

互联网

2025 云栖大会：AI 投资主线叙事再次强化

我们参加阿里巴巴举办的 2025 年云栖大会（9 月 24-26 日），第一日的会议要点包括：1) AI 时代阿里云将自己定位为全栈人工智能服务商，将提供世界领先的智能能力和遍布全球的 AI 云计算网络，公司宣布新一轮全球基础设施扩建计划，将在巴西、法国和荷兰首次设立云计算地域节点，并将扩建墨西哥、日本、韩国、马来西亚和迪拜的数据中心；2) 通义千问模型选择开源路线发展目标是打造 AI 时代的安卓系统，公司认为在大模型时代开源模型创造的价值和能够渗透的场景将会远远大于闭源模型；3) 基于目前看到的行业及客户需求，公司正在积极推进三年 3800 亿人民币的 AI 基础设施建设计划，并预期将在此基础上增加更多的投入以满足行业快速增长的需求，且公司预期 2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将相较 2022 年提升 10 倍。我们认为本次云栖大会进一步印证了中国 AI 及云行业相关需求持续起量的趋势，行业发展呈现出模型能力持续提升、基础设施能力持续优化、应用生态逐步繁荣的态势。我们持续看好阿里云营收增速季环比持续加速的趋势，并建议持续关注中国互联网及软件板块的中长期投资价值。

■ **发布 7 款大模型，实现多方面能力突破。** 云栖大会上，阿里巴巴共发布及更新了 7 款大模型，包括：1) 发布通义旗舰模型 Qwen3-Max，其预览版能力已在 Chatbot Arena 排行榜上位列第三，正式版性能有望再度实现突破；2) 正式发布下一代基础模型架构 Qwen3-Next 及系列模型；3) 升级千问编程模型 Qwen3-Coder；4) 开源视觉理解模型 Qwen3-VL；5) 发布全模态模型 Qwen3-Omni；6) 推出 Wan2.5-preview 系列模型；7) 正式发布语音大模型通义百聆。整体而言，我们认为所发布的模型在智能水平、Agent 工具调用和 coding 能力、深度推理、多模态等方面展现出不同程度的提升趋势，更多模型的开源及调用量提升有助于支撑阿里云营收增速进一步加速。

■ **发布全新 Agent 框架推动 AI 应用进一步繁荣。** 阿里云发布全新 Agent 开发框架 ModelStudio-ADK，突破以预定义编排方式开发 Agent 的局限，帮助企业高效开发具备自主决策、多轮反思和循环执行能力的 Agent。此外，阿里云宣布升级低代码 Agent 开发平台 ModelStudio-ADP。该平台已广泛应用于金融、教育和电商等领域企业，我们认为本次升级有望推动已有行业的进一步渗透并拓展新行业用例。截至目前，阿里云百炼平台已有超 20 万开发者开发了 80 多万个 Agent，过去一年，阿里云百炼平台的模型日均调用量增长了 15 倍。

■ **云基础设施：围绕 AI 进行软硬全栈协同优化及系统创新。** 阿里云已初步形成以通义为核心的操作系统和以 AI 云为核心的下一代计算机。过去一年阿里云的 AI 算力增长超 5 倍、AI 存力增长逾 4 倍，基础设施布局持续优化。1) 服务器层面，阿里云发布磐久 128 超节点 AI 服务器，可高效支持多种 AI 芯片；2) 网络层面，阿里云新一代高性能网络 HPN 8.0 采用训推一体化架构，可支持单集群 10 万卡 GPU 高效互联；3) 在存储层面，阿里云分布式存储面向 AI 需求全面升级、支持多元化数据智能需求；4) 在 AI 智算集群层面，灵骏集群基于 HPN 网络支持 10 万卡稳定互联，可以有效提高模型训练任务的集群稳定性。此外，阿里云通过人工智能平台 PAI 与通义大模型的联合优化，使得通义千问模型训练端到端加速比提升 3 倍以上，并有效推动了推理环节的效率提升。

优于大市
(维持)

