

互联网电商

2025年10月12日

阿里巴巴 (BABA)

——阿里云增长持续提速，AI 和即时零售加大投入

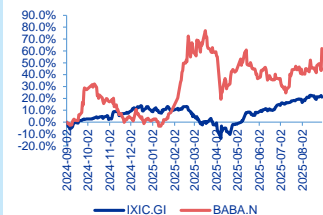
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025年10月10日

收盘价 (美元)	159.01
纳斯达克指数	22204.43
52 周最高/最低 (美元)	192.67/78.73
美股市值 (亿美元)	3794
流通股 (亿股)	191
汇率 (美元/人民币)	7.12

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《阿里巴巴 (BABA) 点评：加大 AI 投入，ASI 为终极目标》2025/09/25

《阿里巴巴 (BABA) 点评：战略投入 AI 和即时零售，云加速渗透增长超预期》2025/09/01

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2QFY26 业绩前瞻：**我们预计 2QFY26 收入达 2528 亿元，同比增长 6.9%，Non-GAAP 归普净利润 128 亿元，同比下滑 65%。从各业务板块来看，我们预计中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他收入同比+23.8%/+18.5%/+30.0%/-30.6%。
- **GMV 健康增长，take rate 提升驱动 CMR 高质量增长。**据国家统计局数据，2025 年 7/8 月全国网上零售额同比增长 13.54%/12.53%，其中 7-8 月实物商品网上零售额为 2.0 万亿元，同比增长 7.7%，线上渗透率 25.2% (去年同期 24.2%)。基于庞大的用户和商家网络，体验优化，投入零售补全消费场景，显著拉动主站电商流量和用户活跃度，促进 2QFY26 淘天 GMV 增势延续。全站推渗透率不断提高，take rate 提升驱动 CMR 预计实现约 10% 增速，电商业务 EBITA 增长环比回升。中长期平台全站推广告效率不断改善，淘宝闪购持续贡献活跃流量，货币化率具备长期提升空间。
- **“一体化电商”战略协同，即时零售单量快速提升，中短期亏损收窄路径清晰。**7 月 12 日淘宝闪购联合饿了么宣布日订单量再次突破 8000 万且创新高，并于接下来连续两个周末超 9000 万单，我们预计即时零售整体单量持续提升后，季度内保持相对稳定。我们预计，考虑到需求旺季+竞争投入力度加码，预计 FY2Q26 单季度淘宝闪购亏损约 350-400 亿元，短期中国电商集团经调整 EBITA 将承压下滑，但我们认为即时零售中短期亏损收窄路径清晰，随着订单结构、骑手结构及用户结构优化，预计 Q4 有望实现某一单月度 UE 较峰值缩减一半。同时即时零售业务将有效激活近场消费增量，协同远场电商消费场景，带动平台日活进一步提升。
- **阿里云市场份额稳居行业第一，FY2Q26 预计驱动云收入持续提速，以 ASI 为终极目标，集团加大 AI 投入。**我们预计 2QFY26 云收入增长进一步提速，经调整 EBITA 利润率环比稳定。国内企业 AI 渗透率提升，国内推理需求持续爆发，行业对 AI 基础设施需求大幅超预期，据权威机构 Omdia 统计阿里云以 35.8% 市场份额稳居行业第一。阿里云栖大会，集团重磅七连发大模型产品，Qwen3-Max 性能跻身全球前三。集团合作英伟达布局 Physical AI，夸克推出首个自研 AI 智能眼镜，钉钉上线 AI 钉钉 1.0 五大产品，高德全新 AI 生活服务榜单“扫街榜”DAU 突破 3.6 亿，全面加深应用生态链。面向 ASI 时代长期远景，阿里持续加速推动从 AI 基础设施到应用生态的全面升级，积极推进三年 3800 亿元的 AI 基础设施建设计划，并预计持续追加。
- **国际业务良性增长，聚焦运营及投入效率，EBITA 预计保持盈亏平衡。**2QFY26，AIDC (国际数字商业集团) 聚焦多元化市场布局，以中东、欧洲、日韩为核心发力市场，我们预计收入保持良性增长。同时集团加大平衡 AIDC 投资效率，盈利改善加速，预计经调整 EBITA 有望持续减亏，保持盈亏平衡，并于年内有望实现单季度盈利。
- **维持“买入”评级。**阿里明确聚焦以 AI+云为核心的科技平台、购物与生活服务融合的大消费平台，投入培育 AI、即时零售业务，战略价值进一步强化，蓄力带动长期增长正循环，看好平台高质量增长势能。考虑到即时零售和 AI 等新业务投入力度加大，我们下调 26 财年盈利预测为 1187 亿元 (前值为 1255 亿元)，维持 27-28 财年盈利预测为 1553/1788 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，消费需求持续疲软，新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入 (百万元)	941,168	996,347	1,044,821	1,162,813	1,270,267
同比增长率 (%)	8.3	5.9	4.9	11.3	9.2
Non-GAAP 归普净利润 (百万元)	158,359	158,393	118,702	155,261	178,810
同比增长率 (%)	10.0	0.0	(25.1)	30.8	15.2
调整后每股收益 (元)	62.11	65.59	49.16	64.30	74.05
ROE (%)	16	16	9	10	10
市盈率 (倍)	18	17	23	18	15
市净率 (倍)	2.9	2.6			1.4

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益；注：FY 周期为 .-.

