

阿里巴巴-W (09988.HK)

4QFY25 前瞻：淘天保持货币化率提升，云收入加速

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

执证编码：S0980521120004

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

执证编码：S0980525010001

事项：

阿里巴巴即将发布 2025 财年第四季度财报。

国信互联网观点：1) **整体：**预计 4QFY25 收入同比+7%，经调整 EBITA 利润率 13%。其中淘天/国际数字商业/云智能集团/本地生活/菜鸟/大文娱收入增速分别为 5%/27%/20%/12%/1%/7%，经调整 EBITA 利润率同比+2pcts，主要反映出非淘天业务亏损持续性收窄。2) **淘天集团：**预计 FY25Q4 GMV 同比+4%，公司继续处于稳定市场份额的进程中，继续扶持优质供给，拓展流量渠道。预计 take rate 延续上个季度的提升趋势，主要来自全站推和 0.6%的技术服务费贡献，带动 CMR 增速>GMV，预计 CMR 同比+9%。利润端，由于持续在用户体验和商家侧的投入，经调 EBITA 预计仍将慢于收入增长，同比+2.5%。3) **云：**预计 FY25Q4 持续加速，收入同比+20%，主要考虑到 Deepseek 出现后带来的需求爆发式增长，且 FY26 有望进一步加速。利润率表现较 FY25 前几个季度稳定。4) **AI 布局：**模型持续迭代，打造 C 端旗舰应用。4QFY25 阿里密集发布了 Qwen2.5-Max、QwQ-32B、Qwen2.5-Omni-7B 等多款模型，2025 年阿里云 AI 势能大会中，公司表示后续模型迭代将沿着增强推理能力和全模态方向发展，此外公司也推出了 C 端 AI 旗舰应用夸克，MAU 已达 1.49 亿。5) **AIDC：**预计收入同比+27%，经调整 EBITA 率-10%，预计 FY26 实现单季度盈亏平衡。关税影响相对可控，公司国际零售三大平台中 Lazada、Trendyol 没有美国收入，速卖通以及批发业务的美国收入占比较低，影响有限。

投资建议：公司聚焦电商和 AI&云两大核心业务，非核心业务持续降本增效，我们继续看好在 AI 产业驱动下公司云收入的持续性增长和对其他各业务线的赋能作用。我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9969/10742/11566 亿元，调整幅度为-0.0%/-2.0%/-4.1%，主要考虑到国内激烈的竞争环境对货币化率提升节奏的影响；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1602/1725/1883 亿元，调整幅度为 5.9%/4.1%/1.2%，主要由于对非淘天业务非淘天业务盈利改善的预期。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 11 倍，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ **整体：**预计 4QFY25 收入同比+7%，经调整 EBITA 利润率 13%。

4QFY25，我们预计阿里巴巴实现营收 2370 亿元，YoY+7%，其中淘天/国际数字商业/云智能集团/本地生活/菜鸟/大文娱收入增速分别为 5%/27%/20%/12%/1%/7%。

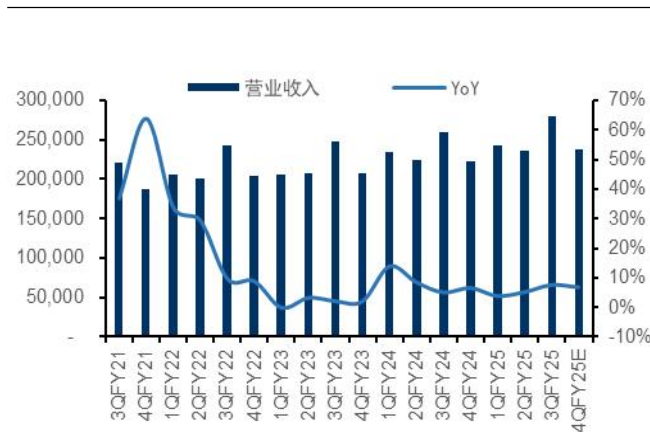
4QFY25 经调整 EBITA 为 302 亿元，经调整 EBITA 利润率 13%，同比+2pcts，经调 EBITA 利润 YoY+26%。我们认为集团经调整 EBITA 利润率的增长主要反映出非淘天业务亏损持续性收窄，预计非淘天业务经调 EBITA 亏损率为-6.6%，同比+4.7pcts。

图1：阿里巴巴季度业绩预测

	4QFY24	3QFY25	国信预测		
			4QFY25E	YoY	QoQ
淘天	93,216	136,091	97,876	5%	-28%
国际数字商业	27,448	37,756	34,752	27%	-8%
本地生活	14,628	16,988	16,383	12%	-4%
菜鸟	24,557	28,241	24,803	1%	-12%
云智能	25,595	31,742	30,715	20%	-3%
大文娱	4,945	5,438	5,291	7%	-3%
其他业务	51,458	53,102	53,002	3%	0%
总收入	221,874	280,154	237,020	7%	-15%
毛利	73,776	117,630	83,553	13%	-29%
经调整 EBITA	23,969	54,853	30,223	26%	-45%
Non-GAAP 归母净利润	24,418	51,066	31,913	31%	-38%
毛利率	33.3%	42.0%	35.3%	2.0pct	-6.7pct
经调整 EBITA 率	10.8%	19.6%	12.8%	1.9pct	-6.8pct
Non-GAAP 归母净利率	11.0%	18.2%	13.5%	2.5pct	-4.8pct

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图2：阿里巴巴营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图3：阿里巴巴经调整 EBITA 及利润率（百万元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

◆ 淘天集团

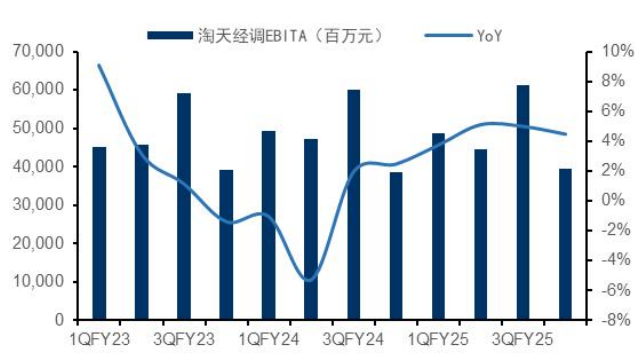
- 1) GMV：预计 4QFY25 GMV 同比+4%，公司继续处于稳定市场份额的进程中，25 年以来继续扶持优质供给，拓展流量渠道（与 200 家平台合作引入全网客流）。
- 2) take rate：延续上个季度的提升趋势，主要来自全站推和 0.6%的技术服务费贡献，带动 CMR 增速>GMV，预计 CMR 同比+9%。
- 3) 利润：由于持续在用户体验、商家等方面的投入，包括春季的返佣政策等，经调 EBITA 预计仍将慢于收入增长，但 25 年以来包括 88VIP 客群弱化无限次退换货等权益，相关的投入较 24 年已有所控制。

图4: 阿里巴巴淘天集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图5: 阿里巴巴淘天集团经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

◆ 云智能集团

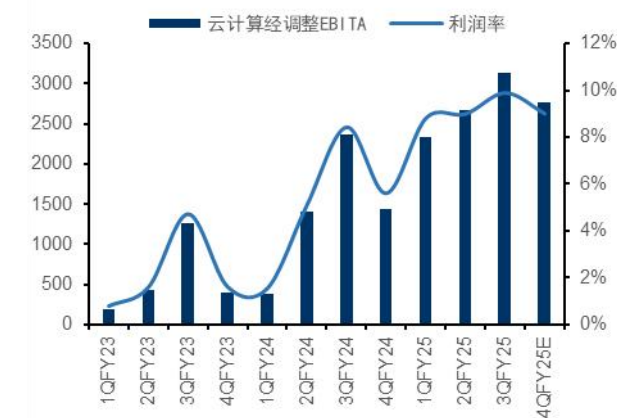
预计 4QFY25 持续加速, 收入同比+20%, 主要考虑到 Deepseek 出现后带来的爆发式需求增长, AI 相关收入预计依旧达到三位数增长, FY26 云收入有望进一步加速。利润端, CAPEX 的增长尚不足以带来较大的利润端压力 (同时考虑到收入的大幅增加), 预计经调 EBITA 利润率同比依旧维持上升趋势, 相比 FY25 前三个季度保持稳健。

