



國證國際
S D I C S I

阿里巴巴深度解读

AI叙事强劲，业绩及估值仍有上调潜力

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

2025年09月29日

王婷 Tina WANG (CE Ref: BRF978)

tinawang@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

目录

- 投资概览
- **2025云栖大会释放积极信号**
 - 大模型进展
- **阿里云：全栈人工智能服务商**
 - 资本开支对比
 - 对比分析海外云服务商
 - 怎么看阿里云长期利润率空间
- **中国电商集团：即时零售融合显现**
- **国际数字商业：预计FY26扭亏为盈**
- 财务预测及估值
- 风险提示



投资概览

- 我们认为阿里正站在人工智能新征程的起点，阿里云定位全栈人工智能服务商，收入加速增长具备确定性，中长期利润率有较大提升空间。我们看好公司的大模型+云计算+自研芯片布局，同时AI赋能其他业务的效果逐步显现。
- 2025云栖大会上CEO吴泳铭表示，阿里正推进未来3年3,800亿元（人民币，下同）资本开支，并计划追加更大规模投入，终极目标是实现超级人工智能ASI。阿里目前正构建云计算+AI大模型+自研芯片布局，其中云计算业务规模全球第四/亚洲第一（Gartner数据）；Qwen是全球第一梯队开源模型，下载量超6亿，衍生模型数量超17万（2025云栖大会披露数据）；自研高性能AI芯片有阶段性进展。
- 公司认为大模型是下一代操作系统，AI Cloud是下一代计算机，阿里云定位升级为全栈人工智能服务商。过去3个季度，阿里云收入分别同比增13%、18%、26%，管理层在2025年6月季度业绩电话会上指引未来几个季度云智能收入增速持续加速。我们认为阿里云收入加速增长的趋势确定性较高，核心驱动来自推理需求的强劲增长，目前超50%的中国大模型运行在阿里云，阿里云将优先受益于行业整体推理及后训练需求的爆发式增长。我们对比分析海外云服务商的业务布局和财务表现，我们认为阿里云的规模效应将会逐步显现，利润率尚有较大提升空间。
- 国内电商与即时零售的融合显现。2025年8月，淘宝+饿了么即时零售月活跃买家数达3亿（较4月增2倍）。闪购对电商主业的协同在于增长及用户粘性，带动客户管理（CMR）收入增长，我们预计FY2026E CMR同比增9.8%，较FY2025的6%加速。我们认为电商与即时零售的边界将逐渐模糊，即时零售的用户心智获取是当前补贴及竞争重点，中长期竞争看供给能力、生态健康、商业化效率等。
- 注：本文内容摘自我们2025年9月25日发布的深度报告（50页）《阿里巴巴（9988.HK BABA.US）：AI叙事强劲，业绩及估值仍有上调潜力20250925》。

2025年云栖大会释放积极信号

➤ CEO吴泳铭演讲核心要点：

- 阿里正积极推进3,800亿元AI基础设施，并计划追加更大规模投入。
- 大模型是下一代操作系统，AI Cloud是下一代计算机。阿里云定位升级为全栈人工智能服务商。
- 实现AGI是确定性事件，但仅是起点，终极目标是实现能自我迭代的超级人工智能ASI。
- 目前全球大模型Token消耗量每隔2-3个月就会翻一倍。
- 2032年阿里云全球数据中心的能耗规模将较2022年提升10倍。
- 最近一年全球AI投资总额4,000亿美元，未来五年全球AI累计投入超过4万亿美元。
- 宣布与英伟达展开**Physical AI**深度合作：覆盖数据合成、模型训练、环境仿真强化学习及验证测试等环节。Agentic AI是链接数字世界与物流世界的智能中枢，阿里云将构建Agentic AI到Physical AI全知全感的世界模型。
- 与**AMD**合作深化：阿里云&AMD联合发布基于第九代EPYC处理器的弹性计算解决方案，在数据库场景性能较前代提升 40%-65%。AMD最新发布的MI350系列GPU（3nm工艺）已获阿里云批量采购承诺。

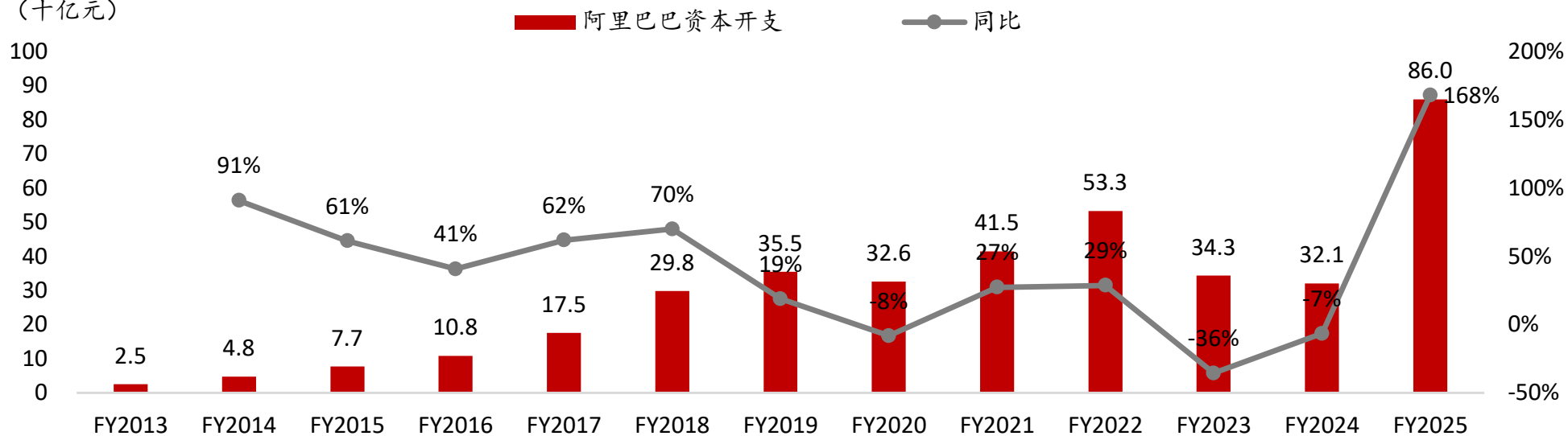


资本开支：计划追加投入

- 2025年2月，阿里宣布未来三年资本支出投入将超3,800亿元，超过过去十年投入总和，主要投入在云和AI基础设施，公司押注AI。
- 2025年9月24日，CEO吴泳铭在云栖大会表现，阿里计划在3,800亿CAPEX投入基础上追加投资，目标是实现超级人工智能ASI。

2025财年阿里巴巴资本开支860亿元；FY2016-FY2025累计资本开支3,734亿元

(十亿元)

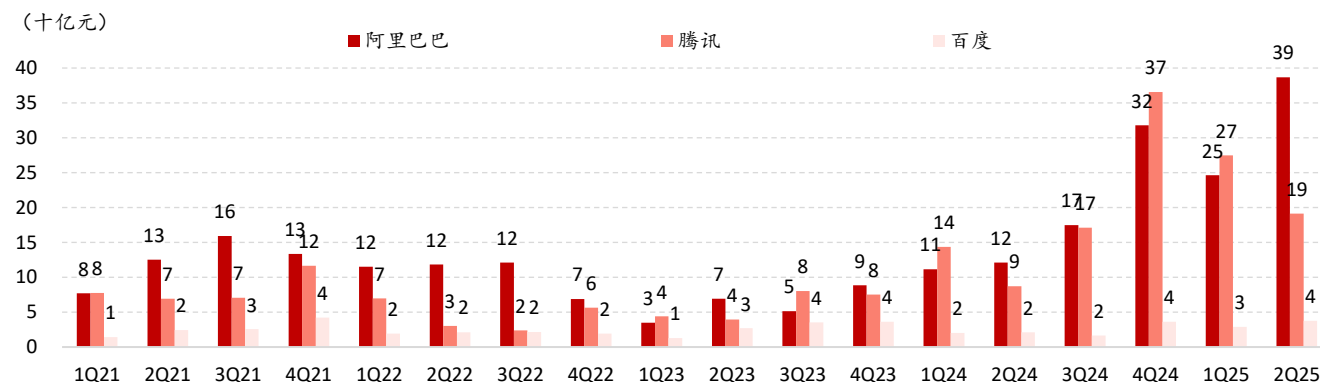


资料来源：公司财报，国证国际



资本开支：对比腾讯、阿里

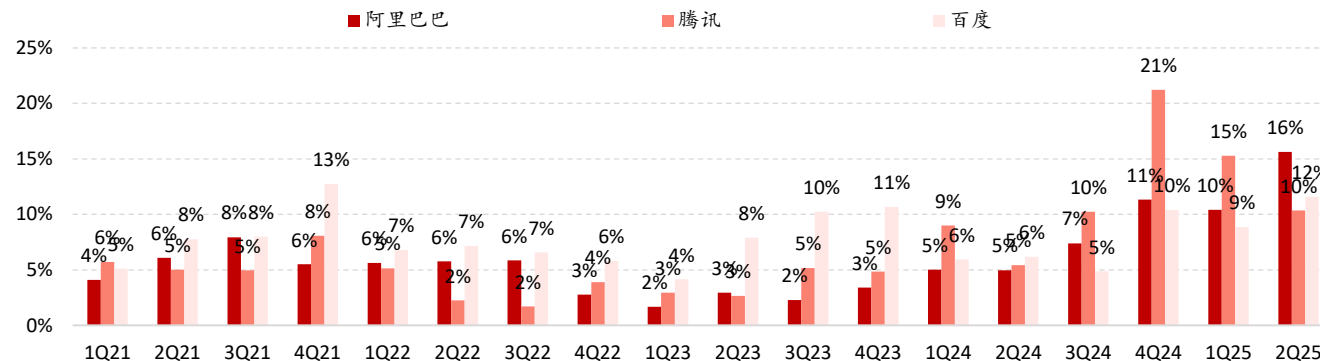
资本开支季度对比：2025年6月季度，阿里的CAPEX增长远快于腾讯和百度



资料来源：公司财报，国证国际

- 从资本开支季度横向对比看，2025年6月季度，阿里资本开支387亿元，同比增2.2倍，环比增近60%，对比腾讯为191亿元，百度38亿元。
- 从收入占比角度，2Q25，阿里的资本开支占收入比为16%，高于腾讯（10%）、百度（12%）。

资本开支对比占收入比对比

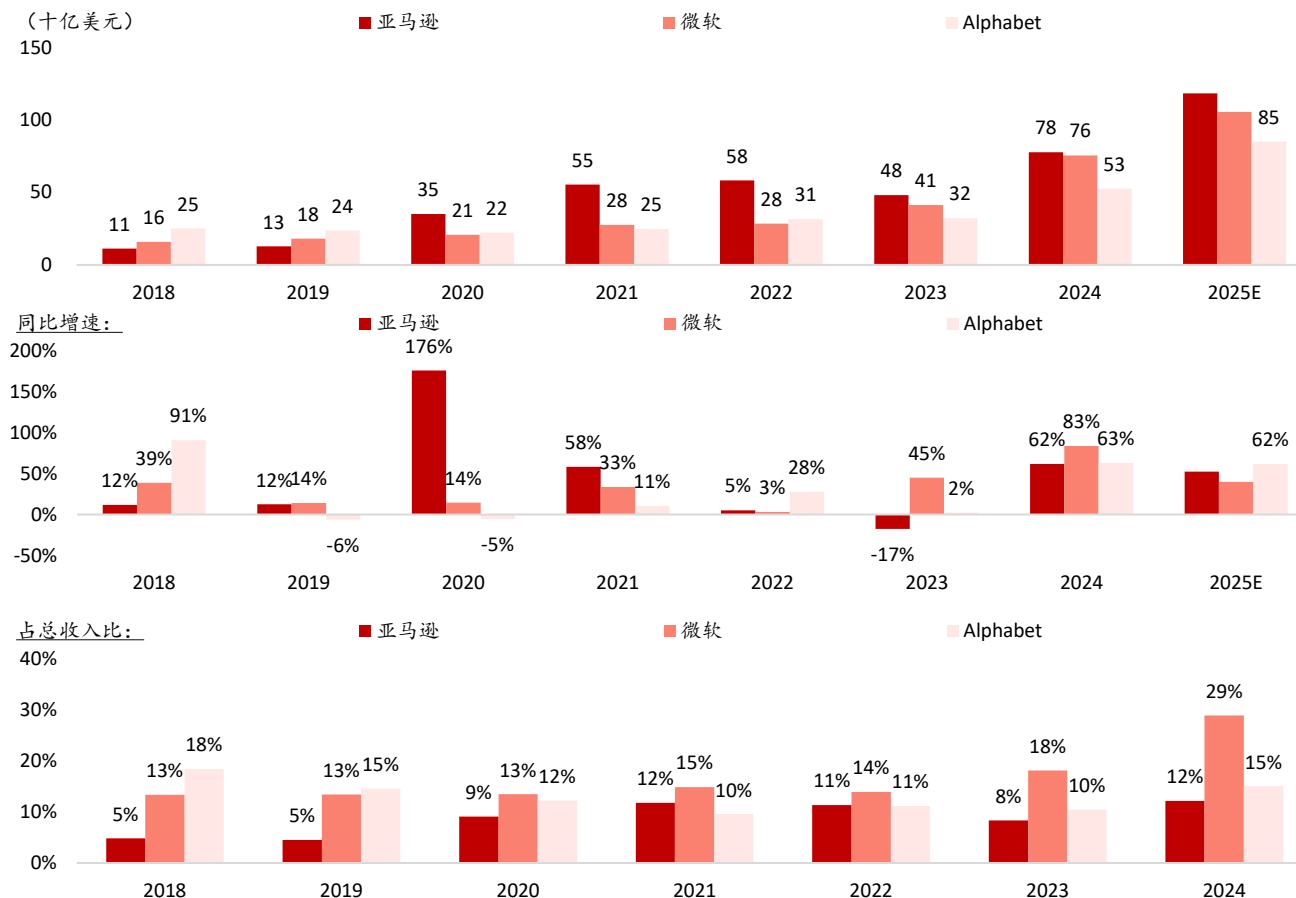


资料来源：公司财报，国证国际



资本开支：对比海外云服务商

2024年CAPEX均增加明显，预计2025年仍将维持较高投入增长



- 2024年，亚马逊资本开支为780亿美元，同比增62%，对比微软为760亿美元(+83%)、Alphabet为530亿美元(+63%)，大部分资本开支均与云业务相关。
- 根据2025年6月季度财报会披露，亚马逊、微软2025日历年的资本开支均将超过1000亿美元水平，维持高增速，Alphabet资本开支预计同比增超60%，达到850亿美元。

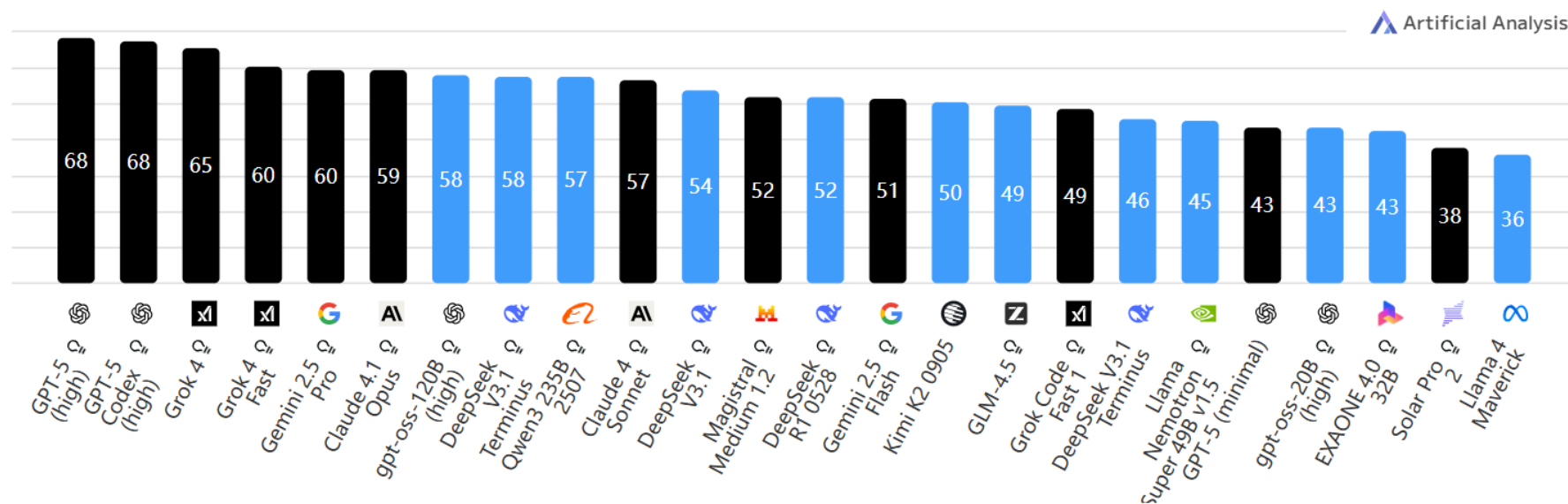
资料来源：公司财报，国证国际

大模型进展：开源第一梯队，效率快速优化

- **Qwen**是全球技术能力第一梯队开源模型，模型架构及效率目前在快速优化中。开源模型超300个，下载量超6亿，衍生模型数量超17万（2025云栖大会披露数据）。

大模型的Intelligence Index对比（包含7项基准测试，分数越高模型综合性能越好）

■ Proprietary ■ Open Weights



资料来源：Artificial Analysis（注：Index评分包含7个维度，即MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME, MATH-500）

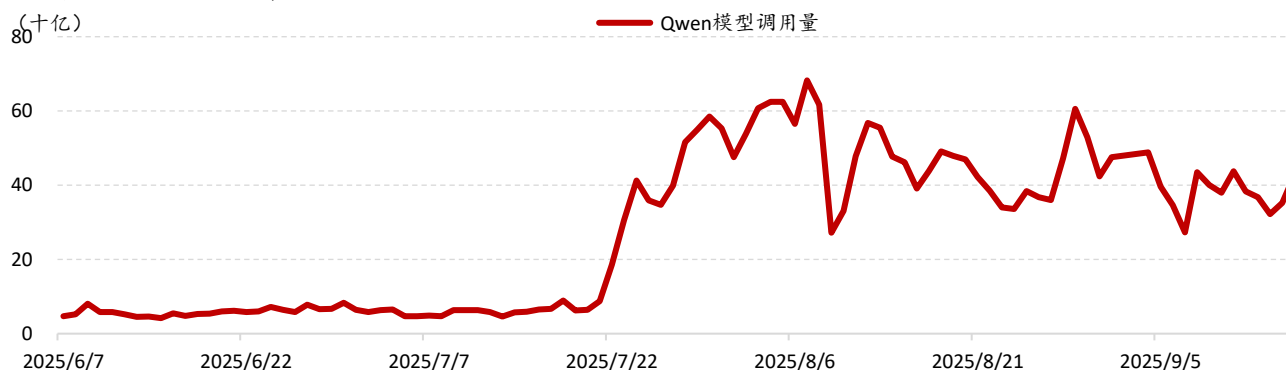
大模型进展：开源第一梯队，效率快速优化

- 过去一个月，通义千问模型迭代速度加快，密集发布Qwen3 Max、Qwen3-VL、Qwen3-Omni、Qwen3-Next等，在模型架构、技术能力、成本效率等角度有显著亮点。
- 9月24日，发布多款新模型：1) 旗舰模型Qwen3-Max，总参数超万亿；2) Qwen3-VL（视觉语言处理）thinking版本多模态推理SOTA水平。3) 升级Qwen3 Coder，编码效率提升。
- Qwen3-Max，参数量超 1 万亿，是通义千问模型参数最大的模型，基准测试多项指标超越Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507、Claude-Opus 4（Non-Thinking）、Kimi-K2、DeepSeek-V3.1。目前其他大参数模型包括Genimi Ultra（1.56万亿）、Meta LLaMA-4（2万亿）、GPT-4o（1.8万亿）。
- 9月26日，发布Qwen3-Omni，新一代原生全模态大模型，无缝处理文本、图像、音频和视频等多种输入形式，在36项音视频基准测试中，32项取得开源领域最佳性能，22项达到SOTA水平。
- 9月12日，阿里发布下一代基础模型架构 Qwen3-Next，开源基于该架构的 Qwen3-Next-80B-A3B 系列模型，模型表现与阿里旗舰模型Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507相当。核心亮点为解决了混合注意力机制+高稀疏度 MoE 架构在强化学习训练中长期存在的稳定性与效率难题，以3.75%的激活率实现800亿参数模型的极致效率优化。
- 我们认为，Qwen3-Next模型架构的推理成本优化效果将拓展至Qwen3全系列模型，阿里的模型技术能力、成本效率均处于中国领先水平，并加速缩小与海外领先模型的差距。模型性能和效率改进，带动推理需求增加，并进一步支撑阿里云收入加速增长。



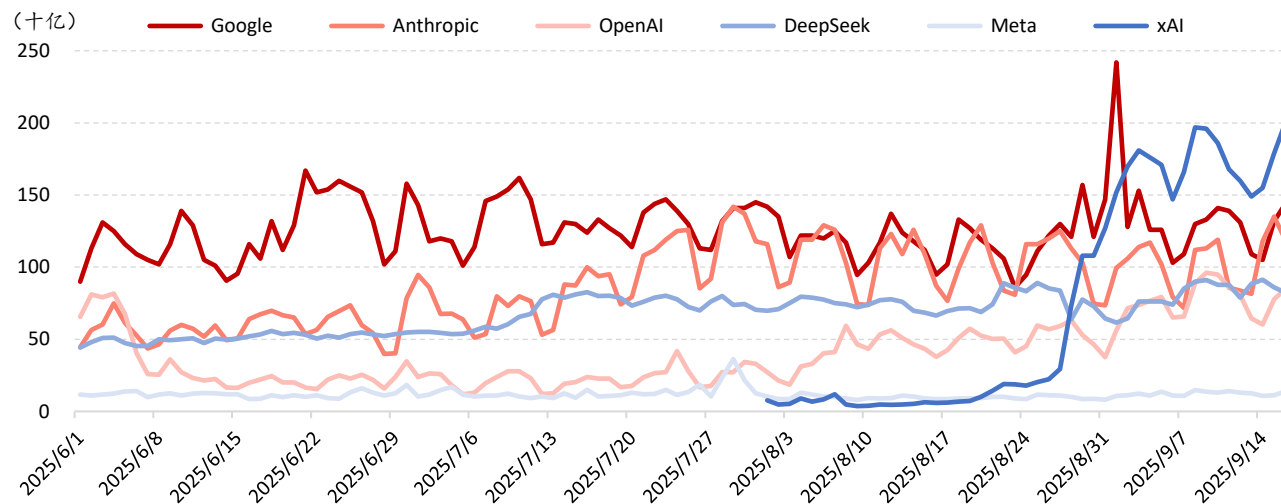
7月至今Qwen模型调用量显著增加

7月至今Qwen系列模型的token调用量显著增加



资料来源：Open Router，国证国际（注：截至2025/9/16）

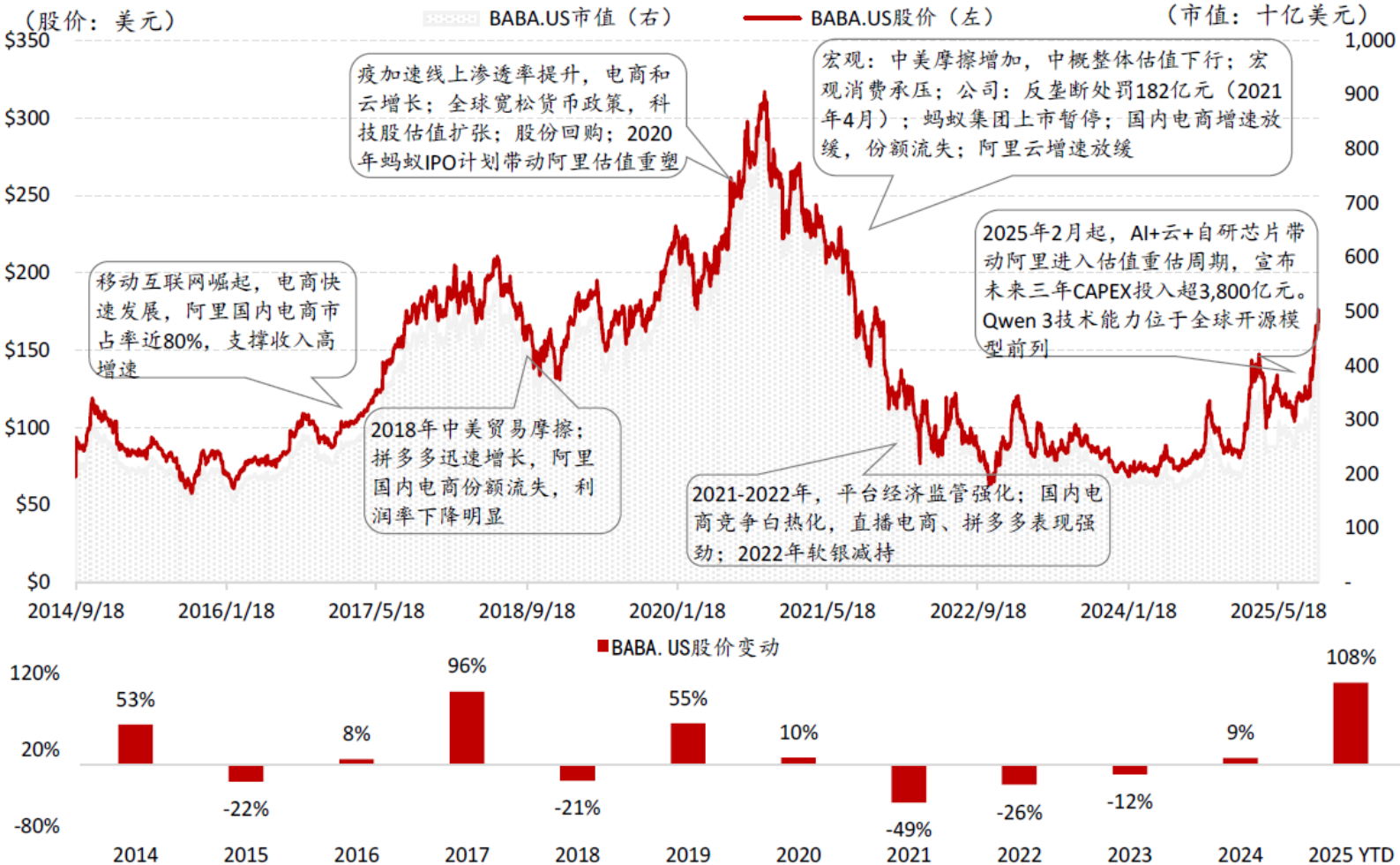
对比其他领先大模型的调用量



资料来源：Open Router，国证国际（注：截至2025/9/16）

➤ 据Open Router数据，阿里巴巴7月底至今，日均调用量增长明显，截至9月16日的最近一周，Qwen日均调用量3,800万，约为Alphabet/OpenAI的30%/49%。

股价复盘



➤ **2025年至今的股价已翻倍：**
2025年2月至今，AI+云带动公司进入估值重估阶段，宣布未来3年3800亿元资本开支，阿里云已交付3个季度收入加速增长，未来几个季度仍呈加速趋势，受益于大模型推理需求增加及阿里云的产品优势。
2014-2024年股价变动情况及驱动如下图所示。

资料来源：公司财报，彭博，公开资料，国证国际（截至2025年9月24日）



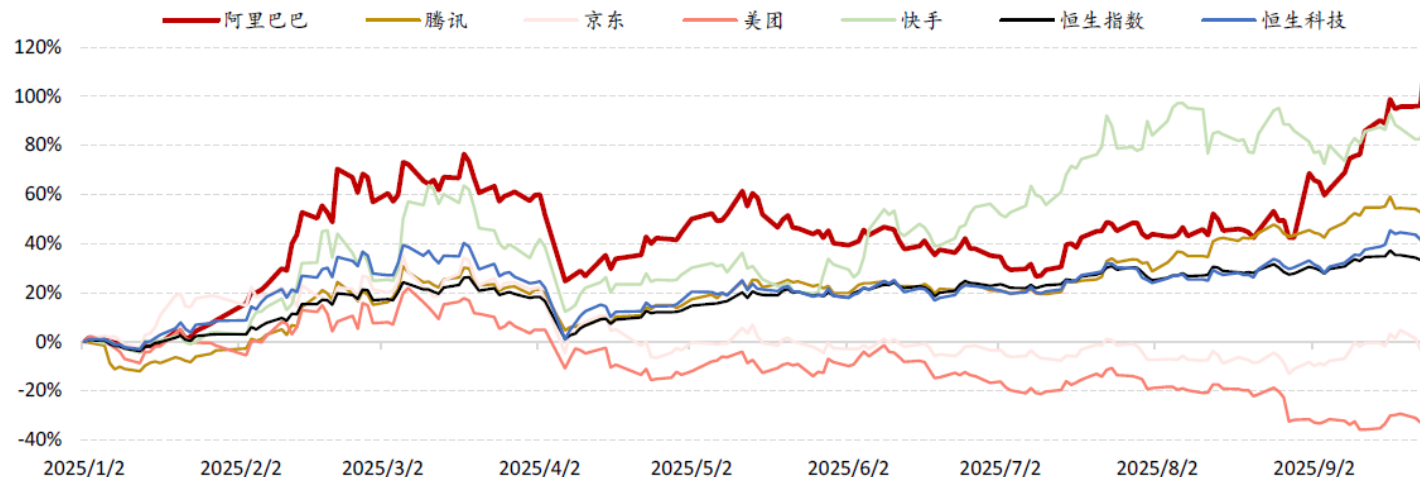
股价对比：对比恒生科技其他标的

阿里巴巴（9988.HK）1FY市盈率，对比恒生科技、恒生指数



资料来源：彭博，国证国际（截至2025/9/24）

主要互联网公司年初至今股价走势对比：阿里领涨恒生科技



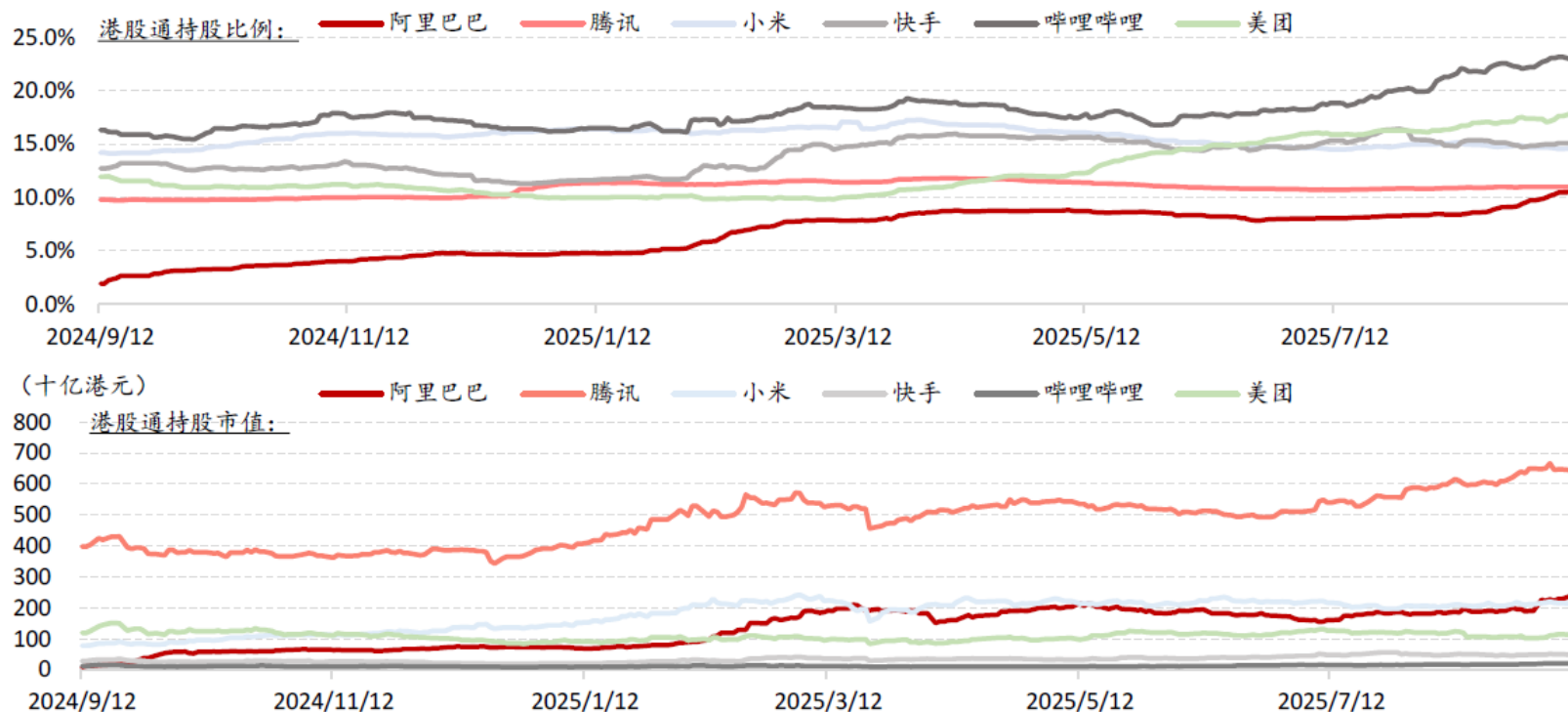
➤ 2月的股价核心驱动是来自首次提出AGI目标及未来三年3,800亿AI基础设施投入目标，9月受益于阿里云业绩实质超预期、资本开支加码、大模型及芯片进展等。4月-8月，股价受即时零售投入加大利润预期下调的影响。



港股通持股对比

港股通持股比例对比：阿里巴巴目前为**10.6%**，对比腾讯（**11.0%**）美团（**17.9%**）等

➤ 2024年9月10日，阿里巴巴正式纳入港股通。截至2025年9月24日，阿里巴巴港股通持股比例（占港股发行股份）为10.6%，仍低于恒生科技中腾讯（11.0%）、美团（17.9%）、快手（15.1%）、哔哩哔哩（23.0%）、小米（14.6%）。

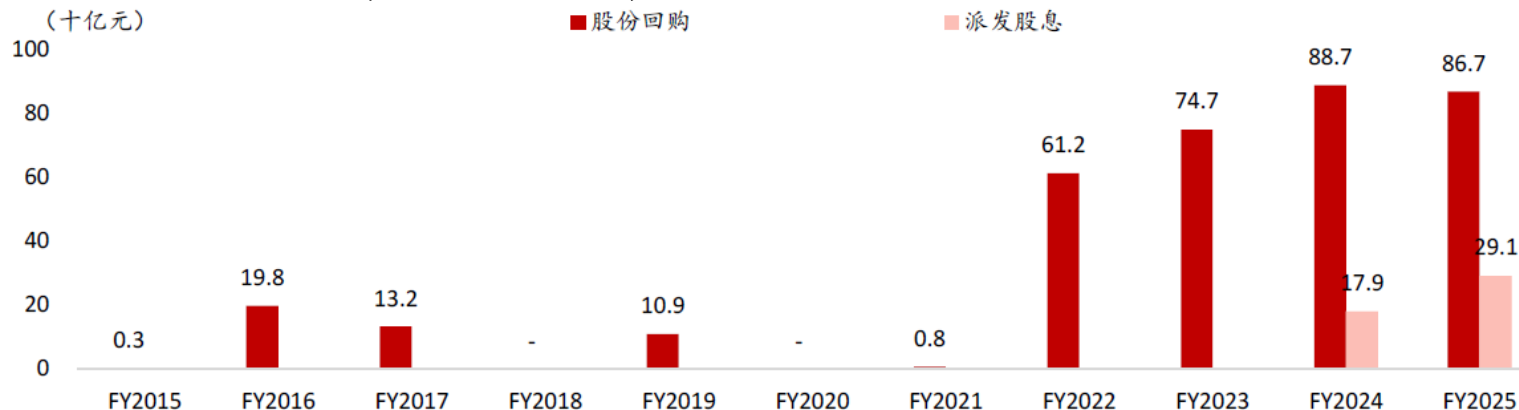


资料来源：彭博，国证国际（截至2025/9/24）



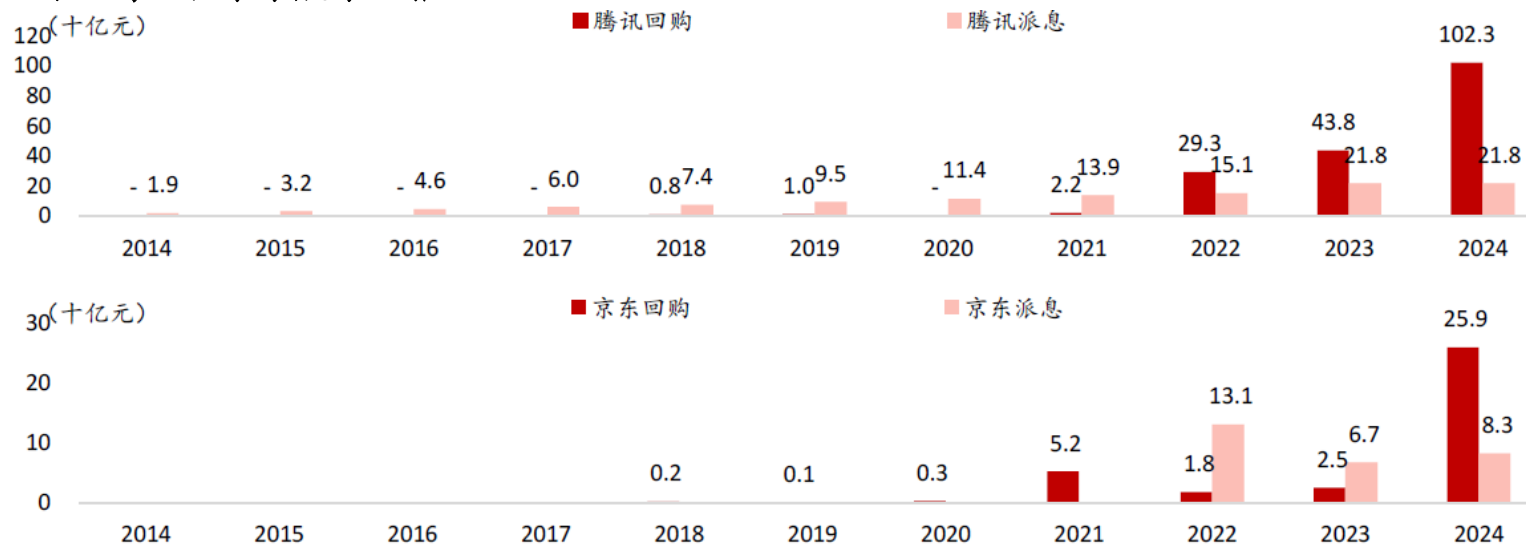
股东回报对比

FY2022-FY2025财年，股份回购增加，FY2024开始派息



资料来源：Wind，国证国际

对比腾讯、京东股东回报



- **回购：**2022财年起，阿里开始重启稳定回购，2025财年，回购867亿元。截至2025年6月季度，剩余回购额度193亿美元（有效期至2027年3月）。
- **派息：**2025财年派息291亿元，同比增62%。过去3年，股东回报明显加码。对比其他头部互联网公司，阿里的回购略低于腾讯，派息略高于腾讯，回购及派息总额均高于京东。

阿里云：全栈人工智能服务商

阿里云AI基础设施

芯片	倚天710芯片、CIPU 3.0芯片
磐久AI计算服务器	多种异构芯片，支持单机可支持16卡
存储	CPFS高性能存储、OSS对象储存
灵骏智算集群	支持AI算力，规模最大达10万张卡
容器	ACK（支持15000节点）、ACS（Serverless GPU）
人工智能平台PAI	推理一体化、弹性调度
多模数据管理平台DMS	多模数据、向量支持、无感集成
湖仓一体化平OpenLake	大数据搜索、AI一体化能力体系
模型即服务	提供全尺寸、全模态多场景的模型服务

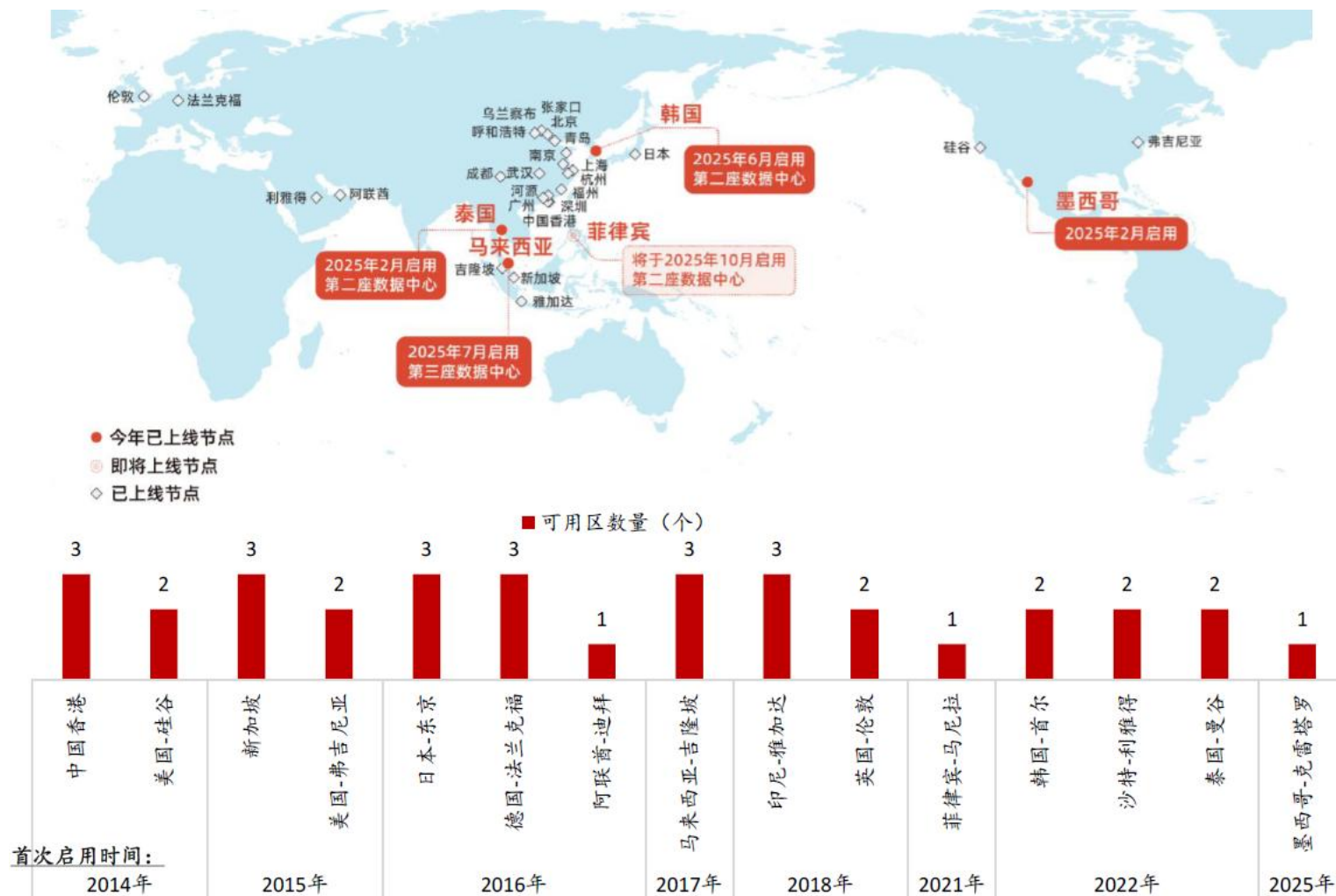
资料来源：阿里云官网，国证国际

➤ 阿里云的AI全栈基础设施：

- AI IaaS：GPU弹性算力、灵骏大规模AI训练集群、智能算力编排调度的容器服务等，并且拥有高性能存储CPFS和高性能网络HPN7.0。
- AI PaaS：人工智能平台PAI、大数据计算MaxCompute、推理服务EAS等，可实现模型训练、数据处理和模型部署；
- MaaS：提供多元开源大模型API、模型微调及AI应用开发等服务。



阿里云可用区全球分布

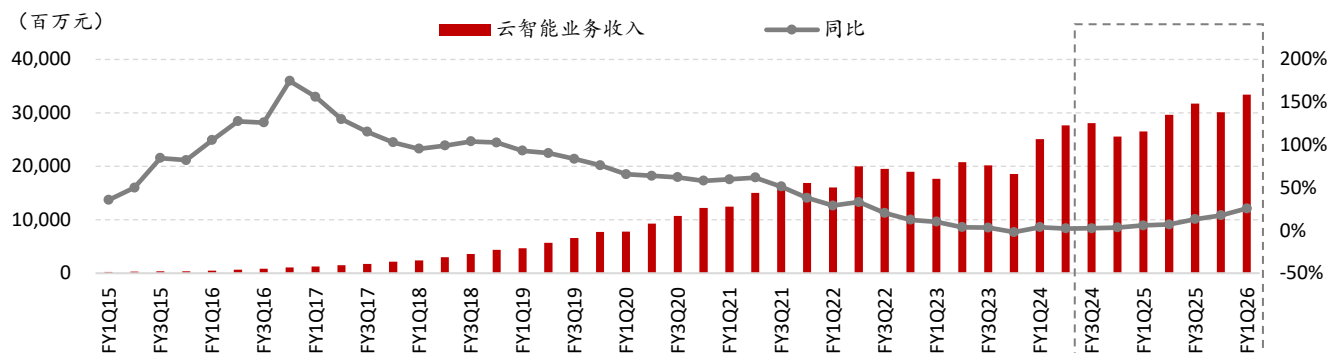


- 阿里云全球可用区分布：覆盖89个可用区，境外可用区33个（占比37%）。
- 2025年以来，阿里云已新增启用8个数据中心，包括北京、上海、杭州、泰国、韩国、马来西亚、迪拜和墨西哥。



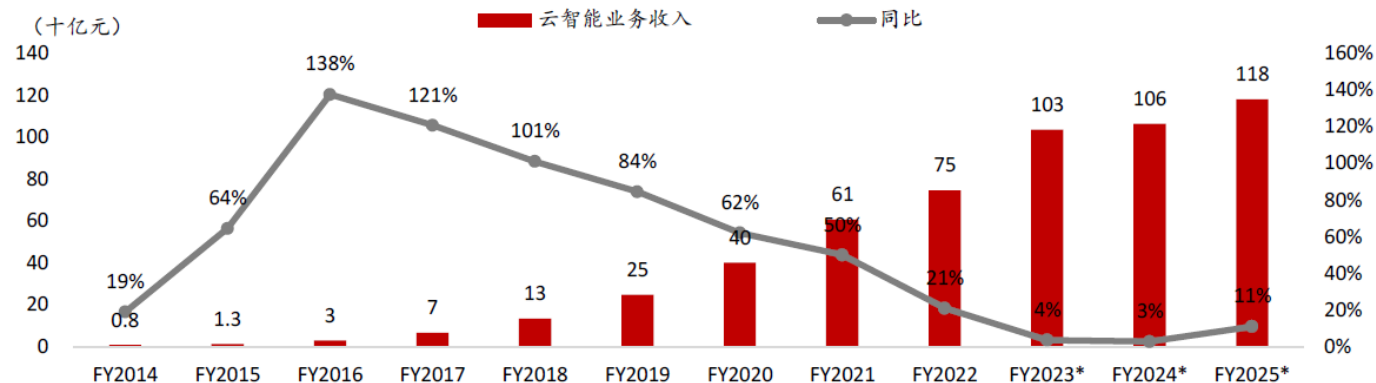
阿里云收入提速具备较高确定性

云智能业务季度收入：2024年12月季度重回双位数增长，2025年3月及6月季度加速



资料来源：公司财报，国证国际（注：自2023年6月季度开始，云智能集团收入包含服务其他阿里巴巴业务的跨分部交易收入，同比增速为可比口径）

FY2016-FY2021为高速增长阶段，FY2023-2024经历个位数增长



资料来源：公司财报，国证国际（注：FY2023-FY2025云智能集团收入包含服务其他阿里巴巴业务的跨分部交易收入，此前不包含，同比增速为可比口径）

自2023年6月季度开始，云智能集团收入包含服务其他阿里巴巴业务的跨分部交易收入，图中所示同比增速已调整为可比口径。

2024年12月季度阿里云收入同比增13%，是自2022年6月季度以来，首次重回双位数增长，

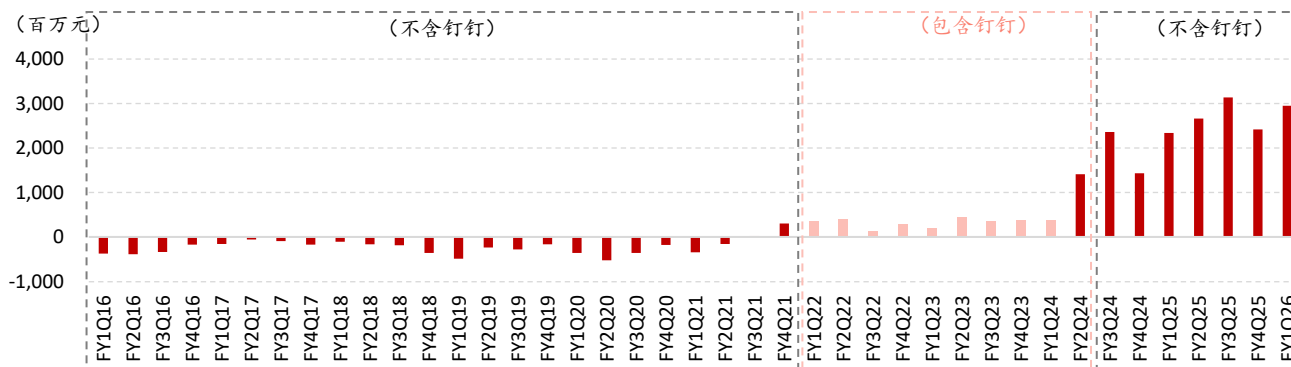
2025年3月季度阿里云同比增速加速至18%，并在6月季度加速至26%，受益于AI驱动云服务需求增长。

当前Qwen大模型的API收入包含在云智能集团，但我们估算API收入相对有限，主要考虑开源模型极致性价比定价，对云业务的带动更多体现为大模型调用需求带动传统公有云服务需求增长。



云智能分部EBITA利润率表现

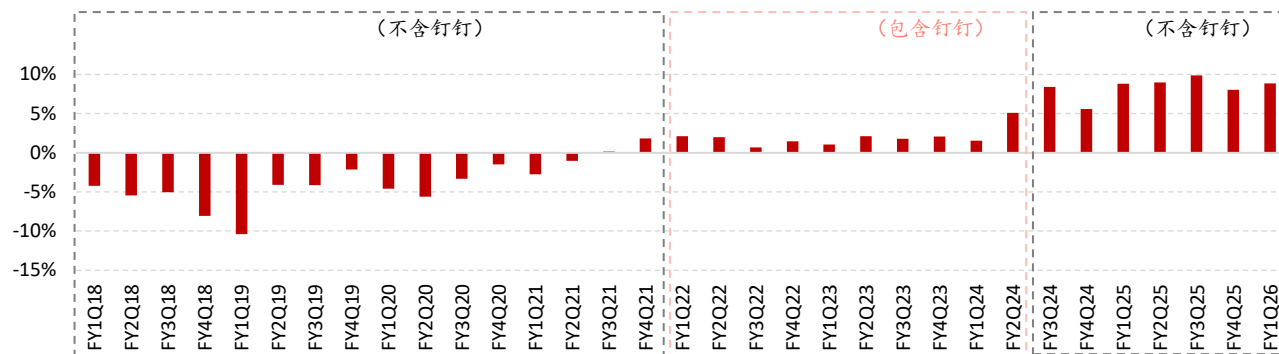
云智能业务季度经调整EBITA



资料来源：公司财报，国证国际

- 钉钉自2021年6月季度从创新业务调整至云智能业务，并自2023年9月季度从云智能业务调整至其他所有业务分部。
- 2025年3月季度，阿里云经调整EBITA利润为24亿元，同比增69%，快于收入增速，EBITA利润率为8%。
- 2025年6月季度，阿里云经调整EBITA利润为29.5亿元，同比增26%，对应EBITA利润率提升至8.8%。

云智能业务季度经调整EBITA率



资料来源：公司财报，国证国际



怎么看阿里云中长期利润率潜力？

- **阿里云成本结构：**财报未披露具体成本信息，我们根据公开信息推算成本结构，基础设施+网络成本合计或超成本的60%。1) 基础与硬件：包括服务器、存储、数据中心建设等，约在成本的30%-35%；2) 网络成本：包括带宽费用、互联互通费用等，约占成本的30%。
- 阿里云的利润率低于亚马逊AWS，我们认为主要差异在于是否自建基础网络。亚马逊AWS自建光纤网络，带宽成本压缩至较低范围，而中国法律规定互联网骨干网需由持牌运营商运营，云服务商无法自建跨区域网络，需使用三大运营商的网络服务。
- 我们估算，考虑光纤网络成本在内，对标海外云服务商，阿里云长期利润率空间在20%+。



海外云服务商对比分析

- 我们对比分析海外云服务商发展情况，我们发现：
- 1) 海外各家的云业务发展均与现有业务协同。在公有云产品层面，亚马逊侧重IaaS，微软Azure侧重SaaS，谷歌云侧重PaaS。例如，亚马逊EC2/S3等核心IaaS产品全球领先，微软云绑定核心产品（Windows Server、Office 365、Dynamics 365）等，谷歌与其领先的大模型及机器学习结合。
 - 2) 资本开支均在加码。2024年亚马逊、微软、谷歌的资本开支同比增速为62%、83%、63%，预计2025年仍将保持高速增长，亚马逊及微软全年资本开支均有望突破1,000亿美元。投入方向包括：自研ASIC芯片、数据中心建设、量子计算等。
 - 3) 加码自研芯片布局。云计算厂商加速 ASIC 化，减少对外部供应商依赖。亚马逊 Trainium3（3nm）预计4Q25发布，微软Azure Maia 200（3nm）预计2026年发布，谷歌 TPU v7（3nm）预计2026年量产。



海外云服务商对比分析：亚马逊AWS

- **亚马逊AWS：**云计算开创者，全球份额第一，从自研芯片到超级算力全链条覆盖。
- 云计算开创者。2006年推出Amazon S3（对象存储）以来，发展成覆盖计算、存储、数据库、AI、物联网等全栈能力的云端基础设施平台，提供超200项服务，包括EC2（虚拟机）、Lambda（无服务器）等基础组件，以及Bedrock（AI模型市场）、Outposts（边缘计算）等创新服务。
- **AI+模型：**2023年推出全托管生成式AI平台Amazon Bedrock，集成 Mistral、Anthropic 等第三方模型，统一 API 整合全球顶尖基础模型，结合安全、合规与企业级工具链，帮助开发者快速构建端到端AI应用。
- **自研芯片：**1) 从2018年的Graviton1到2023年的Graviton4，重新定义通用计算的能效标准，推动ARM架构在云领域的主流化；2) Nitro DPU将网络、存储、虚拟化管理程序从CPU剥离，减少CPU负载，为云服务的安全性和扩展性树立新标杆；3) Trainium2为生成式AI训练和推理设计的第二代自研芯片，提供“高性能、低成本、强安全”的三重保障。例如，Anthropic Claud 3.7基于十万颗Trainium2集群训练。预计将于2025年底推出Trainium3，采用2nm工艺，性能较Trainium2提升2倍。



海外云服务商对比分析：微软Azure

- **微软Azure：**核心优势在于混合云，与微软产品协同，向智能基础设施转型。
- 微软于2010年2月推出Azure云服务，深度绑定微软产品矩阵（Windows Server、Office 365、Dynamics 365），核心优势为混合云、全栈AI能力、及深度行业整合。通过Azure Arc，用户可统一管理跨云和本地资源。
- **Azure AI Foundry：**2024年11月，推出Azure AI Foundry，提供端到端AI解决方案，整合AI开发工具、模型训练、应用部署等全流程。通过统一SDK、预建模板和安全治理框架，可使用超200项Azure服务及超1.1万个模型，快速开发AI运用，帮助企业大规模设计、自定义和管理AI应用程序和代理，标志着微软Azure从工具提供向智能基础设施的转型。
- **芯片布局：**2023年11月发布首代产品Azure Maia 100芯片，采用台积电 5nm 工艺，集成 1050亿晶体管，支持微软首创的MX数据类型，可加速大语言模型的训练与推理。预计Maia 200（3nm工艺）将于2026年发布。
- **财务数据看，**2025财年（截至2025年6月30日），微软智能云（Intelligent Cloud）的收入为1,060亿美元，同比增21%。智能云分部收入包括Azure收入、Windows Server与SQL许可收入、及多个企业级技术产品及服务等。据业绩电话会信息，2025财年Azure收入为750亿美元，同比增34%，占智能云收入的71%，对比2024财年为64%，过去三个财年，Azure占云智能收入的占比快速提升。



海外云服务商对比分析：Alphabet谷歌云

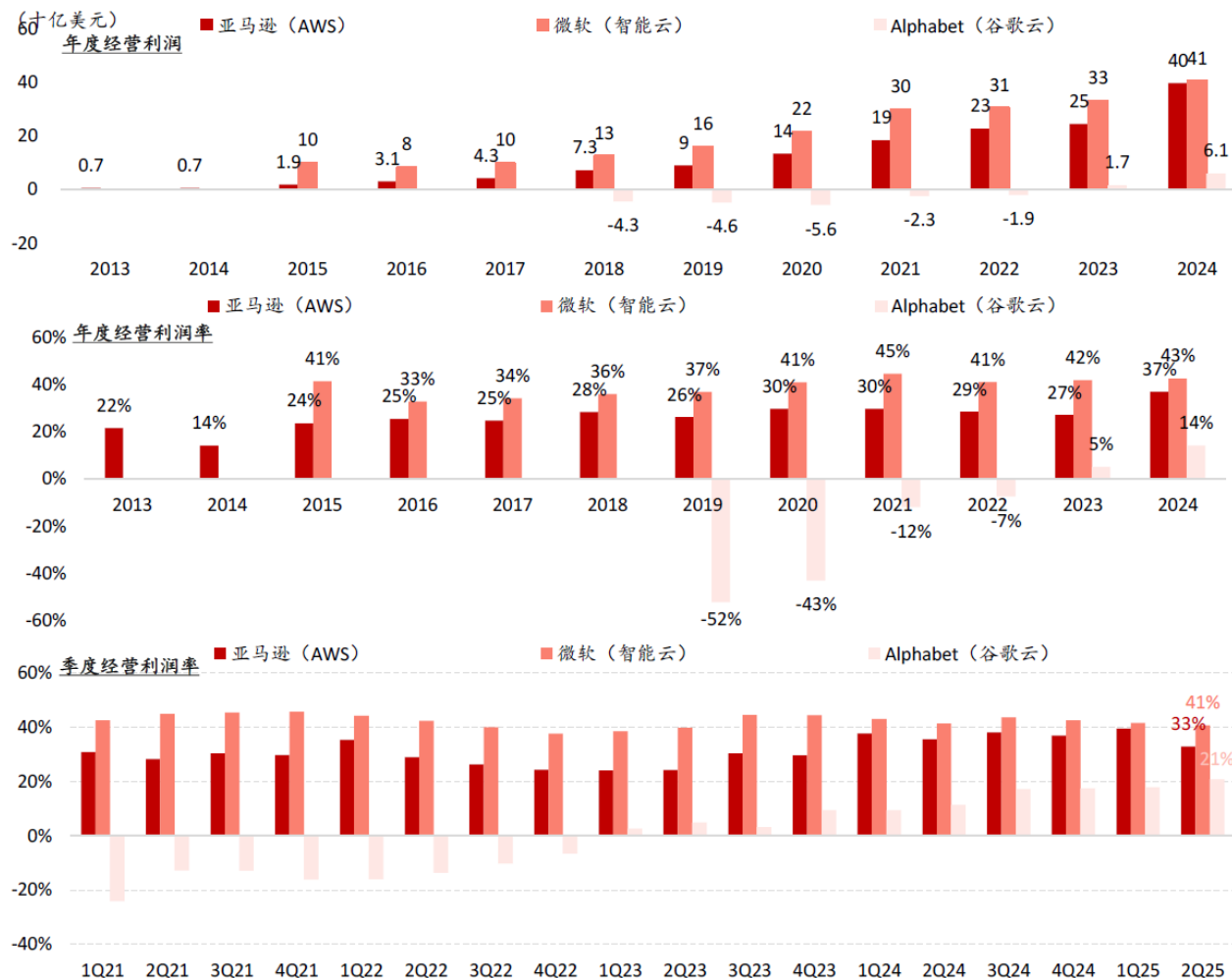
➤ 谷歌云：AI/ML为核心，TPU芯片+Gemini大模型

- 谷歌云提供 AI、基础架构、开发者工具、API管理、数据库、安全与协作等多项云计算服务。对比其他云服务厂商，谷歌云当前以AI/ML为核心竞争力，实现从TPU芯片到Gemini大模型的技术闭环。TPU芯片自2015年推出，2025年4月发布第七代，支持超大规模训练与推理，整合于云计算内部服务，预计2026年底量产。
- 从财务表现看，2024年，谷歌云收入为430亿美元，同比增31%，对比2017年为40亿美元，2017-2024 CAGR为40%，增长迅速。2025年1季度、2季度谷歌云收入同比增28%、32%，2Q25经营利润率首次突破20%，仍处于利润率提升通道。



海外云服务商经营利润率对比

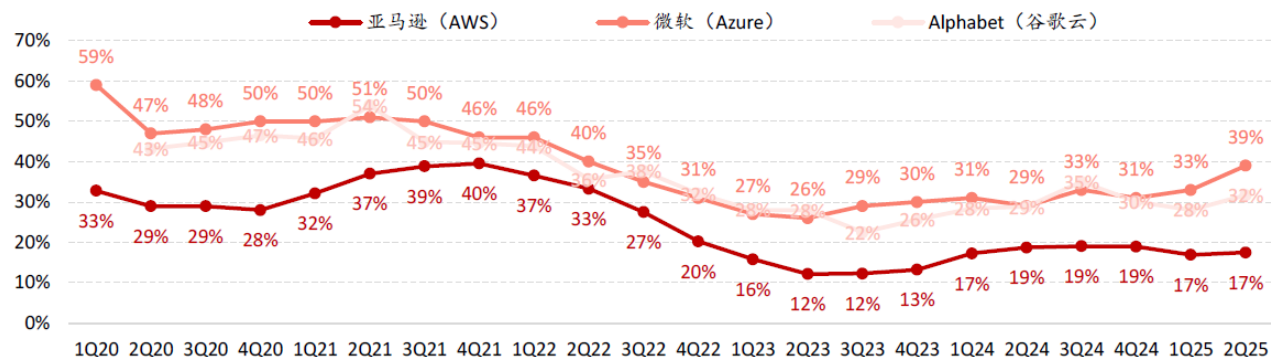
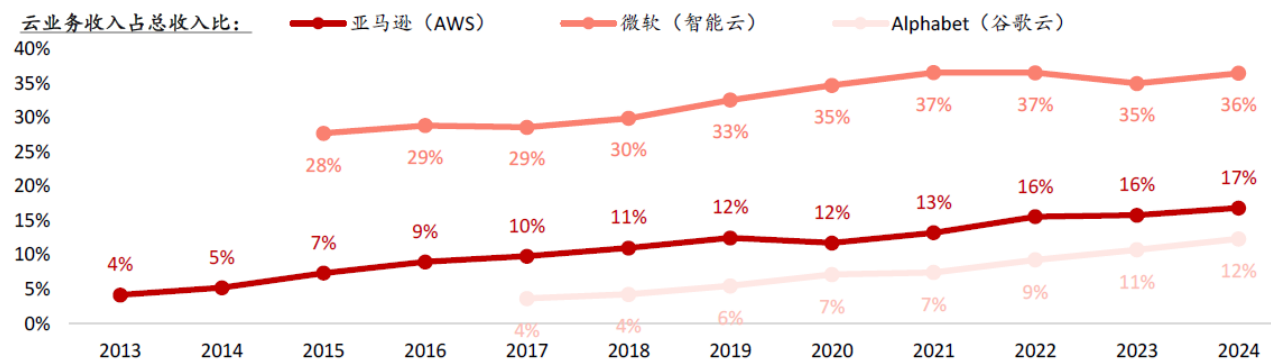
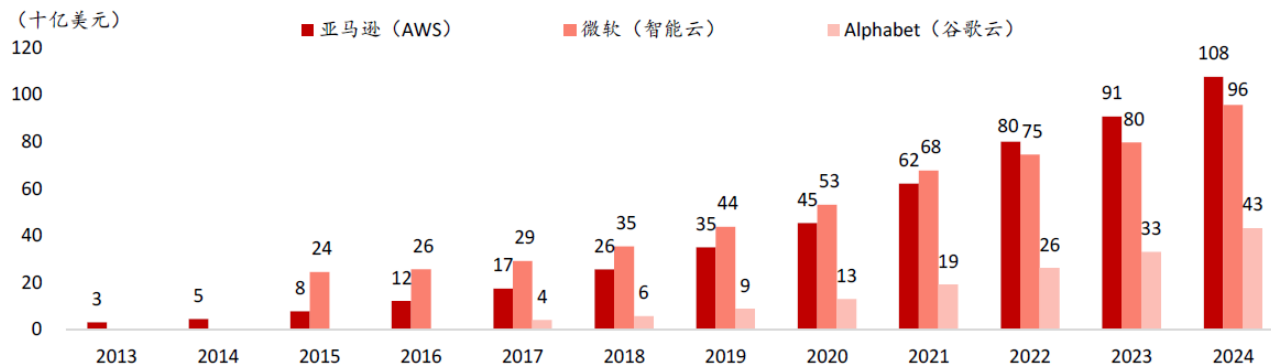
云业务经营利润对比：谷歌利润率提升通道，亚马逊及微软相对稳定



- 经营利润对比：
- 2024年，亚马逊AWS的经营利润为398亿美元，同比增62%，快于收入增速（19%），经营利润率为37%，同比提升10个百分点。
- 2024年，微软智能云的经营利润为407亿美元，同比增20%，经营利润率为43%，同比提升1个百分点。
- 2024年谷歌云经营利润为61亿美元，同比增长2.6倍，经营利润率提升至14%。
- 各公司对AI、芯片、数据中心的投入，利润率季度或有波动，但对收入的提振影响更为重要。



海外云服务商收入对比



资料来源: 各公司财报, 国证国际 (注: 微软财年截止6月30日, 亚马逊及谷歌财年截止12月31日, 年度数据已转换至日历年)

➤ 我们对比分析海外云服务厂商的收入及利润表现, 以日历年为基准对比:

- 收入体量: 亚马逊AWS领先。2024年亚马逊AWS收入为1,080亿美元, 同比增19%。微软智能云收入为960亿美元, 同比增20%。Alphabet谷歌云收入430亿美元, 同比增31%, 增速快于亚马逊及微软。

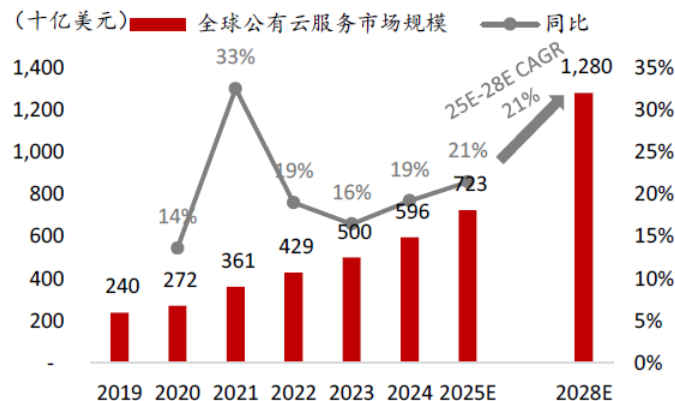
- 云业务收入对总收入的占比: 微软云智能收入对总收入的占比最高, 2024年为36%, 对比亚马逊为17%、Alphabet为12%。

➤ 季度云业务收入增速对比: 考虑微软智能云 (Intelligent Cloud) 收入除了核心的 Azure 公有云服务 (约占70%) 外, 还包括Windows Server 与SQL许可收入、及多个企业级技术产品及服务等, 我们主要对比Azure收入同比增速。2025年1季度、2季度谷歌云的收入同比增33%、39%, 快于微软Azure (28%、32%), 亚马逊 (17%、17%)。根据业绩电话会信息, AI对各家云业务收入增速加速均有明显提振。



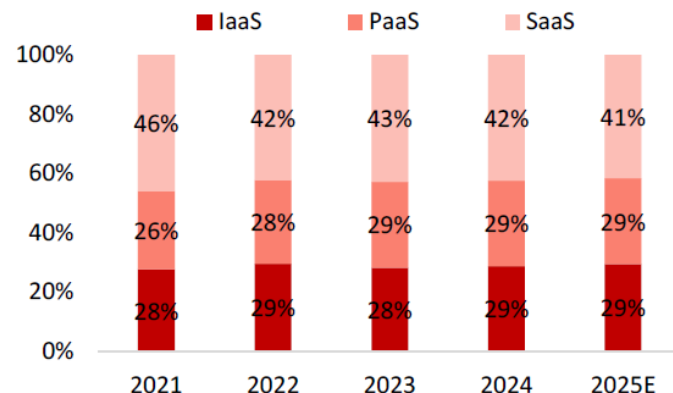
全球云计算市场概览

预计全球公有云服务市场未来三年复合增速21%



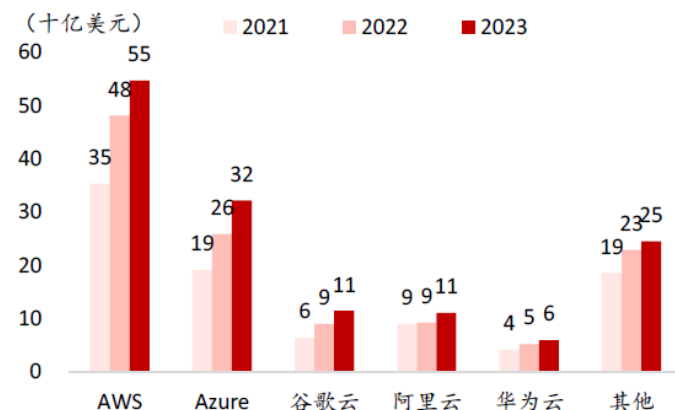
资料来源: Gartner, 国证国际 (注: Gartner 2024年11月更新数据)

预计2025年全球公有云中IaaS/PaaS占比29%/29%



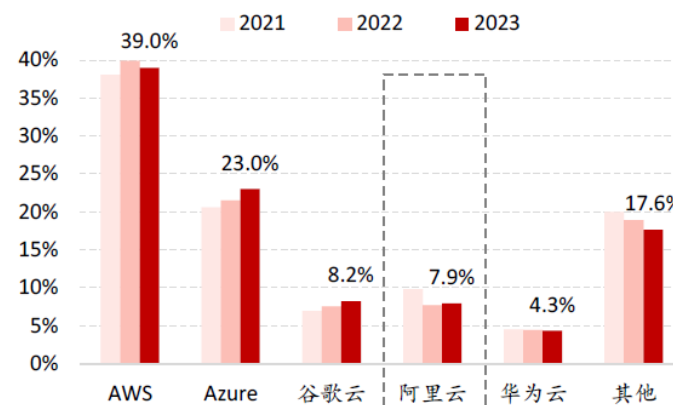
资料来源: Gartner, 国证国际 (注: Gartner 2024年11月更新数据)

全球IaaS云厂商的收入



资料来源: Gartner, 国证国际 (注: Gartner 2024年7月更新数据)

全球IaaS市场份额



资料来源: Gartner, 国证国际 (注: Gartner 2024年7月更新数据)

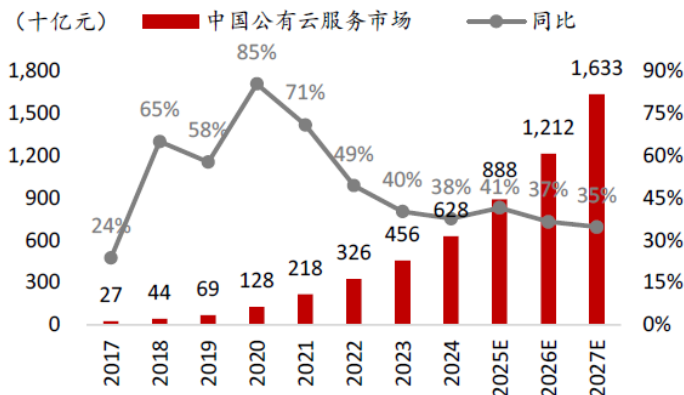
➤ 全球公有云市场概览: 2025E-2028E 三年复合增速21%。据Gartner数据, 预计2025年全球公有云服务市场规模为7,234亿美元, 同比增21%, 预计到2028年增至1.28万亿美元, 2025E-2028E复合增速21%。拆分结构看, IaaS、PaaS占比均为接近30%份额水平, 合计约60%。预计2025年IaaS/PaaS市场规模同比增25%/22%至2,120亿美元/2,090亿美元。

➤ 阿里云份额全球第四。1) 看IaaS+PaaS市场份额分布 (Synergy Research数据), 亚马逊Amazon Web Services (AWS) 是全球公有云服务商的领导者, 过去10年份额维持在30%-35%水平, 稳居全球第一。微软Azure当前份额约为20%, 2018年至今份额提升约5%, 位列第二; Alphabet谷歌云份额小幅提升至12%, 份额位列第三。2018年至今, 阿里云的全球份额维持在4%-5%, 位列全球第四。2) 单看IaaS市场 (Gartner数据), 阿里云的全球份额仍为第四, 份额占比7.9%, 接近谷歌云水平 (为8.2%), 对比全球领导者AWS份额为39%, Azure为23%。



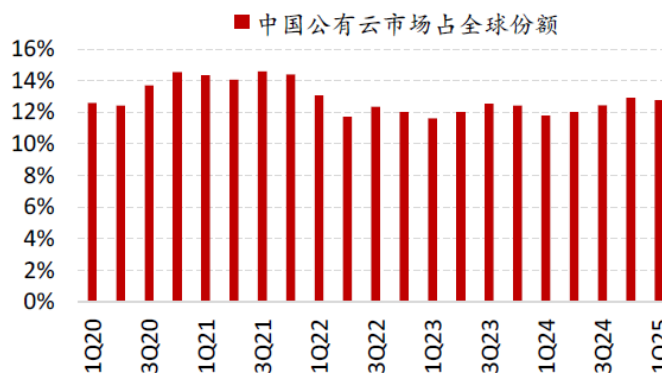
中国公有云市场概览

预计中国公有云服务市场2024-2027E
CAGR为37%



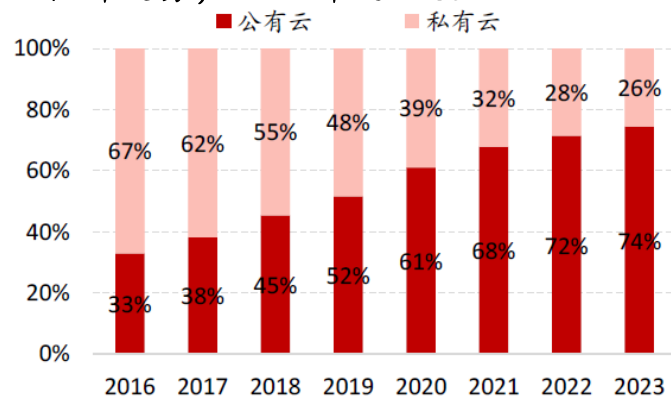
资料来源：中国信息通信研究院，国证国际预测

1Q25中国公有云占全球份额约为
13%



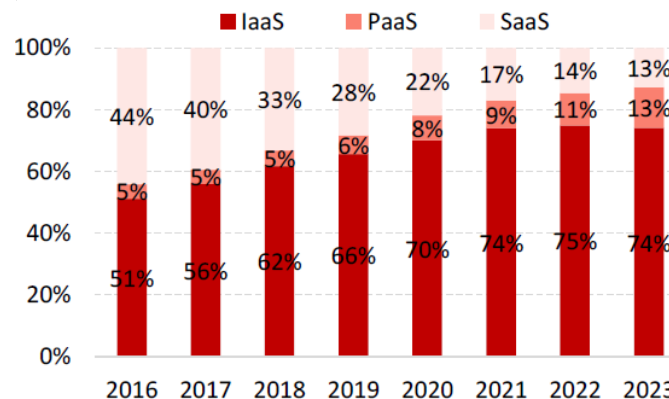
资料来源：Canalys，国证国际

国内云服务市场中公有云占比呈持续
提升趋势，2023年近75%



资料来源：中国信息通信研究院，国证国际

2023年国内公有云服务市场中IaaS
占比约75%



资料来源：中国信息通信研究院，国证国际

➤ 中国公有云市场概览：预计2024-2027E CAGR为37%，IaaS占比超75%；约占全球公有云12%-14%。

➤ 据中国信息通信研究院数据，2024年中国云计算（公有云+私有云）市场规模为8,378亿元，预计到2027年规模增至2.1万亿元，2024-2027E三年复合增速37%。

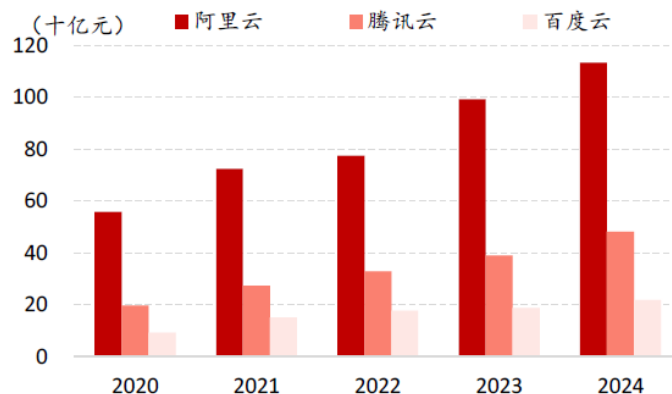
➤ 看中国公有云市场，2023年市场规模为4,562亿元，占国内云计算市场的74%，对比2013公有云占比为33%。企业密集上云趋势下，国内公有云占比在2019年首次超过私有云，未来仍呈提升趋势。进一步拆分国内公有云市场，2023年IaaS市场规模3,383亿元，占公有云的74%，是国内公有云服务市场最主要的份额，对比PaaS/SaaS份额为13%/13%。

➤ 此外，IaaS+PaaS的市场规模口径下，中国对全球公有云的份额占比约为12%-14%（Canalys），我们预计未来中国的份额占比将呈提升趋势，受益于国内大模型在行业运用的落地带动企业用云量增加。



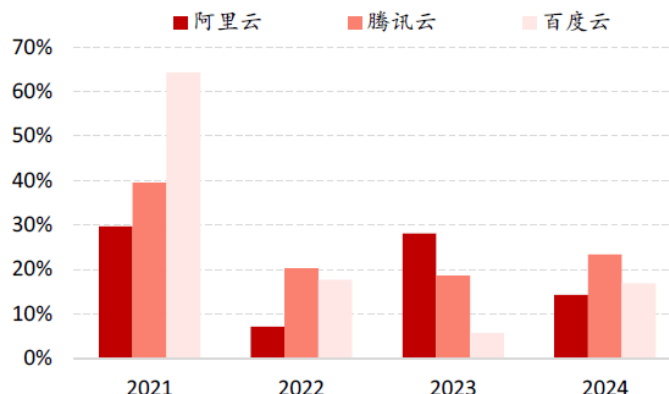
中国公有云市场参与者

互联网云业务收入规模对比



资料来源: Canalsys, 公司财报, 国证国际 (注: 百度为财报披露数据; 阿里云为财报披露数据, 已转换至日历年; 腾讯云为根据 Canalsys 份额计算)

互联网云业务收入同比增速对比

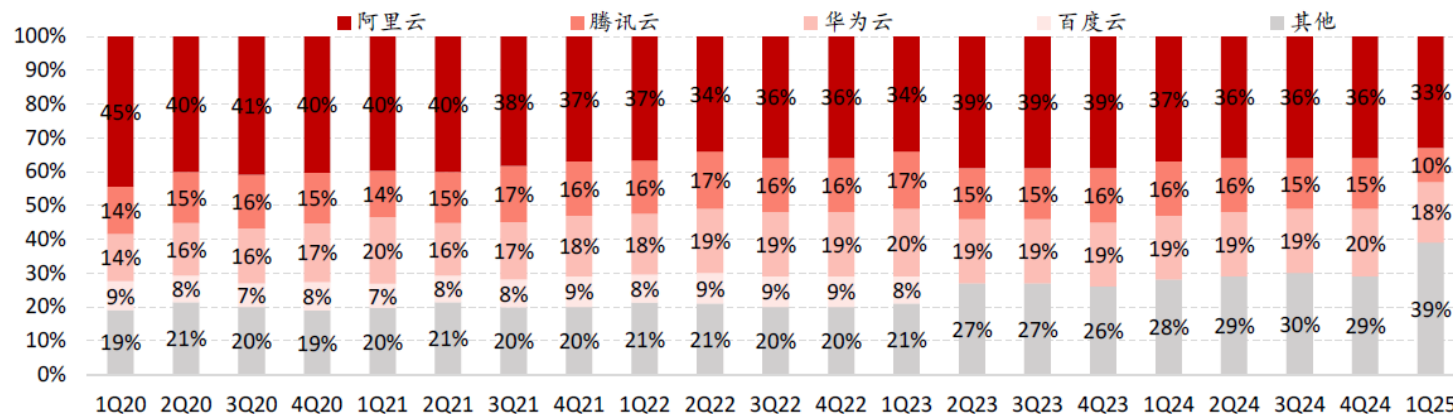


资料来源: Canalsys, 公司财报, 国证国际 (注: 百度为财报披露数据; 阿里云为财报披露数据, 已转换至日历年; 腾讯云为根据 Canalsys 份额计算)

➤ 阿里云份额国内第一。从IaaS+PaaS市场份额分布看, 据Canalsys数据, 2025年1季度, 阿里云的份额为33%, 对比华为云18%、腾讯云10%。

➤ 互联网公司云业务: 腾讯云、百度云、京东云的发展, 均与各自业场景融合, 各自的优势行业具有差异化。从业务收入规模看, 阿里云的收入规模大幅度领先, 其次为腾讯云、百度云, 京东云及火山引擎体量相对较小。

中国IaaS+Paas市场份额分布: 阿里巴巴份额稳居第一

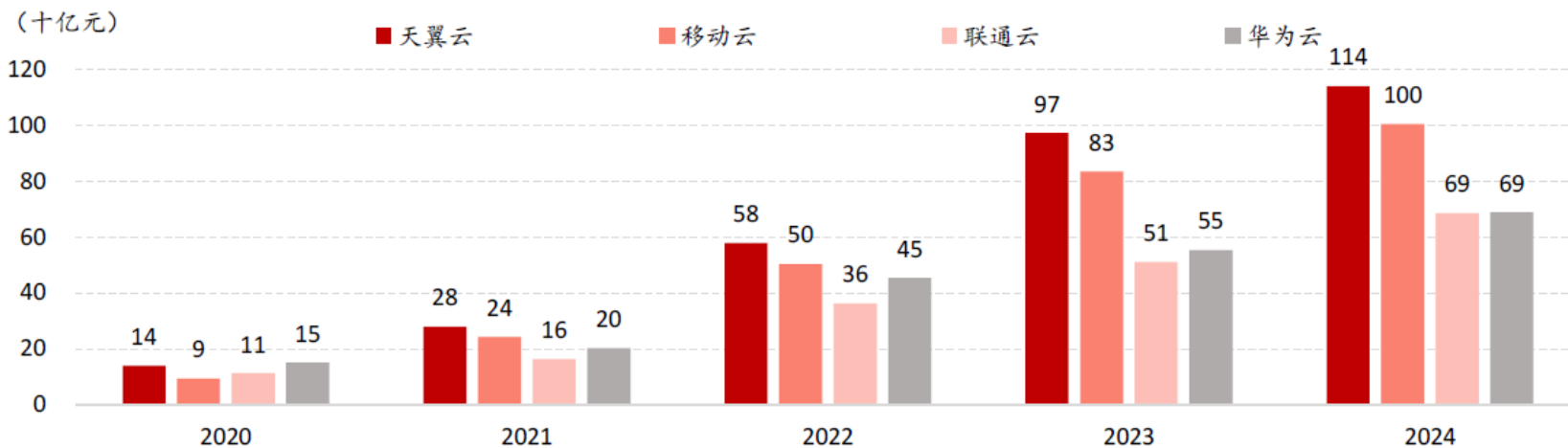




中国公有云市场参与者

- **运营商云业务：**侧重混合云和行业定制，定位云网融合。运营商云包含部分公有云产品，但优势在于利用自身网络资源（光纤网络、IDC、5G），拓展政企客户。2024年中国电信天翼云收入为1,140亿元（+17%）、中国移动云收入1,004亿元（+20%）、中国联通云收入690亿元（+17%），2021-2024年CAGR均在60%左右，快速增速的驱动主要来自东数西算工程、政务云快速增长。我们认为运营商云与阿里云等公有云服务的目标客户群体有差异化。

运营商云业务及华为云业务收入对比



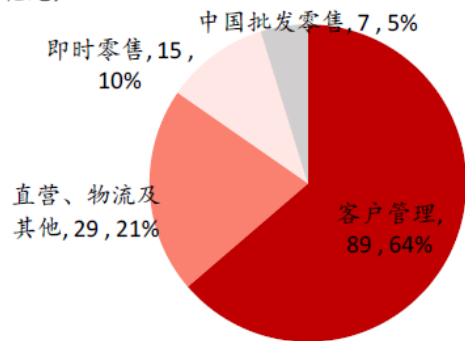
资料来源：各公司财报，国证国际



中国电商集团：CMR增速有望维持

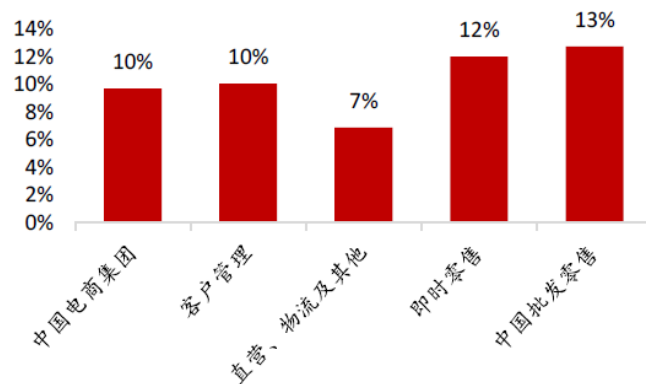
2025年6月季度中国电商集团收入结构

(十亿元)



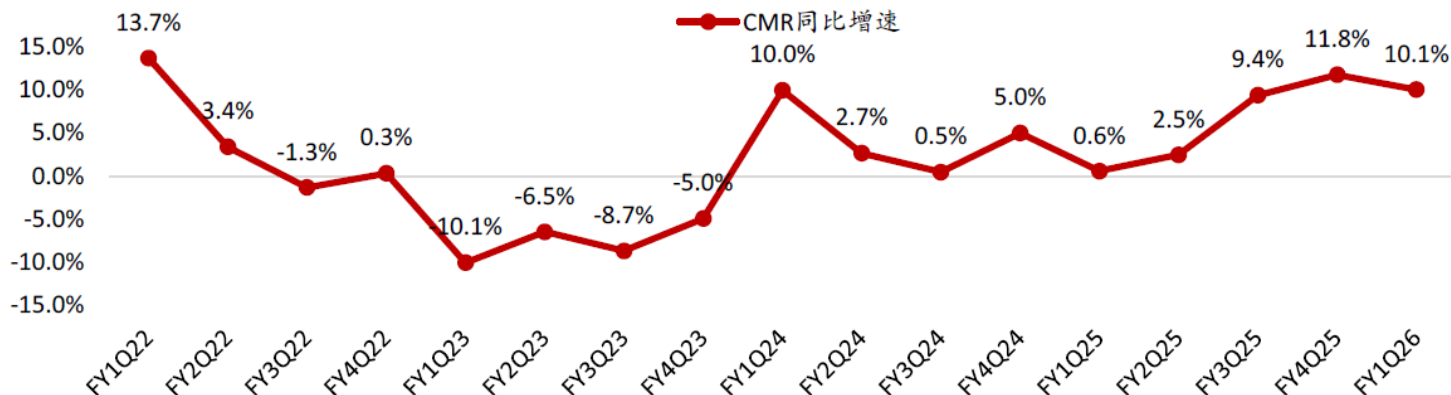
资料来源：公司财报，国证国际

2025年6月季度中国电商集团内的收入同比增速



资料来源：公司财报，国证国际

自2024年12月季度，客户管理收入同比增速提速



资料来源：各公司财报，国证国际

➤ 2025年6月23日，阿里宣布饿了么、飞猪合并入阿里中国电商事业群。自2025年6月季度，财报披露上，外卖及飞猪也并入国内电商分部。

➤ 目前中国电商集团收入结构：2025年6月季度，中国电商集团收入为1400亿元，同比增10%，从结构看，客户管理（CMR）收入为893亿元，同比增10%，延续3月季度的增长趋势，占中国电商集团收入的64%。直营、物流及其他收入（多以总额法记收入）为293亿元，占比21%，同比增7%。即时零售收入148亿元，同比增12%，占比11%。中国批发零售收入67亿元，同比增13%，占比5%。

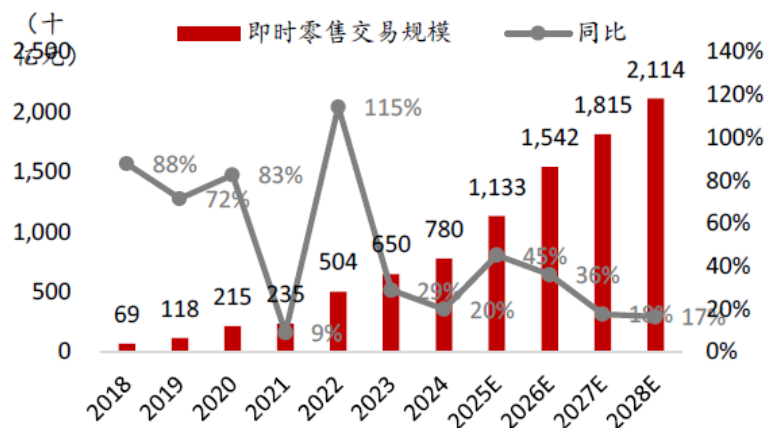
➤ 淘宝闪购和电商的融合，在财务上也体现在CMR收入提速。据业绩会披露，2025年8月，淘宝+饿了么即时零售月活跃买家数达3亿（较4月之前增2倍），8月淘宝DAU增长20%。闪购对电商主业的协同在于带动流量增长及用户粘性，带动CMR收入增长。



即时零售

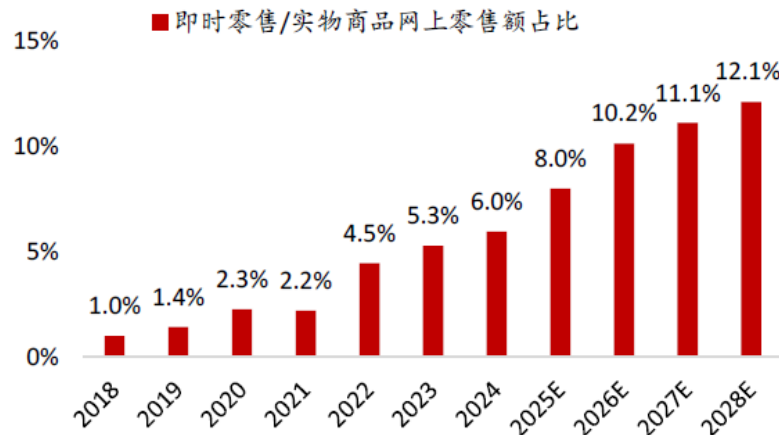
- **即时零售市场空间前景巨大。**据商务部在2024年10月份预计到2030年即时零售市场规模突破2万亿元。考虑5月至今即时零售领域的玩家实行大额消费者及骑手补贴，行业订单量同比快速增长，我们预计2025年即时零售市场整体规模、订单均将有快速增长。基于对实物商品零售额的渗透率观察和假设，我们测算2025年即时零售行业规模有望突破1万亿元，同比增45%，预计到2028年行业规模将突破2万亿元，对应2025E-2028E CAGR为23%，远高于社零及电商行业增速。头部玩家的投入力度加大有望将2万亿市场规模加速2年实现。
- **我们认为，阿里、京东从外卖为入口切入即时零售，主要为电商全渠道布局，提升履约时效，满足用户即时需求。**外卖业务是规模经济业务，只有当单量提升至一定规模，在竞争相对稳定环境中，外卖平台才能实现盈利。单量的长期稳定增长，取决于平台在商家、用户、骑手三端的平衡，考验平台的履约系统调度能力、平台运营能力。非餐饮外卖，或闪购业务的发展，电商平台的优势在于商品零售供应链优势可复用，同时饿了么自有配送团队可复用。

我们预计2028年即时零售市场规模突破2万亿元



资料来源：商务部，国证国际预测

我们预计2028年即时零售对实物商品网上零售额占比提升至12%



资料来源：商务部，统计局，国证国际预测

请参阅本报告尾部免责声明

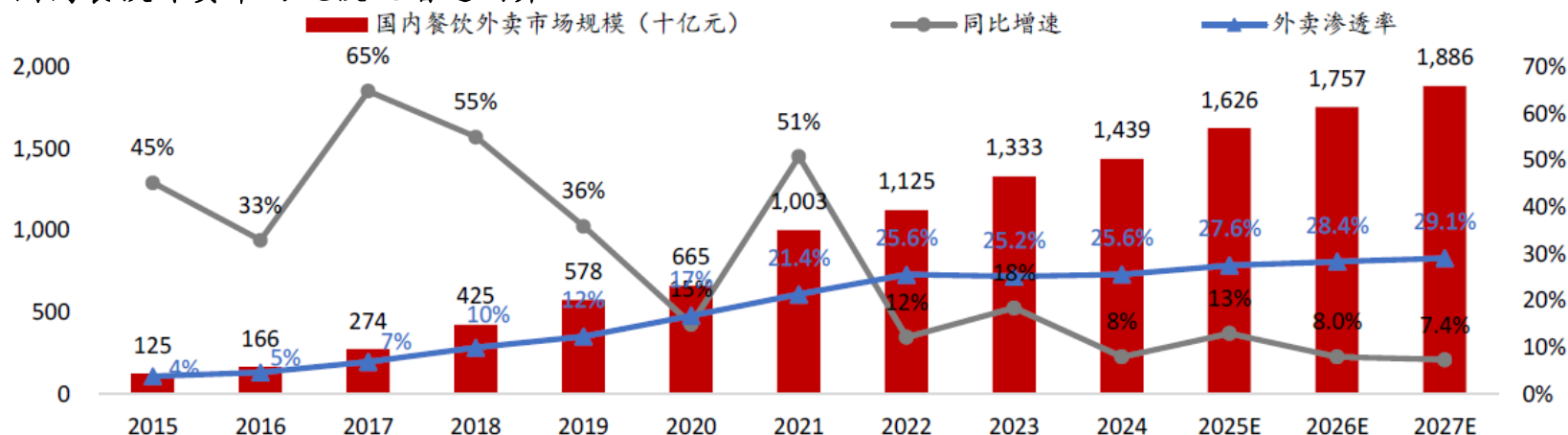


餐饮外卖市场概览

➤ 外卖市场竞争变动

- 2013-2019年，外卖行业经历行业补贴、爆发增长、行业整合后，在2019年后进入稳定发展阶段，饿了么：美团份额比例维持约3:7，份额基本稳定。
- 2020-2021年，疫情中线上消费强劲增长（同比50%+），外卖行业GTV突破1万亿元。
- 2022-2024年，行业增速在双位数增长，稳态竞争中，份额稳定，美团外卖及饿了么在用户补贴、单均配送成本方面逐步优化，UE均有改善。在2022年6月季度，饿了么首次实现UE转正，并维持至2024年2月季度，是阿里本地生活亏损收窄的重要驱动。
- 2025年以来：我们估算2025年餐饮外卖市场规模约1.6万亿元，同比增13%，主要受单量增长带动，客单价同比下降。淘宝闪购+饿了么的市场份额或有10%左右的提升。

国内餐饮外卖市场规模及增速测算

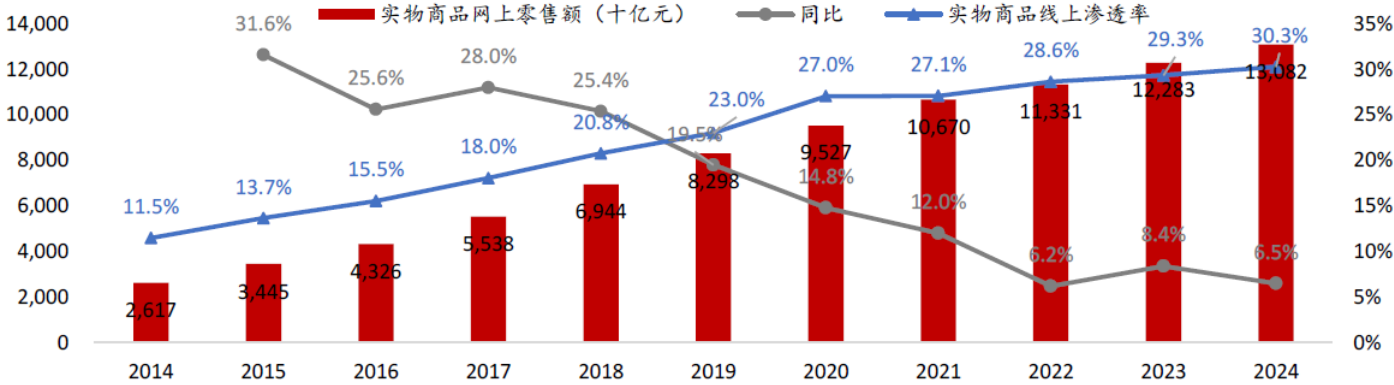


资料来源：国家统计局，商务部，艾媒咨询，国证国际估算

请参阅本报告尾部免责声明

国内电商市场概览

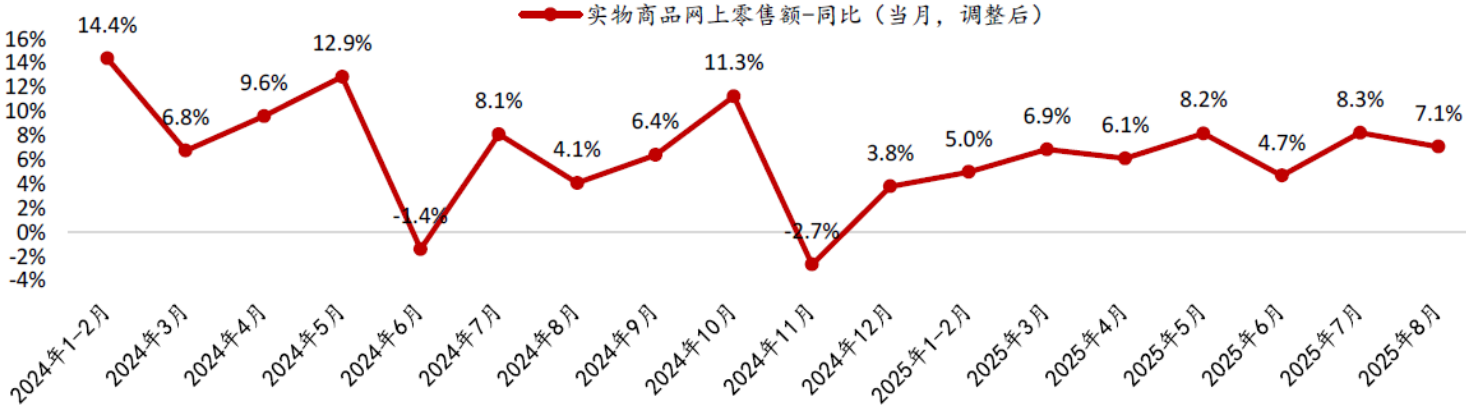
实物商品网上零售额对实物商品的渗透率达30%



资料来源：国家统计局，国证国际

➤ 实物商品网上零售额对实物商品的渗透率达**30%**。据国家统计局数据，2024年实物商品网上零售额13.1万亿元，同比增6.5%，对比社零同比增3.5%，商品零售同比增3.2%实物商品网上零售额对商品零售的渗透率为30.3%，预计渗透率的未来仍有小幅提升空间。看2025年月度数据，8月，实物商品网上零售额同比增7.1%，快于社零（3.4%）、及商品零售额增速（3.6%）。

2025年8月实物商品网上零售额同比增7.1%（调整后）



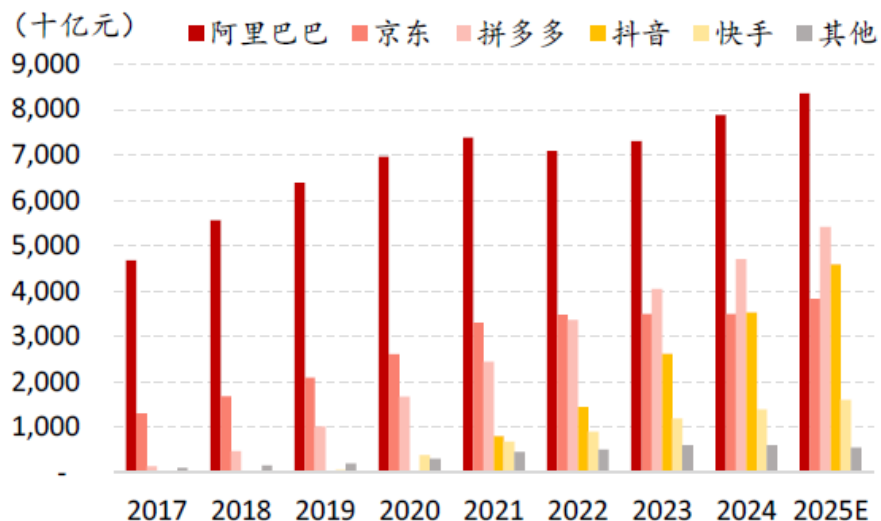
资料来源：国家统计局，国证国际（注：实物商品网上零售额以当月公布的累计值及同比增速调整前一年同期累计值并计算当月同比增速）



国内电商市场份额竞争

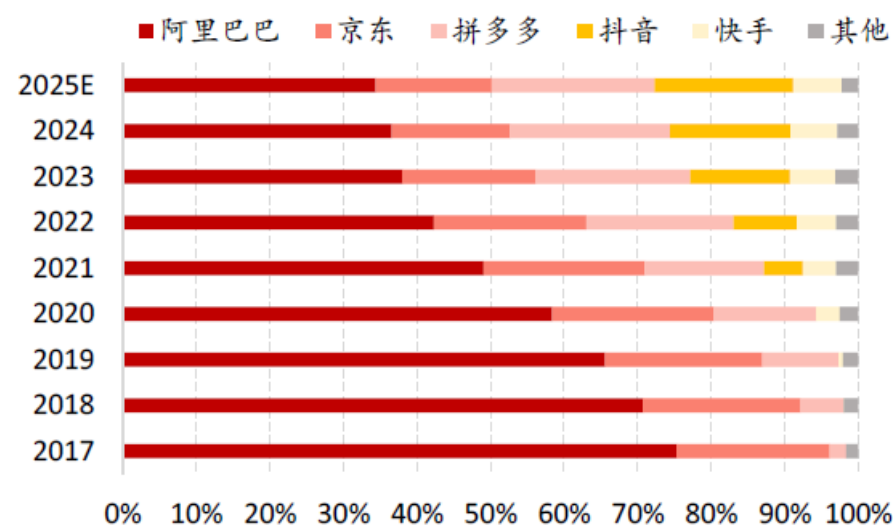
- 怎么看待国内电商份额竞争？我们基于各公司历史披露数据，并交叉验证36氪、晚点LatePost、虎嗅等商业媒体报道的历史数据，同时考虑各平台规模不同、国补的受益情况不同等，估算2025年阿里巴巴国内电商GMV同比增6%、京东+10%、拼多多+15%、抖音电商+30%、快手电商+15%。阿里巴巴的增速低于同业，GMV角度的份额仍有小幅流失。但是，考虑即时零售业务并入阿里中国电商集团，以及即时零售与远场电商的边界逐渐模糊，我们认为应该将即时零售和传统电商合并考虑业务增速及前景。各互联网电商平台均已弱化GMV指标的重要性，更关注生态的长期可持续健康度、商业化效率等，而阿里国内电商集团目前在商业化效率角度仍展现出提升趋势。

国内电商GMV估算



资料来源：公司资料，36Kr，晚点LatePost，虎嗅，国证国际估算（注：均为日历年）

国内电商份额对比估算



资料来源：公司资料，36Kr，晚点LatePost，虎嗅，国证国际估算（注：均为日历年）

国际数字商业集团

- 国际数字商业集团（AIDC）包含1个B2B平台阿里巴巴国际站，及5个主要B2C平台。
- **B2C电商平台：**1) AliExpress（阿里速卖通）：2010年推出，目前覆盖全球200多个国家/地区，覆盖全品类。2) Lazada：2016年4月收购控制权，并开始并表，东南亚市占率第二的电商平台。3) Trendyol：2018年7月收购并表，当前仍以土耳其为主，已逐步拓展至欧洲其他国际。4) Daraz：2018年5月收购，主要聚焦巴基斯坦等南亚国家。5) Miravia：2022年推出，以西班牙市场为主，中高端时尚品类。

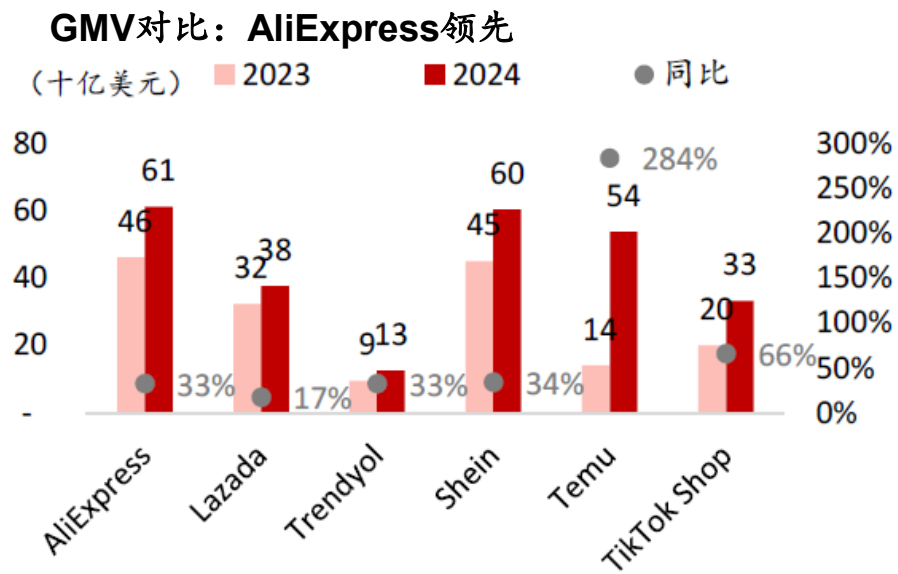
平台	AliExpress	Lazada	Trendyol	Daraz	Miravia	Alibaba.com
						
模式	B2C	B2C	B2C	B2C	B2C	B2B
总部	中国杭州	新加坡	伊斯坦布尔	新加坡	中国杭州	中国杭州
自有/并购	自有（2010年推出）	收购	收购	收购	自有（2022年推出）	自有
并表时间	2019年10月，AliExpress 俄罗斯脱表	2016年4月中旬	2018年7月	2018年5月		
持股比例	100%	83%	76%	100%	100%	100%
区域	全球	东南亚六国：印尼、泰国、越南、菲律宾、马来西亚、新加坡	土耳其为主，逐渐覆盖欧洲国家	南亚：巴基斯坦，孟加拉，斯里兰卡，尼泊尔，缅甸	西班牙为主，2024年12月拓展葡萄牙	全球
品类	全品类	全品类	时尚为主	全品类	定位中高端，服饰为优势品类	全品类
其他说明	2023年3月推出Choice（全托管模式）	阿里累计投资额77亿美元；2024年7月，实现单月EBITDA盈利	阿里累计投资额约11亿美元；2023年6季度，Trendyol首次实现经营层面盈利	收购金额未披露，TheNews报道约为1.5-2亿美元		

资料来源：公司资料，公开报道，国证国际

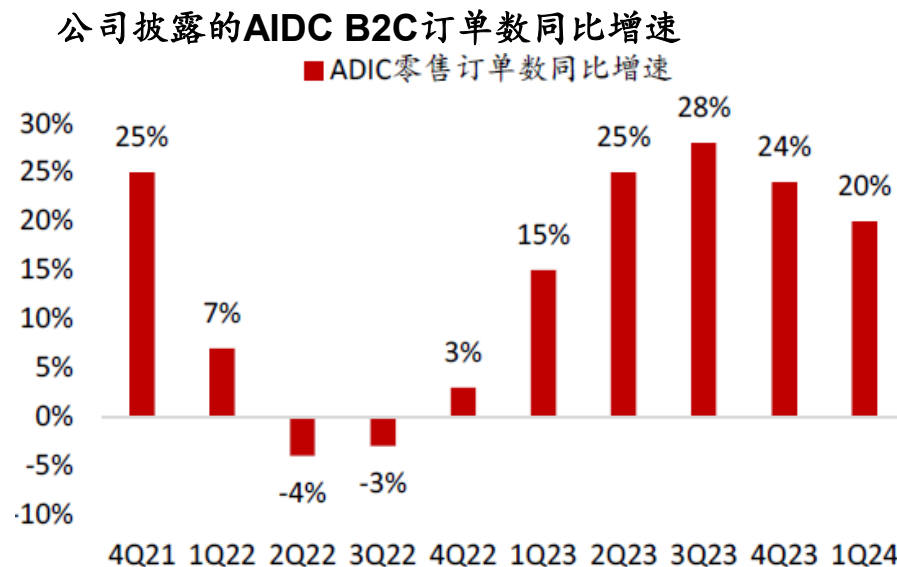


国际数字商业集团

- **GMV对比：速卖通>Lazada>Trendyol。**据ecommerceDB.com数据，2024年速卖通GMV为610亿美元，同比增33%，对比Lazada为380亿美元（+17%）、Trendyol 130亿美元（+33%）。从订单数表现看，据Cube Asia数据，阿里AIDC的4Q23订单中，约45%来自速卖通，Lazada 约25%（对比1Q19为13%），Trendyol 为22%，Daraz为3-5%。



资料来源：ecommerceDB.com，国证国际

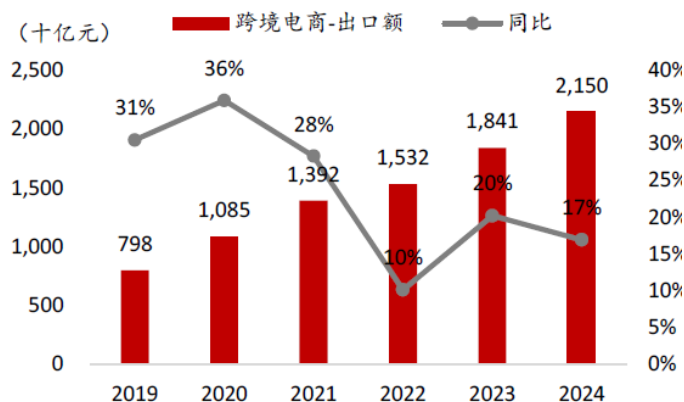


资料来源：公司财报，国证国际（注：日历年季度）



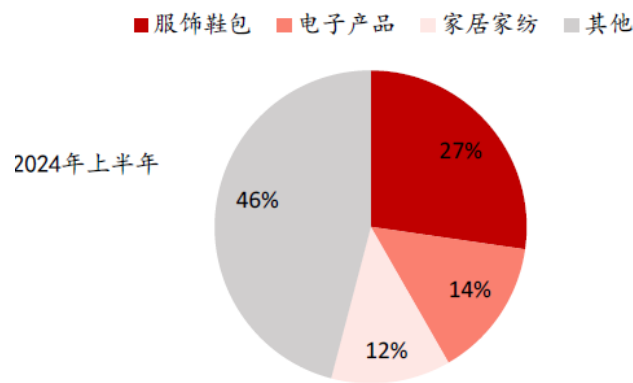
跨境电商行业概览

跨境电商出口额已突破2万亿元



资料来源：海关总署，商务部，国证国际

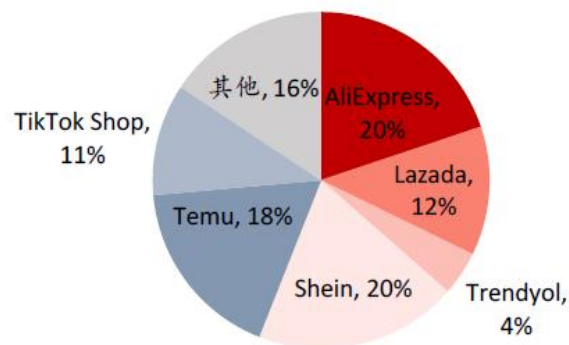
跨境电商出口额品类分布 (1H24)



资料来源：海关总署，商务部，国证国际

2024年跨境电商份额对比

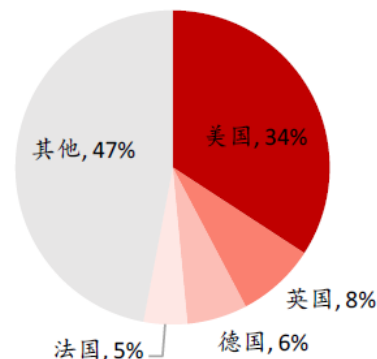
(2024年)



资料来源：海关总署，商务部，ecommerceDB.com，国证国际

1H24跨境电商出口目的地分布

2024年上半年



资料来源：海关总署，商务部，国证国际

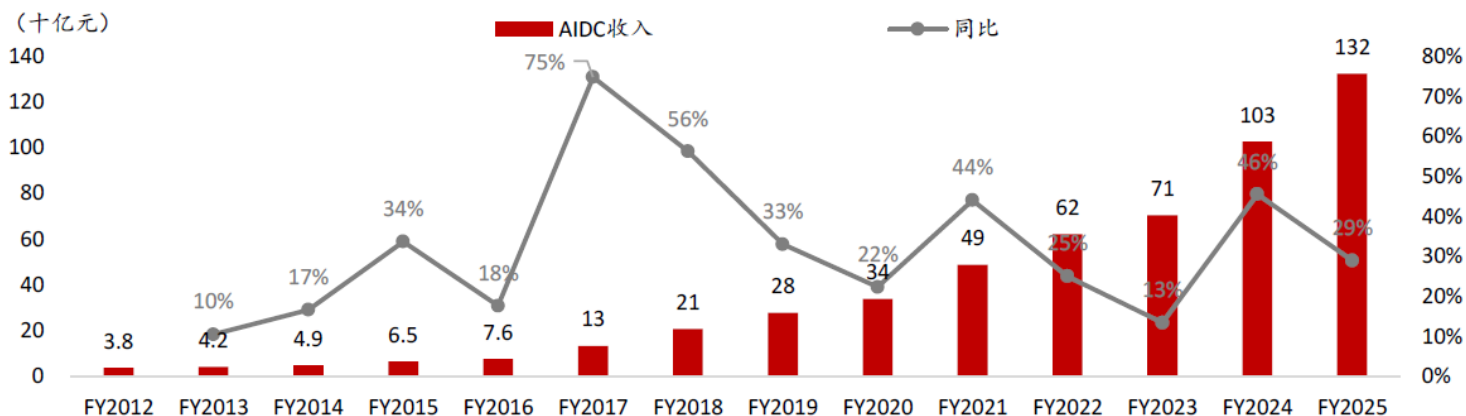
➤ 跨境电商出口额突破2万亿元。据海关总署及商务部数据，2024年跨境电商进出口额同比增10.8%至2.6万亿元，占进出口总额的6%，其中跨境电商出口额2.15万亿元，同比增17%。从国家分布看，2024年上半年，美国是中国跨境电商第一大目的地市场，占比约为34%，其次为英国（8%）、德国（6%）、法国（4.5%）。从出口额品类看，服饰鞋包首饰占比27%，电子产品14%、家居家纺12%。

➤ 以跨境电商出口额为基准，计算2024年跨境电商的份额情况为，阿里巴巴旗下AliExpress份额占比为20%、Lazada为12%，Trendyol为4%，合计占比36%，阿里是跨境电商领导者。



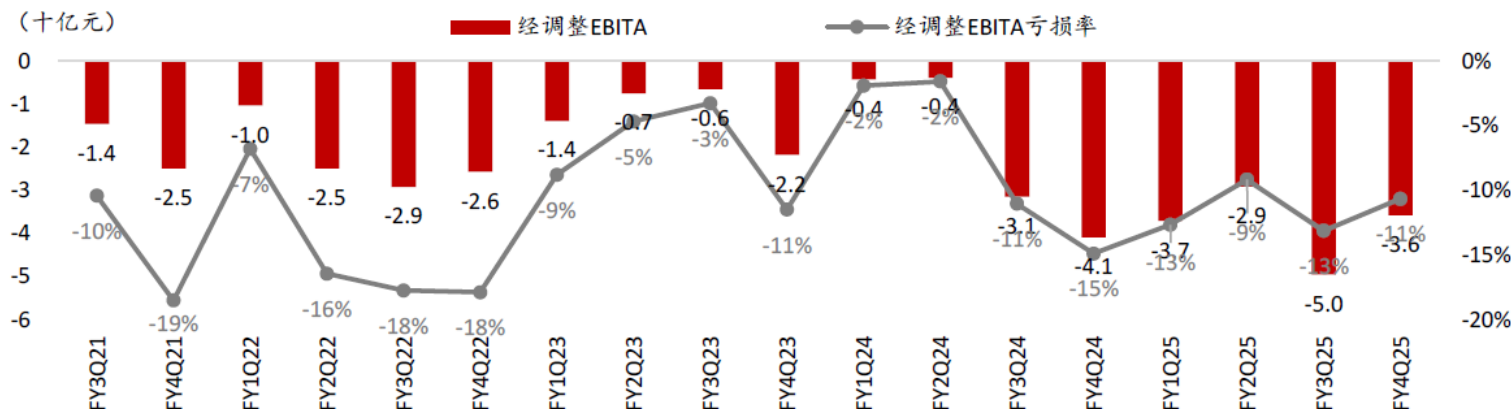
国际数字商业财务表现

国际数字商业集团收入在FY2024突破1,000亿元，FY2025同比增29%



资料来源：公司财报，国证国际（注：FY2012-FY2021为财报披露的国际零售+国际商业加总）

国际数字商业经调整EBITA及亏损率

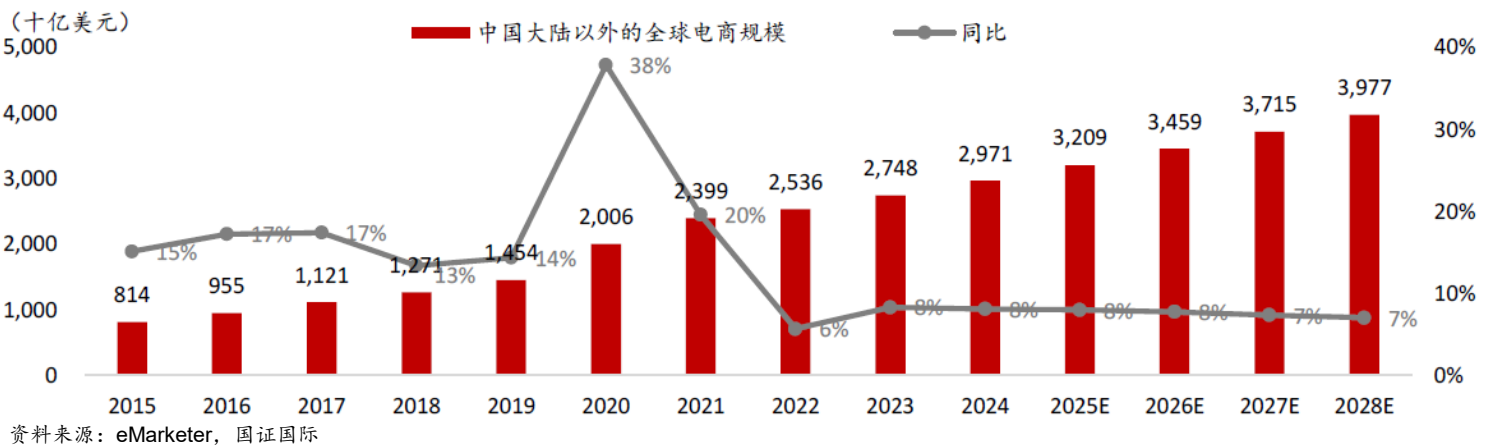


资料来源：各公司财报，国证国际

- **AIDC财务表现：**零售商业增速更快，整体分部已接近盈利拐点。从收入表现看，2024财年，国际数字商业整体收入突破1,000亿元，零售商业同比增60%，占比提升至80%，速卖通、Lazada、Trendyol为主要增长贡献来源。2025财年，AIDC分部收入同比增29%，仍主要受零售商业驱动。
- 公司自FY3Q22开始披露国际数字商业的分部EBITA，追溯至FY3Q21，2025财年亏151亿元，EBITA亏损率11.4%。公司预测在FY2026财年，AIDC有望实现整体扭亏为盈，主要驱动来自Lazada和Trendyol的UE模型改善。

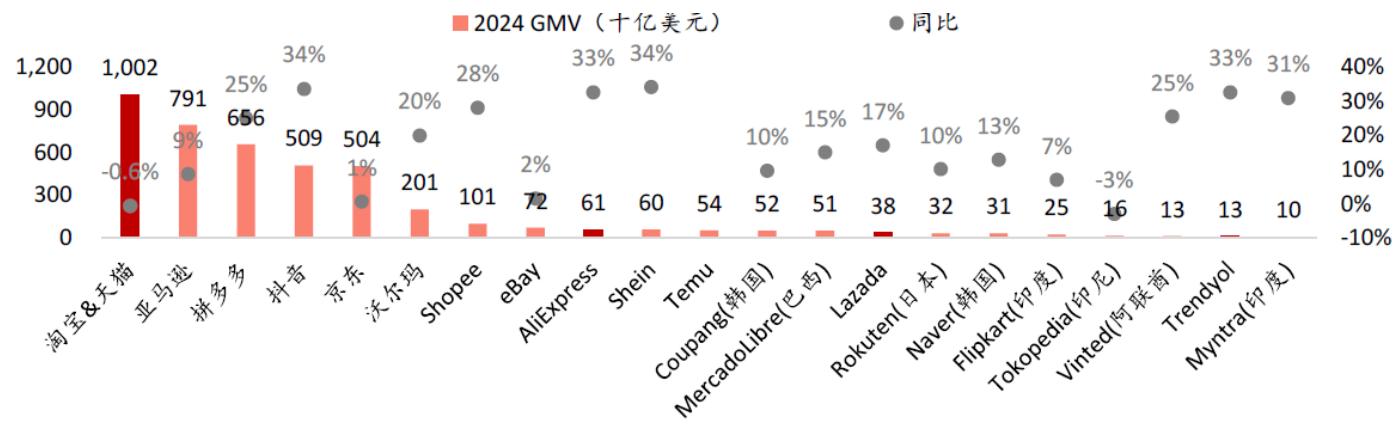
全球电商概览

2024年中国大陆之外市场的电商规模约3.0万亿美元，预计2024-2028E CAGR为7.6%



2024年中国大陆以外市场电商规模约3.0万亿美元。在本节我们主要看中国大陆之外的全球电商规模及增速。据eMarketer数据，2024年，全球电商规模约6万亿美元（同比增7.7%），对比全球零售总额约30万亿美元（同比+4.1%），电商对零售总额的渗透率约为20%。除中国大陆，2024年境外电商市场规模约为3.0万亿美元，其中，北美1.3万亿美元（+8.0%），亚太（除中国大陆）6,700亿美元（+9.0%），西欧6,400亿美元（4.7%），拉美1,750亿美元（+10.1%）、其他地区2,760亿美元。从份额角度看，北美市场是最大市场，约占43%，亚太约20%，西欧22%。

2024年全球GMV在100亿美元以上的电商平台对比

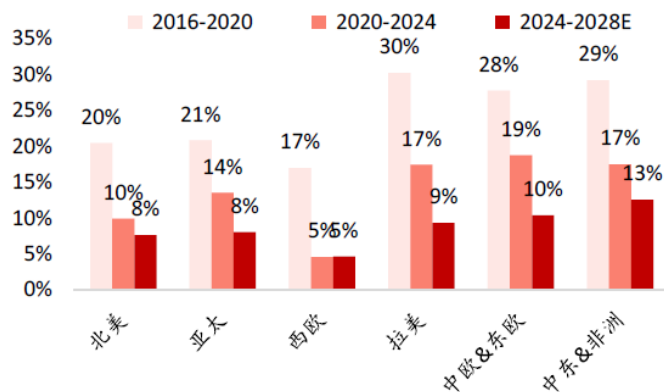


从增速前景看，预计2024-2028E中国大陆境外的电商复合增速为7.6%，其中北美复合增速为7.6%、亚太（除中国大陆）为8.0%、西欧+4.7%、拉美+9.3%。对于北美、西欧等发达市场，我们认为线上渗透率提升仍是关键增长驱动因素，对比亚太30%+的电商渗透率（在零售总额的占比），2024年北美/西欧约16%/13%的渗透率仍有较大提升空间。



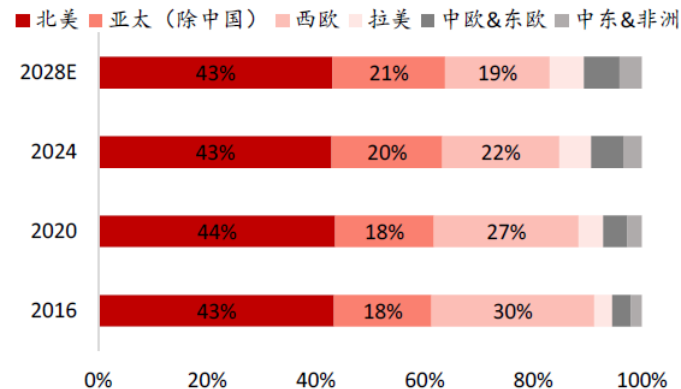
全球电商概览

境外不同区域电商的年复合增速对比



资料来源：eMarketer，国证国际（注：亚太为除中国大陆之外地区）

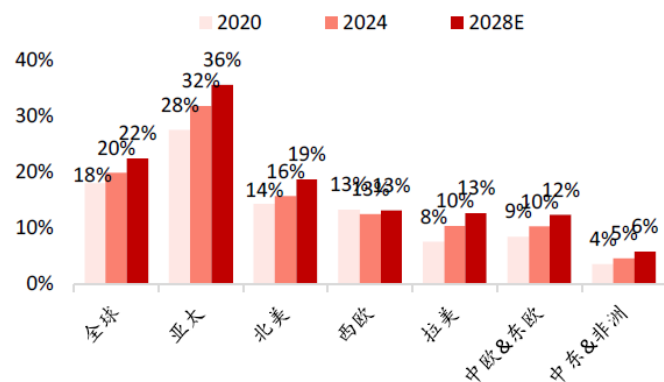
境外不同区域电商份额对比



资料来源：eMarketer，国证国际

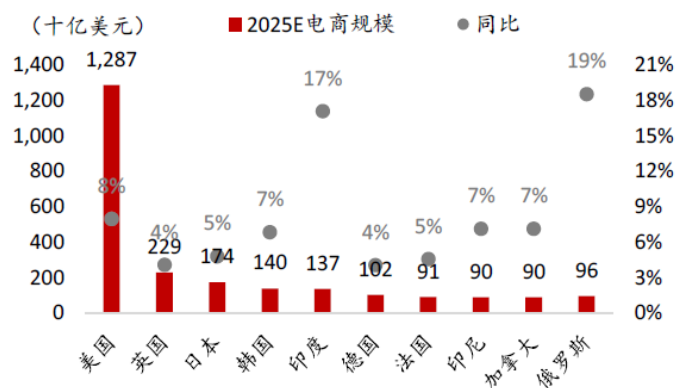
➤ 从增速前景看，预计2024-2028E中国大陆境外的电商复合增速为7.6%，其中北美复合增速为7.6%、亚太（除中国大陆）为8.0%、西欧+4.7%、拉美+9.3%。对于北美、西欧等发达市场，我们认为线上渗透率提升仍是关键增长驱动因素，对比亚太30%+的电商渗透率（在零售总额的占比），2024年北美/西欧约16%/13%的渗透率仍有较大提升空间。

全球各区域电商渗透率持续提升



资料来源：eMarketer，国证国际

境外电商规模Top10国家



资料来源：eMarketer，国证国际



其他所有

- 2025年6月季度，菜鸟、虎鲸文娱、高德地图（原属于本地生活）调入所有其他分部，该分部此前还包含盒马、阿里健康、灵犀互娱（2023年6月季度调入）、智能信息（主要包括UC 优视和夸克业务）、飞猪、钉钉（2023年9月季度调入）、和其他业务。此外，银泰、高鑫零售已于2024年12月、2025年2月完成全部股权出售。
- **高德地图：**9月10日，高德地图上线“高德扫街榜”，是全球首个基于用户行为产生的榜单。榜单综合评分由用户信用和行为组成，引入支付宝芝麻信用体系，高德AI模型识别真实到店消费行为和现场照片。该榜单目前覆盖美食、酒店（可直接预订，非新业务）、文娱打卡等。据虎嗅报道，“高德扫街榜”目前属于高德生态内产品，截至9月初与淘宝天猫的本地生活业务无实际联动。据晚点LatePost报道，管理层内部明确表示高德地图不会并入淘宝，目前淘宝+饿了么不参与高德榜单。淘宝+饿了么目前在几个城市内测到店业务，未来淘宝+饿了么的到店业务规划或参考高德榜单。
- **菜鸟：**2025年1月，据36氪报道，菜鸟将电商平台相关业务整合至淘天（国内）、及AIDC（国际，主要为速卖通），菜鸟专注于物流服务。2025年3月季度，菜鸟收入为216亿元，同比降12%，主要反映与电商的调整影响。**收入结构：**1) 国际物流收入占比约50%。据菜鸟招股书，2021-2023财年，菜鸟收入中，55%、52%、47%收入来自国际物流，国际物流收入高于国内物流，科技及其他服务收入占比约为中个位数。2) 阿里之外的客户收入占比超70%。据阿里季度财报披露，截至2023财年4季度，外部客户收入占比约为72%，我们估算目前仍维持在70%的水平。作为对比，京东物流在2Q22-1Q25期间，京东集团之外的外部客户收入占比在70%左右。
- **虎鲸文娱：**2025年5月21日，大文娱集团品牌升级为虎鲸文娱集团，阿里影业更名为“大麦娱乐”。从定位看，优酷、大麦娱乐仍是虎鲸文娱的核心，坚定“内容+科技”战略，提供娱乐消费全场景全链条服务。



财务预测

集团利润表预测

百万元 财年截至3/31	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	941,168	996,347	1,056,830	1,170,783	1,291,483
同比	8.3%	5.9%	6.1%	10.8%	10.3%
营业成本	-586,323	-598,285	-601,198	-654,265	-692,141
毛利	354,845	398,062	455,632	516,517	599,342
毛利率	37.7%	40.0%	43.1%	44.1%	46.4%
研发费用	-52,256	-57,151	-65,125	-73,498	-78,810
同比	-8%	9%	14%	13%	7%
营销费用	-115,141	-144,021	-227,547	-261,999	-292,122
同比	11%	25%	58%	15%	11%
行政费用	-41,985	-44,239	-39,187	-39,396	-42,027
同比	0%	5%	-11%	1%	7%
经营利润	113,350	140,905	120,662	138,235	182,598
经营利润率	12.0%	14.1%	11.4%	11.8%	14.1%
归母净利润	79,741	129,470	138,147	144,418	179,972
净利润率	8.5%	13.0%	13.1%	12.3%	13.9%
经调整EBITA	165,028	173,065	135,949	197,415	227,579
经调整EBITA利润率	17.5%	17.4%	12.9%	16.9%	17.1%
经调整净利润	157,479	158,122	127,612	167,976	196,087
经调整净利润率	16.7%	15.9%	12.1%	14.3%	15.2%

资料来源：公司财报，国证国际预测



财务预测

分部财务数据预测

百万元 财年截至3/31	FY2025*	FY2026E	FY2027E	FY2028E
1 中国电商集团	505,468	561,893	608,595	653,121
同比	4.5%	11.2%	8.3%	7.3%
1.1 中国零售商业	425,526	466,156	496,594	527,419
同比	2.7%	9.5%	6.5%	6.2%
1.1.1 客户管理	322,346	353,819	375,690	399,112
同比	6.0%	9.8%	6.2%	6.2%
1.1.2 直营、物流及其他	103,180	112,337	120,904	128,307
同比	-6.5%	8.9%	7.6%	6.1%
1.2 中国批发零售	24,301	27,289	30,932	33,097
同比	18.7%	12.3%	13.3%	7.0%
1.3 即时零售*	54,540	68,448	81,069	92,605
同比	12.2%	25.5%	18.4%	14.2%
Adj. EBITA	195,687	131,518	188,584	211,215
Adj. EBITA 利润率	43.5%	23.4%	31.0%	32.3%
2 云智能	118,028	152,722	196,693	248,730
同比	11%	29%	29%	26%
Adj. EBITA	10,556	13,751	18,399	24,137
Adj. EBITA 利润率	8.9%	9.0%	9.4%	9.7%
3 国际数字商业集团	132,300	155,307	184,130	212,165
同比	29%	17%	19%	15%
Adj. EBITA	-15,137	1,174	3,229	4,782
Adj. EBITA 利润率	-11.4%	0.8%	1.8%	2.3%
4 所有其他*	341,272	268,662	271,935	277,374
Adj. EBITA	-9,117	-6,906	-6,719	-6,576
Adj. EBITA 利润率	-2.7%	-2.6%	-2.5%	-2.4%

资料来源：公司财报，国证国际预测

请参阅本报告尾部免责声明



财务预测

➤ 我们预计FY2026年总收入同比增6.1%至1.06万亿元，看各分部情况：

1) 中国电商：预计收入同比增11.2%至5,619亿元，其中中国零售商业/中国批发商业/即时零售贡献中国电商集团收入的83%/5%/12%，贡献集团总收入的44%/3%/6%。

A) 中国零售商业：预计客户管理收入同比增9.8%，较FY2025的6%加速，受益于淘宝天猫0.6%技术服务费（自2024年9月1日开始）、以及即时零售提振主站流量从而提升主站广告收入。预计直营、物流及其他收入同比增8.9%。

B) 中国批发商业：预计收入同比增12.3%，受益于商家端功能更新及年费调整（2024年10月起）、买家端付费会员增值服务更新等。

C) 即时零售：我们预计FY2026即时零售收入684亿元，同比增26%（我们根据最新分部调整测算FY2025收入为545亿元），增值动力来自日均单量增长、用户订单频次提升。

2) 云智能：预计FY2026收入同比增29%至1,527亿元，受益于行业范围的推理需求增加、Qwen大模型领先优势、及其大模型调用量增加带动存储等现有云计算产品需求增加。2025年6月季度AI收入占外部客户收入的20%，预计未来有较大提升空间。

3) 国际数字商业：预计FY2026收入同比增17%，其中国际零售商业/国际批发商业收入占比83%/17%，零售增速快于批发，受益于国内核心平台的持续本地化运营、供应链优化、物流效率提升等。

4) 所有其他：主要包括钉钉、虎鲸文娱、菜鸟、阿里健康、盒马、高德地图等。我们预计FY2026年收入降21%，主要反映银泰及高鑫零售已完成全部股权出售。



财务预测

➤ 我们预计经调整FY2026经调整EBITA为1,359亿元，同比降低21%，EBITA利润率12.9%。分部EBITA预测如下：

1) 中国电商：预计经调整EBITA为1,315亿元，同比降33%（我们根据最新分部调整测算估算FY2025经调整EBITA为1,957亿元）。预计零售商业+批发商业的经调整EBITA为2,035亿元，同比增3.7%，受益于收入加速增长；预计即时零售EBITA亏损720亿元，因用户、商户及骑手补贴加大。

2) 云智能：预计FY2026云智能集团EBITA利润为137亿元，同比增30%，与收入增速趋势一致，利润率9%，预计未来规模经济将带动利润率提升。作为对比，2025年2季度，海外云服务商亚马逊AWS的利润率为33%，微软Azure为41%，Alphabet谷歌云为21%。我们估算，考虑光纤网络成本在内（海外云服务商可自建光纤网络，中国光纤网络由运营商持牌运营），对标海外云服务商，阿里云长期利润率空间在20%+。详细对比见图表32-36。

3) 国际数字商业：FY1Q26已将季度EBITA亏损缩小至5,900万元，我们预计FY2026经调整EBITA利润为12亿元，对比FY2025年为亏损151亿元，实现扭亏为盈，主要驱动来自速卖通、Lazada、Trendyol等的运营效率提升。

4) 所有其他：我们预计FY2026分部EBITA亏损为69亿元，同比降24%（基于我们估算的FY2025数据）。



SOTP估值

FY2026E	中国电商*	云智能	国际数字商业	所有其他
收入（百万元）	561,893	152,907	155,307	268,662
同比	11%	30%	17%	
Adj.EBITA（百万元）	203,518	13,768	1,174	-6,906
P/E FY2026E	10.0			
P/S FY2026E		10.0	1.5	1.0
估值（百万元）	2,035,182	1,529,074	232,961	268,662
估值（百万港元）	2,221,565	1,669,107	254,295	293,266
估值（百万美元）	285,644	214,610	32,697	37,708
贡献目标价（港元）	116	88	13	15
贡献目标价（美元）	120	90	14	16
SOTP目标价（9988.HK，港元）	HKD 233			
SOTP目标价（BABA.US，美元）	US\$239			

资料来源：公司资料，国证国际预测（注：中国电商集团 FY2026E 经调整 EBITA 的估值基础为剔除即时零售亏损影响后）



可比公司估值表

公司	股票代码	报表	交易	收盘价	最新市值	P/E		P/S		收入（报表货币，百 万）		净利润 （报表货币，百万）	
		货币	货币	（交易货币）	（十亿美元）	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
海外云服务商													
微软	MSFT US	USD	USD	510	3,792	32.7	27.8	11.7	10.3	323,042	15%	116,129	14%
亚马逊	AMZN US	USD	USD	220	2,349	26.5	24.4	3.3	3.0	708,673	11%	88,694	16%
Alphabet	GOOGL US	USD	USD	247	2,993	23.7	21.9	8.9	7.9	335,457	14%	126,484	3%
平均						27.6	24.7	8.0	7.1				
电商													
拼多多	PDD US	CNY	USD	131	186	13.5	11.1	3.1	2.7	428,684	9%	103,686	-15%
京东	JD US	CNY	USD	35	51	13.4	9.8	0.3	0.3	1,324,354	14%	27,930	-42%
MercadoLibre	MELI US	USD	USD	2,511	127	54.5	37.9	4.5	3.6	28,171	36%	2,310	21%
Sea	SE US	USD	USD	186	110	48.3	32.8	5.1	4.1	21,770	29%	2,238	92%
平均						32.4	22.9	3.2	2.7				
芯片半导体													
英伟达	NVDA US	USD	USD	177	4,300	39.3	27.7	20.8	15.6	206,378	58%	110,385	49%
博通	AVGO US	USD	USD	339	1,602	50.4	36.3	25.3	18.7	63,353	23%	33,229	40%
AMD	AMD US	USD	USD	161	261	40.8	26.7	7.9	6.5	32,996	28%	6,392	18%
高通	QCOM US	USD	USD	174	187	14.6	14.4	4.3	4.2	43,648	12%	13,160	14%
ARM	ARM US	USD	USD	144	153	85.9	63.8	32.1	26.2	4,766	19%	1,797	3%
平均						46.2	33.8	18.1	14.2				
中国其他互联网公司													
腾讯控股	700 HK	CNY	HKD	649	764	21.6	19.0	7.3	6.7	744,864	13%	254,941	14%
网易	9999 HK	CNY	HKD	237	97	17.9	16.7	6.0	5.6	115,053	9%	39,387	18%
美团	3690 HK	CNY	HKD	102	80	NA	20.7	1.5	1.3	372,042	10%	-6,928	-116%
携程	9961 HK	CNY	HKD	605	51	20.8	18.7	5.9	5.2	61,436	15%	18,577	3%
快手	1024 HK	CNY	HKD	77	43	15.0	12.7	2.1	1.9	142,666	12%	20,211	14%
百度	9888 HK	CNY	HKD	129	46	17.0	15.5	2.6	2.4	129,551	-3%	18,887	-30%
平均						18.5	17.2	4.2	3.9				

资料来源：公司资料，彭博一致预期，国证国际（注：截至 2025 年 9 月 24 日）

请参阅本报告尾部免责声明

风险提示

➤ 我们认为，潜在风险主要包括：

- 1) 宏观疲弱影响消费意愿；国内电商竞争持续激烈，若用户心智流失，影响市场份额和收入利润表现。
- 2) 即时零售亏损大于预期；即时零售对主站的流量提振及协同不及预期。
- 3) 大模型技术迭代迅速；云智能集团收入增速不及预期；云智能长期利润空间提升不及预期。
- 4) 全球贸易政策变动或影响国际数字商业的业务拓展。

免责声明

客户服务热线 香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010