

公司研究

核心业务表现良好，发放特别现金股息

——阿里巴巴-W (9988.HK) 2025 财年年报点评

要点

公司 4QFY2025 营收同增 6.6%,归属于普通股股东净利润同增 278.7%

公司公布 2025 财年年报：FY2025 实现营业收入 9963.47 亿元，同比增长 5.9%，实现归属于普通股股东净利润 1294.70 亿元，同比增长 62.4%，实现非公认会计准则净利润 1581.22 亿元，同比增长 0.4%。

单季度拆分来看，4QFY2025 实现营业收入 2364.54 亿元，同比增长 6.6%，实现归属于普通股股东净利润 123.82 亿元，同比增长 278.7%，实现非公认会计准则净利润 298.47 亿元，同比增长 22.2%。

核心业务表现良好，发放特别现金股息

4QFY2025 公司整体收入略逊于预期，主要由于剥离非核心业务如银泰、高鑫零售等，公司核心业务表现仍较为亮眼：

淘天集团：4QFY2025 公司客户管理收入同比增长 11.8%，主要受益于 Take rate 的同比提升，公司通过技术服务费的收取和全站推广营销工具的持续推广提升对平台整体流量的变现能力。另一方面，平台核心客群稳健增长，88VIP 会员在 4QFY2025 未达超 5000 万人，同比持续保持双位数增长。

云智能集团：4QFY2025 公司云智能集团收入增速进一步加速，同比增长 17.7%至 301.27 亿元，来自外部客户收入同比增长 17%。AI 产品仍然保持强劲需求，公司 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数同比增长。公司在 2025 年 4 月推出新一代混合推理模型 Qwen3 系列，且所有 Qwen3 模型均在魔搭社区、Hugging Face 等社区开源。同时，公司 AI 产品覆盖面更广，除了互联网等新兴领域外，亦有制造业企业使用公司 AI 产品。

在股东回报方面，公司在 FY2025 以 119 亿美元回购 11.97 亿股普通股，普通股净减少比例达到 5.1%；同时公司宣布发放每股 ADS 1.05 美元的 FY2025 年度股息以及每股 ADS 0.95 美元的一次性现金特别股息，提升股东回报。

下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到公司仍将在电商平台业务、即时零售业务及云计算业务上进行持续的投入以稳固市场份额和持续扩大规模，我们下调对公司 FY2026/FY2027 非公认会计准则净利润的预测 5%/1%至 1698.13/1853.18 亿元，新增对 FY2028 年的预测 1979.20 亿元。公司电商业务稳健发展，AI 需求有望推动云业务快速发展，维持“买入”评级。

风险提示：新业务发展不及预期，业内竞争加剧，直播电商冲击。

公司盈利预测与估值简表

指标 (元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (百万元)	9,412	9,963	11,115	11,861	12,488
营业收入增长率(%)	8.34%	5.86%	11.56%	6.71%	5.29%
归属普通股股东净利润 (百万)	79,741	129,470	135,647	145,763	150,565
归属普通股股东净利润增速(%)	9.93%	62.62%	4.26%	7.46%	3.29%
非公认会计准则净利润 (百万)	157,479	158,122	169,813	185,318	197,920
非公认会计准则净利润增速(%)	11.39%	0.41%	7.39%	9.13%	6.80%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，财年为上一自然年 4 月 1 日至同一自然年 3 月 31 日，本文如不特殊说明，元均指人民币，股价时间 2025-5-15

买入 (维持)

当前价：128.90 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebsecn.com

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebsecn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007
021-52523868
liangdanhui@ebsecn.com

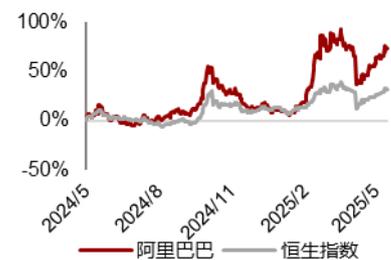
分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001
021-52523690
zhaoyue1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	190.86
总市值(亿港元):	24,602.13
一年最低/最高(港元):	77.35/145.90
近 3 月换手率:	58.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.03	0.19	33.00
绝对	17.29	3.87	55.96

资料来源：Wind

相关研报

淘天表现亮眼，云业务加速发展——阿里巴巴-W (9988.HK) 2025 财年三季报点评 (2025-02-20)

