

AI 重塑云计算增长曲线，阿里云有望进入回报提升阶段

AI 云系列研究

行业研究 · 专题报告

计算机 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli@guosen.com.cn

S0980519030002

核心要点：AI 重塑云业务，阿里云进入“高投入—收入加速—模型变现”新阶段

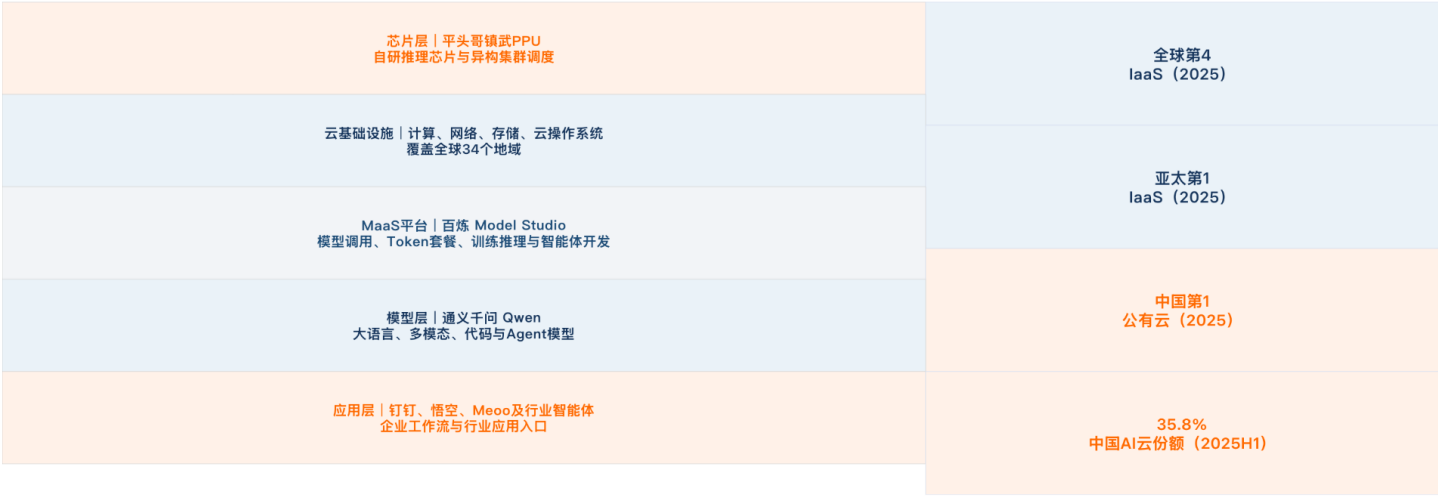
- 阿里云的经营拐点已经从“收入恢复增长”推进到“AI驱动收入加速”。FY2026云智能集团收入达到1,581亿元，同比增长34%；2026年3月季度分部收入同比增长38%，外部客户收入增速进一步升至40%。与此同时，AI相关产品单季度收入达到89.71亿元，占云外部收入30%，说明AI已从产品投入转为可观测的收入贡献。
- 增长仍处在高投入、高增长阶段。阿里巴巴宣布未来三年至少投入3800亿元建设AI与云基础设施FY2026集团资本开支达到1261亿元，自由现金流转为净流出466亿元。但期末现金及其他流动性投资仍有5208亿元，仍有持续大规模投资的能力和空间。
- 增速与海外CSP相似，盈利能力处于低位、具备上行空间与可能。1) 按各公司最新披露季度，阿里云分部收入增速38%，与AWS的37%接近，低于Google Cloud的82%，高于微软Intelligent Cloud的32%；但阿里云调整后EBITA利润率仅9.1%，明显低于三家海外CSP约36%—41%的分部经营利润率；2) 同业经验说明阿里云盈利能力具备显著提升空间。海外CSP在AI Capex加速期仍实现较高利润率，说明规模化、软件及平台收入和自研芯片可以对冲部分基础设施成本，旺盛的下游需求有望带动利润率随AI收入占比提高而上行。
- 风险提示：技术进步低于预期，商业化低于预期，资本开支压力超预期等；

阿里云已形成“芯片—算力—模型—平台—应用”全栈能力

➤ 阿里云不只是IaaS资源供给，而是覆盖自研芯片、云基础设施、模型服务平台、通义模型与企业应用的全栈体系。全栈的价值在于降低异构算力调度和模型部署成本，并通过MaaS把基础设施、模型和应用收入连接起来，构建起垂直一体化的竞争能力

- **基础设施层形成规模底座**。阿里云在全球34个区域提供服务；根据公司数据，按2025年收入计算，阿里云为全球第四、亚太第一的IaaS服务商也是中国第一大公有云服务商
- **模型与平台层形成商业化接口**。百炼Model Studio提供模型调用、训练、推理和智能体开发工具，既承载通义千问，也提供多模型服务。2026年3月，Model Studio客户数量同比增长8倍，MaaS正在成为连接算力供给与企业AI需求的关键产品形态
- **芯片与应用形成上下游协同**。平头哥自研镇武PPU已在阿里云公有云平台部署超过10万颗；通义模型、钉钉及行业智能体提供应用入口。公司披露阿里云在中国AI云市场份额为35.8%

图：阿里云已形成“芯片—算力—模型—平台—应用”全栈能力



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

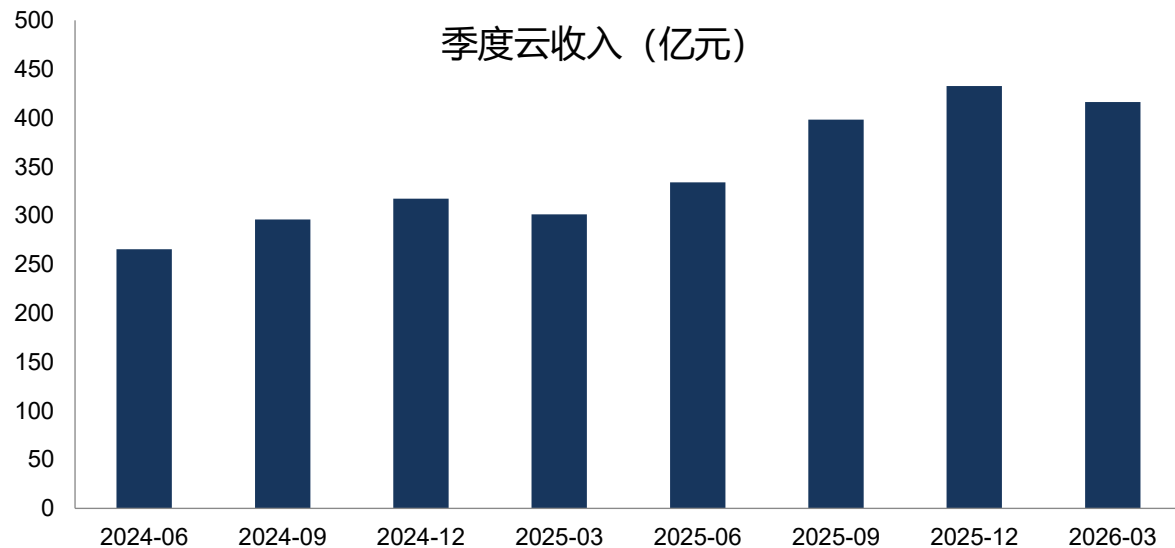
表：平头哥半导体AI芯片布局

产品系列	型号	发布时间	核心参数 / 性能	应用场景
AI芯片 (真武系列)	真武	2024	自研PPU架构，96GB HBM2e显存，	大模型训推一体
	810E	年Q2	片间互联带宽700GB/s	
	真武	2026	144GB HBM显存，800GB/s片间	Agent场景海量并发
	M890	年5月	互联带宽，原生支持FP32-FP4全精度，性能为810E的3倍	
	真武	规划		大模型训推一体
	V900	2027	算力更强的下一代产品	
AI芯片 (含光系列)	真武	规划		大模型训推一体
	J900	2028	—	
	含光	2019	12nm工艺，ResNet-50推理78563	云端AI推理（视觉
	800	年9月	IPS，能效比500 IPS/W	
				识别、城市大脑）

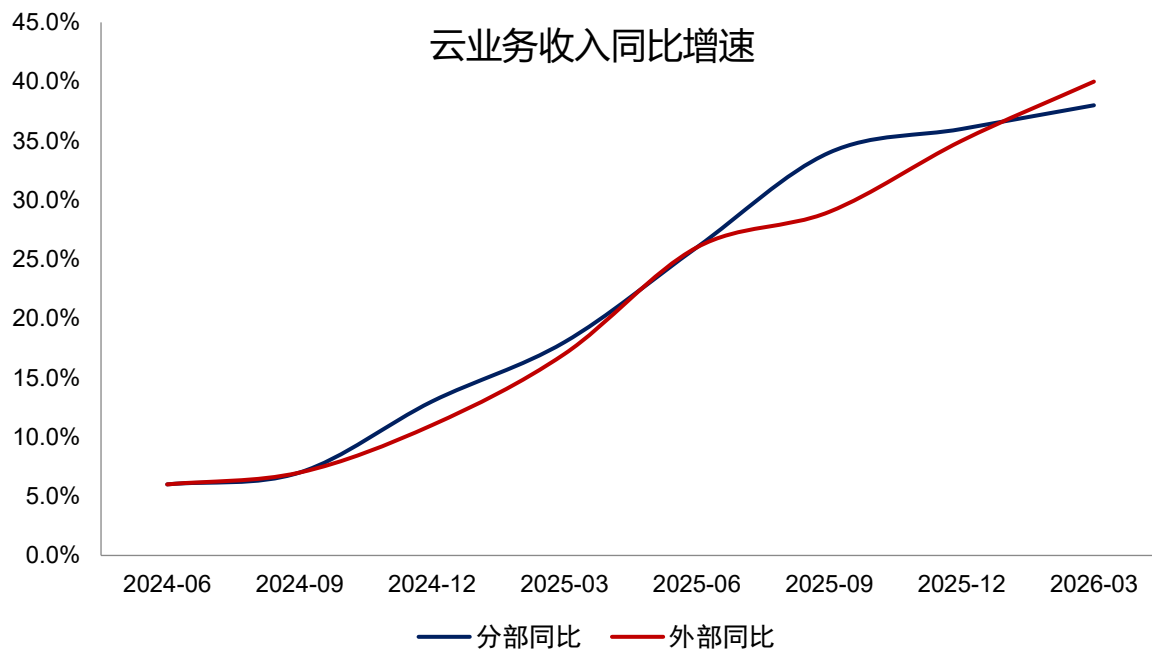
资料来源：平头哥官网，国信证券经济研究所整理

云收入连续加速，外部客户增长快于分部总收入

- 阿里云收入增长从2024年中个位数逐季提速到2026年3月季度的38%。外部客户收入增速由2024年12月季度的11%升至40%，快于分部总收入，说明增量并非主要来自集团内部需求，而是公共云和AI产品在外部市场放量
 - **季度收入持续抬升。** 云智能集团季度收入从2024年6月的265亿元升至2026年3月的416亿元，八个季度累计增长约57%。FY2026全年收入达到1581亿元，同比增长34%，明显高于FY2025的11%。
 - **外部收入成为主要增长动力。** 2025年3月、6月、9月、12月及2026年3月季度，外部客户收入分别增长17%、26%、29%、35%和40%。公司将加速主要归因于公共云收入增长，包括AI相关产品采用率提升。
 - **外部客户收入增速开始超越内部收入增速。** 分部收入包含阿里集团内部客户收入、外部客户绝对收入多数季度未单独披露。因此，外部收入增速连续高于分部总收入增速，比单季度收入规模更能说明商业化质量改善



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

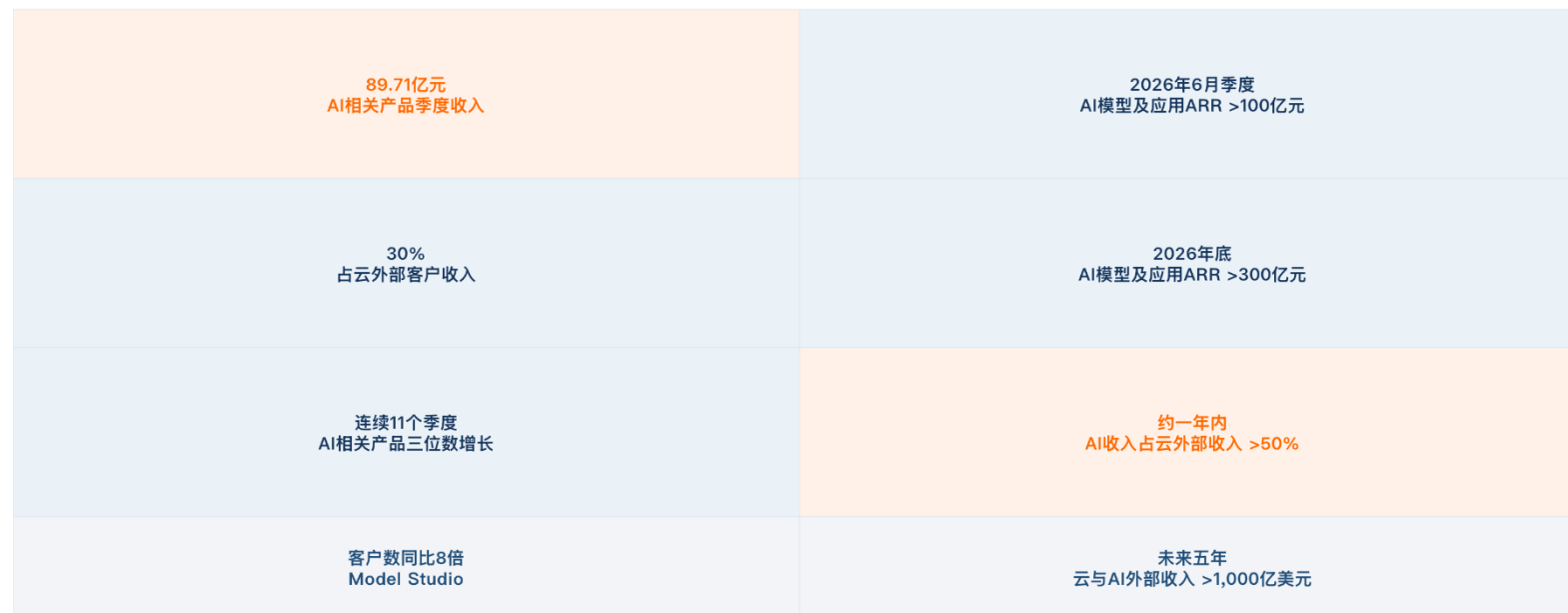


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

AI收入已形成规模，商业化正由算力供给走向MaaS与应用

- **AI相关产品已经成为阿里云核心收入增量。**2026年3月季度AI相关产品收入为89.71亿元，连续第11个季度实现三位数同比增长，占云外部客户收入30%。在此基础上，公司开始单独提出模型及应用ARR目标，商业化重心正从训练与推理资源向MaaS、智能体和行业应用延伸
 - **AI基础设施收入得到验证。**AI相关产品收入年化规模已超过358亿元；其占云外部收入30%，表明AI不再只是研发投入，而是足以影响云业务整体增长的动力来源。
 - **MaaS扩大客户覆盖。**截至2026年3月，Model Studio客户数量同比增长8倍。平台提供模型选择、Token套餐、训练推理及智能体开发工具，有利于把一次性算力需求转化为持续调用收入。
 - **管理层目标指向收入结构再升级。**公司预计AI模型及应用ARR在2026年6月季度超过100亿元，并在2026年底超过300亿元；预计约一年内AI相关产品收入占云外部收入比例超过50%。这些目标反映增长方向，但不等同于已确认收入。

图：阿里云商业化正由算力供给走向MaaS与应用

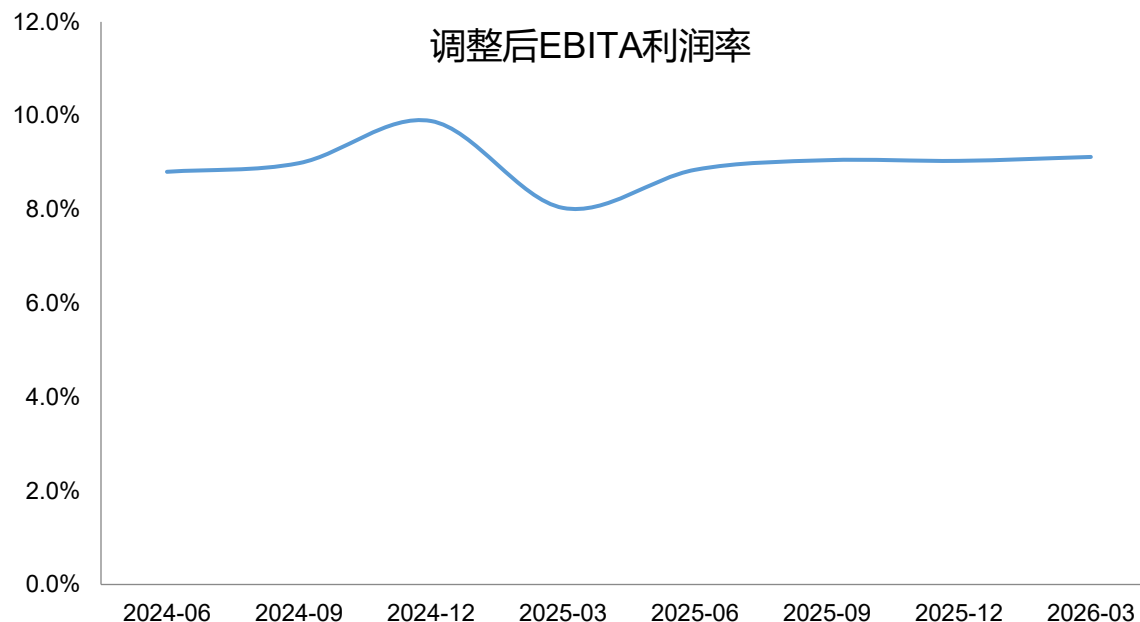
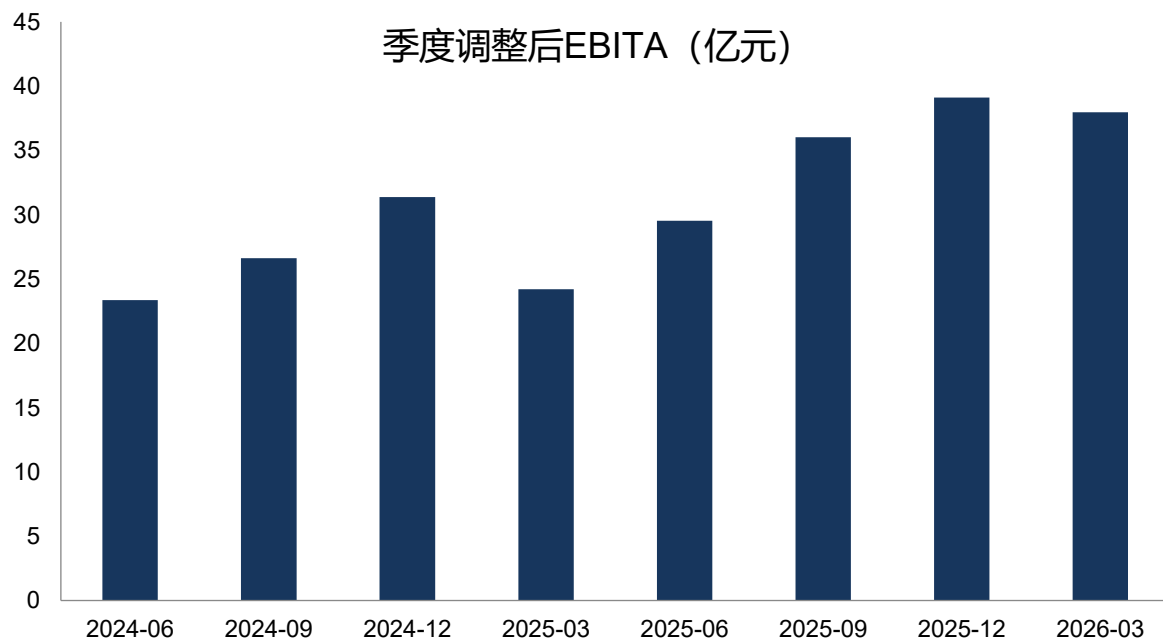


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

收入提速同时利润率稳定在9%左右，财务表现良好

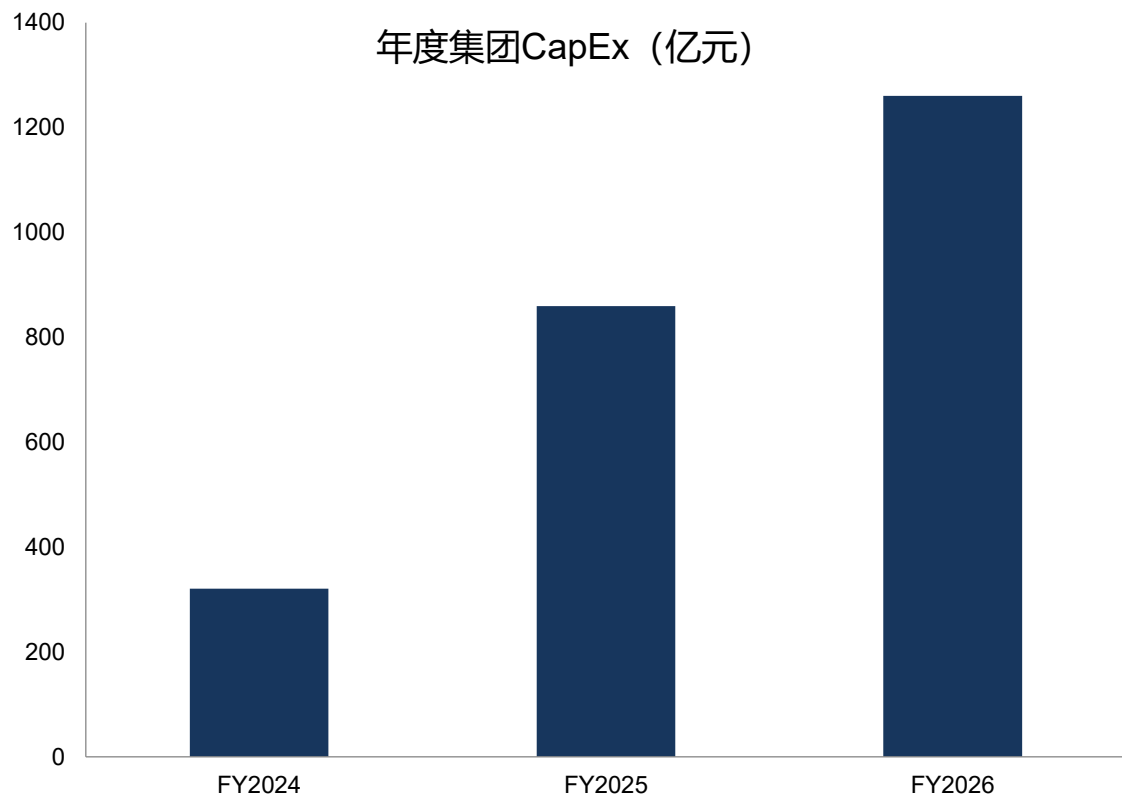
- 阿里云调整后EBITA由FY2023的41亿元升至FY2026的143亿元，利润率由4.0%提高到9.0%。在FY2026收入增速升至34%的同时，季度利润率仍稳定在约9%，说明新增AI和公共云收入尚未造成盈利能力明显恶化
 - **EBITA保持连续增长。** FY2026云智能集团调整后EBITA为142.65亿元，同比增长35%，略高于收入34%的增速；全年利润率为9.0%，与FY2025的8.9%基本持平。
 - **季度利润率保持稳定。** 2025年6月至2026年3月四个季度，调整后EBITA利润率分别为8.8%、9.0%、9.0%和9.1%。收入增长显著加速，但利润率没有同步下滑。在公司加大投入的背景下，财务表现整体良好



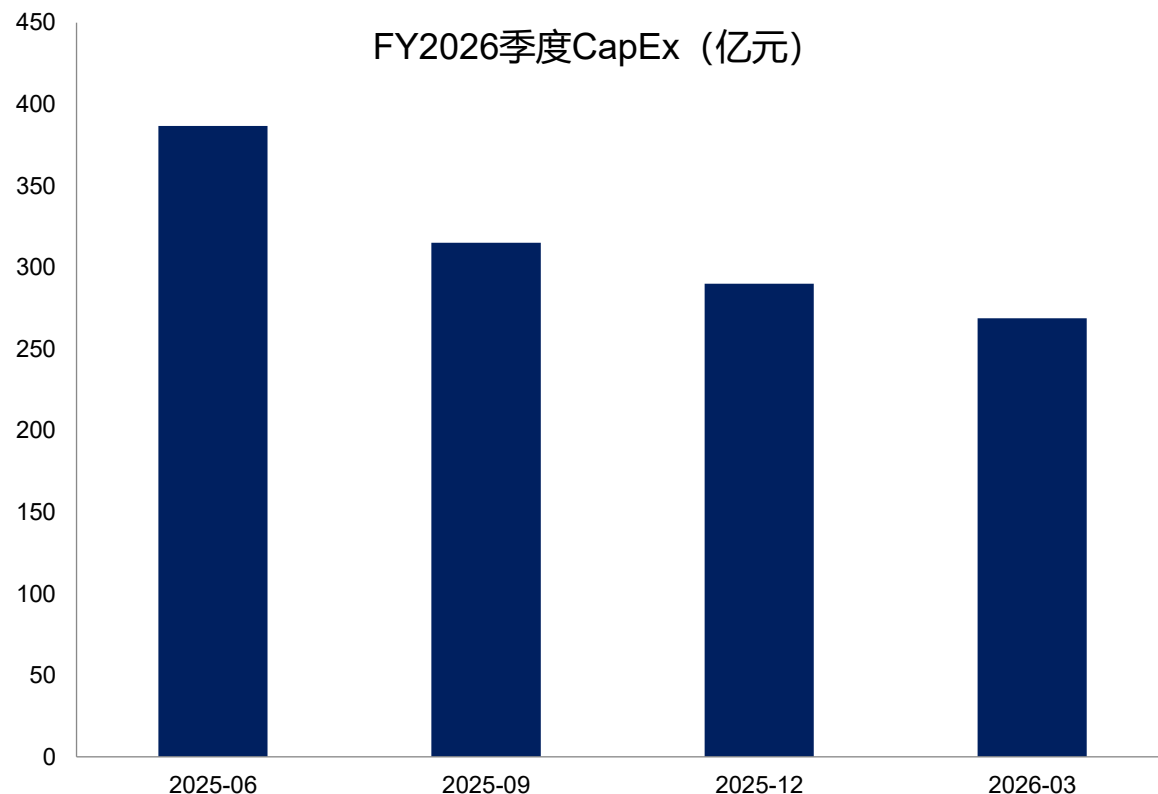
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资本开支进入高位，3800亿元投入计划构建领先的AI云供给能力

- 阿里集团资本开支从FY2024的321亿元增至FY2026的1261亿元，两年扩大近3倍。公司同时承诺未来三年至少投入3800亿元建设云与AI基础设施，投入规模超过过去十年相关投入总和，显示管理层判断算力供给仍是AI需求兑现的主要约束
 - 资本开支快速上行。FY2025和FY2026集团资本开支分别同比增长168%和47%。FY2026四个季度资本开支依次为387亿元、315亿元、290亿元和269亿元，保持高位；
 - 投资重点为计算设备和数据中心。



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

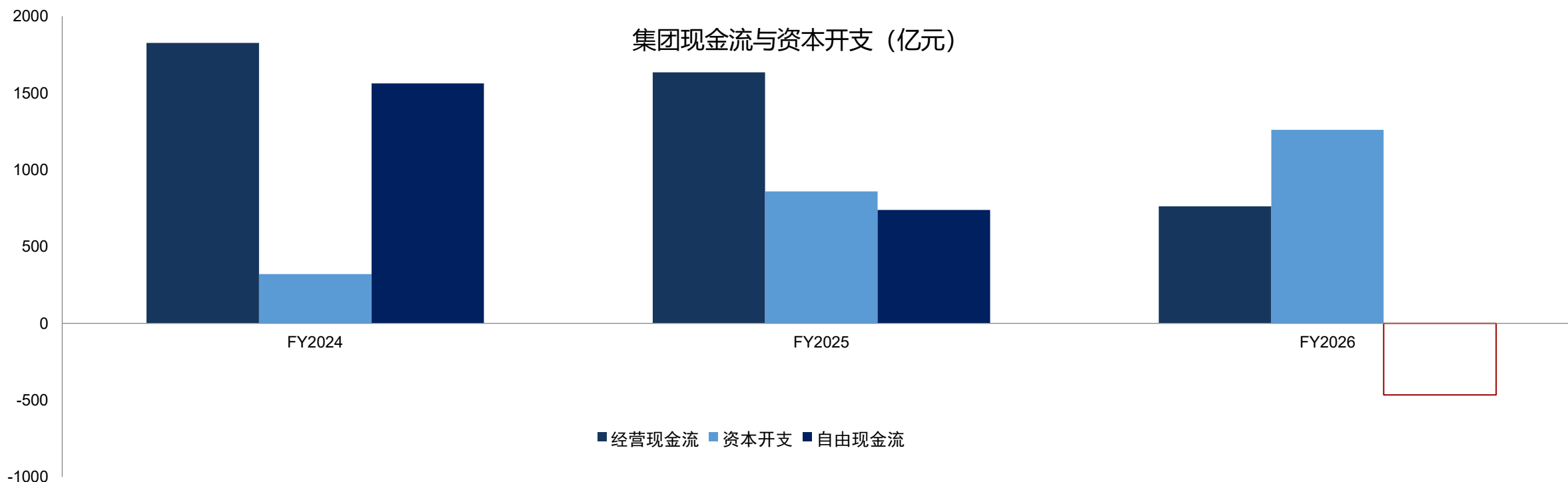


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

高投入压低自由现金流，巨额现金储备提供持续投资能力



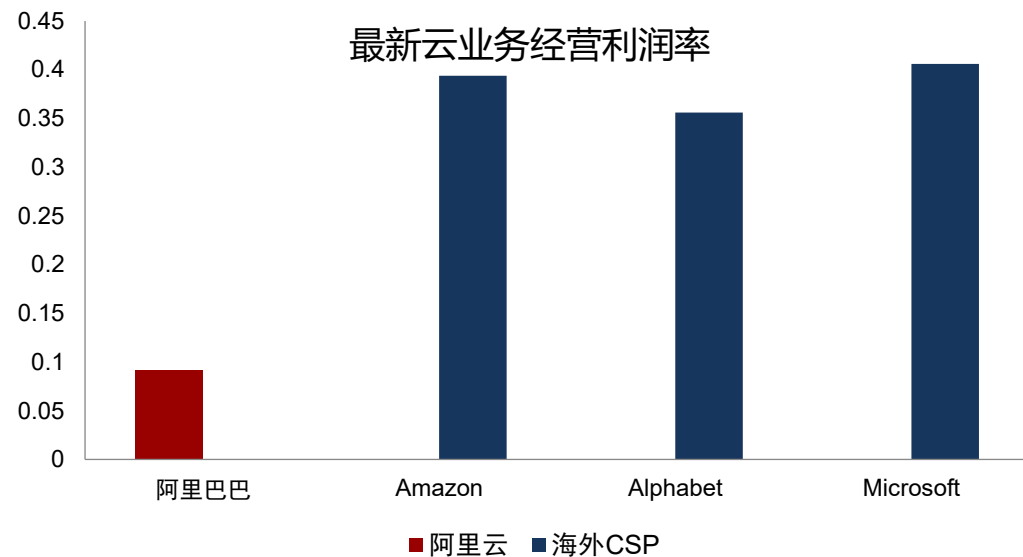
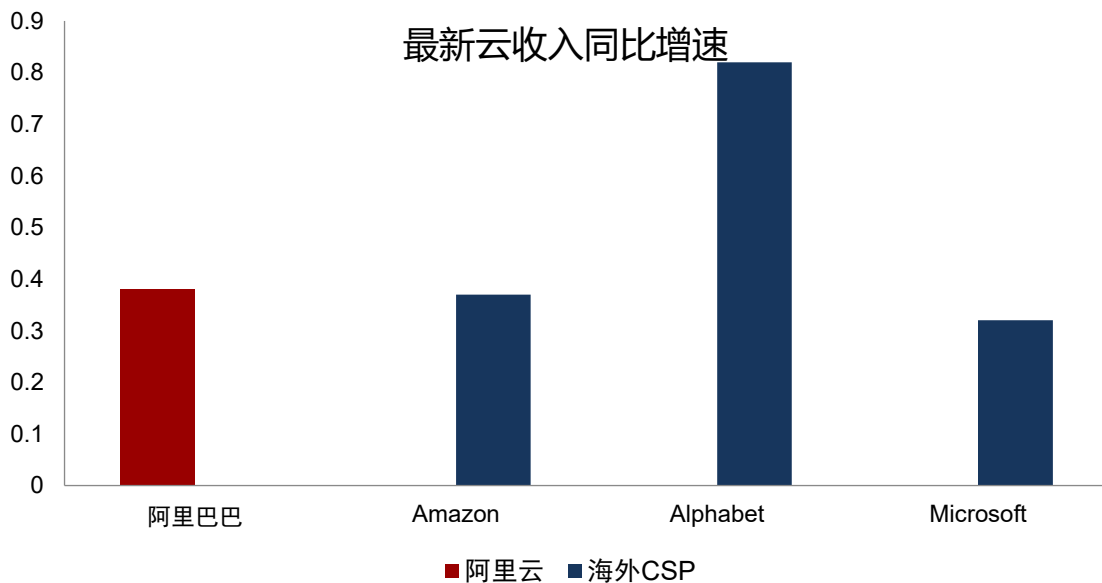
- 资本开支和新业务投入已明显改变集团现金流结构。FY2026经营现金流降至762亿元，资本开支升至1261亿元，自由现金流转为净流出466亿元；但期末现金及其他流动性投资仍有5208亿元，仍有持续大规模投资的能力。
- **现金流压力开始显现。** FY2024至FY2026，集团自由现金流由1562亿元降至739亿元，再转为净流出466亿元。公司将下降主要归因于即时零售投入和云基础设施开支增加
- **经营现金流覆盖资本开支的能力下降。** 以经营现金流/资本开支作为粗略资金覆盖指标，FY2024、FY2025和FY2026分别约为5.7倍、1.9倍和0.6倍。
- 期末现金及其他流动性投资仍有5208亿元，仍有持续大规模投资的能力



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

增速与海外CSP相似，盈利能力处于低位

- 按各公司最新披露季度，阿里云分部收入增速38%，与AWS的37%接近，低于Google Cloud的82%，高于微软Intelligent Cloud的32%；但阿里云调整后EBITA利润率仅9.1%，明显低于三家海外CSP约36%—41%的分部经营利润率。
- **增速差距快速收窄。**阿里云2026年Q1季度收入同比增长38%，外部收入增长40%；AWS 2026年Q2季度增长37%，Google Cloud增长82%，微软Intelligent Cloud增长32%、Azure产品收入增长43%。
- **盈利率仍处在不同阶段。**AWS、Google Cloud和微软Intelligent Cloud分部经营利润率分别约39.4%、35.6%和40.6%；阿里云调整后EBITA利润率为9.1%。差距同时反映规模、产品组合、会计口径和所处投资阶段。
- **同业经验说明阿里云盈利能力具备显著提升空间。**海外CSP在AI Capex加速期仍实现较高利润率，说明规模化、软件及平台收入和自研芯片可以对冲部分基础设施成本，旺盛的下游需求有望带动利润率随AI收入占比提高而上行



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

风险提示

技术不达预期风险；

商业化不达预期风险；

政策风险；

经营管理风险等。

免责声明



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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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