

互联网电商

2025年07月10日

阿里巴巴 (BABA)

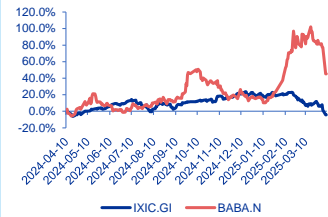
——投入闪购加码即时零售，AI 驱动云智能加速

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据:	2025年7月9日
收盘价 (美元)	103.83
纳斯达克指数	20611.34
52周最高/最低 (美元)	145.96/72.64
美股市值 (亿美元)	2477
流通股 (亿股)	191
汇率 (人民币/美元)	7.18

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **1QFY26 业绩前瞻:** 我们预计 1QFY26 收入达 2492 亿元, 同比增长 2.4%, Non-GAAP 归普净利润 360 亿元, 同比下滑 11%。从各业务板块来看, 我们预计淘天集团/国际数字商业集团/本地生活集团/菜鸟集团/云智能集团/大文娱集团收入同比 +8.8%/+18.1%/+15.5%/+3.0%/+22.0%/+5.0%。
- **GMV 健康增长, take rate 持续提升。** 据国家统计局数据, 2025 年 4/5 月全国网上零售额同比增长 7.06%/11.53%, 其中 4-5 实物商品网上零售额为 2.0 万亿元, 同比增长 7.21%, 线上渗透率 25.4% (去年同期 25.1%)。我们预计平台体验优化提高用户粘性及频次, 1QFY26 淘天 GMV 增势延续。天猫 618 大促调整满减, 扶持商家, 全周期表现超预期, 剔除退款后的 GMV 同比增长 10%, 创三年最大增幅, 平台购买用户数实现双位数增长。同时持续受益于 0.6% 软件服务费+全站推, 预计 take rate 提升驱动 CMR 有望实现双位数增长。中长期平台持续优化商家营商生态, 全站推广广告效率不断改善, 平台货币化率具备长期提升空间。
- **整合饿了么+飞猪并入电商事业群, 淘宝闪购日订单量加速突破 8000 万, 新一轮 500 亿超预期投入, 协同主业拉动用户活跃度, 预计淘天集团短期经调整 EBITA 承压。** 据淘宝公众号, 阿里 4 月整合饿了么和飞猪正式并入中国电商事业群, 战略中心向大消费生态全面转型。平台升级淘宝闪购, 开启“饿补超百亿”, 7 月官宣启动 500 亿元补贴计划, 提升平台用户消费活力。7 月 5 日淘宝闪购上线两个月日订单数成功突破 8000 万单, 其中非餐订单超 1300 万, 日活用户超 2 亿, 助推即时零售市场日订单总量达 2 亿单。我们预计, 随着平台加大投入, 短期淘天集团经调整 EBITA 将承压下滑, 但有助于培育平台即时零售消费心智, 激活近场消费增量, 协同远场电商消费场景, 带动平台日活进一步提升。
- **国内推理需求高速增长, 集团延续 Capex 投入提升, 预计驱动云收入持续提速。** 国产 AI 引领算力、技术平权, 推动国内推理需求持续爆发, 加速国内企业 AI 渗透率提升。阿里云拥有全球最大的开源模型族群, 通义千问 3 升级迭代, 创新引入混合思考和 Agent 原生框架, 模型能力再提升。AI 应用集群丰富, AI To C 持续发力夸克、淘天、高德等业务融合, 全方位提升 AI To C 用户价值。我们预计 1QFY26 云收入加速增长, 经调整 EBITA 利润率环比稳定。
- **国际业务良性增长, 平衡投入与盈利, 加速减亏。** 1QFY26, 受外部不确定性风险影响, AIDC (国际数字商业集团) 聚焦多元化市场布局, 以中东、欧洲、日韩为核心发力市场降低外部冲击影响, 我们预计收入保持良性增长。同时集团加大平衡 AIDC 投资效率, 盈利改善加速, 预计经调整 EBITA 有望明显减亏。
- **维持“买入”评级。** 目前集团聚焦核心业务, 国内电商延续增势, 海外盈利拐点加速推进, 云业务需求高速增长, 同时投入培育 AI、即时零售业务, 蓄力带动长期增长正循环, 看好平台高质量增长势能。考虑到新业务投入力度, 我们下调 26-28 财年盈利预测为 1372/1653/1880 亿元(前值为 1714/1886/2016), 参考行业可比公司, 给予淘天集团 10xPE, 云 7xPS, 国际电商业务 1x PS 估值, 集团整体估值对应目标价 138 美元/股, 对应上行空间 33%, 对应港股目标价 136 港币/股, 对应上行空间 32%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 消费需求持续疲软, 新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入 (百万元)	941,168	996,347	1,067,798	1,158,218	1,250,157
同比增长率 (%)	8.3	5.9	7.2	8.5	7.9
Non-GAAP 归普净利润 (百万元)	158,359	158,393	137,212	165,317	187,977
同比增长率 (%)	10.0	0.0	(13.4)	20.5	13.7
调整后每股收益 (元)	62.11	65.59	56.82	68.46	77.85
ROE (%)	16	16	11	11	11
市盈率 (倍)	12	12	14	11	10
市净率 (倍)	2.0	1.8	1.2	1.1	1.0

注: EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益

Enhanced investment in flash sales & instant commerce, with AI turbocharging cloud intelligence

1QFY26 outlook. We forecast 1QFY26 revenue of Rmb249.2bn (+2.4% YoY) and non-GAAP net profit of Rmb36.0bn (-11%YoY). By business segment, we anticipate earnings growth of 8.8% YoY for Taotian, 18.8% for International Business Digital Commerce Group, 15.5% for Local Life Group, 3.0% for Cainiao Group, 22% for Cloud Intelligence Group, and 5.0% for Great Entertainment Group.

