

2026 年 04 月 29 日

# 阿里巴巴-W (09988. HK)

投资评级：买入（维持）

——FY26Q4 预计淘宝闪购亏损收窄，云业务加速成长

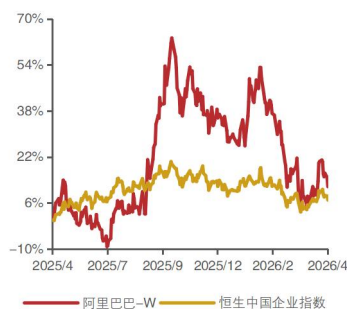
## 投资要点：

### 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 04 月 28 日

收盘价 (港元)	126.50
一年内最高/最低 (港元)	186.20/101.80
总市值 (百万港元)	2,427,837.33
流通市值 (百万港元)	2,427,837.33
资产负债率 (%)	41.12

资料来源：聚源数据

**财务指标前瞻：**我们预计阿里巴巴 FY2026Q4 实现总营收 2433 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 率为 3%，经调整 EBITA 同比下降 81%至 63 亿元，我们预计主要原因或为淘宝闪购及千问 APP 相关的业务投入。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 1242 亿元，经调整 EBITA 率为 20%；阿里国际数字商业集团预计营收 348 亿元，经调整 EBITA 率为-1%；云智能集团预计营收 422 亿元，经调整 EBITA 率为 9%。

**云智能集团：瞄准 1000 亿美元长期营收目标，市场份额同比扩大。**根据 Gartner 报告，2025 年全球 IaaS 市场增速加快，新增加收入约 450 亿美元，以 AI 为核心的工作负载已成为净新增需求的主要来源。2025 年中国 IaaS 市场规模按营收达到 469 亿美元，阿里云以 32.8%的市场份额位居第一，较 2024 年的 30.1%提升 2.7 个百分点。全球市场视角，阿里云全球 IaaS 收入同比增长 35.4%，全球市场份额由 7.2%提升至 7.7%。2026 年 4 月公司宣布 AI 相关组织调整，集团层面设立技术委员会，由吴泳铭任组长，成员包括周靖人、吴泽明、李飞飞。同时通义实验室升级为通义大模型事业部，由周靖人负责；李飞飞担任阿里云 CTO。我们认为市场份额的扩大说明公司 AI 相关业务获市场广泛认可，且具有全球竞争力，同时相关管理架构的调整有望加强决策效率、保证资源投入的持续性，有利于实现至 2031 年达成 1000 亿美元营收规模、长期利润率提升等目标。我们预期 FY26Q4 阿里云营收增长有望进一步加快，营收规模预计达 422 亿元（同比增长 40%），经调整 EBITA 率为 9%。

**中国电商集团：淘宝闪购有望收缩亏损，电商增速或见企稳。**根据公司 2026 年 4 月宣布的组织调整，吴泽明卸任淘宝闪购 CEO，转任阿里集团 CTO，雷雁群担任淘宝闪购新任 CEO。雷雁群 2020 年重回阿里巴巴后于饿了么担任过资深副总裁及商家生态总裁。我们认为这一调整有利于推进淘宝闪购 FY28 现金流转正、FY29 扭亏为盈的业务目标。电商业务方面，根据国家统计局数据，2026 年 1-3 月全国网上商品和服务零售额约 5 万亿元，同比增长 8%。其中，网上商品零售额约 3.2 万亿元，同比增长 7.5%，较 2025Q4 的同比增速 2.3%有所恢复。行业增速恢复的背景下，考虑到 2024 年 9 月新增的基础软件服务费导致的同期高基数，我们预计中国电商集团 FY26Q4 营收 1242 亿元，其中客户管理收入 720 亿元，同比增长 1%。经调整 EBITA 率为 20%，同时预计淘宝闪购业务亏损收缩至 178 亿元。

**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，持续加码品牌战略，我们预计该板块 FY26Q4 营收同比增长 4%至 348 亿元，经调整 EBITA 率为-1%，对应经调整 EBITA 亏损 2 亿元；2) 所有其他业务：FY26Q4 公司在千问 APP 上进行了“春节 30 亿大免单”活动，且研发 HappyHorse、HappyOyster 等多款模型，我们预计受此影响 FY26Q4 EBITA 亏损较上季度扩大

至 198 亿元左右。

**盈利预测与评级：**我们认为 FY2027 公司在淘宝闪购业务上有望实施提质增效的策略，相关亏损或同比收窄，预计公司 FY2026–2028 年归母净利润分别为 896/1040/1592 亿元，同比增速分别为-31%/16%/53%，当前股价对应的 PE 分别为 24/20/13 倍。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，云业务在 AI 相关业务带动下保持快速增长，电商方向上通过千问 APP 打造新 C 端入口，淘宝闪购业务在收亏同时保持到店团购等业态的探索尝试，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	1,023,602.8	1,156,437.7	1,275,660.1
同比增长率（%）	8.3%	5.9%	2.7%	13.0%	10.3%
归母净利润（百万元）	80,009.0	130,109.0	89,632.8	104,042.8	159,163.3
同比增长率（%）	9.9%	62.6%	-31.1%	16.1%	53.0%
每股收益（元/股）	4.0	6.9	4.7	5.4	8.3
ROE（%）	8.0%	12.7%	8.3%	9.0%	12.5%
市盈率（P/E）	15.5	16.2	23.6	20.3	13.3

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					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	996,347	1,023,603	1,156,438	1,275,660	货币资金	145,487	65,838	78,438	139,648
增长率	5.9%	2.7%	13.0%	10.3%	应收款项	149,631	249,077	281,400	310,411
营业成本	598,285	598,808	688,080	759,018	存货	18,887	18,903	21,722	23,961
%销售收入	60.0%	58.5%	59.5%	59.5%	其他流动资产	360,044	334,022	331,992	329,146
毛利	<b>398,062</b>	<b>424,795</b>	<b>468,357</b>	<b>516,642</b>	流动资产	<b>674,049</b>	<b>667,841</b>	<b>713,551</b>	<b>803,165</b>
%销售收入	40.0%	41.5%	40.5%	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	260,713	258,106	255,525
销售费用	144,021	250,783	225,505	195,176	非流动资产	<b>1,130,178</b>	<b>1,218,775</b>	<b>1,304,358</b>	<b>1,379,505</b>
%销售收入	14.5%	24.5%	19.5%	15.3%	资产总计	<b>1,804,227</b>	<b>1,886,616</b>	<b>2,017,910</b>	<b>2,182,670</b>
管理费用	44,239	30,708	34,693	38,270	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	69,093	75,168	79,729	其他流动负债	412,784	429,913	485,704	535,777
%销售收入	5.7%	6.8%	6.5%	6.3%	流动负债	<b>435,346</b>	<b>457,475</b>	<b>518,266</b>	<b>573,339</b>
财务费用	-11,163	-34,894	7,434	7,275	长期债务	208,141	208,141	208,141	208,141
%销售收入	-1.1%	-3.4%	0.6%	0.6%	其他长期负债	70,634	70,634	70,634	70,634
息税前利润 (EBIT)	<b>150,258</b>	<b>75,176</b>	<b>135,913</b>	<b>206,168</b>	非流动负债	<b>278,775</b>	<b>278,775</b>	<b>278,775</b>	<b>278,775</b>
%销售收入	15.1%	7.3%	11.8%	16.2%	负债总计	<b>714,121</b>	<b>736,250</b>	<b>797,041</b>	<b>852,114</b>
投资收益	5,966	7,000	7,000	7,000	归属母公司股东权益	<b>1,021,571</b>	<b>1,084,340</b>	<b>1,157,773</b>	<b>1,271,995</b>
%税前利润	3.7%	6.4%	5.4%	3.5%	少数股东权益	68,535	66,025	63,096	58,561
除税前利润	<b>161,421</b>	<b>110,070</b>	<b>128,478</b>	<b>198,893</b>	负债股东权益合计	<b>1,804,227</b>	<b>1,886,616</b>	<b>2,017,910</b>	<b>2,182,670</b>
利润率	16.2%	10.8%	11.1%	15.6%					
所得税	35,445	26,417	30,835	47,734	<b>比率分析</b>				
所得税率	22.0%	24.0%	24.0%	24.0%		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润 (含少数股东损益)	<b>125,976</b>	<b>83,653</b>	<b>97,644</b>	<b>151,159</b>	每股指标				
少数股东损益	-4,133	-2,510	-2,929	-4,535	每股收益	6.89	4.67	5.42	8.29
归属于母公司的净利润	<b>130,109</b>	<b>89,633</b>	<b>104,043</b>	<b>159,163</b>	每股净资产	53.77	56.50	60.32	66.28
增长率	62.6%	-31.1%	16.1%	53.0%	每股经营现金净流	8.61	3.30	8.62	11.93
净利率	13.1%	8.8%	9.0%	12.5%	每股股利	1.80	1.25	1.44	2.19
					回报率				
					净资产收益率	12.74%	8.27%	8.99%	12.51%
					总资产收益率	7.21%	4.75%	5.16%	7.29%
					投入资本收益率	8.88%	4.12%	7.07%	9.94%
					增长率				
					营业收入增长率	5.86%	2.74%	12.98%	10.31%
					EBIT增长率	34.43%	-49.97%	80.79%	51.69%
					净利润增长率	62.62%	-31.11%	16.08%	52.98%
					总资产增长率	2.23%	4.57%	6.96%	8.16%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	11.2	11.5	11.3	11.4
					存货周转天数	13.3	11.4	10.6	10.8
					应付账款周转天数	—	—	—	—
					固定资产周转天数	70.2	87.1	104.4	117.8
					偿债能力				
					流动比率	1.55	1.46	1.38	1.40
					速动比率	1.33	1.28	1.20	1.23
					净负债/股东权益	7.82%	14.77%	13.29%	7.97%
					EBIT利息保障倍数	15.7	8.3	14.7	21.9
					资产负债率	39.58%	39.02%	39.50%	39.04%

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）。