

阿里巴巴-W (09988.HK)

闪购减亏在即, AI 叙事持续铺开

阿里巴巴发布 2025 年 9 月季度业绩。阿里巴巴 FY2026Q2 财季(截至 2025 年 9 月季度)录得总收入 2478 亿元,同比增长 5%。本季 non-GAAP 归母净利润约 105 亿元,同比下降 71%。按业务条线看:

1) 中国电商录得 1326 亿元收入,同比增长 16%;经调整 EBITA 约 105 亿元,同比下降 76%。其中,即时零售收入 229 亿,同比增长 60%。电商收入 1029 亿元,同比增长 9%,主要由 take rate 提升所驱动。2) 国际商业录得 348 亿元收入,同比增长 10%;经调整 EBITA 实现转正,约 2 亿元。3) 阿里云录得 398 亿元收入,同比增速进一步提升至 34%;经调整 EBITA 约 36 亿元,同比增长 35%。4) 所有其他业务录得 630 亿元收入,同比下降 25%;经调整 EBITA -34 亿元,亏损同比扩大 84%。

即时零售与电商协同效应显现, UE 显著改善。 本季度即时零售业务规模持续扩大,推动淘宝 APP 月活跃消费者同比快速增长,同时带动客户管理收入增长。管理层在业绩会上披露,11 月份淘宝闪购的 UE 亏损较 7-8 月已下降一半,主要得益于收入端订单结构优化带来的笔单价提升以及成本端物流效率的优化。我们认为,本季度是 EBITA 近年来的低点,随着闪购投入规模调整以及 UE 改善,EBITA 将逐步恢复。

AI 及云在 B 端与 C 端齐发力。 本季度阿里云同比增速进一步加速至 34%,AI 相关产品收入已连续 9 个季度实现三位数同比增长。在 B 端,选择阿里云 AI 产品和服务的客户持续增长。2025H1 阿里云在中国 AI 云市场份额位列第一,占比达 35.8%。在 C 端,启动千问项目。千问 APP 定位 AI 助手,底座是 Qwen3 模型,公测一周的新下载量超 1000 万。未来千问 APP 将持续接通内部生态,覆盖办公、地图、健康、购物等多个生活场景。

AI 泡沫不存在, 3800 亿 Capex 目标或将进一步上调。 本季度 Capex 超 315 亿元。管理层表示:目前服务器订单供不应求,如果状况持续将上调三年 3800 亿 Capex 的目标。同时,管理层也表示 AI 行业并不存在泡沫。

重申“买入”评级。 我们看好 1) 阿里云在 B 端与 C 端的商业化变现能力、2) 即时零售 UE 的改善。我们预计公司 2026-2028 财年收入为 10537/11436/12698 亿元; non-GAAP 归母净利润 974/1332/1707 亿元。基于国内电商 10x 2027e P/E、云计算 40x 2027e P/E、国际商业 3x 2027e P/S、其他业务 3x 2027e P/S,我们给予公司(9988.HK)200 港元/(BABA.N) 206 美元目标价,重申“买入”评级。

风险提示: 电商需求不及预期、阿里云变现不及预期、闪购减亏不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,053,701	1,143,635	1,269,813
增长率 YoY(%)	8%	6%	6%	9%	11%
调整后归母净利润(百万元)	158,359	157,940	97,359	133,160	170,667
增长率 YoY(%)	10%	0%	-38%	37%	28%
EPS 最新摊薄(元/股)	7.8	8.2	5.1	6.9	8.9
净资产收益率(%)	8%	13%	11%	11%	13%
P/E(倍)	18.5	17.6	28.3	20.7	16.1
P/B(倍)	2.9	2.7	2.7	2.6	2.4

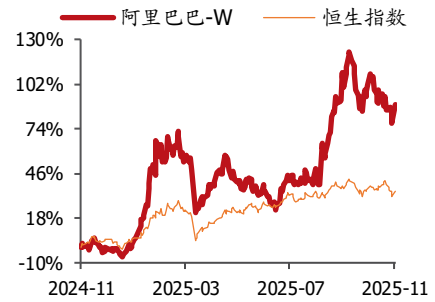
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 25 日收盘价, 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

买入(维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
11 月 25 日收盘价(港元)	157.80
总市值(百万港元)	3,012,186.97
总股本(百万股)	19,088.64
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	102.85

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

相关研究

- 《阿里巴巴-W (09988.HK): 即时零售打造协同, 阿里云望持续提速》 2025-08-31
- 《阿里巴巴-W (09988.HK): 电商和云增长提速, AI 投入坚定不改》 2025-05-19
- 《阿里巴巴-W (09988.HK): 重写中国 AI 叙事》 2025-02-23

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
流动资产	752,864	674,049	596,891	583,953	593,108
现金	248,125	145,487	100,472	69,285	52,836
应收账款	143,536	202,175	213,813	232,062	257,666
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	361,203	326,387	282,606	282,606	282,606
非流动资产	1,011,965	1,130,178	1,234,061	1,345,894	1,466,240
长期投资	220,942	356,818	395,812	434,806	473,800
固定资产	185,161	203,348	265,846	331,562	401,432
无形资产	26,950	20,911	14,677	10,448	7,542
其他非流动资产	578,912	549,101	557,726	569,078	583,466
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,830,951	1,929,847	2,059,348
流动负债	421,507	435,346	451,023	506,753	558,914
短期借款	12,749	22,562	31,672	40,782	49,892
应付账款	297,883	332,537	337,985	376,658	412,370
其他流动负债	110,875	80,247	81,366	89,314	96,652
非流动负债	230,723	278,775	278,775	278,775	278,775
长期借款	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他非流动负债	175,037	193,032	193,032	193,032	193,032
负债合计	652,230	714,121	729,798	785,528	837,689
少数股东权益	115,327	68,535	70,403	71,915	73,427
法定储备	14,733	15,936	15,936	15,936	15,936
资本公积	397,999	381,379	307,161	233,268	160,120
未分配利润	597,897	645,478		844,421	993,397
归属母公司股东权益	997,272	1,021,571	1,030,750	1,072,404	1,148,232
负债和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,830,951	1,929,847	2,059,348

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
经营活动现金流	182,593	163,509	136,326	170,529	195,267
净利润	71,332	125,976	118,671	117,058	150,488
折旧摊销	44,504	42,459	43,736	48,514	53,035
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	23,490	-29,253	-28,652	-28,652	-28,652
营运资金变动	-13,749	-23,988	-9,874	20,840	6,882
其他经营现金流	57,016	48,315	12,444	12,770	13,514
投资活动现金流	-21,824	-185,415	-114,164	-124,164	-134,164
资本支出	-32,087	-85,972	-100,000	-110,000	-120,000
长期投资	-2,260	-2,302	-3,822	-3,822	-3,822
其他投资现金流	12,523	-97,141	-10,342	-10,342	-10,342
筹资活动现金流	-108,244	-76,215	-110,958	-77,552	-77,552
新增短期借款	20,570	52,788	52,788	52,788	52,788
偿还短期借款	-13,092	-43,678	-43,678	-43,678	-43,678
发行股份所得	843	10	0	0	0
回购股份	-88,745	-86,662	-86,662	-86,662	-86,662
其他筹资现金流	-27,820	1,327	-33,406	0	0
现金净增加额	56,914	-97,156	-88,796	-31,187	-16,449

利润表 (百万元)

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
营业收入	941,168	996,347	1,053,701	1,143,635	1,269,813
营业成本	586,323	598,285	608,086	677,665	741,917
研发费用	52,256	57,151	69,867	75,745	80,160
销售费用	115,141	144,021	250,548	220,492	230,530
管理费用	41,985	44,239	31,084	32,700	34,606
无形资产摊销	21,592	6,336	3,458	3,660	3,873
资产减值损失	-10,521	-6,171	0	0	0
营业利润	113,350	140,144	90,658	133,373	178,728
其他损益	-3,807	24,146	56,759	13,971	10,853
利息费用	7,947	9,596	10,045	10,493	10,942
利润总额	101,596	154,694	137,373	136,851	178,639
所得税	22,529	35,445	27,121	27,370	35,728
权益法投资损益	-7,735	5,966	6,239	6,065	6,065
净利润	71,332	125,215	116,491	115,546	148,976
少数股东及其他亏损	-8,409	-3,494	-1,868	-1,512	-1,512
归属母公司净利润	79,741	128,709	118,359	117,058	150,488
调整后 EBITA	165,028	173,065	158,825	198,547	236,271
Non-GAAP 归母净利润	158,359	157,940	97,359	133,160	170,667
Non-GAAP EPS (元/股)	7.8	8.2	5.1	6.9	8.9

主要财务比率

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
成长能力					
营业收入(%)	8	6	6	9	11
营业利润(%)	13	24	-35	47	34
归属于母公司净利润(%)	10	0	-38	37	28
获利能力					
毛利率(%)	38	40	42	41	42
净利率(%)	17	16	9	12	13
ROE(%)	8	13	11	11	13
ROIC(%)	8	9	6	8	10
偿债能力					
资产负债率(%)	37	40	40	41	41
净负债比率(%)	-9	5	10	13	15
流动比率	2	2	1	1	1
速动比率	2	2	1	1	1
营运能力					
总资产周转率	1	1	1	1	1
应收账款周转率	7	6	5	5	5
应付账款周转率	109	116	105	116	127
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	7.8	8.2	5.1	6.9	8.9
每股经营现金流(最新摊薄)	9.0	8.5	7.1	8.9	10.2
每股净资产(最新摊薄)	49.0	52.9	53.8	55.9	59.9
估值比率					
P/E	18.5	17.6	28.3	20.7	16.1
P/B	2.9	2.7	2.7	2.6	2.4
P/S	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 25 日收盘价, 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表1: 阿里巴巴核心财务预测: 年度

财年	FY2024	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY2028e
收入 (百万元)	941,168	996,347	1,053,701	1,143,635	1,269,813
1、中国电商集团	-	509,847	574,010	645,820	748,436
2、阿里国际数字商业集团	102,598	132,300	146,845	154,655	156,718
3、云智能集团	106,432	118,028	157,353	211,368	267,091
4、所有其他	-	336,911	261,776	221,291	187,067
收入增速	8%	6%	6%	9%	11%
1、中国电商集团	-	-	13%	13%	16%
2、阿里国际数字商业集团	46%	29%	11%	5%	1%
3、云智能集团	3%	11%	33%	34%	26%
4、所有其他	-	-	-22%	-15%	-15%
调整后 EBITA (百万元)	165,028	173,065	106,712	149,803	196,115
1、中国电商集团	-	190,679	109,680	138,229	172,206
2、阿里国际数字商业集团	-8,035	-15,137	690	2,120	3,398
3、云智能集团	6,121	10,556	14,485	21,541	29,198
4、所有其他	-	-6,924	-11,658	-4,807	-1,406
调整后 EBITA 利润率	18%	17%	10%	13%	15%
1、中国电商集团	-	37%	19%	21%	23%
2、阿里国际数字商业集团	-7%	-11%	0%	1%	2%
3、云智能集团	4%	9%	9%	10%	11%
4、所有其他	-	-2%	-4%	-2%	-1%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	158,359	157,940	97,359	133,160	170,667
non-GAAP 归母净利率	17%	16%	9%	12%	13%
non-GAAP EPS	7.8	8.2	5.1	6.9	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 阿里巴巴核心财务预测: 季度

财季	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3e	26Q4e
收入 (百万元)	243,236	236,503	280,154	236,454	247,652	247,795	302,673	255,581
1、中国电商集团	127,670	114,773	151,683	115,721	140,072	132,578	170,818	130,541
2、阿里国际数字商业集团	29,293	31,672	37,756	33,579	34,741	34,799	41,090	36,216
3、云智能集团	26,549	29,610	31,742	30,127	33,398	39,824	43,009	41,122
4、所有其他	81,354	84,483	88,177	82,897	58,599	62,969	70,131	70,077
收入增速	4%	5%	8%	7%	2%	5%	8%	8%
1、中国电商集团					10%	16%	13%	13%
2、阿里国际数字商业集团	32%	29%	32%	22%	19%	10%	9%	8%
3、云智能集团	6%	7%	13%	18%	26%	34%	35%	36%
4、所有其他					-28%	-25%	-20%	-15%
调整后 EBITA (百万元)	45,035	40,561	54,853	32,616	38,844	9,073	33,074	25,721
1、中国电商集团	48,753	43,775	59,877	38,274	38,389	10,497	34,164	26,630
2、阿里国际数字商业集团	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-59	162	273	313
3、云智能集团	2,337	2,661	3,138	2,420	2,954	3,604	4,000	3,927
4、所有其他	-1,077	-1,281	-2,620	-1,946	-1,415	-3,370	-3,543	-3,330
调整后 EBITA 利润率	19%	17%	20%	14%	16%	4%	11%	10%
1、中国电商集团	38%	38%	39%	33%	27%	8%	20%	20%
2、阿里国际数字商业集团	-13%	-9%	-13%	-11%	0%	0%	1%	1%
3、云智能集团	9%	9%	10%	8%	9%	9%	9%	10%
4、所有其他	-1%	-2%	-3%	-2%	-2%	-5%	-5%	-5%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	40,265	36,363	51,332	29,980	35,291	10,450	30,703	20,915
non-GAAP 归母净利率	17%	15%	18%	13%	14%	4%	10%	8%
non-GAAP EPS	2.1	1.9	2.7	1.6	1.8	0.5	1.6	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com