

买入

2025 年 9 月 3 日

云服务收入同比增长 AI 持续投入驱动价值

- 阿里巴巴本季度战略聚焦明确，在消费与 AI+云两大核心领域表现突出。公司通过对快捷商务业务的战略性投入，成功实现用户规模与订单量的显著增长，平台协同效应凸显。同时，云业务在强劲的 AI 需求驱动下加速增长，AI 相关产品已成为重要收入来源。未来，公司将继续深化这两大战略支柱的投资，以把握发展机遇、推动长期增长。此外，公司更加注重非核心业务的减亏，持续优化资产负债表，并通过积极回购不断提升公司价值。
- **FY2026Q1 业绩摘要：**2025 年 6 月 30 日财季收入为人民币 2,476.52 亿元，同比增长 2%。若不考虑高鑫零售和银泰的影响，同口径收入增长 10%。毛利 1112.2 亿，毛利率 44.9%，去年同期毛利率 39.9%，同比大幅提升 5 个百分点，主要因为将高鑫零售，银泰两个业务剥离所致。净利润 423.8 亿，去年同期 240 亿，同比上升 76%，主要是因为投资收入 173.8 亿的影响，这里面含持有投资股价的上涨。EBITDA 本季度是 457.3 亿，去年同期 511 亿，下滑 11%。本季度共回购 8.15 亿美元，流通股环比净减少 0.6%，当前股份回购计划仍有 193 亿美元额度。
- **中国电商集团收入稳健，云服务收入同比增长：**中国电商集团收入同比增长 10%至 1,400.72 亿元，其中客户管理收入同比增长 10%至 892.52 亿元，主要主要得益于佣金率上调及 AI 驱动下全站推广渗透率的提升，外卖业务带来的协同效应也起到助推作用。云智能集团收入同比增长 26%至 333.98 亿元，其中公有云业务实现双位数增长，阿里云 AI 相关收入已连续八个季度实现三位数同比增长，同时云业务调整后利润（EBITA）同比增长 26%至 30 亿元，利润率微增至 9%。管理层在财报电话会中表示，预计未来几个季度阿里云收入增速还将持续提升。国际业务收入增长 19%，但是亏损大幅缩窄至 EBITA 仅亏损 5900 万，去年同期亏损 37 亿，今年一季度亏损 36 亿。主要因为速卖通 choice 业务单位经济效益显著提升，choice 这个业务是具备可持续性的，未来可以考虑国际业务的利润预期。
- **目标价 166.00 美元/162.00 港元，买入评级：**预计 FY2026 至 2028 财年的营业收入为 10,323/11,321/12,267 亿元，经营利润为 1,155/1,553/1,839 亿元，摊薄后每股收益为 6.2/8.1/9.7 元。采用分部估值法，求得目标价 166.00 美元/162.00 港元，买入评级。
- **风险：**1) 电商行业持续内卷，竞争加剧、2) 海外宏观及政策性逆风影响国际电商业务动能、3) 云业务在国内面临国有云的竞争压力，在海外的竞争优势不及亚马逊、微软、谷歌等玩家。

赵绵璐
852-25222101
mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk
唐伊莲
852-25321539
alice.tang@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	134.8 美元/135 港元
目标价	166.00 美元/162.00 港元 (+20%/+23%)
股票代码	BABA (US) / 9988 (HK)
总股本	23.8 亿股
市值	3,303 亿美元/ 2.57 万亿港元
52 周高/低	147.26/79.43 美元 144.80/76.7 港元
每股账面值	54.4 元人民币
主要股东	SoftBank 6.23% BlackRock 5.20% Vanguard 3.79%

盈利摘要

截至3月31日止财政年度	24年历史	25年历史	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (人民币百万元)	941,168	996,347	1,032,933	1,132,117	1,226,654
变动	8%	6%	4%	10%	8%
运营利润	113,350	140,905	115,529	155,275	183,906
每股收益 (人民币)	3.9	6.7	6.2	8.1	9.7
变动	14%	72%	-7%	30%	20%
基于138.55美元的市盈率 (估)	31.7	18.5	19.8	15.2	12.7
每股派息 (美元)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
股息率	1%	1%	2%	2%	3%

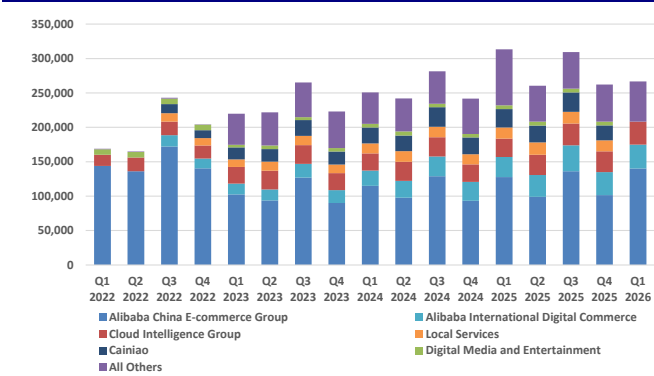
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



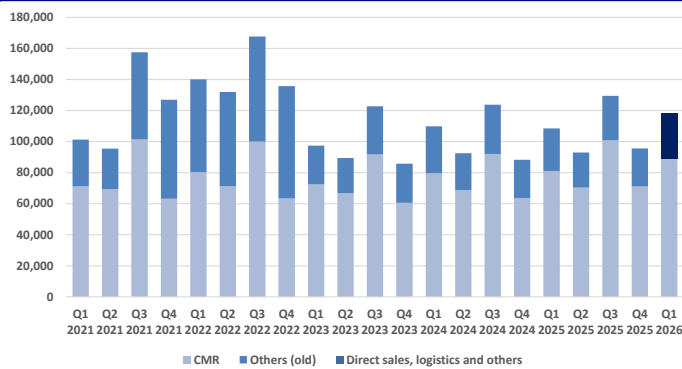
来源：彭博

图表 1：2020Q1-2026Q1 总营收（百万人民币）



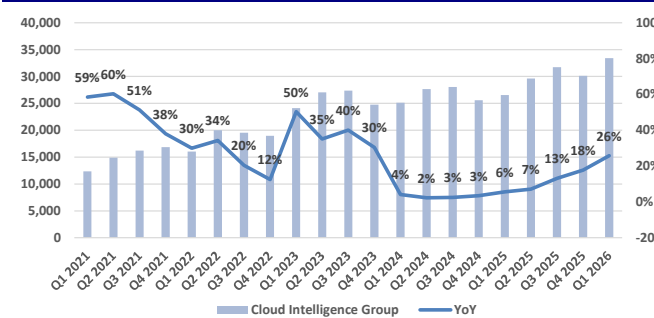
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：2020Q1-2026Q1 中国零售营收（百万人民币）



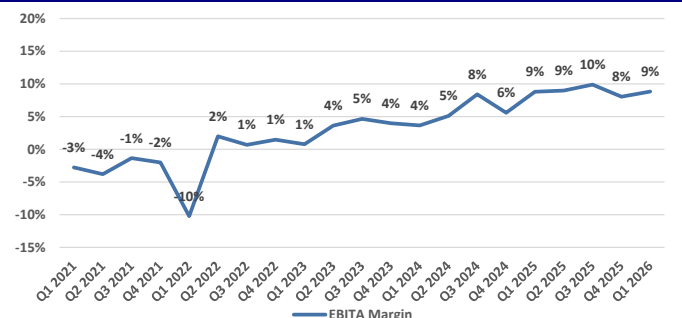
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：2020Q1-2026Q1 阿里云营收（百万人民币）



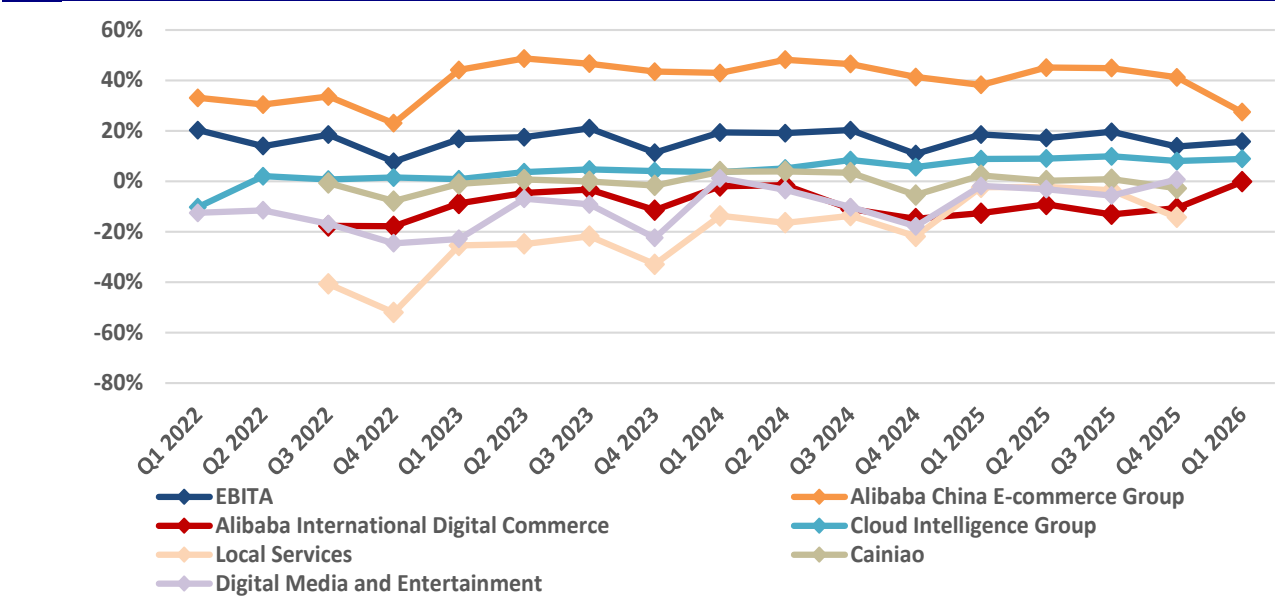
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：2020Q1-2026Q1 阿里云利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：2020Q1-2026Q1 EBITA 利润率（按业务划分）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6: SOTP 估值模型

	Revenue	EBITA	EV/Revenue	EV/EBITA	Valuation
<i>FY 2026</i>	<i>Million CNY</i>	<i>Million CNY</i>			<i>Million USD</i>
Alibaba China E-commerce Group	570,926	140,152		12.0	235,549
Alibaba International Digital Commerce	158,619	-810	3.0		66,647
Cloud Intelligence	150,491	12,321	6.0		126,463
All Others	244,599	-5,906	-		-
					428,659
Associate/investments					58,095
				Cash	46,209
				Discount	20%
				Market Value	389,404
				Target Price (USD)	166.00
				Target Price (HKD)	162.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表					
单位：百万元，财务年度：3月31日					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	941,168	996,347	1,032,933	1,132,117	1,226,654
主营业务成本	586,323	598,285	656,413	690,790	732,809
毛利	354,845	398,062	376,520	441,327	493,844
研发费用	52,256	57,151	59,250	64,939	70,362
销售费用	115,141	144,021	149,309	163,646	177,312
一般及行政费用	41,985	44,239	45,863	50,267	54,465
摊销费用	21,592	6,336	6,569	7,199	7,801
经营利润	113,350	140,905	115,529	155,275	183,906
营业外（收入）/支出	3,807	-24,146	-25,823	-22,642	-24,533
利息费用	7,947	9,596	9,948	10,904	11,814
税前利润	101,596	155,455	131,404	167,014	196,625
所得税	22,529	35,445	18,489	20,264	21,956
净利润	71,332	125,976	112,915	146,750	174,668
EBITA	165,028	173,065	140,514	189,239	220,705
收入YOY	8.3%	5.9%	3.7%	9.6%	8.4%
经营利润YOY	13.0%	24.3%	-18.0%	34.4%	18.4%
EBITA YoY	11.6%	4.9%	-18.8%	34.7%	16.6%
净利润YoY	8.8%	76.6%	-10.4%	30.0%	19.0%

资产负债表					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金及等价物	248,125	145,487	101,107	142,216	193,547
短期投资	262,955	228,826	228,826	228,826	228,826
限制性现金	38,299	43,781	43,781	43,781	43,781
流动资产	752,864	674,049	713,092	711,326	836,020
PP&E	185,161	203,348	247,028	321,079	384,548
其他无形资产	26,950	20,911	20,911	20,911	20,911
商誉	259,679	255,501	255,501	255,501	255,501
其他长期资产	540,175	650,418	703,941	728,561	759,008
总资产	1,764,829	1,804,227	1,940,473	2,037,377	2,255,989
短期借债	12,749	22,562	22,562	22,562	22,562
其他流动负债	408,758	412,784	484,351	474,389	549,192
流动负债	421,507	435,346	506,913	496,951	571,754
长期借债	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期负债	175,037	228,866	228,866	228,866	228,866
总负债	652,230	714,121	785,688	775,726	850,529
夹层资本	10,728	11,713	11,713	11,713	11,713
股东权益	1,101,871	1,078,393	1,143,072	1,249,939	1,393,747
总负债和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,940,473	2,037,377	2,255,989

财务能力分析					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	37.7%	40.0%	36.5%	39.0%	40.3%
运营利率(%)	12.0%	14.1%	11.2%	13.7%	15.0%
净利率(%)	7.6%	12.6%	10.9%	13.0%	14.2%
EBITA 利润率	17.5%	17.4%	13.6%	16.7%	18.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	12.2%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
研发和开发费用/收入(%)	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
实际税率(%)	22.2%	22.8%	14.1%	12.1%	11.2%
应收账款天数	53.7	62.5	85.0	84.0	82.0
应付账款天数	176.2	189.7	202.0	208.0	212.0
财务状况					
总负债/总资产	37.0%	39.6%	40.5%	38.1%	37.7%
收入/净资产	85.4%	92.4%	90.4%	90.6%	88.0%
经营性现金流/收入	19.4%	16.4%	14.4%	21.1%	20.2%
税前盈利对利息倍数	12.8	16.2	13.2	15.3	16.6

现金流量表					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
净利润	71,332	125,976	112,915	146,750	174,668
折旧与摊销	26,640	29,260	31,195	39,161	46,929
应计费用变化	27,126	25,873	71,567	-9,962	74,803
其他流动资产变化	-38,181	-63,053	-83,424	42,876	-73,364
股权激励	18,546	13,970	16,764	20,117	24,140
经营性现金流	182,593	163,509	149,017	238,942	247,177
短期投资净值变化	-15,240	-10,342	-128,397	-137,832	-140,846
企业合并	-2,204	353	-	-	-
购入固定及无形资产	-32,929	-85,972	-	-	-
投资性现金流	-21,824	-185,415	-128,397	-137,832	-140,846
股票发行	843	10	-	-	-
股票回购	-88,745	-86,662	-65,000	-60,000	-55,000
其他融资活动	-5,892	-26,758	-	-	-
少数权益变动	1,031	1,738	-	-	-
短期借债变动	7,478	9,110	-	-	-
融资性现金流	-108,244	-76,215	-65,000	-60,000	-55,000
现金流	52,525	-98,121	-44,380	41,110	51,331
现金净增减	56,914	-97,156	-44,380	41,110	51,331
期初现金	229,510	286,424	189,268	144,888	185,997
期末现金	286,424	189,268	144,888	185,997	237,328

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估值均按提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。