

阿里巴巴-W (09988.HK)

优于大市

1QFY26 前瞻：闪购投入致利润承压，云收入继续加速

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

执证编码：S0980521120004

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

执证编码：S0980525010001

事项：

阿里巴巴即将发布 2026 财年第一季度财报。

1) **国信互联网观点：**1) 整体：预计 1QFY26 收入同比+2%，经调整 EBITA 利润率 16%。其中淘天/国际数字商业/云智能集团/本地生活/菜鸟/大文娱收入增速分别为 9%/19%/22%/10%/-5%/5%，收入增速放缓主要受到高鑫零售和银泰剥离影响，经调整 EBITA 利润率同比-3pcts，主要反映闪购投入带来的影响。2) **淘天集团：**预计 FY26Q1 GMV 同比+6%，公司继续保持接近大盘的增速。预计 CMR 同比+11%，主要来自全站推和 0.6%的技术服务费贡献，环比降速主要是季节性因素造成的货币化率波动。利润端，由于大促期间投入增加，我们预计不含闪购的淘天集团经调 EBITA 同比持平。本季度开始公司加码闪购业务投入，将饿了么和飞猪并入中国电商事业群，最新峰值单量已突破 8000 万，在持续大力度的投入下，我们预计本季度淘天集团+本地生活集团总体 EBITA 总体为 408 亿元，同比下降 16%。3) **云：**预计 FY26Q1 继续加速，收入同比+22%，AI 需求进一步增加，利润率保持此前趋势。本季度公司 AI 布局持续推进，4 月 29 日推出国内首个混合推理模型 Qwen3，后续则陆续推出了 Embedding 系列模型、适配苹果 MLX 等，应用端 5 月 8 日，夸克推出全新“深度搜索”产品，6 月其 MAU 已达到 1.56 亿。4) **AIDC：**预计收入同比+19%，经调整 EBITA 率-6%，同比亏损大幅减少，公司受关税影响相对较小，一定程度上牺牲增速以确保盈利能力提升。

投资建议：公司短期加大即时零售布局对利润端造成压力，但长期来看有利于电商用户粘性和购买频次提升，重塑淘宝用户心智。我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10623/11490/12174 亿元，调整幅度为+1.0%/+2.2%/+0.8%，主要考虑闪购业务单量快速增长带来的收入增加；调整公司 FY2026-FY2028 经调净利预测至 1388/1718/1954 亿元，调整幅度为 -16.8%/-5.7%/-2.9%，主要反映闪购投入力度加大对利润端带来的负面影响。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 13 倍，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 整体：预计 1QFY26 收入同比+2%，经调整 EBITA 利润率 16%。

1QFY26，我们预计阿里巴巴实现营收 2478 亿元，YoY+2%，其中淘天/国际数字商业/云智能集团/本地生活/菜鸟/大文娱收入增速分别为 9%/19%/22%/10%/-5%/5%。收入增速放缓主要受到高鑫零售和银泰剥离影响。

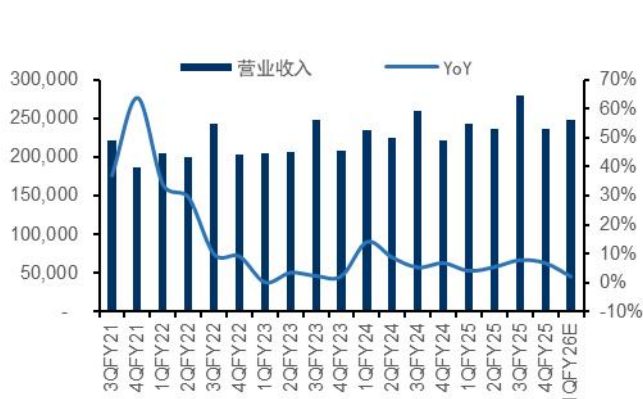
1QFY26 经调整 EBITA 为 392 亿元，经调整 EBITA 利润率 16%，同比-3pcts，经调 EBITA 利润 YoY-13%。我们认为集团经调整 EBITA 利润率的下滑主要反映闪购投入带来的影响。

