

公司報告

阿里巴巴 (BABA US)

2025 云栖大会：强化AI发展愿景，赋能美好未来

- 阿里巴巴于9月24日至26日召开年度云栖大会，重点展示了AI的积极进展并发布多款新品
- 阿里巴巴在全栈式 AI 服务领域的领导地位再次得到巩固；云业务潜在的加速发展有望支撑盈利与估值的持续重估
- 重申阿里巴巴为中国互联网行业中的首选标的，目标价上调至204美元

2025云栖大会重点内容

**AI战略升级并锚定超级人工智能 (ASI) 长期愿景：** 阿里巴巴集团CEO吴泳铭在大会上明确提出，实现通用人工智能 (AGI) 是全球明确的发展趋势，而超级人工智能 (ASI) 是终极目标。这一前瞻性判断重塑了市场对其技术布局的认知，彰显了阿里长期深耕AI领域的雄心壮志——通过ASI解决气候、能源、星际旅行等人类重大科学难题。宏大愿景极大提振了投资者信心

**全栈AI布局与巨额基建投入，强化技术壁垒：** 阿里云宣布升级为“全栈人工智能服务商”，明确了从AI大模型到基础设施的全链路能力，契合“大模型是下一代操作系统，AI Cloud是下一代计算机”的行业变革逻辑。

**资本开支加码：** 在原有三年3,800亿元AI基础设施建设计划基础上，宣布追加更多投入，并计划到2032年将全球数据中心能源规模较2022年提升10倍，意味着算力基础设施将实现指数级扩张，为ASI发展筑牢硬件根基。

**技术产品密集发布：** 旗舰模型Qwen3-Max全新亮相，性能跻身全球前三，在编程、数学推理等基准测试中表现亮眼，接近全球顶尖水平。其他新品包括Qwen3-Next (更高效的推理能力)、Wan2.5-preview (可生成10秒1080P同步音频视频的视觉基础模型)、Qwen3-Coder (高级代码生成)、Qwen3-Omni (全模态模型，支持音视频处理)。

**跨境合作与全球扩张：** 在Physical AI领域与英伟达深化合作，集成英伟达软件栈，覆盖数据预处理、仿真训练、机器人强化学习等全链路，加速具身智能、辅助驾驶等前沿应用落地。此外，阿里巴巴宣布将在巴西、法国和荷兰新增云计算地域节点，并在墨西哥、日本及其他地区扩建数据中心，进一步完善全球云计算网络，为AI业务的全球化铺平道路。

AI进展积极，重申阿里巴巴为首选标的

鉴于资本开支预算上调及强劲需求，我们将26/27财年云业务收入预测分别上调3%/7%，预计收入同比增长27%/25%，利润率保持稳定。根据Omdia数据，2025年上半年中国AI云市场规模达到223亿元人民币，阿里巴巴以35.8%的市场份额位居第一(图11)。我们的SOTP目标价由163美元上调至204美元(图14)，对应27财年20倍市盈率(相比美国云计算龙头28倍前瞻市盈率)。我们维持阿里巴巴为首选标的，并继续看好其稳健执行力、业务协同，以及凭借全栈技术与产品布局成为AI关键受益者。上行催化因素包括：淘天集团CMR增长/利润率扩张、云业务加速、以及其他业务亏损收窄。主要风险：1) 宏观，2) 监管，3) 竞争。

盈利预测及估值

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	941	996	1,073	1,256	1,427
增长	8%	6%	8%	17%	14%
非 GAAP 归属于股东的净利润	158	158	110	166	201
增长	10%	0%	-30%	51%	21%
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	8.7	9.1	6.5	10.1	12.7
市盈率(美股)	19.1	19.2	27.5	18.2	15.1
净资产收益率	16%	16%	11%	15%	17%

注：收盘价截至2025年9月24日；阿里财年3月年结；资料来源：彭博、公司、招商證券(香港)预测

李怡珊, CFA 王騰杰  
+852 3189 6122 +852 3189 6634  
crystalli@cmschina.com.hk tommywong@cmschina.com.hk

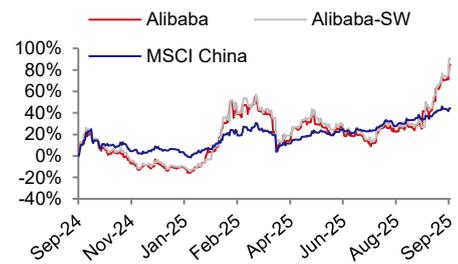
最新变动

2025年云栖大会更新；盈利预测/目标价调整

增持

前次评级	增持
股价(2025年9月24日)	176美元/174港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	204美元(+16%) 198港元(+14%)
前次目标价	163美元/159港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
BABA US	31.1	22.8	67.8
9988 HK	28.0	24.8	73.3
MSCI中国	2.4	15.5	42.5

