

# 阿里巴巴-W (09988.HK)

优于大市

## 4QFY26 财报点评：单季度利润筑底，AI 进入商业化回报周期

### 核心观点

**整体表现：单季度利润筑底，投入从外卖转向 AI。** FY26Q4 阿里巴巴收入 2434 亿元，yoy+3%；分业务看，中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他分别实现同比增速为 6%/6%/38%/-21%。经调 EBITA 为 51 亿元，同比-84%，对应经调 EBITA 利润率 2.1%，主要受科技业务、即时零售、用户体验投入等因素影响，non-GAAP 净利润 0.86 亿元，yoy-100%，净利率 0.04%。本季度公司自由现金流为-173 亿元，同比由正转负，主要是即时零售投入、千问 APP 获客投入及云基础设施开支增加。

**中国电商集团：电商表现稳健，外卖亏损继续收窄。** 1) 收入端：FY26Q4 中国电商集团收入 1220 亿元，同比+6%；电商 CMR 收入同比+1%，若剔除本季度营销发展计划会计处理调整带来的收入冲减影响，同口径 CMR 同比+8%。即时零售收入 200 亿元，同比+57%，笔单价环比持续提升，主要受益于订单结构优化。2) 利润端：FY26Q4 中国电商集团经调整 EBITA 为 240 亿元，同比-40%，主要由于对即时零售、用户体验以及科技投入增加所致。若剔除即时零售业务亏损影响，中国电商集团 EBITA 整体同比保持稳定。我们预计即时零售整体亏损约 176 亿元，假设 Q1 日均单量 6500 万，单均亏损约 3.0 元，环比改善 0.1 元。公司表示，即时零售 UE 持续改善，驱动因素包括物流效率优化、订单结构优化以及 AOV 提升，并有信心在 FY27 结束前实现月度单客 UE 转正；中长期看，在当前规模与市场份额基础上，公司具备实现即时零售整体盈利的能力。

**云计算：外部云收入增速达 40%，MaaS ARR 突破 80 亿元。** 1) FY26Q4 阿里云外部收入同比增长 40%，AI 相关产品收入达到 90 亿元，占阿里云外部收入比例达到 30%，对应年化收入规模约 360 亿元。管理层预计未来一年 AI 相关产品收入占阿里云外部收入比例将突破 50%，并带动阿里云外部商业化收入在 40%增速基础上继续加速。2) **MaaS 方面**，目前 ARR 已突破 80 亿元，收入主要包括百炼 MaaS 平台 API 调用收入及 AI Native 软件订阅收入，目前仍以百炼平台 MaaS API 收入为主，且以阿里自研模型贡献为主。管理层预计 6 月季度包含百炼平台在内的模型与应用服务 ARR 将突破 100 亿元，年底有望突破 300 亿元。3) 利润端：FY26Q4 云业务经调整 EBITA 利润率维持在 9.1%，整体保持稳定。管理层表示，当前优先级仍是增长，包括用户规模、Token 消耗、市场份额和领先地位；但 MaaS 业务本身具备较高毛利率，随着推理优化带动单卡 Token 产能提升，以及平头哥自研 AI 芯片持续放量，未来 1-2 年阿里云毛利率有望出现较明显提升。

**投资建议：**我们小幅调整公司 FY2027-FY2028 收入预测至 11317/12913 亿元，调整幅度为-1.7%/-1.4%，新增 FY2029 收入预期 14863 亿元；调整经调 EBITA 至 1088/1478 亿元，调整幅度为+10%/10%，主要由于对云收入增速上调以及业务利润改善的预期，新增 FY2029 预期 1911 亿元；调整经调净利润预测至 902/1179 亿元，调整幅度为-11%/-14%，主要是参考最近季度对利息收入下调，与业务经营情况无关，新增 FY2029 经调净利润预期 1475 亿元。目前公司对应 FY2027 年 PE 为 27 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**政策监管带来经营业务调整；电商行业竞争格局恶化的风险等。

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：张昊晨  
 0755-81982651  
 zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn  
 S0980521120004 S0980525010001

#### 基础数据

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)             |
| 合理估值        |                      |
| 收盘价         | 137.90 港元            |
| 总市值/流通市值    | 2646633/2646633 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 186.20/101.80 港元     |
| 近 3 个月日均成交额 | 11487.13 百万港元        |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《阿里巴巴-W (09988.HK) -4QFY26 前瞻：单季度利润筑底，投入从外卖更多转向 AI》——2026-04-13
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -3QFY26 财报点评：电商表现疲软，云收入继续加速》——2026-03-22
- 《阿里巴巴-W (09988.HK) -3QFY26 前瞻：关注云出海表现，电商受宏观影响表现疲软》——2026-01-13
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY26 财报点评：云收入加速增长，即时零售 UE 进入改善阶段》——2025-11-29
- 《阿里巴巴-W (09988.HK) -2QFY26 前瞻：云继续加速增长，闪购亏损达到单季度峰值》——2025-10-10

| 盈利预测和财务指标    | FY2025  | FY2026    | FY2027E   | FY2028E   | FY2029E   |
|--------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)    | 996,347 | 1,023,670 | 1,131,744 | 1,291,264 | 1,486,295 |
| (+/-%)       | 5.9%    | 2.7%      | 10.6%     | 14.1%     | 15.1%     |
| 经调整净利润(百万元)  | 158,122 | 60,658    | 90,210    | 117,942   | 147,477   |
| (+/-%)       | 0%      | -62%      | 49%       | 31%       | 25%       |
| 每股收益(元)-经调整  | 8.32    | 3.19      | 4.75      | 6.20      | 7.76      |
| EBIT Margin  | 21.7%   | 18.6%     | 2.5%      | 5.2%      | 7.4%      |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.7%   | 9.9%      | 6.2%      | 7.1%      | 9.9%      |
| 调整后市盈率 (PE)  | 15.5    | 40.3      | 27.1      | 20.7      | 16.6      |
| EV/EBITDA    | 8.3     | 10.1      | 13.9      | 11.6      | 9.8       |
| 市净率 (PB)     | 2.39    | 2.29      | 2.15      | 2.00      | 1.80      |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

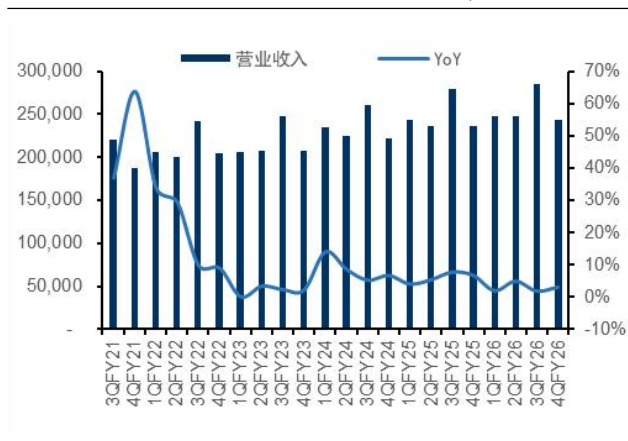
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 整体表现：利润筑底，投入从外卖转向 AI

FY26Q4 阿里巴巴收入 2434 亿元，yoy+3%；分业务看，中国电商集团/国际数字商业集团/云智能集团/所有其他分别实现同比增速为 6%/6%/38%/-21%。

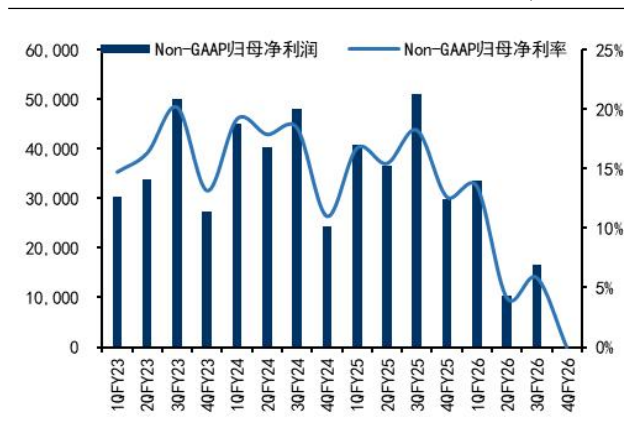
经调 EBITA 为 51 亿元，同比-84%，对应经调 EBITA 利润率 2.1%，主要受科技业务、即时零售、用户体验投入等因素影响，non-GAAP 净利润 0.86 亿元，yoy-100%，净利率 0.04%。本季度公司自由现金流为-173 亿元，同比由正转负，主要是即时零售投入、千问 APP 获客投入及云基础设施开支增加。

