

阿里巴巴-W (09988.HK)

重写中国 AI 叙事

阿里巴巴发布 2024 年 12 月季度业绩。阿里巴巴 2025Q3 财季（截至 2024 年 12 月自然季度）录得总收入 2801.5 亿，同比增长 8%。Non-GAAP 归母净利润 513.3 亿，同比增长 7%。

按业务线看，淘天/国际商业/阿里云/本地生活/菜鸟/大文娱本季收入为 1361/378/317/170/282/54 亿，同比增长 5%/32%/13%/12%/-1%/8%，经调整 EBITA 利润率各为 45%/-13%/10%/-4%/1%/-6%。

淘天：继续投入用户增长及商家体验。本季公司客户管理收入（CMR）同比增长 9%，由电商 GMV 增长和变现率提升共同驱动。GMV 角度，淘天集团继续增加用户投入，带来新买家和订单量同比强劲提升。变现率角度，在推行惠商措施的同时，“全站推广”工具的渗透带来变现效率改善。

AI：引领模型能力，力推 AI 基建，重估阿里云，目标 AGI。2025 年 1 月，阿里开源了新一代多模态模型 Qwen2.5-VL，并推出基于 MoE 架构的旗舰版模型 Qwen2.5-Max。这两个模型在公认的基准测试中取得全球领先的成绩。

阿里坚定 AI 投入。本财季公司资本开支达 317.75 亿人民币。管理层表示，未来 3 年在云和 AI 设施的投入要超过此前 10 年。我们测算，这大约对应未来 3 年每年年化超过 1000 亿的资本开支。

基建侧，阿里云重估可期。公司通过阿里云百炼平台的 API 收取模型访问费用。超过 29 万家企业和开发者通过百炼平台访问了 Qwen API。短期，随着苹果 Apple Intelligence 在内的诸多潜在合作展开，模型可预期的调用量和阿里云潜在收入有望加速攀升。长期，我们认为阿里云有望成为 AI 时代运输 AI 计算这种“电力”的“电网”。

应用侧，公司表示 AI 战略首要目标是追求 AGI。我们看好阿里短期在通义千问、夸克、天猫精灵等 C 端产品的整合、以及长期对 AGI 前景的探索。我们认为，阿里在应用生态和 AI 基建侧的探索有望重启中国 AI 叙事。

重申“买入”评级。我们预计阿里巴巴 2025-2027 财年收入为 9977/10842/11877 亿元；non-GAAP 归母净利 1622/1739/1926 亿元。基于核心电商 10x 2026e P/E、阿里云 30x 2026e P/E、其他业务 1x 2026e P/S，我们认为公司合理市值超 3 万亿人民币，对应目标价在港股（9988.HK）169 港元/美股（BABA.N）174 美元，重申“买入”评级。

风险提示：电商需求不及预期、模型进展不及预期、阿里云变现不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	868,687	941,168	997,705	1,084,245	1,187,650
增长率 yoy（%）	2%	8%	6%	9%	10%
Non-GAAP 归母净利（百万元）	143,991	158,359	162,187	173,921	192,622
增长率 yoy（%）	0%	10%	2%	7%	11%
EPS 最新摊薄（元/股）	6.8	7.8	8.4	9.1	10.0
净资产收益率（%）	7%	8%	13%	13%	13%
P/E（倍）	18.6	16.3	15.1	14.0	12.7
P/B（倍）	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9

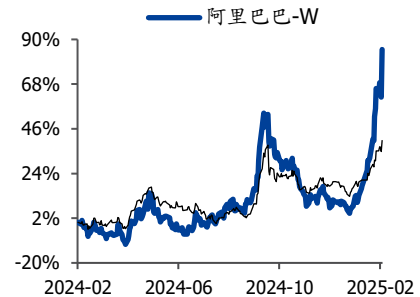
资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：股价为 2025 年 2 月 21 日收盘价，年度为财年口径，利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

买入（维持）

股票信息

行业	互联网电商
前次评级	买入
02 月 21 日收盘价（港元）	138.50
总市值（百万港元）	2,632,554.82
总股本（百万股）	19,007.62
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	119.50

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：变现提速待推进、淘天仍处投入期》 2024-11-19
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK)：CMR 变现或提速，基本面望多方改善》 2024-08-20
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK)：收入实现增长，推进香港主要上市》 2024-05-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
流动资产	697,966	752,864	778,946	856,546	954,662
现金	193,086	248,125	303,883	368,285	450,631
应收账款	137,072	143,536	152,158	165,356	181,127
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	367,808	361,203	322,904	322,904	322,904
非流动资产	1,055,078	1,011,965	1,073,395	1,143,991	1,222,327
长期投资	245,737	220,942	212,702	204,462	196,222
固定资产	176,031	185,161	251,924	321,614	395,310
无形资产	46,913	26,950	19,358	14,303	10,903
其他非流动资产	586,397	578,912	589,411	603,612	619,893
资产总计	1,753,044	1,764,829	1,852,341	2,000,536	2,176,989
流动负债	385,351	421,507	438,031	473,114	516,043
短期借款	7,466	12,749	20,227	27,705	35,183
应付账款	275,950	297,883	305,152	327,334	355,822
其他流动负债	101,935	110,875	112,652	118,074	125,038
非流动负债	244,772	230,723	230,723	230,723	230,723
长期借款	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
其他非流动负债	192,749	175,037	175,037	175,037	175,037
负债合计	630,123	652,230	668,754	703,837	746,766
少数股东权益	123,406	115,327	119,230	122,502	125,774
股本及其他	-16,393	1,376	1,376	1,376	1,376
资本公积	416,880	397,999	362,086	325,299	289,772
留存收益	599,028	597,897	700,895	847,523	1,013,301
归属母公司股东权益	999,515	997,272	1,064,357	1,174,197	1,304,449
负债和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,852,341	2,000,536	2,176,989