表 1: 公司 4QFY2025 业绩与预期对照表

CNY mn	4QFY2024	1QFY2025	2QFY2025	3QFY2025	4QFY2025	4QFY2025E	VS 预测
总收入	221,874	243,236	236,503	280,154	236,454	237,914	-0.61%
YOY (%)	6.6%	3.9%	5.2%	7.6%	6.6%	7.2%	
归属普通股股东净利润	3,270	24,269	43,874	48,945	12,382	22,644	-45.32%
净利润率 (%)	1.5%	10.0%	18.6%	17.5%	5.2%	9.5%	-4.3pct
经调整净利润	24,418	40,691	36,518	51,066	29,847	29,385	1.57%
经调整净利润率 (%)	11.0%	16.7%	15.4%	18.2%	12.6%	12.4%	0.3pct
经调整 EBITA	23,969	45,035	40,561	54,853	32,616	32,605	0.03%
经调整 EBITA 利润率 (%)	10.8%	18.5%	17.2%	19.6%	13.8%	13.7%	0.1pct
分部收入							
淘天集团	93,216	113,373	98,994	136,091	101,369	97,829	3.62%
YOY (%)	3.7%	-1.4%	1.4%	5.4%	8.7%	4.9%	
——其中: 客户管理	63,574	80,115	70,364	100,790	71,077	68,414	3.89%
YOY (%)	5.5%	0.6%	2.5%	9.4%	11.8%	7.6%	
云智能集团	25,595	26,549	29,610	31,742	30,127	29,900	0.76%
YOY (%)	3.4%	5.7%	7.1%	13.1%	17.7%	16.8%	
阿里国际数字商业集团	27,448	29,293	31,672	37,756	33,579	34,968	-3.97%
YOY (%)	45.1%	32.4%	29.2%	32.4%	22.3%	27.4%	
菜鸟集团	24,557	26,811	24,647	28,241	21,573	25,113	-14.10%
YOY (%)	29.8%	15.7%	8.0%	-0.8%	-12.2%	2.3%	
本地生活集团	14,628	16,229	17,725	16,988	16,134	17,203	-6.21%
YOY (%)	18.5%	12.3%	13.9%	12.1%	10.3%	17.6%	
大文娱集团	4,945	5,581	5,694	5,438	5,554	5,380	3.24%
YOY (%)	-0.9%	3.7%	-1.5%	7.9%	12.3%	8.8%	
所有其他	51,458	47,001	52,178	53,102	53,988	49,577	8.90%
YOY (%)	-3.5%	3.2%	8.6%	12.9%	4.9%	-3.7%	
分部经调整 EBITA							
淘天集团	38,501	48,810	44,590	61,083	41,749	39,310	1.0pct
EBITA Margin (%)	41.3%	43.1%	45.0%	44.9%	41.2%	40.2%	
云智能集团	1,432	2,337	2,661	3,138	2,420	2,822	-1.4pct
EBITA Margin (%)	5.6%	8.8%	9.0%	9.9%	8.0%	9.4%	
阿里国际数字商业集团	-4,085	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-3,381	-1.0pct
EBITA Margin (%)	-14.9%	-12.7%	-9.2%	-13.1%	-10.6%	-9.7%	
菜鸟集团	-1,342	618	55	235	-606	153	-3.4pct
EBITA Margin (%)	-5.5%	2.3%	0.2%	0.8%	-2.8%	0.6%	
本地生活集团	-3,198	-386	-391	-596	-2,316	-659	-10.5pct
EBITA Margin (%)	-21.9%	-2.4%	-2.2%	-3.5%	-14.4%	-3.8%	
大文娱集团	-884	-103	-178	-309	36	-188	4.1pct
EBITA Margin (%)	-17.9%	-1.8%	-3.1%	-5.7%	0.6%	-3.5%	
所有其他	-2,818	-1,263	-1,582	-3,156	-2,535	-2,580	0.5pct
EBITA Margin (%)	-5.5%	-2.7%	-3.0%	-5.9%	-4.7%	-5.2%	

资料来源: 历史数据来自 Bloomberg, 预测值为 Bloomberg 一致预期, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	9,412	9,963	11,115	11,861	12,488
营业成本	5,983	6,647	7,087	7,455	7,791
营业毛利	3,429	3,317	4,028	4,406	4,697
产品开发费用	523	572	678	712	737
销售费用	1,151	1,440	1,689	1,791	1,873
一般及行政开支	420	442	494	509	450
经营利润	1,134	1,409	1,482	1,637	1,848
利息收入和投资净收益	-100	208	267	257	122
利息费用	79	96	106	116	128
其他净收支	62	34	30	30	30
利润总额	1,016	1,555	1,674	1,808	1,872
所得税	225	354	418	452	468
净利润	713	1,260	1,315	1,416	1,464
少数股东及夹层损益	-87	-41	-41	-41	-41
归属普通股股东净利润	797	1,295	1,356	1,458	1,506
EPS(元, GAAP)	3.91	6.70	7.11	7.64	7.89

现金流量表 (亿元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	1,826	1,635	2,277	2,116	2,212
净利润	800	1,301	1,356	1,458	1,506
折旧及摊销	409	738	547	654	762
股权激励费用	274	291	290	291	290
投资活动产生现金流	-218	-1,854	-1,529	-1,573	-1,621
短期投资净购买	635	341	-229	-252	-277
购买物业及设备	-321	-860	-1,090	-1,090	-1,090
融资活动现金流	-1,082	-762	-258	194	212
银行借款所得款项	228	40	-59	67	73
发行无担保票据所得款	0	201	-226	100	110
净现金流	569	-972	490	738	804

主要指标

盈利能力 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
毛利率	36.72%	37.70%	40.20%	40.20%	40.20%
EBITA 率	16.97%	18.48%	19.50%	19.70%	19.98%
税前净利润率	10.27%	10.79%	17.26%	17.34%	17.27%
归母净利润率	8.38%	8.50%	13.80%	13.79%	13.69%
ROA	4.21%	4.53%	7.47%	7.17%	6.80%
ROE (摊薄)	7.33%	8.08%	12.26%	11.53%	10.74%

偿债能力	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
资产负债率	37%	40%	38%	36%	35%
流动比率	1.79	1.55	1.45	1.57	1.71
速动比率	1.21	0.86	0.90	1.03	1.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	17,648	18,042	20,091	22,397	24,723
现金及现金等价物	2,481	1,455	1,945	2,683	3,487
受限制现金及应收托管	383	438	482	530	583
短期投资	2,630	2,288	2,517	2,769	3,046
预付款项、应收款项及其	1,435	2,022	1,667	1,779	1,873
股权证券及其他投资	599	538	569	553	561
流动资产合计	7,529	6,740	7,180	8,314	9,549
权益法核算的投资	2,031	2,102	2,312	2,543	2,797
物业及设备	1,852	2,033	2,432	2,760	3,017
无形资产	270	209	353	461	532
商誉	2,597	2,555	2,555	2,555	2,555
其他非流动资产	3,370	4,402	5,259	5,765	6,273
非流动资产合计	10,120	11,302	12,911	14,083	15,174
总负债	6,522	7,141	7,543	8,101	8,632
应付所得税	91	116	172	181	187
预提费用、应付款项及其	2,979	3,325	3,557	3,796	3,996
递延收入及客户预付款	728	683	867	925	974
其他流动负债	417	228	361	387	413
流动负债合计	4,215	4,353	4,956	5,288	5,571
长期银行借款	557	499	549	604	664
递延收入	41	45	45	45	45
其他非流动负债	1,710	2,243	1,993	2,164	2,351
非流动负债合计	2,307	2,788	2,587	2,813	3,061
股东权益及夹层股本权	11,126	10,901	12,548	14,296	16,092
资本公积	3,980	3,814	4,104	4,394	4,685
法定储备	147	159	170	181	193
归属母公司权益	9,865	10,099	11,704	13,411	15,165
夹层股本权益	107	117	117	117	117

费用率	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售及营销开支	12.23%	14.45%	15.20%	15.10%	15.00%
研发开支	3.80%	4.44%	4.44%	4.29%	3.60%
一般及行政开支	5.55%	5.74%	6.10%	6.00%	5.90%

每股指标 (元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股经营现金流	9.0	8.6	11.9	11.1	11.6
每股净资产	14.0	8.4	9.3	9.8	10.7
EPS	3.91	6.70	7.11	7.64	7.89

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP