

阿里巴巴-W (09988.HK)

重估阿里云: AI 开启云计算价值回归新征程 买入 (维持)

2026年05月25日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

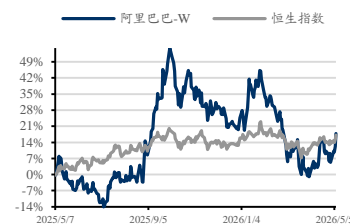
执业证书: S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业总收入(百万元)	996,347	1,023,670	1,136,786	1,275,473	1,403,021
同比(%)	5.86	2.74	11.05	12.20	10.00
归母净利润(百万元)	129,470	105,904	102,546	123,006	154,003
同比(%)	62.62	(20.38)	(3.17)	19.95	25.20
Non-GAAP 净利润(百万元)	158,122	60,658	105,291	137,313	180,600
同比(%)	0.41	(61.64)	73.58	30.41	31.52
EPS-最新摊薄(元/股)	6.75	5.52	5.34	6.41	8.02
P/E(现价&最新摊薄)	17.06	20.86	21.54	17.96	14.34
PE(Non-GAAP)	13.97	36.42	20.98	16.09	12.23

投资要点:

- AI 驱动云计算景气修复, 商业模式迎来重塑:** 需求侧与供给侧双轮驱动下, 2024 年以来 AI 成为云计算行业核心增长引擎, 推动竞争从价格与规模转向模型、算力、平台、生态等的综合能力比拼, 景气回升同时行业竞争格局加速重塑。2026 年初行业迎来近二十年来首次系统性涨价, 云计算进入价值重估新阶段。横向比较来看, 谷歌云与阿里云凭借全栈 AI 能力在本轮周期中弹性最强。据 Omdia 数据, 2025 年阿里云在中国 AI 云市场份额达 38%, 稳居第一。
- 模型/算力/生态协同, 阿里云增长全面提速:** 我们认为模型、算力与生态是阿里云的核心优势。模型侧, 通义千问持续迭代, 多模态、Agent 能力和推理效率显著提升, 牵引存量 and 新增客户加速上 AI 云, 并带动传统云消耗。算力侧, 多元供给、自研芯片与系统化工程能力强化阿里云成本优势, 也有助于降低对英伟达等第三方供应链的依赖。生态侧, 内部电商等真实场景既是 AI 落地的试验场也是商业变现渠道, 叠加 C 端千问入口的推出, 有望进一步拉动 AI 云规模扩张。
- 收入和利润同步改善, 估值中枢有望上移:** 更高毛利的 PaaS/SaaS/AI 业务占比提升, 收入和利润表现亮眼, 充分反映 AI 商业化变现与规模效应正在加速落地。同时, 高强度资本开支体现公司在 AI 云方向的战略定力。收入增长和利润率提升共振下, 阿里云增长空间广阔, 估值中枢具备上行潜力。
- 盈利预测与投资评级:** 大模型能力与生态入口加速获客, AI 云规模扩张同时带动传统云消耗, FY27 云智能集团收入增速有望维持在 35% 以上; 利润端, 业务结构优化叠加海外市场拓展和自研芯片成本优势, FY27-29 调整后 EBITA Margin 有望逐步提升。采用 SOTP 估值, 我们给予云智能集团 FY27 8x PS, 对应价值约 22,882 亿元人民币; 给予中国电商集团 FY27 7x PE, 对应价值约 13,201 亿元人民币。加总公司各部分业务价值, 公司整体价值量达 39,120 亿元。综合 SOTP 估值, 考虑公司目前聚焦电商与云两大核心业务板块, 且两项业务均在国内市场份额领先, 即时零售高速发展, 云业务受益于 AI 驱动进入加速成长轨道, 给予目标价人民币 204 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 大模型落地不及预期, 客户拓展不及预期, 行业竞争加剧, 宏观经济与地缘政治风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	140.90
一年最低/最高价	101.80/186.20
市净率(倍)	2.25
港股流通市值(百万港元)	2,364,020.14

基础数据

每股净资产(元)	54.84
资产负债率(%)	41.12
总股本(百万股)	19,192.40
流通股本(百万股)	19,192.40

相关研究

《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2026Q3 季报点评: 业绩不及市场预期, 云与 AI 继续加速》

2026-03-22

《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2026Q3 业绩前瞻: 闪购投入延续加码, AI 云保持快速增长》

2026-01-20

内容目录

1. 云产业进入二次加速期，商业模式迎来重塑	5
1.1. 云计算产业演进复盘：六阶段变迁，AI 驱动二次加速	5
1.2. AI Agent 成为主流，云厂模型和平台能力重要性提升	7
1.3. 中外云计算产业对比：国内增长空间广阔，规模扩张先行，利润释放滞后	8
1.4. AI 驱动云计算景气回升，并有望改变行业竞争格局	9
1.4.1. 为什么 AI 云能成为云计算产业核心增长引擎	10
1.4.2. AI 红利分化兑现，谷歌云与阿里云增长弹性更强	11
1.4.3. 谷歌云增长空间广阔，AI 驱动势能最强	13
2. 全栈 AI 打造系统性优势，阿里云增长全面提速	15
2.1. 业务布局：聚焦全栈 AI，模型、算力、生态构筑核心优势	15
2.2. 模型：推理效率跃升，低门槛引流获客	17
2.3. 算力：自研芯片逐步放量，成本与供给节奏同步可控	21
2.4. 生态：多场景数据闭环反哺，C 端入口放大云端增量	22
3. AI 驱动收入与利润率双升，云业务估值锚点上修	24
3.1. 估值重塑：收入与利润共振，驱动估值上修	24
3.2. 动能拆解与业绩验证：业务结构优化，商业变现加速	24
4. 盈利预测与投资评级	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1:	云计算产业复盘.....	7
图 2:	全球企业 Agent 数量和 Token 消耗量高速增长.....	8
图 3:	OpenClaw 登顶 GitHub 软件星标历史第一	8
图 4:	中美公有云上云率对比 (2024 年)	9
图 5:	中外云计算产品结构对比 (2024 年)	9
图 6:	全球云计算市场份额.....	9
图 7:	中国 AI 云市场份额 (2025)	9
图 8:	三大云厂季度收入 (亿美元) 及增速 (%)	10
图 9:	三大云厂季度资本支出 (亿美元) 及增速 (%)	10
图 10:	企业级 AI 市场规模 (十亿美元)	11
图 11:	云计算为大模型训练与推理提供的关键技术能力.....	11
图 12:	云厂商各季度营收增速 (%)	12
图 13:	云厂商各季度营运利润率 (%)	12
图 14:	三大云厂资本支出 (亿美元) 与增速 (%)	14
图 15:	谷歌云收入 (亿美元) 及增速 (%)	14
图 16:	谷歌云营运利润 (亿美元) 与营运利润率 (%)	14
图 17:	Gemini 3.1 Pro 在 ARC-AGI-2 测试中得分领先.....	15
图 18:	Gemini 和其他模型价格与上下文对比.....	15
图 19:	谷歌 TPU 与英伟达 GB200/300 TCO 对比	15
图 20:	阿里云全栈 AI 布局	16
图 21:	Qwen3.7-Max-Preview 与主流前沿模型的测评对比.....	18
图 22:	大模型吸引客户上云机制.....	20
图 23:	MongoDB 主要产品	20
图 24:	MongoDB Atlas 定价方式	20
图 25:	阿里云客户结构.....	21
图 26:	阿里云 AI 云客户案例	21
图 27:	阿里云全球基础设施布局.....	21
图 28:	阿里云海外布局规划.....	21
图 29:	真武 810E 技术规格	22
图 30:	阿里云全新升级后的 AI Infra 能力.....	22
图 31:	淘宝上线百亿参数大模型.....	23
图 32:	夸克发布“深度搜索”产品.....	23
图 33:	千问 APP 全面接入阿里生态	23
图 34:	千问 APP 任务助理能力展示	23
图 35:	阿里发布千问 AI 眼镜	24
图 36:	千问 AI 眼镜接入阿里模型与生态	24
图 37:	阿里云各季度收入 (百万元) 和增速 (%)	25
图 38:	阿里云收入占集团收入比重 (%)	25
图 39:	阿里云调整后 EBITA (百万元) 和 Margin (%)	25
图 40:	阿里巴巴 Capex (百万元) 和增速 (%)	25

表 1: 不同云厂商比较.....	13
表 2: 近期国内模型更新进展.....	18
表 3: 盈利预测 (百万元)	26
表 4: 可比公司估值 (人民币/美元=6.8, 港币/人民币=0.87, 每 ADR=4 股股票, 2026/05/24)	27

1. 云产业进入二次加速期，商业模式迎来重塑

1.1. 云计算产业演进复盘：六阶段变迁，AI 驱动二次加速

回顾云计算产业的发展历程，可以看到技术创新与商业模式的演进始终交织推进。我们将云计算产业的发展大致划分为六个阶段，即萌芽期、起步期、扩张期、深化期、调整期以及 AI 二次加速期。尽管各阶段的产业特征存在明显差异，但从更长期的视角来看，行业始终沿着“产品扩张、成本下行、客户扩容、竞争壁垒提升”的主线演进。2024 年以来，AI 的全面渗透正成为推动本轮云计算景气上行、商业模式重塑和竞争格局演变的核心变量。

六大阶段

一、2005 年及以前：萌芽期

分时计算与互联网普及等共同奠定了云计算的技术基础与商业思想雏形。云计算的起源可以追溯至计算技术发展的早期。20 世纪 60 年代，“分时”概念的提出使大型计算机能够在多个用户之间共享资源，为现代云计算奠定雏形。20 世纪 90 年代，互联网加速普及进一步打通数据与应用的远程访问能力，推动电子邮件、文件存储和软件应用等基于云的服务逐步发展，为后续云计算商业化发展打下基础。

二、2006-2010 年：起步期

云计算从概念走向商业化落地，IaaS 成为产业起点。2006 年，AWS 推出简单存储服务（S3）和弹性计算云（EC2），出租淡季闲置计算资源，标志云计算商业化的起点。随后微软和谷歌加入竞争，2008 年微软发布了 Azure、谷歌推出了业界首款 PaaS 产品 Google App Engine，产业进入加速跟进阶段。这一时期的核心商业逻辑是将弹性计算资源以按需付费方式出租，企业无需前期巨额硬件投入即可获得算力，大幅降低了 IT 基础设施门槛。国内方面，阿里云于 2009 年成立，并于 2010 年正式对外提供云计算商业服务。

三、2011-2015 年：扩张期

IaaS、PaaS、SaaS 三大服务形态逐步清晰，规模扩张与价格战共同推动公有云渗透。云厂商通过持续降价扩大客户覆盖面，产品体系也不断完善。2012 年前后，AWS、Azure 和谷歌云均开启了较为明显的价格下调。这一时期规模扩张的核心逻辑是以价换量——云厂商通过持续降价刺激企业迁移存量工作负载，形成“客户增加→收入增长→资本开支扩大→单位成本下降→再次降价→吸引更多客户”的正向循环。与此同时，产品体系不断完善，AWS 在这一阶段推出的服务数量快速增长，覆盖数据库、CDN、大数据分析等更多场景。2015 年，AWS 首次单独披露财务数据，季度收入突破 15 亿美元，凭借先发规模优势和丰富的产品矩阵，确立其在公有云市场的领先地位，并奠定了后续多年行业格局的基础。

四、2016-2021 年：深化期

混合云与行业云加速落地，厂商竞争焦点由规模和价格升级为平台生态与续费粘性。为满足数据安全、行业合规以及系统兼容等要求，结合公有云弹性和私有云安全性的混合云采用率快速提升，尤其在政务、金融等敏感行业成为主流部署形态。云计算应用也从互联网行业向政府、金融、工业、交通、物流、医疗健康等传统行业渗透，行业云解决方案成为厂商差异化竞争的重要维度。国内阿里云、腾讯云等本土厂商在此期间快速增长，借助与互联网大客户的深度绑定和对政企采购逻辑的熟悉快速拓展规模。2020 年疫情则意外成为行业催化剂，远程办公、在线教育、线上医疗等需求集中爆发，直接推动了企业数字化转型进程，加速了大量业务上云。

五、2022-2023 年：调整期

降本增效成为行业共识，传统云增速阶段性放缓但 AI 变量开始酝酿。2022 年起，降本增效成为国内云计算厂商的一致追求，阿里云和腾讯云增速逐步放缓，传统企业云需求成为云计算市场增长的主要驱动力，专注于传统企业服务的运营商云和百度云表现亮眼。全球来看，AWS 等头部玩家亦在此期间经历增速明显回落，云计算行业整体从高速增长长期进入阶段性调整。然而，这一时期并非单纯的放缓，更是新一轮增长周期的酝酿阶段。2022 年 11 月 ChatGPT 发布，引发全球大模型热潮，使市场充分认识到大语言模型对软件行业的深远影响，也让云厂商敏锐捕捉到下一个核心增长引擎——大模型训练与推理高度依赖云端弹性算力，AI 对云基础设施的需求将是量级意义上的放大。在此背景下，模型能力、算力资源与云平台设施的耦合程度快速提升，各大云厂商开始加快布局 AI 相关产品和服务，AI 云进入战略卡位阶段。

六、2024 年以来：AI 二次加速期

AI 成为驱动云增长、重塑云架构并决定未来竞争格局的核心引擎。海内外厂商密集发布新模型，企业大模型渗透率持续提升，算力与模型服务需求同步抬升，共同推动云景气度上行。在产品形态上，云厂商的战略重心由传统云资源供给进一步转向构建覆盖模型训练平台、推理集群、MaaS 接口以及 Agent 开发框架在内的全栈 AI 能力体系。价格策略也出现分化：传统 IaaS 资源在部分品类上仍延续降价竞争，而 AI 算力资源则因供不应求开始出现涨价趋势，2026 年初 AWS 和谷歌云率先宣布提价，国内阿里云、腾讯云、百度云等也陆续跟进部分 AI 产品的调价，标志着云计算行业近二十年来价格只降不升格局的历史性转折。受益于 AI 云加速发展，谷歌云与阿里云增长表现尤为突出。谷歌云凭借 Gemini 和 TPU 实现明显突破，2025 年收入、营运利润率和储备订单均实现大幅增长。阿里云方面，据 Omdia 数据显示，2025 年阿里云在中国 AI 云市场份额达 38%，稳居第一。在 FY26Q3 财报分析师电话会上，阿里云还宣布了未来五年云和 AI 商业化收入突破 1000 亿美元的战略目标。

三大趋势

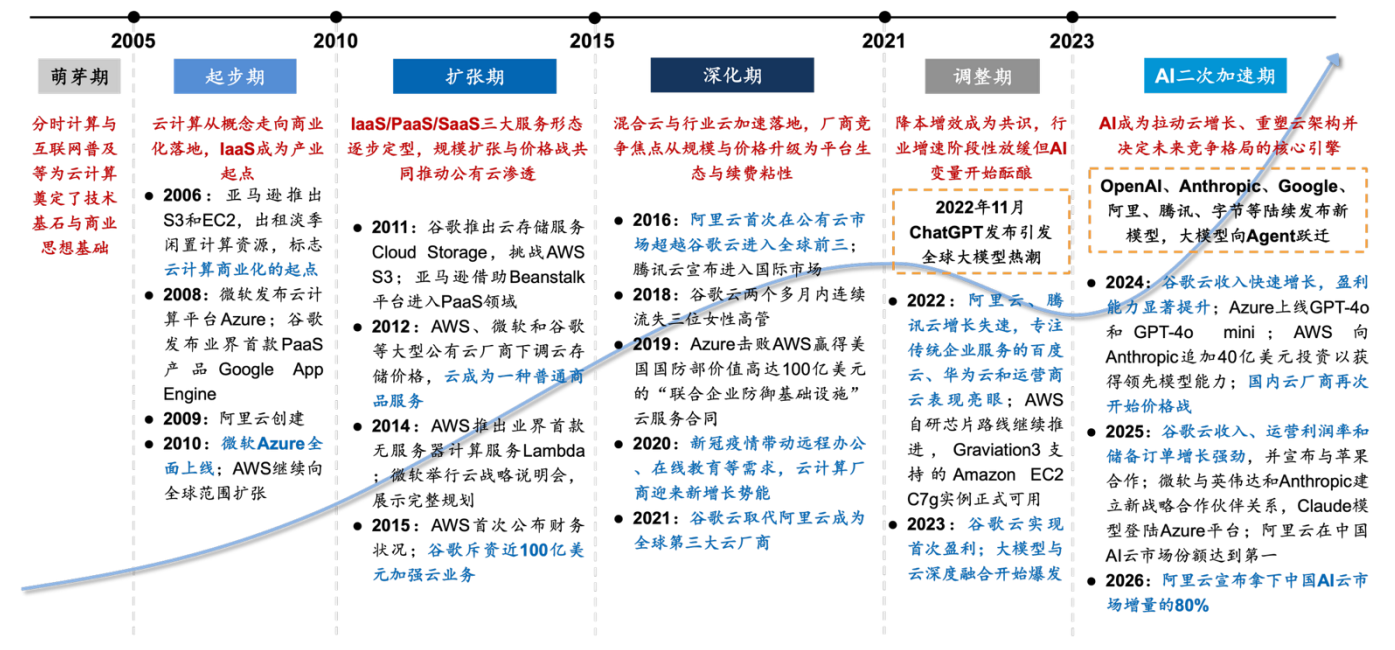
从六阶段演进中，我们认为云计算产业至少呈现出三条清晰的长期趋势。

第一，产品线不断扩张。云厂商最初以计算、存储、网络等标准化 IaaS 资源切入，随后逐步补齐数据库、中间件、开发运维工具、安全合规与数据平台等 PaaS 能力，并进一步通过 SaaS 和行业解决方案渗透企业核心流程。进入 AI 时代后，模型 API、智能体、推理平台及相关开发框架正成为新的增量环节。

第二，定价逻辑从单向降价转向结构性分化。传统云时代，随着技术进步与规模效应释放，云计算成本长期下行，降价是厂商扩大客户覆盖面和提升渗透率的核心手段。进入 AI 云时代，这一单向降价逻辑已被打破，供需两侧的结构变化共同驱动定价体系重塑。供给侧，AI 算力需求的快速增长推动 GPU、存储、网络、电力及数据中心等关键投入成本持续上升，云厂商成本曲线出现结构性上移；需求侧，AI 推理与模型服务的价值密度显著高于传统 IaaS 资源，客户对 AI 能力的强依赖赋予了厂商更强的定价主导权。由此，行业定价体系呈现出明显的层级分化：标准化 IaaS 资源仍面临竞争性价格压力；AI 算力、MaaS 推理服务和 AI 赋能的高价值 PaaS/SaaS 产品则逐步进入涨价通道。2026 年初，AWS 率先对 AI 算力服务提价约 15%，谷歌云随即上调 AI 计算基础设施等服务价格最高达 100%，国内腾讯云、阿里云、百度云也相继对 AI 算力及模型服务调价——云计算市场迎来近二十年来的首次系统性涨价周期。值得注意的是，从更长周期看，涨价并不意味着 AI 应用普及的阻力将持续累积。一方面，自研芯片放量、推理架构优化以及规模效应的释放，将持续推动单位推理成本下行，Token 价格的长期趋势仍是下降。另一方面，此轮涨价集中在供给偏紧的 AI 算力端，而非直接作用于终端用户的模型调用定价，二者并不构成矛盾。

第三，竞争壁垒持续抬升。传统云时代，厂商主要比拼规模和价格。而在 AI 云时代，竞争重心逐渐转向算力供给、模型性能、平台工程化能力、生态协同与行业落地等综合能力的较量，行业壁垒显著提高。具备全栈 AI 能力的厂商将在成本、性能与获客上同步形成优势，难以被中小厂商复制。展望行业终局，我们认为云计算产业极有可能走向高度集中的寡头格局，核心驱动逻辑在于 1) 全栈 AI 基础设施建设需要持续资本投入，资本壁垒形成天然的规模门槛，中小厂商难以长期维持与头部的差距；2) AI 大模型和 Agent 生态具有显著的网络与数据飞轮效应——调用量越大、数据越丰富、模型越强，从而强者愈强；3) 企业一旦深度接入头部云厂商的 AI 平台，迁移成本极高，客户留存率和续约价格均处于高位，形成类似操作系统的生态锁定效应。

图1：云计算产业复盘



数据来源：各公司官网，36氪，至顶网，InfoQ，51CTO，亿邦动力，艾瑞咨询，新华网，雷锋网，东吴证券研究所

1.2. AI Agent 成为主流，云厂模型和平台能力重要性提升

在大模型能力持续迭代的背景下，AI Agent 正加速走向真实的商业化应用，并有望重塑软件生态与云厂商价值链。传统软件和 APP 时代，用户通常需要在不同产品之间来回切换，分别完成搜索、输入、判断和执行等环节；而 AI Agent 能够围绕用户目标自动拆解任务、调用工具并直接交付结果，推动软件从独立功能入口转向任务执行体，更契合企业和个人用户对效率工具的真实需求。随着模型能力、工具调用能力和工作流编排持续成熟，未来大量通用软件的形态可能不再是彼此割裂的独立 APP，而是逐步被统一到 Agent 入口中。

对云厂商而言，Agent 普及将同时放大基础设施需求并提升平台层价值。一方面，Agent 在执行任务过程中通常涉及多轮推理、上下文记忆、工具调用以及外部系统的数据交互，资源消耗量显著高于一次性模型调用，并持续拉动计算、存储、网络和数据库等传统云资源需求。另一方面，Agent 作为大模型执行任务的重要产品形态，高度依赖模型能力、推理效率、工作流编排能力和平台稳定性，这也使模型层与平台层的战略地位进一步

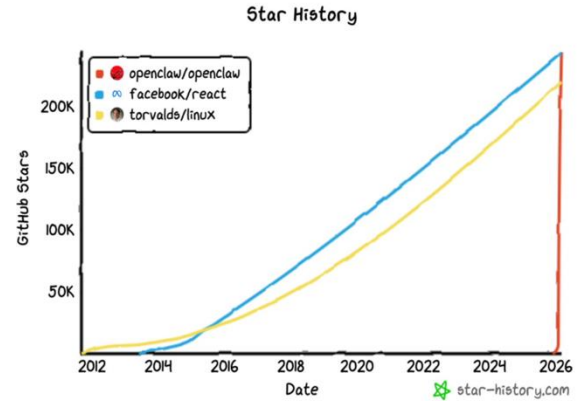
上升。与此同时，随着企业将内部知识库、业务系统、流程规则和运营数据逐步接入 Agent 平台，迁移成本将显著抬升，云厂商更容易形成长期、稳定、可扩张的收入来源。

图2: 全球企业 Agent 数量和 Token 消耗量高速增长



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图3: OpenClaw 登顶 GitHub 软件星标历史第一



数据来源: 新智元, 东吴证券研究所

1.3. 中外云计算产业对比: 国内增长空间广阔, 规模扩张先行, 利润释放滞后

横向比较中外云计算产业, 海外市场已进入相对成熟阶段, 而国内市场仍处于规模扩张先行、利润释放滞后的发展阶段。海外方面, AI 已成为头部云厂商新的核心增长引擎, AWS、微软 Azure 和谷歌云在模型、算力、平台与企业客户生态之间形成了较强闭环。国内方面, 阿里云等厂商也在积极推进 MaaS 等 AI 平台布局, 但受制于底层算力供给、企业付费习惯以及大模型应用层尚未完全爆发等因素, 真正由 AI 应用调用 API 持续驱动的高质量经常性收入仍处于培育期。因此, 国内 AI 云市场虽然成长空间广阔, 但现阶段仍以规模扩张和市场卡位为主, 利润弹性释放相对滞后。