图1: 阿里巴巴季度业绩预测

	1QFY25	4QFY25	国信预测		
			1QFY26E	YoY	QoQ
淘天	113,373	101,369	123,186	9%	22%
国际数字商业	29,293	33,579	34,849	19%	4%
本地生活	16,229	16,134	17,799	10%	10%
菜鸟	26,811	21,573	25,470	-5%	18%
云智能	26,549	30,127	32,474	22%	8%
大文娱	5,581	5,554	5,860	5%	6%
其他业务	47,001	53,988	35,021	-25%	-35%
总收入	243,236	236,454	247,841	2%	5%
毛利	97,130	90,828	100,456	3%	11%
经调整 EBITA	45,035	32,616	39,225	-13%	20%
Non-GAAP 归母净利润	40,691	29,847	40,548	0%	36%
毛利率	39.9%	38.4%	40.5%	0.6pct	2.1pct
经调整 EBITA 率	18.5%	13.8%	15.8%	-2.7pct	2.0pct
Non-GAAP 归母净利率	16.7%	12.6%	16.4%	-0.4pct	3.7pct

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图2: 阿里巴巴营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图3: 阿里巴巴经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

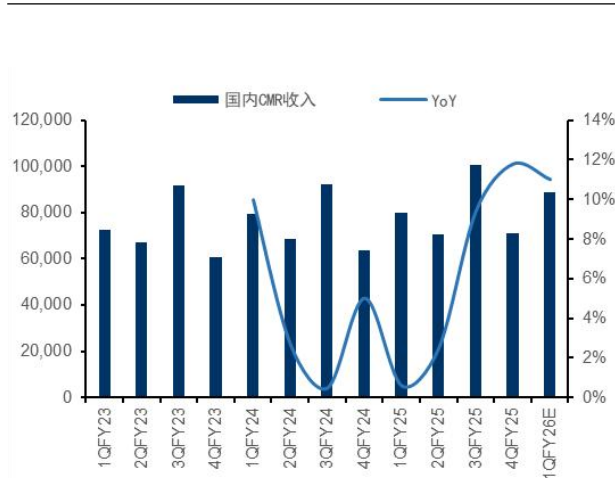
◆ 淘天集团

1) GMV: 预计 FY26Q1 GMV 同比+6%, 公司继续保持接近大盘的增速。官方披露 618 天猫成交口径 GMV_{yoy}+10%, 受益于放弃低价战略的基数效应以及今年以来持续的扶持优质供给等举措。

2) take rate: 预计 CMR 同比+11%, 主要来自全站推和 0.6% 的技术服务费贡献, 环比降速主要是季节性因素造成的货币化率波动。

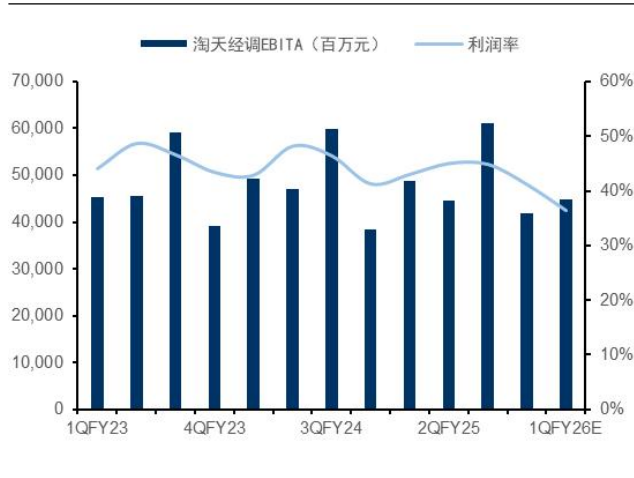
3) 利润: 由于大促期间投入增加, 我们预计不含闪购的淘天集团经调 EBITA 同比持平。本季度开始公司加码闪购业务投入, 将饿了么和飞猪并入中国电商事业群, 最新峰值单量已突破 8000 万, 在持续大力度的投入下, 我们预计本季度淘天集团+本地生活集团总体 EBITA 总体为 408 亿元, 同比下降 16%。

图4: 阿里巴巴淘天集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图5: 阿里巴巴淘天集团经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

◆ 云智能集团

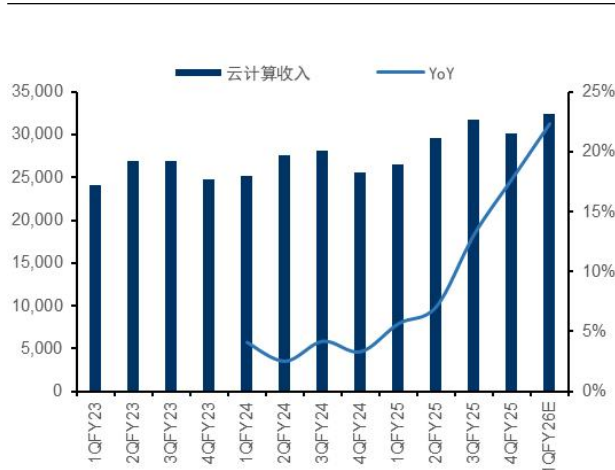
预计 FY26Q1 继续加速, 收入同比+22%, AI 需求进一步增加, 利润率保持此前趋势。