行业：TMT

恒生指数(2025年9月24日)	26,519
MSCI中国(2025年9月24日)	88

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	79 - 180/77 - 178
美股市值(十亿美元)	420.6
日均成交量 美股/港股(百万股)	23.87/158.88

主要股东

BlackRock	5.6%
The Vanguard Group, Inc.	4.3%
SoftBank Group Corp.	3.5%
其他	2.0%
自由流通量	84.6%

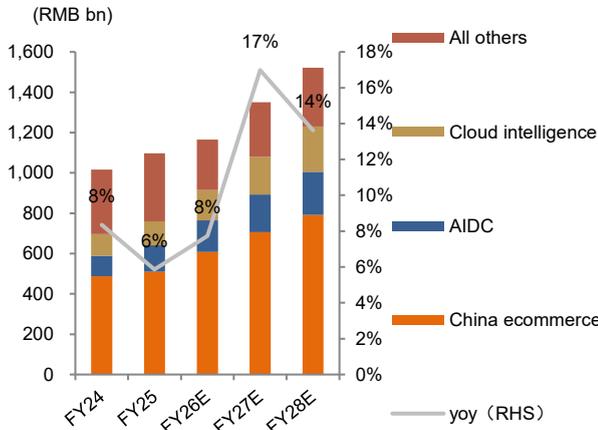
资料来源：彭博、万得、招商證券(香港)研究部

相关报告

1. 阿里巴巴 (BABA US) - 持续生态协同赋能更好未来 (增持) (2025/8/31)
2. 阿里巴巴 (BABA US) - 短期波动未改稳健改善趋势 (增持) (2025/5/19)
3. 阿里巴巴 (BABA US) - 全力迎接人工智能新机遇 (增持) (2025/2/24)
4. 阿里巴巴 (BABA US) - CMR增速回升前景稳固 (增持) (2024/11/17)

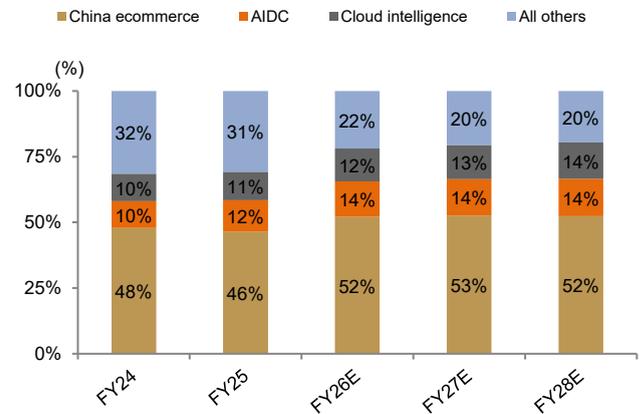
## 重点图表

图1: 分业务收入预测 (十亿 人民币)



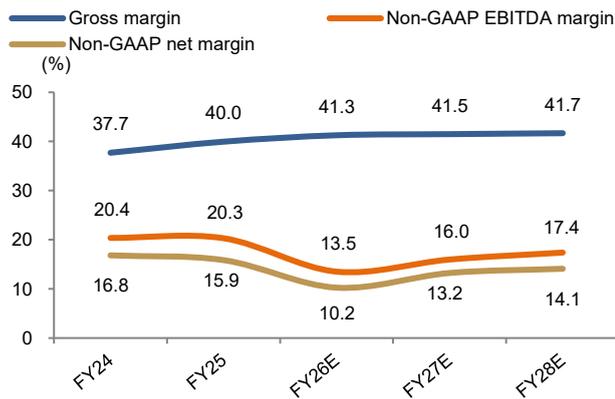
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 分部收入构成



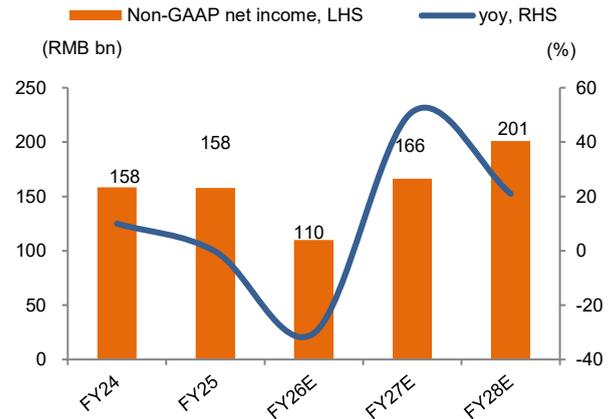
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 利润率



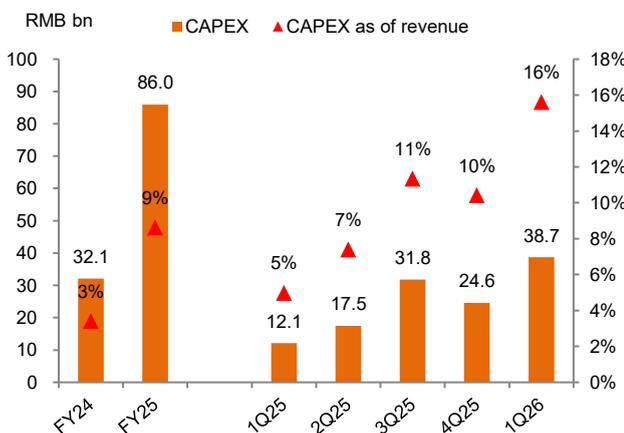
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 归属于股东的非GAAP净利润 (十亿 人民币)



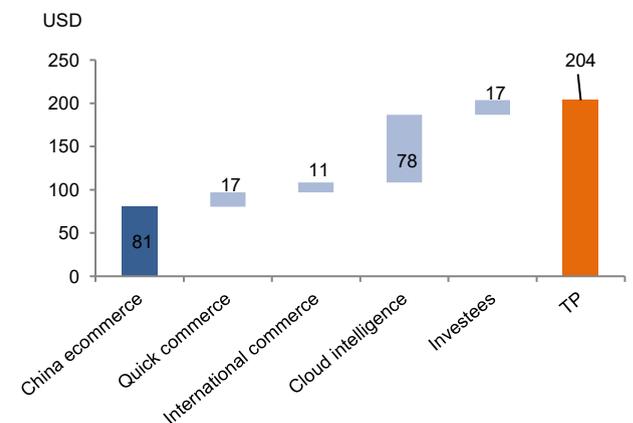
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 阿里巴巴资本支出 (十亿 人民币)



资料来源: 公司、招商证券(香港)

图6: 阿里巴巴分部加总估值 (美元)



资料来源: 公司、招商证券(香港)

### 2025云栖大会新AI模型的重点亮点

在2025云栖大会上，阿里巴巴发布了一整套AI模型和技术，重点展示了对“通义”模型家族及基础设施的重大升级。阿里巴巴的开源模型库目前已涵盖300多个模型，下载量达到60亿次，衍生模型17万个，巩固了其在全球应用中的领先地位。主要发布内容包括：

- **旗舰模型 Qwen3-Max**：作为最大规模的基础模型，其参数量超过1万亿，预训练数据量达36万亿tokens。在全球排名中位列前三，在编程（SWE-Bench Verified: 69.6）和智能体工具使用（Tau2-Bench: 74.8）等基准测试中表现优于GPT-5等模型。其“Thinking”版本在AIME 25等数学推理测试中取得满分。
- **高效优化模型 Qwen3-Next**：这一代新架构在总计800亿参数中仅激活30亿参数，即可匹配更大模型（如Qwen3的2350亿版本）的性能。其采用混合注意力机制和MoE结构，使训练成本降低90%以上，同时长文本推理吞吐量提升10倍。

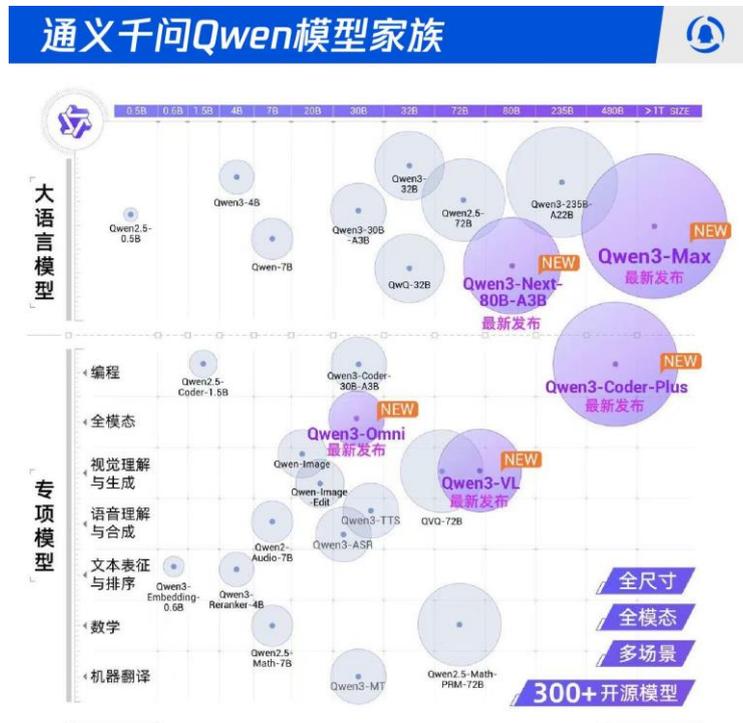
#### 专用模型：

- **Qwen3-Coder-Plus**：在代码生成速度和安全性方面得到增强，开源后在OpenRouter上的API调用量激增1,474%。
- **Qwen3-VL**：一款视觉理解模型，在32项基准测试中超越Gemini-2.5-Pro和GPT-5，支持2小时视频分析和具身智能的3D定位。
- **Qwen3-Omni**：一款全模态模型，能够处理音视频，在32项任务中达到SOTA表现，并支持实时“听、说、写”类应用。

