

# 软件 & IT 服务

## 2025 展望：关注 AI 应用营收起量趋势

在经济周期错位背景下，中美软件板块 2024 年股价表现整体展现分化趋势，但 AI 相关的投资体量、短期对利润的影响及潜在的变现前景展望是两边市场的共同关注点。展望 2025 年，我们认为 AI 相关的投资主题从基本面的维度将继续从芯片至公有云到基础设施软件再到应用软件的受益传导路径，基础设施云板块关注供给限制逐步缓和下云业务增速的提升趋势及 AI 相关投资对利润率的影响情况、基础设施软件关注 AI 相关的营收的起量速度、应用软件关注 AI 相关应用的订阅收入带来的增量。大模型使用成本的持续优化支撑下 AI 应用生态的逐步繁荣或是未来几年软件板块的投资主线。

- **公有云：供给受限仍部分影响营收起量，关注点逐步切换至营收与利润并重。** 2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势。全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺、云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025 年，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8% 有所加速；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。此外，市场正在从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。
- **大模型使用成本持续降低或有望助推 AI 应用生态逐步繁荣。** 得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升以及用户量增加带来的规模效应，大模型厂商的模型使用成本持续下降。我们认为模型调用成本的优化将助推 AI 应用生态逐步繁荣，而在中长期也有望反哺大模型厂商模型的持续迭代、行业龙头玩家的市占有望稳步提升。大模型的应用方面，AI 云、智能体、AI 编程、AI 驱动下广告效果优化等领域为目前大模型变现的主要途径。展望 2025 年，随着模型迭代以及 AI 应用场景进一步覆盖，我们看好 AI 应用为 SaaS 厂商进一步贡献收入增量。
- **中美软件公司基本面表现分化趋势短期或延续。** 基本面层面，得益于更好的盈利能力以及现金流展望，美国 SaaS 板块相较中国 SaaS 板块有一定估值溢价（美国/中国 SaaS 对应 9.5/3.4x FY25E PS）。展望 FY25E，在 AI 需求带动下企业有望持续增加 IT 预算，支撑美国 SaaS 板块收入增长/利润率/估值维持较高水平；中国 SaaS 板块基本面以及估值存在较大修复空间，但修复的节奏将取决于宏观环境以及企业 IT 付费意愿。

优于大市  
(维持)

中国 软件 & IT 服务 行业

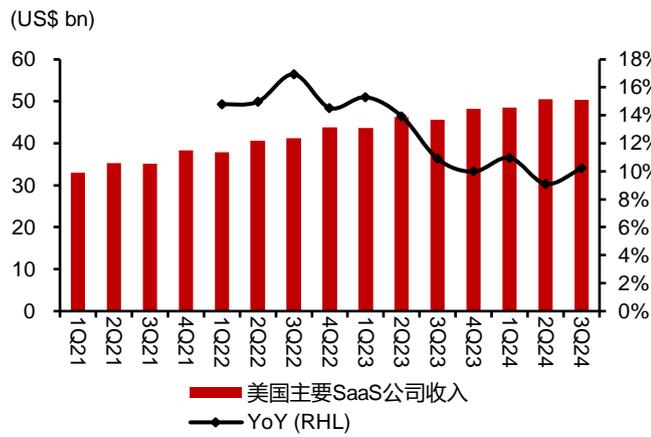
贺赛一, CFA  
(852) 3916 1739  
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA  
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA  
luwentao@cmbi.com.hk

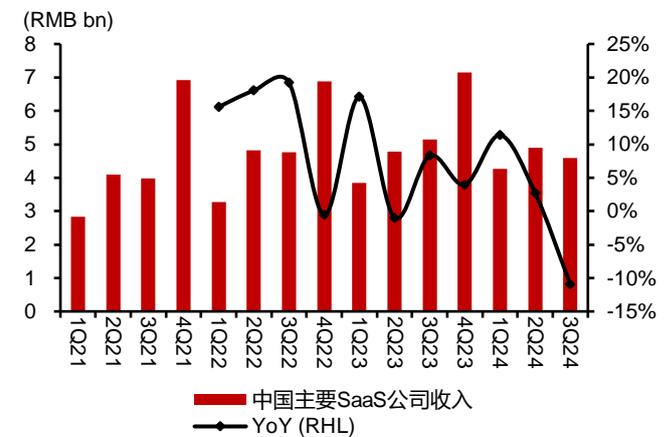
**重要图表**

**图 1: 美国：主要 SaaS 公司收入趋势**



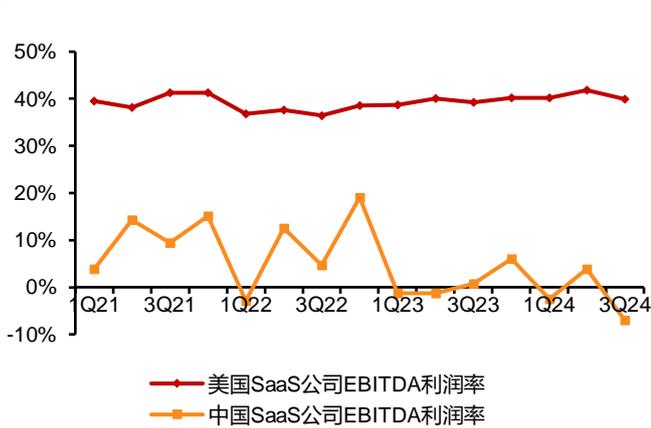
资料来源：彭博、招银国际环球市场

**图 2: 中国：主要 SaaS 公司收入趋势**



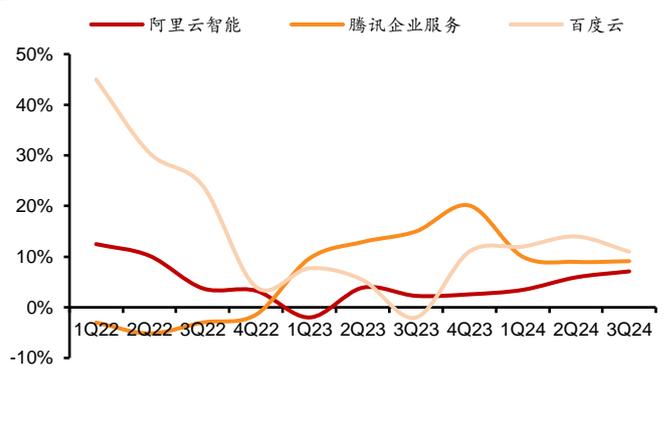
资料来源：彭博、招银国际环球市场

**图 3: 中国 vs 美国：软件公司 EBITDA 利润率对比**



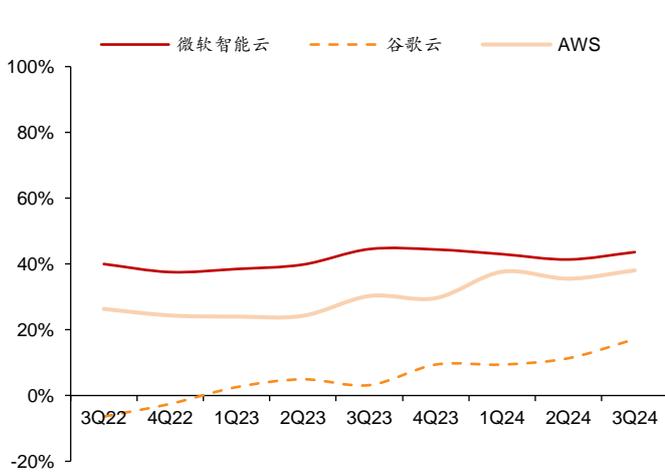
资料来源：彭博、招银国际环球市场

**图 4: 中国：主要互联网公司云业务营收增速**



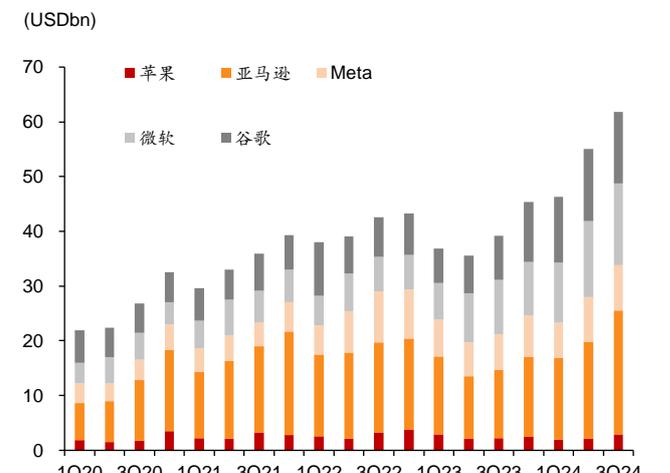
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**图 5: 美国主要互联网公司云业务利润率水平**



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**图 6: 美国主要 TMT 公司资本开支绝对值**



资料来源：公司资料、彭博、招银国际环球市场

## 中美 SaaS 行业对比：经济周期错位背景下基本面表现分化致使估值分化

良好收入增长前景以及现金流生成能力支撑 SaaS 板块估值溢价。得益于更好的盈利能力以及现金流展望，美国 SaaS 板块相较中国 SaaS 板块有一定估值溢价（美国/中国 SaaS 对应 9.5/3.4x FY25E PS）。具体到公司层面，CrowdStrike/ServiceNow/DataDog/Palo Alto Networks 满足“50 法则”（自由现金流比率+收入增长>50%），具备较快收入增长以及较强现金流生成能力，并因此相较同业有更高估值溢价，对应 17x/16x/15x/11x FY24E PS。展望 FY25E，在 AI 需求带动下企业有望持续增加 IT 预算，支撑美国 SaaS 板块收入增长/利润率/估值维持较高水平；中国 SaaS 板块基本面以及估值存在较大修复空间，但修复的节奏将取决于宏观环境以及企业 IT 付费意愿。

