



알리바바 (BABA.US)

커머스에 흔들려도 클라우드가 견인 중

- FY2Q26 매출은 클라우드 실적 호조로 예상치 상회, 이익은 투자 확대에 하회
- 중국 커머스 수익성 개선 기대되나, 성장 둔화 우려. 클라우드는 고성장세 지속 전망
- 향후 중국 커머스 이익 회복 여부 확인 중요. AI 모멘텀으로 투자 매력 유효

FY2Q26 예상치 대비 매출 상회, 이익 하회

FY2Q26 매출은 2,478 억위안(YoY +5%), Adjusted EBITA는 91 억위안(YoY -78%)을 기록했다. 예상치 대비 클라우드 호실적으로 인해 매출은 소폭 상회했으나, 이익은 배달음식 투자 확대에 하회했다.

중국 커머스 이익 회복 우려 존재, 클라우드는 성장 지속 전망

중국 커머스는 이커머스 매출(CMR)이 YoY 10% 증가하며 경쟁사 대비 견조한 성장세를 유지했다. 쿠팡커머스는 공격적인 확장(매출 YoY +60%)으로 중국 커머스 수익성 둔화(EBITDA 마진 YoY -31%p)를 야기했으나, 시장 예상 대로 이번 분기를 정점으로 투자 강도는 점진적으로 축소될 전망이다. 또한 높은 점유율이 유지되고 있는 가운데 평균 주문금액 상승 및 규모의 경제효과에 따른 물류 비용 최적화로 향후 단위당 경제성은 개선될 것으로 예상된다(11월 주문당 손실은 7~8월 대비 50% 감소). 다만 FY2Q26 중국 이커머스 매출은 높은 기저 및 부진한 매크로로 인해 성장세가 둔화될 것으로 예상되며, 쿠팡커머스 사업도 점유율 확보를 위한 투자가 지속될 예정인 만큼 이익 회복은 불확실성이 존재한다.

클라우드 매출은 YoY +34%로 예상치를 상회했다. AI 수요가 지속되는 가운데 경영진은 공급이 수요를 따라가지 못하고 있다고 강조하며, 기존 CAPEX 투자 계획의 상향 가능성을 언급했다. 블룸버그 컨센서스 기준 클라우드 매출은 향후 3년간 연평균 26% 증가할 것으로 예상되나 상향 조정될 가능성이 크다는 판단이다.

해외 커머스는 지정학적 불확실성 확대와 중국 커머스 및 AI 사업에 대한 자원 집중으로 인해 성장 둔화가 지속됐다. 다만 영업 효율성 제고를 통해 이익은 흑자 전환되며 수익성 개선된 점은 긍정적이다.

중국 커머스 이익 회복이 관건. AI 모멘텀으로 투자 매력 유효

부진한 매크로 환경 및 투자 지속으로 인해 중국 커머스의 이익 회복에 대한 불확실성이 존재한다. 다만 쿠팡커머스의 수익성 개선 및 이커머스와 시너지 효과를 통해 이를 일부 상쇄할 것으로 예상된다. 또한 클라우드는 높아진 기대감을 상회하는 호실적을 기록하며 AI 모멘텀이 지속될 전망이다. 현재 주가는 12M FWD PER 18배에서 거래 증으로 투자 매력 유효하다는 판단이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.11.25): \$157.01

목표주가 컨센서스: \$198.13

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
83%	17%

Stock Data

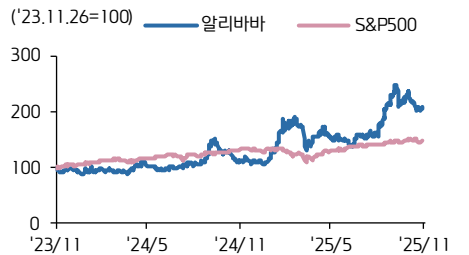
산업분류	대규모 소매업
S&P 500 (11/25)	6,765.88
현재주가/목표주가	157.01 / 198.13
52주 최고/최저 (\$)	192.67 / 79.67
시가총액 (백만\$)	374,638
유통주식 수 (백만)	2,386
일평균거래량 (3M)	2,627,803

Earnings & Valuation

(백만 CNY)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	941,168	996,347	1,039,048	1,150,666
EBITDA	191,668	202,325	156,827	218,928
EBITDA 마진(%)	20	20	15	19
순이익	157,479	158,122	111,971	156,639
EPS	62.2	65.4	48.0	66.5
증가율(%)	14.1	5.1	-26.7	38.7
PER(배)	10.2	14.8	23.2	16.7
PBR(배)	1.3	2.2	2.3	2.1
ROE(%)	8.1	13.0	10.1	11.5
배당수익률(%)	1.4	0.8	N/A	N/A

