

互联网电商

2025年09月01日

阿里巴巴 (BABA)

——战略投入 AI 和即时零售，云加速渗透增长超预期

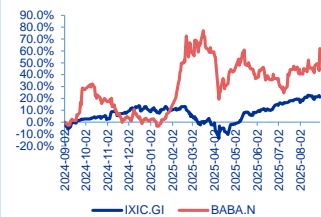
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年8月29日

收盘价 (美元)	135
纳斯达克指数	21455.55
52周最高/最低 (美元)	145.96/78.73
美股市值 (亿美元)	3219
流通股 (亿股)	1.91
汇率 (美元/人民币)	7.13

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《阿里巴巴 (BABA) 点评：投入闪电加码即时零售，AI 驱动云智能加速》
2025/07/10

《阿里巴巴 (BABA) 点评：电商和即时零售表现超预期，云+AI 加速成长》
2025/05/16

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 据公司公告，阿里巴巴 1QFY26 营收为 2477 亿元，同比+2%，若不考虑高鑫零售和银泰的已处置业务收入，同口径收入同比增长 10%，经调整 EBITA 同比-14%至人民币 388 亿元，Non-GAAP 净利润为 335 亿元，同比-18%，业绩符合预期。
- 全站推渗透率提升持续驱动货币化率，淘天 CMR 延续增势。构筑大消费平台，积极加大即时零售投入，中国电商集团经调整 EBITA 承压下滑。据公司公告，公司整合飞猪、饿了么组成中国电商集团，实现收入 1401 亿元，同比增长 10%，经调整 EBITA 384 亿元，同比下滑 21%。淘天 Q2 GMV 健康增长，据易观数字商业，618 期间 GMV 增长强劲达 9.2%。收取 0.6%技术服务费的加持以及“全站推”渗透率的提升驱动货币化率继续增长，客户管理收入保持快速增长，FY1Q26 淘天客户管理收入增速提高至 10%达 893 亿元（市场一致预期为 9%）。即时需求空间广阔，集团开启新一轮 500 亿投入发力即时零售，扩充餐饮、日用品、电子产品等多品类即时配送需求。7 月淘宝闪购日订单突破 8000 万单，远近场电商场景结合，带动用户活跃度及流量转化效率提升，8 月前三周淘宝 APP 月活同比增长 25%。平台加大投入下，集团经调整 EBITA 实现 384 亿元，同比增长-21%。但我们认为，基于深厚的十亿用户池，公司聚焦构建大消费闭环，整合消费业务供应链、用户及会员权益，看好阿里消费生态的跨场景流量协同，进一步延展平台用户生命周期和客户价值。
- AI 需求高速增长，云智能加速渗透，云业务收入和 Capex 支出增长超预期，EBITA 利润率稳中有升，持续推动千问大模型能力提升，原生 AI 应用升级，外部 AI 应用落地支持产业技术变革。据公司公告，FY1Q26，云智能集团收入为 334 亿元，同比增长 26%，AI 相关产品收入连续八个季度三位数增长。FY1Q26 公司实现经调整 EBITA 29.5 亿元，同比增长 26%，经调整 EBITA 利润率提升至 8.8%（市场一致预期 8.1%）。25 年 7 月，通义千问 3 正式推出并快速崛起，据全球知名 AI 模型聚合平台 OpenRouter，通义千问 3 发布仅三周已在 OpenRouter 编程市场占据 20.7%份额，持续抢占国际 AI 厂商份额，在全球竞争展现崛起势头，创下全球开源模型最佳性能表现。原生 AI 应用快速发展，高德地图全面 AI 化，夸克首个 AI 自研眼镜推出，钉钉打造全球首个 agent 驱动的工作应用形态，同时外部 AI 应用落地提速，支持新一轮技术变革。公司将坚定投入 AI 战略，FY1Q26 公司 Capex 达 387 亿元，环比 FY25Q4 的 246 亿元强劲增长，过去 1 年 AI 基础设施和产品研发累计投入合计已超 1000 亿元，不断强化阿里 AI 驱动的核心能力。
- 国际业务保持增长，聚焦运营效率优化，盈利大幅改善。据公司公告，FY1Q26 国际数字商业集团实现收入同比增长 19%至 347 亿元，其中国际零售商业同比增长 20%至 284 亿元。公司继续聚焦多元化市场布局，优化物流和投入效率，实现运营质量提升，速卖通 Choice 和 Trendyol 单位经济效益显著改善，经调整 EBITA 实现-0.59 亿元，较去年同期-37.1 亿元亏损大幅收窄。
- 积极回购，回报股东。据公司公告，截至 FY1Q26 季度，公司以 8.15 亿美元回购 5600 万股普通股，回购额度剩余 193 亿美元。
- 维持“买入”评级。阿里坚持“用户为先、AI 驱动”的战略，形成电商+科技+互联网平台产品的业务矩阵，持续加大云和 AI 基础设施的投入，并通过即时零售业务的积极扩张推动远近场电商形成业务协同、优化商业模式。考虑到公司持续投入 AI 和即时零售新业务，我们下调 26-28 财年盈利预测为 1255/1553/1788 亿元（前值为 1372/1653/1880 亿元），维持“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，消费需求持续疲软，出海业务发展不及预期，AI 技术及商业化进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入 (百万元)	941,168	996,347	1,040,282	1,136,943	1,222,091
同比增长率 (%)	8.3	5.9	4.4	9.3	7.5
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	158,359	158,393	125,472	155,319	178,793
同比增长率 (%)	10.0	0.0	(20.8)	23.8	15.1
调整后每股收益 (元)	62.11	65.59	51.96	64.32	74.04
ROE (%)	16	16	10	10	10
市盈率 (倍)					
市净率 (倍)					

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益；注：FY2026 期为 2025.4-2026.3

Enhanced investment in AI and instant retail; Cloud penetration drives stronger-than-expected growth

1QFY26 results review. Alibaba reported 1QFY26 revenue of Rmb247.7bn (+2% YoY), with a like-for-like growth (excluding disposed businesses Sun Art Retail and Intime) of 10% YoY, adjusted EBITA of Rmb38.8bn (-14% YoY), and non-GAAP net profit of Rmb33.5bn (-18% YoY), in line with our expectations.

