

AI 主题研究

模型能力持续提升，商业化持续推进

1H25 在大模型和 AI 应用产业，我们观察到如下趋势：1) 大模型迭代周期进一步缩短，模型能力持续提升，且调用成本持续优化，龙头公司持续拓展多模态模型布局，而中小型厂商专注特定模态的模型进一步突破；2) 从 AI 对主业的拉动而言，短期 AI 对云计算和广告业务拉动效果较为显著，中长期建议持续关注 AI 对于无人驾驶、游戏、电商等业务的带动效果；3) 在 AI 应用方面，独立 AI 应用商业化尽管目前仍处于早期阶段，但 B 端应用商业化在海外落地已展现积极势头，C 端应用在国内及海外市场均有较为亮眼的增长趋势。从具体标的来看，我们建议关注 2Q25 云业务增长有望维持强劲、驱动股价增长的微软 (MSFT US)、AI 拉动广告和云业务持续较快增长的腾讯 (700 HK)、可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手 (1024 HK)。

■ **模型能力持续提升，调用成本持续优化。**中美两国大模型能力均处于持续提升的过程中且迭代速度有所提升。从前沿模型的能力对比来看，据 Artificial Analysis 的数据和评测标准，中国领先厂商的大模型能力已经逐步接近美国厂商，美国领先的幅度从此前的超过一年左右的时间缩减至如今的小于三个月，而从开源模型的能力对比而言，中国开源的模型所具备的能力已经领先美国。与此同时，我们观察到受益于 MoE（混合专家模型）、优化推理效率及新一代硬件基础设施的采用，模型调用成本持续优化，或有望推动应用生态进一步繁荣。

■ **AI 应用变现：关注企业智能体、AI 创意生成变现机会。**我们认为：1) 独立 AI 应用商业化目前仍处于早期阶段，AI 应用收入占总收入比例通常低于 3%，AI 应用的渗透率提升仍有待产品能力的优化、产品 ROI 的提升以及客户付费意愿的提升；2) B 端 AI 应用商业化在海外率先落地，国内则表现相对平淡。得益于海外企业客户较好的付费习惯以及成熟的 SaaS 订阅制收费模式，海外包括 Salesforce 和 ServiceNow 已推出企业 AI 智能体产品并实现早期商业化，而国内 B 端 AI 应用仍处商业化早期，主要集中在政企对于 AI 一体机的需求；3) C 端 AI 应用商业化方面，已有国内 AI 应用表现亮眼，如快手可灵 AI 在 5 月 ARR 超过 1 亿美元 (vs Adobe AI 独立应用 1QFY25 ARR 超 1.25 亿美元)，且模型在文生图/文生视频能力以及成本方面形成优势，可灵 AI 单张图片生成成本仅约 0.002 美元 (vs Adobe 成本约 0.1 美元)。

■ **AI 拉动主业加速增长。**关于 AI 对于主业的拉动，我们认为：1) 短期可重点关注 AI 对于云计算和广告业务的拉动，AI 云对于阿里巴巴、微软、亚马逊的云业务收入增速拉动明显，1Q25 阿里巴巴/亚马逊的 AI 云业务均维持三位数同比增长；广告方面，AI 拉动腾讯、Meta 广告收入，AI 通过提升用户时长（从而增加广告库存）以及提高广告 ROI 两个方面，加速广告收入增长；2) AI 对于传统搜索业务影响不一，多模态 AI 搜索带来搜索增量并提升搜索体验，但短期 AI 搜索商业化效率或低于传统搜索（较低的点击率/转化效率），长期市场担忧 AI 大模型搜索或逐步侵蚀传统搜索市场份额；3) 中长期维度，关注 AI 对于无人驾驶、游戏、电商等业务的拉动，但短期 AI 对于这些业务的拉动效果暂不显著。

优于大市
(维持)

AI 主题研究

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. [Adobe \(ADBE US\) - Inline 2QFY25 results; AI products on track to hit its US\\$250mn ARR target by end-FY25 - 16 Jun](#)
2. [Salesforce \(CRM US\) - 1QFY26 cRPO growth beats expectation; Data Cloud & AI momentum continues - 30 May](#)
3. [Palo Alto Network \(PANW US\) - AI related ARR continue ramping up 22 May](#)
4. [Datadog \(DDOG US\) - 1Q results beat; investment sustained to drive for business growth - 7 May](#)
5. [Amazon \(AMZN US\): 1Q earnings beat; pace of earnings growth to enter a healthy stage - 2 May](#)
6. [Microsoft \(MSFT US\) - Cloud revenue growth reaccelerated - 2 May](#)
7. [Meta \(META US\) - 1Q25 results beat; raising capex guidance to support core business and AI development - 2 May](#)
8. [Alphabet \(GOOG US\) - Earnings beat on efficiency gains; maintain AI investment plan to drive long-term growth - 28 Apr](#)
9. [ServiceNow \(NOW US\) - 1Q25 cRPO beats guidance despite macro uncertainty; AI momentum continues - 24 Apr](#)
10. [AI 主题研究 - 模型调用成本下降，应用生态有望逐步繁荣 - 26 Feb](#)
11. [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](#)
12. [软件 & IT 服务 - 2025 展望：关注 AI 应用营收起量趋势 - 12 Dec](#)

