

核心指标超预期，AI 驱动发展进入新周期

——阿里巴巴 FY3Q25 业绩点评

核心观点

- **公司发布 FY3Q25 业绩：** FY3Q25，公司实现营业收入 2801.5 亿元（+7.6%），略高于彭博一致预期 2774 亿元；经调整净利润 510.7 亿元（+6.5%），明显高于彭博一致预期 455 亿元，业绩大超预期。
- **淘天集团：聚焦主业收效明显，CMR 与 take rate 进入加速周期。** FY3Q25，淘天集团实现收入 1360.9 亿元（yoy+5.4%），经调整 EBITA 610.8 亿元（+1.9%）。均略超彭博一致预期。**1）GMV：**我们预计本季度淘天 GMV 增速接近电商大盘，份额延续企稳趋势。**2）CMR：** FY3Q25 实现 CMR 收入 1007.9 亿元（+9.4%），超彭博一致预期 966.5 亿。主要系 24 年 9 月开始全量收取 0.6% 基础软件服务费+全站推广渗透率提升带来的佣金、广告两端商业化变现能力的提升，对应 Take rate 明显提升。**3）用户：**持续加码用户体验，88VIP 用户数达到 4900 万，同比超 50% 增长。商家侧继续优化营商环境，平台生态持续优化。但整体投入增长拖累盈利能力，FY3Q25 EBITA margin 44.9%，同比下降 1.5pct。**4）展望：**我们认为，行业国补增量+阿里回归用户运营，份额逐渐企稳，GMV 增速追上社零大盘可期。另一方面来自佣金率和全站推广渗透率的提升带动淘天整体 take rate 中枢上移，CMR 进入加速周期，尽管增速部分被用户投入增加抵消。
- **云智能集团：Deepseek 带动云计算需求高增，AI 驱动带动阿里云进入新增长周期。** FY3Q25，云智能集团实现收入 317.4 亿元（+13.1%），超过彭博一致预期 307.8 亿元；经调整 EBITA 31.4 亿元（yoy+32.7%，EBITA margin 为 9.9%，yoy+1.5pcts），超过彭博一致预期 28.3 亿元。来自集团外部的收入同比增长 11%，主要由公共云收入的双位数增长带动，AI 相关收入连续六个季度实现同比三位数增长。本季度公司业务明显提速，1 月以来随着 Deepseek 爆火带动 AI 算力尤其是推理需求高速增长。我们认为公司业务即将步入新一轮高增周期，供给侧，阿里云为国内云计算规模与基础实力领先的龙头公司，云计算份额为亚太第一，已获明确认可为公共云产品的首选服务商，有望成为 AI 算力红利的最大受益者之一；需求侧，随着国内 AI 大模型的快速发展，国内 AI 应用需求亦实现高增，据 36 氪，2 月以来阿里客户需求持续超预期，推理需求快速增长（占总新增需求的 60-70%），客户基数、应用场景和行业覆盖迅速扩大，未来有望成为 AI 算力龙头供应商。
- **资本开支：AI 驱动战略下 CAPEX 投入加速。** FY3Q25 公司资本性开支为 317.8 亿元，yoy+258.8%，2024 自然年资本开支为 725.1 亿元，yoy+197.0%，大幅超预期。标志公司“All in AI”战略的进一步深化，未来三年将围绕 AI 战略核心，聚焦 AI 云计算基建、AI 基础模型及原生应用开发及现有业务的 AI 升级三方面。随着 AI 需求增长及 AI 应用的不断落地，我们认为公司的资本开支投入节奏加快已成为必然趋势，管理层宣布未来三财年资本开支要超过过去十年的资本开支之和，至少投入 3800 亿元。
- **国际商业：延续高增趋势，盈利改善可期。** FY3Q25，阿里国际数字商业实现收入 377.6 亿元（yoy+32.4%），主要系速卖通和 Trendyol 收入增长驱动。经调整 EBITA -49.5 亿元（利润率-13.1%），主要由于海外购物季费用投入增加导致利润下滑。**1）国际零售业务实现收入 315.5 亿元（yoy+36%），**速卖通与 Trendyol 延续稳健增长，AE choice 的 UE 环比持续改善，我们预计 AIDC FY26 可实现单季度盈利；**2）国际批发业务实现收入 62 亿元（+18%），**主要系跨境业务相关增值服务收入增长。
- **菜鸟：跨境物流履约服务带动收入增长。** FY3Q25 菜鸟实现收入 282.4 亿元（yoy-0.8%），经调整 EBITA 2.4 亿元。菜鸟本季度进行业务调整，电商业务承担部分物流职责，菜鸟聚焦于全球智能物流网络的打造，并进一步提高端到端物流能力。
- **本地生活：运营效率改善和业务规模提升，亏损同比进一步收窄。** FY3Q25 本地生活实现收入 169.9 亿元（yoy+12.1%），经调整 EBITA -6.0 亿元。主要系饿了么和

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 03 月 05 日）	129.9 港元
目标价格	175.10 港元
52 周最高价/最低价	140.9/64.41 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,900,774/1,900,774
H 股市值（百万港币）	2,469,106
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 03 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.11	33.16	58.51	90.4
相对表现%	-4.3	18.61	37.89	44.42
恒生指数%	-0.81	14.55	20.62	45.98



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

淘天 TR 趋稳变现提速，其他业务减亏明显	2024-12-29
淘天 GMV 延续改善态势，关注其他业务减亏趋势：——阿里巴巴 FY1Q2025 业绩点评	2024-08-26
淘天投入见成效，关注香港双重主要上市：——阿里巴巴 FY4Q2024 业绩点评	2024-05-30

高德订单增长及市场营销服务的带动，UE 模型同比改善带动规模效应增强，经营效率提升。预计未来一至两年内有望实现盈利。

- **大文娱：** FY3Q25 大文娱实现收入 54.4 亿元（yoy+8%），经调整 EBITA -3.1 亿元。优酷广告收入进一步增长，叠加内容投资效率的提升带动分部同比减亏。
- **回购及资产出售：** FY3Q25 公司回购 13 亿美元共计 1.19 亿普通股，净减少 0.6% 总股本，当前股份回购计划余额仍有 207 亿美元，有效期至 2027 年 3 月。2024 年 11 月进一步发行了约 50 亿美元的优先担保票据，用于偿还离岸股份与股份回购等用途。公司持续优化股东回报，尽管资本开支加大但短期内不会减小回报力度。此外，本季度公司以 123 亿港元出售高鑫零售，以 74 亿港元出售银泰，反映了公司进一步聚焦电商+云计算两大核心主业的战略转型。

盈利预测与投资建议

- 公司战略清晰，聚焦 AI+云一体化+核心主业，其他业务持续减亏，我们预测公司 FY2025-2027 营业收入为 10046 /11230/12545 亿元（原 FY2025-2027 预测为 10036 /10916/11831 亿元），经调整净利润为 1577/1656/1863 亿元（原 FY2025-2027 预测为 1512/1715/1919 亿元）。分部估值计算公司市值为 30703 亿元，对应每股价值 175.10 港元（人民币兑港币汇率 1.084），维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、资本投入回报不及预期、宏观经济不景气、假设条件变化影响测算结果

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	868,687	941,168	1,004,569	1,123,039	1,254,470
同比增长(%)	1.83%	8.34%	6.74%	11.79%	11.70%
营业利润(百万元)	100,351	113,350	134,005	144,403	160,371
同比增长(%)	44.10%	12.95%	18.22%	7.76%	11.06%
归属母公司净利润(百万元)	72,509	79,741	132,264	133,471	151,138
同比增长(%)	17.03%	9.97%	65.87%	0.91%	13.24%
每股收益（元）	3.43	3.92	6.84	6.95	7.87
毛利率(%)	36.72%	37.70%	39.05%	37.86%	37.05%
净利率(%)	8.35%	8.47%	13.17%	11.88%	12.05%
净资产收益率(%)	6.51%	7.24%	11.37%	10.76%	11.33%
市盈率（倍）	31.4	28.6	17.2	17.1	15.1
市净率（倍）	2.6	2.4	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

资本开支及折旧测算

我们认为，公司管理层宣布大幅提升公司资本开支，一方面是看到了 deepseek 带动本轮国内 AI 热潮涌现，未来云计算需求有望明显增长，前瞻性布局云计算基础设施及 AI 基础模型开发以响应需求；另一方面，2024 年以来海外云厂商资本开支已进入高速增长周期。多家海外云计算公司亦在 24Q4 财报后宣布加大资本开支用于 AI 服务器与云计算基础设施的建设，长期来看 AI 应用的普及将继续推高资本开支需求。

图 1：海外云计算企业资本开支及增速

百万美元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
亚马逊	5428	6615	9808	13195	11187	12988	14751	16470	13742	14098	15041	15440	13070	10412	11298	13353	13935	16393	21278	26052
谷歌	6005	5391	5406	5479	5942	5496	6819	6383	9786	6828	7276	7595	6289	6888	8055	11019	12012	13186	13061	14276
微软	3767	4744	4907	4174	5089	6452	5810	5865	5340	6871	6283	6274	6607	8943	9917	9735	10952	13873	14923	15804
META	3558	3255	3689	4613	4272	4612	4313	5370	5441	7572	9375	9043	6842	6216	6543	7665	6400	8173	8258	14425
甲骨文	396	433	436	568	414	717	1062	925	1101	1423	1719	2435	2628	1913	1314	1080	1674	2798	2303	3970

同比增速	2021	2022	2023	2024	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
亚马逊	58.1%	5.3%	-17.5%	61.3%	106.1%	96.3%	50.4%	24.8%	22.8%	8.5%	2.0%	-6.3%	-4.9%	-26.1%	-24.9%	-13.5%	6.6%	57.4%	88.3%	95.1%
谷歌	10.6%	27.8%	2.4%	62.9%	-1.0%	1.9%	26.1%	16.5%	64.7%	24.2%	6.7%	19.0%	-35.7%	0.9%	10.7%	45.1%	91.0%	91.4%	62.1%	29.6%
微软	32.0%	6.7%	42.1%	57.8%	35.1%	36.0%	18.4%	40.5%	4.9%	6.5%	8.1%	7.0%	23.7%	30.2%	57.8%	55.2%	65.8%	55.1%	50.5%	62.3%
META	22.8%	69.3%	-13.3%	36.6%	20.1%	41.7%	16.9%	16.4%	27.4%	64.2%	117.4%	68.4%	25.7%	-17.9%	-30.2%	-15.2%	-6.5%	31.5%	26.2%	88.2%
甲骨文	70.1%	114.2%	3.8%	54.9%	4.5%	65.6%	143.6%	62.9%	165.9%	98.5%	61.9%	163.2%	138.7%	34.4%	-23.6%	-55.6%	-36.3%	46.3%	75.3%	267.6%

数据来源：bloomberg，东方证券研究所 注：以上季度均为自然年季度

表 1：海外云计算企业宣布加大 AI 与云计算资本开支

	原文	总结
亚马逊	Capital investments were \$26.3 billion in the fourth quarter, and we think that run rate will be reasonably representative of our 2025 capital investment rate. Similar to 2024, the majority of the spend will be to support the growing need for technology infrastructure. This primarily relates to AWS, including to support demand for our AI services as well as tech infrastructure to support our North America and International segments.	第四季度资本投资额为 263 亿美元，大部分投资将用于支持技术基础设施的持续增长需求，2025 年的资本投资水平也会保持相当水平。我们的资本开支主要涉及亚马逊云服务（AWS），包括满足人工智能服务的需求，以及支持北美和国际业务的技术基础设施。
谷歌	As we expand our AI efforts, we expect to increase our investments in capital expenditure for technical infrastructure, primarily for servers, followed by data centers and networking. We expect to invest approximately \$75 billion in CapEx in 2025 with approximately \$16 billion to \$18 billion of debt in the first quarter. The expected total investment level may fluctuate from quarter-to-quarter, primarily due to timing of deliveries and construction schedules.	随着 AI 业务的扩展，我们计划加大对技术基础设施的资本支出投入，主要集中在服务器领域，其次是数据中心和网络建设。我们预计 2025 年资本支出总额约为 750 亿美元，其中第一季度将涉及约 160 亿至 180 亿美元的债务融资。整体投资水平可能因季度波动，主要受设备交付时间和建设进度安排的影响

微软 More than half of our cloud and AI related spend was on long-lived assets that will support monetization over the next 15 years and beyond. Next, capital expenditures. We expect quarterly spend in Q3 and Q4 to remain at similar levels as our Q2 spend. In FY26, we expect to continue investing against strong demand signals including customer contracted backlog we need to deliver against across the entirety of our Microsoft Cloud.

我们超过一半的云和 AI 相关支出用于长期资产，这些资产将在未来 15 年及更长时间内持续支持货币化。预计 Q3Q4 的季度开支水平将与 Q2 保持相近。在 2026 财年，我们计划继续根据强劲的需求信号进行投资，以解决微软云计算需求不足的问题

META Turning now to the CapEx outlook. We anticipate our full-year 2025 capital expenditures will be in the range of \$60 billion to \$65 billion. We expect CapEx growth in 2025 will be driven by increased investment to support both our generative AI efforts and our core business. The majority of our CapEx in 2025 will continue to be directed toward our core business.

我们预计 2025 年全年的资本支出将在 600 亿至 650 亿美元间。2025 年的资本支出增长将主要受到生成式人工智能计划投资增加及核心业务发展的共同驱动。2025 年的大部分资本支出仍将集中投向核心业务领域，这与全球科技企业加速 AI 基础设施建设的趋势相一致

数据来源：seeking alpha，东方证券研究所

与此同时，国内互联网大厂受益于 deepseek 带来的 AI 热潮，亦开始加大云计算算力投入，提前布局 AI 算力基础设施。公司于 2 月 24 日公告未来三年将投入 3800 亿元用于 AI 与云计算基础设施，进一步致力于长期技术创新，凸显公司对 AI 驱动的聚焦和全球领先云计算供应商的定位。

