

阿里巴巴-W (09988.HK)

FY2026Q4 季报点评: AI 投入加大, 商业化
回报周期开启

买入 (维持)

2026 年 05 月 18 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

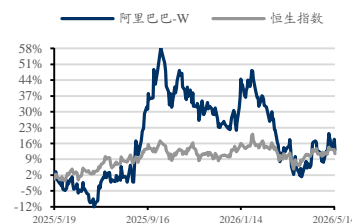
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业总收入 (百万元)	996,347	1,023,670	1,136,786	1,275,473	1,403,021
同比 (%)	5.86	2.74	11.05	12.20	10.00
归母净利润 (百万元)	129,470	105,904	102,546	124,061	157,076
同比 (%)	62.62	(20.38)	(3.17)	20.98	26.61
Non-GAAP 净利润 (百万元)	158,122	60,658	105,291	138,354	183,631
同比 (%)	0.41	(61.64)	73.58	31.40	32.73
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.75	5.52	5.34	6.46	8.18
P/E (现价&最新摊薄)	17.06	20.86	21.54	17.81	14.06
PE (Non-GAAP)	13.97	36.42	20.98	15.97	12.03

股价走势



投资要点

- **营收不及预期, 利润承压显著:** FY26Q4 公司实现收入 2433.8 亿元, 同比增长 3%, 低于一致预期的 2465.1 亿元; Non-GAAP 净利润为 0.86 亿元, 同比下降 100%, 低于一致预期的 150.8 亿元, 主要由于公司持续加大 AI 基础设施、即时零售及其他技术业务等战略方向投入。
- **主业稳健增长, AI 赋能平台效率提升:** FY26Q4 中国电商集团收入同比增长 6% 至 1222.2 亿元, 其中客户管理收入 (CMR) 为 730.2 亿元, 同比增长仅 1%, 增速较低主要受到 FY26Q4 营销发展计划会计处理调整影响, 若剔除该计划带来的收入冲减影响, 同口径 CMR 同比增长 8%。FY26Q4 中国电商集团经调整 EBITA 为 240.1 亿元, 同比下降 40%, 经调整 EBITA Margin 为 19.6%。公司持续推进 AI 能力与电商场景融合, 提升消费者与商家体验。
- **跨境业务接近盈亏平衡, AI 商业化进一步明确:** FY26Q4 阿里国际数字商业集团收入同比增长 6% 至人民币 354.3 亿元, Adj-EBITA Margin 为 -0.4%, 接近盈亏平衡, 主要受益于物流优化和运营效率提升。同期, 云智能集团收入同比增长 38% 至人民币 416.3 亿元, 保持高景气增长, Adj-EBITA Margin 为 9.1%; 其中外部商业化收入同比增长 40%, 主要由公共云业务收入增长驱动。FY26Q4 AI 相关产品收入达到 89.7 亿元, 继续保持强劲增长, 并实现连续第十一个季度三位数同比增长。我们认为, 随着 AI Coding、企业智能体和复杂任务 Agent 需求增长, 阿里云有望进入收入加速和毛利率改善的商业化回报周期。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑短期投入与利润释放节奏, 我们将 FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 105,395/138,448 百万元小幅下调为 105,291/138,354 百万元, 新增 FY2029 的 Non-GAAP 净利润预测为 183,631 百万元, 对应 PE (Non-GAAP) 为 20.98/15.97/12.03 倍 (港币/人民币=0.87, 2026 年 5 月 15 日), 考虑中长期云与 AI 商业化仍是公司最核心的成长主线, 收入增长与利润率改善空间明确, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 即时零售 UE 改善不及预期, AI 商业化不及预期。

市场数据

收盘价(港元)	132.30
一年最低/最高价	101.80/186.20
市净率(倍)	2.07
港股流通市值(百万港元)	2,217,698.02

基础数据

每股净资产(元)	55.85
资产负债率(%)	41.02
总股本(百万股)	19,192.40
流通股本(百万股)	19,192.40

相关研究

- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2026Q3 季报点评: 业绩不及市场预期, 云与 AI 继续加速》
2026-03-22
- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2026Q3 业绩前瞻: 闪购投入延续加码, AI 云保持快速增长》
2026-01-20

内容目录

1. 营收不及预期，利润承压显著	4
2. 主业稳健增长，AI 赋能平台效率提升	5
2.1. 客户管理收入增速较低，剔除口径影响后增长更稳健	5
2.2. 即时零售高增延续，单位经济效益持续改善	5
3. 跨境业务接近盈亏平衡，AI 商业化进一步明确	6
3.1. AIDC 亏损大幅收窄，经营效率持续改善	6
3.2. 云智能集团维持高增长，AI 相关收入加速兑现	6
4. 盈利预测与评级	8
5. 风险提示	8

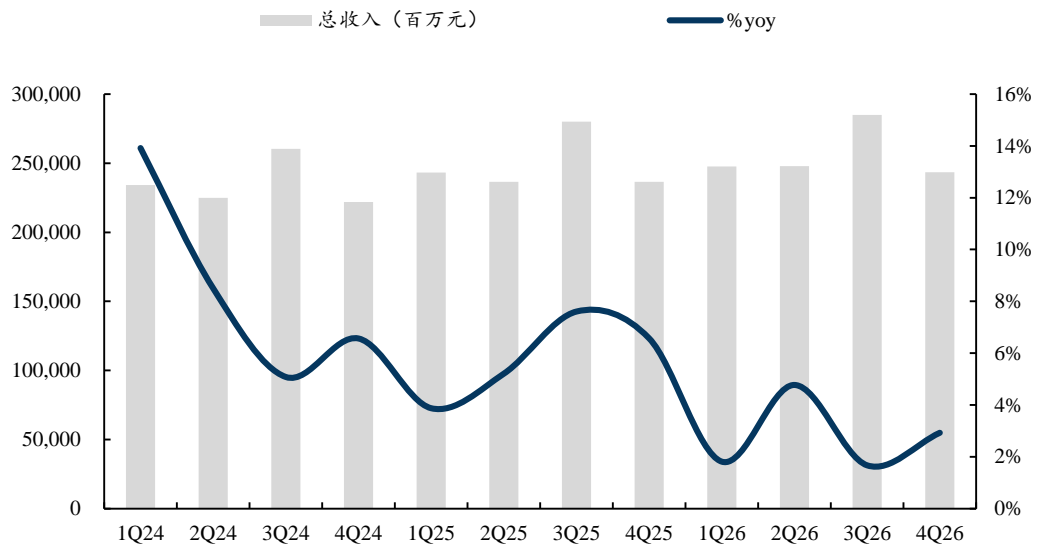
图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况 (百万元)	4
图 2: 公司季度 Non-GAAP 净利润变化 (百万元)	4
图 3: 公司营收构成.....	4
图 4: 公司客户管理收入季度变化情况 (百万元)	5
图 5: 国际数字商业业务营收基本情况 (百万元)	6
图 6: 阿里云业务营收基本情况 (百万元)	7
图 7: 阿里云业务资本开支基本情况 (百万元)	7

1. 营收不及预期，利润承压显著

FY26Q4 公司实现收入 2433.8 亿元，同比增长 3%，低于一致预期的 2465.1 亿元，若不考虑高鑫零售和银泰的已处置收入，同口径收入同比增长将达到 11%；Non-GAAP 净利润为 0.86 亿元，同比下降 100%，低于一致预期的 150.8 亿元。整体来看，FY26Q4 收入端表现平稳，利润端承压显著，主要由于公司持续加大 AI 基础设施、即时零售、技术业务等战略方向投入。

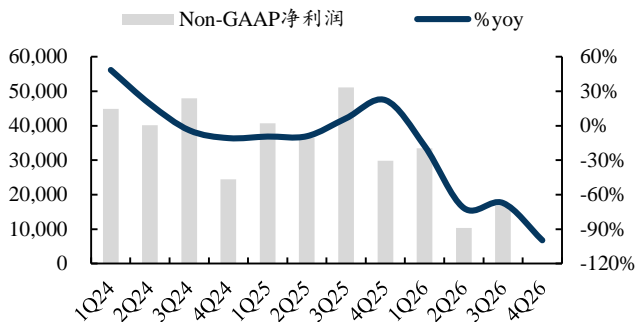
图1: 公司季度收入变化情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

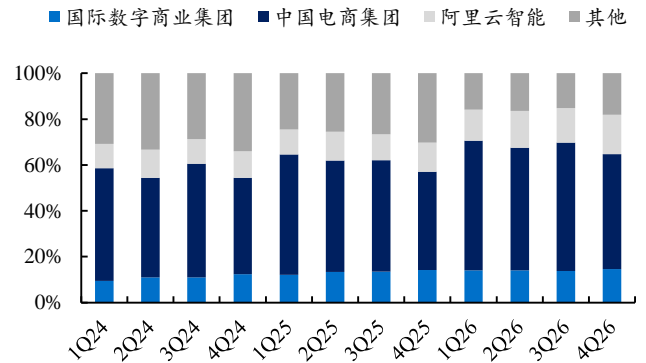
分具体业务看，FY26Q4 公司中国电商集团、国际数字商业集团、云智能集团和其他业务收入（包括未分配和分部间抵消）分别为 1222.2、354.3、416.3、441.1 亿元，同比变动+6%、+6%、+38%、-38%。

图2: 公司季度 Non-GAAP 净利润变化 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司营收构成



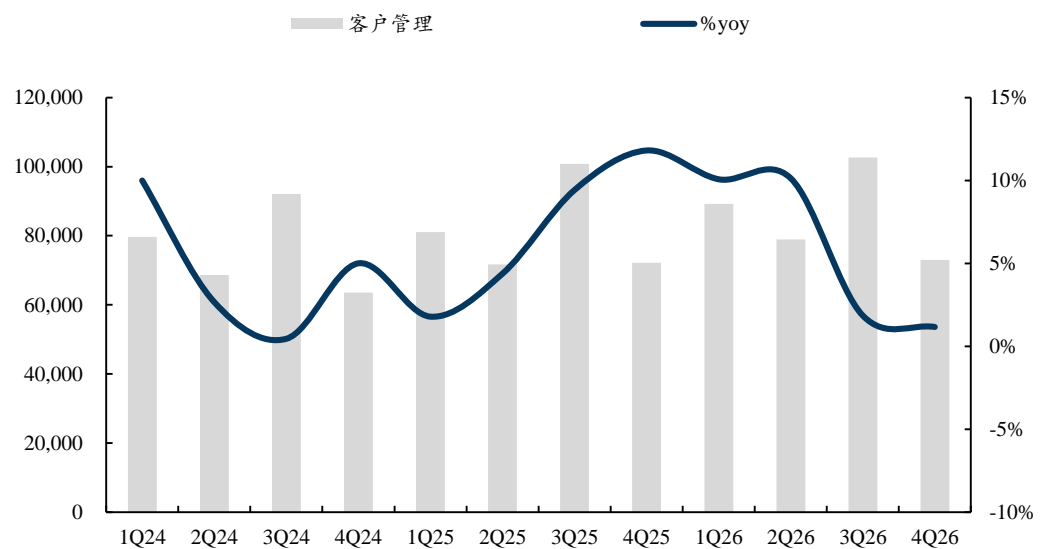
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 主业稳健增长，AI 赋能平台效率提升

2.1. 客户管理收入增速较低，剔除口径影响后增长更稳健

FY26Q4 中国电商集团收入同比增长 6% 至 1222.2 亿元，其中客户管理收入 (CMR) 为 730.2 亿元，同比增长仅 1%，增速较低主要受到 FY26Q4 营销发展计划会计处理调整影响。公司自 FY26Q4 起更新针对部分商家的营销发展计划，将平台补贴与商家在平台上的投入挂钩；受会计处理影响，原本计入销售和市场费用的相关补贴，改为作为客户管理收入的冲减项。若剔除该计划带来的收入冲减影响，同口径 CMR 同比增长 8%。FY26Q4 经调整 EBITA 为 240.1 亿元，同比下降 40%，经调整 EBITA Margin 为 19.6%。公司持续推进 AI 能力与电商场景融合，提升消费者与商家体验。我们认为，AI 与电商的融合不仅有助于提升用户体验和商家效率，也有望在中长期带动广告转化效率、商家投放意愿和平台商业化能力改善。

图4：公司客户管理收入季度变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 即时零售高增延续，单位经济效益持续改善

FY26Q4 即时零售业务收入同比增长 57% 至人民币 199.9 亿元，是中国电商集团中增长最快的业务板块。FY26Q4，即时零售业务继续在扩大规模的同时优化盈利质量，并进一步拓展高客单价餐饮及非食品品类。受益于订单结构优化，业务单位经济效益进一步改善，笔单价环比提升。从经营情况看，经过一年的持续投入，即时零售业务规模 and 市场份额均明显提升。我们认为，即时零售对阿里电商主业的价值并不只体现在收入增量，更重要的是提升高频消费场景、用户活跃度和本地履约能力。随着订单规模提升、履约效率改善及客单价提升，即时零售有望从过去的投入扩张阶段，逐步进入 UE 改善

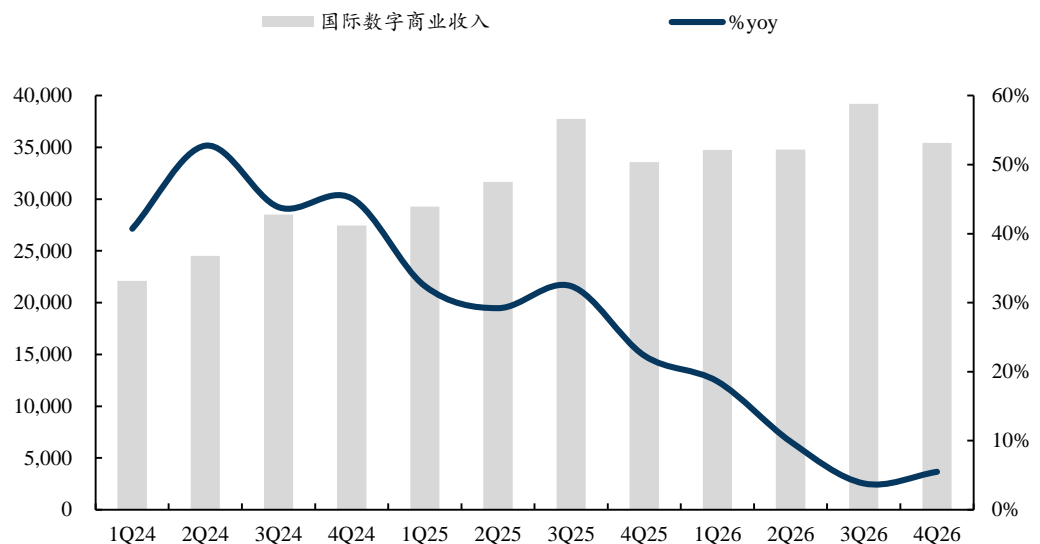
和利润修复阶段。

3. 跨境业务接近盈亏平衡，AI 商业化进一步明确

3.1. AIDC 亏损大幅收窄，经营效率持续改善

FY26Q4 阿里国际数字商业集团收入同比增长 6% 至人民币 354.3 亿元，Adj-EBITA Margin 为 -0.4%，接近盈亏平衡，主要受益于物流优化和运营效率提升。其中，国际零售商业收入 289.2 亿元，同比增长 5%；国际批发商业收入 65.1 亿元，同比增长 9%。从具体业务看，速卖通 Choice 业务单位经济效益环比显著改善，公司将继续发挥阿里生态体系内的供应链优势，持续丰富并多元化产品供给。速卖通“Brand+”计划进一步加速品牌接入，FY26Q4 “Brand+”季度活跃买家渗透率已超过 30%。

图5：国际数字商业业务营收基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

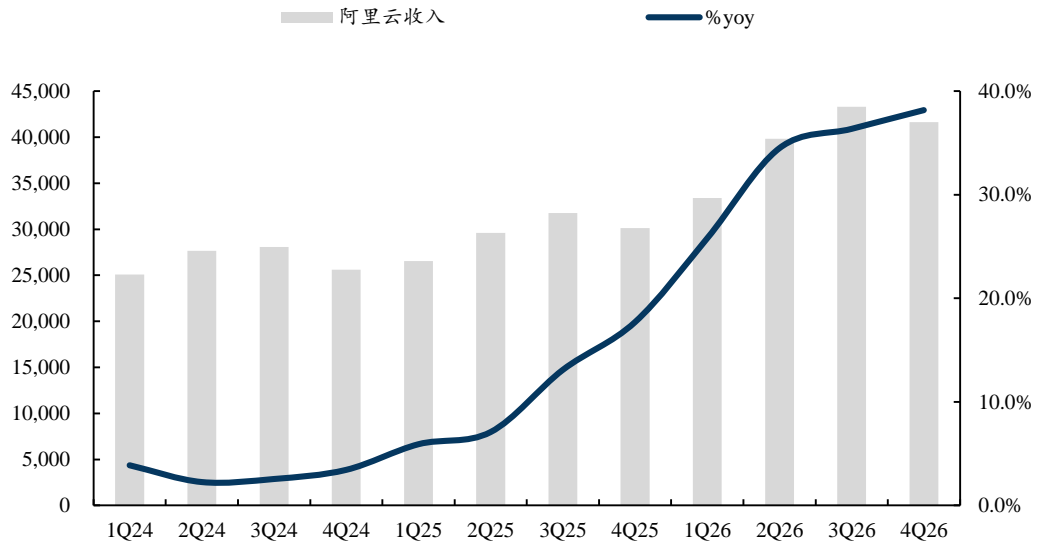
3.2. 云智能集团维持高增长，AI 相关收入加速兑现

FY26Q4 云智能集团收入同比增长 38% 至人民币 416.3 亿元，保持高景气增长，Adj-EBITA Margin 为 9.1%；外部商业化收入同比增长 40%，主要由公有云业务收入增长驱动。FY26Q4 AI 相关产品收入达到 89.7 亿元，继续保持强劲增长，并实现连续第十一个季度三位数同比增长。公司持续推进模型即服务（MaaS）战略，百炼平台客户规模快速扩张。受益于产品矩阵完善与需求增长，2026 年 3 月，百炼平台客户数量同比增长八倍。我们认为，随着 AI Coding、企业智能体和复杂任务 Agent 需求增长，阿里云有望进入收入加速和毛利率改善的商业化回报周期。

FY26Q4 资本开支达 268.9 亿元，同比增长 9.2%，略低于一致预期的 294.3 亿元。

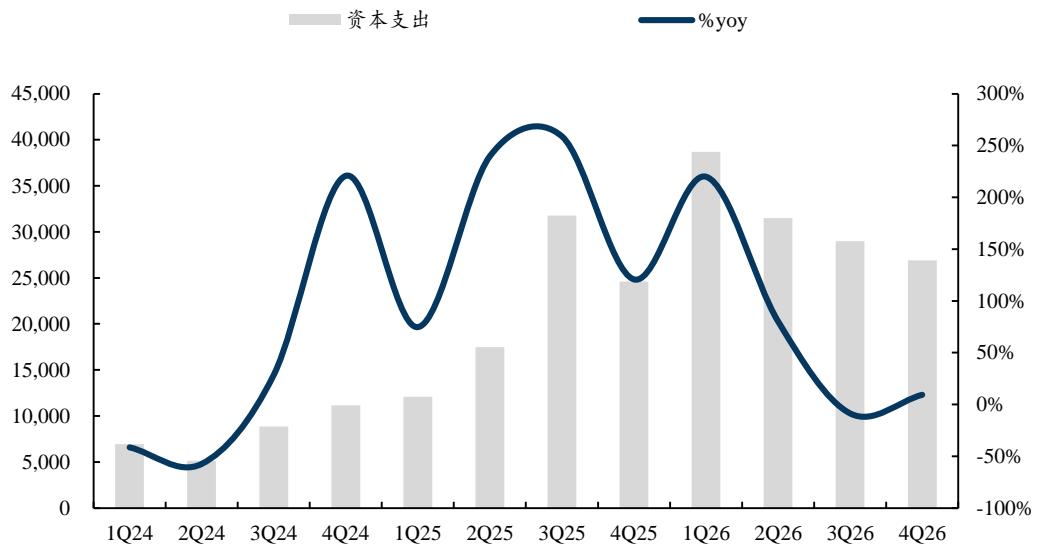
公司在 AI 方面坚定投入，并表示未来两年仍将持续投入 AI。我们认为，阿里当前 AI 投入虽然对短期利润和自由现金流形成拖累，但从商业化角度看，阿里云已经形成从底层 IaaS 算力、MaaS 模型调用到 AI 原生软件的完整变现路径。中长期看，随着 AI 推理需求持续增长、MaaS 收入规模扩大、单卡 Token 产能提升和自研芯片规模化落地，AI 投入有望逐步转化为收入增长和利润率改善。

图6：阿里云业务营收基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：阿里云业务资本开支基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

考虑短期投入与利润释放节奏，我们将 FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 105,395/138,448 百万元小幅下调为 105,291/138,354 百万元，新增 FY2029 的 Non-GAAP 净利润预测为 183,631 百万元，对应 PE (Non-GAAP) 为 20.98/15.97/12.03 倍（港币/人民币=0.87，2026 年 5 月 15 日），考虑中长期云与 AI 商业化仍是公司最核心的成长主线，收入增长与利润率改善空间明确，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 电商行业竞争加剧，平台补贴投入超预期，可能导致电商利润率恢复不及预期。
- 2) 云计算行业竞争加剧，AI 算力供给、价格体系及客户需求存在波动风险。
- 3) 即时零售 UE 改善不及预期，订单结构、履约效率及用户留存存在不确定性。
- 4) AI 基础设施投入规模较大，若 AI 云、MaaS 及 AI 原生软件商业化进展不及预期，可能对自由现金流及利润率造成持续压力。

阿里巴巴-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2026A	2027E	2028E	2029E		2026A	2027E	2028E	2029E
流动资产	610,769.00	678,176.60	835,160.68	1,028,784.21	营业总收入	1,023,670.00	1,136,785.54	1,275,473.37	1,403,020.71
现金及现金等价物	131,530.00	257,390.55	419,816.96	619,226.04	营业成本	616,136.00	678,092.57	758,906.66	827,782.22
应收账款及票据	0.00	36,313.98	40,744.29	44,818.72	销售费用	245,023.00	227,357.11	255,094.67	266,573.93
存货	0.00	24,486.68	27,404.96	29,892.14	管理费用	33,082.00	31,829.99	35,713.25	39,284.58
其他流动资产	479,239.00	359,985.40	347,194.47	334,847.31	研发费用	66,533.00	73,891.06	76,528.40	84,181.24
非流动资产	1,298,801.00	1,353,454.03	1,398,664.82	1,435,450.88	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	282,699.00	311,429.10	327,786.19	333,007.57	经营利润	57,817.00	125,614.80	149,230.38	185,198.73
商誉及无形资产	264,361.00	225,283.93	189,137.63	155,702.31	利息收入	87,512.00	3,945.90	7,721.72	12,594.51
长期投资	206,803.00	221,803.00	236,803.00	251,803.00	利息支出	9,793.00	13,932.04	15,232.04	16,532.04
其他长期投资	449,942.00	499,942.00	549,942.00	599,942.00	其他收益	(6,149.00)	4,500.43	4,931.96	6,090.21
其他非流动资产	94,996.00	94,996.00	94,996.00	94,996.00	利润总额	129,387.00	120,129.09	146,652.02	187,351.41
资产总计	1,909,570.00	2,031,630.63	2,233,825.50	2,464,235.09	所得税	30,045.00	24,025.82	29,330.40	37,470.28
流动负债	476,398.00	476,570.36	535,658.61	590,402.08	净利润	99,342.00	96,103.27	117,321.62	149,881.13
短期借款	28,224.00	33,224.00	38,224.00	43,224.00	少数股东损益	(1,465.00)	(1,345.45)	(1,642.50)	(2,098.34)
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	105,904.00	102,545.72	124,061.12	157,076.46
其他	448,174.00	443,346.36	497,434.61	547,178.08	EBIT	51,668.00	130,115.23	154,162.34	191,288.94
非流动负债	306,902.00	326,902.00	346,902.00	366,902.00	EBITDA	92,733.70	180,462.20	203,951.55	239,502.88
长期借款	231,772.00	251,772.00	271,772.00	291,772.00	Non-GAAP	60,658.00	105,291.27	138,353.62	183,631.13
其他	75,130.00	75,130.00	75,130.00	75,130.00					
负债合计	783,300.00	803,472.36	882,560.61	957,304.08					
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	主要财务比率	2026A	2027E	2028E	2029E
少数股东权益	57,539.00	56,193.55	54,551.05	52,452.72	每股收益(元)	5.52	5.34	6.46	8.18
归属母公司股东权益	1,068,731.00	1,171,964.72	1,296,713.84	1,454,478.30	每股净资产(元)	55.85	61.06	67.56	75.78
负债和股东权益	1,909,570.00	2,031,630.63	2,233,825.50	2,464,235.09	发行在外股份(百万股)	19,192.40	19,192.40	19,192.40	19,192.40
					ROIC(%)	2.93	7.18	7.77	8.74
					ROE(%)	9.69	8.55	9.39	10.64
					毛利率(%)	39.81	40.35	40.50	41.00
					销售净利率(%)	10.12	8.82	9.55	11.03
					资产负债率(%)	41.02	39.55	39.51	38.85
					收入增长率(%)	2.74	11.05	12.20	10.00
					净利润增长率(%)	(20.38)	(3.17)	20.98	26.61
					P/E (Non-GAAP)	36.42	20.98	15.97	12.03
					P/B	2.06	1.88	1.70	1.52
					EV/EBITDA	22.75	12.39	10.29	8.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年5月15日的0.87,预测均为东吴证券研究所预测。
应收账款及票据、存货数据等2026财年财务数据还未披露。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>