

阿里巴巴-W (09988.HK)

FY2025Q4 季报点评: 核心主业超预期, AI 持续投入

买入 (维持)

2025 年 05 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入 (百万元)	941,168	996,347	1,068,578	1,158,745	1,269,024
同比 (%)	8.34	5.86	7.25	8.44	9.52
归母净利润 (百万元)	80,009	130,109	152,266	169,883	191,673
同比 (%)	9.93	62.62	17.03	11.57	12.83
Non-GAAP 净利润 (百万元)	157,479	158,122	171,156	188,575	210,307
同比 (%)	11.39	0.41	8.24	10.18	11.52
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.19	6.82	7.98	8.90	10.04
P/E (现价&最新摊薄)	26.16	16.09	13.75	12.32	10.92
PE (Non-GAAP)	13.29	13.24	12.23	11.10	9.95

关键词: #比同类公司便宜

投资要点

- **营收表现稳健, 利润略超预期:** FY2025Q4 公司收入达 2364.5 亿元, 同比增长 6.6%, 低于彭博一致预期的 2379.1 亿元。公司非公认会计准则净利润 298.5 亿, 同比增长 22.2%, 高于彭博一致预期的 293.9 亿元。
- **淘天客户管理收入继续增加, EBITA Margin 有所下滑:** 本季度淘天集团收入同比增长 8.7% 至人民币 1013.69 亿元, 客户管理收入同比增长 11.8%, 达 710.8 亿元。得益于淘天对于改善用户体验的投入加大以及 AI 技术的升级应用, 订单量增长呈现良好态势。88VIP 核心用户群体持续增加, 截至 2025Q1 季度末会员规模超 5,000 万, 数量同比双位数增长。经调整 EBITA Margin 为 40.1%, 同比下降 1.2%。随着淘天在用户体验、价格竞争力等方面的投入继续增加以及竞争情况变化, 未来 EBITA Margin 预计将持续波动。
- **阿里云业务收入超预期增长, 部分核心商业不及预期:** FY2025Q4, 淘宝天猫商业、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里云智能、大文娱六大集团和其他业务收入同比变动 8.7%、22.3%、10.3%、-12.2%、17.7%、12.3%、4.9%, EBITA margin 分别为 41.2%、-10.6%、-14.4%、-2.8%、8.0%、0.6%、-4.7%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑淘天业务主业的盈利能力在快速回升, 我们认为未来公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此我们将 FY2026/FY2027 的 Non-GAAP 净利润预测由 167,721/181,542 百万元调整为 171,156/188,575 百万元, 预计 FY2028 的 Non-GAAP 净利润为 210,307 百万元, FY2026/FY2027/ FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 12/11/10 倍 (港币/人民币=0.92, 2025 年 5 月 24 日)。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快, 以及公司持续回购分红, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电商行业竞争加剧, 用户留存率不及预期, 市场监管风险, 核心管理层变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	119.20
一年最低/最高价	69.80/145.90
市净率(倍)	2.04
港股流通市值(百万港元)	2,092,842.88

基础数据

每股净资产(元)	53.77
资产负债率(%)	39.58
总股本(百万股)	19,086.21
流通股本(百万股)	19,086.21

相关研究

- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2025Q3 季报点评: 资本开支大幅增长, 主业增速超预期回升》
2025-02-26
- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2025Q2 季报点评: 归母净利润超预期, 主业 EBITA Margin 有所下滑》
2024-11-20

内容目录

1. 营收表现稳健，利润略超预期	4
2. 淘天客户管理收入继续增加，EBITA Margin 有所下滑	5
3. 阿里云收入显著增长，部分核心商业不及预期	6
3.1. 跨境业务带动国际数字商业收入增长.....	6
3.2. 规模效应和运营效率提升助力本地生活业务亏损持续收窄.....	7
3.3. AI 需求强劲驱动阿里云业务发展，大文娱扭亏为盈.....	8
4. 盈利预测与评级	9
5. 风险提示	10

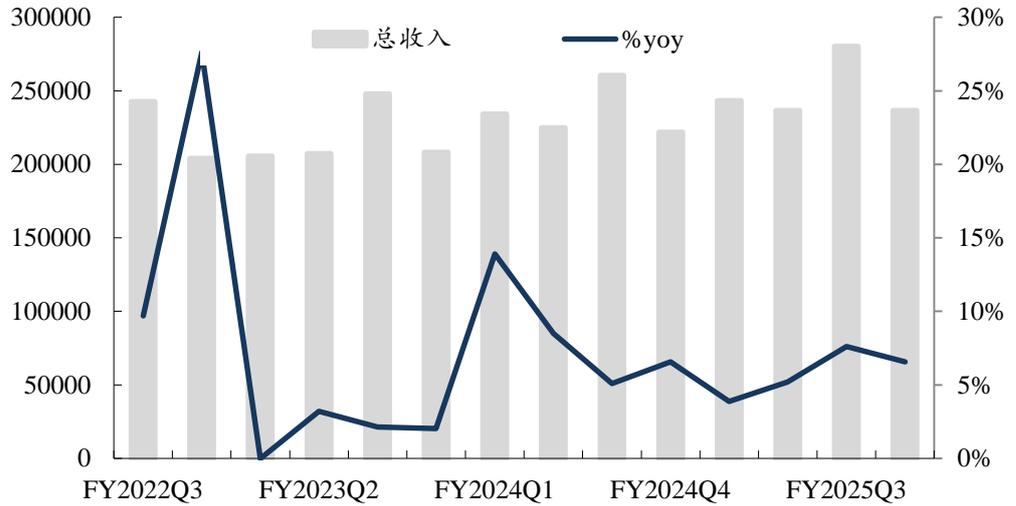
图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况 (百万元)	4
图 2: 公司季度经调整净利润变化 (百万元)	4
图 3: 公司营收构成.....	4
图 4: 阿里 FY25Q4 业务构成及对应 EBITA-margin	5
图 5: 公司客户管理收入季度变化情况 (百万元)	6
图 6: 国际数字商业业务营收基本情况 (百万元)	7
图 7: 本地服务和菜鸟业务基本情况 (百万元)	7
图 8: 阿里云智能业务营收基本情况 (百万元)	8
图 9: 大文娱营收基本情况 (百万元)	9

1. 营收表现稳健，利润略超预期

FY2025Q4 公司收入达 2364.5 亿元，同比增长 6.6%，低于彭博一致预期的 2379.1 亿元。公司非公认会计准则净利润 298.5 亿，同比增长 22.2%，高于彭博一致预期的 293.9 亿元。

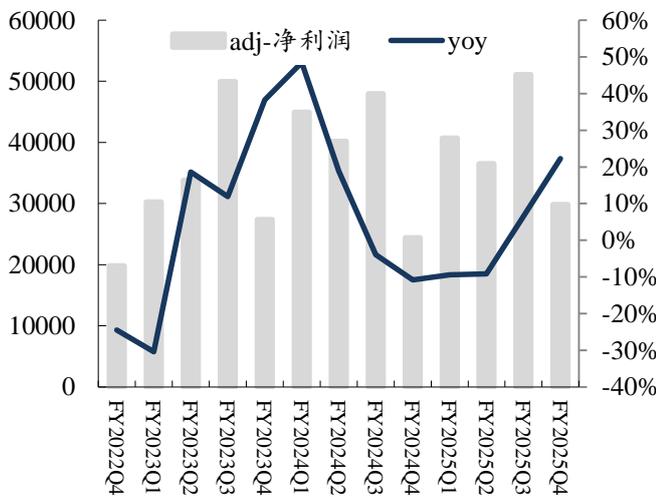
图1: 公司季度收入变化情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

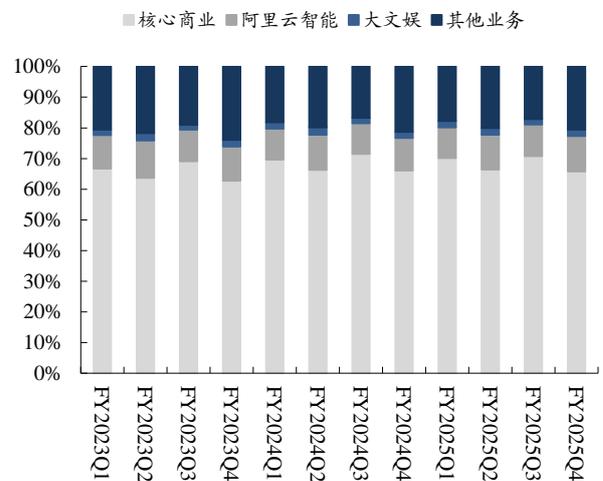
2025 财年 Q4, 公司淘宝天猫商业、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里云智能、大文娱六大集团和其他业务收入分别为 1013.7、335.8、161.3、215.7、301.3、55.5、539.9 亿元，同比变动 8.7%、22.3%、10.3%、-12.2%、17.7%、12.3%、4.9%。彭博一致预期为 978、350、164、251、299、52、518 亿元，天猫商业、阿里云智能、大文娱收入超预期；国际数字商业、本地生活、菜鸟收入不及预期。

