

阿里巴巴-W(09988)

报告日期: 2025 年 10 月 15 日

即时零售投入加大，市场空间可期

——阿里巴巴 FY26Q2 业绩前瞻

投资要点

- 我们看好公司云业务的成长性、即时零售为中国电商业务带来增量空间。
- 智能云业务收入增速超预期，且预期景气度将进一步提升。
我们预测 FY26Q2 智能云业务收入为 382 亿元，yoy29%，EBITA Margin 为 9.5%，同环比微增。
1) 我们看好 AI 产业大趋势，吴泳铭在阿里云栖大会表示，公司正在积极推进 3 年 3800 亿的 AI 基础设施建设计划，并将会持续追加更大的投入；2032 年阿里云数据中心的能耗规模相比于 2022 年将提升 10 倍。
2) 长期我们看好阿里云全栈能力、行业 know how 积累和规模领先带来的竞争优势，其长期利润率大幅提升的确定性高。参考谷歌云随着业务规模的增长，其 OPM 从 2022 年的-11%，跃升至 2024 年的 14%。
- 阿里巴巴中国电商集团处于高投入期，但是未来预计整体投入会边际下降。
我们预测 FY26Q2 阿里中国电商业务收入为 1269 亿元，yoy11.6%；EBITA Margin 为 6.8%，同环比大幅下降，系 3 季度即时零售大幅投入所致。公司用餐饮外卖带来高频订单密度的同时完善履约体系，核心看中的是其带来活跃用户、成交频次进而对传统电商业务的协同，以及未来即时商品零售电商的市场空间。此外，饿了么和高德双线作战布局到店业务，也为公司电商业务带来新的想象空间。
- 盈利预测与估值
因公司在即时零售业务投入较大，我们调整了公司盈利预测，预计公司 FY2026-2028 的收入为 10675.39、11735.49、12876.74 亿元，同比增速为 7.1%、9.9%、9.7%；归属于普通股股东的经调整净利润为 1260.06、1729.85、2234.85 亿元，同比增速为-20.2%、37.3%和 29.2%。我们采用分部估值法对公司进行估值，考虑到 FY26 的投入力度不具备可持续性，我们对公司 FY2027 年经调整净利润给予 12 倍 PE，对 FY2027 年云业务收入给予 7 倍 PS，按照 8%预期收益率折算至 FY26 年，对应目标价为 181.56 港币/股，维持“买入”评级。
- 风险提示
即时零售价格战加剧；宏观经济及政策风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：冯翠婷
执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师：宁浮洁
执业证书号：S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

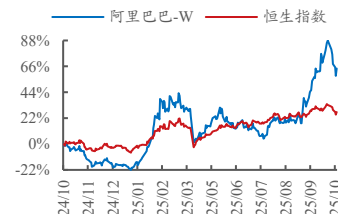
分析师：徐紫薇
执业证书号：S1230524120005
xuziwei@stocke.com.cn

研究助理：张瑜晨
zhangyuchen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 HK\$161.60
总市值(百万港元) 3,084,666.09
总股本(百万股) 19,088.28

股票走势图



相关报告

- 1 《淘天主业稳健，云业务未来可期》 2025.05.22
- 2 《十问十答，再看阿里巴巴投资价值与预期差》 2025.03.22
- 3 《公司业绩与资本开支大超市市场预期》 2025.02.24

财务摘要

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	996347	1067539	1173549	1287674
(+/-) (%)	6%	7%	10%	10%
归母净利润	130109	98152	146504	188430
(+/-) (%)	63%	-25%	49%	29%
每股收益(元)	6.89	5.14	7.68	9.87
P/E	16.94	27.60	18.49	14.38

资料来源：浙商证券研究所，其中 2025A 对应公司 FY2025（自然年 2024.4.1-2025.3.31）

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	674,049	655,672	690,739	774,238	营业收入	996,347	1,067,539	1,173,549	1,287,674
现金	145,487	91,002	89,309	133,990	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	31,172	33,390	36,706	40,276	营业成本	598,285	629,919	655,389	679,211
存货	18,887	19,877	20,681	21,433	销售费用	144,021	223,863	235,937	257,594
其他	478,503	511,402	544,042	578,540	管理费用	44,239	37,552	40,971	43,667
非流动资产	1,130,178	1,225,814	1,308,601	1,387,003	研发费用	57,151	63,581	69,756	76,540
固定资产	203,348	292,365	374,373	452,866	财务费用	(11,163)	5,254	7,434	7,501
无形资产	276,412	273,178	273,958	273,866	除税前溢利	161,421	116,548	174,448	226,548
其他	650,418	660,271	660,271	660,271	所得税	35,445	22,116	31,292	41,131
资产总计	1,804,227	1,881,486	1,999,340	2,161,241	净利润	125,976	94,433	143,156	185,417
流动负债	435,346	467,722	473,868	486,066	少数股东损益	(4,133)	(3,720)	(3,348)	(3,013)
短期借款	22,562	22,562	22,562	22,562	归属母公司净利润	130,109	98,152	146,504	188,430
应付账款及票据	0	0	0	0					
其他	412,784	445,160	451,306	463,504	EBIT	150,258	121,802	181,882	234,049
非流动负债	278,775	280,766	280,766	280,766	EBITDA	192,717	170,379	240,256	306,016
长期债务	208,141	208,141	208,141	208,141	EPS (元)	6.89	5.14	7.68	9.87
其他	70,634	72,625	72,625	72,625					
负债合计	714,121	748,488	754,634	766,832					
普通股股本	1	1	1	1	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	1,054,613	1,101,225	1,216,281	1,368,997	成长能力				
归属母公司股东权益	1,021,571	1,068,183	1,183,239	1,335,955	营业收入	5.86%	7.15%	9.93%	9.72%
少数股东权益	68,535	64,815	61,468	58,455	归属母公司净利润	62.62%	-24.56%	49.26%	28.62%
股东权益合计	1,090,106	1,132,999	1,244,706	1,394,410	获利能力				
负债和股东权益	1,804,227	1,881,486	1,999,340	2,161,241	毛利率	39.95%	40.99%	44.15%	47.25%
					销售净利率	13.06%	9.19%	12.48%	14.63%
					ROE	12.74%	9.66%	12.38%	14.10%
					ROIC	8.88%	7.52%	10.12%	11.79%
现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	163,509	141,173	171,605	238,449	资产负债率	39.58%	39.78%	37.74%	35.48%
净利润	130,109	98,152	146,504	188,430	净负债比率	7.82%	12.33%	11.36%	6.94%
少数股东权益	(4,133)	(3,720)	(3,348)	(3,013)	流动比率	1.55	1.40	1.46	1.59
折旧摊销	42,459	48,577	58,374	71,967	速动比率	1.45	1.26	1.29	1.39
营运资金变动及其他	(4,926)	(1,837)	(29,925)	(18,935)	营运能力				
投资活动现金流	(185,415)	(133,044)	(130,775)	(146,981)	总资产周转率	0.56	0.58	0.60	0.62
资本支出	(85,972)	(134,360)	(141,161)	(150,368)	应收账款周转率	32.21	33.07	33.48	33.45
其他投资	(99,443)	1,316	10,386	3,387					
筹资活动现金流	(76,215)	(61,656)	(41,564)	(45,829)	每股指标 (元)				
借款增加	64,534	0	0	0	每股收益	6.89	5.14	7.68	9.87
普通股增加	(86,652)	(17,332)	(13,866)	(11,093)	每股经营现金流	8.61	7.40	8.99	12.49
已付股利	(29,077)	(44,323)	(27,699)	(34,736)	每股净资产	53.77	53.24	61.99	69.99
其他	(25,020)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(97,156)	(54,485)	(1,693)	44,680	P/E	16.94	27.60	18.49	14.38
					P/B	2.17	2.67	2.29	2.03
					EV/EBITDA	11.95	16.72	11.86	9.17

资料来源：浙商证券研究所 注：应付账款及票据公司未披露

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>