

# 阿里巴巴-W (09988)

证券研究报告  
2025年08月04日

## FY26Q1 业绩前瞻：预计云业务维持高增速，闪购补贴或影响利润

**业绩前瞻：**我们预计 FY26Q1 阿里巴巴收入为 2660 亿元，yoy+9.4%；预计公司经调整 EBITA 353 亿元，yoy-21.7%，EBITA Margin 13.3%；预计 Non-GAAP 净利润 317 亿元，yoy-22.7%。

**淘天集团：**预计收入端稳健增长，利润端或受补贴影响下滑。我们预计 FY26Q1 淘天集团收入 yoy+6.9%，经调整 EBITA yoy-3.2%。**CY25Q2 整体居民零售消费保持恢复**，4 月/5 月/6 月社会消费品零售总额同比变动为 5.1%/6.4%/4.8%；4 月/5 月/6 月线上实物商品零售总额同比变动 0.2%/-2.9%/0.0%。**618 GMV 同比增长**。天猫 618 全周期剔除退款后 GMV 同比增长了 10%，购买用户数双位数增长。天猫 618 全周期内 453 个品牌成交破亿，同比增长 24%。直播方面，截至 6 月 18 日 24 点，淘宝直播 81 个直播间成交破亿，店播破千万直播间的数量同比增长 21%。

**本地生活：**淘宝闪购推动 500 亿补贴计划，单量创新高。我们预计 FY26Q1 本地生活收入 yoy+13.0%。7 月 2 日起，淘宝闪购将在 12 个月内直补消费者及商家共 500 亿，主要通过发放大额红包、免单卡、官方补贴一口价商品等方式，同时上线店铺补贴、商品补贴、配送补贴、免佣减佣等措施。7 月 14 日，淘宝闪购联合饿了么宣布，日订单量突破 8000 万创新高（不含自提及 0 元购）。淘宝闪购日活跃用户数在突破 2 亿基础上环比净增 15%。

**云智能：**模型持续迭代，云基础设施市场规模继续增长，阿里云市场份额领先。我们预计 FY26Q1 云业务收入 yoy+19.8%，经调整 EBITA yoy+15.7%。4 月，阿里巴巴开源通义千问模型 Qwen3，旗舰模型 Qwen3-235B-A22B 在代码、数学、通用能力等基准测试中，与一众顶级模型相比，表现出极具竞争力的结果。根据 Canalys 数据，CY25Q1 中国大陆在云基础设施服务上的支出达 116 亿美元，同比增长 16%，AI 相关需求成为推动企业向云端迁移的主要动力。CY25Q1 阿里云在中国大陆云服务市场份额为 33%，排名第一。

**国际电商：**我们预计 FY26Q1 国际商业收入 yoy+21.9%，经调整 EBITA yoy+51.8%。AIDC 在全球多个地区有业务布局，战略重点在部分欧洲市场和中东海湾地区等关键区域。速卖通和 Trendyol 在不同市场采用不同的商业模式，与当地商家和合作伙伴开展合作，持续拓展其产品供应。

**投资建议：**我们预计 FY26Q1 季度公司收入稳健增长，利润端或受闪购补贴影响。本季度海外科技大厂资本支出超预期，我们认为 AI 需求依旧强劲，我们预计公司本季度云业务维持高增速。我们预计阿里巴巴 FY 2026-2028 年收入为 10809/11057/11798 亿元（前值为 10353/11057/11798 亿元）；鉴于公司 7 月 2 日开启 500 亿闪购补贴计划，本地生活竞争或加剧，我们预计 FY2026-2028 年 Non-GAAP 净利润为 1382/1859/1957 亿元（前值 1807/1859/1957 亿元），维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行、疫情反复，消费疲软；政策监管风险；电商行业竞争加剧；新业务发展不及预期

### 投资评级

行业	非必需性消费/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	116.9 港元
目标价格	港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	19,078.70
港股总市值(百万港元)	2,230,300.44
每股净资产(港元)	57.60
资产负债率(%)	39.58
一年内最高/最低(港元)	145.90/72.80

### 作者

<b>孔蓉</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
<b>杨雨辰</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001	
yuchenyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《阿里巴巴-W-公司点评:云业务收入加速增长，全站推驱动 CMR 增长》2025-05-21
- 《阿里巴巴-W-公司深度研究:三问：空间几何？今年产生哪些重要变化？远期有哪些看点？》2025-04-09
- 《阿里巴巴-W-公司点评:淘天业务稳健增长，Capex 大超预期》2025-03-04

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com