图2: 公司季度经调整净利润变化 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司营收构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4：阿里 FY25Q4 业务构成及对应 EBITA-margin

	收入 (百万元)	yoy (%)	EBITA-margin (%)
淘宝天猫商业	101369	8.7%	41.2%
国际数字商业	33579	22.3%	-10.6%
本地生活	16134	10.3%	-14.4%
菜鸟	21573	-12.2%	-2.8%
阿里云智能	30127	17.7%	8.0%
大文娱	5554	12.3%	0.6%
其他业务	53988	4.9%	-4.7%

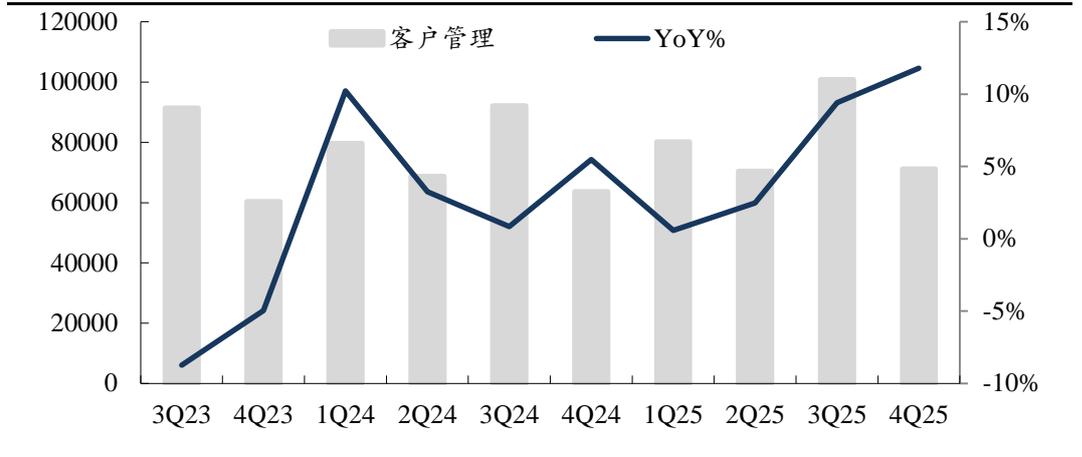
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 淘天客户管理收入继续增加，EBITA Margin 有所下滑

FY2025Q4 淘天集团收入同比增长 8.7% 至人民币 1013.69 亿元，客户管理收入同比增长 11.8%，达 710.8 亿元。得益于淘天对于改善用户体验的投入加大以及 AI 技术的升级应用，订单量增长呈现良好态势。88VIP 核心用户群体持续增加，截至 FY2024Q4 会员规模超 5,000 万，数量同比双位数增长。经调整 EBITA Margin 为 40.1%，同比下降 1.2%。随着淘天在用户体验、价格竞争力等方面的投入继续增加以及竞争情况变化，未来 EBITA Margin 预计将持续波动。

在当前阶段，公司核心关注点是如何进一步借助 AI 技术持续优化用户体验。目前，上述系统仍主要依赖传统算法进行驱动。公司认为，这正是近期亟需突破的重点方向。公司已展开多项探索性工作，并初步取得积极成效——AI 不仅显著优化了搜索体验，还在个性化推荐和广告投放效率方面带来了明显提升。公司在多个维度上观测到性能的持续改善。我们预期 AI 将在改善用户体验与驱动商业效率增长两个层面持续发挥关键作用。

图5: 公司客户管理收入季度变化情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 阿里云收入显著增长, 部分核心商业不及预期

