

2025 年 11 月 27 日
阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

阿里云超预期，看好全栈 AI 能力驱动的增量机会

本季度阿里云收入加速至 34%，超市场预期，CMR 同比增 10%，维持较高增速。我们预计阿里云收入高增速有望在未来几个季度延续，CMR 进入高基数阶段增速或放缓。我们微调 FY2026 年收入预测，微调目标价，维持买入评级。建议关注 Qwen 模型迭代、行业渗透提升、C 端产品落地，及闪购与电商的协同。

报告摘要

9 月季度收入符合市场预期：总收入同比增 5%至 2,478 亿元，符合彭博一致预期预期，剔除高鑫零售及银泰，总收入同比增 15%，较上个季度 (+10%) 加速，其中中国电商集团收入同比增 16%/云智能+34%，高于一致预期 4%/5%，国际数字商业增 10%，低于一致预期 8%。经调整净利润同比降 72%至 104 亿元，对比一致预期 168 亿元，主要反映即时零售投入的影响。

云智能收入加速趋势延续：本季度云智能收入增速加速至 34.5%，高于市场预期的 28%及乐观预期的 30%，其中外部收入同比增 29%，较 6 月季度增速 (+26%) 加速，AI 相关收入占外部客户收入的 20%。分部经调整 EBITA 同比增 35%，利润率为 9.0%，同比稳定，环比小幅提升。本季度资本开支 315 亿元，同比增 80%，环比降 19%，受 AI 服务器供给侧缺货限制。据业绩会披露，AI 行业渗透、客户付费需求仍有可观增长空间，未来三年 3,800 亿元的资本开支计划或有提升空间。考虑 Qwen 3 系列模型在开源领域的领先优势、行业范围 token 消耗量快速增长、阿里的全栈 AI 服务能力等，我们认为阿里云在未来几个季度的收入高增速趋势有望延续。

CMR 符合乐观预期，即时零售亏损达峰值：CMR 收入同比增 10%，符合市场乐观预期，受益于 0.6%技术服务费及全站推渗透率提升带动变现率提升。即时零售收入同比/环比增 60%/55%至 229 亿元。本季度中国电商集团经调整 EBITA 利润为 105 亿元，同比/环比降 76%/73%，其中剔除即时零售的中国电商业务经调整 EBITA 利润同比中个位数增长，我们估算即时零售亏损约超 365 亿元，为亏损峰值季度。据业绩会信息，10 月以来淘宝闪购单均亏损较 7-8 月收窄约 50%，受益于单均履约成本显著下降、AOV 双位数提升、订单结构改善（非茶饮订单占比提升至 75%），GMV 口径市场份额提升。管理层指引 12 月季度闪购的投入将明显减少，将根据竞争变化动态调整，并维持未来 3 年淘宝闪购带来超 1 万亿元成交额增量的预测。

财务预测&估值：我们微调 FY2026 收入预测（图表 7-8），预计中国电商集团收入 +12%/云智能+34%/国际数字商业+12%，12 月季度起中国电商 CMR 或因高基数而增速放缓。我们采用 SOTP 估值法（图表 9），各分部参考同业估值、公司竞争优势及业务前景，微调目标价至 231 港元（9988.HK）/238 美元（BABA.US），维持买入评级。我们看好阿里作为全栈 AI 服务商在 AI 周期中的业务空间，B 端行业渗透提升的同时，开始发力 C 端产品布局。同时，闪购业务与电商的协同得到验证并有望提升其在线零售的中长期市场份额。

风险：宏观疲弱影响消费支出；电商竞争持续激烈；阿里云外部收入不及预期。

财务及估值摘要

财年截止3月31日	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入（百万元）	941,168	996,347	1,041,343	1,150,621	1,275,481
同比增长（%）	8.3%	5.9%	4.5%	10.5%	10.9%
调整后净利润（百万元）	157,479	158,122	104,185	154,584	183,762
调整后净利润率（%）	16.7%	15.9%	10.0%	13.4%	14.4%
股息率（%）	0.7%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%
市盈率（倍）	17.1	17.0	25.8	17.4	14.6
市销率（倍）	2.9	2.7	2.6	2.3	2.1
净资产收益率（%）	14.3%	14.7%	9.6%	14.0%	16.0%

数据来源：公司资料，国投证券国际测算

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

231 港元

股价 2025-11-26

154.80 港元

总市值(百万港元)	2,897,655
流通市值(百万港元)	2,897,655
总股本(百万股)	19,089
流通股本(百万股)	19,089
12 个月低/高(港元)	77.4/186.2
平均成交(百万港元)	20,201

股东结构

JP Morgan	5.4%
Blackrock	5.1%
Citi Group	4.6%
Vanguard	4.1%
其他	80.8%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.92	29.96	53.51
绝对收益	-10.83	33.68	88.84

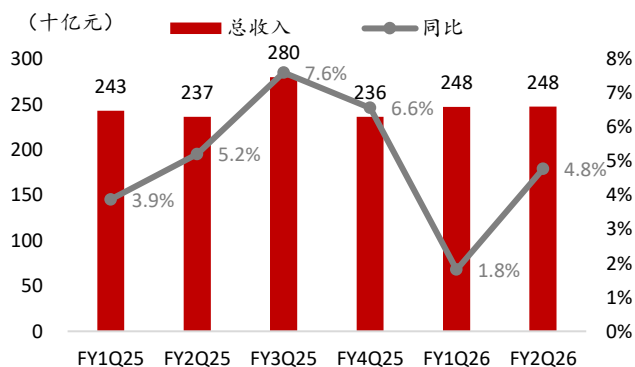
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

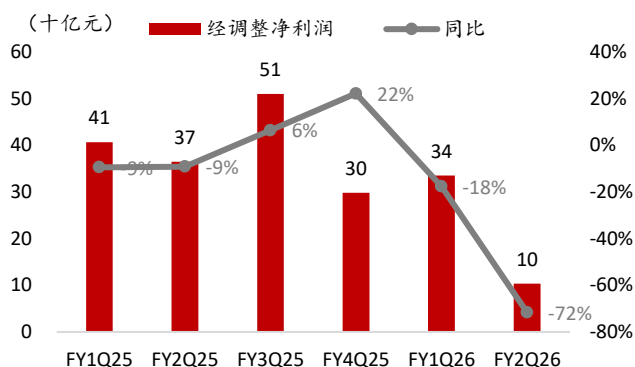
2025 年 9 月季度业绩概览

图表 1: 9 月季度总收入同比增 4.8%



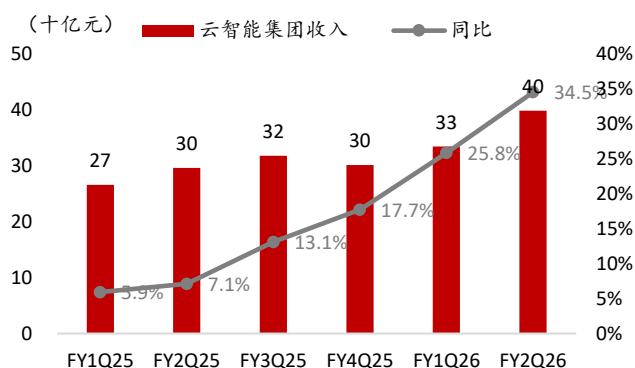
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 9 月季度经调整净利润同比降 72%



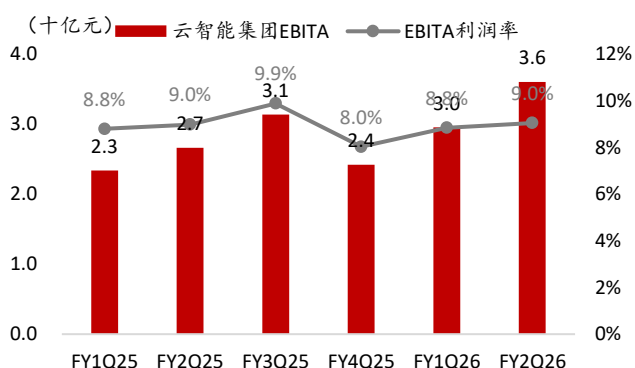
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 云智能集团收入增速加速至 34%



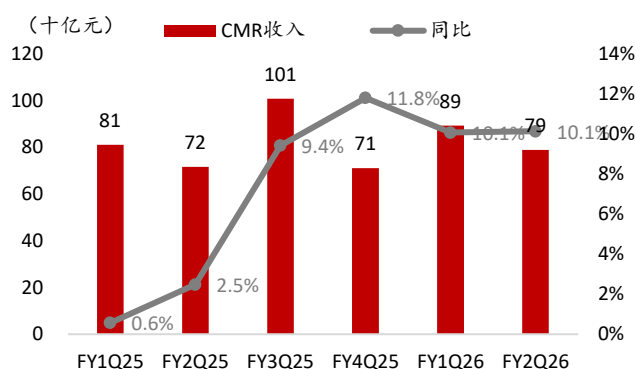
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 4: 9 月季度云智能 EBITA 利润率 9.0%



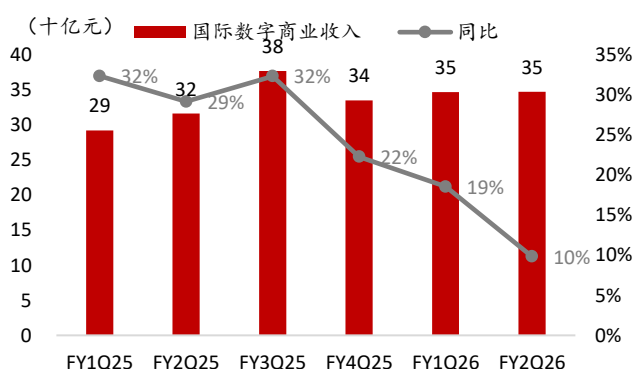
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 5: 9 月季度 CMR 同比增 10.1%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 6: 国际数字商业收入同比增速放缓



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

财务预测更新

图表 7: 集团利润表预测

百万元 财年截至3/31	FY2025*	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	996,347	1,041,343	1,150,621	1,275,481
同比	5.9%	4.5%	10.5%	10.9%
营业成本	-598,285	-603,383	-655,201	-693,131
毛利	398,062	437,960	495,420	582,350
毛利率	40.0%	42.1%	43.1%	45.7%
研发费用	-57,151	-65,693	-74,662	-79,974
同比	9%	15%	14%	7%
营销费用	-144,021	-242,080	-276,533	-306,656
同比	25%	68%	14%	11%
行政费用	-44,239	-37,135	-35,702	-38,333
同比	5%	-16%	-4%	7%
经营利润	140,905	90,270	105,534	153,697
经营利润率	14.1%	8.7%	9.2%	12.1%
归母净利润	129,470	123,900	131,875	169,996
净利润率	13.0%	11.9%	11.5%	13.3%
经调整EBITA	173,065	102,501	161,255	227,579
经调整EBITA利润率	17.4%	9.8%	14.0%	14.3%
经调整净利润	158,122	104,185	154,584	183,762
经调整净利润率	15.9%	10.0%	13.4%	14.4%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测

图表 8: 分部财务数据预测

百万元 财年截至3/31	FY2025*	FY2026E	FY2027E	FY2028E
1 中国电商集团	506,664	565,673	612,318	657,496
同比	4.8%	11.6%	8.2%	7.4%
1.1 中国零售商业	425,526	464,676	495,053	525,783
同比	2.7%	9.2%	6.5%	6.2%
1.1.1 客户管理	322,346	352,900	374,710	398,071
同比	6.0%	9.5%	6.2%	6.2%
1.1.2 直营、物流及其他	103,180	111,776	120,343	127,712
同比	-6.5%	8.3%	7.7%	6.1%
1.2 中国批发零售	24,301	27,316	30,963	33,130
同比	18.7%	12.4%	13.3%	7.0%
1.3 即时零售*	54,278	73,681	86,302	98,583
同比	11.6%	35.7%	17.1%	14.2%
Adj. EBITA	195,687	122,563	178,275	199,668
Adj. EBITA 利润率	43.5%	21.7%	29.1%	30.4%
2 云智能	118,028	157,971	211,610	274,162
同比	11%	34%	34%	30%
Adj. EBITA	10,556	14,332	19,939	26,793
Adj. EBITA 利润率	8.9%	9.1%	9.4%	9.8%
3 国际数字商业集团	132,300	148,641	167,523	190,666
同比	29%	12%	13%	14%
Adj. EBITA	-15,137	856	2,634	3,952
Adj. EBITA 利润率	-11.4%	0.6%	1.6%	2.1%
4 所有其他*	340,094	259,883	263,068	268,329
Adj. EBITA	-9,117	-6,681	-6,500	-6,362
Adj. EBITA 利润率	-2.7%	-2.6%	-2.5%	-2.4%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测 (注: FY2025 中国电商集团、所有其他分部数据为我们按照 2025 年 6 月季度分部调整的回溯估算, 非披露数据)