#### 多模态与创意工具：

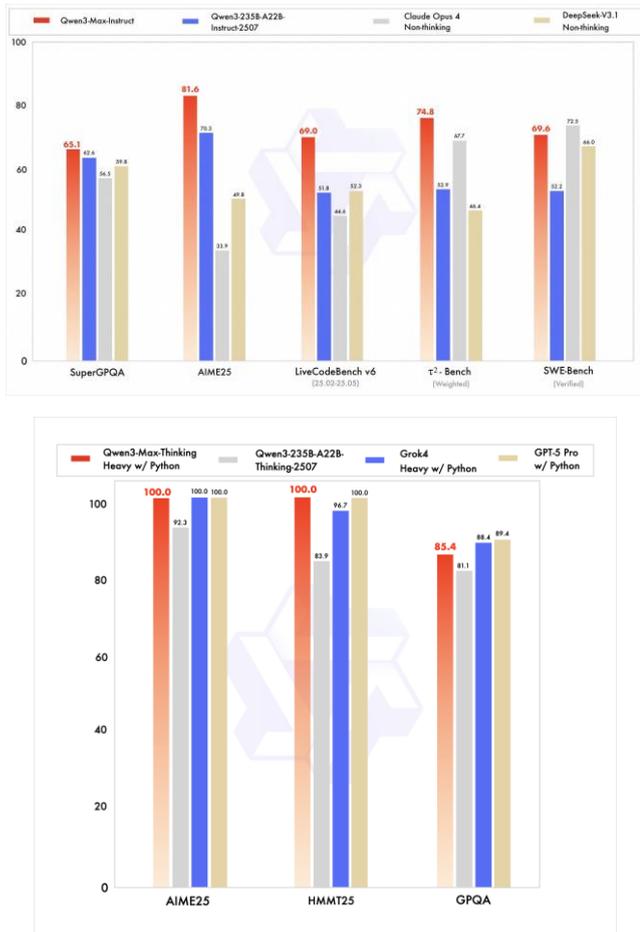
- **通义万相2.5-preview**：可生成10秒、1080P并带同步音频的视频，同时具备图像编辑和文本转图表的能力。
- **通义百聆**：一套全新的语音模型套件，包括Fun-ASR（语音识别）和Fun-CosyVoice（支持100多种音色），面向客户服务和娱乐场景。

图7: 阿里巴巴通义千问模型家族



资料来源：公司、招商证券（香港）

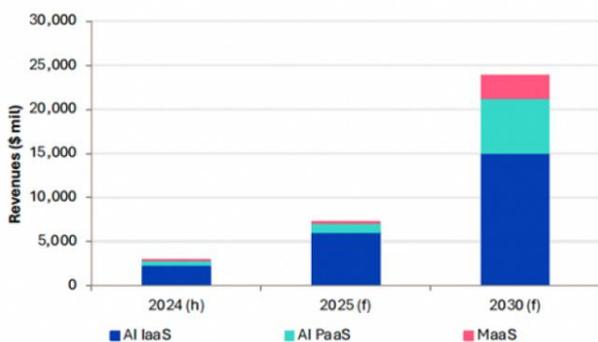
图8: 阿里巴巴的 Qwen-3-Max-Instruct 和 Qwen-3-Max-Thinking 模型在评分上优于其他领先模型



资料来源: 公司、招商证券 (香港)

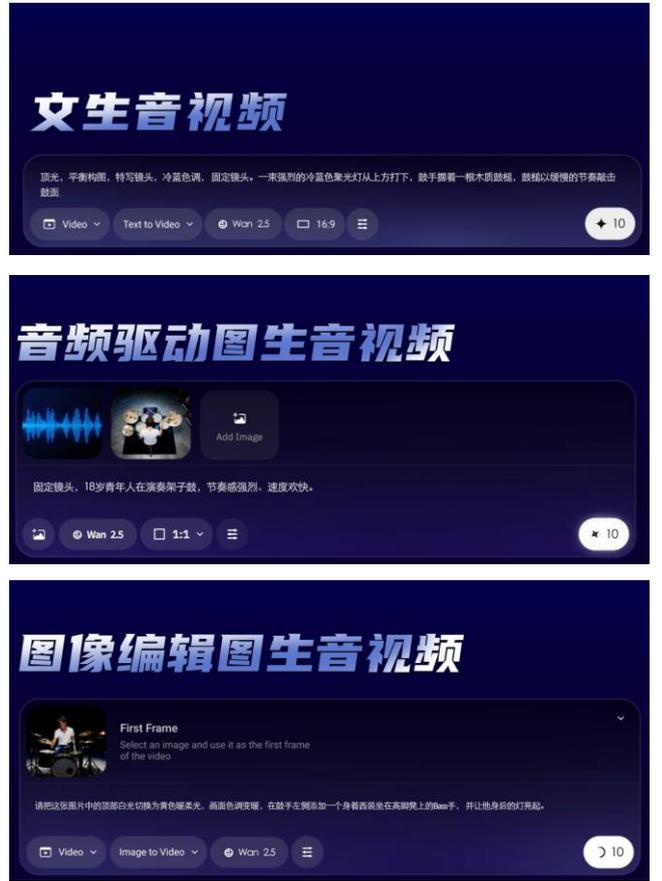
图10: Omdia 预测中国的 AI 云市场将在 2025 至 2030 年间实现 26.8% 的年均复合增长率

