



阿里巴巴-W (09988.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

AI 业务加速增长，外卖减亏持续

业绩简评

2026年5月13日公司披露FY26Q4(截至3月季度)业绩,季度实现营收2433.8亿元,yoy+3%(不考虑处置高鑫零售&银泰yoy+11%);经营亏损8.48亿元,上年同期经营利润284.65亿元;经调整EBITDA 51.02亿元,yoy-84%;净利润235.02亿元,yoy+96%,主要系投资收益带动;Non-GAAP净利润0.86亿元,上年同期为298.47亿元;经营活动现金流94.10亿元,yoy-66%。

经营分析

AI业务加速增长,MASS ARR表现亮眼,预计Capex投入将超过此前预期。FY26Q4云业务净收入416.26亿元,yoy+38%,外部商业化收入增速提升至40%,AI相关收入占比达30%;云业务实现EBITDA 37.96亿元,对应利润率9.1%,yoy+1.1pct。公司模型和应用服务年化经常收入(ARR)将在6月季度超过100亿元,并在年底前达到300亿元;阿里自研GPU芯片已实现规模化量产,超过60%的计算能力已服务于外部客户。云业务为目前主要的增长引擎,并预计Capex将超过此前3年3800亿目标。

电商业务表现稳健,即时零售有望继续减亏。中国商业收入1222.2亿元,yoy+6%:其中,CMR yoy+1%(不考虑新营销计划对冲影响yoy+8%),直营yoy-6%,即时零售yoy+57%,批发yoy+3%。EBITDA 240.1亿元,对应利润率19.6%,yoy-14.8pct。不考虑口径影响季度CMR+8%表现良好,尽管即时零售成为现金流及利润拖累项,但公司通过物流效率提升、订单结构优化,及AOV上涨,推动了UE显著改善,并有信心在新财年结束前实现UE转正。

盈利预测、估值与评级

阿里芯片+云+模型三位一体,是国内全栈AI龙头,云业务加速增长,即时零售有望显著减亏。我们预计FY2027-2029年经调整归母净利润分别为974.97/1438.90/1919.77亿元,对应经调整PE分别为23.5/15.9/11.9倍,维持“买入”评级。

风险提示

1) 消费环境不及预期风险; 2) 电商行业竞争加剧风险; 3) 政策及监管风险; 4) 技术发展不及预期风险; 5) 海外业务拓展不及预期风险。

传媒与互联网组

分析师:李华熠(执业S1130525030003)

lihuayi@gjzq.com.cn

分析师:朱珺(执业S1130526050001)

zhujun1@gjzq.com.cn

市价(港币):137.900元

相关报告:

- 《阿里巴巴-W 港股公司点评:云业务加速增长,坚定投入AI》,2026.3.20
- 《阿里巴巴-W 港股公司深度研究:重启新篇章:聚焦、增长、重估》,2025.12.4



主要财务指标

项目	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万元)	996,347	1,023,670	1,133,048	1,261,426	1,426,407
营业收入增长率	5.86%	2.74%	10.68%	11.33%	13.08%
经调整归母净利润(百万元)	157,940	64,438	97,497	143,890	191,977
经调整归母净利润增长率	-0.26%	-59.20%	51.30%	47.58%	33.42%
摊薄每股收益(元)	8.31	3.37	5.08	7.50	10.00
每股经营性现金流净额	8.61	3.98	5.30	10.98	12.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.74%	9.69%	6.05%	9.40%	11.97%
经调整 P/E	13.34	30.61	23.52	15.93	11.94
P/B	2.06	1.85	2.06	1.90	1.70

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)						
	2024A	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
主营业务收入	941,168	996,347	1,023,670	1,133,048	1,261,426	1,426,407
增长率	8.3%	5.9%	2.7%	10.7%	11.3%	13.1%
主营业务成本	586,323	598,285	616,136	679,829	749,287	847,286
%销售收入	62.3%	60.0%	60.2%	60.0%	59.4%	59.4%
毛利	354,845	398,062	407,534	453,219	512,139	579,121
%销售收入	37.7%	40.0%	39.8%	40.0%	40.6%	40.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	115,141	144,021	245,023	254,936	239,671	228,225
%销售收入	12.2%	14.5%	23.9%	22.5%	19.0%	16.0%
管理费用	41,985	44,239	33,082	36,390	40,029	44,032
%销售收入	4.5%	4.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%
研发费用	52,256	57,151	66,533	76,513	87,990	101,188
%销售收入	5.6%	5.7%	6.5%	6.8%	7.0%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	17,911	-11,163	-77,719	-9,576	-8,541	-8,786
%销售收入	1.9%	-1.1%	-7.6%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
投资收益	-7,735	5,966	0	0	0	0
%税前利润	-8.2%	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123,871	146,315	57,817	85,380	144,449	205,676
营业利润率	13.2%	14.7%	5.6%	7.5%	11.5%	14.4%
营业外收支						
税前利润	93,861	161,421	129,387	81,474	139,507	199,217
利润率	10.0%	16.2%	12.6%	7.2%	11.1%	14.0%
所得税	22,529	35,445	30,045	18,739	32,087	45,421
所得税率	24.0%	22.0%	23.2%	23.0%	23.0%	22.8%
净利润	71,332	125,976	99,342	62,735	107,421	153,795
少数股东损益	-8,677	-4,133	-1,465	-1,882	-3,223	-4,614
归属于母公司的净利润	80,009	130,109	103,592	67,402	113,428	161,194
净利率	8.5%	13.1%	10.1%	5.9%	9.0%	11.3%

资产负债表(人民币 百万)						
	2024A	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
货币资金	248,125	145,487	131,530	84,537	93,675	220,653
应收款项	98,194	149,631	251,837	264,378	281,718	332,828
存货	25,460	18,887	0	28,326	31,220	35,304
其他流动资产	381,085	360,044	227,402	230,682	244,050	298,212
流动资产	752,864	674,049	610,769	607,922	650,663	886,998
%总资产	42.7%	37.4%	32.0%	30.4%	30.1%	37.1%
长期投资	203,131	210,169	206,803	206,803	206,803	206,803
固定资产	185,161	203,348	282,699	379,881	487,416	462,023
%总资产	10.5%	11.3%	14.8%	19.0%	22.5%	19.4%
无形资产	363,556	276,412	264,361	251,231	253,758	256,909
非流动资产	1,011,965	1,130,178	1,298,801	1,392,853	1,512,916	1,500,673
%总资产	57.3%	62.6%	68.0%	69.6%	69.9%	62.9%
资产总计	1,764,829	1,804,227	1,909,570	2,000,776	2,163,579	2,387,671
短期借款	29,001	22,562	28,224	28,224	28,224	28,224
应付款项	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	392,506	412,784	448,174	475,092	528,921	597,665
流动负债	421,507	435,346	476,398	503,316	557,145	625,889
长期贷款	141,775	208,141	231,772	251,772	271,772	291,772
其他长期负债	88,948	70,634	75,130	75,130	75,130	75,130
负债	652,230	714,121	783,300	830,218	904,047	992,791
普通股股东权益	997,272	1,021,571	1,068,731	1,114,901	1,207,098	1,347,060
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	1,021,357	1,054,613	1,117,941	1,164,111	1,256,308	1,396,270
少数股东权益	115,327	68,535	57,539	55,657	52,434	47,820
负债股东权益合计	1,764,829	1,804,227	1,909,570	2,000,776	2,163,579	2,387,671

比率分析						
	2024A	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
每股指标						
每股收益	3.95	6.89	5.70	3.51	5.91	8.40
每股净资产	51.22	53.77	55.85	58.09	62.89	70.19
每股经营现金净流	9.38	8.61	3.98	5.30	10.98	12.04
每股股利	1.48	1.80	1.71	1.80	1.80	0.00
回报率						
净资产收益率	8.02%	12.74%	9.69%	6.05%	9.40%	11.97%
总资产收益率	4.53%	7.21%	5.42%	3.37%	5.24%	6.75%
投入资本收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
增长率						
主营业务收入增长率	8.34%	5.86%	2.74%	10.68%	11.33%	13.08%
EBIT 增长率	—	—	—	—	—	—
净利润增长率	9.93%	62.62%	-20.38%	-34.94%	68.29%	42.11%
总资产增长率	0.67%	2.23%	5.84%	4.78%	8.14%	10.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.0	11.2	5.5	6.0	11.4	11.3
存货周转天数	16.6	13.3	5.5	7.5	14.3	14.1
应付账款周转天数	—	—	—	—	—	—
固定资产周转天数	69.1	70.2	85.5	105.3	123.8	119.8
偿债能力						
净负债/股东权益	1.04%	14.30%	18.08%	23.12%	22.35%	12.51%
EBIT 利息保障倍数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率	36.96%	39.58%	41.02%	41.49%	41.78%	41.58%

现金流量表(人民币 百万)						
	2024A	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
净利润	80,009	130,109	103,592	67,402	113,428	161,194
经营活动现金净流	182,593	163,509	76,213	101,803	210,734	231,137
投资活动现金净流	-21,824	-185,415	-67,336	-136,482	-188,482	-90,245
筹资活动现金净流	-108,244	-76,215	-20,573	-8,310	-9,110	-9,910
现金净流量	56,914	-97,156	-15,700	-46,993	9,138	126,978

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**