图 2：2024 年以来阿里巴巴持续加大 AI 及云计算基建投入

业绩会描述	
2024Q1	2024 年开年后，我们明显感受到了客户对于 AI 需求在快速增长，这也明显带动了包括通用计算、存储、大数据等传统云计算需求的增长。因此，我们积极投资云计算的产品矩阵，尤其是 AI 基础设施，以迎接巨大的行业机会资本支出增加了 77 亿元人民币，大部分用于我们对阿里巴巴云智能基础设施的投资
2024Q2	为了确保 AI 驱动云业务的增长，我们会持续在产品的研发及 AI 的 CapEx 上做持续的投入。AI 产品和解决方案的需求强劲而持续，为有效满足这一需求，我们正在进行较大规模的投资。我们相信对 AI 能力和基础设施的投入，将有助于加强我们的市场领先地位
2024Q3	由于 AI 的需求持续而强劲，我们将继续投资于 AI 基础设施，我们预期未来对 AI 驱动的云服务需求也将随之增长。我们将继续投入，以满足客户增长和技术发展的需求，尤其是在 AI 基础设施方面，以把握 AI 领域云采用量增长的趋势，并保持我们的市场领先地位。
2024Q4	AI 时代对于基础设施有明确而巨大的需求，我们将积极投资于 AI 基础设施建设。未来三年，集团在云和 AI 的基础设施投入，预期将超过过去 10 年的总和。AI 基础大模型对于行业生产力变革具有重大意义。我们将大幅提升 AI 基础模型的研发投入，确保技术先进性和行业领先地位，并推动 AI 原生应用的发展。

数据来源：阿里巴巴投资者关系材料，seeking alpha，东方证券研究所
注：以上均为自然年季度

图 3：阿里巴巴宣布投入 3800 亿于 AI 与云计算基础设施



Alibaba Group Holding Limited
阿里巴巴集团控股有限公司
(於開曼群島註冊成立的有限責任公司)
(股份代號: 9988(港幣櫃台) 及 89988(人民幣櫃台))

自願公告

阿里巴巴未來三年投入人民幣 3,800 億元用於 AI 和雲計算基礎設施

阿里巴巴集團控股有限公司（「本公司」）宣佈，計劃未來三年將投入至少人民幣 3,800 億元（530 億美元），用於建設雲計算和 AI 基礎設施，進一步致力於長期技術創新，突顯本公司對 AI 驅動增長的聚焦及作為全球領先雲計算供應商的定位。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：国内互联网大厂资本开支及增速

百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
阿里巴巴	9683	13638	14280	5844	7688	12518	15938	13351	11502	11843	12112	6897	3478	6927	5150	8857	11153	12094	17491	31775
腾讯	6151	9466	8684	9659	7734	6936	7061	11661	6971	3015	2377	5651	4411	3953	8005	7524	14359	8729	17094	10984
百度	545	854	1507	2178	1499	2496	2664	4237	1979	2190	2188	1929	1295	2706	3529	3660	2038	2118	1645	2333

同比增速	2021	2022	2023	2024	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
阿里巴巴	13.9%	-14.4%	-42.4%	197.0%	-20.6%	-8.2%	11.6%	128.5%	49.6%	-5.4%	-24.0%	-48.3%	-69.8%	-41.5%	-57.5%	28.4%	220.7%	74.6%	239.6%	258.8%
腾讯	-1.7%	-46.1%	32.6%	114.1%	25.7%	-26.7%	-18.7%	20.7%	-9.9%	-56.5%	-66.3%	-51.5%	-36.7%	31.1%	236.8%	33.1%	225.5%	120.8%	113.5%	46.0%
百度	114.3%	-24.0%	35.0%	-27.3%	175.0%	192.3%	76.8%	94.5%	32.0%	-12.3%	-17.9%	-54.5%	-34.6%	23.6%	61.3%	89.7%	57.4%	-21.7%	-53.4%	-36.3%

数据来源: bloomberg, 东方证券研究所 注: 以上季度均为自然年季度

我们基于以下假设对阿里巴巴的本轮 CAPEX 及随之而来的折旧数额进行测算:

- 1、假设 2025/2026/2027 自然年投入的云计算基础设施的资本开支为 1400/1400/1300 亿元;
- 2、折旧年限为 6 年, 资本开支于期间内均匀投入。

图 5: 阿里巴巴资本开支及折旧测算 (亿元)

财年	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28
累计资本开支	350	700	1050	1400	1750	2100	2450	2800	3125	3450	3775	4100
新增资本开支	350	350	350	350	350	350	350	350	325	325	325	325
投资当期折旧	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28
4Q25	7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
1Q26		7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
2Q26			7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
3Q26				7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
4Q26					7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
1Q27						7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
2Q27							7.3	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
3Q27								7.3	14.6	14.6	14.6	14.6
4Q27									6.8	13.5	13.5	13.5
1Q28										6.8	13.5	13.5
2Q28											6.8	13.5
3Q28												6.8
当季总折旧	7.3	21.9	36.5	51.0	65.6	80.2	94.8	109.4	123.4	137.0	150.5	164.1
累计总折旧	7.3	29.2	65.6	116.7	182.3	262.5	357.3	466.7	590.1	727.1	877.6	1041.7

数据来源: 东方证券研究所

盈利预测与投资建议

根据公司最新财报，我们调整公司盈利预测（主要调整了分业务收入、费用率、利润率并核算了对应年份新增的折旧），预测公司 FY2025-2027 营业收入为 10046/11230/12545 亿元（原 FY2025-2027 预测为 10036 /10916/11831 亿元），经调整净利润为 1577/1656/1863 亿元（原 FY2025-2027 预测为 1512/1715/1919 亿元，因 FY3Q25 业绩超预期上调 FY25 全年经调整净利润，因预期未来两个财年折旧增加下调经调整净利润）。分部估值计算公司市值为 30703 亿元，对应每股价值 175.10 港元（人民币兑港币汇率 1.084），维持“买入”评级。

表 2：季度盈利预测表（百万元）

百万元	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	FY25E	FY26E	FY27E
核心经营数据							
合计收入	243,236	236,503	280,154	244,676	1,004,569	1,123,039	1,254,470
yoy	3.88%	5.21%	7.61%	10.28%	6.74%	11.79%	11.70%
合计经调整 EBITA	45,035	40,561	54,853	29,788	170,688	181,974	201,913
yoy	-0.74%	-5.33%	3.80%	24.28%	3.43%	6.61%	10.96%
利润率	18.51%	17.15%	19.58%	12.17%	16.99%	16.20%	16.10%
合计经调整净利润	40,691	36,518	51,066	29,443	157,718	165,643	186,284
yoy	-9.42%	-9.13%	6.50%	20.58%	0.15%	5.02%	12.46%
利润率	16.73%	15.44%	18.23%	12.03%	15.70%	14.75%	14.85%
分部财务数据							
淘天集团	113,373	98,994	136,091	100,397	448,855	481,963	510,072
yoy	-1.37%	1.37%	5.44%	7.70%	3.21%	7.38%	5.83%
收入占比	46.61%	41.86%	48.58%	41.03%	44.68%	42.92%	40.66%
CMR	80,115	70,364	100,790	70,629	321,898	348,706	368,432
CMR-yoy	0.57%	2.48%	9.42%	11.10%	5.88%	8.33%	5.66%
经调整 EBITA	48,810	44,590	61,083	40,904	195,387	203,153	213,691
yoy Δ	-509	-2,487	1,153	2,403	560	7,766	10,538
yoy	-1.03%	-5.28%	1.92%	6.24%	0.29%	3.97%	5.19%
利润率	43.05%	45.04%	44.88%	40.74%	43.53%	42.15%	41.89%
阿里国际数字商业	29,293	31,672	37,756	34,967	133,688	169,078	207,879
yoy	32.41%	29.22%	32.40%	27.39%	30.30%	26.47%	22.95%
收入占比	12.04%	13.39%	13.48%	14.29%	13.31%	15.06%	16.57%
经调整 EBITA	-3,706	-2,905	-4,952	-2,442	-14,005	-1,296	2,980
yoy	-782.38%	-656.51%	-57.41%	40.23%	-74.30%	90.75%	329.96%
利润率	-12.65%	-9.17%	-13.12%	-6.98%	-10.48%	-0.77%	1.43%
本地生活	16,229	17,725	16,988	15,865	66,807	75,169	80,990
yoy	12.31%	13.88%	12.06%	8.46%	11.71%	12.52%	7.74%
收入占比	6.67%	7.49%	6.06%	6.48%	6.65%	6.69%	6.46%
经调整 EBITA	-386	-391	-596	-575	-1,948	-1,258	589
yoy	80.52%	84.75%	71.18%	82.03%	80.15%	35.42%	146.80%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	利润率	-2.38%	-2.21%	-3.51%	-3.62%	-2.92%	-1.67%	0.73%
菜鸟		26,811	24,647	28,241	26,262	105,961	118,797	139,487
	yoy	15.74%	7.99%	-0.83%	6.94%	7.01%	12.11%	17.42%
	收入占比	11.02%	10.42%	10.08%	10.73%	10.55%	10.58%	11.12%
经调整 EBITA		618	55	235	403	1,311	2,392	4,203
	yoy	-29.53%	-93.93%	-75.55%	130.04%	-6.48%	82.43%	75.73%
	利润率	2.31%	0.22%	0.83%	1.54%	1.24%	2.01%	3.01%
云智能		26,549	29,610	31,742	30,177	118,078	145,058	184,891
	yoy	5.68%	7.10%	13.10%	17.90%	10.94%	22.85%	27.46%
	收入占比	10.91%	12.52%	11.33%	12.33%	11.75%	12.92%	14.74%
经调整 EBITA		2,337	2,661	3,138	2,533	10,669	10,746	11,109
	yoy	503.88%	88.86%	32.74%	76.90%	90.80%	0.72%	3.37%
	利润率	8.80%	8.99%	9.89%	8.39%	9.04%	7.41%	6.01%
大文娱		5,581	5,694	5,438	5,316	22,029	22,678	23,253
	yoy	3.72%	-1.47%	7.90%	7.51%	4.18%	2.94%	2.54%
	收入占比	2.29%	2.41%	1.94%	2.17%	2.19%	2.02%	1.85%
经调整 EBITA		-103	-178	-309	-226	-816	-374	82
	yoy	-263.49%	11.44%	40.23%	74.46%	46.99%	54.21%	121.95%
	利润率	-1.85%	-3.13%	-5.68%	-4.25%	-3.70%	-1.65%	0.35%
所有其他		47,001	52,178	53,102	52,530	204,811	217,221	229,856
	yoy	3.21%	8.59%	12.93%	11.71%	9.15%	6.06%	5.82%
	收入占比	19.32%	22.06%	18.95%	21.47%	20.39%	19.34%	18.32%
经调整 EBITA		-1,263	-1,582	-3,156	-1,018	-6,568	-381	1,899
	yoy	-4.90%	-10.09%	0.50%	63.88%	23.90%	94.20%	598.43%
	利润率	-3%	-3%	-6%	-2%	-3%	0%	1%
未分配经调整 EBITA		-1,272	-1,689	-590	-9,793	-13,344	-31,009	-32,639

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

我们采用分部估值法，分别对公司的六大主要业务进行独立估值：

海天集团：营收、盈利水平稳健故采用 PE 估值法，参考可比公司，给予 FY26 经调整净利润 10xPE 估值，对应市值 15754 亿元。

表 3：海天集团可比公司估值表

2025/3/5	最新市 值 (亿)	经调整净利润（百万）					PE				
公司		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
京东（CNY）	4704.3	28220	35200	45650	48737	52294	16.67	13.36	10.31	9.65	9.00
拼多多（CNY）	11298.9	39530	67899	121432	139761	170422	28.58	16.64	9.30	8.08	6.63
唯品会（CNY）	587.4	9510	9034	8944	9252	9393	6.18	6.50	6.57	6.35	6.25
亚马逊（USD）	21598.2	54460	81259	76973	93381	113705	39.66	26.58	28.06	23.13	18.99
eBay（USD）	310.7	2312	2260	2498	2610	2757	13.44	13.75	12.44	11.90	11.27
调整后平均									11	10	9

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 3 月 5 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

云智能集团：由于本季度云智能集团资本开支加大，叠加国内 AI 算力需求显著增长，我们认为云智能集团收入即将迎来高增周期，对比海外云计算公司，给与 6xPS 估值，对应市值 8703 亿元。

表 4：云智能可比公司估值表

2025/3/5	最新市值	营业总收入（百万）					PS				
公司	（亿）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Alphabet（USD）	20928.0	256508	295118	346087	368586	410892	8.16	7.09	6.05	5.68	5.09
微软（USD）	28889.2	211915	245122	276790	314684	360590	13.63	11.79	10.44	9.18	8.01
甲骨文(USD)	4404.4	49954	52961	57676	65016	74118	8.82	8.32	7.64	6.77	5.94
百度（CNY）	2377.4	134598	133125	137808	145184	151839	1.77	1.79	1.73	1.64	1.57
salesforce（USD）	2749.8	34857	37895	40978	44727	49712	7.89	7.26	6.71	6.15	5.53
调整后平均									7	6	6

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 3 月 5 日

阿里国际数字商业集团：AIDC 仍处于业务扩张期，并未实现盈利，故采用 PS 估值法。参考可比公司，给予 FY26 收入 2.0xPS 估值，对应市值 3382 亿元。

表 5：AIDC 可比公司估值表

2025/3/5	最新市值	营业总收入（百万）					PS				
公司	（亿）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
拼多多（CNY）	11298.9	130558	247639	398353	496817	592547	8.65	4.56	2.84	2.27	1.91
华凯易佰（CNY）	50.8	4417	6518	8923	11438	13223	1.15	0.78	0.57	0.44	0.38
小商品城（CNY）	727.1	7620	11300	14334	17347	21133	9.54	6.43	5.07	4.19	3.44
赛维时代（CNY）	92.0	4909	6564	9597	12254	15163	1.87	1.40	0.96	0.75	0.61
安克创新（CNY）	605.0	9590	14251	23587	29223	34813	6.31	4.25	2.57	2.07	1.74
调整后平均									2	2	1

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 3 月 5 日

菜鸟集团：菜鸟盈利水平逐渐稳定且有扩张趋势故采取 PE 估值法，参考可比公司给予 FY26 经调整净利润 13xPE 估值，对应市值 151 亿元。

表 6：菜鸟集团可比公司估值表

2025/3/5	最新市值	归母净利润（百万）					PE				
公司	（亿）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
京东物流（CNY）	1012.5	-1397	616	5658	7156	8383	-72.49	164.32	17.89	14.15	12.08
顺丰控股（CNY）	2092.9	6174	8234	10034	11719	13733	33.90	25.42	20.86	17.86	15.24
申通快递（CNY）	184.0	288	341	908	1327	1626	63.95	54.01	20.26	13.87	11.32
韵达股份（CNY）	214.0	1483	1625	2065	2462	2913	14.43	13.17	10.36	8.69	7.35
圆通速递（CNY）	483.6	3920	3723	4273	4976	5744	12.34	12.99	11.32	9.72	8.42
调整后平均									16	13	11

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 3 月 5 日

本地生活集团：本地生活集团并未实现盈利故采用 PS 估值法，参考可比公司给予 FY26 收入 3.0xPS 估值，对应市值 2255 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 7：本地生活可比估值表

2025/3/5	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
公司		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
美团 (CNY)	8990.9	219955	276745	337043	392039	446933	4.09	3.25	2.67	2.29	2.01
UBER (USD)	1572.2	37281	43978	50437	57967	66065	4.22	3.57	3.12	2.71	2.38
DOORDASH(USD)	812.5	8635	10722	12986	15350	17833	9.41	7.58	6.26	5.29	4.56
delivery hero(EUR)	78.7	9942	12796	13821	15393	16680	0.79	0.62	0.57	0.51	0.47
调整后平均									3	3	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 3 月 5 日

大文娱集团：大文娱集团并未实现盈利故采用 PS 估值法对优酷进行估值，并基于阿里影业港股总市值与公司持股比例进行估值，合并计算对应市值为 459 亿元。

表 8：大文娱集团可比公司估值表

2025/3/5	最新市 值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
公司		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
网飞 (USD)	4160.3	33723	39001	44325	49806	55151	12.34	10.67	9.39	8.35	7.54
虎牙 (CNY)	62.1	9220	6948	6070	6408	6739	0.67	0.89	1.02	0.97	0.92
爱奇艺 (CNY)	147.8	31873	29225	29302	30490	31688	0.46	0.51	0.50	0.48	0.47
哔哩哔哩 (CNY)	650.9	21899	22528	26832	30296	32990	2.97	2.89	2.43	2.15	1.97
芒果超媒 (CNY)	505.7	13704	14628	15008	16590	18119	3.69	3.46	3.37	3.05	2.79
调整后平均									2	2	2

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：表内其他公司 2025E 对应阿里巴巴 FY2026E，以此类推，截止日期 2025 年 3 月 5 日

综上，合计为公司市值 30703.5 亿元，对应每股价值 175.10 港元（人民币兑港币汇率 1.084），维持“买入”评级。

表 9：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY26E 收入/经调整 净利润	市值 (mn)
淘天集团	P/E	10.0	157,536	1,575,355
云智能集团	P/S	6.0	145,058	870,349
阿里国际数字商业集团	P/S	2.0	169,078	338,155
菜鸟集团	P/E	13.0	1,161	15,096
本地生活集团	P/S	3.0	75,169	225,506
大文娱集团	P/S+市值			45,887
合计				3,070,349
股份数 (百万)				19,008
每股价值 (元/股)				161.53
汇率 (港元/元)				1.084
每股价值 (港元/股)				175.10

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、京东发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响。

- **资本投入回报不及预期**

公司未来将会投入大量资金用于云计算服务器及算力芯片等固定资产，若云计算业务增速不及预期，将导致公司投资回报收入下降，影响整体利润。

- **宏观经济不景气**

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

- **假设条件变化影响测算结果**

对公司折旧及资本开支的测算基于当前合理的假设，若假设条件变化会导致公司业绩测算结果出现偏差，影响公司估值。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	193,086	248,125	201,619	145,582	48,233
短期投资	326,492	262,955	278,684	280,601	292,186
限制现金	36,424	38,299	40,269	42,170	43,256
预付账款	137,072	143,536	153,205	171,273	191,317
其他	4,892	59,949	49,709	51,131	52,163
流动资产合计	697,966	752,864	723,487	690,756	627,155
长期股权投资	207,380	203,131	221,459	228,509	279,547
固定资产	176,031	185,161	278,964	416,341	553,692
商誉	268,091	259,679	262,276	264,899	267,548
无形资产	46,913	26,950	35,160	39,306	43,906
其他	356,663	337,044	360,230	386,386	419,464
非流动资产合计	1,055,078	1,011,965	1,158,089	1,335,442	1,564,157
资产总计	1,753,044	1,764,829	1,881,576	2,026,198	2,191,312
短期借款	7,466	12,749	13,608	15,213	16,993
商家存款	13,297	12,737	13,392	14,024	14,385
其他	364,588	396,021	422,953	470,146	521,166
流动负债合计	385,351	421,507	449,953	499,382	552,544
长期借款	52,023	55,686	57,913	61,967	63,826
应付债券	97,065	86,089	92,976	97,625	103,482
其他	95,684	88,948	106,788	116,490	127,345
非流动负债合计	244,772	230,723	257,678	276,083	294,654
负债合计	630,123	652,230	707,631	775,465	847,198
夹层股本	9,858	10,728	10,728	10,728	10,728
股本	1	1	1	1	1
资本公积	416,880	397,999	328,587	272,515	216,166
留存收益	599,028	597,897	733,062	870,037	1,024,596
其他	97,154	105,974	101,567	97,452	92,623
股东权益合计	1,113,063	1,101,871	1,163,217	1,240,005	1,333,387
负债、夹层股本和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,881,576	2,026,198	2,191,312

现金流量表					
单位:百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	65,573	71,332	128,334	129,411	146,310
折旧摊销	27,799	26,640	27,822	45,500	62,352
财务费用	-5,918	-7,947	-9,467	-9,678	-5,874
SBC	30,831	18,546	17,684	27,458	30,107
营运资金变动	13,482	-13,749	24,243	21,388	21,507
其他	67,985	87,771	20,843	21,851	20,085
经营活动现金流	199,752	182,593	209,458	235,931	274,488
资本支出	-34,352	-32,929	-137,517	-195,740	-214,043
长期投资	-1,200	3,040	-26,049	-22,637	-71,583
其他	-99,954	8,065	-15,729	-1,917	-11,585
投资活动现金流	-135,506	-21,824	-179,295	-220,294	-297,211
债权融资	11,342	2,465	9,973	10,308	9,497
股权融资	-76,961	-110,709	-87,096	-83,529	-86,457
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-65,619	-108,244	-77,123	-73,221	-76,960
汇率变动影响	3,530	4,389	2,425	3,448	3,421
现金净增加额	2,157	56,914	-44,535	-54,137	-96,263

利润表					
单位:百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	868,687	941,168	1,004,569	1,123,039	1,254,470
营业成本	-549,695	-586,323	-612,251	-697,807	-789,745
销售费用	-103,496	-115,141	-140,873	-155,336	-168,099
管理费用	-42,183	-41,985	-46,068	-50,636	-54,569
研发费用	-56,744	-52,256	-58,366	-64,744	-70,250
资产减值损失	-2,714	-10,521	-6,171	-1,396	-1,695
无形资产摊销	-13,504	-21,592	-7,682	-8,716	-9,740
营业利润	100,351	113,350	134,005	144,403	160,371
投资及利息	-11,071	-9,964	24,685	24,331	25,548
财务支出	-5,918	-7,947	-9,467	-9,678	-5,874
其他收入	5,823	6,157	4,398	6,095	6,400
利润总额	89,185	101,596	153,621	165,151	186,444
所得税	-15,549	-22,529	-31,919	-33,030	-37,289
投资收益	-8,063	-7,735	6,631	-2,710	-2,845
净利润	65,573	71,332	128,334	129,411	146,310
归属母公司净利润	72,509	79,741	132,264	133,471	151,138
少数股东损益	-7,210	-8,677	-4,407	-4,116	-4,828
调整后净利润	141,379	157,479	157,718	165,643	186,284
每股收益 (元)	3.43	3.92	6.84	6.95	7.87

主要财务比率					
	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力					
营业收入	1.8%	8.3%	6.7%	11.8%	11.7%
营业利润	44.1%	13.0%	18.2%	7.8%	11.1%
调整后 EBITA	13.4%	22.2%	1.9%	4.3%	10.2%
净利润	17.0%	10.0%	65.9%	0.9%	13.2%
获利能力					
毛利率	36.7%	37.7%	39.1%	37.9%	37.0%
调整后 EBITA 利润率	17.0%	19.2%	18.3%	17.1%	16.9%
净利率	8.3%	8.5%	13.2%	11.9%	12.0%
ROE	6.5%	7.2%	11.4%	10.8%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	37.0%	37.6%	38.3%	38.7%
流动比率	1.81	1.79	1.61	1.38	1.14
速动比率	1.81	1.79	1.61	1.38	1.14
运营能力					
存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)					
每股收益	3.4	3.9	6.8	7.0	7.9
每股经营现金流	9.5	9.0	11.1	12.7	14.8
每股销售收入	41.4	46.6	53.4	60.4	67.5
估值比率					
市盈率	31.4	28.6	17.2	17.1	15.1
市销率	2.6	2.4	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.4	10.8	10.4	9.9	9.1
EV/EBITA	15.9	13.0	12.7	12.2	11.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。