

# 千问焕新，AI 赋能大消费的协同初现

华泰研究

2026 年 1 月 16 日 | 中国香港/美国

更新报告

互联网

1 月 15 日，阿里巴巴举办“有问必答”千问新版本发布会，宣布千问 APP 全面接入淘宝、支付宝、淘宝闪购、飞猪和高德等阿里业务生态，实现点外卖、买东西和订机票等 AI 购物功能，并已面向所有用户开放测试，旨在引领 AI 行业从“聊天对话”迈入“办事时代”，覆盖数字世界与物理世界的生活场景。我们认为阿里巴巴在中国互联网中具有 AI+大消费全场景覆盖的稀缺性，通过生态聚合和业务打通，有望构建一站式解决用户需求的差异化用户心智。我们看好阿里巴巴依托其自身领先的 AI 和云计算基础设施规模和技术实力，充分赋能其丰富的大消费场景布局。在坚定投入下有望率先捕捉 AI 时代流量入口重新分配带来的格局重塑与商业化变现机会。维持“买入”评级。

## 千问用户量快速破圈，深挖用户需求成为长期粘性关键

会上管理层宣布：千问 APP 上线近两月，C 端月活用户数已突破 1 亿，远超管理层预期。伴随用户规模的有效破圈，商业化机遇应运而生。阿里千问 C 端事业群总裁吴嘉认为，未来两年内的数字世界中 60%-70% 的常规任务，将由 AI 执行并交付。阿里新发布的千问任务助理 1.0，依托模型 coding、全模态理解、超长上下文理解三大关键能力，现已全面介入阿里生态场景，同时千问任务助理也支持数字世界超 400 种任务类型，涵盖应用开发、office 办公、学习辅导、数据分析、可视化报表生成等，并与教育、医疗、财经、学术等专业数据库合作，确保输出权威性与时效性。被定义为能自主规划、调用工具的通用 Agent，旨在解决工作中繁琐、重复的“黑洞”任务；同时，该产品支持全生活场景，帮助用户从“选不出来”到“一键下单”，千问 APP 已实现行业首次支付能力原生融入 AI 对话；除生活场景外，千问亦推出部分垂类场景应用，如在教辅场景下，千问坚持“AI 不替代教师”理念，定位为教师与家长的辅助工具，已上线 AI 中小学真题题库、作业批改、千问小讲堂、举一反三等六大教辅功能。

## 全面的消费场景生态值得期待

阿里在过往近 30 年的业务发展中构建起完善的大消费业务布局，充分覆盖了用户的衣（淘宝+闪购）、食（淘宝+闪购）、住（飞猪）、行（飞猪+高德）、娱（优酷、淘票票、大麦）各类需求。在完善的供给支撑下，我们期待阿里通过产品的精细化打磨以及用户体验的持续优化，强化用户心智，巩固用户“钱包”份额，并形成生态内的交叉引流与长期竞争壁垒，这将对阿里巴巴的长期业绩增长与稳健的估值提供支撑。

## 千问推出额外交易补贴助力其用户破圈

通过抽取不同用户在千问 APP、美团 APP、携程 APP 的点外卖/订酒店/订机票情况，我们发现当前千问 APP 在版本迭代后推出一定补贴，外卖和机票场景下千问分别对美团/携程形成一定的价格优势。千问在 32 个抽样外卖场景下有 23 个样本具有价格优势，16 个抽样机票场景下有 12 个具有价格优势（详见正文）。酒店场景下我们暂未发现有较多千问额外补贴。建议持续关注千问 APP 的用户破圈节奏。

## 盈利预测与估值

我们维持 FY26-28 非 GAAP 归母净利润预测 940/1,097/1,381 亿元不变。我们基于 SOTP 估值的美股/港股目标价为 180.0 美元/175.3 港元不变，对应 27.5/21.9x FY27-28 非 GAAP 预测 PE。

风险提示：云收入增速不及预期；AI 应用拓展不及预期；闪购减亏节奏不及预期。

	9988 HK	BABA US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：175.30	美元：180.00

**夏路路** 研究员  
 SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com  
 SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

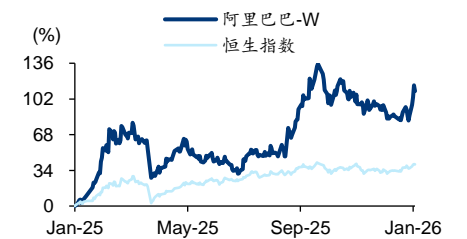
**侯杰** 研究员  
 SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com  
 SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

**曹卓铭** 联系人  
 SAC No. S0570124020016 caozhuoming@htsc.com  
 SFC No. BUT776 +(86) 21 2897 2205

## 基本数据

(港币/美元)	9988 HK	BABA US
收盘价(截至 1 月 15 日)	164.60	169.90
市值(百万)	3,143,739	379,840
6 个月平均日均成交额(百万)	15,858	2,423
52 周价格范围	79.25-186.20	80.47-192.67

## 股价走势图



资料来源：S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	996	1,030	1,120	1,218
+/-%	5.86	3.42	8.70	8.78
归母净利润(十亿)	129	124	97	125
+/-%	62.36	(4.24)	(21.58)	28.69
归母净利润(调整后,十亿)	158	94	110	138
+/-%	(0.26)	(40.49)	16.66	25.94
EPS(调整后,最新摊薄)	8.34	4.96	5.79	7.29
PE(调整后,倍)	18.37	30.87	26.46	21.01
PB(倍)	2.80	2.47	2.30	2.11
ROE(调整后,%)	15.65	8.72	9.31	10.83
EV EBITDA(倍)	15.83	27.02	18.38	14.59
股息率(%)	1.22	0.75	0.85	1.07

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 千问 APP 点外卖/订酒店/机票比价情况

图表1：千问美团点外卖比价

用户序号	常用平台	等级	商品	美团					千问							
				商品原价	配送费	包装费	订单原价	美国红包	到手	商品原价	配送费	包装费	订单原价	红包	千问爆红包	到手
1	美团	铂金	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	5.00	23.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	13.00	26.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.70	2.80	150.50	13.00	137.50	144.00	6.00	2.50	152.50	19.00	/	133.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	18.00	86.69	139.00	5.50	6.00	150.50	65.00	/	85.50
2	美团	黑金	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	3.00	25.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	10.00	29.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.70	2.80	150.50	13.00	137.50	144.00	6.00	2.50	152.50	19.00	/	133.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	18.00	86.69	139.00	5.50	6.00	150.50	60.00	15.00	90.50
3	淘宝闪购	88VIP	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	5.00	23.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	10.00	29.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.70	2.80	150.50	13.00	137.50	144.00	6.00	2.50	152.50	21.00	15.00	131.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	13.00	91.69	139.00	5.50	6.00	150.50	61.00	/	89.50
4	美团	黑金	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	0.00	28.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	12.00	27.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.00	2.80	149.80	18.00	131.80	144.00	6.00	2.50	152.50	19.00	15.00	133.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	18.00	86.69	139.00	5.50	6.00	150.50	60.00	15.00	90.50
5	美团	黑金	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	5.00	23.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	11.00	28.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.70	2.80	150.50	13.00	137.50	144.00	6.00	2.50	152.50	19.00	15.00	133.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	13.00	91.69	139.00	5.50	6.00	150.50	60.00	15.00	90.50
6	美国淘宝闪购都经常使用	/	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	0.00	28.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	15.00	24.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.70	2.80	150.50	20.00	130.50	144.00	6.00	2.50	152.50	22.00	18.00	130.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	20.00	84.69	139.00	5.50	6.00	150.50	63.00	18.00	87.50
7	美国淘宝闪购都经常使用	/	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	12.00	16.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	8.00	31.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	3.70	2.80	150.50	14.00	136.50	144.00	6.00	2.50	152.50	19.00	15.00	133.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	18.00	86.69	139.00	5.50	6.00	150.50	60.00	15.00	90.50
8	淘宝闪购	无88VIP	提拉米苏英红	27.00	0.00	1.00	28.00	0.00	28.00	27.00	5.00	1.00	33.00	20.00	15.00	13.00
			冰摇黄杏美式	38.00	0.00	1.00	39.00	13.00	26.00	38.00	4.10	1.00	43.10	19.10	15.00	24.00
			外送欢乐桶(卷)	144.00	2.50	2.80	149.30	19.00	130.30	144.00	6.00	2.50	152.50	22.00	15.00	130.50
			家有宝贝亲子套餐	98.69	0.00	6.00	104.69	20.00	84.69	139.00	5.50	6.00	150.50	65.00	15.00	85.50
千问价优数量			23													
美团价优数量			7													
同价数量			2													

资料来源：千问 APP，美团 APP，华泰研究

图表2：千问携程订酒店比价

用户序号	常用预定渠道	酒店	房型	时间	携程				千问			
					挂牌价	结算价格	早餐	携程会员等级	挂牌价	结算价格	早餐	飞猪会员等级
1	携程	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	白银	241.00	241.00	无	F2
	携程	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	白银	2,624.00	2,623.50	有	F2
2	两者都不使用	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	普通	241.00	241.00	无	F2
	两者都不使用	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	普通	2,624.00	2,623.50	有	F2
3	两者都不使用	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	白银	241.00	241.00	无	F2
	两者都不使用	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	白银	2,624.00	2,623.50	有	F2
4	携程	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	铂金	241.00	241.00	无	F3
	携程	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	铂金	2,624.00	2,623.50	有	F3
5	两者都不使用	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	黄金	241.00	241.00	无	F1
	两者都不使用	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	黄金	2,624.00	2,623.50	有	F1
6	携程	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	铂金	241.00	241.00	无	F2
	携程	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	铂金	2,624.00	2,623.50	有	F2
7	携程	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	黄金	241.00	241.00	无	F1
	携程	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	黄金	2,624.00	2,623.50	有	F1
8	携程	如家商旅酒店(上海塘桥中心店)	大床房	2026-01-16-2026-01-17	217.00	217.00	无	黄金	241.00	241.00	无	F2
	携程	上海外滩华尔道夫酒店	豪华双床房	2026-01-16-2026-01-17	2,624.00	2,623.50	有	黄金	2,624.00	2,623.50	有	F2
携程价优		8										
千问价优		0										
同价		8										

资料来源：千问 APP，携程 APP，华泰研究

图表3：千问携程订机票比价

用户序号	用户常用预定渠道	出发地-目的地	航班号	乘坐时间	携程				千问				
					下单时间	经济舱票价	结算价格	携程会员等级	下单时间	经济舱票价	千问额外优惠	结算价格	飞猪会员等级
1	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	702.00	820.00	白银	18:03	720.00	0.00	848.00	F2
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	375.00	493.00	白银	18:26	390.00	1.00	509.00	F2
2	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	黄金	18:03	710.00	20.00	828.00	F2
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	395.00	513.00	黄金	18:26	384.00	21.00	487.00	F2
3	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	铂金	18:03	710.00	10.00	818.00	F2
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	360.00	478.00	铂金	18:26	381.00	29.00	479.00	F2
4	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	黄金	18:03	710.00	20.00	828.00	F3
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	395.00	513.00	黄金	18:26	380.00	25.00	485.00	F3
5	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	黄金	18:03	710.00	25.00	804.00	F1
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	395.00	513.00	黄金	18:26	384.00	26.00	482.00	F1
6	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	铂金	18:03	710.00	50.00	798.00	F2
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	360.00	478.00	铂金	18:26	384.00	47.00	461.00	F2
7	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	白银	18:03	710.00	25.00	804.00	F1
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	360.00	478.00	白银	18:26	380.00	50.00	478.00	F1
8	携程	上海虹桥-厦门高崎	FM9263	2026-01-23 06:55-08:45	17:25	722.00	840.00	铂金	18:03	705.00	15.00	830.00	F2
	携程	深圳宝安-杭州萧山	ZH9881	2026-01-23 07:20-09:35	18:33	395.00	513.00	铂金	18:26	375.00	16.00	472.00	F2
携程均价			3										
千问均价			12										
同价			1										

资料来源：千问 APP，携程 APP，华泰研究

图表4：阿里千问生态合作伙伴



资料来源：千问发布会，华泰研究

## 盈利预测调整

我们维持阿里巴巴收入和盈利预测不变。

图表5: 阿里巴巴: 关键预测

(人民币百万元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26E
中国电商集团	506,712	566,823	624,046	672,247	151,106	113,163	140,072	132,578	165,334
同比增长		11.9%	10.1%	7.7%			9.7%	15.5%	9.4%
阿里国际数字商业集团	132,300	146,007	157,242	166,819	37,756	33,579	34,741	34,799	40,363
同比增长	28.9%	10.4%	7.7%	6.1%	32.4%	22.3%	18.6%	9.9%	6.9%
云智能集团	118,028	155,797	197,862	247,328	31,742	30,127	33,398	39,824	43,169
同比增长	11.0%	32.0%	27.0%	25.0%	13.1%	17.7%	25.8%	34.5%	36.0%
所有其他	340,046	255,035	242,283	242,283	88,754	85,455	58,599	62,969	67,453
同比增长		-25.0%	-5.0%	0.0%			-28.0%	-25.5%	-24.0%
未分摊	1,924	2,247	2,443	2,657	590	446	519	577	633
合并调整	-102,663	-95,511	-103,822	-112,938	-29,794	-26,316	-19,677	-22,952	-26,887
<b>合并收入</b>	<b>996,347</b>	<b>1,030,398</b>	<b>1,120,054</b>	<b>1,218,396</b>	<b>280,154</b>	<b>236,454</b>	<b>247,652</b>	<b>247,795</b>	<b>290,064</b>
同比增长	5.9%	3.4%	8.7%	8.8%	7.6%	6.6%	1.8%	4.8%	3.5%
<b>调整后 EBITA</b>	<b>173,065</b>	<b>89,485</b>	<b>126,715</b>	<b>161,832</b>	<b>54,853</b>	<b>32,616</b>	<b>38,844</b>	<b>9,073</b>	<b>25,900</b>
同比增长	4.9%	-48.3%	41.6%	27.7%	3.8%	32.0%	-13.7%	-77.6%	-52.8%
调整后 EBITA 利润率	17.4%	8.7%	11.3%	13.3%	19.6%	13.8%	15.7%	3.7%	8.9%

注: 由于财务数据重述, 除阿里国际数字商业集团和云智能集团以外的分部的 3QFY25-4QFY25 各季度数据为华泰预估值;

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## SOTP 估值

我们维持基于 SOTP 估值的 FY27 美股目标价为 180.0 美元不变，港股目标价为 175.3 港元不变，对应 27.5/21.9 倍 FY27/FY28 非 GAAP 预测 PE。分部具体如下：

中国电商集团每 ADS 估值 55.0 美元（不变），每香港普通股估值 53.6 港元（不变），基于 8.0 倍 FY27 非 GAAP 预测 PE（不变），较可比公司 2026 年预测均值 16.1 倍有所折价，主因闪购业务投入期竞争格局的波动使得利润释放承压。

阿里国际数字商业集团每 ADS 估值 9.5 美元（不变），每香港普通股估值 9.2 港元（不变），基于 1.0 倍 FY27 预测 PS（不变），低于可比公司 2026 年预测均值 2.5 倍，主因业务尚未盈利且收入增速有所放缓。

云智能集团每 ADS 估值 95.3 美元（不变），每香港普通股估值 92.8 港元（不变），基于 8.0 倍 FY27 预测 PS（不变），较可比公司 2026 年预测均值 6.7 倍有所溢价，主因公司 AI 全栈能力的持续迭代有望助力其兑现稳健的收入增长势头，其中自研芯片能力使其业务资产具备一定稀缺性，从而享受一定的估值溢价。

所有其他业务每 ADS 估值 7.3 美元（不变），每香港普通股估值 7.1 港元（不变），基于 0.5 倍 FY27 预测 PS（不变），较可比公司 2026 年预测均值 2.5 倍有所折价，主因业务仍处于投入节奏中。

基于最新市值以及 30% 持有折让（不变），战略投资每 ADS 估值 12.9 美元（不变），每香港普通股估值 12.6 港元（不变）。

图表6：阿里巴巴：SOTP 估值，FY27

(人民币百万)	调整后净利润	PE (x)	营收	PS (x)	估值, 百万美元	持有比例	估值, 百万美元	每 ADS 估值, 美元	每普通股估值, 港元
阿里中国电商集团	114,263	8.0x			130,220	100.0%	130,220	55.0	53.6
阿里国际数字商业集团			157,242	1.0x	22,400	100.0%	22,400	9.5	9.2
云智能集团			197,862	8.0x	225,494	100.0%	225,494	95.3	92.8
所有其他			242,283	0.5x	17,257	100.0%	17,257	7.3	7.1
投资					43,770	70.0%	30,639	12.9	12.6
合计							426,010	180.0	175.3

注：美元/人民币=7.0，美元/港元=7.8，基于 1 月 14 日汇率。

资料来源：华泰研究预测

图表7：电商可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR 2025-2027E	P/E			调整后净利 CAGR 2025-2027E
				2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
拼多多	PDD US	107.85	153,109	2.5	2.2	1.9	12.7	9.8	8.6	7.2	7.6
京东	JD US	29.83	42,329	0.2	0.2	0.2	7.6	11.2	9.3	6.6	(1.3)
唯品会	VIPS US	18.45	9,096	0.6	0.6	0.6	1.0	7.5	7.2	7.1	0.4
美团	3690 HK	100.80	79,464	1.6	1.4	1.2	12.0	-	70.9	14.4	(3.3)
AMAZON	AMZN US	236.65	2,529,840	3.5	3.2	2.9	11.6	25.8	23.5	19.3	18.9
eBay	EBAY US	94.42	42,678	3.9	3.7	3.5	5.5	16.7	16.2	15.2	4.7
DoorDash	DASH US	213.13	91,859	6.7	5.1	4.3	25.6	40.3	31.9	23.7	37.5
Delivery Hero	DHER GR	25.50	8,857	0.6	0.6	0.5	12.2	na	na	202.4	na
平均值				2.9	2.5	2.2	10.7	18.6	16.1	13.2	11.3

注：港股截至 1 月 15 日收盘，其它数据截至 1 月 14 日收盘。美团和 Delivery Hero 由于 2025 年预计亏损，不纳入平均值计算。

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究

图表8: 云计算可比公司估值

公司名称	代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	P/S			营收 CAGR	P/E			调整后净利 CAGR
				2025E	2026E	2027E	2025-2027E	2025E	2026E	2027E	2025-2027E
Amazon	AMZN US	236.65	2,529,840	3.5	3.2	2.9	11.6	25.8	23.5	19.3	18.9
Microsoft	MSFT US	459.38	3,414,286	11.2	9.7	8.4	15.6	30.3	25.9	22.2	17.4
Google	GOOG US	335.84	4,055,123	10.1	8.9	7.9	13.8	27.5	25.8	22.7	15.1
Salesforce	CRM US	239.57	224,477	5.4	4.9	4.4	10.1	19.9	17.9	15.7	12.9
<b>平均值</b>				<b>7.6</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>12.8</b>	<b>25.9</b>	<b>23.3</b>	<b>20.0</b>	<b>16.1</b>

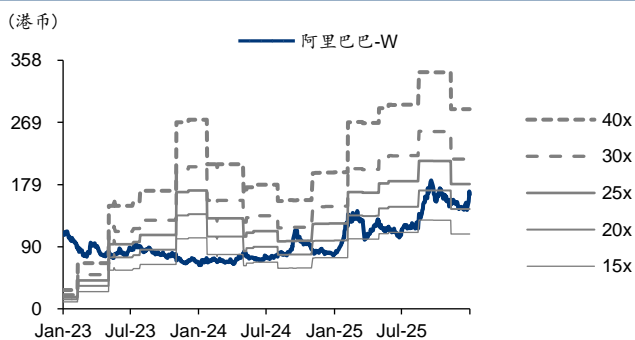
注: 数据截至1月14日收盘; 均为自然年数据。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

