



阿里巴巴：收入增长保持稳定，AI转型谋求变局

投资评级： 持有

报告日期： 2025-12-05

行业	零售
收盘价 (美元)	157.44
总市值 (亿美元)	3757
流通市值 (亿美元)	3757
总股本 (百万股)	19100
PE (2026E)	25.1
PE (TTM)	21.3

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@watson.com

主要观点：

● 财务表现

2026财年二季度，阿里巴巴收入247,795 百万元（人民币，下同）(+5%，剔除高鑫零售和银泰约 +15%)，电商与云业务恢复增长，经营利润5,365 百万元，非GAAP 净利10,352百万元，同比大幅下滑，经营现金流10,099 百万元、自由现金流转为净流出21,840百万元，呈现“收入稳增、利润与现金流承压”的特征。

● 业务发展

阿里巴巴核心业务方面，电商基本盘保持稳健，中国电商事业集团收入约132,578百万元(+16%)，其中即时零售22,906百万元(+60%)，在“低价 + 内容”策略下维持流量与现金流支撑；增长业务中，云智能集团收入39,824 百万元(+34%)，AI 云产品连续 9 个季度三位数增长，国际数字商业集团收入 34,799 百万元(+10%)并实现EBITA扭亏，高德地图以超亿级日活成为本地生活入口；创新业务则围绕通义千问与云基础设施推进，三年AI/云投入规划约380,000百万元，并以AI眼镜等新硬件探索下一代入口，短期承压但为中长期增长蓄力。

● 盈利预测

预计2026财年营业收入增长6.15%，经营利润增长6.76%，对应2025-2027年PE倍数分别为17.41、25.66、20.65倍。

● 风险提示

AI、云和即时零售的高投入推高资本开支，盈利与自由现金流承压；拼多多与内容电商持续抢占价格与用户心智，核心电商份额存在下滑压力；平台经济、数据安全等监管趋严增加合规成本；通义千问、AI 眼镜等创新业务仍处早期，若商业化不及预期，投入可能难以回收并转化为负担。

● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	941,168	996,347	1,057,661	1,120,121
(+/-)%	8.34	5.86	6.15	5.91
营业利润	123,871	130,050	138,841	147,241
(+/-)%	20.19	4.99	6.76	6.05
净利润	90,530	136,280	131,012	138,736
(+/-)%	19.91	50.54	-3.87	5.90
营业利润率	13.16%	13.05%	13.13%	13.15%
PE	16.40	17.41	25.66	20.65

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	752,864	780,000	810,000	845,000
现金及等价物	182,992	190,000	198,000	206,000
其他短期投资	205,796	215,000	225,000	235,000
应收账款	98,194	102,000	106,000	110,000
存货	25,460	26,500	27,500	28,500
非流动资产	1,011,965	1,070,000	1,130,000	1,195,000
固定资产净值	185,161	195,000	205,000	215,000
商誉及无形资产	363,556	380,000	395,000	410,000
其他非流动资产	463,248	495,000	530,000	570,000
总资产	1,764,829	1,850,000	1,940,000	2,040,000
流动负债	421,507	440,000	460,000	480,000
应付账款及票据	170,002	178,000	186,000	194,000
其他流动负债	251,505	262,000	274,000	286,000
非流动负债	230,723	240,000	250,000	260,000
长期借贷	141,775	148,000	154,000	160,000
总负债	652,230	680,000	710,000	740,000
股东权益	1,112,599	1,170,000	1,230,000	1,300,000
归母股东权益	997,272	1,050,000	1,105,000	1,168,000
负债及权益总计	1,764,829	1,850,000	1,940,000	2,040,000

现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	118,310	124,126	132,336	140,138
折旧与摊销	44,504	47,000	49,500	52,000
营运资本变动	-13,749	-14,500	-15,300	-16,100
经营现金流净额	149,065	156,626	166,536	176,038
投资活动现金流				
减: 资本支出	-32,929	-35,000	-37,000	-39,000
投资净变动	-65,239	-70,000	-74,000	-78,000
投资现金流净额	-98,168	-105,000	-111,000	-117,000
筹资活动现金流				
减: 股票回购	-88,745	-40,000	-45,000	-50,000
减: 债务偿还	-18,105	-20,000	-22,000	-24,000
筹资现金流净额	-106,850	-60,000	-67,000	-74,000
现金净增加额	-55,953	-8,374	-11,464	-14,962
期末现金余额	189,268	180,894	169,430	154,468
分红派息	0	0	0	0
股票回购	0	0	0	0
筹资现金流净额	-4,500	-7,233	-3,000	-2,000
现金净增加额	7,798	4,617	5,216	4,950