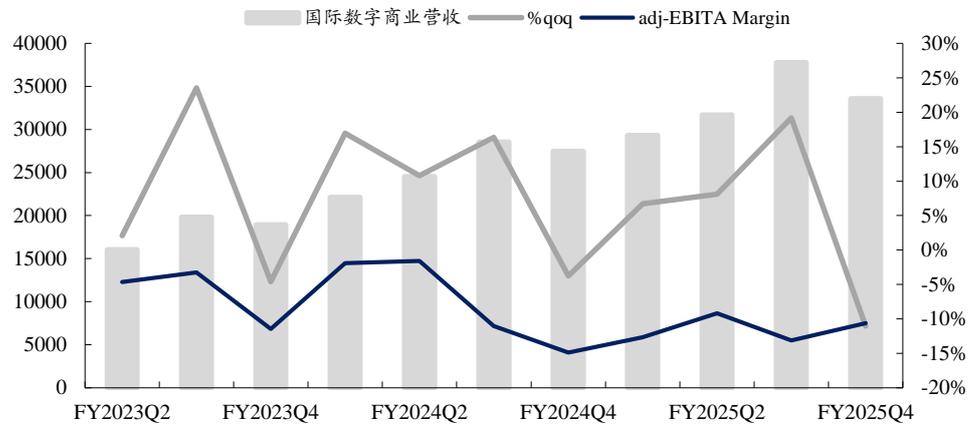
FY2025Q4 阿里云业务收入超预期增长, 得益于 AI 相关需求的强劲带动。国际数字商业、本地生活、菜鸟收入不及预期, 但表现总体稳健。国际数字商业集团运营和投资效率提升带动分部亏损同比收窄。饿了么所属的本地生活集团(DME), 亏损持续收窄, 经营效率提升。菜鸟因物流业务整合投入增加, 收入同比下降 12%。

3.1. 跨境业务带动国际数字商业收入增长

FY2025Q4 季度 AIDC 收入同比增长 22% 至人民币 335.79 亿元, 主要由跨境业务的强劲表现所带动。AIDC 运营和投资效率提升带动分部亏损同比收窄。速卖通 Choice 业务的单位经济效益环比改善。

AIDC 拥有多元化的市场布局, 战略上一直聚焦于重点地区, 例如特定欧洲市场和海湾地区。其中, 速卖通和 Trendyol 持续在各个市场通过不同业务模式, 与本地商家和伙伴合作。预计不同地区的差异化布局和产品供给有望强化 AIDC 竞争优势。

图6: 国际数字商业业务营收基本情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 规模效应和运营效率提升助力本地生活业务亏损持续收窄

FY2025Q4 本地生活集团收入同比增长 10% 至人民币 161.34 亿元, 由高德和饿了么的订单增长, 以及市场营销服务的收入增长所带动。

本地生活集团整体亏损同比持续收窄, 这得益于规模的扩大, 以及由运营效率提升带来的单位经济效益改善。菜鸟物流服务整合完成后, 规模效应有望进一步显现。

图7: 本地服务和菜鸟业务基本情况 (百万元)

	本地生活 EBITA (百万元)	菜鸟 EBITA (百万元)	本地生活 EBITA Margin (%)	菜鸟 EBITA Margin (%)
FY 2022Q1	-4,770	-146	-47.20%	-1.30%
FY 2022Q2	-6,535	-315	-60.50%	-3.20%
FY 2022Q3	-4,987	-92	-41.10%	-0.70%
FY 2022Q4	-5,483	-912	-52.50%	-7.90%
FY 2023Q1	-2,834	-185	-25.46%	-1.07%
FY 2023Q2	-3,328	125	-24.87%	0.68%
FY 2023Q3	-2,923	-12	-21.82%	-0.05%
FY 2023Q4	-4,063	-319	-32.93%	-1.69%
FY 2024Q1	-1,982	877	-13.72%	3.79%
FY 2024Q2	-2,564	906	-16.47%	3.97%
FY 2024Q3	-2,068	961	-13.64%	3.37%
FY2024Q4	-3198	-1342	-21.86%	-5.46%
FY2025Q1	-386	618	-2.38%	2.31%
FY2025Q2	-391	55	-2.21%	0.22%
FY2025Q3	-596	235	-3.51%	0.83%
FY2025Q4	-2316	-606	-14.4%	-2.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. AI 需求强劲驱动阿里云业务发展，大文娱扭亏为盈