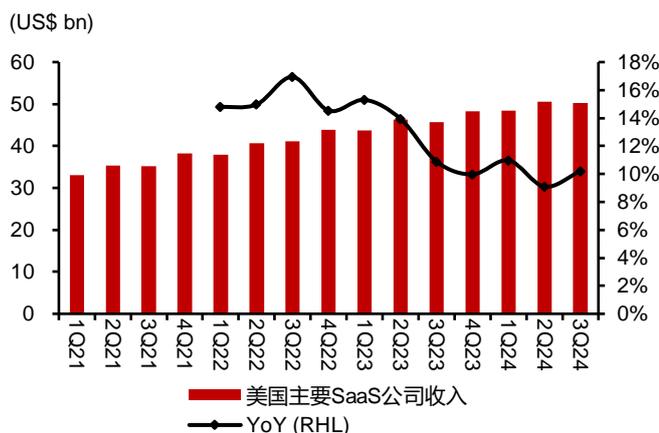
图 7：中美软件公司：估值对比

| 公司名称         | 股份代码      | 股价<br>(LC) | 市值<br>(百万美元) | P/S (x)     |            | EV/EBITDA (x) |             | 同比收入(%) |       | FCF 利润率<br>2024E | FCF 利润率<br>+ 收入 YoY<br>2024E |
|--------------|-----------|------------|--------------|-------------|------------|---------------|-------------|---------|-------|------------------|------------------------------|
|              |           |            |              | 2024E       | 2025E      | 2024E         | 2025E       | 2024E   | 2025E |                  |                              |
| <b>美国</b>    |           |            |              |             |            |               |             |         |       |                  |                              |
| Oracle       | ORCL US   | 178.6      | 499,480      | 10.1        | 9.0        | 19.9          | 17.2        | 10%     | 12%   | 22.3%            | 32.0%                        |
| Salesforce   | CRM US    | 354.9      | 339,591      | 8.9         | 8.2        | 23.0          | 20.8        | 9%      | 9%    | 31.6%            | 40.3%                        |
| SAP          | SAP US    | 249.5      | 306,549      | 9.0         | 8.1        | 35.7          | 25.0        | 9%      | 11%   | 12.5%            | 21.0%                        |
| Adobe        | ADBE US   | 549.9      | 242,079      | 10.1        | 9.1        | 20.4          | 18.7        | 10%     | 11%   | 35.8%            | 46.2%                        |
| ServiceNow   | NOW US    | 1147.2     | 236,319      | 21.3        | 17.6       | 66.9          | 52.9        | 23%     | 21%   | 31.1%            | 53.6%                        |
| PANW         | PANW US   | 398.4      | 130,722      | 13.7        | 11.9       | 47.0          | 40.3        | 14%     | 16%   | 38.6%            | 52.7%                        |
| CrowdStrike  | CRWD US   | 363.0      | 89,410       | 22.1        | 18.2       | 89.6          | 72.0        | 29%     | 21%   | 27.0%            | 55.5%                        |
| Fortinet     | FTNT US   | 98.0       | 75,143       | 12.5        | 11.1       | 35.5          | 32.6        | 11%     | 13%   | 32.6%            | 43.7%                        |
| Atlassian    | TEAM US   | 274.7      | 71,558       | 13.8        | 11.5       | 57.2          | 45.8        | 17%     | 20%   | 32.5%            | 49.4%                        |
| Datadog      | DDOG US   | 156.5      | 53,087       | 19.3        | 15.8       | 72.4          | 59.0        | 25%     | 22%   | 28.1%            | 53.0%                        |
| HubSpot      | HUBS US   | 726.1      | 37,483       | 14.2        | 12.3       | 68.0          | 56.8        | 20%     | 16%   | 11.6%            | 31.3%                        |
| ZScaler      | ZS US     | 207.9      | 31,903       | 11.7        | 9.7        | 47.6          | 37.7        | 21%     | 21%   | 27.0%            | 47.5%                        |
| Zoom         | ZM US     | 86.6       | 26,649       | 4.2         | 4.1        | 10.3          | 10.0        | 3%      | 3%    | 32.5%            | 35.5%                        |
| Twilio       | TWLO US   | 113.0      | 17,331       | 3.3         | 3.0        | 17.3          | 15.8        | 6%      | 8%    | 15.3%            | 21.8%                        |
| Ring Central | RNG US    | 41.8       | 3,764        | 2.1         | 2.0        | 8.7           | 7.5         | 9%      | 7%    | 14.7%            | 23.6%                        |
| Five9        | FIVN US   | 43.0       | 3,237        | 3.2         | 2.9        | 17.4          | 14.8        | 13%     | 11%   | 10.7%            | 23.9%                        |
| <b>中位数</b>   |           |            |              | <b>10.9</b> | <b>9.4</b> | <b>35.6</b>   | <b>28.8</b> |         |       | <b>27.5%</b>     | <b>42.0%</b>                 |
| <b>中国</b>    |           |            |              |             |            |               |             |         |       |                  |                              |
| 金山办公         | 688111 CH | 333.0      | 21,207       | 28.2        | 22.9       | 95.7          | 74.0        | 11%     | 23%   | 37.8%            | 48.4%                        |
| 用友网络         | 600588 CH | 12.5       | 5,900        | 3.8         | 3.4        | NA            | 42.4        | 7%      | 13%   | -10.5%           | -3.5%                        |
| 金蝶国际         | 268 HK    | 9.6        | 4,418        | 4.5         | 3.8        | 90.5          | 43.8        | 12%     | 17%   | 1.5%             | 13.4%                        |
| 广联达          | 002410 CH | 13.2       | 2,993        | 2.8         | 2.6        | 18.8          | 14.0        | -5%     | 6%    | 4.9%             | 0.2%                         |
| 微盟           | 2013 HK   | 1.6        | 700          | 2.5         | 2.3        | NA            | 17.1        | -15%    | 16%   | -32.8%           | -48.3%                       |
| <b>中位数</b>   |           |            |              | <b>3.8</b>  | <b>3.4</b> | <b>90.5</b>   | <b>42.4</b> |         |       | <b>1.5%</b>      | <b>0.2%</b>                  |

资料来源：彭博、招银国际环球市场；数据截至 2024 年 12 月 11 日

美国主要 SaaS 公司收入维持健康增长趋势，9M24 总收入同比增长 10%，同期 EBITDA 利润率同比改善 1.4 个百分点至 40.7%，主要得益于企业降本增效措施以及 AI 提升企业运营效率。中国主要 SaaS 公司收入表现较为波动，9M24 总收入同比持平，收入端承压导致运营去杠杆，运营利润率同比略有下降。

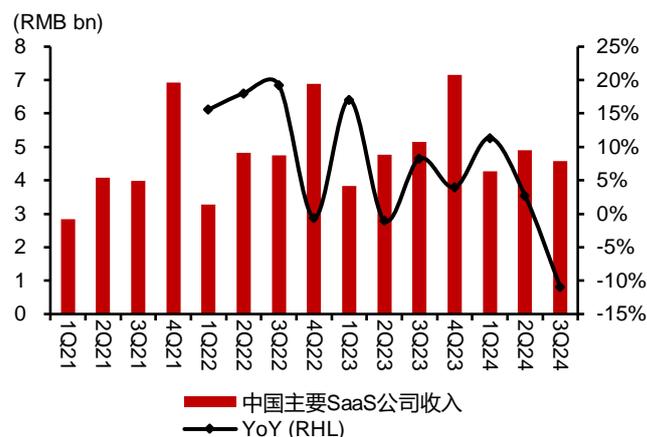
图 8: 美国主要 SaaS 公司收入趋势



资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：统计涵盖股票标的包含图 7 中的所有美股 SaaS 公司

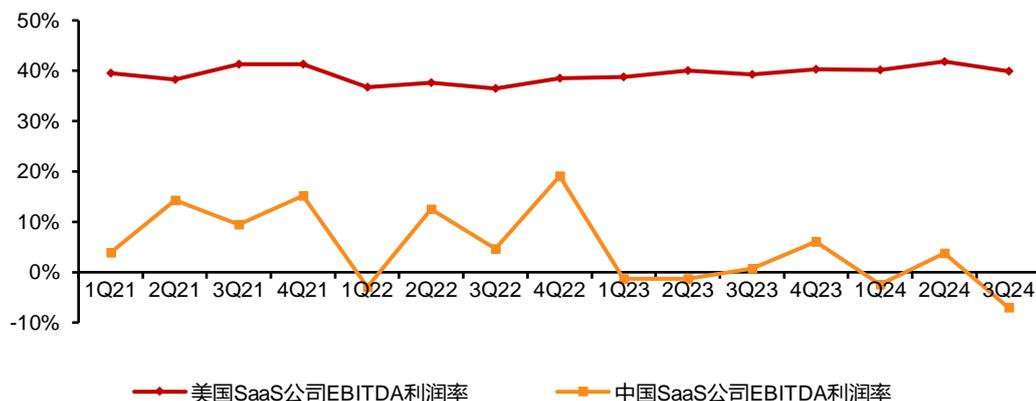
图 9: 中国主要 SaaS 公司收入趋势



资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：统计涵盖股票标的包含图 7 中所有 AH 中国 SaaS 公司

图 10: 中国 vs 美国：软件公司 EBITDA 利润率对比



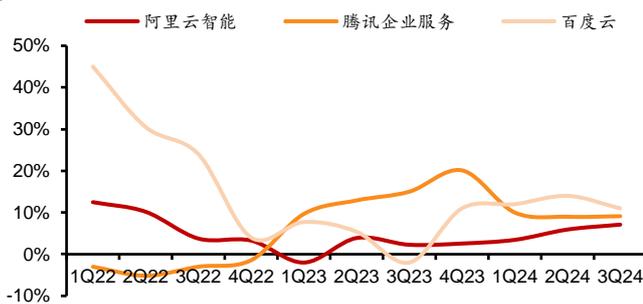
资料来源：彭博、招银国际环球市场

## 公有云：供给受限仍部分影响营收起量，关注点逐步切换至营收与利润并重

2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势。全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺、云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025 年，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8% 同比增长有所加速，主因相对更低的基数、公有云业务持续稳健增长及 AI GPU 云营收持续起量；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。

