

2025 年 07 月 15 日

公司研究

评级: 买入(维持)

研究所:

证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
chenmz@ghzq.com.cn

证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
zhangjj02@ghzq.com.cn

证券分析师: 罗婉琦 S0350524050002
luowq@ghzq.com.cn

加大即时零售投入、利润短期承压

——阿里巴巴-W (9988.HK) FY2026Q1 财报前瞻

瞻

最近一年走势



相对恒生指数表现				2025/07/14
表现	1M	3M	12M	
阿里巴巴-W	-5.3%	-0.3%	37.6%	
恒生指数	1.3%	13.0%	32.3%	

市场数据		2025/07/14
当前价格 (港元)		106.10
52 周价格区间 (港元)		72.80-145.90
总市值 (百万港元)		2,025,281.95
流通市值 (百万港元)		2,025,281.95
总股本 (万股)		1,908,842.56
流通股本 (万股)		1,908,842.56
日均成交额 (百万港元)		9,484.73
近一月换手 (%)		0.46

相关报告

《阿里巴巴-W (9988.HK) FY2025Q4 财报点评: 核心业务稳健增长, AI 需求强劲趋势不改 (买入) *互联网电商*陈梦竹, 张娟娟, 罗婉琦》—— 2025-05-18

《阿里巴巴-W (9988.HK) FY2025Q4 财报前瞻: 淘天货币化率持续改善, 云计算业务加速增长 (买入) *互联网电商*陈梦竹, 张娟娟, 罗婉琦》—— 2025-04-10

《阿里巴巴-W (9988.HK) FY2025Q3 财报

核心观点:

■ **财务指标前瞻:**我们预计阿里巴巴 FY2026Q1(对应自然年 2025Q2) 实现总营收 2,490 亿元 (YoY+2%, QoQ+5%), 经调整 EBITA 同比下降 15%至 382 亿元, 经调整 EBITA margin 为 15%, 主因闪购业务投入加大; 淘天集团+本地生活集团预计营收 1480 亿元 (YoY+12%), 淘天集团+本地生活集团经调整 EBITA margin 为 27%; 阿里国际数字商业集团预计营收 348 亿元 (YoY+19%, QoQ+4%), 阿里国际数字商业集团经调整 EBITA margin 为-8%; 云智能集团预计营收 325 亿元 (YoY+22%, QoQ+8%), 云智能集团经调整 EBITA margin 为 8%。

■ **淘天集团: 电商 GMV 稳健增长且货币化率持续改善, 闪购投入加大导致利润承压。**我们预计 FY2026Q1 淘天集团 GMV 同比增长 5.6%, 增速环比改善, 受益于国家一系列扩内需促消费政策及平台持续投入价格竞争力和消费者体验。全站推广工具及淘宝增收千分之六基础软件服务费 (2024 年 9 月起) 推动淘天集团整体货币化率同比改善, 我们预计 FY2026Q1 客户管理收入 (含佣金) 同比增长 10.5%至 885 亿元。2025 年 7 月 2 日, 淘宝闪购宣布 12 个月内向商家与消费者直补 500 亿元计划后, 7 月 7 日淘宝闪购+饿了么日订单量超过 8,000 万 (同年 6 月 23 日突破 6,000 万单), 非餐饮订单超过 1,300 万, 淘宝闪购日活跃用户数超 2 亿; 淘宝闪购+饿了么日均订单量快速增长但整体补贴水平较高, 导致淘天集团利润短期承压, 我们预计 FY2026Q1 淘天集团+本地生活集团经调整 EBITA 同比下降 18%至 398 亿元, 对于经调整 EBITA margin 为 27%。

■ **阿里国际数字商业集团:** 国际商业各平台业务保持强劲增长, 美国对等关税政策影响可控。我们预计阿里国际数字商业集团 FY2026Q1 整体营收同比增长 19%至 348 亿元, 其中 1) 国际零售商业营收 284 亿元 (YoY+20%), 主要由 AIDC 各零售平台稳健增长所推动。阿里国际零售业务市场多元化, Lazada 聚焦东南亚市场, Trendyol 聚焦土耳其市场, 速卖通业务覆盖全球市场, 但对美收入敞口较为有限, 据 Statista 数据, 2024 年 12 月速卖通月活跃用户中美国占比仅为 6.4%, 因此我们认为美国对等关税政策对国际零售商业的影响较为有限; 2) 国际批发商业营收 64 亿元 (YoY+15%)。

点评：淘天和云业务均超预期表现，AI 带来价值重估（买入）*互联网电商*陈梦竹，张娟娟，罗婉琦——2025-02-23

《阿里巴巴-W(9988.HK) FY2025Q3 财报前瞻：国内电商增速环比改善，非核心业务持续减亏（买入）*互联网电商*陈梦竹，张娟娟，罗婉琦——2025-01-16

《阿里巴巴-W(9988.HK)公司深度报告：用户为先、AI 驱动、战略调整后重启增长（买入）*互联网电商*陈梦竹，罗婉琦，张娟娟——2025-01-02

公司保持对跨境业务的投入，但受益于业务 UE 模型改善，国际商业亏损环比收窄，我们预计 FY2026Q1 阿里国际数字商业集团经调整 EBITA 为-27 亿元，经调整 EBITA margin 为-8%。

■ **云智能集团：**AI 驱动云收入增长，战略聚焦公有云与盈利能力提升。我们预计 FY2026Q1 云智能集团营收同比增长 22%至 325 亿元，我们认为，DeepSeek 带来的 AI 平权化趋势下，整体模型训练及应用需求均有所提升，将推动云需求量与收入加速增长。公司战略聚焦公有云，同时通过减少低利润率项目持续提升收入质量，在一定程度上抵消公有云产品降价的影响，我们预计 FY2026Q1 云智能集团经调整 EBITA 为 27 亿元，经调整 EBITA margin 为 8%。

■ **盈利预测和投资评级：**考虑到公司云计算业务加速增长且非核心业务持续减亏，但集团加大对闪购业务的投入，我们调整了盈利预测，我们预计公司 FY2026-2028 财年营收分别为 10,396/11,607/12,774 亿元，Non-GAAP 归母净利润分别为 1,425/1,678/1,940 亿元，对应 Non-GAAP P/E 为 12.9x/11.0x/9.5x；根据 SOTP 估值法，我们给予 2026 财年阿里巴巴合计目标市值 22,764 亿元，对应 2026 财年目标价 119 元人民币/131 港元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济增长不及预期、居民消费动力不及预期、互联网行业的政策监管和估值调整风险、市场竞争加剧、行业增长不及预期、业务过度多元化，组织协同不足、国际贸易摩擦加剧、业绩前瞻预测仅供参考。

预测指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万元）	996347	1039591	1160704	1277357
增长率(%)	6	4	12	10
归母净利润（百万元）	129470	111291	132923	155838
增长率(%)	62	-14	19	17
摊薄每股收益（元）	6.70	5.76	6.88	8.07
ROE(%)	13	11	11	12
P/E	14.41	16.76	14.03	11.97
P/B	1.80	1.74	1.54	1.37
P/S	1.85	1.77	1.59	1.44
EV/EBITDA	10.44	10.77	9.15	7.90

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

文中财报口径均为人民币，汇率参考 2025 年 7 月 14 日实时汇率 1 港元=0.91 元人民币

附表：阿里巴巴-W 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，汇率参考 2025 年 7 月 14 日实时汇率 1 港元=0.91 元人民币）

证券代码:	09988	股价:		106.10	投资评级:	买入	日期:		2025/07/14
财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	每股指标与估值	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
盈利能力					每股指标				
ROE	13%	11%	11%	12%	EPS	6.70	5.76	6.88	8.07
毛利率	40%	38%	38%	39%	BVPS	57.11	61.50	69.64	78.38
期间费率	19%	19%	18%	18%	估值				
销售净利率	13%	10%	11%	12%	P/E	14.41	16.76	14.03	11.97
成长能力					P/B	1.80	1.74	1.54	1.37
收入增长率	6%	4%	12%	10%	P/S	1.85	1.77	1.59	1.44
利润增长率	77%	-16%	19%	17%					
营运能力					利润表（百万元）				
总资产周转率	0.55	0.56	0.56	0.55	营业收入	996347	1039591	1160704	1277357
应收账款周转率	4.93	8.49	8.49	8.49	营业成本	-598285	-646231	-715717	-781264
存货周转率	-	28.08	28.08	28.08	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	-144021	-153474	-169007	-183490
资产负债率	40%	37%	36%	36%	管理费用	-44239	-40893	-44521	-47683
流动比	1.55	1.47	1.51	1.58	财务费用	11163	-7711	-8723	-9726
速动比	0.94	0.92	0.92	0.93	研发费用	-57151	-58598	-64263	-69451
					营业利润	140905	136237	162553	190361
资产负债表（百万元）					营业外净收支	14550	-6219	-7026	-7837
现金及现金等价物	145487	224158	270417	333343	利润总额	155455	130018	155527	182524
应收款项	202175	122472	136740	150483	所得税费用	-35445	-26004	-31105	-36505
存货净额	-	37027	41340	45495	净利润	125976	106204	126840	148700
其他流动资产	43781	15594	17411	19160	少数股东损益	-4133	-5198	-6208	-7278
流动资产合计	674049	659149	756085	867821	归属于母公司净利润	129470	111291	132923	155838
固定资产	203348	207918	232141	255471					
在建工程	-	-	-	-	现金流量表（百万元）				
无形资产及其他	276412	405440	452675	498169	经营活动现金流	163509	233709	262437	300831
长期股权投资	210169	270294	301783	332113	净利润	130109	106204	126840	148700
资产总计	1804227	1854678	2090894	2336782	少数股东损益	68535	117387	132936	149621
短期借款	22562	10396	11607	12774	折旧摊销	-	49900	55714	61313
应付款项	11638	20792	23214	25547	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	-	-2036	-9036	-7039
其他流动负债	401146	415836	464282	510943	投资活动现金流	-185415	-198819	-216178	-237905
流动负债合计	435346	447024	499103	549264	资本支出	-	-114355	-121874	-134123
长期借款及应付债券	208141	129827	146363	163575	长期投资	-	-57178	-63839	-70255
其他长期负债	70634	103959	116070	127736	其他	-185415	-27287	-30466	-33527
长期负债合计	278775	233787	262433	291311	筹资活动现金流	-76215	-	-	-
负债合计	714121	680811	761536	840574	债务融资	-	-	-	-
股本	-	-	-	-	权益融资	-	-	-	-
股东权益	1090106	1173868	1329359	1496208	其它	-76215	-	-	-
负债和股东权益总计	1804227	1854678	2090894	2336782	现金净增加额	-97156	34890	46259	62926

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外互联网分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网&互联网医疗方向。

陈重伊，现任国海证券海外研究团队分析师，主要覆盖科技互联网方向。

邱怡璿，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

詹广鹏，现任国海证券海外策略分析师，伦敦大学学院（UCL）硕士，侧重研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，罗婉琦，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。