

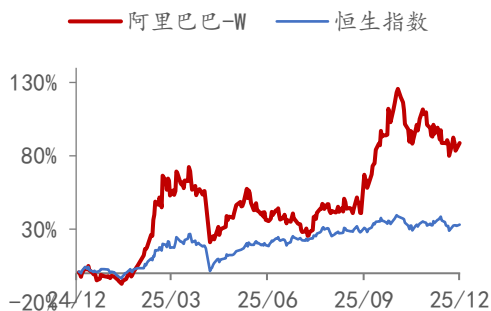
FY26Q2 业绩点评：云业务加速增长，即时零售有望迎来 UE 改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-12-02

收盘价（港元）	154.90
近 12 个月最高/最低（港元）	185.1/76.1
总股本（百万股）	19,089
流通股本（百万股）	19,089
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	29,568
流通市值（亿港元）	25,568

公司价格与恒生综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.FY26Q1 业绩点评：云业务加速增长，CapEx 超预期 2025-09-03

主要观点：

● FY26Q2 业绩：收入稳健增长，战略投入拖累短期利润

1) 整体业绩：阿里巴巴 FY2026Q2 收入录得 2,478 亿元 (yoy+5%)，高于 BBG 预期 1%。若剔除高鑫零售和银泰等已处置业务影响，同口径收入同比增长 15%。2) 利润端承压：经调整 EBITA 91 亿元(yoy-78%)，低于 BBG 预期 36%；Non-gaap 净利润 104 亿元(yoy-72%)，低于 BBG 预期 38%。

● 核心电商：变现率提升，即时零售 UE 有望迎来改善

1) CMR：同比增长 10%至 789 亿元，主要得益于 take rate 的提升（受全站推渗透率提升及 9 月起收取基础软件服务费驱动）；2) 即时零售高峰投入期已过，UE 有望迎来改善：即时零售收入同比大增 60%至 229 亿元，公司正全力推进即时零售战略，虽然导致电商分部 Adjusted EBITA 同比大幅下降 76%至 105 亿元，但公司表示 9 月季度为即时零售业务的投入高峰期，12 月季度补贴力度有望显著下降，即时零售业务策略中心逐渐从单纯的规模扩张转变为 UE 优化，未来补贴重点向高客单价、高价值用户聚焦；3) 双 11 表现：淘宝 App 在双 11 期间实现了购买用户数的双位数同比增长，88VIP 会员数持续双位数增长，突破 5,600 万。

● 云业务：AI 驱动增长加速，收入增速达 34%

1) 增长提速：云智能集团收入录得 398 亿元，同比增长 34%（上季度为 26%），其中外部客户收入同比增长 29%，Adjusted EBITA 同比增长 35%至 36 亿元。AI 相关产品收入连续第九个季度实现三位数增长，成为核心驱动力。

2) 阿里云在中国 AI 云市场份额占比 35.8%（Omdia 数据），位列第一。Qwen 系列衍生模型在 Hugging Face 上数量已超 18 万个。

● AIDC：首次实现 EBITA 盈利

1) AIDC 本季度收入同比增长 10%至 348 亿元。Adjusted EBITA 录得盈利 1.62 亿元（去年同期亏损 29 亿元），这是 AIDC 分部首次实现单季盈利，主要得益于 Choice 业务 UE 改善及投入效率提升；

2) 速卖通将海外托管模式扩展至超 30 个国家；B2B 业务推出 AI Agent 采购引擎 Accio，提升匹配效率。

● 投资建议

我们预计阿里巴巴 FY2026-2028 收入为 10414/11602/12861 亿元(前值为 10497/11581/13019 亿元)，同比+4.5% /+11.4% /+10.9%；FY2026-2028 Non-GAAP 净利润预计录得 1001/1500/1905 亿元(前值为 1237/1732/2020 亿元)，同比-36.6% /+49.8% /+27.1%，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险；宏观经济增长不及预期；经营效率优化不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (百万元)	996,347	1,041,368	1,160,182	1,286,109
收入同比 (%)	5.9%	4.5%	11.4%	10.9%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	157,940	100,126	149,950	190,547
同比 (%)	-0.3%	-36.6%	49.8%	27.1%
市盈率 (P/E)	18	27	17	13
每股收益 EPS (元)	8.18	5.27	7.89	10.03

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	674,049	607,970	645,872	708,023	收入	996,347	1,041,368	1,160,182	1,286,109
现金及现金等价物	145,487	74,327	89,302	126,469	营业成本	598,285	613,149	680,823	754,538
短期投资	228,826	228,826	228,826	228,826	销售和市场费用	144,021	240,763	214,634	208,350
受限制现金	43,781	43,781	43,781	43,781	产品开发费用	57,151	59,733	63,810	68,164
股权证券	53,780	53,780	53,780	53,780	一般及行政费用	44,239	37,489	41,767	46,300
预付款项, 应收款项	202,175	207,255	230,183	255,167	无形资产摊销及减值	6,336	3,692	3,611	2,649
非流动资产	1,130,178	1,130,235	1,125,432	1,114,920	商誉减值	6,171	-	-	-
股权证券及其他投资	566,987	570,427	573,867	577,306	营业利润	140,905	86,839	155,538	206,109
预付款项, 应收款项	83,431	93,077	97,937	105,294	利息收入和投资净收益	20,759	40,751	4,343	3,978
物业及设备 (净值)	203,348	196,074	188,599	171,913	利息费用	9,596	10,428	10,545	10,503
无形资产 (净值)	20,911	15,157	9,528	4,906	其他净收支	3,387	3,129	3,486	3,864
商誉	255,501	255,501	255,501	255,501	除税前利润	155,455	120,291	152,822	203,448
资产总计	1,804,227	1,738,205	1,771,304	1,822,944	所得税费用	35,445	24,611	32,857	43,741
流动负债	435,346	463,196	484,914	515,380	权益法核算的投资损益	5,966	8,538	10,288	12,279
短期银行借款	22,562	62,802	64,122	64,716	净利润 GAAP	125,976	104,217	130,254	171,986
短期无担保优先票据	-	-	-	-	净利润 Non-GAAP	158,122	95,487	148,820	189,928
应付所得税	11,638	18,458	24,643	32,806	归母净利润 Non-GAAP	157,940	100,126	149,950	190,547
预提费用、应付款项	332,537	307,620	317,208	334,216					
商家保证金	274	286	297	306					
递延收入及预付款	68,335	74,028	78,644	83,335					
非流动负债	278,775	162,289	163,462	163,990					
递延收入	4,536	4,536	4,536	4,536					
递延所得税负债	48,454	48,454	48,454	48,454					
长期银行借款	49,909	32,096	32,771	33,075					
长期无担保优先票据	122,398	23,725	24,223	24,448					
其他负债	53,478	53,478	53,478	53,478					
负债合计	714,121	625,485	648,376	679,370					
夹层权益	11,713	11,713	11,713	11,713					
股东权益总额	1,009,858	1,032,519	1,042,727	1,063,372					
其他	56,822	56,822	56,822	56,822					
权益总额	1,078,393	1,101,054	1,111,262	1,131,907					
负债及权益总额	1,804,227	1,738,252	1,771,351	1,822,990					

现金流量表					财务比率				
单位:百万元						FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	回报率				
净利润	125,976	105,391	131,782	173,003	净资产收益率	15.64%	9.70%	14.38%	17.92%
经营活动现金净流量	163,509	125,152	172,202	227,603	总资产收益率	8.75%	5.76%	8.47%	10.45%
预付款项、应收款项	-50,590	-14,726	-27,788	-32,341	投入资本收益率	13.72%	8.37%	12.41%	15.50%
应付所得税	1,968	6,820	6,184	8,163	增长率				
预提费用、应付款项	-50,590	-14,726	-27,788	-32,341	营业总收入增长率	5.86%	4.52%	11.41%	10.85%
递延收入及预付款	11,224	5,693	4,616	4,691	EBIT 增长率	24.31%	-38.37%	79.11%	32.51%
折旧摊销	42,459	32,459	32,854	41,777	归母净利润增长率	-0.26%	-36.61%	49.76%	27.07%
股份支出	13,970	14,418	14,955	15,292	总资产增长率	2.23%	-3.66%	1.90%	2.92%
投资活动现金净流量	-185,415	-22,871	-23,191	-23,909	资产管理能力				
土地使用权、物业及设备	-86,662	-66,841	-104,174	-132,949	应收款项周转天数	30.1	32.2	30.4	29.5
其他	-98,753	43,970	80,983	109,041	应付款项周转天数	120.2	106.3	98.4	93.6
筹资活动现金净流量	-76,215	-173,441	-134,037	-166,527	总资产周转率	55.22%	59.91%	65.50%	70.55%
股份回购	-86,662	-66,841	-104,174	-132,949	偿债能力				
股份分红	-29,077	-30,355	-32,355	-34,701	资产负债率	39.58%	35.98%	36.60%	37.27%
其他	39,524	-76,246	2,493	1,123	流动比率	1.55	1.31	1.33	1.37
年初现金	286,424	189,268	118,108	133,083					
年末现金	189,268	118,108	133,083	170,250					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

分析师：赵亮，悉尼大学金融学硕士，主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域，2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010525070001

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。