### 风险提示

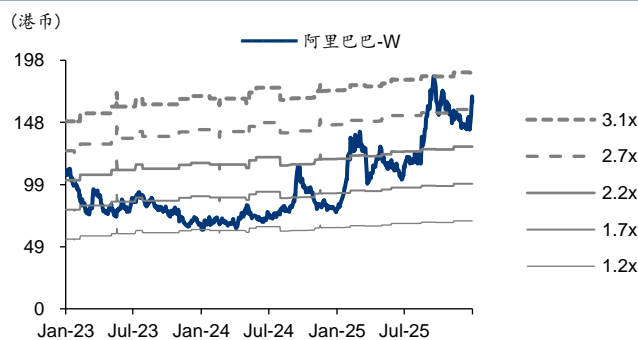
云收入增速不及预期; AI 应用拓展不及预期; 闪购减亏节奏不及预期。

图表9: 阿里巴巴-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表10: 阿里巴巴-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	941,168	996,347	1,030,398	1,120,054	1,218,396
销售成本	(586,323)	(598,285)	(606,186)	(701,885)	(766,758)
<b>毛利润</b>	<b>354,845</b>	<b>398,062</b>	<b>424,212</b>	<b>418,169</b>	<b>451,638</b>
销售及分销成本	(115,141)	(144,021)	(247,295)	(201,610)	(194,943)
管理费用	(41,985)	(44,239)	(30,912)	(32,482)	(34,724)
其他收入/支出	6,157	3,387	2,061	5,600	6,092
财务成本净额	(17,911)	11,163	66,976	0.00	0.00
应占联营公司利润及亏损	(7,735)	5,966	6,182	5,600	6,092
<b>税前利润</b>	<b>93,861</b>	<b>161,421</b>	<b>149,096</b>	<b>119,115</b>	<b>153,740</b>
税费开支	(22,529)	(35,445)	(27,210)	(22,703)	(29,530)
少数股东损益	8,677	4,133	0.00	1,120	1,218
<b>归母净利润</b>	<b>79,741</b>	<b>129,470</b>	<b>123,986</b>	<b>97,232</b>	<b>125,129</b>
Non-GAAP 调整项	78,618	28,470	(29,990)	12,422	12,969
调整后净利润	158,359	157,940	93,996	109,654	138,098
折旧和摊销	(44,504)	(42,459)	(33,788)	(51,220)	(59,232)
EBITDA	156,276	192,717	115,908	170,335	212,972
EPS (人民币, 基本)	4.21	6.84	6.55	5.14	6.61

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	143,536	202,175	198,630	205,118	211,971
现金及现金等价物	248,125	145,487	62,174	68,150	93,687
其他流动资产	361,203	326,387	369,506	387,236	405,861
<b>总流动资产</b>	<b>752,864</b>	<b>674,049</b>	<b>630,311</b>	<b>660,503</b>	<b>711,519</b>
固定资产	185,161	203,348	298,487	376,384	433,028
无形资产	26,950	20,911	20,784	20,472	20,345
其他长期资产	799,854	905,919	953,006	972,043	992,336
<b>总长期资产</b>	<b>1,011,965</b>	<b>1,130,178</b>	<b>1,272,277</b>	<b>1,368,899</b>	<b>1,445,709</b>
<b>总资产</b>	<b>1,764,829</b>	<b>1,804,227</b>	<b>1,902,587</b>	<b>2,029,402</b>	<b>2,157,227</b>
应付账款	392,506	412,784	399,435	435,543	452,477
短期借款	12,749	22,562	22,562	22,562	22,562
其他负债	16,252	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总流动负债</b>	<b>421,507</b>	<b>435,346</b>	<b>421,997</b>	<b>458,105</b>	<b>475,039</b>
长期债务	55,686	49,909	49,909	49,909	49,909
其他长期债务	175,037	228,866	226,972	231,780	233,873
<b>总长期负债</b>	<b>230,723</b>	<b>278,775</b>	<b>276,881</b>	<b>281,689</b>	<b>283,782</b>
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
储备/其他项目	997,271	1,021,570	1,135,174	1,221,072	1,329,870
股东权益	997,272	1,021,571	1,135,175	1,221,073	1,329,871
少数股东权益	115,327	68,535	68,535	68,535	68,535
<b>总权益</b>	<b>1,112,599</b>	<b>1,090,106</b>	<b>1,203,710</b>	<b>1,289,608</b>	<b>1,398,406</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	35.88	22.10	22.66	28.89	22.45
PB	2.87	2.80	2.47	2.30	2.11
调整后 PE (倍)	18.32	18.37	30.87	26.46	21.01
调整后 ROE	15.86	15.65	8.72	9.31	10.83
EV EBITDA	18.89	15.83	27.02	18.38	14.59
股息率 (%)	0.63	1.22	0.75	0.85	1.07
自由现金流收益率 (%)	3.51	3.24	(1.31)	1.66	2.70

