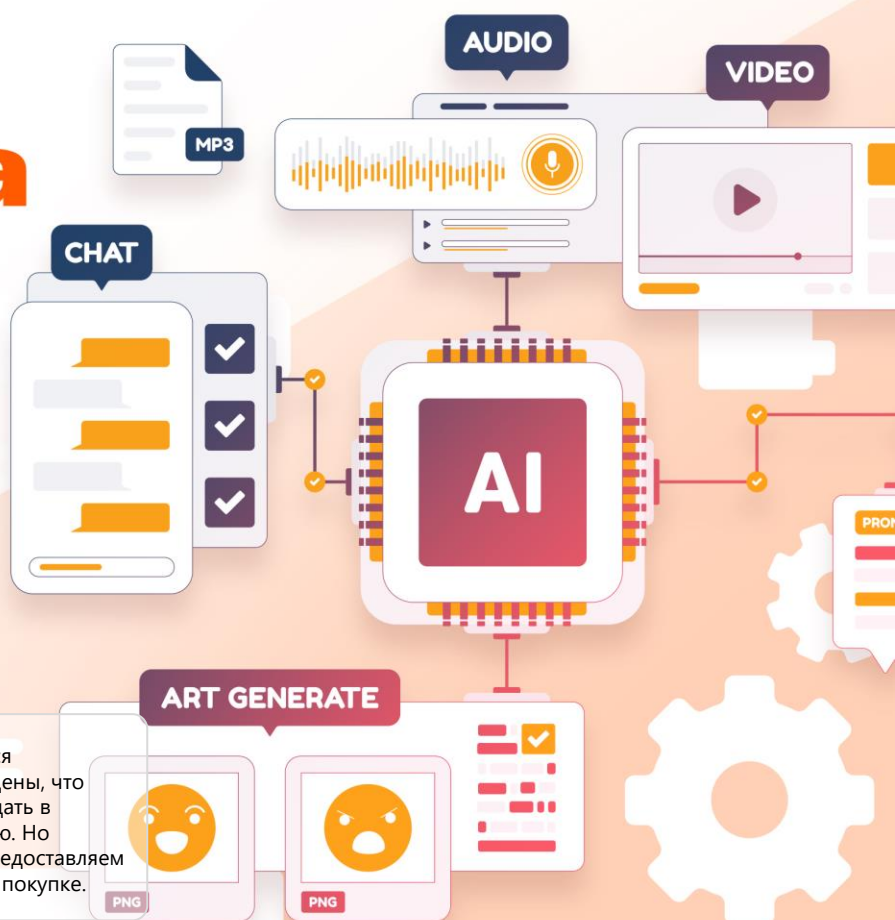




TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Alibaba Group Holding – лидер китайского искусственного интеллекта на распродаже

**Сектор: облачные вычисления / искусственный
интеллект / электронная коммерция**



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Alibaba Group Holding — лидер китайского искусственного интеллекта на распродаже

Сектор: облачные вычисления / искусственный интеллект / электронная коммерция

Тикер	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал роста	Риск
BABA US	\$95.50	\$135.0	41.36%	Высокий

Китайский лидер искусственного интеллекта Alibaba сейчас торгуется на распродаже. На фоне лидирующего и прибыльного облака, доминирующей в мире линейки открытых моделей Qwen и собственного AI-чипа это сочетание может представлять собой привлекательный момент для входа.

Краткое резюме

Alibaba перестала быть только электронной коммерцией и превратилась в наиболее полно вертикально интегрированного игрока искусственного интеллекта в Китае — единственного, кто одновременно владеет всеми четырьмя слоями стека искусственного интеллекта: собственным чипом (Zhenwu/T-Head), облаком (Alibaba Cloud), флагманской линейкой моделей (Qwen) и каналом дистрибуции через крупнейшую в стране потребительскую и торговую экосистему. В 2026 финансовом году выручка облачного подразделения выросла на 34% до 158.1 млрд юаней, выручка от AI-продуктов показала одиннадцатый подряд квартал трёхзначного роста, семейство Qwen стало самым скачиваемым набором открытых моделей в мире (до 50% всех загрузок открытых моделей), а собственный чип Zhenwu разошёлся тиражом свыше 560 тыс. единиц. Эти инвестиции финансирует зрелое и денежно-генерирующее ядро электронной коммерции. Обратная сторона тезиса — резкое сжатие прибыли: скорректированная EBITA группы за год упала на величину, отражающую агрессивные капитальные затраты (126.1 млрд юаней капвложений), а свободный денежный поток впервые за годы стал отрицательным.

1. Почему Alibaba — структурный лидер AI в Китае

1.1 Уникальность позиции: владение всем стеком

Ни один другой китайский игрок не контролирует все четыре слоя AI-стека одновременно. Конкуренты сильны в отдельных звеньях: ByteDance доминирует в потребительских приложениях и моделях Doubao, Huawei — в чипах Ascend и инфраструктуре, DeepSeek — в исследованиях и эффективных открытых моделях, Tencent — в дистрибуции через WeChat. Alibaba — единственная компания в Китае, которая владеет собственным AI-чипом (Zhenwu, разработка дочерней T-Head/PingTouGe), крупнейшим в стране публичным облаком (Alibaba Cloud), флагманской линейкой моделей мирового уровня (Qwen) и каналом монетизации через экосистему Taobao/Tmall с сотнями миллионов пользователей. Это вертикальная интеграция уровня, который на Западе пытаются выстроить Google и Amazon.

Стратегическая логика интеграции. Каждый слой усиливает остальные. Открытая модель Qwen привлекает разработчиков, разработчики потребляют облачные вычисления Alibaba Cloud, вычисления исполняются всё чаще на собственном чипе Zhenwu вместо дорожающего и санкционно-уязвимого Nvidia, а готовые AI-сервисы продаются обратно в коммерческую экосистему. CEO Эдди У прямо сформулировал стратегию как переход «полного стека AI от инкубации к коммерциализации в масштабе». Это не лозунг: компания заявила цель достичь \$100 млрд внешней выручки от облака и AI за пять лет.



1.2 Масштаб обязательств

Крупнейшая в истории компании ставка на инфраструктуру. Alibaba объявила о намерении вложить более 380 млрд юаней (около \$53 млрд) в облачную и AI-инфраструктуру за три года — крупнейшее единичное обязательство в истории компании. По итогам FY2026 менеджмент дал понять, что фактические расходы, вероятно, превысят первоначальный план из-за кратного роста спроса на дата-центры. Капитальные затраты за FY2026 уже составили 126.1 млрд юаней против 86 млрд годом ранее — рост почти на 50%. Это та цена, которую компания платит сейчас ради позиционирования на годы вперед, и именно она объясняет провал прибыли в отчетности.

2. Alibaba Cloud

2.1 Ускоряющийся рост на фоне умирающей прибыли группы

Облако — это та часть Alibaba, которая дает надежду на рост цены акций. В мартовском квартале FY2026 выручка Cloud Intelligence Group выросла на 38% год к году до 41.6 млрд юаней (около \$6.0 млрд), а рост внешней выручки (от сторонних клиентов, без учёта внутреннего потребления группы) ускорился до 40%. За весь FY2026 облачная выручка достигла 158.1 млрд юаней (+34%), а скорректированная EBITA сегмента выросла на 35% до 14.3 млрд юаней. Ключевой момент: облако не только растёт двузначными темпами, но и прибыльно в отличие от группы в целом, чья прибыль была съедена инвестициями.

AI как доля облачной выручки растёт структурно. Выручка непосредственно от AI-продуктов в квартале составила 8.97 млрд юаней — около 30% всей внешней облачной выручки и одиннадцатый подряд квартал трёхзначного роста. Аннуализированный run-rate AI-выручки превысил \$5 млрд. Это важнейший индикатор: облако Alibaba перестаёт быть просто инфраструктурой аренды серверов и становится платформой обучения и инференса моделей, где маржинальность и удержание клиентов структурно выше.

2.2 Рыночное лидерство

Alibaba Cloud — №1 на внутреннем рынке Китая. Доля компании на китайском облачном рынке оценивается примерно в 36%, и она росла три квартала подряд. Alibaba Cloud шестой год подряд признана лидером в Gartner Magic Quadrant по облачным СУБД. На фоне того, что западные гиперскейлеры (AWS, Azure, Google Cloud) фактически отрезаны от полноценной конкуренции в Китае по геополитическим причинам, Alibaba занимает позицию, защищённую не только технологически, но и регуляторно — внутренний рынок остаётся за национальными чемпионами.

3. Qwen — самые скачиваемые открытые модели в мире

3.1 Доминирование в открытом сегменте

Qwen из догоняющего проекта превратился в де-факто стандарт открытого AI. К весне 2026 года семейство моделей Qwen достигло около 1 млрд совокупных загрузок на Hugging Face и обеспечивало до 50% всех загрузок открытых моделей в мире. В феврале 2026-го на Qwen пришлось 153.6 млн загрузок за месяц — больше, чем у следующих восьми игроков (Meta, DeepSeek, OpenAI, Mistral, Nvidia и др.) вместе взятых. Число производных моделей, построенных на архитектуре Qwen, превысило 180–200 тысяч — это означает, что Qwen стал базовым фундаментом для целой экосистемы специализированных моделей по всему миру.

Производительность — на уровне западных флагманов. Линейка Qwen3.5, открытая в феврале 2026 года, расширена до 397 млрд параметров (17 млрд активных в MoE-архитектуре), поддерживает 201 язык и, по заявлениям Alibaba, сопоставима с ведущими моделями OpenAI и Anthropic.



Флагман Qwen3.5-397B-A17B позиционируется как один из сильнейших открытых генералистов в мире, а специализированный Qwen3-Coder конкурирует с проприетарными моделями на агентных задачах программирования. Принципиально и то, что линейка покрывает весь спектр — от моделей на 0.6–4 млрд параметров для телефонов и ноутбуков до серверных флагманов, чего не даёт ни один конкурент.

3.2 Зачем Alibaba раздаёт модели бесплатно

Открытость — это не благотворительность, а стратегия захвата инфраструктурного слоя. Все ключевые модели Qwen выпускаются под лицензией Apache 2.0, разрешающей неограниченное коммерческое использование. Логика прямая: Alibaba зарабатывает не на лицензировании моделей, а на облачных вычислениях и доступе к API (DashScope/Model Studio). Чем шире распространяется Qwen, тем больше разработчиков, которым нужна вычислительная мощность для обучения и инференса — и значительная их часть приходит в облако Alibaba. Открытая модель — это воронка привлечения в платный облачный бизнес.

Потребительское плечо. Приложение Qwen достигло сотен миллионов активных пользователей, войдя в тройку мировых лидеров среди AI-ассистентов. Менеджмент агрессивно инвестирует в привлечение пользователей Qwen-приложения (это одна из причин роста убытков сегмента «прочее»). Интеграция Qwen в Taobao и Tmall — AI-агент Qwen Shopping Assistant и корпоративный агент Wukong для продавцов — замыкает контур: модель не просто скачивается разработчиками, но и напрямую монетизируется внутри крупнейшей коммерческой платформы Китая.

4. Собственный AI-чип Zhenwu — обход санкций

4.1 От внутреннего поставщика к рыночному игроку

T-Head (PingTouGe) — полупроводниковое подразделение, ставшее стратегическим активом. Основанное в 2018 году и выпустившее первый AI-чип Hanguang 800 ещё в 2019-м, подразделение T-Head долго работало как внутренний поставщик кремния для Alibaba Cloud. В 2026 году оно превратилось в полноценного рыночного игрока. В январе компания представила чип Zhenwu 810E (PPU — parallel processing unit) для обучения и инференса, по параметрам помещающийся между урезанными для Китая Nvidia A800 и H20. В мае был анонсирован Zhenwu M890 — втрое более производительный, чем предшественник, с памятью HBM3 и заточенный под агентные AI-нагрузки.

Масштаб поставок — это не прототип, а реальный продукт. По данным T-Head, на момент анонса M890 было отгружено более 560 тыс. чипов Zhenwu более чем 400 внешним корпоративным клиентам в 20 отраслях, включая автопром и финансы. Чипы развёрнуты в кластерах на 10 000+ карт в продакшене на Alibaba Cloud, имеют CUDA-совместимый слой для переноса PyTorch-нагрузок и нативную поддержку семейства Qwen. Это критично: связка «свой чип + своя модель + своё облако» позволяет Alibaba снижать зависимость от Nvidia, чьи поставки в Китай ограничены экспортным контролем США.

4.2 Стратегическое значение в условиях санкций

Экспортные ограничения США работают против намерений Вашингтона. После запрета на поставку в Китай сначала H100, затем A100/H800, а в марте 2026 года и H20, китайские гиперскейлеры вынужденно нарастили закупки отечественных ускорителей. Alibaba оказалась в выигрышной позиции: собственный чип закрывает критическую уязвимость инфраструктурного слоя. Планируемый спин-офф и IPO T-Head способны раскрыть отдельную стоимость этого актива — на фоне того, что сопоставимые китайские чипмейкеры после листингов показали кратный рост капитализации.

Оговорка по реализму. Чип Zhenwu по-прежнему уступает западным флагманам по объёму и пропускной способности памяти, а часть ключевых метрик производительности не раскрыта.

Zhenwu позиционируется прежде всего для инференса, и для обучения самых крупных моделей Alibaba продолжит закупать чипы у сторонних вендоров. Это догоняющая, а не лидирующая позиция в кремнии — но стратегически достаточная, чтобы обеспечить устойчивость стека.

5. Ядро электронной коммерции — то, что финансирует AI

5.1 Денежная машина, оплачивающая стройку

Инвестиционная элегантность тезиса в том, что AI-стройку финансирует не привлечённый капитал, а собственный денежный поток зрелого бизнеса. Китайская коммерция (Taobao, Tmall) остаётся крупнейшим и наиболее прибыльным сегментом, генерируя около половины выручки группы. Несмотря на конкуренцию с Pinduoduo и Meituan, выручка от управления клиентами (customer management — по сути, рекламная монетизация продавцов) выросла на 8% год к году на сопоставимой основе. Число премиум-подписчиков 88VIP — самой платёжеспособной группы потребителей — продолжило двузначный рост и превысило 59 млн. Именно этот предсказуемый денежный поток позволяет компании одновременно строить дата-центры, субсидировать быструю коммерцию и привлекать пользователей Qwen, не прибегая к разрушительному размытию акционеров.

5.2 Быстрая коммерция как точка приложения AI

Quick commerce — зона агрессивных инвестиций и убытков, но и стратегический полигон. Выручка от быстрой коммерции (Taobao Instant Commerce) выросла на 57% в квартале до 19.99 \$ млрд юаней и на 47% за год. Это направление пока убыточно и давит на маржу китайской коммерции (EBITA сегмента упала на 40%), но именно здесь AI-агенты, прогнозирование спроса и оптимизация логистики дают наибольший эффект. Менеджмент сообщает о постепенном улучшении юнит-экономики и среднего чека по мере масштабирования.

5.3 Баланс как подушка

Огромная ликвидность даёт право на ошибку. На 31 марта 2026 года денежные средства и ликвидные инвестиции составляли 520.8 \$ млрд юаней (около \$75.5 млрд). Даже с учётом отрицательного свободного денежного потока FY2026 (отток 46.6 \$ млрд юаней) компания сохраняет чистую денежную позицию около \$38 млрд. Совет директоров утвердил годовой дивиденд \$1.05 на ADS (суммарно около \$2.5 млрд) и продолжает программу обратного выкупа. Иными словами, инвестиционный цикл финансируется с позиции силы, а не нужды.

6. Финансовые результаты

6.1 Квартал (март 2026, Q4 FY2026)

Показатель	Q4 FY2026, RMB млрд	Q4 FY2025, RMB млрд	Изм.
Выручка группы	243.4	236.5	+3%
Выручка (без Sun Art / Intime)	—	—	+11%
Cloud Intelligence Group	41.6	30.2	+38%
Внешняя выручка облака	—	—	+40%
Выручка AI-продуктов	8.97	<4.5	+100%+
Quick commerce (быстрая коммерция)	19.99	12.72	+57%
Скорр. EBITA группы	5.10	31.9	–84%
Убыток/доход от операций	–0.85	+28.5	убыток
Свободный денежный поток	–17.3	+3.7	отток

Заголовочный рост выручки в 3% вводит в заблуждение — он искажён выбытием проданных бизнесов Sun Art и Intime; на сопоставимой основе группа выросла на 11%. Болезненны не темпы выручки, а коллапс прибыли: скорректированная EBITA группы упала на 84%, а операционный результат ушёл в небольшой убыток. Причина — не утрата спроса, а сознательное направление прибыли ядра на три параллельные ставки: AI-инфраструктуру, быструю коммерцию и привлечение пользователей Qwen. Сегмент «прочее» показал расширение убытка по EBITA до 21.2 млрд юаней именно из-за инвестиций в технологические бизнесы и пользовательскую базу Qwen.

6.2 Полный 2026 финансовый год

Показатель (весь FY2026)	Значение, RMB млрд	Изм. г/г
Выручка группы	1 023.7	+3%
Выручка Cloud Intelligence	158.1	+34%
Скорр. EBITA облака	14.3	+35%
Скорр. EBITA группы	76.4	-56%
Капитальные затраты	126.1	+47%
Свободный денежный поток	-46.6	отток
Денежные средства и ликвидные инв.	520.8	-13%
Дивиденд на ADS / суммарно (USD)	\$1.05	≈\$2.5 млрд

Главный вывод по году. Облако растёт и прибыльно (EBITA +35%), AI-выручка показывает устойчивый трёхзначный рост, но эти достижения оплачены отрицательным свободным денежным потоком и падением прибыли группы. Это классический профиль компании в фазе тяжёлых капитальных вложений: текущая прибыль приносится в жертву будущей вычислительной мощности и доле рынка. Вопрос тезиса — конвертируются ли эти вложения в операционный рычаг в последующие кварталы.

7. Ключевые риски

7.1 Сжатие маржи и неопределённость окупаемости

Главный финансовый риск — что капвложения не окупятся в разумные сроки. Свободный денежный поток отрицателен, прибыль группы провалилась, а капзатраты, вероятно, превысят план в 380 млрд юаней. Если рост спроса на AI-вычисления замедлится или ценовая конкуренция в облаке усилится, компания останется с дорогой недозагруженной инфраструктурой. Рынок пока кредитует Alibaba доверием под нарратив AI-лидерства, но терпение инвесторов конечно, и каждый квартал без признаков восстановления маржи повышает риск переоценки.

7.2 Геополитика и экспортный контроль

Двойной геополитический риск. С одной стороны, ограничения США на поставки чипов Nvidia вынуждают Alibaba опираться на менее производительный собственный кремний, что может ограничить потолок возможностей при обучении самых крупных моделей. С другой — ужесточение санкций может затронуть доступ к передовым техпроцессам производства (TSMC, оборудование ASML), что напрямую ударит по дорожной карте Zhenwu. Бумаги BABA также остаются под риском американского регуляторного давления на китайские ADR (вопросы делистинга, аудита, HFCAA), хотя острота этой темы циклически меняется.



7.3 Внутренняя конкуренция

Лидерство не гарантировано и оспаривается на каждом слое. В моделях наступают DeepSeek и ByteDance (Doubao), в чипах — Huawei (Ascend), в потребительском AI — то же ByteDance, в коммерции — Pinduoduo, JD и Meituan. Открытость Qwen, дающая стратегическое преимущество в дистрибуции, одновременно означает отсутствие защищённого рва: любой может взять модель и уйти. Преимущество Alibaba в интеграции всего стека, а не в одном незаменимом звене.

7.4 Регуляторный и страновой риск

Китайский регуляторный фон остаётся источником непредсказуемости. История с приостановкой IPO Ant Group и антимонопольными штрафами показала, что государство способно вмешиваться в стратегию и оценку китайских технологических чемпионов. AI — приоритетная для Пекина отрасль, что скорее в пользу Alibaba, но регуляторика данных, алгоритмов и трансграничных потоков создаёт постоянный хвостовой риск.

8. Вывод

Alibaba — наиболее полно интегрированный игрок искусственного интеллекта в Китае и обоснованный кандидат на роль национального AI-чемпиона. Тезис держится на четырёх опорах: лидирующем и прибыльном облаке (Alibaba Cloud, №1 в Китае, +34% за год), доминирующей в мире по охвату открытой линейке моделей Qwen, собственном AI-чипе, и зрелом денежно-генерирующем ядре электронной коммерции, которое всю эту стройку финансирует из собственного потока, а не за счёт акционеров.

Обратная сторона неотделима от тезиса: компания находится в фазе максимальных капитальных вложений, прибыль группы временно разрушена, свободный денежный поток отрицателен, а окупаемость инвестиций пока — предмет веры, а не факта. Это ставка на исполнение многолетней стратегии в условиях геополитической турбулентности и жёсткой внутренней конкуренции. Для инвестора, готового смотреть на горизонт 12–24 месяца и далее и терпеть волатильность, Alibaba предлагает редкое сочетание: реальное технологическое лидерство в AI, оценённое рынком всё ещё с дисконтом из-за «китайского» и «коммерческого» ярлыков, при защите в виде огромного баланса и прибыльного ядра.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz