

港股研究 | 公司点评 | 阿里巴巴-W (9988.HK)

阿里巴巴 FY2025 全年&Q4 点评：淘天表现亮眼，云计算持续提速

报告要点

整体来看本轮公司财报不乏经营亮点：第一，电商业务无论收入还是盈利端的增长均表现强劲，淘天集团呈现企稳改善趋势，此外云业务也加速增长。从中长期维度，公司现金牛电商业务已经企稳，即时零售的投入有望拉动用户高频消费，云业务打开第二增长曲线，综合来看我们仍然看好公司的投资机会。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004
SFC: BUV258



宗建树

SAC: S0490520030004
SFC: BUX668



秦意昂

SAC: S0490524110002

2025-05-16

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

阿里巴巴-W (9988.HK)

阿里巴巴 FY2025 全年&Q4 点评：淘天表现亮眼，云计算持续提速

事件描述

FY2025 公司营业收入同比增长 6%，Non-GAAP 净利润同比增长 0%；FY2025Q4（自然季度 2025Q1）营业收入同比增长 7%，Non-GAAP 净利润同比增长 22%。

事件评论

- **电商：淘天集团市场份额稳固，客户管理收入以及盈利增长超出预期。** FY2025Q4，公司客户管理收入同比增长 12%，预计货币化率持续提升，得益于千六技术服务费的持续推动，以及全站推商户渗透率的提升；本季度 88VIP 会员数量超过 5000 万；盈利方面，本季度公司 EBITA 同比增长 8%，盈利增速与收入增速逐步收敛，预计从行业层面看，平台端格局有所缓和，此外今年国补对于电商平台的盈利层面改善亦有体现。此外，即时零售对主站和本地生活产生了巨大的协同效应，预计对淘天流量和用户侧会产生明显拉动。
- **国际数字商业 (AIDC)：扩张策略趋稳，UE 持续改善。** FY2025Q4 国际数字商业集团收入同比增长 22%，预计公司今年在扩张比较谨慎，此外 EBITA 亏幅同比收窄 13%，速卖通 UE 持续改善。当前美国占比比较有限，未来将保持扩张和盈利节奏的平衡，以及保持 FY2026 单季度盈利的目标。
- **FY2025Q4 阿里云表现亮眼。** FY2025Q4 单季度云计算业务实现收入 301.27 亿元，同比增长 18%。管理层指出阿里 AI 相关收入连续七个季度三位数增长，下游需求旺盛。自 DeepSeek 发布以来，市场逐渐意识到云资源是一切 AI 应用的根基，阿里云作为国内公有云最头部厂商迎来价值重估。从历史上看，应用启动云基础资源先行，2024 年开始随着国内 AI 推进全面加速，基础资源需求快速增长，上季度（自然年 2024Q4）阿里云收入同比增长 13% 重归两位数增长，本季度再次加速实现 18% 的同比增长。
- **资本开支方面，FY2025Q4 阿里资本开支为 246.12 亿元，同比增速为 120.68%，其中购置物业及设备资本开支为 239.93 亿元，同比增速为 135.83%。**同时，根据阿里巴巴在财报中披露的资本性支出承诺事项：于 2024 年 3 月 31 日及 2025 年 3 月 31 日，已签约但尚未计提的资本性支出承诺总金额分别为 183.72 亿人民币及 453.21 亿人民币。
- **投资建议：整体来看本轮公司财报不乏经营亮点：**第一，电商业务无论收入还是盈利端的增长均表现强劲，淘天集团呈现企稳改善趋势，此外云业务也加速增长。从中长期维度，公司现金牛电商业务已经企稳，即时零售的投入有望拉动用户高频消费，云业务打开第二增长曲线，综合来看我们仍然看好公司的投资机会，预计 FY2026-2028 年公司 Non-GAAP 净利润分别为 1800、2166、2476 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

1、电商行业竞争格局加剧；2、海外监管政策趋严；3、资本开支过大对于利润的影响；4、非核心业务拖累整体利润。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 128.90