本季度公司继续在 AI 方面取得进展:

2) **模型**: 4月29日, 阿里发布国内首个混合推理模型 Qwen3 系列模型, 包含 0.6B/1.7B/4B/8B/14B/32B 多个小参数的稠密模型, 以及 MoE 架构的 Qwen3-30B-A3B 和 Qwen3-235B-A22B。与前代 Qwen2.5 比, 性能大幅提升且成本只有同参数的 10%。后续则陆续推出了 Embedding 系列模型、适配苹果 MLX 等, 多模态依然是接下来的重点迭代方向。

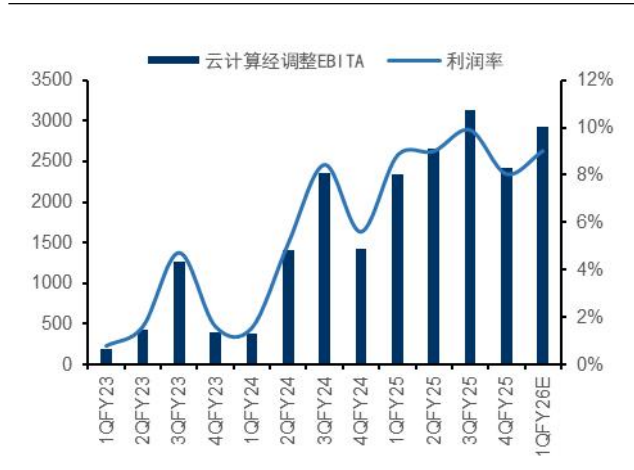
3) **应用**: 5月8日, 夸克推出全新“深度搜索”产品, 该产品能对用户问题深度分析, 核心能力包括先思考后检索, 智能整合信息, 具备多场景实用性, 可有效帮用户解决复杂问题, 如学术研究、生活难题解答等场景, 提升智能搜索体验。6月夸克 APP MAU 已达到 1.56 亿。

图6: 阿里巴巴云智能集团营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图7: 阿里巴巴云智能集团经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图8：阿里模型发布进程

日期	事件类型	事件	模型类型
2023/4/11	产品发布	Qwen 大型模型发布	文本模型
2023/6/1	产品发布	工作助手通义听悟公测	
2023/8/25	开源	开源 Qwen-VL	视觉模型
2023/9/13	产品发布	Qwen 大型模型获得国内公共使用许可	
2023/9/25	开源	开源 Qwen-14B	文本模型
2023/10/31	产品发布	发布 Qwen-2.0	文本模型
2023/12/1	开源	开源 Qwen-72B	文本模型
2024/1/31	产品发布	发布企业级 RAG 解决方案	
2024/2/6	开源	开源 Qwen1.5	文本模型
2024/5/9	产品发布	发布 Qwen-2.5 并开源 Qwen1.5-110B	文本模型
2024/5/21	价格调整	阿里大型模型首次降价，最高降幅达 97%	
2024/6/7	开源	开源 Qwen2	文本模型
2024/9/2	开源	开源 Qwen2-VL	视觉模型
2024/9/19	价格调整	阿里大型模型第二次降价，最高降幅达 85%	
2024/11/20	产品发布	发布 Qwen2.5-Turbo	文本模型
2024/12/25	产品发布	发布开源视觉推理模型 QVQ-72B-Preview	视觉模型
2024/12/31	价格调整	阿里大型模型第三次降价，降幅超过 80%	
2025/1/9	产品发布	发布万相 2.1 视频生成模型	视觉模型
2025/1/29	产品发布	发布 Qwen2.5-Max	文本模型
2025/2/9	模型整合	百炼平台整合 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1	
2025/2/25	开源	开源万相 2.1	视觉模型
2025/3/6	开源	开源推理模型 QwQ-32B	推理模型
2025/3/27	开源	开源全模态模型 Qwen2.5-Omni-7B	全模态模型
2025/4/29	产品发布	发布 Qwen3	
2025/6/6	产品发布	发布 Qwen3-Embedding 系列模型	文本表征与排序模型
2025/6/16	开源	开源 Qwen3 全系列 32 款 MLX 量化模型	

