

阿里巴巴-W (09988.HK)

FY2026Q2 季报点评: 云业务及收益率超预期, 主业健康增长

2025年11月30日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入 (百万元)	941,168	996,347	1,068,578	1,158,745	1,269,024
同比 (%)	8.34	5.86	7.25	8.44	9.52
归母净利润 (百万元)	80,009	130,109	82,635	122,871	166,013
同比 (%)	9.93	62.62	(36.49)	48.69	35.11
Non-GAAP 净利润 (百万元)	157,479	158,122	101,525	141,564	184,647
同比 (%)	11.39	0.41	(35.79)	39.44	30.43
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.19	6.82	4.33	6.44	8.70
P/E (现价&最新摊薄)	32.89	20.23	31.85	21.42	15.85
PE (Non-GAAP)	16.71	16.64	25.92	18.59	14.25

关键词: #比同类公司便宜

投资要点

- **营收表现稳健, 利润略低预期:** FY2026Q2 公司收入达 2477.95 亿元, 同比增长 5%, 高于一致预期 2452.0 亿, 若不考虑高鑫零售和银泰的已处置收入, 同口径收入同比增长将达到 15%; 调整后净利润 103.5 亿, 同比减少 71.76%, 低于一致预期 168.0 亿。
- **中国电商集团收入持续增长, 即时零售项目暴增:** FY2026Q2 中国电商集团收入同比增长 16% 至人民币 1325.8 亿元。其中客户管理收入达到 789.27 亿元, 同比增长 10%, 主要是由 Take rate 的提升所致, 得益于“全站推广”的渗透率提升以及去年 9 月新增的基础软件服务费。FY2026Q2 经调整 EBITA Margin 为 4%, 同比下降 13PCT。即时零售业务得益于“淘宝闪购”的推出以及业务供应链、用户及会员权益的整合, 订单量增长呈现良好态势。
- **跨境业务稳步增长, 云智能集团发展强劲:** FY2026Q2 季度阿里云智能集团收入为人民币 398.24 亿元, 同比增长 34%。整体收入 (不计来自阿里巴巴并表业务的收入) 同比增长 29%, 主要由公共业务收入增长所带动, 其中包括 AI 相关产品的使用量的提升。FY2026Q2 EBITA 为人民币 2,954 百万元, 同比增长 26%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到闪购业务仍然需要持续的投入, 因此我们将 FY2026/FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 120,958/173,838/222,288 百万元调整为 101,525/141,564/184,647 百万元, FY2026/FY2027/FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 25.9/18.6/14.3 倍 (港币/人民币=0.91, 2025 年 11 月 28 日)。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快, 以及公司持续回购分红, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电商行业竞争加剧, 用户留存率不及预期, 市场监管风险, 核心管理层变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	151.50
一年最低/最高价	77.35/186.20
市净率(倍)	2.52
港股流通市值(百万港元)	2,631,365.79

基础数据

每股净资产(元)	54.61
资产负债率(%)	40.98
总股本(百万股)	19,088.64
流通股本(百万股)	19,088.64

相关研究

- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2026Q1 季报点评: 云业务超预期, AI 持续投入》
2025-09-02
- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2025Q4 季报点评: 核心主业超预期, AI 持续投入》
2025-05-27

内容目录

1. 营收表现稳健，利润略低预期	4
2. 中国电商集团收入持续增长，即时零售项目暴增	5
2.1. 客户管理收入继续增加，EBITA Margin 有所下滑	5
2.2. 即时零售迅猛发展	5
3. 跨境业务稳步增长，云智能集团发展强劲	5
3.1. 跨境业务带动国际数字商业收入增长	5
3.2. AI 需求强劲驱动阿里云业务发展	6
4. 盈利预测与评级	8
5. 风险提示	9

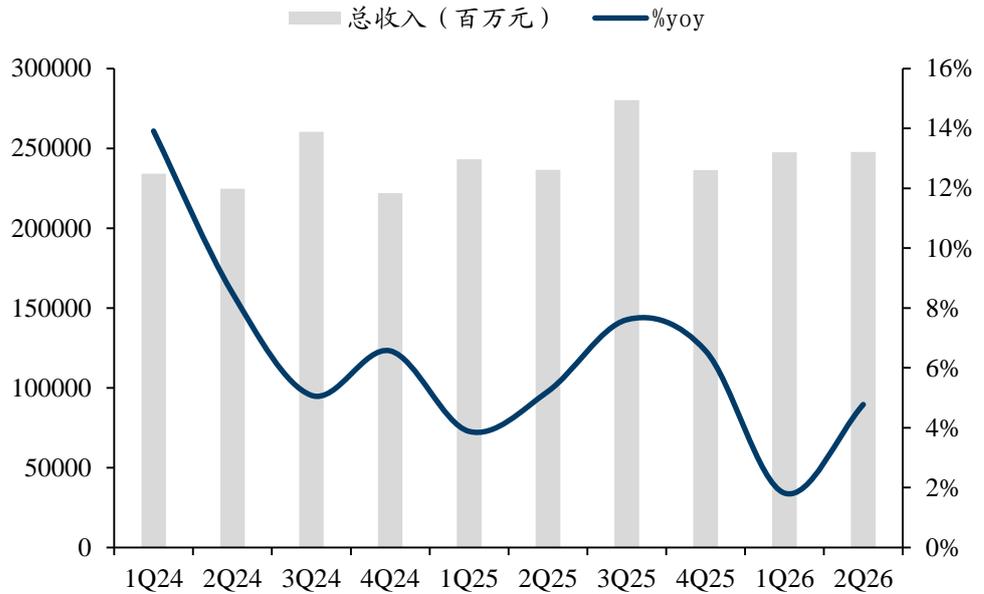
图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况 (百万元)	4
图 2: 公司季度经调整净利润变化 (百万元)	4
图 3: 公司营收构成.....	4
图 4: 公司客户管理收入季度变化情况 (百万元)	5
图 5: 国际数字商业业务营收基本情况 (百万元)	6
图 6: 阿里云业务营收基本情况 (百万元)	7
图 7: 阿里云业务资本开支基本情况 (百万元)	7

1. 营收表现稳健，利润略低预期

FY2026Q2 公司收入达 2477.95 亿元，同比增长 5%，高于一致预期 2452.0 亿，若不考虑高鑫零售和银泰的已处置收入，同口径收入同比增长将达到 15%；调整后净利润 103.5 亿，同比减少 71.76%，低于一致预期 168.0 亿。

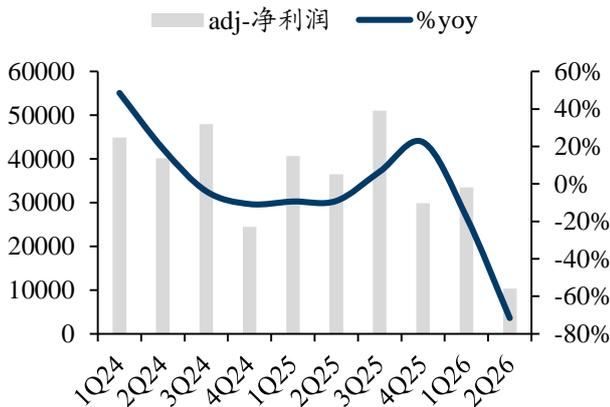
图1: 公司季度收入变化情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

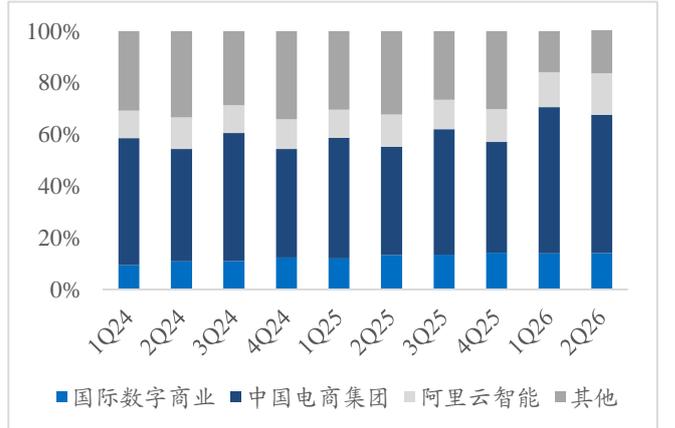
2026 财年 Q2, 公司中国电商集团、国际数字商业集团、云智能集团和其他业务收入分别为 1325.78、347.8、398.0、629.7 亿元, 同比变动 16%、10%、34%、25%。

图2: 公司季度经调整净利润变化 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司营收构成



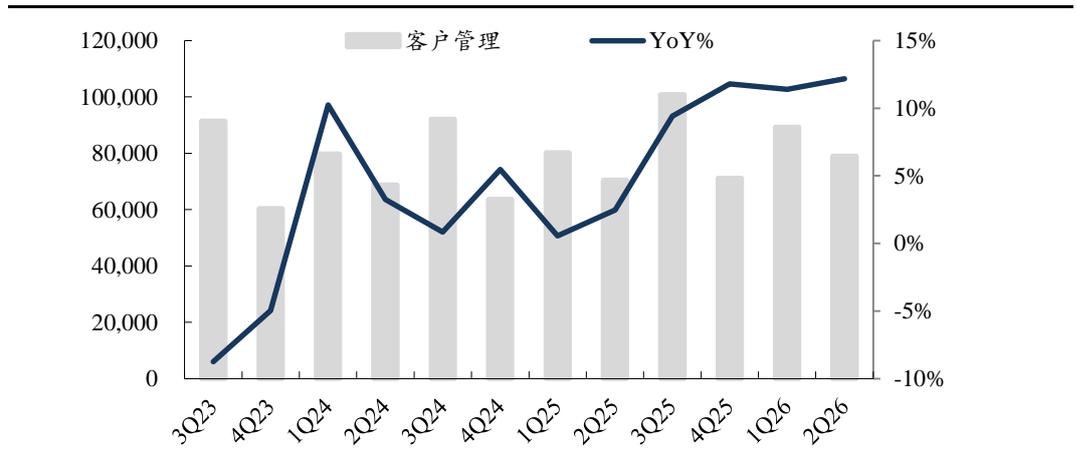
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 中国电商集团收入持续增长，即时零售项目暴增

2.1. 客户管理收入继续增加，EBITA Margin 有所下滑

FY2026Q2 中国电商集团收入同比增长 16% 至人民币 1325.8 亿元。其中客户管理收入达到 789.27 亿元，同比增长 10%，主要是由 Take rate 的提升所致，得益于“全站推广”的渗透率提升以及去年 9 月新增的基础软件服务费。FY2026Q2 经调整 EBITA Margin 为 4%，同比下降 13PCT，主要是由于对“淘宝闪购”，以及用户体验、用户获取和科技的投入所致，部分被阿里巴巴中国电商集团的双位数收入增长所抵消。

图4：公司客户管理收入季度变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 即时零售迅猛发展

FY2026Q2 即时零售业务收入同比增长 60% 达到人民币 1029.3 亿元。即时零售业务得益于“淘宝闪购”的推出以及业务供应链、用户及会员权益的整合，订单量增长呈现良好态势。自推出淘宝即时零售以来，公司在用户与商户触达、物流能力建设和市场营销方面取得显著成效。即时零售和电商日百、食品和医疗保健的交叉销售提升了用户参与度和商品交易总金额，对 CMR 产生了积极影响，在下一阶段，公司将更加专注于电商和即时零售的交叉销售，并预期即时零售在保持价格竞争力的同时将为整体平台带来持续正经济价值。

3. 跨境业务稳步增长，云智能集团发展强劲

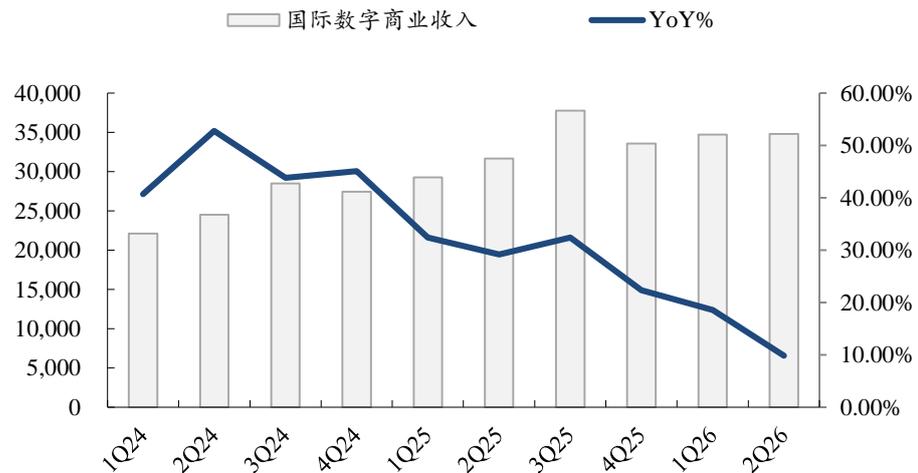
3.1. 跨境业务带动国际数字商业收入增长

FY2026Q2 季度 AIDC 收入同比增长 10% 至人民币 347.99 亿元，主要由跨境业务的强劲表现所带动。AIDC 的国际零售商业业务通过接入本地商家和合作伙伴，并利用阿

里巴巴生态体系的供应链优势，带来更加丰富多元的产品供给。速卖通将海外托管这一利用本地库存的模式扩展至超过 30 个国家。速卖通还通过为中国品牌出海提供一站式解决方案的“Brand+”计划，进一步丰富商品供给。

另外，AIDC 的国际批发业务进一步提升 AI 应用以优化用户体验。本季度，我们 AI 驱动的 B2B 采购引擎 Accio 推出了 AI Agent 版本，显著提高用户寻源与采购效率。

图5：国际数字商业业务营收基本情况（百万元）



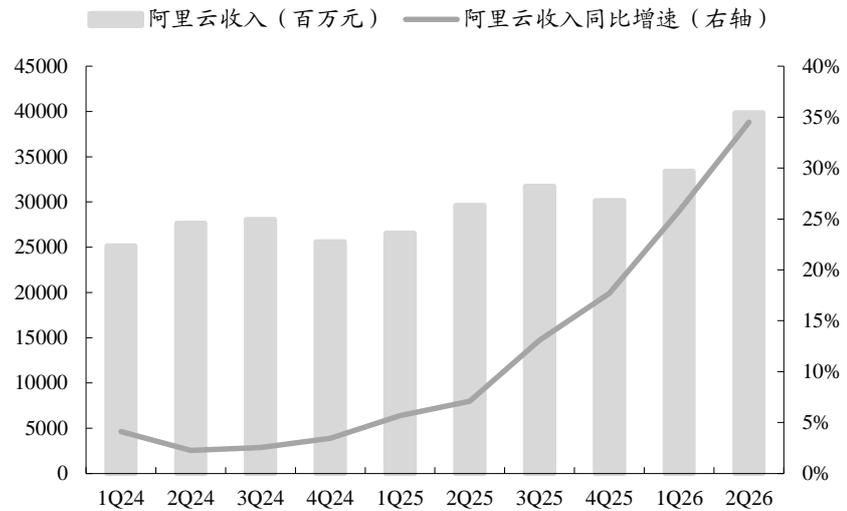
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. AI 需求强劲驱动阿里云业务发展

FY2026Q2 季度阿里云智能集团收入为人民币 398.24 亿元，同比增长 34%。主要由更快的公共云业务收入增长所带动，其中包括 AI 相关产品采用量的提升。FY2026Q2 阿里云 EBITA 为人民币 2,954 百万元，同比增长 26%。EBITDA Margin 为 9.0%，高于彭博预期 8.7%，上季度为 8.8%，环比+0.2 个 pct，持续向好。客户需求非常旺盛；供给仍然赶不上客户需求的增速

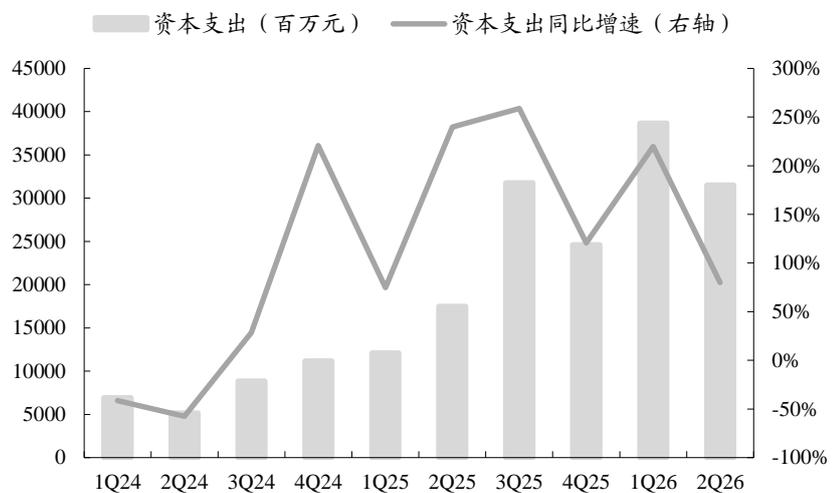
随着 AI 模型能力持续增强，越来越多新 AI 应用被开发并应用于更多场景。同时许多原本使用传统 CPU 运行工作负载的供应商，现正开始利用大模型和 AI 实现原有功能，因此需求非常强劲且持续增长。最近几个季度推理工作负载快速增长，训练与推理需求持续增长。此外，训练侧也出现了新的行业趋势。除了市场上持续升级的大型基础模型外，许多行业的训练需求正在创造新机遇，这推动了 AI 基础设施的整体利用率提升。教育机构、医疗企业、开发工具平台公司等，均利用千问模型进行后训练或微调，结合自身数据开发满足特定场景的专属模型。在此基础上它们使用阿里云计算平台，将为开源模型开发商业化后训练服务提供支持。

图6: 阿里云业务营收基本情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 阿里云业务资本开支基本情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

考虑到闪购业务仍然需要持续的投入, 因此我们将 FY2026/FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 120,958/173,838/222,288 百万元调整为 101,525/141,564/184,647 百万元, FY2026/FY2027/FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 25.9/18.6/14.3 倍 (港币/人民币=0.91, 2025 年 11 月 28 日)。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快, 以及公司持续回购分红, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 新零售业务竞争加剧,国内各个平台加大补贴,阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 用户留存率不及预期,性能瓶颈、物流、供应链等相关因素的不确定性,造成公司用户留存率不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大,造成部分业务扩展受限,影响到公司业绩表现。
- 4) 公司多部门负责人变动,可能引起后续策略和运营重点的相应调整,影响预期。