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
经营活动现金流	199,752	182,593	207,699	236,531	264,475
净利润	65,573	71,332	135,011	149,900	169,050
折旧摊销	46,938	44,504	41,671	46,207	50,546
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	14,983	23,490	23,480	23,480	23,480
营运资金变动	13,482	-13,749	-6,550	3,731	6,925
其他经营现金流	58,776	57,016	14,087	13,213	14,473
投资活动现金流	-135,506	-21,824	-119,607	-129,607	-139,607
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	-3,551	-2,260	-3,525	-3,525	-3,525
其他投资现金流	-131,955	-19,564	-116,082	-126,082	-136,082
筹资活动现金流	-65,619	-108,244	-70,632	-42,522	-42,522
短期借款	11,342	7,478	7,478	7,478	7,478
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-74,735	-87,902	-50,000	-50,000	-50,000
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2,226	-27,820	-28,110	0	0
现金净增加额	2,157	56,914	17,459	64,402	82,346

利润表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
营业收入	868,687	941,168	997,705	1,084,245	1,187,650
营业成本	549,695	586,323	600,631	644,292	700,364
研发费用	56,744	52,256	54,663	56,745	62,156
销售费用	103,496	115,141	143,592	162,991	178,536
管理费用	42,183	41,985	43,119	41,995	46,000
无形资产摊销	13,504	21,592	7,253	7,980	8,741
资产减值损失	-2,714	-10,521	-6,171	0	0
营业利润	100,351	113,350	142,276	170,242	191,853
其他损益	-5,248	-3,807	22,300	13,849	16,319
利息费用	5,918	7,947	8,332	8,716	9,101
利润总额	89,185	101,596	156,244	175,374	199,071
所得税	15,549	22,529	32,534	35,906	40,837
权益法投资损益	-8,063	-7,735	7,402	7,160	7,160
净利润	65,573	71,332	131,112	146,628	165,394
少数股东及其他亏损	-6,936	-8,409	-3,903	-3,272	-3,272
归属母公司净利润	72,509	79,741	135,015	149,900	168,666
调整后 EBITA	147,911	165,028	175,780	191,435	215,067
Non-GAAP 归母净利润	143,991	158,359	162,187	173,921	192,622
EPS (元/股)	6.8	7.8	8.4	9.1	10.0

主要财务比率

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
成长能力					
营业收入 (%)	2%	8%	6%	9%	10%
营业利润 (%)	44%	13%	26%	19%	13%
归属于母公司净利润 (%)	0%	10%	2%	7%	11%
获利能力					
毛利率 (%)	36.7%	37.7%	39.8%	40.6%	41.0%
净利率 (%)	16.6%	16.8%	16.3%	16.0%	16.2%
ROE (%)	7.3%	8.0%	12.7%	12.8%	12.9%
ROIC (%)	7.1%	7.6%	9.1%	10.0%	10.2%
偿债能力					
资产负债率 (%)	36%	37%	36%	35%	34%
净负债比率 (%)	-4%	-9%	-13%	-17%	-21%
流动比率	181%	179%	178%	181%	185%
速动比率	181%	179%	178%	181%	185%
营运能力					
总资产周转率	50%	54%	55%	56%	57%
应收账款周转率	614%	671%	675%	683%	686%
应付账款周转率	6411%	10852%	13247%	14210%	15447%
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	6.8	7.8	8.4	9.1	10.0
每股经营现金流 (最新摊薄)	9.5	9.0	10.7	12.3	13.8
每股净资产 (最新摊薄)	47.3	49.0	55.1	61.2	67.9
估值比率					
P/E	18.6	16.3	15.1	14.0	12.7
P/B	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9
P/S	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 2 月 21 日收盘价, 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表1: 阿里巴巴财务预测: 年度

