

## 阿里巴巴-W (09988.HK)

## AI 战略持续推进，阿里云视觉生成基座模型万相 2.1 宣布开源

财务指标	FY2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
营业收入 (百万元)	868,687	941,168	999,615	1,112,571	1,197,349
增长率 yoy (%)	1.83	8.34	6.21	11.30	7.62
归母净利润 (百万元)	72,509	79,741	125,071	159,183	186,010
增长率 yoy (%)	17.03	9.97	56.32	27.27	16.85
ROE (%)	7.35	8.11	12.54	14.81	15.59
EPS 最新摊薄 (元)	3.83	4.21	6.58	8.37	9.79
P/E (倍)	36.17	32.90	21.05	16.54	14.15
P/B (倍)	2.66	2.67	2.64	2.45	2.21

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**阿里巴巴于 2 月 25 日晚间全面开源旗下视频生成模型万相 2.1 模型。今年 1 月，阿里旗下万相刚宣布推出 2.1 版本模型升级，视频生成、图像生成两大能力均获得提升。在视频生成方面，万相 2.1 通过自研的高效 VAE 和 DiT 架构增强了时空上下文建模能力，支持无限长 1080P 视频的高效编解码，首次实现了中文文字视频生成功能，登上 VBench 榜单第一。此外，阿里巴巴宣布推出基于 Qwen2.5-Max 的推理模型 QwQ-Max-Preview，并承诺将全面开源 QwQ-Max 和 Qwen2.5-Max 系列。

**文生视频能力再次突破，阿里巴巴视觉生成基座模型万相 2.1 宣布开源。**阿里巴巴旗下通义万相团队推出 Wanx2.1 多模态大模型，在权威评测集 VBench 中总分达 86.22%，超越众多国内外模型位列 VBench 评测榜单首位。该模型实现了以下三大突破（1）突破了 AI 视频模型中长期存在的文字生成瓶颈，成为全球首个支持中英文文字特效的模型；（2）借助自研的高效 VAE 与 DiT 架构，该模型能够高效地编解码无限长的 1080P 视频，显著提升了时空上下文建模能力；（3）能够精准地还原碰撞、反弹、切割等复杂场景。例如，在生成“雨滴落在伞面溅起水花”或“花样滑冰运动员旋转”的视频时，肢体协调性和运动轨迹都符合真实的物理规律，有效解决了传统模型中常见的肢体扭曲和动作僵硬问题。阿里云万相 2.1 展现了公司强劲的技术实力，同时有望应用于影视制作等行业，带动相关行业降本增效。

**推出基于 Qwen2.5-Max 的推理模型 QwQ-Max-Preview，有望加快 AI 应用落地进程。**阿里巴巴宣布推出基于 Qwen2.5-Max 的推理模型 QwQ-Max-Preview，并承诺将全面开源 QwQ-Max 和 Qwen2.5-Max 系列。根据 LiveCodeBench 评估，QwQ-Max-Preview 的性能与 OpenAI 的 o1-medium 相当，且优于 DeepSeek R1。其核心优势有 3 个（1）通过动态计算优化和混合精度训练，模型在代码生成、数学逻辑推理等场景中推理速度与准确性提升 40%；（2）支持多模态处理能力，例如文本、图像、代码等多类型输入，尤其在复杂任务（如金融数据分析、工业流程优化）中表现突出；（3）推出的 QwQ-32B 等轻量版本，可直接部署于本地设备，降低企业算力成本。我们认为这不仅标志着国产大模型在推理能力上的重大突破，更通过“全栈开源+本地化部署”策略，为 AI 技术的普惠化按下加速键。

## 买入（维持评级）

## 股票信息

行业	商贸零售
2025 年 2 月 26 日收盘价 (港元)	136.90
总市值 (百万港元)	2,602,142.63
流通市值 (百万港元)	2,602,142.63
总股本 (百万股)	19,007.62
流通股本 (百万股)	19,007.62
近 3 月日均成交额 (百万港元)	10,134.40

## 股价走势



## 作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cgws.com

## 相关研究

- 《AI 带动云业务收入加速增长，国内电商货币化率增长超预期》2025-02-24
- 《用户为先+AI 驱动战略，开启公司新篇章》2024-12-16
- 《淘天货币化率逐步企稳，较大力度投入下 EBITA 仍有所承压》2024-11-19

