

FY25Q3 业绩点评：收入利润均超预期，云业务重返双位数增长

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2025-02-23

收盘价（港元）	138.50
近 12 个月最高/最低（港元）	138.5/63.2
总股本（百万股）	19,008
流通股本（百万股）	19,008
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	26,325
流通市值（亿港元）	26,325

公司价格与恒生综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.FY25Q2 业绩点评：利润改善明显，
 淘天货币化率企稳 2024-11-19

主要观点：

● FY25Q3 业绩

1) **整体业绩**：FY25Q3，阿里巴巴收入为 2802 亿元(yoy+8%)，略高于彭博一致性预期 1%；盈利能力方面，经调整 EBITDA 和经调整净利润达到 621 亿元(yoy+4%，margin 为 22%)和 511 亿元(yoy+6%，margin 为 18%)，分别高于彭博一致性预期 2.7%、12.2%。

2) **分部业务方面**，淘天集团收入为 1361 亿元(yoy+5%)，高于彭博预期 3.3%；阿里国际数字商业集团收入为 378 亿元(yoy+32%)，高于彭博预期 4.4%；本地生活集团收入为 169.9 亿元(yoy+12%)，略低于彭博预期 1.2%；菜鸟集团收入为 282 亿元(yoy-1%)，低于彭博预期 9.9%；云智能集团收入为 317 亿元(yoy+13%)，超过彭博预期 3.1%；大文娱集团收入为 54 亿元(yoy+8%)，高于彭博预期 1.1%；其他收入为 531 亿元(yoy+13%)，高于彭博预期 7.1%。

● 淘天加速增长，AIDC 业务明年有望实现单季度盈利

本季度淘天加速增长，收入录得 1361 亿元，yoy+5%，其中 CMR 收入 1008 亿元，yoy+9%，主要受 GMV 和 Take rate 提升驱动，全站推+技术服务费的收取对 take rate 提升帮助明显。AIDC 业务本季度收入 378 亿元(yoy+32%)，经调整 EBITA 为-49.52 亿元(yoy-57%)，根据公司指引，预计下财年海外电商业务会实现单季度整体盈利。

● 云业务重回双位数增长，AI 业务持续翻倍增长

1) 本季度云业务收入 317 亿元(yoy+13%)，经调整 EBITA 为 31.4 亿元(yoy+33%)。其中公共云业务收入双位数增长，AI 相关产品收入连续六季度保持三位数增长。此外，CAPEX 本季度激增，本季度资本支出高达 318 亿元，环比+80%，当前容量仍供不应求，根据公司指引，未来 3 年在云基础设施投入预期将会超过过去 10 年总和。此外，公司还指出如果能够实现 AGI，即完成 80%以上人类能力的智能系统，预计人工智能相关产业将成为全球最大的产业，甚至有可能影响或替代当前约 50%的 GDP 构成。

2) AI 业务除了云基础设施和大模型（API 调用）两大方向，阿里还具备 B 端和 C 端 AI 应用落地场景，如淘天、夸克（AI 搜索）、钉钉（SaaS+AI Agent）、高德等，这些产品都有望成为 AI 重要的入口。