我们观察到市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平持续提升，并有望在中长期与海外互联网公司的云业务利润率对标。

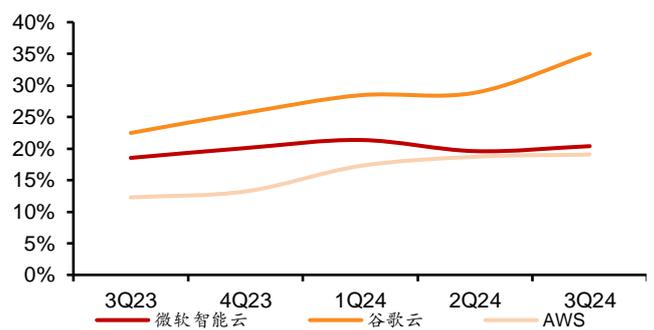
图 11: 中国主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

注：腾讯云营收增速为招银国际环球市场估算

图 12: 美国主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

回顾 2024 年，中国互联网公司的云业务发展方面：1) 阿里云：因公有云业务稳步增长、AI GPU 云营收贡献逐步起量，及逐步收缩盈利提升前景较弱的部分私有云业务的调整影响逐步消退，阿里云营收增长呈现逐季加速趋势；3Q24 阿里云智能集团收入为 296 亿元人民币，同比增长 7%，得益于公共云的两位数增长和 AI 相关产品的日益普及，而云智能集团 3Q24 季度调整后 EBITA 利润率达 9.0%，同比增长 3.9 个百分点，得益于产品组合结构优化及运营效率提升；2) 腾讯云：3Q24 腾讯企业服务收入同比维持健康增长趋势，毛利率同比改善，GPU 算力租赁带来增量收入贡献，已占 3Q24 IaaS 收入十位数比例；我们预计 2025 年腾讯企业服务收入同比增长 10%，主要由 GPU 算力租赁、SaaS/PaaS 自研产品以及视频号电商技术服务费收入增长所驱动；3) 百度云：2023 年百度云业务营收受到专注高质量增长及智能交通云业务存在高基数的影响，全年云业务营收仅同比增长 6%。而 2024 年随着智能交通云业务的基数效应影响衰退，及生成式人工智能云带来增量贡献，百度云业务营收增长重新加速，1H24 百度云业务营收同比增长 13%（1H23：6.5%），尽管百度网盘业务面临短期业务调整，我们预计 2024 年百度云业务营收同比增速仍将重新加速至 12.5%、并将于 2025 年增长 13.5%（受益于 GPU 云营收持续起量及向 CPU 云交叉销售）。

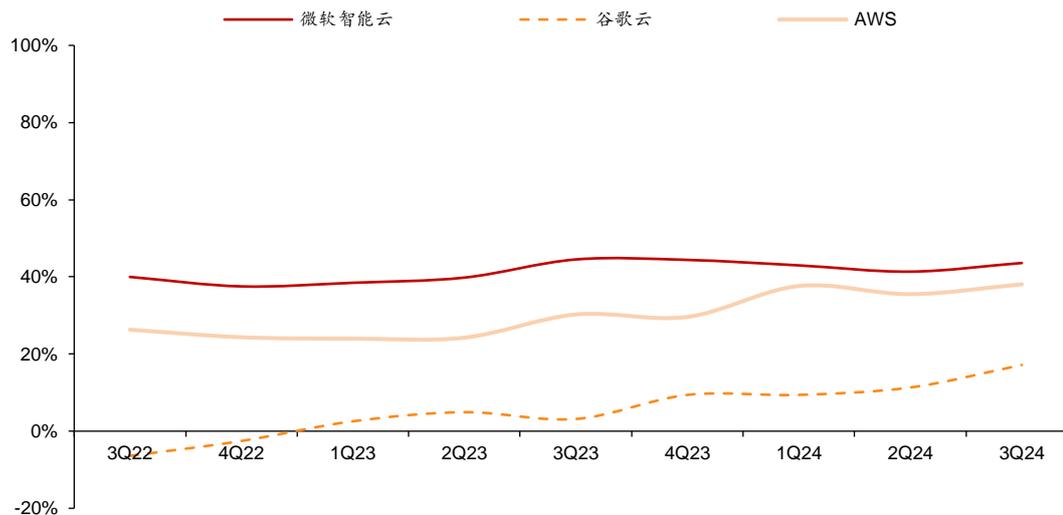
**海外互联网软件公司的云业务发展方面：**

**1) AWS：** 得益于海外云开支优化趋势结束及 AI 云营收持续起量，2024 年 AWS 同比营收增速逐季提升，3Q24 实现收入 275 亿美元，对应同比增长 19.1% (3Q23：同比增长 12.3%；2Q24：同比增长 18.7%)；营业利润率达 38.1% (3Q23：30.3%；2Q24：35.5%)，主因服务器估计使用寿命的变化（年同比约 2 pp 的积极影响）、收入的稳健增长助力经营杠杆释放、及成本管控持续发力；展望 2025 年，我们预计 AWS 营收将同比增长 18%，而营业利润率将小幅进一步同比提升 0.5 个百分点至 37.0%；

**2) 微软智能云：** 2024 年持续受益于 AI 云业务营收快速增长驱动，尽管供给受限导致增速出现季节性波动；3Q24 (1QFY25) 微软智能云业务收入同比增长 20% 至 241 亿美元，其中 Azure 及其他云服务收入同比增长 33% (1QFY24：31%)，AI 相关服务贡献了 12 个百分点的增速 (3QFY24：10ppts；4QFY24：11ppts)，我们预测 FY25 全年微软智能云业务板块营收将同比增长 20%，仍得益于 AI 云持续起量驱动；

**3) 谷歌云：** 2024 年谷歌云收入加速增长，3Q24 谷歌云收入同比增长 35% (2Q24/1Q24：同比增长 29/28%)，主要得益于 AI 基础设施和生成式 AI 解决方案的强劲增长；3Q24 谷歌云运营利润率同比提升 14 个百分点达到 17% 的历史新高，主要得益于运营杠杆以及基础设施运营效率的提升。展望 2025 年，我们预计 AI 相关业务将继续拉动谷歌云收入同比增长 28%，但运营利润率提升的节奏将相对放缓，主因运营效率的提升部分被折旧费用的增加所抵消。