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	86.6	-10.1	31.1	84.9
S&P Index	14.0	-1.3	15.5	12.3



자료: Bloomberg, 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

알리바바 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25	FY1Q26	FY2Q26	FY25
매출	236,503	280,154	236,454	247,652	247,795	996,347
YoY	5%	8%	7%	2%	5%	6%
매출총이익	93,093	118,170	91,245	111,686	97,464	400,224
YoY	8%	12%	22%	14%	5%	12%
GPM	39%	42%	39%	45%	39%	40%
R&D	12,425	13,060	13,396	13,535	15,699	50,451
YoY	11%	22%	11%	17%	26%	13%
GPM	5%	5%	6%	5%	6%	5%
판매 및 마케팅	31,922	42,140	35,525	52,720	65,996	141,884
YoY	30%	28%	26%	63%	107%	26%
% of sales	13%	15%	15%	21%	27%	14%
일반관리비	8,556	9,663	9,505	6,240	6,401	39,661
YoY	11%	-2%	-10%	-48%	-25%	9%
% of sales	4%	3%	4%	3%	3%	4%
Adjusted EBITDA	47,327	62,054	41,783	45,735	17,256	202,325
YoY	-4%	4%	36%	-11%	-64%	6%
OPM	20%	22%	18%	18%	7%	20%
순이익	36,518	51,066	29,847	33,510	10,352	158,122
YoY	-9%	6%	22%	-18%	-72%	0%
NPM	15%	18%	13%	14%	4%	16%

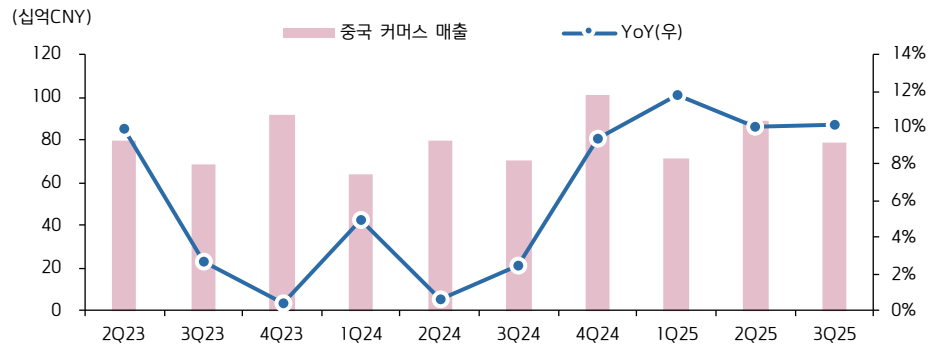
주: Non-GAAP 기준
 자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 사업부문별 매출 및 EBITA 마진율

(단위: 백만CNY)	FY2Q25	FY2Q26	YoY
매출	236,503	247,795	5%
China E-commerce Group	114,773	132,578	16%
International Digital Commerce Group	31,672	34,799	10%
Cloud	29,610	39,824	34%
All other	84,483	62,969	-25%
Adjusted EBITA	40,561	9,073	-78%
China E-commerce Group	44,327	10,497	-76%
International Digital Commerce Group	(2,905)	162	흑자전환
Cloud	2,661	3,604	35%
All other	(1,833)	(3,370)	적자지속
Adjusted EBITA Margin	17%	4%	-13.5%p
China E-commerce Group	39%	8%	-30.7%p
International Digital Commerce Group	-9%	0%	9.6%p
Cloud	9.0%	9.0%	0.1%p
All other	-2%	-5%	-3.2%p

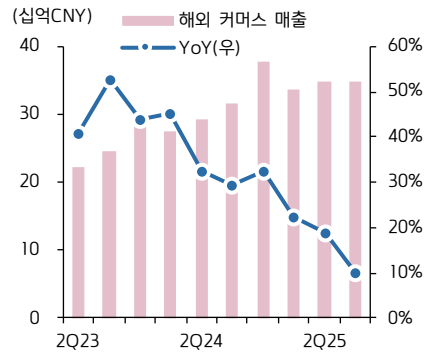
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 중국 커머스 매출 및 증가율



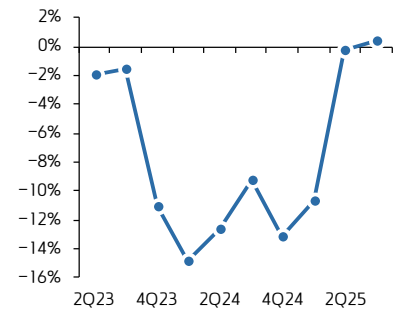
주: Calendar year, CMR 기준. 2Q25부터 사업구조 재편
 자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 해외 커머스 매출 및 증가율



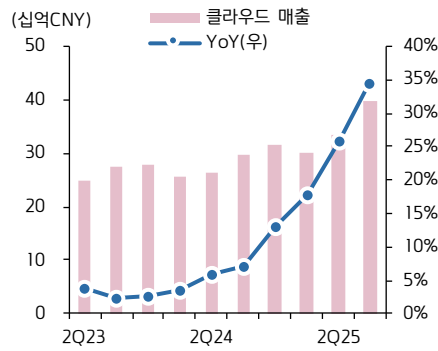
주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 해외 커머스 조정 EBITA 마진



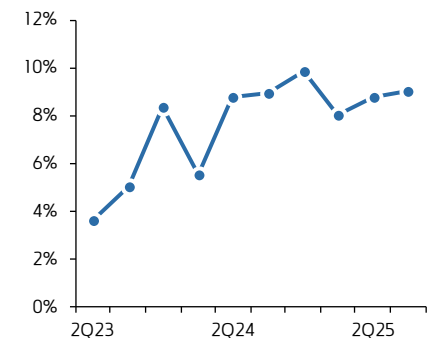
주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 클라우드 매출 및 증가율



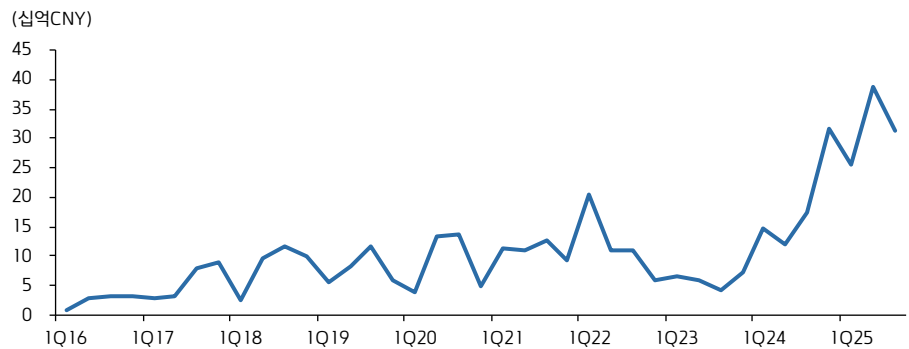
주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 클라우드 조정 EBITA 마진



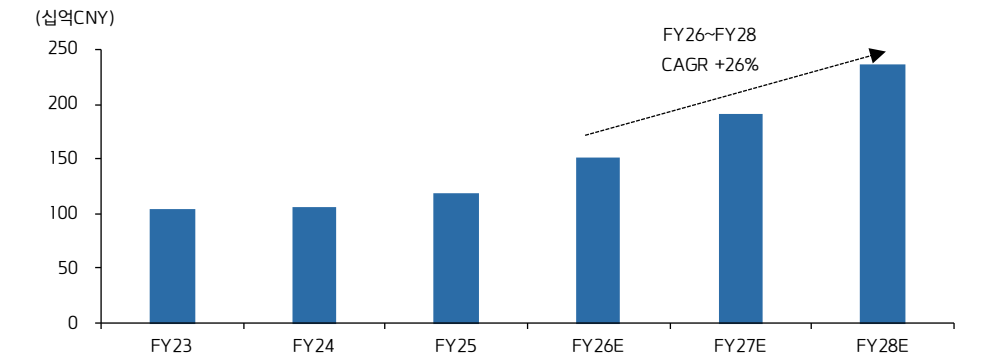
주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 분기별 CAPEX 추이



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

알리바바 클라우드 매출 추이 및 전망



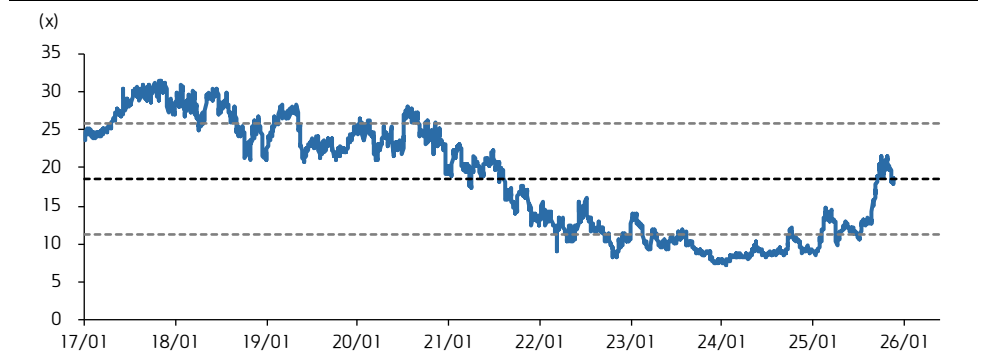
주: 회계연도 기준
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 적정 주가 전망

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	14~15배	26~27배	34~36배

자료: 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 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.