

阿里巴巴-W (09988.HK)

淘宝闪购与电商主站协同效应显著，云业务收入增长超预期

财务指标	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,058,220	1,183,302	1,304,354
增长率 yoy (%)	8.34	5.86	6.21	11.82	10.23
归母净利润(百万元)	79741	129470	107,108	137,785	167,027
增长率 yoy (%)	9.97	62.36	-17.68	28.64	21.22
ROE (%)	8.11	12.88	9.78	11.43	12.47
EPS 最新摊薄(元)	4.19	6.82	5.62	7.22	8.76
P/E (倍)	29.38	18.07	21.95	17.06	14.07
P/B (倍)	2.38	2.33	2.15	1.95	1.76

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 阿里巴巴公布 FY26Q1 业绩, 公司 FY26Q1 实现营业收入 2476.52 亿元, 同比增长 1.82%; 实现经调整 EBITA 457.35 亿元, 同比下降 10.61%; 实现经调整归母净利润 335.10 亿元, 同比下降 17.65%。此外, 公司 FY26Q1 以 8.15 亿美元的总价回购 5600 万股普通股, 截至 2025 年 6 月 30 日止, 董事会授权的股份回购计划下仍余 193 亿美元回购额度。

即时零售投入电商主站协同效应明显, 有望打造“大消费平台”。 阿里巴巴于 FY26Q1 起加大即时零售业务投入, 自淘宝闪购 2025 年 4 月 30 日正式上线后, 在用户商户运营、物流建设、市场营销方面都取得了成功 (1) 日均订单峰值达到 1.2 亿单, 8 月周日均订单达到 8000 万单; (2) 闪购整体月度交易用户买家达到 3 亿人, 对比 4 月之前增长了 200%。此外, 即时零售与阿里电商主站协同效应显著, 淘宝闪购显著带动了手淘整体用户规模和活跃度, 闪购拉动淘宝 8 月 DAU 增长 20%。根据 QuestMobile, 25M4 淘宝 DAU 为 3.74 亿, 同比有所下滑, 仅比拼多多高约 550 万; 25M7 淘宝 DAU 同比增长 17%, 超出拼多多近 5000 万。此外, 流量上涨有效带动公司 CMR 以及 TR 提升, 公司 FY26Q1 实现 CMR 收入同比增长 10% 至 892.52 亿元; 88VIP 超 5300 万, 同比维持双位数增长。同时用户活跃度提升、用户拉新以及流失用户召回可以减少营销费用投入, 部分抵销即时零售业务投入导致的亏损。向后展望, 随即时零售物流等效率持续提升, 在保持消费者当前优惠投入的情况下, UE 亏损或将缩减一半。进一步完善闪购布局后同时实现内部各业务协同后, 淘宝有望成为全方位的“大消费平台”。

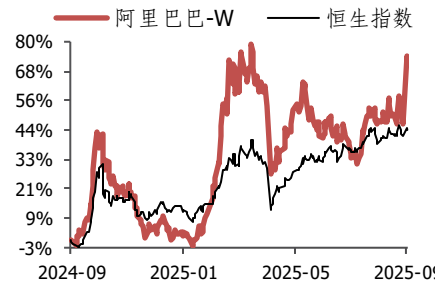
CAPEX 投入及云业务增速超预期, 有望推出全新 AI 芯片。 公司 FY26Q1 云业务实现收入 333.98 亿元, 同比增长 25.80%; EBITA 利润率为 8.8%, 环比提升 0.8pct; CAPEX 达 386.76 亿元, 超市场预期, 公司将维持三年 3800 亿 CAPEX 投入计划。此外, 根据 36 氪, 阿里巴巴正在开发全新 AI 芯片, 目标为填补英伟达在中国市场空白, 目前正处于测试阶段。我们认为阿里巴巴为国内大厂中唯一同时具备芯片、云计算、大模型以及下游应用全方位布局的公司, 技术以及生态优势明显, 同时外部/内部 AI 应用、AI Agent 的商业化加速有望推动阿里云收入增长提速, 我们预计未来几个季度内云业务收入增速有望维持环比加速增长的趋势。

买入 (维持评级)

股票信息

行业	商贸零售
2025 年 9 月 2 日收盘价 (港元)	134.70
总市值 (百万港元)	2,569,083.46
流通市值 (百万港元)	2,569,083.46
总股本 (百万股)	19,072.63
流通股本 (百万股)	19,072.63
近 3 月日均成交额 (百万港元)	10,906.86

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

相关研究

- 《电商主业维持稳健, AI 带动云业务收入加速增长》 2025-05-21
- 《强调电商和云+AI 两大战略, 构建 AI 流量入口获取增量用户》 2025-05-14
- 《推出端到端全模态大模型 Qwen2.5-Omni, 加速 AI2C 应用生态打造》 2025-03-28

投资建议：我们预计 FY2026-FY2028 公司实现营收 1.06/1.18/1.30 万亿元；经调整归母净利润 1356/1699/1983 亿元；对应 PE 分别为 17.3/13.8/11.9。公司即时零售以及电商主站协同效应显著，同时为国内大厂中唯一具备芯片、云计算、大模型以及应用全方位布局的公司，云业务有望持续受益于 AI 应用以及 AI Agent 商业化放量，维持“买入”评级。

风险提示：全站推广渗透率不及预期；电商行业竞争加剧；云业务收入及利润率增长不及预期；电商市场份额下滑。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	752864	674049	703788	786240	907646
现金	286424	189268	167121	186138	246155
应收票据及应收账款	30686	31172	35585	39791	43862
预付账款	92946	144667	121559	135927	149832
其他流动资产	342808	308942	379524	424383	467798
非流动资产	1011965	1130178	1216378	1292182	1350740
固定资产	185161	203348	198160	214580	247144
无形资产	26950	20911	17426	13941	10456
其他非流动资产	799854	905919	1000792	1063661	1093141
资产总计	1764829	1804227	1920165	2078422	2258387
流动负债	421507	435346	467698	517763	565760
短期借款	29001	22562	22562	22562	22562
其他流动负债	392506	412784	445136	495201	543198
非流动负债	230723	278775	278775	278775	278775
长期借款	141775	208141	208141	208141	208141
其他非流动负债	88948	70634	70634	70634	70634
负债合计	652230	714121	746473	796538	844535
少数股东权益	126055	80248	78148	76112	74458
归属母公司股东权益	986544	1009858	1095544	1205772	1339394
负债和股东权益	1764829	1804227	1920165	2078422	2258387

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	182593	163509	131968	178786	223000
净利润	71332	125976	105008	135749	165373
折旧摊销	17864	13199	40297	50187	64912
财务费用	17911	-11163	1683	1689	1551
其他经营现金流	75486	35497	-15021	-8838	-8835
投资活动现金流	-21824	-185415	-131010	-130522	-128028
资本支出	-39665	-104286	-126497	-125991	-123470
其他投资现金流	17841	-81129	-4513	-4531	-4558
筹资活动现金流	-108244	-76215	-23105	-29246	-34956
其他筹资现金流	-117666	-136142	-23105	-29246	-34956
现金净增加额	52525	-98121	-22147	19018	60016

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	941168	996347	1058220	1183302	1304354
营业成本	586323	598285	647525	721696	793177
销售费用	115141	144021	175135	177614	178436
研发及管理费用	115833	107726	103494	111230	116087
财务费用	17911	-11163	1683	1689	1551
营业利润	105960	157478	130383	171073	215103
营业外收入	-4364	3943	896	896	896
利润总额	101596	161421	131279	171969	215999
所得税	30264	35445	26271	36220	50626
净利润	71332	125976	105008	135749	165373
少数股东损益	-8677	-4133	-2100	-2036	-1654
归属母公司净利润	79741	129470	107108	137785	167027
经调整归母净利润	157479	158122	135632	169893	198306
EBITDA	137371	163457	173259	223845	282461
EPS (元)	4.19	6.82	5.62	7.22	8.76

主要财务比率

会计年度	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力					
营业收入 (%)	8.34	5.86	6.21	11.82	10.23
归属母公司净利润 (%)	9.97	62.36	-17.68	28.64	21.22
获利能力					
毛利率 (%)	37.70	39.95	38.81	39.01	39.19
净利率 (%)	7.58	12.64	9.92	11.47	12.68
ROE (%)	8.11	12.88	9.78	11.43	12.47
ROIC (%)	7.85	10.47	8.58	10.16	11.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.96	39.58	38.88	38.32	37.40
净负债比率 (%)	-10.39	3.80	5.42	3.48	-1.09
流动比率	1.79	1.55	1.50	1.52	1.60
速动比率	0.97	0.84	0.69	0.70	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.55	0.55	0.57	0.58
应收账款周转率	30.67	28.97	38.89	39.21	43.11
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.19	6.82	5.62	7.22	8.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	9.57	8.57	6.92	9.37	11.69
每股净资产 (最新摊薄)	51.73	52.95	57.44	63.22	70.23
估值比率					
P/E	29.38	18.07	21.95	17.06	14.07
P/B	2.38	2.33	2.15	1.95	1.76

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686