



主要指數

	前收市價	1 日%	1 週%	1 個月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數(DJIA)	51682.6	(0.2)	(1.7)	(3.0)	7.5
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7650.5	0.2	(0.1)	(0.3)	11.8
富時 100 指數(FTSE 100)	10659.1	(1.5)	0.1	(1.5)	7.3
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8922.7	0.1	0.0	(3.7)	(1.1)
滬深 300 指數(CSI 300)	4507.4	1.1	(0.1)	(2.4)	(2.6)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5656.1	(0.1)	(0.7)	(0.6)	21.7
恒生中國企業指數(HSCEI)	8225.4	0.6	(0.3)	(4.7)	(7.7)
恒生指數(HSI)	24750.8	0.6	(0.2)	(4.8)	(3.4)
雅加達綜合指數(JCI)	6441.2	(0.3)	(1.5)	(1.3)	(25.5)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1665.6	(0.5)	(2.3)	(4.1)	(0.9)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6894.2	2.7	(0.2)	(0.3)	63.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	65019.0	1.4	1.6	(0.8)	29.2
泰國證券交易所指數(SET)	1584.2	0.1	(1.3)	(1.8)	25.8
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	47180.8	1.9	2.2	4.3	62.9
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3370	1.0	(3.9)	18.6	79.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4622	(0.4)	0.1	2.1	17.5
布蘭特原油(美元/桶)	104	(0.2)	(1.9)	9.8	70.3

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
第 17 屆亞洲精選研討會 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
與舜宇光學 (2382 HK) 之業績後非交易路演	臺北	9 月 22 日	9 月 23 日
於麗思卡爾頓酒店舉行的「新經濟」會議	馬來西亞	10 月 7 日	10 月 7 日
與 Food Empire Holdings Ltd (FEH SP) 的非交易路演	馬來西亞	10 月 8 日	10 月 8 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
8 月消費者物價指數綜合	香港	9 月 23 日
8 月貿易帳、出口、進口	香港	9 月 24 日
8 月工業企業利潤	中國	9 月 28 日
第 2 季度最終國際收支平衡表經常賬戶結餘	中國	9 月 29 日
9 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	9 月 30 日
9 月 RatingDog 中國採購經理指數 (製造業、綜合、服務業)	中國	9 月 30 日
8 月貨幣供應 (M1、M2、M3)	香港	9 月 30 日

重點要聞

行業最新動態 | 中國互聯網

第 2 頁→

- 中國的雲端運算及大型語言模型 (LLM) 企業正日漸進軍晶片研發領域，其戰略目標是降低算力成本、確保供應穩定，並提升模型與硬件的協同優化能力。經濟效益最終體現為每權杖成本下降，以及人工智能資本支出回報提升。維持「與大市一致」評級。首選「買入」股份：阿里巴巴及智譜。

公司更新 | 阿里健康信息技術 (241 HK / 買入 / 港幣 3.06 元 / 目標價：港幣 4 元)

第 6 頁→

- 阿里健康將 2027 財年收入按年增長目標由 10%至 15%下調至 7%至 10%，同時維持經調整純利指引於人民幣 19-23 億元不變。此舉反映對商品價格補貼的主動優化，並將節省之資金重新投入於 B2C+O2O 供應鏈整合。因應創新藥業務動能、與阿里巴巴深化協同效應以及人工智能應用的拓展，我們將其 2027 財年收入按年增長預測由 12.4% 下調至 8.5%，同時維持 2027 至 2029 財年收入與經調整純利複合年增長率分別為 12%及 15%。維持「買入」評級。目標價下調至港幣 4 元。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望

第 9 頁→

- 週線圖及日線圖

免責聲明:「交易員專欄」中的技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於我們分析員的基本面研究觀點。因此，我們可能不時提出與我們的基本面「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技术分析建議。

中國互聯網

超大規模雲端運算商進軍人工智能晶片：定製晶片勢頭漸盛，算力策略呈現分歧

重點摘要

- 中國的雲端運算及大型語言模型（LLM）企業正日漸進軍晶片研發領域，其戰略目標是降低算力成本、確保供應穩定，並提升模型與硬件的協同優化能力。經濟效益最終體現為每權杖成本下降，以及人工智能資本支出回報提升。
- 維持「與大市一致」評級。首選「買入」股份：阿里巴巴及智譜。

分析

- 客製化人工智能晶片正日益受到青睞，各參與者紛紛透過專有晶片研發、策略夥伴關係及多供應商採購等不同途徑，以確保運算能力的供應。 阿里巴巴與百度正構建更垂直整合的技術架構，騰訊將「紫霄」與對燧原科技（Enflame）的策略性投資佈局相結合，而智譜正透過加強對本土算力基礎設施的控制向產業鏈上游延伸，MiniMax 則仍較為依賴外部多雲算力。
- 阿里巴巴正轉向更為垂直整合的人工智能算力堆疊，涵蓋加速器、網絡、機架級系統及軟件。 阿里巴巴於 5 月 26 日發布了真武 M890 統一訓練與推理加速器，配備 144GB 高頻寬記憶體及 800GB/s 晶片間頻寬。 配套的 ICN Switch 1.0 支援 64 個加速器的全頻寬網域，而 Panjiu AL128 則在機架級超節點中連接 128 顆 M890 晶片。平頭哥（T-Head）計劃於 2027 年第三季度發布 V900，目標性能約為 M890 的 3 倍，並於 2028 年第三季度發布 J900。我們認為，更深遠的意義在於阿里巴巴有能力協同優化晶片、網絡與雲端基礎設施，而非單純依賴獨立加速器的效能。
- 真武（Zhenwu）的採用範圍正在擴大，但外部出貨及變現能見度仍然有限。 平頭哥已崛起成為僅次於華為的中國第二大本土人工智能加速器供應商。 截至 4 月 26 日，其已累計出貨超過 560,000 顆真武晶片，其中超過 60%透過阿里雲服務外部客戶，覆蓋 20 多個行業的逾 650 家客戶。 在 2026 年 3 月，吳泳銘披露平頭哥的年化收入超過人民幣 100 億元。 阿里巴巴已逐步開源其人工智能加速器軟件棧 SAIL，支援包括 PyTorch、TensorFlow、vLLM 及 SGLang 在內的逾 260 個訓練與推理框架。 更佳的兼容性應可降低遷移成本並支持真武獲得更廣泛的採用，但 SAIL 仍處於開發階段，且在所有工作負載中尚未被證實為成熟的統一運算架構（CUDA）替代方案。

同業比較

公司	股票代號	價格@ 2026 年 9 月 18 日 (當地貨幣)	目標 價格 (當地貨幣))	上升空間 至目標價 (%)	市場 市值 (當地貨幣 百萬)	-----曆年化市盈率-----			曆年化企業價值 / 息稅 折舊攤銷前利潤			曆年化企業價值 / 銷售額			----- 股本回報率 -----		
						2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測
						(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)
中國																	
智譜	2513 HK	769.50	1,400.00	82	375,443	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	15.5	5.2	2.2	不適用	不適用	不適用
Minimax Group Inc.	100 HK	278.60	470.00	69	97,367	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	19.8	7.7	3.5	不適用	不適用	不適用
阿里巴巴集團	9988 HK	108.80	188.00	73	2,165,475	17.2	12.4	9.4	11.8	8.9	6.8	1.3	1.1	1.0	8.2	11.1	13.2
騰訊控股有限公司	700 HK	426.00	608.00	43	3,874,507	12.4	11.7	10.7	10.2	9.6	8.8	4.1	3.8	3.4	18.7	17.1	16.5
百度股份有限公司	9888 HK	89.40	136.00	52	244,380	15.8	12.9	11.0	10.1	10.0	8.3	0.8	0.8	0.7	4.2	4.8	5.4
平均						15.1	12.4	10.4	10.7	9.5	8.0	8.3	3.7	2.2	10.3	11.0	11.7
美國																	
Alphabet Inc.	GOOG US	343.70	UR	不適用	4,226,148	18.0	21.5	17.5	18.2	14.0	10.9	9.5	7.5	6.2	59.9	42.6	32.8
Meta Platforms Inc.	META US	682.30	UR	不適用	1,738,189	19.6	17.9	14.5	14.4	11.5	9.1	6.9	5.8	4.9	29.9	24.1	21.1
Microsoft Corp.	MSFT US	497.80	UR	不適用	3,696,065	25.1	21.1	17.4	15.4	12.6	10.2	9.6	8.0	6.6	28.5	26.7	25.5
平均						20.9	20.2	16.5	16.0	12.7	10.1	8.7	7.1	5.9	39.4	31.1	26.5
來源： 彭博、大華繼顯																	

來源：彭博、大華繼顯

分析員

潘夢遙

juliapan@uobkh.com
+86 21 5404 7225 分機 808

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
電子商貿	與大市一致（維持）
網上遊戲	跑贏大市（維持）
OTA	跑贏大市（維持）
人工智能	跑贏大市（維持）
線上房地產垂直領域	與大市一致（維持）
本地生活服務	跑輸大市（維持）
電子商貿	與大市一致（維持）

來源：大華繼顯

行業精選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
智譜	2513 HK	買入	769.50	1,400.00
阿里巴巴	9988 HK	買入	108.80	188.00

來源：彭博、大華繼顯

- 百度正推動崑崙芯從獨立加速器，向更大規模的人工智能系統及更廣泛的模型相容性拓展。 崑崙芯已擴大對國產基礎大模型的支援，包括 Kimi K3 及 GLM-5.3-Flash；同時，其最新的 M100 已針對大規模推理進行優化，而 M300 則是其發展路線圖上的下一款產品。 百度亦已部署天池 256 超節點，並計劃於 2027 年初推出規模更大的 512 卡及 1,024 卡系統。 我們認為，更廣泛的模型相容性及規模更大的超級節點，應有助崑崙芯拓展其在推理以至規模日益龐大的人工智能運算領域所能涵蓋的工作負載。
- 崑崙芯擬進行的上市可為其晶片及系統發展藍圖提供額外資金，同時為百度的人工智能晶片資產確立獨立估值。 崑崙芯於 2026 年 1 月秘密提交了港交所 A1 申請，其後於 2026 年 5 月啟動科創板 IPO 上市輔導。在擬定上市前，投資者對接工作亦已取得進展，據報目標估值為美金 500 億元（人民幣 3,400 億元）。管理層在 2026 年 8 月的業績電話會議上重申，上市程序仍在進行中，並會在適當時候提供最新進展。
- 騰訊在推行其專有的「紫霄」計劃之際，對境內算力採取更側重於合作夥伴導向的方針。 騰訊於 2021 年推出其「紫霄」人工智能推理晶片，惟關於其最新專有技術發展藍圖及部署規模的披露仍然有限。 在實務中，騰訊的本土算力策略亦與燧原科技（Enflame）緊密關聯，雙方自 2019 年起便在晶片部署、模型優化以及軟件適配方面展開合作。 騰訊在燧原科技首次公開招股後持有其 18% 的股權，仍為其最大單一股東，而與騰訊相關的銷售額則佔燧原科技 2025 年收入的 84%。 燧原科技於 9 月 26 日的科創板首次公開發售中籌得約人民幣 61.2 億元，其中包括第五代及第六代人工智能晶片以及軟硬件開發的資金。 我們認為，隨着混元、元寶及智能體的工作負載規模擴大，該合作關係為騰訊提供了額外的本土算力選擇，而毋須完全擁有底層晶片供應商。
- 因此，大型超大規模雲端服務商正轉向自主研發晶片，而獨立的大型語言模型（LLM）公司目前則更專注於晶片優化。 對於像智譜、MiniMax 和 DeepSeek 這樣的公司而言，如今針對多個 GPU / NPU 平台優化模型、內核及編譯器，通常比從零開始構建一套完整的專有晶片架構更具經濟效益。

中國人工智能企業的定製晶片策略各異

範例	模型	運作方式	主要用途
阿里巴巴 / 平頭哥	內部無晶圓廠設計	於內部開發架構、知識產權、晶片設計及軟件堆疊，同時將製造與封裝外判	主要為阿里巴巴雲內部工作負載
百度→崑崙芯	內部孵化→獨立晶片公司	最初為內部晶片團隊，其後分拆獨立並引進外部資本 / 客戶	百度工作負載+外部晶片銷售
騰訊	專有 ASIC + 多晶片生態系統	研發精選的專有加速器，同時繼續採用第三方 GPU / NPU 及國產晶片	內部工作負載及騰訊雲
字節跳動以及潛在的其他大型模型公司	與半導體合作夥伴共同設計	在內部定義工作負載、架構及規格，同時在實體設計、SerDes 和流片（tape-out）方面依賴設計合作夥伴	大規模內部推論

來源：各相關公司、大華繼顯

- 隨着新增算力緩解近期算力限制，智譜正進一步向上游算力基礎設施延伸。該公司目前將國產晶片作為主要推理資源，並在超過 10 萬個國產人工智能加速器上運行生產級推理系統，支援 GLM-5.3-Flash 的所有生產推理。基礎設施優化已將端到端服務吞吐量提升約 3 倍，而智譜報告自 2026 年初以來，單位權杖（token）推理成本下降了 80%。據報，智譜亦已就針對其模型優化的定制處理器與國產晶片設計商接洽，惟討論仍處於初步階段。除興建 1GW 人工智能數據中心外，最新一輪美金 50 億元融資可額外支援近 10 萬個人工智能加速器，其中約 40% 分配予訓練，60% 分配予推理，為下一代模型訓練和商業化規模擴展提供更大空間。我們認為，國產算力供應情況的改善以及對基礎設施更強的控制力，應有助緩解算力限制並支援推理的經濟效益，儘管更深度的縱向整合亦會提高資本密集度。

- **據報 DeepSeek 正隨着模型使用量擴大，探索研發自訂推理晶片。** 據報該公司已研發主打推理功能的 AI 晶片約一年，並已與晶片設計公司、晶圓代工廠及記憶體供應商接洽，但該項目仍處於早期階段。我們認為該方向與整個行業透過深化模型與硬件協同優化以改善推理經濟效益的努力相符，但目前的披露仍不足以評估具體規格、量產時間或部署規模。
- **MiniMax 仍然主要依賴外部採購的多雲運算資源，同時拓展跨國內加速器平台的硬件可移植性。** 阿里雲仍是其披露最明確的主要供應商，隨著訓練及推理需求增長快於預期，MiniMax 將 2026 年至 2028 年的採購上限分別提高至美金 3 億元 / 美金 4 億元 / 美金 5 億元，累計達美金 12 億元。MiniMax 亦已將 M3 適配至華為雲基於昇騰的 CloudMatrix 以及多個國內加速器平台。我們認為，這種方法在無需 MiniMax 擁有底層算力基礎設施的情況下，提供了更高的硬件靈活性，儘管這會使該公司相比垂直整合的同行更加依賴外部產能。
- **OpenAI 正朝向採用自家研發晶片以應對規模化推理，同時保留異構運算堆疊以處理更廣泛的工作負載。** OpenAI 與博通（Broadcom）於 2026 年 6 月公佈 Jalapeño，作為 OpenAI 首款用於大型語言模型（LLM）推理的定制智能處理器，預計於 2026 年底部署，並計劃於 2029 年前推進一項更廣泛的 10 吉瓦（10GW）定制加速器計劃。初步 InferenceX 基準測試顯示，與選定作比較的英偉達（Nvidia）GB200 / GB300 系統相比，其每瓦峰值吞吐量高出 1.5 至 1.9 倍，端對端延遲降低 1.7 至 3.6 倍。我們認為 Jalapeño 主要是在可預測的大量工作負載中，作為推理成本、能效比及延遲的優化工具，而非在前沿模型訓練領域全面取代英偉達和 AMD 的 GPU。
- **Anthropic 正採取多元化的多架構運算策略，而非依賴單一的加速器平台。** AWS 仍為主要雲端及訓練合作夥伴，同時 Anthropic 亦已在 Google 張量處理器（TPU）、Microsoft Azure、Nvidia 及超微半導體（AMD）等平台上取得大量運算容量。其已承諾自 2027 年起採用高達 5 吉瓦（GW）的 AWS 容量及 5 吉瓦的下一代 TPU 容量，並同步部署額外的 Nvidia 與 AMD 資源。我們認為，多供應商策略提高了供應多元化程度，並讓 Anthropic 能夠將工作負載與最適宜的架構相匹配，儘管支援多個加速器堆棧亦需要更深入的工作負載優化及軟件工程。
- **微軟（Microsoft）的 Maia 200 為模型與晶片協同設計的經濟效益提供了更直接的有力證明。** Maia 200 採用台積電 3nm 製程製造，配備 216GB 的 HBM3E，並在 750W 功率上限內提供超過 10 PFLOPS 的 FP4 運算效能。微軟在其 7 月 26 日的業績電話會議上表示，Maia 200 正支援 OpenAI 及微軟的人工智能模型，且每美元性價比相較其設備陣容中最新一代的硬件高出 30%。該公司亦表示，將其自身模型與 Maia 200 進行協同設計，使微軟的人工智能模型的每瓦特效能提升了 40%。我們認為，這提供了證據，表明在足夠的規模下，將模型、軟件和晶片進行垂直整合，能夠大幅改善推理的經濟效益。
- **隨着訓練與推理需求出現分歧，Google 正日益按工作負載區分其定制晶片。** 其第八代 TPU 技術路線圖分為用於推理、伺服及強化學習的 TPU 8i，以及用於大規模訓練的 TPU 8t。Google 表示，與第七代 Ironwood 相比，TPU 8i 每美元的推理效能最高提升 80%，而 TPU 8t 每美元的訓練效能最高提升 2.7 倍，兩者每瓦效能均提升高達 2 倍。然而，兩項產品目前仍列為「即將推出」，因此我們會將這些效能數據視為前瞻性質，而非現已進行廣泛商業部署的證據。
- **AWS 展示了主力客戶與軟件成熟度如何能將自研晶片轉化為更廣泛的商業生態系統。** Trainium3 可透過 EC2 Trn3 UltraServer 商用，AWS 報告指出，與 Trn2 UltraServer 相比，其效能提升高達 4.4 倍，每瓦效能提升 4 倍。Anthropic 已承諾鎖定高達 5GW 的 Trainium 算力容量，而 OpenAI 則另行承諾自 2027 年起獲取跨 Trainium3 和 Trainium4 的約 2GW 容量。Amazon 在 2026 年第二季度表示，其包括 Trainium、Graviton 及 Nitro 在內的更廣泛晶片業務，按年化計的收入運作率已超過美金 250 億元，並按年實現三位數的百分比增長。我們認為這顯示 AWS 的自研晶片策略正超越主要客戶模式，邁

向更廣泛的商業生態系統，惟軟件可移植性及利用率對於維持普及應用而言依然至關重要。

- 我們認為客製化晶片越來越能與通用 GPU 形成互補，而非直接取而代之。鑑於推理工作負載的重複性較高，且對成本、功耗及延遲更為敏感，其採用定制晶片的速度應會更快；而前沿模型訓練則可能保持更具異構性。在我們涵蓋的公司中，阿里巴巴擁有最廣泛的已披露「晶片至系統」技術堆疊，百度正將崑崙芯擴展至更大規模的人工智能系統，騰訊透過燧原科技維持較多由合作夥伴主導的模式，而智譜則正加強對境內算力基礎設施的控制。我們認為值得關注的關鍵因素包括部署規模、軟件兼容性、利用率，以及較低的基礎設施成本能否轉化為推論經濟效益的持續改善。

估值 / 投資評級

- 阿里巴巴 (9988 HK)。維持「買入」評級，目標價為港幣 188 元。其全棧人工智能能力涵蓋數據中心、雲端基礎設施及模型，使其對算力與成本擁有更強的掌控力；同時，其模型產品組合兼顧前沿性能與具成本效益的部署。螞蟻集團專注於可信智能體基礎設施，可進一步擴大安全智能體在金融及企業應用場景中的普及。
- 智譜 (2513 HK)。維持「買入」評級，目標價為港幣 1,400 元。自建數據中心應有助加強對成本及算力的控制，同時減少對外部雲端服務供應商的依賴；而計劃推出的萬億級參數模型，則可能有助縮小與全球前沿模型的能力差距。

行業催化劑 / 風險

- 催化劑：a)國產人工智能加速器的更廣泛商業部署、b)國產算力可用性的提升、c)更高的推理成本與能源效率、d)更強的軟件兼容性與模型硬件協同優化，以及 e)自研人工智能晶片平台外部應用的拓展。
- 風險包括：a) 國產晶片性能提升慢於預期；b) 軟件生態系統及遷移受限；c) 專有基礎架構利用率較低；d) 資本支出及資金需求上升；以及 e) 地緣政治與半導體供應鏈限制。

阿里健康信息技術（241 HK）

2027 財年上半年業績預覽：因補貼優化下調 2027 財年收入按年增長目標至 7%至 10%；盈利指引維持不變

重點摘要

- 阿里健康將 2027 財年的收入按年增長目標由 10%至 15%下調至 7%至 10%，同時維持經調整純利指引於人民幣 19-23 億元不變。這反映了對產品價格補貼的主動優化，所節省的資金則重新調配至 B2C+O2O 供應鏈整合。
- 我們將 2027 財年收入按年增長預測由 12.4%下調至 8.5%，同時基於創新藥動力、與阿里巴巴的協同效應深化，以及人工智能應用擴大，維持 2027 至 2029 財年收入及經調整純利的複合年均增長率分別為 12%及 15%。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 4 元。

分析

- 將 2027 財年收入指引下調至按年增長 7%至 10%，同時維持利潤指引不變。在 9 月 18 日舉行的 2027 財年上半年業績預覽電話會議上，阿里健康信息技術（阿里健康）將其 2027 財年收入增長目標由按年增長 10%至 15%下調至 7%至 10%，並重申其經調整純利預測為人民幣 19-23 億元。是次調整屬深思熟慮的戰略抉擇。公司正主動減少商品價格補貼。交易量將受到影響，而增長動力已從補貼驅動轉向需求驅動。這得益於網上藥房用戶心智更趨成熟、創新藥供應擴大（例如 GLP-1 及心血管產品），以及 B2C 與 O2O 履約體驗的不斷改善。管理層預計該影響在 2027 財年上半年及 2027 財年下半年分佈相對均勻。
- 補貼節省金額將重新配置於 B2C 及 O2O 供應鏈整合。因補貼減少而節省的利潤將重新調配至長期供應鏈能力建設，並加快 B2C 與 O2O 的整合，而閃購藥品交易連結亦已接入主搜尋渠道。管理層強調，其首要任務是履約速度、商品種類廣度及服務一致性，而非價格，並將該等投資視為建立結構性用戶體驗和黏性優勢。由於大部分補貼列於毛利之後，平台補貼減少對毛利率的影響應屬有限。自營原研藥補貼的削減幅度將較為溫和。
- 藥品依然是增長引擎，非藥品品類則表現轉弱。阿里健康的增長正由補貼驅動轉向需求驅動，原因在於線上購藥習慣已經鞏固、主動搜尋流量上升，且重複購買行為對價格的敏感度亦有所降低。藥品（尤其是創新藥 / 原研藥）仍是主要的增長引擎，並預期在 2027 財政年度實現高雙位數增長。補貼將繼續集中於藥品。由於該公司將不再藉由大額價格補貼來追求銷量，非藥品品類明年將錄得低個位數增長。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	30,598	34,255	37,181	41,673	46,677
息稅折舊攤銷前利潤	1,536	1,889	2,245	2,613	3,034
經營利潤	1,479	1,836	2,192	2,560	2,981
純利（報告 / 實際）	1,432	1,936	2,058	2,371	2,730
純利（經調整）	1,950	2,326	2,234	2,569	2,951
每股收益（分）	12.1	14.4	13.8	15.9	18.2
市盈率（倍）	21.7	18.2	19.0	16.5	14.4
市賬率（倍）	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	21.9	17.8	15.0	12.8	11.1
股息收益率（%）	0.0	7.4	2.4	2.8	3.2
純利率（%）	4.7	5.7	5.5	5.7	5.8
債務／（現金）淨額與權益（%）	-13.6	-30.4	-52.2	-55.6	-58.8
利息保障倍數（倍）	588.8	1347.7	1601.3	1863.9	2164.3
股本回報率（%）	9.3	11.3	11.9	13.6	14.5
市場預期純利	-	-	2,279	2,678	3,071
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.98	0.96	0.96

資料來源：阿里健康、彭博、大華繼顯

分析員

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

買入（維持）

股價	港幣 3.06 元
目標價	港幣 4.00 元
上升空間	+30.4%
早前目標價	港幣 5.20 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	241 HK
已發行股份（百萬）	16,175
市值（百萬港元）	49,577
市值（百萬美元）	6,319
3 個月日均成交額（百萬美元）	40

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 7.42 元 / 港幣 2.85 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(5.8)	(0.9)	(36.5)	(50.9)	(35.3)	

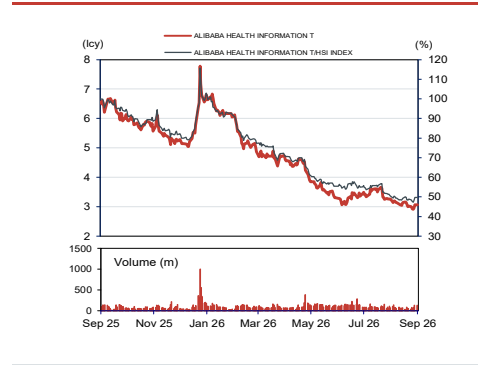
主要股東（%）

阿里巴巴集團控股有限公司	69.27
--------------	-------

資產負債表指標

2027 財年每股資產淨值（人民幣）	1.04
2027 財年每股淨現金（人民幣）	0.54

股價圖表



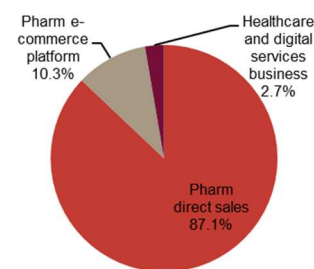
來源：彭博

公司介紹

阿里健康信息技術是阿里巴巴旗下的醫療健康業務旗艦，在中國經營醫藥自營業務、天貓醫藥電商平台，以及醫療健康及數碼服務。

- **保健產品監管影響受控，預計 2027 財年下半年的增長率將達到個位數。** 阿里健康預期保健品將於 2027 財年下半年恢復個位數增長，而監管收緊對其自營業務的影響有限，該品類約佔其自營（1P）收入的 10%。該審查主要針對將國產商品虛假陳述為進口商品的海外品牌商家，而天貓嚴格的審查則為規模較大且合規的商家提供了屏障。平台整改已經完成，管理層亦不將健康產品視為補貼重點，這進一步印證了監管影響受到控制，而增長應會以溫和步伐趨於平穩。
- **Hydrion AI 仍有望實現年終目標。** 其面向醫生的醫療人工智能 Hydrion 仍有望達成年終目標，2027 財政年度的投資計劃維持不變，並正在探索商業化模式。該公司重申其重點在於專業的 B 端（ToB）應用，而非面向消費者的 AI。削減補貼所帶來的額外支出並非投向人工智能，而是流向供應鏈。廣告及佣金收入預計將保持穩定。廣告主要並非由藥品帶動，而保健品的適度增長應可在很大程度上抵銷醫療器械或滋補品較為疲弱的表現。
- **管理層交接並未改變「雙輪驅動」策略。** 阿里健康的領導層變動於本月完成，前 1688 行政總裁俞永先生現出任主席兼行政總裁，帶來了深厚的電子商貿及 B2B 供應鏈專業知識。沈滌凡先生仍留任執行董事，並繼續領導 Hydrion 醫療人工智能及追溯碼業務。他亦將支持集團層面的醫療人工智能項目。該公司重申其「醫藥全棧零售＋醫療人工智能」的雙輪驅動策略。在俞先生的領導下，阿里健康預期閃購、盒馬及高德地圖之間的集團資源協同效應將會加速，從而加強執行穩定性與戰略連續性。
- **儘管短期增長放緩，長期增長前景依然保持不變。** 儘管近期營業額增長有所放緩，但在創新藥持續向好的勢頭、人工智能應用的擴展，以及阿里巴巴生態系統協同效應深化的支持下，我們仍看到結構性機遇。我們維持對其 2027 至 2029 財年收入及經調整純利複合年均增長率分別為 12%與 15%的預測。

分部收入（2026 財年）



來源：大華繼顯

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 4 元，此乃基於 2027 財年預測的 1.5 倍市銷率及 26.8 倍市盈率，反映投資步伐加快。其目前估值相當於 2028 財年預測市銷率（P/S）的 1.0 倍及市盈率的 16.4 倍，而其同業京東健康（6618 HK）的估值則相當於 2027 年預測市銷率（P/S）的 1.0 倍及市盈率的 12.4 倍。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2027 財年的收入及經調整純利增長預測分別由按年 12.4%及-1.1%微調至按年 8.5%及-4.0%，以反映下調的收入指引以及刻意縮減補貼，同時維持 2028 至 2029 財年的預測不變。

股價催化劑

- a) 2027 財年上半年業績穩健，補貼節省及投資步伐明朗；b) 創新藥持續推出，且線上滲透率加速提升；c) 阿里巴巴生態系統協同效應深化；d) B2C+O2O 融合加速；以及 e) 人工智能應用不斷擴大。

損益表

截至3月31日止年度（人民幣百萬元）	2026	2027年預	2028年預	2029年預
淨營業額	34,255	37,181	41,673	46,677
息稅折舊攤銷前利潤	1,889	2,245	2,613	3,034
折舊及攤銷	53	53	53	53
息稅前利潤	1,836	2,192	2,560	2,981
總其他非經營收入	961	750	750	750
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(1)	(1)	(1)	(1)
除稅前溢利	2,274	2,417	2,785	3,206
稅項	(338)	(359)	(414)	(476)
少數股東權益	(0)	-	-	-
純利	1,936	2,058	2,371	2,730
純利（經調整）	2,326	2,234	2,569	2,951

現金流量

截至3月31日止年度（人民幣百萬元）	2026	2027年預	2028年預	2029年預
營運	1,237	2,503	2,876	3,303
除稅前溢利	2,274	2,417	2,785	3,206
稅項	(338)	(359)	(414)	(476)
折舊及攤銷	53	53	53	53
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(790)	(20)	(24)	(27)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	37	412	475	546
投資	2,021	(473)	(539)	(612)
資本支出（增長）	(7)	(7)	(7)	(7)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	2,028	(466)	(532)	(605)
融資	(14)	(3,137)	(1,029)	(1,186)
支付股息	-	(3,137)	(1,029)	(1,186)
借款所得款項	-	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(14)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	3,243	(1,107)	1,308	1,505
年初現金及現金等價物	2,218	9,865	8,758	10,066
外匯影響產生的變動	(28)	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,434	8,758	10,066	11,571

資產負債表

截至3月31日止年度（人民幣百萬元）	2026	2027年預	2028年預	2029年預
固定資產	27	20	13	6
其他長期資產	7,644	7,656	7,673	7,693
現金/短期投資	5,434	8,758	10,066	11,571
其他流動資產	9,988	5,972	6,614	7,329
資產總額	23,093	22,405	24,366	26,598
短期債務	-	-	-	-
其他流動負債	5,093	5,499	6,135	6,843
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	143	143	143	143
股東權益	17,855	16,777	18,119	19,663
少數股東權益	1	1	1	1
負債及權益總額	23,093	22,420	24,399	26,651

關鍵指標

截至3月31日止年度（%）	2026	2027年預	2028年預	2029年預
盈利能力				
毛利率	24.0	24.3	24.4	24.5
稅前利潤率	6.6	6.5	6.7	6.9
純利率	5.7	5.5	5.7	5.8
資產回報率	8.7	9.0	10.1	10.7
股本回報率	11.3	11.9	13.6	14.5
增長				
營業額	12.0	8.5	12.1	12.0
毛利	10.5	9.8	12.8	12.7
除稅前溢利	45.8	6.3	15.2	15.1
純利	35.2	6.3	15.2	15.1
純利（經調整）	19.3	(4.0)	15.0	14.9
每股收益	18.8	(4.0)	15.0	14.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	-	-	-	-
債務權益比率	-	-	-	-
債務／（現金）淨額與權	(30.4)	(52.2)	(55.6)	(58.8)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

恒生指數及恒生科技指數展望

分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

週線圖



日線圖



恒生指數

上日收市: 24,750.78

預期移動範圍: 22,680 -25,280

技術觀點:

週線圖: 价格行为对盘整支撑区域完成了有效向下突破，将先前的需求地基转化为强劲的上行供给天花板。随后对这一转换后阻力边界的回踩试探及迅速遭拒，确认了结构的顺畅转换，确保了整体看跌序列的完整性。技术动能进一步印证了这一破位格局：RSI 指标已转向看跌区域并呈下行斜率，信号显示下行加速度正在集聚且卖方主导地位确立。只要逆势反弹被严格压制在这一核心阻力锚点下方，最小阻力路径将高度倾斜于维持向下推进，驱动价格向更低的核心支撑目标展开持续下行拓展行情。

日線圖: 价格行为在高度共振的供给区域完成了精确的回踩试探与受阻回落，该区域由支撑转阻力带与跳空缺口阻力边界重合而成。这一结构性共振验证了极性转换的有效性，将先前的需求转化为被加固的上行供给天花板，确保了更广泛的下行趋势序列完好无损。技术动能揭示了短期内潜在的微观分歧：尽管 RSI 指标仍坚定处于看跌区域，但其向上弯折仅反映了下行加速度的阶段性放缓，而非结构性的趋势反转。只要逆势反弹被严格压制在这一双重阻力锚点下方，最小阻力路径将高度倾斜于维持向下推进，驱动价格向更低的核心支撑目标展开持续的下行拓展行情。

週線圖



日線圖



恒生科技指數

上日收市: 4,405.50

預期移動範圍: 4,230-4,950

技術觀點:

週線圖: 价格行为成功企稳于前低支撑区域,验证了核心需求地基的有效性,并保持了多时间框架下摆动边界的完好。技术动能揭示了显著的结构性非确认特征:周线 RSI 指标正在构建经典的看涨背离信号,在价格录得同等或更低低点的情况下,动能指标却构筑出更高的低点。这一背离信号反映出下行斜率的急剧放缓以及系统性卖压在更高时间框架拐点处的耗竭。只要价格维持在该支撑锚点之上的结构完整性,最小阻力路径将高度倾斜于展开向上方核心阻力目标的持续向上反弹。

日線圖: 价格行为自先前低点支撑区域强劲反弹,随后突破近期摆动高点并顺势下压至上方跳空缺口阻力天花板。这一多阶段的上行推进在测试核心供给共振区的同时,维护了宏观结构性完好。技术动能提供了关键的早期反转信号:RSI 指标自超卖区间向上勾头,并在价格录得更低低点的情况下构筑出结构性看涨背离。这一非确认特征信号表明动能正迎来修复,且卖方动能急剧耗竭。一旦价格对上方缺口天花板实现确认性突破,将顺畅完成结构性极性转换,彻底作废剩余的看跌动能,并打开通往更高拓展目标的最小阻力路径。

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at [this link](#) or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."