

2025 年 07 月 18 日

投资评级：买入（首次）

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 2025 年 07 月 17 日

收盘价（港元） 112.50
一年内最高/最低（港元） 145.90/72.80
总市值（百万港元） 2,146,813.95
流通市值（百万港元） 2,146,813.95
资产负债率（%） 39.58

资料来源：聚源数据

阿里巴巴-W (09988.HK)

——重拾系列报告（一）：业务重知，价值重判

投资要点：

- **公司战略聚焦电商和云，新架构下目标更加明确。** 2024 年 11 月，公司将淘天集团和阿里国际数字商业集团整合为阿里电商事业群，由蒋凡担任 CEO。电商和云两大业务由两位核心管理者专注经营，目标明确，资源集中。
- **电商行业竞争趋缓，淘天业务稳中求进。** 市场认为国内电商平台顺位可能发生变动，我们认为 2025 年 618 第一周期数据显示抖音电商、拼多多等平台增速呈放缓趋势，淘天集团通过佣金返现、AI 提效、会员分层等策略支持核心商家及用户的增长，有望在当前规模上重拾增长。
- **阿里云综合实力领先，云投结合有望率先享受 AI 需求红利。** 阿里云通过全栈自研技术、全球部署的算力资源、丰富的客户积累与集团电商业务锤炼出的安全性构建竞争壁垒。同时，阿里系资金大量投资 AI 相关公司，以云投结合的方式增强阿里云的市占率，并于 24H1 在国内 GEN AI IAAS 市场份额超越火山引擎位列第一。
- **AGI 目标远大，通义模型持续突破技术边界。** 公司明确以实现 AGI 为目标，自 2023 年推出通义千问，其产品开发与迭代持续加速，并逐步形成全尺寸、全行业、多模态覆盖的模型家族，先进的大模型有望吸引新的客户和业务机会，同时云+模型的组合将具有更强的客户黏性。
- **点燃创业氛围，内外部双向 AI 创新。** 以电商为例，AI 技术在淘宝天猫的应用已渗透到商家运营、用户体验、内容创作等多个环节，成为提升效率和体验的核心驱动力。而在外部，以夸克为代表的创新业务有望为公司带来新一代的用户端口。
- **盈利预测与评级：** 我们预计公司 FY2026–2028 年归母净利润分别为 1451/1626/1839 亿元，同比增速分别为 11.5%/12.1%/13.1%。2025 年 7 月 17 日股价对应的 PE 分别为 13/12/11 倍。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，且两项业务均在国内市场占据份额第一，可比电商公司 2025 年 PE 在 7–13 倍，云计算公司 PS 在 3–14 倍，首次覆盖，给予“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）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	941,168.0	996,347.0	1,011,541.9	1,128,402.0	1,257,338.3
同比增长率（%）	8.3%	5.9%	1.5%	11.6%	11.4%
归母净利润（百万元）	80,009.0	130,109.0	145,092.4	162,632.5	183,913.2
同比增长率（%）	9.9%	62.6%	11.5%	12.1%	13.1%
每股收益（元/股）	4.0	6.9	7.6	8.5	9.6
ROE（%）	8.0%	12.7%	12.4%	12.2%	12.1%
市盈率（P/E）	16.2	16.9	13	12	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

鉴于阿里巴巴目前聚焦于电商与云两大业务板块，且两项业务均在国内市场占据份额第一，可比国内电商公司 2025 年 PE 在 7-13 倍，云计算公司 2025 年 PS 在 3-14 倍，阿里巴巴 2025 年 7 月 17 日股价对应的 PE 分别为 13/12/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

淘天集团：预计 FY2026-2028 年实现营收 4922/5334/5743 亿元，同比增长 9.4%/8.4%/7.7%，主要受到中国零售业务中的客户管理收入 (CMR) 增长驱动。预计 FY2026 年淘天线上交易规模有望稳定增长，同时伴随 2024 年以来“全站推广”产品推进以及淘宝 0.6% 技术服务费等推出，预计未来 6-12 个月有望逐步带动货币化率的小幅提升，CMR 略高于 GMV 增速。利润方面，随着电商行业竞争趋缓，利润率有望逐步好转，预计 FY2026-2028 年实现经调整 EBITA 2108/2347/2584 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 43%/44%/45%。

云智能集团：随着 AI 领域投入增加，阿里在云市场保持技术与份额领先，同时保持高强度研发投入，已经在 2025 年一季度实现收入 18% 增长。我们预计 FY2026-2028 年实现营收 1453/1816/2270 亿元，同比增长 23.1%/25.0%/25.0%。

投资逻辑要点

市场认为国内电商平台顺位可能发生变动，我们认为 2024 年抖音电商、拼多多等平台增速呈放缓趋势，**淘天集团通过“商品丰富度 × 用户规模 × 生态创新”的三维优势，构建了其他平台难以复制的综合竞争力**，2025 年佣金返现、AI 提效、会员分层等策略支持核心商家及用户的增长，有望在当前规模上重拾增长。

市场认为国内云业务较海外竞争激烈，利润率低，我们认为 AI 计算时代，**先进大模型和云的组合将带来更强的用户黏性**，阿里云通过全栈自研技术、全球部署的算力资源、丰富的客户积累与集团自身电商业务锤炼带来的安全性构建竞争壁垒。

核心风险提示

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

内容目录

1. 战略聚焦云和电商，AI 全面重塑增长曲线	6
1.1. 管理架构调整，进一步确立云和电商两大重心	6
1.2. 2021-2025：从多元化治理转向战略聚焦	6
1.3. 战略聚焦初见成效，电商与云齐发力	8
2. 核心电商稳步找回增长动能	10
2.1. 行业竞争趋缓，淘天规模稳中求进	10
2.2. 聚焦长期主义，激活从供给到需求的增长动能	11
2.3. 全站推广长期提升货币化率	13
3. 云业务领跑行业，“AI+云”带动增长	14
3.1. 云计算市场保持增长，阿里云稳居第一	15
3.2. 全方位构建云计算竞争壁垒	17
3.3. 成本领先叠加云投联动，铸造 AI 业务竞争优势	19
3.4. 阿里云营收增长提速	22
4. 以实现 AGI 为首要目标，不断突破技术边界	23
4.1. 通义千问快速迭代	23
4.2. 通义技术领先	24
4.3. AI 技术深度融入现有业务，全面提升效率和体验	26
5. 在 AI 时代全力打造新用户端口	27
5.1. 以智能搜索为核心，延伸个人 AI 全能助手	27
5.2. 从智能搜索和个人云业务切入，打造超级 APP	28
5.3. 商业模式持续拓展	29
6. 盈利预测与评级	30
6.1. 盈利预测假设与业务拆分	30
6.2. 估值分析与评级	31
7. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 6 大业务集团及多个创新业务 (N) 构成阿里巴巴组织阵型	6
图表 2: 2021-2025 阿里巴巴战略及组织演变	8
图表 3: 集团营收稳健增长	8
图表 4: NonGAAP 净利润同比增长 22%	8
图表 5: 淘天集团 CMR 创 12 个季度来最高增速	9
图表 6: 88VIP 数量环比保持增长	9
图表 7: 云智能集团营收增速持续提升	9
图表 8: 云智能集团 EBITA MARGIN 同比抬升	9
图表 9: 线上实物零售保持增长	10
图表 10: 2025 年 618 第一周期淘天市场份额回升	11
图表 11: 2025 年 618 第一周期各平台增速均放缓	11
图表 12: 商品丰富度仍然是消费者选择电商的第一原因	12
图表 13: 淘天增长战略重点放在扶优扶新	13
图表 14: 全站推广是阿里妈妈视为淘系增长新飞轮的关键引擎	14
图表 15: 全站推广功能升级	14
图表 16: 2023 年中国公有云市场规模 4562 亿	15
图表 17: 2023 年中国公有云 IaaS 规模 3383 亿	15
图表 18: 2023 年中国公有云 PaaS 规模 598 亿	16
图表 19: 2023 年中国公有云 SaaS 规模 581 亿	16
图表 20: 24H1 阿里云 IaaS 市场份额 25.8%	16
图表 21: 24H1 阿里云 PaaS 市场份额 24.9%	16
图表 22: 阿里云自研飞天操作系统	17
图表 23: 阿里云磐久 AI 服务器性能领先	17
图表 24: 阿里云基础设施目前已遍布四大洲	18
图表 25: 阿里云合作伙伴	18
图表 26: 阿里云含光 800 采用自研架构	19
图表 27: 云计算厂商收费模式对比	19
图表 28: 阿里云轻量应用服务器定价具有优势	20
图表 29: 2023 年以来阿里系对外投资 AI 相关公司梳理	21

图表 30: 阿里云 2023H2 位列 GenAI IAAS 市场第二	22
图表 31: 阿里云 2024H1 GenAI IAAS 市场份额第一	22
图表 32: FY17-FY24 阿里云业务收入及增速	22
图表 33: 阿里云收入季度同比增速开始提升	22
图表 34: FY21-FY24 阿里云业务经调整 EBITA	23
图表 35: 阿里云利润率趋势向上	23
图表 36: AWS 业务收入及增速	23
图表 37: AWS 经营利润率 2024 年显著提升	23
图表 38: 通义千问系列模型快速创新, 保持技术领先	24
图表 39: 通义千问已构建从基础模型、开发平台到应用的完整产品矩阵	25
图表 40: 店小蜜全面接入 AI 大模型	26
图表 41: 淘宝网页版上线 AI 搜索问答框	26
图表 42: AI 生图适用于阿里电商体系内的各类卖家	27
图表 43: 夸克用‘超级框’整合搜索、写作、深度思考等多种功能	28
图表 44: 夸克在 2025 年持续丰富自身的 AI 产品功能	29
图表 45: 夸克以订阅制收费	30
图表 46: 电商行业可比公司估值表	31
图表 47: 云计算行业可比公司估值表	32

1. 战略聚焦云和电商，AI 全面重塑增长曲线

阿里巴巴自 2021 年至 2025 年的组织变迁体现了从多元化扩张到战略聚焦，再到技术深度赋能的路径变迁。

1.1. 管理架构调整，进一步确立云和电商两大重心

公司保持“1+6+N”管理体系，重点聚焦电商和云两大业务板块。2023 年集团完成六大业务集团（淘天、云智能、国际商业、菜鸟、本地生活、大文娱（已更名虎鲸文娱））拆分，当年年底淘天集团和云智能集团 CEO 均由集团 CEO 吴泳铭兼任。2024 年 11 月，吴泳铭不再兼任淘天集团 CEO，转而将淘天集团和阿里国际数字商业集团整合为阿里电商事业群（两大集团仍由不同主体运作），由蒋凡担任 CEO。

图表 1：6 大业务集团及多个创新业务（N）构成阿里巴巴组织阵型



资料来源：阿里巴巴官网，网易号（风云观察者）等，华源证券研究所

1.2. 2021-2025：从多元化治理转向战略聚焦

第一阶段：2021 年-2023 年——三大战略确立与“多元化治理”架构

这一阶段公司将内需、全球化、高科技确立为三大核心战略，聚焦消费市场扩张、海外本地化布局和技术创新。在内需市场，通过更完整的消费者应用矩阵和创造新一代消费体验，服务近 10 亿国内消费者多元化需求；在全球化市场，通过本地化布局和数字化建设，开拓新增长空间；在高科技板块，以云计算大数据为基础能力深度参与社会数字化转型，同时做深做强，推动芯片等自研技术创新，探索前沿科技。

组织架构层面，公司设立中国数字商业、海外数字商业、云与科技、生活服务四大板块，对应四大业务总裁，加强独立业务板块的自主性，阿里巴巴长期秉持的“大中台小前台”组织策略开始转向。

第二阶段：2023 年–2024 年——“用户为先，AI 驱动”与“1+6+N”架构

面对市场竞争压力（拼多多、抖音崛起），阿里旗下的电商业务板块首先提出**回归淘宝**和**用户优先**。

同时公司通过架构分拆赋予了各业务在决策和执行上更大的独立性和灵活性，并实现对**非核心业务的价值释放**。2023 年 3 月，公司将旗下的 6 大业务，分拆成独立业务集团，即在阿里巴巴集团之下，设立阿里云智能、淘宝天猫商业、本地生活、国际数字商业、菜鸟、大文娱（已更名虎鲸文娱）等六大业务集团，各集团独立运营并可单独融资或上市。此外，阿里集团旗下其他多家业务公司，如阿里健康、高鑫零售、盒马、夸克等则作为六大业务集团下的独立小业务公司。

至 2023 年 9 月，公司新任 CEO 宣布确立两大战略重心：**用户为先、AI 驱动**。在此基础上，公司开始对三类业务加大战略性投入——一是技术驱动的互联网平台业务，二是 AI 驱动的科技业务，三是全球化的商业网络。

第三阶段：2024 年–2025 年——战略聚焦与 AI 全面加速

在“用户为先、AI 驱动”核心方向指引下，公司继续战略聚焦，树立电商与云计算双核驱动的策略：电商谋求重回增长，阿里云明确“AI 驱动、公共云优先”战略。其中 AI 驱动被提升为核心战略，公司亦提出将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施。

组织架构层面，2024 年底，吴泳铭不再兼任淘天集团 CEO，转而将淘天集团和阿里国际数字商业集团整合为阿里电商事业群（两大集团仍由不同主体运作），由蒋凡担任 CEO。2025 年上半年，公司继续组织调整，阿里大文娱集团更名为虎鲸文娱集团，饿了么、飞猪合并入阿里中国电商事业群。

2025 年，公司全面聚焦 AI 驱动。阿里巴巴集团董事会主席蔡崇信在 510 阿里日亲友见面会上表示，要把 AI 融入每一块业务、每一块环节，未来三到五年，所有业务都应以 AI 为驱动。此外在 2025 年 5 月的公司内部信中，CEO 吴泳铭指出运用 AI 技术重塑组织运作方式和提升效率尤为重要。公司将在工具支持、组织保障、考核机制上全力保障，让改变不仅落于口头。

图表 2：2021-2025 阿里巴巴战略及组织演变

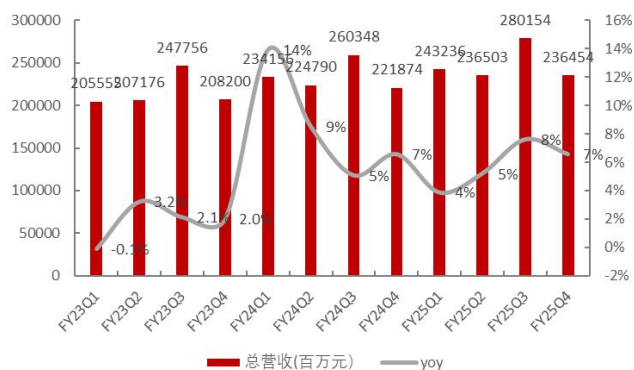


资料来源：环球网，阿里巴巴官网等，华源证券研究所整理

1.3. 战略聚焦初见成效，电商与云齐发力

营收稳健增长，利润质量显著提升。2025 年 1-3 月，阿里巴巴集团实现营收人民币 2,364.5 亿元，同比增长 7%。净利润端表现尤为亮眼，非公认会计准则净利润达 298 亿元，同比增长 22%，主要得益于运营效率提升和成本控制成效。

图表 3：集团营收稳健增长



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：NonGAAP 净利润同比增长 22%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

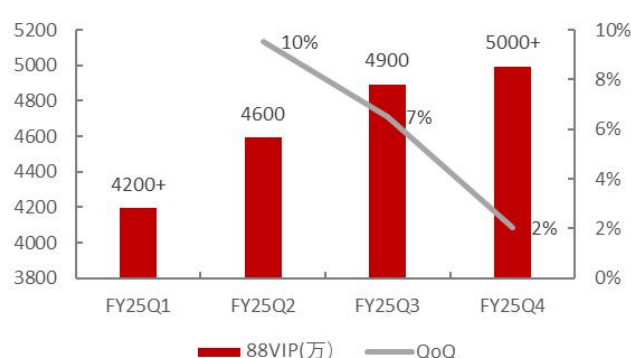
核心电商货币化率提升，用户黏性增强。淘天集团 FY25Q4 营收 1,014 亿元，同比增长 9%，客户管理收入 (CMR) 达 711 亿元，同比增长 12%，创过去 16 个季度最快增速。该增长主要由 takerate 提升驱动，根据 36 氪数据全站推广工具渗透率已接近 30%，叠加基础软件服务费政策调整，带动平台佣金率改善。88VIP 会员数突破 5000 万，伴随 88VIP 用户 ARPU 值在未来或保持增长，有望成为淘天高端消费的核心支撑。

图表 5：淘天集团 CMR 创 12 个季度来最高增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

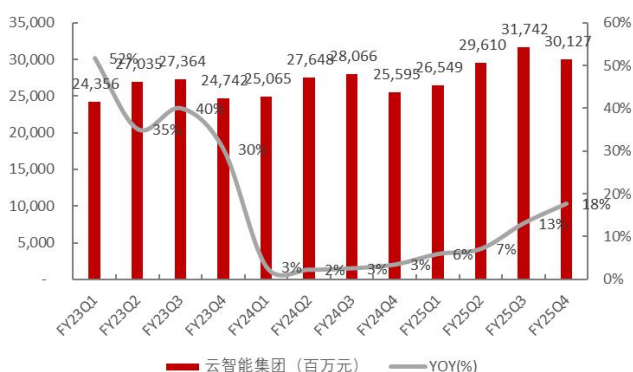
图表 6：88VIP 数量环比保持增长



资料来源：公司公告，华源证券研究所

AI 驱动收入加速,盈利能力持续改善。FY25Q4 阿里云收入 301 亿元,同比增长 18%,创两年来最快增速,其中 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数增长。公共云收入增长加速,市场份额连续三个季度回升,在中国云市场保持领先地位。经调整 EBITA 同比增长 69%至 24.2 亿元,但利润率环比下降 1.9 个百分点至 8%,主要因技术研发和基础设施投入增加。管理层预计,随着 AI 需求持续释放,后续几个季度云业务增速有望进一步提升。

图表 7：云智能集团营收增速持续提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：云智能集团 EBITA MARGIN 同比抬升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

其他业务：

国际业务专注提升运营效率,亏损同比收窄。阿里国际 FY25 收入 1323 亿, YoY+29%; 经调整 EBITA 为-151 亿, 亏损有所扩大。FY25Q4 收入 336 亿, YoY+22%, QoQ-11%; 经调整 EBITA 为-36 亿, FY25Q4 公司专注于运营和投资效率提升, 尤其是速卖通 Choice 业务的 UE 环比改善, 带动亏损收窄。

菜鸟业务进一步整合至电商, 规模收缩。菜鸟集团 FY25 收入 1013 亿, YoY+2%; 经调整 EBITA 为 3 亿, YoY-78%。FY25Q4 收入 216 亿, YoY-12%, QoQ-24%, 主要由于电商业务进一步整合物流服务; 经调整 EBITA 为-6 亿, 亏损同比收窄。

本地生活集团规模增长, 单位经济效益改善。本地生活集团 FY25 收入 671 亿, YoY+12%; 经调整 EBITA 为-37 亿, 同比收窄。FY25Q4 收入 161 亿, YoY+10%, QoQ-5%, 由高德和饿了么订单增长带动; 经调整 EBITA 为-23 亿, 同比收窄。