财年	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
收入 (百万元)	868,687	941,168	997,705	1,084,245	1,187,650
1、淘天集团	413,206	434,893	448,755	468,871	486,409
2、阿里国际商业	70,506	102,598	133,369	165,817	199,867
3、本地生活集团	50,249	59,802	67,334	75,453	84,551
4、菜鸟集团	77,512	99,020	104,004	102,422	100,045
5、云智能集团	103,268	106,432	117,335	134,936	155,176
6、大文娱	18,444	21,145	22,048	23,790	25,668
7、所有其他	196,931	192,074	208,885	229,773	252,751
收入增速	2%	8%	6%	9%	10%
1、淘天集团		5%	3%	4%	4%
2、阿里国际商业		46%	30%	24%	21%
3、本地生活集团		28%	5%	-2%	-2%
4、菜鸟集团		19%	13%	12%	12%
5、云智能集团		3%	10%	15%	15%
6、大文娱		15%	4%	8%	8%
7、所有其他		-2%	9%	10%	10%
调整后 EBITA (百万元)	147,911	165,028	175,780	191,435	215,067
1、淘天集团	189,140	194,827	195,909	201,725	209,271
2、阿里国际商业	-4,944	-8,035	-15,068	-4,596	3,336
3、本地生活集团	-13,148	-9,812	-1,866	-1,439	-557
4、菜鸟集团	-391	1,402	1,159	1,565	2,328
5、云智能集团	4,101	6,121	11,149	15,014	19,439
6、大文娱	-2,789	-1,539	-856	-860	-690
7、所有其他	-9,388	-9,160	-9,195	-11,194	-9,281
调整后 EBITA 利润率	17.0%	17.5%	17.6%	17.7%	18.1%
1、淘天集团	46%	44.8%	43.7%	43.0%	43.0%
2、阿里国际商业	-7%	-8%	-11%	-3%	2%
3、本地生活集团	-26%	-16%	-3%	-2%	-1%
4、菜鸟集团	-1%	1%	1%	2%	2%
5、云智能集团	4%	6%	10%	11%	13%
6、大文娱	-15%	-7%	-4%	-4%	-3%
7、所有其他	-5%	-5%	-4%	-5%	-4%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	143,991	158,359	162,187	173,921	192,622
non-GAAP 归母净利率	16.6%	16.8%	16.3%	16.0%	16.2%
non-GAAPEPS	6.9	7.8	8.6	9.6	11.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所。年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表2: 阿里巴巴财务预测: 季度

财季	25Q1 财季	25Q2 财季	25Q3 财季	25Q4 财季 e	26Q1 财季 e	26Q2 财季 e	26Q3 财季 e	26Q4 财季 e
收入 (百万)	243,236	236,503	280,154	237,812	260,199	255,875	306,504	261,668
1、淘天集团	113,373	98,994	136,091	100,297	119,757	103,879	141,211	104,024
2、阿里国际商业	29,293	31,672	37,756	34,648	36,724	39,450	46,896	42,747
3、本地生活集团	16,229	17,725	16,988	16,392	18,186	19,862	19,036	18,368
4、菜鸟集团	26,811	24,647	28,241	24,305	26,482	24,296	27,782	23,862
5、云智能集团	26,549	29,610	31,742	29,434	30,531	34,052	36,503	33,849
6、大文娱	5,581	5,694	5,438	5,335	6,022	6,144	5,867	5,757
7、所有其他	47,001	52,178	53,102	56,604	51,701	57,396	58,412	62,264
收入增速	4%	5%	8%	7%	7%	8%	9%	10%
1、淘天集团	-1%	1%	5%	8%	6%	5%	4%	4%
2、阿里国际商业	32%	29%	32%	26%	25%	25%	24%	23%
3、本地生活集团	12%	14%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
4、菜鸟集团	16%	8%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%
5、云智能集团	6%	7%	13%	15%	15%	15%	15%	15%
6、大文娱	4%	-1%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
7、所有其他	3%	9%	13%	10%	10%	10%	10%	10%
调整后 EBITA (百万)	45,035	40,561	54,853	35,331	46,832	41,972	60,530	42,102
1、淘天集团	48,810	44,590	61,083	41,426	51,558	45,232	61,969	42,965
2、阿里国际商业	-3,706	-2,905	-4,952	-3,505	-2,613	-1,624	-523	164
3、本地生活集团	-386	-391	-596	-493	-456	-399	-325	-259
4、菜鸟集团	618	55	235	251	326	348	453	437
5、云智能集团	2,337	2,661	3,138	3,013	3,232	3,724	4,120	3,939
6、大文娱	-103	-178	-309	-266	-258	-220	-198	-183
7、所有其他	-1,263	-1,582	-3,156	-3,194	-2,763	-2,895	-2,771	-2,767
调整后 EBITA 利润率	19%	17%	20%	15%	18%	16%	20%	16%
1、淘天集团	43%	45%	45%	41%	43%	44%	44%	41%
2、阿里国际商业	-13%	-9%	-13%	-10%	-7%	-4%	-1%	0%
3、本地生活集团	-2%	-2%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-1%
4、菜鸟集团	2%	0%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
5、云智能集团	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	12%
6、大文娱	-2%	-3%	-6%	-5%	-4%	-4%	-3%	-3%
7、所有其他	-3%	-3%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-4%
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利 (百万元)	43,410	36,363	51,332	31,082	42,620	38,738	53,699	38,864
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利率	17.8%	15.4%	18.3%	13.1%	16.4%	15.1%	17.5%	14.9%
non-GAAPEPS	2.2	1.9	2.8	1.7	2.4	2.1	3.0	2.2

资料来源: wind, 国盛证券研究所。年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com