



阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): 战略架构调整, 云业务处于上行通道

业绩不及市场预期: 公司 FY26Q1 收入人民币 2,477 亿元, 同比增长 2%, 低于市场预期 2%; 若剔除大润发和银泰外, 收入同比增长 10%; 调整后净利润为 335 亿元, 同比下降 18%, 主要由于淘宝闪购业务的相关投入。调整后净利率为 13.5%, 去年同期为 16.7%。公司将业务分部重新划分为四大板块, 包括阿里巴巴中国电商集团 (包含原淘天、饿了么、飞猪)、阿里国际数字商业集团、云智能集团以及其他 (包含原菜鸟、高德、大文娱)。

CMR 预计维持较高增速, 即时零售对短期利润带来压力: FY26Q1 中国电商收入同比增长 10% 至 1,401 亿元, 其中客户管理收入 (CMR) 同比增长 10%, 主要由 take rate 提升所带动, 包括基础软件服务费和“全站推”渗透率提升。公司表示未来几个季度, CMR 将保持和过去两个季度的较高增速。即时零售收入同比增长 12%, 主要得益于手-4 月底推出的淘宝闪购的订单增量。闪购带动电商收益明显: 流量上涨带来广告和 CMR 的提升 (在 8 月前三周带动淘宝 app 月活同比增长 25%); 用户活跃提升可以减少市场费用投入。公司预计未来三年, 即时零售将为带来一万亿元的新增成交额。受即时零售投入影响, 中国电商经调整 EBITA 同比下降 21%; 若剔除闪购影响, 则保持同比正增长。国际商业收入同比增 19% 至 347 亿元, 国际商业同比大幅减亏, 接近盈亏平衡。

云业务处于上行通道, AI 收入占比持续提升: 云收入加速增长, 同比增长 26% 至 334 亿元, 主要由公共云增长带动, 需求强劲。公司认为未来几个季度阿里的总体增速持续向上。调整后 EBITA 率为 8.8%, 同比相对稳定。公司 AI 相关收入连续八个季度三位数同比增长, AI 收入已经占到外部商业化收入的 20%。

维持“买入”评级, 调整目标价至 166 港元/170 美元: 我们略微调整 FY26E 收入预测至 10,219 亿元, 调整目标价至 166 港元/170 美元, 对应 FY26E 20x P/E。我们看好公司在“AI+云”业务的深度布局, 云业务或迎来上行周期, 维持“买入”评级及行业首选。

投资风险: 行业竞争加剧; 业务增长不及预期; 利润弱于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY27E
营业收入	941,168	996,347	1,021,883	1,020,315	1,081,066
毛利润	354,845	398,062	439,224	428,532	454,048
调整后净利润	157,479	158,122	147,680	180,339	193,848
调整后目标 PE (x)			20.0	16.4	15.2

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 9 月 1 日

阿里巴巴 (9988.HK)

买入

目标价 (港元)	166
潜在升幅/降幅	+43%
目前股价 (港元)	115.7
52 周内股价区间 (港元)	76.738-144.745
总市值 (百万港元)	2,609,136
近 3 月日均成交额 (百万)	10,573.8

注: 截至 2025 年 8 月 29 日盘中价

市场预期区间



阿里巴巴 (BABA.US)

买入

目标价 (美元)	170
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价 (美元)	135.0
52 周内股价区间 (美元)	79.42-147.24
总市值 (百万美元)	321,872
近 3 月日均成交额 (百万)	1,652

注: 截至 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	941,168	996,347	1,021,883	1,020,315	1,081,066
收入成本	(586,323)	(598,285)	(582,659)	(591,783)	(627,019)
毛利	354,845	398,062	439,224	428,532	454,048
研发费用	(52,256)	(57,151)	(63,873)	(61,219)	(64,864)
销售费用	(115,141)	(144,021)	(189,917)	(147,946)	(151,349)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(40,826)	(42,853)	(45,405)
其他营业费用	(32,113)	(11,746)	(6,658)	(8,000)	(8,000)
经营盈利	113,350	140,905	137,951	168,515	184,430
利息及投资收益	(15,734)	11,163	35,898	28,000	28,000
其他收益净额	3,980	3,387	348	-	-
除税前盈利	101,596	155,455	174,197	196,515	212,430
所得税开支	(22,529)	(35,445)	(33,658)	(39,303)	(42,486)
权益投资损益	(7,735)	5,966	1,013	1,013	1,013
年度盈利	71,332	125,976	141,552	158,225	170,957
少数股东权益	(8,677)	(4,133)	233	240	247
夹层权益的增值	(268)	(639)	2,467	-	-
本公司权益持有人	79,741	129,470	143,786	157,985	170,710
调整后净利润	157,479	158,122	147,680	180,339	193,848

现金流量表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	71,332	125,976	141,552	158,225	170,957
折旧	26,640	28,022	30,774	33,289	35,413
摊销	17,864	10,262	7,963	6,580	5,721
其他调整项	80,506	18,751	33,775	48,571	45,012
营运资金变动	(13,749)	(19,502)	(9,269)	9,980	12,121
经营现金流	182,593	163,509	204,795	256,645	269,224
固定资产	(24,988)	(182,085)	(87,453)	(85,345)	(90,801)
无形资产	(842)	(4,223)	(4,332)	(4,325)	(4,582)
短期投资	71,426	34,129	-	-	-
其他投资现金流	(67,420)	(33,236)	(37,345)	(41,744)	(45,103)
投资现金流	(21,824)	(185,415)	(129,130)	(131,414)	(140,486)
借款净额	7,478	4,047	4,901	6,014	6,756
其他融资现金流	(115,722)	(80,262)	(108,000)	(108,000)	(108,000)
融资现金流	(108,244)	(76,215)	(103,099)	(101,986)	(101,244)
汇率变动影响	4,389	965	-	-	-
现金及现金等价物净流量	56,914	(97,156)	(27,434)	23,244	27,494
年初现金及现金等价物	229,510	286,424	189,268	161,834	185,079
年末现金及现金等价物	286,424	189,268	161,834	185,079	212,572

资产负债表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	248,125	145,487	118,053	141,298	168,791
应收款项	143,536	202,175	207,357	207,039	219,366
短期投资	262,955	228,826	228,826	228,826	228,826
其他流动资产	98,248	97,561	97,561	97,561	97,561
流动资产合计	752,864	674,049	651,797	674,723	714,544
固定资产	185,161	203,348	219,967	233,998	248,723
无形资产	26,950	20,911	17,280	15,025	13,886
证券投资及权益投资	424,073	566,987	602,272	622,570	647,911
其他非流动资产	375,781	338,932	347,277	358,177	373,591
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,186,796	1,229,770	1,284,111
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,838,593	1,904,493	1,998,655
短期借款	12,749	22,562	27,463	33,477	40,233
应付账款	297,883	332,537	323,852	328,923	348,508
其他流动负债	110,875	80,247	84,845	89,436	94,300
流动负债合计	421,507	435,346	436,160	451,836	483,041
长期借款	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
无抵押优先票据	86,089	158,232	158,232	158,232	158,232
其他非流动负债	88,948	70,634	70,634	70,634	70,634
非流动负债合计	230,723	278,775	278,775	278,775	278,775
负债总计	652,230	714,121	714,935	730,611	761,816
股本溢价	397,999	381,379	381,379	381,379	381,379
保留盈利及其他	599,273	640,192	673,744	723,969	786,925
本公司权益持有人应占权益	997,272	1,021,571	1,055,123	1,105,348	1,168,304
非控制性权益	115,327	68,535	68,535	68,535	68,535
权益总额	1,112,599	1,090,106	1,123,658	1,173,883	1,236,839

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	8.3%	5.9%	2.6%	-0.2%	6.0%
毛利润增速	11.2%	12.2%	10.3%	-2.4%	6.0%
经营利润增速	13.0%	24.3%	-2.1%	22.2%	9.4%
净利润增速	8.8%	76.6%	12.4%	11.8%	8.0%
调整后净利润增速	11.4%	0.4%	-6.6%	22.1%	7.5%
盈利能力比率					
毛利率	37.7%	40.0%	43.0%	42.0%	42.0%
经营利润率	12.0%	14.1%	13.5%	16.5%	17.1%
净利率	7.6%	12.6%	13.9%	15.5%	15.8%
调整后净利率	16.7%	15.9%	14.5%	17.7%	17.9%
每股指标 (元)					
基本EPS	4.0	6.9	7.7	8.4	9.1
摊薄EPS	4.0	6.7	7.4	8.2	8.8
调整后EPS	7.9	8.2	7.6	9.3	10.0
每股指标增速					
基本EPS增速	16.7%	70.8%	11.1%	9.9%	8.1%
摊薄EPS增速	16.2%	67.9%	11.1%	9.9%	8.1%
调整后EPS增速	17.7%	3.8%	-6.6%	22.1%	7.5%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			20.0	16.4	15.2
目标P/S			2.8	2.8	2.7
目标P/B			4.0	3.9	3.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (9988.HK) — 港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

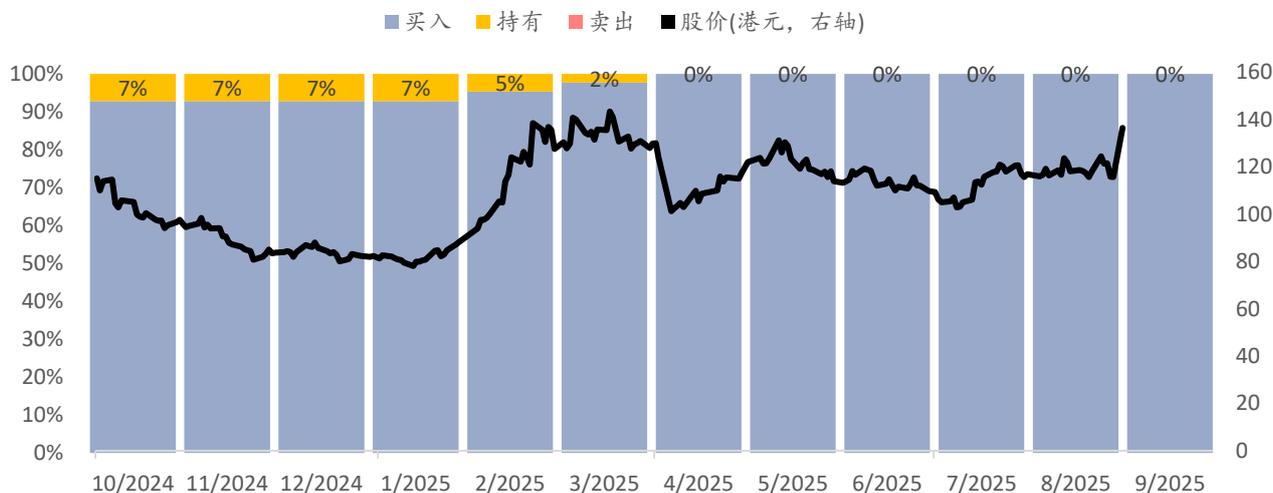
图表 3: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (BABA.US) — 美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

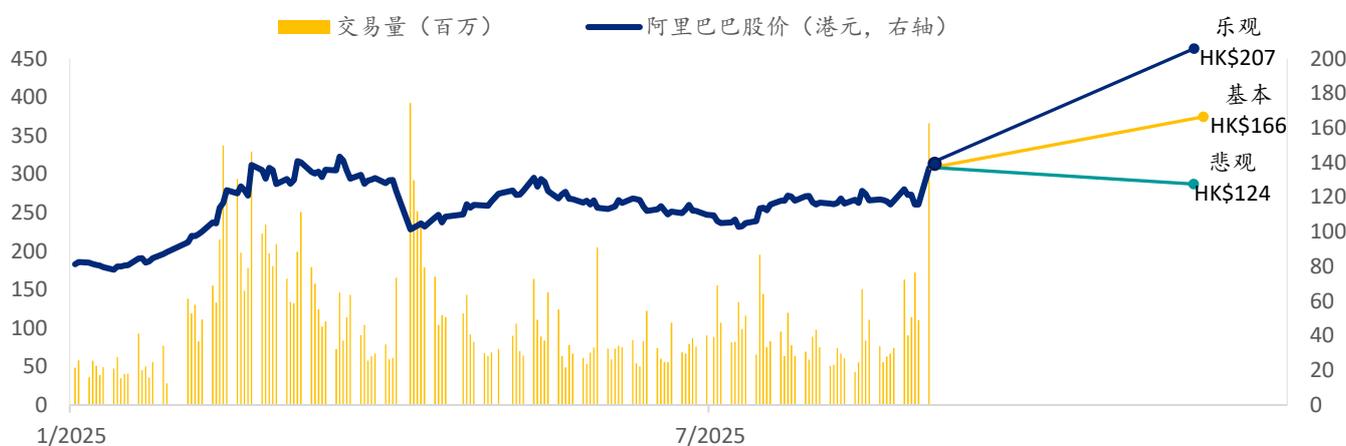
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 市场普遍预期: 阿里巴巴 (9988.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

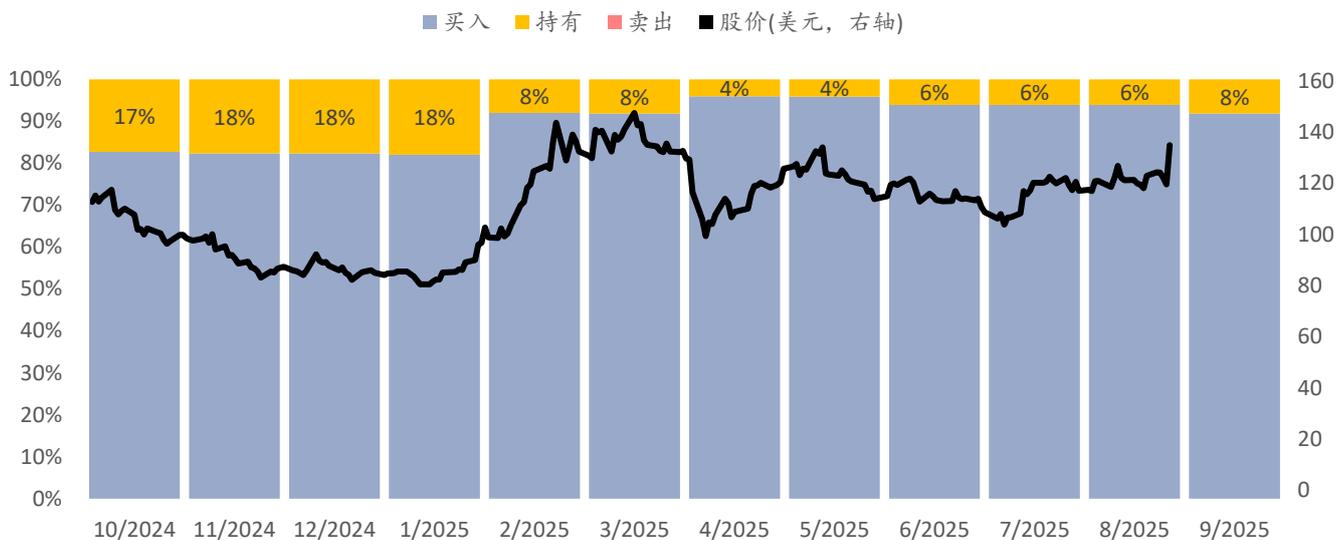
图表 5: SPDBI 情景假设: 阿里巴巴 (9988.HK)



乐观情景: 公司收入好于预期	悲观情景: 公司收入不及预期
目标价: 207 港元	目标价: 124 港元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> 云业务需求强劲, 增长超预期; 电商 GMV 增长好于预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 云业务增长不及预期; 电商 GMV 增长疲软; 投入加大导致利润承压。

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 市场普遍预期: 阿里巴巴 (BABA.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 情景假设: 阿里巴巴 (BABA.US)



乐观情景: 公司收入好于预期	悲观情景: 公司收入不及预期
目标价: 212 美元	目标价: 127 美元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> 云业务需求强劲, 增长超预期; 电商 GMV 增长好于预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 云业务增长不及预期; 电商 GMV 增长疲软; 投入加大导致利润承压。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	115.70	买入	166.00	1/9/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	135.00	买入	170.00	1/9/2025	电商
9618 HK Equity	京东	117.80	买入	146.00	18/8/2025	电商
JD US Equity	京东	31.07	买入	38.00	18/8/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	120.22	持有	123.00	27/8/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.74	持有	16.00	20/8/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	596.50	买入	700.00	14/8/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	136.19	买入	154.00	15/8/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	212.40	买入	240.00	15/8/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	180.90	买入	220.00	22/8/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.26	买入	28.00	22/8/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.42	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	80.80	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	4.73	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.58	买入	4.00	14/8/2025	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.72	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	102.70	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	75.35	买入	88.00	22/8/2025	短视频
SE US Equity	Sea	186.54	买入	200.00	13/8/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	39.41	买入	37.00	8/8/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	506.69	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	478.59	买入	476.00	8/8/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	229.00	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	212.91	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	213.53	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	738.70	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	297.86	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	681.88	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	24.52	买入	29.00	13/8/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	98.20	买入	114.00	13/8/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	279.40	买入	325.00	20/8/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	37.98	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：股价截至 2025 年 8 月 29 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

