

# 阿里巴巴-W (9988.HK) 深度报告

## 聚焦消费和云+AI战略，持续投入重新创业

公司研究 · 深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

- 经历组织架构及管理层的多轮调整后，阿里巴巴的管理团队已逐渐稳定，并明确了消费和AI+云的战略目标。阿里巴巴自2021年以来持续进行组织架构和高管的调整，当前已逐渐稳定，以蔡崇信、吴泳铭、蒋凡为核心，业务战略清晰，2026财年起集团业务重划分为四大板块，聚焦“AI+云”为核心的科技平台与“购物与生活服务融合”的大消费平台，饱和式进行投入，以年轻化的心态开启“重新创业”。
- **电商业务：GMV增长为核心，追求市占稳定，短期继续保持货币化率提升。**1) GMV：当前电商竞争环境依旧激烈，自2023年吴泳铭担任阿里巴巴CEO后，核心的电商业务（淘天）就开始转向GMV增长优先，逐步放弃了低价策略，蒋凡回归后，进一步提出了扶持优质品牌、继续拓展外部流量等举措，我们认为公司能够保持与大盘接近的增长水平。2) Take rate：我们认为在全站推产品和技术服务费以及即时零售协同效应下，公司短期仍然能够保持同比的货币化率提升趋势，带动CMR实现10%左右的增长。3) 利润端，由于电商激烈的竞争环境，公司已连续多个季度利润率下滑，我们认为公司仍然需要对电商业务进行商家、用户等方面的补贴，以实现第一优先级目标——GMV增长，因此利润率后续可能延续下滑趋势。
- **即时零售：短期投入带来利润端压力，更需关注电商协同效应与UE优化节奏，长期有望贡献超1万亿GMV。**根据我们测算，即时零售市场2030年有望突破3万亿，在电商大盘中占比超过16%，因此阿里需要积极布局，最终实现其覆盖消费者全场景购物需求的目标。尽管短期来看，我们测算即时零售可能给阿里巴巴在26财年带来超过700亿亏损，但中长期来看能够提升公司在零售市场份额和竞争力，未来有望贡献超过1万亿GMV。后续公司将如何提升即时零售与电商业务的协同效应，以及如何在用户结构、订单结构、履约效率等方面优化UE值得关注。

- **云业务：**全球云市场2024年规模约8200亿美元，中国公有云占约5.6%，在AI和大模型快速发展的带动之下，海外云厂商需求强劲且持续，算力供不应求，亚马逊、微软、谷歌等巨头资本支出持续上修、争夺云计算份额，收入端也不断加速，因为云业务具备规模效应和稳定现金流的优异商业模式，AI将进一步促进云化和数据化、拉动传统模块需求、提升利润率。国内来看，今年以来随着Deepseek的出现，云的需求同样引发了持续性增长，阿里云作为国内云服务的开创者与龙头，占据约三分之一的国内市场份额，收入逐季度加速，**并且与传统云不同的是，AI时代对产品的丰富度有比以往更高的要求，因此云计算的市场集中度将持续提升，龙头有望充分受益。**此外公司目前AI模型、应用布局广泛，Qwen系列模型领跑国产模型，应用端也在积极推动淘宝、夸克、钉钉、高德等核心产品AI化，实现对2B2C场景的全面布局。
- **投资建议：**公司坚持投入AI+云为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台两大历史性战略机遇。我们预计公司2026-2028财年收入为10643/11817/12866亿元，前值为10639/11844/12972亿元，基本维持不变，经调整净利润为1266/1670/1938亿元，调整幅度为-6%/0%/0%，主要考虑到2026财年的投入幅度较高。维持“优于大市”评级。

- 01** | 阿里巴巴：组织架构再调整，围绕消费和AI+云持续投入
- 02** | 中国电商集团：电商业务稳健增长，发力即时零售提升市场份额
- 03** | 云&AI：AI需求旺盛，云龙头加速增长
- 04** | 盈利预测&估值

# 阿里巴巴：组织架构再调整，围绕消费和AI+云持续投入

- 2025年8月，阿里巴巴进行新一轮组织架构调整，将集团业务划分为四大板块，聚焦“AI+云”为核心的科技平台与“购物与生活服务融合”的大消费平台，并进行持续投入。

图：阿里巴巴业务结构一览



单位：百万元	收入		收入占比		收入增速	经调整EBITA		经调整EBITA占比		经调整EBITA利润率	
	FY25Q1	FY26Q1	FY25Q1	FY26Q1	FY26Q1	FY25Q1	FY26Q1	FY25Q1	FY26Q1	FY25Q1	FY26Q1
中国电商	127,670	140,072	52%	57%	10%	48,753	38,389	108%	99%	38%	27%
国际数字商业	29,293	34,741	12%	14%	19%	-3,706	-59	-8%	0%	-13%	0%
云智能	26,549	33,398	11%	13%	26%	2,337	2,954	5%	8%	9%	9%
所有其他	81,354	58,599	33%	24%	-28%	-1,077	-1,415	-2%	-4%	-1%	-2%
内部抵消及其他	-21,601	-19,158	-9%	-8%	-11%	-1,272	-1,025	-3%	-3%	6%	5%

数据来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

# 管理层：新管理团队基本稳定，回归初心重新创业

- 新管理团队基本稳定，回归初心重新创业。自2021年起阿里巴巴对组织架构和高管团队进行了多轮调整，目前已基本进入稳定状态，1) 领导层：由蔡崇信担任董事局主席，吴泳铭担任集团CEO和阿里云智能集团CEO，蒋凡担任中国电商集团CEO，聚焦消费和AI+云两大战略方向；2) 合伙人名单：在2025财年结束后，阿里合伙人名单也发生变化，9名合伙人退出，总数从26人锐减至17人，创下2014年上市以来最低纪录，退出成员包括阿里“十八罗汉”成员彭蕾、戴珊，还有前CEO张勇等；3) 业务高管：核心电商业务高管（淘天集团）完成年轻化。

- 蒋凡回归淘天，担任电商事业群CEO：2024年末蒋凡回归淘天担任电商事业群CEO，此后淘天集团继续完成小幅团队和架构变化，1) 成立搜推智能产品事业部，由国际数字商业副总裁张凯夫负责；2) 在后续的即时零售业务中，由处端担任负责人，将饿了么和飞猪并入中国电商集团。

图：阿里巴巴核心领导团队



**蔡崇信**  
创始人之一，董事局主席  
1999年加入阿里巴巴  
担任CFO至2013年



吴泳铭  
董事兼首席执行官

**吴泳铭**  
创始人之一，阿里技术元老  
1999年加入阿里巴巴担任技术总监  
曾任淘宝、支付宝CTO，2015年后淡出核心业务担任阿里健康董事长，  
2023年出任阿里CEO



蒋凡  
阿里电商事业群首席执行官

**蒋凡**  
电商事业群CEO  
2013年加入阿里负责淘宝无线业务曾负责手机淘宝、淘宝直播等产品，  
2019年担任天猫总裁，2021年担任海外电商业务总裁，2024年11月担任阿里电商事业群CEO

图：阿里巴巴中国电商集团核心业务部门及负责人

核心业务板块	部门	负责人	背景介绍
电商	天猫事业部	刘博（家洛）	1980年出生，加入阿里18年。先后负责过淘宝市场部、淘宝大学、聚划算事业部、天猫营销平台事业部、阿里妈妈等。
	阿里妈妈事业部		
	淘宝直播及内容事业部		
	产业带和中小商家事业部	刘一曼（一漫）	2012年加入阿里，负责天猫市场部的大客户运营。2016年之后，负责过天猫国际的采购，也管理了天猫超市两年
	搜推智能产品事业部	张凯夫（凯夫）	1985年出生，2017年加入阿里巴巴，最初在平台治理团队工作，随后负责淘宝的行业运营。2021年调任海外数字商业板块，担任速卖通全球跨境业务中心总经理。
即时零售	淘宝平台事业部	谡伟业（处端）	1982年出生，2007年加入阿里，淘宝早期产品经理，是阿里少数具有较强产品能力的管理者。2014年创立闲鱼，2019年担任饿了么COO，负责用户、商家、市场等业务，曾牵头饿了么与抖音的合作。2023年回归淘天负责淘宝事业部、淘天商家平台部、客户满意部。
	淘天商家平台部		
	客户满意部		
	淘宝闪购		
	饿了么	吴泽明（范禹）	2004年加入淘宝，成为阿里巴巴电商体系技术架构建设的核心成员。2016年曾担任淘宝双十一的总技术负责人。2020年兼任阿里巴巴本地生活CTO。2024年3月，出任饿了么董事长

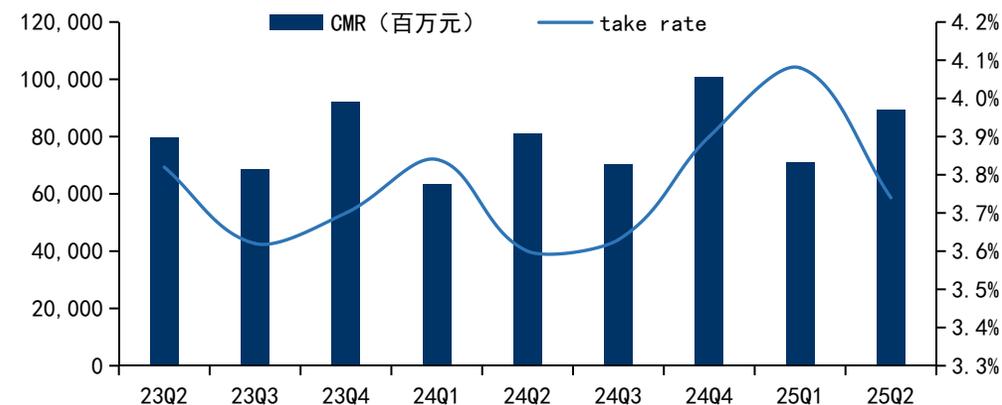
数据来源：公司官网，晚点，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 阿里巴巴：组织架构再调整，围绕消费和AI+云持续投入**
- [ 02 ] 中国电商集团：电商业务稳健增长，发力即时零售提升市场份额**
- [ 03 ] 云&AI：AI需求旺盛，云龙头加速增长**
- [ 04 ] 盈利预测&估值**

# 电商业业务：CMR为核心收入利润来源，FY25Q3开始拐点向上

- 在FY26Q1中国电商集团收入中，电商业业务占85%，是核心收入来源。电商业业务进一步可以分为客户管理收入（CMR）和直营、物流及其他收入，来自淘宝天猫佣金广告收入的CMR占比75%，是主要的收入和利润来源。因此分析阿里电商业业务，主要聚焦于CMR。
- 自FY25Q3，阿里巴巴CMR收入开始拐点向上，从 $CMR = GMV \times take\ rate$ （货币化率）拆分来看，take rate的扭转为主因，公司24年4月上线广告产品全站推，9月开始增收0.6%技术服务费，共同推动广告和佣金的take rate持续向上。

图：客户管理收入及Take rate趋势（百万元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

图：阿里巴巴CMR、GMV、tr增速

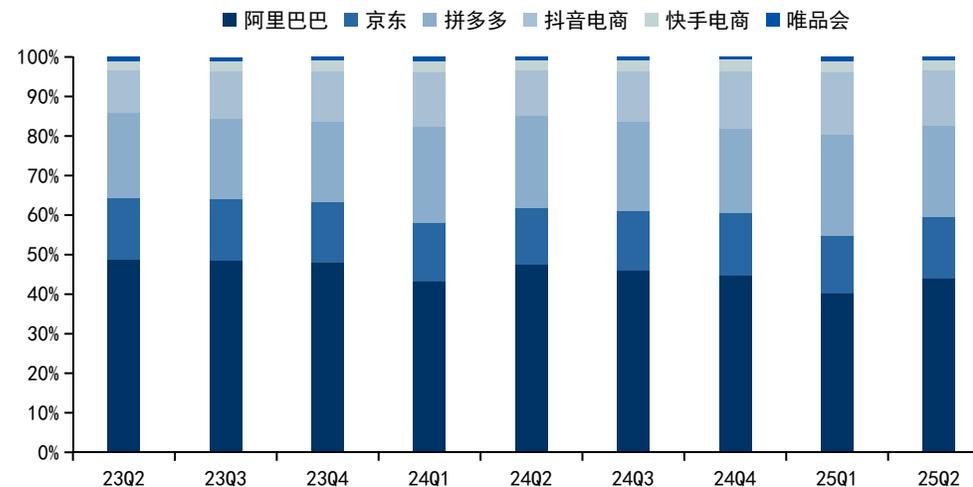
	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
CMR同比增速	10.0%	2.7%	0.5%	5.0%	1.8%	2.5%	9.4%	11.8%	10.1%
GMV同比增速	8%	-1%	3%	10%	8%	2%	4%	5%	6%
takerate同比增速	1.8%	3.7%	-2.5%	-4.5%	-5.8%	0.5%	5.2%	6.5%	3.8%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

# 电商业务：行业竞争依旧激烈，各平台深耕自身优势

- 2025年各电商平台聚焦自身优势，继续为商家让利。
- 1) 各平台传统电商业务从2024年低价内卷中走出，深耕自身优势。阿里和抖音选择回归品牌商家，京东受益于带电品类国补增速亮眼，拼多多继续保持在低价市场的领先优势，抖音和快手加强货架场建设，继续提升货架占比。
- 2) 同时各平台在让利商家和消费者方面达成共识，通过佣金保证金减免、降低运费等举措扶持商家，并且在大促等活动中给消费者提供更大的折扣力度，抖音年初推出“九大商家扶持政策”至7月，已累计补贴商家超过165亿元，拼多多也在去年的百亿减免基础上推出“千亿扶持”计划。

图：客户管理收入及Take rate趋势（百万元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

图：国内电商2025年中战略目标及业务动作

2025年战略目标（年中，标红为调整部分）		业务动作（年中，标红为调整部分）	
阿里	首要任务是GMV增长，货币化率持续提升	商家佣金现金激励，加大站外投流，合作小红书，发力闪购业务	
京东	收入加速增长，部分利润投入履约和营销拉新	重点投入供应链能力建设、POP生态建设、提升价格竞争力、布局京东外卖	
拼多多	主站投资供应链效率提升，打造健康可持续平台生态	简化商家入驻和产品上市流程；百亿减免之后推出千亿扶持计划	
抖音电商	GMV增长目标25%，支付用户持续增长	<b>继续升级免佣、降低运费险政策、升级物流服务</b>	
快手电商	<b>发挥全域经营优势，丰富商品供给，跨场域满足用户多元化消费需求，AI赋能</b>	关注货架电商功能和营销玩法建设，针对商家做差异化运营	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# GMV：蒋凡回归后，扶持优质品牌，继续拓展外部流量

- 蒋凡回归后，在电商业务上的动作基本延续了过去一年吴泳铭上任后淘天的大方向。本轮淘天GMV重新恢复进入10%增长轨道的核心策略（先投入88vip等拉动GMV，再提振take rate）也始于23年末。
- 具体来看蒋凡回归后业务动作，1) 首先确立了“增长”的优先战略；2) 强调品牌商家的重要性，618天猫GMV剔除退款后同比+10%；3) 向外部获取流量，包括域内的高德、咸鱼，外部补贴商家在站外的投放，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。

图：天猫2025扶持政策

## 天猫2025 全力扶优支持原创 激励品牌高增长

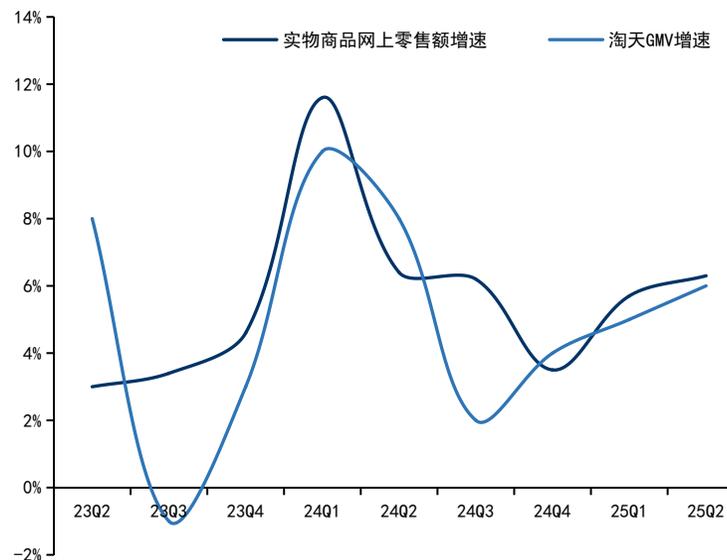
- **商家激励**：一季度90%品牌双位数高速增长，现金激励全面放开，高频次覆盖全行业。
- **新品扶持**：资源翻倍，新增开屏、二楼等重磅资源，引爆新品，扶持周期拉长至90天。
- **品牌会员**：公私域全方位升级，新增我淘、关注等品牌会员入口，新增搜索、推荐、购物车等公域。
- **品质直播**：投入30亿红包补贴，激励新客增长；投入20亿商品补贴，打造直播爆款。
- **全域获客**：与微博、微信、支付宝、小红书、知乎、B站等200家平台合作，引入全网客流。
- **AI提效**：大模型LMA-V2全新升级精准人货匹配，AIGB-R1新增自动出价能力、AIGC 新增国主短视频能力。

**TOP TALK**  
天猫超级品牌私享会

图：吴泳铭与蒋凡所采取电商策略基本一脉相承

吴泳铭	蒋凡	备注
专注投资、重振增长	“增长”的优先战略	
放弃低价策略、取消五星价格力	扶持品牌商家	
接入微信支付、京东物流	向外部获取流量，帮品牌把声量做大	
松绑“仅退款”、上线“退货宝”	保障商家的经营利润和权益	
	用户指标从DAU变成AAC	这是蒋凡离开淘天前就关注的核心指标，戴珊时代更换为DAU

图：淘天GMV增速与实物商品网上零售额增速对比



资料来源：国家统计局，公司财报，国信证券经济研究所整理测算

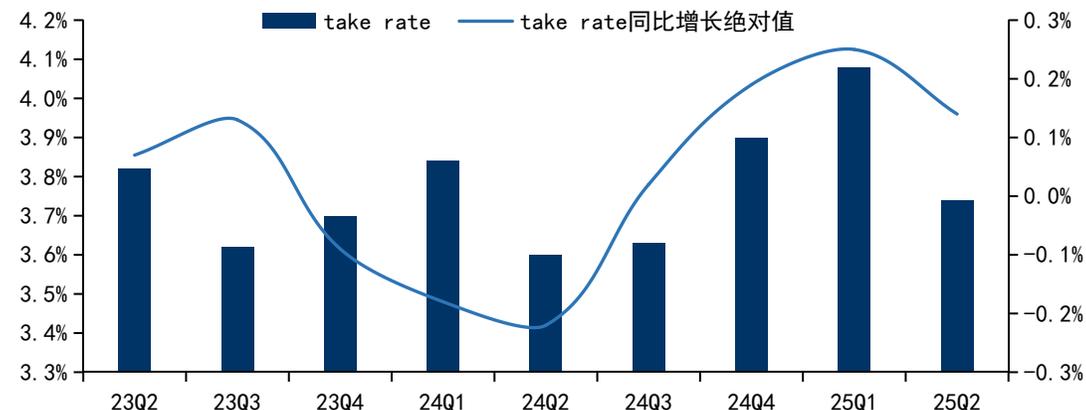
资料来源：晚点，国信证券经济研究所整理

资料来源：淘天速递，国信证券经济研究所整理

# Take rate: 技术服务费+全站推驱动持续增长

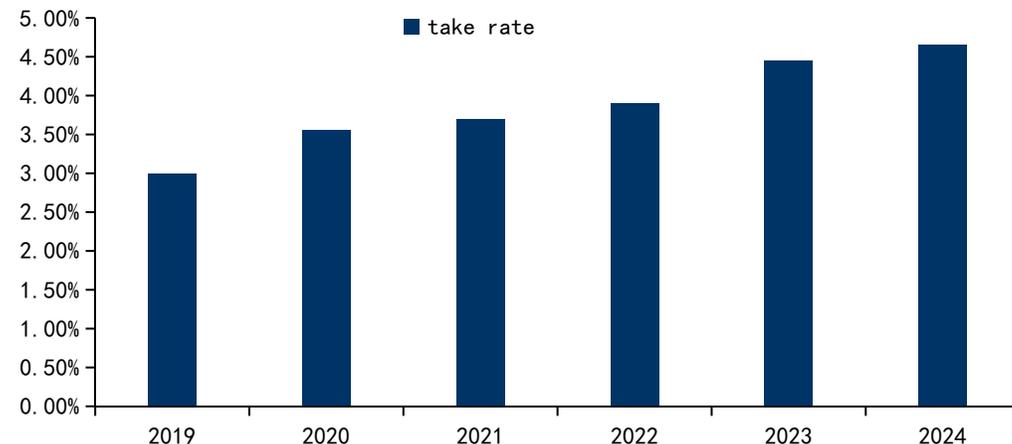
- 24Q3开始受技术服务费和全站推对广告的拉动作用，淘天takerate重新进入增长区间。1) 技术服务费：2024年9月1日起，针对淘宝、天猫商户收取0.6%技术服务费，考虑到对商户年费的减免、退货，稳态下技术服务费对takerate实际在约0.26%。2) 全站推：2024年4月淘天上线全站推广告工具，目前已达到30%+的渗透率水平，主要作用于淘宝商家。参考拼多多22年推出全站推产品后，广告takerate带动提升大约0.8pct。
- 假设中性情况下，稳态下全站推对淘宝takerate贡献为0.5%。技术服务费则同步拉动淘宝和天猫的takerate增加0.26%。随着策略上回归品牌方和天猫，假设天猫未来占比略高于淘宝，则公司整体的takerate有望从4%提升至4.6%左右，增长幅度在15%左右。（不考虑牺牲货币化率让利商家的情况下）

图：淘天take rate



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

图：拼多多take rate



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

图：淘天take rate中期空间测算

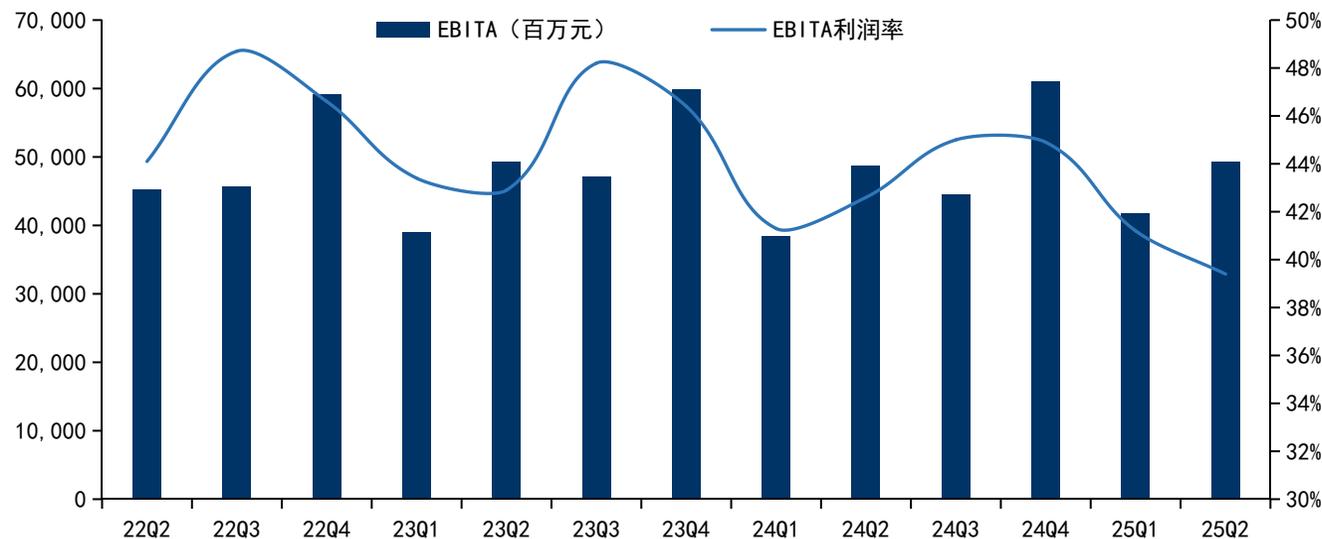
淘天综合tr		天猫GMV占比				
		50%	52%	54%	56%	58%
淘宝tr	2.56%	4.41%	4.48%	4.56%	4.63%	4.71%
	2.66%	4.46%	4.53%	4.60%	4.68%	4.75%
	2.76%	4.51%	4.58%	4.65%	4.72%	4.79%
	2.86%	4.56%	4.63%	4.70%	4.76%	4.83%
	2.96%	4.61%	4.68%	4.74%	4.81%	4.87%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

# 利润端：激烈竞争环境下，EBITA利润率继续承压

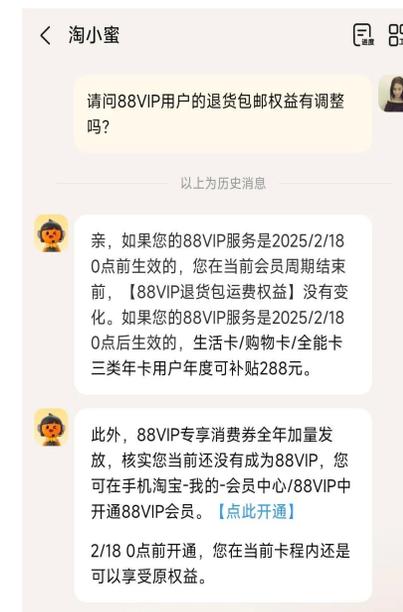
- 近几年淘天集团面临利润率持续下滑状态，主要由于在88vip、商家扶持、用户补贴、广告系统算法升级等方面的持续投入。
- 蒋凡回归后，部分调整了补贴的方向，提升补贴效率。例如，2025年开始公司收缩了诸如88vip的退货包邮权益，补贴方面增加针对88vip头部用户的补贴力度，比价用户只有核销后补贴才会增加等。
- 伴随电商市场的激烈竞争，我们认为淘天的利润率水平仍然存在一定压力，但随着即时零售业务单量快速增长，已经开始一定程度上帮助淘天节省过往的用户拉新、留存成本，两个业务板块的协同效应有望在未来的利润率表现中进一步体现。

图：淘天集团经调EBITA及EBITA利润率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：88VIP收缩退货权益



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

# 即时零售：2030年即时零售市场有望突破3万亿，冲击远场电商份额

- 根据我们测算，中性情况下，2030年即时零售市场有望突破3万亿，复合增速达到25%，**即时零售在线上电商中的渗透率将从6%提升至15.7%，因此布局即时零售对于阿里保证其在零售市场中的份额至关重要。**
- 假设1：假设2024-2030年商品零售额复合增速为4%；
- 假设2：假设到2030年电商的线上化率达到35%，较2024年提升约5pct；
- 假设3：对2030年即时零售在电商中的渗透率分三种情况假设，分别为12.5%/15.7%/18.8%，其中日用、粮油食品、药品中性情况下假设渗透率提升至30%/35%，其他当前渗透率较低品类，假设提升至10%-20%，其中3C、酒类等各平台今年开始持续性发力的品类假设未来能达到20%的渗透率。

图：2030年即时零售市场规模测算

单位：亿元	2024年			2030年			消极		中性		乐观	
	商品零售额	线上化率	即时零售渗透率	商品零售额CAGR	商品零售额	线上化率	即时零售渗透率	即时零售市场规模	即时零售渗透率	即时零售市场规模	即时零售渗透率	即时零售市场规模
服装鞋帽、针纺织品	54911	43.1%	0.0%	4%	69480	49%	8%	2730	10%	3413	12%	4095
日用品	43896	45.0%	19.6%	4%	55542	50%	24%	6665	30%	8331	36%	9998
家用电器和音像器材	23073	63.5%	0.0%	4%	29195	67%	8%	1553	10%	1941	12%	2330
粮油、食品	66246	16.4%	18.5%	4%	83822	25%	24%	5029	30%	6287	36%	7544
通讯器材	17849	55.7%	4.0%	4%	22585	59%	16%	2121	20%	2651	24%	3182
化妆品	15755	51.5%	0.0%	4%	19935	54%	12%	1303	15%	1629	18%	1955
文化办公用品	23180	33.3%	0.0%	4%	29331	39%	8%	922	10%	1153	12%	1383
家具	25640	25.0%	0.0%	4%	32443	25%	4%	324	5%	406	6%	487
体育、娱乐用品	12490	48.2%	1.6%	4%	15803	54%	8%	685	10%	856	12%	1027
金银珠宝	19155	16.4%	0.0%	4%	24238	25%	8%	492	10%	615	12%	738
建筑及装潢材料	10866	21.7%	0.0%	4%	13749	28%	8%	304	10%	380	12%	457
中西药品	7413	30.0%	25.2%	4%	9380	36%	28%	945	35%	1182	42%	1418
饮料	12089	17.3%	0.0%	4%	15296	23%	8%	285	10%	357	12%	428
烟酒	19622	10.0%	6.0%	4%	24829	16%	16%	636	20%	795	24%	953
其他	79991	14.9%	6.4%	4%	101214	17%	1%	138	1%	172	1%	206
合计	432177	30.3%	6.0%	4%	546842	35.2%	12.5%	24135	15.7%	30168	18.8%	36202

资料来源：商务部大数据、国家统计局、国信证券经济研究所整理测算

# 即时零售：订单规模快速增长，电商协同效应显现

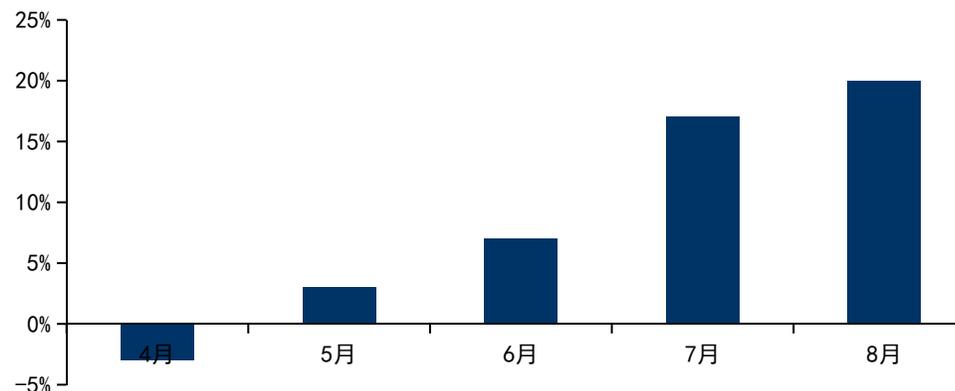
- 即时零售业务阶段性进展：25Q2阿里巴巴即时零售业务收入148亿元，同比+12%，峰值日单量突破1.2亿，8月日均订单达到8000万，闪购月度交易买家达到3亿。非餐方面，闪电仓订单同比增长超过360%，盒马接入后线上日订单突破200万，同比+70%。
- 电商协同：闪购拉动淘宝8月DAU增长20%，流量上涨随之而来带动了CMR的增长，同时也带来了用户拉新召回成本的降低。
- 补贴的同时还完成了履约和供给侧建设：
  - ✓ 履约：日活跃骑手数达到200万，较4月增长3倍
  - ✓ 大会员体系：8月6日，淘宝上线了新的大会员体系，打通饿了么、飞猪等阿里系资源
  - ✓ 供给侧：非餐品类，闪电仓已超过5万家，其中闪电仓25%的供给来自于阿里生态的供应链。天猫超市也将从B2C远场模式转化为近场即时零售模式。公司后续还将引入百万家天猫品牌线下门店
- 根据我们测算，预计阿里即时零售业务2025年Q2对应经营亏损约118亿元，单均UE为-3.6元，同期我们测算美团单均UE约-0.1~-0.2元。

图：淘宝闪购Q2亏损情况测算

	4月	5月	6月	Q2合计
淘宝闪购				
总单量(亿)	6.6	10.85	15	32.45
日均单量(万)	2200	3500	5000	3566
单均利润(元)	0.1	-4	-5	-3.6
总利润(亿元)	1	-43	-75	-118

资料来源：公司财报，晚点，国信证券经济研究所整理测算

图：淘宝2025年4-8月DAU增速



资料来源：晚点，国信证券经济研究所整理测算

# 即时零售：投入造成短期利润承压，后续亏损有望持续改善

- Q3亏损展望：在8月达到日均8000万单后，公司逐渐开始进入提升盈利水平的阶段，UE的改善主要来自三个方面：
  - 1) 调整订单结构，降低茶饮占比：我们预计当前淘宝闪购的茶饮订单占比在20%-30%，高于美团，而茶饮订单本身具有低客单价、低利润的特点；
  - 2) 提升履约效率：在快速增加骑手数量后，基于更高的订单密度，以及骑手的覆盖度，订单的分配等算法调整需要持续的数据积累不断优化；
  - 3) 老用户比例增加，拉新成本逐渐降低。
  - 根据我们测算，假设7月/8月/9月分别单均亏损6/5/4元，对应Q3亏损约338亿元。
- 全年利润展望：假设后续保持单量稳定，亏损情况逐渐改善，我们预计FY26整体亏损在712亿元。

图：淘宝闪购&美团外卖亏损情况测算

	7月	8月	9月	Q3合计		1QFY26	2QFY26E	3QFY26E	4QFY26E	FY26合计
淘宝闪购					阿里	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	
总单量(亿)	21.7	24.8	21	67.5	总单量(亿)	31	68	65	59	192
日均单量(万)	7000	8000	7000	7337	日均单量(万)	3400	7337	7158	6500	5254
单均利润(元)	-6	-5	-4	-5.0	单均利润(元)	-3.6	-5.0	-2.7	-1.5	-3.7
总利润(亿元)	-130	-124	-84	-338	总利润(亿元)	-118	-338	-175	-89	-712
美团外卖										
总单量(亿)	24.8	24.8	24	73.6						
日均单量(万)	8000	8000	8000	8000						
单均利润(元)	-3	-2	-1	-2.0						
总利润(亿元)	-74	-50	-24	-148						

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

# 即时零售：即时零售业务27年有望为阿里带来10000亿GMV

• 长期来看，闪购的投入将为阿里带来①电商的交叉销售和GMR增长；②餐饮和非餐即时零售的收入和利润贡献。具体的测算如下：

## ➤ 即时零售业务：

- **假设1：**非餐客单价从25年的30元提升至2030年的65元。（主要受3C、服饰等高客单商品占比提升以及补贴减少带动），单量在25-27年受益于阿里系的流量优势以及淘天订单转移快速增长，28-30年在高频品类渗透见顶后增速回落，单均UE逐步从-4到实现扭亏；
- **假设2：**餐饮外卖日单量后续保持6000万单（4000万餐+2000万饮），单均UE逐步从今年的-3.5元逐步达到盈亏平衡。

图：闪购投入对阿里业绩影响测算

阿里巴巴	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	具体假设
即时零售GMV (亿元)	5694	8968	10010	10818	11380	11891	
YoY		58%	12%	8%	5%	4%	
即时零售日均单量 (万)	5200	7020	7428	7571	7696	7781	
即时零售单均UE (元)	-3.6	-1.5	-0.8	-0.4	0.0	0.1	
即时零售总利润 (亿元)	-675	-384	-212	-121	6	20	
<hr/>							
非餐GMV (亿元)	657	1303	2345	3153	3715	4226	
客单价 (元)	30	35	45	55	60	65	25年因为补贴以及大量销售低客单价商品导致客单价较低，26年起伴随补贴力度减弱3C/服饰等品类的增加、品牌商品的占比提升，客单价持续增长。
非餐日均单量 (万)	600	1020	1428	1571	1696	1781	
YoY	100%	70%	40%	10%	8%	5%	假设25-27年单量的持续快速提升主要得益于补贴和淘天的部分订单转移
非餐UE (元)	-4	-1.5	-0.7	-0.2	0.1	0.3	1) 由于阿里未来的非餐订单中，包含部分来自淘天的转移订单，这部分订单客单价高，且盈利能力好，所以未来整体UE可能好于餐饮业务 2) 美团在24年日均1000万单时即可做到单均UE盈亏平衡
非餐利润 (亿元)	-88	-56	-36	-11	6	20	
<hr/>							
餐饮GMV (亿元)	5037	7665	7665	7665	7665	7665	
餐饮客单价 (元)	30	35	35	35	35	35	
餐饮日均单量 (万)	4600	6000	6000	6000	6000	6000	假设随着补贴收缩，淘宝闪购餐饮外卖单量维持在日均6000万单（大约4000万单餐+2000万单饮）主要是由于淘宝入口以及对用户心智的养成
外卖UE	-3.5	-1.5	-0.8	-0.5	0	0	随着履约效率和订单结构的持续调整，餐饮UE会持续优化，但为了保持单量规模，在履约等维度与美团达到相似水平前盈利能力可能仍有差距
外卖利润 (亿元)	-588	-329	-175	-109.5	0	0	

资料来源：公司财报、晚点、Questmobile国信证券经济研究所整理测算（注：1）客单价为扣除活动补贴前；2）未考虑社保对骑手成本影响

# 即时零售：即时零售业务27年有望为阿里带来10000亿GMV

## ➤ 电商协同效应：

- **假设：**闪购驱动DAU提升，据qm数据，7月淘宝dau同比增长约6000万，假设全年平均增量为4000万，30%转化为电商流量，则对应1200万电商DAU增长，为简化测算，我们假设GMV与DAU增速相同。
- **闪购对阿里利润帮助有限，核心目标为确保在零售市场份额。**根据我们测算，未来有望为阿里带来超过1万亿GMV，但贡献利润相对有限，核心目的是保证阿里在零售的市场份额。

图：闪购投入对阿里业绩影响测算

阿里巴巴	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	具体假设
DAU增量（万）	4000	4000	4000	4000	4000	4000	据qm数据，淘宝7月DAU增长约6000万，假设全年看平均增量为4000万
电商转化率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	假设新增dau中30%被吸引转化至电商页面
电商DAU增量	1200	1200	1200	1200	1200	1200	
DAU增速	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	据qm，淘宝DAU约为4亿
购频增长率	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%	1) DAU增长带动单用户日均购物频次增长，但二者之间并非线性关系，为简化测算，我们假设购频增长幅度与DAU一致，因此GMV增长幅度也与DAU增长幅度一致。 2) 假设dau增长后，购频的增长有爬坡期
增量GMV（亿元）	800	1200	1600	2000	2400	2400	GMV=AAC x 购频 x 客单价，假设AAC和客单价不变
GMV利润率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	参考FY24淘天经调EBIT A/GMV=2.3%
利润增量	18.4	27.6	36.8	46.0	55.2	55.2	

阿里巴巴	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	具体假设
即时零售GMV（亿元）	5694	8968	10010	10818	11380	11891	
YoY		58%	12%	8%	5%	4%	
即时零售日均单量（万）	5200	7020	7428	7571	7696	7781	
即时零售单均UE（元）	-3.6	-1.5	-0.8	-0.4	0.0	0.1	
即时零售总利润（亿元）	-675	-384	-212	-121	6	20	
总利润（亿元）	-657	-357	-175	-75	61	75	

资料来源：公司财报、晚点、Questmobile国信证券经济研究所整理测算（注：1）客单价为扣除活动补贴前；2）未考虑社保对骑手成本影响）

- [ 01 ] 阿里巴巴：组织架构再调整，围绕消费和AI+云持续投入
- [ 02 ] 中国电商集团：电商业务稳健增长，发力即时零售提升市场份额
- [ 03 ] 云&AI：AI需求旺盛，云龙头加速增长
- [ 04 ] 盈利预测&估值

# 全球公有云市场：24年8200亿美元，预计到29年市场规模将翻倍

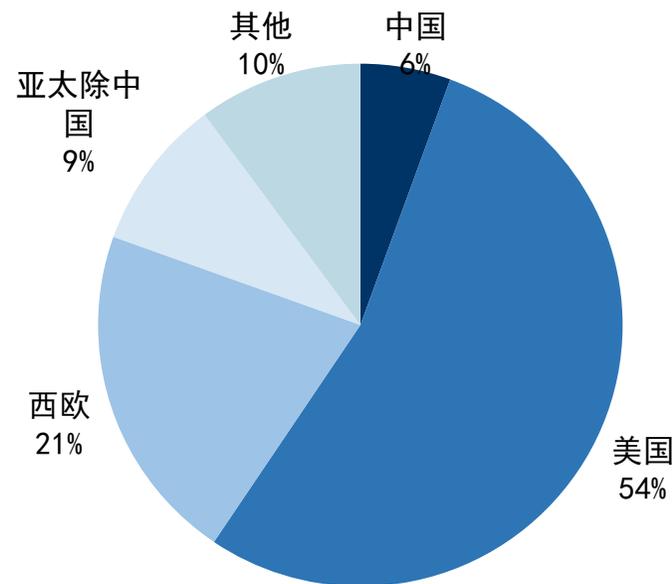
- 过去十年，全球公有云市场扩展超十倍。据IDC数据，2024年全球公有云市场约8200亿美元，在AI和大模型快速发展的带动之下，2025年全球公有云服务市场有望实现20%同比增长，超过9800亿美元。全球头部云服务商AWS、微软和Google均从2024年开始加速。同时全球主权AI发展与中国、中东非、拉美等区域数字化基建，都将拉动公有云市场需求。
- GrandView预测，全球公有云市场从2024年到2030年预计年复合增长率为17.0%。IDC预测，全球公有云市场2024-2029年年复合增长率为19%，按照此速度，到2029年市场规模将翻倍。
- 据IDC数据，2024年中国公有云占全球的5.6%，中国市场整体增速弱于全球。美国占据全球公有云一半以上的份额，其次是西欧。

图：全球公有云市场变化（百万美元，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：2024年主要区域公有云市场占比 (%)

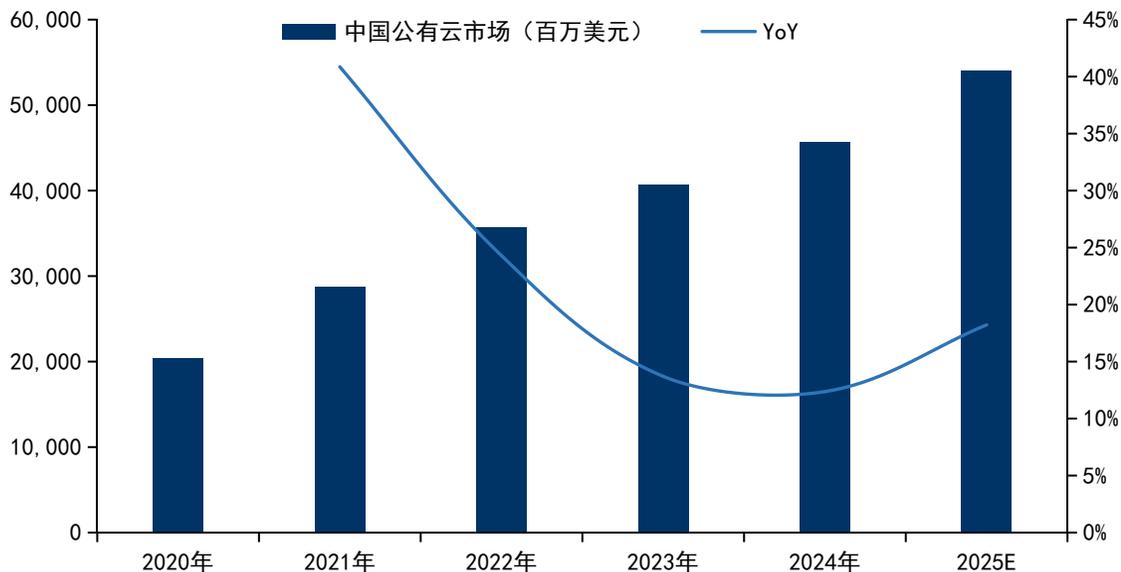


资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

# 中国公有云市场：约占全球5.6%，加速至双位数增长，互联网厂商为主

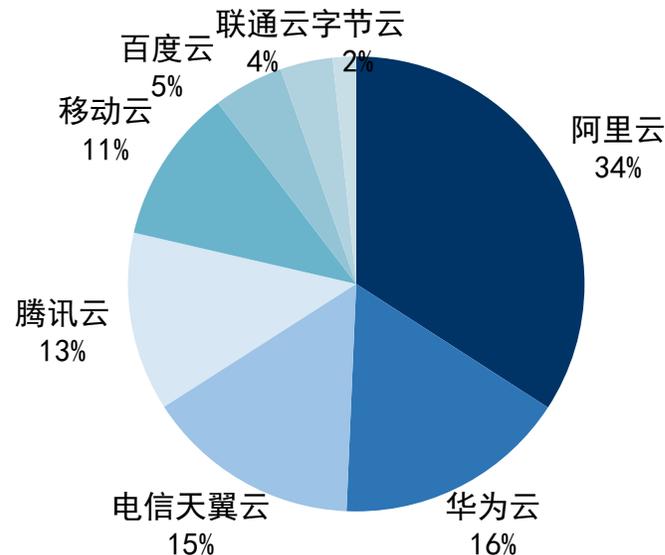
- 2024年中国公有云市场规模约456亿美元，预计2025年将攀升至约539亿美元。自2023年起，中国公有云服务市场的发展步伐低于全球增速，致使其在全球市场中的份额出现下滑。
- 具体来看，2024年中国公有云市场同比增长12%，与全球20%的增速存在一定差距。但24H1仅为9%，且IDC预计2025年增速将达到18%，与全球增速差距缩小，呈现出加速增长的良好趋势。随着AI训练和应用需求的日益旺盛，以及数智化创新与智算服务需求的不断增长，中国公有云市场预计将持续保持增长。
- 从市场格局来看，中国公有云市场依旧以互联网科技厂商占据主导地位。2024Q2，阿里云在公有云市场占比约三分之一，其次是华为云约16%，天翼云占比约15%、腾讯云为13%。

图：中国公有云市场变化（百万人民币，%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：2024Q2中国公有云市场主要厂商占比 (%)

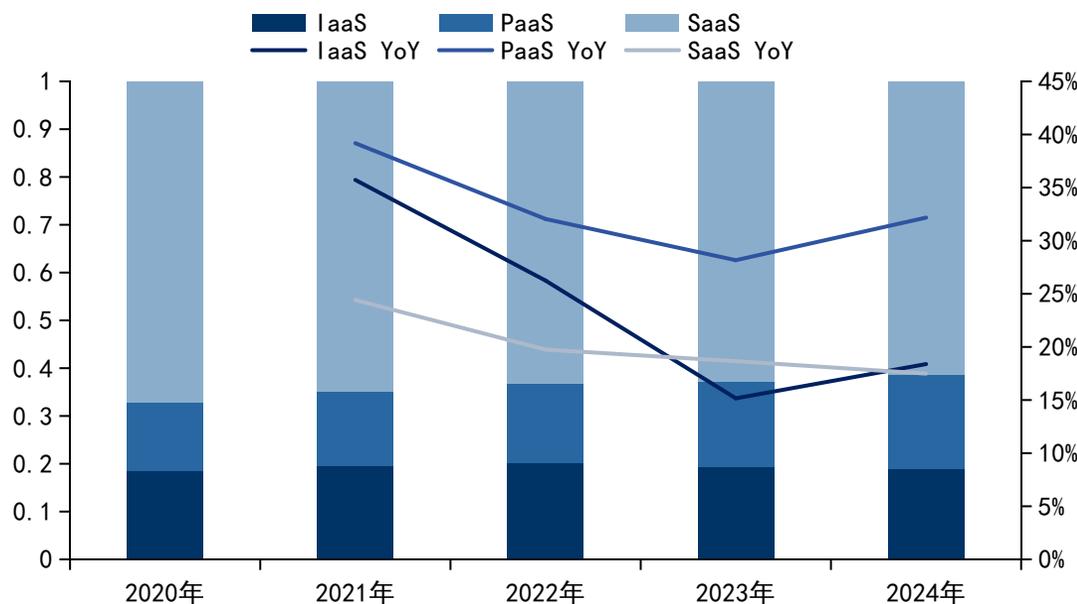


资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

# 全球公有云市场：SaaS为主、PaaS增速快，中国公有云IaaS占比超一半

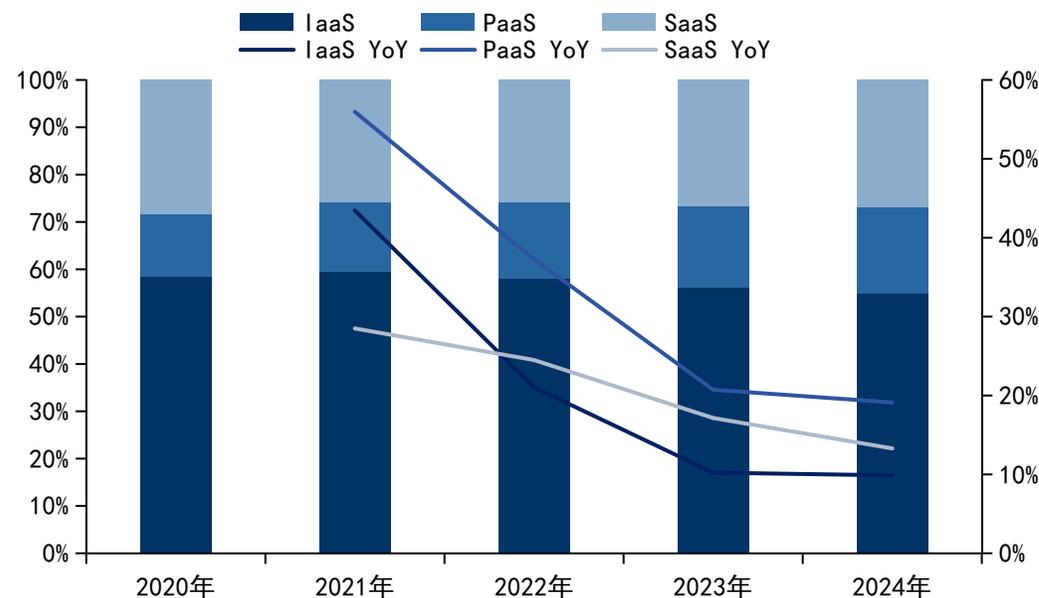
- 伴随海外企业云转型，2015年后全球公有云中SaaS占据最高、约60%-70%份额，IaaS和PaaS占比接近、相对较小。增速上，IaaS在2021年疫情期间受益于线上化需求、云厂大幅扩张，增速达到高峰后呈下降趋势。SaaS也在疫情后受限于企业降本增效、有一定降速。PaaS整体增速显著高于其他类型，表明企业对开发平台等中间层服务需求持续强劲，继数据库、低代码等热点后，AI平台与GenAI应用发展预计继续拉动云平台及应用市场。
- 中国公有云IaaS占比超一半，SaaS和PaaS占比接近，与全球有明显差异。在全球IaaS市场，中国占全球的16%，而在PaaS+SaaS市场，中国仅占全球的3%。究其原因，IaaS层国内基建完善、运营商资源与渠道优势强，在数智化趋势下推动其占比高。但企业管理理念、云转型与软件付费习惯待完善，且市场竞争分散，SaaS占比与全球差距明显。

图：全球云IaaS、PaaS、SaaS占比与增速情况（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

图：中国云IaaS、PaaS、SaaS占比与增速情况（占比，%）

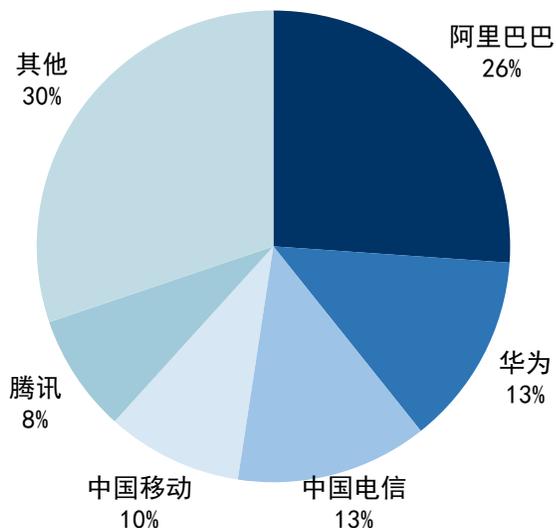


资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

# 中国公有云市场：IaaS与PaaS阿里云均处在断层领先地位

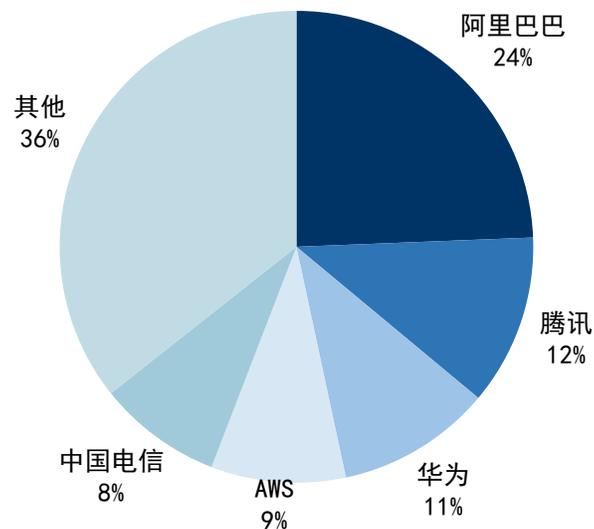
- 过去中国公有云市场的低增速主要因IaaS市场增长疲软，24年同比约为+10%。伴随着IaaS市场渐趋成熟，同质化竞争、价格战、成本优化需求以及新客户数量减少等因素，对市场增长形成制约。PaaS市场保持着相对较快的增速，24年同比+19%，主要源于企业数字化转型深入，对定制化开发平台需求增大，以及AI等新兴技术兴起推动PaaS技术创新与应用拓展。
- 中国公有云市场格局中，阿里入局较早、产品线丰富，提供从基础设施到应用开发管理的PaaS平台全方位服务。IaaS层与PaaS层阿里云均处在断层领先地位，分别占比26%、24%，其次为华为云与天翼云。整体来看，科技大厂在各层均占据较大份额，运营商云服务如移动云、电信天翼云等也有一定占比，市场竞争格局较为分散。

图：24H2中国公有云IaaS主要厂商占比（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

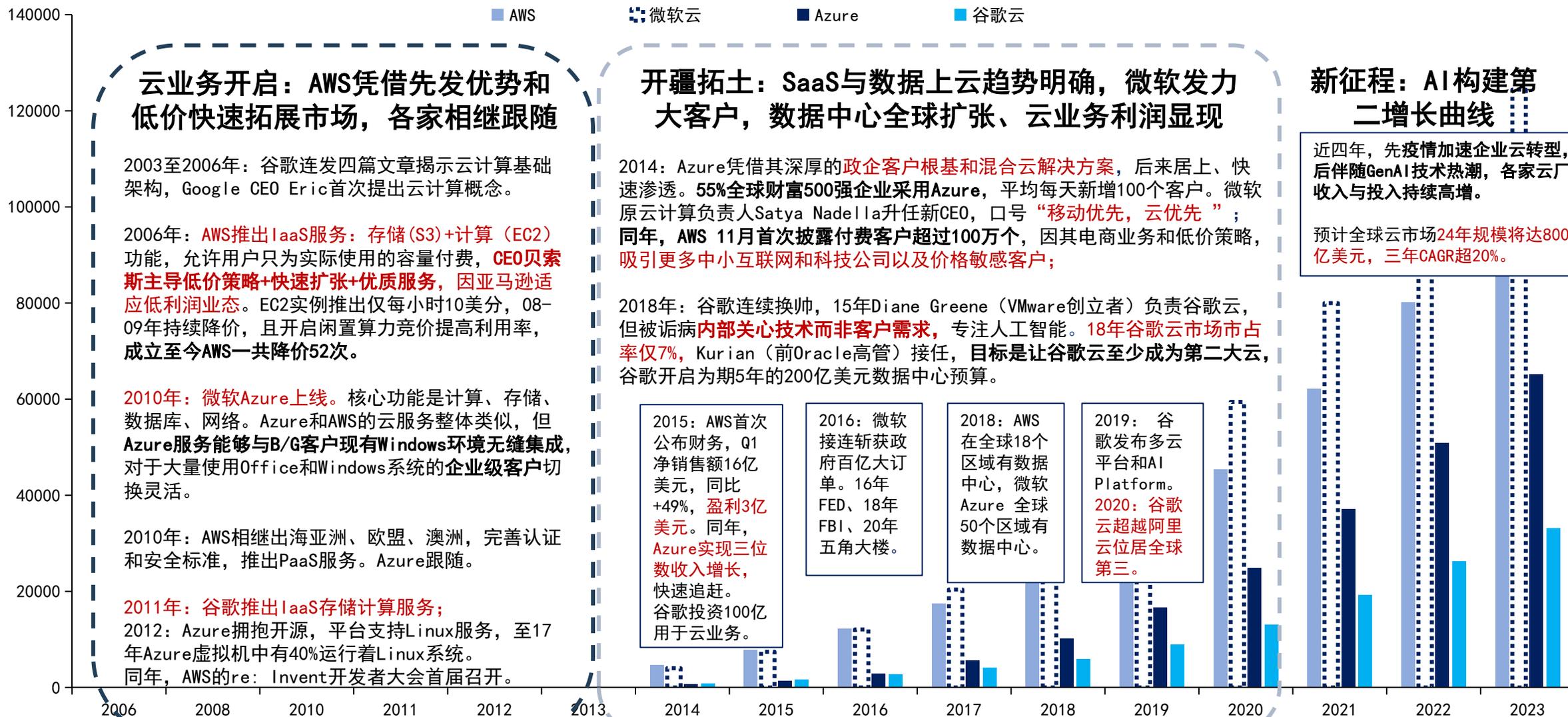
图：24H2中国公有云PaaS主要厂商占比（%）



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

# 海外云厂商竞争格局演绎：2014-2020 AWS强势投入抢占市场

图：各云厂商收入变化及竞争策略(百万美元，%)

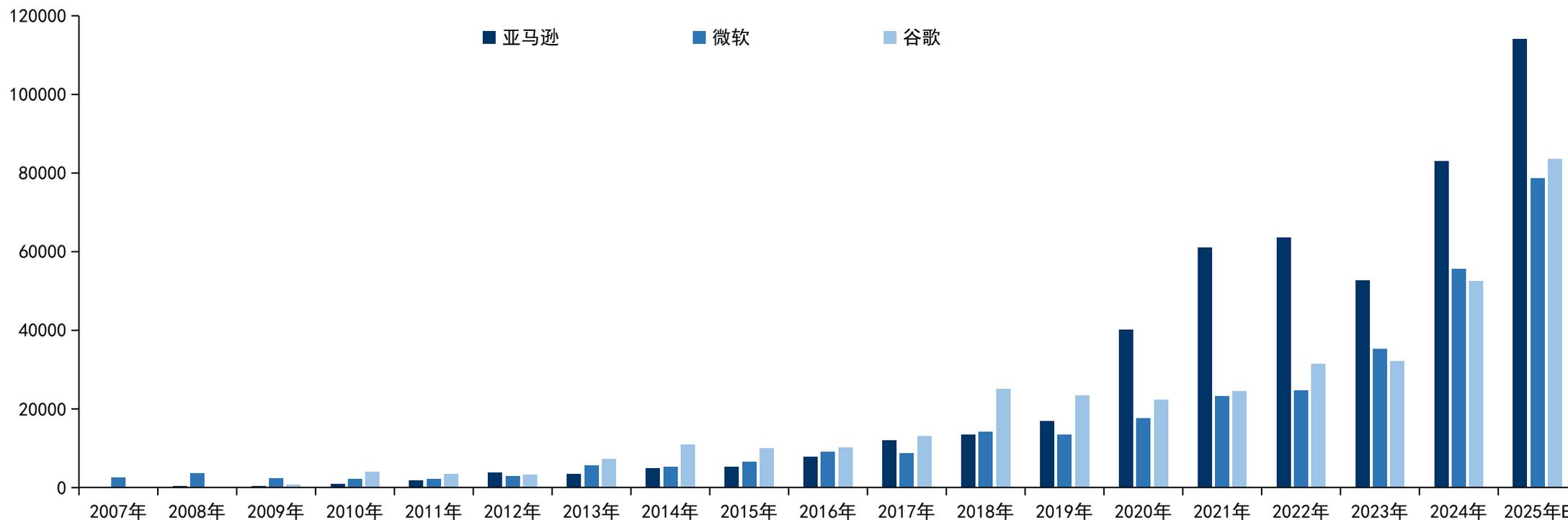


资料来源：公司业绩会、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 从历史经验看，云业务本质在于需要公司对技术发展趋势带来的需求规模有前瞻判断，能够及时扩张Capex抓住需求释放爬坡的阶段，从而获取领先身位。在2006年-2014年亚马逊前瞻性率先布局IaaS业务，并且在2014-2020年持续扩大CAPEX（逐渐超过微软），因此取得了先发优势。而在本轮AI带来的云厂发展机遇中，微软通过率先开启CAPEX周期，实现了云业务的收入快速增长，而亚马逊则在25年仍然受制于供给因素，收入增速落后于微软。

图：亚马逊、微软、谷歌2007-2025年CAPEX（百万美元）



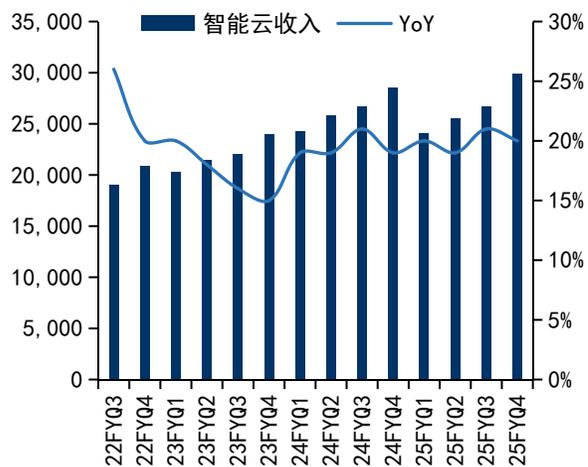
资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

# 海外云需求趋势：订单增速超过已交付收入增长，供给端限制可能延续全年



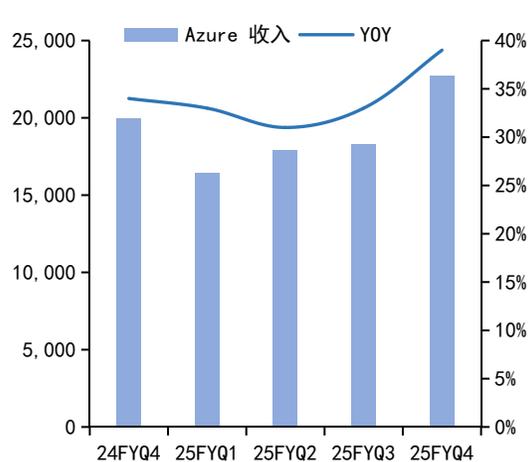
- **微软云:25Q2云与Azure加速增长**，智能云收入为299亿美元，同比+26%，环比加速，其中Azure同比+39%，**超业绩指引的34-35%。Azure年收入超过750亿美元**，本季度未披露AI贡献Azure占比，上季度AI贡献Azure的16个点。尽管本季度新增数据中心容量，但需求仍高于供应，**预26财年上半年仍有算力容量限制**。
- **AWS (Amazon)**:25Q2AWS业务收入309亿美元（同比+17.5%），目前**AI相关收入继续保持三位数增速，数十亿美元规模**。AWS目前仍处于**供应能力不足**，25Q2积压订单1950亿美元，同比+25%，原因最大的是电力限制，另外芯片和组件数量不足、芯片交付节奏延迟、服务器良率不达预期等，预计未来几个季度仍无法满足需求。
- **GoogleCloud**:25Q2谷歌云收入136亿美元（同比+32%，环比+11%）。超过2.5亿美元的交易数量同比增长一倍，25H1签署的超过100万美元的交易数量与2024年全年持平。未完成订单在第二季度环比增长18%，同比增长38%，在本季度末达到1060亿美元。尽管公司加快了服务器的部署速度，但**预计到26年供需环境仍然紧张**。

图：智能云收入与增速变化（百万美元）



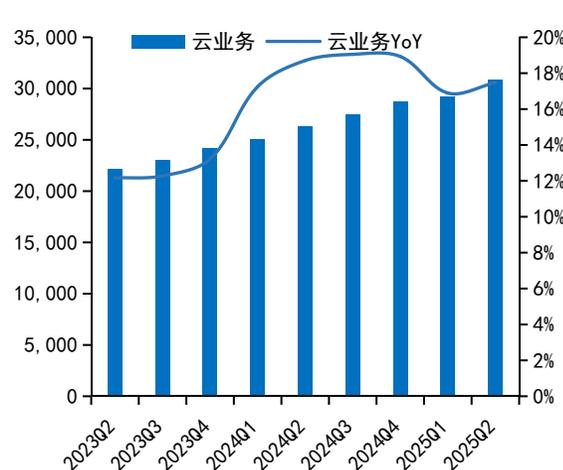
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：Azure收入变化（百万美元，%）



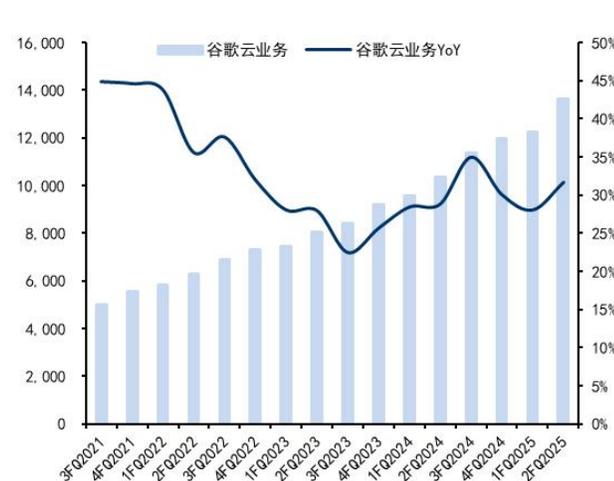
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：AWS收入与增速变化（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：谷歌云收入与增速变化（百万美元，%）

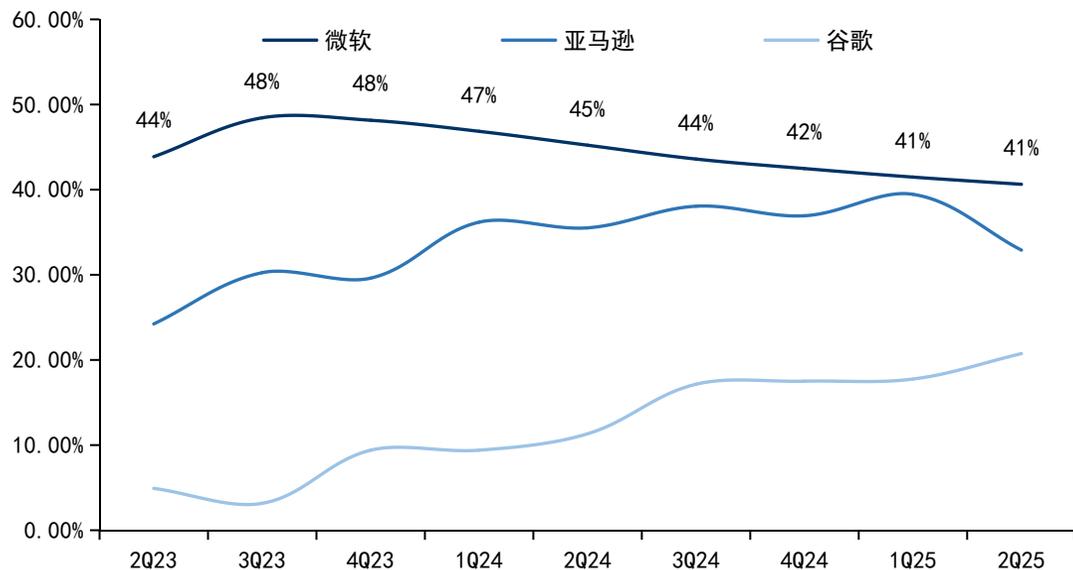


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

# 海外云利润趋势：规模效应与折摊均提升，微软云OPM率先企稳

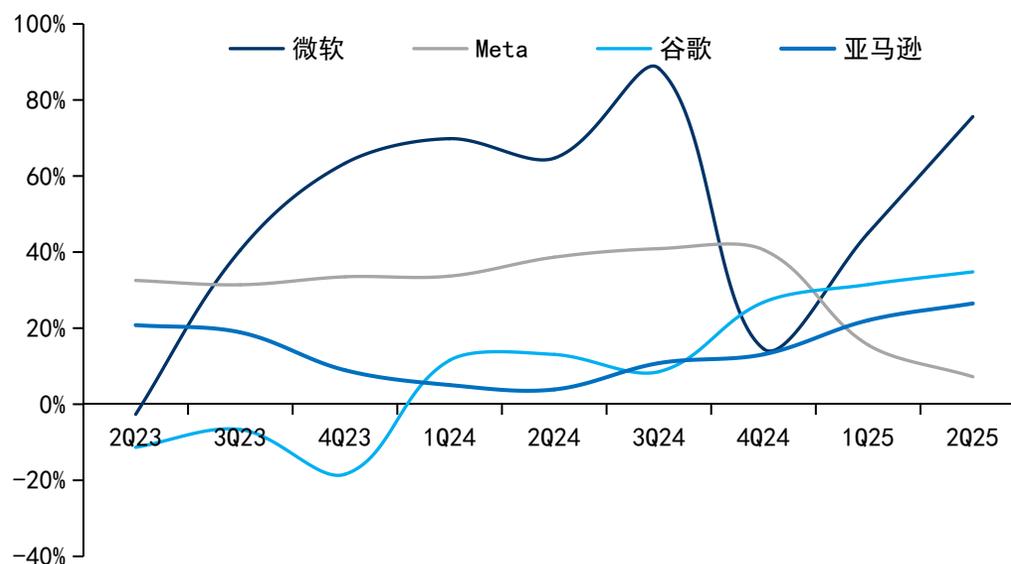
- 微软云：**本季度智能云**营业利润率41%**（同比-4pcts、环比持平）。对比其他海外云厂、微软Capex加速最早最快，也率先迎来收获期。云具备典型的资本前置与规模效应，尽管仍有算力容量限制、但需求强预计可维持高增速，后续随着投资放缓利润杠杆有望进一步释放。**FY26Q1智能云收入指引同比+25%-26%，其中Azure指引+37%cc、维持高增速。**
- AWS亚马逊云：**本季度OPM**32.9%**（同比-2.6pcts）。利润率下降的最大因素是**股票薪酬的季节性增加（约占一半），折旧费用增加以及汇率波动也造成了压力。**
- 谷歌云：****OPM提升至20.7%**（同比+9.4pcts、环比+3.0pcts），受益于强劲的收入增长和持续的成本效率提升，核心产品和人工智能产品方面的增速远高于云业务的整体收入增长。GCP新客户数量环比增长近28%，超过8.5万家企业使用Gemini进行开发。

图：各互联网云业务OPM变化情况（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：各互联网与云厂折旧摊销同比变化情况（%）

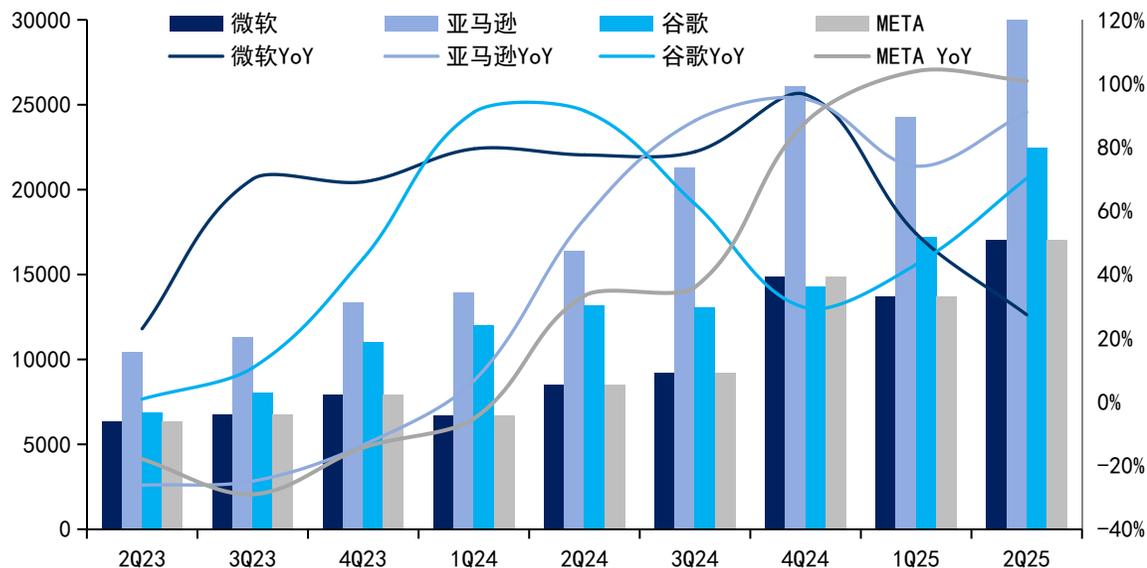


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

# 海外巨头Capex趋势：AI对收入拉动愈发明显，资本开支持续增加

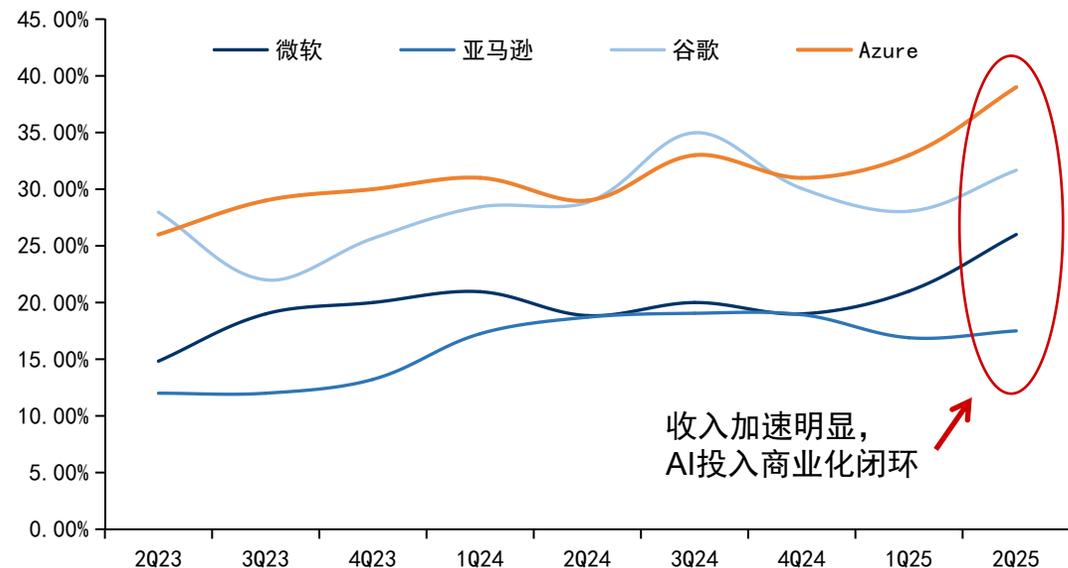
- **微软**：本季度资本支出（含融资租赁）242亿美元（同比+27%），其中包含65亿美元的融资租赁。预计FY26Q1资本支出将超过300亿美元，主要受强劲需求驱动。**26财年资本支出增长将较25财年放缓，更多投向短期资产。【25财年882亿美元，指引26财年继续增长、增速放缓】**
- **谷歌**：25Q2Capex为224亿美元、同比+70%，公司表示**2/3用于服务器，1/3用于数据中心和网络设备**，上修25年CAPEX至850亿，26年将进一步增加。**【上修25年为850亿左右】**
- **Meta**：本季度资本支出（含融资租赁）达170亿美元（同比+101%），主要投向服务器、数据中心及网络基础设施，为AI和广告系统升级提供支撑。上调上至660-720亿美元(前值640-720亿美元)，同比+68%-84%。**【上修25年指引660-720亿美元】**
- **亚马逊**：25Q2资本支出（净额）314亿美元、同比+91%，预计第二季度的资本支出水平能合理反映今年下半年的季度资本投资节奏，据此我们预计全年CAPEX上修至1100-1200亿美元（此前约1000-1100亿）。**【上修25年预计1100-1200亿美元】**

图：各互联网与云厂Capex季度投资与变化情况（百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：各互联网云厂收入季度增速变化情况（%）

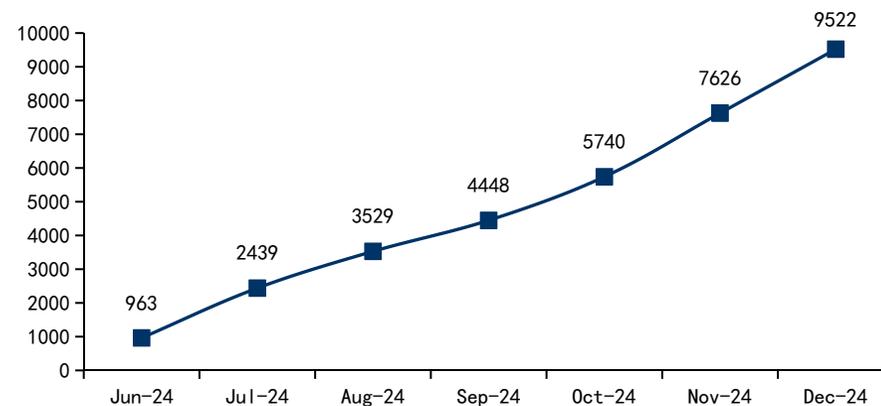


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

# 国内云厂：AI需求带动云收入增长，阿里云持续加速

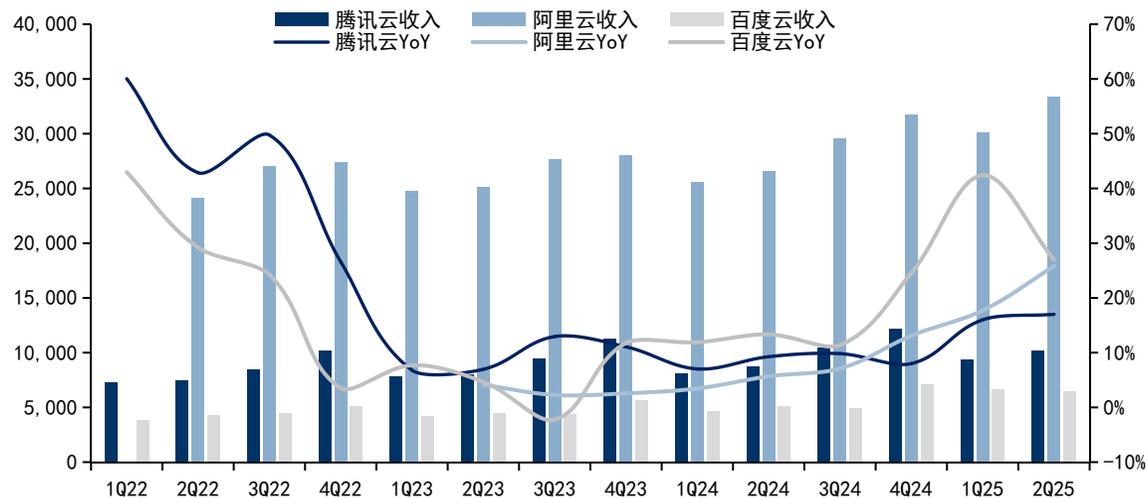
- 2024年下半年国内公有云大模型日均调用量实现十倍的增长。一方面随着云厂商大模型能力的快速迭代，另一方面大模型厂商采用降价策略的推行MaaS平台，大模型调用量进入高速增长阶段。24年中国公有云大模型调用量累计达114.2万亿Tokens(不含出海群体使用的海外Maas平台调用量)。2025年以来，DeepseekR1的出现进一步加速了传统客户的AI渗透、拓展应用场景。
- 阿里作为国内云厂龙头，在deepseek和自主开发的Qwen系列模型支持下，AI云收入保持连续8个季度三位数增长，带动阿里云收入连续多个季度加速增长，我们预计阿里AI云收入在云收入中占比已达到20%。

图：中国大模型服务市场日均调用量（亿tokens）



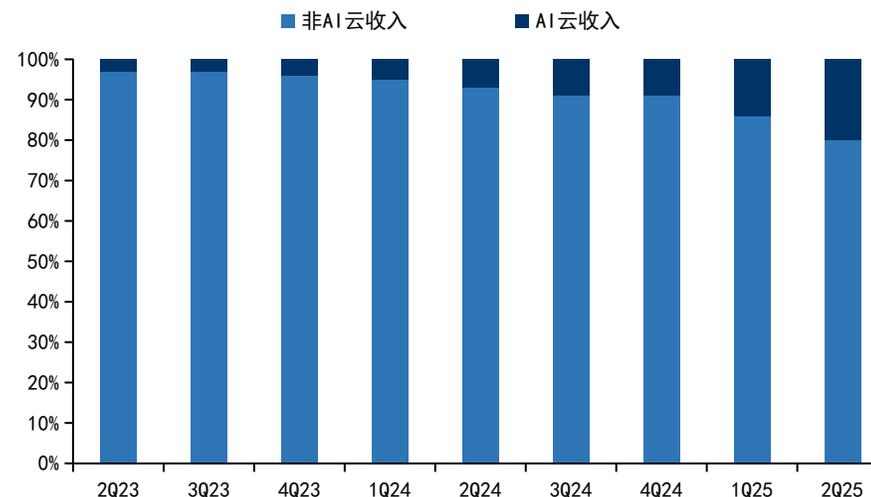
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图：国内云厂商云收入与同比变化(百万元/%)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

图：阿里云AI收入占比

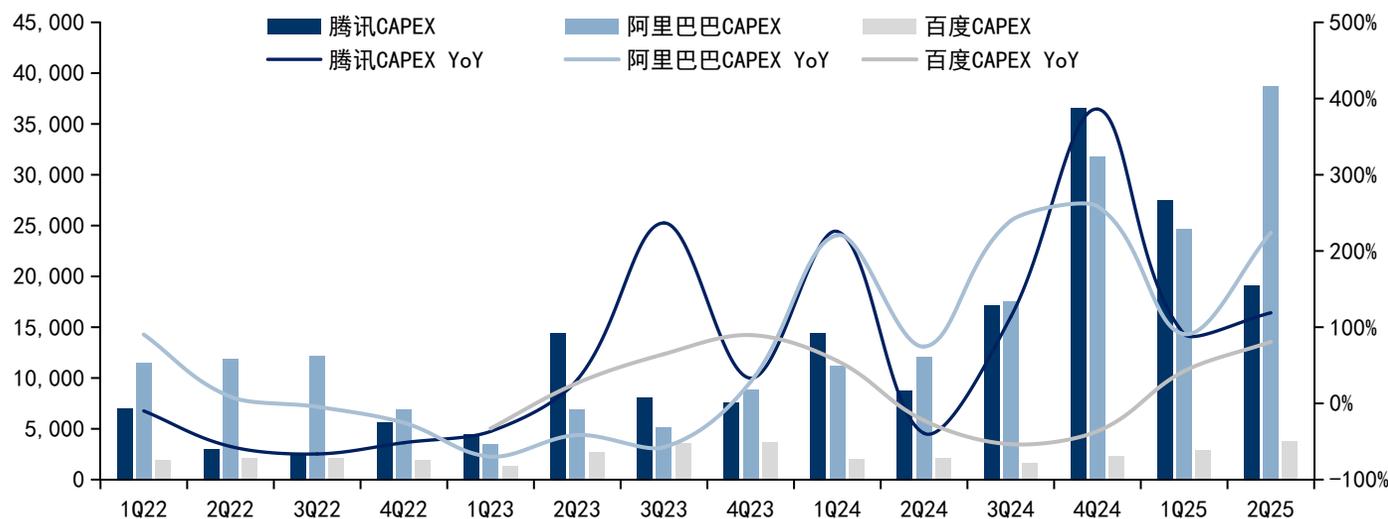


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

# 国内云厂：预计25年Capex增速平均仍有30%+，DS事件后进一步上调

- 国内云厂商巨头24年Capex增长平均在40%以上，预估25年Capex增速平均仍有30%+。25年云厂商预计将缩减传统业务支出、持续加大对AI的投入。我们预计AI的Capex投入上字节、阿里投入领先，增速总体看AI投入增长在50%以上甚至翻倍。Deepseek事件后各家有望进一步上调投入计划，主要考虑到以下算力需求的增长。
  - 模型大厂训练需求激增。DeepSeek模型打破闭源模型垄断、实现技术平权，国内模型厂商根据DS路线积极探索深度推理模型。
  - 深度推理模型推理算力需求远超通用模型。在tokens消耗方面，通用模型平均消耗700-800tokens，而深度推理模型则高达2500-3000tokens，这意味着在运行和训练深度推理模型时，需要更强大的算力支撑。
  - 下游客户推理与训练需求爆发。随着DS的上线，传统云客户的AI渗透率显著提升。各行业应用积极接入最新模型，产生了大量的调用需求。同时，不少客户采用开源DS模型构建垂直模型，借此为产品带来更精准、优质的体验。

图：国内云厂商CAPEX（百万元）及增速



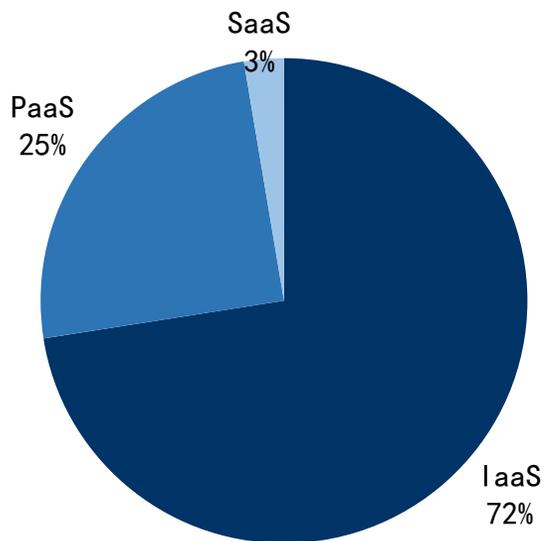
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

# 阿里云：IaaS占比超70%，互联网、金融、零售为主，海外布局领先

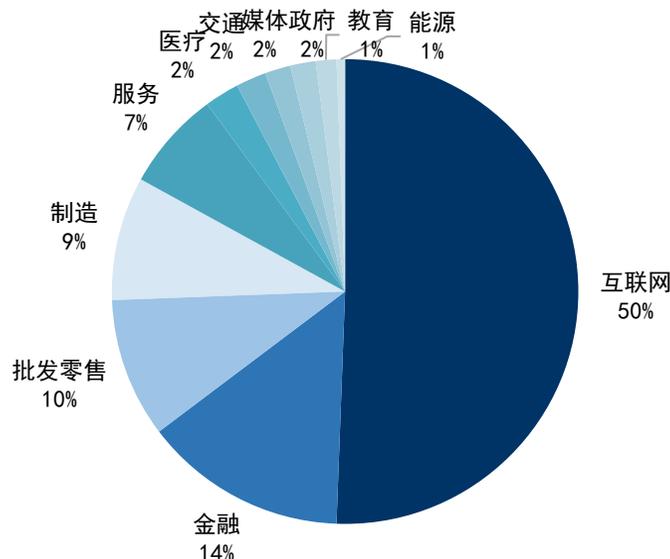


- 阿里云占中国公有云1/3市场份额，其中IaaS占比72%，PaaS与SaaS占比相对较小。伴随着中国云基建放缓，阿里云营收增速也逐年走低。从2019到2023财年，阿里云的营收增速分别是84%、62%、51%、23%、4%，AI背景下算力需求扩充，有望显著拉动IaaS层与配套PaaS发展。
- 在行业分布方面，阿里云在互联网行业占比最高、达50%，其次是金融（14%）、批发零售（10%）、制造占（9%），其中金融和零售保持20%+增长，制造业和汽车也保持高增长趋势。从各行业市场份额看，阿里云在批发零售、金融、互联网与交通行业分别占据59%、52%、46%、34%的市场份额，遥遥领先于其他国内云厂商，一方面表明阿里云市场份额的领先性，另一方面其在运营效率、处理和分析大规模数据集提供云安全解决方案方面的专业能力和市场认可度方面都具有显著优势。
- 海外业务方面，阿里云目前在全球30个公共云地域、89个区可用，市场份额亚太第一、全球第三，规模五年增长超20倍。已在亚太、欧洲、中东等市场布局，未来三年将在韩国、马来西亚等五国新建数据中心。不仅拓展海外客户，也为中国出海企业提供云技术支持。

图：阿里云IaaS、PaaS、SaaS占比情况（%）



图：阿里云分行业占比情况（%）



图：阿里云海外业务布局

	阿里云
基础设施	全球范围内500万客户，基础设施目前面向全球四大洲，开服运营15个国家、30个公共云地域、89个可用区，覆盖美国、欧洲、亚太、中东等地区
25年海外计划	未来三年，阿里云将在全球五个国家投资新建数据中心，分别位于韩国、马来西亚、菲律宾、泰国和墨西哥，同时还将进一步加大大地化的服务和生态体系建设。
产品布局	2024年以来，在国际市场推出PAI灵骏智算服务、大模型托管服务、能耗宝OpenAPI服务；MaxCompute-成本优化功能在中国香港、新加坡、印尼等4区域发布；EMR Serverless StarRocks新增开通香港、新加坡地域；
服务团队	1个全球服务中心、4个区域服务中心、18个本土化服务团队和22个本土业务团队

资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

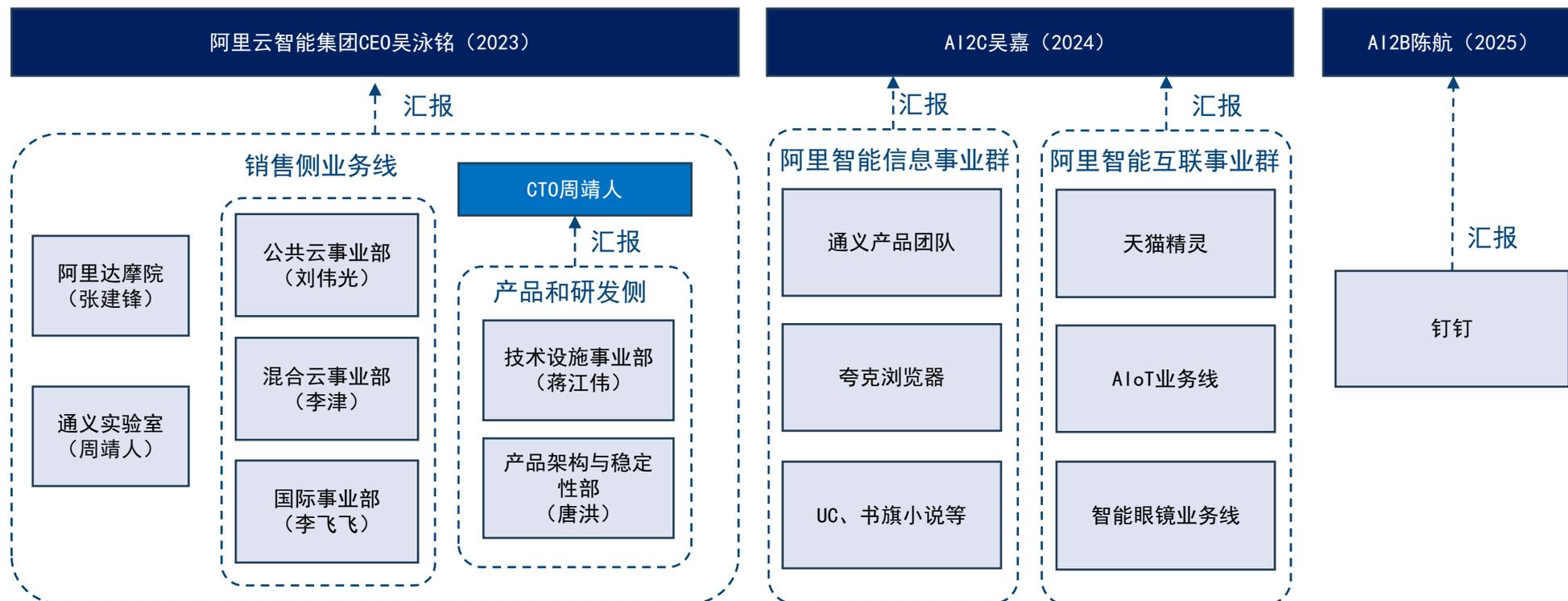
资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

资料来源：阿里云官网、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

# 云&AI组织架构：阿里云为基，探索尝试AI2B、2C应用

- **云智能集团**：2023年吴泳铭担任阿里巴巴和阿里云CEO后，对阿里云组织架构进行调整，将区域制的销售重新划分成公共云事业部、混合云事业部和国际事业部，向CEO吴泳铭汇报，并明确了公共云追求规模，混合云追求利润的目标。在产品和研发侧成立产品架构与稳定性部和基础设施事业部，向CTO周靖人汇报。此外云智能集团还包括阿里达摩院（院长张建锋）、通义实验室（CTO周靖人负责）。
- **AI**：AI2C主要由吴嘉负责，包括阿里智能信息事业群（通义产品团队、夸克、UC、书旗小说等）以及阿里智能互联事业群（天猫精灵、AIoT业务、智能眼镜业务），AI2B负责人陈航主要负责钉钉业务。

图：阿里巴巴业务结构一览



资料来源：晚点，国信证券经济研究所整理

# AI模型：Qwen系列保持国内模型领先地位

- 阿里巴巴在大模型领域围绕Qwen系列打造了丰富的模型矩阵，并且保持每季度一次较大的版本迭代。
- 在8月初国际知名大模型评测ChatbotArena的中，Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507 斩获1433分，超越顶尖闭源模型Grok4、Claude4、GPT4.1，位列总榜全球第三，取得了全球开源大模型和中国大模型的历史最高分。同时还在5个关键能力子项中摘得「全球第一」，包括数学（math）、代码（coding）、复杂提示（hardprompts）、长文本检索（longerquery）和指令遵循（instructionfollowing）。

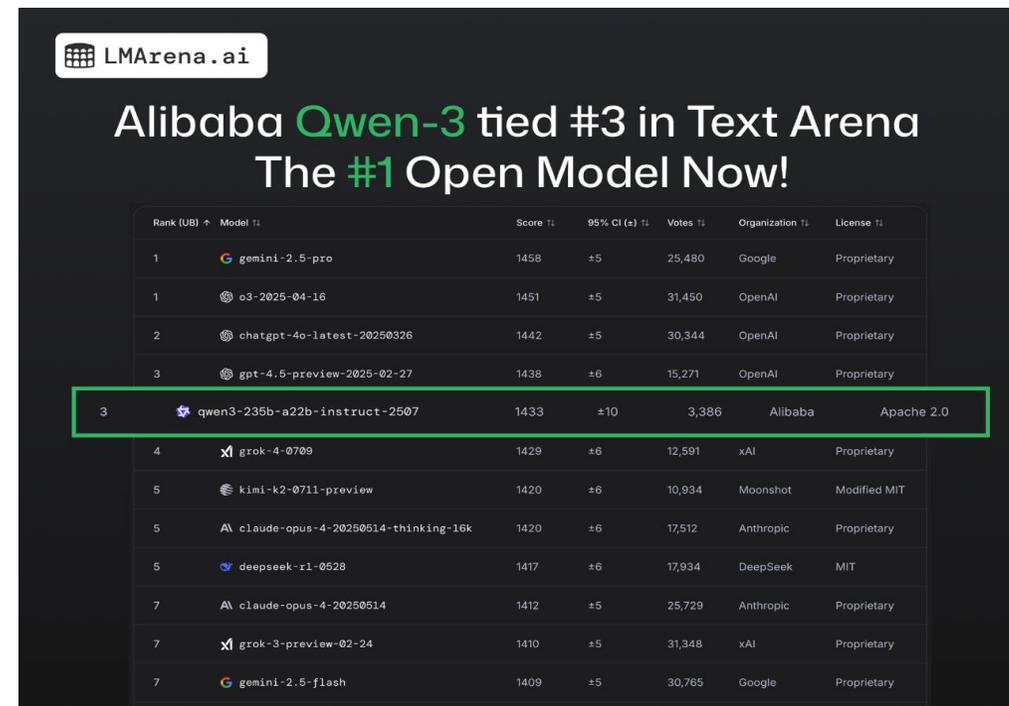
图：通义千问模型矩阵

模型分类	型号	功能
通义千问系列	通义千问3系列	实现思考模式和非思考模式的有效融合
	通义千问Plus	通义千问超大规模语言模型的增强版
	通义千问-Flash	响应速度快
	通义千问-Max	通义千问千亿级别超大规模语言模型（尚未更新Qwen3）
	通义千问3-Coder	基于Qwen3的代码生成模型，具有Plus和Flash两个版本
	通义千问VL-Max	通义千问视觉语言模型。包括Max、Plus
	通义千问-Turbo	文本生成规则，速度快、成本低
	通义千问-Omni	多模态理解生成大模型
	通义千问-MT	翻译大模型，包括Image、Plus、Turbo、
通义万相系列	通义千问-TTS	通义千问系列首个语音合成模型
	通义千问Image	通义千问系列首个图像生成模型，参数规模200亿
	通义万相2.2-文生图	全新升级文生图，支持语音视频和语音语义
	通义万相2.2-图生视频	支持复杂运动与精准语义理解，让图片流畅化
	通义万相2.2-文生视频	一句话生成视频，支持复杂语义理解

数据来源：通义千问官网，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

图：ChatbotArena LLM开闭源模型综合榜单

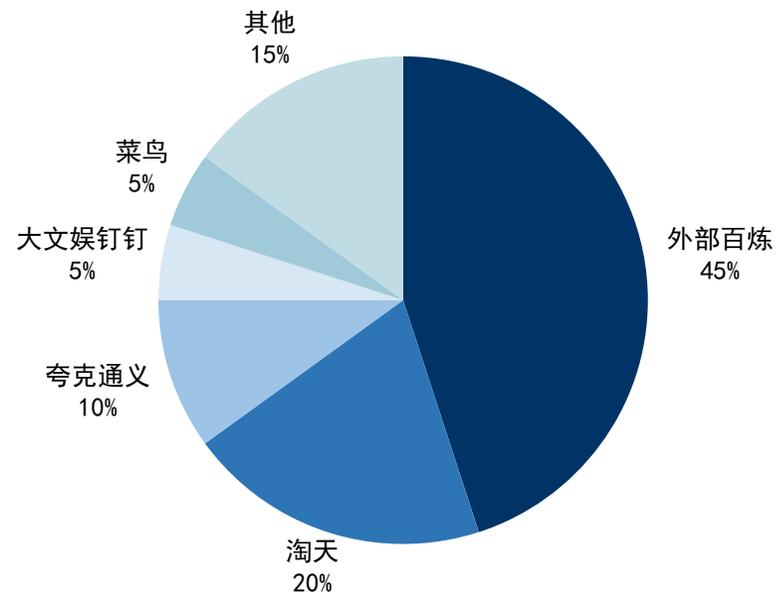


数据来源：LMArena，国信证券经济研究所整理

# AI模型：企业级市场占有率第一，调用量有望持续增长

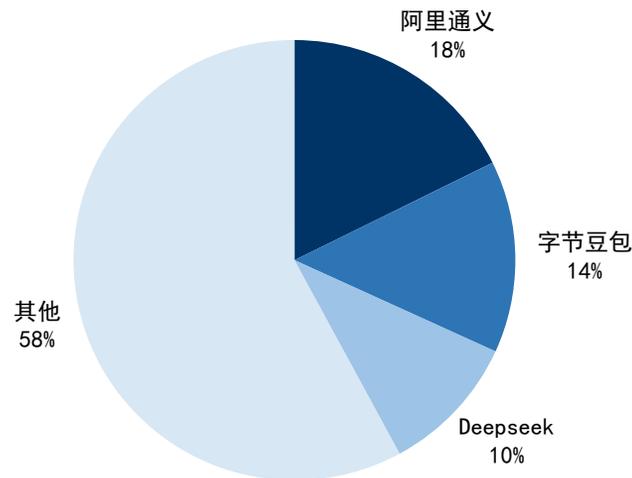
- 根据沙利文数据，2025H1中国企业级市场大模型的日均总消耗量为10.2万亿Tokens，其中，阿里通义占比17.7%位列第一。
- 我们预计千问大模型2025年5月整体日均约9万亿tokens，其中内部业务占比约55%。阿里以中大型B端客户为主，Q2处于示范项目构建早期、tokens消耗量较少，三季度随着智能体上线tokens消耗有望达日均20万亿tokens，年维度有望呈10倍增长。
- 阿里Tokens调用量增长驱动力：
  - ①客户渗透：云上客户中AI渗透率26财年有望从9%-10%提升至15%-20%，26财年结束AI客户数有望增至60-80万
  - ②技术升级：从“调用模型”转向“智能体应用”，单次对话tokens消耗从2000-3000跃升至2万-10万。
  - ③内部业务全覆盖：2025年下半年全面推进AI作为基础组件，内部调用量从5万亿向10万亿迈进。

图：阿里各场景日均tokens调用量占比



数据来源：官方公众号，国信证券经济研究所整理测算

图：中国企业级市场大模型的日均总消耗量分布

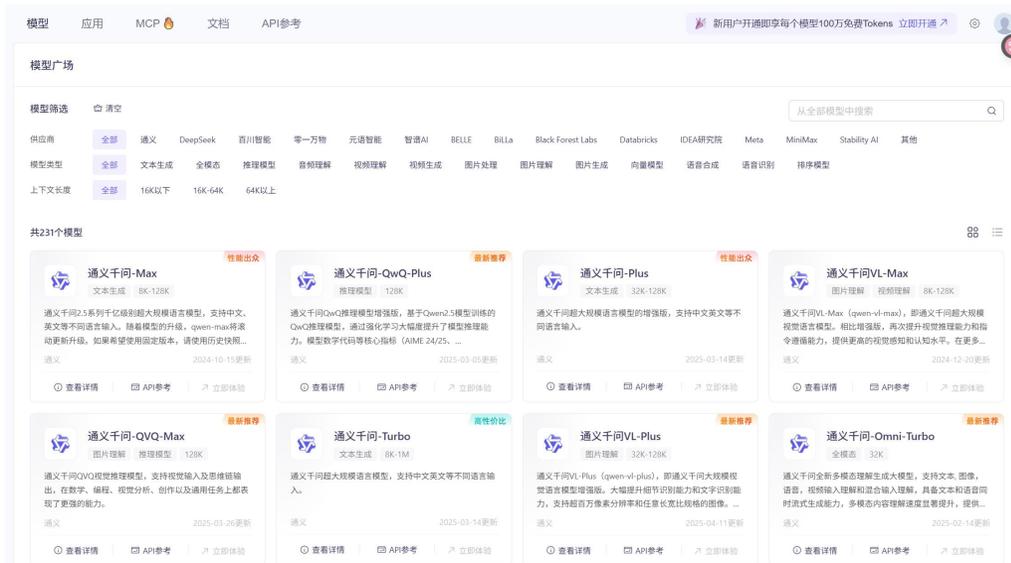


数据来源：沙利文，国信证券经济研究所整理

# 百炼平台：助力开发者快速开发大模型应用

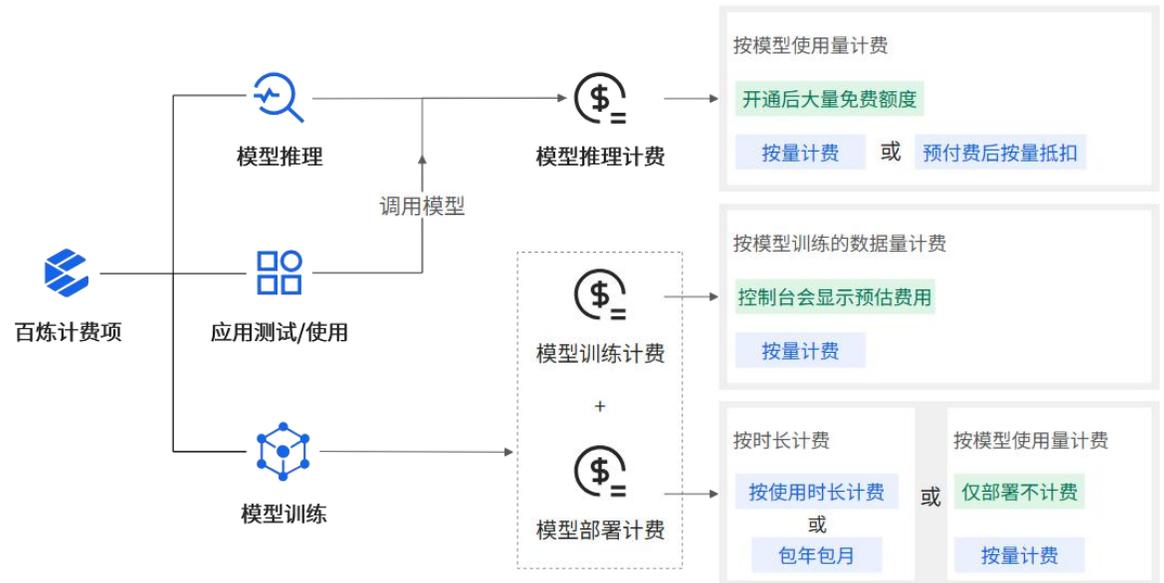
- 百炼是一个由阿里云提供的一站式大模型服务平台：旨在帮助企业 and 开发者快速构建、部署和应用大规模人工智能模型。**以业务场景为导向，通过拖拽式界面快速搭建应用，用户无需关注底层细节，符合阿里电商模式的业态场景**：百炼操作平台部署时，仅需要简单配置工作即可云心，无需用户管理资源、开发部署、工程运维，这种模式非常适合电商商家处理智能客服、电商文案写作等、零售界面设计等任务。
- 百炼平台本身不会产生费用，调用大模型实现文本生成、图片生成、语音合成等任务时，会产生模型推理（调用）费用。此外，如果训练（调优）新模型或将模型部署到实例也会产生费用。
- 百炼平台支持MCP服务，主要突出“连接智能、即点即用”，部署包括本地部署和云端部署两类，企业用户在MCP的支持下，可以在五分钟内开发一款大模型应用，在几个小时完成企业专属模型。

图：百炼模型仓库



数据来源：阿里云官网，国信证券经济研究所整理

图：百炼平台计费模式

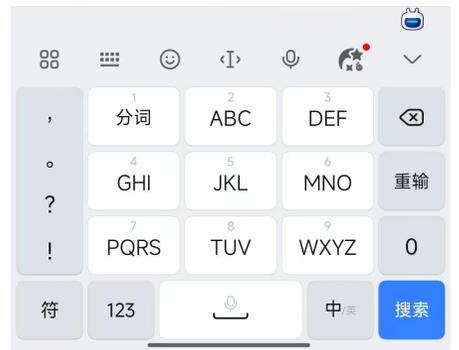


数据来源：阿里云官网，国信证券经济研究所整理

# AI应用：以夸克为2C核心入口，全系产品AI化升级

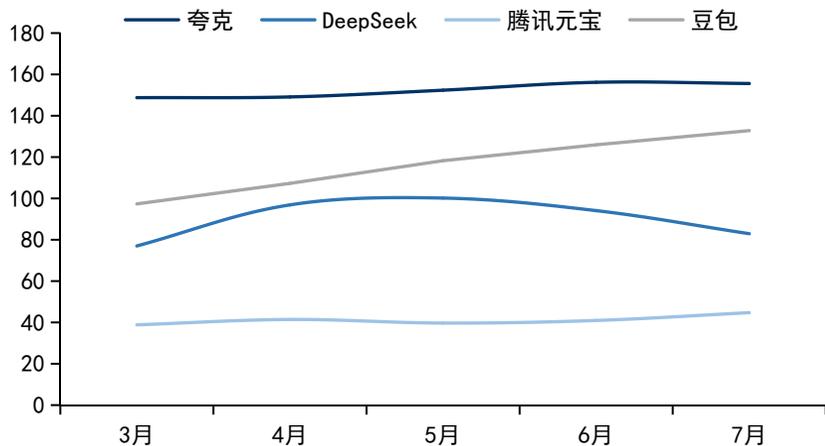
- **2C旗舰应用夸克**：2025年3月13日，阿里巴巴宣布推出AI旗舰应用——新夸克。新夸克基于阿里通义领先的推理及多模态大模型，全面升级为一个无边界的“AI超级框”。未来通义系列模型的最新成果都将第一时间接入夸克。新夸克将告别传统搜索，升级为一个All in One的“AI超级框”，满足用户工作、学习、生活的各类AI需求。
- **淘宝AI功能不断更新**：8月末，淘宝“AI万能搜”上线。支持深度思考，用户可以用自然语言提问，AI会生成一份融合了文字、商品、视频图片的回答，且包含商品链接（未来有机会带来货币化机会）。“帮我挑”功能也进入内测期。
- 此外，飞猪（推出飞猪“AI行程助手”）、高德地图（高德地图2025发布完成全面AI化，推出AI原生智能体）、钉钉（8.0版本推出10+款AI产品）等阿里全系产品都在完成AI的产品升级。

图：淘宝AI万能搜



数据来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

图：国内头部AI搜索/chatbot产品APMAU（百万）



数据来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

图：夸克AI搜索主要界面



数据来源：阿里云官网，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 阿里巴巴：组织架构再调整，围绕消费和AI+云持续投入
- [ 02 ] 中国电商集团：电商业务稳健增长，发力即时零售提升市场份额
- [ 03 ] 云&AI：AI需求旺盛，云龙头加速增长
- [ 04 ] 盈利预测&估值

• 中国电商集团：

- **电商业务：**我们预计公司自2025财年开始的货币化率提升进程将持续约2年左右时间，此后货币化率保持稳定，公司电商业务增速将与GMV接近，保持和大盘相近水平。因此我们预计阿里巴巴2026-2028财年电商业务收入4641/4930/5125亿元。
- **即时零售业务：**我们预计公司即时零售业务在FY26完成单量的快速增长，餐饮订单此后将维持稳定，但非餐订单仍然能够保持持续增长，从而带动收入继续增长。预计2026-2028财年即时零售收入1107/1294/1382亿元。
- **利润端：**我们预计公司电商业务在竞争激烈的大环境下，利润率仍然存在一定压力，而即时零售业务短期投入的增加将导致2026财年利润端承压，后续有望通过调整订单结构、提升履约效率等举措不断改善盈利能力，预计2026-2028财年整体中国电商集团经调整EBITA为1349/1794/1995亿元，对应利润率为22.4%/27.5%/29.2%。

图：阿里巴巴盈利预测

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
中国电商集团			602,251	652,486	683,839
YoY				8.3%	4.8%
电商业务			464,142	492,996	512,535
YoY				6.2%	4.0%
CMR			353,713	377,045	393,106
YoY				6.6%	4.3%
直营及其他			110,429	115,950	119,429
YoY				5.0%	3.0%
即时零售			110,709	129,350	138,150
YoY				16.8%	6.8%
批发			27,400	30,140	33,154
YoY				10.0%	10.0%
经调整EBITA			134,942	179,359	199,454
经调整EBITA率			22.4%	27.5%	29.2%
国际数字商业集团	102,598	132,300	154,923	176,480	197,410
YoY	45.5%	28.9%	17.1%	13.9%	11.9%
经调整EBITA	-8,035	-15,137	-563	943	1,974
经调整EBITA率	-7.8%	-11.4%	-0.4%	0.5%	1.0%

- **云智能集团：**AI需求将驱动公司云收入保持持续高增长，2026财年将实现逐季度的加速增长，因此我们预计公司2026-2028财年云智能集团收入1513/1887/2294亿元，同比+28%/25%/22%。收入端的高增长也能够消化折旧摊销增长带来的压力，因此我们认为公司能够保持利润率水平的稳定。
- **费用端：**我们认为即时零售的业务投入将导致销售费用较大幅度的增加，因此预计2026-2028财年销售费用率分别为20.9%/18.0%/17.7%，管理费用率为3.7%/3.5%/3.3%，研发费用率受资本开支增加提升至6.3%/6.6%/6.6%。
- **集团利润端：**我们预计公司2026-2028财年终调整净利润为1266/1666/1918亿元，对应利润率为11.9%/14.1%/14.9%。

图：阿里巴巴盈利预测

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
云智能集团	106,432	118,028	151,330	188,734	229,376
YoY	3.1%	10.9%	28.2%	24.7%	21.5%
经调整EBITA	5,592	10,556	13,385	16,693	20,288
经调整EBITA率	5.3%	8.9%	8.8%	8.8%	8.8%
合并经调整EBITA	165,028	173,065	138,910	188,851	215,463
经调整EBITA率	17.5%	17.4%	13.1%	16.0%	16.7%
销售费用	115,141	144,021	222,582	213,253	227,645
销售费用率	12.2%	14.5%	20.9%	18.0%	17.7%
管理费用	41,985	44,239	39,337	41,194	42,283
管理费用率	4.5%	4.4%	3.7%	3.5%	3.3%
研发费用	52,256	57,151	66,560	77,439	84,321
研发费用率	5.6%	5.7%	6.3%	6.6%	6.6%
经调整净利润	157,479	158,122	126,555	166,616	191,815
经调整净利润率	16.7%	15.9%	11.9%	14.1%	14.9%

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

- 我们认为，阿里巴巴目前聚焦消费和AI+云两大战略，因此应该对两块业务进行分部估值。
- 电商业务：**我们认为，尽管公司短期投入即时零售业务对公司利润端造成冲击，但从长期来看，这些投入最终能转化为公司在整个零售场景的市场份额，带来竞争力的提升，因此我们认为应该用电商业务利润进行估值，参考可比公司，给予10xPE，对应26财年1.76万亿人民币。
- 云业务：**参考海外科技巨头，我们认为阿里云虽然利润率低于海外，但增速亮眼（高于亚马逊，与微软谷歌差距在缩小），因此给予7xPS相对合理，对应26财年1.06万亿人民币。
- 投资建议：**公司坚持投入AI+云为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台两大历史性战略机遇。我们预计公司2026-2028财年收入为10643/11817/12866亿元，前值为10639/11844/12972亿元，基本维持不变，经调整净利润为1266/1670/1938亿元，调整幅度为-6%/0%/0%，主要考虑到2026财年的投入幅度较高。维持“优于大市”评级。

图：阿里巴巴估值分析（截至2025/9/5）

电商		总市值（亿元）	经调整净利润（百万元）		PE	
			2025E	2026E	2025E	2026E
PDD.O	拼多多	12,495	101,772	126,083	12	10
JD.O	京东集团	3,546	28,447	40,571	12	9
VIPS.N	唯品会	594	8,866	9,170	7	6
云		总市值（亿美元）	收入（百万美元）		PS	
			2025E	2026E	2025E	2026E
MSFT.O	微软	37,758	261,802	302,025	14	13
GOOG.O	谷歌	28,114	393,941	438,448	7	6
META.O	META	18,807	193,947	223,992	10	8

单位：亿元	估值指标	FY26	FY27	估值倍数	估值（FY26） （百万元）
中国电商集团					
原淘天集团	PE	1,760	1,829	10	17,599
即时零售					
云智能集团	PS	1,513	1,887	7	10,593
合计					28,192

数据来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理测算

- 一、行业竞争加剧风险。零售行业竞争激烈，公司在电商领域和即时零售领域的竞争加剧可能导致相关投入加大，从而影响利润表现
- 二、宏观经济下滑风险。公司作为国内电商行业龙头，与消费环境相关性较强，宏观经济若下滑可能对公司业绩带来负面影响。
- 三、技术发展不及预期风险。公司作为云计算龙头，受益于AI产业趋势，若AI技术发展进度不及预期，可能导致公司下游需求减弱。
- 四、盈利假设过于乐观的风险。公司的即时零售业务和云业务均处于投入期，我们对未来三年的盈利能力以及需求情况判断可能存在过于乐观的风险。

## 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.GSI）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