本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。 它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。

中信证券 CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026 年 11 月 20 日

阿里巴巴

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话：(852) 2237 9250 / 电邮：wminvestmentsolutions@citics.com.hk

BABA US

中国互联网行业

云业务大幅超预期

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 11 月 20 日发布的题为《A big beat on cloud》的报告，阿里巴巴 9 月季度业绩超出预期。总营收同比增长 9.6%至 2,715 亿元，高于预期。经调整 Ebita 回升至 326 亿元人民币，高于预期。外部云业务大幅超预期，同比增长 64%，同时电商利润回升。研究预计 12 月季度云收入增长将加速，且利润率将提升。在 BIS 规则下，2028 财年增长可能放缓，但随着平头哥（T-Head）芯片供应放量，2029 财年应会回升。阿里巴巴维持其 2031 财年 1,000 亿美元的外部云收入目标。预计 BIS 的影响是短期的。

云业务大幅超预期

阿里云收入在 9 月季度进一步加速，同比增长 53%至 610 亿元人民币，其中外部云收入同比增长 64%至 470 亿元人民币，受经常性收入同比增长 67%影响，以及 AI 产品采用率不断上升推动。由于运营效率提升，经调整 Ebit 同比增长 121%至 88 亿元人民币，利润率 14.5%。阿里巴巴维持其年底 300 亿元人民币的 MaaS ARR 目标，并有信心在 2031 财年实现 1,000 亿美元的外部云收入及+20%的利润率，这得益于平头哥的芯片路线图与供应支持。根据公司对 BIS 影响的初步评估，2028 财年云收入同比增长将放缓至 35%-45%，但随着平头哥及其他国产芯片供应放量，2029 财年将回升至同比增长+50%。平头哥下一代芯片可支持模型预训练与后训练。阿里巴巴预计，为构建 AI 基础设施，其大规模资本开支将在 2027 年至 2028 年上半年持续，但此后可能下降。自由现金流将在 2028 年下半年恢复正值。2032 年 20GW 的目标可能会下调。

中国电商企稳

9 月季度，中国电商客户管理收入（CMR）收入同比下降 5%至 750 亿元人民币，剔除新业务协议影响后同比下降 1%；GMV 增长疲弱被抽佣率提升所抵消。阿里巴巴电商集团经调整 Ebita 回升至 388 亿元人民币，利润率 20%，因即时零售亏损收窄至 95 亿元人民币，而去年 9 月季度为 360 亿元人民币。

AI Labs 亏损环比继续收窄，收入上升

AI Labs 与应用收入同比增长 50.9%至 44 亿元人民币，受智能体 AI 产品需求上升推动。亏损同比增至三倍至 105 亿元人民币，但环比继续收窄，从 3 月季度的+200 亿元人民币起，得益于智能体 AI 收入增长与模型训练成本增幅放缓。分析预计云加 AI Labs 将在 12 月季度实现盈利。预计云业务将成为利润驱动力，并可能为集团利润做出贡献。

催化因素

部分催化因素包括：借助更精细的营销工具提升电商货币化、中国 IT/云支出回暖，以及包括阿里云在内的业务板块 IPO 进展。

投资风险

部分投资风险包括：激进的收购可能继续，且投资者可能对某些交易持不同看法。尽管集团规模已很大，市场仍对其增长设定较高预期。集团在蚂蚁集团的股权取决于股东协议的最终执行。公司物流网络建设的成功并无保证。在适用情况下，现有的及潜在的反垄断、数据安全、电商、在线内容、员工福利相关法规，可能对现有业务安排构成挑战，并带来负面的财务结果。

公司概况

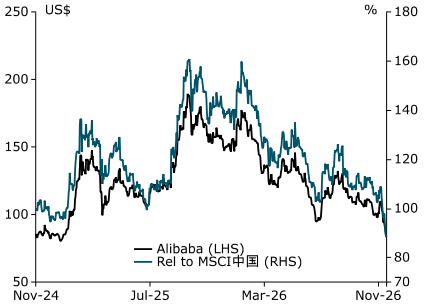
阿里巴巴运营中国最大的在线市场。其拥有并运营排名第一的 C2C 平台淘宝网、B2C 平台天猫、团购平台聚划算，以及 B2B 平台 1688.com。公司还提供云计算与技术基础设施服务。其激进的投资正将其业务版图扩展至媒体、物流、金融、电信及旅游等多个行业。值得关注的收购包括 UCWeb（中国第一大移动浏览器）、高德（中国领先的数字地图内容提供商）以及口碑（38%股权）。阿里巴巴还收购了在线视频平台优酷土豆和在线外卖服务平台饿了么。

收入按产品分类	
淘宝天猫集团-中国商业零售	38.8%
云智能集团	10.8%
阿里巴巴国际数字商业集团-国际商业零售	9.9%
菜鸟智慧物流网络有限公司	9.2%

收入按地区分类	
亚洲	85.7%
美洲	0.2%
欧洲	10.4%
中东及非洲	3.7%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 11 月 19 日): 83.31 美元

12 个月最高/最低价: 177.18 美元/83.25 美元

市值: 2098.90 亿美元

3 个月日均成交额: 11.60 亿美元

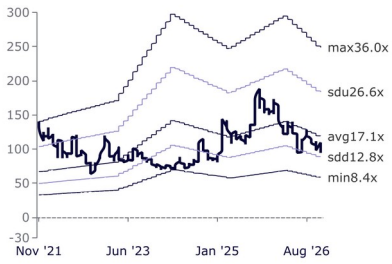
市场共识目标价（路孚特）: 184.49 美元

主要股东:

软银集团 13.70%

资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

免责声明请参考封底

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
唯品会	VIPS US	61.7	12.61	6.4	6.1	5.6	1.1	0.9	0.8	3.9	5.1	5.1	17.9	21.7	15.0

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 11 月 19 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。