

阿里巴巴-W (09988.HK)

即时零售打造协同，阿里云望持续提速

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
08月29日收盘价(港元)	115.70
总市值(百万港元)	2,214,729.40
总股本(百万股)	19,142.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	84.72

股价走势



阿里巴巴发布 2025 年 6 季度业绩。阿里巴巴 FY2026Q1 财季（截至 2025 年 6 季度）录得总收入 2476.52 亿元，同比增长 2%。本季 non-GAAP 归母净利润约 353 亿元，同比减少 12%。

按业务条线看：1) 中国电商录得 1401 亿元收入，同比增长 10%；经调整 EBITA 约 384 亿元，同比下降 21%。其中，即时零售收入 148 亿元，同比增长 12%，主要来自“淘宝闪购”订单增长。电商收入 1186 亿元，同比增长 9%，主要来自 take rate 提升、物流收入增长。2) 国际商业录得 347 亿元收入，同比增长 19%；经调整 EBITA 亏损约 0.6 亿元，同比收窄 98%。3) 阿里云录得 334 亿元收入，同比增长 26%；经调整 EBITA 约 30 亿元，同比增长 26%。4) 所有其他业务录得 586 亿元收入，同比下降 28%；经调整 EBITA 亏损 14 亿元，同比扩大 31%。

即时零售：投入带来更强业务协同。 1) 订单：即时零售 8 月周均日单量约 8000 万单，峰值日订单达 1.2 亿单。2) 用户：8 月 MAC 人数达 3 亿，较 4 月之前增长 200%。3) 商家：商家快速增加，高品质商家供给业内领先。4) 骑手：日活跃骑手数超过 200 万，创造了超过百万新增就业。5) 与电商协同：驱动淘宝 APP 8 月日活增长 20%、降低了营销费用投入。6) UE：未来通过用户复购、订单结构优化、履约效率优化等提升 UE。我们认为，虽然短期 9 季度即时零售或有更大投入，但长期有望打通从近场消费辐射远场的路径，巩固阿里大消费生态的规模和经营效益。

阿里云：收入加速增长，AI 产品需求旺盛。 本季度阿里云收入同比增长 26%至 334 亿元。其中，AI 相关产品收入连续 8 个季度实现三位数同比增长、占外部收入比重超 20%。

本季阿里资本开支约 387 亿人民币，超出 Bloomberg 约 292 亿元的预期。公司表示虽然芯片供给政策时有变化，但是公司将时刻准备好应对方案。公司有信心继续落实在 AI 和云的投入上达到三年 3800 亿人民币的计划。

重申“买入”评级。 我们看好阿里对 1) 消费平台、2) AI+云技术平台的打造。我们预计公司 2026-2028 财年收入为 10554/11152/11673 亿元；non-GAAP 归母净利 1294/1720/2168 亿元。基于国内电商 10x 2026e P/E、云计算 40x 2026e P/E、国际商业 2.5x 2026e P/S、其他业务 2x 2026e P/S，我们给予公司 (9988.HK) 170 港元/(BABA.N) 175 美元目标价，重申“买入”评级。

风险提示： 电商需求不及预期、模型进展不及预期、阿里云变现不及预期。

作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：电商和云增长提速，AI 投入坚定不改》 2025-05-19
- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：重写中国 AI 叙事》 2025-02-23
- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：变现提速待推进、淘天仍处投入期》 2024-11-19

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,055,356	1,115,161	1,167,262
增长率 yoy (%)	8%	6%	6%	6%	5%
Non-GAAP 归母净利(百万元)	158,359	157,940	129,404	171,962	216,762
增长率 yoy (%)	10%	0%	-18%	33%	26%
EPS 最新摊薄(元/股)	7.8	8.2	6.8	9.0	11.3
净资产收益率(%)	8%	13%	12%	14%	16%
P/E(倍)	13.6	12.9	15.7	11.8	9.3
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价，年度为财年口径，利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
流动资产	752,864	674,049	619,862	611,779	628,717
现金	248,125	145,487	123,107	102,889	109,255
应收账款	143,536	202,175	214,149	226,284	236,856
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	361,203	326,387	282,606	282,606	282,606
非流动资产	1,011,965	1,130,178	1,230,469	1,336,544	1,447,809
长期投资	220,942	356,818	395,812	434,806	473,800
固定资产	185,161	203,348	262,116	324,596	391,589
无形资产	26,950	20,911	14,677	10,448	7,542
其他非流动资产	578,912	549,101	557,864	566,694	574,879
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,850,332	1,948,323	2,076,526
流动负债	421,507	435,346	457,894	469,236	466,003
短期借款	12,749	22,562	31,672	40,782	49,892
应付账款	297,883	332,537	343,684	345,536	335,297
其他流动负债	110,875	80,247	82,538	82,918	80,814
非流动负债	230,723	278,775	278,775	278,775	278,775
长期借款	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他非流动负债	175,037	193,032	193,032	193,032	193,032
负债合计	652,230	714,121	736,669	748,011	744,778
少数股东权益	115,327	68,535	71,471	74,407	77,343
法定储备	14,733	15,936	15,936	15,936	15,936
资本公积	397,999	381,379	314,534	248,290	182,850
未分配利润	597,897	645,478	732,944	882,901	1,076,842
归属母公司股东权益	997,272	1,021,571	1,042,192	1,125,905	1,254,406
负债和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,850,332	1,948,323	2,076,526

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
经营活动现金流	182,593	163,509	148,291	170,807	207,392
净利润	71,332	125,976	123,828	152,893	196,877
折旧摊销	44,504	42,459	43,438	47,721	51,886
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	23,490	-29,253	-28,652	-28,652	-28,652
营运资金变动	-13,749	-23,988	-3,477	-14,911	-27,279
其他经营现金流	57,016	48,315	13,155	13,756	14,560
投资活动现金流	-21,824	-185,415	-110,136	-120,136	-130,136
资本支出	-32,087	-85,972	-95,972	-105,972	-115,972
长期投资	-2,260	-2,302	-3,822	-3,822	-3,822
其他投资现金流	12,523	-97,141	-10,342	-10,342	-10,342
筹资活动现金流	-108,244	-76,215	-104,316	-70,890	-70,890
新增短期借款	20,570	52,788	52,788	52,788	52,788
偿还短期借款	-13,092	-43,678	-43,678	-43,678	-43,678
发行股份所得	843	10	0	0	0
回购股份	-88,745	-86,662	-80,000	-80,000	-80,000
其他筹资现金流	-27,820	1,327	-33,426	0	0
现金净增加额	56,914	-97,156	-66,161	-20,219	6,366

利润表 (百万元)

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
营业收入	941,168	996,347	1,055,356	1,115,161	1,167,262
营业成本	586,323	598,285	618,340	621,672	603,250
研发费用	52,256	57,151	61,785	64,607	68,381
销售费用	115,141	144,021	215,276	217,096	229,778
管理费用	41,985	44,239	30,470	31,862	33,723
无形资产摊销	21,592	6,336	3,324	3,476	3,679
资产减值损失	-10,521	-6,171	0	0	0
营业利润	113,350	140,144	126,161	176,448	228,451
其他损益	-3,807	24,146	21,538	4,479	4,670
利息费用	7,947	9,596	10,045	10,493	10,942
利润总额	101,596	154,694	137,654	170,433	222,179
所得税	22,529	35,445	22,000	25,565	33,327
权益法投资损益	-7,735	5,966	5,089	5,089	5,089
净利润	71,332	125,215	120,743	149,957	193,941
少数股东及其他亏损	-8,409	-3,494	-2,936	-2,936	-2,936
归属母公司净利润	79,741	128,709	123,679	152,893	196,877
调整后 EBITA	165,028	173,065	157,702	197,100	234,795
Non-GAAP 归母净利润	158,359	157,940	129,404	171,962	216,762
EPS (元/股)	7.8	8.2	6.8	9.0	11.3

主要财务比率

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
成长能力					
营业收入 (%)	8	6	6	6	5
营业利润 (%)	13	24	-10	40	29
归属于母公司净利润 (%)	10	0	-18	33	26
获利能力					
毛利率 (%)	38	40	41	44	48
净利率 (%)	17	16	12	15	19
ROE (%)	8	13	12	14	16
ROIC (%)	8	9	9	11	13
偿债能力					
资产负债率 (%)	37	40	40	38	36
净负债比率 (%)	-9	5	8	10	9
流动比率	2	2	1	1	1
速动比率	2	2	1	1	1
营运能力					
总资产周转率	1	1	1	1	1
应收账款周转率	7	6	5	5	5
应付账款周转率	109	116	106	107	104
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	7.8	8.2	6.8	9.0	11.3
每股经营现金流(摊薄)	9.0	8.5	7.7	8.9	10.8
每股净资产 (最新摊薄)	49.0	52.9	54.4	58.8	65.5
估值比率					
P/E	13.6	12.9	15.7	11.8	9.3
P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6
P/S	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价, 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表1: 阿里巴巴财务预测: 年度