中国 互联网 行业

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

相关报告：

1. [互联网 - 关注中国互联网软件板块估值提升的结构性机会 - 19 Sep](#)
2. [Salesforce \(CRM US\) - Inline 2QFY26 results; intact long-term outlook for AI and data cloud - 5 Sep](#)
3. [Alibaba \(BABA US\) - Kicked off FY26 with solid progress on cloud and quick commerce - 1 Sep](#)
4. [Kuaishou \(1024 HK\) - 2Q25 results beat; solid AI and core businesses momentum - 22 Aug](#)
5. [Baidu \(BIDU US\) - ads business still takes time to recover while Robotaxi and cloud are ramping up nicely - 21 Aug](#)
6. [Palo Alto Network \(PANW US\) - Solid rev growth and profitability expansion likely to sustain in FY26 - 20 Aug](#)
7. [Tencent \(700 HK\) - 2Q25 results: strong games and marketing businesses; AI drove business growth - 14 Aug](#)
8. [Kingdee \(268 HK\) - Recovery in revenue growth in line with expectation, with more updates on AI - 13 Aug](#)
9. [Datadog \(DDOG US\) - Solid 2Q results with better-than-expected operating efficiency gains - 8 Aug](#)

大模型布局更新：发布 7 款大模型，实现多方面能力突破

云栖大会上，阿里巴巴共发布及更新了 7 款大模型，包括：1) 发布通义旗舰模型 Qwen3-Max；2) 正式发布下一代基础模型架构 Qwen3-Next 及系列模型；3) 升级千问编程模型 Qwen3-Coder；4) 开源视觉理解模型 Qwen3-VL；5) 发布全模态模型 Qwen3-Omni；6) 通义万相推出 Wan2.5-preview 系列模型；7) 正式发布语音大模型通义百聆。整体而言，我们认为所发布的模型在智能水平、Agent 工具调用和 coding 能力、深度推理、多模态等方面展现出不同程度的提升趋势，更多模型的开源及调用量提升有助于支撑阿里云营收增速进一步加速。

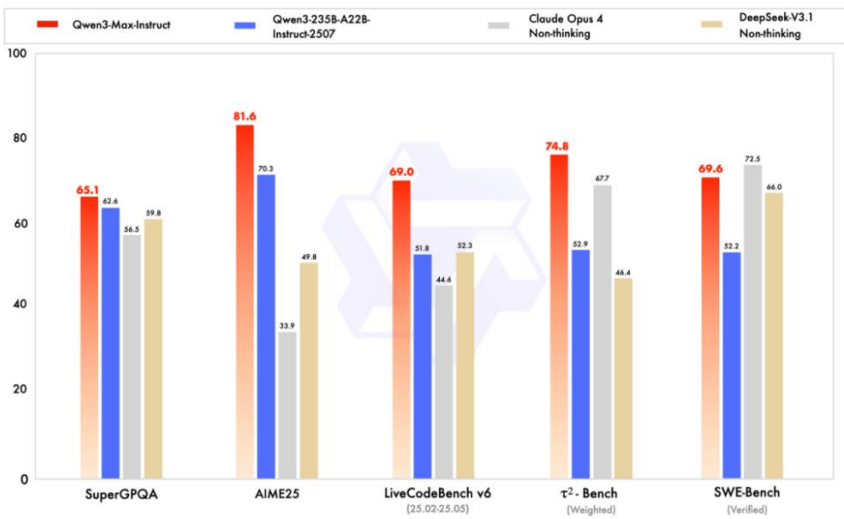
图 1: 阿里巴巴：通义大模型家族产品梳理



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

1) **Qwen3-Max**：是通义千问家族中最大、最强的基础模型，预训练数据量达 36T tokens，总参数超过万亿，拥有较强的 Coding 编程能力和 Agent 工具调用能力。Qwen3-Max 包括指令（Instruct）和推理（Thinking）两大版本，其预览版已在 Chatbot Arena 排行榜上位列第三。据阿里巴巴，在大模型用 Coding 解决真实世界问题的 SWE-Bench Verified 测试中，Instruct 版本获得 69.6 分，位列全球第一梯队；在聚焦 Agent 工具调用能力的 Tau2-Bench 测试中，Qwen3-Max 取得 74.8 分，超过 Claude Opus4。

