한화투자증권

2025년 11월 27일

Alibaba (9988.HK)

AI 전환기, 핵심은 중장기 방향성

▶Analyst 박유진 yujin.park@hanwha.com

Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: HKD 196.49

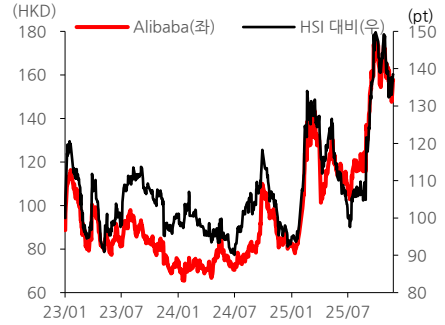
현재 주가(11/26, HKD)	154.8
상승여력	▲ 26.9%
시가총액(백만 HKD)	2,985,463
발행주식수(천주)	19,088,640
52 주 최고가 / 최저가(HKD)	186.2 / 76.738
90 일 일평균 거래대금(백만 HKD)	16,475.3
거래소	Hong Kong
국가명	HONG KONG
티커	9988 HK Equity
산업	자유소비재

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.1%	30.1%	89.3%	-9.1%
상대수익률(HSI)	-7.1%	28.6%	54.2%	-7.1%

(단위: 백만 위안, 위안, %, 배)

재무정보	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
매출액	941,168	996,347	1,040,320	1,152,541
영업이익	113,350	140,905	103,909	154,127
EBITDA	191,668	202,325	157,586	219,521
지배주주순이익	158,359	157,940	110,865	144,021
계속사업 EPS	31.60	55.12	46.48	60.00
순차입금	-586,357	-536,801	-136,288	-140,148
PER	10.2	14.8	23.2	17.0
PBR	1.3	2.3	2.4	2.1
EV/EBITDA	4.8	9.5	14.5	10.4
배당수익률	1.3	1.3	0.8	0.7
ROE	13.2	15.7	10.0	11.5

주가 추이



11/26, 홍콩 증시에서 알리바바 주가는 1.9% 하락했습니다. 25년 3분기 매출은 예상치를 소폭 상회했으나, 수익성 우려가 주가 상승을 제약했습니다. 중국 AI 시장은 상용화 초기 단계로 단기 투자 확대가 2025년 이익 둔화로 나타나고 있습니다. 클라우드 점유율 1위 기업의 AI 인프라와 데이터센터 확충은 중장기 시장 지배력 강화를 뒷받침할 전망입니다. 2026년에는 B2B, B2C 모멘텀 강화로 AI 관련 매출 확대가 기대됩니다.

3Q25 실적: 수익성 둔화

25년 3분기(FY Q2 26) 매출액은 2,477.95억 위안(YoY +5%), 영업이익은 53.65억 위안(YoY -85%), 희석 EPS는 1.09위안(YoY -52%)을 기록했다. Sun Art와 Intime 사업부 매각 영향을 제외한 매출은 전년 대비 15% 증가했다. 영업현금흐름은 100.99억 위안(YoY -67.9%)으로 크게 감소했다. 'AI+클라우드', '생활 서비스와 이커머스를 통합하는 소비 플랫폼'으로의 전환을 위한 장기 전략이 단기 수익성을 약화시켰다. AI 클라우드 인프라와 퀵커머스를 중심으로 대규모 자본 지출이 발생했다.

커머스 매출은 1,325.78억 위안(YoY +16%) 증가했다. 퀵커머스 매출은 229.06억 위안(YoY +60%)으로 견조한 성장세를 유지했다. 2025년 4월 출시된 '주문 후 1시간 이내 배송 서비스(Instant Commerce)' 관련 투자 확대로 판매 및 마케팅 비용, 기술 개발 투자, 물류 비용이 증가했다. 퀵커머스 매출 성장과 함께 비용 부담도 두드러지며 이커머스 조정 EBITDA는 104.97억 위안(YoY -76%)으로 급감했다.