从客户结构看, 海外市场客户基础更广、付费习惯更成熟。海外公有云客户覆盖互联网公司、传统企业、开发者与软件厂商等, 企业 IT 预算制度和软件采购流程较为成熟, 公有云渗透率也更高, 因此云厂商能够持续向客户销售数据库、中间件、开发工具、安全、数据分析与 AI 平台等高附加值服务, 进而提升单客户生命周期价值。相比之下, 国内市场早期增长更依赖互联网大客户和政企客户, 整体公有云渗透率仍然偏低, 客户采购行为更易受预算、项目制与招投标机制影响, 厂商除产品能力外, 还需要依靠更强的销售、交付与本地服务能力完成客户转化。

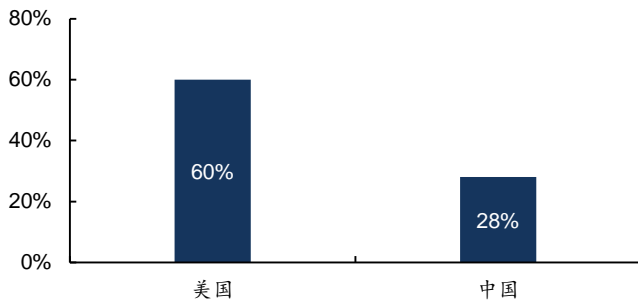
从产品结构看, 海外云厂商的利润来源更多集中在 PaaS 和 SaaS, 国内市场则仍以 IaaS 为主。AWS、微软云和谷歌云经过长期发展, 已在 PaaS 和 SaaS 领域形成较强产品矩阵, 并通过高附加值服务反哺底层 IaaS 增长, 形成高毛利、高粘性的商业闭环。国内市场中, IaaS 收入占比仍然较高, 而 IaaS 本质上属于标准化基础设施供给, 同质化程度较强, 容易陷入价格竞争, 因此整体利润率长期受到压制。即便进入 AI 云时代, 为争夺市场份额和先规模优势, 我们认为国内市场的价格竞争仍将延续一段时间。

从竞争格局看, 海外市场整体更稳定, 而国内市场参与者更多、竞争维度也更复杂。海外公有云市场长期由 AWS、微软 Azure 和谷歌云主导, 头部厂商依靠全球基础设施布局、技术迭代和生态能力构筑了较强壁垒。国内市场除阿里云、华为云、腾讯云外, 还包

括运营商云等重要参与者，竞争不仅体现在产品层面，也体现在价格、渠道、交付能力和本地化服务等多个维度，市场格局相对更分散、竞争也更激烈。

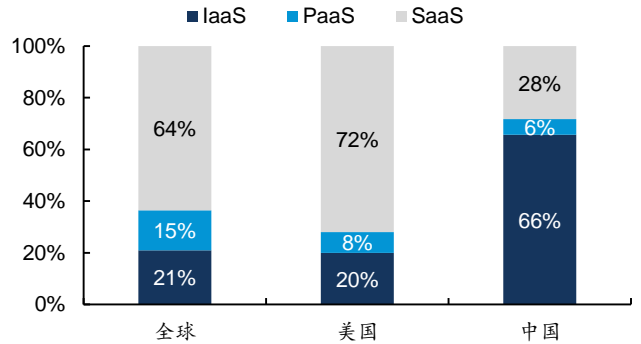
总体而言，中外云计算产业的核心差异不仅体现在市场成熟度上，更体现在客户结构、产品结构和竞争格局的不同。海外市场已形成相对成熟的商业化闭环，而国内市场仍处于从基础设施扩张向平台化、智能化升级过渡的阶段。短期看，国内云市场仍将延续“规模优先、利润滞后”的特征。中长期看，随着 AI 应用加速落地、客户付费意愿提升以及产品结构持续优化，国内云厂商仍具备较大的成长弹性与价值重塑空间。

图4：中美公有云上云率对比（2024年）



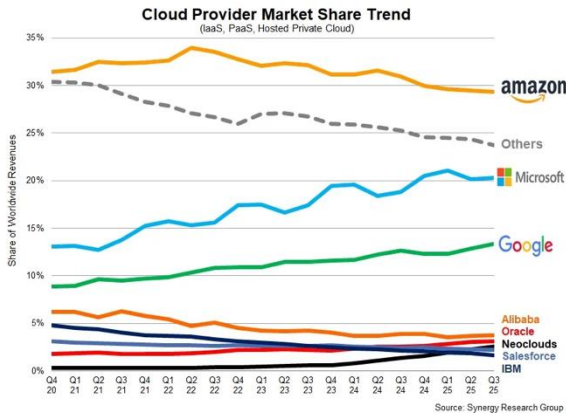
数据来源：OFweek，东吴证券研究所

图5：中外云计算产品结构对比（2024年）



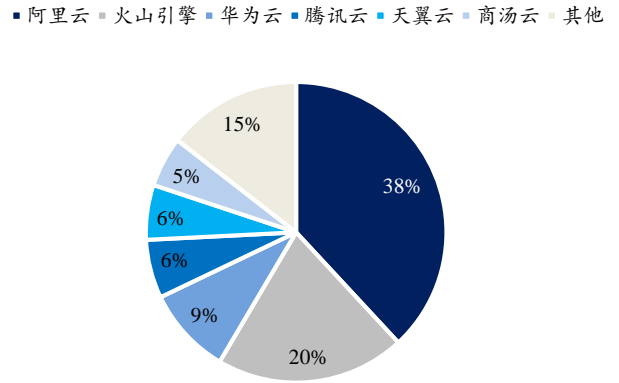
数据来源：罗兰贝格，东吴证券研究所

图6：全球云计算市场份额



数据来源：Synergy Research Group，东吴证券研究所

图7：中国 AI 云市场份额（2025）



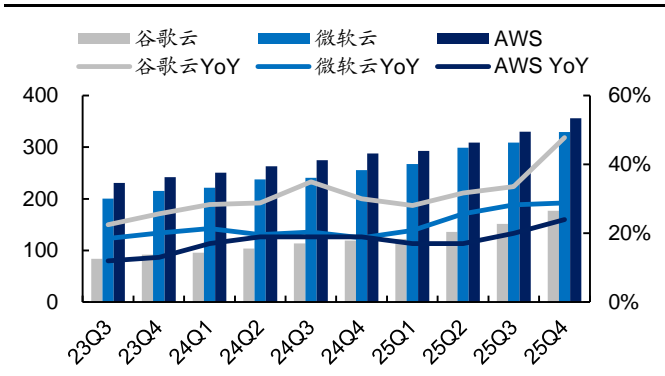
数据来源：Omdia，东吴证券研究所

1.4. AI 驱动云计算景气回升，并有望改变行业竞争格局

2024 年以来，AI 已成为拉动全球云计算景气回升的核心变量。据罗兰贝格预测，2024-2030 年全球云计算市场复合增速为 17%，其中 AI 云将保持 34% 的增速，至 2030 年将占全球云计算市场的 25%。从头部厂商经营数据看，AI 对云业务的拉动已开始体现在收入、利润与资本开支层面同步体现。2025Q4，谷歌云收入同比增长 48%，营业利润率超过 30%，基于生成式 AI 模型的产品收入同比增长接近 400%，全年资本开支达到 914 亿美元；微软智能云与 Azure 延续较快增长，资本开支同比明显提升；AWS 收入增速亦创下近 13 个季度以来较高水平，资本开支保持增长。整体来看，三大云厂收入与资本开支同步抬升，

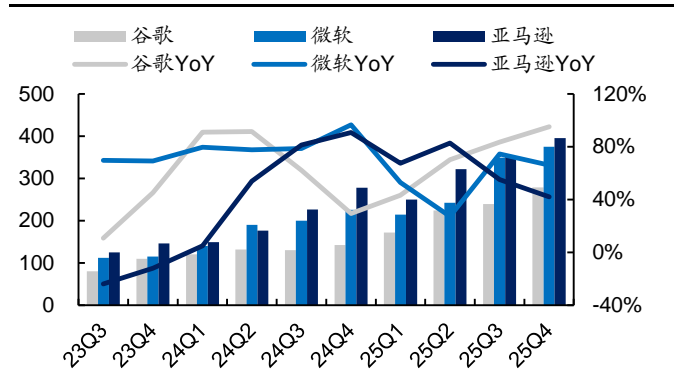
反映出 AI 需求已由概念验证阶段走向更强的商业兑现阶段，也说明头部厂商正通过持续扩充算力和基础设施能力，积极承接 AI 云需求增长。

图8：三大云厂季度收入（亿美元）及增速（%）



数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

图9：三大云厂季度资本支出（亿美元）及增速（%）



数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

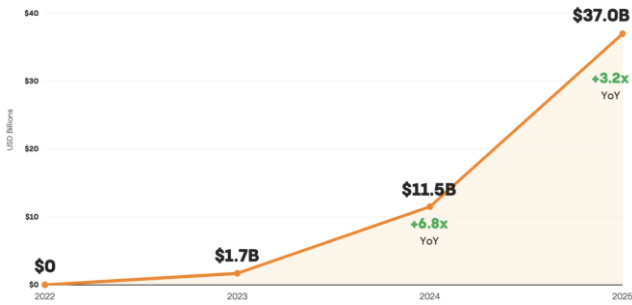
1.4.1. 为什么 AI 云能成为云计算产业核心增长引擎

AI 云之所以能够成为云计算产业新的核心增长引擎，本质上是因为需求侧放量与供给侧优化正在形成共振。

从需求侧看，企业正在持续拓展 AI 使用的广度和深度，推动更多员工使用 AI 并探索更丰富的应用场景。根据 OpenAI 调研，2025 年 ChatGPT Enterprise 的每周消息量增加了约 8 倍，员工人均消息发送量提升了 30%，过去 12 个月企业平均推理 token 消耗量增长约 320 倍。Menlo Ventures 也指出，2025 年企业级 AI 市场规模已增长至 370 亿美元，增长速度超过历史上任何软件类别。整体来看，AI 正从少数团队试点走向更广范围渗透，调用频次、使用人数和应用深度同步提升，持续拉动云侧资源消耗。

从供给侧看，1) 云是大模型最佳载体：训练环节，云平台能有效解决分布式计算的复杂难题，保障训练的高效稳定；推理环节，云计算提供了完善的运行环境和底层技术优化，保障高并发下的低延迟。2) 云能大幅降低企业 AI 应用门槛：相比自建机房/数据中心，云平台具有高效、敏捷优势，企业可以在云上实时、按需获取超大规模、灵活弹性、高效稳定且极致性价比的 AI 算力。3) AI 云能带动传统云消耗：企业部署 AI 应用的过程中仍需配套使用计算、存储、网络等基础资源，因此 AI 云增长具备带动传统云消耗的外溢效应。

图10: 企业级 AI 市场规模 (十亿美元)



数据来源: Menlo Ventures, 东吴证券研究所

图11: 云计算为大模型训练与推理提供的关键技术能力

技术能力	具体介绍
高速互联网络	通过NVLink、InfiniBand、RDMA等高速通道, 确保节点间数据传输低延迟、高带宽, 避免算力浪费
弹性资源池	按需动态分配上百到上万台计算节点, 保证资源充足又避免闲置浪费
容错和自动恢复	自动检测节点故障, 支持任务迁移和断点续训, 确保训练不中断
智能调度与编排	基于Kubernetes等分布式调度框架, 自动管理资源分配、任务优先级和并行策略, 提升训练效率
跨节点通信优化	利用NCCL、多路径传输等技术, 提高多卡同步效率, 缩短通信瓶颈
统一管理平台	集中监控训练进度、资源利用、日志与异常, 实现全链路可视化和调优

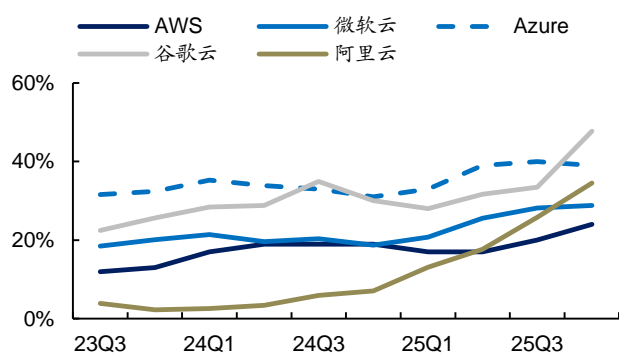
数据来源: 超算百科, 东吴证券研究所

1.4.2. AI 红利分化兑现, 谷歌云与阿里云增长弹性更强

从头部厂商最新经营表现看, AI 红利兑现已经开始分化, 谷歌云与阿里云在本轮周期中的增长弹性更为突出, 而 AWS 与微软云则受基数、客户结构和产能约束等因素影响, 增长相对温和。从收入增速看, 谷歌云与阿里云更容易在 AI 需求爆发期体现高弹性。谷歌云基数相对较小, 同时具备较完整的全栈 AI 能力, 尤其是自研大模型 Gemini 带来了更强的获客与转化能力。公司披露, 2025 年前三季度签订的超 10 亿美元交易数量超过过去两年总和, 2025 年全年签订的超 10 亿美元交易数量超过过去三年总和, 推动云业务在 AI 周期中实现更快提速。AWS 方面, 增长更多受高基数约束, 且客户结构中传统企业占比较高, 因此营收增速较低; 随着算力供应瓶颈缓解以及与 Anthropic 合作带来的算力需求放量, 25Q2 起增速边际改善。微软云/Azure 由于入口与产品结构更优, 整体增速维持在较高水平, 但在产能约束与竞争加剧背景下, 云增长也出现一定放缓。同谷歌云, 阿里云受益于较小基数、AI 需求集中释放、收入结构优化以及垂直行业渗透加深, 更容易在本轮周期中实现加速增长。

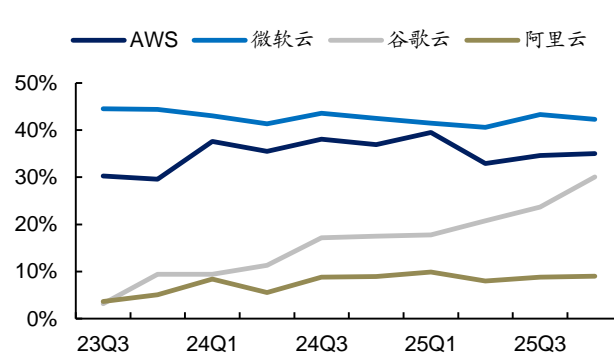
从利润率来看, 谷歌云、AWS、微软云与阿里云的节奏也存在明显差异。谷歌云在 AI 算力订单放量的同时持续优化经营杠杆, 利润率实现从个位数到 30% 的跨越。AWS 依靠规模效应和自研芯片带来的底层成本控制, 利润率稳健。微软云由于 PaaS 和 SaaS 占比高, 边际成本低, 叠加 AI 溢价, 利润率最高且稳定。相比之下, 阿里云由于 IaaS 占比相对更高、国内价格竞争激烈导致定价能力偏弱, 且仍处于扩张与投入阶段, 当前利润率显著低于海外云厂商; 但随着规模增长、AI 云占比提升以及推理侧降本提效持续兑现, 利润率具备较大的改善空间。

图12: 云厂商各季度营收增速 (%)



数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

图13: 云厂商各季度营运利润率 (%)



数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

结合云厂商经营数据, 我们认为 AI 有望改变行业竞争格局, 并看好谷歌云与阿里云潜力。传统云时代, 云厂商本质是卖“云”, 即 IaaS (计算、存储、网络) 与 PaaS 能力规模化供给资源, 核心是提升利用率与降低单位成本。AI 云时代, 云厂商本质是卖“AI”, “云”退居为支撑 AI 的基础设施, 厂商竞争力在于模型、云平台、芯片等的全栈整合与生态闭环。基于此, 我们看好阿里云与谷歌云的长期发展潜力。谷歌云依托自研 TPU 叠加 Gemini 模型持续迭代, 具备从底层算力到模型再到平台的贯通优势。阿里云同样沿着“自研芯片矩阵+自研通义千问模型+AI 平台与行业落地”的路径加速前进, 逐步构建起从底层基础设施到应用场景的完整闭环。

表1: 不同云厂商比较

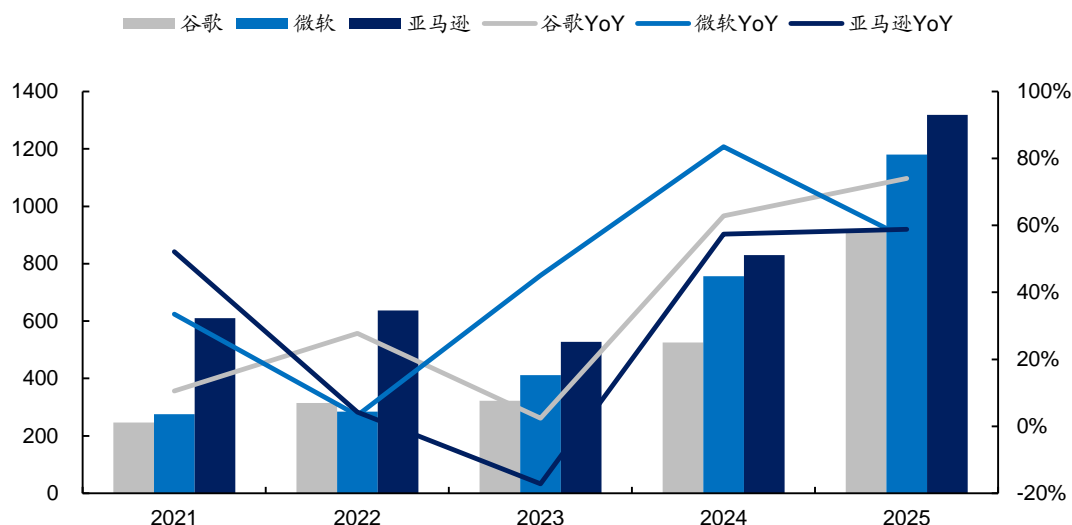
	亚马逊 AWS	微软云 (Azure)	谷歌云	阿里云	字节火山引擎
云服务开启时间	2006 年	2010 年	2008 年	2009 年	~2010 年
25Q4 全球市场份额	第一 (28%)	第二 (21%)	第三 (14%)	第四 (4%) 25H1 中国 AI 云市场 份额第一 (36%)	25H1 中国 AI 云市场 份额第二 (15%)
主要云产品	IaaS: EC2, EBS, S3 PaaS: Elastic Beanstalk, App Runner SaaS: QuickSight, WorkMail	IaaS: Azure Virtual Machines PaaS: APP Service SaaS: Microsoft 365, Teams, Power BI	IaaS: Compute Engine, Cloud Storage PaaS: App Engine SaaS: Workspace, Looker	IaaS: ECS, OSS, Block Storage PaaS: PolarDB SaaS: 钉钉	IaaS: 云服务器 ECS, EBM, TOS PaaS: VKE SaaS: 飞书
AI 云平台	Amazon Bedrock, SageMaker	Azure OpenAI Service, Azure AI Studio	Vertex AI	阿里云百炼, PAI	火山方舟
模型	自研 Titan 绑定 Anthropic Claude, Meta Llama	绑定 OpenAI GPT	自研 Gemini, Veo, Imagen	自研通义千问	自研豆包大模型
自研芯片	Trainium Inferentia Graviton (CPU)	Maia	TPU Axion (CPU)	倚天 710 (CPU) 含光 800 真武 810E	研发中
核心客户	宝马、Netflix、阿迪达斯、辉瑞、Canva、NVIDIA、Anthropic、Salesforce、SAP	Walmart, BMW, OpenAI, Air India, UBS, Swedbank, Coca-Cola, Nestle	Meta, 苹果, 空客, Spotify, PayPal, Deutsche Bank, Wendy's, MSCI	微博, 小红书, 央视, 中国一汽, 美的, LVMH, 拜耳, 洲际酒店	晶泰科技, OPPO, 小米, 招行, 建行, 泰康保险, 长安汽车, 蔚来
核心优势	先发规模优势+庞大政企存量客户+丰富第三方模型生态	深度绑定 OpenAI+B 端 SaaS 生态全家桶	算力/模型全栈自研+原生多模态技术壁垒	本地化与行业生态优势+领先智算底座+政企与产业互联网深耕	极致低价+字节场景外溢

数据来源: AWS, 华尔街见闻, 微软, 谷歌, 阿里云, 东吴证券研究所

1.4.3. 谷歌云增长空间广阔, AI 驱动势能最强

谷歌云是本轮 AI 云景气回升中最具代表性的受益者之一。资本开支方面, 谷歌 2025 年资本开支达 914 亿美元, 同比增长 74%, 虽然绝对金额小于微软、亚马逊, 但增速最高; 公司预计 2026 年资本支出翻倍, 达 1750-1850 亿美元, 意味着其正在以更激进的节奏补齐 AI 基础设施, 为后端订单转化奠定基础。与此同时, 收入、营业利润率和储备订单同步增长, 也反映出其产品组合竞争力持续增强, 具体体现在三个方面: 一是更快赢得更多新客户, 2025 年底新客户获取速度相比第一季度翻了一倍; 二是客户规模更大, 2025 年超过 10 亿美元的交易数量超过了之前三年的总和; 三是继续深化与存量客户关系, 存量客户支出比最初承诺高 30% 以上, 近 75% 的 Google Cloud 客户使用了谷歌云垂直整合优化的 AI, 包括芯片、模型、AI 平台与企业 AI 智能体。

图14: 三大云厂资本支出(亿美元)与增速(%)



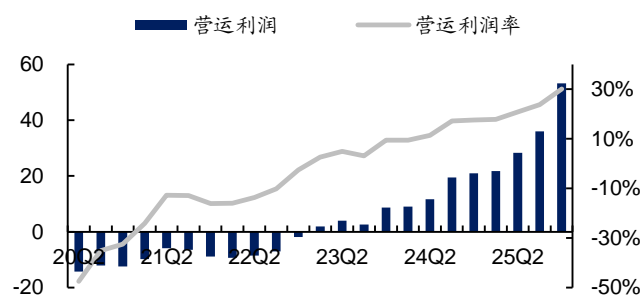
数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

图15: 谷歌云收入(亿美元)及增速(%)



数据来源: 谷歌财报, 东吴证券研究所

图16: 谷歌云营运利润(亿美元)与营运利润率(%)

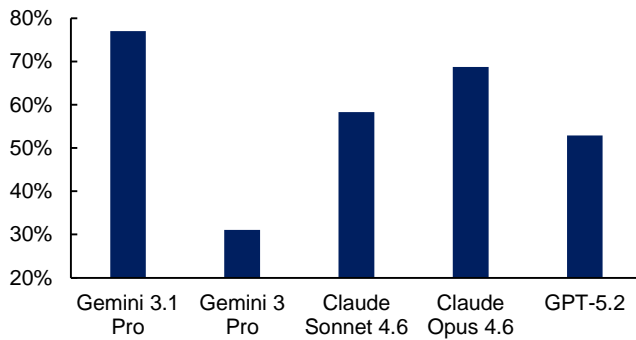


数据来源: 谷歌财报, 东吴证券研究所

谷歌云增长势能强化的重要支撑在于 Gemini 模型体系的持续迭代与综合能力领先。与微软绑定 OpenAI、AWS 绑定 Anthropic 不同，谷歌云同时具备云平台方与顶级模型提供方的双重身份，能够在保障模型主权、迭代灵活性与平台协同能力的同时，维持较强的模型竞争力。从性能看，谷歌 26 年 2 月发布的最新模型 Gemini 3.1 Pro 在多项公开测试中领先，尤其在推理能力方面，其在 ARC-AGI-2 通用智能基准测试中取得 77.1% 的高分，超过 Claude 和 GPT 等模型，且相较 Gemini 3 Pro 也实现显著提升。

除推理能力外，Gemini 的原生多模态优势也更契合真实产业场景。现实世界的信息跨文本、图像、音视频而存在，多模态模型能更好支撑产业落地，实现 AI 对世界的感知、理解和推理。Gemini 自推出之初即定位为原生多模态大模型，在推理、视觉理解与空间理解等方面具备较强优势。此外，Gemini 还拥有明显的成本竞争力。企业级 AI 市场最终比拼的不只是模型性能，还包括推理费用与规模化部署的经济性。Gemini 3.1 Pro Preview 在 Artificial Analysis Intelligence 的 10 项评估中有 6 项表现领先，而运行成本却不到 OpenAI 和 Anthropic 等同类产品的一半，显示出较高的性价比。

图17: Gemini 3.1 Pro 在 ARC-AGI-2 测试中得分领先



数据来源: 智东西, 东吴证券研究所

图18: Gemini 和其他模型价格与上下文对比

	Gemini 3.1 Pro Preview	GPT-5.4	Claude Opus 4.6	Claude Sonnet 4.6
输入价格 (\$/M tokens)	2	2.5	5	3
输出价格 (\$/M tokens)	12	15	25	15
上下文	1M	1M	1M (beta)	1M (beta)

数据来源: InfoQ, 东吴证券研究所

谷歌云在算力侧同样具备较强竞争力, 核心在于 TPU 体系的成熟度、推理效率与商业化能力。四大 CSP 中, 谷歌是最早布局自研 AI 芯片的厂商, TPU 已迭代至第七代, 不仅长期支撑内部模型训练与推理, 也已形成较成熟的对外商业化能力。相比微软云与 AWS 目前更多将自研芯片作为 GPU 补充方案, TPU 已成为谷歌云 AI 算力体系的核心底座。更重要的是, 谷歌云的算力优势不仅体现在芯片参数本身, 还体现在推理成本与集群扩展效率上。凭借 AI 专用架构带来的 2-4 倍能效优势, 以及万卡集群近乎线性的拓展能力, TPU v7 可将大模型推理综合成本较 GPU 降低 50% 以上。

图19: 谷歌 TPU 与英伟达 GB200/300 TCO 对比

Nvidia vs TPU SKUs Performance per TCO Comparison					
Chip	Unit	GB200 NVL72 (Spectrum)	GB300 NVL 72 (Spectrum)	TPU v7 - 3D Torus - Internal	TPU v7 - 3D Torus - External
Customer Profile		Hyperscaler	Hyperscaler	Hyperscaler	Neocloud Giants
Total Cost per Unit per Hour	USD/hr/GPU	\$2.28	\$2.73	\$1.28	\$1.60
Capital Cost as % of Total Ownership Cost	%	77.4%	79.0%	72.7%	72.7%
Marketed TFLOPS (FP8)	TFLOPS	5,000	5,000	4,614	4,614
Marketed TFLOPS (FP4) ¹	TFLOPS	10,000	15,000	4,614	4,614
Memory Bandwidth per Logical GPU	TB/s	8.0	8.0	7.3	7.3
Memory Capacity	GB	192	288	192	192
Marketed TFLOPS (FP8) / Memory Bandwidth	TFLOPS/TB/s	625	625	632	632
TCO per Marketed FP8 Dense PFLOP	\$/hr per PFLOP	\$0.46	\$0.55	\$0.28	\$0.40
TCO per Marketed FP4 Dense PFLOP	\$/hr per PFLOP	\$0.23	\$0.18	\$0.28	\$0.40
TCO per Memory Bandwidth	\$/hr per TB/s	\$0.28	\$0.34	\$0.18	\$0.25
TCO per Memory Capacity	\$/hr per TB	\$11.87	\$9.47	\$6.67	\$9.65

1. TPU v7 does not have native FP4 support hence FP8 PFLOPs are downcast here

数据来源: SemiAnalysis, 东吴证券研究所

2. 全栈 AI 打造系统性优势, 阿里云增长全面提速

2.1. 业务布局: 聚焦全栈 AI, 模型、算力、生态构筑核心优势

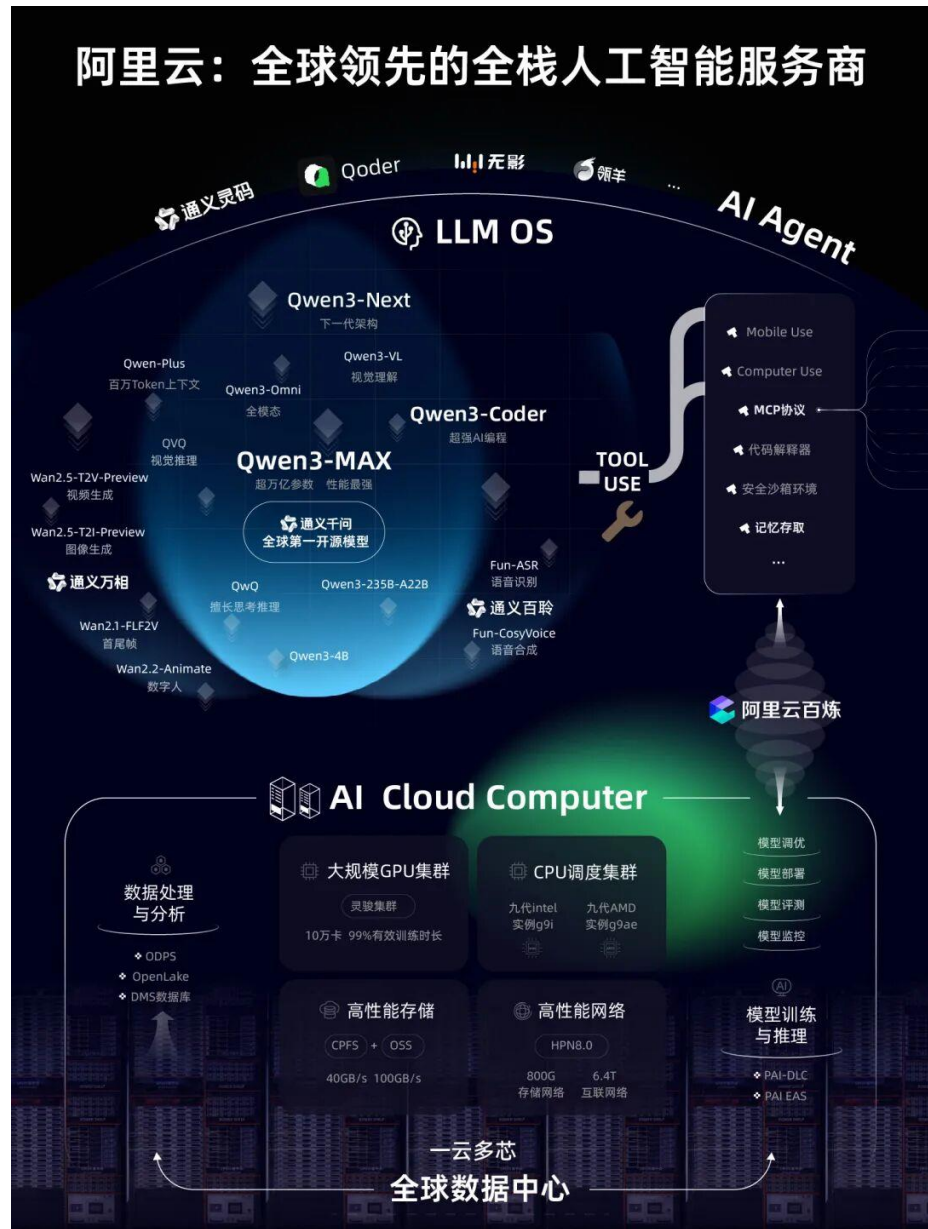
我们认为, 类比谷歌云, “全栈 AI” 能力是阿里云在激烈竞争中胜出的关键抓手。成本端, 全栈 AI 通过提升硬件利用率、优化时延与吞吐、持续降低单位推理成本, 使 API 价格更具竞争力, 客户试错成本更低, 并在规模放大时体现更强的降本弹性。落地角度, 全栈 AI 把数据治理与接入、训练/微调、推理部署、权限安全等能力打包交付, 帮助客户更快上线、更稳定运行、并更易复制到更多业务场景, 进而在成本降低的同时获客能力更

强，且客户留存率更高，最终抬升收入与利润率。

阿里云全栈 AI 布局覆盖底层算力基础设施、模型、平台等多个层面，核心优势集中在模型、算力与生态三条主线。核心战略是将传统云升级为 Agentic Cloud，将云从资源提供者转变为任务交互平台，并将其背后的技术栈从算力和模型 API 服务扩展为各种智能体矩阵。模型层面，通义千问持续迭代，性能与成本领先，吸引存量和新增客户上云。算力层面，自研“真武 810E” PPU 芯片，协同玄铁、含光等系列芯片满足 AI 算力需求，持续降低成本，并有助于阿里云逐步摆脱对英伟达等第三方的依赖。平台层面，百炼平台集成千问及主流第三方模型，提供 AI 模型训练、部署、推理一站式服务，助力企业快速构建 AI 应用。应用层面，AI 应用率先在内部电商、搜索、本地生活等真实业务场景落地，并带动对外推广复制。

此外，我们认为 MaaS 作为 AI 商业化的核心抓手，将打开阿里云估值重估空间。MaaS 有望成为 AI 云中最具成长性的增量环节，并已贡献阿里云 AI 相关收入的大部分。随着企业客户对模型微调、推理调用、Agent 开发和应用部署的需求快速释放，MaaS 市场空间正在迅速打开。2026 年前 5 个月，阿里云 MaaS 业务 Token 收入增长 15 倍，月度 Token 收入已达到数亿元级别，体现出模型调用需求的高弹性。MaaS 也已经成为阿里云 AI 商业化的核心抓手，管理层预计，包括 MaaS 在内的 AI 相关产品 ARR 将在 6 月季度突破 100 亿元，并在年底突破 300 亿元。MaaS 具备更强的软件和平台属性，收入弹性、客户粘性和利润率空间均高于传统云。若阿里云 AI 相关产品 ARR 在年内突破 300 亿元人民币，对应商业化规模已显著高于部分国内头部 AI 模型公司，例如智谱 AI ARR 约 10 亿美元。随着 MaaS 收入进一步提升，阿里云有望获得更高估值溢价。此外，阿里云在 MaaS 领域已构筑领先优势，当部分厂商仍停留在提供模型 API 或少量 AI 产品阶段时，阿里云已经将 MaaS 从单点模型调用，升级为支持企业级 Agent 开发、部署和运行的底层基础设施。

图20: 阿里云全栈 AI 布局



数据来源：阿里云，东吴证券研究所

2.2. 模型：推理效率跃升，低门槛引流获客

近期国内大模型密集发布，头部厂商竞争焦点正由参数规模之争转向多模态、Agent能力和推理效率的综合比拼。一方面，模型加速走向原生多模态，强化图像/视频理解与生成、跨模态推理等能力，覆盖内容生产、企业工作与复杂业务场景；另一方面，围绕工具调用、规划执行、多智能体协同的Agent能力持续增强，使模型从对话工具进一步升级为效率工具。同时，厂商也在提高模型推理效率，压低单位推理成本，从而推动模型在云上规模化交付与商业化落地。

阿里云在推理效率、Agent能力与成本控制上已形成显著优势。公司在大语言模型基础上持续推出编程、全模态、视觉理解与生成等专项模型，形成从0.5B到超万亿参数的全尺寸覆盖，并通过300+开源模型扩大开发者触达与生态渗透。2026年5月20日，阿里发布最新一代千问模型Qwen3.7-Max，采用超稀疏MOE架构，具备长程编程能力，可连

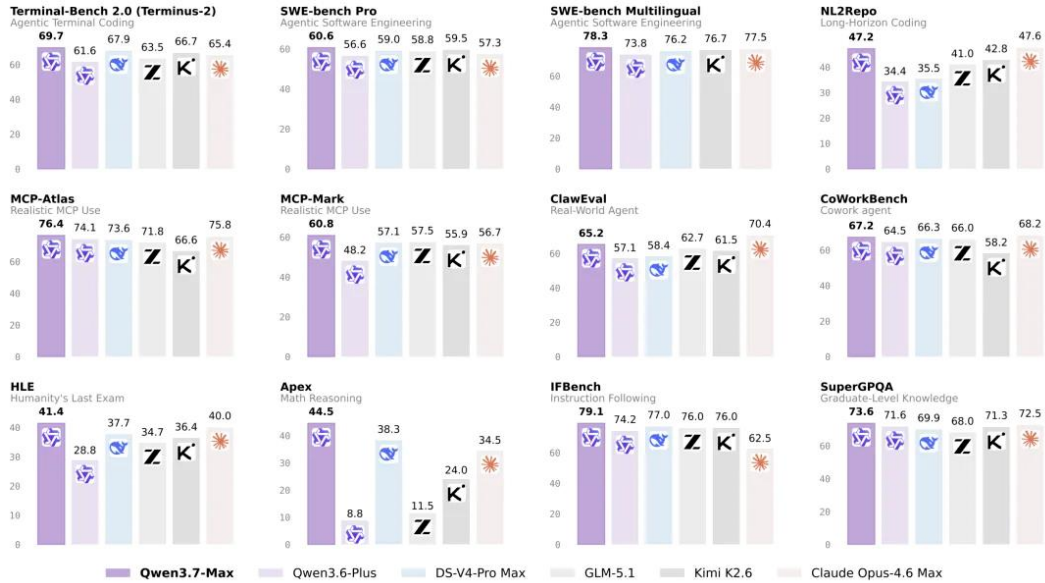
续 35 小时编程、1158 次调用零中断，从辅助编程升级为协同开发，覆盖代码重构、测试、部署等全链路，目前全球排名前六、国内第一。此前，阿里于 2026 年 4 月 20 日发布的 Qwen3.6-Max-Preview 模型性能表现也曾登顶最佳国产模型，在智能体编程、世界知识和指令遵循方面均显著提升。成本上，2026 年 4 月 2 日发布的 Qwen3.6-Plus 达到每百万 Tokens 输入最低 2 元。

表2: 近期国内模型更新进展

发布时间	模型	厂商	类型	具体更新
3.18	MiniMax M2.7	MiniMax	开源	<ul style="list-style-type: none"> • MiniMax 第一个模型深度参与迭代自己的模型 • 能够自行构建复杂 Agent Harness，并基于 Agent Teams、复杂 Skills、Tool Search tool 等能力，完成高度复杂的生产力任务
3.31	Qwen3.5-Omni	阿里	开源	<ul style="list-style-type: none"> • 全模态大模型，在音视频理解、识别、交互等 215 项任务中取得 SOTA • 支持 113 种语言及方言识别，大幅增强实时交互体验，并实现音视频编程
4.2	Qwen3.6-Plus	阿里	闭源	<ul style="list-style-type: none"> • 原生多模态能力增强 • 编程 Coding 能力、智能体 Agent 能力和工具调用能力全面提升 • 深度适配主流 Agent 框架，释放模型在开放环境中完成复杂任务的能力
4.8	GLM-5.1	智谱	开源	<ul style="list-style-type: none"> • 提高了代码能力，在完成长程任务方面提升尤为显著，能够在一次任务中独立、持续工作超过 8 小时，期间自主规划、执行、自我进化，最终交付完整的工程级成果
4.16	混元 3D 世界模型 2.0	腾讯	开源	<ul style="list-style-type: none"> • 多模态世界模型，可以直接生成可二次编辑的 3D 资产文件 • 支持文、图、视频多种输入
4.20	Kimi K2.6	Kimi	开源	<ul style="list-style-type: none"> • 拥有行业领先的代码、长程任务执行和 Agent 集群能力 • 支持 300 个子 Agent 并行完成 4000 个协作步骤，任务完成度和交付质量显著提升
4.20	Qwen3.6-Max-Preview	阿里	闭源	<ul style="list-style-type: none"> • 在智能体编程、世界知识和指令遵循方面均显著提升 • 在真实场景中，表现出更好的智能体能力和知识可靠性，可解决更复杂、更长程的任务
4.24	DeepSeek-V4 预览版	DeepSeek	开源	<ul style="list-style-type: none"> • Agent 能力大幅提高，在 Agentic Coding 测评中，V4-Pro 已达到当前开源模型最佳水平 • 丰富的世界知识，仅稍逊于 Gmini-Pro-3.1 • 世界顶级推理性能，在数学、STEM、竞赛型代码的测评中，V4-Pro 超越当前所有已公开测评的开源模型

数据来源：各公司官网，各公司公众号，东吴证券研究所

图21: Qwen3.7-Max-Preview 与主流前沿模型的测评对比



数据来源：阿里云，东吴证券研究所

模型持续迭代更新的最终目的在于吸引客户上云并推动后续转化。从具体路径看，阿里云模型吸引客户上云可分为“引流-转化-扩张”三步。首先在引流阶段，阿里云以“模型能力+开源生态+低门槛调用”降低试用门槛，吸引企业先用起来。随后进入转化阶段，当企业将模型嵌入真实业务场景后对技术支持、微调、进一步训练的需求显著上升，阿里云的一站式平台与工程化能力成为承接需求的关键，从而推动客户将核心业务部署到阿里云上。最后在扩张阶段，存量客户在效果与效率上获得可量化收益后，往往会驱动更多场景复制，并形成行业口碑扩散，拉动新增客户上云。

我们认为，阿里云当前“大模型引流-云上转化-业务扩张”的获客方式与 MongoDB、Confluent、Datadog、Snowflake 等开发者驱动型软件公司的增长路径高度相似。这类公司的共同逻辑都是：1) 通过免费/低价试用、自助调用和按量付费降低客户使用门槛；2) 在客户进入真实业务场景后，带动更高频的资源消耗和更多平台能力采购；3) 最终实现从开发者到企业客户的持续转化与扩张。其中，MongoDB 的路径与阿里云最接近。MongoDB 长期以 Community Server 和 Atlas 免费层作为获客入口，先将开发者和企业用户低成本导入平台，再逐步转化为付费客户。其免费方案并非无限开放，而是足以支持开发、测试和初步体验，但在数据传输、规模化运行等方面存在限制，从而引导客户在业务放量后升级付费。与此同时，MongoDB 的转化核心并非依赖销售强推，而是依靠自助式产品先形成使用习惯，再识别高潜力账户由销售团队介入，兼顾获客与转化效率。更重要的是，MongoDB 真正推动客户持续付费的关键并非单纯低价，而是平台能力整合带来的迁移成本提升。客户一旦将业务数据和工作流等逐步接入，继续在平台内扩容通常比迁移更容易。

从企业决策逻辑看，客户选择阿里云通常是由于以下几点原因。1) 阿里云自研模型性能卓越，深度赋能企业业务：例如，在电商客服场景中，千问大模型驱动的 AI 客服导购可以依靠知识库自动处理 80% 的常见问题，遇到复杂问题则无缝转接人工，据应用案例统计，从纯人工转到 AI+人工后，一位商家每年的客服人力成本可节省 75%。2) 门槛较低：百炼平台集成了千问及主流第三方模型，提供 AI 模型训练、部署、推理一站式服务，降低企业 AI 应用门槛。3) 性价比高：阿里云致力于通过技术降本让利给客户，在软件与平台侧，通过推理效率优化、混合精度等降低单位推理成本，在算力侧通过分时复用、

资源调度等提升算力利用率。**4) 稳定性强:** 阿里云提供了极高的服务等级协议保证, 当企业业务遇到突发流量时 AI 算力可以秒级扩容, 确保 AI 服务不掉线、不卡顿。**5) 迁移无忧与配套服务:** 针对从其他云平台迁移过来的客户, 阿里云提供上云中的实时交付和迁云部署, 以及上云后的运维保障与优化提升。

图22: 大模型吸引客户上云机制



数据来源: 东吴证券研究所

图23: MongoDB 主要产品

<p>平台</p> <ul style="list-style-type: none"> 阿特拉斯 利用支持人工智能的平台进行构建和扩展 <p>平台服务</p> <ul style="list-style-type: none"> 数据库 部署多云数据库 <p>搜索</p> <ul style="list-style-type: none"> 提供引人入胜的搜索体验 <p>向量搜索</p> <ul style="list-style-type: none"> 利用人工智能设计智能应用 <p>流处理</p> <ul style="list-style-type: none"> 集成 MongoDB 和 Kafka 	<p>自主管理</p> <ul style="list-style-type: none"> 企业高级版 自行运行和管理 MongoDB <p>社区版</p> <ul style="list-style-type: none"> 使用 MongoDB 在本地进行开发 <p>工具</p> <ul style="list-style-type: none"> 罗盘 在图形用户界面中操作 MongoDB 数据 集成 与第三方服务的集成 关系迁移器 自信迁移到 MongoDB
---	--

数据来源: MongoDB, 东吴证券研究所

图24: MongoDB Atlas 定价方式

定价方式	详细介绍
免费套餐	适合测试和探索用例, 零成本即可开始
灵活套餐	按需付费, 针对存储、计算和每秒输入/输出操作次数 (IOPS) 进行精细计费, 非常适合不可预测的工作负载
专用套餐	为可预测的生产就绪型工作负载提供固定定价

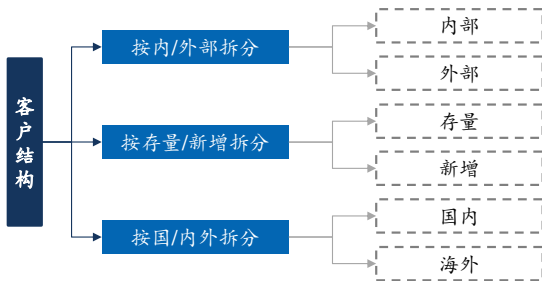
数据来源: MongoDB, 东吴证券研究所

从结果来看, 阿里云 AI 云客户扩张已进入快车道。结构上, 当前内部客户由于 AI 渗透率高, 收入贡献较大, 但随着行业 AI 应用从试点进入规模化阶段, 外部客户的收入占比有望快速提升。从存量与增量角度看, 阿里云的客户扩张并非只依赖新增客户, 存量客户的升级也有效带动收入增长。存量客户包括传统互联网客户、产业互联网客户、国央企等, 新增客户包括 AI 创新型企业、友商客户等。原本不上云的 IDC 客户, 如广汽、一汽等在大模型的吸引下也开始使用 AI 云。即使新增客户数量有限, 只要传统云客户持续从传统云升级至 AI 云, 云服务收入就具备持续增长的动能。按地区视角, 目前国内客户贡献了阿里云收入基本盘, 海外客户以海外本土企业和中企出海企业为主, 收入占比较小, 但增长潜力大。此外, 阿里云重视头部客户在行业中的牵引作用, 推出“繁花计划”, 深耕头部客户, 提供产品云上打包、商业化路径规划、AI 伙伴全生命周期支撑等技术支持和服务。由于第二、三梯队客户会关注头部客户的 AI 使用情况, 所以头部客户上 AI 云对行业内其他客户有明显牵引作用。

海外市场的持续拓展, 也有望成为阿里云中长期收入增长与利润结构改善的重要来源。截至 25 年 12 月, 阿里云全球基础设施已覆盖 29 个地域、92 个可用区, 覆盖亚太、北美、中东等地区。公司国际客户主要分为海外企业和中企出海公司两大类, 其中海外公司既包括国际奥委会、宝马、SAP、LVMH 集团等全球知名企业, 也包括 COUNTPAQi、Lima、GoTo 等本土企业; 中企出海方面, 公司披露近八成新增中企出海需求首选阿里云, 客户包含比亚迪、美的、网易、米哈游、传音等。相比 AWS、微软云和谷歌云, 阿里云在海

外竞争中的一项重要优势在于更具竞争力的价格体系。海外业务扩张不仅贡献收入增量，也能带来利润率的改善。一方面，海外 PaaS、SaaS、AI 等高毛利业务占比更高；另一方面，海外市场定价水平普遍高于国内。

图25: 阿里云客户结构



数据来源: 阿里云, 东吴证券研究所

图27: 阿里云全球基础设施布局



数据来源: 阿里云, 东吴证券研究所

图26: 阿里云 AI 云客户案例

客户	案例
中国一汽	与阿里云共同协作打造企业移动端智能助手—红旗云妹, 重塑全员日常办公、业务流程办理与企业经营决策等模式。
小鹏汽车	通过构建混合式AI模型部署架构, 结合AI网关的智能路由与流量调度能力, 实现PAI平台上私有化部署的模型与公有云百炼模型的无缝协同
数钢科技	与阿里云技术团队深度协同, 提出“CPT+冷启动+SFT+RL多阶段渐进式训练框架”, 结合超长文本训练优化新技术, 系统性地将大模型培养为具备真实业务决策能力的风控专家
哈啰集团	基于阿里云通义千问模型, 构建了用户意图识别、多轮对话、判罚处置、智能问答等能力, 实现了交易机器人的全链路各环节升级
分众传媒	携手阿里云通义大模型、阿里云百炼全栈, 推出“众智AI”产品, 赋能千万中小广告主解决营销难题, 降低广告投放门槛, 精准高效投放线下广告流量
微博	使用通义语言大模型Qwen-plus构造AI智能评论, 同时采用先进的人工智能技术提升了整体的服务体验
中华财险	通过使用通义灵码, 显著提升研发团队编码效率, 不仅减少人工错误, 还增强了团队的创新能力

数据来源: 阿里云, 东吴证券研究所

图28: 阿里云海外布局规划

规划	说明
基建	持续拓展全球基础设施覆盖, 建设数据中心等基础设施
本地化	建设本地团队, 部分国家和地区60%-80%是本地员工; 完善本地服务体系建设; 和海外高校体系合作, 建立当地的人才培训和赋能体系
合规	目前在海外已有150多个合规认证, 未来也会持续投入合规建设
AI	加快建设“云+AI”协同服务能力, 以开源生态吸引不同类型客户
长期主义	未来3-5年, 甚至更长周期, 海外都是发展重点之一

数据来源: 第一财经, 东吴证券研究所

2.3. 算力: 自研芯片逐步放量, 成本与供给节奏同步可控

算力需求在大模型推动下呈现训练先爆发、推理后接力的井喷式增长, 自研芯片因此成为云厂增强供给保障与降本增效的主流路径。训练阶段, AI 模型算力需求呈指数级增长。根据 Epoch AI 数据, 2020 年以来前沿语言模型训练算力约以每年 5 倍的速度提升。推理阶段, 随着大模型进入产业化应用新阶段, 算力的需求结构正从训练为主转向推理为主, 未来 70% 以上算力将用于分布式推理。为提高算力供给质量, 降低成本与第三方依赖, 云厂开始自研芯片。其中 AWS 自研芯片布局较为完整, 涵盖 Graviton (通用计算)、Trainium (训练)、Inferentia (推理), Graviton 系列在 2024 年已贡献 AWS 全球新增 CPU 算力的过半, 同时 Trainium 3 相较 Trainium 2 性能最高提高 4.4 倍, 并能让 AI 模型训练和运行成本降低 50%。谷歌则通过 TPU 打造 AI 算力与推理的护城河, 降低对英伟达的依赖, 并将算力成本压缩到极致。以 TPU v7 为例, 其不仅在显存容量上追平了英伟达 B200, 更在能效比上实现了对 GPU 的降维打击。

芯片采购多元化叠加自研 PPU 逐步放量正在增强阿里云算力供给的确定性, 并体现出更强的成本弹性。目前阿里云芯片供给主要分为外采和自研两部分, 自研因产能限制,

客户需求等因素目前占比较小。外采部分主要为英伟达芯片和海光、华为、寒武纪等国产芯片，英伟达芯片主要用于训练，国产芯片主要用于推理。自研平头哥“真武 810E” PPU 内存达 96GB，片间带宽 700GB/s，性能超过英伟达 A800，对标 H20。“真武 810E”已在阿里云实现多个万卡集群部署，并服务了国家电网、中科院、小鹏汽车、新浪微博等 400 多家客户。截至 26 年 2 月，平头哥自研 GPU 芯片累计规模化交付 47 万片，其中 60% 以上服务于外部商业化客户。自研芯片逐步放量，一方面有助于摆脱对英伟达的依赖，另一方面也让阿里云具备了更突出的成本优势。得益于国内 7nm 工艺与 2.5D 封装，PPU 单卡 BOM 成本较进口 H20 下降 40%，推动阿里云公有云推理实例价格下降 50%。

阿里云的算力优势不仅来自供给多元与高性价比自研芯片，更在于系统化工程能力将底层硬件转化为稳定的可用算力。通过全栈优化，阿里云打造出一套稳定和高效的 AI 基础设施，连续训练有效时长大于 99%，模型算力利用率提升 20% 以上。硬件上，公司新一代磐久 128 超节点 AI 服务器集成自研 CIPU 2.0 芯片和 EIC/MOC 高性能网卡，采用开放架构，扩展能力极强，可实现高达 Pb/s 级别 Scale-Up 带宽和百 ns 级低延迟，相较于传统架构，同等 AI 算力下推理性能还可提升 50%。归纳而言，自研降本+工程提效的组合，使阿里云在同等硬件投入下实现更高的利用率、更低的单位成本，并进一步强化其产品定价与规模化交付能力。

图29：真武 810E 技术规格



数据来源：平头哥半导体，东吴证券研究所

图30：阿里云全新升级后的 AI Infra 能力



数据来源：阿里云，东吴证券研究所

2.4. 生态：多场景数据闭环反哺，C 端入口放大云端增量

阿里多元化的业务布局不仅为模型提供了海量真实的训练数据，更成为 AI 技术落地的试验场和变现渠道。除公开数据外，阿里的生态场景能够产生大量带有用户行为反馈、商业转化结果的闭环数据，如用户对 AI 推荐的商品是否购买、对出行方案是否采纳、对服务质量是否满意等，这些数据能够通过强化学习不断优化模型的决策能力，形成“数据-模型-场景-数据”的正向循环。内部业务的高渗透率也让阿里云形成了先内部跑通再外部复制的 AI 云增长路径。集团将大模型能力快速嵌入核心业务场景，直接催生对云端算力与平台能力的需求，并在落地过程中沉淀可复用的方案。例如，淘天在搜索、推荐、广告、客服等环节引入生成式 AI 后，对推理算力、向量检索与在线特征存储的消耗显著提升；夸克围绕 AI 搜索与内容生成，需要长文本理解、RAG 与多模态推理能力，对模型服务与弹性算力依赖更强。这些内部场景直接贡献了云端算力与模型调用量，提升了阿里云的增长确定性。

在内部场景验证之外，C 端入口的建立进一步放大了云增量空间。阿里云的重心一直在 B 端市场，但在模型综合性能达到全球领先、Agnest 生态逐步成熟的背景下，公司通过

推出千问 App 切入 C 端竞争，并将其作为生态 AI 能力的统一入口。目前千问已全面接入淘宝、支付宝、飞猪、高德等生态场景，针对生活、办事两大方向，实现点外卖、订机票、政务办理、应用开发、Office 办公等功能。由于 AI 应用的每一次对话、每一张图片生成、每一段代码改写本质上都在消耗后端的云计算资源，千问 APP 在极短时间内突破千万用户意味着海量实时推理需求持续释放，并转化为对算力、网络、存储等资源的消耗，最终沉淀为阿里云智算平台的用量增长。千问 APP 也是阿里云 AI 能力的有效展示，有助于更多行业看到阿里云 AI 潜力。

千问 AI 眼镜的推出则进一步打通了“云+模型+终端”的新闭环。阿里发布千问 AI 眼镜，本质上并非单纯推出一款新硬件，而是在抢占“后手机时代”的 AI 入口。千问 AI 眼镜首发推出 S1 与 G1 两大系列，搭载最新一代千问大模型，具备较强的响应速度、交互流畅度和多模态理解能力，可覆盖高清拍摄、AI 翻译、会议记录、识图识物等生活与办公场景。其中，G1 系列配备双旗舰芯片与双系统，整机重量仅约 40g，佩戴体验接近普通光学眼镜。作为千问“走出手机、进入物理世界”的重要载体，千问 AI 眼镜未来将与千问 APP 深度打通，并逐步承接点外卖、订酒店等办事功能，有望推动千问从应用入口升级为更高频的 AI 入口。

图31: 淘宝上线百亿参数大模型



数据来源: 极客公园, 东吴证券研究所

图32: 夸克发布“深度搜索”产品



数据来源: 新华网, 东吴证券研究所

图33: 千问 APP 全面接入阿里生态

图34: 千问 APP 任务助理能力展示



数据来源：证券时报，东吴证券研究所

图35：阿里发布千问 AI 眼镜



数据来源：36氪，东吴证券研究所

图36：千问 AI 眼镜接入阿里模型与生态

全天候*舒适聆听

三频均衡 沉浸声场
5 麦克风阵列 + 骨传导*



数据来源：雷科技，东吴证券研究所



数据来源：新华网，东吴证券研究所

3. AI 驱动收入与利润率双升，云业务估值锚点上修

3.1. 估值重塑：收入与利润共振，驱动估值上修

收入与利润率的共振增长，正强力推动阿里云业务估值锚点上修。当云业务同时呈现收入加速增长与利润率抬升，叠加供给侧高强度的资本开支，我们认为 AI 云并非短期的主题性景气，而是一条具备可持续放量潜力的长期赛道。阿里云作为集团核心增长引擎的战略地位正在得到进一步强化，内在价值逐步提升。

3.2. 动能拆解与业绩验证：业务结构优化，商业变现加速

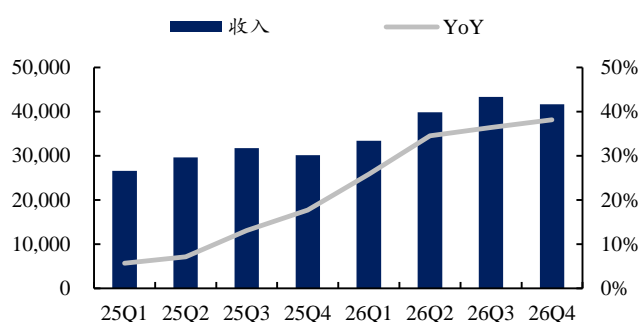
业务结构的优化是阿里云收入增速与盈利能力跃升的底层驱动力。具体来看，阿里云现有业务可拆分为四大板块，其中 1) IaaS：作为基本盘，收入占比最高但增速与利润率相对偏低；2) PaaS：持续推进 AI 重构，收入占比与利润率较高，客户使用 AI 功能后也会联动使用 PaaS 产品，有效带动相关收入增长；3) SaaS：包含通义灵码、通义听悟、通义晓密等，收入占比虽低但利润率表现优异；4) AI 相关业务：包括传统的模型调用、模型后训练微调及部署、AI 延伸应用、与大型软件厂商绑定合作等，目前收入占比较小，不同产品间利润率差距较大，但整体利润率较高。

财务数据的逐季向好，验证了 AI 商业化变现与规模效应正在加速落地。从收入端来

看，阿里云季度收入规模稳步抬升，同比增速呈现逐季走高的强劲态势，且云业务收入在集团内的占比也同比提升，反映云业务已成功跨越存量修复阶段，正式迈入由 AI 需求驱动的增量扩张期。AI 带来的并非一次性项目收入，而是持续的模型推理调用与底层算力资源消耗，叠加企业 AI 渗透率的提升，显著增强了收入增长的韧性与可见度。从利润端来看，规模效应与产品结构升级共同抬升了调整后的 EBITA 和 EBITA Margin。一方面，规模扩大有效摊薄固定成本，提升资源利用效率。另一方面，高毛利 AI 业务的占比提升，叠加海外业务拓展和自研芯片放量，使得整体盈利能力显著提升。

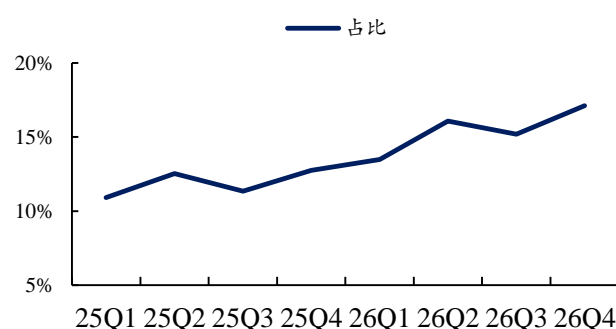
资本开支的持续高强度投入可作为业绩增长和估值上调的前瞻指标。24 年以来，公司资本支出维持较高的同比增速。25 年 2 月，阿里宣布投入 3800 亿元用于 AI 基础设施建设，并设定了到 2032 年将云数据中心能耗规模扩大 10 倍的长期目标。高投入不仅保障了 AI 基础设施的底层算力供给，满足了日益增长的模型训练与推理需求，更向市场传递了公司对 AI 业务长期发展的强烈信心，构成了业绩持续增长与估值上修的坚实后盾。

图37: 阿里云各季度收入(百万元)和增速(%)



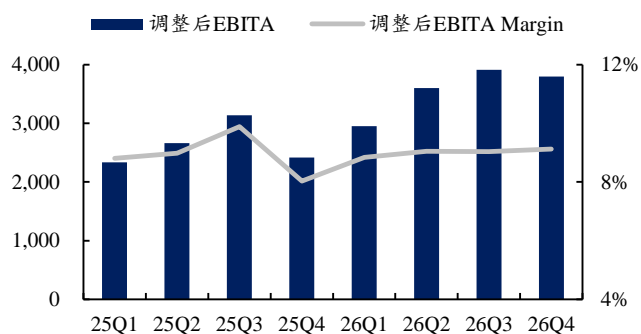
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图38: 阿里云收入占集团收入比重(%)



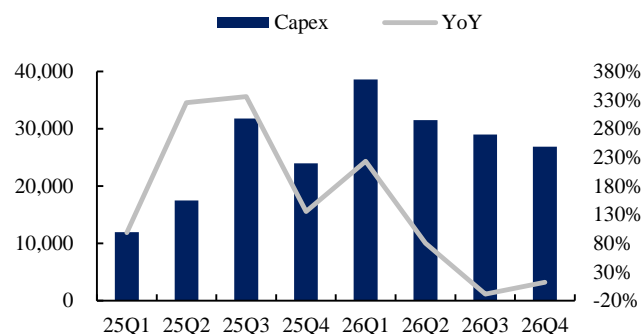
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图39: 阿里云调整后 EBITA (百万元) 和 Margin (%)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图40: 阿里巴巴 Capex (百万元) 和增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

核心假设:

中国电商集团: 1) 收入: CMR 短期承压, 即时零售贡献新增量, 货币化率有望逐步修复, 我们预计 FY2027-FY2029 收入增速分别为 6.7%/6.3%/6.5%。2) 利润: FY2026 受即时零售补贴拖累, FY2027 起随竞争缓和和规模效应释放逐步修复, 我们预计

FY2027-2029 调整后 EBITA Margin 为 25.0%/30.0%/33.0%。

阿里国际数字商业集团：1) 收入：速卖通延续高增，Lazada 和 Trendyol 本地化持续推进，跨境与本地化双轮驱动下，国际电商业务成长路径较为清晰，但考虑到当前国际贸易环境复杂多变、海外消费及监管不确定性仍存，短期收入增速预计有所收窄。我们预计 FY2027-FY2029 收入增速分别为 9.5%/7.0%/5.0%。**2) 利润：**亏损持续收窄，盈亏平衡有望在 FY2027 前后实现，FY2029 调整后 EBITA Margin 有望提升至约 4.0%。

云智能集团：1) 收入：AI 需求加速释放，云收入增速有望维持高景气，我们预计 FY2027-FY2029 云智能集团收入增速分别为 36.0%/33.0%/33.0%。**2) 利润：**业务结构向高毛利 PaaS、SaaS 和 AI 服务倾斜，海外市场持续拓展，叠加自研芯片成本优势，FY2027-2029 调整后 EBITA Margin 有望逐步提高。

表3: 盈利预测 (百万元)

	FY2025A	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
整体					
收入	996,347	1,023,670	1,136,786	1,275,473	1,403,021
YoY	5.9%	2.7%	11.1%	12.2%	10.0%
调整后 EBITA Margin	17.4%	7.5%	10.9%	14.0%	18.3%
1) 中国电商集团					
收入	508,380	554,217	591,350	628,605	669,464
YoY	-	9.0%	6.7%	6.3%	6.5%
调整后 EBITA Margin	38.0%	19.4%	25.0%	30.0%	33.0%
2) 国际数字商业集团					
收入	132,300	144,170	157,866	168,917	177,363
YoY	28.9%	9.0%	9.5%	7.0%	5.0%
调整后 EBITA Margin	-11.4%	-1.4%	0.5%	1.5%	4.0%
3) 云智能集团					
收入	118,028	158,132	215,060	286,029	380,419
YoY	11.0%	34.0%	36.0%	33.0%	33.0%
调整后 EBITA Margin	8.9%	9.0%	10.2%	11.5%	12.7%

数据来源：Bloomberg，公司财报，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：

阿里巴巴的 PE(Non-GAAP) 估值显著高于其他可比公司 PE(Non-GAAP) 估值主要由于其短期在即时零售上的较高投入，目前即时零售市场上份额已经形成稳定的态势，未来其投入将会持续缩减，因此只是短期的高投入影响。

考虑公司业务结构较为复杂，我们采用 SOTP 估值方法。对于中国电商集团，业务模式成熟、盈利能力稳定，且已经形成较高经营利润和现金流贡献，利润指标更能反映其内在价值，因此采用 PE 估值。对于国际数字商业集团、云智能集团及其他业务，考虑到相关业务仍处于投入扩张或利润释放早期阶段，短期盈利水平受市场拓展、基础设施投入、技术研发和组织调整影响较大，利润指标波动较强，难以充分反映中长期成长空间，因此采用 PS 估值。

中国电商集团：淘天行业龙头地位仍然稳健，GMV 和 CMR 增速有望逐步恢复，即时零售增长势能强劲，根据商业模式相似性，参考可比公司拼多多、京东估值，给予 FY27 7 倍 PE，对应价值约为 13,201 亿元。

国际数字商业集团：业务处于成长期，短期处于亏损修复阶段，考虑跨境与本地化模式并行推进，成长路径清晰，参考可比公司 Sea 估值，给予 FY27 1.3 倍 PS，对应价值约为 2,196 亿元。

云智能集团：考虑 AI 红利处于释放早期，云业务增长与盈利弹性有望持续兑现，参考北美前五大 CSP 估值，给予 FY27 8 倍 PS，对应价值约为 22,882 亿元。

其他业务：整体处于调整或亏损阶段，盈利能力较弱，给予 FY27 0.3 倍 PS。

公司整体价值：加总各部分业务价值量，公司整体价值达到 39,120 亿元。

综合 SOTP 估值，考虑公司目前聚焦电商与云两大核心业务板块，且两项业务均在国内市场份额领先，即时零售高速发展，云业务受益于 AI 驱动进入加速成长轨道，给予目标价人民币 204 元，维持“买入”评级。

表4：可比公司估值（人民币/美元=6.8，港币/人民币=0.87，每 ADR=4 股股票，2026/05/24）

股票代码	公司	市值（亿元）	Non-GAAP 归母净利（亿元）			PE (Non-GAAP)		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
PDD.O	拼多多	9,425	1,073	1,230	1,458	9	8	6
9618.HK	京东	2,920	270	307	394	11	10	7
	行业平均					10	9	7
			FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2026A	FY2027E	FY2028E
9988.HK	阿里巴巴	21,994	607	1,053	1,384	36	21	16

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：可比公司 Non-GAAP 归母净利润为 Bloomberg 一致预期，2026/05/24

5. 风险提示

1) 大模型落地不及预期：企业从试点到规模化应用 AI 大模型流程较长，若模型效果、稳定性等未达业务要求，客户上线节奏与调用量释放可能延后。

2) 客户拓展不及预期：若 AI 云新增客户与大单签约不及预期，可能影响收入结构优化与增长确定性。

3) 竞争加剧：国内外云厂商在算力供给、模型能力、价格策略上持续加码，行业可能出现更激进的价格战与捆绑销售，阿里云可能面临客户流失与毛利率下行等风险。

4) 宏观经济波动与地缘政治风险：宏观经济波动可能导致企业客户放缓 AI 投入，地缘政治不确定性可能带来跨境业务合规要求提升、海外扩张节奏放缓、供应链受阻等影响。

阿里巴巴-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2026A	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E		FY2026A	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E
流动资产	610,769.00	626,986.96	694,029.68	742,881.27	营业总收入	1,023,670.00	1,136,785.54	1,275,473.37	1,403,020.71
现金及现金等价物	131,530.00	189,115.97	246,760.15	284,139.43	营业成本	616,136.00	678,092.57	758,396.47	826,379.20
应收账款及票据	232,928.00	206,831.81	232,065.29	255,271.82	销售费用	245,023.00	227,357.11	255,094.67	266,573.93
存货	18,909.00	18,835.90	21,066.57	22,954.98	管理费用	33,082.00	31,829.99	35,713.25	39,284.58
其他流动资产	227,402.00	212,203.28	194,137.67	180,515.04	研发费用	66,533.00	73,891.06	76,528.40	84,181.24
非流动资产	1,298,801.00	1,380,054.03	1,457,754.82	1,533,281.88	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	282,699.00	338,029.10	386,876.19	430,838.57	经营利润	57,817.00	125,614.80	149,740.57	186,601.75
商誉及无形资产	264,361.00	225,283.93	189,137.63	155,702.31	利息收入	87,512.00	3,945.90	5,673.48	7,402.80
长期投资	206,803.00	221,803.00	236,803.00	251,803.00	利息支出	9,793.00	13,932.04	15,232.04	16,532.04
其他长期投资	449,942.00	499,942.00	549,942.00	599,942.00	其他收益	(6,149.00)	4,500.43	5,168.76	6,090.21
其他非流动资产	94,996.00	94,996.00	94,996.00	94,996.00	利润总额	129,387.00	120,129.09	145,350.78	183,562.73
资产总计	1,909,570.00	2,007,040.98	2,151,784.50	2,276,163.15	所得税	30,045.00	24,025.82	29,070.16	36,712.55
流动负债	476,398.00	479,980.72	535,658.61	590,402.08	净利润	99,342.00	96,103.27	116,280.62	146,850.18
短期借款	28,224.00	33,224.00	38,224.00	43,224.00	少数股东损益	(1,465.00)	(1,345.45)	(1,627.93)	(2,055.90)
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	105,904.00	102,545.72	123,005.55	154,003.08
其他	448,174.00	446,756.72	497,434.61	547,178.08	EBIT	51,668.00	130,115.23	154,909.34	192,691.96
非流动负债	306,902.00	326,902.00	346,902.00	366,902.00	EBITDA	92,733.70	181,862.20	209,208.54	249,164.90
长期借款	231,772.00	251,772.00	271,772.00	291,772.00	Non-GAAP	60,658.00	105,291.27	137,312.62	180,600.18
其他	75,130.00	75,130.00	75,130.00	75,130.00					
负债合计	783,300.00	806,882.72	882,560.61	957,304.08					
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	主要财务比率	FY2026A	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E
少数股东权益	57,539.00	56,193.55	54,565.63	52,509.72	每股收益(元)	5.52	5.34	6.41	8.02
归属母公司股东权益	1,068,731.00	1,143,964.72	1,214,658.27	1,266,349.35	每股净资产(元)	55.85	59.61	63.29	65.98
负债和股东权益	1,909,570.00	2,007,040.98	2,151,784.50	2,276,163.15	发行在外股份(百万股)	19,192.40	19,192.40	19,192.40	19,192.40
					ROIC(%)	2.93	7.25	8.09	9.54
					ROE(%)	9.69	8.76	9.94	11.98
					毛利率(%)	39.81	40.35	40.54	41.10
					销售净利率(%)	10.12	8.82	9.46	10.81
					资产负债率(%)	41.02	40.20	41.02	42.06
					收入增长率(%)	2.74	11.05	12.20	10.00
					净利润增长率(%)	(20.38)	(3.17)	19.95	25.20
					P/E	36.42	20.98	16.09	12.23
					P/B	2.06	1.93	1.82	1.74
					EV/EBITDA	22.75	12.67	10.86	9.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年5月24日的0.87,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>