目录

核心观点及股票推荐.....	3
纯美股标的推荐.....	3
中概股及港股标的推荐.....	5
大模型：模型能力持续提升，调用成本持续优化.....	6
中美模型能力对比：前沿模型能力快速追赶，开源模型能力已经领先.....	6
大模型布局：大型科技公司全模态布局，中小型厂商专注特定模态突破.....	7
模型调用成本持续下探推动更大范围应用.....	8
AI 应用商业化更新.....	12
独立 AI 应用变现：仍然处于早期阶段.....	12
Salesforce：1QFY26 数据云及 AI 产品 ARR 超 10 亿美元.....	14
ServiceNow：预计 26 年 Pro Plus ACV 将超 10 亿美元.....	14
Adobe：FY25 末 AI 产品 ARR 将超过 2.5 亿美元.....	15
快手：可灵 AI 5 月 ARR 突破 1 亿美元.....	15
极狐 GitLab：AI+编程商业化落地.....	16
AI 拉动主业：推动云计算与广告加速增长.....	17
AI 云：AI 大模型和应用服务带动云算力需求增长.....	20
在线广告：AI 助力广告投放降本增效.....	21
搜索：AI 改善搜索体验，创造增量问询.....	21
垂类软件：关注企业 AI 智能体变现机会.....	22

核心观点及股票推荐

1H25 在大模型和 AI 应用产业，我们观察到如下趋势：1) 大模型迭代周期进一步缩短，模型能力持续提升，且调用成本持续优化，龙头公司持续拓展多模态模型布局，而中小型厂商专注特定模态的模型进一步突破；2) 从 AI 对主业的拉动而言，短期 AI 对云计算和广告业务拉动效果较为显著，中长期建议持续关注 AI 对于无人驾驶、游戏、电商等业务的带动作用；3) 在 AI 应用方面，独立 AI 应用商业化尽管目前仍处于早期阶段，但 B 端应用商业化在海外落地已展现积极势头，C 端应用在国内及海外市场均有较为亮眼的增长趋势。

从中美云行业营收增长驱动因素对比来看，数字化、智能化需求的提升均是主要的云行业营收增长驱动因素。从美国云厂商的营收增长驱动行业来看，金融及金融科技、医疗保健、制造业与零售、科技企业与 AI 初创公司、及政府及公共部门是主要的驱动需求增长的行业。对比而言，我们认为中国的云化转型需求仍处于相对更早期的阶段，未来随着宏观环境的恢复，中国各行业的云化转型需求也将会有进一步的复苏，有望支撑中国主要 IaaS 云厂商的营收稳步增长。

在 AI 应用变现层面，对比海外和国内市场：1) B 端：B 端 AI 应用商业化在海外已经初步落地，海外包括 Salesforce 和 ServiceNow 推出的企业 AI 智能体产品已实现早期商业化，得益于海外企业客户良好的付费习惯以及成熟的 SaaS 订阅模式，Salesforce 已累计完成超 8000 Agentforce 订单，ServiceNow Pro Plus 的 ACV (annual contract value, 年度合同价值) 已超 2.5 亿美元，覆盖各行各业；而 B 端 AI 应用商业化在国内则进展相对缓慢，B 端客户付费意愿和持续性较低，对于互联网和软件公司尚未形成可持续的收入贡献；2) C 端：C 端 AI 商业化进展较快的应用目前主要集中在创意生成 (Midjourney、Adobe Firefly、快手可灵)、AI 编程 (GitHub Copilot、Cursor) 等领域，目前 C 端 AI 应用收入来源也主要来自于海外市场，但随着国内 C 端 AI 产品优化、用户付费意愿提升、竞争格局更加清晰，我们看好国内 C 端 AI 应用商业化水平提升。

从 AI 应用变现底层的行业驱动来看，我们观察到金融、零售、医疗、政府、制造及科技行业均是美国软件公司 B 端 AI 相关营收持续起量的驱动行业，各行业对于可以有效帮助降本增效的 AI 功能均有较为广泛的需求。我们认为，随着中国经济逐步企稳回暖带动企业 IT 支出回暖，未来对于中国软件公司 AI 相关功能的付费意愿也将逐步提升，有望有效带动 AI 变现持续放量。