图6: 阿里巴巴云智能集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图7: 阿里巴巴云智能集团经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

◆ AI 布局进展

1) **模型**: 4QFY25 阿里围绕基座模型 Qwen2.5 密集发布并开源了多款模型, 包括擅长数学推理的 Qwen2.5-Max、推理模型 QwQ-32B、全模态模型 Qwen2.5-Omni-7B 等。在 2025 年阿里云 AI 势能大会上, 公司分享了后续模型两大重点发展方向: ①推理能力不断增强: 提升模型泛化能力、模型自行判断使用快思考还是慢思考 (降低资源消耗)、模型将具备更强的任务规划和工具调度能力, 最终加速 agent 的落地; ②多模态: 多种模态模型的融合是后续方向, 最终实现全模态的输入输出。

2) **应用**：3月13日，阿里巴巴宣布推出 AI 旗舰应用——新夸克。新夸克基于阿里通义领先的推理及多模态大模型，全面升级为一个无边界的“AI 超级框”。未来通义系列模型的最新成果都将第一时间接入夸克。新夸克将告别传统搜索，升级为一个 All in One 的“AI 超级框”，满足用户工作、学习、生活的各类 AI 需求。据 AI 产品榜，3月夸克 APP MAU 达到 1.49 亿，是唯一突破 1 亿 MAU 的国内 AI APP。

3) **其他**：在 2025 年阿里云 AI 势能大会上，阿里还宣布了两个重要新方向：①百炼全面支持 MCP 服务部署和调用，通过统一的标准接口降低大模型和外部系统的集成门槛；②推出阿里云的 AI Agent Store。为打造更好的 AI 应用生态持续努力。

图8：阿里模型发布进程

日期	事件类型	事件	模型类型
2023/4/11	产品发布	Qwen 大型模型发布	文本模型
2023/6/1	产品发布	工作助手通义听悟公测	
2023/8/25	开源	开源 Qwen-VL	视觉模型
2023/9/13	产品发布	Qwen 大型模型获得国内公共使用许可	
2023/9/25	开源	开源 Qwen-14B	文本模型
2023/10/31	产品发布	发布 Qwen-2.0	文本模型
2023/12/1	开源	开源 Qwen-72B	文本模型
2024/1/31	产品发布	发布企业级 RAG 解决方案	
2024/2/6	开源	开源 Qwen1.5	文本模型
2024/5/9	产品发布	发布 Qwen-2.5 并开源 Qwen1.5-110B	文本模型
2024/5/21	价格调整	阿里大型模型首次降价，最高降幅达 97%	
2024/6/7	开源	开源 Qwen2	文本模型
2024/9/2	开源	开源 Qwen2-VL	视觉模型
2024/9/19	价格调整	阿里大型模型第二次降价，最高降幅达 85%	
2024/11/20	产品发布	发布 Qwen2.5-Turbo	文本模型
2024/12/25	产品发布	发布开源视觉推理模型 QVQ-72B-Preview	视觉模型
2024/12/31	价格调整	阿里大型模型第三次降价，降幅超过 80%	
2025/1/9	产品发布	发布万相 2.1 视频生成模型	视觉模型
2025/1/29	产品发布	发布 Qwen2.5-Max	文本模型
2025/2/9	模型整合	百炼平台整合 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1	
2025/2/25	开源	开源万相 2.1	视觉模型
2025/3/6	开源	开源推理模型 QwQ-32B	推理模型
2025/3/27	开源	开源全模态模型 Qwen2.5-Omni-7B	全模态模型

资料来源：通义千问、国信证券经济研究所整理及预测

◆ AIDC

预计收入同比+27%，经调整 EBITA 率-10%，较上季度有所改善，主要由于淡季因素和经营效率提升，预计 FY26 有望实现季度盈亏平衡。此外，关税对 AIDC 影响相对可控，公司国际零售三大平台中 Lazada、Trendyol 没有美国收入，主要覆盖欧洲、东南亚等区域，速卖通以及批发业务有美国收入，但占比较低，影响也相对有限。

