

FY2026Q4 财报点评：云与主业共振，全栈 AI 初见成效

阿里巴巴-W (9988.HK)

核心观点

FY2026Q4 阿里巴巴实现营收 2433.80 亿元，同比增长 2.93%，Non-GAAP 净利润为 0.86 亿元，同比下降 99.71%。中国电商集团实现营收 1222.20 亿元，同比增长 5.96%，经调整 EBITA 240.10 亿元，同比降低 39.59%；其中 CMR 收入 730.24 亿元，同比增长 1.17%，补贴抵减收入（类似多多 OMS 情况），还原后 CMR yoy 8%。云智能集团营收 416.26 亿元，同比增长 38.17%，增速环比进一步加快，其中外部收入增速加速至 40%，云智能经调整 EBITA 37.96 亿元，对应利润率 9.12%。AIDC 实现营收 354.29 亿元，同比增长 5.51%，经调整 EBITA -1.38 亿元，同环比大幅减亏。All Others 收入为 654.59 亿元，同比下降 21.40%，主要受高鑫零售出表影响，经调整 EBITA -211.60 亿元，亏损额同环比显著放大，主要受 Qwen 等 AI 业务投入影响。

事件

2026 年 5 月 13 日阿里巴巴披露 2026 财年第四季度财报，FY2026Q4 阿里巴巴实现营收 2433.80 亿元，同比增长 2.93%，Non-GAAP 净利润为 0.86 亿元，同比下降 99.71%。

简评

FY2026Q4 业绩要点：总收入 2433.80 亿元，同比增长 2.93%，Non-GAAP 净利润为 0.86 亿元，同比下降 99.71%。中国电商集团实现营收 1222.20 亿元，同比增长 5.96%，经调整 EBITA 240.10 亿元，同比降低 39.59%；其中 CMR 收入 730.24 亿元，同比增长 1.17%，补贴抵减收入（类似多多 OMS 情况），还原后 CMR yoy 8%。云智能集团营收 416.26 亿元，同比增长 38.17%，增速环比进一步加快，其中外部收入增速加速至 40%，云智能经调整 EBITA 37.96 亿元，对应利润率 9.12%。AIDC 实现营收 354.29 亿元，同比增长 5.51%，经调整 EBITA -1.38 亿元，同环比大幅减亏。All Others 收入为 654.59 亿元，同比下降 21.40%，主要受高鑫零售出表影响，经调整 EBITA -211.60 亿元，亏损额同环比显著放大，主要受 Qwen 等 AI 业务投入影响。

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2026 年 05 月 14 日

当前股价：132.80 港元

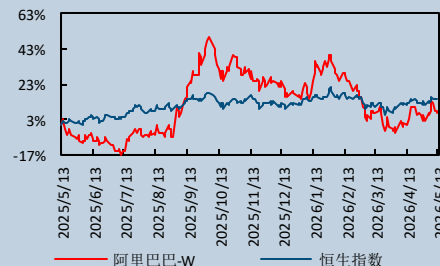
目标价格 6 个月：208.71 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.82/3.91	-16.27/-13.88	1.22/-10.84
12 月最高/最低价 (港元)		185.10/102.90
总股本 (万股)		1,919,240.40
流通 H 股 (万股)		1,919,240.40
总市值 (亿港元)		25,487.51
流通市值 (亿港元)		25,486.63
近 3 月日均成交量 (万)		8550.32
主要股东		
JPMorgan Chase & Co.		5.44%

股价表现



相关研究报告

26.03.20 【中信建投海外研究】阿里巴巴-W(9988):FY2026Q3 财报点评：零售主业阶段性承压，云业务维持高景气

阿里云+Qwen+平头哥，全栈 AI 初见成效。(1) 阿里云方面，本季度收入增速加速至 38%，外部收入增速加速至 40%，其中 AI 相关产品实现连续 11 个季度三位数同比增长，本季度 AI 收入达 90 亿元(ARR360 亿元)，占外部云收入的 30%，1 年内预计将提升至 50%，下个季度预计外部云收入增速将继续加速，AI 相关收入增速将继续维持三位数。(2) 模型层面，ATH 事业群成立后，发布了包括 Qwen3.6-Plus (coding 旗舰)、HappyOyster (世界模型)、HappyHorse (多模态) 等在内的诸多模型，阿里的模型能力持续自证中，相较于多模态，市场短期或更关注 coding 能力，预计即将发布的 Qwen3.6-Max 旗舰的 coding 能力有望再上台阶。目前 MaaS 收入主要来自 Qwen 及百炼平台，本季度 MaaS 相关收入超 80 亿元人民币(约 12 亿美元)，预计 6 月季度 ARR 达到 100 亿元人民币(约 15 亿美元)，年底超过 300 亿元人民币(约 45 亿美元)。(3) 平头哥方面，自研的真武 PPU 已经有超过 10 万卡部署于阿里公有云平台，内部按成本加成定价，外部按市场竞争定价，内部供货的毛利率比对外部客户低约 20~30 个百分点，今年平头哥外部收入占比显著提升。3 月份公司 callback 虽然也提到阿里云 5 年后 1000e 美元外部收入&稳态 margin 看到 20%，但彼时市场并不买账。本次财报会及 callback，公司对全栈 AI 以及远期 margin 如何做到 20% 进行了更详细的拆解，当前阿里首要目标是增长和巩固市场领导地位，次要目标是利润改善，得益于全栈 AI 战略，平头哥降本及高 margin MaaS 收入占比提升，预计未来 2-4 个季度云业务 margin 将显著提升。

QC 表述更积极，竞争格局缓和预期进一步加强。财报会公司管理层提及 FY2027 QC UE 转正指在该财年的部分月份实现单月 UE 为正，而非全年平均为正，维持 27 28 财年 QC 亏损连续减半以及 29 财年整体盈利的目标，但整体而言，公司对于闪购减亏的表述更为积极，闪购大战缓和预期进一步加强。中期看，竞争格局的修复需内外变量共振：既依赖监管持续规范与平台主动降本增效，更需等待集团资源更多的从外卖向 AI 倾斜。

盈利预测和估值：预计 FY2027-2028 阿里巴巴的收入增速分别为 11.10% 和 13.22%，Non-GAAP 净利润分别为 1399.80 亿元和 1799.71 亿元，同比增速分别为 130.77% 和 28.57%。采用分部估值法，对应中国电商集团、云智能集团每 ADS 估值分别为 90.86 美元和 122.38 美元，目标价为 213.24 美元/ADS，对应港股 208.71 港币/股。

风险提示：新模型发布节奏低预期，新模型能力低预期，coding 能力低预期；闪购减亏低预期，闪购单量和市占低预期，闪购用户留存低预期，闪购交叉销售 ROI 低预期；云业务收入增长低预期，利润率提升低预期，AI 收入占比低预期；平头哥进展低预期；美国对华芯片制裁影响公司云业务增长；主业复苏节奏低预期，宏观经济及社零增长疲弱，CMR 增长低预期，国内电商市场份额超预期下行；海外电商市场竞争激烈，AIDC 亏损超预期；海外关税政策调整影响 AIDC 增速；行业监管风险；美联储降息进程低预期；中美关系发展的不确定性；中概股退市风险。

表 1: 阿里巴巴盈利预测 (单位: 人民币百万元)

资产负债表	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	利润表	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E
总流动资产	674,049	610,769	658,488	742,001	营业收入	996,347	1,023,670	1,137,278	1,287,683
总非流动资产	1,130,178	1,298,801	1,332,404	1,400,927	营业成本	(598,285)	(616,136)	(682,367)	(772,610)
总资产	1,804,227	1,909,570	1,990,891	2,142,928	研发费用	(57,151)	(66,533)	(73,917)	(83,692)
总流动负债	435,346	476,398	530,242	602,820	销售费用	(144,021)	(245,023)	(216,083)	(206,029)
总非流动负债	278,775	306,902	205,434	207,624	管理费用	(44,239)	(33,082)	(36,753)	(41,614)
总负债	714,121	783,300	735,676	810,444	无形资产摊销	(6,336)	(5,079)	(6,061)	(6,157)
股东权益合计(不含少数股东权益)	1,009,858	1,060,886	1,189,831	1,267,100	商誉减值损失	(6,171)	(9,515)	0	0
少数股东权益	68,535	57,539	57,539	57,539	其他经营净收益	761	1,848	0	0
股东权益合计(含少数股东权益)	1,078,393	1,118,425	1,247,370	1,324,639	EBIT	140,905	50,150	122,097	177,580
夹层股本	11,713	7,845	7,845	7,845	利息收入及投资损益	20,759	87,512	30,000	20,000
总权益及负债	1,804,227	1,909,570	1,990,891	2,142,928	利息支出	(9,596)	(9,793)	(9,112)	(9,500)
					其他收益	3,387	1,518	1,686	1,910
					EBT	155,455	129,387	144,671	189,989
现金流量表					所得税	(35,445)	(30,045)	(34,721)	(45,597)
经营活动所得现金净额	163,509	76,213	284,714	359,615	应占股权投资损益	5,966	2,785	9,596	11,545
投资活动所得现金净额	(185,415)	(67,336)	(134,904)	(152,745)	净利润(含少数股东权益)	125,976	102,127	119,546	155,936
融资活动所得现金净额	(76,215)	(20,573)	(130,041)	(160,358)	Non-GAAP 净利润	158,122	60,658	139,980	179,971
汇率变动	965	(4,004)	0	0	关键比率				
现金及现金等价物增加/减少净额	(97,156)	(15,700)	19,769	46,512	营业收入 yoy	5.86%	2.74%	11.10%	13.22%
年初的现金及现金等价物	286,424	189,268	173,568	193,337	Non-GAAP 净利润 yoy	0.41%	-61.64%	130.77%	28.57%
年末的现金及现金等价物	189,268	173,568	193,337	239,849	Non-GAAP 净利率	15.87%	5.93%	12.31%	13.98%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

于伯韬

海外研究首席分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020年加入中信建投海外研究团队，2018-2020年就职于长江证券研究所海外团队，2025/2024/2021/2020年新财富港股及海外方向第五名，2022年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk