

阿里巴巴-W(09988)

报告日期: 2025 年 05 月 21 日

淘天主业稳健，云业务未来可期

——阿里巴巴 FY25Q4 业绩点评报告

投资要点

- 继续看好公司淘天集团业务利润增长的确定性和云业务长期产业趋势与竞争格局。
- 继续看好淘天集团业务利润增长的确定性。
淘天集团业务 FY25Q4 收入利润均超市场预期：其中客户管理收入同比增长 12%，超出彭博一致预期 3.89%；淘天集团 FY25Q4 经调整 EBITA 同比增长 8%，超出彭博一致预期 6.2%。
公司在电商业务战略上锚定份额，GMV 增长匹配社零增速，CMR 增速更多靠货币化率增长驱动。我们预计电商业务 GMV 增长有可能超预期，催化剂来自 3 个方面：1）跟即时零售的协同见效：公司把淘宝闪购放在淘天 app，用即时零售高频带低频传统电商，获取新用户和新订单增长，增强用户粘性；2）小红书向淘天开放外链，淘天平台沉淀更多成交；3）AI+电商促进更好的广告点击和订单转化。
- 云业务短期供给有压力，带来业绩波动，但看好长期产业趋势和竞争格局。
阿里云业务集团 FY25Q4 收入同比增长 18%，经调整 EBITA 利润率环比下滑 1.9pct 到 8%，低于彭博一致预期 14.25%。其次公司本季度资本开支环比下降也引发对短期供给的担忧。
公司对云+AI 的战略定位仍是最优先级别，供应问题解决是时间问题，短期利润率有向上和向下两方面驱动影响：向上提升的驱动是规模效应、交叉销售和 AI Agent 的高潜力；向下负面的驱动来自大量研发投入和折旧摊销。我们认为，新产业趋势前期通常投入>收获，长期来看，向上驱动的权重会逐步高于向下的权重。我们预计短期公司云业务 EBITA 利润率会维持在高个位数。
- 盈利预测与估值
我们预计公司 FY2026-2028 的收入为 10879.28、11653.83、12498.15 亿元，同比增速为 9.2%、7.1%和 7.2%；归属于普通股股东的经调整净利润为 1917.88、2004.34、2175.33 亿元，同比增速为 21.4%、4.5%和 8.5%。我们采用分布估值法对公司进行估值，对公司 FY2026 年经调整净利润给予 11 倍 PE，对 FY2026 年云业务收入给予 5 倍 PS，对应目标价为 160.1 港币/股，维持“买入”评级。
- 风险提示
H20 等芯片供给仍有不确定性带来云业务的供给风险；宏观经济及政策风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：冯翠婷
执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师：宁浮洁
执业证书号：S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

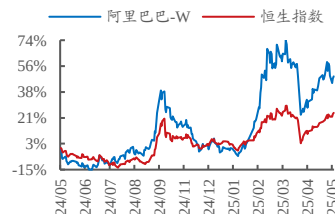
分析师：徐紫薇
执业证书号：S1230524120005
xuziwei@stocke.com.cn

研究助理：张瑜晨
zhangyuchen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 HK\$123.10
总市值(百万港元) 2,348,663.30
总股本(百万股) 19,079.31

股票走势图



相关报告

- 1 《十问十答，再看阿里巴巴投资价值与预期差》 2025.03.22
- 2 《公司业绩与资本开支大超市市场预期》 2025.02.24
- 3 《AI 价值洼地，低估值高成长的潜力之星》 2025.02.13

财务摘要

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	996347	1087928	1165383	1249815
(+/-) (%)	6%	9%	7%	7%
归母净利润	130109	154129	164078	172229
(+/-) (%)	63%	18%	6%	5%
每股收益(元)	6.89	8.08	8.60	9.03
P/E	17.18	13.94	13.09	12.47

