

阿里加大推進 AI 基建規劃



證券分析

張賽娥

南華金融副主席

港股昨走勢反覆，恒生指數高開165點後，升幅曾擴大至最多194點，高見26,779點，重越10天線(26,672點)，惟高位沽壓增加，大市掉頭向下，一度最多跌85點，低見26,499點，尾市重拾升勢，最終收漲44點或0.17%，報26,629點。大市成交額2,348.6億元，北水淨流入52.4億元。至於國企指數跌8點或0.1%，收報9,114點；恒生科指則跑贏大市，收報5,762點，升16點或0.28%。



■ 阿里正強化算力與雲端供給。

美聯社

芯片股造好：重返紅底的ASMP(0522)再升6.29%，收報108.2元；華虹半導體(1347)漲3.21%，報109.2元；天數智芯(9903)飆22.51%，報215元；中芯國際(0981)亦升0.78%，報77.85元。

個股方面，阿里巴巴(9988)正以「全棧」人工智能(AI)基礎設施，配合「全模態、全場景」模型矩陣推進AI策略，並提出未來3年加大推進AI基建規劃，涉及金額3,800億元人民幣，以強化算力與雲端供給。

阿里「AI賦能核心業務」並非單一功能，而是把AI嵌入兩條主幹：雲端把模型與算力產品化、服務化，讓企業可在阿里雲上完成訓練與推理；電商端則把「用戶意圖」轉成可執行任務，推動「一句話就搞定」購物新

鏈路(搜尋、比價、選品、下單、履約、售後)。

雲端方面，阿里截至去年9月底止第二財季，雲智能收入同比增長34%，主要由公共雲增長及AI相關產品採用提升帶動，且AI相關產品收入已連續第九個季度錄得3位數同比增長。反映集團把大模型能力產品化為可計費的雲服務，並以雲棲大會公布的全棧AI能力升級支撐企業落地，將AI需求沉澱為雲使用量與客戶黏性。

即時零售表現佳

電商方面，期內客戶管理收入按年增長10%，主要由抽成比例(take rate)提升帶動，並提及「全站推廣」滲透率提升等因素。此外，即時零售

表現佳，收入按年增長60%。公司表示，自去年9月以來單位經濟效益顯著改善，原因包括履約效率提升、高留存率及客單價上升，反映AI/數據驅動的供需匹配與履約運營優化。

阿里正把AI由「雲端供給」延伸到「交易與履約」：一方面以大模型與雲基建承接企業AI需求，帶動公共雲與AI產品採用；另一方面以即時零售與智能化投放/分發工具提升轉化與履約效率，並以「對話式入口」把購物流程由多步操作收斂為一次交互，推動「一句話就搞定」的新購物鏈路。

阿里昨收報164.8元，升1.6元或0.98%，成交額98.37億元。

(筆者為證監會持牌人士，本人及關連人士沒有上述股份)

攜程估值底部布局正當時

國家市場監督管理總局依據《反壟斷法》於1月14日對攜程集團(9961)涉嫌濫用市場支配地位立案調查。攜程隨即表態將積極配合，各項業務運轉正常。儘管面臨監管調查，惟公司在內地旅遊行業(尤其是中高端及商旅市場)的護城河依然堅固，料不會動搖其行業地位。

從用戶心智與信任上看，攜程不僅是流量分發平台，更是「服務確定性提供商」，在中高星酒店及出入境遊等非標、高客單價領域，憑藉對酒店的強管控制力贏得高淨值用戶信任，這與僅做流量撮合的平台有本質區別。從供給側黏性上看，內地線上旅遊行業核心矛盾是供給過剩而流量稀缺，導致上游商家極度依賴能將流量高效轉化為訂單的平台，這種「單向依賴」構建極高的轉化成本。

此外，從行業競爭的角度上

看，儘管近年流量型平台試圖進入中高端酒店市場，但缺乏攜程在供應鏈上的深度(如總經銷協議、與高星酒店的長期綁定等)，難以對攜程形成降維打擊。

潛在罰款25億人幣

至於潛在處罰力度與整改預期，參考阿里巴巴(9988)及美團(3690)等平台歷史反壟斷案例，估計美團處罰金額分別佔上財年營收3%至4%的比例測算，攜程2025年營收預測約618億元(人民幣，下同)，潛在罰款介乎18億元至25億元，相當於一次性扣減約10%至14%年利潤(剔除2025年股權出售收益影響)，對集團現金流及長期盈利衝擊有限。

整改方面，考慮到監管核心訴求是破壟斷、促公平，料整改將聚焦兩方面但不傷根本：一是取消

「二選一」及其他涉嫌排他協定的模式，允許商家多平台經營；二是規範定價與演算法，「調價助手」等強制干預工具或叫停，以上將長期推動行業從「價格博弈」轉向「服務競爭」。

此外，佣金率走向方面，我們判斷監管大概率不會設硬性佣金上限，因此供需未變背景下，攜程的高佣金本質是其流量價值的市場化體現，無強制排他的話，佣金仍由供需決定。整體看，處罰屬「糾偏式規範」，攜程核心業務韌性與長期競爭力有望保持穩健。

我們認為，是次攜程面臨的調查屬典型的「可解題型」事件，但受市場情緒擾動。公司當前股價對應2026財年市盈率約14.5倍，處歷史估值低位，市場過度放大調查的遠期負面效應，形成情緒性錯殺，予攜程美股目標價85.00美元，評級「買入」。

英鎊失守上升通道



金匯出擊

黃楚淇
英皇金融集團

英國將迎來一系列關鍵數據，包括今年1月份PMI數據。英鎊兌美元走勢，技術圖表所見，去年11月以來處上升通道，惟目前底部在1.3440，匯價已出現初步失守，10天平均線亦跌破25天平均線，形成利淡交叉，英鎊短期調整力度或加大。

自去年11月20日低位1.3037至今年1月6日高位1.3569，預期50%及61.8%的調整幅度分別見1.33及1.3240。其後較大支持看1.31及1.3030。阻力位先看200天平均線1.3410及25天平均線1.3450，較大阻力料在1.35及1.3570。

日圓維持弱勢整理

另外，市場擔憂日本首相高市早苗在提前大選後，將獲更大授權推行更具擴張性的財政政策，日圓維持弱勢整理。然而，美元兌日圓上行空間受制於160關口，投資者料日本央行可能在匯率接近160至162區間進行干預，以支撐日圓。

技術走勢而言，美元兌日圓在去年11月及12月均在158水平遇阻，剛在上月初稍呈破位，在過去兩個多月的走勢已呈雙底形態，美元兌日圓或可望迎來新一波上升走勢，先看160關口，延伸可看160.60至162水平。目前支撐位料在158水平。較大支撐料在157.50。

金蝶盈利能力提升

金蝶國際(0268)發盈喜，預計2025年扭虧為盈，淨利潤潤達6,000萬元至1億元(人民幣，下同)，而2024年則錄淨虧損1.42億元。料去年收入69.5億元至70.5億元，按年增11.1%至12.7%。經調整淨利潤1.9億元至2.4億元。

野村發表報告指，金蝶在訂閱即服務(SaaS)轉型的密集投資階段料已完結，估計未來收入持續增長，而人工智能(AI)業務將推動未來增長加速及更佳盈利能力。

野村維持其「買入」評級，目標價18.49港元，為預測市銷率8.7倍。

受惠AI驅動效率

另外，花旗表示，金蝶的盈利預告，基本符合該行預期，並認為公司已達成2025年扭虧為盈目標，而盈利能力提升，主要受惠規模經濟與AI驅動效率。

花旗指，金蝶仍屬優質軟體企業，並持續受惠於2026年AI-SaaS轉型浪潮。重申其「買入」評級。目標價18.3港元。

美銀證券稱，金蝶去年營收增長穩固，主要受大型企業業務強勁擴張驅動，反映下游需求逐步改善，特別是上季來自中小企業新訂單增速提升。

該行維持對金蝶「買入」評級，目標價20.2港元。以反映公司在訂閱收入增長與AI變現能力提升支持下，營收增長具韌性、盈利能力持續改善。