财年	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
收入 (百万元)	941,168	996,347	1,055,356	1,115,161	1,167,262
1、中国电商集团		508,410	549,811	576,830	602,060
2、阿里国际数字商业集团	102,598	132,300	154,923	175,316	191,493
3、云智能集团	106,432	118,028	150,311	190,399	226,018
4、所有其他		338,330	276,943	249,249	224,324
收入增速	8%	6%	6%	6%	5%
1、中国电商集团			8%	5%	4%
2、阿里国际数字商业集团	46%	29%	17%	13%	9%
3、云智能集团	3%	11%	27%	27%	19%
4、所有其他			-18%	-10%	-10%
调整后 EBITA (百万元)	165,028	173,065	120,967	163,999	228,317
1、中国电商集团		190,712	116,563	149,774	204,497
2、阿里国际数字商业集团	-8,035	-15,137	-21	676	1,502
3、云智能集团	6,121	10,556	13,882	19,480	25,373
4、所有其他		-6,957	-5,356	-1,830	1,045
调整后 EBITA 利润率	18%	17%	11%	15%	20%
1、中国电商集团		38%	21%	26%	34%
2、阿里国际数字商业集团	-7%	9%	9%	10%	11%
3、云智能集团	4%	-2%	-2%	-1%	0%
4、所有其他		16%	11%	14%	19%
non-GAAP 归母净利润 (百万元)	158,359	157,940	129,404	171,962	216,762
non-GAAP 归母净利润率	17%	16%	12%	15%	19%
non-GAAP EPS	8	8	7	9	11

资料来源: wind, 国盛证券研究所。备注: 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径。因口径重述, 部分业务类别暂无过往数据。

图表2: 阿里巴巴财务预测: 季度

财季	25Q1 财季	25Q2 财季	25Q3 财季	25Q4 财季	26Q1 财季	26Q2 财季 e	26Q3 财季 e	26Q4 财季 e
收入 (百万元)	243,236	236,503	280,154	236,454	247,652	247,611	303,886	256,207
1、中国电商集团	127,670	114,261	151,128	115,351	140,072	123,997	162,967	122,775
2、阿里国际数字商业集团	29,293	31,672	37,756	33,579	34,741	37,246	44,090	38,846
3、云智能集团	26,549	29,610	31,742	30,127	33,398	37,545	40,566	38,803
4、所有其他	81,354	84,977	88,732	83,267	58,599	67,982	75,422	74,940
收入增速	4%	5%	8%	7%	2%	5%	8%	8%
1、中国电商集团					10%	9%	8%	6%
2、阿里国际数字商业集团	32%	29%	32%	22%	19%	18%	17%	16%
3、云智能集团	6%	7%	13%	18%	26%	27%	28%	29%
4、所有其他					-28%	-20%	-15%	-10%
调整后 EBITA (百万元)	45,035	40,561	54,853	32,616	38,844	17,046	35,226	29,852
1、中国电商集团	48,753	43,782	59,894	38,283	38,389	16,120	33,816	28,238
2、阿里国际数字商业集团	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-59	-26	13	51
3、云智能集团	2,337	2,661	3,138	2,420	2,954	3,415	3,791	3,723
4、所有其他	-1,077	-1,288	-2,637	-1,955	-1,415	-1,438	-1,369	-1,135
调整后 EBITA 利润率	19%	17%	20%	14%	16%	7%	12%	12%
1、中国电商集团	38%	38%	40%	33%	27%	13%	21%	23%
2、阿里国际数字商业集团	-12.7%	-9.2%	-13.1%	-10.6%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%
3、云智能集团	8.8%	9.0%	9.9%	8.0%	8.8%	9.1%	9.3%	9.6%
4、所有其他	-1.3%	-1.5%	-3.0%	-2.3%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.5%
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利 (百万元)	40,265	36,363	51,332	29,980	35,291	18,327	39,880	35,906
阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利率	17%	15%	18%	13%	14%	7%	13%	14%
non-GAAPEPS	2	2	3	2	2	1	2	2

资料来源: wind, 国盛证券研究所。备注: 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径。因口径重述, 部分业务类别暂无过往数据。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com