利润表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	941,168	996,347	1,057,661	1,120,121
营业成本	-586,323	-622,000	-659,320	-698,880
营业开支	-230,974	-244,800	-259,500	-274,000
营业利润	123,871	130,050	138,841	147,241
利息收入	17,129	18,000	19,000	20,000
减: 利息支出	-4,615	-5,000	-5,200	-5,400
非经营损益	6,157	6,500	6,800	7,000
税前利润	93,861	161,421	159,441	168,841
减: 所得税	-24,232	-25,424	-27,105	-28,703
净利润	80,009	130,109	132,336	140,138
归母净利润	90,530	136,280	131,012	138,736
EPS (元/股)	6.7	7.02	7.48	7.92

主要财务比率

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	941,168	996,347	1,057,661	1,120,121
营业利润	123,871	130,050	138,841	147,241
净利润	80,009	130,109	132,336	140,138
盈利能力				
营业利润率	13.16%	13.05%	13.13%	13.15%
净利润率	8.50%	13.06%	12.51%	12.51%
回报率分析				
总资产	1,764,829	1,850,000	1,940,000	2,040,000
总资产收益率	4.53%	7.03%	6.82%	6.87%
净资产	1,112,599	1,170,000	1,230,000	1,300,000
净资产收益率	7.19%	11.12%	10.76%	10.78%
估值分析				
市盈率	16.40	17.41	25.66	20.65
市净率	1.18	1.94	2.76	2.23

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括：

2026 财年第二季度，阿里巴巴实现收入 247,795 百万元，同比增长 5%；若剔除已处置的高鑫零售与银泰，同口径收入增速约 15%，体现电商及云业务恢复性增长。分部来看，阿里巴巴中国电商集团收入约 132,578 百万元，同比增长 16%，其中即时零售收入 22,906 百万元，同比大增 60%；阿里国际数字商业集团收入 34,799 百万元，同比增长 10%；云智能集团收入 39,824 百万元，同比增长 34%，成为增速最快板块。不过，公司处于“高投入阶段”，对即时零售、用户体验以及 AI 技术和云基础设施的大力度投入，使盈利能力明显承压：本季度经营利润仅 5,365 百万元，经调整 EBITA 为 9,073 百万元，分别同比下降 85% 和 78%；归属普通股股东净利润 20,990 百万元，非公认会计准则净利润 10,352 百万元，同比降幅均超过 50%。整体呈现“收入稳增、利润主动压缩、重投未来”的特征。

财务报表分析：

本季度公司收入 247,795 百万元，同比 +5%，主要由中国电商集团、国际数字商业及云业务拉动。其中，中国电商集团收入约 132,578 百万元，在客户管理收入提升和即时零售高增的带动下同比 +16%；即时零售收入 22,906 百万元，同比 +60%，成为拉动 GMV 与用户活跃度的核心引擎。国际数字商业集团收入 34,799 百万元，同比 +10%，跨境零售和国际批发延续双位数增长；云智能集团收入 39,824 百万元，同比 +34%，受 AI 相关产品和算力需求驱动。与此同时，成本费用端增速显著快于收入：营业成本 150,781 百万元，占收入 60.8%；产品开发费用 17,095 百万元，同比增长、占比升至 6.9%；销售和市场费用猛增至 66,496 百万元，占收入 26.8%，同比占比提升约 13 个百分点，一举吞噬了大部分利润空间。最终，经营利润仅 5,365 百万元，经调整 EBITDA 17,256 百万元、经调整 EBITA 9,073 百万元，净利润 20,612 百万元、归母净利润 20,990 百万元，非 GAAP 净利润 10,352 百万元，反映公司以利润换增长和份额。

截至 2025 年 9 月 30 日，阿里巴巴资产总额 1,883,880 百万元，较 3 月 31 日的 1,804,227 百万元有所增加。流动资产 646,619 百万元，其中现金及现金等价物 135,069 百万元、短期投资 193,246 百万元，受限制现金及应收托管资金 40,374 百万元，再叠加股权证券及其他投资，整体货币类与类现金资产合计逾 400,000 百万元，为持续高投入提供了充裕的流动性缓冲。非流动资产中，物业及设备净值由 203,348 百万元 升至 246,539 百万元，反映云数据中心、算力基础设施及物流网络等重资产持续扩张。负债端，总负债由 714,121 百万元 升至 772,095 百万元，其中长期银行借款增加至 63,566 百万元，长期可转债 57,481 百万元，新增长期可交换债券 13,755 百万元，杠杆水平有所抬升。股东权益 1,032,495 百万元，未分配利润 666,784 百万元，非控制性权益 69,406 百万元，整体权益基础仍较雄厚，但未来需关注债务与盈利能力错配可能对资本结构带来的压力。

