

2025年5月23日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(港币)

HK\$ 150

阿里巴巴(09988.HK)

Buy 买进

淘天集团营收高增，云智能业务有所承压

结论与建议：

公司公布 FY25 四季度业绩：阿里巴巴 FY25Q4 营收 2364.5 亿元人民币，同比增长了 7%，不及市场预估 2379.1 亿元人民币；四季度归属于普通股股东的净利润为 123.82 亿元，同比增长 279%；净利润为人民币 119.73 亿元，同比增长 1203%，主要是由于所持有的股权投资按市值计价的变动、经营利润的增加以及权益法投资减值的减少所致；四季度非公认会计准则调整后净利润 298.5 亿元人民币，同比+22%，预估 293.9 亿元人民币。营收略低于预期，维持“买进”评级。

■ **淘天集团、国际业务维持较高增速：**淘天集团 FY25Q4 收入为 710.77 亿元，同比增长 12%。其中，客户管理收入同比增长 12%，主要得益于得益于佣金率的提升。此外作为核心消费人群的 88VIP 会员人数超过 5000 万，实现同比双位数增长。国际数字商业集团 FY25Q4 收入同比增长 24% 至 276.03 亿元，主要受来自速卖通和 Trendyol 的收入增长所带动。我们认为淘天集团增速持续超预期主要来自于中小客户服务费持续增长，背后是公司近年来对电商体系、会员体系、客户服务等持续投入以及 AI 技术对电商广告的赋能所带来的积极影响。

■ **云智能集团业务承压，本地生活集团受外卖大战影响持续亏损：**阿里云 FY25Q4 收入为 301.27 亿元，同比增长 18%，其中 AI 收入连续七个季度三位数增长；相关业务利润率持续提升，主要是由于更快的公共云业务收入增长和运营效率的提升所致。整体来看一季度云业务业绩略低于市场预期。直接原因是利润率受到前期研发费用和折旧摊销影响。本地生活集团 FY25Q4 收入同比增长 10% 至人民币 161.34 亿元，由高德和饿了么的整体订单增长，以及市场营销服务的收入增长所带动；EBITA 利润持续亏损，或受外卖大战影响导致。

■ **资本开支低于预期，未来仍将大力 AI 领域投入：**资本开支方面，本季度资本开支 245.12 亿元，qoq 约为-22%，大幅低于预期，或标志着公司 AI 领域需求较低以及 AI 芯片获取困难。资本开支不及预期或对公司云业务后续可能造成负面影响；但考虑到市场算力芯片荒的情况或随着国产算力芯片技术快速进步、以及中美贸易争端缓解而有望得到好转，公司对于 AI 后续仍将保持高投入，预计未来三年在 AI 和云计算的基础设施建设投入将超越过去 10 年总和，总金额超过 3800 亿元，云智能业务未来仍有高增长潜力。

■ **盈利预测：**预计 FY2026-2028 年实现归属普通股股东净利润 1418/1530/1647 亿元，YOY+9.0%/+7.9%/+7.7%，按最新股本计算，每股 EPS 为 7.46/8.05/8.67 元，对应 P/E 为 15/14/13 倍，给予“买进”建议。

■ **风险提示：**电商领域受到冲击；新业务发展不及预期。

..... 接续下页.....

公司基本资讯

产业别	商贸零售		
H 股价 (25/5/22)	119.10		
香港恒生指数(25/5/22)	23,544.3		
股价 12 个月高/低	143.4/70.45		
总发行股数 (百万)	19,087.99		
H 股数 (百万)	19,087.99		
H 市值 (亿港元)	17,528.38		
主要股东	JPMorgan Chase & Co.(5.39%)		
每股净值 (港币)	53.77		
股价/帐面净值	2.21		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	8.27%	-5.70%	56.10%

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

淘天集团	45.9%
所有其他	20.0%
阿里国际数字商业集团	13.0%
云智能集团	11.6%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 1 日		FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	80009	130109	141763	153003	164730
同比增减	%	9.93%	62.62%	8.96%	7.93%	7.66%
每股盈余(EPS)	RMB 元	3.95	6.89	7.46	8.05	8.67
同比增减	%	14.16%	74.43%	8.25%	7.93%	7.66%
H 股市盈率(P/E)	X	31.50	15.90	14.69	13.61	12.64
股利(DPS)	RMB 元	1.61	0.94	2.10	2.20	2.30
股息率(Yield)	%	1.29%	0.86%	1.92%	2.01%	2.10%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
产品销售收入	941168	996347	1081036	1163195	1249272
销售成本	586323	598285	643217	690356	739569
其他营业收入	0	761	0	0	0
销售及管理费用	115141	144021	151345	160521	169901
财务费用	17911	-11163	-5405	0	6246
研发费用	52256	57151	61619	65721	69959
税前利润	93861	161421	169857	183325	197376
所得税支出	22529	35445	37369	40331	43423
净利润	71332	125976	132489	142993	153953
少数股东权益	-8677	-4133	-9274	-10010	-10777
普通股东所得净利润	80009	130109	141763	153003	164730

附二：合并资产负债表

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	388431	565116	819379	1217043
流动资产合计	752864	813093	878141	948392	1024263
物业、厂房及设备	185161	203677	224045	246449	271094
无形资产	26950	27489	28039	28600	29172
非流动资产总额	1011965	1252772	1391820	1520373	1688473
资产总计	1764829	2065865	2269961	2468765	2712736
流动负债合计	421507	463658	510023	535525	589077
非流动负债合计	230723	253795	279175	307092	337802
负债合计	652230	717453	789198	842617	926879
少数股东权益	115327	124553	134517	145279	156901
股东权益合计	1112599	1223859	1346245	1480869	1628956
负债和股东权益总计	1764829	2065865	2269961	2468765	2712736

附三：合并现金流量表

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动产生的现金流量净额	182593	219112	306756	398783	558296
投资活动产生的现金流量净额	-21824	-25098	-28862	-33192	-38170
筹资活动产生的现金流量净额	-108244	-92007	-101208	-111329	-122462
现金及现金等价物净增加额	56914	102007	176686	254263	397664

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。