클라우드 인텔리전스 부문 매출은 398.24억 위안(YoY +34%)을 기록했다. 공공 클라우드 매출 증가와 AI 관련 제품 채택 확대로 AI 관련 매출은 9개 분기 연속 세 자릿수 성장률을 이어갔다. 20% 이상의 AI 관련 매출이 외부 고객사(YoY +29%)로부터 발생했다. 알리바바는 지난 1년 동안 AI와 클라우드 인프라에 1,200억 위안의 자본을 지출했다고 밝혔다. 강력한 AI 수요로 CAPEX 지출이 기존 계획(3년간 3,800억 위안 투자)보다 상향될 가능성도 높다. (뒤에 계속)

클라우드 강자에서 AI 강자로

클라우드에서 AI로 핵심사업을 전환 중인 알리바바는 대규모 AI 인프라 투자를 통해 체질 변화를 도모하고 있다. 단기적으로 수익성 둔화가 불가피하나, 시장 내 지위 강화를 위한 전략적 투자로 평가된다. 2025년 상반기 중국 클라우드 시장에서 알리바바 점유율은 35.8%로 시장 2~4위 합산 점유율과 동일하다. 강력한 클라우드 인프라와 고객 네트워크를 기반으로 중국 AI 생태계에서 주도권을 확대할 수 있는 구조를 조성 중이다.

알리바바의 AI 사업은 'AI 자체로 수익을 창출하는 구조'와 'AI를 활용해 수익을 내는 구조'로 나뉜다. AI 자체로 발생하는 매출은 1) 고객이 알리바바의 GPU 서버를 임대해 AI 모델을 학습/운용하고 사용량에 따라 비용을 지불하면서 발생하는 매출, 2) Dingtalk(업무 협업 플랫폼), Qwen AI 비서 등 AI 서비스형 매출이 대표적이다. 이커머스, 물류, 광고 등 자체 사업의 AI 모델 내재화는 직접 매출로 인식되지 않지만 간접적인 수익성 개선으로 이어진다.

2025년 투자 확장은 단기 부담 요인이지만. 2026년 이후 본격적인 AI 매출 성장세로 연결될 가능성이 높다. 기업 고객은 제품 개발, 제조 등 기업 운영에 AI를 적극 도입하고 있다. 코딩 지원 도구를 포함한 부가가치 어플리케이션 수요도 활발하다. 'AI+제조' 중심의 정부 정책은 산업용 AI 수요를 촉진하며, 알리바바 클라우드의 기업 고객 매출 성장을 뒷받침할 전망이다. 소비자 부문에서도 AI 모멘텀이 강화되고 있다. 11월 17일 출시된 Qwen AI 비서 어플리케이션 다운로드 건수는 1주일 만에 1,000만 건을 돌파했다. AI 소비재인 알리바바의 스마트글래스는 알리바바 생태계 내 소비를 촉진해 전자상거래, 여행 등 본업 성장에 기여할 예정이다. B2B와 B2C 양면에서 AI 생태계를 확장하고 있는 만큼, 2026년은 알리바바의 AI 성장 모멘텀이 본격화되는 시기가 될 것이다.

[표1] 컨센서스 대비 분기 실적 비교 (단위: 억 위안, 위안)

	FY 2Q25	FY 1Q26	FY 2Q26	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,365	2,477	2,478	4.8	0.1	2,452	1.1
영업이익	352	350	54	-84.8	-84.7	66	-18.5
순이익(GAAP)	440	406	210	-52.3	-48.3	95	121.3

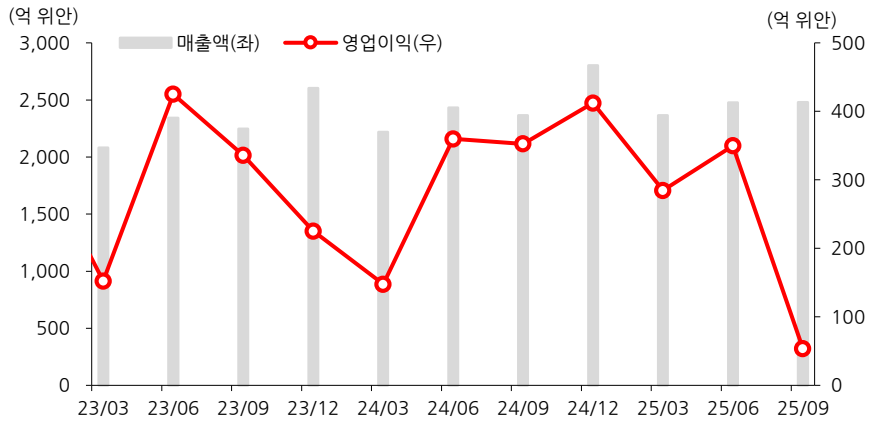
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 컨센서스 대비 직전 연간 실적 비교 (단위: 억 위안, %)

	FY 2025	FY 2026E	차이
매출액	9,963	10,400	4.4
순이익(GAAP)	1,310	1,113	-15.0

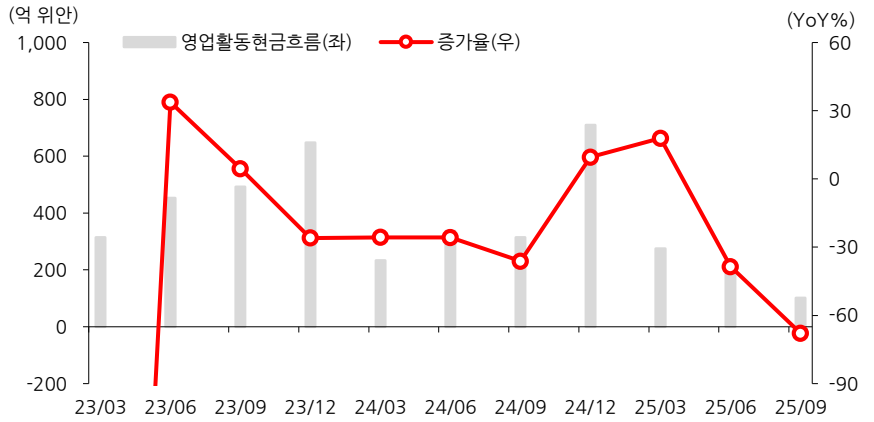
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 알리바바 분기 매출 및 영업이익 추이



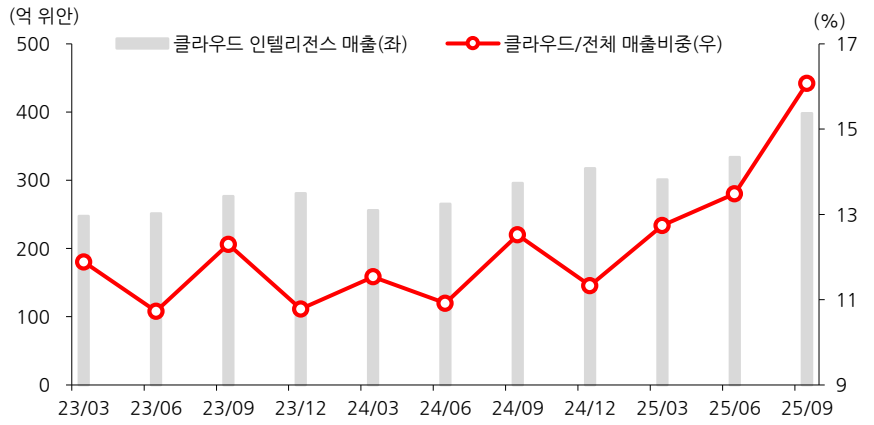
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 알리바바 분기 영업활동현금흐름 추이



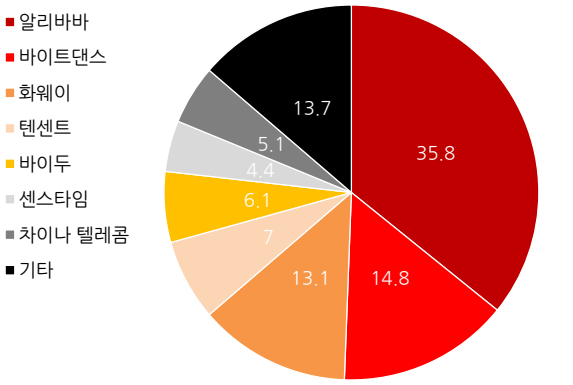
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 알리바바 분기 클라우드 인텔리전스 매출 및 비중 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 중국 클라우드 점유율: 알리바바(35.8%) 1 위



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 알리바바 스마트글래스: Quark AI 글래스

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 12 개월 선행 PER 및 EPS 성장률 추이

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

(공표일: 2025 년 11 월 27 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (임해인)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%