资料来源：通义千问、国信证券经济研究所整理及预测

◆ AIDC

预计收入同比+19%，经调整 EBITA 率-6%，同比亏损大幅减少，公司受关税影响相对较小，一定程度上牺牲增速以确保盈利能力提升。

◆ 投资建议

公司短期加大即时零售布局对利润端造成压力，但长期来看有利于电商用户粘性和购买频次提升，重塑淘宝用户心智。我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10623/11490/12174 亿元，调整幅度为 +1.0%/+2.2%/+0.8%，主要考虑闪购业务单量快速增长带来的收入增加；调整公司 FY2026-FY2028 经调净利预测至 1388/1718/1954 亿元，调整幅度为 -16.8%/-5.7%/-2.9%，主要反映闪购投入力度加大对利润端带来的负面影响。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 13 倍，继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

《阿里巴巴-SW（09988.HK）-4QFY25 财报点评：CMR 增长超预期，云收入继续加速》——2025-05-18

《阿里巴巴-W（09988.HK）-4QFY25 前瞻：淘天保持货币化率提升，云收入加速》——2025-04-15

《阿里巴巴-SW（09988.HK）-3QFY25 财报点评：云业务加速明显，坚定投入助力阿里开启 AI 增长新阶段》——2025-02-23

《阿里巴巴-SW（09988.HK）-3QFY25 前瞻：淘天货币化率企稳回升，公司持续收缩非核心业务》——2025-01-12

《阿里巴巴-W（09988.HK）-2QFY25 财报点评：测算淘天 GMV yoy+2%，淘天以外业务降本增效成效显著》——2024-11-17

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
现金及现金等价物	248125	346566	422210	557690	营业收入	996347	1062275	1148991	1217433
应收款项	98194	104692	113238	119983	营业成本	598285	631552	682100	721489
存货净额	25460	23808	24998	25581	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384935	409373	433906	销售费用	144021	193992	186189	187926
流动资产合计	752864	860001	969819	1137160	管理费用	114894	167544	164064	159951
固定资产	185161	229628	284509	320441	财务费用	(11163)	16989	17911	(11163)
无形资产及其他	363556	302963	252469	210391	投资收益	5966	5966	5966	5966
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	资产减值及公允价值变动	(6336)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	17652	27634	(6484)	(13128)
资产总计	1764829	1826796	1911957	2044109	营业利润	167592	85798	98209	152068
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(6171)	3387	3387	3387
应付款项	17002	15899	16694	17083	利润总额	161421	89185	101596	155455
其他流动负债	375504	381930	394030	402806	所得税费用	35445	13378	15239	18454
流动负债合计	421507	428280	442697	453461	少数股东损益	(4133)	853	(942)	(10099)
长期借款及应付债券	141775	127898	119021	110144	经调整归属于母公司净利润	158122	138817	171771	195420
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	210110	194497	178884	现金流量表(百万元)				
负债合计	652230	638390	637194	632345	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
少数股东权益	115327	116180	115238	105139	净利润	158122	138817	171771	195420
股东权益	997272	1072226	1159525	1306625	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1764829	1826796	1911957	2044109	折旧摊销	(14295)	106680	117862	134507
关键财务与估值指标					公允价值变动损失	6336	0	0	0
FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E		财务费用	(11163)	16989	17911	(11163)
经调整每股收益	8.32	7.30	9.04	10.28	营运资本变动	(1331)	(10109)	(8641)	(8895)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(32785)	(63009)	(85415)	(58419)
每股净资产	52.47	56.41	61.00	68.74	经营活动现金流	116047	172379	195577	262613
ROIC	12%	12%	15%	19%	资本开支	25005	(90555)	(122249)	(128361)
ROE	13%	7%	8%	11%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
毛利率	40%	41%	41%	41%	投资活动现金流	62529	(61511)	(112579)	(119854)
EBIT Margin	18%	8%	9%	8%	权益性融资	0	0	0	0
EBITA Margin	17%	18%	19%	19%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
收入增长	6%	7%	8%	6%	支付股利	0	0	0	0
经调净利润增长率	0%	-12%	24%	14%	其它融资现金流	(91157)	1450	1523	1599
资产负债率	43%	41%	39%	36%	融资活动现金流	(123537)	(12427)	(7354)	(7278)
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	55039	98441	75644	135480
调整后 P/E	11.8	13.4	10.9	9.5	货币资金的期初余额	193086	248125	346566	422210
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	248125	346566	422210	557690
EV/EBITDA	9	8	7	6	企业自由现金流	150206	77155	71771	83367
					权益自由现金流	60447	59164	58070	94803

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032