◆ 投资建议

公司聚焦电商和 AI&云两大核心业务，非核心业务持续降本增效，我们继续看好在 AI 产业驱动下公司云收入的持续性增长和对其他各业务线的赋能作用。我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9969/10742/11566 亿元，调整幅度为-0.0%/-2.0%/-4.1%，主要考虑到国内激烈的竞争环境对货币化率提升节奏的影响；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1602/1725/1883 亿元，调整幅度为 5.9%/4.1%/1.2%，主要由于对非淘天业务非淘天业务盈利改善的预期。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 11 倍，继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

《阿里巴巴-SW (09988.HK) -3QFY25 财报点评：云业务加速明显，坚定投入助力阿里开启 AI 增长新阶段》——2025-02-23

《阿里巴巴-SW (09988.HK) -3QFY25 前瞻：淘天货币化率企稳回升，公司持续收缩非核心业务》——2025-01-12

《阿里巴巴-W (09988.HK) -2QFY25 财报点评：测算淘天 GMV yoy+2%，淘天以外业务降本增效成效显著》——2024-11-17

《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY25 前瞻：淘天货币化率逐步企稳，公司持续投入用户体验》——2024-10-13

《阿里巴巴-SW (09988.HK) -1QFY25 财报点评：公司持续投入核心电商，其他亏损业务预计 1-2 年内扭亏为盈》——2024-08-18

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	329611	402995	516256	营业收入	941168	996913	1074157	1156567
应收款项	98194	104010	112069	120667	营业成本	586323	606126	646724	695257
存货净额	25460	23218	24019	24992	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384531	408680	434311	销售费用	103496	140314	149063	158169
流动资产合计	752864	841370	947763	1096227	管理费用	112431	162790	159520	157177
固定资产	185161	229628	284509	320441	财务费用	16989	16989	17911	1704
无形资产及其他	363556	302963	252469	210391	投资收益	(7735)	6058	6058	6058
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	资产减值及公允价值变动	(13504)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	3692	6103	(11731)	(17080)
资产总计	1764829	1808165	1889902	2003175	营业利润	104382	82855	95266	133239
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	6330	6330	6330
应付款项	17002	15505	16039	16689	利润总额	93861	89185	101596	139569
其他流动负债	375504	369068	385115	402890	所得税费用	22529	18752	22351	30705
流动负债合计	421507	415024	433128	453151	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(12051)
长期借款及应付债券	141775	127898	119021	110144	经调整归属于母公司净利润	157479	160188	172519	188283
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	210110	194497	178884	现金流量表(百万元)				
负债合计	652230	625134	627625	632035		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
少数股东权益	115327	116180	115238	103187	净利润	157479	160188	172519	188283
股东权益	997272	1066852	1147038	1267953	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1764829	1808165	1889902	2003175	折旧摊销	(14295)	106680	117862	134507
关键财务与估值指标					公允价值变动损失	13504	0	0	0
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	财务费用	16989	16989	17911	1704
经调整每股收益	8.29	8.43	9.08	9.91	营运资本变动	(1331)	(21689)	(3789)	(2977)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(86415)	(89756)	(93275)	(79420)
每股净资产	52.47	56.13	60.35	66.71	经营活动现金流	68942	155424	193318	240393
ROIC	12%	12%	14%	16%	资本开支	32173	(90555)	(122249)	(128361)
ROE	8%	7%	7%	10%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
毛利率	38%	39%	40%	40%	投资活动现金流	69697	(61511)	(112579)	(119854)
EBIT Margin	19%	10%	9%	8%	权益性融资	0	0	0	0
EBITA Margin	18%	21%	20%	20%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
收入增长	8%	6%	8%	8%	支付股利	0	0	0	0
经调净利润增长率	21%	2%	8%	9%	其它融资现金流	(51220)	1450	1523	1599
资产负债率	43%	41%	39%	37%	融资活动现金流	(83600)	(12427)	(7354)	(7278)
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	55039	81486	73384	113261
调整后 P/E	12.2	12.0	11.1	10.2	货币资金的期初余额	193086	248125	329611	402995
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	货币资金的期末余额	248125	329611	402995	516256
EV/EBITDA	9	7	7	6	企业自由现金流	153510	75138	71365	77747
					权益自由现金流	82066	58171	58917	78017

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032