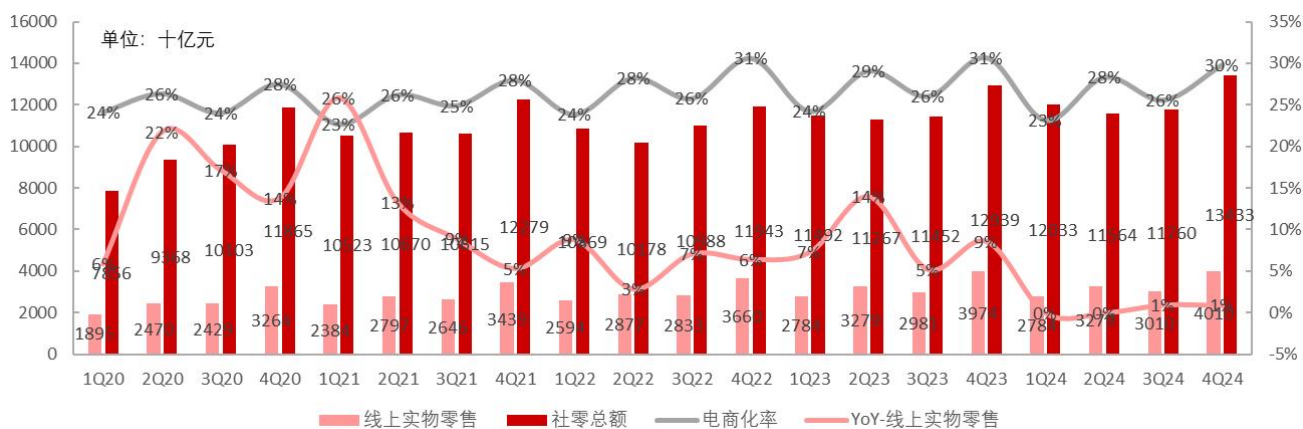
大文娱（已更名虎鲸文娱）集团实现盈利，电影及娱乐业务表现强劲。大文娱（已更名虎鲸文娱）集团 FY25 收入 223 亿，YoY+5%；经调整 EBITA 为-6 亿，亏损同比收窄。FY25Q4 收入 56 亿，YoY+12%，QoQ+2%；经调整 EBITA 为 0.4 亿，同比扭亏为盈。

2. 核心电商稳步找回增长动能

2.1. 行业竞争趋缓，淘天规模稳中求进

电商行业通过直播电商、即时零售、AI 技术应用等创新持续扩大规模。2022-2023 年线上实物零售额保持 7-8% 的增速，显著高于社零总额增长，渗透率突破 27%。尽管 2024 年增速有所下降，但未来电商增长或将更多依赖供应链深度改造、履约网络智能化升级、用户交互形式创新等结构性突破，继续将消费行为迁移向线上。

图表 9：线上实物零售保持增长



资料来源：wind，国家统计局，华源证券研究所

2025 年头部平台呈现“一超多强”格局，618 第一周期淘天市场份额回升。根据易观分析数据，2025 年 618 第一周期淘天（淘宝/天猫）以 48.4% 的 GMV 份额维持市场第一，同比 2024 年第一周期上升 0.8pct。拼多多占比 11.5%，抖音电商占比 18.1%，京东占比 18.2%，快手电商占比 3.7%。同比增速上，2025 年 618 第一周期中各电商平台增长均表现放缓，其中抖音、拼多多增速放缓最为明显。

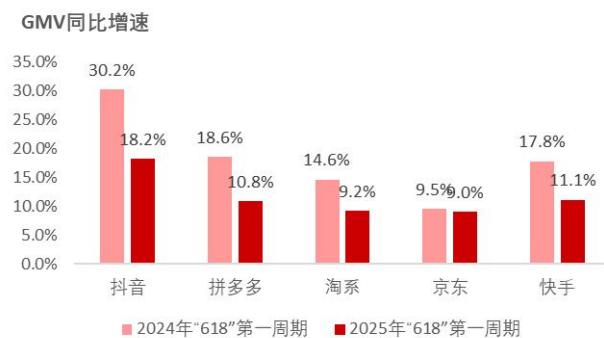
我们认为，伴随流量红利的减退，高速增长平台的增速放缓，未来电商行业各平台将更聚焦于自身能力的精细优化，行业竞争趋缓。根据 QuestMobile 的《2024 年新媒体生态盘点》，抖音 2024 年 1-10 月 MAU 同比增长仅 8%，整体规模 7.86 亿。从电商平台运营策略来看，2025 年来淘宝、抖音电商、拼多多等平台纷纷提出对商家降费减负相关的措施，显现出对供给端的精细运营特征。

图表 10：2025 年 618 第一周期淘天市场份额回升



资料来源：易观分析，华源证券研究所

图表 11：2025 年 618 第一周期各平台增速均放缓



资料来源：易观分析，华源证券研究所

2.2. 聚焦长期主义，激活从供给到需求的增长动能

淘宝通过 “商品丰富度×用户规模×生态创新” 的三维优势，构建了其他平台难以复制的综合竞争力：

- **对消费者：**提供“从 9.9 包邮到奢侈品”的全场景购物选择。单一的大爆品、大单品逻辑正在退潮。对消费者而言，商品丰富度仍然是选择线上购物的第一原因。
- **对商家：**搭建“个人创业到品牌升级”的完整成长路径；
- **对行业：**持续定义电商形态（如直播、新零售），引领行业进化方向。

尽管面临拼多多低价冲击和抖音内容分流，其生态完整性和用户基础厚度仍是最大护城河。

图表 12：商品丰富度仍然是消费者选择电商的第一原因

2024年中国消费者选择线上购物的原因



数据来源：iiMedia Research(艾媒咨询)

样本来源：草莓派数据调查与计算系统 (Strawberry Pie)
样本量：N=1600；调研时间：2024年6月

资料来源：艾媒咨询，华源证券研究所

2025 年一季度，淘天推出一系列商家扶持政策，旨在降低站内商家经营门槛、提升用户转化：

- 重点放在帮助商家实现长期稳定的发展上，通过佣金返现、AI 提效、会员分层等策略支持品牌成长。
- 强调与品牌建立更紧密的关系，尤其是中小品牌，以促进全行业的业绩增长。
- 提供对 B 端和 C 端用户的补贴，包括但不限于佣金反哺、广告激励、消费者激励等措施。

图表 13：淘天增长战略重点放在扶优扶新

激励措施	
新品激励	通过返佣和流量供给等方式，鼓励商家通过新品撬动站内流量
站外流量扩充	与微博、微信、支付宝、小红书、知乎、B 站等超 200 家互联网平台建立合作，为商家全网引流
会员私域	平台将设置更多会员触点，如搜索结果、商品详情页等全站透出品牌和权益信息，引导用户入会，并升级会员回访入口。同时，平台与商家共同出资提升会员权益，推出新的会员广告投放机制，提升复购率
佣金激励	在快消、服饰、运动户外等行业试点推出优质品牌限时返佣政策，后续佣金激励计划逐步拓展到全行业推广
新商家扶持	通过“千星计划”面向 14 个细分赛道的新锐商家提供专属进阶权益和经营激励，如免费开放高阶版数据产品工具等
营商环境优化	规范交易行为的举措，如治理“羊毛党”，上线新版体验分体系、“退货宝”服务等。今年将进一步完善异常“仅退款”处置机制，升级“退货宝”降费政策，升级异常订单识别模型等，为商家营造公平经营环境。

资料来源：亿邦动力网，央广网等，华源证券研究所

2.3. 全站推广长期提升货币化率

在商业化转化层面，公司推出全站推广产品以提升转化效率。全站推广是一种智能推广工具，商家可以设置目标投产比，通过付免联动机制获取淘系全局流量，从而提升商品的曝光率和成交额。它通过激活整个电商平台的流量，帮助商家实现更高的投资回报率（ROI）和业务规模。全站推广结合了多种广告形式，能够全面覆盖平台的流量，为商家提供一站式的推广解决方案。

图表 14：全站推广是阿里妈妈视为淘系增长新飞轮的关键引擎



资料来源：阿里妈妈数字营销公众号，华源证券研究所

2025 年全站推广功能升级，有望提升商家认可度，长期助推淘天货币化率。作为阿里妈妈首个可盘活淘系全局流量的革命性产品，全站推广实现了：1）全站流量可运营：通过单品 ROI 设置运营站内所有渠道；2）以 ROI 出价争夺流量：平台提供 ROI 建议，商家出价 ROI 越低，获得流量越多越稳定；3）潜力商品获取流量确定性更强：算法优选商品，实现优质商品投放确定性更强。

图表 15：全站推广功能升级

升级点	升级内容
一键起量（三期）可控放量	在总体成本相对稳定的基础上更大程度提升跑量，起量效率优于手动提价
AI 效果智达	1、系统通过 AI 的生成式出价模型，更智能的优化投放效果，实现 ROI 的更稳定交付，计划实际投产比更接近商家设置的目标投产比，推广效果更有确定性； 2、将推广成交记录在转化当天，投放效果无需等待 7 天，实现天与天之间对比；
控投产比出价成本保障	推广商品的 ROI 出价在平台推荐值范围内，且推广商品处于【稳定投放期】，对超出预期消耗的客户赔付实际消耗和预期消耗的差值；

资料来源：阿里妈妈产品知识库，华源证券研究所

3. 云业务领跑行业，“AI+云”带动增长

3.1. 云计算市场保持增长，阿里云稳居第一

2023 年中国云计算整体市场规模达到 **6,165 亿元人民币**，同比增长 35.5%，其中公有云市场规模为 **4,562 亿元**，占整体市场的 74%，同比增长 40.1%。私有云市场规模为 **1,563 亿元**，占比 25.4%。

从公有云看：IaaS 业务占市场总体的 74%，也是市场规模增量的主要贡献板块。PaaS 业务表现出远超行业的增长速度，也是 AI 时代具有可观发展空间的业务板块。

● IaaS（基础设施即服务）

2023 年公有云 IaaS 市场规模为 3,383 亿元，同比增长 38.5%，占公有云市场的 74%。IaaS 层长期占据主导地位，主要得益于企业上云需求和新基建政策支持。

● PaaS（平台即服务）

2023 年公有云 PaaS 市场规模为 598 亿元，同比增长 74.9%，占公有云市场的 13%。高速增长源于 AI 大模型开发、企业数字化转型对数据库和中间件的需求，以及公有云出海业务的推动。

● SaaS（软件即服务）

2023 年公有云 SaaS 市场规模为 581 亿元，同比增长 23.1%，占公有云市场的 12.7%。增速相对平缓，主要受企业定制化需求和市场竞争影响。

图表 16：2023 年中国公有云市场规模 4562 亿



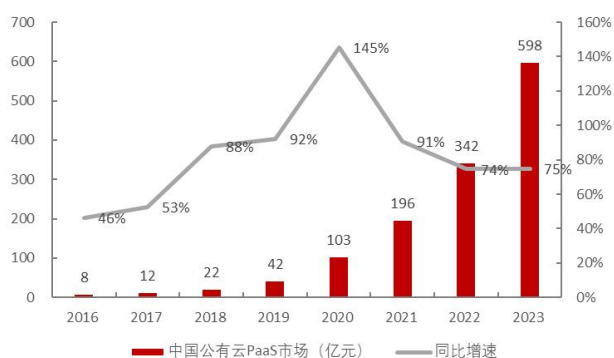
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 17：2023 年中国公有云 IaaS 规模 3383 亿



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2023 年中国公有云 PaaS 规模 598 亿



资料来源：Wind，华源证券研究所

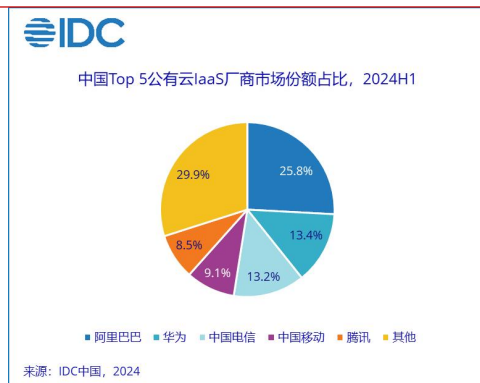
图表 19：2023 年中国公有云 SaaS 规模 581 亿



资料来源：Wind，华源证券研究所

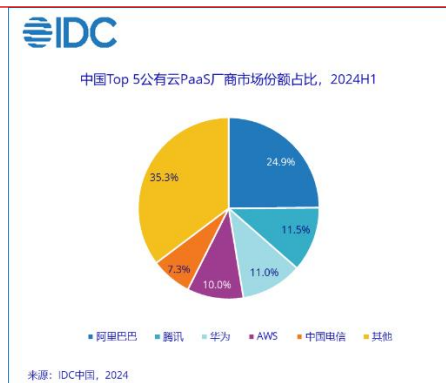
阿里云在公有云 IaaS 和 PaaS 市场均保持 25% 左右份额。根据 IDC 数据，2024 年上半年 IaaS 市场，阿里巴巴、华为、中国电信、中国移动和腾讯为市场排名前五，市场份额总和为 70.1%。在 2023–2024 年市场环境中，国际背景云厂商和算力服务云服务商大力投入市场竞争，市场份额提升较快。24 年上半年 IaaS 市场前五集中度同比下降 2.3pct。2024 上半年 PaaS 市场中，阿里巴巴、腾讯、华为、AWS 和中国电信为市场排名前五，市场份额总和 64.7%。AI 和出海需求的不断提升为 PaaS 市场带来更多发展空间，在一定程度上分散了市场集中度。

图表 20：24H1 阿里云 IaaS 市场份额 25.8%



资料来源：IDC，华源证券研究所

图表 21：24H1 阿里云 PaaS 市场份额 24.9%



资料来源：IDC，华源证券研究所

随着 AI 领域投入增加，公有云市场增速有望提升，未来各厂商在技术协同、创新解决方案、AI 生态等方面的新模式或预示着新的市场增长机遇到来。IaaS 和 PaaS 市场中，各阵营云厂商表现分化：

互联网云厂商如阿里云、腾讯云和百度智能云聚焦 AI 与公有云的协同发展，分别在算力、视频云、游戏云、AI 大模型等方面取得进展。华为云等软硬件背景厂商重视一体化产品研发，在性能方面获得认可。国际云厂商 AWS 和微软 Azure 利用 AI 契机提升海外市占率，尤其在中国市场表现突出。

运营商背景云厂商依托政策和用户基础保持营收增长，如中国电信天翼云、中国移动云、中国联通云分别在信息通信、政企市场、视频云等领域实现突破。

3.2. 全方位构建云计算竞争壁垒

云计算市场竞争中，企业主要透过技术、资源、客户与安全性建立竞争壁垒。

● 技术领先

自主研发操作系统：飞天是由阿里云自主研发、服务全球的超大规模通用云计算操作系统。基于“数据中心为计算机”、让“多源异构数据在线”两大核心理念，飞天将一个个数据中心变成一台“超级计算机”，实现各类算力的聚合，以多租户的方式，向公共提供计算服务。在运行效能上阿里云在历年双十一、618 等电商大促期间服务超大流量，具有丰富的并发场景经验。

持续技术迭代：技术更新速度快（如 AI 融合、边缘计算），要求企业持续投入研发以保持竞争力。2024 年，阿里云研发新一代磐久 AI 服务器，单机支持 16 卡 GPU 和 1.5T 显存，创新 AI 算法预测 GPU 故障（准确率 92%），业界领先；同时，首次推出支持多种生态的 Serverless 化 GPU 容器算力，实现 ACS 容器计算亲和度和性能的全方位提升，结合其他软硬一体的创新获得 2024 年世界互联网大会领先科技奖。

图表 22：阿里云自研飞天操作系统



资料来源：阿里云官网，华源证券研究所

图表 23：阿里云磐久 AI 服务器性能领先



资料来源：新华网，华源证券研究所

● 资源壁垒

资金与基础设施：公有云需巨额资本投入建设数据中心、采购服务器和带宽，例如 IaaS 层前期资本支出庞大，且需应对价格战和生态补贴。私有云则依赖政府端资源（如政务、金融行业）和自主可控的数据中心布局。

规模化运营能力：IDC 行业需要土地、水电资源支持，一线城市稀缺资源成为壁垒。规模化运营可降低边际成本，形成指数级经济性（如 AWS 通过全球数据中心网络优化成本）。

图表 24：阿里云基础设施目前已遍布四大洲



资料来源：阿里云官网，华源证券研究所

● 客户与生态壁垒

客户黏性与规模效应：公有云需足够用户规模以实现资源高效利用，用户数达到临界点后边际成本或趋近于零。私有云客户（如政府、金融）对数据保密性要求高，更加依赖长期信任关系。

生态构建能力：头部厂商通过整合合作伙伴（如 ISV、开发者）形成生态系统，增强客户黏性，阿里云多年以来在各行各业已积累大量长期客户。

图表 25：阿里云合作伙伴

优秀合作伙伴					
与全球各地的阿里云合作伙伴，共同为创新提速。					
accenture 埃森哲	Deloitte	浩鲸科技	用友网络	MongoDB	西软国际
iSOFTSTONE 软通动力	salesforce	神州数码 Digital China	vmware	佳佳杰 VSTECs	用友 yonyou

资料来源：阿里云官网，华源证券研究所

● 安全与合规壁垒

数据安全性与可控性：私有云客户将数据存储可靠性和冗余备份作为首要考量，需满足行业合规要求（如金融、医疗）。公有云则需通过国际认证（如 ISO 27001）建立信任。

本土化政策适配：当前人工智能行业倡导自主可控，具备国产化能力的私有云服务商或更受市场青睐，阿里云拥有倚天、含光、镇岳等自研芯片，或可满足此类需求。

图表 26：阿里云含光 800 采用自研架构



资料来源：平头哥官网，华源证券研究所

3.3. 成本领先叠加云投联动，铸造 AI 业务竞争优势

云厂商的基础计费模式基本趋同，分为包年包月（预付费）和按量计费（后付费）两种：

- 包年包月：**适合长期稳定需求，通常享有折扣（如阿里云通过代理购买可额外优惠），华为云对长期租用提供更低单价。
- 按量计费：**按实际使用时间或资源量收费，灵活性高，但单价较高。例如阿里云按小时计费，腾讯云最小结算单位为小时，华为云按小时/日计费。阿里云、腾讯云、华为云等均采用**阶梯计价**，用量越大或使用时间越长，单价越低。

在模式侧重上，阿里云以按量计费为主，支持灵活调整资源配置，并推出抢占式实例（如阿里云 GPU 竞价服务），将备用库存低价释放来降低用户成本。

图表 27：云计算厂商收费模式对比

厂商	核心计费模式	特色策略	适用场景
火山云	按量计费（小时/秒）、包年包月、阶梯计价	视频云组合计费、AI 按训练时长计费、闲时资源池	视频直播、AI 模型训练、离线计算场景
阿里云	按量计费、包年包月、阶梯计价、竞价实例	代理折扣、错峰传输优化成本	灵活需求、短期测试、高性价比比长期项目
腾讯云	按量计费、包年包月、阶梯计价	安全服务按天计费、新用户优惠	中小企业、需灵活安全服务的场景
华为云	包年包月为主、按小时/日计费、竞价实例	长租折扣、租电分离模式	大型企业长期合作、高稳定性需求
天翼云	按需付费（计算/存储/网络资源）	分布式容器云平台按需配置	高并发数据处理、容器化应用

资料来源：火山引擎官网，阿里云官网，腾讯云官网，华为云官网，天翼云官网，华源证券研究所整理与绘制

阿里云性价比突出，同时为 AI 开发需求提供全方位的服务。阿里云、腾讯云、华为云三大云厂的 2 核 2G 服务器首年价格均处最低梯队，同时阿里云自研“飞天+CIPU”架构、全生命周期 MCP 服务及友好的开发者生态打造计划为企业客户提供全面的技术支持和服务。

图表 28：阿里云轻量应用服务器定价具有优势

服务商	实例类型 / 配置	核心 / 内存	存储 / 带宽	包年价格（元）	计费方式
阿里云	轻量应用服务器 （新用户专享）	2 核 / 2G	200M 峰值带宽、40GB ESSD 云盘、不限流量	38 元	包年（秒杀价）
	ECS 通用算力型 u1（新老用户）	2 核 / 4G	5M 固定带宽、80GB ESSD 云盘	199 元	包年
腾讯云	轻量应用服务器 （新用户专享）	2 核 / 2G	3M 带宽、200GB 月流量、40GB SSD 云盘	38 元	包年（秒杀价）
	标准型 S5（包年优惠）	2 核 / 2G	1M 带宽、50GB SSD 云盘	261 元 / 15 个月	包年（买 1 年送 3 个月）
华为云	Flexus L 实例 （新用户专享）	2 核 / 2G	2M 带宽、100GB 月流量、40GB 系统盘	38 元	包年
	通用型 S6（按需计费）	2 核 / 4G	1M 带宽、40GB 系统盘	—	按需
火山引擎	计算型 c3al（新用户专享）	2 核 / 4G	3M 带宽、40GB 系统盘、不限流量	89 元	包年
天翼云	通用型 s7n（包年折扣）	2 核 / 4G	1M 带宽、40GB SATA 盘	1607 元	包年（8.5 折）
	公众版（政企版）	2 核 / 4G	50M 带宽	243 元	包年

资料来源：各公司官网，华源证券研究所整理

2023 年以来，阿里系资金大量投资 AI 相关公司，以云投结合的方式增强阿里云在 AI 行业的市场占有率。云投结合，是指阿里巴巴及其关联企业通过提供阿里云积分（云服务资源）替代传统的现金投资，以此换取被投企业的股权。以月之暗面为例，2024 年 2 月的 8 亿美元投资中，近半金额以阿里云积分形式支付。此外，阿里云还服务了包括智谱 AI、百川智能、零一万物在内的众多大模型公司。

图表 29：2023 年以来阿里系对外投资 AI 相关公司梳理

投资时间	公司名称	主营业务	投资规模	公司估值	投资主体
2023 年 2 月	PanopticAI	AI 医疗诊断（影像与数据分析）	未披露	未披露	阿里巴巴创业者基金
2023 年 6 月	生数科技	AI 医疗影像分析	未披露	未披露	蚂蚁集团
2023 年 7 月	奇点临近	轻量化 AR 眼镜研发	未披露	未披露	阿里巴巴集团
2023 年 7 月	Rice Robotics	服务机器人（配送/清洁）	未披露	未披露	阿里巴巴创业者基金
2023 年 10 月	智谱 AI	AI 大模型开发与应用	未披露	未披露	阿里巴巴集团、蚂蚁集团
2023 年 10 月	百川智能	大模型技术研发（多模态生成）	未披露	未披露	阿里巴巴集团
2023 年 11 月	零一万物	通用大模型研发	首轮数亿美元	超 10 亿美元	阿里巴巴集团（阿里云）
2024 年 2 月	月之暗面	通用大模型研发	8 亿美元（部分云积分支付）	未披露	阿里巴巴集团、蚂蚁集团
2024 年 3 月	MiniMax	多模态大模型研发	B 轮 6 亿美元	25 亿美元	阿里巴巴集团（领投）
2024 年 4 月	爱诗科技	AI 视频生成技术	未披露	未披露	蚂蚁集团
2024 年 7 月	逐际动力/星动纪元	机器人研发（仿人/工业机器人）	未披露	未披露	阿里巴巴集团
2024 年 4 月	墨芯科技	AI 芯片设计（算力优化）	未披露	未披露	蚂蚁集团
2024 年 8 月	秘塔科技	AI 搜索与写作工具	超 1 亿元人民币	1.5 亿美元	蚂蚁集团（领投）
2024 年 10 月	地平线	智能驾驶芯片及解决方案	未披露	未披露	阿里巴巴集团
2024 年 11 月	星海图	具身智能（机器人全链路技术）	A 轮领投（未披露）	未披露	蚂蚁集团
2024 年 11 月	边塞科技	大模型强化学习对齐技术	收购金额未披露	收购前 8000 万美元	蚂蚁集团（全资收购）
2024 年 12 月	AEF NextGen 基金	AI 初创企业投资（5 大行业）	1.5 亿美元	未披露	阿里巴巴创业者基金

资料来源：36 氪（张子怡 Leslie），财经网等，华源证券研究所整理。 备注：零一万物估值时间为 2023 年 11 月，MiniMax 为 2024 年 3 月，秘塔科技为 2024 年 8 月，边塞科技为 2024 年 11 月

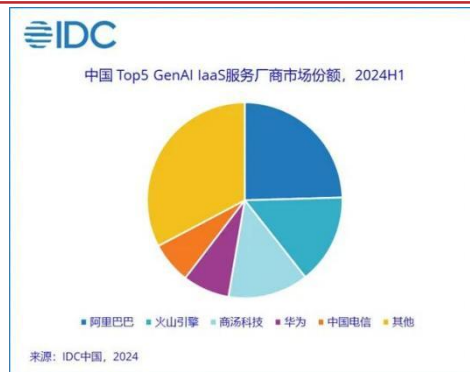
阿里云在 GEN AI IaaS 市场份额领先,24H1 超越火山引擎位列第一。2024 年，阿里云一方面通过内部快速调整释放出大量资源满足客户需求；另一方面，借助优秀的资本布局聚焦 AI 算力消耗大户；此外，阿里云技术体系快速适配 Gen-AI 时代，凭借优秀的技术功底获得头部客户认可。

图表 30: 阿里云 2023H2 位列 GenAI IAAS 市场第二



资料来源: IDC, 华源证券研究所

图表 31: 阿里云 2024H1 GenAI IAAS 市场份额第一

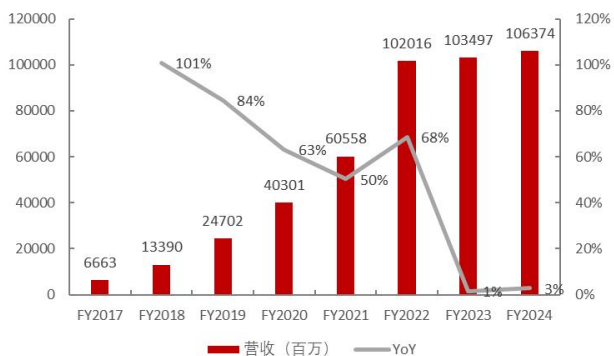


资料来源: IDC, 华源证券研究所

3.4. 阿里云营收增长提速

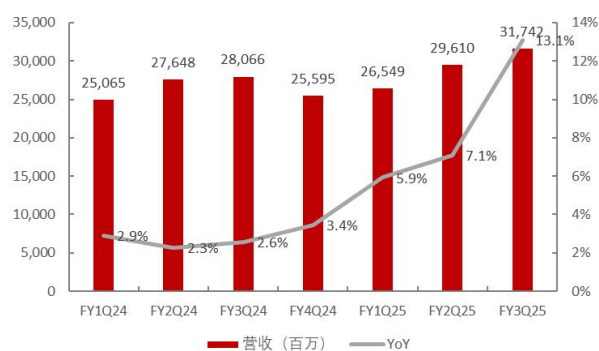
阿里云智能业务在 2022-2023 年增长显著放缓, 2024 年开始逐季加快。阿里云 2024 财年实现营收 1064 亿元, 同比增长 3%。2017-2021 年间, 受益于公共云行业的快速发展, 阿里云在互联网、金融、政务三大领域高速增长。此后公共云市场面临华为、腾讯及天翼云等的激烈竞争, 阿里云将业务增长方向转向混合云市场和垂直行业方向。公司于 2021 年进行组织架构调整, 设立 18 个行业部门和 16 个区域, 但 2022 年营收增速仍然下滑。2023 年底, 集团 CEO 兼阿里云董事长吴泳铭确立“AI 驱动, 公共云优先”的战略, 成功抓住 AI 需求带来的公共云市场回暖机会, 实现收入增速提升。

图表 32: FY17-FY24 阿里云业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 33: 阿里云收入季度同比增速开始提升

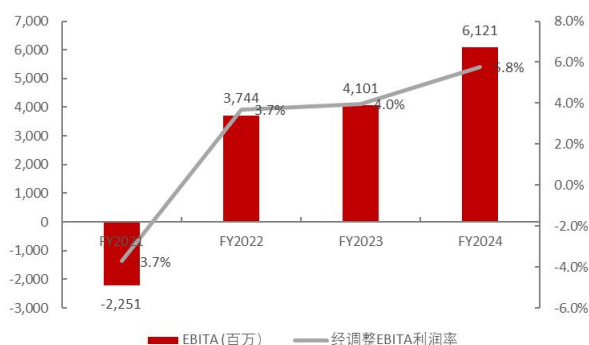


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

利润端, 阿里云自 2021 年实现盈利后, 经调整 EBITA margin 保持向上势头。2024 财年, 阿里云实现经调整 EBITA 61 亿元, 经调整 EBITA margin 为 5.8%。至 2025 财年第三季度, 阿里云经调整 EBITA margin 已持续上升至 9.9%。值得注意的是, 利润端的持续改善是在阿里云面对日益激烈的市场价格竞争的同时实现的, 表现出云业务成本端的强大优势。未

来，随着低利润的混合云业务占比减少，以及高利润的 AI 和公共云业务占比提升，剔除新一轮资本开支带来的折旧分摊，阿里云的利润率有望继续提升。

图表 34: FY21-FY24 阿里云业务经调整 EBITA



资料来源：公司公告，华源证券研究所

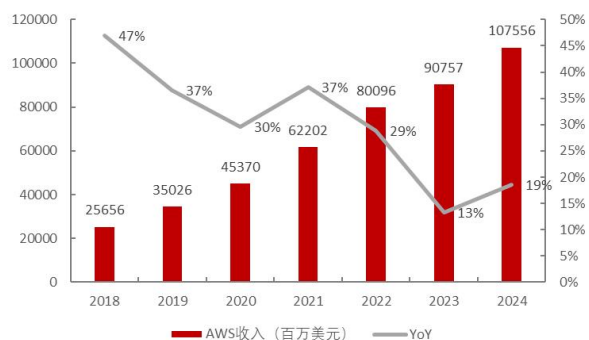
图表 35: 阿里云利润率趋势向上



资料来源：公司公告，华源证券研究所

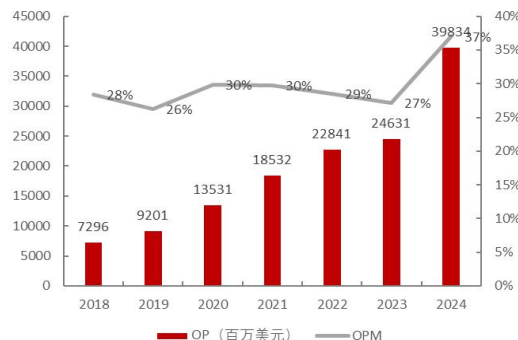
参考亚马逊 AWS 业务，阿里云盈利能力具有上行空间。2020-2021 年，亚马逊整体营收因线上零售需求激增而快速增长，但受企业 IT 预算调整和宏观经济波动影响，在 2021-2022 年阶段性放缓。2023 年后，AI 需求初现带动 AWS 重回增长轨道，且 2024 年收入增速进一步提升至 19%。而伴随收入增长的加快，AWS 经营利润率也出现提升。当前对比阿里云和 AWS，阿里云的利润率仍有较大的提升空间。

图表 36: AWS 业务收入及增速



资料来源：亚马逊公司公告，华源证券研究所

图表 37: AWS 经营利润率 2024 年显著提升



资料来源：亚马逊公司公告，华源证券研究所

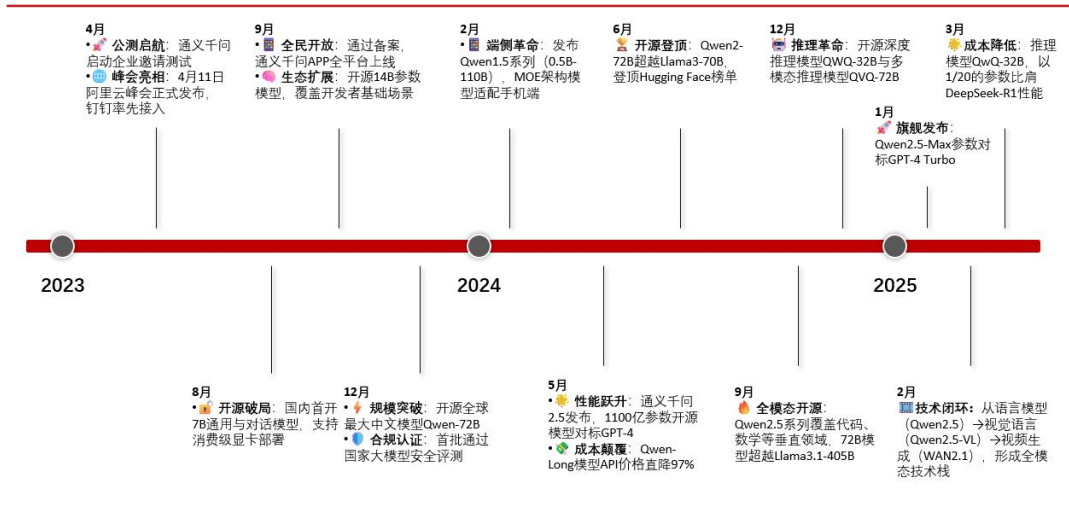
4. 以实现 AGI 为首要目标，不断突破技术边界

4.1. 通义千问快速迭代

阿里巴巴自 2023 年推出通义千问，其产品开发与迭代持续加速，表明公司在 AI 领域投入的坚定性和持续性。2023 年以来，通义千问已经逐步形成全尺寸、全行业、多模态覆盖的模型家族。进入 2025 年，通义千问几乎保持每月一次较大版本的更新频次，1 月发布 Qwen2.5-Max，2 月发布视觉语言和视频生成模型，3 月推出推理模型，4 月更新 Qwen3。

通义整体开发战略上追求强推理、多模态、新的学习机制和软硬一体联合优化。在模型能力上，公司继续探索让模型能更像人类的思考方式，未来甚至能自我反思、自我纠错等。多模态也是通向 AGI 的重要途径，公司通过视觉、文字、语音等方向的模型研发，让大模型能理解并贯通各个模态。在学习机制上，包括探索实现模型在线学习、持续学习和自学习（Self Learning）。此外，在提升云体系的性能和效率上，公司注重加强云和模型的软硬一体联合优化。尤其在 2025 年，工程能力、整个云系统结合 AI 的性能和效率有望成为阿里云的核心竞争力。

图表 38：通义千问系列模型快速创新，保持技术领先



资料来源：环球网，阿里云官网，每日经济新闻等，华源证券研究所整理与绘制

4.2. 通义技术领先

通义千问的技术布局使阿里云实现从基础设施供应商向 AI 生态运营商的转型：通过开源建立技术标准，借助百炼平台沉淀商业场景，最终形成“模型研发-开源推广-云服务变现-生态反哺”的闭环。完整的产品矩阵构建了多方面的竞争优势：

1) 全栈技术覆盖

通义千问通过 Qwen3 系列模型（覆盖 0.6B-235B 参数规模）、Qwen-VL 视觉语言模型、WAN2.1 视频生成模型等，形成“语言-视觉-音视频”全模态能力。

2) 开源生态统治力

截至 2025 年 4 月，Qwen 系列大模型累计开源模型数超过 200 个，累计下载次数超过 3 亿（综合 Hugging Face、魔搭等社区数据），衍生社区模型超 10 万。阿里云 CTO 周靖人认为，模型将会成为核心生产元素，开源已成为大模型的重要创新驱动力。

3) 百炼平台服务多元开发需求

阿里云百炼目前支持全生命周期 MCP 服务，无需用户管理资源、开发部署、工程运维等工作，可快速搭建专属 MCP Agent，大幅降低 Agent 的开发门槛。2025 年 4 月，百炼平台

上线了高德、无影、Fetch、Notion 等 50 多款阿里巴巴集团和三方 MCP 服务，覆盖生活信息、浏览器、信息处理、内容生成等领域，可满足不同场景的 Agent 应用开发需求。

4) 垂类行业解决方案丰富实践

早在 2023 年，阿里云已与朗新、亚信、数字政通、蓝凌、千方等 60 余家伙伴，共同验证了“通义千问”大模型的 30 余个行业应用场景，涵盖协同办公、文化旅游、财务 ERP、电力、政务、医保、交通、制造、金融、软件开发等行业，涉及智能问答、文章摘要、文案写作、代码辅助、知识库升级等场景。而通过开源生态汇聚的超过 10 万个衍生模型，有望加速通义千问在垂直场景更大范围的应用。

图表 39：通义千问已构建从基础模型、开发平台到应用的完整产品矩阵

基础语言模型		
Qwen 系列	Qwen-VL	Qwen-Audio
Qwen3 系列覆盖 0.6B 至 235B 参数规模的多尺寸模型，具有混合思考模式，支持 119 种语言	视觉语言模型，实现图文混理解与结构化输出	语音交互模型，支持多语言语音合成与实时翻译
多模态生成模型		
通义万相	WAN2.1	
文生图/图生图工具，支持国风、科幻等风格创作	视频生成模型，支持 1080p 文/图生视频及音画同步	
平台层		
百炼：应用&AGENT 开发平台		
应用层		
领域	代表产品	核心功能
办公效率	通义听悟	会议纪要自动生成、多语言实时翻译、语音转文字
开发工具	通义灵码	代码自动补全、函数优化、自然语言生成代码（支持 Java/Python 等）
内容创作	通义智文	论文/长文档摘要生成、知识图谱构建、文献问答
交互体验	通义星辰	个性化角色对话（如虚拟客服、情感陪伴），支持 API 接入智能硬件
行业解决方案	通义点金（金融）	风险评估报告生成、合同条款智能审核
	通义法睿（法律）	法律条文检索、案例匹配度分析

	通义仁心（医疗）	医学影像分析、患者咨询应答
--	----------	---------------

资料来源：阿里云官网，华源证券研究所整理与绘制

4.3. AI 技术深度融入现有业务，全面提升效率和体验

以电商为例，AI 技术在淘宝天猫的应用已渗透到商家运营、用户体验、内容创作等多个环节，成为提升效率和体验的核心驱动力。以下是主要应用场景及案例：

● 智能客服与导购优化

AI 客服系统：淘宝天猫通过 AI 客服实现 24 小时智能接待，支持复杂场景的自动应答，例如订单查询、退换货处理等，显著降低人工成本。通义千问团队开发的智能客服系统还能结合用户历史行为数据，提供个性化服务建议。

AI 导购与购物助手：通过淘宝网页版的 AI 搜索助手等获取实时购物建议，例如推荐品牌、提供选购建议以及对比各家参数，或是双 11 期间综合优惠信息生成高性价比购买方案，根据用户偏好实时推荐商品。

图表 40：店小蜜全面接入 AI 大模型



资料来源：千牛工作台，华源证券研究所

图表 41：淘宝网网页版上线 AI 搜索问答框



资料来源：淘宝网，华源证券研究所

● 内容生成与创意工具

图文创作：商家利用“绘蛙”、“万相营造”等工具，可快速批量生成商品主图、详情页及营销文案，适配不同人群需求（如年轻用户强调“个性前卫”，中年用户突出“材质舒适”）。

视频生成：阿里妈妈推出的“淘宝星辰·图生视频”工具，输入一张图片即可生成 5 秒视频。该产品基于丰富的电商数据和设计经验，能自动识别并应用各类商品所适合的展示方式。

数字人直播：数字人主播可 24 小时直播带货，提升店铺曝光率。

AI 试衣间：允许用户上传照片预览服装上身效果，结合数亿用户的尺码数据和海量的服装图片实现推荐适合自己的穿搭搭配。

图表 42：AI 生图适用于阿里电商体系内的各类卖家

适用客户群体	场景	核心需求
1688/档口卖家	商品主图、详情页 商品买家秀 社区种草图	能批量生成有差异化的素材，满足下游客户诉求
店群卖家		加速上架效率，避免被模特档期影响
TEMU、SHEIN、速卖通、虾皮等跨境卖家		生成指定身材、人种的外模图，满足跨境电商需求
淘宝、天猫卖家		低成本生成有氛围感、真实感的买家秀
需要在小红书、抖音等平台种草的卖家		节约寄拍成本 减少约拍周期加速商品上架

资料来源：绘蛙语雀知识库，华源证券研究所

● 个性化推荐与精准营销

动态商品展示：基于大模型分析用户画像，同一商品可向不同人群展示差异化主图和卖点。例如，T 恤针对年轻女性突出设计感，中年女性则强调面料舒适性。

广告投放优化：AI 算法实时优化广告策略，结合用户行为数据提升点击率和转化率。例如，阿里妈妈 AIGC 大模型可一键生成推广视频，实现“千人千面”精准匹配。

● 商家运营与供应链管理

智能发品：商家 5 分钟内完成新店创建，AI 自动生成商品详情、店铺 Logo 及名称。

数据分析：AI 提供趋势预测、周报总结等功能，帮助商家优化库存和供应链，实现“以销定产”。

质检与研发支持：部分商家引入 AI 质检系统，实现“一物一码”自动化检测；AI 还可辅助产品配方研发，提升商品品质。

● AI 原生应用生态布局

淘宝天猫正与通义千问团队合作开发下一代 AI 技术，包括多模态模型融合、智能路径规划（如物流优化）等。

5. 在 AI 时代全力打造新用户端口

基于通义基座大模型的先进技术，阿里正在以夸克为实验田探索 AI 时代的超级入口。

5.1. 以智能搜索为核心，延伸个人 AI 全能助手

2016 年：夸克由 UC 浏览器内部孵化，初期定位为“极简、高效、无广告的浏览器”，以解决传统浏览器功能臃肿、广告泛滥的问题。

2018 年：战略转向智能搜索，首次引入 AI 技术，强化搜索效率与精准度。

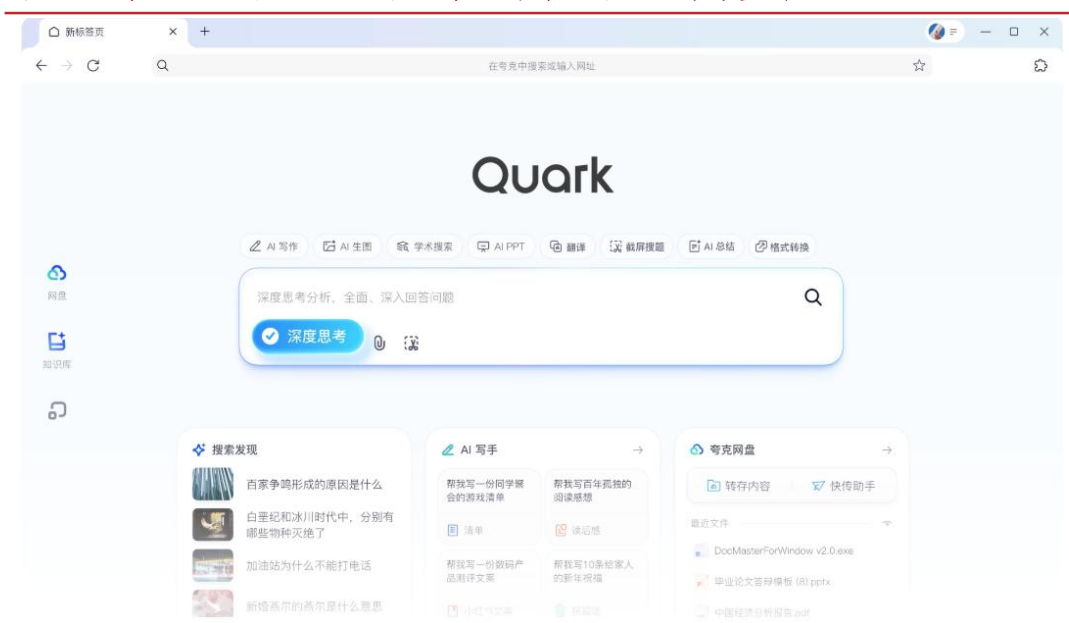
2020 年：用户量突破千万级，依托“高考志愿填报助手”等场景化功能吸引年轻用户，成为阿里巴巴“智能搜索业务部”核心产品。

2023 年：用户量过亿，晋升为阿里巴巴“四小龙”之一（与 1688、闲鱼、钉钉并列），定位“年轻人的 AI 全能助手”。

2024-2025 年：推出 AI 大模型和 PC 端产品，深化“搜索+云服务+AI 工具”一体化战略，根据七麦数据，夸克用户月活峰值超过 2 亿。

产品定位上，夸克以智能搜索为核心，延伸至个人云服务（网盘）、AI 工具（文档扫描、格式转换）和垂直场景服务（学习、健康），主打“无广告、无弹窗、AI 驱动”的体验。用户主要为 25 岁以下年轻人（占比超 50%），满足其对高效、纯净信息服务的需求。

图表 43：夸克用‘超级框’整合搜索、写作、深度思考等多种功能



资料来源：夸克官网，华源证券研究所

5.2. 从智能搜索和个人云业务切入，打造超级 APP

夸克所在市场重点包括智能搜索和个人云服务两大领域：

搜索市场：根据 CTR 数据，2023 年各大搜索引擎中，百度的月活用户行业渗透率为 88.4%，神马搜索为 21.2%，360 搜索为 12%，夸克搜索为 11.2%。

网盘市场：根据观研天下数据，2022 年个人网盘市场中百度网盘市场份额 81%，阿里系（夸克、阿里云盘）以性价比和速度优势争夺份额。

自 2025 年以来，夸克正持续通过技术迭代、场景深耕与丰富产品生态增强其 AI 产品的实用性，有望打造具有用户吸引力的“天然超级智能体”。我们认为，夸克以“AI 超级框”重新定义搜索与 AI 服务的边界，同时深耕“深度搜索”能力，提供更高效、精准的搜索体验，结合教育、工作等诸多场景的功能创新，或能为阿里巴巴打造全新的流量入口。

图表 44：夸克在 2025 年持续丰富自身的 AI 产品功能

时间	推出产品	功能
2025 年 3 月	AI 超级框	整合 AI 对话、搜索、任务执行（如写作、生图、PPT 生成）于单一输入框，用户输入指令后，自动调用对应模型或 Agent
2025 年 4 月	AI PPT 迭代	输入主题（如“人工智能医疗影像研究”）自动生成大纲、设计排版，支持指令调整风格
2025 年 4 月	AI 相机	增强多模态能力，拍照识别物体（文物、商品、外文资料等），自动关联背景信息或跳转淘宝同款链接
2025 年 5 月	深度搜索	融合“深度思考”能力、智能检索技术与精准回答三大核心模块，为用户提供高效、精准的搜索体验，解决复杂、多样化的信息需求
2025 年 6 月	高考 AI 功能	依托自研高考志愿大模型和专业的高考知识库，实现从复杂问题询问到志愿报告输出的整个辅助决策流程
2025 年 6 月	夸克老师	能够因材施教，基于学生的历史情况进行指导，还能提供个性化的练习。

资料来源：中国经济网，夸克官网，新华网，观察者网，潇湘晨报等，华源证券研究所整理与绘制

5.3. 商业模式持续拓展

夸克目前的商业模式主要为订阅制，其收入主要来自会员订阅及增值服务，2 亿用户量叠加持续拓展的功能有望带来丰富的商业化收入：

会员订阅：核心收入来源，包括网盘会员（5-25 元/月）、扫描王会员、小说会员等，打包价覆盖多场景需求。

增值服务：文件加速、大文件上传等按需付费。

广告收入：几乎为零，坚持无广告策略

图表 45：夸克以订阅制收费



资料来源：夸克官网，华源证券研究所

6. 盈利预测与评级

6.1. 盈利预测假设与业务拆分

收入端，预计 FY2026–2028 年实现营收 10115/11284/12573 亿元，同比增长 1.5%/11.6%/11.4%，主要受国内电商业务稳定增长，云业务、国际数字商业等快速发展驱动。利润端，伴随公司业务战略聚焦电商和云，其他业务呈显著收亏趋势，预计 FY2026–2028 年实现归母净利润 1451/1626/1839 亿元，同比增长 11.5%/12.1%/13.1%。

全年拆分业务来看：

（1）**淘天集团**：预计 FY2026–2028 年实现营收 4922/5334/5743 亿元，同比增长 9.4%/8.4%/7.7%，主要受到中国零售业务中的客户管理收入（CMR）增长驱动。预计 FY2026 年淘天线上交易规模有望稳定增长，同时伴随 2024 年以来“全站推广”产品推进以及淘宝 0.6%技术服务费等推出，预计未来 6–12 个月有望逐步带动货币化率的小幅提升，CMR 略高于 GMV 增速。利润方面，随着电商行业竞争趋缓，利润率有望逐步好转，预计 FY2026–2028 年实现经调整 EBITA 2108/2347/2584 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 43%/44%/45%。

（2）**云智能集团**：随着 AI 领域投入增加，阿里在云市场保持技术与份额领先，同时保持高强度研发投入，已经在 2025 年一季度实现收入 18% 增长。我们预计 FY2026–2028 年实现营收 1453/1816/2270 亿元，同比增长 23.1%/25.0%/25.0%。利润方面，收入规模扩大有利于摊薄成本，考虑到未来三年公司将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，利润率预计缓慢上升，预计 FY2026–2028 年实现经调整 EBITA 133/182/250 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 9%/10%/11%。

(3) 国际数字商业 (AIDC)：速卖通在 Choice 的推动下有望持续高速增长，成为 AIDC 业务的关键驱动力。东南亚地区的 Lazada 和 Trendyol 积极拓展跨境业务。考虑到当前国际贸易环境的复杂多变，我们认为 AIDC 短期保持相对较高的增速，未来 2-3 年或逐步放缓。预计 FY2026-2028 年实现营收 1579/1876/2225 亿元，同比增长 19.3%/18.8%/18.7%。利润方面，跨境电商行业正在从高速规模扩张向经营效益优化转变，预计 FY2026-2028 年实现经调整 EBITA -95/2/67 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 -6%/0%/3%。

(4) 菜鸟集团：考虑到菜鸟目前的业务调整，据 36 氪报道，原菜鸟国际业务中服务速卖通的团队、国内电商供应链解决方案和电子面单团队等，转入阿里电商事业群，FY2026 规模预计收缩，FY2027-2028 有望恢复增长。预计 FY2026-2028 年实现营收 906/924/943 亿元，同比增长 -10%/2%/2%。利润方面，业务调整方向下经营效益有望保持盈利，预计 FY2026-2028 年实现经调整 EBITA 2/9/9 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 0%/1%/1%。

(5) 本地生活：增长主要依靠饿了么、高德打车等业务订单数量的增加。预计 FY2026-2028 年实现营收 760/840/911 亿元，同比增长 13.2%/10.6%/8.5%。利润方面，FY2026 饿了么受市场竞争影响预计加大补贴投入，此后预计公司继续优化外卖和打车业务的经营效益，预计 FY2026-2028 年实现经调整 EBITA -57/8/9 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 -8%/1%/1%。

(6) 大文娱（已更名虎鲸文娱）：涵盖优酷、阿里影业、灵犀互娱以及大麦网等。预计 FY2026-2028 年实现营收 238/251/262 亿元，同比增长 6.9%/5.5%/4.4%。预计 FY2026-2028 年实现经调整 EBITA 2/2/2 亿元，对应经调整 EBITA margin 为 1%/1%/1%。

6.2. 估值分析与评级

我们预计公司 FY2026-2028 年归母净利润分别为 1451/1626/1839 亿元，同比增速分别为 11.5%/12.1%/13.1%。2025 年 7 月 10 日股价对应的 PE 分别为 13/12/11 倍。鉴于阿里巴巴目前聚焦于电商与云两大业务板块，且两项业务均在国内市场占据份额第一，可比国内电商公司 2025 年 PE 在 7-13 倍，云计算公司 2025 年 PS 在 3-14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46：电商行业可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025-7-17	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
PDD.O	拼多多	775.1	111.5	148.8	202.2	7.0	5.2	3.8	
9618.HK	京东集团-SW	113.3	8.5	11.7	14.0	13.4	9.7	8.1	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，对应人民币兑港币汇率为 0.91，美元兑人民币汇率为 7.18。EPS 单位为元/股，盈利预测来自 Wind 一致预期，其中拼多多和京东集团的财年为每年的 1-12 月，阿里巴巴的财年为前年 4 月-当年 3 月，如 FY26 对应 2025 年 4 月-2026 年 3 月

图表 47：云计算行业可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS		
		2025-7-17	25E	26E	27E	25E	26E	27E
3896.HK	金山云	296.9	94.6	110.6	130.3	3.1	2.7	2.3
AMZN.O	亚马逊	3,310.3	972.3	1,073.2	1,182.1	3.4	3.1	2.8
MSFT.O	微软	5,297.0	387.8	441.5	503.9	13.7	12.0	10.5

资料来源：wind，华源证券研究所。注：总市值及营业收入均为人民币，对应人民币兑港币汇率为 0.91，美元兑人民币汇率为 7.18。营收预测来自 Wind 一致预期，其中金山云、亚马逊财年为每年的 1-12 月，微软财年为上年的 7 月-当年 6 月，如 FY26 对应 2025 年 7 月-2026 年 6 月，阿里巴巴的财年为上年 4 月-当年 3 月，如 FY26 对应 2025 年 4 月-2026 年 3 月

7. 风险提示

消费环境波动风险 宏观经济增长乏力及中国居民消费信心不足可能抑制阿里巴巴的销售增长。若宏观经济持续低迷，消费者削减非必需品开支，将直接影响平台 GMV 及广告收入。

技术投入回报不及预期风险 阿里巴巴在 AI（如通义千问）、云计算等领域的高研发投入需长期回报周期，若技术商业化进程缓慢或市场竞争加剧（如华为云、腾讯云的追赶），可能影响阿里云及 AI 业务的盈利潜力。

电商行业竞争加剧风险 拼多多、抖音电商等新兴平台可能为寻求增长在商家端、消费者端采取补贴让利等竞争手段，导致阿里巴巴市场份额承压，同时加大促销投入以维持用户黏性，可能导致利润率承压。

关税与地缘政治风险 公司电商及云业务布局全球多个国家，全球贸易紧张局势可能抬高跨境物流成本，影响国际业务盈利能力。此外，地缘政治冲突可能间接冲击其海外业务布局。

跨市场选择可比公司的风险 估值分析中选取的可比公司部分在美国上市，不同市场间存在估值水平偏差的可能。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	996,347	1,011,542	1,128,402	1,257,338	货币资金	145,487	333,042	503,856	703,680
增长率	5.9%	1.5%	11.6%	11.4%	应收款项	202,175	104,526	116,602	129,925
营业成本	598,285	596,810	677,041	754,403	存货	0	26,525	30,091	33,529
%销售收入	60.0%	59.0%	60.0%	60.0%	其他流动资产	326,387	333,299	330,310	328,046
毛利	398,062	414,732	451,361	502,935	流动资产	674,049	797,392	980,859	1,195,180
%销售收入	40.0%	41.0%	40.0%	40.0%	权益性投资	210,169	211,169	212,169	213,169
其他收入	0	0	0	0	固定资产	203,348	246,846	283,819	315,246
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	276,412	267,466	258,968	250,895
销售费用	144,021	138,907	147,206	164,027	非流动资产	1,130,178	1,165,730	1,195,205	1,219,559
%销售收入	14.5%	13.7%	13.0%	13.0%	资产总计	1,804,227	1,963,122	2,176,064	2,414,739
管理费用	44,239	40,462	45,136	50,294	应付款项	0	0	0	0
%销售收入	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	22,562	27,562	32,562	37,562
研发费用	57,151	58,023	64,726	72,122	其他流动负债	412,784	424,848	473,929	528,082
%销售收入	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	流动负债	435,346	452,410	506,491	565,644
财务费用	-11,163	-3,011	-8,031	-12,541	长期债务	208,141	208,141	208,141	208,141
%销售收入	-1.1%	-0.3%	-0.7%	-1.0%	其他长期负债	70,634	70,634	70,634	70,634
息税前利润 (EBIT)	150,258	182,340	199,726	222,402	非流动负债	278,775	278,775	278,775	278,775
%销售收入	15.1%	18.0%	17.7%	17.7%	负债总计	714,121	731,185	785,266	844,419
投资收益	5,966	7,000	7,000	7,000	归属母公司股东权益	1,021,571	1,167,628	1,331,226	1,516,104
%税前利润	3.7%	3.8%	3.4%	3.0%	少数股东权益	68,535	64,309	59,572	54,215
除税前利润	161,421	185,351	207,757	234,943	负债股东权益合计	1,804,227	1,963,122	2,176,064	2,414,739
利润率	16.2%	18.3%	18.4%	18.7%					
所得税	35,445	44,484	49,862	56,386					
所得税率	22.0%	24.0%	24.0%	24.0%					
净利润 (含少数股东损益)	125,976	140,866	157,896	178,557					
少数股东损益	-4,133	-4,226	-4,737	-5,357					
归属于母公司的净利润	130,109	145,092	162,632	183,913					
增长率	62.6%	11.5%	12.1%	13.1%					
净利率	13.1%	14.3%	14.4%	14.6%					

现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					2025A				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	130,109	145,092	162,632	183,913	每股指标				
少数股东损益	-4,133	-4,226	-4,737	-5,357	每股收益	6.89	7.60	8.52	9.63
营运资金变动	-23,988	66,276	26,428	29,655	每股净资产	53.77	61.17	69.74	79.43
其他变动	61,521	46,439	52,219	57,053	每股经营现金净流	8.61	13.28	12.39	13.90
经营活动现金流量净额	163,509	253,582	236,543	265,265	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-85,972	-85,000	-85,000	-85,000	回报率				
投资	29,229	9,000	9,000	9,000	净资产收益率	12.74%	12.43%	12.22%	12.13%
其他	-128,672	4,998	5,433	5,908	总资产收益率	7.21%	7.39%	7.47%	7.62%
投资活动现金流量净额	-185,415	-71,002	-70,567	-70,092	投入资本收益率	8.88%	9.44%	9.30%	9.31%
股权募资	-86,652	0	0	0	增长率				
债权募资	64,534	5,000	5,000	5,000	营业收入增长率	5.86%	1.53%	11.55%	11.43%
其他	-54,097	-990	-1,127	-1,315	EBIT增长率	34.43%	21.35%	9.54%	11.35%
筹资活动现金流量净额	-76,215	4,010	3,873	3,685	净利润增长率	62.62%	11.52%	12.09%	13.09%
现金净变动	-97,156	187,555	170,814	199,823	总资产增长率	2.23%	8.81%	10.85%	10.97%

资产管理能力					偿债能力				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
应收账款周转天数	5.5	6.0	11.4	11.4	流动比率	1.55	1.76	1.94	2.11
存货周转天数	7.7	8.0	15.1	15.2	速动比率	1.45	1.57	1.74	1.92
应付账款周转天数	—	—	—	—	净负债/股东权益	7.82%	-7.90%	-18.92%	-29.16%
固定资产周转天数	70.2	80.1	84.7	85.8	EBIT利息保障倍数	15.7	184.2	177.2	169.1
偿债能力					资产负债率	39.58%	37.25%	36.09%	34.97%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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）。