

互联网电商

2026年01月12日

阿里巴巴 (BABA)

——阿里云继续加速增长，投入即时零售深化生态协同

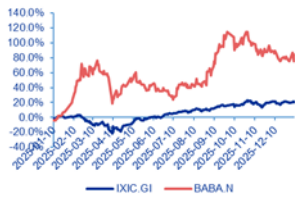
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据： 2025年1月9日

收盘价(美元)	150.96
纳斯达克指数	23671.35
52周最高/最低(美元)	192.67/78.73
美股市值(亿美元)	3604
流通股(亿股)	191
汇率(美元/人民币)	6.98

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《阿里巴巴(BABA)点评：云增速再创新高，全栈式AI能力再加码》 2025/11/26
 《阿里巴巴(BABA)点评：阿里云增长持续提速，AI和即时零售加大投入》 2025/10/12

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

张蕴达 A0230125030003
zhangyd@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **3QFY26 业绩前瞻：**我们预计 3QFY26 收入达 2866 亿元，同比增长 2.3%，Non-GAAP 归普净利润 299 亿元，同比下滑 42%。从各业务板块来看，我们预计中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他收入同比+9.7%/+7.2%/+35.0%/-27.9%。
- **宏观增速放缓与高基数效应下电商增长承压，CMR 增速放缓至低个位数正增长。**据国家统计局数据，2025 年 11 月全国网上零售额同比增长 5.41%，其中实物商品网上零售额为 1.4 万亿元，同比增长 1.5%，线上渗透率 32.4%。在宏观环境与去年同期高基数共同影响下，我们预计中国电商行业 GMV 增速面临放缓压力，在此影响下公司 Q4 季度 CMR 增速会相应放缓。另外收取 0.6%技术服务费的高基数效应将于 Q4 季度显现，全站推等产品虽渗透率持续提升，但对增速拉动效果相对有限。
- **淘宝闪购业务量质齐升，季度环比减亏，公司未来将以份额增长为核心战略，巩固领先地位。**据公司公告，淘宝闪购业务取得阶段性成果，8 月日订单峰值达 1.2 亿单，MAU 突破 3 亿，市场份额快速攀升至行业前列。我们预计 Q4 季度该业务 GMV 份额将持续提升，订单份额保持稳定，中高价值订单占比及高价值用户数量取得增长。据财联社，淘宝闪购非餐订单已稳定在日均千万单，盒马接入后日订单量突破 200 万，同比增长逾 70%。我们认为公司内部生态协同优势显著，盒马和猫超等非餐订单呈现良好增长态势，公司 2026 年将市场份额增长作为闪购业务首要目标，将持续投入实现份额领先。我们预计 3QFY26 闪购亏损规模约 218 亿元，单均 UE 亏损收窄速度领先行业竞对，基本符合市场预期。
- **阿里云头部地位稳固，3QFY26 预计继续保持加速增长，B 端与 C 端商业化落地同步提速。**我们预计 3QFY26 阿里云收入同比增长将加速至 35%，经调整 EBITA 利润率环比稳定。据公司公告，公司持续强化以 Qwen 大模型为核心的技术底座，密集升级多模态能力，其中万相模型的图生视频能力在国内权威评测中位列第一。ToB 领域，据钉钉公众号，AI 钉钉 1.1 新品发布会上公司集中发布了涵盖 Agent OS、DingTalk Real 等在内的 20 余款 AI 产品，初步构建“人与 AI 协同”的全新工作模式。C 端应用同样增长迅猛，据公司公告，高德基于世界模型推出“飞行街景”开创行业先河，其“扫街榜”上线百日用户规模即突破 6.6 亿，带动商家订单与营业额环比增长超 330%和 270%；通义千问 APP 公测 30 天月活破 4400 万，相关 AI 助手已搭载于夸克 AI 眼镜，向具身智能场景延伸。我们认为公司将坚定推进 CAPEX 投入，三年 3800 亿的投入计划可能超额完成，持续迈向 ASI 目标。
- **AIDC 战略聚焦高潜力市场，预计收入增速放缓而亏损将显著收窄。**据 Statista，2030 年全球 B2C 跨境电商规模预计将快速增长至 7.9 万亿美元。我们认为，当前欧美等成熟市场竞争持续，叠加全球多地关税政策变化，阿里国际业务将选择聚焦中东、欧洲、日韩等核心区域市场，并将经营重心明确转向利润改善。我们预计 3QFY26 该业务收入增速将阶段性放缓，经调整 EBITA 同比实现大幅减亏，季度亏损额预计收窄至 20 亿元。
- **维持“买入”评级。**阿里将生态协同与 AI 深度赋能确立为战略方向，资源明确向“AI+云”技术及即时零售等关键领域倾斜，以电商平台为核心，强化淘天、淘闪、飞猪、高德等业务的协同效应，实现流量的全生态流通与商业闭环，巩固长期竞争力。考虑到电商主业增速放缓、即时零售和新业务维持投入力度，我们下调 26-28 财年盈利预测为 958/1222/1571 亿元（前值为 1019/1455/1836 亿元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，消费需求持续疲软，新业务发展不及预期。

财务数据及盈利预测

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入(百万元)	941,168	996,347	1,023,358	1,118,672	1,215,861
同比增长率(%)	8.3	5.9	2.7	9.3	8.7
Non-GAAP 归普净利润(百万元)	158,359	158,393	95,827	122,157	157,095
同比增长率(%)	10.0	0.0	(39.5)	27.5	28.6
调整后每股收益(元)	62.11	65.59	39.69	50.59	65.06
ROE(%)	16	16	8	8	9
市盈率(倍)	17	16	27	21	16
市净率(倍)					

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益；注：阙期为 ..

合并损益表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941,168	996,347	1,023,358	1,118,672	1,215,861
营业成本	-586,323	-598,285	-596,158	-667,041	-732,010
毛利润	354,845	398,062	427,200	451,631	483,851
其他收支	6,157	3,387	4,448	6,685	4,438
产品开发费用	-52,256	-57,151	-64,215	-67,968	-67,508
销售及行政费用	-157,126	-188,260	-286,081	-275,273	-270,486
调整后 EBITDA	191,668	202,325	120,649	158,845	200,852
调整后 EBIT	143,436	166,729	85,791	119,914	163,108
财务费用	-7,947	-9,596	-7,233	-4,476	-4,476
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	101,596	155,455	107,769	123,917	163,147
所得税费用	-22,529	-35,445	-23,617	-33,737	-46,171
归属于非控制性权益的净损失	8,677	4,133	374	2,000	5,000
归属于普通股股东的净利润	79,741	129,470	92,819	97,680	127,476
Non-GAAP 归普净利润	158,359	158,393	95,827	122,157	157,095

资料来源：公司财报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。