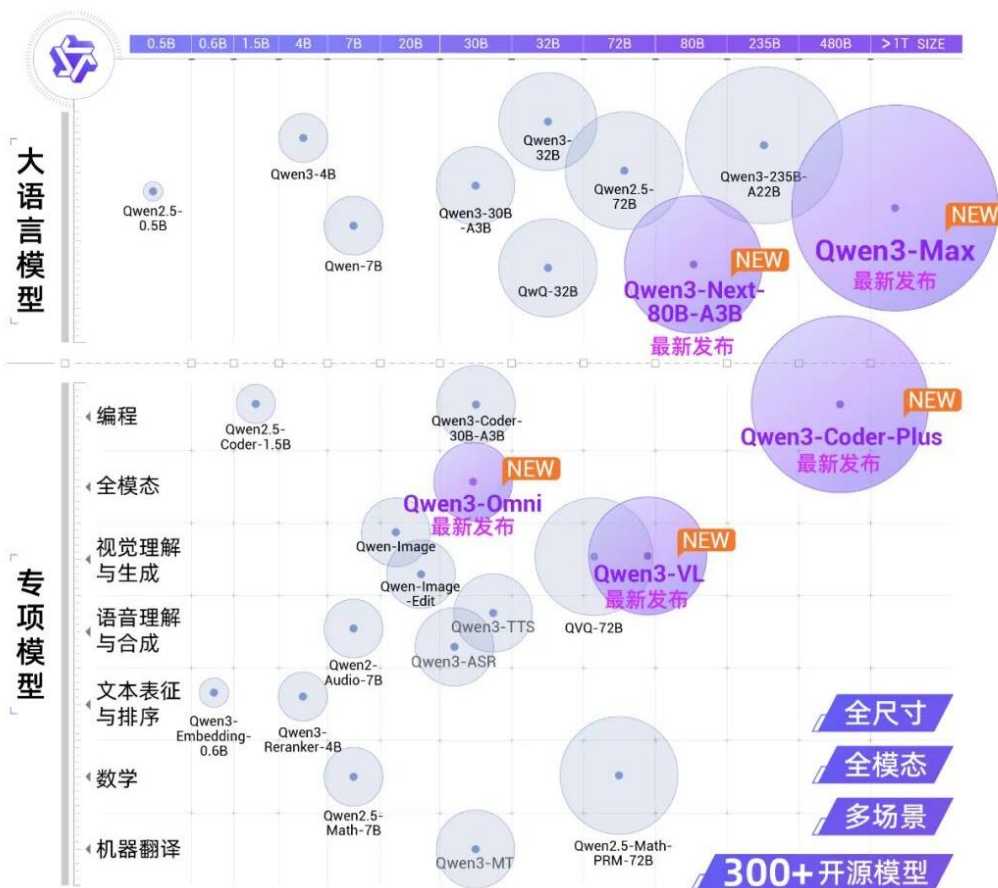
图 2: 阿里巴巴：Qwen3-Max 模型能力对比



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

- 2) **Qwen3-Next 及系列模型**：针对大模型在上下文长度和总参数两方面不断扩展（Scaling）的未来趋势而设计，模型训练成本较密集模型 Qwen3-32B 下降超 90%，长文本推理吞吐量提升 10 倍以上，同时系列模型也实现了模型计算效率的突破。
- 3) **Qwen3-Coder**：编程专项模型，新的 Qwen3-Coder 与 Qwen Code、Claude Code 系统联合训练，应用效果显著提升、推理速度进一步加快、代码安全性有所提升。
- 4) **Qwen3-VL**：视觉理解模型，在视觉感知和多模态推理方面实现突破，在 32 项核心能力测评中超过 Gemini-2.5-Pro 和 GPT-5。
- 5) **Qwen3-Omni**：全模态模型，集成了文本理解、图像理解、音频处理、音频视频分析及语音生成的能力，可像人类一样听说写，应用场景广泛，未来可部署于车载、智能眼镜和手机等硬件设施，用户还可设定个性化角色、调整对话风格，打造专属的个人 IP。

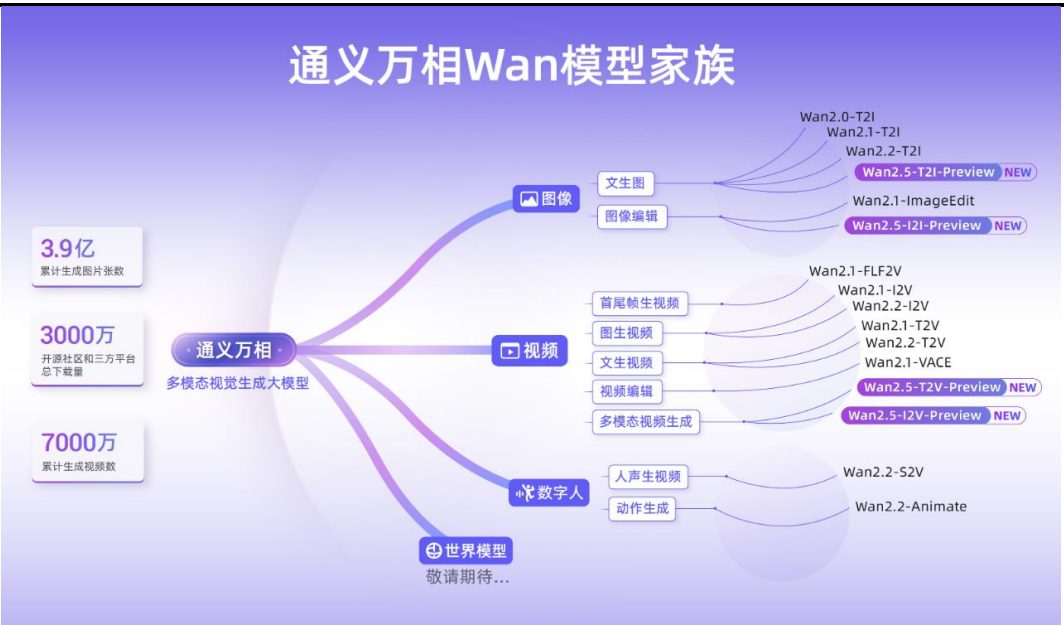
图 3: 阿里巴巴: 通义千问模型家族产品图谱



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

- 6) **Wan2.5-preview:** 通义万相 Wan2.5-preview 系列模型涵盖文生视频、图生视频、文生图和图像编辑四大模型，其中视频生成模型能生成和画面匹配的人声、音效和音乐 BGM，首次实现音画同步的视频生成能力，进一步降低电影级视频创作的门槛。此外，本次模型发布还升级了图像生成能力，可生成中英文文字和图表，支持图像编辑功能，输入一句话即可完成 P 图。

图 4: 阿里巴巴：通义万相 Wan 模型家族系列产品图谱



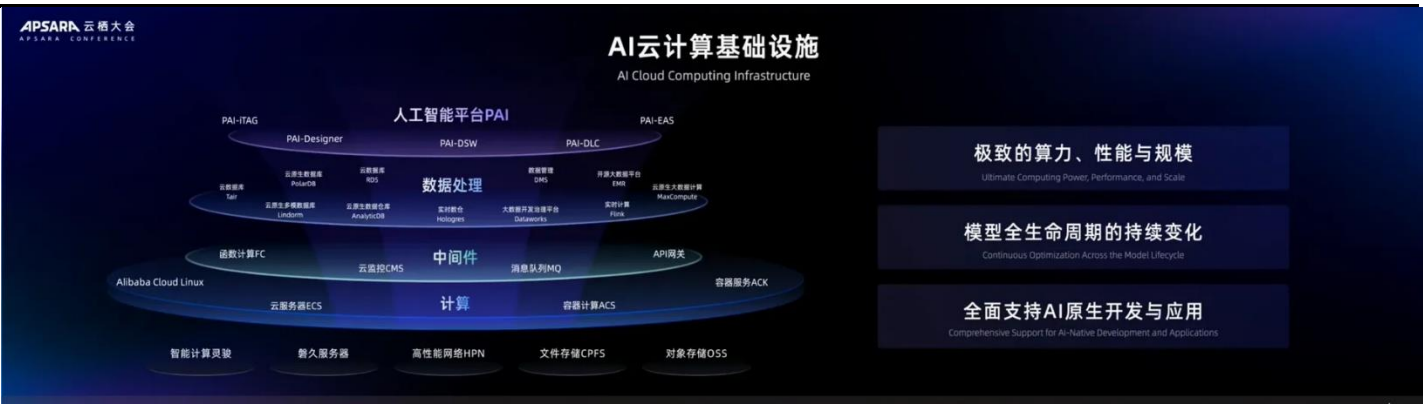
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

7) **通义百聆**：语音大模型，是通义大模型家族的新产品，将专注语音生成的不同场景需求，本次发布包括语音识别大模型 Fun-ASR（基于数千万小时真实语音数据训练而成，具备强大的上下文理解能力与行业适应性）、语音合成大模型 Fun-CosyVoice（可提供上百种预制音色，可以用于客服、销售、儿童娱乐等场景）。

阿里云基础设施：围绕 AI 进行软硬全栈协同优化及系统创新

阿里云已初步形成以通义为核心的操作系统和以 AI 云为核心的下一代计算机。过去一年阿里云的 AI 算力增长超 5 倍、AI 存力增长逾 4 倍。本次云栖大会，阿里巴巴全面展示了阿里云从底层芯片、超节点服务器、高性能网络、分布式存储、智算集群到人工智能平台、模型训练推理服务的全栈 AI 技术能力。

图 5: 阿里巴巴：AI 云计算基础设施



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在服务器层面，阿里云发布磐久 128 超节点 AI 服务器。此服务器由阿里云自主研发设计、可高效支持多种 AI 芯片。磐久超节点集成阿里自研 CIPU 2.0 芯片和 EIC/MOC 高性能网卡，可实现高达 Pb/s 级别 Scale-Up 带宽和百 ns 极低延迟，相对于传统架构，同等 AI 算力下推理性能还可提升 50%。在网络层面，阿里云新一代高性能网络 HPN 8.0 采用训推一体化架构，存储网络带宽拉升至 800Gbps，GPU 互联网络带宽达到 6.4Tbps，可支持单集群 10 万卡 GPU 高效互联。在存储层面，阿里云分布式存储面向 AI 需求全面升级、支持多元化数据智能需求。在 AI 智算集群层面，智能计算灵骏集群基于 HPN 网络支持 10 万卡稳定互联，面对故障具备分钟级恢复的能力、可以有效提高模型训练任务的集群稳定性。

此外，阿里云通过人工智能平台 PAI 与通义大模型的联合优化，打造了全栈 AI 的“1+1>2”的效果。面向训练场景，阿里云针对 MoE 模型，通过采用统一调度机制、自适应计算通信掩盖、EP 计算负载均衡和计算显存分离式并行等优化手段，使得通义千问模型训练端到端加速比提升 3 倍以上；在推理层，通过大规模 EP、PD/AF 分离、权重优化、LLM 智能路由在内的全链路优化推动推理效率提升，阿里云实现推理吞吐 TPS 增加 71%，时延 TPOT 降低 70.6%，扩容时长降低 97.6%。

图 6: 全球科技板块: 可比估值

公司	股票代码	收盘价	市值	PE (x)		PS (x)		PEG	Earnings CAGR
		(Local)	(US\$mn)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	24-26E
中国互联网									
Alibaba Group	BABA US Equity	163.1	388,796	21.6	16.6	2.7	2.4	6.2	3%
JD.com	JD US Equity	32.9	47,872	12.2	8.8	0.3	0.2	NA	-10%
Pinduoduo	PDD US Equity	128.5	182,453	12.5	10.2	3.0	2.6	5.1	2%
Meituan	3690 HK Equity	101.0	80,300	NA	21.7	1.5	1.3	NA	-22%
VIPShop	VIPS US Equity	18.3	9,397	7.5	7.3	0.6	0.6	4.8	2%
Tencent	700 HK Equity	635.5	763,959	21.3	18.9	7.3	6.6	1.5	14%
NetEase	NTES US Equity	152.9	96,841	17.5	16.4	6.0	5.6	1.4	13%
Boss Zhipin	BZ US Equity	23.2	11,105	22.9	20.3	9.6	8.5	1.1	20%
Beike	BEKE US Equity	18.7	22,323	23.2	18.6	1.5	1.4	2.5	9%
SenseTime	20 HK Equity	2.7	13,575	NA	NA	20.0	15.7	NA	NA
Kuaishou	1024 HK Equity	74.1	42,695	15.0	12.7	2.1	1.9	0.9	17%
Bilibili	BILI US Equity	25.8	10,845	33.2	23.2	2.6	2.3	NA	NA
TME	TME US Equity	23.3	36,058	27.0	23.3	7.9	7.0	1.3	21%
NetEase Cloud Music	9899 HK Equity	282.2	7,713	19.5	23.9	7.0	6.3	1.1	17%
China Literature	772 HK Equity	41.4	5,371	28.5	25.5	5.1	4.7	1.9	15%
Baidu	BIDU US Equity	125.6	44,025	16.6	15.6	2.4	2.3	NA	-13%
Trip.com Group	TCOM US Equity	76.7	50,138	19.2	17.2	5.8	5.1	2.5	8%
TC Travel	780 HK Equity	23.0	6,962	15.4	13.2	2.6	2.3	0.9	17%
Ali Health	241 HK Equity	6.5	13,682	41.9	35.0	2.9	2.6	2.1	20%
JD Health	6618 HK Equity	67.2	27,887	36.8	32.5	2.8	2.4	2.7	14%
Pingan Healthcare	1833 HK Equity	19.6	5,344	NA	NA	6.8	6.0	NA	62%
iQiyi	IQ US Equity	2.7	2,552	NA	16.6	0.7	0.6	NA	-15%
Full-truck Alliance	YMM US Equity	13.1	13,743	20.2	17.1	8.3	7.7	1.0	21%
Baozun	BZUN US Equity	4.0	234	16.0	8.7	0.2	0.2	NA	NA
DIDI	DIDIY US Equity	6.6	32,152	NA	NA	1.0	NA	NA	35%
总平均				20.7	17.8	4.4	3.9		
US									
Meta Platforms Inc	META US Equity	755.4	1,897,672	22.8	20.5	9.7	8.3	2.7	8%
Alphabet Inc	GOOG US Equity	252.3	3,047,556	24.1	22.6	9.0	8.0	1.5	16%
Amazon.com Inc	AMZN US Equity	220.7	2,353,853	26.5	23.0	3.3	3.0	0.8	31%
Microsoft Corp	MSFT US Equity	509.2	3,785,191	32.6	27.9	11.7	10.2	2.1	15%
NVIDIA Corp	NVDA US Equity	178.4	4,335,849	39.3	27.8	21.0	15.7	0.9	45%
Tesla Inc	TSLA US Equity	425.9	1,416,016	NA	NA	15.1	13.0	NA	0%
Adobe Inc	ADBE US Equity	361.8	153,467	17.2	15.8	6.5	5.9	2.0	8%
Salesforce Inc	CRM US Equity	244.6	232,821	21.2	18.9	5.6	5.2	1.9	11%
Netflix Inc	NFLX US Equity	1218.5	517,760	45.2	39.3	11.5	10.2	2.1	21%
ServiceNow Inc	NOW US Equity	927.7	192,955	NA	45.9	14.6	12.3	NA	20%
Palo Alto Network	PANW US Equity	203.3	135,954	NA	43.8	12.9	11.4	NA	15%
				28.6	28.6	11.0	9.4		

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 收盘价截至 2025 年 9 月 24 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。