

## 互联网电商

2026年04月10日

# 阿里巴巴 (BABA)

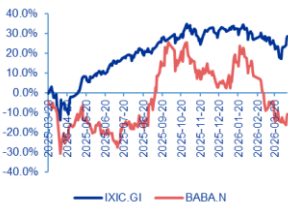
——阿里云营收提速，即时零售明确减亏路径

报告原因：强调原有的投资评级

## 买入 (维持)

市场数据:	2026年4月9日
收盘价 (美元)	127.68
纳斯达克指数	22822.42
52周最高/最低 (美元)	192.67/94.14
美股市值 (亿美元)	3065
流通股 (亿股)	191
汇率 (美元/人民币)	6.84

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

### 相关研究

《阿里巴巴 (BABA) 点评: 从谷歌看阿里“通云哥”构建 AI 全栈布局 (阿里系列研究之 AI 专题)》 2026/04/08

《阿里巴巴 (BABA) 点评: 电商筑底回暖, AI 全栈战略前景清晰》 2026/03/22

### 证券分析师

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

### 联系人

张蕴达 A0230125030003  
zhangyd@swsresearch.com

### 投资要点:

- **4QFY26 业绩前瞻:** 我们预计 4QFY26 收入达 2434 亿元, 同比增长 2.9%, Non-GAAP 归普净利润 124 亿元, 同比下滑 59%。从各业务板块来看, 我们预计中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他收入同比+6.2%/+5.0%/+40.0%/-20.7%。
- **宏观增速回暖叠加财务口径调整影响, CMR 增速预计维持低个位数增长, EBITA 保持同比稳定。** 据国家统计局数据, 2026 年 1-2 月全国网上零售额同比增长 9.2%, 其中网上商品零售额为 2.08 万亿元, 同比增长 10.3%, 线上消费强劲复苏。据界面新闻, 天猫于 25 年升级了战略合作框架, 并重点完善了消费券、店铺红包等产品扶持优质商家。我们认为随着淘天优化相关平台扶持政策, 相关补贴按会计准则会从营销费用转而确认为收入抵减项, 或将导致 4QFY26 CMR 增速较口径调整前有所下滑, 对利润端无实质性影响。在宏观环境、去年同期高基数以及财务口径调整共同影响下, 我们预计公司原口径实际 CMR 增速为中高个位数, 报表披露的 CMR 增速为低个位数增长。
- **淘宝闪购以稳份额为前提优化补贴投放, 驱动亏损逐期显著收窄。** 据公司公告, 25Q4 以来公司持续优化即时零售业务投放, 加大力度投入高客单餐饮和非餐品类, 并得益于履约效率提升、订单结构改善和高客户留存率, 即时零售单均亏损环比持续改善。据易观分析, 25Q4 淘宝闪购即时交易成交额以 45.2% 的市场份额位居第一。我们预计公司将更加灵活的应对行业动态竞争, 4QFY26 季度亏损收窄至 180.6 亿元, 同时在闪购业务市场份额保持稳定的前提下, FY27、FY28 每年都将实现年度亏损规模减半, 并有望于 FY29 实现盈利。
- **阿里云技术与商业化双轮驱动, 模型能力升级, 4QFY26 营收预计继续实现加速增长。** 我们预计 4QFY26 云收入同比增速进一步加速至 40%, 经调整 EBITA 利润率保持环比稳定。据界面新闻, 近期一款名为 HappyHorse-1.0 的 AI 视频模型超越字节 Seedance 2.0 和快手可灵登顶 Artificial Analysis 榜单榜一, 4 月 10 日 HappyHorse 官方在社媒上表示为阿里 ATH 旗下创新事业部研发的模型。据阿里云公众号, 阿里云于 3 月 31 日起三日连发 Qwen3.6-Plus、Qwen3.5-Omni、Wan2.7-Image 三款重磅模型, 在多模态、编程、文生图等 AI 核心赛道实现突破, 验证公司全球领先的模型性能与研发能力。据财联社, 4 月 8 日吴泳铭发布内部信宣布调整 AI 相关组织架构, 成立阿里巴巴集团技术委员会并将通义实验室升级为通义大模型事业部。我们认为公司将继续维持三年 3800 亿投入计划, 坚定推进未来五年云和 AI 商业化年收入突破 1000 亿美元的目标, 同时参考海外头部云厂 Google Cloud 和 AWS 其利润率具备长期提升空间。
- **春节营销投放推动干问用户规模快速扩张, 所有其他亏损环比大幅扩大, AIDC 亏损显著收窄。** 据阿里云国际, 2026 年春节期间干问通过 30 亿奶茶免单营销活动带动近 2 亿笔订单, 截至 2 月其 MAU 突破 3 亿。据 QuestMobile, 春节期间干问 DAU 快速攀升至 7000 万以上, 活动结束后稳定在 4000 万左右。我们预计, 受春节期间营销投放影响, 所有其他业务于 4QFY26 亏损环比将扩大至约 200 亿元, 未来几个季度亏损环比将有所收敛。AIDC 业务方面, 我们预计收入同比增长约 5%, 亏损规模将大幅收窄, 有望实现盈亏平衡。
- **维持“买入”评级。** 阿里持续发力 AI 核心赛道, 通过技术升级、生态协同与长期资本投入, 推动业务效率提升与盈利优化, “AI+电商” 将为公司长期高质量增长打下坚实基础。考虑到短期 AI 应用端营销费用增长且即时零售维持投入力度, 我们下调 26 财年盈利预测为 753 亿元 (前值为 790 亿元), 维持 27-28 财年预测为 1095/1492 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 消费需求持续疲软, 新业务发展不及预期。

### 财务数据及盈利预测

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入 (百万元)	941,168	996,347	1,023,690	1,125,779	1,263,061
同比增长率 (%)	8.3	5.9	2.7	10.0	12.2
Non-GAAP 归普净利润 (百万元)	158,359	157,940	75,286	109,523	149,187
同比增长率 (%)	10.0	(0.3)	(52.3)	45.5	36.2
调整后每股收益 (元)	62.11	65.40	31.18	45.36	61.78
ROE (%)	16	16	7	9	10
市盈率 (倍)	13	13	27	19	14
市净率 (倍)	2.2	2.0			1.3

注: EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益; 注: FY 周期为..



申万宏源研究微信服务号

**合并损益表**

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>营业收入</b>	941,168	996,347	1,023,690	1,125,779	1,263,061
<b>营业成本</b>	-586,323	-598,285	-601,229	-671,592	-743,139
<b>毛利润</b>	354,845	398,062	422,461	454,187	519,922
<b>其他收支</b>	6,157	3,387	2,456	6,685	8,250
产品开发费用	-52,256	-57,151	-63,360	-73,523	-82,251
销售及行政费用	-157,126	-188,260	-296,942	-273,751	-285,606
调整后 EBITDA	191,668	202,325	109,563	162,009	206,001
调整后 EBIT	143,436	166,729	72,806	120,625	168,385
财务费用	-7,947	-9,596	-9,951	-9,951	-9,951
<b>扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润</b>	101,596	155,455	91,989	133,223	176,685
所得税费用	-22,529	-35,445	-20,459	-36,139	-48,235
归属于非控制性权益的净损失	8,677	4,133	-174	800	1,000
归属于普通股股东的净利润	79,741	129,470	77,504	103,385	134,950
<b>Non-GAAP 归普净利润</b>	158,359	157,940	75,286	109,523	149,187

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。