

买入

2025 年 2 月 26 日

AI 投入驱动阿里长期价值

- 结合当前国内消费环境以及竞争格局，本季度电商业务的表现已是难能可贵，同时也反映了阿里过去几年内部组织架构的变动，诸多降本增效的措施，对运营效率起到了实质性的改变。本季度成立的阿里电商事业群整合了国内及海外电商业务，意味着未来电商业务的战略将更聚焦，更高效地利用平台资源，国内及海外业务有望形成共振。伴随国产大模型的崛起，阿里宣布未来三年将投资 3800 亿元，用于建设云和 AI 基础设施，阿里与苹果的合作对 AI 在终端场景商业化落地的意义深远。此外，公司更加注重非核心业务的减亏，持续优化资产负债表，并通过积极回购不断提升公司价值。
- FY2025Q3 业绩摘要：**2024 年 12 月 31 日财季收入为人民币 2,801.54 亿元，同比增长 8%。经营利润为 412.05 亿元，同比增长 83%，受益于运营效率的提升和无形资产减值的减少，经调整 EBITA 同比增长 4%至 548.53 亿元。净利润为 464.34 亿元，同比增长 333%，主因通过战略性出售高鑫零售和银泰获益约 26 亿美元，经调整净利润为同比增长 6%至 510.66 亿元。经营现金流同比增长 10%，自由现金流同比下降 31%，主要由于阿里云投入增加。本季度共回购 13 亿美元，流通股环比净减少 0.6%，当前股份回购计划仍有 207 亿美元额度。
- 淘天持续复苏，AIDC 和阿里云前景较好：**淘天集团收入同比增长 5%至 1,360.91 亿元，其中客户管理收入同比增长 9%至 1,007.90 亿元，主要反映了 1) 基础软件服务费以及“全站推广”带动佣金率同比复苏、2) GMV 单位数增长。EBITA 利润率为 45%，同环比基本保持稳定。海外电商收入同比增长 32%至 377.56 亿元，EBITA 利润率为-13%，亏损环比扩大 4 个百分点，主因在海外购物季期间投入环比增加所致。云智能集团收入同比增长 13%至 317.42 亿元，其中公有云业务实现双位数增长，AI 收入连续六个季度实现三位数增长；EBITA 利润率为 10%。阿里云为国内最大的云计算厂商，Qwen 大模型不断迭代，未来 AI 需求前景良好，日前阿里已与苹果就开发中国版 AI 功能达成合作。其他业务方面，菜鸟集团收入同比下降 1%至 282.41 亿元；本地生活集团收入同比增长 12%至 169.88 亿元。
- 目标价 156.00 美元/152.00 港元，买入评级：**预计 FY2025 至 2027 财年的营业收入为 10,045/11,123/12,615 亿元，经营利润为 1,437/1,599/1,900 亿元，摊薄后每股收益为 7.5/8.3/9.5 美元。采用分部估值法，求得目标价 156.00 美元/152.00 港元，买入评级。
- 风险：**1) 电商行业持续内卷，竞争加剧、2) 海外宏观及政策性逆风影响国际电商业务动能、3) 云业务在国内面临国有云的竞争压力，在海外的竞争优势不及亚马逊、微软、谷歌等玩家。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

主要数据

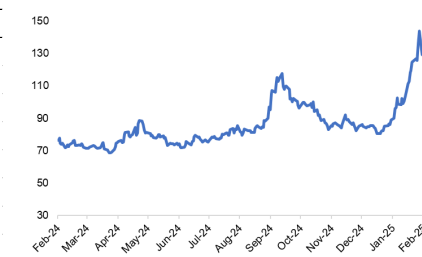
行业	TMT
股价	134.01 美元/133.90 港元
目标价	156.00 美元/152.00 港元 (+16%/+14%)
股票代码	BABA (US) / 9988 (HK)
总股本	23.8 亿股
市值	3,184 亿美元/ 2.60 万亿港元
52 周高/低	145.30/66.70 美元 140.90/64.18 港元
每股账面值	59.26 元人民币
主要股东	SoftBank 6.23% BlackRock 5.20% Vanguard 3.79%

