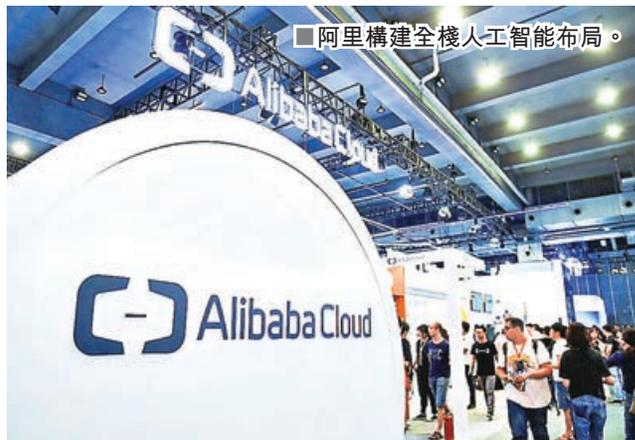


阿里「通雲哥」鑄就護城河

證券分析

招商證券(香港)證券
研究部

阿里巴巴(9988) 構建一個「底層基礎設施-模型-產品應用生態」的全棧人工智能(AI)布局，其中，「通雲哥」(通義千問、阿里雲、平頭哥)三大核心板塊協同發力，鑄就穩固的護城河。我們繼續維持阿里為中國互聯網首選。上行催化劑包括：雲業務/CMR增長/利潤率擴張的積極進展、大模型更新升級/新AI產品推出，以及其他業務虧損收窄。



■阿里構建全棧人工智能布局。

阿里全棧AI優勢體現在：1) 平頭哥搭建自主可控算力基礎設施，最新推出高端AI芯片真武810E性能對標英偉達H20。基於自研芯片開發模型，將有效通過模型優化和資源利用率改善，降低單位成本(類似谷歌Gemini和TPU)；2) 通義模型構建全球最大開源生態，擴大用戶覆蓋範圍，模型能力領先；3) 豐富且完善的產品生態，高效協同數據-模型-產品；4) 雲業務先發優勢明顯，國內雲市場份額提升至36%(截至2025年三季度)，AI需求爆發持續帶動傳統雲服務銷售增長。

通義千問：1) 阿里上月中正式發布新一代大模型千問3.5-Plus，提升模型效率，降低成本，模型智能進一步提升；2) 多模態能力持續強化，最新推出Qwen-Image生圖基座和萬相2.6視頻生成模型；3) 原生AI入口千問App受益於近期補貼活動，

春節期間用戶增長顯著；4) 近期推出桌面端Agent千問QoderWork，對標Claude Cowork；5) 硬件端，布局夸克AI眼鏡、天貓精靈、釘釘DingTalkA1等產品。

展望未來，阿里持續升級大模型能力，期待千問4.0重磅更新，而千問App將深化阿里生態原生融合、開放第三方入駐，QoderWork強化辦公協同能力，硬件布局同步擴容，進一步打通「模型-入口-終端」鏈路，鞏固開源生態與商業化落地優勢，持續拉開與同業差距。

物理AI拓寬邊界

高德世界模型(Fantasy World)作為物理AI核心成果，以高精地圖數據為基礎，融合實時路況、場景語義等多維度信息，在國際權威評測中穩居前列，其「飛行街景」功能實現實景導航、智能探店等創新場景落地，

進一步夯實阿里在實景服務領域的差異化優勢，未來有望向智慧交通、城市治理等領域延伸。

達摩院RyannBrain具身智能模型表現亮眼，在16項開源基準測試中刷新紀錄，超越谷歌、英偉達(NVIDIA)同類產品，憑藉獨特的時空記憶機制，實現機器人精準空間推理與軌跡預測，已在工業巡檢、智能倉儲等場景試點應用。兩者深度協同通義千問多模態能力，進一步拓寬物理AI應用邊界，強化商業化落地動能。

整體來看，我們保持對阿里全棧AI領導者的獨特市場地位、AI賦能內生業務向好前景的積極判斷。預計阿里2027年及2028財年淨利潤同比分別增42%及28%。關鍵風險包括宏觀經濟發展、監管方向，以及市場競爭等因素。其美股目標價維持在204美元。

宏福苑安置多元選項



公屋居屋

招國偉 公屋聯會總幹事

特區政府已公布大埔宏福苑長遠居住安排，提供多元選項，向宏福苑七座單位業主提出收購業權，按實用面積計算，未補地價單位每平方呎8,000元，已補地價單位每平方呎10,500元，全部單位採用劃一標準。居民可直接取得收購金額，而政府將會承擔後續一切法律、保險及處理程序上的風險及不確定性。

此外，政府推出「特設銷售計劃」，在新一期居屋、綠置居計劃、大埔頌雅路西公營房屋項目，以及房協資助出售房屋項目，撥出約3,900個單位，可選擇「樓換樓」，以「多除少補」方式換購資助出售單位，屋苑遍及地區廣泛。

筆者收到不少市民反映，期望在資助出售房屋計劃作出適度平衡，保留部分較大單位面積，讓宏福苑災民以外的其他市民申請選購。據政府表示，在約3,900個單位中選取不同戶型，以平衡需要。

值得注意的是，政府把頌雅路西項目改換成資助出售房屋，更改圖則，把單位實用面積全部改為400多平方呎，貼近宏福苑單位面積。

可選居二市場單位

此外，政府亦為宏福苑居民開通「資助出售單位第二市場」通道，即為有關業主提供綠表資格，有效期2年，可以在房委會居屋第二市場，及房協住宅發售計劃第二市場，自行與業主議價購買未補地價單位。筆者對此表示支持。

利是錢轉化為學習理財

農曆新年利是承載着長輩的祝福與期望，家長可以讓孩子親手拆利是及點算紙幣，再帶他們用現金購物，強化對金錢的實在感，把利是錢轉化為學習理財良機。如子女透過電子平台收取「e-利是」，家長亦可與孩子一同查閱電子利是交易紀錄，幫助他們了解金錢流向，並引導他們正確使用電子金融產品及服務。

實踐分配與承擔

教孩子理財核心不在於「管」，而在於「信」。與其擔心孩子亂花錢而選擇全數代管，不如按他們的理財經驗，讓其自主管理部分利是錢，從實踐中學習分配與承擔。同時可引導孩子將利是錢按「財分三份」原則處理，包括儲蓄、消費與分享。

分辨「想要」與「需要」：提醒孩子零用錢並非只為滿足短暫慾望，例如應先買「需要」的學習工具，對「想要」的玩具則需三思。

虛擬與實體對照：對於較年長的孩子，可引導他們對比電子交易紀錄與現金花費，並善用投委會「利是錢收支計算機」等網上工具，讓他們明白電子錢包內的數字，同樣代表着金錢，需要妥善管理。

施予是福：鼓勵孩子捐出部分利是錢幫助弱勢社群。

此外，要認識金融科技及網絡安全。家長要提醒孩子注意科技發展帶來的風險和挑戰，學習保護個人資料、警惕可疑訊息和交易，從小建立良好的網上理財和安全意識。

(每月首個星期一刊出)



滙控業務形成多點開花



方興未艾

鄧聲興 香港股票分析師協會主席

滙豐控股(0005)近日公布2025年全年業績，去年經調整營業收入710億美元，同比增長5.3%；經調整歸母普通股淨利潤278億美元，增幅12.5%。單看第四季度，業績同樣亮眼，主要受惠息差韌性與財富管理業務表現優於預期。更重要的是，管理層給出2026年至2028年清晰的指引，承諾每年實現收入增長，並將經調整有形股本回報率(ROE)維持在17%以上。

雖然市場普遍預期利率下行，將壓縮銀行業淨息差，惟滙控逆勢增長，2025年全年經調整淨利息收入同比仍錄得增長，第四季度更環比上升6%、同比上升8%至117億美元。這背後的核心驅動力在於存款規模的顯著擴張—全年存款總額增長8%。其中，單是香港部門便貢獻370億美元的增量，佔比達55%，反映香港市場資金流入強勁，且集團市

場地位穩固。

此外，英國、環球批發銀行及財富管理業務貢獻可觀增量，業務形成多點開花格局。管理層明確指出，存款增長將是2026年盈利增長的核心引擎之一。集團料經調整淨利息收入不低於450億美元，對應低單位數正增長，意味即使在減息環境下，集團仍能通過資產規模擴張，以抵禦息差收窄壓力。

股東回報政策清晰

除了傳統存貸業務之外，滙控財富管理業務同樣表現突出，國際財富管理及卓越理財業務、香港財富管理業務，以及企業機構理財業務旗下的批發交易銀行業務均有強勁表現，反映集團近年推動「以財富管理為增長引擎」戰略初見成效。

資產負債表質量方面，2025年預期信貸損失(ECL)為39億美元，佔平均貸款總額39個基點；普通股一級資本比率維持在



■滙控財管業務表現突出。路透社

14.9%的穩健水平，遠高於監管要求，為未來業務擴張及股東回報提供充足緩衝。

滙控維持50%的派息比率指引，並計劃將普通股一級資本比率維持在14%至14.5%的中期目標範圍。

滙控上周五(2月27日)收報147.3元，升1.59%。綜合而言，集團憑藉其在香港及亞洲市場的獨特地位、穩健的存款基礎及清晰的股東回報政策，具備穿越周期的能力，當前估值修復空間值得關注。

(筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份)