

阿里巴巴-W (09988.HK)

2QFY26 前瞻：云继续加速增长，闪购亏损达到单季度峰值

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn 执证编码：S0980521120004
证券分析师：张昊晨 zhanghaochen1@guosen.com.cn 执证编码：S0980525010001

事项：

阿里巴巴即将发布 2026 财年第二季度财报。

国信互联网观点：1) 整体：预计 2QFY26 收入同比+4%，经调整 EBITA 利润率 3.5%。2QFY26，我们预计阿里巴巴实现营收 2456 亿元，YoY+4%，其中国际数字商业集团/云智能收入同比+17%/30%，中国电商集团环比-13%。2QFY26 经调整 EBITA 为 85 亿元，同比-79%，经调整 EBITA 利润率 3.5%，同比-13.6pcts，主要由于 Q3 为闪购业务投入高峰，以及其他业务中模型训练、AI 应用需求算力投入增加等因素。2) 云：预计 FY26Q2 收入继续加速，同比+30%，同时 EBITA Margin 则保持稳定。CAPEX 方面，公司在云栖大会中表示，正积极推进 3800 亿 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入。本季度公司继续在 AI 方面取得进展，云栖大会发布 7 款模型，其中 Qwen3-Max 位列全球第三。应用端 8 月末，淘宝“AI 万能搜”上线，高德等产品也完成 AI 化。云栖大会上，AI 基础设施全面升级，推出包括磐久 128 超节点 AI 服务器、新一代高性能网络 HPN 8.0 等。3) 中国电商集团：①电商：我们预计阿里巴巴 FY26Q2 GMV 同比+5%，公司继续保持接近大盘增速。take rate 继续实现同比提升，但进入 9 月后基数效应开始逐步体现。因此 CMR 保持与上季度接近增速，预计同比+10%，其中即时零售我们预计会产生约 2%-3% 的增长带动，利润率延续下滑趋势，我们预计下降幅度好于上个季度。②即时零售：我们预计 FY26Q2 整体经调整 EBITA 亏损 365 亿元，公司在 8 月达到单量和单均亏损峰值后，9 月开始进入扭亏节奏，FY26Q3 有望单月实现较 7-8 月单均亏损峰值减亏一半。当前阶段公司仍然以市场份额为主要目标，以完成履约能力、用户心智等方面的建设。4) 其他：①AIDC：预计收入增速将继续放缓，本季度维持接近盈亏平衡表现。②所有其他：预计 FY26Q2 亏损较上季度扩大至 50 亿元左右，主要是模型训练需求增加以及 AI 应用（高德、夸克、钉钉）带来的算力投入增加，以及盒马、高德相关的到家到店业务带来的投入增加。并且我们认为这两点因素带来的亏损增加未来将持续。

投资建议：我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10503/11879/13050 亿元，调整幅度为 -1.5%/-0.1%/0.3%，主要由于即时零售业务在投入阶段客单价较低收入贡献有限；调整公司 FY2026-FY2028 经调净利预测至 1084/1502/1772 亿元，调整幅度为 -14%/-10%/-10%，主要由于 1) 公司闪购业务投入力度高于我们此前预期；2) 所有其他业务中模型和 AI 应用相关的算力投入，以及高德盒马的到家到店业务投入增加，并且具有一定持续性。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 28 倍，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 整体：预计 2QFY26 收入同比+4%，经调整 EBITA 利润率 3.5%。

2QFY26，我们预计阿里巴巴实现营收 2456 亿元，YoY+4%，其中国际数字商业集团/云智能收入同比+17%/30%，云收入继续保持加速增长，中国电商集团环比-13%，主要是由于电商季节性因素，闪购业务投入阶段由于客单价较低以及补贴等因素，本季度单均收入较低，对收入贡献也相对有限。

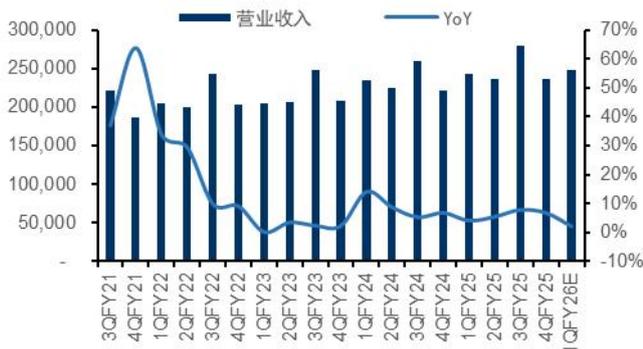
2QFY26 经调整 EBITA 为 85 亿元，同比-79%，经调整 EBITA 利润率 3.5%，同比-13.6pcts，主要由于 Q3 为闪购业务投入高峰，以及其他业务中模型训练、AI 应用需求算力投入增加等因素。

图1: 阿里巴巴季度业绩预测

	2QFY25	1QFY26	国信预测		
			2QFY26E	YoY	QoQ
中国电商集团		125,288	108,496		-13%
国际数字商业	31,672	34,741	37,027	17%	7%
云智能	29,610	33,398	38,461	30%	15%
其他业务		25,263	41,106		63%
总收入	236,503	247,652	245,595	4%	-1%
毛利	92,474	111,223	100,941	9%	-9%
经调整 EBITA	40,561	38,844	8,651	-79%	-78%
Non-GAAP 归母净利润	36,518	33,510	7,352	-80%	-78%
毛利率	39.1%	44.9%	41.1%	2.0pct	-3.8pct
经调整 EBITA 率	17.2%	15.7%	3.5%	-13.6pct	-12.2pct
Non-GAAP 归母净利率	15.4%	13.5%	3.0%	-12.4pct	-10.5pct

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图2: 阿里巴巴营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图3: 阿里巴巴经调整 EBITA 及利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

◆ 云智能集团

预计阿里巴巴 FY26Q2 收入继续加速，同比+30%，同时 EBITA Margin 则保持稳定。CAPEX 方面，公司在云栖大会中表示，正积极推进 3800 亿 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入。我们预计公司在海外市场收入和投入都保持更快增速。

本季度公司继续在 AI 方面取得进展：

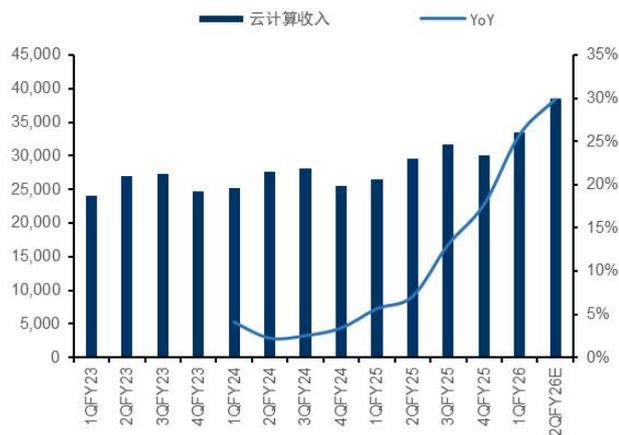
1) **模型**：云栖大会发布 7 款模型，Qwen3-Max 位列全球第三。其中 Qwen3-Max 是目前规模最大、能力最强的模型。Qwen3-Max-Instruct 的预览版在 LMArena 文本排行榜上位列第三，超越了 GPT-5-Chat。公司还发布了基础模型架构 Qwen3-Next，创新改进采用了混合注意力机制、高稀疏度 MoE 结构、多 token 预测 (MTP) 机制等核心技术，模型训练成本较密集模型 Qwen3-32B 大降超 90%，长文本推理吞吐量提升 10 倍以上。此外，公司还升级了编程模型 Qwen3-Coder，开源视觉理解模型 Qwen3-V、全模态大模型 Qwen3-Omni、多模态视觉创作模型通义万相 Wan2.5 Preview、语音大模型通义百聆。

2) **应用**：8 月末，淘宝“AI 万能搜”上线。支持深度思考，用户可以用自然语言提问，AI 会生成一份融合了文字、商品、视频图片的回答，且包含商品链接。夸克云栖大会发布全新 AI 创作平台“造点”。该

平台集成 AI 生图与 AI 生视频两大核心能力，接入通义万相“Wan2.5”，在生图方面，引入 Midjourney V7。饿了么推出面向商家的“商家 Agent”，覆盖建店、经营、售后全流程，以及面向骑手的“小饿”智能体，兼具智能客服、操作助理、老师傅指导与安全员四大角色。

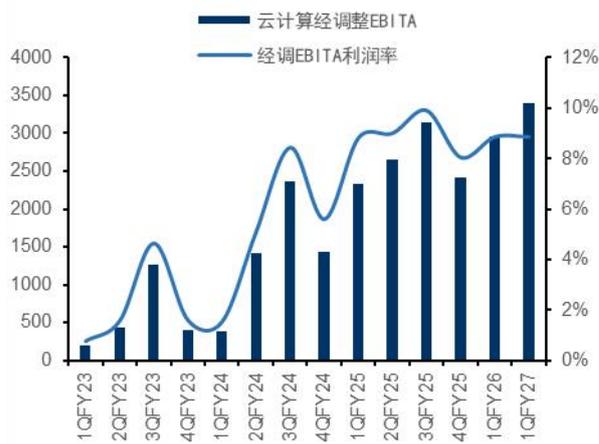
3) **基础设施**：AI 基础设施全面升级，在此前云栖大会上，阿里推出包括磐久 128 超节点 AI 服务器、新一代高性能网络 HPN 8.0，并且实现阿里云分布式存储面向 AI 需求全面升级。

图4：阿里巴巴云智能集团营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图5：阿里巴巴云智能集团经调整 EBITA 及利润率（百万元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理及预测

图6：阿里模型发布进程

日期	事件类型	事件	模型类型
2023/4/11	产品发布	Qwen 大型模型发布	文本模型
2023/6/1	产品发布	工作助手通义听悟公测	
2023/8/25	开源	开源 Qwen-VL	视觉模型
2023/9/13	产品发布	Qwen 大型模型获得国内公共使用许可	
2023/9/25	开源	开源 Qwen-14B	文本模型
2023/10/31	产品发布	发布 Qwen-2.0	文本模型
2023/12/1	开源	开源 Qwen-72B	文本模型
2024/1/31	产品发布	发布企业级 RAG 解决方案	
2024/2/6	开源	开源 Qwen1.5	文本模型
2024/5/9	产品发布	发布 Qwen-2.5 并开源 Qwen1.5-110B	文本模型
2024/5/21	价格调整	阿里大型模型首次降价，最高降幅达 97%	
2024/6/7	开源	开源 Qwen2	文本模型
2024/9/2	开源	开源 Qwen2-VL	视觉模型
2024/9/19	价格调整	阿里大型模型第二次降价，最高降幅达 85%	
2024/11/20	产品发布	发布 Qwen2.5-Turbo	文本模型
2024/12/25	产品发布	发布开源视觉推理模型 QVQ-72B-Preview	视觉模型
2024/12/31	价格调整	阿里大型模型第三次降价，降幅超过 80%	
2025/1/9	产品发布	发布万相 2.1 视频生成模型	视觉模型
2025/1/29	产品发布	发布 Qwen2.5-Max	文本模型
2025/2/9	模型整合	百炼平台整合 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1	
2025/2/25	开源	开源 万相 2.1	视觉模型
2025/3/6	开源	开源推理模型 QwQ-32B	推理模型
2025/3/27	开源	开源全模态模型 Qwen2.5-Omni-7B	全模态模型
2025/4/17	开源	开源 Wan2.1-FLV2V-14B (万相 2.1 收尾页视频模型)	视觉模型
2025/4/29	产品发布	发布国内首个混合推理模型 Qwen3	文本模型
2025/5/1	开源	开源更小尺寸的全模态模型 Qwen2.5-Omni-3B	全模态模型
2025/6/6	产品发布	发布 Qwen3-Embedding 系列模型	文本表征与排序模型
2025/6/16	开源	开源 Qwen3 全系列 32 款 MLX 量化模型	
2025/6/27	开源	推出多模态统一理解与生成模型 Qwen VLo	多模态模型
2025/7/22	开源	推出 Qwen3-235B-A22B 非思考模式 (Non-thinking) 的更新版本，命名为 Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507	文本模型
2025/7/23	开源	发布 Qwen3-Coder	代码模型
2025/7/25	开源	推出 Qwen3-235B-A22B 思考模型升级版本：Qwen3-235B-A22B-Thinking-2507	推理模型
2025/8/5	开源	文生图模型 Qwen-Image	文生图模型
2025/9/25	开源	发布旗舰模型 Qwen3-Max	文本模型
2025/9/25	开源	发布基础模型架构 Qwen3-Next	文本模型
2025/9/25	升级	编程模型 Qwen3-Coder 升级	编程模型
2025/9/25	开源	开源视觉理解模型 Qwen3-VL	视觉模型
2025/9/25	开源	发布全模态大模型 Qwen3-Omni	多模态模型
2025/9/25	开源	发布多模态视觉创作模型通义万相 Wan2.5 Preview	视觉模型
2025/9/25	开源	发布语音大模型通义百聆	语音模型

资料来源：通义千问、国信证券经济研究所整理及预测

◆ 中国电商集团

1) 电商：我们预计阿里巴巴 FY26Q2 GMV 同比+5%，公司继续保持接近大盘增速。take rate 继续实现同比提升，但进入 9 月后基数效应开始逐步体现。因此 CMR 保持与上季度接近增速，预计同比+10%，其中即时零售我们预计会产生约 2%-3%的增长带动，主要是流量增加后带来了更多广告曝光以及交叉销售机会。预计 EBITA 实现同比正增长，但考虑到电商激烈的竞争环境，利润率仍然延续下滑趋势，我们预计下降幅度好于上个季度。

2) 即时零售：我们预计 FY26Q2 整体经调整 EBITA 亏损 365 亿元，对应日均单量约 7400 万单，单均亏损 5.3 元，分月度来看，公司在 8 月达到单量和单均亏损峰值后，9 月开始进入扭亏节奏，由于补贴力度下降以及淡季因素，单量略有回落，但市场份额继续保持稳健，预计 FY26Q3 有望单月实现较 7-8 月单均亏损峰值减亏一半。当前阶段公司仍然以市场份额为主要目标，以完成履约能力、用户心智等方面的建设。

◆ 其他

1) AIDC：在地缘政治等因素的影响下，预计收入增速将继续放缓，公司延续追求利润目标，本季度维持接近盈亏平衡表现。

2) 所有其他：我们预计 FY26Q2 亏损较上季度扩大至 50 亿元左右，主要是新模型发布带来训练需求增加以及 AI 应用（高德、夸克、钉钉）带来的算力投入增加，以及盒马、高德相关的到家到店业务带来的投入增加。并且我们认为这两点因素带来的亏损增加未来将持续。

◆ 投资建议

我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10503/11879/13050 亿元，调整幅度为-1.5%/-0.1%/0.3%，主要由于即时零售业务在投入阶段客单价较低收入贡献有限；调整公司 FY2026-FY2028 经调净利预测至 1084/1502/1772 亿元，调整幅度为 -14%/-10%/-10%，主要由于 1) 公司闪购业务投入力度高于我们此前预期；2) 所有其他业务中模型和 AI 应用相关的算力投入，以及高德盒马的到家到店业务投入增加，并且具有一定持续性。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 28 倍，继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

- 《阿里巴巴-W (09988.HK) -定位全栈人工智能服务商，加大 AI 基础设施建设投入》——2025-09-27
- 《阿里巴巴-W (09988.HK) 深度报告 - 聚焦消费和云+AI 战略，持续投入重新创业》——2025-09-10
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -1QFY26 财报点评：积极投入消费和 AI+云两大战略，迈入创业新篇章》——2025-08-31
- 《阿里巴巴-W (09988.HK) -1QFY26 前瞻：闪购投入致利润承压，云收入继续加速》——2025-07-14
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -4QFY25 财报点评：CMR 增长超预期，云收入继续加速》——2025-05-18

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
现金及现金等价物	248125	353825	439909	586711	营业收入	996347	1050325	1187893	1305003
应收款项	98194	103514	117072	128613	营业成本	598285	604868	682637	748722
存货净额	25460	22723	25020	26688	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	384237	411644	439020	销售费用	144021	240291	235921	256823
流动资产合计	752864	864298	993645	1181032	管理费用	114894	165066	169743	170506
固定资产	185161	229628	284509	320441	财务费用	(11163)	16989	17911	(11163)
无形资产及其他	363556	302963	252469	210391	投资收益	5966	5474	5474	5474
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	资产减值及公允价值变动	(6336)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	17652	57122	16738	6388
资产总计	1764829	1831094	1935784	2087980	营业利润	167592	85707	103894	151977
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(6171)	3478	3478	3478
应付款项	17002	15174	16708	17822	利润总额	161421	89185	107372	155455
其他流动负债	375504	389313	418136	448773	所得税费用	35445	15739	18948	20995
流动负债合计	421507	434939	466818	500168	少数股东损益	(4133)	853	(942)	(10099)
长期借款及应付债券	141775	127898	119021	110144	经调整归属于母公司净利润	158122	108449	150154	177249
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	210110	194497	178884	现金流量表(百万元)				
负债合计	652230	645049	661315	679052	净利润	158122	108449	150154	177249
少数股东权益	115327	116180	115238	105139	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	997272	1069865	1159231	1303790	折旧摊销	(14295)	106680	117862	134507
负债和股东权益总计	1764829	1831094	1935784	2087980	公允价值变动损失	6336	0	0	0
					财务费用	(11163)	16989	17911	(11163)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1331)	(489)	(268)	4967
经调整每股收益	8.32	5.71	7.90	9.33	其它	(32785)	(35003)	(61730)	(42789)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	116047	179637	206018	273934
每股净资产	52.47	56.29	60.99	68.59	资本开支	25005	(90555)	(122249)	(128361)
ROIC	12%	9%	14%	17%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
ROE	13%	7%	8%	11%	投资活动现金流	62529	(61511)	(112579)	(119854)
毛利率	40%	42%	43%	43%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	5%	7%	6%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	17%	15%	17%	16%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	6%	5%	13%	10%	其它融资现金流	(91157)	1450	1523	1599
经调净利润增长率	0%	-31%	38%	18%	融资活动现金流	(123537)	(12427)	(7354)	(7278)
资产负债率	43%	42%	40%	38%	现金净变动	55039	105700	86084	146802
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	353825	439909
调整后 P/E	19.4	28.3	20.5	17.3	货币资金的期末余额	248125	353825	439909	586711
P/B	3.1	2.9	2.7	2.4	企业自由现金流	150206	60605	63467	79099
EV/EBITDA	9	9	7	7	权益自由现金流	60447	43064	50239	90353

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032