

互联网电商

2025 年 02 月 22 日

阿里巴巴 (BABA)

——电商+云大超预期，大举投入 AI 战略

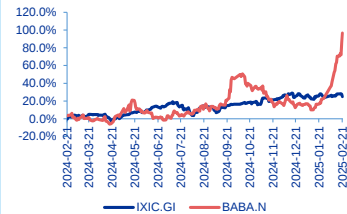
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 2 月 21 日

收盘价 (美元)	143.75
纳斯达克指数	19524.01
52 周最高/最低 (美元)	144.51/67.48
美股市值 (亿美元)	3415
流通股 (亿股)	190
汇率 (人民币/美元)	7.26

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com

投资要点：

- 据公司公告，阿里巴巴公布 3QFY25 营收为 2802 亿元，同比+8%，经调整 EBITA 同比+4% 至人民币 549 亿元，Non-GAAP 净利润为 511 亿元，同比+6%，业绩大超预期。
- 淘天 GMV、CMR、EBITA 等关键指标增长表现全面超预期，看好全站推渗透提升进一步释放货币化率增长潜力。据公司公告，24Q4 淘天客户管理收入增速提高至 9%达 1007.90 亿元（市场一致预期为 4.9%），经调整 EBITA 实现 610.83 亿元，同比增长超 2%（市场一致预期为-2.4%）。集团持续加大投入，完善价格竞争力、会员体系和服务体验，增量买家和订单量增长。同时，公司持续发力高消费能力群体 88vip，会员数同比双位数增长达约 4900 万，综合驱动平台 GMV 增速回升。FY3Q25 全季度收取 0.6%技术服务费，全站推广的便捷性和高效性，明显带动中小商家投放效果和投放意愿，产品渗透率提升。货币化率回升+GMV 增长同步拉动，客户管理收入增长驱动力释放，覆盖平台补贴投入加大。
- 坚定投入 AI+云，Capex 大幅提升。与苹果合作开发 AI 功能，丰富商业化路径。据公司公告，FY3Q325，云智能集团收入为 317.42 亿元，同比增长 13%，其中公共云收入双位数增长，AI 相关产品收入连续六个季度三位数增长。FY3Q25 公司实现经调整 EBITA31.4 亿元，同比增长 33%，经调整 EBITA 利润率提升至 10%（市场一致预期 9.2%）。25 年 1 月，阿里推出 Qwen2.5 系列模型，实现 MoE 架构与视觉理解双突破，多项三方基准测试排名前列。FY3Q25 公司 Capex 达 318 亿元，环比 174.91 亿元明显增长。公司以 AI 战略为核心投入方向，预计未来 3 年 AI 基建投入将超过过去 10 年总和，保证技术先进性和领先地位，随着云业务需求释放，有望消化资本开支影响。阿里 AI 应用生态丰富，24 年通义大模型服务企业已超 9 万，内部全线业务都已与 AI 融合，C 端应用涵盖智能助手、夸克、高德等多个领域。2 月苹果和阿里已达成合作，共同为 iPhone 用户开发国内本地化 AI 功能，有望借苹果的硬件入口进一步丰富阿里 AI 商业化路径，增加阿里大模型算力资源调用，直接推动营收增长和云计算份额。此次合作将为阿里云技术和品牌提供强劲背书，对公司不断加强与全球各业务集团合作具有重要意义，阿里 AI 体系布局加速，带动云业务需求继续上行。
- 国际业务保持强劲增长，预计 FY26 实现单季度整体盈利。据公司公告，FY3Q25 国际数字商业集团实现收入同比增长 32%至 378 亿元，其中国际零售商业同比增长 36%至 316 亿元。首次海外双 11 大促，速卖通打造“百亿补贴品牌出海”。Trendyol 持续投入海湾区获取用户。公司加大海外大促节点投入获取用户，经调整 EBITA 实现-49.5 亿元，经调整 EBITA 利润率下降 2.1pct 达-13.1%。我们认为公司未来将持续平衡经营与投资效率，预期下一财年海外电商业务实现单季度整体盈利。
- 维持“买入”评级。阿里未来将专注电商+科技+互联网平台产品三大业务，进一步清晰路径和方向，加大投入三大 AI 领域：AI 和云的基础设施、基础大模型及原生应有到现有业务的 AI 转型升级，推动电商+云计算战略加速引擎。我们上调 25-27 财年盈利预测为 1559/1773/1902 亿元（前值为 1513/1649/1816 亿元）。我们看好 AI 战略以及电商 CMR 提速，EBITA 利润拐点出现带动业绩与估值双击。重视阿里价值重估，参考海外头部云厂商 25 年平均 7x PS，我们给予 26 财年淘天集团 10x PE，云 7x PS 估值，二者对应市值空间 26294 亿元，其他业务对应市值空间 4196 亿元，提高目标价至 174 美元/股，较当前上行空间 21.0%，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，消费需求持续疲软，出海业务发展不及预期，AI 技术及商业化进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入 (百万元)	868,687	941,168	1,001,424	1,099,939	1,203,232
同比增长率 (%)	1.8	8.3	6.4	9.8	9.4
Non-GAAP 归普净利润 (百万元)	143,991	158,359	155,930	177,305	190,169
同比增长率 (%)	0.3	10.0	-1.5	13.7	7.3
调整后每股收益 (元)	54.68	62.11	64.54	73.38	78.71
ROE (%)	15	16	13	12	12
市盈率 (倍)	18	16	15	13	13
市净率 (倍)					

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益 注：P/E 期为 . .



申万宏源研究微信服务号

E-commerce + Cloud exceeded expectations and invested heavily in AI strategy

3QFY25 Review. Alibaba reported 3QFY25 revenue of Rmb280.2bn (+8% YoY), adjusted EBITA of Rmb54.9bn (+4% YoY), and non-GAAP net profit of Rmb51.1bn (+6% YoY), significantly exceeding our expectations.

Taotian's GMV, CMR and EBITA all well beyond forecasts; higher penetration of full-site promotion is expected to further unlock monetization potential. In 4Q24, Taotian's CMR reached Rmb100.79bn (+9% YoY), exceeding the market consensus of 4.9%, while adjusted EBITA reached Rmb61.08bn (+2% YoY), compared to the market consensus of -2.4%. The Group continued to increase investment, improve price competitiveness, membership system and service experience, and increase the number of buyers and orders. The company continued to focus on the high-spending group 88vip, and the number of members increased by double digits YoY to c.49m, which drove the platform GMV growth recovery. A technical service fee of 0.6% was charged for the entire quarter of 3QFY25. The convenience and efficiency of the whole-site promotion significantly boosted the effectiveness and willingness of SMEs to launch products, and the product penetration rate increased. The monetization rate rebounded + GMV growth was driven simultaneously, the driving force for the growth of customer management income was released, and the subsidy investment for the coverage platform was increased.

Firm commitment to AI + Cloud with increased Capex; collaboration with Apple to expand AI commercialization. Cloud Intelligence Group achieved revenue of Rmb31.74bn (+13% YoY) in 3QFY25, with public cloud revenue growing by double-digit and AI-related product revenue growing by triple-digit for six consecutive quarters. In 3QFY25, the company achieved an adjusted EBITA of Rmb3.13bn (+33% YoY), and the adjusted EBITA margin increasing to 10%, compared to the market consensus of 9.2%. In January 2025, Alibaba launched the Qwen2.5 series of models, achieving breakthroughs in MoE architecture and visual understanding, ranking among the top in multiple third-party benchmark tests. In 3QFY25, Capex reached Rmb31.8bn, up significantly from Rmb17.49bn QoQ. With AI as a core focus, AI infrastructure investment over the next three years is set to exceed the past decade's total, ensuring technological leadership. With expanding cloud business demand, we expect Capex impact to diminish. Alibaba's AI system is well-developed, with Tongyi Qianwen big model serving over 90,000 enterprises in 2024. AI has been integrated across all internal business lines, while consumer-facing applications span smart assistants, Quark, and AutoNavi. In February, Apple and Alibaba reached a partnership to develop localized AI features for iPhone users in China. Leveraging Apple's hardware ecosystem, we expect this collaboration to enhance Alibaba's AI commercialization, increase computing resource utilization for its large models, and directly drive revenue growth and cloud market share expansion. This partnership strengthens Alibaba Cloud and its brand, reinforces collaboration with global business groups, and accelerates AI system layout, driving the continued upward demand for cloud business.

International business to achieve single-quarter profitability in FY26. In 3QFY25, the international digital commerce group realized revenue of Rmb37.8bn (+32% YoY), of which the international retail commerce grew to Rmb.bn (+% YoY). As a part of the first Singles' Day promotion campaign

overseas, Aliexpress unveiled the “Tens of billions of subsidized brands to go overseas” project. Trendyol continued to invest in the Gulf market to acquire users. The company increased investments in major overseas shopping events to drive user growth, and the adjusted EBITA stood at -Rmb4.95bn, and the adjusted EBITA margin declined 2.1ppts to -13.1%. We expect the company to continue to balance operations and investment efficiency and expect its overseas e-commerce business to turn profitable in a single quarter in the next fiscal year.

Maintain BUY. Alibaba will focus on three major businesses: e-commerce, technology, and internet platform products, further clarifying its strategic direction. We raise our adjusted net profit forecasts from Rmb155.9bn to Rmb151.3bn in FY25E, from Rmb177.3bn to Rmb164.9bn in FY26E, and from Rmb190.2bn to Rmb181.6bn in FY27E. We are optimistic about Alibaba’s AI strategy and the acceleration of e-commerce CMR. The EBITA profit inflection point will drive a double-click in performance and valuation. We attach importance to Alibaba’s revaluation. With reference to the average 7xPS of overseas leading cloud vendors, we give the company Taotian’s main business 10xPE and cloud 7xPS valuation. The corresponding market value space for the two is Rmb2629bn, and the corresponding market value space for other businesses is Rmb419.6bn. We raise the target price to 174 US dollars per share, which is 21.0% higher than the current upside. And maintain our BUY rating.

Risks. Intensified competition; continued demand weakness; slower-than-expected development of overseas business; slower-than-expected progress in AI technology and commercialization.

合并损益表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	868,687	941,168	1,001,424	1,099,939	1,203,232
营业成本	-549,695	-586,323	-597,076	-656,807	-718,931
毛利润	318,992	354,845	404,348	443,132	484,300
其他收支	5,823	6,157	4,923	6,685	6,000
产品开发费用	-56,744	-52,256	-56,633	-64,552	-66,806
销售及行政费用	-145,679	-157,126	-196,815	-212,211	-236,520
调整后 EBITDA	175,710	191,668	198,180	213,076	229,571
调整后 EBIT	134,407	143,436	165,762	178,872	194,805
财务费用	-5,918	-7,947	-8,219	-4,476	-4,476
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	89,185	101,596	171,287	192,476	187,568
所得税费用	-15,549	-22,529	-44,028	-55,811	-43,141
归属于非控制性权益的净损失	7,210	8,677	4,547	6,500	8,000
归属于普通股股东的净利润	72,509	79,741	137,956	149,165	154,428
Non-GAAP 归普净利润	143,991	158,359	155,930	177,305	190,169

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。