Accelerated growth of Alibaba Cloud and increasing investment in AI and instant retail

2QFY26 results outlook. We forecast 2QFY26 revenue of Rmb252.8bn (+6.9% YoY) and non-GAAP net profit of Rmb12.8bn (-65%YoY). By business segment, we anticipate earnings growth of 23.8% YoY for China E-commerce Group, 18.5% for International Business Digital Commerce Group, 30.0% for Cloud Intelligence Group, and -30.6% for All Other Revenue.

Healthy GMV growth and steady increase in CMR driven by a higher take rate. According to the National Bureau of Statistics, China's online retail sales increased 13.54% YoY in July and 12.53% YoY in August, among which, online retail sales of physical goods from July to August reached Rmb2.0tn (+7.7% YoY), with an online penetration rate of 25.2% (24.2% in the same period last year). On the back of its extensive user and merchant network, Alibaba managed to boost the traffic and user activity of the main site's e-commerce through experience optimisation and integrating retail to complete the consumption scenario, sustaining strong growth momentum of Taotian's GMV in 2QFY26. With rising penetration rate of full-site promotion, a higher take rate drives the estimated CMR growth to c.10%. Meanwhile, the EBITA the e-commerce business rebounded month-on-month. In the medium to long term, with increasing efficiency of full-site promotion and continued traffic contribution from Taobao Flash Sale, we see room for monetisation rate improvement in the long term.

Synergy brought by the "integrated e-commerce" strategy. On 12 July, Taobao Flash Sale and Ele.me jointly announced that the daily order volume had once again exceeded 80m and reached a new high. In the following two consecutive weekends, it achieved over 90m orders. We anticipate the order volume to stabilize at a high level throughout the quarter. Considering the peak demand season and the increased investment, we estimate losses of Rmb35-40bn for Taobao Flash Sale in 2QFY26. In the short term, we believe the adjusted EBITA of Chinese E-commerce Groups will remain under pressure. However, we see a clear path to narrow the losses for instant retail. With the optimisation of order, rider and user structure, we expect the monthly UE in 4Q25 to be reduced by half compared to the peak. Meanwhile, the instant retail business will effectively activate the incremental near-field consumption and collaborate with the far-field e-commerce consumption scenarios, hence further driving the platform's daily active user growth.

Leading position of Alibaba Cloud; increasing AI investment for the ultimate goal of ASI. We expect cloud revenue growth to accelerate in 2QFY26, and the adjusted EBITA margin to remain stable MoM. With a rising penetration rate of AI in domestic enterprises and surging demand for domestic inference, demand for AI infrastructure has far exceeded market expectations. According to Omdia, Alibaba Cloud maintains an industry-leading 35.8% market share. At Alibaba Cloud Summit, the group released seven major AI models, and the performance of Qwen3-Max ranked among the top three globally. The group collaborates with NVIDIA to lay out Physical AI. Quake launched its first self-developed AI smart glasses, and DingTalk launched AI DingTalk 1.0 with five major products. The new AI life service list of Gaode, "Scanning Street List", recorded a DAU of over m, deepening the development of the application

ecosystem. In the long-term vision of the ASI era, Alibaba continues to accelerate the comprehensive upgrade from AI infrastructure to the application ecosystem by promoting the three-year Rmb380bn AI infrastructure construction plan, and we expect the investment to further increase.

Healthy global business with focus on operational efficiency; EBITA to remain break-even. In 2QFY26, AIDC (International Digital Business Group) diversified its business layout, with a focus on Middle East, Europe, Japan and South Korea markets. We expect overseas revenue to maintain sound growth. Meanwhile, the Group has enhanced efforts to improve AIDC's investment efficiency, which resulted in greater profitability and likely narrower adjusted EBITA losses. We expect it to achieve quarterly profitability within the year.

Maintain BUY. Alibaba has a clear focus on the technology platform centered on AI and cloud, as well as a large consumer platform integrating shopping and life services. It has been investing in cultivating AI and instant retail businesses to further strengthen its strategic value. It is well positioned for a long-term high-quality growth cycle. Considering the increasing investment in new businesses such as instant retail and AI, we lower net profit forecasts from Rmb125.5bn to Rmb118.7bn in FY26E, maintain and forecasts at Rmb155.3bn in FY27E and Rmb178.8bn in FY28E. We maintain our BUY rating.

Risks. Intensified competition; continued demand weakness; slower-than-expected development of new business.

合并损益表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941,168	996,347	1,044,821	1,162,813	1,270,267
营业成本	-586,323	-598,285	-608,753	-693,254	-764,765
毛利润	354,845	398,062	436,068	469,559	505,502
其他收支	6,157	3,387	5,467	6,685	4,438
产品开发费用	-52,256	-57,151	-63,402	-70,653	-70,528
销售及行政费用	-157,126	-188,260	-272,260	-243,233	-262,005
调整后 EBITDA	191,668	202,325	145,554	206,016	228,540
调整后 EBIT	143,436	166,729	110,522	167,721	191,061
财务费用	-7,947	-9,596	-5,835	-4,476	-4,476
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	101,596	155,455	130,617	168,842	188,476
所得税费用	-22,529	-35,445	-30,780	-46,933	-53,339
归属于非控制性权益的净损失	8,677	4,133	467	2,000	5,000
归属于普通股股东的净利润	79,741	129,470	105,016	129,409	145,637
Non-GAAP 归普净利润	158,359	158,393	118,702	155,261	178,810

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。