**图 13：美国主要互联网公司云业务经营利润率水平**

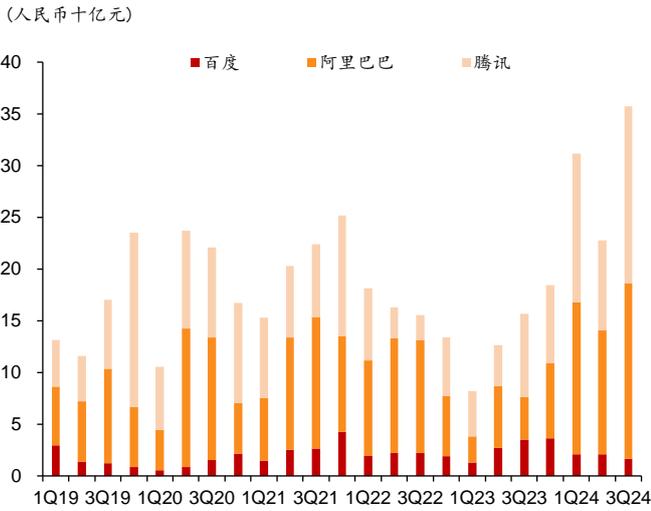


资料来源：公司资料、招银国际环球市场

### 云计算硬件市场：生成式 AI 相关需求带动国内厂商资本开支扩大

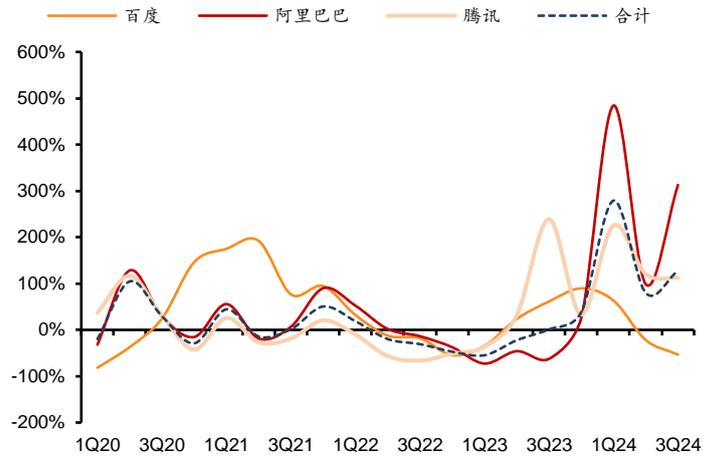
我们统计了头部的云计算厂商资本开支及同比增速情况。样本中美国公司涵盖：亚马逊、微软、谷歌、Meta、苹果，中国公司涵盖：阿里巴巴、腾讯、百度。3Q24 中国主要云厂商合计资本开支规模 357 亿元人民币，同比增长 128%，海外主要云厂商资本开支 618 亿美元，同比增长 58%。需求端，中国主要云厂商资本持续扩大，主要加大对于 AI 训练及推理芯片的投入。预计未来生成式 AI 相关需求逐步起量将是推动中国龙头互联网公司云业务增长的主要驱动力。

**图 14: 中国主要云厂商资本开支绝对值**



资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场  
注：腾讯云营收增速为招银国际环球市场估算

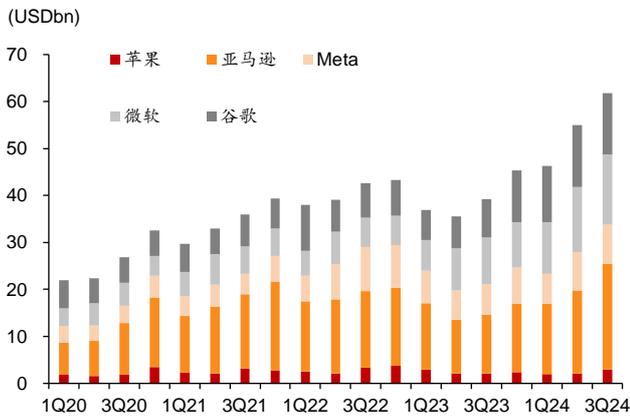
**图 15: 中国主要云厂商资本开支同比增速情况**



资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场  
注：主要涵盖阿里巴巴、百度、腾讯

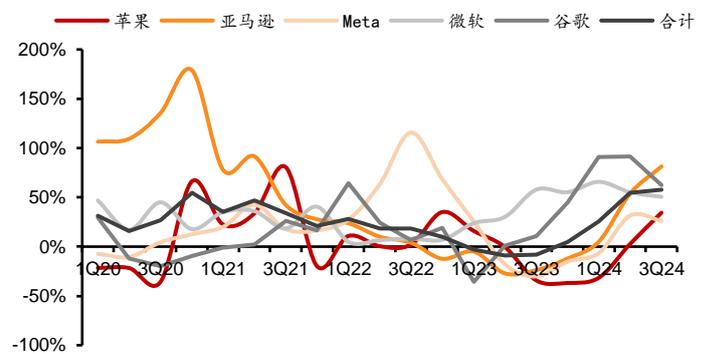
海外层面，生成式 AI 也是主要的资本开支推动因素，自 ChatGPT 问世以来，海外大厂持续进行军备竞赛，谷歌、微软、亚马逊持续加大对数据中心、云基础设施等投入以加强 AI 竞争力。3Q24 海外龙头云厂商资本开支达到 618 亿美元，同比增长 58%。但整体而言，我们观察到市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。

**图 16: 美国主要云厂商资本开支绝对值**



资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场

**图 17: 美国主要云厂商资本开支同比增速**



资料来源：彭博、公司资料、招银国际环球市场

## 大模型展望：使用成本持续下降或助推 AI 应用生态繁荣

得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升以及用户量增加带来的规模效应，多家大模型厂商在 2024 年宣布降价计划。阿里云 Qwen-Turbo 模型 9 月宣布价格下降 85%，输入价格降至 0.0003 元/千 tokens；百度云 7 月宣布 ERNIE 4.0 Turbo 模型面向企业客户全面开放，输入价格定为 0.03 元/千 Tokens，相较 ERNIE 4.0 通用版本降价幅度达 70%；字节跳动 5 月宣布豆包主力模型输入价格 0.0008 元/千 Tokens，显著低于行业平均水平。

在模型 API 调用成本持续下降的推动下，预计未来有更多企业客户将接入大模型 API，丰富大模型及 AI 的应用场景，同时推动大模型服务需求量的进一步提升，长期来看，有利于大模型厂商模型的持续迭代以及相关收入的增长。

图 18：主要模型 API 调用价格

| 小参数       |                     |                    |                    |  |
|-----------|---------------------|--------------------|--------------------|--|
| 厂商        | 模型名称                | 输入价格 (元/1M tokens) | 输出价格 (元/1M tokens) |  |
| 阿里云       | 通义千问 Qwen-turbo     | 0.30               | 0.60               |  |
| 百度智能云     | 文心一言 ERNIE-Speed-8K | 免费                 | 免费                 |  |
| 腾讯        | 混元大模型 hunyuan-lite  | 免费                 | 免费                 |  |
| 字节跳动      | 火山云 Doubao-lite-4k  | 0.30               | 0.60               |  |
| 零一万物      | Yi-spark            | 1.00               | 1.00               |  |
| 讯飞星火      | Spark Lite          | 免费                 | 免费                 |  |
| MiniMax   | abab5.5s-chat       | 5.00               | 5.00               |  |
| 智谱        | GLM-4-Air           | 1.00               | 1.00               |  |
| Mistral   | Mistral 7B          | 1.81               | 1.81               |  |
| Replicate | meta/llama-2-7b     | 0.36               | 1.81               |  |
| Claude    | Claude 3 Sonnet     | 0.02               | 106.95             |  |
| Google    | Gemini 1.0 Pro      | 3.57               | 10.69              |  |
| OpenAI    | GPT-3.5-Turbo-0125  | 3.61               | 10.83              |  |
| 大参数       |                     |                    |                    |  |
| 厂商        | 模型名称                | 输入价格 (元/1M tokens) | 输出价格 (元/1M tokens) |  |
| 阿里云       | 通义千问 Qwen-max       | 20.0               | 60.0               |  |
| 百度智能云     | 文心一言 ERNIE-Novel-8K | 40.0               | 120.0              |  |
| 腾讯        | 混元大模型 hunyuan-turbo | 15.0               | 50.0               |  |
| 字节跳动      | 火山云 Doubao-pro-128k | 5.0                | 9.0                |  |
| 零一万物      | Yi-large-turbo      | 12.0               | 25.0               |  |
| 讯飞星火      | Spark4.0 Ultra      | 1.0                | 1.5                |  |
| MiniMax   | Abab6.5-chat        | 30.0               | 30.0               |  |
| 智谱        | GLM-4               | 100.0              | 100.0              |  |
| Mistral   | Mistral Large       | 57.8               | 173.3              |  |
| Replicate | Meta/llama-2-70b    | 4.7                | 19.9               |  |
| Claude    | Claude 3 Opus       | 106.9              | 534.7              |  |
| Google    | Gemini 1.5 Pro      | 49.9               | 149.7              |  |
| OpenAI    | GPT-4               | 216.6              | 433.2              |  |

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**海外 AI 应用：B 端应用落地，贡献订单及收入增量**

海外 SaaS 厂商已围绕 B 端及 C 端多场景打造 AI 应用。在 AI 应用早期阶段，我们看到海外 B 端客户已形成较高的 AI 需求及付费意愿，包括 Salesforce 以及 ServiceNow 已获取可观 AI 相关订单以及收入，驱动业务增长。展望 2025 年，随着模型迭代以及 AI 应用场景进一步覆盖，我们看好 AI 应用为海外 SaaS 厂商进一步贡献收入增量。

**Salesforce Agentforce：AI 赋能企业全场景。** Salesforce 在 10 月宣布正式推出 Agentforce，作为 Salesforce 平台上全新功能，帮助企业构建和部署能够自主执行各种业务功能的 AI 智能体。Agentforce 超越传统聊天机器人和协作助手，利用先进的推理能力作出决策并采取行动，例如解决客户问题、筛选销售线索以及优化营销活动。Agentforce 无需依赖人工参与即可完成工作；智能体可以通过数据变化、业务规则、预设自动化或来自其他系统的 API 信号触发。

Agentforce 智能体是一种主动、自主的应用程序，能够为员工或客户提供专业且全天在线的服务支持。Agentforce 标价按照每次对话 2 美元的价格进行收费，按照公司 ROI 计算器测算，基准情景下 3 年维度有望为企业节省约 30% 成本。后续 Salesforce 宣布计划招聘超过 1,000 名员工，进一步推动其新推出的 AI 产品 Agentforce 的销售工作。

**图 19: Salesforce AgentForce：应用场景**



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

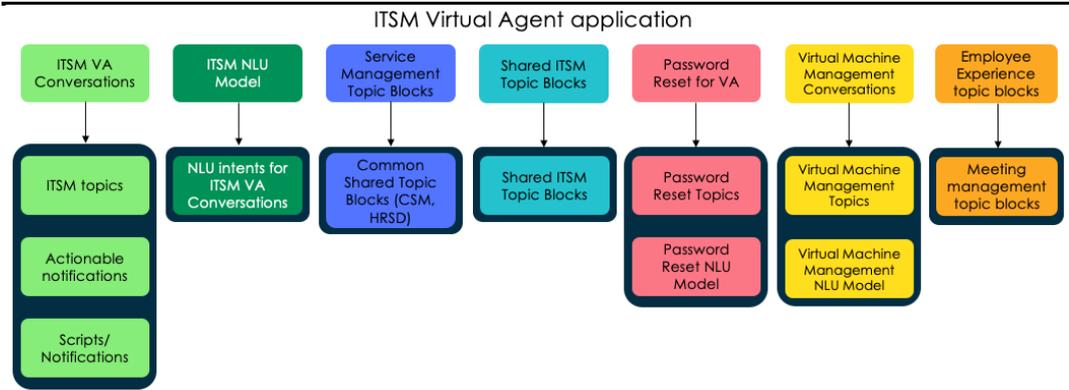
**ServiceNow Virtual Agent：集成 Agentic AI 能力。** ServiceNow 在 9 月宣布将 Agentic AI 集成到 ServiceNow 平台，通过覆盖 IT、客服、采购、人力、软件开发等多个场景，进一步提升企业生产力。首批用于客户服务管理 (CSM) 和 IT 服务管理 (ITSM) 的 AI 智能体将在今年 11 月推出，预计将缩短问题解决的平均时间，并提升员工的工作效率。

ServiceNow Virtual Agent 可以解决常见问题并处理常规请求，让企业的客服人员和技术人员能够专注于更复杂的用户问题。企业可以根据业务的不同受众，调整聊天体验的外观和

感受，并在各种常见或定制的消息渠道中运行聊天机器人。同时，企业可以通过分析仪表实时监控 AI 助手的表现。

生成式 AI 产品推动强劲需求，ServiceNow 现已有 44 名客户在 Now Assist 的支出超 100 万美元，估算 ACV 总额已经超 8,500 万美元（约占 cRPO 1%）。

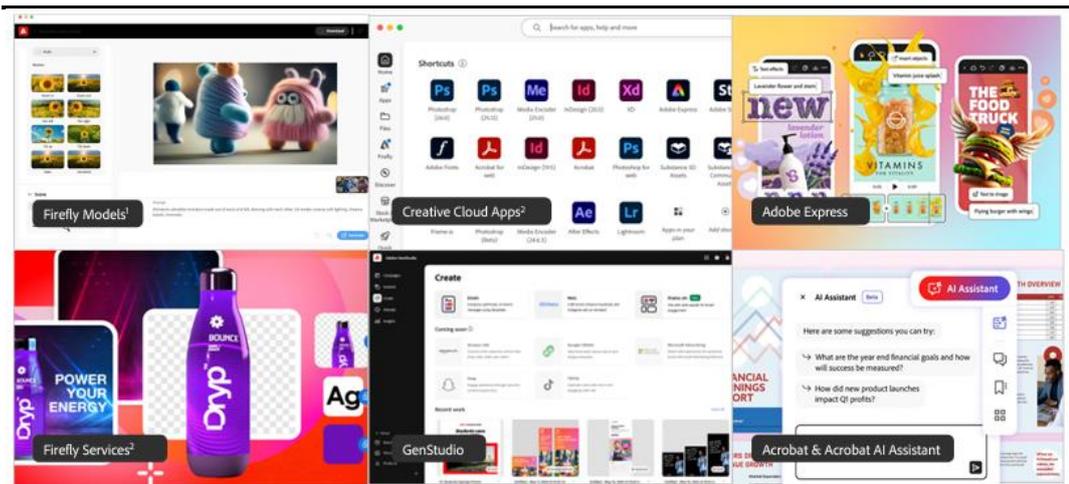
图 20: ServiceNow ITSM Virtual Agent 的应用



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**Adobe Firefly Video Model: AI 赋能创意产业。** Adobe 在 2024 年 Adobe MAX 大会上正式推出 Firefly 视频模型以及最新升级的图像模型。用户通过 prompt 即可生成任何自己想要的视频，产品可以模拟各种风格，包括逼真的实景电影效果、3D 动画，以及定格动画。该模型除了可以使用文本提示外，还能通过上传单个帧，就能轻松地地为现有内容创建补充镜头。

图 21: Adobe MAX: AI 产品更新



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**Duolingo Call with Lily: AI+教育提升用户体验。** Duolingo 在 9 月 Duocon 2024 宣布多项重要产品创新，推出 AI 驱动的视频通话功能 Video Call with Lily，进一步提升用户的使用体验。这款 AI 驱动的应用允许 Duolingo Max 订阅用户与 Duolingo 最受欢迎的角色之一 Lily，进行自发且逼真的对话。视频通话的技术旨在模拟自然对话，为用户提供个性化、互

动性的练习环境。即使是初学者，也可以在低压环境中交流，因为视频通话会根据用户的技能水平进行调整。通过提供实时对话的机会，视频通话帮助学习者建立在真实场景中高效沟通所需的自信。该功能目前对学习英语、西班牙语和法语的 Duolingo Max 订阅用户开放。

图 22: Duolingo: Call with Lily



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

## 国内 AI 应用：拓展场景覆盖，商业化变现仍处早期阶段

现阶段我国 AI 应用主要集中于为综合智能助手、生产力提升、创意生成、休闲娱乐四大赛道。生产力工具因切中迫切效率诉求，在产品数量、功能丰富度、市场普及和商业变现方面都相对更加领先。伴随技术的不断深化融合及与垂类行业的持续结合，我们看好有能力在多模态技术领域取得进一步突破与在商业化落地中具备先发优势的 AI 应用厂商，如百度、阿里巴巴、腾讯。

**综合类工具：多功能综合 AI 智能助手，以智能体为核心提供覆盖多个环节的服务。** AI Agent 基于大语言模型，可独立思考及调用工具来逐步完成给定目标。用户在 Agent (智能体) 模式中给 AI 设置目标和身份，并提供 Prompt (提示词)，AI 自主拆分任务、使用工具、完成工作，用户仅负责设立目标、提供工具资源和监督结果。

平台类 Agent 的构建厂商多为互联网科技厂商或头部大模型创业厂商，如百度文小言、字节跳动豆包、腾讯元宝、Kimi 智能助手等。平台类 AI 智能助手中的多样工具本质是将大模型的思想转化为具体行动与执行的重要桥梁，当前主要支持的工具类型包括 AI+Chatbot、信息检索、文件读取等，但仍处工具生态建设及商业化早期阶段。

综合工具中相对差异化的支小宝为支付宝于 24 年 9 月推出的 AI 生活管家应用。异于聚焦学习工作效率场景的竞品，支小宝依托支付宝庞大生活服务体系便捷赋能日常场景，可完成一键点餐、一键订票等。其凭差异化定位，我们看好其在 AI+生活服务赛道具备的发展潜力。

图 23: AI 智能助手应用



腾讯元宝

字节跳动豆包

支小宝

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**生产力提升工具：**对企业多种生产场景进行升级变革帮助用户提高整体工作效率降低生产成本。主要构建厂商通过对原有的生产力工具应用进行升级，提供多项包括文档理解，文字生成、会议纪要整理总结、PPT 生成及数据分析处理等多项功能，可帮助用户及时获取更精准的信息并提高整体工作效率。如钉钉基于阿里通义千问模型，上线图片理解、文档速读、工作流等产品能力，并与 24 年 11 月面向企业关键场景推出“精选 AI 助理”，首批已上线工单助理、行政助理、Excel 助理、口碑助理、法务助理、审批助理 6 大 AI 助理。

图 24: 钉钉上线 6 大场景“精选 AI 助理”



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

百度在 2024 年百度世界大会中推出了无代码工具“秒哒”，其具有无代码编程、多智能体协作、多工具调用等特点，可帮助用户实现自然语言的输入直接生成代码构建专属智能体，降低了技术门槛，使非技术背景用户也可以参与到应用开发过程中。面向开发者群体，百度文心快码则可为其提供研发全流程、全场景下辅助建议，助力提升编码效率。

除了在企业内部提质增效外，赋能对外客户服务也为当前 AI 应用主流之一。百度“客悦”依托文心大模型，精准把握用户意图、情绪，凭借其丰富内置行业模板实现低门槛高效搭建，已广泛服务于金融、汽车、交通、能源、政务、电商、文旅等众多行业，助力政企机构在客户服务、产品营销等领域重塑竞争力。

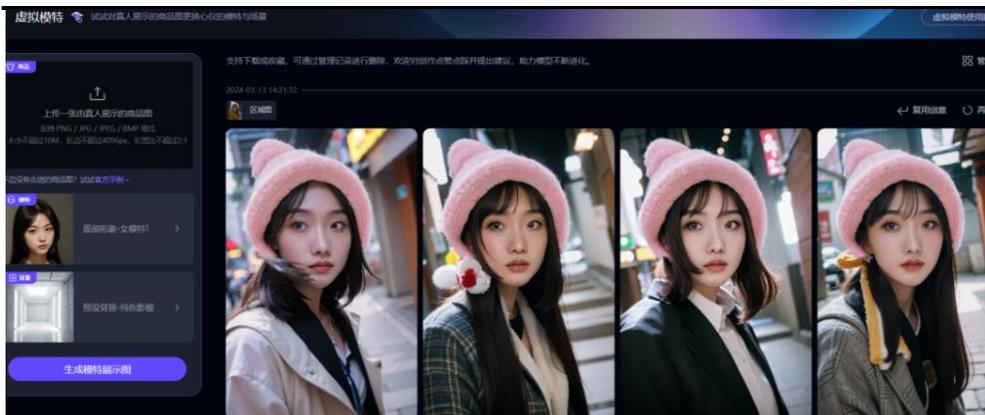
图 25：百度推出智能客服工具客悦



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

**创意生成工具：**包括 AI 设计、AI 生图及编辑、AI 视频、AI 音乐等，有望在广告营销、电商、平面设计、教育与培训等多个垂直领域中创造巨大应用价值。如阿里推出的通义万相，可以根据用户输入的作画提示词产出多样精准画作及视频。以电商场景为例，其 AI 生图生视频的能力可快速为商品生成高质量的展示图片，丰富商品展示形式，结合以 AI 设计与 AI 文案生成，可大幅助力商户降低成本优化效率，并促进商品销售。

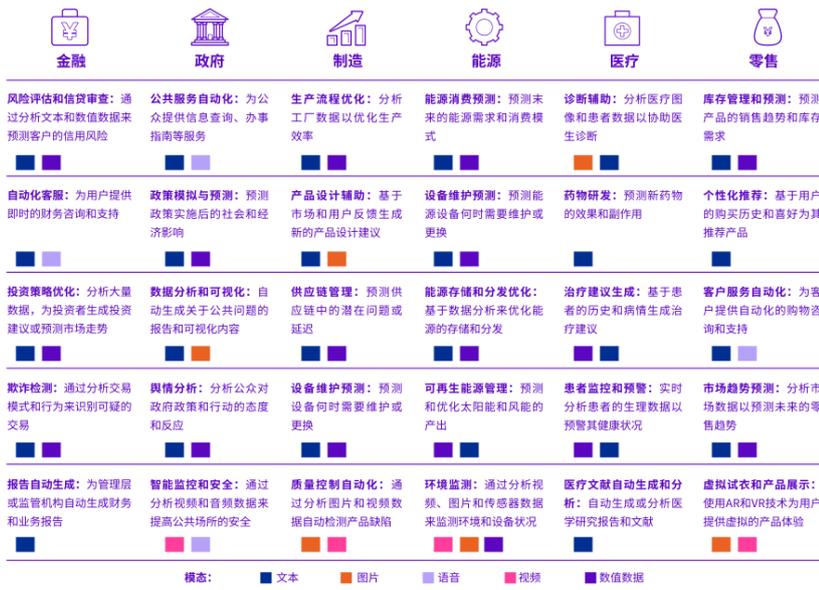
图 26：阿里通义万相支持虚拟模特生图



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

当前各大厂商正积极探索 AI 智能体与各行业的结合落地场景，并尝试多路径挖掘 AI 商业变现潜力。从落地场景看，IDC 预计 2024 年我国前五大 AI 应用场景将依次分别为智能基础设施调配、智能客服、销售流程推荐和增强、智能业务创新和自动化以及增强的公共安全和应急响应。从垂类行业看，法律、政务、媒体、教育、金融、交通、能源等均为当前中国 AI 实际应用落地最多的场景。

图 27：行业场景对多模态的应用需求



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

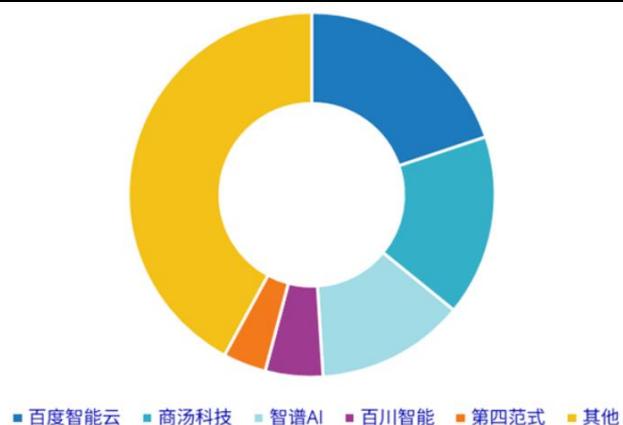
预计伴随国内厂商在多模态能力的不断涌现和突破，将有望打开 AI 应用的更广泛的商业化落地空间。多模态相关的技术研究是未来 AI 持续突破的关键。从赋能应用的视角出发，多模态大模型可深度整合并高效运用海量且异构的数据资源，突破传统单模态局限，进而抬升应用效能与能力峰值，为 AI 落地注入强劲动力。在行业实践中，凭借对多维度信息敏锐、精准的感知，多模态大模型可以持续强化推理能力，拓展服务边界，提升应用场景中的全面性和可靠性，同时带来更丰富的用户体验和可交互性。展望未来，伴随技术迭代和企业需求日益多元化定制化复杂化，多模态赋能将成主流趋势，政府、金融、制造、能源、医疗、零售等诸多行业 AI 应用架构将加速向多模态、跨模态转变，重塑业务流程与服务体验。

从商业化角度出发，当前国内 AI 应用仍处于商业化早期阶段。百度受益于在 AI 领域的积极投入及多模态领域的相对领先优势，B/C 端商业化进程均相对靠前。公司在 24 年 11 月举办的 2024 百度世界大会中披露，文心一言用户规模已达约 4.3 亿，飞桨文心开发者数量已达 1,808 万，服务了 43 万家企业，创建了 101 万个模型。

根据 IDC 数据，百度智能云在 2023 年大模型平台及应用市场份额中市占率第一，达 19.9%，商汤科技以 16.0% 市场份额居于其后。基于当前大模型实际实现的能力仍然较低，各大厂商重点关注核心仍在不断提升底座模型能力阶段，预计未来 2-3 年，AI 应用市场的产业格局仍将会发生多轮巨变，各大落地场景存在巨大待挖掘产品创新及技术突破空间，我们预

计有能力在多模态领域取得进一步突破并与产业落地进行创新结合的厂商将有望持续获得份额。

图 28: IDC: 中国大模型平台及应用市场份额概况, 2023



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

## 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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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士。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。