综合 AI 相关营收变现的绝对体量、为整体营收带来的增量、公司目前的估值水平及潜在的 AI 增量可转化为的估值增量等多个维度的综合考虑，我们目前对覆盖中的重点 AI 相关潜在受益标的的推荐如下：

纯美股标的推荐

- 1) 微软 (MSFT US)：**我们认为 AI 相关业务的营收增长，包括 Copilot 服务收入贡献的增长速度，以及 Azure 收入增长的速度是微软股价的主要驱动因素。大客户执行情况的改善和收入增长的加速，叠加人工智能相关云服务的需求持续强劲，推动了 3QFY25 (财年结于 6 月) 整体云业务收入增长的重新加速，且增速在 4QFY25 有望延续。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，基于现金流折现模型的目标价为 510.3 美元，对应 32x 2026 财年市盈率。评级为“买入”。
- 2) ServiceNow (NOW US)：**凭借公司企业客户群基础、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，AI 产品将持续带来向上销售/交叉销售机会：1) 1Q25 公司 Pro Plus 产品 ACV 超 2.5 亿美元，在 ITSM/CSM Pro 用户群的渗透率已经超过 10%，客单价提升超 30%，公司目标 FY26 前 Pro Plus 产品 ACV

- 将达到 10 亿美元；2) ServiceNow 利用 AI 提高公司内部效率，部分重复性任务的自动化处理率超过 86%，公司预计 FY25 将利用 AI 实现 1 亿美元的费用节省。我们的目标价为 1,115 美元，基于 52x FY25E EV/EBITDA。评级为“买入”。
- 3) **Salesforce (CRM US)**：Salesforce 的 AI 智能体产品持续维持良好趋势，1QFY26 数据云与 AI 产品 ARR 超过 10 亿美元，同比增长超 120%。1QFY26 前 100 大交易中，约 60% 包含数据云及 AI 产品。自推出以来，公司已完成 8000 笔 Agentforce 订单，其中一半为付费客户。同时管理层还指出，1QFY26 Agentforce 新增订单收入中 30% 来自现有 Agentforce 客户的使用量增长，表明产品良好的使用量趋势。此外 Agentforce 还显著提升了客户对数据云的需求，1QFY26 数据云处理超 22 万亿条记录，同比增长 175%。我们看好 Salesforce 在 AI 商业化的发展势头，其差异化的 Agentforce 解决方案和数据云基础设施将为 AI 产品商业化提供支撑。我们的目标价为 388.0 美元，基于 21 倍 FY25 EV/EBITDA。评级为“买入”。
- 4) **Palo Alto Network (PANW US)**：我们认为派拓网络是生成式人工智能时代的主要受益者之一，随着人工智能相关部署规模的扩大，安全需求有望激增。我们持续看好公司的平台化举措 (Platformization)，并认为下一代安全产品 (NGS) ARR 增长将会是公司股价上涨的主要驱动力。3QFY25 (年结于 7 月) 与人工智能相关的年度经常性收入达到约 4 亿美元，约占总年度经常性收入的 8%。我们的目标价为 229.7 美元，对应 16.0x EV/sales 目标估值。评级为“买入”。
- 5) **Datadog (DDOG US)**：鉴于数字化转型和云迁移的长期趋势，我们看好 Datadog 的长期业务发展潜力。尽管因扩张销售团队以加大国际扩张力度的投资或短期对利润率提升造成压力，我们认为公司仍有能力给出行业中领先的财务表现，持续满足“40 法则”，且公司有望持续受益于 AI 原生客户对公司产品的需求提升带来的营收增长机遇。此外，我们看好公司产品在客户群体中的交叉销售及升级销售的潜力。我们的目标价为 158.7 美元，基于 16.6x 2025E EV/S。评级为“买入”。
- 6) **Meta (META US)**：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：1) AI 推动用户活跃度和使用时长提升，得益于新的 AI 推荐系统，1Q25 Facebook/Instagram/Threads 用户使用时长相较 6 个月前分别增加 7%/6%/35%；2) 1Q25 公司针对 Reels 推出 AI 赋能的新广告推荐系统，推动广告转化提高 5%；3) Meta AI 月活跃用户已接近 10 亿，公司预计在 FY25/26 继续专注于扩大 Meta AI 的用户数并提高用户活跃度，后续再通过广告和付费服务实现商业化。我们的目标价为 760 美元，基于 30 倍 FY25E PE。评级为“买入”。
- 7) **Amazon (AMZN US)**：尽管亚马逊零售业务增长面临关税的不确定性，我们认为其相较同行有更广泛的产品选择和更强大的全球卖家网络，具备更强的能力面对不确定性。我们仍看好亚马逊的盈利增长前景，预测 2025 年亚马逊的经营利润在服务成本优化及规模效应改善推动下同比增长 18%，是全年股价增长的关键驱动因素。我们的目标价为 247 美元，基于 18.3 x EV/EBITDA，与两年交易均值一致。评级为“买入”。
- 8) **Alphabet (GOOG US)**：谷歌有望从多方面受益于 AI 发展：1) AI Overviews 和多模态 AI 搜索能力成为公司商业搜索量的增长驱动力之一，1Q25 AI Overviews 月活跃用户数超过 15 亿，且货币化率水平接近公司核心搜索业务；2024 年 10 月以来，Lens 月均视觉搜索量增加近 50 亿次；2) Demand Gen 等 AI 广告工具推动平台广告需求，使用 Demand Gen 的广告主平均支出转化率水平同比提升 26%；3) AI 云和生成式 AI 解决方案的增长推动 1Q25 谷歌云收入同比增长 28%。基于行业领先的基底模型、庞大的用户基础以及良好 AI 产品能力，谷歌有望较好抵御来自 AI 搜索的竞争压力。我们的目标价为 218 美元，基于 22 倍 FY25 PE。评级为“买入”。

