-289	-318
购买物业及设备	-344	-303	-408	-1,084	-1,084
融资活动现金流	-656	-1,082	164	202	222
银行借款所得款项	228	228	58	74	82
发行无担保票据所得款	0	0	90	111	123
净现金流	22	569	1,770	710	988

主要指标

盈利能力 (%)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
毛利率	36.72%	37.70%	40.20%	40.20%	40.20%
EBITA 率	16.97%	18.48%	19.50%	19.70%	19.98%
税前净利润率	10.27%	10.79%	17.26%	17.34%	17.27%
归母净利润率	8.38%	8.50%	13.80%	13.79%	13.69%
ROA	4.21%	4.53%	7.47%	7.17%	6.80%
ROE (摊薄)	7.33%	8.08%	12.26%	11.53%	10.74%

偿债能力	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
资产负债率	36%	37%	36%	35%	34%
流动比率	1.81	1.79	2.04	2.14	2.27
速动比率	1.35	1.21	1.55	1.63	1.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	17,530	17,648	20,014	22,448	24,943
现金及现金等价物	1,931	2,481	4,252	4,962	5,950
受限制现金及应收托管	364	383	421	463	510
短期投资	3,265	2,630	2,893	3,182	3,500
预付款项、应收款项及其	1,371	1,435	1,529	1,656	1,767
股权证券及其他投资	49	599	324	462	393
流动资产合计	6,980	7,529	9,419	10,724	12,120
权益法核算的投资	2,074	2,031	2,234	2,458	2,704
物业及设备	1,760	1,852	1,838	2,262	2,616
无形资产	469	270	252	409	529
商誉	2,681	2,597	2,597	2,597	2,597
其他非流动资产	3,567	3,370	3,674	3,998	4,378
非流动资产合计	10,551	10,120	10,595	11,723	12,823
总负债	6,301	6,522	7,190	7,811	8,404
应付所得税	125	91	178	196	203
预提费用、应付款项及其	2,760	2,979	3,263	3,533	3,770
递延收入及客户预付款	713	728	795	861	919
其他流动负债	256	417	381	412	443
流动负债合计	3,854	4,215	4,617	5,002	5,335
长期银行借款	520	557	613	674	741
递延收入	36	41	41	41	41
其他非流动负债	1,892	1,710	1,920	2,095	2,287
非流动负债合计	2,448	2,307	2,573	2,810	3,069
股东权益及夹层股本权	11,229	11,126	12,824	14,636	16,539
资本公积	4,169	3,980	4,271	4,561	4,852
法定储备	130	147	158	169	182
归属母公司权益	9,897	9,865	11,476	13,202	15,018
夹层股本权益	99	107	107	107	107

费用率	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售及营销开支	12.00%	11.80%	14.00%	13.70%	13.70%
研发开支	4.40%	3.80%	4.00%	4.00%	3.85%
一般及行政开支	6.53%	5.55%	5.70%	5.70%	5.70%

每股指标 (元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股经营现金流	9.4	9.0	13.0	11.1	12.7
每股净资产	15.5	14.0	9.1	9.6	10.3
EPS	3.42	3.91	7.40	8.01	8.48

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP