

2025 年 11 月 26 日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(港币)

HK\$ 180

公司基本资讯

产业别	商贸零售
H 股价(2025/11/25)	157.80
恒生指数(2025/11/25)	25,894.6
股价 12 个月高/低	185.1/76.81
总发行股数(百万)	19,088.64
H 股数(百万)	19,088.64
H 市值(亿元)	17,528.38
主要股东	JPMorgan Chase & Co.(3.57%)
每股净值(元)	54.61
股价/账面净值	2.89
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	85.92% 30.09% -9.10%

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-09-01	115.7	买进

产品组合

淘天集团	45.9%
所有其他	20.0%
阿里国际数字商业集团	13.0%
云智能集团	11.6%

股价相对大盘走势



阿里巴巴(09988.HK)

Buy 买进

AI 云业务持续高增速，后续关注及时零售亏损减少

结论与建议：

公司公布 FY2026 年二季度业绩，FY2026Q2 公司实现收入 2478 亿元，同比+5%，剔除高鑫和银泰的已处置业务收入，则同口径收入同比+15%；实现经营盈利 54 亿元，同比-85%；归母净利润 210 亿元，同比-53%。业绩符合于市场预期，维持“买进”评级。

- **核心电商业务保持稳定：**客户管理收入同比增长 10%至 789 亿元，主要得益于去年 9 月 1 日加收的 0.6%服务费的“全站推广”模式渗透率提升以及淘宝 APP 月活消费者的同比快速提升。其外高消费力的 88VIP 会员数量同比维持双位数增长至超过 5600 万。
- **及时零售业务高速增长：**及时零售业务营收同比增长 60%，相关亏损额度预计也在市场预期内。据电话会议公布，淘宝闪购 11 月的 UE 亏损相比七八月份将降低一般左右，笔单价环比八月上涨两位数。闪购的核心战略地位仍维持不变，未来伴随盈利能力改善有望大幅增强公司相关业绩。
- **云业务营收超出市场预期：**阿里云营收 398 亿元，同比增长 34%，营收表现略超预期。相关增长主要来自于公共云业务收入增长和 AI 相关产品用量的提升，目前 AI 产品被企业客户加速采用，包括代码助手在内的增值应用得到市场认可，公司将继续对 AI 产品和服务加大投入，包括 AI 云基础建设的采购量，加强市场领先地位。此外本季度阿里云的利润率达 9%，环比保持走高，AI 业务占比上升的同时公司仍保持了整体云业务的利润率稳定。
- **资本开支维持高位：**本季度 Capex 支出 314 亿元，可能受到相关芯片采购禁令影响环比略有下降，公司电话会议中也重申此前预计的 3 年 3800 亿总开支指引或将进一步提升，我们认为公司对 AI 的投入力度相较于其他可比公司仍持续维持高位，此前发布的“千问”项目在 AI 助手领域表现亮眼，未来在 AI 赛道有望保持优势地位。
- **盈利预测：**预计 FY2026-2028 年实现归属普通股股东净利润 1163/1394/1608 亿元，YOY-10.6%/+19.3%/+15.3%，按最新股本计算，每股 EPS 为 6.12/7.34/8.46 元，对应 P/E 为 24/20/17 倍，维持“买进”建议。
- **风险提示：**电商领域受到冲击；新业务发展不及预期。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 1 日		FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	80009	130109	116326	139393	160774
同比增减	%	9.93%	62.62%	-10.59%	19.83%	15.34%
每股盈余(EPS)	RMB 元	3.95	6.89	6.12	7.34	8.46
同比增减	%	14.16%	74.43%	-11.13%	19.83%	15.34%
H 股市盈率(P/E)	X	31.50	15.90	23.58	19.68	17.06
股利(DPS)	RMB 元	1.61	0.94	1.00	1.10	1.20
股息率(Yield)	%	1.29%	0.86%	0.94%	1.04%	1.13%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
产品销售收入	941168	996347	1061110	1148121	1245711
销售成本	586323	598285	631360	677391	732478
其他营业收入	0	761	800	800	800
销售及管理费用	115141	144021	185694	189440	199314
财务费用	17911	-11163	-3183	0	0
研发费用	52256	57151	60483	64295	68514
税前利润	93861	161421	141172	169166	195114
所得税支出	22529	35445	28234	33833	39023
净利润	71332	125976	112938	135333	156091
少数股东权益	-8677	-4133	-3388	-4060	-4683
普通股东所得净利润	80009	130109	116326	139393	160774

附二：合并资产负债表

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	388431	565116	819379	1217043
流动资产合计	752864	813093	878141	948392	1024263
物业、厂房及设备	185161	203677	224045	246449	271094
无形资产	26950	27489	28039	28600	29172
非流动资产总额	1011965	1252772	1391820	1520373	1688473
资产总计	1764829	2065865	2269961	2468765	2712736
流动负债合计	421507	463658	510023	535525	589077
非流动负债合计	230723	253795	279175	307092	337802
负债合计	652230	717453	789198	842617	926879
少数股东权益	115327	124553	134517	145279	156901
股东权益合计	1112599	1223859	1346245	1480869	1628956
负债和股东权益总计	1764829	2065865	2269961	2468765	2712736

附三：合并现金流量表

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动产生的现金流量净额	182593	219112	306756	398783	558296
投资活动产生的现金流量净额	-21824	-25098	-28862	-33192	-38170
筹资活动产生的现金流量净额	-108244	-92007	-101208	-111329	-122462
现金及现金等价物净增加额	56914	102007	176686	254263	397664

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。