● 投资建议

我们预计阿里巴巴 FY2025-2027 收入为 9711.3/9838.2/10885.2 亿元（前值为 10067/11044/11919 亿元，由于阿里出售高鑫零售，故下调收入预期），同比+3.2%/+1.3%/+10.6%；Non-GAAP 净利润预计录得 1599.6 /1721.7 /1959.3 亿元（前值 1544/1679/1824 亿元），同比 +1.6%/+7.6%/+13.8%，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险；宏观经济增长不及预期；经营效率优化不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万元)	941,168	971,125	983,822	1,088,519
收入同比 (%)	8.3%	3.2%	1.3%	10.6%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	157,479	159,960	172,169	195,933
同比 (%)	11.4%	1.6%	7.6%	13.8%
市盈率 (P/E)	33	18	17	14
每股收益 EPS	3.91	7.09	7.36	8.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
流动资产	752, 864	604, 737	597, 512	597, 458	
现金及现金等价物	248, 125	152, 532	79, 508	52, 971	
短期投资	262, 955	262, 955	326, 492	326, 492	
受限制现金及应收	38, 299	36, 424	36, 424	36, 424	
股权证券及应收托	59, 949	4, 892	4, 892	4, 892	
预付款项, 应收款	143, 536	147, 934	150, 195	176, 679	
非流动资产	1, 011, 96	1, 219, 39	1, 249, 71	1, 300, 377	
股权证券及其他投	220, 942	368, 070	349, 536	331, 143	
预付款项, 应收款	116, 102	110, 731	112, 897	107, 260	
权益法核算的投资	203, 131	203, 131	203, 131	203, 131	
物业及设备(净值)	185, 161	250, 834	297, 519	372, 214	
无形资产(净值)	26, 950	26, 950	26, 950	26, 950	
商誉	259, 679	259, 679	259, 679	259, 679	
资产总计	1, 764, 82	1, 824, 13	1, 847, 22	1, 897, 835	
流动负债	421, 507	439, 828	447, 332	479, 051	
短期银行借款	12, 749	12, 749	12, 749	12, 749	
短期无担保优先票	16, 252	16, 252	16, 252	16, 252	
应付所得税	9, 068	30, 507	41, 202	50, 037	
预提费用、应付款	297, 883	286, 135	281, 906	294, 550	
商家保证金	12, 737	15, 346	15, 790	17, 336	
递延收入及客户预	72, 818	78, 839	79, 433	88, 127	
非流动负债	230, 723	233, 145	233, 943	237, 738	
递延收入	4, 069	3, 979	4, 031	4, 460	
递延所得税负债	53, 012	53, 012	53, 012	53, 012	
长期银行借款	55, 686	55, 686	55, 686	55, 686	
长期无担保优先票	86, 089	86, 089	86, 089	86, 089	
其他负债	31, 867	34, 379	35, 125	38, 490	
负债合计	652, 230	672, 973	681, 274	716, 789	
夹层权益	10, 728	10, 728	10, 728	10, 728	
股东权益总额	986, 544	1, 016, 62	1, 031, 41	1, 046, 511	
非控制性权益	115, 327	123, 807	123, 807	123, 807	
权益总额	1, 101, 87	1, 140, 43	1, 155, 22	1, 170, 318	
负债权益总额	1, 764, 82	1, 824, 13	1, 847, 22	1, 897, 835	

现金流量表	单位:百万元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	71,332	136,675	138,796	158,630
经营活动现金净流	182,593	195,951	196,976	239,462
预付款项、应收款	-37,621	973	-4,427	-20,847
应付所得税	-4,764	-	-	-
预提费用、应付款	27,126	-9,237	-3,482	16,010
商家保证金	-560	2,609	444	1,546
递延收入及客户预	2,070	5,931	645	9,124
其他	196,342	195,675	203,796	233,630
投资活动现金净流	-21,824	-175,500	-201,00	-206,000
土地使用权、物业	-32,087	-100,500	-106,000	-111,000
及设备				
其他	10,263	-75,000	-95,000	-95,000
筹资活动现金净流	-108,244	-117,919	-69,000	-60,000
股东权益变动	843	30,081	40,000	40,000
汇率变动对现金影	4,389	-	-	-
现金等价物变动	56,914	-97,468	-73,024	-26,538
年初现金	229,510	286,424	188,956	115,932
年末现金	286,424	188,956	115,932	89,395

利润表	单位: 百万元			
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收入	941,168	971,125	983,822	1,088,519
营业成本	586,323	575,581	541,102	631,341
销售和市场费用	115,141	137,055	142,654	132,799
产品开发费用	52,256	56,792	68,868	62,046
一般及行政费用	41,985	46,582	49,191	52,249
无形资产摊销及减	21,592	7,615	4,919	5,443
商誉减值	10,521	6,171	7,000	7,000
营业利润	113,350	141,329	170,088	197,642
利息收入和投资净	-9,964	31,021	12,790	14,695
利息费用	7,947	9,635	9,838	10,292
其他净收支	6,157	4,001	3,935	4,354
除税前利润	101,596	166,716	176,975	206,399
所得税费用	22,529	37,765	50,969	61,920
权益法核算的投资	-7,735	7,724	12,790	14,151
GAAP 净利润	71,332	136,675	138,796	158,630
Non GAAP 净利润	157,479	159,960	172,169	195,933

财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
回报率				
净资产收益率	8.08%	13.77%	13.79%	15.53%
总资产收益率	4.52%	7.67%	7.70%	8.57%
投入资本收益率	6.81%	11.58%	11.62%	13.12%
增长率				
营业总收入增长率	8.34%	3.18%	1.31%	10.64%
EBIT 增长率	13.92%	64.10%	6.15%	16.63%
归母净利润增长率	9.97%	75.55%	1.62%	14.29%
总资产增长率	0.67%	3.36%	1.27%	2.74%
资产管理能力				
应收款项周转天数	44.4	41.0	41.3	35.5
应付款项周转天数	113.9	106.1	103.2	97.4
总资产周转率	53.33%	53.24%	53.26%	57.36%
偿债能力				
资产负债率	36.96%	36.89%	36.88%	37.77%
流动比率	1.79	1.37	1.34	1.25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。