

## 阿里巴巴-W (09988.HK) FY25Q4 财报点评

强烈推荐 (维持)

## 电商 CMR 及利润超预期, 云业务收入增长稳步加速

阿里巴巴发布 FY2025Q4 业绩, 本季度集团实现营业收入 2365 亿元/+6.6%, CMR 711 亿元/+12%, 淘天集团 EBITA 417 亿元/+8%, 电商收入及利润增长超预期; 云业务收入 301 亿元/+18%, 云 EBITA 24 亿元/+69%。本季度电商货币化率同比继续大幅提升, 未来全站推广进一步渗透及增收技术服务费驱动下货币化水平有望持续改善, 利润端关注外卖及即时零售业务投入进展; 云业务收入加速增长, 客户需求扩张下未来季度增速有望保持上升通道, 看好阿里巴巴电商货币化率提升空间及 AI 与云业务长期发展潜力, 维持“强烈推荐”评级。

□淘天集团: 收入及利润超预期, 全站推驱动货币化率同比继续提升。FY2025Q4 淘天集团客户管理收入为 711 亿元, 同比+12%, 高于彭博一致预期的 7.6%, 全站推广渗透率提升驱动下货币化率同比继续大幅提升, 主要源于 9 月起增收的 0.6% 基础软件服务费以及全站推广工具渗透率的提升, 目前全站推仍在稳步渗透, 部分新增中小商家/白牌商家广告主进一步带来增量广告收入, 预计未来货币化率有望保持上升趋势。利润端, 淘天经调整 EBITA 为 417 亿元, 同比+8%, 高于一致预期的 2.1%, 在 CMR 快速增长驱动下利润增长超预期, 公司目前加大在淘宝闪购即时零售及外卖领域的短期投入, 单量增长及效率好于预期, 预计未来几个季度淘天 EBITA 伴随竞争态势会有一定波动, 同时公司也将注重投资纪律, 长期来看即时零售高频场景有望带动用户规模及活跃度、下单频次改善。

□云智能集团: 收入加速增长, 客户需求扩张下未来季度收入增速有望保持上升通道。FY2025Q4 云智能集团实现收入 301 亿元, 同比+18%, 略高于一致预期的 16.8%, AI 相关产品收入连续七个季度同比三位数增长。利润方面, 经调整 EBITA 为 24 亿元, 同比+69% (一致预期+97%), EBITA margin 8.0%; FY25Q4 公司资本开支 246 亿元, 低于一致预期的 329 亿。公司表示目前全球供应链存在一定不确定性但客户增长确定性较强, 且客群逐步从互联网/金融等行业向制造业/养殖业等传统行业延伸, 阿里云将维持未来 3 年在云与 AI 基础设施建设方面投入 3800 亿资本开支的目标, 持续坚定投入满足客户增长需求, 预计未来季度阿里云营收增速有望维持上升通道。

□AIDC 稳健增长, 维持 FY26 将实现单季度整体盈利指引。FY2025Q4 国际数字商业集团实现收入 336 亿元, 同比+22%, 经调整 EBITA 为 -36 亿元, EBITA margin 为 -10.6%, 未来公司将继续专注于提升经营效率, 维持 FY26 实现单季度整体盈利的指引。

□投资建议: 看好阿里巴巴电商主业货币化率提升空间及云与 AI 业务的长期增长潜力, 同时考虑到即时零售及外卖业务短期将加大投入, 预计 FY2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 1848/2081/2276 亿元, 给予 2026 财年淘天净利润 12 倍 PE、云业务 5 倍 PS, 对应目标价 153 港元/股, 维持“强烈推荐”评级。

□风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧; 新业务投入超预期; 芯片政策风险。

## 财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营收入(百万元)	941168	996347	1096208	1205829	1326412
同比增长	8%	6%	10%	10%	10%
经调整 EBITA(百万元)	165028	173065	202479	228078	249410
同比增长	12%	5%	17%	13%	9%
NON-GAAP 归母净利润(百万)	158359	157940	184784	208146	227612
同比增长	10%	0%	17%	13%	9%
每股收益(元)	8.13	8.31	9.72	10.95	11.97
PE (Non-GAAP)	14.4	14.4	12.3	11.0	10.0

消费品/商业  
目标估值: 153 港元  
当前股价: 122.1 港元

## 基础数据

总股本(万股)	1908621
香港股(万股)	1908621
总市值(亿港元)	24602
香港股市值(亿港元)	24602
每股净资产(港元)	58.00
ROE(TTM)	7.34
资产负债率	41.0%
主要股东	SoftBank Group Corp.
主要股东持股比例	12.0%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17.3	46.6	59.3
相对表现	8.0	25.9	36.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《阿里巴巴-SW(09988)深度更新—用户为先, 重启增长》2024-07-29
- 《阿里巴巴-SW(09988)FY24Q4 财报点评—GMV 恢复双位数增长, 香港主要上市即将落地》2024-05-15
- 《阿里巴巴-SW(09988)—FY24Q4 前瞻: GMV 保持健康增长, 用户投入持续加大》2024-04-09