2026 财年第二季度，经营活动产生的现金流量净额仅 10,099 百万元，较上年同期 31,438 百万元大幅下滑；在高强度资本开支背景下，自由现金流转为净流出 21,840 百万元（上年同期为净流入 13,735 百万元），体现出“利润与现金流双承压”的现实。同期投资活动现金流量净额为 -69,652 百万元，主要系购置物业及设备支出大幅增加（单季达 31,428 百万元），以及其他投资相关支出；六个月口径看，资本开支合计 70,057 百万元，自由现金流累计流出 40,655 百万元，说明云基础设施、AI 算力及物流网络正处于重投周期。融资活动现金流本季度为净流入 10,902 百万元，上半年合计净流入 8,171 百万元，主要来自发行可转债、可交换债及新增银行借款，部分对冲了经营和投资现金流的压力。同时，公司仍维持现金分红与股份回购，为股东提供回报。总体看，阿里用加杠杆 + 消耗自由现金流来支持 AI 与即时零售的战略投入，短期现金流安全边际尚可，但对持续筹资能力和未来盈利修复提出更高要求。

核心业务板块：

1. 基本业务：低价与内容两手抓，基本盘企稳修复

阿里巴巴的大消费 / 电商业务仍然构成其“基石”与现金流来源。本季度其“中国电商事业集团”收入为 132,578 百万元。其中传统电商 + 平台交易 + 客户管理收入 (CMR) 保持稳定，同比增长约 10%。与此同时，即时零售 (quick commerce) 成为“基础盘”的重要补充：本季度即时零售收入为 22,906 百万元，同比大增约 60%。即时零售的快速扩张显示出阿里在消费端的渗透和渠道深化，尤其通过如“淘宝闪购”等新消费场景提升用户活跃度与平台黏性，这不仅对 GMV 拉动明显，也有助于维持月活用户数与基础交易频次。因此，这部分业务依然是阿里“现金牛”——尤其是在存量竞争激烈、电商行业增速放缓的大背景下，阿里依靠其生态庞大、平台流量积累和供应链+物流基础，实现了相对稳定的收入与现金流，为集团整体提供了较为稳固的基座。

2. 增长业务：AI+云领跑，大消费增长盘协同放大

增长盘最核心的是云智能集团。本季云业务收入约 39,824 百万元，同比大增 34%，增速明显快于集团整体，其中 AI 相关产品收入已连续 9 个季度保持三位数增长，并在外部商业化收入中的占比持续提升，成为带动公共云与算力需求的主力。国际数字商业集团收入约 34,799 百万元，同比增长 10%，在速卖通等业务效率提升的带动下，经调整EBITDA从上年同期约 -2,905 百万元逆转为约 162 百万元的盈利。

3. 创新业务：从云到眼镜，创新盘押注新入口

一方面，阿里在云和 AI 基础设施上的规划投入达到约 380,000 百万元，管理层直言这一数字“可能还偏保守”，过去四个季度在 AI+云硬件上的资本开支也已累计约 120,000 百万元，短期大幅侵蚀自由现金流，但换来的是通义千问模型家族和全栈 AI 能力的快速成型。目前 AI 相关云产品收入已连续 9 个季度保持三位数增长，并开始向电商营销、智能客服、内容生成等场景大范围渗透，为 CMR 增长和商家经营提效提供技术底座。另一方面，阿里也在尝试用硬件和超级 App 打造新入口——夸克 AI 眼镜系列内置通义千问模型，可在街头完成实景翻译、价格识别、导航与“看一下”支付，并与淘宝、支付宝等应用深度打通，试探“抬头即搜、抬头即买”的新消费路径。这一整组创新业务短期几乎不贡献利润，甚至是利润表上的“负项”，但决定了阿里在下一轮流量入口和应用形态变革中的起跑线高低。

市场分析

2025 年中国电商整体仍在“弱复苏+存量博弈”中前行。一方面，消费信心有限，但线上零售仍保持低双位数增长；2025 年双 11 全网销售额约 16,950 亿元，同比增长 14.2%，其中即时零售增速高达 138.4%，成为少数高景气赛道之一。另一方面，行业格局从阿里“一超多强”演变为淘宝/天猫、京东、拼多多、抖音“四强争霸”，新增用户有限、平台竞争更多来自用户时长与场景的再分配。流量向短视频、本地生活和即时零售倾斜，平台被迫在低价补贴、直播内容和履约效率之间持续内卷。