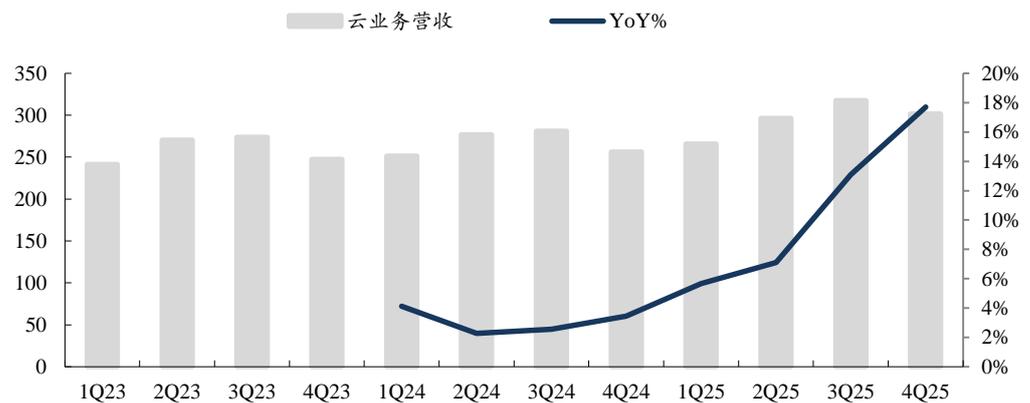
阿里云智能集团收入为人民币 301.27 亿元，同比增长 18%。整体收入（不计来自阿里巴巴并表业务的收入）的同比增长加速至 17%，主要由更快的公共云业务收入增长所带动，其中包括 AI 相关产品采用量的提升。

AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数的同比增长。去年推出的 AI 编码助手通义灵码，在企业客户中获得广泛采用，并实现强劲的收入增长。

公司推进多模态 AI 技术的发展，并拓展开源生态建设。4 月公司发布 Qwen3 系列——新一代混合推理模型，将快速、简洁响应和更深层思维链推理能力整合于单一模型中。Qwen3 系列覆盖全尺寸，包括两款 MoE（混合专家）模型和六个稠密模型。旗舰混合专家模型 Qwen3-235B-A22B 拥有 2,350 亿参数（但仅激活 220 亿参数），在代码生成、数学、通用推理能力等基础测试中实现高效率 and 全球领先的性能表现。小型模型，包括稠密模型和轻量级 MoE 模型 Qwen3-30B-A3B，以更低成本实现强劲性能。所有 Qwen3 模型已在魔搭社区、Hugging Face 等平台全部开源。Qwen3 的全面来源有望推动开发者、初创企业和企业客户的创新与应用。

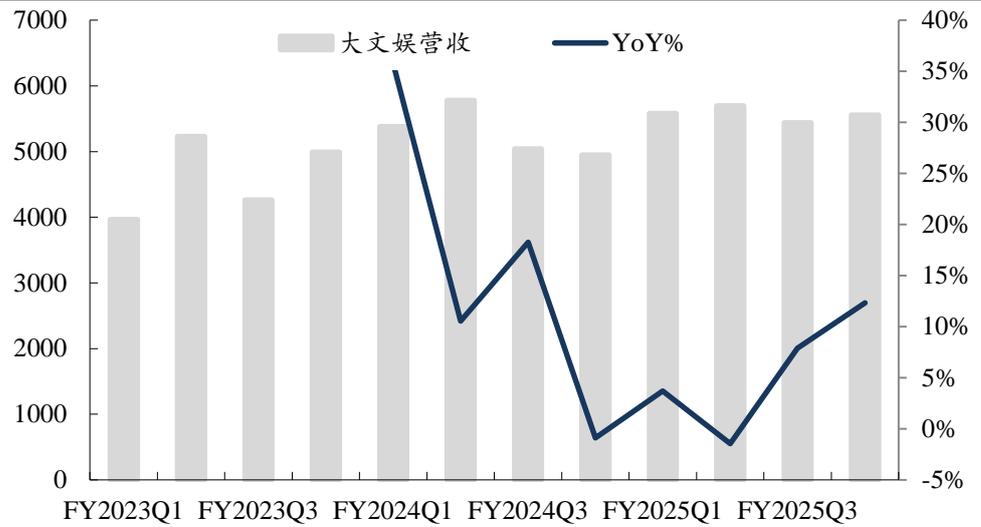
FY2025Q4 大文娱集团收入为人民币 55.54 亿元，同比增长 12%，主要由电影及娱乐业务的强劲表现及优酷广告收入增长所带动。经调整 EBITA 转正，主要由优酷实现盈利所带动。

图8：阿里云智能业务营收基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：大文娱营收基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

