

阿里巴巴-W (09988)

淘天业务稳健增长，Capex 大超预期

公司披露 FY25Q3 季度报告。 FY25Q3 阿里实现收入 2802 亿元，超彭博一致预期 1.0%。经调整 EBITA 为 549 亿元，超彭博一致预期 2.4%。调整后净利润为 511 亿元，超彭博一致预期 10.7%。股份回购方面，截至 FY25Q3，公司回购了 1.19 亿股普通股，总金额为 13 亿美元。截至 2024 年 12 月 31 日，股票回购计划剩余授权金额为 207 亿美元。

Capex 大超预期： FY25Q3 资本支出为 318 亿元，超彭博一致预期 106%。公司表示未来三年的资本支出预期会超过过去十年，未来三年将支出 3800 亿元投资云计算和 AI 基础设施。未来三年将是公司建设云和 AI 基础设施最集中和最高水平投资的时期，反映了公司内部和外部客户的巨大需求。

分业务： 淘宝天猫集团收入 1361 亿元，超彭博一致预期 3.3%，其中零售收入 1295 亿元，包括客户管理收入 1008 亿元，直销收入 287 亿元；经调整 EBITA 达 611 亿元，超彭博一致预期 4.4%。云智能集团盈利持续释放，EBITA 大幅好于预期。云智能集团收入 317 亿元，超彭博一致预期 3.1%，经调整 EBITA 31 亿元，超彭博一致预期 10.9%。

淘宝天猫集团： FY25Q3 收入 1361 亿元，经调整 EBITA 为 611 亿元。1) 客户管理收入同比增长 9%，主要受在线 GMV 增长和年内提价率提高驱动。提价率受益于软件服务费全季度的影响以及全站推广采用率增加。全站推广在商家中的采用率稳步增加，中小型商家通过其使用便捷性和营销效率提高受益。2) 88VIP 会员人数继续以两位数增长，达到 4900 万人。公司将通过提供福利和高级服务继续推动 88VIP 会员的订阅增长。

云业务： FY25Q3 收入 317 亿元，经调整 EBITA 31 亿元。本季度整体收入（剔除阿里巴巴合并子公司）同比增长超 11%，主要由公共云的两位数增长推动，包括 AI 相关产品的采用率增长。AI 相关产品收入连续第六个季度实现同比三位数增长。公司持续推进多模态 AI 技术的发展，并扩展开源计划。2025 年 1 月，公司开源了多模态模型 Qwen2.5-VL，推出了基于 MoE 架构的旗舰模型 Qwen2.5-Max。两款模型在多项权威基准评测中取得了全球领先的成绩，并通过 Qwen Chat 和百炼平台向用户和企业开放。截至 2025 年 1 月 31 日，基于 Qwen 模型家族在 Hugging Face 上开发的衍生模型数量超过 9 万个。

AIDC： FY25Q3 收入 378 亿元，经调整 EBITA -50 亿元。AIDC 在海外购物季期间增加投资，环比扩大对欧洲和海湾地区的投入以获取更多用户，导致亏损增加。AliExpress 的 Choice 业务的单位经济效益在环比上有所改善。AliExpress 平台继续丰富其产品供应并多元化其商业模式。公司宣布计划与韩国 Shinsegae 成立合资企业，该合资企业将运营 AliExpress Korea 和 Gmarket。

其他业务： 菜鸟收入 282 亿元，经调整 EBITA 2.4 亿元。本地生活收入 170 亿元，经调整 EBITA -6.0 亿元，主要由高德和饿了么订单增长，市场营销服务收入增长带动。DME 收入 54 亿元，经调整 EBITA -3.1 亿元。

投资建议： 我们预计阿里巴巴 FY 2025-2027 年收入为 9929/10815/11802 亿元（前值 9906/10803/11654 亿元）；考虑到公司短期 AIDC 业务投入增加，长期 AIDC、本地生活、阿里云等业务盈利能力有望逐步提高，我们预计 FY 2025-2027 年归属股东净利润（Non-GAAP）为 1471/1848/2008 亿元（前值 1571/1763/1895 亿元），维持“买入”评级。

风险提示： 宏观经济下行、疫情反复，消费疲软；政策监管风险；电商行业竞争加剧；新业务发展不及预期

证券研究报告
2025 年 03 月 04 日

投资评级

行业 非必需性消费/专业零售

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 130.4 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 19,007.74
港股总市值(百万港元) 2,478,609.75
每股净资产(港元) 56.74
资产负债率(%) 40.98
一年内最高/最低(港元) 140.90/65.80

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《阿里巴巴-W-公司点评:业绩符合预期，云智能、本地生活盈利持续释放》 2024-11-20
- 《阿里巴巴-SW-公司点评:云智能、本地生活盈利释放，8 月底或完成双重上市》 2024-08-23
- 《阿里巴巴-SW-公司点评:FY25Q1 业绩前瞻：GMV 及货币化率有望提升，股权回购持续》 2024-07-26

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com