

电商稳健闪购符合预期，云提速全栈 AI 优势尽显

——阿里巴巴 FY26Q2 点评

核心观点

- 核心观点：**公司本季度两大主要业务线表现仍然十分亮眼：1) AI 云带动云业务环比再提速，且高额 CAPEX 投入下仍维持稳健利润率。2) 闪购亏损符合预期且主站协同作用明显。展望 Q4 预计云再加速、电商略降速但闪购协同下维持稳健增长，闪购收缩投入利润修复可期，我们对应调整公司利润及估值，给予目标价 212.43 港元，维持“买入”评级。
- 海天 Q3 稳健向好 Q4 略承压，协同效应兑现有效支撑增量。** FY26Q2 中国电商分部实现 CMR789.3 亿元，yoy+10.1% (BB+8.9%)，扣除外卖亏损后本季度海天 EBITA 实现中个位数增长。符合前期指引，9 月佣金基数拉平但 CMR 环比未降速验证闪购协同效应兑现。展望 Q4 尽管国补、佣金均进入全面高基数期，GMV&CMR 或将环比降速，但随着双十一闪购接入电商广告、88VIP 5 折券等协同活动力度加大，近期披露双十一闪购协同订单突破 1 亿验证协同效应进一步加强，预计 Q4 主站仍可实现中高个位数的 CMR 增长。
- 闪购亏损符合预期，坚定投入但追求 UE 改善。** FY26Q2 即时零售实现收入 229.1 亿元，yoy+59.9%，中国电商分部经调 EBITA 为 105.0 亿元 (BB 130.6 亿)，以电商 EBITA 中高个位数增速计算，闪购亏损在 360-370 亿左右，基本符合预期。Q3 旺季公司加大闪购补贴冲单亏损环比明显加大。但 9 月以来公司主动收缩外卖投入优化效率，据电话会披露闪购实现利润、UE 与结构三方面的改善：10 月单亏环比 8 月降至一半，而 AOV 实现双位数提升，且非茶饮单占比上升至 75%以上。Q4 起公司将继续注重用户价值提升与单量、补贴的平衡，预计闪购 UE 环比明显改善，Q4 闪购亏损将有明显收窄。
- AI 云高景气环比再提速，全栈 AI 优势明显。** FY26Q2 阿里云实现收入 398.2 亿元，yoy+34.5% (BB+28.3%)，其中外部收入+29%，qoq+3%且仍供不应求、积压订单持续扩大，内部淘天、高德等 AI 业务上线后需求迅猛增长实现近 50%增速，加强应用侧布局后云增速进一步上行验证阿里全栈 AI 布局中的对云的强大飞轮效应。Q3 经调 EBITA 为 36.0 亿元，EBITA margin 为 9.1% (BB 8.7%)，依靠 AI 云快速起量对冲高 CAPEX 产生的折旧利润率同比持平微增，看好全栈 AI 优势下阿里云的再提速及高毛利的 AI 云起量对利润率的稳定。
- 高投入战略不改，全栈 AI 下 CAPEX 物尽其用。** FY26Q2 公司 CAPEX 为 315.0 亿元，yoy+80.1%，qoq-18.6%。尽管本季度因 H20 禁令等影响国内算力卡处于紧缺中，但我们认为：1) 坚定投入 AI 算力及模型研发的战略不变，业绩会也表示了 3800 亿偏保守会加大投入。2) Q2 以来阿里云加速出海业务，海外算力采购及 IDC 建设需求旺盛且受政策影响相对较小，或将维持高投入趋势。整体阿里 CAPEX 在云/芯片-模型-应用的全栈 AI 布局下使用效率更高，对 CAPEX 的持续高投入有望转化为阿里云的收入提速与 Qwen 模型/应用能力的快速进步，看好阿里战略坚定投入下稳固国内科技龙头地位。
- 加大 AI 应用投入强化全栈 AI 布局。** FY26Q2 所有其他分部收入 629.7 亿元 (yoy-25.5%)，经调 EBITA 亏损 33.7 亿元好于预期。Q4 预计因加大高德、千问等 C 端应用开发、买量投入环比亏损或有进一步加大。近期阿里 C 端应用进展良好，高德十一期间 DAU 突破 3.6 亿，千问 APP 公测首周下载量超过千万，后续接入电商、闪购等业务后有望实现流量的双向赋能，看好 C 端应用布局强化后对云和其他内部业务的协同。

盈利预测与投资建议

- 云环比提速全栈 AI 优势明显，电商协同闪购稳健增长，闪购投入继续收窄，看好公司作为国内全栈 AI 科技龙头的潜力。我们预测公司 FY2026-2028 营业收入为

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。

投资评级

买入 (维持)

股价 (2025 年 11 月 27 日)	150.6 港元
目标价格	212.43 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)	2,874,749
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.71	-13.25	23.95	80.15
相对表现%	-3.14	-11.4	21	47.79
恒生指数%	0.43	-1.85	2.95	32.36



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 应用关键一手，阿里 AI 飞轮提速可期	2025-11-19
双十一闪购协同效应强化，看好闪购协同增收潜力	2025-11-11
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

10344/11570/12460 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10165/11481/12652 亿元），经调整净利润为 1093/1706/2027 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1258/1744/2013 亿元）。维持估值倍数，分部估值计算公司市值为 36897 亿元，对应每股价值 212.43 港元（人民币兑港币汇率 1.099），维持“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧、资本投入回报不及预期、宏观经济不景气。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,034,373	1,157,017	1,246,033
同比增长(%)	8.34%	5.86%	3.82%	11.86%	7.69%
营业利润(百万元)	113,350	140,991	90,857	148,203	185,254
同比增长(%)	12.95%	24.39%	-35.56%	63.12%	25.00%
归属母公司净利润(百万元)	79,741	129,556	122,652	168,899	197,381
同比增长(%)	9.97%	62.47%	-5.33%	37.71%	16.86%
每股收益（元）	3.92	6.71	6.40	8.81	10.30
毛利率(%)	37.70%	39.95%	40.35%	38.73%	39.95%
净利率(%)	8.47%	13.00%	11.86%	14.60%	15.84%
净资产收益率(%)	7.24%	12.01%	10.21%	12.17%	12.34%
市盈率（倍）	32.8	20.2	21.3	15.5	13.3
市净率（倍）	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1

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。

盈利预测与投资建议

云环比提速全栈 AI 优势明显，电商协同闪购稳健增长，闪购投入继续收窄，看好公司作为国内全栈 AI 科技龙头的潜力。根据公司最新财报，我们调整公司盈利预测（主要调整了分业务收入增速、费用率、利润率），我们预测公司 FY2026-2028 营业收入为 10344/11570/12460 亿元（原 FY2026-2028 预测为 10165/11481/12652 亿元，主要上调了阿里云收入增速），经调整净利润为 1093/1706/2027 亿元（原 FY2026-2028 预测为 1258/1744/2013 亿元，主要调整了中国商业分部及阿里云的利润，以及部分 Non-GAAP 调整项）。维持估值倍数，分部估值计算公司市值为 36897 亿元，对应每股价值 212.43 港元（人民币兑港币汇率 1.099），维持“买入”评级。

表 1：季度盈利预测表（百万元）

百万元	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	FY25	FY26E	FY27E
核心经营数据							
合计收入	247,652	247,795	293,281	245,645	996,347	1,034,373	1,157,017
yoy	1.82%	4.77%	4.69%	3.89%	5.86%	3.82%	11.86%
合计经调整 EBITA	38,844	9,073	39,989	23,593	173,065	111,665	175,445
yoy	-13.75%	-77.63%	-27.10%	-27.66%	4.87%	-35.48%	57.12%
利润率	15.68%	3.66%	13.64%	9.60%	17.37%	10.80%	15.16%
合计经调整净利润	33,510	10,352	36,544	28,724	158,208	109,296	170,582
yoy	-17.65%	-71.65%	-28.44%	-3.76%	0.46%	-30.92%	56.07%
利润率	13.53%	4.18%	12.46%	11.69%	15.88%	10.57%	14.74%
分部财务数据							
中国电商集团	140,072	132,578	169,914	129,760	509,178	572,324	623,443
yoy	9.71%	15.51%	11.00%	10.43%	4.49%	12.40%	8.93%
收入占比	56.56%	53.50%	57.94%	52.82%	51.10%	55.33%	53.88%
CMR	89,252	78,927	109,021	76,521	326,501	353,720	375,347
CMR-yoy	10.07%	10.13%	7.24%	6.15%	6.03%	8.34%	6.11%
经调整 EBITA	38,389	10,497	41,876	28,330	193,504	119,092	166,605
yoy	-20.72%	-76.25%	-30.77%	-28.16%	4.07%	-38.46%	41.73%
利润率	27.41%	7.92%	24.65%	21.83%	38.00%	20.81%	26.72%
云智能	33,398	39,824	43,550	41,575	118,028	158,347	207,725
yoy	25.80%	34.50%	37.20%	38.00%	10.90%	34.16%	31.18%
收入占比	13.49%	16.07%	14.85%	16.92%	11.85%	15.31%	17.95%
经调整 EBITA	2,954	3,604	3,987	3,755	10,556	14,301	19,324
yoy	26.40%	35.44%	27.07%	55.18%	88.77%	35.48%	35.12%
利润率	8.84%	9.05%	9.16%	9.03%	8.94%	9.03%	9.30%
阿里国际数字商业	34,741	34,799	41,327	36,397	132,300	147,264	158,833
yoy	18.60%	9.87%	9.46%	8.39%	28.95%	11.31%	7.86%
收入占比	14.03%	14.04%	14.09%	14.82%	13.28%	14.24%	13.73%
经调整 EBITA	-59	162	-48	203	-15,137	258	1,513
yoy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-88.39%	101.70%	487.05%
利润率	-0.17%	0.47%	-0.12%	0.56%	-11.44%	0.17%	0.95%
所有其他	58,599	62,969	62,642	60,802	337,580	245,011	257,803
yoy	-27.97%	-25.47%	-27.82%	-25.04%	5.63%	-27.42%	5.22%

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

收入占比	23.66%	25.41%	21.36%	24.75%	33.88%	23.69%	22.28%
经调整 EBITA	-1,415	-3,370	-5,076	-5,207	-9,790	-15,067	-8,553
yoy	-31.38%	-83.85%	-42.41%	-57.01%	26.27%	-0.23%	43.23%
利润率	-2%	-5%	-8%	-9%	-3%	-6%	-3%

数据来源：公司公告，wind，东方证券研究所预测

表 2：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	163,309	1,796,403
云智能集团	P/S	6.0	207,725	1,246,349
阿里国际数字商业集团	P/S	2.0	158,833	317,666
菜鸟集团	P/S	0.5	100,206	50,103
本地生活集团	P/S	2.0	114,736	229,472
大文娱集团	P/S+市值			49,667
合计				3,689,660
股份数 (百万)				19,089
每股价值 (元/股)				193.29
汇率 (港元/元)				1.099
每股价值 (港元/股)				212.43

数据来源：公司公告，wind，Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、京东发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响。

- **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。

- **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	105,103	96,592	115,357
短期投资	262,955	228,826	240,267	252,281	264,895
限制现金	38,299	43,781	46,181	47,783	49,174
预付账款	143,536	202,175	209,891	234,778	252,840
其他	59,949	53,780	55,202	56,234	57,266
流动资产合计	752,864	674,049	656,645	687,668	739,532
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	25,859	28,925	31,151
其他	337,044	440,249	461,275	490,278	517,401
非流动资产合计	1,011,965	1,130,178	1,308,661	1,501,764	1,702,698
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,965,305	2,189,431	2,442,230
短期借款	12,749	22,562	23,423	26,200	28,216
商家存款	12,737	274	200	200	200
其他	396,021	412,510	439,878	455,919	473,743
流动负债合计	421,507	435,346	463,501	482,319	502,159
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	107,643	117,885	129,925
非流动负债合计	230,723	278,775	288,565	307,854	329,391
负债合计	652,230	714,121	752,067	790,173	831,550
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	376,596	398,429	468,497
留存收益	597,987	645,478	769,460	942,419	1,090,861
其他	105,974	51,535	55,469	46,696	39,608
股东权益合计	1,101,871	1,078,393	1,201,526	1,387,545	1,598,967
负债、夹层股本和股东权益	1,764,829	1,804,227	1,965,305	2,189,431	2,442,230

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	71,332	126,062	119,064	161,486	192,234
折旧摊销	26,640	29,260	43,237	80,031	95,832
财务费用	-7,947	-9,596	-9,989	-10,004	-11,096
SBC	18,546	13,970	13,308	15,525	16,720
营运资金变动	-13,749	-23,988	28,808	-16,143	-3,171
其他	87,771	27,887	40,093	60,212	53,283
经营活动现金流	182,593	163,595	234,521	291,107	343,801
资本支出	-32,929	-85,972	-151,593	-161,211	-171,157
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	-247,689	-270,240	-290,108
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	-97,070	-38,070	-6,909	20,155

利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,034,373	1,157,017	1,246,033
营业成本	-586,323	-598,285	-616,995	-708,950	-748,216
销售费用	-115,141	-144,021	-223,782	-187,087	-189,397
管理费用	-41,985	-44,239	-33,688	-35,540	-39,873
研发费用	-52,256	-57,151	-64,725	-69,515	-74,762
资产减值损失	-10,521	-6,171	0	0	0
无形资产摊销	-21,592	-6,336	-4,790	-8,145	-8,931
营业利润	113,350	140,991	90,857	148,203	185,254
投资及利息	-9,964	20,759	53,407	49,605	52,085
财务支出	-7,947	-9,596	-9,989	-10,004	-11,096
其他收入	6,157	3,387	3,522	3,821	3,800
利润总额	101,596	155,541	137,796	191,625	230,043
所得税	-22,529	-35,445	-27,110	-38,240	-46,009
投资收益	-7,735	5,966	8,378	8,101	8,200
净利润	71,332	126,062	119,064	161,486	192,234
归属母公司净利润	79,741	129,556	122,652	168,899	197,381
少数股东损益	-8,677	-4,133	-1,469	-8,053	-5,767
调整后净利润	157,479	158,208	109,296	170,582	202,746
每股收益 (元)	3.92	6.71	6.40	8.81	10.30

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.3%	5.9%	3.8%	11.9%	7.7%
营业利润	13.0%	24.4%	-35.6%	63.1%	25.0%
调整后 EBITA	11.6%	4.9%	-35.5%	57.1%	20.2%
净利润	10.0%	62.5%	-5.3%	37.7%	16.9%
获利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	40.4%	38.7%	40.0%
调整后 EBITA 利润率	17.5%	17.4%	10.8%	15.2%	16.9%
净利率	8.5%	13.0%	11.9%	14.6%	15.8%
ROE	7.2%	12.0%	10.2%	12.2%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	39.6%	38.3%	36.1%	34.0%
流动比率	1.79	1.55	1.42	1.43	1.47
速动比率	1.79	1.55	1.42	1.43	1.47
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	6.4	8.8	10.3
每股经营现金流	9.0	8.7	12.6	15.7	18.5
每股销售收入	46.6	53.0	55.7	62.4	67.2
估值比率					
市盈率	32.8	20.2	21.3	15.5	13.3
市销率	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.4	13.7	17.8	10.8	9.0
EV/EBIT A	16.7	16.0	24.7	15.7	13.1

资料来源：东方证券研究所

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。