考虑淘天业务主业的盈利能力在快速回升，我们认为未来公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此我们将 FY2026/FY2027 的 Non-GAAP 净利润预测由 167,721/181,542 百万元调整为 171,156/188,575 百万元，预计 FY2028 的 Non-GAAP 净利润为 210,307 百万元，FY2026/FY2027/FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 12/11/10 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 5 月 24 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 新零售业务竞争加剧,国内各个平台加大补贴,阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 用户留存率不及预期,性能瓶颈、物流、供应链等相关因素的不确定性,造成公司用户留存率不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大,造成部分业务扩展受限,影响到公司业绩表现。
- 4) 公司多部门负责人变动,可能引起后续策略和运营重点的相应调整,影响预期。

阿里巴巴-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	674,049.00	812,308.12	1,005,934.35	1,214,565.01	营业总收入	996,347.00	1,068,577.85	1,158,744.92	1,269,024.10
现金及现金等价物	145,487.00	261,624.24	387,003.30	512,958.87	营业成本	598,285.00	634,182.10	684,916.67	753,408.33
应收账款及票据	30,686.00	38,587.53	41,843.57	45,825.87	销售费用	144,021.00	144,021.00	146,901.42	155,715.51
存货	25,460.00	35,232.34	38,050.93	41,856.02	管理费用	44,239.00	44,239.00	46,008.56	48,308.99
其他流动资产	472,416.00	476,864.01	539,036.56	613,924.25	研发费用	57,151.00	60,094.40	66,103.84	72,714.22
非流动资产	1,130,178.00	1,146,524.52	1,165,632.20	1,198,645.23	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	203,348.00	203,861.99	205,324.58	208,640.91	经营利润	146,315.00	186,041.35	214,814.44	238,877.05
商誉及无形资产	276,412.00	257,244.53	239,889.62	234,586.32	利息收入	20,759.00	4,364.61	7,848.73	11,610.10
长期投资	210,169.00	225,169.00	240,169.00	255,169.00	利息支出	9,596.00	16,814.21	13,070.77	13,610.77
其他长期投资	356,818.00	376,818.00	396,818.00	416,818.00	其他收益	3,943.00	13,928.04	(377.28)	(825.88)
其他非流动资产	83,431.00	83,431.00	83,431.00	83,431.00	利润总额	161,421.00	187,519.79	209,215.12	236,050.50
资产总计	1,804,227.00	1,958,832.64	2,171,566.55	2,413,210.25	所得税	35,445.00	37,503.96	41,843.02	47,210.10
流动负债	435,346.00	426,935.80	469,297.62	519,100.92	净利润	125,976.00	150,015.83	167,372.09	188,840.40
短期借款	22,562.00	31,562.00	40,562.00	49,562.00	少数股东损益	(4,133.00)	(2,250.24)	(2,510.58)	(2,832.61)
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	130,109.00	152,266.07	169,882.68	191,673.01
其他	412,784.00	395,373.80	428,735.62	469,538.92	EBIT	150,258.00	199,969.39	214,437.16	238,051.17
非流动负债	278,775.00	288,775.00	288,775.00	288,775.00	EBITDA	193,682.25	248,622.87	260,329.48	280,038.13
长期借款	208,141.00	218,141.00	218,141.00	218,141.00	Non-GAAP	158,122.00	171,156.09	188,575.31	210,307.10
其他	70,634.00	70,634.00	70,634.00	70,634.00					
负债合计	714,121.00	715,710.80	758,072.62	807,875.92					
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	68,535.00	66,284.76	63,774.18	60,941.58	每股收益(元)	6.82	7.98	8.90	10.04
归属母公司股东权益	1,021,571.00	1,176,837.07	1,349,719.75	1,544,392.75	每股净资产(元)	53.77	61.66	70.72	80.92
负债和股东权益	1,804,227.00	1,958,832.64	2,171,566.55	2,413,210.25	发行在外股份(百万股)	19,086.21	19,086.21	19,086.21	19,086.21

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	163,509.00	212,023.40	241,827.10	263,392.22
投资活动现金流	(185,415.00)	(101,071.96)	(115,377.28)	(135,825.88)
筹资活动现金流	(76,215.00)	2,185.79	(4,070.77)	(4,610.77)
现金净增加额	(97,156.00)	116,137.24	125,379.06	125,955.57
折旧和摊销	43,424.25	48,653.48	45,892.32	41,986.96
资本开支	68,957.00	(30,000.00)	(30,000.00)	(40,000.00)
营运资本变动	(43,843.00)	10,467.92	15,114.64	18,128.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年5月24日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>