Solid CMR growth got Taotian, with higher full-site promotion driving monetisation, while adjusted EBITA of China E-commerce Group came under pressure. The group integrated Fliggy and Ele.me to form the China E-commerce Group, reporting revenue of Rmb140.1bn (+10% YoY) and adjusted EBITA of Rmb38.4bn (-21% YoY). According to Analysys, Taotian's 2QFY26 GMV grew 9.2% YoY during the 618 grand promotion. The 0.6% technical service fee and higher penetration of full-site promotions drove continued monetisation rate recovery, with customer management revenue maintaining rapid growth, as Taotian's CMR reached Rmb89.3bn (+10% YoY, vs. market consensus of +9%). Instant shopping demand shows broad growth potential. The group launched a new Rmb50bn investment plan in instant retail, expanding supply in food delivery, daily necessities and electronics. In July, Taobao Flash Sale Day orders exceeded 80m, while integration of near-field and far-field e-commerce scenarios lifted user engagement and conversion, driving Taobao APP MAUs up (+25% YoY) in the first three weeks of August. Adjusted EBITA reached Rmb38.4bn (-21% YoY), pressured by increased investment. Given Alibaba's billion-user base and its continued focus on building a consumption ecosystem through supply chain integration, user engagement and membership rights, we expect the firm to unlock cross-scenario synergies, extend user lifecycle and enhance customer value.

Rapid AI demand and accelerated cloud adoption drove faster-than-expected cloud revenue and Capex growth, with a steady recovery in adjusted EBITA margin, while continued Qianwen LLM upgrades, native AI application upgrades, and accelerating external AI adoption supported industry transformation. In 1QFY26, Cloud Intelligence Group reported revenue of Rmb33.4bn (+26% YoY), with AI-related product revenue growing by triple digits for eight consecutive quarters. Adjusted EBITA was Rmb2.95bn (+26% YoY), and adjusted EBITA margin rose to 8.8% (vs. market consensus of 8.1%). According to OpenRouter, Alibaba's Qwen3-Coder rose quickly, capturing 20.7% of the market within weeks of its late July launch, showing strong global competitiveness and delivering the best performance among open-source models. Native AI applications advanced rapidly. Amap achieved fully AI-powered, and Quark launched its first self-developed AI glasses. DingTalk introduced the world's first agent-driven work application. External AI adoption also accelerated, supporting a new wave of industry transformation. The company remains committed to its AI strategy, investing a Capex of Rmb38.7bn in 1QFY26 (vs. Rmb24.6bn in 4QFY25), bringing total AI infrastructure and product R&D investment to over Rmb100bn in the past year, further strengthening its core AI-driven capabilities.

International business growth with focus on operational efficiency and improved profitability. In 1QFY26, the International Digital Commerce group reported revenue of Rmb34.7bn (+19% YoY), of which international retail commerce revenue reached Rmb28.4bn (+20% YoY). The company continued to focus on diversified market expansion and on optimising operational efficiency, including logistics

and investment efficiency, to enhance operating quality. AliExpress Choice and Trendyol achieved significant improvement in unit economics, with adjusted EBITA at -Rmb59m, narrowing sharply from -Rmb3.71bn in the same period last year.

Active share buybacks. In 1QFY26, the company repurchased 56m common shares for a total consideration of US\$815m, with US\$19.3bn remaining under the share repurchase program.

Maintain BUY. Alibaba adheres to a “user-centric, AI-driven” strategy, forming a business matrix of e-commerce, technology, and internet platform products. Meanwhile, it continues to significantly invest in cloud and AI infrastructure, while driving synergy between near-field and far-field e-commerce through the aggressive expansion of instant retail to optimise business models. Considering its intensive investment, we lowered our adjusted net profit forecasts from Rmb137.2bn to Rmb125.5bn in FY26E, from Rmb165.3bn to Rmb155.3bn in FY27E, from Rmb188.0bn to Rmb178.8bn in FY28E. We maintain our BUY rating.

Risks. Intensified competition; continued demand weakness; slower-than-expected development of overseas business; slower-than-expected progress in AI technology and commercialisation.

合并损益表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941,168	996,347	1,040,282	1,136,943	1,222,091
营业成本	-586,323	-598,285	-605,994	-677,768	-735,761
毛利润	354,845	398,062	434,288	459,175	486,330
其他收支	6,157	3,387	5,467	6,685	6,000
产品开发费用	-52,256	-57,151	-63,127	-69,081	-67,854
销售及行政费用	-157,126	-188,260	-255,805	-233,918	-246,552
调整后 EBITDA	191,668	202,325	160,436	206,140	226,628
调整后 EBIT	143,436	166,729	125,436	168,026	189,454
财务费用	-7,947	-9,596	-5,835	-4,476	-4,476
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	101,596	155,455	145,599	169,525	189,300
所得税费用	-22,529	-35,445	-34,942	-46,971	-53,004
归属于非控制性权益的净损失	8,677	4,133	-783	2,000	5,000
归属于普通股股东的净利润	79,741	129,470	114,886	130,054	146,796
Non-GAAP 归普净利润	158,359	158,393	125,472	155,319	178,793

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。