

AI 主题研究

模型调用成本下降，应用生态有望逐步繁荣

调用成本更低且更好用的开源大模型的出现降低了 B 端软件甚至大模型的开发门槛，更多中小开发者基于前沿模型二次开发或有望推动软件生态繁荣。对于 AI 应用市场的玩家而言，如何找到优质的细分应用领域和场景、并通过不同 API 的组合调用来开发出优秀的 AI 应用满足用户需求或逐步成为市场的关注重点。我们对生成式 AI 目前在中国及全球不同行业的应用场景及对应的潜在市场规模进行了匡算，认为在线广告、搜索、CRM、办公协同、开发编程等领域或有望享有相对更高的 AI 贡献率及相对更快的 AI 营收贡献起量速度，电商零售、在线广告、旅游、游戏、医疗、金融、教育、工业制造等行业将享有相较其他行业更大的潜在变现规模。从股票推荐的维度而言，互联网及软件板块我们主要看好三类公司：AI 云公司、具有成熟 AI 应用产品的公司、AI 能够较好赋能主业的公司，同时在基础设施端我们仍看好算力产业链、端侧产业链、晶圆代工厂等细分板块的投资机会。

■ **AI 算法效率优化推动大模型使用成本进一步下降。**我们认为，DeepSeek 案例证明通过优化模型架构和训练算法，训练和推理过程中的计算资源消耗可以进一步降低，大模型使用成本也有望进一步下探。从近期行业发展趋势来看，DeepSeek 爆火后，1) 国内外主流基础云服务厂商均第一时间宣布上线 DeepSeek 旗下的最新模型，DeepSeek 模型在线 API 调用量的提升或利好基础云服务厂商 AI 相关云服务的营收增长；2) 头部大模型厂商逐步开启对其现有大模型的降价、以应对竞争并维持市场份额。我们预期行业的未来发展将会沿着两条路径进行：1) 在真正的通用型人工智能（AGI）尚未出现之前，持续加大对新一代大模型的算力投入进行前沿探索；2) 对现有的大模型进行持续优化、降低使用成本，这将有助于推动 AI 应用的逐步繁荣，此外，进行端侧 AI 领域的进一步探索，或有望助推“AI+硬件”的体验提升。

■ **AI 基础设施投资机会：**我们认为 DeepSeek 的出现并不会降低算力的需求，反而会因资源使用成本的降低，带来使用量的大幅增长（贾维斯悖论）。我们看好：1) 算力产业链，即算力芯片的设计和制造、存储、网络连接等。受益标的包括中际旭创、生益科技、北方华创等。2) 端侧产业链，如消费电子的升级换代带来芯片需求的提升、换机时间的缩短，受益标的包括中兴通讯、韦尔股份、卓胜微、生益科技、深南电路。3) 晶圆代工厂，如中芯国际、华虹半导体。4) 自动驾驶、具身智能的发展会因 AI 而加速，利好自动驾驶芯片、CIS 图像传感器，受益标的包括韦尔股份等。

■ **AI 应用市场梳理及潜在规模测算。**我们认为：1) 生成式 AI 及大模型的主要行业赋能逻辑集中于增量需求创造及现有成本替代两方面，其中增量的需求创造来自对用户需求更精准的理解和更智能的匹配、以及基于出色的数据处理能力提供更有效的数据洞察；2) 从中长期 AI 贡献率的角度来看，我们认为在线广告、CRM 及部分应用软件、办公协同领域或有望享有相对更高的 AI 贡献率及相对更快的 AI 营收贡献起量速度，主因 AI 赋能的效果更清晰可量化、更容易推动使用者的付费决策流程；3) 从 AI 应用规模来看，我们认为电商零售、在线广告、旅游、医疗健康等行业将享有相较其

优于大市
(维持)

AI 主题研究

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

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

张元圣
kevinzhang@cmbi.com.hk

马泽慧
joannama@cmbi.com.hk

马毓泽
nikama@cmbi.com.hk

相关报告：

[软件 & IT 服务 - 海外公司梳理：拆解盈利增长前景及估值提升空间 - 7 Jan](#)

[半导体 - 2025 展望：AI 热潮将延续 - 17 Dec](#)

[软件 & IT 服务 - 2025 展望：关注 AI 应用营收起量趋势 - 12 Dec](#)

[互联网 - 2025 展望：逆风前行，但可以有更多期待 - 12 Dec](#)

他行业更大的潜在变现规模，主因行业规模较大，且有较为广泛的成本替代需求。

- **关注 AI 应用投资机会。**2025 年有望成为 AI 应用及商业化发展的关键年，得益于：1) 模型训练以及 API 调用成本持续下降；2) 开源模型与闭源模型的差距进一步收窄，降低模型部署及调用门槛；3) 软件及互联网公司自 2023 年以来对于 AI 产品应用的研发与优化，多款产品已逐渐成熟并形成一定用户量级。互联网及软件板块中我们主要看好三类公司：AI 云公司（例如微软、亚马逊、阿里巴巴，受益于 AI 应用发展带来的算力需求提升）、具有成熟 AI 应用产品的公司（例如 Salesforce、ServiceNow，2025 年 AI 产品商业化有望提速）、AI 能够较好赋能主业的公司（例如 Meta、Google、腾讯，AI 应用推动业务降本增效或需求增长）。

目录

大模型：使用成本持续下降或助推 AI 应用生态繁荣 4

近期大模型发展趋势：AI 算法效率优化推动大模型使用成本进一步下降.....4

公有云：美国增长面临短期扰动，中国加速趋势或有望持续 6

海外云计算厂商业绩观察：云营收增长面临短期扰动.....6

云计算硬件市场：仍坚定扩大资本开支规模以满足增量未被满足的需求.....8

AI 应用场景梳理及潜在市场空间测算.....10

AI+ 电商/本地生活：用户体验进一步提升，助力商户降本增效.....11

AI+ 广告：提升广告投放效率与 ROI13

AI+ 旅游：智能行程规划前景可期13

AI+ 搜索：提升用户体验，创造增量变现机会14

AI+CRM：替代重复性流程，推动企业降本增效15

AI+ 企业管理：管理助手助力企业智能决策及流程提效.....16

AI+ 游戏：提高游戏研发效率及用户体验17

AI+ 教育：提升教育体验及效率.....18

AI+ 医疗：助力诊疗精准度提升，提高医疗体系效率19

AI+ 办公/协作：全面提升生产效率，助力企业降本增效.....21

AI+ 编程：提升软件开发效率与质量.....22

AI+ 创意：提升创意生产效率，赋能多场景.....23

AI+ 金融：助力业务提效和服务个性化提升.....24

AI+ 制造：推动制造业降本增效.....25

重点推荐.....27

大模型：使用成本持续下降或助推 AI 应用生态繁荣

我们此前在年度策略[报告](#)中指出“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，大模型使用成本持续下降或有望助推 AI 应用生态繁荣”，近期行业发展趋势验证了我们此前的观点。从引发关注的 DeepSeek 的启示来看，我们认为其本质是对 AI 算法的效率优化，而未来大模型竞争中，除了算力端军备竞赛持续外，行业整体对算法效率优化的关注或将明显提升。展望行业发展趋势，我们认为，调用成本更低且更好用的开源大模型的出现降低了 B 端软件甚至大模型的开发门槛，更多中小开发者可以基于前沿模型二次开发，未来有望推动软件生态进一步繁荣。对于 AI 应用市场的玩家而言，如何找到优质的细分应用领域和场景、并通过不同 API 的组合调用来开发出优秀的 AI 应用满足用户需求或逐步成为市场的关注重点。

近期大模型发展趋势：AI 算法效率优化推动大模型使用成本进一步下降

我们认为，DeepSeek 案例证明通过优化模型架构和训练算法支撑下训练和推理过程中的计算资源消耗可以降低、大模型使用成本也有望进一步下探。从近期行业发展趋势来看，DeepSeek 爆火后，1) 国内外主流基础云服务厂商均第一时间宣布上线 DeepSeek 旗下的最新模型，DeepSeek 模型在线 API 调用量的提升或有望利好基础云服务厂商 AI 相关云服务的营收增长；2) 头部大模型厂商逐步开启对其现有多模态大模型的降价、以应对竞争并维持市场份额。我们预期行业的未来发展将会沿着两条路径进行：1) 在真正的通用型人工智能（AGI）尚未出现之前，持续加大对新一代大模型的算力投入进行前沿探索；2) 对现有的大模型进行持续优化、降低使用成本，这将有助于推动 AI 应用的逐步繁荣，此外，进行端侧 AI 领域的进一步探索，或有望助推“AI+硬件”的体验提升。

我们注意到，在 DeepSeek 爆火后，部分代表性基础云服务厂商已经第一时间宣布上线的 DeepSeek 大模型，且部分厂商已经对其自身多模态大模型降价以维持竞争力和市占，如阿里云百炼 qwen-max 系列模型已于 1 月 30 日宣布降价。

图 1：DeepSeek 及各厂商调用价格对比

厂商	调用平台	上线模型	调用价格	
			R1 调用价格	v3 调用价格
DeepSeek	/	DeepSeek-R1	输入: 4 元/1M tokens	输入: 2 元/1M tokens
		DeepSeek-v3	输出: 16 元/1M tokens	输出: 8 元/1M tokens
微软	Azure AI Foundry	DeepSeek-R1	未公布	/
AWS	Amazon Bedrock & Amazon SageMaker AI	DeepSeek-R1	支付基于所选推理实例小时数的基础设施费用	/
		DeepSeek-v3		
百度智能云	千帆大模型平台	DeepSeek-R1	输入: 2 元/1M tokens	输入: 0.8 元/1M tokens
		DeepSeek-v3	输出: 8 元/1M tokens	输出: 1.6 元/1M tokens
华为云-硅基流动	硅基流动	DeepSeek-R1	输入: 4 元/1M tokens	输入: 2 元/1M tokens
		DeepSeek-v3	输出: 16 元/1M tokens	输出: 8 元/1M tokens
阿里云	阿里云 PAI	DeepSeek-R1	限时免费 1000 万 Tokens	
		DeepSeek-v3		
腾讯云	腾讯云 HAI	DeepSeek-R1	未公布	/

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

此外，百度、腾讯、华为等厂商也通过限时免费或大幅折扣的优惠政策，进一步降低了用户的使用成本以应对行业的竞争。例如，百度智能云的文心一言 ERNIE-Speed-8K 和腾讯的混元大模型 hunyuan-lite 均提供了免费调用服务，而阿里云、字节跳动等厂商的定价也不断下探。

图 2：主要模型 API 调用价格梳理

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-vl-plus	0.00075		0.00225
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	Abab6.5s-chat	限时免费		限时免费
智谱	GLM-4-Flash	0.1		0.1
Mistral	Mistral 7B	1.83		1.83
Replicate	meta/llama-2-7b	0.37		1.83
Claude	Claude 3.5 Sonnet	21.9		109.5
Google	Gemini 1.0 Pro	免费		免费
OpenAI	GPT-4o-mini	1.1		4.4
大参数				
厂商	模型名称	输入价格（元/1M tokens）		输出价格（元/1M tokens）
DeepSeek	DeepSeek-V3	2.0		8.0
阿里云	通义千问 Qwen-max	2.4		9.6
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	限时免费		限时免费
智谱	GLM-4	100.0		100.0
Mistral	Mistral Large	58.4		175.2
Replicate	Meta/llama-2-70b	4.7		20.1
Claude	Claude 3 Opus	109.5		547.5
Google	Gemini 1.5 Pro	免费		免费
OpenAI	GPT-4o	18.3		73.0

资料来源：公司资料、招银国际环球市场
注：1) 人民币兑美元汇率换算假设为 RMB:USD=7.3:1；2) 数据更新截至 2025 年 2 月 12 日

展望行业发展趋势，我们认为，大模型调用成本持续下探、更多高质量开源大模型持续推出将有助于推动软件生态进一步繁荣。而对于 AI 应用市场的参与者而言，如何找到优质的细分应用领域和场景、并通过不同 API 的组合调用来开发出优秀的 AI 应用满足用户需求或逐步成为市场的关注重点，而在这个趋势下，对应的投资机会也会应运而生。

公有云：美国增长面临短期扰动，中国加速趋势或有望持续

2024 年前三季度，尽管存在季度间波动及业务调整的一次性影响，中美基础设施云厂商云营收整体稳健增长，且伴随 AI GPU 云起量，营收增速呈现逐季回暖的趋势。而就 4Q24 最新季报展现出的趋势来看，美国云厂商云业务营收增速或在高位面临短期扰动，而中国云厂商在较低增速的情况下受益于 AI 云需求起量加速趋势进一步增强。

海外基础设施云厂商（微软、亚马逊、谷歌；下同）云营收增速 4Q 环比 3Q 基本持平或有所降速，弱于市场此前预期的环比进一步加速的趋势，主因：1）供给短缺趋势仍延续，预计 2H25 起有望缓解；2）高基数效应；3）在美国整体 IT 支出增长展望较为缓和的情况下，企业在 AI 云支出及非 AI 云支出之间有进一步平衡的需求，此趋势或值得持续观察。

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。展望来看，我们认为基础设施云厂商仍是 AI 浪潮中的结构性受益玩家，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。

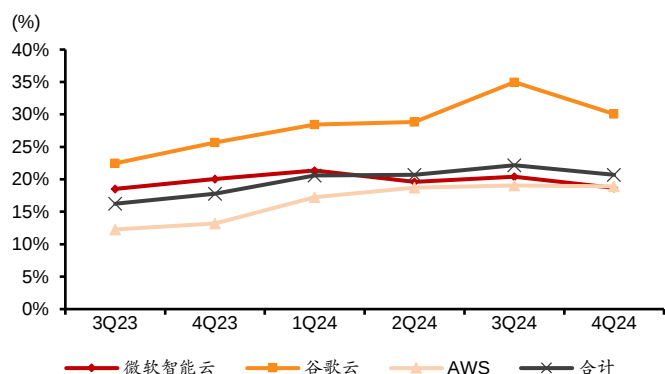
此外，我们观察到美国公有云市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在海外互联网公司的云业务利润率展望层面，短期来看 AI 云整体仍处于投资期，且传统非 AI 云业务已经形成较为良好的规模效应，利润率相对较低的 AI 云营收占比持续提升或将对整体云业务的利润率带来负向影响；而在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平由低位持续提升，并有望在中长期与海外互联网公司的云业务利润率对标。

海外云计算厂商业绩观察：云营收增长面临短期扰动

4Q24 海外基础设施云厂商云业务营收合计同比增长 20.7%，相较 4Q23 的 17.8% 加速，主因企业云开支优化周期基本结束及 AI GPU 云营收贡献持续起量，而增速相较 3Q24 的 22.2% 有所放缓，主因：1）供给受限情况仍存在；2）4Q23 AI 部署相对较多为谷歌云带来高基数效应；3）企业短期在 AI 云支出和非 AI 云支出之间寻求平衡。展望来看，我们预期美国主要互联网公司营收增速或将在未来一到两个季度维持相对稳定的水平，AI 相关的云的需求起量仍是重要支撑，而供给受限及非 AI 云支出寻求平衡或为短期拖累因素。

微软：人工智能云业务收入持续强劲增长，非人工智能部分出现短期扰动。2QFY25（财年结于 6 月）智能云部门季度营收同比增长 19% 至 255 亿美元（占总营收的 37%），该业务分部内的 Azure 及其他云服务营收同比增长 31%（1QFY25: 33%），均处于此前指引区间下限。尽管人工智能服务收入增长势头依然强劲，对 Azure 增长的贡献达 13 ppts（2QFY24: 9 ppts; 1QFY25: 12 ppts），但管理层指出非人工智能服务存在一些短期扰动，因其正在平衡非人工智能业务的短期云服务消耗与人工智能业务的增长。由于这一扰动，管理层指引 3QFY25 智能云 / Azure 按固定汇率计算的营收同比增长 19-20%/31-32%，同比增长趋势环比基本持平，略低于我们此前预期的 2025 财年下半年加速增长趋势。利润率层面，人工智能相关基础设施的大规模投资对智能云业务部门的运营利润率带来短期压力，2QFY25 智能云分部运营利润率同比下降 1.9ppts 至 42.5%。

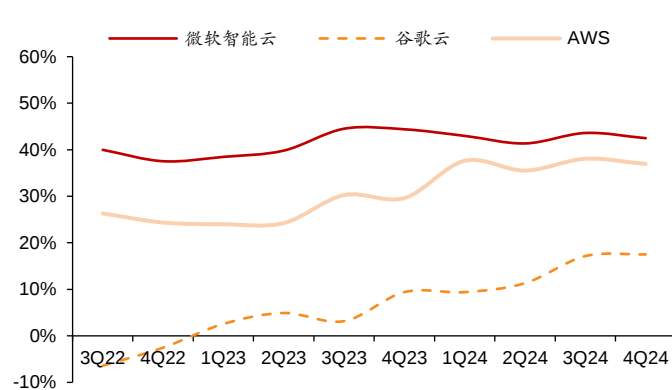
图 3: 美国主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

注：微软使用智能云板块整体营收（包含 Azure 及其他服务及企业和合作伙伴服务等细分业务单元）进行对比

图 4: 美国主要互联网公司云业务经营利润率水平

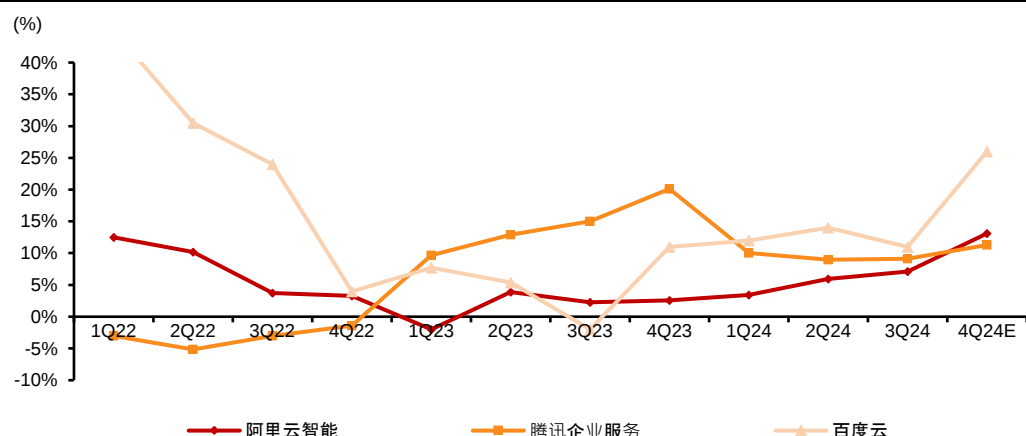


资料来源：公司资料、招银国际环球市场

谷歌：受供给限制拖累，云业务同比增速环比下降。4Q24 谷歌云营收同比增长 30% 至 120 亿美元（3Q24/2Q24：+35%/29% YoY）。管理层将增速放缓归因于 4Q23 的高基数，以及算力端的供应瓶颈。2024 年企业 AI 平台 Vertex AI 的客户数量增长 5 倍，使用量增长 20 倍。因此谷歌将继续加大投资以提升 AI 算力，满足不断增长的需求；但管理层也预计 2025 年云业务收入增长将受算力部署时点的影响有一定波动。无人驾驶服务 Waymo 目前周均已完成超 15 万次行程，公司计划 2025 年在奥斯丁及亚特兰大退出服务。利润率层面，受益于规模效应驱动，谷歌云 4Q24 经营利润率为 17.5%（4Q23：9.4%；3Q24：17.1%），同比环比均有所提升。

亚马逊：云业务利润率扩张速度仍优于市场预期，但因增量投资 2025 年扩张速度或放缓。4Q24 AWS 实现营收 288 亿美元，同比增长 18.9%（4Q23：13.2%；3Q24：19.1%），与市场预期相符。4Q24 AWS 部门的经营利润为 106 亿美元，比市场预期高出 5%，经营利润率达 36.9%（4Q23：29.6%；3Q24：38.1%）。我们认为，利润率提升仍得益于服务器预计使用寿命的调整（同比产生约 2 个百分点的积极影响）以及稳健营收增长带来的运营杠杆释放，但部分被与人工智能相关的增量投资所抵消。管理层重申，供应限制依然存在，目前预计 2025 年下半年有所缓解。

图 5：中国主要互联网公司云营收增长及预测



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

注：1) 腾讯企业服务营收增速为招银国际环球市场估算；2) 阿里云智能及百度云营收增速数据为公司披露数据。

中国互联网公司的云业务发展方面，得益于业务调整的结束及 AI GPU 云的起量，2024 年中国云厂商的营收增长仍处于重新加速的状态，得益于推理需求持续起量、GPU 云向传统 CPU 云的交叉销售。我们预计中国龙头互联网公司 2025 年云业务的营收增速均有望相较 2024 年进一步加速：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；4Q24 阿里云智能集团的分部收入为 317 亿元人民币，同比增长 13%，较市场一致预期高 3%，主因人工智能推理相关的 GPU 云服务需求增长速度快于预期；云智能集团调整后 EBITA 利润率为 9.9%，同比扩张 1.5ppts，主因运营效率提升驱动；2 月 24 日，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和，以进一步满足业务发展需求；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 10-20%；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 3Q24 受到业务短期调整影响，但受益于 AI GPU 云的需求起量，2024 年百度云业务营收同比增速仍将重新加速至 17%，其中 4Q24 单季度同比增长 26% (4Q23:11%; 3Q24:11%)；持续受益于 GPU 云营收持续起量及向 CPU 云交叉销售，我们预计百度云营收 2025 年将同比增长 26%。