Robust Taotian GMV growth and higher take rate driven by the user strategy. According to the National Bureau of Statistics, national online retail sales in April and May 2025 increased by 7.06% and 11.53% YoY respectively; among which, online retail sales of physical goods from April to May reached Rmb2.0tn (+7.21% YoY), with an online penetration rate of 25.4% (25.1% in the same period last year). We expect that optimized platform experience will improve user stickiness and frequency, and Taotian's GMV growth momentum will continue in 1QFY26. Tmall's 618 promotion adjusted full reductions to support merchants, with the full-cycle performance exceeding expectations. GMV after excluding refunds increased 10% YoY, the largest increase in three years, and the number of purchasing users on the platform achieved double-digit growth. Meanwhile, benefitted from the 0.6% software service fee and full-site promotion, we expect improved take rate will drive double-digit CMR growth. In the medium and long term, the platform will continue to optimise the business environment for merchants, and the advertising efficiency across the entire site will continue to improve, providing long-term potential for the platform's monetisation rate.

Short-term EBITA pressure for Taotian. According to Taobao's official WeChat account, Alibaba integrated Ele.me and Fliggy into the China E-commerce Business Group in April, with the strategic focus fully shifting to the big consumption ecosystem. The platform upgraded Taobao Flash Sale, launched Rmb10bn-plus "Ele.me subsidies, and officially announced another Rmb50bn subsidy plan in July . On 5 July, two months after Taobao Flash Sale went online, its daily orders successfully exceeded 80m, among which non-catering orders exceeded 13m, with daily active users exceeding 200m, boosting the total daily orders in the instant retail market to 200m. With increased investment, we expect Taotian's adjusted EBITA will face short-term pressure, but it will cultivate consumer awareness of the instant retail market and activate local consumption.

Strong reasoning AI demand fuels cloud revenue growth. The ongoing trend of computing power and technology equality led by domestic AI players is driving explosion of domestic reasoning AI demand, and accelerating AI adoption amongst domestic

enterprises. Alibaba Cloud possesses the world's largest open-source model community. The upgraded and iterated Qwen 3 introduces a hybrid thinking and Agent native framework, further enhancing model capabilities. The AI To C business continues to make significant progress. We expect cloud revenue is accelerated growth in 1QFY26, with stable QoQ growth of adjusted EBITA margin.

Healthy global business with narrower losses. In 1QFY26, AIDC (International Digital Business Group) diversified its business layout to hedge geopolitical risks, with a focus on Middle East, Europe, Japan and South Korea markets. We expect overseas revenue to maintain sound growth. Meanwhile, the Group has increased efforts to balance AIDC's investment efficiency, which resulted in improved profitability and likely narrower adjusted EBITA losses.

Maintain BUY. With a focus on core businesses, Alibaba has continued the robust growth momentum for its domestic e-commerce business, narrowed overseas losses, and accelerated its cloud business demand. Meanwhile, its enhanced investment in AI and instant retail will underpin long-term growth. Considering the investment intensity in new businesses, we lower net profit forecasts from Rmb171.4bn to Rmb137.2bn in FY26E, from Rmb188.6bn to Rmb165.3bn in FY27E and from Rmb201.6bn to Rmb188bn in FY28E. Based on peer valuations, we apply a 10x PE to Taotian Group, 7x PS to Cloud business, and 1x PS to the International Business Group, and derive a target price of US\$138 or HK\$136. The valuation implies a 33% upside for ADS and a 32% upside for H-shares. We maintain our BUY rating.

Risks. Intensified competition; continued demand weakness; slower-than-expected development of new business.

合并损益表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941,168	996,347	1,067,798	1,158,218	1,250,157
营业成本	-586,323	-598,285	-638,426	-691,473	-752,658
毛利润	354,845	398,062	429,373	466,746	497,499
其他收支	6,157	3,387	6,685	6,685	6,000
产品开发费用	-52,256	-57,151	-64,016	-69,644	-69,412
销售及行政费用	-157,126	-188,260	-241,036	-240,951	-251,174
调整后 EBITDA	191,668	202,325	172,096	208,557	233,346
调整后 EBIT	143,436	166,729	134,484	168,651	194,997
财务费用	-7,947	-9,596	-4,476	-4,476	-4,476
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	101,596	155,455	136,182	169,479	187,912
所得税费用	-22,529	-35,445	-38,814	-47,624	-48,857
归属于非控制性权益的净损失	8,677	4,133	1,300	3,500	5,000
归属于普通股股东的净利润	79,741	129,470	104,968	130,854	149,555
Non-GAAP 归普净利润	158,359	158,393	137,212	165,317	187,977

资料来源：申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。