图1：阿里巴巴季度营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：阿里巴巴主要业务及财务情况**

|                   |           | FY2024   | FY2025   | FY2026    | 10FY25  | 20FY25  | 30FY25  | 40FY25  | 10FY26  | 20FY26  | 30FY26  | 40FY26  |
|-------------------|-----------|----------|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入               |           | 941,168  | 996,347  | 1,023,670 | 243,236 | 236,503 | 280,154 | 236,454 | 247,652 | 247,795 | 284,843 | 243,380 |
|                   | YoY       | 8.3%     | 5.9%     | 2.7%      | 4%      | 5%      | 8%      | 7%      | 2%      | 5%      | 1.7%    | 3%      |
| 毛利                |           | 354,845  | 398,062  | 407,534   | 97,130  | 92,474  | 117,630 | 90,828  | 111,223 | 97,014  | 115,309 | 83,988  |
|                   | 毛利率       | 37.7%    | 40.0%    | 39.8%     | 39.9%   | 39.1%   | 42.0%   | 38.4%   | 44.9%   | 39.2%   | 40.5%   | 34.5%   |
| 研发费用              |           | -52,256  | -57,151  | -66,533   | -13,373 | -14,182 | -14,662 | -14,934 | -15,001 | -17,095 | -15,480 | -18,957 |
|                   | 研发费率      | -6%      | -6%      | -6.5%     | -5.5%   | -6.0%   | -5.2%   | -6.3%   | -6.1%   | -6.9%   | -5.4%   | -7.8%   |
| 销售费用              |           | -115,141 | -144,021 | -245,023  | -32,696 | -32,471 | -42,675 | -36,179 | -53,178 | -66,496 | -71,934 | -53,415 |
|                   | 销售费率      | -12%     | -14%     | -23.9%    | -13.4%  | -13.7%  | -15.2%  | -15.3%  | -21.5%  | -26.8%  | -25.3%  | -21.9%  |
| 管理费用              |           | -41,985  | -44,239  | -33,082   | -13,280 | -9,777  | -10,851 | -10,331 | -7,398  | -7,380  | -8,355  | -9,949  |
|                   | 管理费率      | -4%      | -4%      | -3.2%     | -5.5%   | -4.1%   | -3.9%   | -4.4%   | -3.0%   | -3.0%   | -2.9%   | -4.1%   |
| 经调整EBITA          |           | 165,028  | 173,064  | 76,416    | 45,035  | 40,561  | 54,853  | 32,615  | 38,844  | 9,073   | 23,397  | 5,102   |
|                   | 经调整EBITA率 | 18%      | 17%      | 7.5%      | 18.5%   | 17.2%   | 19.6%   | 13.8%   | 15.7%   | 3.7%    | 8.2%    | 2.1%    |
|                   | yoy       | 11.6%    | 4.9%     | -55.8%    | -0.7%   | -5.3%   | 3.8%    | 36.1%   | -13.7%  | -77.6%  | -57.3%  | -84.4%  |
| 净利润, non-GAAP     |           | 157,479  | 158,122  | 60,658    | 40,691  | 36,518  | 51,066  | 29,847  | 33,510  | 10,352  | 16,710  | 8,06    |
|                   | 净利润率      | 16.7%    | 15.9%    | 5.9%      | 16.7%   | 15.4%   | 18.2%   | 12.6%   | 13.5%   | 4.2%    | 5.9%    | 0.6%    |
|                   | yoy       | 11.4%    | 0.4%     | -61.6%    | -9.4%   | -9.1%   | 6.5%    | 22.2%   | -17.6%  | -71.7%  | -67.3%  | -99.7%  |
| CAPEX             |           | 32,087   | 85,817   | 126,063   | 11,939  | 17,491  | 31,775  | 24,612  | 38,676  | 31,501  | 28,999  | 26,887  |
|                   | yoy       | -7%      | 167%     | 46.9%     | 99%     | 325%    | 336%    | 68%     | 224%    | 80%     | -9%     | 9%      |
| <b>新口径</b>        |           |          |          |           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>中国电商集团</b>     |           |          |          |           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入                |           | 508,380  | 554,217  | 554,217   | 127,670 | 114,773 | 150,589 | 115,348 | 140,072 | 132,578 | 159,347 | 122,220 |
|                   | YoY       |          | 9.0%     |           |         |         |         |         | 10%     | 16%     | 6%      | 6%      |
|                   | 占比        |          | 54%      |           | 52%     | 49%     | 54%     |         | 57%     | 54%     | 56%     | 50%     |
| CMR               |           | 326,769  | 343,867  | 343,867   | 81,088  | 71,667  | 101,834 | 72,180  | 89,252  | 78,927  | 102,664 | 73,024  |
|                   | YoY       |          | 5.2%     |           |         |         |         |         | 10.1%   | 10.1%   | 0.8%    | 1.2%    |
| 直营、物流及其他          |           | 103,722  | 105,518  | 105,518   | 27,434  | 22,799  | 28,824  | 24,665  | 29,325  | 24,006  | 28,919  | 23,268  |
|                   | YoY       |          | 1.7%     |           |         |         |         |         | 6.9%    | 5.3%    | 0.3%    | -5.7%   |
| 即时零售              |           | 53,588   | 78,520   | 78,520    | 13,196  | 14,321  | 13,356  | 12,715  | 14,784  | 22,906  | 20,842  | 19,988  |
|                   | YoY       |          | 46.5%    |           |         |         |         |         | 12.0%   | 59.9%   | 56.0%   | 57.2%   |
| 中国批发商业            |           | 24,301   | 26,312   | 26,312    | 5,952   | 5,986   | 6,575   | 5,788   | 6,711   | 6,739   | 6,922   | 5,940   |
|                   | YoY       |          | 8.3%     |           |         |         |         |         | 12.8%   | 12.6%   | 5.3%    | 2.6%    |
| 经调整EBITA          |           | 193,223  | 107,509  | 107,509   | 48,753  | 44,327  | 60,401  | 39,742  | 38,389  | 10,497  | 34,613  | 24,010  |
|                   | 利润率       | 38.0%    | 19.4%    |           | 38.2%   | 38.6%   | 40.1%   | 34.5%   | 27.4%   | 7.9%    | 21.7%   | 19.6%   |
| <b>阿里国际数字商业集团</b> |           |          |          |           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入                |           | 102,598  | 132,300  | 144,170   | 29,293  | 31,672  | 37,756  | 33,579  | 34,741  | 34,799  | 39,201  | 35,429  |
|                   | YoY       | 46%      | 29%      | 9.0%      | 32%     | 29%     | 32%     | 22%     | 19%     | 10%     | 3.8%    | 6%      |
|                   | 占比        | 11%      | 13%      | 14%       | 12%     | 13%     | 13%     | 14%     | 14%     | 14%     | 14%     | 15%     |
| 经调整EBITA          |           | -8,035   | -15,137  | -2,051    | -3,706  | -2,905  | -4,952  | -3,574  | -59     | 162     | -2,016  | -138    |
|                   | 利润率       | -7.8%    | -11.4%   | -1.4%     | -12.7%  | -9.2%   | -13.1%  | -10.6%  | -0.2%   | 0.5%    | -5.1%   | -0.4%   |
| <b>云智能集团</b>      |           |          |          |           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入                |           | 106,432  | 118,028  | 158,132   | 26,549  | 29,610  | 31,742  | 30,127  | 33,398  | 39,824  | 43,284  | 41,626  |
|                   | YoY       | 3%       | 11%      | 34.0%     | 6%      | 7%      | 13%     | 18%     | 26%     | 34%     | 36%     | 38%     |
|                   | 占比        | 11%      | 12%      | 15%       | 11%     | 13%     | 11%     | 13%     | 13%     | 16%     | 15%     | 17%     |
| 经调整EBITA          |           | 5,592    | 10,556   | 14,265    | 2,337   | 2,661   | 3,138   | 2,420   | 2,954   | 3,604   | 3,911   | 3,796   |
|                   | 利润率       | 5%       | 9%       | 9.0%      | 8.8%    | 9.0%    | 9.9%    | 8.0%    | 8.8%    | 9.0%    | 9.0%    | 9.1%    |
| <b>所有其他</b>       |           |          |          |           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入                |           | 338,347  | 254,367  | 254,367   | 81,354  | 84,483  | 89,234  | 83,276  | 58,599  | 62,969  | 67,340  | 65,459  |
|                   | YoY       |          | -24.8%   |           |         |         |         |         | -28.0%  | -25%    | -25%    | -21%    |
|                   | 占比        |          | 34%      | 25%       | 33%     | 36%     | 32%     | 35%     | 24%     | 25%     | 24%     | 27%     |
| 经调整EBITA          |           | -9,499   | -35,737  | -35,737   | -1,077  | -1,833  | -3,176  | -3,413  | -1,415  | -3,370  | -9,792  | -21,160 |
|                   | 利润率       |          | -3%      | -14%      | -1.3%   | -2.2%   | -3.6%   | -4.1%   | -2.4%   | -5.4%   | -14.5%  | -32.3%  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 中国电商集团：电商表现稳健，外卖亏损继续收窄

**收入端：**FY26Q4 中国电商集团收入 1220 亿元，同比+6%；电商 CMR 收入同比+1%，若剔除本季度营销发展计划会计处理调整带来的收入冲减影响，同口径 CMR 同比+8%。即时零售收入 200 亿元，同比+57%，笔单价环比持续提升，主要受益于订单结构优化。

**利润端：**FY26Q4 中国电商集团经调整 EBITA 为 240 亿元，同比-40%，主要由于对即时零售、用户体验以及科技投入增加所致。若剔除即时零售业务亏损影响，中国电商集团 EBITA 整体同比保持稳定。我们预计即时零售整体亏损约 176 亿元，假设 Q1 日均单量 6500 万，单均亏损约 3.0 元，环比改善 0.1 元。公司表示，即时零售 UE 持续改善，驱动因素包括物流效率优化、订单结构优化以及 AOV 提升，并有信心在 FY27 结束前实现月度单客 UE 转正；中长期看，在当前规模与市场份额基础上，公司具备实现即时零售整体盈利的能力。

## 云计算：外部云收入增速达 40%，MaaS ARR 突破 80 亿元

FY26Q4 阿里云外部收入同比增长 40%，AI 相关产品收入达到 90 亿元，占阿里云外部收入比例达到 30%，对应年化收入规模约 360 亿元。管理层预计未来一年 AI 相关产品收入占阿里云外部收入比例将突破 50%，并带动阿里云外部商业化收入在 40% 增速基础上继续加速。

MaaS 方面，目前 ARR 已突破 80 亿元，收入主要包括百炼 MaaS 平台 API 调用收入及 AI Native 软件订阅收入，目前仍以百炼平台 MaaS API 收入为主，且以阿里自研模型贡献为主。管理层预计 6 月季度包含百炼平台在内的模型与应用服务 ARR 将突破 100 亿元，年底有望突破 300 亿元。

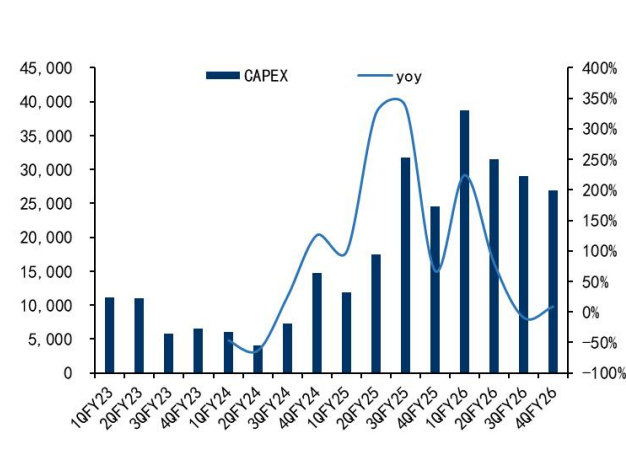
利润端：FY26Q4 云业务经调整 EBITA 利润率维持在 9.1%，整体保持稳定。管理层表示，当前优先级仍是增长，包括用户规模、Token 消耗、市场份额和领先地位；但 MaaS 业务本身具备较高毛利率，随着推理优化带动单卡 Token 产能提升，以及平头哥自研 AI 芯片持续放量，未来 1-2 年阿里云毛利率有望出现较明显提升。

图4：阿里巴巴季度云业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：阿里巴巴 CAPEX 及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ AI 布局进展

1) **模型**：4 月以来，公司推出 Qwen3.6-Plus 及 Qwen3.6-Max-Preview，其中 Max 版本重点强化 Agentic Coding、复杂推理与多工具协同能力；多模态方面，公司还推出 Qwen3.5-Omni、Qwen-Image 2.0 及视频生成模型 Happy Horse，持续强化音频、视频、图像生成与编辑能力。

### 2) 应用：

➢ **千问**：已经全面接入淘宝天猫等电商服务能力。

3) **硬件**：平头哥自研 AI 芯片已实现规模化量产，超过 60% 的算力服务于外部商

业化客户，覆盖互联网金融、自动驾驶等场景。目前自研芯片在阿里云内部部署占比仍较低，主要受国内半导体产能限制影响；未来随着 GPU、CPU、存储、网络等全栈自研芯片渗透率提升，对公司整体毛利率改善的贡献有望较为显著。

**图6：阿里模型发布进程**

| 日期         | 事件类型 | 事件   | 模型类型            |
|------------|------|--|-----------------|
| 2025/1/9   | 产品发布 | 发布万相2.1视频生成模型  | 视觉模型            |
| 2025/1/29  | 产品发布 | 发布Qwen2.5-Max  | 文本模型            |
| 2025/2/9   | 模型整合 | 百炼平台整合 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1   |                 |
| 2025/2/25  | 开源   | 开源万相2.1  | 视觉模型            |
| 2025/3/6   | 开源   | 开源推理模型QwQ-32B  | 推理模型            |
| 2025/3/27  | 开源   | 开源全模态模型Qwen2.5-Omni-7B   | 全模态模型           |
| 2025/4/17  | 开源   | 开源Wan2.1-FLV2V-14B（万相2.1收尾帧生视频模型）  | 视觉模型            |
| 2025/4/29  | 产品发布 | 发布国内首个混合推理模型Qwen3  | 文本模型            |
| 2025/5/1   | 开源   | 开源更小尺寸的全模态模型Qwen2.5-Omni-3B  | 全模态模型           |
| 2025/6/6   | 产品发布 | 发布Qwen3-Embedding系列模型  | 文本表征与排序模型       |
| 2025/6/16  | 开源   | 开源 Qwen3 全系列 32 款 MLX量化模型  |                 |
| 2025/6/27  | 开源   | 推出 多模态统一理解与生成模型Qwen VL0  | 多模态模型           |
| 2025/7/22  | 开源   | 推出 Qwen3-235B-A22B 非思考模式（Non-thinking）的更新版本，命名为Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507 | 文本模型            |
| 2025/7/23  | 开源   | 发布 Qwen3-Coder   | 代码模型            |
| 2025/7/25  | 开源   | 推出Qwen3-235B-A22B 思考模型升级版：Qwen3-235B-A22B-Thinking-2507                      | 推理模型            |
| 2025/8/5   | 开源   | 文生图模型Qwen-Image  | 文生图模型           |
| 2025/9/25  | 开源   | 发布旗舰模型Qwen3-Max  | 文本模型            |
| 2025/9/25  | 开源   | 发布基础模型架构Qwen3-Next   | 文本模型            |
| 2025/9/25  | 升级   | 编程模型Qwen3-Coder升级  | 编程模型            |
| 2025/9/25  | 开源   | 开源视觉理解模型Qwen3-VL   | 视觉模型            |
| 2025/9/25  | 开源   | 发布全模态大模型Qwen3-Omni   | 多模态模型           |
| 2025/9/25  | 开源   | 发布多模态视觉创作模型通义万相Wan2.5 Preview  | 视觉模型            |
| 2025/9/25  | 开源   | 发布语音大模型通义百聆  | 语音模型            |
| 2025/10/15 | 升级   | 推出Qwen3-VL系列新模型：4B&8B稠密模型  | 视觉模型            |
| 2025/11/5  | 开源   | 推出AgentScope1.0更新版本：新增开源智能体Alias-Agent、Data-Juicer Agent                     |                 |
| 2025/12/11 | 升级   | Qwen3-Omni-Flash版本升级   | 多模态模型           |
| 2025/12/31 | 开源   | 开源新一代图像生成模型Qwen-Image-2512   | 图像生成模型          |
| 2026/1/8   | 开源   | Qwen3-VL-Embedding&Reranker开源  | 多模态模型           |
| 2026/1/26  | 模型发布 | Qwen3-Max-Thinking   |                 |
| 2026/2/10  | 模型发布 | Qwen-Image-2.0发布   | 图像生成模型          |
| 2026/2/16  | 开源   | 原生视觉语言模型Qwen3.5-397B-A17B 开源   | 多模态模型           |
| 2026/3/30  | 模型发布 | 全模态大模型Qwen3.5-Omni 发布  | 全模态大模型          |
| 2026/4/1   | 模型发布 | 图像生成与编辑统一模型Wan2.7-Image发布  | 图像生成与编辑统一模型     |
| 2026/4/2   | 模型发布 | 发布Qwen3.6-Plus   |                 |
| 2026/4/7   | 模型发布 | 发布 Wan2.7-Video  | 视频生成模型          |
| 2026/4/17  | 模型发布 | 发布 Qwen3.6-Max-Preview,  | 文本/智能体/代码模型     |
| 2026/4/17  | 开源   | 开源 Qwen3.6-35B-A3B   | 开源 MoE/代码/多模态模型 |
| 2026/4/24  | 开源   | 开源 Qwen3.6-27B 稠密模型  | 开源稠密/代码模型       |
| 2026/4/27  | 产品发布 | HappyHorse 1.0 开放有限测试  | 视频生成/视频编辑模型     |

资料来源：通义千问、国信证券经济研究所整理及预测

## 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       |                |                |                |                | 利润表(百万元)            |                |                |                 |                 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
|                  | FY2026         | FY2027E        | FY2028E        | FY2029E        |                     | FY2026         | FY2027E        | FY2028E         | FY2029E         |
| 现金及现金等价物         | 131530         | 168008         | 203180         | 275673         | <b>营业收入</b>         | <b>1023670</b> | <b>1131744</b> | <b>1291264</b>  | <b>1486295</b>  |
| 应收款项             | 251837         | 278425         | 317669         | 365649         | 营业成本                | 616136         | 669619         | 762877          | 876914          |
| 存货净额             | 0              | 0              | 0              | 0              | 营业税金及附加             | 0              | 0              | 0               | 0               |
| 其他流动资产           | 227402         | 231840         | 249513         | 269311         | 销售费用                | 144021         | 267558         | 277619          | 293988          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>610769</b>  | <b>678273</b>  | <b>770362</b>  | <b>910633</b>  | 管理费用                | 114894         | 153282         | 163983          | 180161          |
| 固定资产             | 282699         | 226159         | 169619         | 113080         | 财务费用                | (11163)        | 16989          | 17911           | (11163)         |
| 无形资产及其他          | 264361         | 220301         | 183584         | 152987         | 投资收益                | 0              | 2785           | 2785            | 2785            |
| 投资性房地产           | 94996          | 94996          | 94996          | 94996          | 资产减值及公允价值变动         | (6336)         | 0              | 0               | 0               |
| 长期股权投资           | 656745         | 746503         | 836261         | 926019         | 其他收入                | (14544)        | 60585          | 34195           | 4757            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1909570</b> | <b>1966232</b> | <b>2054823</b> | <b>2197715</b> | 营业利润                | 138902         | 87667          | 105854          | 153937          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 28224          | 29635          | 31117          | 32673          | 营业外净收支              | (9515)         | 1518           | 1518            | 1518            |
| 应付款项             | 10630          | 10121          | 11660          | 13543          | <b>利润总额</b>         | <b>129387</b>  | <b>89185</b>   | <b>107372</b>   | <b>155455</b>   |
| 其他流动负债           | 437544         | 486995         | 546704         | 621832         | 所得税费用               | 30045          | 17837          | 21474           | 31091           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>476398</b>  | <b>526750</b>  | <b>589481</b>  | <b>668047</b>  | 少数股东损益              | (1465)         | 853            | (942)           | (10099)         |
| 长期借款及应付债券        | 231772         | 162238         | 97704          | 33170          | <b>经调整归属于母公司净利润</b> | <b>60658</b>   | <b>90210</b>   | <b>117942</b>   | <b>147477</b>   |
| 其他长期负债           | 75130          | 79626          | 84122          | 88618          |                     |                |                |                 |                 |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>306902</b>  | <b>241864</b>  | <b>181826</b>  | <b>121788</b>  |                     |                |                |                 |                 |
| <b>负债合计</b>      | <b>783300</b>  | <b>768614</b>  | <b>771307</b>  | <b>789835</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b>   | <b>FY2026</b>  | <b>FY2027E</b> | <b>FY2028E</b>  | <b>FY2029E</b>  |
| 少数股东权益           | 57539          | 58392          | 57450          | 47351          | <b>净利润</b>          | <b>60658</b>   | <b>90210</b>   | <b>117942</b>   | <b>147477</b>   |
| 股东权益             | 1068731        | 1139226        | 1226066        | 1360529        | 资产减值准备              | 0              | 0              | 0               | 0               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1909570</b> | <b>1966232</b> | <b>2054823</b> | <b>2197715</b> | 折旧摊销                | (14295)        | 100600         | 93257           | 87137           |
|                  |                |                |                |                | 公允价值变动损失            | 6336           | 0              | 0               | 0               |
|                  |                |                |                |                | 财务费用                | (11163)        | 16989          | 17911           | (11163)         |
|                  |                |                |                |                | 营运资本变动              | (19598)        | 22411          | 19950           | 25517           |
|                  |                |                |                |                | 其它                  | 43781          | (18862)        | (32044)         | (23113)         |
|                  |                |                |                |                | <b>经营活动现金流</b>      | <b>76882</b>   | <b>194359</b>  | <b>199104</b>   | <b>237018</b>   |
|                  |                |                |                |                | 资本开支                | (45216)        | 0              | 0               | 0               |
|                  |                |                |                |                | 其它投资现金流             | 97242          | 0              | (11122)         | (11789)         |
|                  |                |                |                |                | <b>投资活动现金流</b>      | <b>(37732)</b> | <b>(89758)</b> | <b>(100880)</b> | <b>(101547)</b> |
|                  |                |                |                |                | 权益性融资               | 0              | 0              | 0               | 0               |
|                  |                |                |                |                | 负债净变化               | 23631          | (5000)         | 0               | 0               |
|                  |                |                |                |                | 支付股利                | 0              | 0              | 0               | 0               |
|                  |                |                |                |                | 其它融资现金流             | 28699          | 1411           | 1482            | 1556            |
|                  |                |                |                |                | <b>融资活动现金流</b>      | <b>(53107)</b> | <b>(68123)</b> | <b>(63052)</b>  | <b>(62978)</b>  |
|                  |                |                |                |                | <b>现金净变动</b>        | <b>(13957)</b> | <b>36478</b>   | <b>35172</b>    | <b>72492</b>    |
|                  |                |                |                |                | 货币资金的期初余额           | 145487         | 131530         | 168008          | 203180          |
|                  |                |                |                |                | 货币资金的期末余额           | 131530         | 168008         | 203180          | 275673          |
|                  |                |                |                |                | 企业自由现金流             | 66711          | 146056         | 166776          | 200085          |
|                  |                |                |                |                | 权益自由现金流             | 127612         | 128876         | 153929          | 210572          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                     |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上    |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上    |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点      |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上  |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上  |
|  |            |      |                        |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032