云计算硬件市场：仍坚定扩大资本开支规模以满足增量未被满足的需求

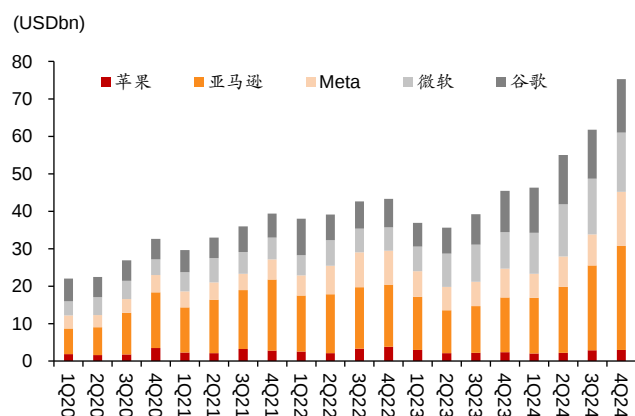
我们统计了头部的云计算厂商资本开支及同比增速情况。样本中美国公司涵盖：亚马逊、微软、谷歌、Meta、苹果，中国公司涵盖：阿里巴巴、腾讯、百度。整体而言，因持续投资前沿大模型的研发探索，及观察到旺盛的云服务需求仍不能被现有基础设施完全满足而继续加大投资，海外头部云计算厂商 4Q24 资本开支继续超出市场预期，且根据指引来看，强势的支出需求或将在 2025 年延续。整体而言，美国云板块的市场关注重点或已从仅关注云业务的增速转移至同时关注营收和利润增长，而对于中国市场而言，因 AI 发展的阶段性

差异及经济周期差异，推理需求或仍处于快于增长的初期，市场的阶段性关注重点或仍将暂时集中于云业务的营收增速。

4Q24 海外龙头云厂商资本开支达到 753 亿美元，同比增长 66%（4Q23: 4.9%；3Q24: 58%）。其中：1）微软：2QFY25 资本支出（含融资租赁）为 226 亿美元（1QFY25: 200 亿美元；2QFY24: 115 亿美元），同比增长 97%，管理层指引 3-4QFY25 资本支出水平将与 2QFY25 相近，对应 FY25 全年宽口径 Capex（包含融资租赁）将接近 880 亿美元，同比增长 58%；2）谷歌：管理层预计 2025 年资本支出将达到 750 亿美元（同比增长 43%），主要用于服务器、数据中心和网络投入；3）Meta：管理层预计 2025 年资本支出将同比增长 53-66%达到 600-650 亿美元；4）亚马逊：4Q24 现金资本支出加上融资租赁额为 263 亿美元，管理层预计 2025 年季度资本支出将与 4Q24 支出水平相若（这意味着年化支出或将超过 1000 亿美元）。

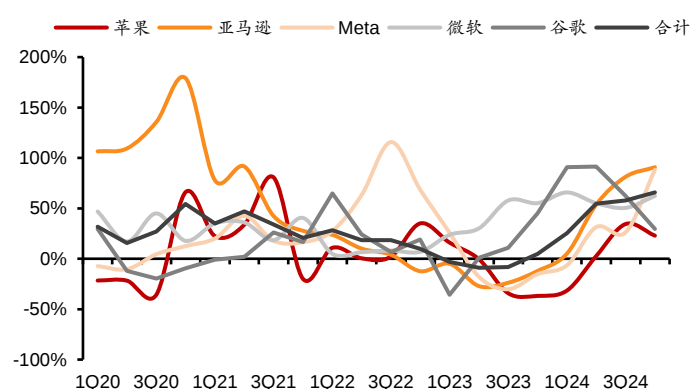
但整体而言，我们观察到美国云板块市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度已转移至同时关注营收与利润增长，印证我们此前展望报告中提及的观点。市场已经对过快的 capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。而对于中国市场而言，因 AI 发展的阶段性差异及经济周期差异，推理需求或仍处于快速增长的初期，头部互联网公司或仍处于提升 Capex 预算的早期以对快速增长的云需求进行进一步的布局，市场的阶段性关注重点或仍将暂时集中于云业务的营收增速。

图 6：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 7：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

AI 应用场景梳理及潜在市场空间测算

我们对生成式 AI 目前在中国及全球不同行业的应用场景及对应的潜在市场规模进行了大致匡算，概括而言，我们认为：1) 生成式 AI 及大模型的主要行业赋能逻辑集中于增量需求创造及现有成本替代两方面；其中增量的需求创造来自对用户需求更精准的理解和更智能的匹配、以及基于出色的数据处理能力提供更有效的数据洞察；2) 从中长期 AI 贡献率的角度来看，我们认为在线广告、CRM 及部分应用软件、办公协同领域或有望享有相对更高的 AI 贡献率及相对更快的 AI 营收贡献起量速度，主因 AI 赋能的效果更清晰可量化、更容易推动使用者的付费决策流程；3) 从 AI 应用规模来看，我们认为电商零售、在线广告、旅游等行业将享有相较其他行业更大的潜在变现规模，主因行业规模较大，且有较为广泛的成本替代需求。

图 8：全球&中国：AI 应用市场规模测算

场景	赋能逻辑	头部公司及应用	全球 (亿美元)			中国 (亿美元)		
			市场规模 (2024)	AI 贡献率 (长期)	AI 应用规模 (长期)	市场规模 (2024)	AI 贡献率 (长期)	AI 应用规模 (长期)
电商零售	增量需求+成本替代	阿里巴巴：淘宝星辰； 京东：言犀数字人	63,300	3%	1,899	21,559	3%	647
在线广告	增量需求+成本替代	Meta: Advantage+ Google: Demand Gen AppLovin: AXON 2.0	7,565	20%	1,513	1,628	15%	244
旅游	成本替代为主	携程：智能客服、AI 旅行助手 TripGen	20,000	3%	600	7,986	3%	240
搜索	增量需求为主	Google: AI Overview 百度：文心一言智能体	2,975	10%	298	129	10%	13
CRM	成本替代为主	Salesforce: Agentforce 腾讯：腾讯企点 AI 助手	652	33%	215	35	25%	9
游戏	成本替代为主	腾讯：AI 游戏引擎 GiiNEX 网易：逆水寒 AI 大模型竞技场	1,914	9%	172	452	9%	41
在线教育	增量需求为主	Duolingo: Video Call with Lily 有道：子曰-o1	2,038	7%	143	406	7%	28
数字健康	增量需求+成本替代	京东健康：AI 京医 阿里健康：AI 智能导诊	3,355	3%	101	1,296	3%	39
制造	成本替代为主	Palantir: Warp Speed 用友网络: U9 Cloud	162,866	0%	86	50,000	0%	20
办公协同	增量需求+成本替代	微软：Microsoft 365 Copilot 金山办公：WPS AI	189	20%	38	51	20%	10
合计			5,064			1,290		

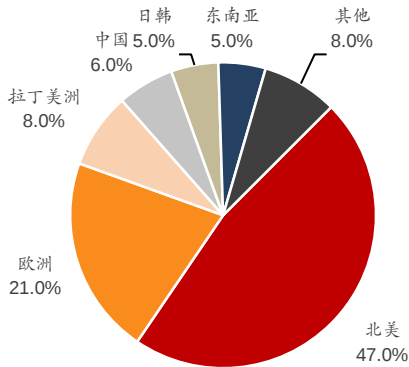
资料来源：国家统计局，国家文旅部，艾瑞咨询，eMarketer，Gartner，Statista，游戏工委，弗若斯特沙利文，世界银行，Precedence Research，Business Research Insight，艾媒咨询，PCG，招银国际环球市场估算

注：不同行业的中长期 AI 贡献率假设估算逻辑如下：1) 在线广告：通过成本节约+提升转化率以驱动 ROAS (return on ad spend, 广告支出回报率) 提升，假设长期 ROAS 提升 15-20%，ROAS 提升为广告主带来增量收入，广告主销售费用率不变的情况下将产生增量广告投放；2) 在线游戏：按照游戏程序开发&美术成本占游戏市场收入约 30%计算，AI 假设替代游戏程序开发&美术 30%的成本；3) 在线搜索：通过更优质的搜索结果&更多场景覆盖创造增量搜索问询，同时维持相对稳定的商业化水平；4) CRM：前台销售/后台客服占比 35/65%，分别假设 20%/40%的成本替代比率；国内相对较低的替代率反映较低的人力成本&软件付费意愿；5) 电商：假设客服及部分营销成本合计占比营收 10%，AI 可替代 30%的成本；6) 旅游：假设客服及部分营销成本合计占比营收 10%，AI 可替代 30%的成本；7) 其余行业基于三方数据及估算得出。

基于目前 AI 应用的发展趋势来看，更多的 Gen-AI 应用场景为赋能原有 App 及软件的用户体验提升及 B 端的降本增效，而独立的 AI 应用仍集中于四个类型：AI 聊天与助手、AI 图像与视频编辑、AI 生产力工具、AI 视觉与艺术。据我们统计，Sensor Tower 8M24 全球 AI 应用下载榜中，AI 聊天与助手占据其中的 14 席，AI 图像与视频编辑相关 App 占据 10 席，较

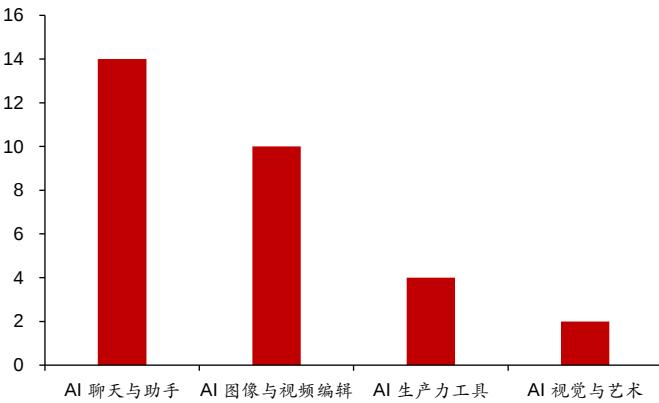
大幅领先其他的应用场景。从 AI 应用收入按地区划分的市场份额来看，北美、欧洲、拉丁美洲、中国占据前四的位置，市场份额分别为 47%、21%、8%、6%。

图 9: 2024 年 1-8 月全球收入前 50 AI 应用收入市场份额 (按地区分拆)



资料来源: Sensor Tower, 招银国际环球市场

图 10: 8M24 全球 AI 应用下载榜 Top30 分类别数量统计



资料来源: Sensor Tower, 招银国际环球市场

AI+ 电商/本地生活: 用户体验进一步提升, 助力商户降本增效

AI 在电商平台的落地应用主要包括智能选品、AI 导购、智能营销、智能客服和 AI 数字人直播等，有助于助力商户端的降本增效和用户体验的进一步提升。

阿里巴巴: 阿里巴巴技术团队推出的“LMA 大模型技术”主动为商家理解消费需求、自动锁定高度匹配的 TA 人群，且其首提生成式自动出价模型 AIGB 并实现大规模商业化落地，推出商用级图生视频 AI Native 应用——淘宝星辰·图生视频，目前已对淘宝天猫商家开放使用。截至 2025 年 1 月，阿里妈妈技术团队已经开发出智能生成文、图、视频等一系列“AI 智能创作全家桶”，集合在万相营造（原万相实验室）产品之中，可以帮助商家 30 秒批量生成图片素材，0 成本适配虚拟模特，智能视频创意可以完成直播剪辑、模版剪辑、多视频混拼、动效生成等，加上此次推出的图生视频 AI 工具，将大幅降低商家制作成本，助力商家更好更智能的经营。

