

阿里巴巴-W (09988.HK)

电商和云增长提速，AI 投入坚定不改

阿里巴巴发布 2025 年 3 月季度业绩。阿里巴巴 FY2025Q4 财季（截至 2025 年 3 月自然季度）录得总收入 2364.54 亿元，同比增长 7%。本季 non-GAAP 归母净利润约 300 亿元，同比增长 18%。

按业务条线看：1) 淘天集团录得 1014 亿元收入，同比增长 9%；经调整 EBITA 约 417 亿元，同比增长 8%。2) 国际商业录得 336 亿元收入，同比增长 22%；经调整 EBITA 约-36 亿元，同比收窄 13%。3) 阿里云录得 301 亿元收入，同比增长 18%、增速提升；经调整 EBITA 约 24 亿元，同比增长 69%。4) 菜鸟录得 216 亿元收入，同比下降 12%；经调整 EBITA 约-6 亿元，同比收窄 55%。5) 本地生活录得 161 亿元收入，同比增长 10%；经调整 EBITA 约-23 亿元，同比收窄 28%。6) 大文娱录得 55.5 亿收入，同比增长 12%；经调整 EBITA 转正，主要由优酷实现盈利带动。

淘天集团：CMR 增长加速，继续投入用户增长及商家体验。本季公司客户管理收入（CMR）同比增长 12%至约 711 亿元，主要由 take rate 同比提升所驱动。Take rate 的提升，既来自软件服务费的贡献，也来自“全站推广”渗透率提升所带来广告收入的贡献。

阿里云：收入加速增长，AI 产品需求旺盛。本季度阿里云收入同比增长 18%至 301 亿元。其中，AI 相关产品收入连续 7 个季度实现三位数同比增长。阿里云的 AI 产品在互联网、零售、制造业、文娱行业等众多的垂直行业获得更广泛的应用。公司在业绩会表示，后续季度阿里云的收入增速有望继续提升。

坚定 AI 投入。本季阿里资本开支约 246 亿人民币。我们认为阿里巴巴的 AI 投入决心不改：一方面，资本开支因为地缘因素、运营节奏等存在季节波动；另一方面，本季阿里云调整后 EBITA 环比下降 1.9pct，正是反映了公司对 AI 技术和产品开发的投入。公告显示，阿里巴巴未来将“坚定聚焦核心业务，推动 AI+云成为长期发展的新增长引擎”。

重申“买入”评级。我们预计阿里巴巴 2026-2028 财年收入为 11185/12360/13551 亿元；non-GAAP 归母净利 1613/1845/2081 亿元。基于核心电商 10x 2026e P/E、阿里云 30x 2026e P/E、其他业务 1x 2026e P/S，我们认为公司合理目标价对应港股（9988.HK）164 港元/美股（BABA.N）168 美元，重申“买入”评级。

风险提示：电商需求不及预期、模型进展不及预期、阿里云变现不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	941,168	996,347	1,118,468	1,236,039	1,355,068
增长率 yoy（%）	8%	6%	12%	11%	10%
Non-GAAP 归母净利（百万元）	158,359	157,940	161,252	184,462	208,083
增长率 yoy（%）	10%	0%	2%	14%	13%
EPS 最新摊薄（元/股）	7.8	8.2	8.4	9.6	10.9
净资产收益率（%）	8%	13%	13%	13%	14%
P/E（倍）	14.6	13.9	13.5	11.8	10.5
P/B（倍）	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

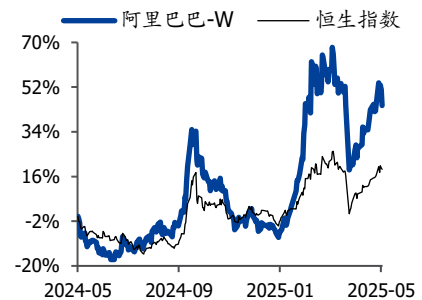
资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价，年度为财年口径，利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 16 日收盘价（港元）	123.40
总市值（百万港元）	2,355,238.60
总股本（百万股）	19,153
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	128.37

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：重写中国 AI 叙事》2025-02-23
- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：变现提速待推进、淘天仍处投入期》2024-11-19
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK)：CMR 变现或提速，基本面望多方改善》2024-08-20

财务报表和主要财务比率

**资产负债表 (百万
元)**

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
流动资产	752,864	674,049	724,268	827,862	952,028
现金	248,125	145,487	214,707	294,444	394,457
应收账款	143,536	202,175	226,955	250,812	274,965
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	361,203	326,387	282,606	282,606	282,606
非流动资产	1,011,965	1,130,178	1,196,380	1,265,230	1,337,860
长期投资	220,942	356,818	348,578	340,338	332,098
固定资产	185,161	203,348	269,557	336,992	406,893
无形资产	26,950	20,911	15,393	11,678	9,155
其他非流动资产	578,912	549,101	562,852	576,222	589,714
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,920,648	2,093,092	2,289,888
流动负债	421,507	435,346	483,677	530,831	578,656
短期借款	12,749	22,562	30,040	37,518	44,996
应付账款	297,883	332,537	366,426	399,338	432,807
其他流动负债	110,875	80,247	87,211	93,974	100,852
非流动负债	230,723	278,775	278,775	278,775	278,775
长期借款	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他非流动负债	175,037	193,032	193,032	193,032	193,032
负债合计	652,230	714,121	762,452	809,606	857,431
少数股东权益	115,327	68,535	70,171	71,807	73,443
法定储备	14,733	15,936	15,936	15,936	15,936
资本公积	397,999	381,379	344,534	309,071	275,008
未分配利润	597,897	645,478	748,778	907,895	1,089,292
归属母公司股东权益	997,272	1,021,571	1,088,025	1,211,680	1,359,014
负债和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,920,648	2,093,092	2,289,888

**现金流量表 (百万
元)**

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
经营活动现金流	182,593	163,509	229,846	261,866	292,142
净利润	71,332	129,470	137,214	160,753	183,034
折旧摊销	44,504	41,671	50,151	57,122	63,464
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	23,490	23,480	23,480	23,480	23,480
营运资金变动	-13,749	4,203	5,847	5,974	6,227
其他经营现金流	57,016	-35,315	13,155	14,537	15,937
投资活动现金流	-21,824	-185,415	-129,607	-139,607	-149,607
资本支出	-32,087	-100,000	-110,000	-120,000	-130,000
长期投资	-2,260	-3,525	-3,525	-3,525	-3,525
其他投资现金流	12,523	-81,890	-16,082	-16,082	-16,082
筹资活动现金流	-108,244	-76,215	-74,800	-42,522	-42,522
新增短期借款	20,570	20,570	20,570	20,570	20,570
偿还短期借款	-13,092	-13,092	-13,092	-13,092	-13,092
发行股份所得	843	0	0	0	0
回购股份	-88,745	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000
其他筹资现金流	-27,820	-33,693	-32,278	0	0
现金净增加额	56,914	-97,156	25,439	79,737	100,013

利润表 (百万元)

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
营业收入	941,168	996,347	1,118,468	1,236,039	1,355,068
营业成本	586,323	598,285	659,256	718,471	778,687
研发费用	52,256	57,151	70,640	78,066	85,584
销售费用	115,141	144,021	171,133	189,122	207,334
管理费用	41,985	44,239	48,867	54,004	59,205
无形资产摊销	21,592	6,336	6,480	7,162	7,851
资产减值损失	-10,521	-6,171	0	0	0
营业利润	113,350	140,144	162,091	189,214	216,407
其他损益	-3,807	24,146	6,521	8,913	11,914
利息费用	7,947	9,596	9,964	10,332	10,701
利润总额	101,596	154,694	158,648	187,795	217,620
所得税	22,529	35,445	31,730	37,614	43,184
权益法投资损益	-7,735	5,966	8,660	8,660	8,660
净利润	71,332	125,215	135,578	158,841	183,095
少数股东及其他亏损	-8,409	-3,494	-1,636	-1,636	-1,636
归属母公司净利润	79,741	128,709	137,214	160,477	184,731
调整后 EBITA	165,028	173,065	181,726	210,913	240,195
Non-GAAP 归母净利润	158,359	157,940	161,252	184,462	208,083
EPS (元/股)	7.8	8.2	8.4	9.6	10.9

主要财务比率

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
成长能力					
营业收入 (%)	8%	6%	12%	11%	10%
营业利润 (%)	13%	24%	15%	17%	14%
归属于母公司净利润 (%)	10%	0%	2%	14%	13%
获利能力					
毛利率 (%)	37.7%	40.0%	41.1%	41.9%	42.5%
净利率 (%)	16.8%	15.9%	14.4%	14.9%	15.4%
ROE (%)	8.0%	12.6%	12.6%	13.2%	13.6%
ROIC (%)	7.6%	8.9%	10.0%	10.6%	11.0%
偿债能力					
资产负债率 (%)	37%	40%	40%	39%	37%
净负债比率 (%)	-9%	5%	-1%	-7%	-13%
流动比率	179%	155%	150%	156%	165%
速动比率	179%	155%	150%	156%	165%
营运能力					
总资产周转率	54%	56%	60%	62%	62%
应收账款周转率	671%	576%	521%	517%	515%
应付账款周转率	10852%	11558%	11329%	12347%	13382%
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	7.8	8.2	8.4	9.6	10.9
每股经营现金流(摊薄)	9.0	8.5	12.0	13.7	15.3
每股净资产 (最新摊薄)	49.0	52.9	56.8	63.3	71.0
估值比率					
P/E	14.6	13.9	13.5	11.8	10.5
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
P/S	2.3	2.2	1.9	1.8	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价, 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表1: 阿里巴巴财务预测: 年度

财年	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
收入 (百万元)	941,168	996,347	1,118,468	1,236,039	1,355,068
1、淘天集团	434,893	449,827	485,916	512,068	533,151
2、阿里国际商业	102,598	132,300	158,778	184,322	206,742
3、本地生活集团	59,802	67,076	73,982	81,598	89,999
4、菜鸟集团	99,020	101,272	118,403	128,933	139,369
5、云智能集团	106,432	118,028	143,449	177,456	219,525
6、大文娱	21,145	22,267	25,009	28,089	31,549
7、所有其他	192,074	206,269	216,410	227,051	238,214
收入增速	8%	6%	12%	11%	10%
1、淘天集团	5%	3%	8%	5%	4%
2、阿里国际商业	46%	29%	20%	16%	12%
3、本地生活集团	28%	2%	17%	9%	8%
4、菜鸟集团	19%	12%	10%	10%	10%
5、云智能集团	3%	11%	22%	24%	24%
6、大文娱	15%	5%	12%	12%	12%
7、所有其他	-2%	7%	5%	5%	5%
调整后 EBITA (百万元)	165,028	173,065	181,726	210,913	240,195
1、淘天集团	194,827	196,232	206,344	217,461	226,415
2、阿里国际商业	-8,035	-15,137	-12,832	-7,541	-2,837
3、本地生活集团	-9,812	-3,689	-8,776	-6,416	-3,476
4、菜鸟集团	1,402	302	-1,826	589	3,422
5、云智能集团	6,121	10,556	12,444	17,169	23,434
6、大文娱	-1,539	-554	287	547	867
7、所有其他	-9,160	-8,536	-8,504	-6,198	-3,644
调整后 EBITA 利润率	17.5%	17.4%	16.2%	17.1%	17.7%
1、淘天集团	44.8%	43.6%	42.5%	42.5%	42.5%
2、阿里国际商业	-8%	-11%	-8%	-4%	-1%
3、本地生活集团	-16%	-5%	-12%	-8%	-4%
4、菜鸟集团	1%	0%	-2%	0%	2%
5、云智能集团	6%	9%	9%	10%	11%
6、大文娱	-7%	-2%	1%	2%	3%
7、所有其他	-5%	-4%	-4%	-3%	-2%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	158,359	157,940	161,252	184,462	208,083
non-GAAP 归母净利率	16.8%	15.9%	14.4%	14.9%	15.4%
non-GAAP EPS	7.8	8.4	9.0	10.6	12.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所。年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表2: 阿里巴巴财务预测: 季度