阿里巴巴-W 三大财务预测表

资产负债表(百万元)	FY 2025A	FY2026E	FY 2027E	FY 2028E
流动资产	674,049.00	743,706.30	891,015.54	1,074,365.28
现金及现金等价物	145,487.00	189,698.61	270,422.58	372,519.56
应收账款及票据	30,686.00	38,587.53	41,843.57	45,825.87
存货	25,460.00	38,556.14	39,712.83	42,095.60
其他流动资产	472,416.00	476,864.01	539,036.56	613,924.25
非流动资产	1,130,178.00	1,146,524.52	1,165,632.20	1,198,645.23
固定资产	203,348.00	203,861.99	205,324.58	208,640.91
商誉及无形资产	276,412.00	257,244.53	239,889.62	234,586.32
长期投资	210,169.00	225,169.00	240,169.00	255,169.00
其他长期投资	356,818.00	376,818.00	396,818.00	416,818.00
其他非流动资产	83,431.00	83,431.00	83,431.00	83,431.00
资产总计	1,804,227.00	1,890,230.81	2,056,647.74	2,273,010.51
流动负债	435,346.00	426,935.80	469,297.62	519,100.92
短期借款	22,562.00	31,562.00	40,562.00	49,562.00
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	412,784.00	395,373.80	428,735.62	469,538.92
非流动负债	278,775.00	288,775.00	288,775.00	288,775.00
长期借款	208,141.00	218,141.00	218,141.00	218,141.00
其他	70,634.00	70,634.00	70,634.00	70,634.00
负债合计	714,121.00	715,710.80	758,072.62	807,875.92
股本	1.00	1.00	1.00	1.00
少数股东权益	68,535.00	67,313.79	65,497.96	63,044.57
归属母公司股东权益	1,021,571.00	1,107,206.22	1,233,077.15	1,402,090.02
负债和股东权益	1,804,227.00	1,890,230.81	2,056,647.74	2,273,010.51

现金流量表(百万元)	FY 2025A	FY2026E	FY 2027E	FY 2028E
经营活动现金流	163,509.00	140,097.77	194,854.53	236,995.57
投资活动现金流	(185,415.00)	(101,071.96)	(113,059.79)	(133,287.83)
筹资活动现金流	(76,215.00)	2,185.79	(4,070.77)	(4,610.77)
现金净增加额	(97,156.00)	44,211.61	80,723.98	102,096.97
折旧和摊销	43,424.25	48,653.48	45,892.32	41,986.96
资本开支	68,957.00	(30,000.00)	(30,000.00)	(40,000.00)
营运资本变动	(43,843.00)	7,144.12	16,776.55	19,550.53

利润表(百万元)	FY 2025A	FY2026E	FY 2027E	FY 2028E
营业总收入	996,347.00	1,068,577.85	1,158,744.92	1,269,024.10
营业成本	598,285.00	694,010.60	714,830.92	757,720.77
销售费用	144,021.00	169,944.78	175,043.12	182,044.85
管理费用	44,239.00	44,239.00	46,008.56	48,308.99
研发费用	57,151.00	60,094.40	66,103.84	72,714.22
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
经营利润	146,315.00	100,289.07	156,758.48	208,235.27
利息收入	20,759.00	4,364.61	5,690.96	8,112.68
利息支出	9,596.00	16,814.21	13,070.77	13,610.77
其他收益	3,943.00	13,928.04	1,940.21	1,712.17
利润总额	161,421.00	101,767.51	151,318.89	204,449.35
所得税	35,445.00	20,353.50	30,263.78	40,889.87
净利润	125,976.00	81,414.01	121,055.11	163,559.48
少数股东损益	(4,133.00)	(1,221.21)	(1,815.83)	(2,453.39)
归属母公司净利润	130,109.00	82,635.22	122,870.93	166,012.87
EBIT	150,258.00	114,217.11	158,698.70	209,947.44
EBITDA	193,682.25	162,870.59	204,591.02	251,934.40
Non-GAAP	158,122.00	101,525.24	141,563.57	184,646.96

主要财务比率	FY 2025A	FY2026E	FY 2027E	FY 2028E
每股收益(元)	6.82	4.33	6.44	8.70
每股净资产(元)	53.77	58.00	64.60	73.45
发行在外股份(百万股)	19,088.64	19,088.64	19,088.64	19,088.64
ROIC(%)	9.01	6.66	8.52	10.21
ROE(%)	12.74	7.46	9.96	11.84
毛利率(%)	39.95	35.05	38.31	40.29
销售净利率(%)	13.06	7.73	10.60	13.08
资产负债率(%)	39.58	37.86	36.86	35.54
收入增长率(%)	5.86	7.25	8.44	9.52
净利润增长率(%)	62.62	(36.49)	48.69	35.11
P/E (Non-GAAP)	16.64	25.92	18.59	14.25
P/B	2.56	2.38	2.13	1.88
EV/EBITDA	11.87	16.53	12.81	10.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年11月28日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>