



阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): MaaS 增长迅速，有助于推动利润率提升

收入稳健增长，战略投入期利润承压：公司 FY26Q4 集团总营收人民币 2433.8 亿元，同比增长 3%，低于市场预期 1%，剔除已处置业务影响的同口径收入增长 11%。受 AI 和云基础设施、即时零售以及用户体验等方面投入的影响，经调整 EBITA 同比大幅下滑 84% 至 51 亿元。

云智能与 AI 业务表现亮眼，MaaS 有望推动利润率持续提升：FY26Q4 云业务收入 416.26 亿元，同比增长 38%，外部客户收入同比增速进一步提升至 40%；云业务调整后 EBITA 率略提升至 9.1%，当期资本支出 269 亿元，同比增长 9%。AI 相关收入连续 11 个季度保持三位数同比增长，FY26Q4 单季收入达 90 亿元，占外部云收入比重达到 30%，这表明公司的全栈 AI 技术投入已进入正向的规模商业化阶段。在模型层，公司持续推进 MaaS 战略，在百炼平台上推出多元化的产品组合，2026 年 3 月，百炼平台客户数同比增长 8 倍。随着 AI 从对话式聊天机器人向解决复杂任务的智能体演进，对推理算力的需求指数级增长，客户对 token 提价有较高的接受度。公司预计 FY27Q1 MaaS 年度经常性收入 (ARR) 将达到 100 亿元以上，年底有望超过 300 亿元。随着 MaaS 业务的快速增长以及自研芯片平头哥部署规模的持续扩大，我们预计未来 2-3 年云业务毛利率将持续提升。

国内电商基本盘稳固，即时零售 UE 持续改善：FY26Q4 中国电商集团收入 1222 亿元，同比增长 6%；其中，客户管理收入同比增长 1%，剔除会计口径影响后同比增长 8%。88VIP 会员数量保持同比双位数增长，已突破 6200 万。即时零售表现亮眼，收入同比大增 57%，订单结构优化带动客单价与单位经济效益持续改善，公司目标 2027 财年末实现 UE 转正，2029 财年实现整体盈利。

维持“买入”评级，维持目标价 175 港元/180 美元：考虑到公司在 AI 领域的投入，我们下调 FY27E 净利润预测至人民币 985 亿元。但与此同时，公司在云业务以及 AI 相关收入的进展亮眼。由于当前市场仍处于供不应求阶段，我们看好公司凭借全栈 AI 能力迎来高速增长，MaaS 业务提价以及自研芯片带来的成本降低有助于未来云业务利润释放。维持“买入”评级，维持目标价 175 港元/180 美元。

投资风险：行业竞争加剧；业务增长不及预期；利润弱于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
营业收入	996,347	1,023,670	1,106,852	1,224,830	1,363,916
毛利润	398,062	407,534	445,808	526,677	600,123
调整后净利润	158,122	60,658	98,537	134,148	170,472
调整后目标 PE (x)			30.3	22.2	17.5

E=浦银国际预测，资料来源：Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026 年 5 月 14 日

阿里巴巴 (9988.HK)

买入

目标价 (港元)	175
潜在升幅/降幅	+32%
目前股价 (港元)	132.8
52 周内股价区间 (港元)	101.8-186.2
总市值 (百万港元)	2,667,742
近 3 月日均成交额 (百万港元)	11,380.6

注：截至 2026 年 5 月 13 日收盘价

市场预期区间



阿里巴巴 (BABA.US)

买入

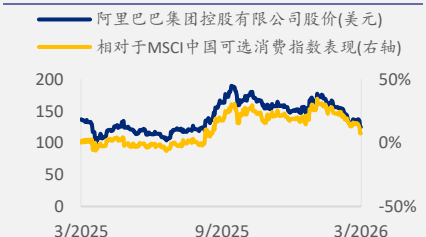
目标价 (美元)	180
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (美元)	145.8
52 周内股价区间 (美元)	103.7-192.7
总市值 (百万美元)	349,805
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1,488

注：截至 2026 年 5 月 13 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
收入	996,347	1,023,670	1,106,852	1,224,830	1,363,916
收入成本	(598,285)	(616,136)	(661,044)	(698,153)	(763,793)
毛利	398,062	407,534	445,808	526,677	600,123
研发费用	(57,151)	(66,533)	(77,272)	(85,738)	(95,474)
销售费用	(144,021)	(245,023)	(244,868)	(269,463)	(286,422)
管理费用	(44,239)	(33,082)	(35,800)	(39,195)	(40,917)
其他营业费用	(11,746)	(12,746)	-	-	-
经营盈利	140,905	50,150	87,868	132,282	177,309
利息及投资收益	11,163	77,719	20,000	20,000	20,000
其他收益净额	3,387	1,518	-	-	-
除税前盈利	155,455	129,387	107,868	152,282	197,309
所得税开支	(35,445)	(30,045)	(23,731)	(33,502)	(43,408)
权益投资损益	5,966	2,785	-	-	-
年度盈利	125,976	102,127	84,137	118,780	153,901
少数股东权益	(4,133)	(1,465)	(3,200)	(2,000)	(2,000)
夹层权益的增值	(639)	2,312	-	-	-
本公司权益持有人	129,470	105,904	87,337	120,780	155,901
调整后净利润	158,122	60,658	98,537	134,148	170,472

现金流量表

人民币百万元	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
净利润	125,976	102,127	84,137	118,780	153,901
折旧	29,260	32,134	44,673	61,318	76,912
摊销	13,199	5,079	3,200	3,360	3,528
其他调整项	5,599	(52,353)	26,138	24,757	27,008
营运资金变动	(10,525)	(10,774)	18,236	6,450	19,489
经营现金流	163,509	76,213	176,385	214,664	280,838
固定资产	(77,974)	(140,000)	(150,000)	(160,000)	(170,000)
无形资产	-	-	-	-	-
短期投资	23,395	-	-	-	-
其他投资现金流	(130,836)	72,664	-	-	-
投资现金流	(185,415)	(67,336)	(150,000)	(160,000)	(170,000)
借款净额	9,110	-	-	-	-
其他融资现金流	(85,325)	(20,573)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
融资现金流	(76,215)	(20,573)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
汇率变动影响	965	(4,004)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(97,156)	(15,700)	16,385	44,664	100,838
年初现金及现金等价物	286,424	189,268	173,568	189,953	234,616
年末现金及现金等价物	189,268	173,568	189,953	234,616	335,454

资产负债表

人民币百万元	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
现金及现金等价物	145,487	131,530	147,915	192,578	293,416
应收款项	202,175	251,837	272,301	301,325	335,542
短期投资	228,826	155,310	155,310	155,310	155,310
其他流动资产	97,561	72,092	72,092	72,092	72,092
流动资产合计	674,049	610,769	647,618	721,306	856,361
固定资产	203,348	282,699	388,026	486,708	579,796
无形资产	20,911	16,983	13,783	10,423	6,895
证券投资及权益投资	566,987	656,745	656,745	656,745	656,745
其他非流动资产	338,932	342,374	316,236	291,480	264,471
非流动资产合计	1,130,178	1,298,801	1,374,790	1,445,356	1,507,907
资产总计	1,804,227	1,909,570	2,022,408	2,166,661	2,364,268
短期借款	22,562	28,224	28,224	28,224	28,224
应付账款	332,537	359,893	386,124	407,800	446,141
其他流动负债	80,247	88,281	100,750	114,548	129,912
流动负债合计	435,346	476,398	515,098	550,572	604,278
长期借款	49,909	47,450	47,450	47,450	47,450
无抵押优先票据	158,232	184,322	184,322	184,322	184,322
其他非流动负债	70,634	75,130	75,130	75,130	75,130
非流动负债合计	278,775	306,902	306,902	306,902	306,902
负债总计	714,121	783,300	822,000	857,474	911,180
股本溢价	381,379	385,086	385,086	385,086	385,086
保留盈利及其他	640,192	683,645	757,782	866,562	1,010,463
本公司权益持有人应占权益	1,021,571	1,068,731	1,142,868	1,251,648	1,395,549
非控制性权益	68,535	57,539	57,539	57,539	57,539
权益总额	1,090,106	1,126,270	1,200,407	1,309,187	1,453,088

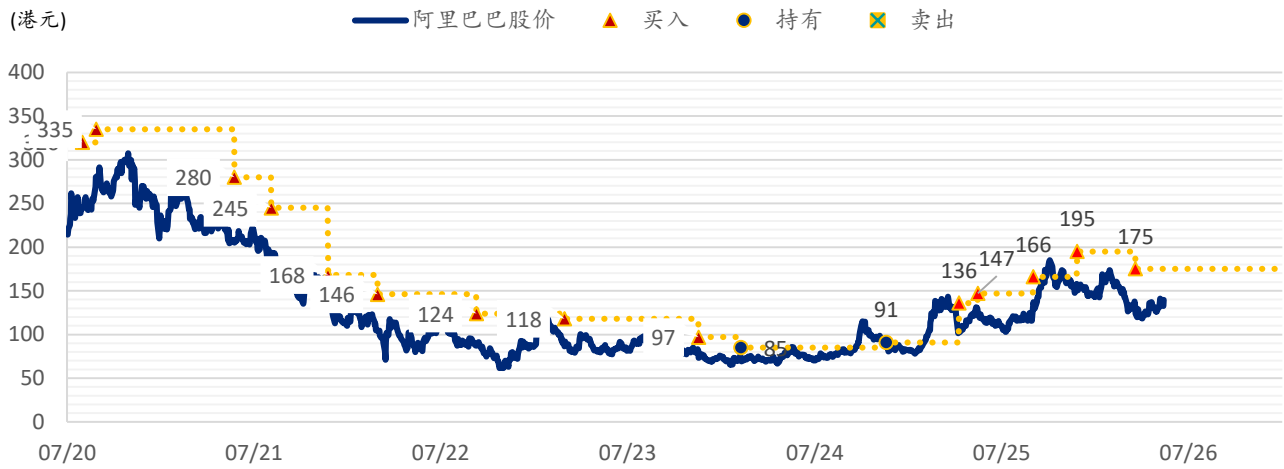
主要财务比率

	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
盈利增速					
营业收入增速	5.9%	2.7%	8.1%	10.7%	11.4%
毛利增速	12.2%	2.4%	9.4%	18.1%	13.9%
经营利润增速	24.3%	-64.4%	75.2%	50.5%	34.0%
净利润增速	76.6%	-18.9%	-17.6%	41.2%	29.6%
调整后净利润增速	0.4%	-61.6%	62.4%	36.1%	27.1%
盈利能力比率					
毛利率	40.0%	39.8%	40.3%	43.0%	44.0%
经营利润率	14.1%	4.9%	7.9%	10.8%	13.0%
净利率	12.6%	10.0%	7.6%	9.7%	11.3%
调整后净利率	15.9%	5.9%	8.9%	11.0%	12.5%
每股指标 (元)					
基本EPS	6.9	5.7	4.7	6.5	8.4
摊薄EPS	6.7	5.5	4.5	6.3	8.1
调整后EPS	8.2	3.1	5.1	6.9	8.8
每股指标增速					
基本EPS增速	70.8%	-17.3%	-17.5%	38.3%	29.1%
摊薄EPS增速	67.9%	-18.2%	-17.5%	38.3%	29.1%
调整后EPS增速	3.8%	-61.6%	62.4%	36.1%	27.1%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			30.3	22.2	17.5
目标P/S			2.6	2.3	2.1
目标P/B			3.5	3.3	3.1

E=浦银国际预测

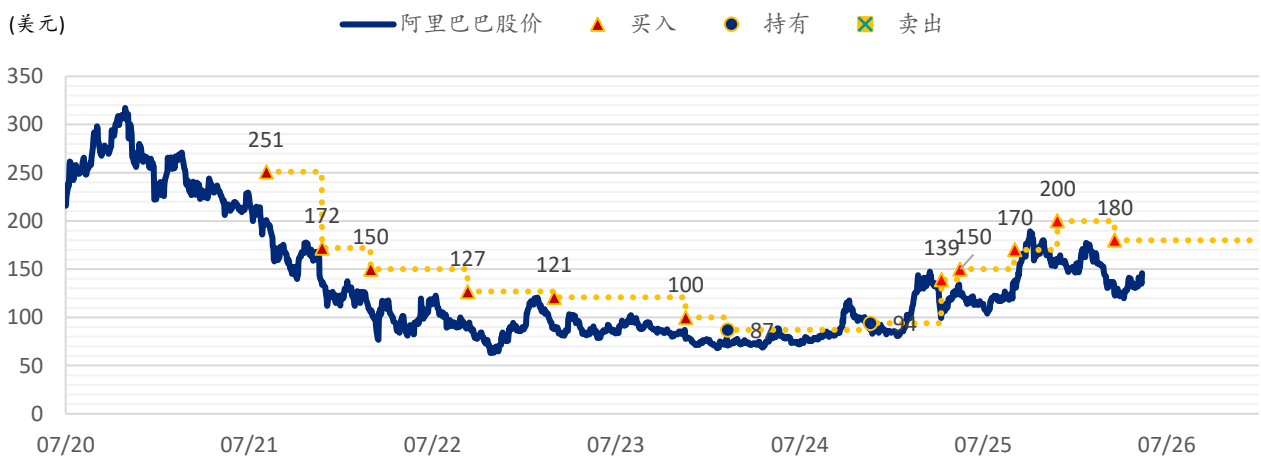
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (9988.HK) — 港股



注: 截至 2026 年 5 月 13 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

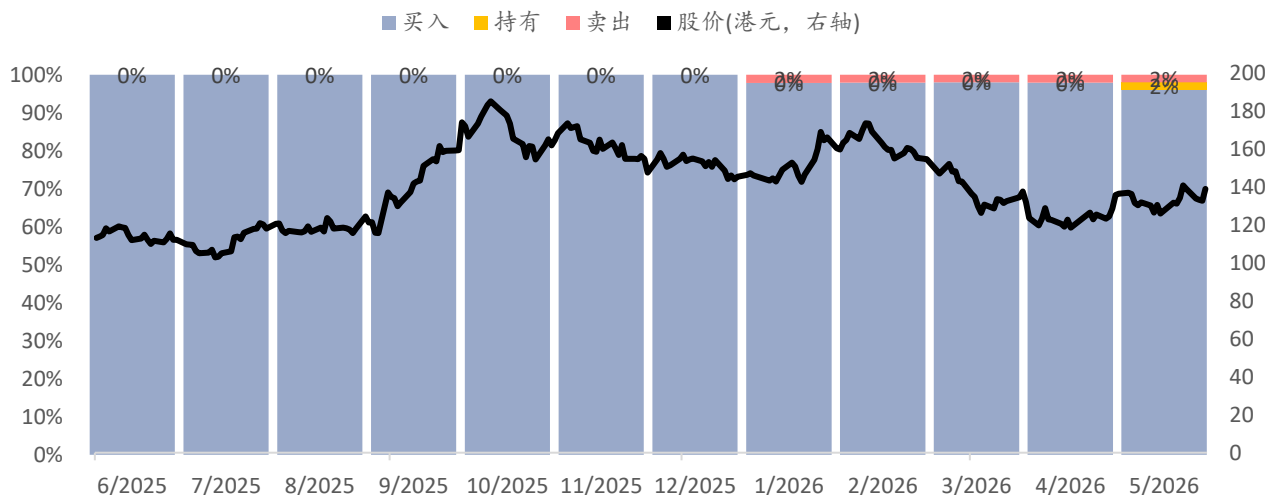
图表 3: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (BABA.US) — 美股



注: 截至 2026 年 5 月 13 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

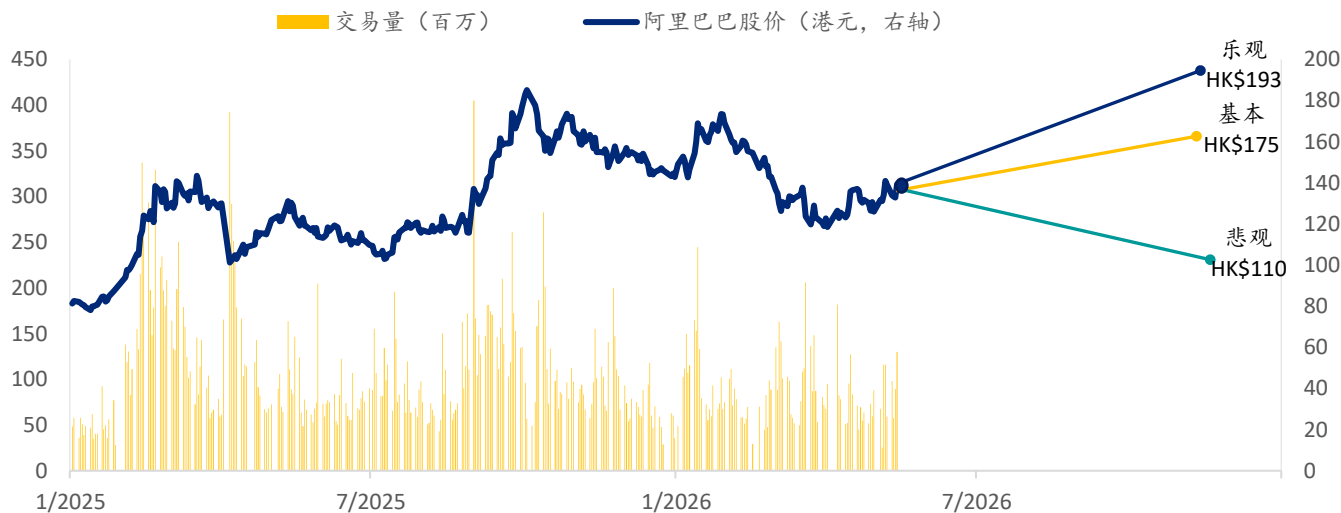
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 市场普遍预期: 阿里巴巴 (9988.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 情景假设: 阿里巴巴 (9988.HK)



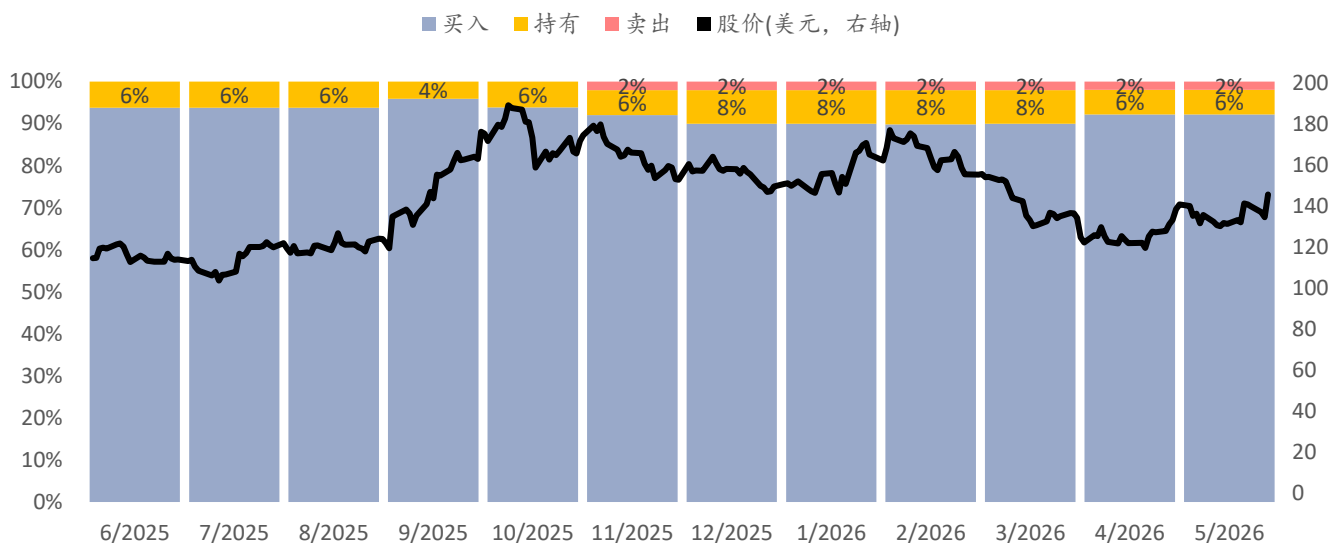
乐观情景: 公司收入好于预期	悲观情景: 公司收入不及预期
目标价: 193 港元	目标价: 110 港元
概率: 20%	概率: 20%

- 云业务需求强劲, 增长超预期, 利润提升超预期;
- 电商 GMV 增长好于预期;
- 即时零售亏损改善好于预期。

- 云业务增长不及预期;
- 电商 GMV 增长疲软;
- 投入加大导致利润承压。

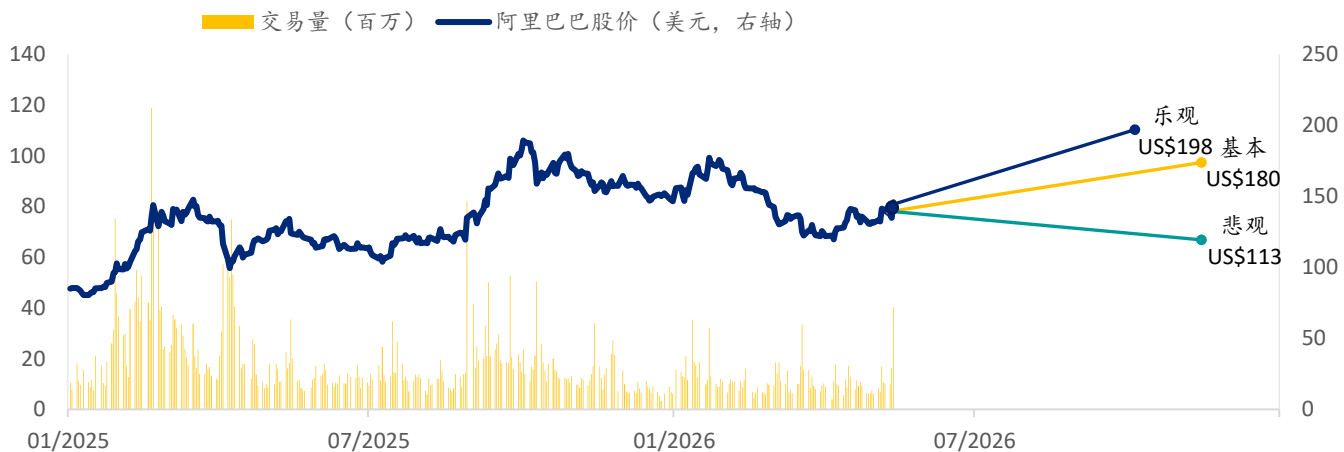
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 6: 市场普遍预期: 阿里巴巴 (BABA.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 情景假设: 阿里巴巴 (BABA.US)



乐观情景: 公司收入好于预期	悲观情景: 公司收入不及预期
目标价: 198 美元	目标价: 113 美元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> AI 及云业务需求强劲, 收入利润增长超预期; 电商 GMV 增长好于预期; 即时零售亏损改善好于预期。 	<ul style="list-style-type: none"> AI 及云业务增长不及预期; 电商 GMV 增长疲软; 投入加大导致利润承压。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