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	156,276	192,717	115,908	170,335	212,972
融资成本	17,911	(11,163)	(66,976)	0.00	0.00
营运资本变动	2,318	15,263	(9,037)	28,216	8,597
税费	(22,529)	(35,445)	(27,210)	(22,703)	(29,530)
其他	28,617	2,137	62,893	(5,900)	(6,392)
<b>经营活动现金流</b>	<b>182,593</b>	<b>163,509</b>	<b>75,579</b>	<b>169,948</b>	<b>185,648</b>
CAPEX	(32,556)	(83,544)	(128,800)	(128,806)	(115,748)
其他投资活动	10,732	(101,871)	(42,799)	(8,628)	(12,108)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(21,824)</b>	<b>(185,415)</b>	<b>(171,599)</b>	<b>(137,434)</b>	<b>(127,856)</b>
债务增加量	7,478	9,110	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(87,902)	(86,652)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(17,946)	(34,772)	(20,943)	(23,954)	(30,034)
其他融资活动现金流	(9,874)	112,314	66,976	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>(108,244)</b>	<b>0.00</b>	<b>46,032</b>	<b>(23,954)</b>	<b>(30,034)</b>
现金变动	52,525	(21,906)	(49,988)	8,560	27,757
年初现金	229,510	286,424	188,303	117,372	101,977
汇率波动影响	4,389	(76,215)	(20,943)	(23,954)	(30,034)
<b>年末现金</b>	<b>286,424</b>	<b>188,303</b>	<b>117,372</b>	<b>101,977</b>	<b>99,700</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	8.34	5.86	3.42	8.70	8.78
毛利润	11.24	12.18	6.57	(1.42)	8.00
营业利润	12.95	24.31	(47.57)	46.07	31.17
净利润	9.97	62.36	(4.24)	(21.58)	28.69
调整后净利润	9.98	(0.26)	(40.49)	16.66	25.94
EPS (基本)	9.97	62.36	(4.24)	(21.58)	28.69
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	37.70	39.95	41.17	37.33	37.07
EBITDA	16.60	19.34	11.25	15.21	17.48
净利润率	8.47	12.99	12.03	8.68	10.27
调整后净利润率	16.83	15.85	9.12	9.79	11.33
ROE	7.99	12.83	11.50	8.25	9.81
调整后 ROE	15.86	15.65	8.72	9.31	10.83
ROA	4.53	7.26	6.69	4.95	5.98
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(18.02)	(7.15)	0.91	0.35	(1.60)
流动比率	1.79	1.55	1.49	1.44	1.50
速动比率	1.79	1.55	1.49	1.44	1.50
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.54	0.56	0.56	0.57	0.58
应收账款周转天数	53.67	62.46	70.02	64.88	61.62
应付账款周转天数	235.03	242.28	241.18	214.13	208.47
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	4.21	6.84	6.55	5.14	6.61
EPS (调整后, 基本)	8.36	8.34	4.96	5.79	7.29
每股净资产	52.67	53.96	59.96	64.49	70.24

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 夏路路、侯杰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 阿里巴巴-W (9988 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 阿里巴巴-W (9988 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司