

双十一闪购协同效应强化，看好闪购协同增收潜力

核心观点

- **核心观点：**双十一淘天延续周期延长玩法简化趋势，闪购主站协同效应增强，来自闪购带动的主站订单突破一亿，我们测算贡献 2%+/1%+ 的订单量/GMV，随着协同效应增强有望通过进一步打通从流量侧到收入侧的增长正循环，叠加闪购的补贴优化带来的减亏有望通过协同效应增强闪购投入持续性。我们对应上调了主站 GMV、CMR 增速，给予目标价 206.11 港元，维持买入评级。
- **周期拉长玩法简化，强化主站闪购协同。**本次双十一淘天周期继续延长 2 天，大促周期已达 31 天与行业大促延长趋势一致。同时玩法进一步简化，由多年以来的凑单满减玩法改为官方直降，进一步优化消费者体验，减少决策成本以提高下单转化率。此外，双十一期间淘天加强了淘宝闪购与淘天的内部协同：首次针对 88VIP 用户发放每日两个 5 折大额红包，同时 37000 个品牌 40 万家门店接入淘宝闪购，进一步将闪购高频流量导入主站。
- **闪购新用户主站订单量突破 1 亿，闪购协同成为主站重要增量。**据亿邦动力数据，淘宝闪购带来的新用户的双 11 期间的电商订单数已超过 1 亿，且有 19958 个餐饮品牌、863 个非餐品牌成交额在双十一期间翻倍。双十一作为每年电商的高峰期，主站自有流量提升下的闪购协同效应应进一步加强，导入高频流量为主站商家带来明显增量。
- **测算新客订单/GMV 增量在 2%+/1%+ 左右，协同逻辑验证关注持续性。**我们基于双十一快递量及淘天市场份额测算测算（具体见正文表格），1 亿单订单在当前双十一的订单贡献约占 2-3%，由于外卖用户顺手下单的品类多为低单价的快消品类，AOV 或低于主站平均水平，我们认为贡献 GMV 占比略低在 1-2% 左右。考虑淘天整体 GMV 规模体量较大，1% 增长对淘天 GMV 绝对额仍有明显促进作用。淘天首次披露来自闪购的订单量也标志了闪购协同从流量侧的增长（闪购带动主站 20%DAU 增长）到交易侧的兑现（GMV&单量增长），电商-即时零售协同逻辑得到验证，建议关注后续闪购补贴优化后的单量持续性与减亏节奏，或可随 UE 优化通过主站 CMR 增长实现补贴正循环。

盈利预测与投资建议

- 闪购协同效应兑现，我们对应上调淘天的 GMV 及 CMR 增速。预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10165/11481/12652 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10165/11444/12612 亿元），经调整净利润为 1258/1744/2013 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1258/1738/2006 亿元）。维持上次估值倍数，分部估值计算公司市值为 35846 亿元，对应每股价值 206.11 港元（人民币兑港币汇率 1.098），维持“买入”评级。

风险提示：

资本投入回报不及预期、AI 大模型技术进展不及预期、行业竞争加剧、宏观经济不景气。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 07 日）	160.1 港元
目标价格	206.11 港元
52 周最高价/最低价	186.2/76.07 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,908,864/1,908,864
H 股市值（百万港币）	3,056,091
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.03	-11.3	34.31	70.19
相对表现%	-4.32	-8.64	29.68	44.95
恒生指数%	1.29	-2.66	4.63	25.24



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

AI 驱动阿里云持续提速，闪购协同电商稳健增长：——阿里巴巴 FY26Q2 前瞻点评	2025-11-03
AI 技术领先加码投入，打造全球领先 AI 服务商：——阿里巴巴云栖大会 2025 动态更新	2025-09-30
确立 AI+即时零售核心地位，云及 CAPEX 持续加速：——阿里巴巴 FY26Q1 点评	2025-09-01

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,016,593	1,148,147	1,265,165
同比增长(%)	8.34%	5.86%	2.03%	12.94%	10.19%
营业利润(百万元)	113,350	140,905	92,871	148,190	176,104
同比增长(%)	12.95%	24.31%	-34.09%	59.56%	18.84%
归属母公司净利润(百万元)	79,741	129,470	117,823	163,071	188,087
同比增长(%)	9.97%	62.36%	-9.00%	38.40%	15.34%
每股收益(元)	3.92	6.70	6.16	8.52	9.83
毛利率(%)	37.70%	39.95%	38.77%	38.95%	39.06%
净利率(%)	8.47%	12.99%	11.59%	14.20%	14.87%
净资产收益率(%)	7.24%	12.01%	9.81%	11.84%	11.90%
市盈率(倍)	34.9	21.5	23.6	17.1	14.8
市净率(倍)	3.0	2.8	2.7	2.4	2.2

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

表 1：订单量占比测算

数据	计算结果
24 年双十一单量	164.4
假设增速	15%
25 年双十一单量	189.06
淘天份额	35%
25 年淘天单量	66.171
截至 11 月 5 日的单量（假设占全期的 2/3）	44.11
对应 1 亿单占比	2.27%

数据来源：易观数字商业，复旦消费大数据实验室，东方证券研究所测算

盈利预测与投资建议

闪购协同效应兑现，我们对上调淘天的 GMV 及 CMR 增速。预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10165/11481/12652 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10165/11444/12612 亿元，因闪购协同效应上调淘天 GMV 增速使收入增长），经调整净利润为 1258/1744/2013 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1258/1738/2006 亿元，因收入上调对应上调利润）。维持上次估值倍数，分部估值计算公司市值为 35846 亿元，对应每股价值 206.11 港元（人民币兑港币汇率 1.098），维持“买入”评级。

表 2：季度盈利预测表（百万元）

百万元	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	FY25	FY26E	FY27E
核心经营数据							
合计收入	247,652	237,776	289,202	241,963	996,347	1,016,593	1,148,147
yoy	1.82%	0.54%	3.23%	2.33%	5.86%	2.03%	12.94%
合计经调整 EBITA	38,844	9,170	43,264	26,790	173,065	118,067	177,977
yoy	-13.75%	-77.39%	-21.13%	-17.86%	4.87%	-31.78%	50.74%
利润率	15.68%	3.86%	14.96%	11.07%	17.37%	11.61%	15.50%
合计经调整净利润	33,510	18,184	41,542	32,565	158,122	125,801	174,425
yoy	-17.65%	-50.21%	-18.65%	9.11%	0.41%	-20.44%	38.65%
利润率	13.53%	7.65%	14.36%	13.46%	15.87%	12.37%	15.19%
分部财务数据							
	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY25	FY26E	FY27E
中国电商集团	140,072	127,180	166,532	127,469	509,376	561,253	625,512
yoy	9.71%	8.96%	8.79%	8.48%	4.49%	10.18%	11.45%
收入占比	56.56%	53.49%	57.58%	52.68%	51.12%	55.21%	54.48%
CMR	89,252	78,770	109,958	77,277	326,098	355,258	380,204
CMR-yoy	10.07%	10.53%	8.16%	7.20%	6.03%	8.94%	7.02%
经调整 EBITA	38,389	12,649	46,751	30,793	193,900	128,582	163,351
yoy	-20.72%	-71.38%	-22.71%	-21.91%	4.07%	-33.69%	39.57%
利润率	27.41%	9.95%	28.07%	24.16%	38.07%	22.91%	26.11%
云智能	33,398	38,523	41,074	38,834	118,028	151,828	196,162
yoy	25.80%	30.10%	29.40%	28.90%	10.90%	28.64%	29.20%
收入占比	13.49%	16.20%	14.20%	16.05%	11.85%	14.94%	17.09%
经调整 EBITA	2,954	3,462	4,102	3,158	10,556	13,676	19,435
yoy	26.40%	30.10%	30.71%	30.50%	88.77%	29.55%	42.11%
利润率	8.84%	8.99%	9.99%	8.13%	8.94%	9.01%	9.91%
阿里国际数字商业	34,741	36,960	43,833	38,497	132,300	154,031	177,873
yoy	18.60%	16.69%	16.10%	14.65%	28.95%	16.43%	15.48%
收入占比	14.03%	15.54%	15.16%	15.91%	13.28%	15.15%	15.49%
经调整 EBITA	-59	10	-138	214	-15,137	27	2,877
yoy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-88.39%	100.18%	10521.20%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	利润率	-0.17%	0.03%	-0.32%	0.56%	-11.44%	0.02%	1.62%
所有其他		58,599	59,676	62,462	60,735	337,364	241,472	247,809
	yoy	-27.97%	-27.68%	-28.02%	-25.12%	5.63%	-28.42%	2.62%
	收入占比	23.66%	25.10%	21.60%	25.10%	33.86%	23.75%	21.58%
经调整 EBITA		-1,415	-5,138	-5,374	-5,519	-9,930	-17,447	-2,437
	yoy	-31.38%	-160.44%	-50.79%	-66.45%	26.27%	-0.23%	35.51%
	利润率	-2%	-9%	-9%	-9%	-3%	-7%	-1%

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

表 3：分部估值表

	估值方式	估值倍数	FY27E 收入/经调整 净利润	市值 (mn)
淘天集团	P/E	11.0	157,721	1,734,926
云智能集团	P/S	6.0	196,162	1,176,974
阿里国际数字商业集团	P/S	2.0	177,873	355,746
菜鸟集团	P/S	0.5	100,154	50,077
本地生活集团	P/S	2.0	108,178	216,356
大文娱集团	P/S+市值			50,570
合计				3,584,648
股份数 (百万)				19,089
每股价值 (元/股)				187.79
汇率 (港元/元)				1.098
每股价值 (港元/股)				206.11

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

● 资本投入回报不及预期

公司未来将会投入大量资金用于云计算服务器及算力芯片等固定资产，若云计算业务增速不及预期，将导致公司投资回报收入下降，影响整体利润。

● AI 大模型技术进展不及预期

对公司未来云收入增长的预测包含了公司 AI 模型技术领先的假设，若公司模型技术发展不及预期，则对公司云收入的预测可能不准确。

● 行业竞争加剧

电商行业内拼多多、抖音电商发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的电商业务盈利造成影响。

● 宏观经济不景气

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	248,125	145,487	100,636	83,789	100,484
短期投资	262,955	228,826	240,267	252,281	264,895
限制现金	38,299	43,781	46,074	48,211	49,598
预付账款	143,536	202,175	206,283	232,978	256,723
其他	59,949	53,780	55,202	56,234	57,266
流动资产合计	752,864	674,049	648,463	673,492	728,966
长期股权投资	203,131	210,169	220,677	231,711	243,297
固定资产	185,161	203,348	342,793	490,212	647,606
商誉	259,679	255,501	258,056	260,637	263,243
无形资产	26,950	20,911	25,415	28,704	31,629
其他	337,044	440,249	459,786	489,535	519,003
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,306,728	1,500,799	1,704,779
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,955,190	2,174,291	2,433,744
短期借款	12,749	22,562	23,020	25,999	28,649
商家存款	12,737	274	200	200	200
其他	396,021	412,510	432,517	452,513	480,838
流动负债合计	421,507	435,346	455,737	478,712	509,688
长期借款	55,686	49,909	52,404	55,025	57,776
应付债券	86,089	122,398	128,518	134,944	141,691
其他	88,948	106,468	105,793	116,982	131,919
非流动负债合计	230,723	278,775	286,715	306,950	331,386
负债合计	652,230	714,121	742,453	785,662	841,074
夹层股本	10,728	11,713	11,713	11,713	11,713
股本	1	1	1	1	1
资本公积	397,999	381,379	381,180	395,448	395,575
留存收益	597,987	645,478	764,752	931,863	1,071,010
其他	105,974	51,535	55,092	49,603	114,371
股东权益合计	1,101,871	1,078,393	1,201,025	1,376,916	1,580,957
负债、夹层股本和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,955,190	2,174,291	2,433,744

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	71,332	125,976	113,979	158,924	183,210
折旧摊销	26,640	29,260	46,611	70,970	95,852
财务费用	-7,947	-9,596	-9,935	-10,498	-11,102
SBC	18,546	14,624	14,201	17,222	18,977
营运资金变动	-13,749	-23,988	25,420	-14,142	947
其他	87,771	27,233	41,867	61,486	55,177
经营活动现金流	182,593	163,509	232,143	283,963	343,062
资本支出	-32,929	-85,972	-153,703	-161,868	-172,490
长期投资	3,040	1,110	-8,114	-8,132	-9,071
其他	8,065	-100,553	-87,982	-100,897	-109,881
投资活动现金流	-21,824	-185,415	-249,799	-270,898	-291,442
债权融资	2,465	28,869	4,813	4,442	3,280
股权融资	-110,709	-140,749	-32,677	-34,990	-39,050
其他	0	35,665	0	0	0
筹资活动现金流	-108,244	-76,215	-27,863	-30,547	-35,770
汇率变动影响	4,389	965	2,961	2,772	2,233
现金净增加额	56,914	-97,156	-42,558	-14,711	18,083

利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,016,593	1,148,147	1,265,165
营业成本	-586,323	-598,285	-622,485	-700,929	-771,039
销售费用	-115,141	-144,021	-185,998	-172,222	-175,858
管理费用	-41,985	-44,239	-42,821	-49,944	-55,035
研发费用	-52,256	-57,151	-61,427	-64,296	-73,380
资产减值损失	-10,521	-6,171	-3,796	-3,986	-4,185
无形资产摊销	-21,592	-6,336	-7,344	-8,580	-9,565
营业利润	113,350	140,905	92,871	148,190	176,104
投资及利息	-9,964	20,759	44,728	46,964	49,313
财务支出	-7,947	-9,596	-9,935	-10,498	-11,102
其他收入	6,157	3,387	4,744	4,981	5,230
利润总额	101,596	155,455	132,408	189,637	219,545
所得税	-22,529	-35,445	-25,300	-37,927	-43,909
投资收益	-7,735	5,966	6,870	7,214	7,574
净利润	71,332	125,976	113,979	158,924	183,210
归属母公司净利润	79,741	129,470	117,823	163,071	188,087
少数股东损益	-8,677	-4,133	-1,847	-4,768	-5,496
调整后净利润	157,479	158,122	125,801	174,425	201,332
每股收益 (元)	3.92	6.70	6.16	8.52	9.83

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.3%	5.9%	2.0%	12.9%	10.2%
营业利润	13.0%	24.3%	-34.1%	59.6%	18.8%
调整后 EBITA	11.6%	4.9%	-31.8%	50.7%	17.3%
净利润	10.0%	62.4%	-9.0%	38.4%	15.3%
获利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	38.8%	39.0%	39.1%
调整后 EBITA 利润率	17.5%	17.4%	11.6%	15.5%	16.5%
净利率	8.5%	13.0%	11.6%	14.2%	14.9%
ROE	7.2%	12.0%	9.8%	11.8%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	39.6%	38.0%	36.1%	34.6%
流动比率	1.79	1.55	1.42	1.41	1.43
速动比率	1.79	1.55	1.42	1.41	1.43
运营能力					
存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)					
每股收益	3.9	6.7	6.2	8.5	9.8
每股经营现金流	9.0	8.7	12.5	15.3	18.5
每股销售收入	46.6	53.0	54.7	61.8	68.1
估值比率					
市盈率	34.9	21.5	23.6	17.1	14.8
市销率	3.0	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.8	14.0	17.2	11.4	9.3
EV/EBIT A	17.2	16.4	24.0	15.9	13.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。