AI cloud market, China, 2024-2030



资料来源: Omdia、招商证券 (香港)

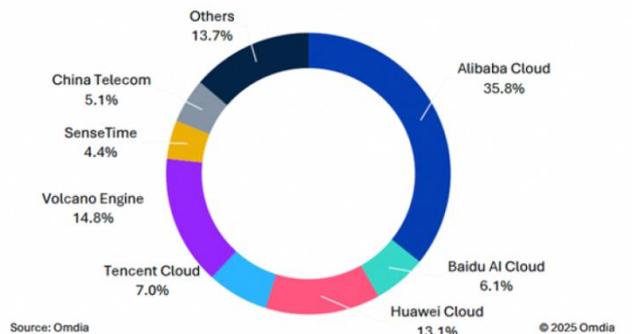
图9: 阿里巴巴的 Wan-2.5-preview 模型可生成 10 秒、1080P 分辨率的视频, 并配有同步音频, 显著降低了电影级内容创作的门槛



资料来源: 公司、招商证券 (香港)

图11: 2025年上半年, 中国AI云市场规模达到223亿元人民币。阿里云以35.8%的市场份额位居第一, 超过第二至第四名的总和

AI cloud market by vendor, 1H25



资料来源: Omdia、招商证券 (香港)

图12: 盈利预测调整

人民币十亿元	调整前			调整后			变动		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
<b>收入</b>	<b>1,073.3</b>	<b>1,255.6</b>	<b>1,426.6</b>	<b>1,073.7</b>	<b>1,247.9</b>	<b>1,416.7</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>
中国电商	607.1	706.5	791.7	607.1	706.5	791.7	0.0%	0.0%	0.0%
阿里国际数字商业	157.4	186.1	214.1	157.4	186.1	214.1	0.0%	0.0%	0.0%
云智能	149.9	187.4	224.8	145.6	174.7	209.6	3.0%	7.3%	7.3%
所有其他	250.8	270.0	290.8	255.6	275.0	296.0	-1.9%	-1.8%	-1.8%
毛利润	442.8	520.9	594.6	443.0	517.8	590.5	-0.1%		0.7%
<b>非 GAAP EBITA</b>	<b>116.3</b>	<b>167.4</b>	<b>209.6</b>	<b>116.1</b>	<b>166.3</b>	<b>208.2</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
中国电商	116.8	163.1	201.0	116.8	163.1	201.0	0.0%	0.0%	0.0%
阿里国际数字商业	0.1	2.2	3.6	0.1	2.2	3.6	0.0%	0.0%	0.0%
云智能	13.1	16.3	19.6	12.3	14.8	17.7	6.0%	10.5%	10.5%
所有其他	-8.1	-8.5	-8.8	-7.7	-8.0	-8.3	-6.0%	-6.1%	-6.1%
非 GAAP EBITDA	145.0	200.6	248.0	144.7	199.5	246.7	0.2%	0.5%	0.6%
<b>非 GAAP 归母净利润</b>	<b>110.0</b>	<b>166.2</b>	<b>201.1</b>	<b>109.8</b>	<b>165.3</b>	<b>199.9</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
<b>利润率 (%)</b>									
毛利率	41.3%	41.5%	41.7%	41.3%	41.5%	41.7%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
<b>非 GAAP EBITA 利润率</b>	<b>10.8%</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.7%</b>	<b>10.8%</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.7%</b>	<b>0.0ppt</b>	<b>0.0ppt</b>	<b>0.0ppt</b>
中国电商	19.2%	23.1%	25.4%	19.2%	23.1%	25.4%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
AIDC	0.1%	1.2%	1.7%	0.1%	1.2%	1.7%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
云智能	8.7%	8.7%	8.7%	8.5%	8.5%	8.5%	0.3ppt	0.3ppt	0.3ppt
所有其他	-3.2%	-3.1%	-3.0%	-3.0%	-2.9%	-2.8%	-0.2ppt	-0.2ppt	-0.2ppt
非 GAAP EBITA 利润	13.5%	16.0%	17.4%	13.5%	16.0%	17.4%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 GAAP 归母净利润率	10.2%	13.2%	14.1%	10.2%	13.2%	14.1%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测; 正负代表调整方向