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

✉ huxinyuan@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>流动资产</b>	752864	674049	640807	685387	716030
现金及现金等价物	248125	145487	87594	105113	105989
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	322904	282606	282606	282606	282606
应收账款及票据	30686	0	0	0	0
其它应收款	67508	202175	222438	244682	269150
存货	25460	0	0	0	0
其他流动资产	58181	43781	48169	52986	58285
<b>非流动资产</b>	1011965	1130178	1234621	1329117	1414614
长期投资	424073	566987	566987	566987	566987
固定资产	185161	203348	307791	402287	487784
无形资产	363556	276412	276412	276412	276412
其他	39175	83431	83431	83431	83431
<b>资产总计</b>	<b>1764829</b>	<b>1804227</b>	<b>1875428</b>	<b>2014504</b>	<b>2130643</b>
<b>流动负债</b>	421507	435346	570014	625202	649321
应付账款	0	0	0	0	0
应交税金	17002	11638	11638	11638	11638
短期借款	29001	22562	102676	112295	86286
其他	375504	401146	455700	501270	551397
<b>长期负债</b>	230723	278775	278775	278775	278775
长期借款	141775	208141	208141	208141	208141
其他	88948	70634	70634	70634	70634
<b>负债合计</b>	<b>652230</b>	<b>714121</b>	<b>848789</b>	<b>903977</b>	<b>928096</b>
储备	999514	997271	1021570	963569	1053484
少数股东权益	115327	68535	63069	57041	50394
归属于母公司所有者权益	997272	1021571	963570	1053485	1152152
<b>负债及权益合计</b>	<b>1764829</b>	<b>1804227</b>	<b>1875428</b>	<b>2014504</b>	<b>2130643</b>

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>经营活动现金流</b>	182593	163509	164304	174993	197786
<b>净利润</b>	80009	130109	110310	123008	135570
折旧与摊销	44504	0	25557	35504	44504
营运资本变动	(13749)	0	29903	18509	20360
其他非现金调整	71829	33400	(1466)	(2028)	(2647)
<b>投资活动现金流</b>	(21824)	(185415)	(125000)	(125000)	(125000)
资本性支出	(32929)	0	(130000)	(130000)	(130000)
出售固定资产收到现金	373	0	0	0	0
投资增减	113501	0	0	0	0
其它	(65239)	(185415)	5000	5000	5000
<b>筹资活动现金流</b>	(108244)	(76215)	(97197)	(32474)	(71911)
债务增减	2465	0	80114	9619	(26008)
股本增减	(87902)	0	0	0	0
股利支付	17946	0	168311	33093	36902
其它筹资	(4861)	(76215)	(9000)	(9000)	(9000)
其它调整	(35892)	0	(336622)	(66186)	(73805)
汇率调整	4389	965	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	56914	(97156)	(57893)	17519	876

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入	941168	996347	1096208	1205829	1326412
<b>主营收入</b>	941168	996347	1096208	1205829	1326412
营业成本	586323	598285	679649	747614	822375
毛利	354845	398062	416559	458215	504036
<b>营业支出</b>	230974	251747	275921	303513	333864
<b>经调整 EBITA</b>	165028	173065	202479	228078	249410
<b>营业利润</b>	123871	146315	140638	154702	170172
利息支出	7947	9596	9000	9000	9000
利息收入	(9964)	20759	0	0	0
权益性投资损益	(7735)	5966	0	0	0
其他非经营性损益	6157	4148	5000	5000	5000
非经常项目损益	(10521)	(6171)	0	0	0
除税前利润	93861	161421	136638	150702	166172
<b>所得税</b>	22529	35445	31155	34361	37889
少数股东损益	(8677)	(4133)	(5466)	(6028)	(6647)
<b>归属普通股股东净利润</b>	79741	129470	110310	123008	135570
<b>经调整归母净利润</b>	158359	157940	184784	208146	227612
<b>EPS (元)</b>	8.13	8.31	9.72	10.95	11.97

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	6%	10%	10%	10%
营业利润	20%	18%	-4%	10%	10%
净利润	10%	63%	-15%	10%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.7%	40.0%	38.0%	38.0%	38.0%
净利率	8.5%	13.1%	10.1%	10.1%	10.2%
ROE	8.0%	12.7%	11.4%	11.7%	11.8%
ROIC	6.8%	10.4%	8.4%	8.6%	9.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.0%	39.6%	45.3%	44.9%	43.6%
净负债比率	9.7%	12.8%	16.6%	15.9%	13.8%
流动比率	1.8	1.5	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	8.0	6.6	5.2	5.2	5.2
应付帐款周转率	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	8.13	8.31	9.72	10.95	11.97
每股经营现金	8.34	7.47	7.76	8.26	9.34
每股净资产	45.57	46.68	45.48	49.73	54.39
<b>估值比率</b>					
P/E (Non-GAAP)	14.4	14.4	12.3	11.0	10.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。