

阿里巴巴-SW(09988.HK) FY2026Q1 云收入增长加快，看好电商闪购生态协同

2025 年 08 月 31 日

——港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张可（分析师）

荀月（分析师）

zhangke1@kysec.cn

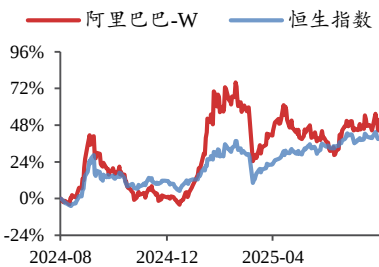
xunyue@kysec.cn

证书编号：S0790523070001

证书编号：S0790524110001

日期	2025/8/29
当前股价(港元)	115.70
一年最高最低(港元)	145.90/77.350
总市值(亿港元)	22,068.48
流通市值(亿港元)	22,068.48
总股本(亿股)	190.74
流通港股(亿股)	190.74
近 3 个月换手率(%)	30.11

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《短期闪购加大投入利润或承压，看好长期生态协同 ——港股公司信息更新报告》-2025.7.4

《电商盈利超预期改善，全面布局 AI 驱动价值重估 ——港股公司信息更新报告》-2025.2.21

《FY2025Q2 业绩符合预期，关注电商竞争格局 ——港股公司信息更新报告》-2024.11.18

● 短期加大闪购投入，云收入增长提速，看好长期生态协同

淘天短期加大闪购投入，但用户流量增长显著及电商技术服务费贡献收入增量，积极投入 AI 基础设施建设有望驱动云业务增长提速，我们下调 FY2026-2028 年调整后净利润预测至 1405/1629/1898 亿元（前值 1631/1828/2028 亿元），对应同比增速-11.1%/+15.9%/+16.5%，对应摊薄后 EPS 为 7.6/9.1/10.9 元，当前股价对应 13.8/11.6/9.7 倍 PE，中长期淘天用户、供应链及物流优势有望抢占即时零售份额，规模稳定后效率有望改善，维持“买入”评级。

● FY2026Q1 业绩小幅低于预期，主要源于闪购投入，CMR 及云表现好于预期

FY2026Q1 阿里巴巴收入 2476.5 亿元，YOY+2%，non-GAAP 净利润 335 亿元，YOY-18%，略低于彭博一致预期（收入 2531.7 亿元、利润 373 亿元）。（1）中国电商集团：客户管理收入 YOY+10%，技术服务费贡献增量及全站推渗透率提升；闪购带动 8 月前三周淘宝 APP 月活跃消费者 YOY+25%。经调整 EBITA YOY-21%，源于闪购补贴及电商用户体验及营商环境持续投入。（2）国际数字商业：收入 YOY+19%，经调整 EBITA 率-0.2%，同比收窄 12.5pct。（3）云智能集团：收入 YOY+26%，经调整 EBITA 率 8.8%，增长提速部分对冲 capex 影响。

● 淘天货币化率持续改善，关注闪购协同效率，云业务份额有望持续扩大

（1）中国电商：短期淘天闪购加大投入单量有望持续增长并带动主站流量增长，未来订单密度持续提升单均亏损有望改善并降低电商买量成本；淘宝高线用户、商户、履约体系优势有望复用至即时零售及到店业务，关注履约稳定性、商家供给及履约能力建设。（2）国际电商：B2B 业务稳健增长，B2C 业务持续改善，FY2026 有望实现单季盈亏平衡；（3）AI：围绕 AI 战略核心加大投入 AI 和云计算的基础设施建设，按计划推进 3 年 3800 亿资本开支投入。（4）股东回报：剩余回购规模 193 亿美金（约为当前市值的 6%，有效期至 2027 年 3 月）。

● 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济不及预期、组织调整不及预期、监管变动。

财务摘要和估值指标

指标	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	996,347	941,168	1,081,043	1,206,945	1,355,618
YOY(%)	5.9	8.3	8.5	11.6	12.3
Non-GAAP 净利润(百万元)	157,479	158,122	140,536	162,938	189,787
YOY(%)	0.4	11.4	-11.1	15.9	16.5
毛利率(%)	37.7	40.0	41.7	41.9	42.0
净利率(%)	16.7	15.9	13.0	13.5	14.0
ROE(%)	11.1	12.3	9.2	9.7	10.1
EPS(摊薄/元)	8.1	8.1	7.6	9.1	10.9
P/E(倍)	13.1	12.9	13.8	11.6	9.7
P/B(倍)	1.7	1.9	1.8	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所（2025 年 8 月 30 日，1HKD=0.9116RMB）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn