



알리바바 (BABA.US)

AI 투자는 이제 시작. 밸류에이션 리레이팅 기대

- 최근 주가 강세는 클라우드 사업 밸류에이션 리레이팅에 기인
- 알리바바 AI 투자는 이제 시작. 클라우드 매출 향후 3년간 30% 성장 예상
- 11월까지 긍정적인 주가 흐름 기대. 배달음식/클라우드 전망에 대한 가시성 중요

최근 주가 강세는 클라우드 사업 밸류에이션 리레이팅에 기인

알리바바 주가는 최근 3 개월 59% 상승하면서 강세를 시현 중이다. 가격전쟁에 따른 배달음식 사업이 전체 이익에 미치는 부정적 영향은 3 분기(FY2Q26)를 정점으로 완화될 것으로 예상되는 가운데 클라우드 사업에 대한 기대감이 크게 확대되며 밸류에이션이 리레이팅되고 있다.

알리바바 AI 투자는 이제 시작. 클라우드 매출 30% 성장 예상

알리바바는 최근 개발자 컨퍼런스에서 기존 계획(향후 3 년 3,800 억 위안)에서 추가 투자 가능성을 암시했다. 특히 클라우드 사업 데이터센터 전력소비가 22 년 대비 32 년 10 배 증가할 것이라고 언급했다(CAGR +26%). 향후 알리바바가 보유한 풀스택 AI 서비스를 기반으로 엔비디아와의 Physical AI 협력 및 해외시장 진출 등을 통해 견조한 클라우드 매출 성장이 기대된다. 블룸버그 컨센서스 기준 알리바바의 CAPEX 강도(D&A 비용 대비)는 2.5 배로 구글/오라클(약 3.5 배) 대비 낮으며, 영업현금흐름 대비 CAPEX 도 58%로 구글/MSFT 와 유사해 추가 투자 여력은 충분하다. 현재 알리바바 클라우드 매출은 향후 3 년간 연평균 24% 증가할 것으로 예상되나, 중국의 높은 AI 수요와 알리바바 투자 확대로 상향 조정될 가능성이 크다는 판단이다.

11 월까지 긍정적인 주가흐름 기대. 배달/클라우드 확인 중요

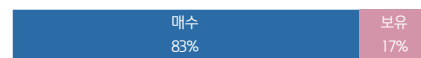
현재 알리바바 적정 주가는 190~200 달러 수준으로 판단한다. 중국 커머스 사업은 클라우드 등 커머스 외에 사업이 전반적으로 부진했던 23~24 년 평균인 EBITA 10 배를 적용했다. 클라우드 사업은 구글/MSFT/오라클 평균인 PSR 10 배에서 할인된 4~5 배를 적용했으며, 상대적으로 낮은 수익성을 감안했다. 한편 최근 중국 AI 산업의 성장 잠재력과 4 중전회를 앞두고 정책 모멘텀이 부각되며 중국 기업에 대한 글로벌 투자심리가 회복되는 모습을 보이고 있다. 추가적으로 밸류에이션 리레이팅될 경우 250~260 달러까지 상승 여력이 존재한다는 판단이다.

실적 발표가 있는 11 월까지 상대적으로 긍정적인 투자심리가 지속될 것으로 기대된다. 배달음식 관련 투자 및 중국 커머스 사업의 수익성 회복과 클라우드 사업의 추가 성장 여력에 대한 가시성이 지정학적 리스크 이외에 주가의 주요 촉매제가 될 것으로 예상된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.9.29): \$179.90
 목표주가 컨센서스: \$182.48

▶ 투자 의견 컨센서스



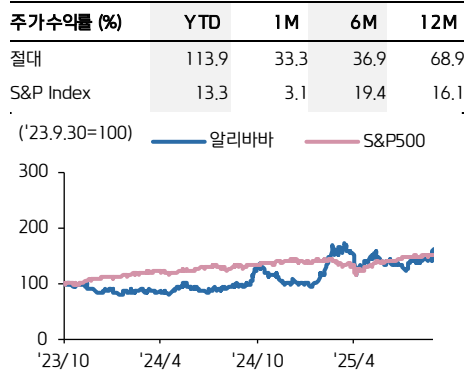
Stock Data

산업분류	대규모 소매업
S&P 500(9/29)	6,661.21
현재주가/목표주가	179.9 / 182.48
52주 최고/최저 (\$)	181.31 / 79.67
시가총액 (백만\$)	428,896
유통주식 수 (백만)	2,384
일평균거래량 (3M)	2,311,661

Earnings & Valuation

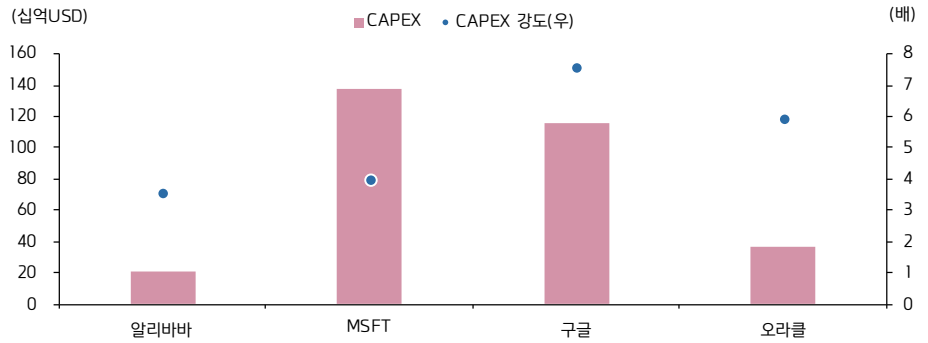
(백만 CNY)	FY 24	FY 25	FY 26E	FY 27E
매출액	941,168	996,347	1,039,795	1,151,177
EBITDA	191,668	202,325	172,465	230,572
EBITDA 마진(%)	20	20	17	20
순이익	157,479	158,122	126,512	165,231
EPS	62.2	65.4	54.7	72.3
증가율(%)	14.1	5.1	-16.3	32.1
PER(배)	10.2	14.8	23.4	17.7
PBR(배)	1.3	2.3	2.7	2.4
ROE(%)	8.1	13.0	10.8	12.4
배당수익률(%)	1.4	0.8	N/A	N/A

Performance & Price Trend



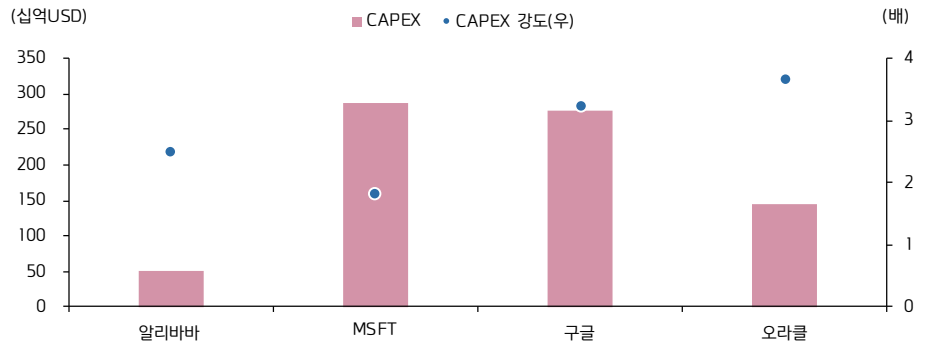
자료: Bloomberg, 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

최근 3년 알리바바 및 미국 빅테크 CAPEX 강도 비교



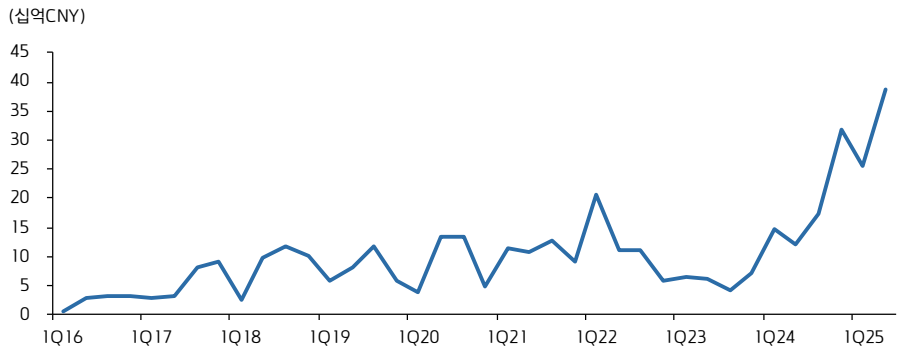
주: 1)회계연도 기준, 2)CAPEX 강도는 CAPEX/D&A를 의미
 자료: 각사 보고서, Bloomberg, 키움증권 리서치

향후 3년 알리바바 및 미국 빅테크 CAPEX 강도 추정치 비교



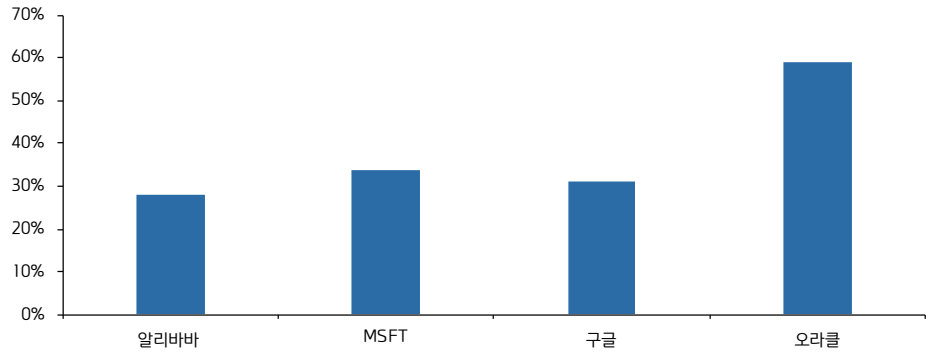
주: 1)회계연도 기준, 2)CAPEX 강도는 CAPEX/D&A를 의미,3)Bloomberg 추정치 기준
 자료: 각사 보고서, Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 분기별 CAPEX 추이



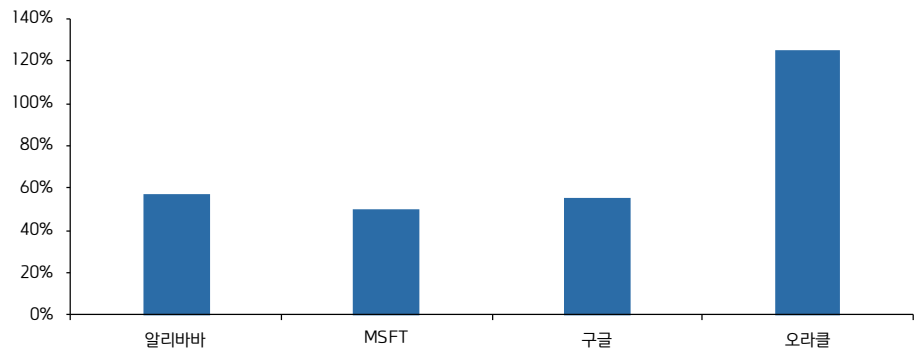
주: Calendar year
 자료: 알리바바, Bloomberg, 키움증권 리서치

최근 3년 알리바바 및 미국 빅테크 영업현금흐름 대비 CAPEX 비교



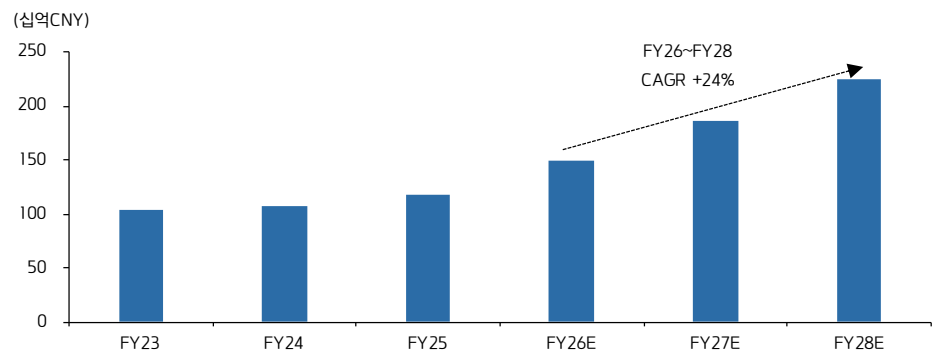
주: 회계연도 기준
 자료: 각사 보고서, Bloomberg, 키움증권 리서치

향후 3년 알리바바 및 미국 빅테크 영업현금흐름 대비 CAPEX 비교



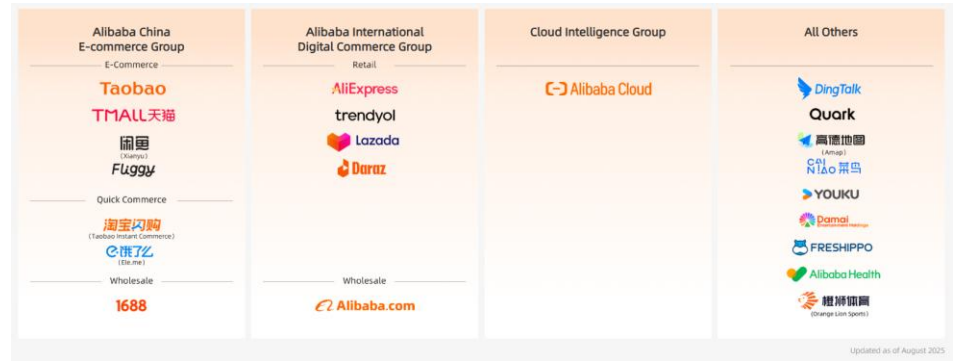
주: 1)회계연도 기준, 2)Bloomberg 추정치 기준
 자료: 각사 보고서, Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 클라우드 매출 추이 및 전망



주: 회계연도 기준
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 신규 사업 구조



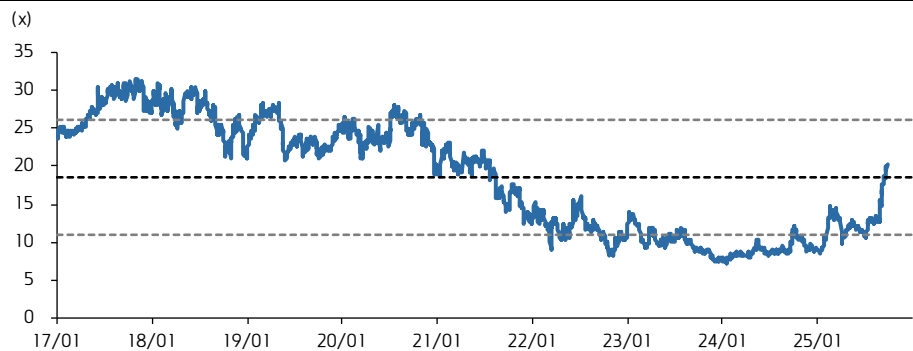
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 적정 주가

사업부문	Bear Case	Base Case	Bull Case
중국 커머스	EBITA 7배	EBITA 10배	EBITA 12배
해외 커머스	PSR 0.8배	PSR 1.5배	PSR 1.8배
클라우드	PSR 1~2배	PSR 4~5배	PSR 7~8배
기타 사업 (차이나오/알리헬스)	지분가치에 50% 할인	지분가치에 20% 할인	지분가치에 20% 할인
순현금	50% 할인	20% 할인	20% 할인
투자자산	x	20% 할인	20% 할인
적정 주가	100~110	190~200	250~260
Implied P/E	13~14배	25~26배	32~34배

자료: 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25	FY1Q26	FY25
매출	243,236	236,503	280,154	236,454	247,652	996,347
YoY	4%	5%	8%	7%	2%	6%
매출총이익	97,716	93,093	118,170	91,245	111,686	400,224
YoY	7%	8%	12%	22%	14%	12%
GPM	40%	39%	42%	39%	45%	40%
R&D	11,570	12,425	13,060	13,396	13,535	50,451
YoY	8%	11%	22%	11%	17%	13%
GPM	5%	5%	5%	6%	5%	5%
판매 및 마케팅	32,297	31,922	42,140	35,525	52,720	141,884
YoY	19%	30%	28%	26%	63%	26%
% of sales	13%	13%	15%	15%	21%	14%
일반관리비	11,937	8,556	9,663	9,505	6,240	39,661
YoY	45%	11%	-2%	-10%	-48%	9%
% of sales	5%	4%	3%	4%	3%	4%
Adjusted EBITDA	51,161	47,327	62,054	41,783	45,735	202,325
YoY	-2%	-4%	4%	36%	-11%	6%
OPM	21%	20%	22%	18%	18%	20%
순이익	40,691	36,518	51,066	29,847	33,510	158,122
YoY	-9%	-9%	6%	22%	-18%	0%
NPM	17%	15%	18%	13%	14%	16%

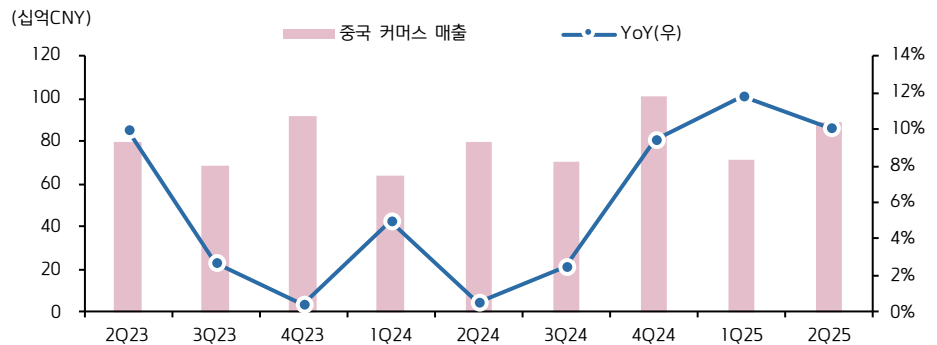
주: Non-GAAP 기준
 자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 사업부문별 매출 및 EBITA 마진율

(단위: 백만CNY)	FY1Q25	FY1Q26	YoY
매출	243,236	247,652	2%
China E-commerce Group	127,670	140,072	10%
International Digital Commerce Group	29,293	34,741	19%
Cloud	26,549	33,398	26%
All other	81,354	58,599	-28%
Adjusted EBITA	45,035	38,844	-14%
China E-commerce Group	48,753	38,389	-21%
International Digital Commerce Group	(3,706)	(59)	적자지속
Cloud	2,337	2,954	26%
All other	(1,077)	(1,415)	적자지속
Adjusted EBITA Margin	19%	16%	-2.8%p
China E-commerce Group	38%	27%	-10.8%p
International Digital Commerce Group	-13%	0%	12.5%p
Cloud	8.8%	8.8%	0.0%p
All other	-1%	-2%	-1.1%p

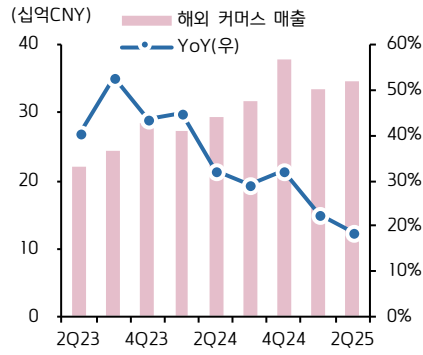
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 중국 커머스 매출 및 증가율



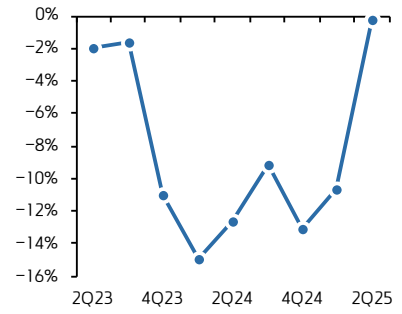
주: Calendar year, CMR 기준. 2Q25부터 사업구조 재편
 자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 해외 커머스 매출 및 증가율



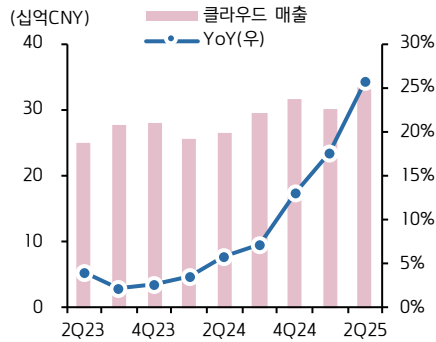
주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 해외 커머스 EBITA 마진



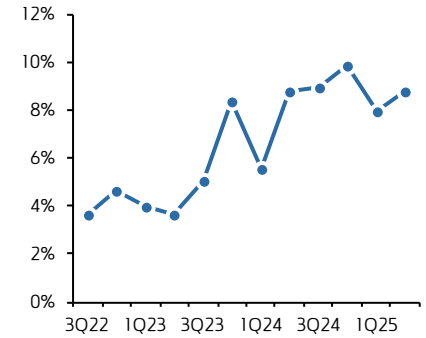
주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 클라우드 매출 및 증가율



주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 클라우드 EBITA 마진



주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.