注：股价为 2025 年 5 月 15 日收盘价

相关研究

• 《阿里巴巴 FY2025Q3 点评：电商业务商业化提速，重视 AI 投入打开成长空间》2025-03-13

• 《纵览电商之十三：阿里巴巴深度——回归主业聚焦，重启战略投资》2025-02-17



更多研报请访问
长江研究小程序

表 1: 公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	FY2025	FY2026E	FY2027E	2028E
流动资产	674,049	703,002	753,469	869,629
现金	145,487	176,713	206,698	303,768
预付款项、应收账款及其他流动资产	202,175	165,087	185,568	204,658
短期投资	228,826	262,955	262,955	262,955
受限制现金	43,781	38,299	38,299	38,299
证券投资	53,780	59,949	59,949	59,949
非流动资产	1,130,178	1,192,672	1,273,108	1,337,078
固定资产	203,348	352,945	433,533	498,503
无形资产	20,911	13,873	11,592	12,592
商誉	255,501	247,825	247,825	247,825
权益法核算的投资	210,169	214,850	218,979	218,979
证券投资-非流动资产	356,818	247,077	245,077	243,077
其他	83,431	116,102	116,102	116,102
资产总计	1,804,227	1,895,674	2,026,577	2,206,707
流动负债	435,346	438,789	461,020	499,451
非流动负债	242,941	230,723	230,723	230,723
负债合计	714,121	669,512	691,743	730,174
股东权益合计(含少数股东权益)	1,078,393	1,215,434	1,324,106	1,465,805
股东权益合计(不含少数股东权益)	1,009,858	1,106,154	1,222,826	1,372,525
少数股东权益	68,535	109,280	101,280	93,280
夹层权益	11,713	10,728	10,728	10,728

现金流量表	FY2025	FY2026E	FY2027E	2028E
经营活动现金流	159059	197421	258932	326014
净利润	129561	153471	195618	228644
股权投资减值	-19365	1994	2000	2000
折旧摊销	33026	40267	52693	65030
商誉、无形资产减值	11854	4000	0	0
权益法核算的投资收益	-6612	-5107	-4129	0
股权激励费用	13970	18500	19000	19000
营运资本变动	9436	-13704	1749	19341
投资证券相关损益	-8764	0	0	0
投资活动现金流	-101000	-131000	-131000	-131000
资本支出	-101000	-131000	-131000	-131000
其他投资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-97946	-97946	-97946	-97945
回购款项	-80000	-80000	-80000	-79999
股息分配	-17946	-17946	-17946	-17946
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0

利润表	FY2025	FY2026E	FY2027E	2028E
营业收入	996,347	1,095,574	1,231,494	1,358,186
其他收入				
营业成本	598,285	681,256	765,526	844,075
销售费用	141,123	124,501	129,770	194,718
管理费用	44,239	46,014	51,723	57,044
研发费用	57,151	60,492	67,880	10,000
财务费用	9,596	7,994	7,389	8,149
除税前溢利	155,455	179,843	223,924	264,200
所得税+权益法投资收益	29,479	28,372	36,306	43,556
净利润	125,976	151,471	187,618	220,644
少数股东损益	-4,047	-2,000	-8,000	-8,000
归属母公司净利润	129,470	153,471	195,618	228,644
Adj.EBITA	173,065	196,337	235,313	276,349
Non-GAAP 净利润	158,122	179,965	216,618	247,644
Non-GAAP EPS	8.15	9.68	12.20	14.16

主要财务比率	FY2025	FY2026E	FY2027E	2028E
成长能力				
营业收入	5.86%	9.96%	12.41%	10.29%
归属母公司净利润	62.48%	18.45%	27.46%	16.88%
获利能力				
毛利率	39.95%	37.82%	37.84%	37.85%
销售净利率	12.99%	14.01%	15.88%	16.83%
ROE	11.76%	13.25%	15.28%	16.27%
ROIC	9.29%	11.87%	12.98%	14.20%
偿债能力				
资产负债率	39.58%	35.32%	34.13%	33.09%
净负债比率	52.16%	40.19%	36.34%	28.88%
流动比率	1.55	1.60	1.63	1.74
速动比率	1.45	1.51	1.55	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.59	0.63	0.64
预付、应收账款周转率	55	55	55	55
每股指标 (元)				
每股收益	6.68	8.17	10.62	12.67
每股经营现金流	8.21	10.50	14.06	18.06
每股净资产	56.26	65.24	72.48	81.81
估值比率				

现金及现金等价物净增加额	-39887	-31525	29986	97069	P/E	17.8	15.0	11.8	10.1
期初现金及现金等价物余额	286424	246537	215012	244997	P/B	2.11	1.88	1.72	1.56
期末现金及现金等价物余额	246537	215012	244997	342067	EV/EBITA	16.58	14.23	11.84	9.87

资料来源：Wind，长江证券研究所，市值选取时间为 2025 年 5 月 15 日

风险提示

- 1、电商行业竞争格局加剧。互联网电商已逐渐进入存量市场阶段，用户竞争趋于激烈，平台间补贴力度或加大，对于行业的增长和盈利能力可能产生影响。
- 2、海外监管政策趋严。由于近年以来电商平台持续开展海外业务，若海外对于中国商品加征关税，对于平台的商户利润有较大影响，从而影响平台增长以及商业化潜在空间。
- 3、资本开支过大对于利润的影响。考虑电商平台近年加大对于核心关键业务等方向的投资，若资本开支过大或对于公司盈利能力产生影响。
- 4、非核心业务拖累整体利润。由于近几年以来互联网电商平台加大新业务的拓展，若非核心业务无法实现盈利、减亏或者退出，那么对行业整体利润将形成较多的拖累。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。