**投资建议：**阿里巴巴将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，此举在稳固公司竞争地位的同时，有望助力我国 AI 产业实现高质量发展。我们预计 FY2025-2027 年公司实现营收 1.00/1.11/1.20 万亿元；经调整归母净利润 1611/1781/2058 亿元；对应 PE 分别为 16.34/14.78/12.79 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**全站推广渗透率不及预期；电商行业竞争加剧；云业务收入及利润率增长不及预期；电商市场份额下滑。

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	697966	752864	716459	772633	861480
现金	229510	286424	211030	210090	256071
应收票据及应收账款	32134	30686	36006	40075	43129
预付账款	87441	92946	101367	112821	121418
其他流动资产	348881	342808	368056	409647	440862
<b>非流动资产</b>	1055078	1011965	1079433	1167936	1249875
固定资产	176031	185161	240486	322311	397502
无形资产	46913	26950	22458	17967	13475
其他非流动资产	832134	799854	816489	827659	838898
<b>资产总计</b>	1753044	1764829	1795893	1940569	2111355
<b>流动负债</b>	385351	421507	453308	498547	532508
短期借款	12266	29001	29001	29001	29001
其他流动负债	373085	392506	424307	469546	503507
<b>非流动负债</b>	244772	230723	230674	262480	291850
长期借款	149088	141775	148520	185937	221729
其他非流动负债	95684	88948	82154	76543	70121
<b>负债合计</b>	630123	652230	683981	761027	824358
少数股东权益	133264	126055	114685	104970	93617
归属母公司股东权益	989657	986544	997226	1074572	1193381
<b>负债和股东权益</b>	1753044	1764829	1795893	1940569	2111355

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>经营活动现金流</b>	199752	182593	167272	223372	280311
净利润	65573	71332	113701	149467	174658
折旧摊销	19139	17864	49167	72667	99300
财务费用	16989	17911	8708	10167	12284
其他经营现金流	98051	75486	-4304	-8929	-5931
<b>投资活动现金流</b>	-135506	-21824	-126314	-169726	-190636
资本支出	-35741	-39665	-106794	-155611	-176422
其他投资现金流	-99765	17841	-19520	-14115	-14214
<b>筹资活动现金流</b>	-65619	-108244	-116352	-54586	-43694
其他筹资现金流	-85629	-117666	-123097	-92003	-79486
<b>现金净增加额</b>	-1373	52525	-75394	-940	45981

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**利润表 (百万元)**

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	868687	941168	999615	1112571	1197349
营业成本	549695	586323	616762	683786	731700
销售费用	103496	115141	143045	143633	148711
其他费用	112431	115833	85367	89117	90639
财务费用	16989	17911	8708	10167	12284
<b>营业利润</b>	86076	105960	145732	185868	214015
营业外收入	3109	-4364	-3000	-3000	-3000
<b>利润总额</b>	89185	101596	142732	182868	211015
所得税	23612	30264	29031	33401	36357
<b>净利润</b>	65573	71332	113701	149467	174658
少数股东损益	-7210	-8677	-11370	-9715	-11353
<b>归属母公司净利润</b>	72509	79741	125071	159183	186010
<b>经调整归母净利润</b>	143991	158359	161130	178113	205810
EBITDA	125313	137371	200607	265702	322599
EPS (元)	3.83	4.21	6.58	8.37	9.79

**主要财务比率**

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.83	8.34	6.21	11.30	7.62
归属母公司净利润 (%)	17.03	9.97	59.40	31.46	16.85
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	36.72	37.70	38.30	38.54	38.89
净利率 (%)	7.55	7.58	11.37	13.43	14.59
ROE (%)	7.35	8.11	12.54	14.81	15.59
ROIC (%)	7.12	7.85	11.33	13.65	14.50
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	35.94	36.96	38.09	39.22	39.04
净负债比率 (%)	-6.07	-10.39	-3.01	0.41	-0.42
流动比率	1.81	1.79	1.58	1.55	1.62
速动比率	0.91	0.97	0.77	0.73	0.79
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.50	0.53	0.56	0.57	0.57
应收账款周转率	27.03	30.67	27.76	27.76	27.76
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	3.83	4.21	6.58	8.37	9.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	10.51	9.61	8.80	11.75	14.75
每股净资产 (最新摊薄)	52.07	51.90	52.46	56.53	62.78
<b>估值比率</b>					
P/E	36.17	32.90	21.05	16.54	14.15
P/B	2.66	2.67	2.64	2.45	2.21

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686