

阿里巴巴-W (09988.HK) 25Q2 财报点评

强烈推荐 (维持)

云业务增速及 capex 超预期, 即时零售业务快速成长

阿里巴巴发布 FY2026Q1 业绩, 本季度集团实现营业收入 2477 亿元/+2%, Non-gaap 净利润 335 亿元/-18%。本季度电商货币化率持续稳步提升, 外卖快速成长规模逐步领先行业, 看好即时零售业务未来广阔发展空间及盈利能力改善潜力; 云业务收入、利润及 capex 均超预期, 未来季度收入增速有望保持上升通道, 看好阿里巴巴电商主业稳固竞争力、外卖业务成长空间、以及云与 AI 业务长期增长潜力, 维持“强烈推荐”评级。

□ **电商: 全站推驱动货币化率持续稳健增长, CMR 增势有望持续。** FY2026Q1 阿里中国电商集团(整合淘天集团、饿了么、飞猪)实现收入 1400.7 亿元/+10%, 客户管理收入为 711 亿元/+10%, 全站推广渗透率持续提升及增收基础软件服务费驱动下货币化率同比继续提升, 后续季度预计在全站推工具继续推动以及即时零售业务对电商主站交叉销售的驱动下, 预计 CMR 有望保持当前稳健增势。利润端, 阿里中国电商集团经调整 EBITA 为 383.9 亿元, 同比-21%, 主要源于外卖即时零售新业务的高速发展投入, 剔除闪购投入影响电商主业 EBITA 维持同比正增长, 长期看电商货币化水平稳步提升以及外卖业务对传统销售费用的长期有效替代下, 电商盈利能力有望保持稳健。

□ **外卖即时零售: 快速成长表现超预期, 看好未来发展空间及盈利改善潜力。** 本季度淘宝闪购上线以来实现多维度的快速发展, 日均订单峰值达 1.2 亿单, 8 月周日均订单达 8000 万单; 月度交易用户达 3 亿人, 相比 4 月增长 200%; 日均活跃骑手数达 200 万人, 相比 4 月增长 3 倍。在对电商业务的协同拉动方面, 用户侧淘宝闪购带动淘宝 APP 8 月 DAU 增长 20%, 此外在 GMV、CMR 方面也逐步显现正向驱动效果。亏损方面, 未来外卖及闪购业务是 UE 改善空间大, 包括老客占比逐步提升、高价值订单占比提升、规模效应带动的履约效率及成本优化等, 公司预计短期内在保持消费者当前优惠投入的情况下, UE 亏损可以缩减一半, 长期有信心实现效率领先行业的水平, 综合考虑电商协同收益, 预计在长期保持价格竞争力前提下, 闪购对平台整体产生正向经济效益。

□ **云与 AI: 收入、盈利及 capex 均超预期, 未来季度增速有望维持上升通道。** FY2026Q1 云智能集团实现收入 334 亿元/+26%, 高于一致预期的 20%, AI 收入已经占外部商业化收入的比例已经超过 20%。经调整 EBITA 为 30 亿元/+26% (一致预期+10.7%), EBITA margin 8.8%; FY26Q1 资本开支 386 亿元, 高于一致预期的 292 亿。伴随阿里云客户 AI 需求的持续高速增长, 预计未来几个季度阿里云收入增速有望维持上升通道。

□ **投资建议: 看好阿里巴巴电商主业稳固竞争力、外卖业务成长空间、以及云与 AI 业务长期增长潜力, 考虑到公司短期加大外卖即时零售新业务投入, 预计 FY2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 1242/1701/2210 亿元, 给予 2026 财年电商主业净利润 12 倍 PE、云业务 5 倍 PS 并从市值中扣除闪购亏损, 对应目标价 150 港元/股, 维持“强烈推荐”评级。**

□ **风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧; 外卖投入超预期。**

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营收入(百万元)	941168	996347	1085959	1194555	1314010
同比增长	8%	6%	9%	10%	10%
经调整 EBITA(百万元)	165028	173065	136046	186338	242149
同比增长	12%	5%	-21%	37%	30%
NON-GAAP 归母净利润(百万)	158359	157940	124156	170053	220986
同比增长	10%	0%	-21%	37%	30%
每股收益(元)	8.13	8.31	6.53	8.95	11.63
PE (Non-GAAP)	12.7	12.8	16.2	11.8	9.1

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业
目标估值: 150.00 港元
当前股价: 115.7 港元

基础数据

总股本(百万股)	19079
港股股(百万股)	19079
总市值(十亿港元)	2207.4
港股市值(十亿港元)	2207.4
每股净资产(港元)	53.1
ROE (TTM)	12.8
资产负债率	41.3%
主要股东	JPMorgan Chase & Co.
主要股东持股比例	6.0019%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	17.6	20.0
相对表现	6.0	2.4	-9.8

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《阿里巴巴-SW (09988) FY25Q4 财报点评—电商 CMR 及利润超预期, 云业务收入增长稳步加速》2025-05-16
- 《阿里巴巴-W (09988) 阿里云深度报告: 云计算王者, AI 时代强者更强》2025-03-06
- 《阿里巴巴-W (09988) FY25Q3 业绩点评—淘天与云收入及利润均大超预期, AI 投入大幅提升》2025-02-21

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
胡馨媛 S1090525060001
huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	752864	674049	644255	689777	720201
现金及现金等价物	248125	145487	93572	112286	113222
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	322904	282606	282606	282606	282606
应收账款及票据	30686	0	0	0	0
其它应收款	67508	202175	220359	242395	266634
存货	25460	0	0	0	0
其他流动资产	58181	43781	47719	52491	57740
非流动资产	1011965	1130178	1232309	1324713	1408316
长期投资	424073	566987	566987	566987	566987
固定资产	185161	203348	305479	397883	481486
无形资产	363556	276412	276412	276412	276412
其他	39175	83431	83431	83431	83431
资产总计	1764829	1804227	1876564	2014490	2128517
流动负债	421507	435346	639404	749143	831419
应付账款	0	0	0	0	0
应交税金	17002	11638	11638	11638	11638
短期借款	29001	22562	176327	240921	273539
其他	375504	401146	451439	496583	546242
长期负债	230723	278775	278775	278775	278775
长期借款	141775	208141	208141	208141	208141
其他	88948	70634	70634	70634	70634
负债合计	652230	714121	918179	1027918	1110194
储备	999514	997271	1021570	902295	943191
少数股东权益	115327	68535	56088	43380	30386
归属于母公司所有者	997272	1021571	902296	943192	987938
负债及权益合计	1764829	1804227	1876564	2014490	2128517

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	182593	163509	104202	110403	126572
净利润	80009	130109	49036	55607	61428
折旧与摊销	44504	42459	25441	35168	43968
营运资本变动	(13749)	(23988)	28172	18336	20170
其他非现金调整	71829	14929	1553	1292	1005
投资活动现金流	(21824)	(185415)	(132572)	(132572)	(132572)
资本性支出	(32929)	(85972)	(130000)	(130000)	(130000)
出售固定资产收到的现金	373	2428	2428	2428	2428
投资增减	113501	57557	(10000)	(10000)	(10000)
其它	(65239)	(131100)	5000	5000	5000
筹资活动现金流	(108244)	(76215)	(23546)	40883	6936
债务增减	2465	64534	153765	64594	32618
股本增减	(87902)	(86652)	0	0	0
股利支付	17946	29077	168311	14711	16682
其它筹资	(4861)	(25020)	(9000)	(9000)	(9000)
其它调整	(35892)	(58154)	(336622)	(29422)	(33364)
汇率调整	4389	965	0	0	0
现金净增加额	56914	(97156)	(51915)	18714	936

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	941168	996347	1085959	1194555	1314010
主营收入	941168	996347	1085959	1194555	1314010
营业成本	586323	598285	673294	740624	814686
毛利	354845	398062	412664	453931	499324
营业支出	230974	251747	347487	382236	420460
经调整 BBITA	165028	173065	136046	186338	242149
营业利润	123871	146315	65177	71695	78864
利息支出	7947	9596	9000	9000	9000
利息收入	(9964)	20759	0	0	0
权益性投资损益	(7735)	5966	0	0	0
其他非经营性损益	6157	4148	5000	5000	5000
非经常项目损益	(10521)	(6171)	0	0	0
除税前利润	93861	161421	61177	67695	74864
所得税	22529	35445	13949	15435	17070
少数股东损益	(8677)	(4133)	(2447)	(2708)	(2995)
归属普通股股东净利润	79741	129470	49036	55607	61428
经调整净利润	158359	157940	124156	170053	220986

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	8%	6%	9%	10%	10%
营业利润	20%	18%	-55%	10%	10%
净利润	10%	63%	-62%	11%	11%
获利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	38.0%	38.0%	38.0%
净利率	8.5%	13.1%	4.6%	4.6%	4.6%
ROE	8.0%	12.7%	5.4%	5.9%	6.2%
ROIC	6.8%	10.4%	4.0%	4.1%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	39.6%	48.9%	51.0%	52.2%
净负债比率	9.7%	12.8%	20.5%	22.3%	22.6%
流动比率	1.8	1.5	1.0	0.9	0.9
速动比率	1.7	1.5	1.0	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	46.1	47.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转率	8.0	6.6	5.1	5.2	5.2
应付帐款周转率	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
每股资料 (元)					
每股收益	8.13	8.31	6.53	8.95	11.63
每股经营现金	8.34	7.47	4.92	5.21	5.97
每股净资产	45.57	46.68	42.59	44.52	46.63
估值比率					
PE	12.7	12.8	16.2	11.8	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。