

2026 年 07 月 16 日

阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

国行 Apple 智能即将落地，阿里云收入前景强劲

国行 Apple Intelligence 即将落地，千问为独家模型供应商，承接复杂推理需求。预计商业模式主要包括年度授权费用、算力采购、Token 调用量收费及远期收入分成。看好阿里云收入加速增长前景，上调云智能 FY27/FY28 收入 4%/3%。

报告摘要

国行 Apple Intelligence 即将落地：7 月 15 日，网信部公布 Apple 智能备案信息，Apple 智能取得中国大陆监管运营许可，后续完成系统底层灰度安全测试、全量压力复测后将正式上线，参考此前华为/小米等 AI 端侧备案到上线，预计需 1.5-3 个月。2025 年 2 月，阿里宣布成为 Apple Intelligence 国行版独家生成式大模型供应商，底层原生嵌入 iPhone/Mac/iPad/Vision Pro 全设备系统。

核心使用场景：覆盖 Siri 智能代理、全系统文字工具、相册多模态、跨应用任务、通知信息处理、实时翻译、创意生成。千问承接所有复杂逻辑、长文本、逻辑推理、多模态创作、跨应用复合指令，苹果本地端侧自研模型仅承接其他轻量级任务如短句简单纠错、基础本地识图等。此外，国行 Apple Intelligence 内置阿里生态专属导流权益，购物类问答、识图搜同款功能可生成结构化商品卡片，一键唤起淘宝 App 直达交易链路。

商业模式拆解：参考海外 Apple Intelligence 与谷歌 Gemini（2026 年 1 月成为供应商，非独家，合约 3 年）的商业模式，预计苹果向阿里支付：1）固定年度授权费：参考苹果向谷歌支付每年 10 亿美元授权费用；2）算力 Token 按量计费收入：国行受监管强制要求，生成式 AI 推理算力、用户交互数据存储须落地境内服务器，所有复杂 AI 任务云端算力全部采购阿里云灵骏智算集群。国内存量 iPhone 手机约 2.2-2.5 亿部（IDC 数据），预计随着 AI 常态化使用，Token 算力收入规模将超越固定授权费；3）分成：电商/消费转化类查询，苹果按成交 GMV 分成，以及中长期潜在 Apple Intelligence 订阅的分成。

财务预测与估值：我们上调 4%/3%FY27E/FY28E 云智能收入，预计 FY27E/FY28E 云智能经调整 EBITA 利润率提升至 11%/12%，受益于规模经济持续显现。我们认为云智能长期利润率空间 20%具备能见度。我们采用 SOTP 估值法(图表 3)，仍基于 FY27 业绩估值，各分部参考同业估值、公司竞争优势及业务前景，略微上调 3%目标价至 209 港元(9988.HK)/214 美元(BABA.US)，维持买入评级。我们认为千问全面集成国行 Apple Intelligence 是阿里 AI 业务商业化里程碑事件，短期形成股价情绪催化。苹果战略合作对千问提供一定背书，印证千问模型性能、端侧适配能力、隐私合规，利好未来客户扩展及 Token 调用量增加。阿里 MaaS 收入前景强劲，业务估值远低于纯模型公司，预计随着收入加速增长提升公司整体估值。

风险：国行 Apple Intelligence 落地延期；大模型竞争激烈；电商利润率疲弱。

财务及估值摘要

财年截止3月31日	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
收入(百万元)	996,347	1,023,670	1,126,361	1,255,655	1,355,146
同比增长(%)	5.9%	2.7%	10.0%	11.5%	7.9%
调整后净利润(百万元)	158,122	60,658	121,803	173,807	189,007
调整后净利润率(%)	15.9%	5.9%	10.8%	13.8%	13.9%
股息率(%)	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	0.0%
市盈率(倍)	12.5	32.5	16.2	11.3	10.4
市销率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5
净资产收益率(%)	14.7%	5.4%	11.0%	14.9%	15.8%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

209 港元

股价 2026-07-15

113.40 港元

总市值(百万港元)	2,283,924
流通市值(百万港元)	2,283,924
总股本(百万股)	19,177
流通股本(百万股)	19,177
12 个月低/高(港元)	88.7/174.2
平均成交(百万港元)	11,180

股东结构

JP Morgan	12.32%
Blackrock	5.19%
Citi Group	4.45%
Vanguard	4.29%
其他	73.75%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.40	-9.26	0.43
绝对收益	3.75	-15.75	0.80

数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

财务预测更新

图表 1：集团利润表预测

百万元 财年截至3/31	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
收入	996,347	1,023,670	1,126,361	1,255,655	1,355,146
同比	5.9%	2.7%	10.0%	11.5%	7.9%
营业成本	-598,285	-616,136	-661,394	-706,369	-748,836
毛利	398,062	407,534	464,967	549,286	606,310
毛利率	40.0%	39.8%	41.3%	43.7%	44.7%
研发费用	-57,151	-66,533	-76,384	-82,364	-88,906
同比	9%	16%	15%	8%	8%
营销费用	-144,021	-245,023	-279,476	-311,788	-345,217
同比	25%	70%	14%	12%	11%
行政费用	-44,239	-33,082	-29,294	-30,292	-31,324
同比	5%	-25%	-11%	3%	3%
经营利润	140,905	50,150	71,461	113,839	129,529
经营利润率	14.1%	4.9%	6.3%	9.1%	9.6%
归母净利润	129,470	105,904	128,162	162,191	176,850
净利润率	13.0%	10.3%	11.4%	12.9%	13.1%
经调整EBITA	173,065	76,416	87,986	115,709	129,313
经调整EBITA利润率	17.4%	7.5%	7.8%	8.1%	8.3%
经调整净利润	158,122	60,658	121,803	173,807	189,007
经调整净利润率	15.9%	5.9%	10.8%	13.8%	13.9%

资料来源：公司财报，国投证券国际预测

图表 2：分部财务数据预测

百万元 财年截至3/31	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
1 中国电商集团	508,701	554,217	582,241	625,916	651,939
同比	5.2%	8.9%	5.1%	7.5%	4.2%
1.1 中国零售商业	425,526	449,385	463,933	492,737	507,261
同比	2.7%	5.6%	3.2%	6.2%	2.9%
1.1.1 客户管理	322,346	343,867	356,029	378,226	390,460
同比	6.0%	6.7%	3.5%	6.2%	3.2%
1.1.2 直营、物流及其他	103,180	105,518	107,904	114,511	116,801
同比	-6.5%	2.3%	2.3%	6.1%	2.0%
1.2 中国批发零售	24,301	26,312	27,167	29,069	30,167
同比	18.7%	8.3%	3.2%	7.0%	3.8%
1.3 即时零售	53,909	78,520	91,141	104,110	114,511
同比	10.9%	45.7%	16.1%	14.2%	10.0%
Adj. EBITA	195,687	107,509	155,521	174,184	189,860
Adj. EBITA 利润率	43.5%	19.4%	26.7%	27.8%	29.1%
2 云智能	118,028	158,132	232,309	300,980	359,204
同比	11%	34%	47%	30%	19%
Adj. EBITA	10,556	14,265	26,359	35,205	43,272
Adj. EBITA 利润率	8.9%	9.0%	11.3%	11.7%	12.0%
3 国际数字商业集团	132,300	144,170	153,140	176,283	197,629
同比	29%	9%	6%	15%	12%
Adj. EBITA	-15,137	-2,051	275	1,198	3,319
Adj. EBITA 利润率	-11.4%	-1.4%	0.2%	0.7%	1.7%
4 所有其他	338,347	254,367	257,497	262,647	265,273
Adj. EBITA	-9,499	-35,737	-69,922	-71,058	-71,503
Adj. EBITA 利润率	-2.8%	-14.0%	-27.2%	-27.1%	-27.0%