图13: 招商证券预测 vs. 市场一致预测

人民币十亿元	招商证券预测			市场一致预测			差异		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	1,073.3	1,255.6	1,426.6	1,035.0	1,175.6	1,300.4	4%	7%	10%
核心毛利润	442.8	520.9	594.6	439.8	503.7	569.8	1%	3%	4%
核心营业利润	116.3	167.4	209.6	136.8	184.7	225.3	-15%	-9%	-7%
扣除少数股东后的核心净利润	110.0	166.2	201.1	127.3	163.0	204.5	-14%	2%	-2%
核心毛利率	41.3%	41.5%	41.7%	42.5%	42.8%	43.8%	-1.2pp	-1.4pp	-2.1pp
核心营业利润率	10.8%	13.3%	14.7%	13.2%	15.7%	17.3%	-2.4pp	-2.4pp	-2.6pp
核心净利润率	10.2%	13.2%	14.1%	12.3%	13.9%	15.7%	-2.0pp	-0.6pp	-1.6pp

资料来源: VA、公司、招商证券(香港)预测; 注: 一致预测截至2025年9月24日

财务预测调整与分部加总估值

我们将 27/28 财年核心净利润预测上调 0~1%，主要原因是基于强劲需求以及持续的 AI 产品创新和市场领先地位，对云业务的预测进行了上调。

我们更新了分部加总估值：

- **中国电商（不含即时零售）**：我们给予中国电商（不含即时零售）板块 8 倍市盈率（维持不变），与京东（JD US）的目标市盈率一致，低于拼多多（PDD US）10 倍的目标市盈率，原因在于 GMV 增速较慢。
- **即时零售**：我们给予即时零售业务 1.5 倍市销率（由 1.0 倍上调），原因在于淘宝闪购的日均订单量已与美团相当，同时新推出的高德“扫街榜”有望释放到店业务的增长潜力；相比之下，美团外卖业务的目标市销率为 1.5 倍。
- **阿里国际数字商业（AIDC）**：我们给予国际电商业务 1 倍市销率（不变）。
- **云业务**：我们给予云业务 7 倍市销率（由 5 倍上调），原因在于资本开支指引上调及长期目标、强劲需求以及阿里巴巴的市场领导地位；相比之下，中国同行平均为 5 倍，美国同行平均为 8 倍。
- 我们将分部加总目标价上调至 204 美元。该目标价对应 27 财年 20 倍市盈率（相比之下，美国云计算龙头如微软、谷歌、亚马逊、甲骨文等的前瞻市盈率为 28 倍）。

图14: 阿里巴巴估值表

RMB bn	Metrics	Bear		Base		Bull	
		Next 12-mo	yoy growth	Next 12-mo	yoy growth	Next 12-mo	yoy growth
China ecommerce	NP	158.9	-5%	168.5	1%	184.0	10%
Quick commerce	Revenue	150.4	30%	185.6	60%	231.4	100%
International digital commerce	Revenue	173.2	10%	186.1	18%	204.7	30%
Cloud intelligence	Revenue	142.4	-5%	187.4	25%	194.9	30%
All others	Revenue	200.7	-20%	270.0	8%	250.8	0%
<b>Target value</b>							
RMB bn	Metrics	Bear		Base		Bull	
		Multiple	Value	Multiple	Value	Multiple	Value
China ecommerce	PE	6.0	953.6	8.0	1,347.8	10.0	1,840.4
Quick commerce	PS	1.0	150.4	1.5	278.3	2.0	462.7
International digital commerce	PS	0.5	86.6	1.0	186.1	1.5	307.0
Cloud intelligence	PS	5.0	712.0	7.0	1,311.6	9.0	1,753.8
All others	PS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	125.4
<b>Segment target value (a)</b>			<b>1,903</b>		<b>3,124</b>		<b>4,489</b>
Investees value (b)			281.9		281.9		281.9
<b>Total value</b>			<b>2,185</b>		<b>3,406</b>		<b>4,771</b>
No. of ordinary share (mn)			2,346		2,346		2,346
Value per share (RMB)			931		1,451		2,033
CNY/USD			7.20		7.13		7.20
<b>Value per share (USD)</b>			<b>129</b>		<b>204</b>		<b>282</b>
<b>Value per share (HKD)</b>			<b>127</b>		<b>198</b>		<b>278</b>
<b>Target Price implied P/E (x)</b>		<b>FY26E</b>	<b>FY27E</b>	<b>FY26E</b>	<b>FY27E</b>	<b>FY26E</b>	<b>FY27E</b>
		<b>20</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>43</b>	<b>29</b>

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

## 估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上行空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027E CAGR		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	648.5	审视中	n.a.	763.9	14.1	11.9	20.8	18.4	1.4	7.3	20.1	23.7	22.4	9.8	13.0	15.6
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	176.4	204.0	15.6	420.6	16.9	14.7	19.2	27.5	n.a.	3.0	18.3	15.8	10.7	12.3	2.6	12.1
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	131.0	147.0	12.2	185.9	15.3	9.4	12.8	10.4	0.4	3.1	13.4	28.8	27.4	14.3	25.3	52.4
Netease	网易	NTES US	美元	增持	150.1	审视中	n.a.	95.1	16.6	15.3	16.6	15.0	1.8	6.0	15.8	26.2	24.2	6.7	8.5	8.6
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	102.2	139.0	36.0	80.3	16.2	11.5	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	3.6	12.1	n.a.	28.7
JD.com	京东	JD US	美元	增持	34.8	42.0	20.6	50.6	13.2	7.9	12.7	9.1	0.3	0.3	8.5	20.3	12.1	6.5	31.8	52.0
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	23.7	29.2	23.2	36.7	19.7	18.3	27.9	24.6	1.9	8.2	22.6	14.8	11.8	10.0	13.0	11.1
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	23.5	26.0	10.6	11.3	15.3	17.1	23.1	19.8	1.3	9.8	18.4	22.1	22.6	11.3	15.6	8.9
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	26.3	30.0	14.2	11.1	19.5	14.3	33.7	23.9	0.7	2.6	24.6	6.9	12.3	9.0	34.7	29.9
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	增持	18.5	审视中	n.a.	9.5	9.9	7.6	7.8	7.5	2.5	0.6	5.6	7.1	6.9	2.6	3.0	25.4
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	275.8	330.0	19.7	7.7	25.7	21.6	18.6	22.8	n.a.	7.0	20.6	25.6	16.9	12.2	n.a.	20.5
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	12.9	16.2	26.1	2.3	12.2	9.7	13.5	10.9	0.5	2.5	20.6	59.9	36.9	20.0	21.9	27.1
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	76.6	n.a.	n.a.	50.0	17.1	14.9	19.2	17.2	1.2	6.7	10.6	14.2	11.3	13.5	14.0	15.9
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	76.9	n.a.	n.a.	42.7	9.6	8.1	15.1	12.8	0.7	2.4	11.8	24.7	23.4	9.1	17.5	16.9
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	132.9	n.a.	n.a.	46.6	7.1	6.3	17.6	16.6	1.3	2.5	11.5	7.2	6.1	5.7	12.5	13.3
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	6.8	n.a.	n.a.	32.8	15.3	9.4	n.a.	23.2	0.3	1.1	31.7	5.1	10.3	9.8	90.9	52.4
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	40.9	n.a.	n.a.	5.4	23.3	22.4	28.5	25.5	2.1	4.7	19.1	6.8	6.7	7.4	12.0	8.0
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	9.0	n.a.	n.a.	5.3	37.3	27.0	40.4	30.3	1.0	n.a.	33.7	14.7	16.9	22.5	31.0	34.1
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	未评级	61.5	n.a.	n.a.	3.2	9.7	7.4	11.7	10.8	1.6	1.4	8.9	5.2	5.4	6.0	6.5	28.0
Weibo	微博	WB US	美元	未评级	12.5	n.a.	n.a.	3.1	5.0	5.0	6.5	6.5	3.0	1.7	5.9	11.4	10.2	2.8	2.1	2.7
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.7	n.a.	n.a.	2.6	9.8	5.8	n.a.	17.0	n.a.	0.6	7.2	0.4	5.6	3.8	n.a.	44.8
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	未评级	7.6	n.a.	n.a.	1.2	3.6	3.6	10.1	6.4	0.2	0.8	9.0	6.0	9.5	4.0	28.2	5.4
Yala	雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.6	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.5	7.1	n.a.	3.5	n.a.	20.2	18.3	n.a.	n.a.	n.a.
Huitongda	汇通达	9878 HK	港元	未评级	14.4	n.a.	n.a.	1.0	3.7	3.0	20.0	15.5	0.6	0.1	4.4	4.3	5.3	6.9	25.4	20.7
Huya	虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.4	n.a.	n.a.	0.8	38.2	9.1	30.1	21.6	0.5	0.9	15.9	1.7	3.9	5.9	41.1	n.a.
Inkeverse	映宇宙	3700 HK	港元	未评级	1.3	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	9.0	7.5	n.a.	0.3	n.a.	6.0	7.0	n.a.	n.a.	n.a.
<b>中国公司均值</b>									<b>15.1</b>	<b>12.2</b>	<b>18.2</b>	<b>16.5</b>	<b>1.2</b>	<b>3.5</b>	<b>16.1</b>	<b>16.7</b>	<b>14.4</b>	<b>9.6</b>	<b>20.2</b>	<b>23.3</b>
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	220.2	271.0	23.1	2,348.5	14.5	12.3	26.5	23.0	1.2	3.6	16.6	21.9	19.6	10.5	27.0	30.6
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	247.1	审视中	n.a.	2,993.0	17.3	15.0	23.7	22.3	1.7	8.5	20.6	31.1	28.2	12.3	17.8	15.3
Meta	Meta	META US	美元	增持	760.7	964.0	26.7	1,910.9	18.7	15.6	23.0	20.6	1.7	n.a.	17.7	35.3	29.2	15.5	7.9	21.2
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,204.0	1,423.0	18.2	511.6	36.7	30.5	44.7	38.9	1.9	n.a.	55.3	42.4	45.0	12.1	25.5	22.3
Uber	优步	UBER US	美元	增持	97.8	审视中	n.a.	203.9	23.9	19.1	25.6	24.0	1.9	4.6	21.8	28.0	27.2	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	708.7	审视中	n.a.	147.7	n.a.	38.7	n.a.	n.a.	0.8	8.6	48.2	19.5	28.5	14.3	50.3	49.5
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	22.1	审视中	n.a.	9.0	15.4	11.9	17.9	16.0	1.4	1.5	9.4	19.8	16.2	12.7	17.5	n.a.
<b>海外公司均值</b>									<b>21.1</b>	<b>20.4</b>	<b>26.9</b>	<b>24.1</b>	<b>1.5</b>	<b>5.4</b>	<b>27.1</b>	<b>28.3</b>	<b>27.7</b>	<b>13.2</b>	<b>24.3</b>	<b>27.8</b>