盈利摘要

截至3月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币百万元)	868,687	941,168	1,004,549	1,112,276	1,261,506
变动	2%	8%	7%	11%	13%
运营利润	100,351	113,350	143,680	159,859	190,008
每股收益 (人民币)	3.4	3.9	7.5	8.3	9.5
变动	21%	14%	93%	10%	15%
基于134.01美元的市盈率 (估)	35.4	31.1	16.2	14.7	12.7
每股派息 (美元)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5
股息率	1%	1%	2%	3%	3%

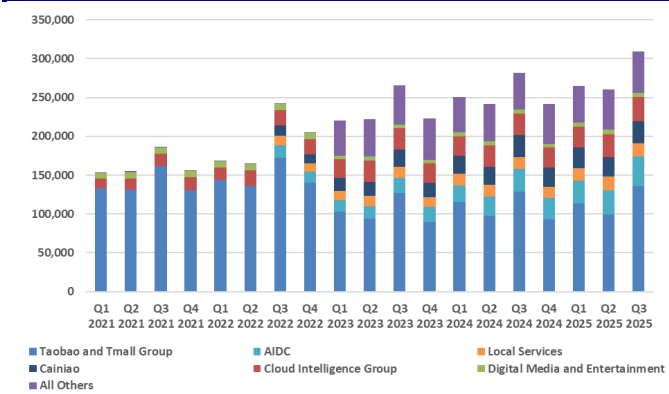
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



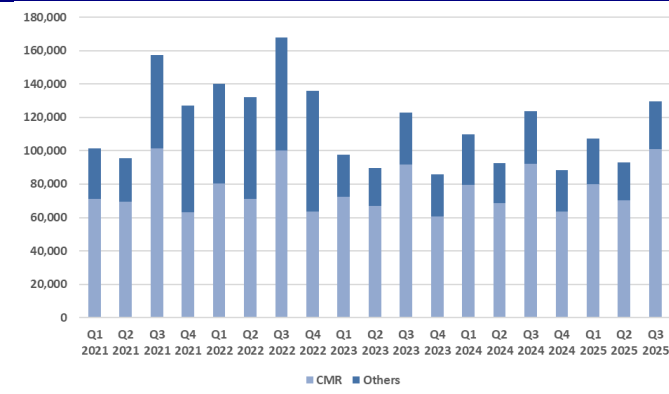
来源：彭博

图表 1：2020Q1-2025Q3 总营收（百万人民币）



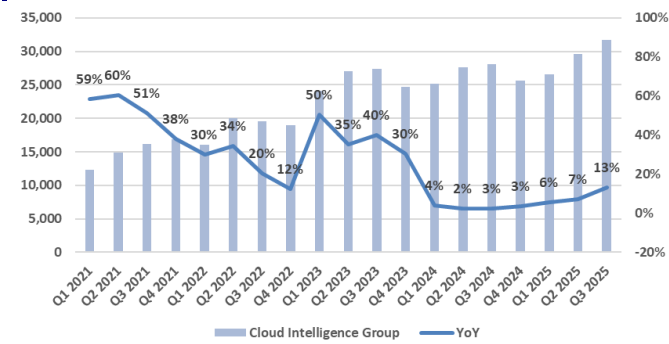
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：2020Q1-2025Q3 中国零售营收（百万人民币）



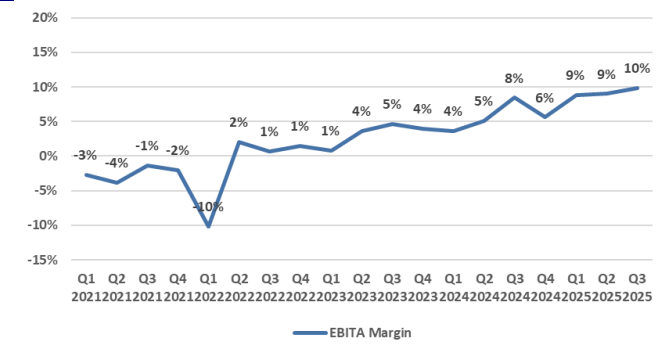
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：2020Q1-2025Q3 阿里云营收（百万人民币）