资料来源：浙商证券研究所，其中 2025A 对应公司 FY2025（自然年 2024.4.1-2025.3.31）

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	674,049	645,747	696,628	752,939	营业收入	996,347	1,087,928	1,165,383	1,249,815
现金	145,487	120,307	140,893	165,699	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	30,686	33,507	35,892	38,492	营业成本	598,285	641,479	694,452	743,450
存货	25,460	25,460	25,460	25,460	销售费用	144,021	150,233	159,207	169,577
其他	472,416	525,440	555,735	587,240	管理费用	44,239	44,540	45,446	47,672
非流动资产	1,130,178	1,218,408	1,299,876	1,373,862	研发费用	57,151	63,744	66,791	71,898
固定资产	203,348	294,811	375,501	449,579	财务费用	(11,163)	5,254	6,261	5,438
无形资产	276,412	273,178	273,958	273,866	除税前溢利	161,421	185,685	197,441	208,996
其他	650,418	650,418	650,418	650,418	所得税	35,445	35,276	36,711	39,780
资产总计	1,804,227	1,864,154	1,996,504	2,126,801	净利润	125,976	150,409	160,731	169,216
流动负债	435,346	446,479	458,695	473,344	少数股东损益	(4,133)	(3,720)	(3,348)	(3,013)
短期借款	22,562	22,562	22,562	22,562	归属母公司净利润	130,109	154,129	164,078	172,229
应付账款及票据	0	0	0	0					
其他	412,784	423,917	436,133	450,782	EBIT	150,258	190,940	203,703	214,434
非流动负债	278,775	278,775	278,775	278,775	EBITDA	150,258	239,516	262,456	286,576
长期债务	208,141	208,141	208,141	208,141	EPS (元)	6.89	8.08	8.60	9.03
其他	70,634	70,634	70,634	70,634					
负债合计	714,121	725,254	737,470	752,119					
普通股股本	1	1	1	1	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	1,054,506	1,107,021	1,230,502	1,349,163	成长能力				
归属母公司股东权益	1,021,571	1,074,086	1,197,567	1,316,228	营业收入	5.86%	9.19%	7.12%	7.25%
少数股东权益	68,535	64,815	61,468	58,455	归属母公司净利润	62.62%	18.46%	6.46%	4.97%
股东权益合计	1,090,106	1,138,901	1,259,034	1,374,682	获利能力				
负债和股东权益	1,804,227	1,864,154	1,996,504	2,126,801	毛利率	39.95%	41.04%	40.41%	40.52%
					销售净利率	13.06%	14.17%	14.08%	13.78%
					ROE	12.74%	14.35%	13.70%	13.09%
					ROIC	8.88%	11.29%	11.13%	10.81%
现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	163,509	221,307	208,264	238,361	资产负债率	39.58%	38.91%	36.94%	35.36%
净利润	130,109	154,129	164,078	172,229	净负债比率	7.82%	9.69%	7.13%	4.73%
少数股东权益	(4,133)	(3,720)	(3,348)	(3,013)	流动比率	1.55	1.45	1.52	1.59
折旧摊销	0	48,577	58,753	72,142	速动比率	1.39	1.40	1.44	1.48
营运资金变动及其他	37,533	22,321	(11,220)	(2,997)	营运能力				
投资活动现金流	(185,415)	(133,799)	(136,007)	(148,912)	总资产周转率	0.56	0.59	0.60	0.61
资本支出	0	(136,806)	(140,222)	(146,128)	应收账款周转率	32.47	33.90	33.59	33.60
其他投资	(185,415)	3,007	4,215	(2,784)	应付账款周转率	/	/	/	/
筹资活动现金流	(76,215)	(113,653)	(52,636)	(65,607)	每股指标 (元)				
借款增加	0	0	0	0	每股收益	6.89	8.08	8.60	9.03
普通股增加	0	(69,330)	0	0	每股经营现金流	8.61	11.60	10.92	12.49
已付股利	0	(44,323)	(52,636)	(65,607)	每股净资产	53.77	56.30	62.77	68.99
其他	(76,215)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(97,156)	(25,180)	20,586	24,806	P/E	17.18	13.94	13.09	12.47
					P/B	2.20	2.00	1.79	1.63
					EV/EBITDA	15.54	9.43	8.53	7.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>