资料来源：公司财报，国投证券国际预测

估值

图表 3: SOTP 估值

FY2027E	中国电商	云智能	国际数字商业	所有其他
收入 (百万元)	582,241	232,309	153,140	257,497
同比	5%	47%	6%	1%
Adj. EBITA (百万元)	155,521	26,359	275	-69,922
P/E FY2027E	9.0			
P/S FY2027E		8.0	0.5	0.5
估值 (百万元)	1,399,690	1,858,472	76,570	128,748
估值 (百万港元)	1,622,371	2,154,141	88,752	149,231
估值 (百万美元)	206,822	274,840	11,324	19,040
贡献目标价 (港元)	85	112	5	8
贡献目标价 (美元)	86	115	5	8
SOTP目标价 (9988.HK, 港元)	HKD 209	3%		
SOTP目标价 (BABA.US, 美元)	US\$214			

资料来源: 公司资料, 国投证券国际预测

图表 4: 可比公司估值表

公司	股票代码	交易货币	收盘价 (交易货币)	年初至今	上行空间	最新市值 (十亿港元)	P/E 1FY	P/S 2FY	收入 (报表货币, 百万)			净利润 (报表货币, 百万)		
									1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
中国互联网公司														
腾讯控股	700 HK	HKD	487	-19%	39%	4,428	14.0	12.7	4.6	4.2	827,203	10%	273,946	6%
阿里巴巴	9988 HK	HKD	119	-17%	48%	2,284	18.9	13.6	1.8	1.6	1,123,081	10%	106,769	66%
网易	9999 HK	HKD	209	-2%	17%	668	14.0	12.7	4.8	4.4	121,033	7%	41,654	12%
美团	3690 HK	HKD	88	-15%	23%	543	NA	20.2	1.2	1.0	401,941	10%	-2,100	89%
百度	9888 HK	HKD	112	-15%	52%	306	15.0	13.2	2.0	1.9	130,675	1%	17,343	-8%
京东	9618 HK	HKD	118	6%	23%	323	9.3	7.2	0.2	0.2	1,370,916	5%	31,300	16%
携程	9961 HK	HKD	345	-38%	34%	217	12.4	10.7	2.8	2.5	67,752	9%	16,579	-48%
快手	1024 HK	HKD	47	-26%	40%	206	11.0	9.7	1.2	1.1	147,843	4%	16,427	-20%
腾讯音乐	1698 HK	HKD	33	-52%	73%	109	8.9	7.9	2.7	2.4	35,585	8%	10,144	6%
哔哩哔哩	9626 HK	HKD	148	-23%	52%	63	18.6	14.7	1.6	1.5	33,091	9%	3,141	21%
平均							13.6	12.2	2.3	2.1				
海外电商相关公司														
Shopify	SHOP US	USD	124	-23%	22%	1,256	65.3	51.6	10.8	8.7	14,822	28%	2,487	33%
MercadoLibre	MELI US	USD	1,843	-8%	22%	732	45.8	32.3	2.3	1.8	40,092	39%	1,998	0%
Sea	SE US	USD	111	-13%	27%	535	30.5	22.3	2.3	1.9	30,261	32%	2,341	5%
平均							47.2	35.4	5.1	4.1				
海外云服务商														
微软	MSFT US	USD	396	-18%	41%	23,035	23.2	20.3	8.9	7.6	329,472	17%	127,380	25%
亚马逊	AMZN US	USD	255	10%	24%	21,496	24.9	22.0	3.3	2.9	824,809	15%	114,014	21%
Alphabet	GOOGL US	USD	371	19%	17%	35,361	25.7	24.2	10.6	8.7	424,612	24%	175,740	12%
平均							24.6	22.2	7.6	6.4				
独立模型公司														
MiniMax	100 HK	HKD	274		162%	96	NA	NA	35.5	13.4	344	335%	-553	
智谱	2513 HK	HKD	1,721		-7%	799	NA	NA	198.7	69.8	3,483	381%	-4,421	
平均							NA	NA	117.1	41.6				

资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 国投证券国际 (注: 截至 2026 年 07 月 15 日)

附表：财务报表预测

财年截至3月31日，百万元人民币

利润表						资产负债表					
	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E		FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	996,347	1,023,670	1,126,361	1,255,655	1,355,146	现金及现金等价物	145,487	131,530	140,114	148,729	171,207
营业成本	-598,285	-616,136	-661,394	-706,369	-748,836	受限制现金及应收托管资金	43,781	42,038	43,299	44,598	45,936
毛利润	398,062	407,534	464,967	549,286	606,310	短期投资	228,826	155,310	159,969	164,768	169,711
销售费用	-144,021	-245,023	-279,476	-311,788	-345,217	股权投资及其他投资	53,780	30,054	30,956	31,884	32,841
研发费用	-57,151	-66,533	-76,384	-82,364	-88,906	预付款项、应收款项及其他资产	202,175	251,837	252,829	295,380	311,483
管理费用	-44,239	-33,082	-29,294	-30,292	-31,324	流动资产合计	674,049	610,769	627,167	685,359	731,178
营业利润	140,905	50,150	71,461	113,839	129,529	股权投资及其他投资	356,818	449,942	463,440	477,343	491,664
利息收入&投资净收益	20,759	87,512	94,222	97,048	99,960	预付款项、应收款项及其他资产	83,431	94,996	99,422	113,679	121,151
利息费用	-9,596	-9,793	-9,699	-9,990	-10,289	权益法核算的投资	210,169	206,803	210,045	213,338	216,683
其他净收入	3,387	1,518	1,413	1,455	1,499	物业及设备(净值)	203,348	282,699	270,471	324,141	337,616
税前利润	155,455	129,387	157,397	202,353	220,699	无形资产(净值)	20,911	16,983	17,249	17,520	17,794
所得税	-35,445	-30,045	-35,990	-46,269	-50,464	商誉	255,501	247,378	251,256	255,196	259,197
税后利润	125,976	102,127	123,141	156,083	170,235	非流动资产合计	1,130,178	1,298,801	1,311,884	1,401,218	1,444,105
经调整净利润	158,122	60,658	121,803	173,807	189,007	总资产合计	1,804,227	1,909,570	1,939,051	2,086,577	2,175,284
						短期银行借款	22,562	28,224	28,666	29,116	29,572
						预提费用、应付款项及其他负债	332,537	359,893	385,963	435,860	467,377
						应付所得税	11,638	10,630	12,427	13,446	14,731
						递延收入及客户预付款	68,335	77,415	81,217	92,749	98,906
						其他流动负债	274	236	1,160	1,289	1,313
						流动负债合计	435,346	476,398	509,432	572,460	611,900
						长期无担保优先票据	122,398	117,485	123,359	129,527	136,004
						递延收入	4,536	4,885	5,251	5,923	6,355
						递延所得税负债	48,454	46,060	52,729	57,640	62,823
						长期银行借款	49,909	47,450	52,210	58,203	62,815
						其他非流动性负债	53,478	91,022	82,472	85,527	87,877
						非流动负债合计	278,775	306,902	316,022	336,820	355,874
						负债合计	714,121	783,300	825,454	909,281	967,774
						夹层权益	11,713	7,845	8,080	8,323	8,572
						资本公积	381,379	385,086	385,989	386,894	387,801
						留存收益	645,478	708,382	790,252	902,909	1,062,791
						其他所有者权益	51,536	24,957	-70,724	-120,829	-251,654
						所有者权益合计	1,078,393	1,118,425	1,105,517	1,168,974	1,198,938
						负债、夹层权益及权益总额	1,804,227	1,909,570	1,939,051	2,086,577	2,175,284
主要财务比率						现金流量简表					
	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E		FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
市盈率*	12.5	32.5	16.2	11.3	10.4	经营活动现金流	163,509	76,213	206,990	219,368	248,791
市净率	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	投资活动现金流	-185,415	-67,336	-89,110	-90,095	-91,092
股息率	1%	2%	2%	2%	0%	融资活动现金流	-76,215	-20,573	-108,484	-118,497	-132,411
毛利率	40%	40%	41%	44%	45%	期初现金	286,424	189,268	173,568	183,414	193,327
净利润率	16%	6%	11%	14%	14%	期末现金	189,268	173,568	183,414	193,327	217,143
ROE(%)	15%	5%	11%	15%	16%						
ROA(%)	9%	3%	6%	8%	9%						
资产权益率	167%	171%	175%	178%	181%						

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

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投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际,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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际,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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际,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),国投证券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。

收件人应注意国投证券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,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券(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