

阿里巴巴-W(09988.HK)

投资评级：买入（维持）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
陈逸凡
SAC: S1350525040003
chenyifan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2026年01月30日
收盘价 (港元)	169.20	
一年内最高/最低 (港元)	186.20/90.40	
总市值 (百万港元)	3,231,595.24	
流通市值 (百万港元)	3,231,595.24	
资产负债率 (%)	40.98	

资料来源：聚源数据

——FY26Q3 预计云业务加速成长，电商增速或将放缓

投资要点：

财务指标前瞻：我们预计阿里巴巴 FY2026Q3 实现总营收 2881 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 率为 11%，经调整 EBITA 同比下降 43% 至 310 亿元，主要原因是淘宝闪购业务的持续投入。分业务看，中国电商集团（含中国电商、即时零售和中国批发业务）预计营收 1643 亿元，经调整 EBITA 率为 23%；阿里国际数字商业集团预计营收 408 亿元，经调整 EBITA 率为 -5%；云智能集团预计营收 429 亿元，经调整 EBITA 率为 9%。

云智能集团：加强全栈能力，持续扩大市场份额，千问 APP 或带来内部需求新增量。鉴于公司在手积压订单数量持续扩大，吴泳铭判断未来数据需求增长潜力仍处于持续加速过程中，我们预计 FY26Q3 阿里云营收增长有望进一步加快，营收规模有望达到 429 亿元（同比增长 35%），经调整 EBITA 率为 9%。展望 2026 年，公司目标获取中国 AI 云市场 80% 的新增份额。公司“大模型+云服务+芯片”的全栈布局清晰，旗下芯片公司平头哥于 26 年 1 月正式上线高端 AI 芯片“真武 810E”，并已在阿里云实现多个万卡集群部署，有望降低公司硬件成本、提升服务效率。此外，公司自 25 年 11 月开始加码 C 端 AI 应用业务，整合千问、夸克、UC 浏览器等多个 C 端产品成立千问 C 端事业群。26 年 1 月千问 APP 宣布接入淘宝、淘宝闪购、飞猪、支付宝等阿里生态服务，同时宣布月活跃用户量超过 1 亿。千问 APP 的用户增长及产品矩阵扩张或拉动阿里云内部需求进一步增长。

中国电商集团：高基数或将导致增速承压，公司设定淘宝闪购目标市场第一。我们预计中国电商集团 FY26Q3 营收 1643 亿元，其中客户管理收入 1039 亿元，同比增长 3%。经调整 EBITA 率为 23%，经调整 EBITA 季度环比上升 260% 至 378 亿元，主要原因或是季节性影响导致的利润上升，以及预计淘宝闪购业务亏损大幅收缩至 225 亿元。我们认为短期内公司电商业务 CMR 增速承压主要受两大因素影响：1) 2024 年 9 月新增的基础软件服务费导致的同期高基数；2) 电商行业整体增长放缓，根据国家统计局，2025 年实物网上零售额 13 万亿元，同比增长 5.2%，四季度增速较 1-9 月 6.5% 的同比增速显著放缓。淘宝闪购业务上，第一财经报道公司 2026 年首要目标为份额增长，将坚定投入以达到市场第一。

其他业务：1) 阿里国际数字商业集团：2025 年以来公司战略上聚焦重点地区，专注提升运营效率，我们预计该板块 FY26Q3 营收同比增长 8% 至 408 亿元；考虑到“双十一”、“黑五”等大促期间速卖通业务增长所对应的投入增大，预计经调整 EBITA 率为 -5%，对应经调整 EBITA 亏损 20 亿元；2) 所有其他业务：我们预计受千问 APP 等 C 端业务投入影响，以及高德、盒马等业务上的投入，所有其他业务预计 FY26Q3 EBITA 亏损较上季度扩大至 78 亿元左右。

盈利预测与评级：考虑到 FY2027 公司在淘宝闪购业务上为追求市场份额上升所需的投入，预计公司 FY2026-2028 年归母净利润分别为 1161/1263/1731 亿元，同比增速分别为 -11%/9%/37%，当前股价对应的 PE 分别为 25/23/17 倍。鉴于

阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，电商方向上通过千问打造新 C 端入口，同时淘宝闪购业务打开市场空间，云计算领域在 AI 云市场保持领先，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	941,168.0	996,347.0	1,031,481.5	1,162,942.4	1,281,865.8
同比增长率（%）	8.3%	5.9%	3.5%	12.7%	10.2%
归母净利润（百万元）	80,009.0	130,109.0	116,083.4	126,284.8	173,116.2
同比增长率（%）	9.9%	62.6%	-10.8%	8.8%	37.1%
每股收益（元/股）	4.0	6.9	6.1	6.6	9.1
ROE（%）	8.0%	12.7%	10.2%	10.0%	12.1%
市盈率（P/E）	16.2	16.9	25.4	23.3	17.0

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表		单位：人民币(百万)				资产负债表		单位：人民币(百万)			
		2025A	2026E	2027E	2028E			2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入		996,347	1,031,481	1,162,942	1,281,866	货币资金		145,487	126,715	192,842	313,408
增长率		5.9%	3.5%	12.7%	10.2%	应收款项		202,175	250,994	282,983	311,921
营业成本		598,285	593,102	680,321	762,710	存货		0	0	0	0
%销售收入		60.0%	57.5%	58.5%	59.5%	其他流动资产		326,387	334,495	332,383	329,518
毛利		398,062	438,380	482,621	519,156	流动资产		674,049	712,204	808,207	954,847
%销售收入		40.0%	42.5%	41.5%	40.5%	权益性投资		210,169	211,169	212,169	213,169
其他收入		0	0	0	0	固定资产		203,348	291,746	378,937	455,664
%销售收入		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产		276,412	272,155	269,434	266,739
销售费用		144,021	246,524	226,774	196,125	非流动资产		1,130,178	1,228,816	1,314,285	1,389,318
%销售收入		14.5%	23.9%	19.5%	15.3%	资产总计		1,804,227	1,941,019	2,122,491	2,344,165
管理费用		44,239	30,944	34,888	38,456	应付款项		0	0	0	0
%销售收入		4.4%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款		22,562	27,562	32,562	37,562
研发费用		57,151	62,920	69,777	75,630	其他流动负债		412,784	433,222	488,436	538,384
%销售收入		5.7%	6.1%	6.0%	5.9%	流动负债		435,346	460,784	520,998	575,946
财务费用		-11,163	-34,894	5,760	4,129	长期债务		208,141	208,141	208,141	208,141
%销售收入		-1.1%	-3.4%	0.5%	0.3%	其他长期负债		70,634	70,634	70,634	70,634
息税前利润 (EBIT)		150,258	109,242	162,928	221,122	非流动负债		278,775	278,775	278,775	278,775
%销售收入		15.1%	10.6%	14.0%	17.3%	负债总计		714,121	739,559	799,773	854,721
投资收益		5,966	7,000	7,000	7,000	归属母公司股东权益		1,021,571	1,136,211	1,261,053	1,432,726
%税前利润		3.7%	4.9%	4.5%	3.2%	少数股东权益		68,535	65,249	61,665	56,718
除税前利润		161,421	144,136	157,168	216,993	负债股东权益合计		1,804,227	1,941,019	2,122,491	2,344,165
利润率		16.2%	14.0%	13.5%	16.9%						
所得税		35,445	34,593	37,720	52,078						
所得税率		22.0%	24.0%	24.0%	24.0%						
净利润(含少数股东损益)		125,976	109,543	119,447	164,915						
少数股东损益		-4,133	-3,286	-3,583	-4,947						
归属于母公司的净利润		130,109	116,083	126,285	173,116						
增长率		62.6%	-10.8%	8.8%	37.1%						
净利率		13.1%	11.3%	10.9%	13.5%						
现金流量表		单位：人民币(百万)				比率分析					
		2025A	2026E	2027E	2028E			2025A	2026E	2027E	2028E
净利润		130,109	116,083	126,285	173,116	每股指标					
少数股东损益		-4,133	-3,286	-3,583	-4,947	每股收益		6.89	6.08	6.61	9.06
营运资金变动		-23,988	-46,488	15,337	13,874	每股净资产		53.77	59.49	66.03	75.01
其他变动		61,521	32,214	43,031	53,221	每股经营现金净流		8.61	5.16	9.48	12.32
经营活动现金流量净额		163,509	98,523	181,069	235,264	每股股利		1.80	0.00	0.00	0.00
资本开支		-85,972	-118,500	-130,000	-130,000	回报率					
投资		29,229	9,000	9,000	9,000	净资产收益率		12.74%	10.22%	10.01%	12.08%
其他		-128,672	-2,245	11,745	12,178	总资产收益率		7.21%	5.98%	5.95%	7.38%
投资活动现金流量净额		-185,415	-111,745	-109,255	-108,822	投入资本收益率		8.88%	5.78%	7.92%	9.69%
股权筹资		-86,652	0	0	0	增长率					
债权筹资		64,534	5,000	5,000	5,000	营业收入增长率		5.86%	3.53%	12.74%	10.23%
其他		-54,097	-9,107	-9,245	-9,432	EBIT增长率		34.43%	-27.30%	49.14%	35.72%
筹资活动现金流量净额		-76,215	-4,107	-4,245	-4,432	净利润增长率		62.62%	-10.78%	8.79%	37.08%
现金净变动		-97,156	-18,772	66,127	120,567	总资产增长率		2.23%	7.58%	9.35%	10.44%
					资产管理能力						
					应收账款周转天数		5.5	6.0	11.3	11.4	
					存货周转天数		7.7	—	—	—	
					应付账款周转天数		—	—	—	—	
					固定资产周转天数		70.2	86.4	103.8	117.2	
					偿债能力						
					流动比率		1.55	1.55	1.55	1.66	
					速动比率		1.45	1.41	1.42	1.52	
					净负债/股东权益		7.82%	9.07%	3.62%	-4.55%	
					EBIT利息保障倍数		15.7	12.0	17.6	23.4	
					资产负债率		39.58%	38.10%	37.68%	36.46%	

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。