

2025 年 11 月 06 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
陈逸凡
SAC: S1350525040003
chenyifan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 11 月 05 日

收盘价（港元）	158.50
一年内最高/最低（港元）	186.20/77.35
总市值（百万港元）	3,025,549.02
流通市值（百万港元）	3,025,549.02
资产负债率（%）	40.81

资料来源：聚源数据

阿里巴巴-W (09988. HK)

——FY26Q2 预计阿里云营收增长提速，闪购投入扩大

投资要点：

- 财务指标前瞻：**我们预计阿里巴巴 FY2026Q2 实现总营收 2425 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 率为 2.3%，同比下降 86%至 57 亿元，主要原因是淘宝闪购业务投入扩大。分业务看，中国电商集团（含中国电商、即时零售和中国批发业务）预计营收 1268 亿元，经调整 EBITA 率为 7%；阿里国际数字商业集团预计营收 371 亿元，经调整 EBITA 率为 0.1%；云智能集团预计营收 385 亿元，经调整 EBITA 率为 9%。
- 云智能集团：目标打造“AI 时代的安卓”和构建作为“下一代计算机”的超级 AI 云，预计营收增速加快。**鉴于公司判断 2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将较 2022 年提升 10 倍，我们预计 FY26Q2 阿里云营收增长有望进一步加快，FY2026Q2 云智能集团营收 385 亿元（同比增长 30%），经调整 EBITA 率为 9%。2025 云栖大会上，公司提出超级人工智能（ASI）三阶段演进路径：智能涌现、自主行动、自我迭代。公司坚定开源模型路线，目标打造“AI 时代的安卓”；构建作为“下一代计算机”的超级 AI 云，为全球提供智能算力网络。基于上述战略，我们看好公司持续开拓 AI 云市场并扩张全球产能：1）根据 Omdia 报告，2025 年上半年中国 AI 云市场中阿里云占比 35.8%位列第一，市场份额高于 2 到 4 名总和；2）2025 年以来，公司相继在泰国、韩国、马来西亚、墨西哥、迪拜及中国北京、上海、杭州等地落地新数据中心，全球布局已扩展至 29 个地域、92 个可用区。
- 中国电商集团：着力实施大消费平台战略，淘宝闪购投入扩大，开启电商业务新增长空间。**我们预计中国电商集团 FY26Q2 营收 1268 亿元，其中客户管理收入 774 亿元，同比增长 10%。经调整 EBITA 率为 7%，经调整 EBITA 季度环比下滑 78%至 83 亿元，主要原因是预计淘宝闪购业务亏损大幅增加至 378 亿元。我们认为短期内公司电商收入主要由两大因素主导：1）2024 年 9 月新增的基础软件服务费；2）“全站推广”的渗透提升。长期看，公司着力实施大消费平台战略，预计将从用户和消费场景两方面开启新增长空间。2025 年淘天打通饿了么、飞猪、高德等场景，覆盖吃喝玩乐衣食住行，8 月上线全新大会员体系，实现高频触达 10 亿会员。公司通过跨场景串联提升用户活跃度，淘宝闪购业务带动手淘 8 月 DAU 增长 20%，MAU 同比增长 25%。用户规模增长下，2025 年双 11 现货开售首小时，80 个品牌销售额过亿，30516 个品牌成交较去年同期翻番。
- 其他业务。**1）阿里国际数字商业集团：2025 年以来公司战略上聚焦重点地区，专注提升运营效率，我们预计该板块 FY26Q2 营收同比增长 17%至 371 亿元，经调整 EBITA 率为 0.1%，对应经调整 EBITA 0.37 亿元；2）所有其他业务：我们预计受模型训练和 AI 原生应用（高德、钉钉）的算力投入影响，以及高德、盒马等在即时零售业务上的投入，所有其他业务预计 FY26Q2 亏损较上季度扩大至 50 亿元左右。
- 盈利预测与评级：**考虑到 FY2026 公司在淘宝闪购业务上的持续投入，我们预计公司 FY2026–2028 年归母净利润分别为 1030/1614/1935 亿元，同比增速分别为 -21%/57%/20%，当前股价对应的 PE 分别为 27/17/14 倍。鉴于公司阿里巴巴聚焦

于电商与云两大业务板块，电商方向上通过淘宝闪购业务打开成长空间，云计算领域在 AI 云市场保持领先，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险**

盈利预测与估值（人民币）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	941,168.0	996,347.0	1,049,152.2	1,246,469.8	1,410,979.1
同比增长率（%）	8.3%	5.9%	5.3%	18.8%	13.2%
归母净利润（百万元）	80,009.0	130,109.0	103,009.8	161,423.1	193,522.2
同比增长率（%）	9.9%	62.6%	-20.8%	56.7%	19.9%
每股收益（元/股）	4.0	6.9	5.4	8.5	10.1
ROE（%）	8.0%	12.7%	9.2%	12.6%	13.1%
市盈率（P/E）	16.2	16.9	27	17	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	996,347	1,049,152	1,246,470	1,410,979	货币资金	145,487	143,128	302,438	495,037
增长率	5.9%	5.3%	18.8%	13.2%	应收款项	202,175	255,294	303,308	343,338
营业成本	598,285	598,017	710,488	804,258	存货	0	26,579	31,577	35,745
%销售收入	60.0%	57.0%	57.0%	57.0%	其他流动资产	326,387	335,555	337,394	337,265
毛利	398,062	451,135	535,982	606,721	流动资产	674,049	760,555	974,717	1,211,385
%销售收入	40.0%	43.0%	43.0%	43.0%	权益性投资	210,169	211,169	212,169	213,169
其他收入	0	0	0	0	固定资产	203,348	246,846	283,819	315,246
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	276,412	267,466	258,968	250,895
销售费用	144,021	219,797	211,900	231,401	非流动资产	1,130,178	1,175,583	1,205,058	1,229,412
%销售收入	14.5%	21.0%	17.0%	16.4%	资产总计	1,804,227	1,936,138	2,179,775	2,440,797
管理费用	44,239	41,966	49,859	56,439	应付款项	0	0	0	0
%销售收入	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	22,562	27,562	32,562	37,562
研发费用	57,151	63,998	74,788	83,248	其他流动负债	412,784	440,644	523,517	592,611
%销售收入	5.7%	6.1%	6.0%	5.9%	流动负债	435,346	468,206	556,079	630,173
财务费用	-11,163	5,106	5,309	1,115	长期债务	208,141	208,141	208,141	208,141
%销售收入	-1.1%	0.5%	0.4%	0.1%	其他长期负债	70,634	70,634	70,634	70,634
息税前利润 (EBIT)	150,258	136,698	211,521	248,333	非流动负债	278,775	278,775	278,775	278,775
%销售收入	15.1%	13.0%	17.0%	17.6%	负债总计	714,121	746,981	834,854	908,948
投资收益	5,966	7,000	7,000	7,000	归属母公司股东权益	1,021,571	1,123,623	1,284,088	1,476,652
%税前利润	3.7%	5.3%	3.4%	2.8%	少数股东权益	68,535	65,535	60,833	55,197
除税前利润	161,421	131,591	206,212	247,218	负债股东权益合计	1,804,227	1,936,138	2,179,775	2,440,797
利润率	16.2%	12.5%	16.5%	17.5%					
所得税	35,445	31,582	49,491	59,332					
所得税率	22.0%	24.0%	24.0%	24.0%					
净利润 (含少数股东损益)	125,976	100,009	156,721	187,886					
少数股东损益	-4,133	-3,000	-4,702	-5,637					
归属于母公司的净利润	130,109	103,010	161,423	193,522					
增长率	62.6%	-20.8%	56.7%	19.9%					
净利率	13.1%	9.8%	13.0%	13.7%					

现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					2025A				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	130,109	103,010	161,423	193,522	每股指标				
少数股东损益	-4,133	-3,000	-4,702	-5,637	每股收益	6.89	5.40	8.46	10.14
营运资金变动	-23,988	-71,005	18,022	15,025	每股净资产	53.77	58.86	67.27	77.36
其他变动	61,521	48,231	53,684	58,379	每股经营现金净流	8.61	4.05	11.97	13.69
经营活动现金流量净额	163,509	77,235	228,427	261,290	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-85,972	-85,000	-85,000	-85,000	回报率				
投资	29,229	9,000	9,000	9,000	净资产收益率	12.74%	9.17%	12.57%	13.11%
其他	-128,672	1,471	12,086	12,700	总资产收益率	7.21%	5.32%	7.41%	7.93%
投资活动现金流量净额	-185,415	-74,529	-63,914	-63,300	投入资本收益率	8.88%	7.29%	10.14%	10.62%
股权募资	-86,652	0	0	0	增长率				
债权募资	64,534	5,000	5,000	5,000	营业收入增长率	5.86%	5.30%	18.81%	13.20%
其他	-54,097	-9,107	-9,245	-9,432	EBIT增长率	34.43%	-9.02%	54.74%	17.40%
筹资活动现金流量净额	-76,215	-4,107	-4,245	-4,432	净利润增长率	62.62%	-20.83%	56.71%	19.89%
现金净变动	-97,156	-2,359	159,310	192,599	总资产增长率	2.23%	7.31%	12.58%	11.97%

资产管理能力					偿债能力				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
应收账款周转天数	5.5	6.0	11.1	11.3	流动比率	1.55	1.62	1.75	1.92
存货周转天数	7.7	8.0	14.7	15.1	速动比率	1.45	1.43	1.56	1.73
应付账款周转天数	—	—	—	—	净负债/股东权益	7.82%	7.78%	-4.59%	-16.28%
固定资产周转天数	70.2	77.2	76.6	76.4	EBIT利息保障倍数	15.7	15.0	22.9	26.3
					资产负债率	39.58%	38.58%	38.30%	37.24%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。