在这一格局下，拼多多继续用“极致低价+创新补贴”强化下沉市场和性价比心智，2025 年三季度其现金储备已首次超过阿里，为持续价格战提供了更厚的“弹药”。抖音和小红书则凭借内容和直播电商，直接截流品牌广告预算和货盘——媒体报道显示，抖音电商广告收入在 2024 年已超过阿里，2025 年仍保持较高增速，正从“流量平台”演变为完整的交易闭环。京东在 3C、家电和高客单场景中继续强化“正品+服务+物流”的高端心智，部分高价值用户向京东迁移；整体来看，阿里不再是唯一中心，而是在多条战线同时面对低价平台、内容平台和服务平台的立体竞争。

在同样激烈的竞争环境中，阿里巴巴选择的策略是：一边通过低价与即时零售修复电商基本盘，一边以云和大模型构建差异化能力。财报显示，中国电商事业群收入同比增长 16%，即时零售业务维持 60% 高增，但相应带来了销售及市场费用和补贴的大幅上升，利润率显著走弱。与主打极致低

价、轻资产运营的拼多多相比，阿里在加码即时零售的同时，更重仓云智能与通义千问等基础模型，云业务已成为集团增速最快板块。根据Omdia的报告，阿里云在中国人工智能云市场份额中排名第一，占比 35.8%。阿里正在尝试通过“电商基本盘 + 云与 AI 基础设施 + 本地生活与新入口”构建更立体的长期护城河。

大规模外卖与闪购补贴带来明显代价：经营利润同比下滑逾八成，但管理层明确将 2025 年三季度视作闪购业务投入高点，后续重心从“烧钱抢人”转向“提效换空间”，即在压缩补贴强度的同时提升单位经济效益和用户留存度。市场视角下，当前格局可以概括为：拼多多在低价维度持续抢份额，抖音在内容与广告维度强化渗透，而阿里则在接受短期利润承压的前提下，用更重的技术与场景投入换取中长期竞争力与估值弹性。

潜在风险

盈利承压风险：在 AI 与云基础设施、即时零售等领域的大额投入持续推高资本开支，2026 财年二季度利润已出现大幅下滑，若云业务与新零售变现节奏不及预期，可能长期压制利润率与自由现金流，抬升整体财务杠杆压力。

竞争与份额风险：拼多多在极致低价与现金储备方面具备优势，抖音、小红书等内容电商持续分流用户时长和品牌预算，若淘天系在价格力、货盘和用户心智修复不充分，核心电商 GMV 与活跃度可能进一步向竞品倾斜。

监管与合规风险：国内在平台经济、直播电商、数据安全等领域监管趋严，新规可能限制补贴力度、流量分发方式并抬升合规成本；同时中概股及跨境数据监管环境存在不确定性，或对估值和国际业务拓展形成额外约束。

创新落地风险：通义千问、高德空间智能及 AI 眼镜等创新业务处于早期投入阶段，需求培育、商业模式与用户习惯仍待验证，若产品形态或节奏判断失误，相关投入可能难以形成规模收入，转化为较高的沉没成本和折旧负担。

未来发展与总结

未来数年，阿里巴巴的发展主线将继续围绕“三个支点”展开：电商基本盘修复、AI+云驱动的新成长曲线、本地生活与新入口的长期布局。一方面，中国电商行业已进入存量竞争阶段，价格战与内容电商分流仍将持续，中国电商事业群需要在“价格力、货盘广度与用户体验”之间不断优化，若即时零售能在投资高峰过后逐步改善单位经济性，则电商板块有望在保持双位数增速的同时，带动利润率边际回升。另一方面，云智能与通义千问等 AI 业务已成为当前最具确定性的增长引擎，管理层的明确表示显示对该赛道的长期押注。高德地图与 AI 眼镜等创新业务，则承担连接“云端算力+大模型”与线下场景的角色，有望在本地生活和空间计算赛道中形成新的入口优势。以及淘宝的闪购也加入了外卖战。综合来看，阿里巴巴当前处在利润承压与估值修复并存的过渡期，短期需要消化高投入带来的财务压力，中长期则依托电商基本盘、AI 云基础设施与本地生活/硬件入口三层结构构建更立体的护城河，其未来表现将高度取决于投资节奏控制和各业务线落地效率。



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。

2. 本研究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。

3. 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，投资者需自行承担风险。

4. 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做出邀请。

5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。

7. 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資目标、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。

8. 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。

9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。