

2026 年 05 月 21 日

阿里巴巴-W (09988. HK)

投资评级：买入（维持）

——FY26Q4：AI 云业务持续高增长，淘宝闪购 UE 改善

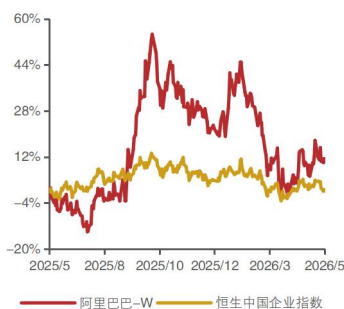
投资要点：

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
陈逸凡
SAC: S1350525040003
chenyifan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 05 月 20 日

收盘价 (港元)	131.90
一年内最高/最低 (港元)	186.20/101.80
总市值 (百万港元)	2,531,566.19
流通市值 (百万港元)	2,531,566.19
资产负债率 (%)	41.02

资料来源：聚源数据

财务指标概览：公司 FY2026Q4 实现总营收 2434 亿元 (同比增长 3%)，经调整 EBITA 利润率为 2.1%，经调整 EBITA 同比下降 84%至 51 亿元，利润下降主要原因是科技业务、即时零售以及用户体验的投入。分业务看，中国电商集团 (含中国电商、即时零售和中国批发业务) 营收 1222 亿元，经调整 EBITA 利润率为 20%；阿里国际数字商业集团营收 354 亿元，经调整 EBITA 利润率为 -0.4%；云智能集团营收 416 亿元，经调整 EBITA 利润率为 9%。

云智能集团：收入同比增速较上一季提升，AI 相关收入强劲增长。 FY26Q4 阿里云实现营收 416 亿元，同比+38% (外部收入同比+40%)；AI 相关产品收入达 89.7 亿元，实现连续第 11 个季度三位数同比增长。此前公司对包含 MaaS 在内的阿里云及 AI 商业化业务设置目标，未来 5 年实现 1000 亿美元营收规模，同时预测长期利润率或达 20%。公司预计 FY27Q1 包含百炼 MaaS 平台在内的 AI 模型与应用服务年化经常性收入 (ARR) 将突破 100 亿元，年底突破 300 亿元。且该部分收入的高利润率优势明显，我们认为这将成为公司实现经营目标的重要驱动力。市场竞争方面，根据 Omdia 发布的《中国 AI 云市场份额 2025》报告，2025 年中国 AI 云市场总规模达 567 亿元人民币，其中，阿里云在 AI IaaS 和 MaaS-MPS 两大子市场均位列第一，总份额从上半年的 35.8% 上涨至 38.1%，显示公司云业务的市场竞争力。此外，公司自研芯片在阿里云中的部署比例仍然较低，随着芯片渗透率的提升，云业务的毛利率或将受益。

中国电商集团：营销策略改变致客户管理收入 (CMR) 增速较低，即时零售业务单位经济效益 (UE) 显著改善。 中国电商集团 FY26Q4 营收 1222 亿元，其中 CMR 收入 730 亿元，同比+1%。经调整 EBITA 利润率为 20%。FY26Q4 公司更新了针对部分商家的营销发展计划，将平台针对这部分商家的补贴与其在平台上的投入挂钩，冲抵客户管理收入，导致同比增速较低。根据国家统计局数据，2026 年 1-4 月我国网上商品零售额同比增速为 5.7%，较 1-3 月的 7.5% 有所放缓，我们认为电商行业的整体需求疲软或影响公司 FY27Q1 的电商业务表现。即时零售业务上，按照淘宝闪购 FY26Q4 的 200 亿元收入规模测算，假设日均单量 6000 万，对应单均收入约 3.7 元，环比我们上季度的测算值显著提升。今年 4 月份以来，淘宝闪购在保持订单规模的同时，继续通过物流效率提升、订单结构优化等措施，推动 UE 显著优化，公司表示有信心在 FY27 结束前实现 UE 转正。

其他业务：1) 阿里国际数字商业集团：公司通过物流优化、运营效率提升等策略实现亏损收窄，该板块 FY26Q4 营收同比增长 6%至 354 亿元，经调整 EBITA 利润率为 -0.4%，对应经调整 EBITA 亏损 1 亿元；速卖通 “Brand+” 业务加速品牌接入，季度活跃卖家渗透率超过 30%，未来或成为新营收增长点；2) 所有其他业务：该板块 FY26Q4 亏损环比扩大至 212 亿元，我们认为 FY26Q4 公司在千问 APP 上进行了 “春节 30 亿大免单” 活动，且研发 HappyHorse、HappyOyster

等模型，科技业务投入显著增加，成为亏损主要原因。

盈利预测与评级：考虑到未来公司在 AI 业务上的长期投入规划以及淘宝闪购业务 UE 持续改善的可能性，预计公司 FY2027-2029 年归母净利润分别为 1104/1540/1945 亿元，同比增速分别为 7%/40%/26%，当前股价对应的 PE 分别为 20/14/11 倍。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，云业务在 AI 相关业务带动下有望实现营收增长和利润率提升，电商方向上通过千问 APP 打造新 C 端入口，淘宝闪购业务在收亏同时保持到店团购等业态的探索尝试，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险

盈利预测与估值（人民币）

	2025	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入（百万元）	996,347.0	1,023,670.0	1,155,403.5	1,279,422.6	1,417,007.0
同比增长率（%）	5.9%	2.7%	12.9%	10.7%	10.8%
归母净利润（百万元）	130,109.0	103,592.0	110,384.7	153,957.6	194,487.6
同比增长率（%）	62.6%	-20.4%	6.6%	39.5%	26.3%
每股收益（元/股）	6.9	5.7	5.8	8.0	10.1
ROE（%）	12.7%	9.7%	9.7%	12.3%	14.0%
市盈率（P/E）	16.1	18.1	19.9	14.3	11.3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

注：年份均为财年口径；计算用港元汇率为 1 港元=0.8689 元人民币

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。