



中國 | 科技、媒體及電訊

26 September 2025

阿里巴巴 (9988 HK)

積極推進 3 年 3800 億元的 AI 基礎設施建設計劃

阿里巴巴正在積極推進 3 年 3800 億元的 AI 基礎設施建設計劃

2025 年雲棲大會於 9 月 24 日在杭州開幕，阿里巴巴集團 CEO 吳泳銘發表《超級人工智能之路》演講。“當前的世界，一場由人工智能驅動的智能化革命剛剛開始。”吳泳銘表示，實現通用人工智能（AGI）已是確定性事件，但這只是起點，終極目標是發展出能自我疊代、全面超越人類的超級人工智能（ASI）。並闡述了通往 ASI 的三階段演進路線。第一階段為“智能湧現”，即 AI 通過學習海量人類知識具備泛化智能；第二階段為“自主行動”，AI 掌握工具使用和編程能力以“輔助人”，這正是當前行業所處的階段；第三階段為“自我疊代”，即 AI 通過連接物理世界並實現自學習，最終實現“超越人”。作為“全棧人工智能服務商”，阿里雲將通過兩大核心路徑實施 AI 戰略：一是通義千問堅定開源開放路線；二是構建作為“下一代計算機”的超級 AI 雲。吳泳銘透露，阿里巴巴正在積極推進 3 年 3800 億元的 AI 基礎設施建設計劃，並將會持續追加更大的投入。根據遠期規劃，2032 年阿里雲全球數據中心的能耗規模將較 2022 年提升 10 倍。

Qwen3-Max 文本能力超越 GPT-5-Chat

此外，在 2025 雲棲大會現場，阿里雲 CTO 周靖人接連公布了七款大模型技術產品，覆蓋語言、語音、視覺、多模態、代碼等模型領域，其中包括大語言模型阿里通義旗艦模型 Qwen3-Max。Qwen3-Max 是阿里巴巴迄今為止規模最大、能力最強的模型。Qwen3-Max 包括指令（Instruct）和推理（Thinking）兩大版本，其預覽版已在 Chatbot Arena 排行榜上位列第三，超越了 GPT-5-Chat 等知名模型，在大模型用 Coding 解決真實世界問題的 SWE-Bench Verified 測試中，Instruct 版本斬獲 69.6 分，位列全球第一梯隊；在聚焦 Agent 工具調用能力的 Tau2-Bench 測試中，Qwen3-Max 取得突破性的 74.8 分，超過 Claude Opus4 和 DeepSeek-V3.1。Qwen3-Max 推理模型也展現出非凡性能，結合工具調用和並行推理技術，其推理能力創下新高，尤其在聚焦數學推理的 AIME 25 和 HMMT 測試中，均達到突破性的滿分 100 分，為國內首次。

超級 AI 雲會是下一代計算機

超級 AI 雲會是下一代計算機，從 CPU 為核心的傳統計算加速轉變為以 GPU 為核心的 AI 計算。新的 AI 計算範式將需要更稠密的算力、更高效的網絡、更大的集群規模，AI 將會替代能源的地位，成為最重要的商品，Token 就是未來的電。絕大部分 AI 能力將以 Token 的形式在雲計算網絡上產生和輸送。面對下一個十年，阿里雲的定位是成為全棧人工智能服務商，並預測未來全球可能只有五至六個超級 AI 雲計算平台。

雲業務成長邏輯變得更清晰，中期有望改善毛利結構

阿里雲與 Nvidia 在物理 AI（Physical AI）領域達成合作，將聯合推動具身智能應用落地。阿里雲人工智能平台 PAI 將集成輝達 Physical AI 軟件棧，結合阿里雲大數據 AI 平台能力，為企業用戶提供數據預處理、仿真數據生成、模型訓練評估、機械人強化學習、仿真測試等全鏈路平台服務，進一步縮短具身智能、輔助駕駛等應用的開發周期。我們認為，可以為汽車/機器人客戶提供標準化研發環境，疊加自家 LLM 能力，強化阿里雲的解決方案厚度。

我們認為本次雲棲大會標志著阿里雲從“追趕者”向“AI 技術定義者”的轉變。全棧能力（模型+基礎設施+生態）的協同突破，為中長期雲業務增長注入確定性，雲業務成長邏輯變得更清晰，中期有望改善毛利結構，但短期高強度 capex 或壓制自由現金流。建議投資者關注 AI 商業化落地進度及毛利率改善信號。

未評級

當前股價 (港元)*	172.00
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	26,484.68
*股價截至	25-Sep-25

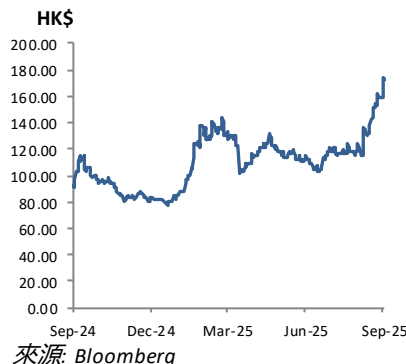
關鍵數據

股票代號	9988 HK
總市值 (港元)	3,280,493
近3個月人均成交額	14,432.0
52周最高價 (港元)	177.80
52周最低價 (港元)	76.74
自由流通比率 (%)	90.3%
總股本 (百萬股)	19,072.6

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	38.2%	34.7%
3個月	48.9%	37.6%
6個月	34.7%	18.7%

股價1年圖

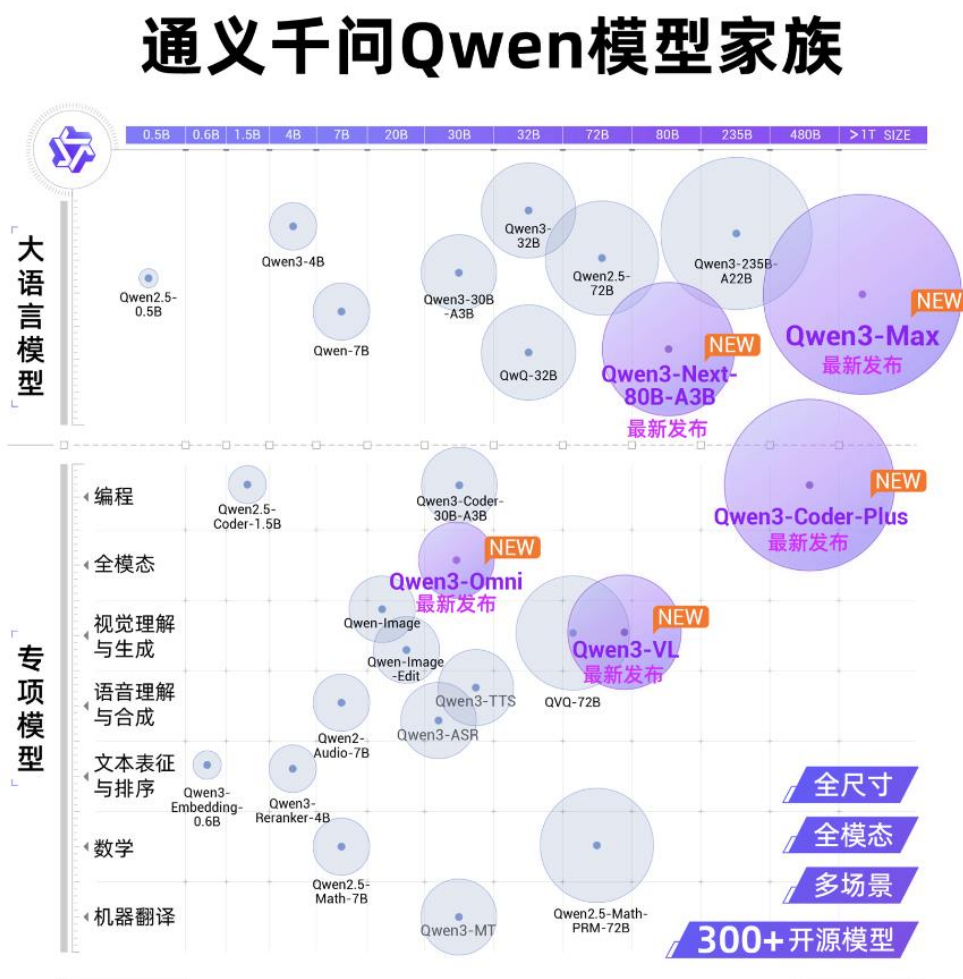


葉偉焯 Raymond Ip

raymond.ip@crosby.com

+852 3476 2928

圖 1 通義千問 Qwen 模型家族



开源全球第一 ■ 17万+全球衍生模型 ■ 全球下载量6亿+

苹果 FastVLM-7B 英伟达 Qwen3-235B-A22B-Eagle3 英特尔 hebrew-math-tutor-v1 微软 GUI-Actor-7B-Qwen2-VL
DeepSeek DeepSeek-R1-Distill-Qwen-7B 字节跳动 cudaLLM-8B 金山软件 QZhou-Embedding stepfun-ai/GOT-OCR2.0
月之暗面 Kimi-Dev-72B 百川智能 Baichuan-M2-32B 快手 Klear-Reasoner-8B

服务千行百业 ■ 100万+客户 ■ 中国企业使用量最多

※ 全球首个太阳大模型“金乌” 品 辅助医生诊疗 □ 手机终端智能体 田 超大城市治理数字化转型
皿 政务服务智能助手 罍 商户智能审核助手 𨋖 汽车智能座舱 目 条款解读助手 𠄎 智能眼镜

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 Text Arena 排名 高於 Chat-5-GPT

Text Arena
View rankings across various LLMs on their versatility, linguistic precision, and cultural context across text.

🏆 Overall ▼

Rank (UB) ↑	Model ↑	Score ↑
1	 gemini-2.5-pro	1456
1	 claude-opus-4-1-20250805-thinking-16k	1449
2	 o3-2025-04-16	1441
2	 chatgpt-4o-latest-20250326	1441
2	 gpt-4.5-preview-2025-02-27	1441
2	 gpt-5-high	1440
2	 claude-opus-4-1-20250805	1438
3	 qwen3-max-preview	1430
5	 gpt-5-chat	1430
8	 claude-opus-4-20250514-thinking-16k	1421

[View all](#)

來源: 公司資料, Crosby Securities



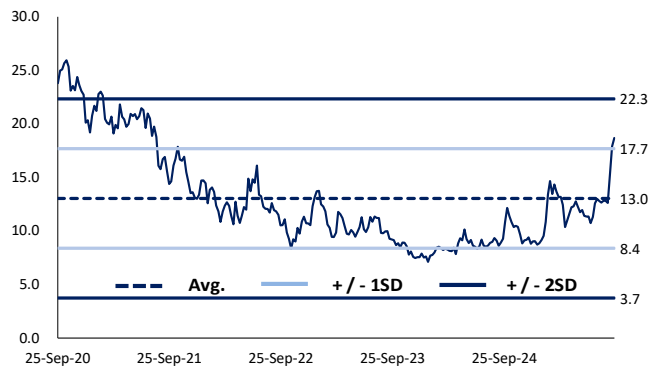
圖 3 旗舰模型 Qwen3-VL-235B-A22B 性能已达到甚至超越 Gemini 2.5 Pro

		Qwen3-VL 235B-A22B Instruct	Gemini2.5-Pro Thinkingbudget 128	GPT5 Minimal or Without thinking	Claude-Opus-4.1 Without thinking	Other Best Without thinking
STEM&Puzzle	MMMU _{VAL}	78.7	80.9	74.4*	77.2	73.6* (Seed1.5VL)
	MMMU_Pro	68.1	71.2	62.7*	60.7	59.9* (Seed1.5VL)
	MathVista _{mini}	84.9	77.7	50.9	74.5	83.0* (Seed1.5VL)
	MathVision	66.5	66.0	45.8	57.7	65.5* (Seed1.5VL)
	MathVerse _{mini}	72.5	65.9	43.0	68.1	65.4* (GLM4.5V)
	VisuLogic	29.9	26.9	27.2	27.2	33.0* (Seed1.5VL)
General VQA	MMBench_EN_V1.1 _{dev}	89.9	86.6	81.4	84.1	89.0* (InternVL3)
	RealWorldQA	79.3	76.0	77.3	68.5	78.0* (InternVL3)
	MMStar	78.4	78.5	65.2	71.0	76.2* (Seed1.5VL)
	SimpleVQA	63.0	66.9	56.7	55.7	63.1* (Seed1.5VL)
Subjective Experience and Instruction Following	HallusionBench	63.2	60.9	53.7	55.1	60.0* (Seed1.5VL)
	MM_MT_Bench	8.5	7.6	7.5	7.9	7.6* (Qwen2.5VL)
	MIABench	91.3	91.3	92.6	90.0	90.8 (Seed1.5VL)
Text Recognition and Chart/Document Understanding	MMLongBench-Doc	57.0	51.2	42.4	48.1	50.1 (Seed1.5VL)
	DocVQA _{TEST}	97.1	94.0	89.6	89.2	96.7* (Seed1.5VL)
	InfoVQA _{TEST}	89.2	82.9	69.9	60.9	87.3* (Qwen2.5VL)
	AI2D _{TEST}	89.7	90.0	84.1	84.4	89.7* (InternVL3)
	OCRBench	920.0	872.0	787.0	750.0	906* (InternVL3)
	OCRBenchV2 _[en/ch]	67.1 / 61.8	55.2 / 53.1	48.2 / 37.7	47.2 / 38.0	61.5 / 63.7* (Qwen2.5VL)
	CC_OCR	82.2	76.8	66.1	66.0	79.8* (Qwen2.5VL)
	CharXiv(RQ)	62.1	62.9	57.8*	60.2	59.8* (Seed1.5VL)
2D/3D Grounding	RefCOCO _{avg}	91.9	—	—	—	91.6* (Seed1.5VL)
	CountBench	93.0	91.0	87.8	91.9	93.6* (Qwen2.5VL)
	ODinW13	48.6	34.5	—	—	40.6 (Seed1.5VL)
	ARKitScenes	56.9	—	—	—	27.5 (Seed1.5VL)
	Hypersim	13.0	—	—	—	9.6 (Seed1.5VL)
	SUNRGBD	39.4	—	—	—	33.5* (Seed1.5VL)
	BLINK	70.7	70.0	62.8	62.9	70.2* (Seed1.5VL)
	MUIRBENCH	72.8	74.0	66.5	—	71.1* (GLM4.5V)
Embodied and Spatial Understanding	ERQA	51.3	50.3	42.0*	26.0	46.5* (GLM4.5V)
	VSI-Bench	62.6	31.4	—	—	48.4* (InternVL3)
	EmbSpatialBench	83.1	73.3	75.1	66.0	78.6* (RoboBrain 2.0)
	RefSpatialBench	65.5	35.4	23.1	—	54.0* (RoboBrain 2.0)
	RoboSpatialHome	69.5	49.2	43.6	—	72.4* (RoboBrain 2.0)
Video	VideoMME(w/o sub)	79.2	80.6	77.3	73.3	77.6* (Seed1.5VL)
	MLVU	84.3	81.2	78.3	71.2	81.8* (Seed1.5VL)
	LYBench	67.7	69.0	—	—	64.0* (Seed1.5VL)
	CharadesSTA	64.8	—	—	—	64.7* (Seed1.5VL)
	VideoMMU	74.7	79.4	61.6*	70.1	72.1* (Seed1.5VL)
Agent	ScreenSpot	95.4	—	—	—	88.7* (InternVL3)
	ScreenSpot Pro	62.0	—	—	—	60.9* (Seed1.5VL)
	OSWorldG	66.7	—	—	—	53.2* (InternVL3)
	AndroidWorld	63.7	—	—	—	62.1* (Seed1.5VL)
Coding	Design2Code	92.0	90.3	88.9	85.3	84.5* (GLM4.5V)
	ChartMimic_v2_Direct	80.5	79.9*	—	—	—
	UniSvg	69.3	67.9	—	—	—

Note: The default evaluation is conducted through API calls, and * indicates scores from the report. Results on video understanding are measured using a 256k-token context, handling up to 2048 frames.

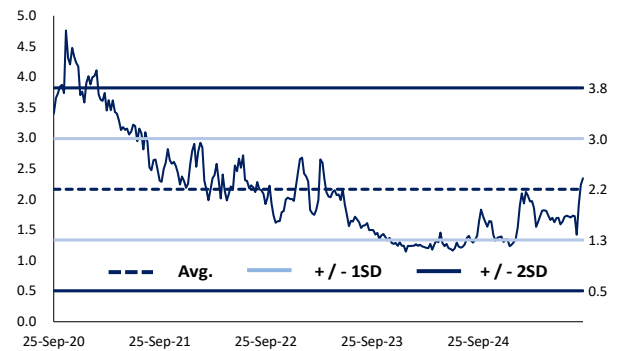
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 4 歷史五年預測市盈率區間



來源: Bloomberg, Crosby Securities

圖 5 歷史五年預測市賬率區間



來源: Bloomberg, Crosby Securities

主要財務數據

Yr ended 31 Mar	FY 2023	FY 2024	FY 2025
Income Statement (CNY'm)			
Revenue	868,687	941,168	996,347
YoY%	1.8	8.3	5.9
Gross profit	318,992	354,845	398,062
YoY%	1.7	11.2	12.2
EBITDA	158,091	168,606	193,795
YoY%	22.9	6.7	14.9
Net profit	72,783	80,009	130,109
YoY%	16.9	9.9	62.6
EPS (Fully diluted)	N/A	N/A	N/A
YoY%	N/A	N/A	N/A
DPS	N/A	N/A	N/A
YoY%	N/A	N/A	N/A
Balance Sheets (CNY'm)			
Cash & Cash Equiv	193,086	248,125	145,487
ST Investments	331,384	322,904	282,606
AR	32,134	30,686	31,172
Inventories	28,547	25,460	18,887
Other current assets	112,815	125,689	195,897
Total Current Assets	697,966	752,864	674,049
PP&E	253,459	262,088	242,550
LT Investments	245,737	220,942	356,818
Other Non-curr assets	555,904	528,970	530,832
Total Non-Current Assets	1,055,100	1,012,000	1,130,200
Payables & Accruals	281,562	299,654	339,299
ST Debts	19,197	36,298	27,438
Othe current Liabilities	84,592	85,555	68,609
Total Current Liabilities	385,351	421,507	435,346
LT Debts	176,372	169,316	220,672
Othe LT Liabilities	68,400	61,407	58,103
Total Long-Term Liabilities	244,772	230,723	278,775
Shareholders' Equity	999,537	997,307	1,021,593
Minority interests	123,406	115,327	68,535
Total Equity	1,122,943	1,112,634	1,090,128
Total Debts	195,569	205,614	248,110
Net cash / (debts)	(2,483)	42,511	(102,623)

來源: Bloomberg, Crosby Securities

Yr ended 31 Mar	FY 2023	FY 2024	FY 2025
Cash Flow Statement (CNY'm)			
Net Income	72,783	80,009	130,109
Dep & Amort.	46,938	44,504	42,459
Working capital changes	13,482	(13,749)	(23,988)
Other adjustments	66,549	71,829	14,929
Cash From Operations (CFO)	199,752	182,593	163,509
YoY%	39.9	(8.6)	(10.5)
Capex	(34,352)	(32,929)	(85,972)
Other investments	(101,154)	11,105	(99,443)
Cash From Investing Activities	(135,506)	(21,824)	(185,415)
Free Cash Flow (CFO - Capex)	165,400	149,664	77,537
YoY%	84.9	(9.5)	(48.2)
Net change in debts	18,972	10,045	42,496
Shares issue & buyback (net)	(74,735)	(87,902)	(86,652)
Dividends	0	(17,946)	(29,077)
Others	(5,295)	(9,927)	(7,499)
Cash from Financing Activities	(61,058)	(105,730)	(80,732)
Opening cash	189,898	193,086	248,125
Net Changes in Cash	3,188	55,039	(102,638)
Closing cash	193,086	248,125	145,487
Ratios			
Gross margin	36.7%	37.7%	40.0%
Ebitda margin	18.2%	17.9%	19.5%
Net margin	8.4%	8.5%	13.1%
Payout	25.8%	22.5%	13.8%
Effective tax	17.4%	22.2%	22.8%
Ebit margin (%)	10.0	10.8	17.2
Interest burden (x)	1.02	1.00	0.91
Tax burden (x)	0.81	0.78	0.83
Asset turnover (x)	0.50	0.54	0.56
Leverage (x)	1.76	1.76	1.77
ROE	7.5%	8.1%	13.0%
ROIC	5.5%	5.9%	8.3%
Total debts / Total Capital	14.8%	15.6%	18.5%
Net debts / SH Equity	0.2%	Net cash	10.0%

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。