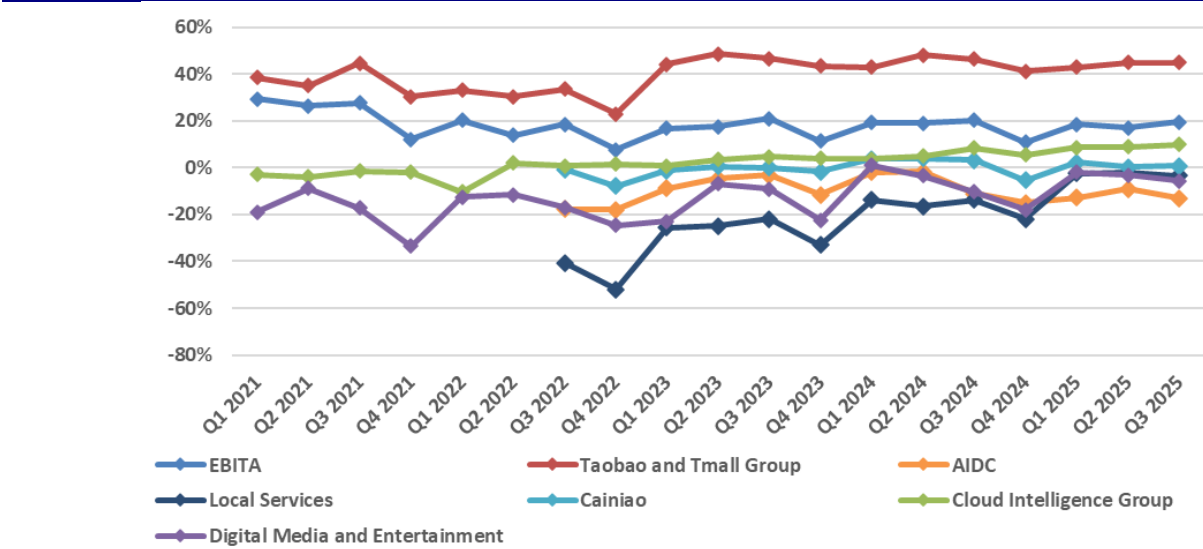
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：2020Q1-2025Q3 阿里云利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：2020Q1-2025Q3 EBITA 利润率（按业务划分）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6: SOTP 估值模型

	Revenue	EBITA	EV/Revenue	EV/EBITA	Valuation
<i>FY 2026</i>	<i>Million CNY</i>	<i>Million CNY</i>			<i>Million USD</i>
Taobao and Tmall	467,892	215,230		8.0	237,496
AIDC	170,275	-12,117	2.5		58,716
Local Services	74,067	-1,121	1.5		15,324
Cainiao	120,550	1,354	1.5		24,941
Cloud Intelligence	134,058	16,477	5.5		101,699
Digital Media and Entertainment	23,790	-1,352	-		-
All Others	237,590	-14,121	-		-
					438,176
Associate/investments					59,257
				Cash	79,456
				Discount	20%
				Market Value	397,946
				Target Price (USD)	156.00
				Target Price (HKD)	152.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表					
单位：百万元，财务年度：3月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	868,687	941,168	1,004,549	1,112,276	1,261,506
主营业务成本	549,695	586,323	614,341	679,451	761,909
毛利	318,992	354,845	390,208	432,825	499,597
研发费用	56,744	52,256	55,775	61,756	70,042
销售费用	103,496	115,141	122,895	136,074	154,331
一般及行政费用	42,183	41,985	44,812	49,618	56,275
摊销费用	13,504	21,592	23,046	25,518	28,941
经营利润	100,351	113,350	143,680	159,859	190,008
营业外（收入）/支出	5,248	3,807	-30,136	-27,807	-25,230
利息费用	5,918	7,947	8,482	9,392	10,652
税前利润	89,185	101,596	165,334	178,274	204,586
所得税	15,549	22,529	30,136	33,368	37,845
净利润	65,573	71,332	135,197	144,906	166,741
EBITA	147,911	165,028	181,475	204,350	240,468
收入YOY	1.8%	8.3%	6.7%	10.7%	13.4%
经营利润YOY	44.1%	13.0%	26.8%	11.3%	18.9%
EBITA YoY	13.4%	11.6%	10.0%	12.6%	17.7%
净利润YoY	39.3%	8.8%	89.5%	7.2%	15.1%

资产负债表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	193,086	248,125	255,010	313,102	384,681
短期投资	326,492	262,955	262,955	262,955	262,955
限制性现金	36,424	38,299	70,000	70,000	70,000
流动资产	697,966	752,864	803,883	881,661	978,046
PP&E	176,031	185,161	259,376	343,216	428,091
其他无形资产	46,913	26,950	26,950	26,950	26,950
商誉	268,091	259,679	259,679	259,679	259,679
其他长期资产	564,043	540,175	517,882	497,838	479,817
总资产	1,753,044	1,764,829	1,867,770	2,009,343	2,172,583
短期借债	7,466	12,749	12,749	12,749	12,749
其他流动负债	377,885	408,758	397,994	432,955	467,406
流动负债	385,351	421,507	410,743	445,704	480,155
长期借债	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686
其他长期负债	192,749	175,037	175,037	175,037	175,037
总负债	630,123	652,230	641,466	676,427	710,878
夹层资本	9,858	10,728	10,728	10,728	10,728
股东权益	1,113,063	1,101,871	1,215,576	1,322,188	1,450,977
总负债和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,867,770	2,009,343	2,172,583

财务能力分析					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	36.7%	37.7%	38.8%	38.9%	39.6%
运营利率(%)	11.6%	12.0%	14.3%	14.4%	15.1%
净利率(%)	7.5%	7.6%	13.5%	13.0%	13.2%
EBITA 利润率	17.0%	17.5%	18.1%	18.4%	19.1%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	11.9%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
研发和开发费用/收入(%)	6.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
实际税率 (%)	17.4%	22.2%	18.2%	18.7%	18.5%
应收账款天数	58.7	53.7	53.7	53.7	53.7
应付账款天数	179.3	176.2	176.2	170.0	168.0
财务状况					
总负债/总资产	35.9%	37.0%	34.3%	33.7%	32.7%
收入/净资产	78.0%	85.4%	82.6%	84.1%	86.9%
经营性现金流/收入	23.0%	19.4%	18.2%	20.5%	20.6%
税前盈利对利息倍数	15.1	12.8	19.5	19.0	19.2

现金流量表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	65,573	71,332	135,197	144,906	166,741
折旧与摊销	27,799	26,640	32,037	41,291	51,368
应计费用变化	11,159	27,126	5,488	34,961	34,451
其他流动资产变化	7,155	-38,181	-12,433	-19,686	-24,807
股权激励	30,831	18,546	22,255	26,706	32,047
经营性现金流	199,752	182,593	182,544	228,179	259,800
短期投资净值变化	-17,818	-15,240	-83,958	-105,087	-118,221
企业合并	-1,204	-2,204	-	-	-
购入固定及无形资产	-34,352	-32,929	-	-	-
投资性现金流	-135,506	-21,824	-83,958	-105,087	-118,221
股票发行	11	843	-	-	-
股票回购	-74,746	-88,745	-60,000	-65,000	-70,000
其他融资活动	-2,655	-5,892	-	-	-
少数权益变动	429	1,031	-	-	-
短期借债变动	11,342	7,478	-	-	-
融资性现金流	-65,619	-108,244	-60,000	-65,000	-70,000
现金流	-1,373	52,525	38,586	58,092	71,578
现金净增减	2,157	56,914	38,586	58,092	71,578
期初现金	227,353	229,510	286,424	325,010	383,102
期末现金	229,510	286,424	325,010	383,102	454,681

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。