图 11: 阿里妈妈: 淘宝星辰·图生视频



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

京东：京东云对京东的智能体实践总结出五大智能体核心场景（协同办公、专业助手、客户服务、营销推广、数据分析），力求在覆盖企业核心需求的同时最大化发挥智能体价值。结合智能体应用，京东云智能客服能够 7×24 小时在线，实时解决用户需求，独立解决 90% 以上的问题。在营销推广上，智能体能够通过 AIGC 技术快速生成高质量的营销文案和商品场景图，内容制作效率提升高达 90% 以上；京东云言犀数字人直播依托智能体可以自动生成直播脚本，已覆盖 7500 个直播间，带货 GMV 总量超百亿，显著提升品牌商家的营销效果。

图 12: 京东：智能体的主要应用实践



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在本地生活行业，AI 的赋能和应用集中在营销推广、客户服务、运营管理、个性化推荐、评价与反馈分析等多个方面。营销推广方面，AI 可以赋能智能内容创作及助力商家精准营销；客户服务方面，AI 可以协助打造智能客服、同时充当智能语音助手的角色；运营管理方面，依托大数据和 AI 算法，AI 可以赋能智能选址、库存管理、及供应链优化。同时，在售后环节，AI 还可以通过自然语言处理技术对用户的评价和反馈进行分析，从而帮助商家改进服务和产品质量。举例而言，据亿邦动力网，美团大众点评正在内测一款名为“点仔”的 AI 智能工具，该工具集“找店帮手”、“菜品搭配”、“景点伴游”等功能于一身，用户只需输入特定需求后，AI 便会基于用户评价自动生成回答，帮助用户找到喜欢的餐厅、精选美味菜品，并解答各类餐饮相关问题。

AI+广告：提升广告投放效率与 ROI

广告营销是率先落地 AI 的场景之一，AI 从多方面赋能广告营销：1) AI 自动化广告投放，自动生成广告素材并选取目标受众，降低广告投放门槛以及成本，典型产品例如 Meta 的 Advantage+ 以及 Alphabet 的 Demand Gen；2) AI 加强对于用户行为和互动数据的分析，实时生成动态用户画像并预测用户行为以实现精准营销，提升广告转化率及 ROI，创造增量广告需求，典型产品例如 AppLovin 的 AXON 2.0。

Meta: 4Q24 Meta Advantage+ 广告产品年化营收已超 200 亿美元，同比增长 70%。目前有超 400 万广告主至少使用 Meta 的一种生成式 AI 广告创意工具，对比 2024 年 9 月仅 100 万。此外，Meta 在 2H24 与英伟达合作推出了 Andromeda 机器学习系统，使 Meta 能够更好地实现个性化广告展示，Andromeda 在测试中推动广告质量提升 8%。

Alphabet: 4Q24 谷歌广告客户持续加大对于 AI 工具的使用，例如 Petco 在精准营销、创意生成和出价等方面使用 Demand Gen 产品，以在 YouTube 平台上找到新受众群体，与其他社交媒体上基准数据对比，其广告 ROI 提高 275%，点击率提高了 74%；Event Ticket Center 使用 Pmax 中素材生成功能，其创意素材产量提升五倍，广告转化率亦较此前手工制作素材时期相比提升 300%。

图 13: Meta: Advantage+ 应用广告与人工应用广告对比

	Advantage+ 应用广告	人工应用广告
输入	需要 15 个或更多输入	需要 40 个或更多输入
广告投放	◆ 一次广告投放 ◆ 多个广告组 ◆ 多个广告	◆ 一次广告投放 ◆ 多个广告组 ◆ 多个广告
广告投放设置	◆ 可以设置一个带有一个广告组和多个广告的一次广告投放 ◆ 简化设置，增加在竞价中的竞争力	◆ 可以设置一个带有多个广告组和多个广告的广告投放
创意生成	支持通过创意探索进行批量广告创建	手动测试创意组合
目标受众定位	◆ 仅应用商店、国家/地区、语言 ◆ 对国家/地区、最低年龄和自定义受众排除采用应用级别限制	◆ 性别、年龄、城市、邮政编码 ◆ 关系状态、兴趣、自定义受众、类似受众以及应用推广目标中提供的其他定位选项
归因	自动归因设置，以动态选择最佳归因设置	仅手动归因设置

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+旅游：智能行程规划前景可期

AI 在旅游行业的应用主要集中在三个层面：1) 旅客服务层面：智能行程规划、个性化推荐、智能导览与解说、智能客服、内容创作；2) 助力企业运营方面：数据分析与洞察、智能营销与推广；3) 提升景区管理方面：流量监控与调度、环境检测与保护、设施管理与维护。

以携程举例，据携程旅游事业群 CTO 陈浩然在 2025 携程旅游全球合作伙伴大会上的讲话，在旅游行业，AI 可以帮助提高业务效率、降低运营成本，同时优化用户体验。针对用户曾经诟病的同质产品多、难找的痛点，携程通过 AI 算法对相似产品进行聚合，使用户平均选货时间降低 15%。此外，据携程机票事业部 CTO 左云飞与《财经》杂志的对谈中提及，生成式 AI 有望给 OTA 行业带来的变革主要集中在：1) 旅行作为一种服务，关键在于精准理

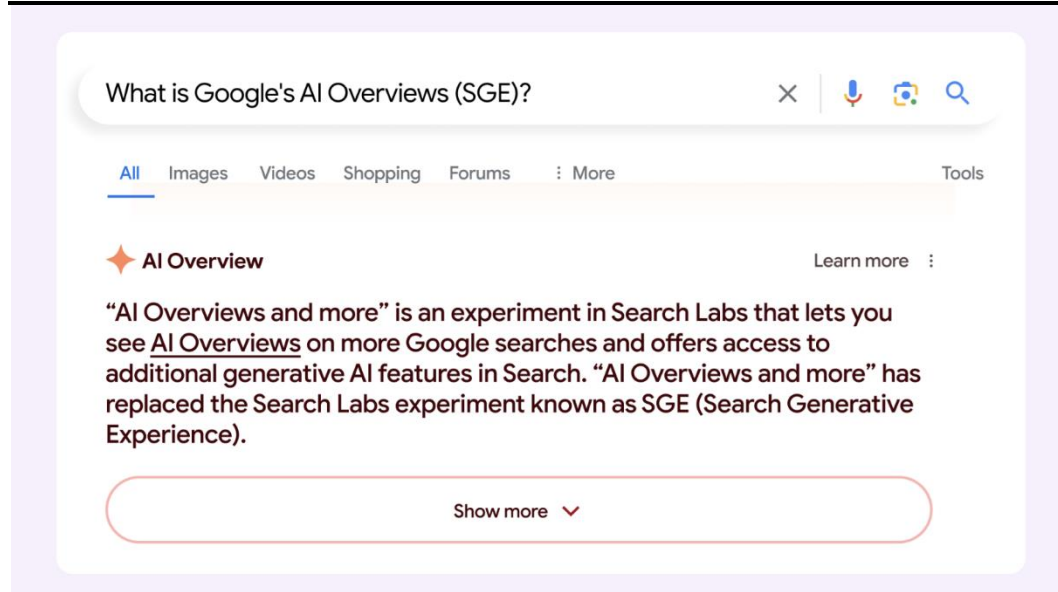
解并满足用户需求，生成式 AI 有望彻底颠覆现有的出行方式；2) 对 OTA 行业而言，生成式 AI 有助于提升 ToB 端客户质量，推动供应商对接等流程自动化，降低规则配置成本；3) 生成式 AI 在提升服务质量方面具有很大潜力，基于对用户服务需求深刻理解后的供应链整合和工作流整合有望助力更好的用户需求满足。

AI+搜索：提升用户体验，创造增量变现机会

AI 从多方面赋能搜索行业：1) AI 创造新的搜索场景，驱动搜索量增长，例如谷歌 Circle to Search 和 Lens 等搜索产品，用户可通过在屏幕上画圈或者手机拍摄等方式搜索相关内容；2) AI 提升搜索体验及用户满意度，AI 通过更好地理解用户的提示词以及搜索结果，呈现给用户更高质量的搜索结果，例如谷歌 AI Overviews。

谷歌：谷歌 AI Overviews（基于 Gemini 大模型及在线网页，为用户提供高质量的相关搜索信息）目前已在超 100 个国家推出，每月为超 10 亿用户提供服务；此外 Circle to Search（允许用户在安卓手机上通过画圈、加亮、涂鸦或点击等手势进行搜索）目前已在超过 2 亿台安卓设备上可用；Google Lens（将手机相机转变为视觉搜索工具）每月产生超 200 亿次视觉搜索问询，且大多数均为增量搜索需求。

图 14: 谷歌：AI Overview



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

百度：百度于 3Q24 季报披露，其文心大模型日均调用量达 15 亿次，文心一言用户规模达 4.3 亿，百度智能云千帆大模型平台已经帮助客户精调 3.3 万个大模型、开发 77 万个企业应用。截至 3Q24，文心智能体平台已经入驻 15 万家企业、入驻开发者 80 万，百度文库 AI 用户数累计超 2.3 亿，AI 功能累计使用次数超 28 亿。

腾讯：2025 年 2 月微信上线“AI 搜索”功能，接入 DeepSeek-R1 提供的“深度思考”服务，用户可使用 DeepSeek-R1 满血版模型进行搜索。AI 搜索功能有望提升微信用户搜索体验，驱动微信搜索的使用提升，在长期带来潜在变现机会。2023 年微信搜索 MAU 已超 8 亿，但搜索广告收入仅相当于百度搜索广告收入低单位数百分比，商业化水平仍有提升空间。

图 15: 腾讯: 微信 AI 搜索



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+CRM：替代重复性流程，推动企业降本增效

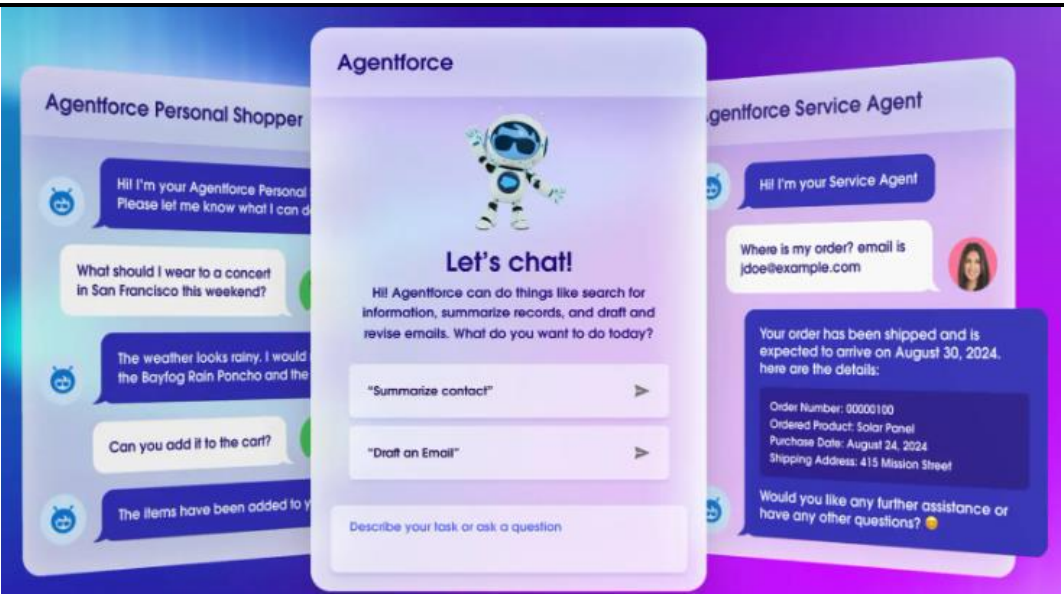
CRM 也是率先落地 AI 的场景之一，AI 从多方面赋能 CRM：1) 提升 CRM 流程效率，部分替代人工客服，例如 Salesforce 的 Agentforce 产品；2) 加强客户数据分析，提高客户洞察，拉动销售收入，例如 Salesforce 的 Einstein 1 Editions。