估值

我们采用 SOTP 估值，各分部考虑同业估值、公司竞争优势及前景，目标价 231 港元 (9988.HK) /238 美元 (BABA.US)，其中：1) 中国电商集团（剔除即时零售亏损）10.0x FY2026E 市盈率，2) 云智能集团 10.0x FY2026E 市销率，3) 国际数字商业集团 1.0x FY2026E 市销率 (vs.此前 1.5x FY2026E，考虑增速放缓)，4) 所有其他 1.0x FY2026E 市销率。考虑阿里云全栈 AI 服务能力、Qwen3 在开源领域的领先优势、大模型需求侧行业渗透持续提升及 token 消耗量快速增长，我们仍看好阿里云收入维持高增速的前景。同时考虑淘宝闪购与主站的协同效应得到验证，在即时零售领域的用户心智强化，我们认为阿里国内电商的中长期份额或稳中有升。维持买入评级。

图表 9：SOTP 估值

FY2026E	中国电商*	云智能	国际数字商业	所有其他
收入（百万元）	565,673	157,971	148,641	259,883
同比	12%	34%	12%	
Adj.EBITA（百万元）	202,886	14,332	856	-6,681
P/E FY2026E	10.0			
P/S FY2026E		10.0	1.0	1.0
估值（百万元）	2,028,856	1,579,714	148,641	259,883
估值（百万港元）	2,230,262	1,736,534	163,397	285,682
估值（百万美元）	286,740	223,262	21,008	36,729
贡献目标价（港元）	117	91	9	15
贡献目标价（美元）	120	94	9	15
SOTP目标价（9988.HK，港元）	HKD 231			
SOTP目标价（BABA.US，美元）	US\$238			

资料来源：公司资料，国投证券国际预测（注：中国电商集团 FY2026E 经调整 EBITA 的估值基础为剔除即时零售亏损影响后）

图表 10：可比公司估值表

公司	股票代码	报表货币	交易货币	收盘价	年初至今	最新市值	P/E		P/S		收入（报表货币，百万）		净利润（报表货币，百万）	
						(十亿美元)	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
海外云服务商														
微软	MSFT US	USD	USD	486	15%	3,608	30.4	25.9	11.1	9.6	326,349	16%	119,253	17%
亚马逊	AMZN US	USD	USD	229	4%	2,450	26.7	24.5	3.4	3.1	714,531	12%	94,217	23%
Alphabet	GOOGL US	USD	USD	320	69%	3,863	29.4	27.1	11.2	9.8	344,159	17%	132,128	8%
平均							28.9	25.8	8.6	7.5				
电商														
拼多多	PDD US	CNY	USD	116	19%	164	11.0	9.4	2.7	2.3	431,130	9%	110,284	-10%
京东	JD US	CNY	USD	29	-15%	43	11.1	8.4	0.2	0.2	1,324,545	14%	28,801	-40%
MercadoLibre	MELI US	USD	USD	2,033	20%	103	48.3	32.9	3.6	2.8	28,549	37%	2,134	12%
Sea	SE US	USD	USD	134	27%	79	37.3	26.4	3.6	2.9	22,281	32%	2,059	77%
平均							26.9	19.3	2.5	2.1				
芯片/半导体														
英伟达	NVDA US	USD	USD	180	34%	4,380	38.5	23.6	20.5	13.5	213,163	63%	114,529	54%
博通	AVGO US	USD	USD	398	71%	1,877	58.9	42.3	29.6	21.6	63,361	23%	33,265	40%
AMD	AMD US	USD	USD	214	77%	349	54.0	33.0	10.3	7.8	34,024	32%	6,488	20%
高通	QCOM US	USD	USD	165	7%	177	13.6	13.3	3.9	3.8	45,615	3%	12,932	-3%
ARM	ARM US	USD	USD	133	7%	141	77.2	58.5	29.0	23.8	4,856	21%	1,834	6%
平均							48.4	34.1	18.7	14.1				
中国其他互联网公司														
腾讯控股	700 HK	CNY	HKD	620	49%	728	20.1	17.7	6.9	6.2	750,656	14%	259,467	17%
网易	9999 HK	CNY	HKD	215	55%	88	16.1	15.2	5.4	5.0	114,161	8%	39,407	18%
美团	3690 HK	CNY	HKD	104	-32%	82	NA	23.2	1.6	1.4	370,515	10%	-8,889	-120%
携程	9961 HK	CNY	HKD	538	0%	45	11.1	16.6	5.2	4.5	61,896	16%	30,622	70%
快手	1024 HK	CNY	HKD	69	67%	38	13.2	11.5	1.9	1.7	142,236	12%	20,437	15%
百度	9888 HK	CNY	HKD	115	38%	41	15.7	14.3	2.3	2.1	129,539	-3%	18,903	-30%
平均							15.2	16.4	3.9	3.5				

资料来源：公司资料，彭博一致预期，国投证券国际（注：截至 2025 年 11 月 26 日）

附表：财务报表预测

财年截至3月31日，百万元人民币

利润表						资产负债表					
	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	941,168	996,347	1,041,343	1,150,621	1,275,481	现金及现金等价物	248,125	145,487	139,964	144,293	172,288
营业成本	-586,323	-598,285	-603,383	-655,201	-693,131	受限制现金及应收托管资金	38,299	43,781	45,094	46,447	47,841
毛利润	354,845	398,062	437,960	495,420	582,350	短期投资	262,955	228,826	235,691	242,762	250,044
销售费用	-115,141	-144,021	-242,080	-276,533	-306,656	股权投资及其他投资	59,949	53,780	55,393	57,055	58,767
研发费用	-52,256	-57,151	-65,693	-74,662	-79,974	预付款项、应收款项及其他资产	143,536	202,175	185,060	218,980	234,705
管理费用	-41,985	-44,239	-37,135	-35,702	-38,333	流动资产合计	752,864	674,049	661,202	709,537	763,645
营业利润	113,350	140,905	90,270	105,534	153,697	股权投资及其他投资	220,942	356,818	367,523	378,548	389,905
利息收入&投资净收益	-9,964	20,759	57,799	52,880	54,467	预付款项、应收款项及其他资产	116,102	83,431	107,829	107,747	125,757
利息费用	-7,947	-9,596	-9,985	-9,992	-10,291	权益法核算的投资	203,131	210,169	213,464	216,811	220,210
其他净收入	6,157	3,387	3,522	3,821	3,936	物业及设备(净值)	185,161	203,348	208,700	232,718	256,798
税前利润	101,596	155,455	141,605	152,244	201,808	无形资产(净值)	26,950	20,911	21,239	21,572	21,910
所得税	-22,529	-35,445	-24,533	-22,837	-30,271	商誉	259,679	255,501	259,507	263,575	267,708
税后利润	71,332	125,976	121,671	133,721	171,537	非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,178,262	1,220,971	1,282,287
经调整净利润	157,479	158,122	104,185	154,584	183,762	总资产合计	1,764,829	1,804,227	1,839,463	1,930,508	2,045,932
						短期银行借款	12,749	22,562	22,916	23,275	23,640
						预提费用、应付款项及其他负债	297,883	332,537	338,572	379,064	417,448
						应付所得税	9,068	11,638	11,098	12,852	13,920
						递延收入及客户预付款	72,818	68,335	75,995	81,443	91,681
						其他流动负债	28,989	274	786	1,216	1,351
						流动负债合计	421,507	435,346	449,367	497,850	548,039
						长期无担保优先票据	86,089	122,398	128,518	134,944	141,691
						递延收入	4,069	4,536	4,621	5,172	5,697
						递延所得税负债	53,012	48,454	54,648	58,170	65,709
						长期银行借款	55,686	49,909	52,163	57,637	63,891
						其他非流动性负债	31,867	53,478	54,275	56,210	58,421
						非流动负债合计	230,723	278,775	294,225	312,133	335,409
						负债合计	652,230	714,121	743,593	809,983	883,449
						夹层权益	10,728	11,713	12,064	12,426	12,799
						资本公积	397,999	381,379	382,273	383,170	384,068
						留存收益	597,897	645,478	684,341	730,591	809,729
						其他所有者权益	105,975	51,536	17,192	-5,662	-44,114
						所有者权益合计	1,101,871	1,078,393	1,083,806	1,108,099	1,149,684
						负债、夹层权益及权益总额	1,764,829	1,804,227	1,839,463	1,930,508	2,045,932
						现金流量简表					
							FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
						经营活动现金流	182,593	163,509	159,540	202,917	238,231
						投资活动现金流	-21,824	-185,415	-90,480	-91,522	-92,578
						融资活动现金流	-108,244	-76,215	-76,232	-108,484	-118,497
						期初现金	229,510	286,424	189,268	185,058	190,741
						期末现金	286,424	189,268	185,058	190,741	220,129

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
市盈率*	17.1	17.0	25.8	17.4	14.6
市净率	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
股息率	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率	38%	40%	42%	43%	46%
净利润率	17%	16%	10%	13%	14%
ROE(%)	14%	15%	10%	14%	16%
ROA(%)	9%	9%	6%	8%	9%
资产权益率	160%	167%	170%	174%	178%

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。 (5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010