阿里巴巴-W（09988）

证券研究报告
2025 年 09 月 05 日

云业务维持高增长，Capex 超预期

公司披露 FY26Q1 业绩。FY26Q1 公司收入 2477 亿元。经调整 EBITA 为 388 亿元。调整后净利润为 353 亿元。FY26Q1 资本支出为 386 亿元，超彭博一致预期。

分业务：中国电商集团收入 1401 亿元，超彭博一致预期 15%，其中电商收入 1186 亿元，包括客户管理收入 893 亿元，直销、物流和其他收入 293 亿元；经调整 EBITA 384 亿元，低于彭博一致预期 18%。云智能集团收入 334 亿元，超彭博一致预期 5%，经调整 EBITA 30 亿元，超彭博一致预期 14%。

中国电商集团：FY26Q1 收入 1401 亿元，经调整 EBITA 为 384 亿元，同比下降 104 亿元。1）4 月底公司在淘宝 APP 上线“淘宝即时零售”服务。公司在即时零售业务上投入，已经在用户与商家触达、物流能力建设及市场推广方面取得较大成效。8 月的峰值日订单量达到 1.2 亿单，周均日订单量达 8000 万单；用户规模方面，8 月即时零售 MAC 突破 3 亿；商家供给方面，业务规模增长吸引新商家入驻淘宝即时零售，优质商家供给量已达行业领先水平；履约能力方面，日活跃骑手数量突破 200 万。即时零售与电商业务拥有协同效应。8 月即时零售带动淘宝 APP DAU 增长 20%；随着用户活跃度的提升，公司认为即时零售或为电商业务带来增量收入：流量增长推动广告及客户管理收入提升；用户活跃度提高、新增用户获取及老用户召回效果增强，帮助降低销售与营销费用。公司预计这一趋势将在后续运营中持续并扩大，且有信心为电商业务带来可观的增量收入。2）本季度客户管理收入同比增长 10%，收入增长主要由 take rate 提升驱动，take rate 改善得益于去年 9 月起新增的软件服务费贡献和全站推渗透率的提升。3）88VIP 会员数量同比保持两位数增长，突破 5300 万。

云智能集团：FY26Q1 收入 334 亿元，经调整 EBITA 30 亿元，同比增加 6 亿元。本季度收入同比增长 26%，主要由公有云收入增长所驱动，包括人工智能相关产品的采用率不断提高。人工智能相关产品收入连续 8 个季度保持三位数的同比增长。随着人工智能需求的持续增长，公司看到支持人工智能应用的计算、存储和其他公有云服务的需求在增加。2）公司将继续投资以提高人工智能的云采用率并保持市场领先地位。3）根据华尔街日报，公司开发了一款新的 AI 芯片，目前正在测试中，旨在服务于更广泛的人工智能推理任务，新的芯片或由国内企业代工。

AIDC：FY26Q1 收入 347 亿元，经调整 EBITA -0.6 亿元。1）本季度收入同比增长 19%，主要得益于跨境业务的强劲表现。公司专注于提升运营效率，同比和环比亏损均显著收窄。2）速卖通的 Choice 业务的单位经济效益持续大幅改善，主要得益于物流优化和投资效率的提高。Trendyol 的国际业务的单位经济效益也环比有所提升。

股东回报：本季度公司共计回购 5600 万股普通股，总金额为 8.15 亿美元。截至 2025 年 6 月 30 日，董事会批准的股票回购计划（有效期至 2027 年 3 月）剩余授权金额为 193 亿美元。

投资建议：本季度云业务收入维持高增速且超彭博一致预期，人工智能相关产品收入连续 8 个季度保持三位数增长。中国电商集团收入超预期，全站推和软件服务费继续驱动 take rate 提升。AIDC 业务盈利能力加强，亏损同比和环比均收窄。我们预计阿里巴巴 FY 2026-2028 年收入为 10306/11486/12793 亿元（前值 10809/11057/11798 亿元）；考虑公司持续投入于用户增长以及其他策略举措，我们预计 FY 2026-2028 年归属股东净利润（Non-GAAP）为 1293/1521/1782 亿元（前值 1382/1859/1957 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、疫情反复，消费疲软；政策监管风险；电商行业竞争加剧；新业务发展不及预期

投资评级

行业	非必需性消费/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	129.8 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	19,072.63
港股总市值(百万港元)	2,475,627.57
每股净资产(港元)	58.23
资产负债率(%)	40.81
一年内最高/最低(港元)	145.90/77.35

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com
杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《阿里巴巴-W-公司点评:FY26Q1 业绩前瞻：预计云业务维持高增速，闪购补贴或影响利润》 2025-08-04
2 《阿里巴巴-W-公司点评:云业务收入加速增长，全站推驱动 CMR 增长》 2025-05-21
3 《阿里巴巴-W-公司深度研究:三问：空间几何？今年产生哪些重要变化？远期有哪些看点？》 2025-04-09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com