Salesforce：Salesforce 在 2024 年 10 月正式推出 Agentforce，该产品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。产品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。公司 3QFY25 新签订的 AI 相关订单数量同比增长超过三倍，达到 2000 笔，其中包括超 200 笔 Agentforce 订单。

腾讯：腾讯在 2024 年 5 月升级腾讯企点营销云 AI 助手，企点营销云 AI 助手提供零门槛对话式数据分析，覆盖数据查询绘图、智能归因、结论提取及报告生成、异常诊断及预警四大服务场景，帮助企业更好地理解和管理数据，为企业的决策提供支持。企点营销云 AI 助手可实现 3-7s 秒级指标查询及结论解读能力，问题识别准确率高达 88%+ 以上。

玄武云：玄武云基于自研 AI 平台，为消费品企业提供领先的 AI 技术服务和解决方案：1) 快消业务场景中，玄武云基于店头场景检测、价签 OCR 识别等 AI 技术，覆盖快消行业全场景，并孵化了“SKU 超级模型”“AI 翻拍侦探”等 AI 应用；2) 耐消业务场景中，智慧 U 客产品智慧小玄，结合 GPT 技术，在客户拜访、分析等场景提供支持，增强销售过程的智能化水平。

图 16: Salesforce: Agentforce 应用场景



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+企业管理：管理助手助力企业智能决策及流程提效

企业管理平台的 AI 落地代表方案为打造智能的 AI 管理助手，赋能企业的智能决策及流程提效。

金蝶：以金蝶为例，其借助 Gen-AI 能力为企业打造懂数据的 BOSS 助理，通过 AI 赋能日常经营、财务管理和供应链管理。财务方面的主要应用包括 AI 记账、财务 AI 助手、财务报告生成、智能申付、坏账风险预测与催收、动态现金流预测等应用。在供应链管理方面的主要应用包括供应链智能分析主题，订单风险预警、智能销售预测、合同智审、供应链风险智能监控等。

用友：用友于 2023 年 7 月推出业界首个企业服务大模型 YonGPT，将企业需求与通用大模型连接。截至 2025 年 1 月，用友已升级到 YonGPT 2.0，并发布了“YonMate 智友”、“YonKnow 友智库”两项重要的智能体，围绕企业的核心业务领域，如财务、人力、供应链、营销等，开发并部署了 100 多个 AI 应用。用友的 SaaS 产品 YonSuite，在企业的多个业务场景中嵌入 AI 服务赋能成长型企业实现创新变革。举例而言：1) 财务领域，YonSuite 的智能月结借助先进的 AI 技术，能够自动触发结账任务，并实时监测异常数据；2) 税务管理方面，面对固定资产加速折旧、研发费用加计扣除等复杂多变且专业性较强的税务政策，用友 YonSuite 能够通过 AI 技术，自动采集相关信息，并运用智能算法精准筛选符合政策要求的资产和项目，自动计算折旧与费用明细，一键生成规范的申报辅助表。

图 17: 用友: 通过智能体围绕企业核心业务领域开发部署 100+嵌入式 AI 应用



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+游戏：提高游戏研发效率及用户体验

AI 主要从两方面赋能游戏行业：1) 通过代码生成及游戏内容生成等 AI 应用，游戏公司能够较好提升研发环节各流程效率，例如腾讯自研 AI 游戏引擎 GiiNEX；2) 通过将 AI 智能体或实时生成的 AI 内容结合到游戏内容当中，游戏公司能够提升游戏用户体验，例如网易《逆水寒》游戏中的 AI 竞技场。

腾讯：腾讯 2024 年 3 月正式公布自研游戏全生命周期 AI 引擎 GiinEX。该引擎借助大模型等生成式 AI 技术，提供包括 3D 图形、动画、剧情、关卡以及音乐等多种 AIGC 能力，覆盖游戏全生命周期，帮助开发者们提升高品质内容生成效率。GiinEX 提供城市布局、建筑外观和室内映射三大 AI 工具，三大工具对游戏资产创作至少提效 40 倍以上。

网易：网易 2024 年 11 月上线 AI 大模型竞技场玩法，联合阿里、百度、MiniMax、月之暗面、字节跳动五家国内头部 AI 厂商推出基于大模型的 NPC，NPC 在游戏内会相互对话或与玩家进行对话，玩家根据对话内容对大模型 NPC 进行打分。逆水寒 AI 大模型竞技场上线 1 个月内，已经成为参与人数与有效投票数为全球第一的 AI 竞技场。

图 18: 腾讯 GiiNEX：覆盖游戏全生命周期 AI 引擎



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+教育：提升教育体验及效率

Duolingo: Duolingo 在 2024 年 9 月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。

有道: 网易有道 1 月 22 日正式推出国内首个输出分步式讲解的推理模型“子曰-o1”。作为 14B 轻量级单模型，子曰-o1 支持在消费级显卡上进行部署，采用思维链技术，能够提供细致解题过程。子曰-o1 已在网易有道旗下的 AI 全科学习助手“有道小 P”中落地应用。AI 产品驱动公司订阅服务较快增长，3Q24 订阅服务收入达 7000 万元，同比增长 150%。

图 19: 有道子曰-o1：模型能力评测

	k12-math(内部测试集)	MATH500	GAOKAO			
			客观题		主观题	
			Sci.Math	Hum. Math	Sci.Math	Hum. Math
GPT-4o	59.41	60.3*	77.57	85.32	55.92	62.63
o1-preview	/	85.5*	/	/	/	/
o1-mini	85.71	90.0*	96.73	98.62	73.61	81.79
QwQ-32B	83.17	90.6*	97.2	99.08	82.2	85.01
Sky-T1-32B-Preview	83.17	82.4*	97.2	97.25	76.66	76.51
Qwen2.5-14B-Instruct	65.35	76.2	83.64	89.45	53.66	62.47
Confucius-o1-14B	81.19	81.6	93.93	98.96	68.46	76.68

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

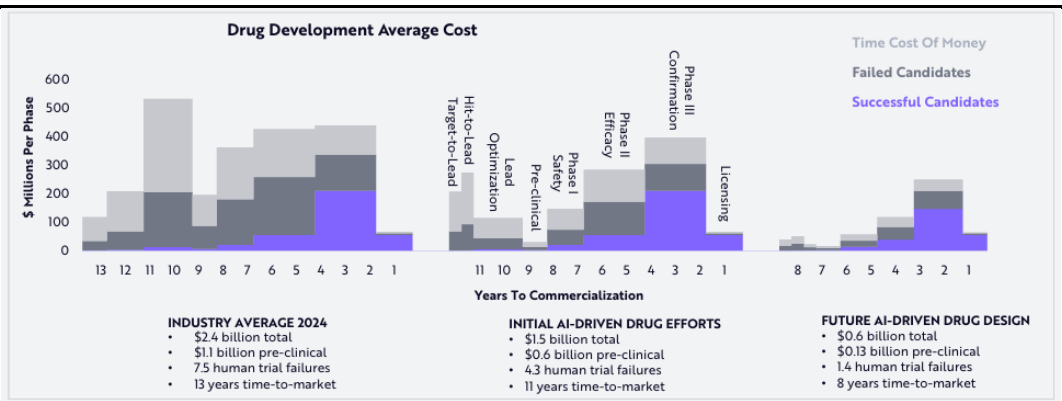
AI+医疗：助力诊疗精准度提升，提高医疗体系效率

AI 在医疗领域广泛应用，在药物发现、健康管理、疾病问诊、药房服务等多个环节发挥关键作用，可有助于提升医疗效率和精准度，以释放医疗资源，优化资源匹配效率：1) 药物发现：AI 能够快速完成药物分子组合筛选与推荐，大量减少实验数量，提高药物发现效率。2) 健康管理：AI 能够在诊断后进行智能随访，分析患者病历，持续监测患者健康，并提供用药指导，减轻医生工作量的同时提升患者满意度；3) 诊断治疗：AI 能够理解医疗问诊，协助医生进行诊断并推荐治疗方案，提高医疗准确性及效率；4) 药房服务：AI 帮助评估处方合理性，改善药物管理，更有效地利用医疗资源。

药物发现

AI 显著提升药物研发效率，根据 ARK Investment 测算，未来 AI 驱动的药物研发将推动医药产业平均药物研发时间由 13 年降低至 8 年（下降接近 40%），同时将平均药物研发成本由 24 亿美元降低至约 6 亿美元。

图 20: AI 加速药物研发



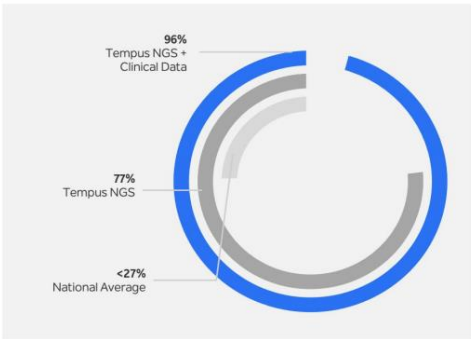
资料来源：ARK Investment，招银国际环球市场

诊断治疗

Tempus AI: Tempus AI 主要为医疗机构和生命科学公司提供 NGS 诊断（下一代测序诊断）、分子基因分型以及其他分子病理学检测服务。公司将 AI 功能融入其检测项目中，使其检测项目更加智能和定制化。Nature Bio 的研究表明，Tempus NGS+临床数据为靶向治疗和临床试验提供高达 96% 的匹配率，显著高于 Tempus NGS/行业均值的 77%/<27%。

图 21: Tempus AI: NGS 诊断

In a study published in *Nature Bio*, Tempus NGS + Clinical Data yielded higher match rates to targeted therapies and clinical trials.



We provide NGS diagnostics, molecular genotyping, and other anatomic and molecular pathology testing to healthcare providers, life sciences companies, and other researchers. Tempus embeds a variety of AI-enabled features into its tests making them smarter and more personalized:

- ✓ Contextualized results based on clinical, molecular and other relevant data modalities
- ✓ The ability to compare a patient against similar patients to personalize treatment
- ✓ Clinical trial matching that takes into consideration inclusion and exclusion criteria
- ✓ Numerous purely algorithmic insights to refine therapy selection

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

阿里健康：阿里健康在医鹿平台挂号首页的“AI 智能导诊”板块新增“体检报告解读”功能。用户在微信端或支付宝端上传体检报告，即可便捷获取结果分析和科室挂号推荐。此功能优势明显，将医生阅片时间从 25-30 分钟缩短为 30 秒并即时反馈，有效提升解读效率并同时减少人为误判，有效优化医疗资源，减轻医生负担的同时扩大服务范围并助力疾病预防。借助医疗交互式对话与 AI 技术，阿里健康缓解了患者求医难题，让线上问诊更便捷、专业。

图 22: 阿里健康 AI 智能导诊实例



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

健康管理

支付宝：2024 年 9 月支付宝推出 AI 健康管家，该产品基于蚂蚁自研的百灵大模型的多模态医疗大模型，推出寻医、问药、报告解读、医保政策解读等超 20 个智能体应用及超 30 项服务。支付宝 AI 健康管家能够围绕用户就医时诊前、诊中、诊后的所有流程和非就医场景的泛健康问题，给出一系列智能化的应用体验。

图 23: 支付宝：AI 健康管家



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+办公/协作：全面提升生产效率，助力企业降本增效

AI 在协作办公领域的应用正逐步重塑企业的工作方式，其核心价值在于提升效率、优化资源分配以及增强团队协同能力，其赋能方式包括智能文档处理和知识管理、智能会议助手、任务管理与自动化 workflows、智能沟通与协作、数据分析与决策支持、员工培训与技能提升等多方面。

Microsoft：Microsoft 365 Copilot 结合强大的大模型与海量数据到 Microsoft 365 应用程序中，协助用户释放创造力、提高生产力和提升各项技能。Copilot 通过嵌入到 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Teams 等 Microsoft 365 应用程序中，帮助用户大幅提高生产力、节约工作时间，如 PowerPoint 中的 Copilot 可仅通过简单提示，即可建立高质量且具备设计感的幻灯片，并支持从过往文件中导入相关内容至幻灯片中，而在 Excel 中的 Copilot 可以帮助用户在几秒钟内进行具备深度的趋势分析并创建专业的可视化数据，Word 中的“Ideas”工具可以自动生成文档摘要，并可以帮助用户进行文档缩短、重写及写作反馈等。

金山办公：WPS AI 是金山办公旗下基于大语言模型的人工智能办公助手，在 2023 年 11 月开启公测，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助理）、Insight（知识洞察）三个方向发展，帮助用户提高创作效率，优化数据处理，强化文档管理，全面提升生产力。面向个人用户，WPS AI 推出 4 个 WPS AI 办公助手，WPS AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手、AI 设计助手，打造更加差异化的个人办公体验。面向企业用户，金山办公推出 WPS AI 企业版，由 AI Hub（智能基座）、AI Docs（智能文档库）和 Copilot Pro（企业智慧助理）

三个核心组成，帮助组织级客户发展办公新质生产力，增强企业市场竞争力，服务于企业的降本增效。

图 24: 金山办公 WPS AI 四大 AI 办公助手



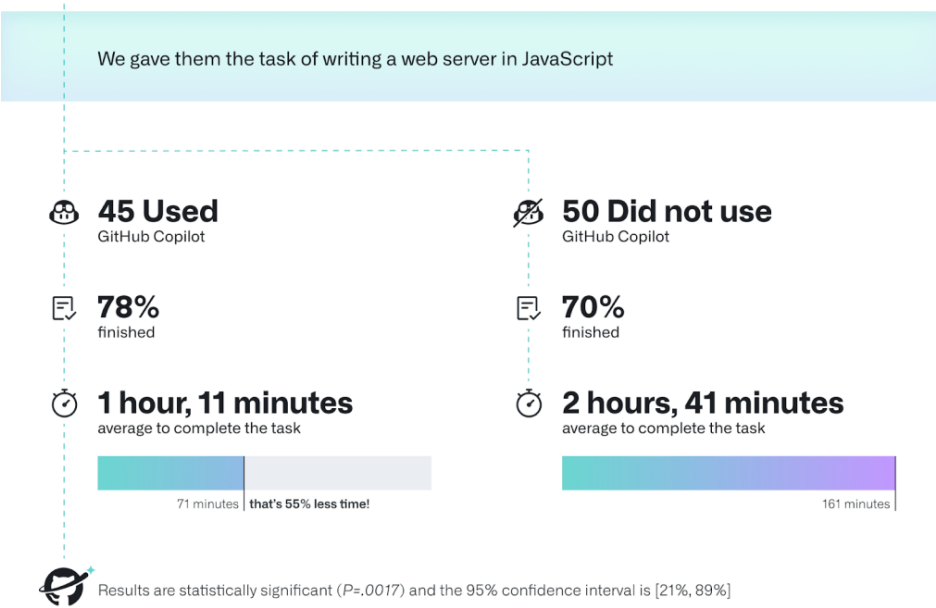
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+编程：提升软件开发效率与质量

AI 编程有望显著提升软件开发效率，AI 通过代码生成、代码补全、代码纠错等功能，能够有效提升代码生成效率与整体代码质量，协助开发者高效开发。

GitHub Copilot: GitHub Copilot 通过接入 GPT-4o 和 Claude 3.5 Sonnet 等领先大模型，为开发者提供上下文感知编程支持、辅助调试、接入领先的开源知识库等能力。据 GitHub 研究表明，开发者通过使用 GitHub Copilot，开发时间缩短了 55%，并且代码在可读性、可维护性以及正确率上均有所提升。

图 25: GitHub Copilot: 有效提升代码开发效率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+创意：提升创意生产效率，赋能多场景

AI 通过文生图/文生视频/图生视频大模型，有望显著提升创意产业效率，加快创意内容的生产，典型应用包括 Adobe 的 Firefly 模型及快手可灵模型。

Adobe: Adobe 在 2024 年 Adobe MAX 大会正式推出 Firefly 视频模型以及最新升级的图像模型。用户通过提示词即可生成视频，产品可以模拟各种风格，包括实景电影效果、3D 动画，以及定格动画。公司计划在 2025 年初推出价格更高的包含其视频模型的 AI 订阅产品，有望为客户创造额外价值并增加 ARPU。

快手: 快手 2024 年 12 月升级推出可灵 1.6 模型，在图生视频领域相较可灵 1.5 模型整体效果提升 195%。可灵 1.6 模型于 2025 年 1 月正式开放 API，提供更稳定且更低成本的广告视频素材及电影级画面素材生成。3Q24 可灵 AI 商业化单月流水已超 1000 万元，公司未来将基于可灵探索更多元化的变现模式，驱动可灵收入快速增长。

图 26: 快手：可灵 1.6 模型



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI+金融：助力业务提效和服务个性化提升

生成式 AI 在金融领域的赋能和应用目前主要集中于：1) 风险管理与欺诈检测；2) 智能客服与虚拟助手；3) 量化交易与高频交易；4) 个性化推荐与智能营销；5) 保险与理赔自动化；6) 舆情监测、市场分析及辅助决策；7) 助力合规与监管流程优化提效。

蚂蚁集团：蚂蚁集团利用 AI 模型对用户的信用数据进行实时分析和评估，通过多维度的数据采集和深度学习算法，准确预测用户的信用风险，突破传统信用评估的局限，为更多用户提供精准高效的金融服务。同时通过智能体可以实时监测金融市场的动态变化，及时发现市场风险。此外蚂蚁集团的智能客服系统利用自然语言处理技术和智能体，为用户提供高效、便捷的客户服务，根据用户需求提供个性化服务建议，识别潜在用户需求进行精准营销，并作为智能投资顾问为用户提供个性化投资建议和资产配置方案。

图 27: 蚂蚁 AI 应用全景图



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

基于蚂蚁百灵大模型的能力及百宝箱智能体开发平台，在用户端，蚂蚁推出了三个 AI 管家，即 AI 生活管家“支小宝”、AI 金融管家“蚂小财”、及 AI 健康管家，分别帮助用户管钱、管事、管健康。在产业端，支付宝“百宝箱”作为智能体开发平台为千行百业中的企业提供工具箱来打造更多的 AI 助理，在更纵深的研、产、供、销、服场景，蚂蚁专门成立了数字码力公司，打造 AI 人机融合解决方案。

度小满（原百度金融）：2024 年度小满宣布开源金融行业推理大模型轩辕-FinX1。轩辕 FinX1 通过创新的训练范式，将深度推理能力与金融专业知识深度融合，让决策与风控能力、研究分析能力、数据智能能力在具体场景中得到充分释放。举例而言，在决策与风控能力上，根据用户授权上传的银行流水，轩辕 FinX1 能够从上千条交易记录中精准识别高频彩票消费、游戏消费等风险信号，并结合收入水平和债务负担，科学评估用户的还款能力和信贷风险。在数据智能能力层面上，举例而言，将某公司季度财务数据输入轩辕 FinX1 后，模型能够精准提取核心信息，直观展示资产质量、流动性与业务动态。通过分析“流动性压力”“资产扩张驱动”等关键指标，轩辕 FinX1 在量化比较的基础上补充定性解释，揭示财务数据背后的潜在风险与增长机会，助力企业优化决策。

图 28: 度小满轩辕-FinX1 金融大模型核心能力框架



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

恒生电子：2023 年恒生电子推出金融大模型 LightGPT 和大模型中间件光子。2024 年 7 月恒生电子发布与昇腾合作的 LightGPT 大模型推理一体机，基于昇腾 AI 基础软硬件平台，旨在为金融行业客户提供开箱即用、性能领先、安全可控的大模型一体机解决方案。目前，LightGPT 大模型推理一体机可以面向投顾咨询、投资研究、运营管理等金融业务场景实现规模应用，支撑 AI 应用的快速开发与交付。

Bloomberg：Bloomberg 推出的 BloombergGPT 是面向金融领域的大语言模型，基于 GPT 系列模型的改进版本，并针对金融领域进行了优化和训练。BloombergGPT 可以通过给定的主题和语境，自动生成金融报告、财务分析报告及招股书，同时辅助会计和审计方面的工作、提炼梳理财经新闻或者财务信息。此外，因结合金融专有数据，BloombergGPT 有助于市场预测的实时性与准确性提升。

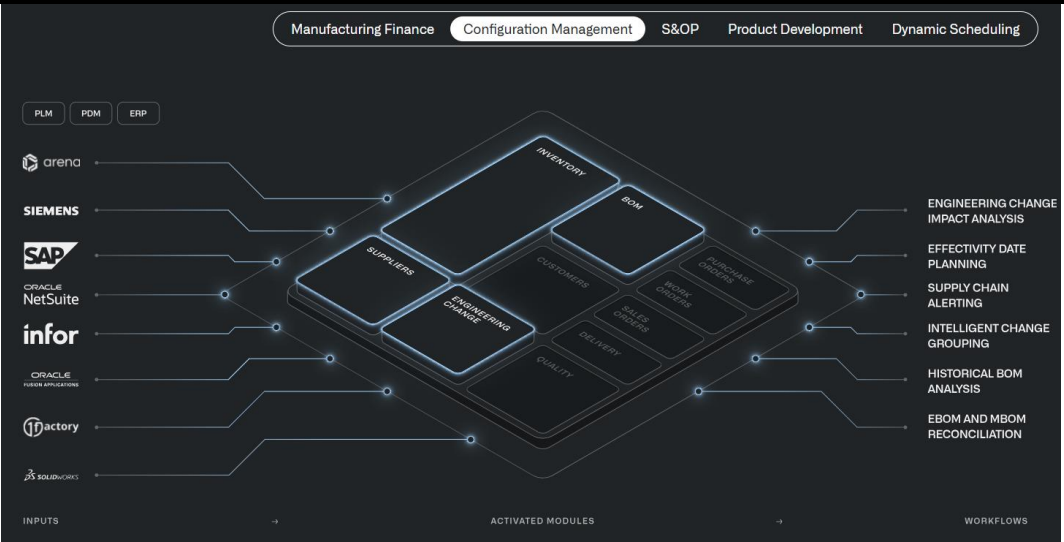
AI+制造：推动制造业降本增效

AI 在制造业领域的应用主要为助力企业降本增效，同时助力企业智能化决策。

Palantir：Palantir 在 2024 年推出 Warp Speed 计划，打造工业制造的 AI 操作系统，帮助制造业实现降本增效。食品公司 General Mills 采用 Palantir 的 AI 操作系统后，操作系统日均审视超 3,000 订单，实时监控物料流动，根据降低成本的机会提出建议，平均每天节省约 4 万美元。

用友：用友网络 U9 Cloud 在 2024 年围绕 AI+制造业进行多项升级：1) 在业务升级方面，U9 cloud 通过 AI 技术实现数智研发、智能营销和智能采购；2) 在管理升级方面，U9 cloud 引入 AI 技术进行智能分析、决策与优化；3) 在运营升级方面，U9 cloud 借助 AI 能力，支撑产业链协同与全球化布局。

图 29: Palantir：工业 AI 系统



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

重点推荐

我们认为 2025 年有望成为 AI 应用及商业化发展的关键年，得益于：1) 模型训练以及 API 调用成本持续下降；2) 开源模型与闭源模型的差距进一步收窄，降低模型部署及调用门槛；3) 软件及互联网公司自 2023 年以来对于 AI 产品应用的研发与优化，多款产品已逐渐成熟并形成一定用户量级。互联网及软件板块中我们主要看好三类公司：AI 云公司（例如微软、亚马逊、阿里巴巴，受益于 AI 应用发展带来的算力需求提升）、具有成熟 AI 应用产品的公司（例如 Salesforce、ServiceNow，2025 年 AI 产品商业化有望提速）、AI 能够较好赋能主业的公司（例如 Meta、Google、腾讯，AI 应用推动业务降本增效或需求增长）。同时在基础设施端我们仍看好算力产业链、端侧产业链、晶圆代工厂等细分板块的投资机会，重点推荐韦尔股份、中际旭创。

图 30：全球&中国：AI 应用相关场景公司估值表

应用场景	公司	股票代码	收盘价 (LC)	市值 (US\$m)	PE (x)		PS (x)		EV/EBITDA		EPS CAGR
					1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	2FY	2FY
云计算/办公	微软	MSFT US	408.2	3,034,626	28.4	24.5	10.1	8.8	18.3	15.9	15%
云计算/电商	亚马逊	AMZN US	216.6	2,295,256	30.4	25.2	3.2	2.9	14.0	11.9	21%
云计算/电商	阿里巴巴	BABA US	143.8	341,543	12.2	10.4	2.3	2.2	8.4	7.6	5%
云计算/搜索	Alphabet	GOOG US	181.6	2,201,435	19.7	16.9	6.3	5.9	12.5	11.1	16%
云计算/搜索	百度	BIDU US	91.3	32,008	9.0	8.3	1.7	1.6	1.4	1.2	10%
广告	Meta	META US	683.6	1,731,883	25.5	22.2	9.0	7.9	16.3	13.7	14%
广告	AppLovin	APP US	415.3	151,337	NA	40.6	25.5	20.9	38.7	29.8	39%
广告/游戏/云计算	腾讯	700 HK	517.0	594,632	19.1	17.2	6.0	5.5	15.6	14.2	13%
广告	快手	1024 HK	58.4	30,789	10.7	9.1	1.6	1.4	6.3	5.2	13%
企业服务	Salesforce	CRM US	309.8	296,479	27.4	24.0	7.1	6.5	18.0	16.6	15%
企业服务	ServiceNow	NOW US	938.4	193,312	NA	45.7	14.4	12.0	40.9	33.2	21%
企业服务	Datadog	DDOG US	119.6	41,008	NA	NA	12.5	10.3	49.1	38.3	27%
企业服务	Adobe	ADBE US	444.3	193,412	21.1	18.8	8.0	7.3	16.6	15.3	11%
企业服务	Palantir	PLTR US	101.4	237,702	NA	NA	60.5	47.2	NA	NA	27%
企业服务	金蝶	268 HK	14.6	6,358	NA	NA	6.0	5.1	59.7	38.8	149%
游戏	网易	NTES US	103.2	66,572	13.5	12.3	4.2	3.9	9.7	8.9	10%
游戏	Unity	U US	28.3	11,610	NA	36.8	6.4	5.9	32.6	26.1	75%
本地生活	美团	3690 HK	162.9	130,930	16.8	13.8	2.4	2.1	13.9	11.3	19%
教育	Duolingo	DUOL US	385.4	16,949	NA	NA	16.9	13.6	56.3	41.3	44%
教育	新东方	EDU US	52.4	8,664	15.0	12.0	1.5	1.3	6.2	4.8	15%
数字健康	阿里健康	241 HK	6.0	11,926	38.7	32.1	2.6	2.3	35.5	28.8	18%
数字健康	京东健康	6618 HK	36.8	14,862	24.4	20.9	1.6	1.5	24.3	19.2	21%
数字健康	Tempus AI	TEM US	68.1	10,720	NA	NA	10.5	8.1	NA	NA	NA
数字健康	Recursion	RXR US	9.3	3,626	NA	NA	40.1	21.2	NA	NA	NA
网络安全	PANW	PANW US	191.0	126,481	NA	46.8	12.7	11.1	37.7	33.0	12%
网络安全	CrowdStrike	CRWD US	406.7	100,177	NA	NA	20.7	17.0	79.3	60.2	22%
旅游	携程	TCOM US	67.0	43,167	17.1	14.9	5.0	4.4	14.7	12.7	14%
旅游	同程旅行	780 HK	18.5	5,738	12.8	11.0	2.1	1.8	7.9	7.0	10%
金融	PayPal	PYPL US	75.0	74,144	14.6	13.1	2.2	2.1	10.3	9.6	12%
金融	Intuit	INTU US	565.5	158,285	27.1	23.7	8.1	7.2	20.5	18.3	14%
机器人	特斯拉	TSLA US	337.8	1,086,539	NA	NA	9.4	7.8	56.5	43.9	30%
机器人	UiPath	PATH US	13.4	7,381	25.9	23.1	4.6	4.2	21.1	17.9	11%
自动驾驶	Tesla	TSLA US	337.8	1,086,539	NA	NA	9.4	7.8	56.5	43.9	30%
自动驾驶	Rivian	RIVN US	13.0	13,238	NA	NA	2.4	1.6	NA	NA	NA
数据监测	Dynatrace	DT US	59.9	17,925	39.2	34.1	9.3	8.1	29.5	25.2	14%

数据监测	Datadog	DDOG US	119.6	41,008	NA	NA	12.5	10.3	49.1	38.3	27%
智能硬件	科大讯飞	002230 CH	57.3	18,303	NA	NA	4.7	4.1	53.7	43.4	30%
智能硬件	小米	1810 HK	51.7	167,340	38.1	29.8	2.7	2.3	29.4	22.6	33%
智能硬件	Apple	AAPL US	245.6	3,688,670	32.0	28.8	8.7	8.2	24.5	22.8	10%
智慧安防	商汤	20 HK	1.9	9,237	NA	NA	11.0	8.5	NA	NA	NA
智慧安防	海康威视	002415 CH	31.7	40,452	17.9	15.9	2.7	2.5	13.3	11.6	11%
智慧零售	Walmart	WMT US	94.8	761,404	35.2	31.4	1.1	1.0	17.9	16.5	13%
智慧交通	地平线	9660 HK	8.1	14,827	NA	NA	28.6	17.7	NA	NA	NA
智慧交通	小马智行	PONY US	23.6	8,239	NA	NA	78.5	40.9	NA	NA	2%
数据库	Confluent	CFLT US	31.0	10,358	NA	NA	8.6	7.1	88.3	54.4	36%
数据库	Oracle Corp	ORCL US	167.8	469,357	24.7	21.5	7.4	6.5	16.8	14.6	17%
平均					20.8	22.7	8.2	7.0	26.9	21.5	

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2 月 21 日

腾讯 (700 HK; 买入; 目标价: 525.0 港元)

基于丰富的 AI 应用场景以及庞大的用户基础，腾讯有望持续受益于大模型及 AI 应用发展：

1) 营销业务方面，AI 推荐算法优化微信视频号/公众号内容推荐，驱动用户活跃度及使用时长增长，增加广告库存；同时 AI 提升广告转化率及 ROI；用户大盘增长放缓的情况下，AI 有望驱动广告收入长期增长；2) 游戏业务方面，AI 推动游戏自研降本增效，自研游戏 AI 引擎 GiiNEX 在特定场景和流程下，对游戏资产创作提效 40 倍以上；3) 云业务方面，AI 算力需求驱动公司云业务增长，3Q24 GPU 云相关业务快速增长，已占公司 IaaS 收入 10-20%。考虑腾讯稳固的竞争优势、较高的盈利增长确定性以及持续的股东回报，公司仍然是我们行业首选之一。我们基于 SOTP 估值法的目标价为 525.0 港元，对应 19x FY25E PE。

阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价: 157.7 美元)

基于丰富的 AI 应用场景、庞大的用户群及商家端对于降本增效的诉求，叠加阿里云业务在国内市场较为领先的业务布局、及潜在可能的大模型端侧应用所带来的云业务增量，我们认为阿里巴巴在 AI 快速发展的大主题下有望持续受益。业绩后我们对阿里巴巴 FY26 的 EBITA 增长前景更为乐观，这得益于商家对“全站推”的采用率上升，AIDC 的亏损收窄速度有望快于预期，以及各行业对推理需求的增加推动阿里云收入增长速度快于预期。我们预测阿里巴巴 FY26E 的经调整后 EBITA 将同比增长 18% (FY25E: 4%)。我们基于 SOTP 的目标价为 157.7 美元，对应 15x FY26E PE (non-GAAP)。维持“买入”评级。

Salesforce (CRM US; 买入; 目标价: 410.0 美元)

