

阿里巴巴-W (09988.HK)

云和 AI 加速，MaaS 重构盈利

阿里巴巴发布 2026 年 3 月季度业绩。阿里巴巴 FY2026Q4 财季（截至 2026 年 3 月季度）录得总收入 2434 亿元，同比增长 3%。本季 non-GAAP 归母净利润约 15 亿元，同比下降 95%。按业务条线看：

1) 中国电商录得 1222 亿元收入，同比增长 6%；经调整 EBITA 约 240 亿元，同比下降 40%。其中，即时零售收入 200 亿元，同比增长 57%。电商收入 963 亿元，同比下降 1%。2) 国际商业录得 354 亿元收入，同比增长 6%；经调整 EBITA -1 亿元，亏损同比收窄 96%。3) 阿里云录得 416 亿元收入，同比增速进一步提升至 38%；经调整 EBITA 约 38 亿元，同比增长 57%。4) 所有其他业务录得收入 655 亿元，同比下降 21%；经调整 EBITA -212 亿元，亏损同比扩大 520%。

电商业务重回增长轨道，即时零售 UE 与笔单价持续优化。本季度客户管理收入同比增长 1%，若不考虑新营销发展计划对收入的冲减，则客户管理收入同比增长 8%。即时零售方面，公司在保持订单规模的同时，通过物流效率的提升、订单结构的方式优化 UE。随着 AOV 的上涨，公司有信心在 2027 财年前实现 UE 转正。

坚定投入云业务，MaaS 业务 ARR 预计 2027 财年底达 300 亿。本季度阿里云收入同比增速达 38%，主要得益于公有云业务收入的增长。其中，AI 相关产品收入达 90 亿元，实现连续 11 个季度三位数同比增长，在外部云收入比重中已达 30%。管理层在业绩会上提到：1) 预计模型和应用服务（主要为百炼 MaaS 平台，其次是 AI 原生软件）的 ARR 将在 6 月季度超 100 亿元，并在年底前达 300 亿元。MaaS 毛利率高于 IaaS 服务，有望驱动整体毛利率结构的优化。2) 阿里云业务规模增长的优先级高于利润率的增长，未来在数据中心的投入会远超过去提到的 3 年 3800 亿元的目标。

重申“买入”评级。我们看好 1) 阿里云业务的高速增长及盈利结构的持续优化；2) 即时零售 UE 的改善。考虑到公司未来将加大对数据中心的投入力度，我们预计公司 2027-2029 财年收入为 11285/12401/13695 亿元；non-GAAP 归母净利 926/1368/1895 亿元。基于国内电商 10x 2027e P/E、云计算 40x 2027e P/E、国际商业 1x 2027e P/S、其他业务 2x 2027e P/S，我们给予公司 (9988.HK) 200 港元/(BABA.N) 204 美元目标价，重申“买入”评级。

风险提示：电商需求不及预期、阿里云变现不及预期、闪购减亏不及预期。

财务指标	2025A	2026A	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万元)	996,347	1,023,670	1,128,462	1,240,099	1,369,504
增长率 YoY(%)	6%	3%	10%	10%	10%
调整后归母净利润(百万元)	157,940	64,359	92,550	136,786	189,463
增长率 YoY(%)	0%	-59%	44%	48%	39%
EPS 最新摊薄 (元/股)	8.2	3.3	4.8	7.1	9.8
净资产收益率(%)	13%	10%	6%	9%	11%
P/E(倍)	14.1	34.4	24.0	16.2	11.7
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

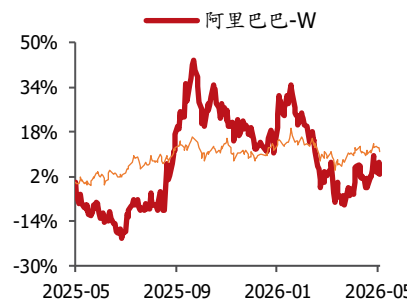
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 05 月 15 日收盘价，年度为财年口径，利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 15 日收盘价 (港元)	132.30
总市值 (百万港元)	2,539,155.04
总股本 (百万股)	19,192.40
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	81.83

股价走势



作者

分析师 夏君
执业证书编号：S0680519100004
邮箱：xiajun@gszq.com
分析师 刘玲
执业证书编号：S0680524070003
邮箱：liuling3@gszq.com
研究助理 焦安东
执业证书编号：S0680125090014
邮箱：jiaoadong@gszq.com

相关研究

- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：持续战略投入，重构 AI 矩阵》 2026-03-23
- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：闪购减亏在即，AI 叙事持续铺开》 2025-11-27
- 《阿里巴巴-W (09988.HK)：即时零售打造协同，阿里云望持续提速》 2025-08-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2025	FY2026	FY2027e	FY2028e	FY2029e
流动资产	674,049	610,769	580,722	559,374	587,087
现金	145,487	131,530	117,741	68,928	64,806
应收账款	202,175	251,837	277,617	305,082	336,917
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	326,387	227,402	185,364	185,364	185,364
非流动资产	1,130,178	1,298,801	1,428,457	1,562,617	1,703,250
长期投资	356,818	449,942	488,936	527,930	566,924
固定资产	203,348	282,699	364,708	449,055	537,203
无形资产	20,911	16,983	12,090	8,727	6,387
其他非流动资产	549,101	549,177	562,724	576,905	592,736
资产总计	1,804,227	1,909,570	2,009,179	2,121,991	2,290,337
流动负债	435,346	476,398	544,057	585,325	630,835
短期借款	22,562	28,224	37,334	46,444	55,554
应付账款	332,537	359,893	408,077	434,542	464,499
其他流动负债	80,247	88,281	98,646	104,338	110,782
非流动负债	278,775	306,902	306,902	306,902	306,902
长期借款	49,909	47,450	47,450	47,450	47,450
其他非流动负债	193,032	192,615	192,615	192,615	192,615
负债合计	714,121	783,300	850,959	892,227	937,737
少数股东权益	68,535	57,539	65,435	73,331	81,227
法定储备	15,936	16,628	16,628	16,628	16,628
资本公积	381,379	385,086	347,757	311,681	277,058
未分配利润	645,478	708,382	769,766	869,490	1,019,052
归属母公司股东权益	1,021,571	1,068,731	1,092,785	1,156,433	1,271,373
负债和股东权益	1,804,227	1,909,570	2,009,179	2,121,991	2,290,337

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2025	FY2026	FY2027e	FY2028e	FY2029e
经营活动现金流	163,509	76,213	129,227	146,242	200,931
净利润	125,976	105,904	69,280	107,620	157,459
折旧摊销	42,459	45,216	52,884	59,016	64,191
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-29,253	-28,652	-28,652	-28,652	-28,652
营运资金变动	-23,988	-24,791	23,044	-5,666	-7,444
其他经营现金流	48,315	-21,464	12,671	13,924	15,377
投资活动现金流	-185,415	-67,336	-144,164	-154,164	-164,164
资本支出	-85,972	-120,000	-130,000	-140,000	-150,000
长期投资	-2,302	-3,822	-3,822	-3,822	-3,822
其他投资现金流	-97,141	56,486	-10,342	-10,342	-10,342
筹资活动现金流	-76,215	-20,573	-40,890	-40,890	-40,890
新增短期借款	52,788	52,788	52,788	52,788	52,788
偿还短期借款	-43,678	-43,678	-43,678	-43,678	-43,678
发行股份所得	10	0	0	0	0
回购股份	-86,662	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000
其他筹资现金流	1,327	20,317	0	0	0
现金净增加额	-97,156	-15,700	-55,827	-48,812	-4,123

利润表 (百万元)

会计年度	FY2025	FY2026	FY2027e	FY2028e	FY2029e
营业收入	996,347	1,023,670	1,128,462	1,240,099	1,369,504
营业成本	598,285	616,136	698,628	743,935	795,221
研发费用	57,151	66,533	87,897	96,592	106,671
销售费用	144,021	245,023	233,449	231,709	228,461
管理费用	44,239	33,082	46,130	50,693	55,983
无形资产摊销	6,336	5,079	12,078	13,273	14,658
资产减值损失	-6,171	-9,515	0	0	0
营业利润	140,144	48,302	50,281	103,896	168,509
其他损益	24,146	89,030	35,375	31,927	19,724
利息费用	9,596	9,793	10,255	10,717	11,179
利润总额	154,694	127,539	75,400	125,107	177,054
所得税	35,445	30,045	17,241	28,606	43,381
权益法投资损益	5,966	2,785	3,224	3,224	3,224
净利润	125,215	100,279	61,384	99,724	136,898
少数股东及其他亏损	-3,494	-3,777	-7,896	-7,896	-7,896
归属母公司净利润	128,709	104,056	69,280	107,620	144,794
调整后 EBITA	173,065	76,416	75,030	131,094	198,544
Non-GAAP 归母净利润	157,940	64,359	92,550	136,786	189,463
Non-GAAP EPS (元/股)	8.2	3.3	4.8	7.1	9.8

主要财务比率

会计年度	FY2025	FY2026	FY2027e	FY2028e	FY2029e
成长能力					
营业收入(%)	6	3	10	10	10
营业利润(%)	24	-64	0	107	62
归属于母公司净利润(%)	0	-59	44	48	39
获利能力					
毛利率(%)	40	40	38	40	42
净利率(%)	16	6	8	11	14
ROE(%)	13	10	6	9	11
ROIC(%)	9	3	3	6	9
偿债能力					
资产负债率(%)	40	41	42	42	41
净负债比率(%)	5	6	8	12	12
流动比率	2	1	1	1	1
速动比率	2	1	1	1	1
营运能力					
总资产周转率	1	1	1	1	1
应收账款周转率	6	5	4	4	4
应付账款周转率	116	111	131	140	150
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	8.2	3.3	4.8	7.1	9.8
每股经营现金流(最新摊薄)	8.5	4.0	6.7	7.6	10.4
每股净资产(最新摊薄)	52.9	55.6	56.6	59.9	65.8
估值比率					
P/E	14.1	34.4	24.0	16.2	11.7
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
P/S	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 15 日收盘价, 年度为财年口径, 利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

图表1: 阿里巴巴核心财务预测: 年度

财年	FY2025	FY2026	FY2027e	FY2028e	FY2029e
收入 (百万元)	996,347	1,023,670	1,128,462	1,240,099	1,369,504
1、中国电商集团	508,380	554,217	573,927	588,674	609,386
2、阿里国际数字商业集团	132,300	144,170	151,482	157,532	162,542
3、云智能集团	118,028	158,132	221,385	298,869	388,530
4、所有其他	338,347	254,367	267,085	280,440	294,462
收入增速	6%	3%	10%	10%	10%
1、中国电商集团		9%	4%	3%	4%
2、阿里国际数字商业集团	29%	9%	5%	4%	3%
3、云智能集团	11%	34%	40%	35%	30%
4、所有其他		-25%	5%	5%	5%
调整后 EBITA (百万元)	173,065	76,416	75,030	131,094	198,544
1、中国电商集团	193,223	107,509	117,830	137,912	162,283
2、阿里国际数字商业集团	-15,137	-2,051	937	3,495	6,207
3、云智能集团	10,556	14,265	23,055	37,101	56,002
4、所有其他	-9,499	-35,737	-61,168	-41,791	-20,323
调整后 EBITA 利润率	17%	7%	7%	11%	14%
1、中国电商集团	38%	19%	21%	23%	27%
2、阿里国际数字商业集团	-11%	-1%	1%	2%	4%
3、云智能集团	9%	9%	10%	12%	14%
4、所有其他	-3%	-14%	-23%	-15%	-7%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	157,940	64,359	92,550	136,786	189,463
non-GAAP 归母净利率	16%	6%	8%	11%	14%
non-GAAP EPS (元/股)	8.2	3.3	4.8	7.1	9.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 阿里巴巴核心财务预测: 季度

财季	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4	FY27Q1e	FY27Q2e	FY27Q3e	FY27Q4e
收入 (百万元)	247,652	247,795	284,843	243,380	268,307	274,615	316,485	269,056
1、中国电商集团	140,072	132,578	159,347	122,220	144,776	137,493	165,385	126,272
2、阿里国际数字商业集团	34,741	34,799	39,201	35,429	36,598	36,604	41,150	37,129
3、云智能集团	33,398	39,824	43,284	41,626	46,757	55,754	60,598	58,276
4、所有其他	58,599	62,969	67,340	65,459	61,529	66,117	70,707	68,732
收入增速	2%	5%	2%	3%	8%	11%	11%	11%
1、中国电商集团	10%	16%	6%	6%	3%	4%	4%	3%
2、阿里国际数字商业集团	19%	10%	4%	6%	5%	5%	5%	5%
3、云智能集团	26%	34%	36%	38%	40%	40%	40%	40%
4、所有其他	-28%	-25%	-25%	-21%	5%	5%	5%	5%
调整后 EBITA (百万元)	38,844	9,073	23,397	5,102	15,539	16,353	24,281	18,856
1、中国电商集团	38,389	10,497	34,613	24,010	28,441	27,835	34,474	27,079
2、阿里国际数字商业集团	-59	162	-2,016	-138	4	150	334	449
3、云智能集团	2,954	3,604	3,911	3,796	4,498	5,642	6,435	6,480
4、所有其他	-1,415	-3,370	-9,792	-21,160	-15,998	-15,868	-15,556	-13,746
调整后 EBITA 利润率	16%	4%	8%					
1、中国电商集团	27%	8%	22%	20%	20%	20%	21%	21%
2、阿里国际数字商业集团	0%	0%	-5%	0%	0%	0%	1%	1%
3、云智能集团	9%	9%	9%	9%	10%	10%	11%	11%
4、所有其他	-2%	-5%	-15%	-32%	-26%	-24%	-22%	-20%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	35,291	10,450	17,112	1,506	20,920	22,982	26,992	21,657
non-GAAP 归母净利率	14%	4%	6%	1%	8%	8%	9%	8%
non-GAAP EPS (元/股)	1.8	0.5	0.9	0.1	1.1	1.2	1.4	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com