注：股价采用2025年9月24日收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

## 财务预测表

### 损益表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941	996	1,073	1,256	1,427
营收成本	-586	-598	-630	-735	-832
毛利润	355	398	443	521	595
销售及营销费用	-115	-144	-231	-238	-257
一般及行政费用	-42	-44	-40	-50	-57
产品开发	-52	-57	-68	-78	-84
摊销	-22	-6	-3	-4	-4
减值	-11	-6	0	0	0
总营业费用	-241	-257	-342	-370	-401
营业利润	113	141	100	151	194
利息支出	-8	-10	-9	-8	-8
利息及投资收入	-10	21	32	20	20
其他收入	6	3	0	0	0
税前利润	102	155	124	163	206
备付所得税	-23	-35	-28	-40	-50
应占股权投资业绩	-8	6	6	20	20
少数股东权益	-9	-4	1	-1	-2
夹层权益的增值	0	-1	2	0	0
归属于股东的净利润	80	129	103	145	178
归属于股东的非 GAAP 净利润	158	158	110	166	201

### 财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
年成长率					
收入合计	8%	6%	8%	17%	14%
非 GAAP EBITDA	9%	6%	-28%	38%	24%
归属于股东的非 GAAP 净利润	10%	0%	-30%	51%	21%
盈利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	41.3%	41.5%	41.7%
非 GAAP EBITDA 利润	20.4%	20.3%	13.5%	16.0%	17.4%
归属于股东的非 GAAP 净利润率	16.8%	15.9%	10.2%	13.2%	14.1%
ROE	16.0%	15.8%	10.7%	15.1%	16.7%
ROA	4.1%	7.1%	5.6%	7.6%	8.8%
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	62.6	66.9	48.1	74.9	93.4
非 GAAP 摊薄每股盈利	62.1	65.4	46.8	73.1	91.1
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	8.75	9.08	6.50	10.15	12.66
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元)	8.47	8.80	6.30	9.83	12.26
估值比率 (x)					
市盈率 (美股)	19.1	19.2	27.5	18.2	15.1
市盈率 (港股)	20.5	19.8	27.6	17.7	14.2

### 资产负债表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	248	145	128	4	169
预付款及应收账款	260	286	310	445	394
股权投资	203	210	214	219	223
物业及设备净额	185	203	227	256	287
无形资产	27	21	23	26	27
证券投资	221	357	357	357	357
其他	621	582	593	605	618
总资产	1,765	1,804	1,853	1,912	2,075
借款	171	231	196	197	198
应计费用和应付账款	298	333	333	333	333
商品存款	13	0	38	7	45
递延收入	73	68	68	68	68
其他	98	82	82	82	82
总负债	652	714	718	687	726
股东权益总额	987	1,010	1,054	1,145	1,270
夹层资本	11	12	12	12	12
少数股东权益	115	69	70	68	66
总资本与夹层资本合计	1,113	1,090	1,135	1,225	1,348
净现金	379	187	216	103	279

### 现金流量表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	183	164	176	47	347
净利润	71	125	105	144	0
折旧	27	29	29	33	38
摊销	18	13	20	24	29
股权激励	19	16	15	18	20
投资证券损益	23	-29	0	0	0
应占股权投资份额	8	-9	-4	-4	-4
营运资金变动	-14	-24	14	-166	89
其他	31	41	-2	0	176
投资活动现金流	-22	-185	-87	-100	-112
资本支出	-33	-86	-75	-88	-100
股权投资增加净额	-2	-4	0	0	0
其他	13	-96	-11	-12	-13
筹资活动现金流	-108	-76	-107	-71	-71
借款增加净额	9	60	-35	1	1
权益增加净额	-106	-116	-72	-72	-72
其他	-12	-20	0	0	0
净现金流	57	-97	-18	-123	164

注：截至2025年9月24日收盘价：阿里巴巴的财政年度3月年结；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828