

商贸零售

2025年12月24日

# 阿里巴巴-W (09988)

## ——阿里云全栈 AI+TOC 入口，AI 重估继续（阿里巴巴深度之四暨 GenAI 系列报告之 67）

报告原因：强调原有的投资评级

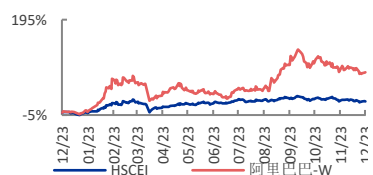
**买入** (维持)

我们于 2024 年 11 月 6 日发布深度报告《阿里巴巴-W(09988)——AI 开启阿里云新成长(阿里巴巴深度之三暨 GenAI 系列报告之 39)》提出阿里云业务低谷期已过，看好基本面向上；今年逻辑持续验证，阿里云重估已成为市场共识。本篇报告重点讨论云业务的基本面展望，以及潜在的 AI 增量。

市场数据：2025 年 12 月 23 日

收盘价 (港币)	147.20
恒生中国企业指数	8913.83
52 周最高/最低 (港币)	186.20/77.35
H 股市值 (亿港元)	28,098.95
流通 H 股 (百万股)	19,088.96
汇率 (港币/人民币)	0.9070

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com  
夏嘉励 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com  
李秀琳 A0230525070005  
lixl2@swsresearch.com

联系人

夏嘉励 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com

- **AI 云成长仍将继续兑现。**参考海外过去三年，Capex 提升-云收入加速趋势延续，国内云厂基本面上行明年仍可持续。国内 AI 云上行驱动：上游芯片压力部分缓解，下游 AI 渗透率仍在提升期。阿里巴巴是国内稀缺拥有“芯片-服务器-云计算操作系统-大模型”全栈自研技术体系的云厂；收入体量、收入增速和利润率均处于国内一梯队，全球范围内增速追赶谷歌云，但利润率仍较海外有差距，自研芯片+自有场景规模效应有望长期提升利润率。
- **如何看字节火山引擎竞争？**火山引擎聚焦 MaaS 层（模型能力+低价），但阿里云在全栈解决方案、生态完整性上的优势难以短期复制。当前 MaaS 市场规模尚小，阿里云在更广阔的 AI IaaS 及整体云市场的领军地位稳固，其增长逻辑在于承接企业整体智能化转型需求，而不仅是提供单一模型调用。
- **AI 增量一：AI 芯片国产化，平头哥开启对外销售。**国产化算力需求放量的背景下，其产品性能已对标国际主流水平，并成功中标大型智算中心项目。不仅是阿里云提供差异化算力服务、提升利润率的关键，更是其输出全栈 AI 解决方案、绑定客户的核心抓手。国产芯片上市潮来临，有助于互联网云厂自研芯片价值发现。
- **AI 增量二：抢占 C 端入口，有望开启变现。**海外 Chatbot 变现主要是订阅费、API 和编程，但 OpenAI 也在尝试导购变现。国内互联网公司在流量运营上有明显的优势。阿里布局 AIC 端入口，以抢占“图形界面 (GUI)”向“自然语言界面 (LUI)”演进的主导权。将千问升级为连接淘宝、高德、支付宝等生态的超级助理，并推出深度融合生态的“夸克 AI 眼镜”，让“对话”成为连接一切服务的起点。若“C 端 AI 入口-开发者-用户”的生态循环成立，阿里将把现有的电商、本地生活等业务优势，平滑转化为 AI 时代的用户粘性与数据资产。
- **维持盈利预测，维持买入评级。**预计阿里巴巴集团整体 FY2026-FY2028 收入分别为 10386/11434/12506 亿元，调整后归母净利润分别为 1019/1455/1836 亿元。SOTP 估值法下，集团整体目标估值 34124 亿人民币，对应目标价 203 美元/ADS，对应上行空间 34%，对应港股目标价 197 港币/股，对应上行空间 34%。
- **风险提示：**宏观影响企业上云需求，国内 AI 产业进展不及预期，国内云厂竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (亿元)	9,412	9,963	10,386	11,434	12,506
同比增长率 (%)	8%	6%	4%	10%	9%
调整后归母净利 (亿元)	1,584	1,579	1,019	1,455	1,836
同比增长率 (%)	10%	0%	-35%	43%	26%
摊薄每股收益 (元/股)	7.8	8.2	5.3	7.6	9.6
ROE (%)	16%	16%	8%	9%	11%
市盈率	16	16	25	18	14
市净率	3	3	2	2	1

注：“摊薄每股收益”为 Non-GAAP 归母净利润除以港股总股本



申万宏源研究微信服务号

# 投资案件

## 投资评级与估值

**维持买入评级。**SOTP 估值法下，集团整体目标估值 34124 亿人民币，对应目标价 203 美元/ADS，对应上行空间 34%，对应港股目标价 197 港币/股，对应上行空间 34%。

## 关键假设点

我们看好阿里云作为全栈布局的国内云厂领军，继续受益于国内 AI 产业发展，预计阿里云业务 FY2026-FY2028 收入增速分别为 34%/29%/23%，调整后 EBITA 利润率分别为 9.0%/9.1%/9.5%。

## 有别于大众的认识

**市场担心互联网云厂在 AI 云时代竞争加剧。**我们认为，尽管面临火山引擎等新势力在 MaaS 层的价格竞争，但阿里云在全栈解决方案、生态完整性上的优势难以短期复制。当前 MaaS 市场规模尚小，阿里云在更广阔的 AI IaaS 及整体云市场的领军地位稳固，其增长逻辑在于承接企业整体智能化转型需求，而不仅是提供单一模型调用。

**市场低估了阿里的 AI 增量。**1) 平头哥的 PPU AI 芯片已从内部降本工具，迈入对外商业化的新阶段。不仅是阿里云提供差异化算力服务、提升利润率的关键，更是其输出全栈 AI 解决方案、绑定客户的核心抓手。芯片能力的开放，使得阿里得以在国产算力生态中扮演更重要角色，将硬件、软件与云服务深度耦合，构建了比单纯云服务更坚固的生态壁垒。2) 阿里正大力布局 AI 时代的 C 端入口，其核心逻辑是抢占从“图形界面 (GUI)”向“自然语言界面 (LUI)”演进的主导权。将“千问”升级为连接淘宝、高德、支付宝等全域生态的超级助理，并推出深度融合生态的“夸克 AI 眼镜”，阿里或将把现有的电商、本地生活等业务优势，平滑转化为 AI 时代的用户粘性与数据资产，其长期价值不仅是单一的订阅或 API 收入模式。

## 股价表现的催化剂

国内 AI 产业进展超预期，阿里云业务收入增速超预期，阿里千问用户增长超预期。

## 核心假设风险

宏观影响企业上云需求，国内 AI 产业进展不及预期，国内云厂竞争加剧。

## 目录

---

<b>1. AI 云成长仍将继续兑现</b> .....	<b>7</b>
1.1 国内互联网云厂仍将继续受益于 AI 发展 .....	7
1.2 阿里云：全球比较来看，全栈 AI 优势突出.....	8
1.3 如何看待火山引擎竞争？ .....	16
1.4 如何从现金流角度看 AI 投入的持续性？ .....	18
<b>2. AI 增量一：AI 芯片国产化，平头哥开启对外销售</b> .....	<b>22</b>
<b>3. AI 增量二：抢占 C 端入口，有望开启变现</b> .....	<b>25</b>
3.1 千问 APP，有望成为阿里生态新入口.....	25
3.2 AI 硬件（手机、眼镜等）抢夺新入口.....	27
3.3 AI 对电商业务全赋能.....	31
<b>4. 盈利预测和估值</b> .....	<b>33</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图 1: 海外云厂资本开支 (亿美元) .....	7
图 2: 海外云厂收入 YoY (%) .....	7
图 3: 国内云厂资本开支 (亿人民币) .....	7
图 4: 国内云厂收入 YoY (%) .....	7
图 5: LMSYS Chatbot Arena 美国和中国模型性能逐渐接近 .....	8
图 6: 国内生成式 AI 普及率 (%，分母为整体人口) .....	8
图 7: 用户使用生成式 AI 产品目的 (%) .....	8
图 8: 阿里云全栈 AI 技术能力 .....	11
图 9: 阿里云收入 (亿元, %) .....	12
图 10: 阿里云调整后 EBITA Margin (%) .....	14
图 11: 典型 MCP 相关平台服务数量与分布类型 .....	15
图 12: 2025 年 Q3 MCP 相关平台 PC 网页端月活跃用户规模 (万) .....	15
图 13: 25H1 中国 AI 云市场主要厂商市场份额 (AI IaaS+PaaS+MaaS, %) .....	16
图 14: 2024 年中国公有云大模型服务调用量分布(Tokens).....	16
图 15: 25H1 中国公有云大模型服务调用量分布(Tokens) .....	16
图 16: 25H1 中国 MaaS 市场主要厂商市场份额 (%) .....	17
图 17: 25H1 中国 GenAI IaaS 市场主要厂商市场份额 (%) .....	17
图 18: 资本开支/经营性活动现金流 .....	18
图 19: 阿里巴巴自由现金流 (亿元) .....	19
图 20: 阿里巴巴 AIDC 和所有其他业务经调整 EBITA (亿元) .....	19
图 21: 主要芯片公司对比.....	22
图 22: 国产 AI 芯片份额提升 (%) .....	23
图 23: 中国联通三江源绿电智算中心项目国产算力签约情况.....	24
图 24: OpenAI 和 Antropic 2025 年 ARR 预计拆分 (亿美金) .....	25
图 25: OpenAI 和 Antropic 收入预测 (亿美金) .....	25
图 26: 25 年 3 月 AI 应用月活用户规模 (万) .....	26
图 27: 25 年 9 月 AI 应用月活用户规模 (万) .....	26
图 28: 千问拍照搜同款并提供交易链接 .....	26
图: 千问接入高德地图提供导航、打车服务 .....	

图 30: 24 年 3 月中国移动互联网各行业使用总时长分布 .....	27
图 31: 夸克 AI 眼镜示意图.....	28
图 32: 夸克 AI 眼镜功能 .....	28
图 33: GUI 和 LUI 体系下用户交互对比.....	30
图 34: “C 端 AI 入口-开发者-用户” 的生态循环 .....	30
图 35: AI+电商类应用插件周人均使用时长 (分钟) .....	32
图 36: AI+电商类应用插件周人均使用次数 (次) .....	32
表 1: 海内外主要大厂近期的 AI 布局 .....	9
表 2: 2025 年阿里大模型领域主要进展 .....	11
表 3: 阿里巴巴 FY26H1 财务情况.....	12
表 4: 阿里云整体以及对外收入 YoY .....	13
表 5: 国内海外主要云厂收入比较 .....	13
表 6: 国内海外主要云厂利润率比较 .....	14
表 7: 阿里云部分客户 .....	14
表 8: 火山引擎 Doubao-Seed-1.6 模型调用价格 (元) .....	17
表 9: 阿里巴巴 Qwen3-Max 模型调用价格 (元) .....	17
表 10: 中国公有云 IaaS/GenAI IaaS/MaaS 市场规模及阿里云、火山引擎份额	17
表 11: 阿里巴巴投资组合调整.....	20
表 12: 阿里巴巴 24 年以来对外融资 .....	20
表 13: 国内外领先 AI 芯片参数性能对比.....	22
表 14: 摩尔线程与沐曦股份市值与营收 (亿元) .....	23
表 15: 2025 年阿里云芯片领域重要进展 .....	23
表 16: OpenAI、阿里巴巴、腾讯控股、字节跳动 Chatbot 升级连接生态 .....	25
表 17: 不同厂商 AI 眼镜布局 .....	29
表 18: AI 提升阿里电商业务流量匹配效率 .....	31
表 19: 淘宝 25 年公测的 AI 原生功能 .....	31
表 20: 传统推荐与生成式推荐比较.....	32
表 21: 阿里巴巴收入预测 (亿元, %) .....	33
表 22: 阿里巴巴利润预测 (亿元, %) .....	33
表 23: 阿里巴巴 SOTP 估值.....	34

表 24: 阿里巴巴可比公司估值.....	34
表 25: 合并利润表.....	36
表 26: 合并资产负债表.....	36
表 27: 合并现金流量表.....	37

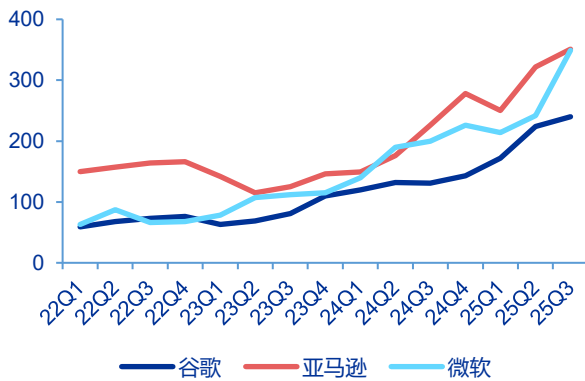
# 1. AI 云成长仍将继续兑现

## 1.1 国内互联网云厂仍将继续受益于 AI 发展

海外自 22 年 12 月 ChatGPT 发布已过三年, 目前云巨头仍在兑现“AI 需求下, Capex 投入-云增长”。微软于 23Q2、谷歌于 23Q4 资本开支提升至单季度百亿美元规模, 亚马逊 24Q2 起资本开支绝对值新高; 各家云厂 23Q3 起云业务收入增速逐渐提升, 谷歌云、微软 Azure 目前仍保持 30%以上增速。

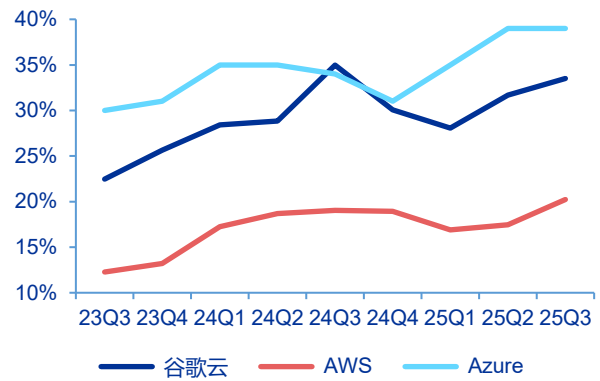
国内自 24 年 12 月 DeepSeek V3 发布以来, 资本开支投入增加、云收入加速仅过一年。阿里于 24Q1、腾讯于 24Q3 经营性资本开支重回单季度百亿人民币规模, 阿里云于 24Q4, 腾讯企业服务于 25Q1 收入重回双位数增长。

图 1: 海外云厂资本开支 (亿美元)



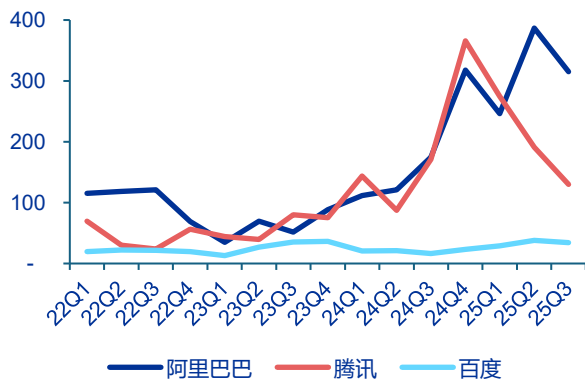
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 2: 海外云厂收入 YoY (%)



资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

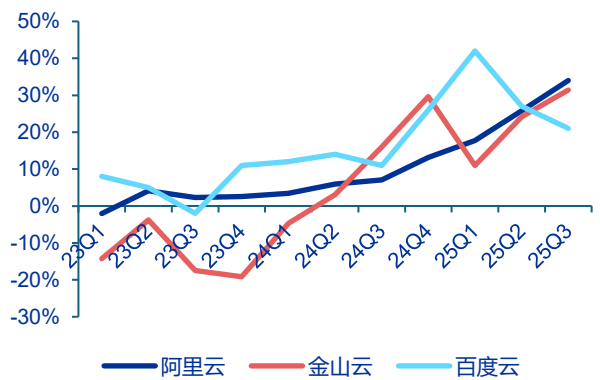
图 3: 国内云厂资本开支 (亿人民币)



资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

注: 腾讯 24Q1 有买地支出。

图 4: 国内云厂收入 YoY (%)



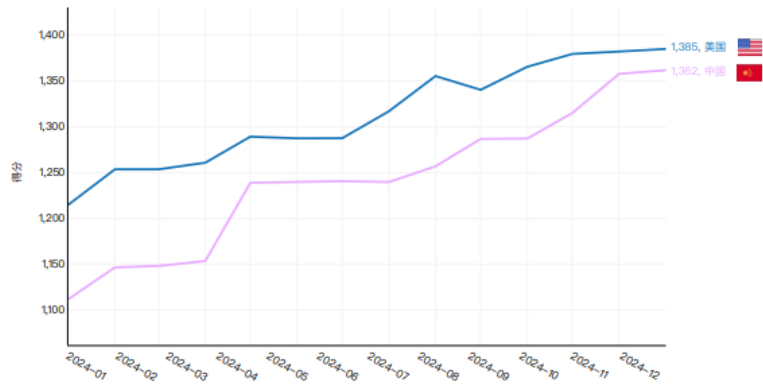
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

当前, AI 是云市场和核心驱动因子, 景气度一方面取决于上游 AI 芯片供应情况, 另一方面取决于下游 AI 需求, 即大模型和 AI 应用落地情况。预计国内云厂仍将确定性受益于国内 AI 产业发展。上游, 芯片压力部分缓解, 国产芯片供给迭代, 海外芯片供给边际有所

松绑。**下游**，中美大模型差距缩小，国内大模型具有较强成本优势；AI 渗透率仍在提升期，根据 CNNIC，截至 2025 年 6 月，我国生成式 AI 用户规模达 5.15 亿人，普及率达到 36.5%，较 2024 年 12 月提升 18.8 个百分点。在营销、代码、情感陪伴等场景持续落地。

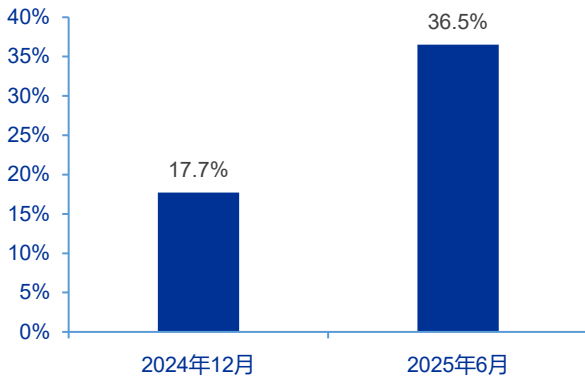
根据阿里巴巴集团董事会主席蔡崇信在港大的演讲，**中国发展 AI 主要有三大优势**：1) 中国电力成本较美国低 40%，电力装机容量是美国的 2.6 倍，新增装机容量是 9 倍，且差距在持续扩大。2) 数据中心建设成本低 60%，这一数值仅考虑了基建，未计入芯片。3) 全球最大 STEM 人才池，全球近一半 AI 科学家和研究人员都拥有中国大学学位。

图 5: LMSYS Chatbot Arena 美国和中国模型性能逐渐接近



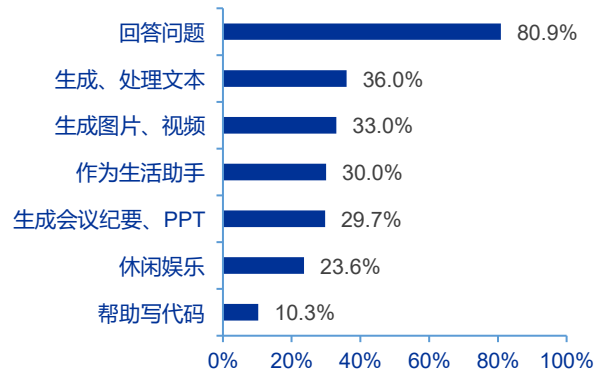
资料来源：《2025 年人工智能指数报告》，申万宏源研究

图 6: 国内生成式 AI 普及率 (%，分母为整体人口)



资料来源：CNNIC (中国互联网络信息中心)，申万宏源研究

图 7: 用户使用生成式 AI 产品目的 (%)



资料来源：CNNIC (中国互联网络信息中心)，申万宏源研究

## 1.2 阿里云：全球比较来看，全栈 AI 优势突出

组织架构调整，为云和 AI 战略落地奠定基础。23 年阿里调整组织架构，确立了成立 1+6+N 的组织架构，强调聚焦电商和云两大核心业务。24 年年底以来，阿里组织架构及人员调整体现对“大消费平台”和 AI+云两大战略重心继续坚定投入：

- **24年11月阿里成立电商事业群**，全面整合淘宝天猫集团、阿里巴巴国际数字商业集团以及1688、闲鱼等电商业务，任命蒋凡担任CEO。根据36氪，25年1月，原先菜鸟国际业务中服务速卖通的400多人团队，转入新整合的阿里电商事业群；国内电商供应链解决方案和电子面单两个团队也将移交给淘天集团。**25Q2集团将淘天集团、饿了么与飞猪实现战略整合，组建阿里巴巴中国电商集团**，并升级为大消费平台。
- **根据晚点LatePost，阿里云CTO、通义实验室负责人周靖人今年12月成为阿里巴巴合伙人**；合伙人团队是阿里的最高集体决策机构。今年6月，阿里合伙人团队刚经历大幅缩编，人数降至上市以来最低的17人。
- **2025年12月阿里新成立千问C端事业群**。该事业群由阿里巴巴集团副总裁吴嘉负责，由原智能信息与智能互联两个事业群合并重组而来，包含千问APP、夸克、AI硬件、UC、书旗等业务。千问C端事业群的首要目标是将千问打造成为一款超级APP，成为AI时代用户的第一入口。未来，还将进一步把千问打造成无处不在的AI助手，覆盖眼镜、PC、汽车等场景。

对比全球互联网软件巨头在AI上的布局，阿里巴巴全栈AI特点突出，海外云厂商以谷歌为代表，通过自研芯片和大模型，同时掌握了丰富的应用场景形成数据飞轮，成为AI时代最有力的竞争者之一，其他海外云厂商则在云收入规模、自研和投资大模型、企业级/消费级AI应用上各有侧重，并抓紧追赶。国内，互联网大厂中，腾讯强于广告、社交、内容等丰富应用场景，多模态模型正在追赶；字节重点发力大模型和AI应用，云业务则聚焦MaaS；百度强于芯片自研和智驾场景；**阿里巴巴芯片-大模型-云全栈自研**，也力图抓住C端入口级机会——阿里升级千问、发布夸克眼镜等端侧AI产品、合作苹果。

**表 1: 海内外主要大厂近期的 AI 布局**

公司	算力	大模型	原生 AI 应用	AI 对已有业务赋能
谷歌	自研第七代 TPU 集群：训练 Gemini 3.0，成本仅为英伟达方案的一半。	通用大模型：Gemini 3.0 Pro，在多项评测中领先 图像生成与编辑模型：Nano Banana 视频生成模型：Veo 3.1 及快速版，新增音画同步、首尾画面控制、三图定角色等功能	Gemini: AI 助手 AI Mode: 谷歌搜索的 AI 增强模式，由 Gemini 驱动 NotebookLM: 智能笔记与研究辅助工具 Flow: AI 视频创作平台 开发者平台：智能体开发平台 Google Antigravity	云：谷歌云 24 年以来保持 28% 以上收入同比增速 全线产品深度集成 Gemini 能力：Google Workspace (Help me write), Google Maps (Ask Maps), Gemini on Android (Live conversations), Google Photos (Ask Photos), Chrome (Browse with built-in AI)
亚马逊	新一代自研 AI 芯片 Trainium 3: 3nm 工艺，性能提升 40% 与 Anthropic 共建算力集群项目 Project Rainier: 用于下一代 Claude 模型和自研 Olympus、Nova 获 OpenAI 价值 380 亿美元的算力订单	Nova 2 系列：Nova 2 Lite (性价比推理)、Nova 2 Pro (复杂任务)、Nova 2 Sonic (语音对话)、Nova 2 Omni (多模态生成) Nova Forge 定制化服务：允许企业基于 Nova 和自有数据构建 Nova 变体 投资 Antropic	Nova Act: 智能体服务,用于构建自动化操作网页界面 AI+机器人：Blue Ja (物流智能分拣) 和 Project Eluna (物流决策支持) Kiro: 引入规范驱动开发模式的 AI 编程 IDE AWS DevOps Agent/AWS Security Agent: 开发 Agent PartyRock: AIGC 应用构建与分享	云：AWS 24 年以来保持 15% 以上收入同比增速 Amazon 商城：AI 购物助手 Rufus, 卖家 AI 助手 Amelia, 商品 Listing 生成工具, 内容生成工具 A+ Content 广告：视频生成工具 Video generator Amazon Connect: 构建 AI 驱动的智能联络中心 Amazon Quick Suite: 用于研

公司	算力	大模型	原生 AI 应用	AI 对已有业务赋能
			<p><b>AWS Transform:</b> 专用 AI Agent 实现.NET、大型机和 VMware 工作负载的现代化</p> <p><b>AWS App Studio:</b> 快速构建企业级应用程序的工具</p> <p><b>AWS HealthScribe:</b> 自动根据医患对话生成临床笔记的服务</p>	<p>究、商业洞察和自动化的智能助手</p>
微软	<p><b>Azure Maia</b> 迭代面临生产延期挑战, 减少对英伟达依赖, 与英特尔代工服务, 利用 Intel 18A 工艺制造未来 Maia 加速器</p> <p><b>基础设施:</b> 建设 <b>Fairwater</b> 大型 AI 超级工程数据中心</p>	<p><b>首个自主训练的基础模型:</b> <b>MAI-1</b> 及高效语音模型 <b>MAI-Voice-1</b>; 下一代模型 <b>MAI-2</b> 已启动研发</p>	<p><b>Work IQ 基础平台:</b> 强化 Copilot</p> <p><b>Agent 365 平台:</b> 统一管理企业智能体。</p>	<p>云: Azure24 年以来保持 30%以上收入同比增速</p> <p><b>Office 套件</b>应用 Agent Mode</p> <p><b>Teams 会议与协作平台</b>全面引入 Agent, 可邀请 Copilot 作为会议成员</p>
Meta	<p><b>MTIA v2</b> 已大规模部署, 专门处理庞大的推荐系统推理任务</p> <p><b>专芯专用策略:</b> 推荐算法负载从通用 GPU 转移到 MTIA, 释放通用算力至 Llama 模型训练等</p>	<p><b>通用模型:</b> 新一代开源大模型 Llama 4, 包含 Scout 和 Maverik 两个版本</p> <p><b>多模态: SAM3</b> (最新统一计算机视觉模型) 和 <b>SAM 3D</b> (可将 2D 翻译菜单, 是 AI 穿戴设备的标杆图像转化为精确的 3D 重建)</p>	<p><b>Meta AI App:</b> 多模态交互中心</p> <p><b>Ray-Ban Meta 眼镜:</b> 依托 Llama</p>	<p><b>社交应用:</b> 研发 <b>Project Omni</b> 主动陪聊机器人</p> <p><b>社交平台商业生态:</b> AI 能力用于自动化广告内容生成、个性化推荐及智能搜索</p>
字节	<p><b>Capex:</b> 根据云头条公众号,《金融时报》2025 年 12 月 23 日报道字节跳动已初步计划 2026 年在 AI 领域投入 1600 亿元</p>	<p><b>豆包系列:</b> 通用模型 Doubao 1.6, 视频生成 Seedance 1.0 pro, 语音博客模型在口子空间开放</p> <p><b>视频:Seedrem 4.0 和 Seedance</b> 支撑即梦 AI 平台; 视频理解与生成模型 <b>Vidi2</b> (120 亿参数), 在长视频时空定位任务上表现突出</p>	<p><b>豆包手机助手技术预览版:</b> 与中兴合作的工程样机 nubia M153 上发布, 能够通过 AI 直接操控手机功能</p> <p><b>Pico 头显 (2026 推出):</b> 集成 AI 全景视频生成和实时渲染技术</p> <p><b>豆包:</b> 中国 DAU 最高的 AI 原生应用</p> <p><b>即梦:</b> 多模态创作平台</p> <p><b>Trae:</b> AI IDE</p>	<p>云: 根据 IDC, 火山引擎为 25H1 国内 token 调用量第一</p> <p>AI 赋能抖音/Tiktok 的内容及电商场景</p> <p><b>豆包-即梦-剪小映-抖音构建 AI 创作工具矩阵</b></p>
阿里	<p><b>自研芯片: 平头哥 PPU,</b> 为推理任务设计, 对标 H20; 持续研发基于 RISC-V 架构的<b>服务器芯片</b> (如玄铁 C930), 布局长远架构自主权</p> <p><b>Capex:</b> 未来三年将投入 3800 亿元于 AI 与云基础设施</p> <p><b>新一代 AI 基础设施:</b> 发布 HPN 8.0 网络架构、向量存储桶等</p>	<p><b>Qwen 系列:</b> 发布旗舰大模型 <b>Qwen3-Max</b> (万亿参数)、多模态模型 <b>Qwen3-VL</b>、全模态模型 <b>Qwen3-Omni</b></p> <p><b>Wan 系列:</b> Wan2.5-preview 视频生成模型, 首次采用原生多模态架构</p>	<p><b>千问 APP:</b> 定位为个人 AI 助理</p> <p><b>领头羊 AgentOne:</b> 一站式企业级 AI 应用平台</p> <p><b>造点:</b> 夸克推出, 一站式 AI 图像与视频创作平台, 整合业界领先模型</p> <p><b>夸克 AI 眼镜:</b> 集成阿里生态的硬件 C 端入口</p>	<p>云: 25Q3 整体收入增速 34%, 连续八个季度收入增长环比提速, AI 相关产品收入连续 9 个季度实现三位数的同比增长。</p> <p><b>购物体验:</b> 淘宝/天猫引入 AI 助理 (个人购物助理、AI 试衣等), 从关键词搜索转向对话式、场景式购物</p> <p><b>商家提效:</b> AI 美工和 AI 客服提升经营效率, 能够提升广告 ROI、大规模制作营销素材</p>
腾讯	<p><b>芯片:</b> 投资燧原</p> <p><b>Capex:</b> 2025 年投入绝对值高于 2024 年</p>	<p><b>聚焦 3D 与视频工业化:</b> 基于 TurboS 基座的视觉深度推理模型 <b>T1-Vision</b>; 端到端语音通话模型 <b>混元 Voice</b>; 基础模型升级至<b>混元 3D 3.0</b>; <b>混元 3D Studio1.1</b> 接入全新美术级 3D 生成大模型 PolyGen 1.5, 首次实现端到端四边面直接生成</p>	<p><b>腾讯云智能体开发平台:</b> 原大模型智能引擎升级而来, 帮助企业构建专属智能体</p> <p><b>腾讯元宝:</b> AI 助手 APP</p>	<p>云: 企业服务收入 25 年重回 teens 同比增长</p> <p><b>广告:</b> AI 驱动 eCPM 提升、流量增长。推出了智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+</p> <p><b>生态内融合:</b> 混元模型已深度融入微信、QQ、腾讯会议、腾讯文档等核心产品</p> <p><b>混元 3D 技术赋能游戏开发:</b> 通过 AI 快速生成高质量 D 资产, 游戏公司可以将精力更多集中在玩法</p>

公司	算力	大模型	原生 AI 应用	AI 对已有业务赋能
				设计而非美术堆砌上

资料来源：各公司官网，亚马逊广告公众号，TweakTown（海外媒体），TrendForce（集邦咨询），中关村在线，财联社，36 氪，智东西，字节跳动技术团队，腾讯研究院，微软科技，AlBase（新闻媒体），界面新闻，IT 之家，云头条公众号，金融时报，申万宏源研究

阿里巴巴是国内稀缺拥有“芯片-服务器-云计算操作系统-大模型”全栈自研技术体系的云厂商。2025 年以来，公司持续深化 AI 驱动战略，通过底层算力基础设施的升级与上层大模型的快速迭代，构建了极具竞争力的“超级 AI 云”生态。今年云栖大会展示了全面升级的阿里云 AI 基础设施，涵盖底层芯片、超节点服务器、高性能网络、分布式存储、智算集群到人工智能平台、模型训练推理服务的全栈 AI 技术能力。

图 8：阿里云全栈 AI 技术能力



资料来源：阿里云公众号，申万宏源研究

表 2：2025 年阿里大模型领域主要进展

领域	主要进展	关键进展
模型迭代	Qwen3-Max 旗舰模型	参数量突破 1 万亿；分为指令和推理两大版本；在代码生成（SWE-Bench 评测 69.6 分）和智能体能力方面表现突出。
	Qwen3-Coder	重大升级后，能够实现更快的推理速度与更强的代码安全性。
	Qwen3 多模态模型	Qwen3-VL：最强的视觉语言模型，支持视觉编程和 3D 定位。 Qwen3-Omni：原生端到端全模态模型，能处理文本、图像、音频、视频输入，并实现实时交互。 推出 Fun（通义百聆）语音大模型，具有多语言辨识与合成能力
	Wan2.5 视频生成模型	预览了 4 款模型；视频生成时长延至 10 秒，并原生支持高保真音频，确保音画同步。
	淘宝全模态大模型	首次透露 TStars-Omni，支持文本、图像、视频、音频的多模态输入与输出。
开发生态与平台	Model Studio 开发平台	新增高代码（ADK）和低代码（ADP）开发框架，助力高效构建 AI 智能体；

		平台上已创建超过 80 万个智能体。
	Model Studio 智能体	推出多项企业及能力：MCP 工具连接、RAG 多模态融合、动态推理调度以及沙盒服务，协助企业加速 AI Agent 落地应用
	AI 应用平台	推出面向企业的领头羊 AgentOne 平台和面向创作者的造点一站式 AI 创作平台。

资料来源：阿里云官方，36 氪，环球网，中国网，申万宏源研究

**阿里稳居国内云厂领军，收入体量、收入增速和利润率均处于行业一梯队；在全球范围内增速追赶谷歌云，但利润率仍较海外云厂有差距。** 我们于 2024 年 11 月 6 日发布深度报告《阿里巴巴-W(09988)——AI 开启阿里云新成长(阿里巴巴深度之三暨 GenAI 系列报告之 39)》提出的核心观点：阿里云业务低谷期已过，看好 AI 时代景气向上及价值重估。云收入增长持续验证，阿里云 FY26H1 在集团收入占比提升至 14%，增速最快。

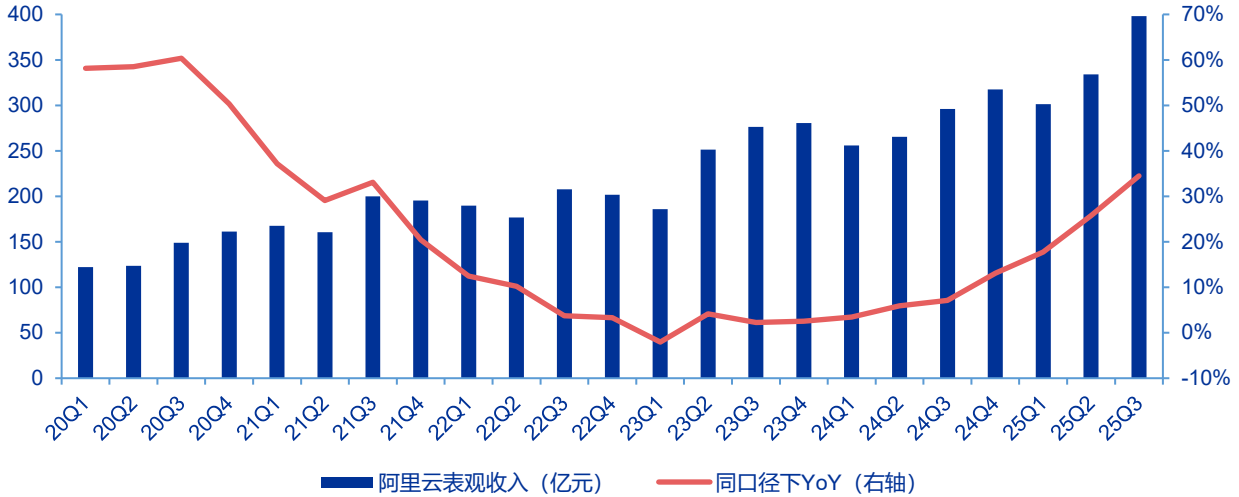
根据 IDC 数据和阿里云公众号，25Q2 阿里云在国内公有云 IaaS 市场份额为 26.8%，连续五个季度上涨。**收入端持续加速趋势：**截至 25Q3，阿里云连续八个季度收入增长环比提速，AI 相关产品收入连续 9 个季度实现三位数的同比增长。25Q3 阿里云收入增速超过 30%已经接近谷歌云水平。**利润率改善，但非当前业务重点。**阿里云当前目标是提升份额，优先级关注用户和场景获取，而非提升毛利率。国内云与海外云利润率差异的核心原因是竞争格局和客户支付意愿；自研芯片+内部负载规模效应+自研模型有望提升长期利润率。

表 3：阿里巴巴 FY26H1 财务情况

	收入 (亿元)	占比 (%)	YoY	经调整 EBITA (亿元)	占比 (%)	利润率
阿里巴巴中国电商集团	2,727	51%	12%	489	100%	18%
阿里国际数字商业集团	695	13%	14%	1	0%	0%
云智能集团	732	14%	30%	66	13%	9%
所有其他	1,216	23%	-27%	-48	-10%	-4%
未分摊	11	0%		-16		
分部间抵消	-426			-12		
合并	4,954			479		

资料来源：阿里巴巴财报，申万宏源研究

图 9：阿里云收入 (亿元, %)



资料来源：阿里巴巴财报，申万宏源研究

表 4：阿里云整体以及对外收入 YoY

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
整体收入 YoY	3%	6%	7%	13%	18%	26%	34%
不计阿里巴巴并表业务的收入 YoY	下滑	> 6%	> 7%	11%	17%	26%	29%

资料来源：阿里巴巴财报，申万宏源研究

表 5：国内海外主要云厂收入比较

	报表对应口径	25H1 收入 (亿人民币/亿美元)	25H1 收入 YoY
阿里巴巴	云智能集团	635	22%
腾讯控股	企业服务		Q1、Q2 均为 teens
百度集团	AI cloud	132	35%
金山云	整体收入	43	18%
中国电信	天翼云	573	4%
	智能收入	63	89%
中国移动	移动云	561	11%
中国联通	联通云	376	
亚马逊	AWS	601	17%
微软	Intelligent Cloud	566	23%
	Azure and other cloud services		Q1 为 33%，Q2 为 31%
谷歌	Google Cloud	259	30%

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

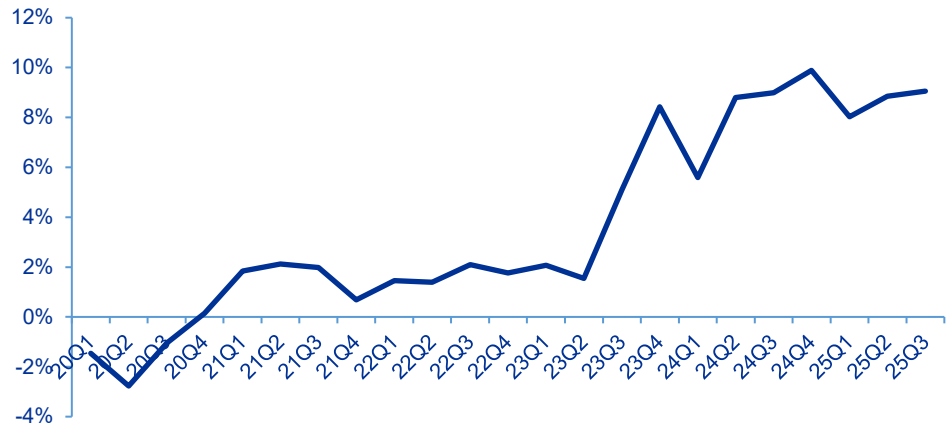
注 1：国内公司收入货币单位为人民币，海外公司货币单位为美元。

注 2：腾讯企业服务除包含云收入外，还包括视频号技术服务费。

注 3：中国电信智能收入包括面向客户提供的人工智能、智算服务等收入。

注 4：联通云收入口径优化为融合创新解决方案产生的云 IDC、云资源、云平台、云服务、云集成、云互联、云安全等收入。

图 10: 阿里云调整后 EBITA Margin (%)



资料来源: 阿里巴巴财报, 申万宏源研究

表 6: 国内海外主要云厂利润率比较

公司	报表对应口径	利润率口径	9M25 利润率 (%)	9M24 利润率 (%)
阿里巴巴	云智能集团	调整后 EBITA 利润率	9%	8%
金山云	整体收入	调整后经营利润率	-3%	-8%
亚马逊	AWS	经营利润率	36%	37%
微软	Intelligent Cloud	经营利润率	42%	43%
谷歌云	Google Cloud	经营利润率	21%	13%

资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

头部优质客户多。阿里干问成新加坡国家 AI 项目技术底座。根据阿里云公众号 12 月推文, 截至目前, 阿里通义大模型已经服务超 100 万家客户, 包括国际奥委会、宝马、LV、欧莱雅、西门子、星巴克、万豪等国际组织和知名品牌。Omdia 此前的报告显示, 2025 上半年, 超 7 成的《财富》中国 500 强企业已采用 GenAI, 其中, 阿里云渗透率为 53%, 排名第一。

表 7: 阿里云部分客户

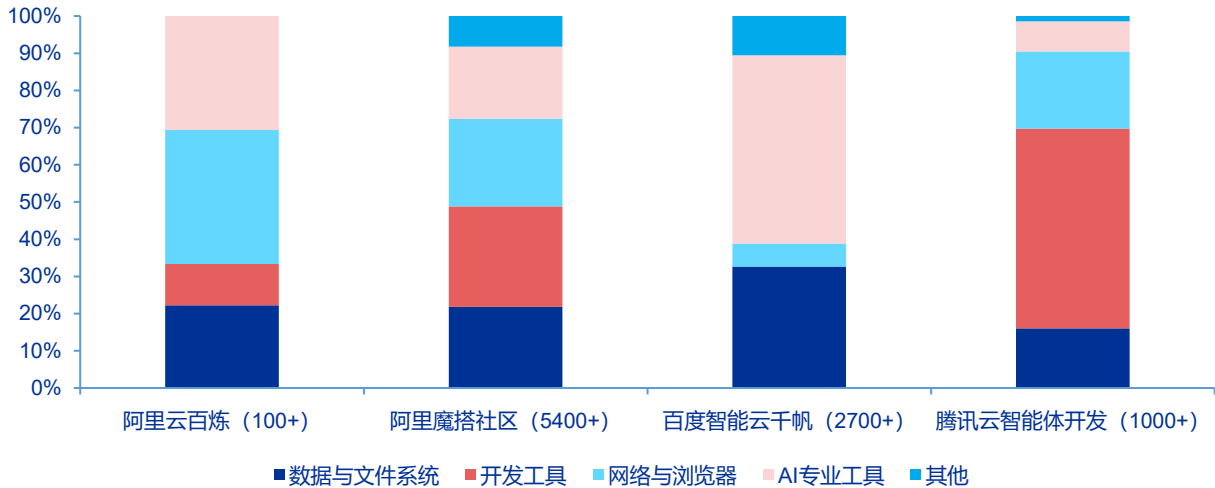
公司	使用的核心 AI 能力	具体合作领域
NBA 中国	云计算与 AI 技术	赛事直播, 球迷互动体验
博世集团	云计算与 AI 技术	企业数字化转型: 云端驱动的企业运营, AI 赋能的业务创新, 电商领域的拓展
渣打银行	AI 技术和解决方案	AI 客户和销售推荐, 风险管理和合规自动化
浙商银行	AI 技术和解决方案	升级零售金融、公司金融和普惠金融服务体系
国泰海通	大模型与算力	打造智算平台 (覆盖高频业务场景), 智能投研、智能投顾、智慧办公, 证券行业垂直大模型
中国银联	通义千问	金融支付垂域大模型
广汽集团	全栈 AI 能力	汽车行业基础设施 (AI 全场景落地)
哈啰 Robotaxi	全栈 AI 能力	基座模型和座舱 AI Agent, 技术研发与场景落地的底层支撑
万豪国际	云基础设施, AI 技术能力	云基础设施、AI 应用创新, 打造用户个性化体验
海尔集团	全栈 AI 架构, 通义千问	产业 AI 转型 (聚焦 AI+云、电商、全球化等领域)
惠普	通义大模型	惠普 AI 助手集成通义大模型能力

公司	使用的核心 AI 能力	具体合作领域
欧莱雅	全栈 AI 能力	智能客服、市场营销等场景的数智赋能
国家管网	通义千问等大模型	开放服务及交易平台
中国煤科	通义千问, 云计算	晓悟地质垂直大模型 (该成果已入选国资委首批央企人工智能战略性高价值场景), 煤炭行业人工智能基础平台
国家新材料大数据中心	通义千问	首个钢铁材料设计大模型
地球观测组织	云计算、人工智能和大数据分析能力	全球高温韧性服务平台 (GHRIS)

资料来源: 阿里云公众号, 申万宏源研究

**基建服务以外, 向 PaaS 发展, MCP 生态活跃。** 阿里摩搭社区+百炼服务数量和月活用户对比同业优势明显。MCP 类似 “AI 时代的 USB-C 接口”, 任何模型均可调用第三方服务。MCP 生态发展, 可帮助阿里云提升客户粘性和平台价值。

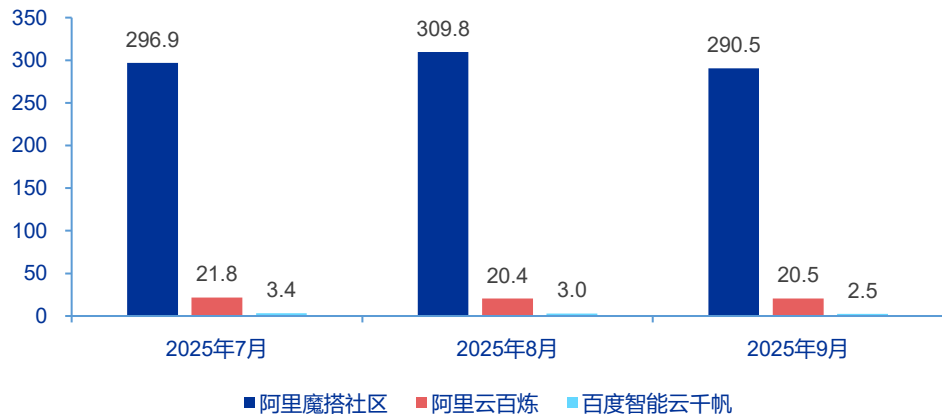
图 11: 典型 MCP 相关平台服务数量与分布类型



资料来源: QuestMobile (国内移动互联网大数据公司), 申万宏源研究

注: MCP 服务数量统计时间截至 2025 年 10 月 20 日

图 12: 2025 年 Q3 MCP 相关平台 PC 网页端月活跃用户规模 (万)

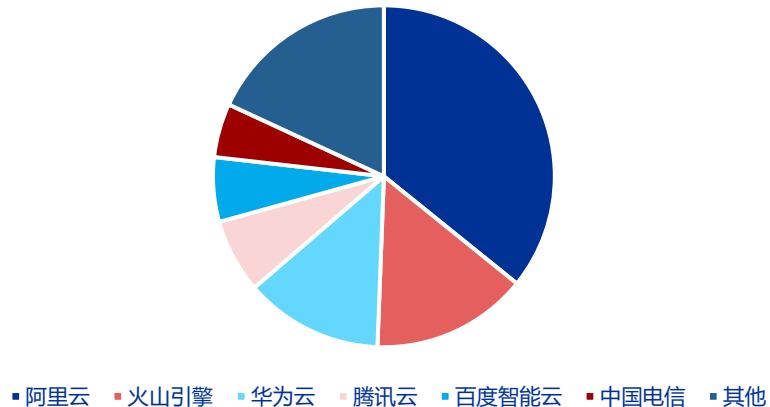


资料来源: QuestMobile (国内移动互联网大数据公司), 申万宏源研究

### 1.3 如何看待火山引擎竞争？

综合第三方机构不同口径的统计报告，阿里云在国内公有云 IaaS、综合 AI 云市场仍是领军。根据 IDC 数据，25H1，阿里云在中国公有云 IaaS 市场以 26.4% 的市场份额稳居第一，市场占有率提升 0.8%。根据 Omdia，阿里云 25H1 在国内 AI IaaS+PaaS+MaaS 市场份额为 35.8%，位居第一，超过第 2 至 4 名总和。

图 13：25H1 中国 AI 云市场主要厂商市场份额 (AI IaaS+PaaS+MaaS, %)



资料来源：Omdia（全球技术市场研究咨询机构），申万宏源研究

比较互联网大厂的资本开支和云业务投入程度，字节跳动火山引擎是阿里云在 AI 云时代需要重点关注的竞争对手。

火山引擎投入激进，成为 AI 云时代的新势力。火山引擎是字节跳动旗下的云服务平台，于 20 年 6 月上线；而阿里云、腾讯云、华为云和三大运营商已经在国内云计算市场占有主要份额。AI 云时代，火山引擎通过打磨豆包大模型能力和较为激进的销售政策，份额快速提升。

- 根据 IDC，25H1 中国公有云 IaaS 市场中，火山引擎凭借线上算力能力实现快速增长，市场排名跳跃式增长。
- 根据 Omdia，25H1 国内 AI IaaS+PaaS+MaaS 市场，火山引擎排名第二。

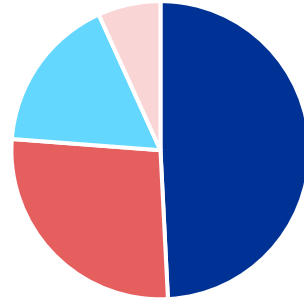
细分市场中，火山引擎在 MaaS 市场份额突出但是定价较低，且目前 MaaS 市场规模仍比较小。一方面，字节模型能力领先，来源于字节技术外溢以及庞大 C 端产品矩阵带来的数据反馈和导流。另一方面，火山引擎定价较低。对需要快速接入 AI 能力但不想自建模型、成本敏感的 AI 原生企业和开发者有较强的吸引力。但是值得注意的是 1) **当前 MaaS 市场规模仍小**。根据 IDC 数据，25H1 国内 MaaS 市场规模为 12.9 亿元；小于 GenAI IaaS 市场的十分之一；更远小于整体 IaaS 市场规模。2) **各厂商在 Tokens 的市场份额与 MaaS 市场份额亦存在差距（token 定价差异）**：火山引擎在 Tokens 市场份额为 49.2%，MaaS 市场份额为 37.5%。

图 14：2024 年中国公有云大模型服务调用量分布 (Tokens)

图 15：25H1 中国公有云大模型服务调用量分布 (Tokens)



■ 火山引擎 ■ 百度云 ■ 阿里云 ■ 其他



■ 火山引擎 ■ 阿里云 ■ 百度智能云 ■ 其他

资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

**表 8：火山引擎 Doubao-Seed-1.6 模型调用价格（元）**

	输入单价（每千 Token）	输出单价（每千 Token）
在线推理	0.0008 起	0.002 起
批量推理	0.0004 起 0.00016 元/千命中 tokens	0.001 起

资料来源：火山引擎官网，申万宏源研究

注：Doubao-Seed-1.6 是字节跳动旗下火山引擎于 2025 年 6 月 11 日在春季 FORCE 原动力大会上正式发布的大语言模型。

**表 9：阿里巴巴 Qwen3-Max 模型调用价格（元）**

单次请求的输入 Token 数	输入单价（每千 Token）	输出单价（每千 Token）
0<Tokens≤32K	0.0032	0.0128
32K<Tokens≤128K	0.0064	0.0256
128K<Tokens≤252K	0.0096	0.0384

资料来源：阿里云官网，申万宏源研究

注：Qwen3-Max 是阿里巴巴集团于 2025 年 9 月 24 日在云栖大会上发布的通义千问系列旗舰模型，为闭源模型。

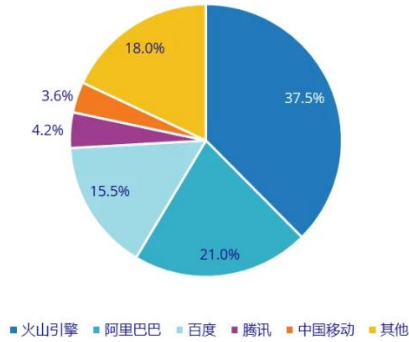
注：若模型支持 Batch 调用，其输入和输出 Token 单价均按实时推理价格的 50% 计费；若模型支持上下文缓存，仅输入 Token 享有折扣。两者不能同时生效。

**表 10：中国公有云 IaaS/GenAI IaaS/MaaS 市场规模及阿里云、火山引擎份额**

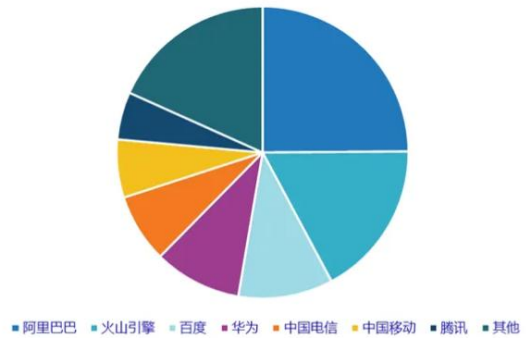
分类	市场规模（亿元）	阿里云	火山引擎
中国公有云 IaaS 市场总规模	> 1000	26.4%，第一	
中国 GenAI IaaS 市场总规模	166.8	第一	第二
中国 MaaS 市场总规模	12.9	21.0%，第二	37.5%，第一

资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

**图 16：25H1 中国 MaaS 市场主要厂商市场份额（%）**
**图 17：25H1 中国 GenAI IaaS 市场主要厂商市场份额（%）**



资料来源：IDC (国际数据公司), 申万宏源研究



资料来源：IDC (国际数据公司), 申万宏源研究

**即使存在价格差异，全栈式服务云厂在 MaaS 市场并未缺位；**可发挥传统云时代积累的客户资源和服务经验优势。阿里云在国内公有云大模型服务调用量市场份额已跃升至第二位。阿里云作为老牌全栈云厂的优势：1) 庞大的存量企业客户在转向 AI 时，会自然倾向于在原有云平台上购买 AI 算力和服务；2) 广泛的能力产品矩阵能提供更完整、可控的解决方案。**阿里云在全栈解决方案、生态完整性上的优势难以短期复制，其增长逻辑在于承接企业整体智能化转型需求，而不仅是提供单一模型调用。**

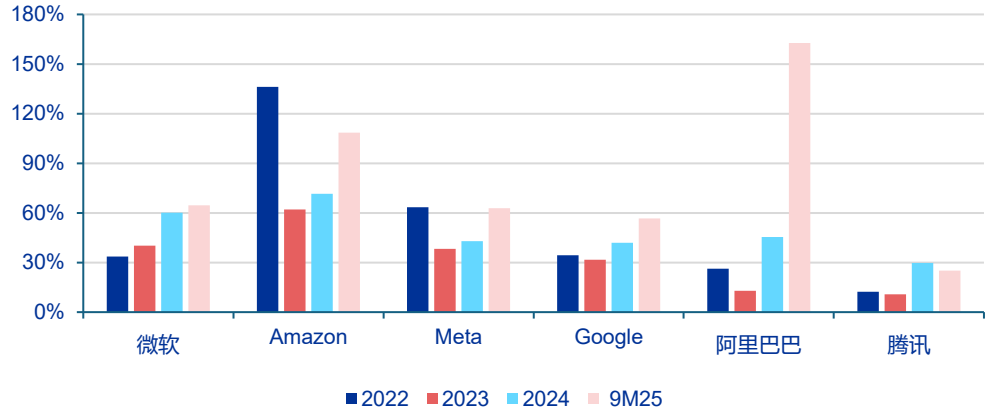
我们认为火山引擎当前的优势在于“快与省”，适合弹性、轻量 AI 需求，尚未有客户整体迁移的案例。对竞争格局的影响我们认为需要关注：

- MaaS 层能否保持模型能力领先以及低价：单纯的低价策略持续性或有限，需观察能否通过技术创新、规模效应等保持低价。
- MaaS 层流量能否转化为 IaaS/PaaS 层的营收：扩大业务规模且提升用户粘性；取决于火山引擎自身的产品服务能力，以及能否发挥集团资源优势。

## 1.4 如何从现金流角度看 AI 投入的持续性？

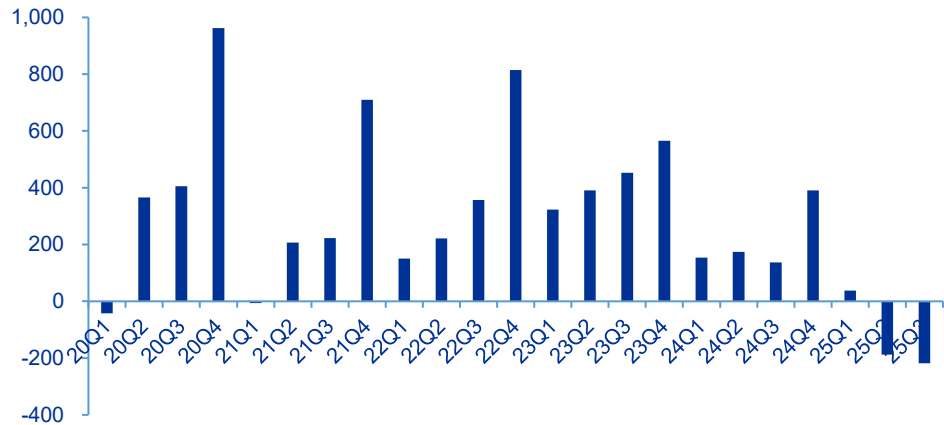
我们使用资本开支/经营性现金流衡量各家厂商的投入激进程度，阿里巴巴由于云+闪购双线投入，9M25 这一指标已经达到 163%。海外云厂微软、Meta、谷歌处于 50-70% 区间，较为健康，腾讯这一比例明显较低是因为主业现金流增长强劲且云收入规模小、投入相对谨慎，亚马逊、阿里巴巴资本开支投入超过经营性现金流水平。阿里由于对即时零售以及云基础设施投入，自由现金流下降，25Q2 起转负。截至今年 9 月末，阿里账上现金及其他流动投资为 5738.89 亿人民币。

图 18：资本开支/经营性活动现金流



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

图 19：阿里巴巴自由现金流（亿元）

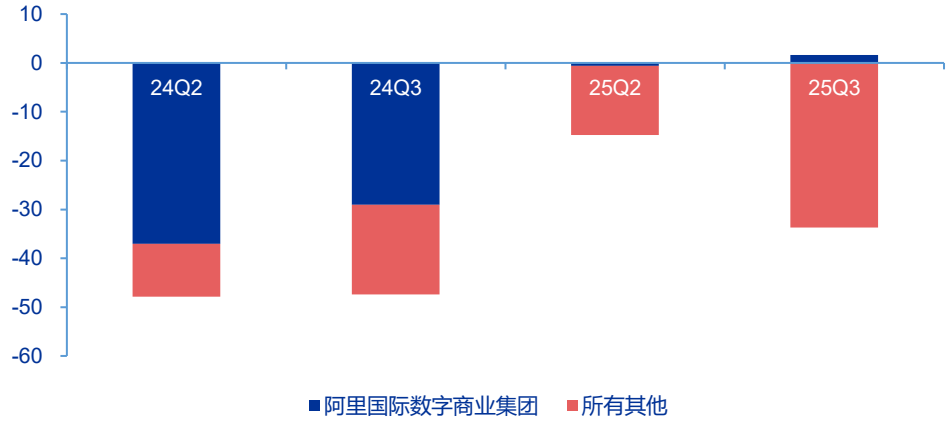


资料来源：阿里巴巴财报，申万宏源研究

后续阿里巴巴现金流情况取决于：1) 即时零售投入力度；2) 其他业务减亏，投资组合变现；3) 外部融资。

- **其他业务减亏**：AIDC（阿里巴巴国际数字商业集团）业务重要目标是运营效率，经调整 EBITA 已于 25Q3 转正。所有其他（盒马、菜鸟、阿里健康、虎鲸文娱集团、高德、智能信息 UC+夸克、灵犀互娱、钉钉和其他业务）仍处于亏损状态，已经出售高鑫零售和银泰，仍有优化空间。
- **投资组合调整**：截至今年 9 月末，阿里股权证券及债权投资账面价值为 4572 亿元，其中股权证券为 1949 亿元，债权投资为 2623 亿元。阿里陆续减持 AH 部分公司，资金回流。
- **对外融资**：阿里 24 年以来进行 4 次对外融资，25 年两次融资明确用于投入云基础设施。

图 20：阿里巴巴 AIDC 和所有其他业务经调整 EBITA（亿元）



资料来源: 阿里巴巴财报, 申万宏源研究

表 11: 阿里巴巴投资组合调整

公司	总市值 (亿元)	主体	减持前比例	时间	方式	实际/计划减持
Trendyol GO	2025 年 5 月订立买卖协议, 向 Uber 出售 Trendyol GO 85% 股权, 该交易于 2025 年 9 月底前完成, 产生约 60 亿元收益。					
圆通速递	576	杭州灏月	11.0%	2025 年 4 月 3 日至 2025 年 7 月 2 日	大宗交易	拟减持不超过 2%
			9.1%	2025 年 11 月 7 日至 2026 年 2 月 6 日	大宗交易	拟减持不超过 2%
美凯龙	123	杭州灏月	6.7%	2025 年 9 月 1 日至 2025 年 11 月 30 日	大宗交易、集中竞价交易	拟减持不超过 3%
		淘宝控股+新零售基金	2.6%	2025 年 12 月 10 日至 12 月 11 日	集中竞价	减持 0.7%
		杭州灏月	5.4%	2025 年 12 月 25 日至 2026 年 3 月 24 日	大宗交易、集中竞价交易	拟减持不超过 3%
万达电影	235	杭州臻希	6.4%	2025 年 5 月 30 日至 2025 年 8 月 29 日	大宗交易、集中竞价交易	拟减持不超过 1.3927%
翱捷科技-U	339	阿里网络	15.4%	2025 年 9 月 19 日至 2025 年 12 月 18 日	大宗交易、集中竞价交易	拟减持不超过 3%

资料来源: Wind, 港交所, 申万宏源研究

注: 最新市值为截至 2025 年 12 月 23 日收盘。

表 12: 阿里巴巴 24 年以来对外融资

时间	融资类型	规模	主要资金用途
2024 年 5 月	可转换优先票据	50 亿美元	
年月	双币种票据	. 亿美元+ 亿人民币	用于偿还离岸债务和股份回购等

时间	融资类型	规模	主要资金用途
2025年7月	零息可交换债券(与阿里健康股份挂钩)	120.23亿港元	投资以支持云基础设施和国际商业业务的发展
2025年9月	零息可转换优先票据	32亿美元	战略重点是增强云基础设施能力及国际商业业务营运

资料来源：阿里巴巴公告，申万宏源研究

## 2. AI 增量一：AI 芯片国产化，平头哥开启对外销售

**国产 AI 芯片需求放量，供给迭代，份额提升，上市潮来临，互联网自研芯片有望价值重估。**需求端，受外部环境等影响，国产 AI 芯片需求增加。供给端，国产产品迭代加速，国产 AI 芯片性能接近英伟达 H100，从可用到好用。根据 IDC，25H1 国产芯片市场份额约 38%，2023 年仅为 15%，2 年实现翻倍以上增长。当前竞争格局较为清晰，华为、寒武纪、海光+大厂 ASIC 凸显。**国产芯片加速上市：**国产芯片公司摩尔线程、沐曦股份已经在 A 股上市，壁仞科技已通过港交所聆讯，百度正在评估昆仑芯单独分拆上市；预计 26 年有多家国产大模型、芯片迎来 IPO。

图 21：主要芯片公司对比

对比维度	英伟达	超威半导体	华为海思	寒武纪	昆仑芯	平头哥	燧原科技	摩尔线程	沐曦股份
成立年份	1993年	1969年	2004年	2016年	2011年	2018年	2018年	2020年	2020年
软件生态	CUDA生态引领国际	ROCm生态作为开源生态吸引了部分开发者	生态建设较早，自主研发CANN异构计算架构，具备一定生态能力	自主研发Neuware基础系统，具有云端一体开发环境	与飞浆完成 III 级兼容，适配 TensorFlow、PyTorch 等主流框架，构建全栈工具链	基于 RISC-V 架构构建生态，开源玄铁系列处理器，支持安卓等多系统	自主研发“驭算”编程平台，支持 TensorFlow、PyTorch 迁移，计划 2025 年实现 90% CUDA 算子兼容	依托自研MUSA架构搭建国产计算加速生态	自主研发MXIMACA软件栈，同时高度兼容CUDA生态
国内市场份额 (2024年)	70% (IDC数据)	5% (Bernstein Research)	23%	1%	6.3% (IDC)			1%	1%
2024年度营业额 (亿元)	66% (Bernstein Research)								
产品类型丰富度	9361.7	1849.8		11.8				4.4	7.4
主要产品类型占比	GPU板卡、图形显卡及配套产品	CPU板卡、GPU板卡、图形显卡、SoC	AI芯片、网络芯片、模拟芯片、MCU、光模块等	智能芯片及加速卡、智能处理器IP	AI 芯片、加速卡、超节点智算服务器等，覆盖云端训练与推理场景	涵盖 RISC-V 处理器 IP、AI 推理芯片、通用服务器 CPU、SSD 主控芯片等，端云一体布局	AI 训练卡、推理卡	AI智算产品、专业图形加速产品、桌面级图形加速产品、智能SoC产品	GPU产品及配套软件栈与计算平台
主要产品类型	计算&网络 (主要为AI训练推理、通用计算) : 89%	AI GPU收入金额超过50亿美元，占比20%左右		云端产品线 (包括云端智能芯片及板卡，智能整机) 占比99%以上				AI训练推理、通用计算相关产品: ~78%	AI训练推理、通用计算相关产品: ~98%
主要产品型号	AI训练、AI推理、通用计算、图形渲染	AI训练、AI推理、通用计算、图形渲染	AI训练、AI推理	AI训练、AI推理	AI 训练、AI 推理、通用计算	AI 训练、AI 推理、通用计算、存储控制	通AI 训练、AI 推理、通用计算	AI训练、AI推理、通用计算、图形渲染	AI训练、AI推理、通用计算、图形渲染
主要应用客户/场景	B200、H100、H20、A100	MI350X、MI325X 910B、910C		MLU590、MLU370	P800、R200、R480-X8、K100 等	含光 800、倚天 710、镇岳 510、玄铁 C930 等	云燧 T20、云燧 i20 等	S5000、S4000、S3000、S80	曦云C500、曦云C550

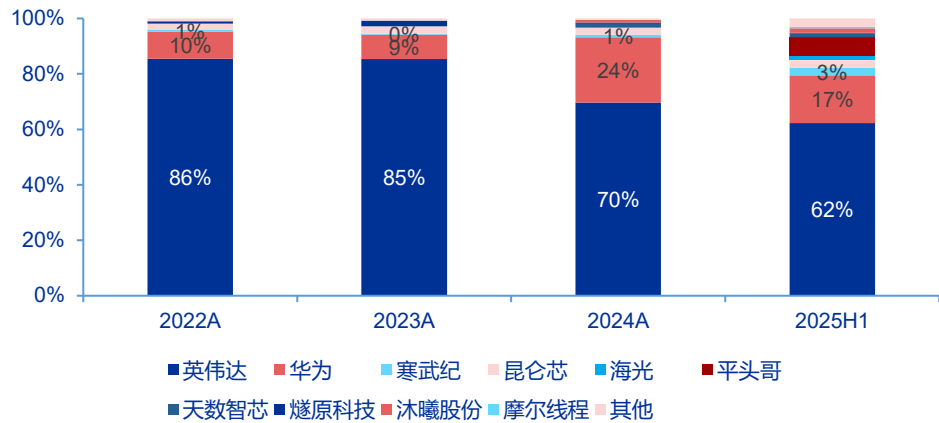
资料来源：沐曦股份招股说明书，摩尔线程招股说明书，申万宏源研究

表 13：国内外领先 AI 芯片参数性能对比

品牌	英伟达	华为	寒武纪	海光信息	摩尔线程	沐曦股份	阿里平头哥	AMD		
具体型号	GB200	H100	H20	昇腾 910C	MLU590	DCU 3 号	S4000	C550	810	MI350X
FP8(TFLOPS)/INT8 (TOPS)	200000	2000	296	-	-	-	200	560	-	4614
FP16 (TFLOPS)	10000	1000	148	800	-	-	100	280	-	2309.6
FP32 (TFLOPS)	160	60	44	-	性能达到国内领先水平	-	25	36	-	144.2
显存容量	372GB	80 GB	96GB	128GB	水平	-	48 GB	64GB	96GB	288GB
	HBM3e	HBM3	HBM3	HBM2e				HBM2e	HBM2e	HBM3e
显存带宽	16TB/s	3TB/s	4TB/s	3.2TB/s			768 GB/s	1.8TB/s	700GB/s	8TB/s
互联带宽	3.6TB/s	900GB/s	900GB/s	784GB/s			~800GB/s			1075.2
功耗		700W	400W	700W			450W	350W	400W	1000W

资料来源：各公司官网，各公司公告，申万宏源研究

图 22: 国产 AI 芯片份额提升 (%)



资料来源: IDC (国际数据公司), 申万宏源研究

表 14: 摩尔线程与沐曦股份市值与营收 (亿元)

股票代码	股票简称	总市值 (亿元) 2025/12/23	2024 年营业收入 (亿元)	9M25 营业收入 (亿元)
688795.SH	摩尔线程-U	3,181	4.4	7.8
688802.SH	沐曦股份-U	2,671	7.4	12.4

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**互联网大厂 (百度昆仑芯、阿里平头哥) 芯片有开发生态核心禀赋: 单一而庞大的内部工作负载、开发者群体规模。**阿里在国内芯片布局领先。2018 年 9 月成立全资半导体芯片业务主体平头哥, 拥有端云一体全栈产品系列, 涵盖数据中心芯片、IoT 芯片等, 实现芯片端到端设计链路全覆盖。**阿里全栈自研持续突破, 硬件生态全面升级。**阿里 2025 云栖大会推出**自研磐久 128 超节点 AI 服务器**, 支持多种 AI 芯片, 单柜支持 128 个 AI 计算芯片, 密度刷新业界纪录; 集成阿里自研 CIPU 2.0 芯片和 EIC/MOC 高性能网卡, 采用开放架构, 相对于传统架构, 同等 AI 算力下推理性能还可提升 50%。综合 CCTV 新闻等报道, 通过对比关键参数, **平头哥 PPU AI 芯片部分参数指标上超越了英伟达 A800, 与 H20 相当。**

**阿里平头哥开启对外商业化。**平头哥已中标中国联通三江源绿电智算中心项目, 已签约国产算力合计 3579P, 平头哥提供 1945P, 占比 54%。**平头哥的 PPU AI 芯片已从内部降本工具, 迈入对外销售的新阶段。**

**自研芯片对阿里巴巴的战略价值: 是阿里云提供差异化算力服务、提升利润率的关键, 更是其输出全栈 AI 解决方案、绑定客户的核心抓手。**芯片能力的开放, 使得阿里得以在国内算力生态中扮演更重要角色, 将硬件、软件与云服务深度耦合, 构建了比单纯云服务更坚固的生态壁垒。

表 15: 2025 年阿里云芯片领域重要进展

领域	主要进展	关键内容 / 特点
AI 算力/加速芯片	PPU AI 芯片	对标英伟达 H20, 专为 AI 工作负载优化, 配备 96GB HBM2e 高带宽内存。
服务器 CPU 芯片	玄铁 C 处理器	玄铁首款服务器级 CPU C930 于 2025 年 3 月启动交付。其通用算力性能达 SPECint 基准测试 /GHz, 并集成了通用高性能算力与 AI 算力。

	RISC-V 生态合作	玄铁与系统 IP 提供商 Arteris 深化合作，将玄铁 C930 等高性能 CPU 与 Arteris 的片上网络互连 IP 集成，为客户提供经过验证的 SoC 解决方案，缩短芯片设计周期。
芯片封装与制造	芯片封装专利	2025 年 9 月公开“集成电路组件和芯片封装结构”专利，涉及多个运算单元和访问控制单元的协同，旨在提升数据处理效率。
	芯片制造	新款测试中的 AI 芯片由一家中国本土企业负责制造，不同于此前交由台积电生产的模式。

资料来源：长江商报，南方+，玄铁公众号，36 氪，华尔街日报，申万宏源研究

图 23：中国联通三江源绿电智算中心项目国产算力签约情况



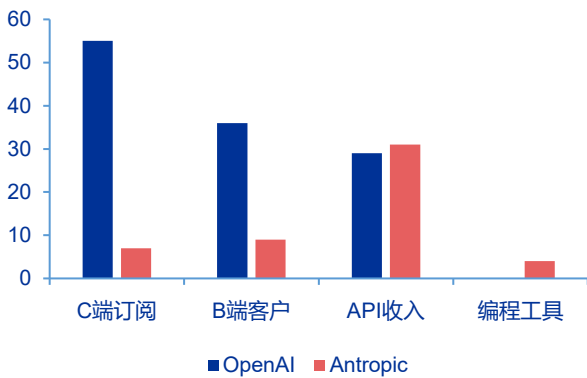
资料来源：新闻联播，申万宏源研究

### 3. AI 增量二：抢占 C 端入口，有望开启变现

#### 3.1 千问 APP，有望成为阿里生态新入口

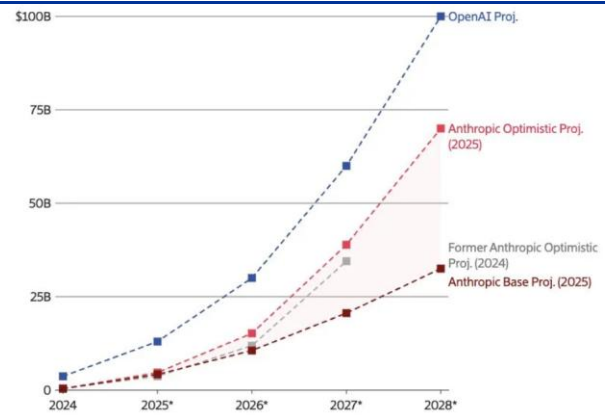
通用 AI 助手从工具升级为应用生态入口并货币化是 2026 年 AI 应用需要重点关注的方向。海外 Chatbot 变现方向包括 C 端订阅、API 收入、编程等。OpenAI 在 25 年 10 月初开发者大会宣布两大升级，将 ChatGPT 从一个对话工具，转变为一个串联多种能力的超级平台，主动介入用户的日常生活和工作流程，以打开收入天花板。其中 25 年 9 月，OpenAI 宣布 ChatGPT 支持“即时结账”功能，用户无需跳转，即可在对话中完成从推荐到支付的全流程购物。国内互联网公司在 Chatbot 升级为应用入口流量变现上能力更强（有现成的电商、本地生活等业务）、动力更强（难以获得订阅费和编程收入）。字节豆包 25 年 10 月已经接入抖音商城和本地生活业务。腾讯控股 25Q3 法说会微信 AI Agent 在早期开发阶段。25 年 11 月以来阿里发力千问 C 端产品，产品推广+融合现有电商、本地生活业态是主要发力点。

图 24: OpenAI 和 Antropic 2025 年 ARR 预计拆分 (亿美金)



资料来源: The Information (海外媒体), 申万宏源研究  
注: 2025 年 7 月预估

图 25: OpenAI 和 Antropic 收入预测 (亿美金)



资料来源: The Information (海外媒体), 申万宏源研究  
注: 据 The Information 11 月报道, Anthropic 将今年的营收预期上调约 26% 至 47 亿美元, 其中, API 及相关业务的收入约为 38 亿美元。

表 16: OpenAI、阿里巴巴、腾讯控股、字节跳动 Chatbot 升级连接生态

公司	Agent 进展
OpenAI	25 年 10 月 DevDay 2025 发布 Apps inside ChatGPT, 用户能够在聊天界面访问各种应用。用户只需要在聊天界面中输入应用的名称, 即可调取相应的服务内容。当前仅开放了试用版, 涵盖的第一批交互式应用包括 Booking.com、Expedia、Spotify、Figma、Coursera、Zillow 和 Canva 等
阿里巴巴	阿里 25 年 12 月已成立千问 C 端事业群。由阿里巴巴集团副总裁吴嘉负责。该事业群由原智能信息与智能互联两个事业群合并重组而来, 包含千问 APP、夸克、AI 硬件、UC、书旗等业务。阿里巴巴在内部沟通中提及, 千问 C 端事业群的首要目标是将千问打造成为一款超级 APP, 成为 AI 时代用户的第一入口。
腾讯控股	25Q3 法说会表示微信 AI Agent 是最终目标, 当前处于早期开发阶段, 正并行推行工作包括在微信引入元宝能力测试功能收集反馈、增强 AI 搜索能力等。
字节跳动	豆包 年 月接入抖音商城、抖音本地生活, 下单支付需要在抖音内完成。

资料来源: OpenAI (海外大模型公司), 钛媒体, 腾讯控股法说会, 豆包, 申万宏源研究

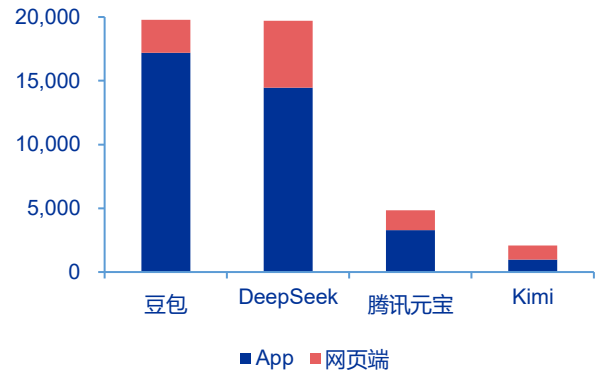
阿里 AI 助理, Qwen 模型的 C 端落地应用“千问 APP”2025 年 11 月 17 日公测上线, 公测一周下载量超 1000 万, 公测 23 天全端 (APP、Web、PC 端) 月活跃用户数突破 3000 万。

图 26: 25 年 3 月 AI 应用月活用户规模 (万)



资料来源: QuestMobile (国内移动互联网大数据公司), 申万宏源研究

图 27: 25 年 9 月 AI 应用月活用户规模 (万)



资料来源: QuestMobile (国内移动互联网大数据公司), 申万宏源研究

**当前为 Chatbot 形态, 具备多模态能力。**千问当前为独立的 APP, 首屏是对话界面, 和 ChatGPT、豆包的界面类似, 对用户免费, 且团队表示暂不考虑收费问题。多模态能力方面, 千问下端功能栏中支持拍照讲题、AI 生视频、AI 修图、PPT 创作、AI 生图、视频通话等功能。

**以周为单位快速迭代, 生活场景陆续接入。**据晚点 LatePost 报道, 此次千问推出的是初级版本, 很快会有大更新。当前正在联合淘宝、高德、闪购、支付宝等产品的团队开发, 计划接入各类生活场景 APP, 将千问打造成超级入口。12 月 17 日, 千问已接入高德地图, 可以基于实时地图数据提供路线规划、餐馆推荐等。

**千问流量提升后, 有望给阿里淘天、飞猪等业务导流, 带动交易平台用户活跃度及交易 GMV 增加, 最终通过广告和电商抽佣变现。**

图 28: 千问拍照搜同款并提供交易链接

图 29: 千问接入高德地图提供导航、打车服务



资料来源：机器之心公众号，申万宏源研究

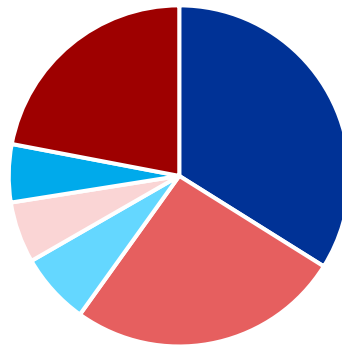


资料来源：千问，申万宏源研究

### 3.2 AI 硬件 (手机、眼镜等) 抢夺新入口

阿里的核心用户场景 (购物、出行服务) 以交易和工具为主，kill-time 属性较弱，用户时长相比社交、内容等天然高时长属性平台比存在劣势；通过硬件切入 (合作苹果 AI，夸克 AI 眼镜)，是新的战略探索。

图 30：24 年 3 月中国移动互联网各行业使用总时长分布



移动视频 移动社交 新闻资讯 手机游戏 移动购物 其他

资料来源：QuestMobile (国内移动互联网大数据公司)，申万宏源研究

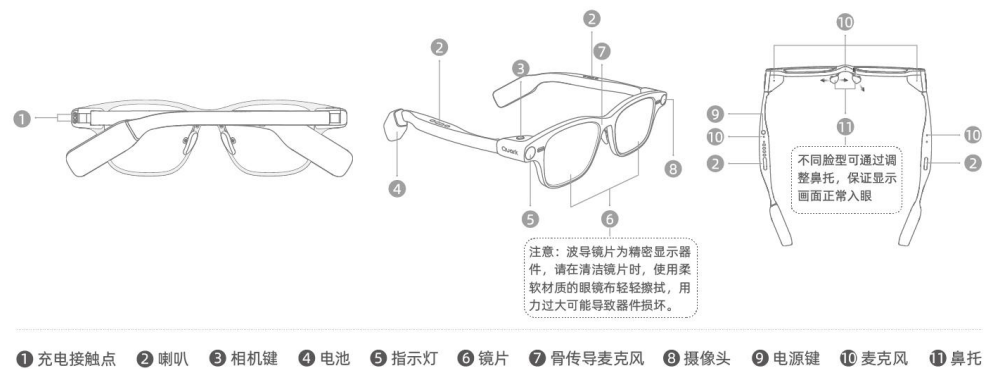
今年 2 月，在迪拜 2025 世界政府峰会，阿里巴巴联合创始人、董事局主席蔡崇信确认了阿里与苹果 AI 合作。蔡崇信表示，苹果在中国需要一个本地化的合作伙伴，为其手机服务。

阿里首款自研 AI 眼镜，定位为随身超级助理，布局 C 端硬件 AI 入口。夸克 AI 眼镜分为 S、G 两款，二者核心区别在于：S 为旗舰 AR 眼镜，配备 AR 近眼显示系统，可将

导航、翻译等信息直接投射于视野中，定价 3799 起；G1 是切入市场的普及性产品，无显示功能，所有交互和结果通过语音或手机反馈，侧重时尚与便捷性，定价 1999 起。

- **产品形态**：外观接近普通眼镜，镜腿厚度仅 7.5mm，采用一体化贴合镜片与光波导显示技术，支持屈光度定制。
- **核心功能**：AI 问答、实时翻译、拍照识物、导航投屏、扫码支付、视频录制等，覆盖出行、购物、办公、娱乐等高频生活场景。
- **交互方式**：语音为主，支持多轮对话、上下文理解、方言识别，具备多唤醒词与快捷指令。

图 31：夸克 AI 眼镜示意图

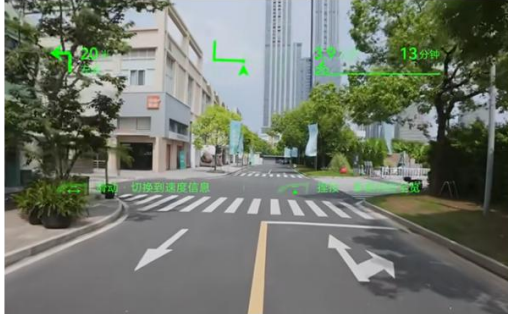


资料来源：夸克，申万宏源研究

**夸克 AI 眼镜与淘宝、支付宝、高德、飞猪等核心应用打通。**除通话、音乐、翻译、转录等主流功能以外，夸克 AI 眼镜联合阿里生态深度定制开发了 3 个使用场景：**1) 高德近眼导航**，导航信息直接投射在视野前方，显著提升安全性；**2) 支付宝“看一看”安全支付**，眼镜自动识别二维码安全等级，背靠支付宝风控系统和 AI 识别能力；**3) 淘宝搜同款识价**，眼镜直接拍照识别感兴趣的商品，调用淘宝商品库进行比价和推荐，打通阿里电商生态的商品数据和交易链路。

图 32：夸克 AI 眼镜功能

高德近眼导航



支付宝“看一看”安全支付



淘宝搜同款识价



资料来源：夸克，申万宏源研究

表 17: 不同厂商 AI 眼镜布局

厂商	发布时间	产品名称	价格	显示方案	续航	核心亮点
华为	2025.04	华为智能眼镜 2	2299 元	无显示	11h	小艺翻译 (需鸿蒙 5 手机)/头部控制接电话/颈椎健康监测
小米	2025.06	小米 AI 眼镜	1999 元起	无 AR 显示	8.6h	超级小爱/1200 万像素第一视角拍摄、电致变色镜片、扫码支付、深度融入“人车家”生态。
Meta	2025.09	Meta Ray-Ban Display	~5600 元	单目彩色显示 (LCoS)	6h	Meta AI/搭配神经腕带肌电操控
百度	2025.11	小度 AI 眼镜 Pro	2199 元	无 AR 显示	5h	多模态 AI 大模型/索尼 4K 拍摄/14 种语言同传翻译
Rokid	2025.11	Rokid Glasses	3299 元	Micro-LED 单绿光波导	6h	通义千问/多语种实时翻译、自研 YodaOS、提词导航、索尼相机
阿里巴巴	2025.11	夸克 AI 眼镜 S1/G1	3799 元起 1999 元起	Micro-OLED 单绿光波导	6-9h(可换电池)	通义千问/深度融合阿里生态
理想	2025.12	理想 AI 眼镜 Livis	1999 元起	无 AR 显示	18.8h (使用)78h (待机)	理想同学/车联生态、第一视角抓拍、超轻设计

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

大厂布局 C 端应用和硬件 AI 入口，本质是在布局 AI 时代分发服务和流量的地位。应用的布局都指向通过一个对话框调用多种产品功能，这是自然语言交互界面 (LUI, Language User Interface) 逐步取代图形用户界面 (GUI, Graphical User Interface) 的过程。当前用户痛点是实现一个需求 (比如制定出游行程) 往往需要在多个 APP 之间辗转操作，而在千问和 Apps inside ChatGPT 描绘的场景中，APP 将成为 AI 调用的后端组件，在解决了用户痛点的同时，对话框拥有分发服务和流量的权力。

图 33: GUI 和 LUI 体系下用户交互对比



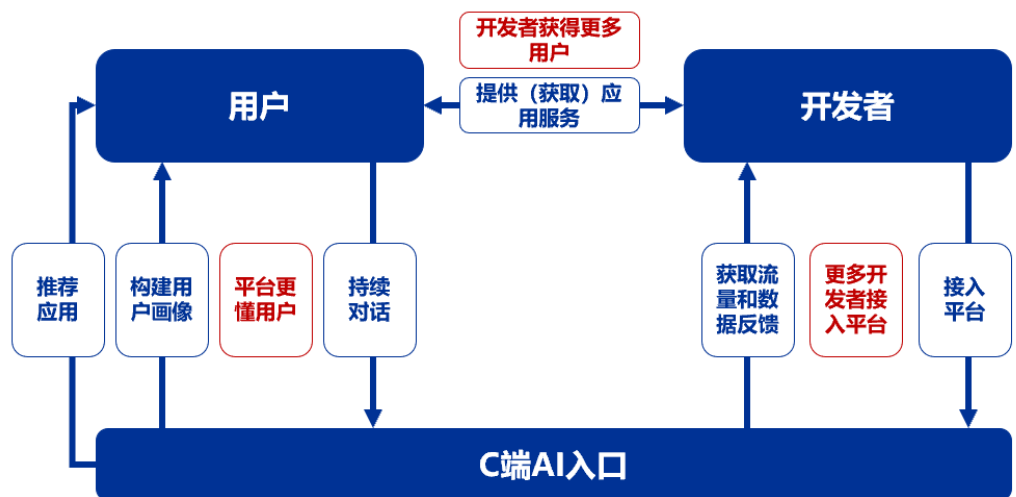
资料来源: 申万宏源研究整理

前期 C 端 AI 入口的核心竞争力在于模型能力和生态资源: 1) 模型能力 调用多个 APP 需要模型具有极强的意图识别和任务规划能力, 例如用户需要规划境外旅行, 至少需要拆解为查机票、订酒店、做攻略、算汇率 4 个步骤, 保证整个链条顺利运转需要极其优秀的复杂逻辑推理能力。2) 生态资源 模型接入的应用程序越多, 能够实现的功能越完善。

达成以上两个条件则具备了吸引用户的基础, 竞争力随之转向用户规模, 形成“C 端 AI 入口-开发者-用户”的生态循环。当用户形成使用习惯, 平台也就掌握更多用户数据, 不仅能提高用户粘性, 还能实现精准的广告投放。转化链路也会相应缩短。

若此生态循环成立, 阿里将把现有的电商、本地生活等业务优势, 平滑转化为 AI 时代的用户粘性与数据资产, 其长期价值不仅是单一的订阅或 API 收入模式。

图 34: “C 端 AI 入口-开发者-用户”的生态循环



资料来源: 申万宏源研究整理

### 3.3 AI 对电商业务全赋能

从国内和海外 AI 实际落地效果看，推荐系统优化、创意设计工具降本增效是确定性 AI 应用场景，均为电商业务模式中重要环节。

根据阿里搜推智能产品事业部总裁凯夫今年 10 月在“双十一”启动发布会的分享，AI 电商的核心包括三个方面：

- 提升流量匹配效率，包括：AI 搜索、AI 推荐、AI 广告，这是电商的重要基础设施，会直接带动 GMV 增长；
- 为商家提供 AI 经营团队，包括：AI 美工、AI 营销、AI 数据分析、AI 客服等，实现降本增效；AI 数据分析每天自动生成商家经营报告，AI 客服每天为商家节约 2000 万元成本。
- 为消费者打造新的 AI 导购产品，包括：拍立搜、AI 帮我挑、AI 试穿、AI 清单等。

表 18：AI 提升阿里电商业务流量匹配效率

	目的	效果
搜索	让消费者更自由的表达	复杂语义下搜索相关性+20pct
推荐	给消费者创造惊喜体验	推荐信息流点击量+10%
广告	给商家更精准的触达能力	广告投放 ROI+12%
商品库	更精准的商品理解力	用 AI 对淘天商品进行重新理解与组织

资料来源：阿里搜推智能产品事业部总裁凯夫 25 年 10 月在“双十一”启动发布会的分享，申万宏源研究

表 19：淘宝 25 年公测的 AI 原生功能

功能	说明
拍立淘（多模态搜索）	用户通过手机拍摄商品，即可触发多模态搜索。例如，拍摄小时候的连环画、日常使用的药盒（限 OTC 药品），系统可精准匹配平台内在售的对应商品，解决「能看到商品却叫不出名字」的搜索痛点。
AI 万能搜	针对场景化、宽泛化需求，精准拆解用户痛点并匹配商品。例如，有用户反馈「家中猫狗同住，狗会偷吃豆腐猫砂」，咨询「该买什么猫砂盆」，AI 万能搜直接推荐「顶部开门、无侧边门」的猫砂盆——这类精准的商品理解，在无 AI 技术支持时难以实现。
AI 助手	当搜索结果商品数量过多、用户难以筛选时，点击右下角 AI 助手，告知具体需求，助手会分析商品特征并推荐最匹配的选项，降低决策成本。
AI 试穿	AI 试穿可最大程度还原用户真实身材，呈现衣服上身的真实效果，帮助降低退货率。
AI 清单	AI 清单支持用户通过对话式交互生成购物清单——用户告知想买的商品类型，AI 生成清单后，可通过进一步对话优化清单内容，无需逐一筛选商品、浏览会场。用户在搜索框输入「AI 清单」，即可体验该功能。

资料来源：阿里搜推智能产品事业部总裁凯夫 25 年 10 月在“双十一”启动发布会的分享，申万宏源研究

淘宝 7 月发布百亿参数推荐大模型 RecGPT，实现了生成式推荐的技术升级，并全面接入手机淘宝首屏“猜你喜欢”信息流。根据阿里巴巴中国电商事业群首席科学家、技术

总裁郑波今年 10 月在 CNCC2025 大会上的演讲，搭载 RecGPT 大模型的推荐信息流，实现用户点击量增长超过 16%，用户加购次数和停留时长则提升 5% 以上。

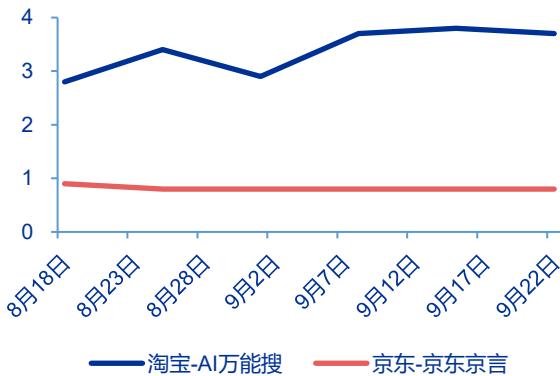
表 20：传统推荐与生成式推荐比较

	传统推荐	生成式推荐
参数规模	1 亿	100 亿
核心技术	协同过滤，深度学习	Transformer, Diffusion Model 序贯生成式技术，多模态大模型
数据量	推荐流，6-12 个月行为序列	全网，Lifetime 行为序列
特点	标准化，结构化	多元化，个性化，发现性

资料来源：阿里巴巴中国电商事业群首席科学家、技术总裁郑波今年 10 月在 2025 年中国计算机大会上的演讲，申万宏源研究

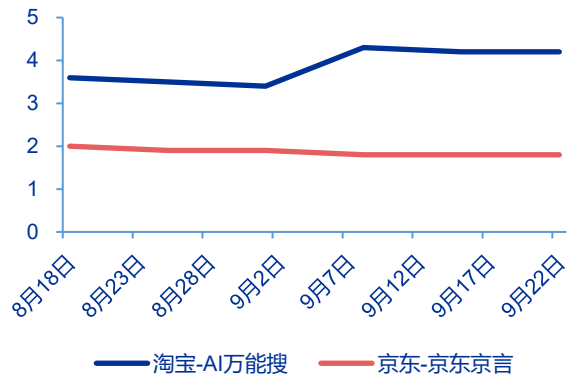
AI+电商类应用横向对比，根据 QuestMobile，截至 9 月 28 日，淘宝 AI 万能搜周活用户为 2209.5 万，京东京言为 535.2 万，且 AI 万能搜用户粘性更高。

图 35：AI+电商类应用插件周人均使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile（国内移动互联网大数据公司），申万宏源研究

图 36：AI+电商类应用插件周人均使用次数（次）



资料来源：QuestMobile（国内移动互联网大数据公司），申万宏源研究

## 4. 盈利预测和估值

我们维持此前盈利预测。

我们看好阿里云作为全栈布局的国内云厂领军，继续受益于国内 AI 产业发展，预计阿里云业务 FY2026-FY2028 收入增速分别为 34%/29%/23%，调整后 EBITA 利润率分别为 9.0%/9.1%/9.5%。

预计阿里巴巴集团整体 FY2026-FY2028 收入分别为 10386/11434/12506 亿元，对应增速分别为 4%/10%/9%；调整后归母净利润分别为 1019/1455/1836 亿元，对应增速分别为-35%/43%/26%。

表 21: 阿里巴巴收入预测 (亿元, %)

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>营业收入</b>	<b>9,963</b>	<b>10,386</b>	<b>11,434</b>	<b>12,506</b>
YoY		4%	10%	9%
中国电商集团	5,062	5,667	6,109	6,457
YoY		12%	8%	6%
国际数字商业集团	1,323	1,487	1,616	1,735
YoY		12%	9%	7%
云智能集团	1,180	1,583	2,038	2,507
YoY		34%	29%	23%
所有其他	3,429	2,551	2,779	2,946
YoY		-26%	9%	6%

资料来源：阿里巴巴财报，申万宏源研究

表 22: 阿里巴巴利润预测 (亿元, %)

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>调整后 EBITA</b>	<b>1,731</b>	<b>1,065</b>	<b>1,541</b>	<b>2,017</b>
调整后 EBITA 利润率	17.4%	10.2%	13.5%	16.1%
中国电商集团	1,940	1,138	1,525	1,917
调整后 EBITA 利润率	38.3%	20.1%	25.0%	29.7%
阿里国际数字商业集团	-151	2	29	33
调整后 EBITA 利润率	-11.4%	0.2%	1.8%	1.9%
云智能集团	106	142	186	238
调整后 EBITA 利润率	8.9%	9.0%	9.1%	9.5%
所有其他	-102	-149	-139	-118
调整后 EBITA 利润率	-3.0%	-5.8%	-5.0%	-4.0%
<b>调整后归母净利润</b>	<b>1,579</b>	<b>1,019</b>	<b>1,455</b>	<b>1,836</b>
YoY		-35%	43%	26%
调整后归母净利率	15.9%	9.8%	12.7%	14.7%

资料来源：阿里巴巴财报，申万宏源研究

**维持买入评级。1) 电商及本地生活:** 国内海外电商公司估值差异主要取决于宏观假设, 主要参考国内公司; 京东、拼多多 26 年整体 PE9x, 美团因为外卖投入 26 年利润较薄; 对于阿里中国电商集团, 剔除即时零售部分后 (投入期负利润贡献), 给予 FY27 目标 PE10x (国内电商领军, 千问有望赋能, 略高于京东、拼多多 PE 估值); 阿里国际数字商业集团 FY27 目标 PS1x (25Q3 刚实现调整后 EBITA 转正, 利润改善期使用 PS 估值, 使用京东、拼多多 26 年 PS 平均估值)。**2) 云及芯片:** 阿里云为具有全栈技术优势的国内云厂领军, 确定性受益于国内 AI 产业发展, 自研芯片平头哥巩固生态优势提供业务新增量, 主要参考海外公司; 利润率较薄, 当前收入规模比利润率更重要, 使用 PS 估值。海外全栈云厂谷歌 26 年整体 PS10x, AI 芯片为当前业务核心驱动的博通 26 年 PS 为 17x; 考虑到国内云厂竞争更激烈, 给予阿里云智能集团 FY27 目标 PS8x (相较海外公司给予一定折价)。**集团整体目标估值 34124 亿人民币, 对应目标价 203 美元/ADS, 对应上行空间 34%, 对应港股目标价 197 港币/股, 对应上行空间 34%, 维持买入评级。**

**表 23: 阿里巴巴 SOTP 估值**

	估值倍数	估值 (亿人民币)	估值 (亿美元)	每股价格 (美元)	每股价格 (港元)
中国电商集团 (剔除即时零售)	PE 10X FY27E	16,205	2,298	96	94
阿里国际数字商业集团	PS 1X FY27E	1,616	229	10	9
云智能集团	PS 8X FY27E	16,303	2,312	97	94
<b>共计</b>		<b>34,124</b>	<b>4,839</b>	<b>203</b>	<b>197</b>

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 汇率使用 1USD=7.0523RMB, 1HKD=0.9070RMB

**表 24: 阿里巴巴可比公司估值**

分类	股票代码	股票简称	总市值 (亿)				营收 (亿)			PS		调整后归母净利润 (亿)			PE	
			25/12/23	25E	26E	27E	26E	27E	25E	26E	27E	26E	27E			
电商及本地生活	9618.HK	京东集团-SW	3,260	13,230	14,040	14,880	0	0	286	366	480	9	7			
	PDD.O	拼多多	11,219	4,319	4,946	5,608	2	2	1,118	1,290	1,529	9	7			
	3690.HK	美团-W	5,719	3,662	4,122	4,749	1	1	-170	71	347	81	16			
	AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	24,816	7,146	7,955	8,849	3	3	941	1,061	1,279	23	19			
<b>平均值</b>						2	2				30	13				
云及芯片	9888.HK	百度集团-SW	2,987	1,294	1,356	1,448	2	2	187	197	229	15	13			
	3896.HK	金山云	238	95	111	129	2	2	-8	-5	-3	-	-			
	AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	24,816	7,146	7,955	8,849	3	3	941	1,061	1,279	23	19			
	GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)-A	37,964	3,405	3,894	4,418	10	9	1,326	1,401	1,580	27	24			
	AVGO.O	博通(BROADCOM)	16,562	639	958	1,298	17	13	337	508	680	33	24			
<b>平均值</b>						7	6				25	20				
	<b>9988.HK</b>	<b>阿里巴巴-W</b>	<b>25,478</b>	<b>10,386</b>	<b>11,434</b>	<b>12,506</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1,019</b>	<b>1,455</b>	<b>1,836</b>	<b>18</b>	<b>14</b>			

资料来源: Bloomberg, Wind, 申万宏源研究

注 1: 京东、拼多多、美团、百度集团、金山云、阿里巴巴货币单位均为人民币; 亚马逊、谷歌、博通货币单位均为美元。

注 2: 调整后归母净利润使用 Bloomberg 一致预期调整后净利润+口径。

注 3: 博通 26E 使用 FY26 数据, 截至 2026/10/31 十二个月, 以此类推。

注 4: 阿里巴巴 26E 使用 FY27 数据, 截至 2027/3/31 十二个月, 以此类推。

## 风险提示

**宏观影响企业上云需求。**云业务有一定顺周期属性,若宏观环境变化影响企业 IT 支出,或影响云厂收入端表现。

**国内 AI 产业进展不及预期。**国内 AI 产业仍处于追赶海外状态, AI 已成为互联网云厂重要增长驱动,若产业进展不及预期,或影响成长性。

**国内云厂竞争加剧。**相较海外,国内云厂仍更同质化, AI 属于产业培育期,或降价进行市场教育。云厂竞争加剧或影响利润端表现。

**表 25: 合并利润表**

亿元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	9,412	9,963	10,386	11,434	12,506
营业成本	-5,863	-5,983	-6,051	-6,817	-7,529
毛利润	3,548	3,981	4,335	4,617	4,977
其他收支	62	34	44	67	44
产品开发费用	-523	-572	-652	-695	-694
销售及行政费用	-1,571	-1,883	-2,760	-2,548	-2,491
调整后 EBITDA	1,917	2,023	1,375	1,886	2,351
调整后 EBIT	1,434	1,667	1,027	1,496	1,972
财务费用	-79	-96	-72	-45	-45
扣除所得税及权益法合算的投 资损益前的利润	1,016	1,555	1,231	1,528	1,962
所得税费用	-225	-354	-291	-420	-555
归属于非控制性权益的净损失	87	41	4	20	50
归属于普通股股东的净利润	797	1,295	1,003	1,182	1,512
调整后归母净利润	1,584	1,579	1,019	1,455	1,836

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**表 26: 合并资产负债表**

亿元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	7,529	6,740	6,195	6,589	7,237
现金和现金等价物	2,481	1,455	841	579	501
应收贷款（净值）、证券投 资	1,435	2,022	1,970	2,596	3,293
其他流动资产	3,612	3,264	3,384	3,414	3,444
证券投资、股权投资、土地使用 权	4,241	5,670	6,020	6,370	6,720
物业及设备（净值）	1,852	2,033	2,300	2,889	3,373
无形资产和其他资产	4,027	3,598	6,953	7,423	7,895
总资产	17,648	18,042	21,467	23,271	25,224
流动负债	4,215	4,353	4,041	4,508	4,824
短期银行借款、担保借款	127	226	66	65	65
预提费用、应付款项及其他负 债、递延收入及客户预付款	3,707	4,009	3,856	4,323	4,640
其他流动负债	381	119	119	119	119
长期负债	2,415	2,905	1,894	1,714	1,534
总负债	6,630	7,258	5,935	6,222	6,358
非控制性权益	1,153	685	682	662	612
股东权益总额	9,865	10,099	14,850	16,388	18,255
普通股与资本公积	3,980	3,814	3,814	3,814	3,814
未分配利润	5,979	6,455	7,457	8,640	10,151
权益总额	11,019	10,784	15,532	17,049	18,866
负债及权益总额	17,648	18,042	21,467	23,271	25,224

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**表 27: 合并现金流量表**

亿元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	1,016	1,555	1,231	1,528	1,962
无形资产摊销、物业及设备的折旧以及与土地使用权有关的经营租赁成本	445	333	337	493	599
财务费用	79	96	72	45	45
投资损失	-29	0	0	0	0
营运资本净减少	-137	-57	-101	-159	-380
其他	452	-291	-304	-410	-545
经营活动产生的现金流量净额	1,826	1,635	1,235	1,496	1,680
资本支出	-321	-860	-1,253	-1,253	-1,253
其他投资活动产生的现金流量净额	103	-994	-770	-680	-680
投资活动所用的现金流量净额	-218	-1,854	-2,023	-1,933	-1,933
股权融资	-937	0	0	0	0
净负债变动	25	24	24	24	25
非全资子公司向非控制性权益支付的股息	-5	0	0	0	0
融资活动产生的其他现金流量净额	-164	-786	150	150	150
融资活动产生的现金流量净额	-1,082	-762	174	174	175
净现金流量	569	-972	-614	-262	-78

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swwhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。