我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速，主要来自于 Agentforce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。3QFY25 新签订 AI 相关订单数量同比增长超过三倍，达到 2000 笔，包括超 200 笔 Agentforce 订单 (Agentforce 于 10 月推出)。公司 12 月推出的 Agentforce 2.0 进一步拓宽 AI 智能体的应用场景至企业各个部门与流程，产品收入有望在 2025 年进一步起量。此外，Salesforce 数据云作为落地 AI 的重要基础，企业 AI 转型也推动了数据云需求，3QFY25 超过前 10 大订单中的 8 笔订单均包含了数据云产品，预计 AI 应用落地有望促进公司多云产品整合销售。我们的目标价为 410 美元，基于 24 倍 FY25 EV/EBITDA。

韦尔股份 (603501 CH; 买入; 目标价 176 元人民币)

韦尔股份作为全球 CMOS 图像传感器 (CIS) 龙头玩家, 深度受益于端侧 AI 在智能汽车与手机两大场景的加速落地。公司在全球手机 CIS 市场中实现旗舰机型突破与中低端持续放量, 叠加在车载 CIS 的全球领先地位, 构建了车载+消费电子双轮驱动的成长逻辑。我们预计 2025 年公司 CIS 收入将增长 30.1%, 主要受 1) 新能源车智能化持续渗透导致摄像头使用数量增加, 2) 手机 CIS 高端产品 (如 OV50H/OV50K40) 继续扩大在国产旗舰手机机型中的市场份额, 以及 3) 中国数码产品补贴政策助涨消费者情绪 ([链接](#))。我们预测公司 2024 年在汽车 CIS 领域市占率排名第一, 第二名为 Onsemi (ON US, 未评级)。公司目前已有一系列完整的汽车 CIS 解决方案及产品, 包含 800 万像素的 OX08D10 及 1200 万像素的 OX12A10, 同时公司还与多家汽车厂商保持稳定合作关系。2024 年上半年, 公司的汽车/智能手机 CIS 收入分别占总收入的 24%/40%。我们认为这两个细分市场在 2025 年将同比增长 40%/25%。维持“买入”评级, 目标价为 176 元人民币, 对应 41x 2025E 市盈率。

Palo Alto Network (PANW US; 买入; 目标价: 230.3 美元)

我们持续看好 PANW 从日益增长的网络安全需求中受益, 其广泛且持续强化的产品组合有望提供平台一体化的解决方案、帮助客户降低对单一孤立的网络安全产品的需求, 从而降低客户端安全软件的总拥有成本 (TCO) 并提升运营效率。我们认为公司加速推进的平台化战略已初见成效, 有助于推动其长期市场份额提升。我们认为, PANW 可能从 GenAI 的快速发展中受益于两个方面: 1) 随着人工智能的发展, AI 驱动下网络攻击频次提升且威胁加速, 对 PANW 产品和服务的需求有望增加; 2) 随着 GenAI 的赋能, 用户体验的改善和运营效率的提升或有望推动 PANW 产品需求提升和价格上涨。据公司数据和我们的估算, PANW AI 相关年度经常性收入 (ARR) 在下一代安全产品 ARR 中占比已经在 1QFY25 (年结于 7 月) 达到 5.5%。我们 230.3 美元的目标价对应 16.0x 2025E EV/Sales 目标估值。

ServiceNow (NOW US; 买入; 目标价: 1220.0 美元)

凭借公司先发优势和产品创新能力, 我们看好 ServiceNow 持续受益于生成式 AI 的发展机会。1) 公司 4Q24 Now Assist 订单数量环比增长超 150%, 同时 Pro Plus SKU 较 Pro SKU 保持超 30% 的溢价。目前超 1000 家客户已采用 Pro Plus SKU, 我们估算约占客户总数 10-15%; 2) 2025 年公司计划在其 AI 解决方案中引入更多基于使用量的商业化模式。随着企业对 AI 智能体的需求增长, 管理层预计基于使用量的模式将推动产品更快被采用, 并进一步提升商业化水平; 3) 公司还推出一款 AI Agent Orchestrator 的创新 AI 解决方案, 产品将于 3 月推出, 该产品将作为企业内各类 AI 代理的控制中心。我们的目标价为 1220 美元, 基于 55 倍 FY25E EV/EBITDA。

Meta (META US; 买入; 目标价: 835.0 美元)

我们看好 Meta 长期 AI 愿景, AI 有望创造新的货币化机会并推动公司长期营收增长。在 AI 方面: 1) 4Q24 Meta AI 月活跃用户数超过 7 亿, 环比增长约 40%。公司计划推出更多新功能, 以使 Meta AI 能够提供更个性化的 AI 体验, 与其他通用 AI 形成差异化; 2) Meta 在 2H24 与英伟达合作推出了名为 Andromeda 的机器学习系统, 使 Meta 能够更好地实现广告展示的个性化。Andromeda 在测试中推动广告质量提升 8%; 3) 4Q24 Advantage+ 广告产品年化营收已超 200 亿美元, 同比增长 70%。目前有超 400 万广告主至少使用 Meta 的一种生成式 AI 广告创意工具, 高于 2024 年 9 月的 100 万。我们的目标价为 835.0 美元, 基于 32 倍 FY25E PE。

中际旭创 (300308 CH; 买入; 目标价 186 元人民币)

公司受益于全球算力基建高景气度, 400G/800G/1.6T 光模块需求持续放量, 叠加高毛利硅光方案占比提升, 盈利能力显著增强。公司预计 2024 年净利润同比增长 139.2% (中位数) 至 52 亿元, 核心驱动力来自于产品结构优化与高端技术突破, 业绩增长韧性凸显。2024 年公司下游客户逐步从 400G 升级至 800G, 推动高端产品占比提升, 进一步优化产品结构, 增强盈利能力。我们预计公司 2025 年 800G 出货量占比将持续提升, 同时 1.6T 产品将于 1Q25 进入量产, 为中长期增长注入新动能。尽管 2H24 受关键物料供应紧张影响, 交付节奏略有放缓, 但管理层预计供应链问题将于 2H25 显著缓解。配合自研硅光技术渗透率提升, 2025 年公司交付能力与业绩弹性将进一步释放。维持“买入”评级, 目标价为 186 元人民币, 对应 27x 2025E 市盈率。

亚马逊 (AMZN US; 买入; 目标价: 268.0 美元)

我们持续看好亚马逊 AWS 业务板块受益于 AI 相关云营收贡献起量的趋势。在 AWS 经营利润稳健增长及服务成本优化、规模效应提升、相对高利润率广告业务营收持续稳健增长助推电商业务盈利增长的情况下, 我们预测亚马逊 2025 年营业利润将同比增长 22%, 支撑股价进一步增长。我们的目标价为 268.0 美元, 基于 18.5 倍 EV/EBITDA, 与两年交易平均值一致。

Alphabet (GOOG US; 买入; 目标价: 234.0 美元)

AI 持续改善用户体验并创造新的商业化机会, 例如 Google Lens 每月产生超 200 亿次视觉搜索查询, 且多数均为增量搜索需求; YouTube 上由 AI 驱动的广告投放 ROI 相较人工投放 ROI 高出 17%。此外, AI 带来强劲的算力需求, 推动公司云业务收入增长, 4Q24 谷歌云收入同比增长 30%。2024 年企业 AI 平台 Vertex AI 的客户数量增长 5 倍, 使用量增长 20 倍, 谷歌将继续加大投资以提升 AI 算力, 解除当前算力瓶颈的问题, 满足不断增长的需求。我们的目标价为 234.0 美元, 基于 26x FY25E PE。

Datadog (DDOG US; 买入; 目标价: 156.4 美元)

Datadog 的产品具备云原生特性以及高度集成化的技术栈优势, 我们认为这更适合现代多云与本地混合部署环境需求。我们认为 Datadog 有望长期受益于不可逆转的云迁移趋势和人工智能浪潮。我们给予 Datadog 156.4 美元的目标价基于 16.6x 2025E EV/S, 与两年均值加一个标准差水平相符。催化剂主要来自: 1) 人工智能客户的 ARR 增加; 2) 稳健的营收增长和运营杠杆释放共同推动自由现金流增长好于预期。

Microsoft (MSFT US; 买入; 目标价: 503.1 美元)

长期看, 我们仍看好微软作为生成式人工智能时代的主要受益者之一。短期看, 我们维持此前观点, 即人工智能相关货币化, 包括 Copilot 服务收入贡献的增长速度, 以及 Azure 收入增长的再次加速, 在未来 6 - 12 个月内仍是微软股价的关键驱动因素。我们基于 DCF 的目标价为 503.1 美元, 对应 32x FY26E PE。

快手 (1024 HK; 买入; 目标价: 85.6 港元)

我们看好快手受益于大模型训练成本下降, AI 多方面赋能公司业务: 1) 在线营销业务利用 AI 提升广告 ROI, 3Q24 营销客户在 AIGC 营销素材上日均消耗超 2000 万元, 基于大模型的自动投放解决方案 UAX 已占外循环客户广告消耗约 50%; 2) 2024 年 12 月升级推出可灵 1.6 模型, 在图生视频领域相较 1.5 模型整体效果提升 195%, 3Q24 可灵 AI 商业化单月

流水已超 1000 万元，公司未来将基于可灵探索更多元化的变现模式，驱动可灵收入快速增长。我们看好公司受益于 AI 发展以及利润增长韧性，我们预计公司 24-26 年调整后净利润 CAGR 达到 41%，公司当前仅 8x FY25E PE 具备较高吸引力。我们基于 SOTP 的目标价由为 85.6 港元，对应 15x FY25E PE。

Adobe (ADBE US; 买入; 目标价: 634.5 美元)

虽然公司 FY24 在 AI 商业化方面的表现不及预期，叠加 ARR 增速放缓，导致股价表现跑输行业，但是随着公司 FY25 加速 AI 商业化变现，我们预计公司表现有望好于目前市场较低的预期。Adobe 计划在 2025 年初推出价格更高的包括其视频模型的 Firefly 产品，有望为客户创造额外价值并增加 ARPU；公司将 Firefly 服务引入 Adobe GenStudio，进一步整合创意云和体验云，同时将扩大其 B 端销售团队，推动 Adobe GenStudio 集成解决方案的销售。管理层预计总收入同比增长 8-10% 至 233.0-235.5 亿美元，其中数字媒体年末 ARR 同比增长 11%，对应全年净增 ARR 约 19 亿美元。我们的目标价为 634.5 美元，基于 32x FY25 非 GAAP 下 PE。

百度 (BIDU US; 买入; 目标价: 149.2 美元)

短期百度营收增速受到主动进行的业务调整及疲软的宏观经济环境对整体广告预算的影响，搜索结果中嵌入更多目前尚未货币化的生成式 AI 结果或有助于改善用户体验并增强长期货币化前景，但或拖累短期增长展望。然而，随着与生成式人工智能相关内容的货币化以及相关广告库存的增加，这可能在 2025 年第二季度开始，再加上 2025 年下半年的低基数效应，我们预计 2025 年百度广告业务收入的同比降幅将收窄至 0.7%（2024 年：同比下降 2.8%）。此外，百度云业务已重拾稳健增长势头，2025 年在稳健的公有云收入增长以及对 GPU 云的需求持续增加的推动下，我们预计百度云业务营收同比增长将加速至 26%（2024:17%）。我们基于 SOTP 的目标价为 149.2 美元，对应 14.1x 2025E PE（Non-GAAP）。

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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策。

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。