财季	25Q1 财季	25Q2 财季	25Q3 财季	25Q4 财季	26Q1 财季 e	26Q2 财季 e	26Q3 财季 e	26Q4 财季 e
收入 (百万)	243,236	236,503	280,154	236,454	267,627	263,292	316,574	270,974
1、淘天集团	113,373	98,994	136,091	101,369	123,284	107,504	146,949	108,178
2、阿里国际商业	29,293	31,672	37,756	33,579	35,592	38,166	45,194	39,825
3、本地生活集团	16,229	17,725	16,988	16,134	17,900	19,550	18,737	17,795
4、菜鸟集团	26,811	24,647	28,241	21,573	29,492	27,062	30,952	30,897
5、云智能集团	26,549	29,610	31,742	30,127	31,648	35,741	38,791	37,269
6、大文娱	5,581	5,694	5,438	5,554	6,268	6,395	6,108	6,238
7、所有其他	47,001	52,178	53,102	53,988	49,312	54,743	55,713	56,642
收入增速	4%	5%	8%	7%	10%	11%	13%	15%
1、淘天集团	-1%	1%	5%	9%	9%	9%	8%	7%
2、阿里国际商业	32%	29%	32%	22%	22%	21%	20%	19%
3、本地生活集团	12%	14%	12%	10%	10%	10%	10%	10%
4、菜鸟集团	16%	8%	-1%	-12%	10%	10%	10%	43%
5、云智能集团	6%	7%	13%	18%	19%	21%	22%	24%
6、大文娱	4%	-1%	8%	12%	12%	12%	12%	12%
7、所有其他	3%	9%	13%	5%	5%	5%	5%	5%
调整后 EBITA (百万)	45,035	40,561	54,853	32,616	43,811	40,106	57,803	40,006
1、淘天集团	48,810	44,590	61,083	41,749	51,228	46,811	63,752	44,553
2、阿里国际商业	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-3,432	-3,299	-3,454	-2,646
3、本地生活集团	-386	-391	-596	-2,316	-2,390	-2,415	-2,128	-1,843
4、菜鸟集团	618	55	235	-606	-681	-490	-405	-250
5、云智能集团	2,337	2,661	3,138	2,420	2,621	3,050	3,407	3,366
6、大文娱	-103	-178	-309	36	53	67	76	90
7、所有其他	-1,263	-1,582	-3,156	-2,535	-2,167	-2,242	-2,115	-1,980
调整后 EBITA 利润率	19%	17%	20%	14%	16%	15%	18%	15%
1、淘天集团	43%	45%	45%	41%	42%	44%	43%	41%
2、阿里国际商业	-13%	-9%	-13%	-11%	-10%	-9%	-8%	-7%
3、本地生活集团	-2%	-2%	-4%	-14%	-13%	-12%	-11%	-10%
4、菜鸟集团	2%	0%	1%	-3%	-2%	-2%	-1%	-1%
5、云智能集团	9%	9%	10%	8%	8%	9%	9%	9%
6、大文娱	-2%	-3%	-6%	1%	1%	1%	1%	1%
7、所有其他	-3%	-3%	-6%	-5%	-4%	-4%	-4%	-3%
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利 (百万元)	40,265	36,363	51,332	29,980	39,711	35,134	52,276	34,131
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利率	16.6%	15.4%	18.3%	12.7%	14.8%	13.3%	16.5%	12.6%
non-GAAPEPS	2.1	1.9	2.8	1.6	2.2	2.0	2.9	1.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所。年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com