

阿里 AI 商業化進程加速



几不可失

黃德几

盈立證券研究部執行董事

阿里巴巴(9988)截至今年3月底第四財季業績整體表現超出預期，核心業務展現強勁增長動能。期內收入按年增長11%(剔除已處置業務)；阿里雲外部收入增速大幅提升至40%，人工智能(AI)相關收入佔比達30%，並連續第11個季度實現三位數增長。業績最大亮點在於AI業務快速商業化，並成為集團新的核心增長引擎。



■ 阿里前期技術投入正式進入規模化回報階段。

阿里前期技術投入正式進入規模化回報階段。根據指引，包含百煉模型即服務(MaaS)平台在內的模型與應用服務年化經常性收入(ARR)，預計下季度將突破100億元(人民幣，下同)，年底有望超過300億元。未來1年，AI相關產品收入佔比料逾50%，成為阿里雲收入增長最主要驅動力。雲外部收入料於未來數季度持續加速。這一系列量化指引充分體現管理層對AI業務前景的堅定信心，為資本市場提供高度可見的增長路徑。

企業端(AI to B)方面，集團構建覆蓋大模型、雲計算及自研芯片的全棧能力體系。企業級AI原生智能體「悟空」深度融入商家工作流程。在消費端(AI to C)，千問App與淘寶實現全面互通，接入海量商品庫及服務，並推出「千問AI購物助手」，為用戶提供端到端的無縫購物體驗。此外，千問App已與中國東方航空達成

首個外部合作，展現AI應用向更廣闊生態延伸的潛力。

AI基礎設施優勢持續強化，3月發布的Qwen3.6-Plus模型在編程和智能體開發領域表現突出；集團同步豐富專用模型布局，包括實時創作互動模型HappyOyster及視頻生成模型HappyHorse，目前均處於灰度測試階段。平頭哥自研芯片已實現規模化量產，60%以上算力對外商業化輸出。作為內地具備大規模自研AI芯片能力的雲服務商，平頭哥確保算力供應的自主可控。

長線增長前景值得期待

在全球算力持續緊缺背景下，這一結構性優勢已轉化為收入增長及毛利率提升的強勁動力。Agent技術爆發亦帶動傳統雲產品(CPU、存儲、容器等)需求大幅增長，推動相關基礎設施向Agent時代升級，進一步優化雲

業務整體盈利能力。

資本配置層面，阿里持續有序開展股份回購計劃，不僅提升每股盈利及股東權益比例，更在市場波動期間為股價提供有力支撐。結合AI業務高速商業化及未來現金流逐步改善的預期，股份回購繼續成為增強股東回報的重要工具。此外，隨着AI進入正向規模商業化周期，前期資本開支將逐步轉化為高毛利經常性收入，集團整體自由現金流有望重回穩健增長軌道。

總體而言，阿里已成功從AI技術投入期轉向商業化收成期。全棧能力布局不僅驅動雲業務加速增長，更為電商生態注入智能化元素，形成難以複製的競爭優勢。隨着AI收入佔比持續提升及ARR快速攀升，集團整體利潤率有望逐步優化，長線增長前景值得期待。

(筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份)

萬國數據表現持續改善



證券分析

張費費
南華金融副主席

萬國數據(9698)處於由人工智能(AI)驅動的新一輪成長周期。隨着內地大模型逐步進入規模化落地階段，數據中心需求正由傳統雲基礎設施轉向高功率、高密度、低時延的算力型基礎設施，帶動行業進入新一輪升級。

2025財年，公司經營表現逐步改善。全年淨收入達114.32億元(人民幣，下同)，按年增長10.8%；經調整EBITDA為54.04億元，增長10.8%，EBITDA率維持於47.3%。全年淨利潤錄得9.59億元，較2024年淨虧損7.71億元明顯改善，實現扭虧為盈。值得注意的是，去年第四季因確認長期資產減值損失15.61億元，單季仍錄得淨虧損4.63億元。

資產負債表方面，萬國數據財務彈性提升。去年底現金結餘達143.06億元，全年完成新債務融資及再融資合共138.76億元，淨負

債/EBITDA比率亦由2024年底的6.8倍，下降至2025年底的5.8倍。此外，公司去年先後完成ABS與C-REIT資產貨幣化交易，並於2026年初完成3.85億美元DayOne股份回售，以及3億美元可轉換優先股私募，合計新增資金6.85億美元。

AI成為核心驅動力

AI相關需求已成為未來成長的核心驅動力。公司去年新增簽約面積約96,000平方米(逾300兆瓦)，管理層表示，新訂單總量及機房遷入量均創過去5年新高。進入2026年，公司已取得200兆瓦正式承諾訂單，另有500兆瓦合作備忘錄待轉化。

管理層預計，2026年新簽訂單中，60%至70%將來自AI相關需求。在資源儲備方面，公司目前掌握已落實供電條件的土地及預留資源合共3,700兆瓦，總可開發容量達5,400兆瓦，為AI基礎設施擴



■ 萬國數據財務彈性提升。

張提供充足儲備。公司重點推進內蒙古和林格爾、寧夏中衛及廣東韶關等樞紐，以承接西部大規模訓練需求，並配合東部低時延推理需求的增長。

展望2026年，公司預期總收入介乎124億元至129億元，經調整EBITDA介乎57.5億元至60億元。

萬國數據昨收報44.42元(港元)，升0.52元或1.19%，成交金額4.54億元。

(筆者為證監會持牌人士，本人及關連人士未持有上述股份)

騰訊AI戰略逐步落地

花旗發表報告，引述騰訊(0700)管理層於業績電話會議上表示，集團對混元3.0模型的顯著性能提升感到滿意，主要因高token使用量以及與公司內部關鍵產品緊密整合。而與微信整合將逐步推進，對未來逐步將混元3.0擴展至更大模型充滿信心，並將依託內部業務和產品的實際使用案例與反饋。

該行指出，騰訊核心業務依然穩健。國內及國際遊戲業務持續增長，常青遊戲產品更創下新高。騰訊雲及營銷服務均表現強勁。雖然目前GPU主要優先分配給內部需求，但預計2026年下半年國內GPU供應逐步增加，將成為雲業務的重要增長催化劑。

花旗將騰訊目標價由783元下調至763元，惟因持續看好其人工智能(AI)戰略逐步落地，同時核心盈利保持可持續增長。維持予「買入」評級。

核心業務利潤率穩健

另外，騰訊管理層預期，下半年資本開支顯著增加，但滙豐環球研究認為，在集團AI策略逐步明朗下，核心業務利潤率維持穩健。該行將其目標價由750元降至720元，維持「買入」評級。

高盛指，騰訊近期盈利或因AI投資增加而受壓，但集團AI戰略已初步有進展，包括承諾大增資本支出。該行將騰訊2026年及2027年資本開支預測，上調至1,510億元及1,650億元人民幣。

政壇風波令英債遭拋售



外匯薈萃

姜靜王灝庭

華僑銀行經濟師

美國4月通脹升溫，CPI同比升幅創3年新高，市場逐步重新計入美聯儲加息風險，美債收益率全線上升，兩年和10年期收益率分別接近4%和4.5%關口；美元指數日前反彈後，昨天回軟，並在98.44至98.53水平徘徊。

英國方面，首相兼工黨黨魁斯塔默宮壓力持續，導致英債遭拋售，刺激10年期收益率升穿5.1%。此外，市場亦關注一系列英國數據，包括第一季GDP、3月貿易及工業生產，相關數據料對英倫銀行政策定價，及英鎊是否能企穩有關影響。短期對英鎊看法審慎，預期兌美元年底見1.34。

日央行釋加息信號

至於日本央行4月會議紀要釋出明確加息信號，即使中東局勢未來走向不明朗，央行下次會議起上調政策利率的機率相當高。預期6月將加息25個基點，並於第四季再加息25個基點。

短期料延續雙向震盪格局，兌美元年底目標價看155。

澳洲儲行上周通過上調政策利率25個基點至4.35%，聲明暗示連續3次加息後，或停止觀察。澳洲4月NAB企業信心指數小幅改善至-24，但企業現況指數降至3，為2020年以來第二低水平。考慮到澳元目前在G10貨幣中提供最高的套息收益，預期持續支撐澳元優於其他貨幣的表現。