中概股及港股标的推荐

- 1) 阿里巴巴 (BABA US) :** 我们对 FY26 淘天集团维持稳健的盈利增长维持乐观, 主要得益于抽成率提升和健康的 GMV 增长推动。对于云业务, 我们认为其有望在 1QFY26 实现营收同比增速的环比进一步加速, 并认为阿里巴巴在基础设施建设和研发能力提升方面的投资将为长期增长铺平道路。国际数字商业集团 (AIDC) 板块预计将如期于 FY26 实现首季盈利, 非核心业务有望在 1-2 年内达到盈亏平衡。我们认为阿里巴巴是 AI 时代核心受益者之一, 并有望受益于潜在的增量消费刺激政策。我们的目标价为 155.5 美元, 对应 15.7x FY26E PE (non-GAAP)。评级为“买入”。
- 2) 腾讯 (700 HK) :** 基于丰富 AI 应用场景以及庞大用户基础, 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, 1Q25 视频号总时长快速增长, 增加广告库存; 同时 AI 提升广告转化率及 ROI, AI 驱动公司广告收入持续维持健康增长; 2) 云业务方面, 1Q25 企业服务收入同比实现两位数增长, 主要得益于 AI 云收入的快速增长; 3) 元宝+微信+企业服务具备丰富的 AI 应用场景以及长期商业化空间。我们基于 SOTP 的目标价为 660.0 港元。评级为“买入”。
- 3) 快手 (1024 HK) :** 我们看好快手 AI 应用商业化, 预计可灵 AI FY25 的收入将超过 7 亿元: 1) 可灵 AI 1Q25 收入超 1.5 亿元, 全球用户数超 2200 万, 且 4 月和 5 月的月度付费金额均超 1 亿元人民币; 2) 快手将 AI 整合至其营销解决方案, 提升营销效率和转化率。1Q25 平台上 AIGC 营销素材日均广告消耗达到约 3000 万元; 平台上通过 UAX 投放解决方案的营销支出占 1Q25 外循环营销支出总额 60% 以上, 相较 4Q24 的 55% 进一步提升。我们基于 SOTP 的目标价为 80.0 港元。评级为“买入”。
- 4) 百度 (BIDU US) :** 百度正积极投资于人工智能时代的发展机遇, 其搜索产品创新计划比我们此前预期的更为迅速和坚决。尽管这可能会对近期广告收入的增长复苏产生压力, 但我们认为这对长期发展至关重要。同时, 在强劲需求和百度云品牌认知度提升的推动下, 我们认为云业务收入有望持续稳健增长。结合提升股东回报的举措, 百度在广告货币化存在不确定性时的估值或有望获得一定支撑。我们基于 SOTP 的目标价为 144.6 美元, 评级为“买入”。

图 1: 推荐标的: 公司估值

公司	股票代码	目标价 (当地货币)	股价	上涨空间	市值 (百万美元)	PE (x)		PS (x)		EPS CAGR 24-26E
						2025E	2026E	2025E	2026E	
China										
Tencent	700 HK	660.0	513.0	28.7%	596,772	17.0	15.4	5.9	5.4	13%
Alibaba	BABA US	155.5	113.9	36.5%	271,866	11.6	10.4	2.0	1.8	10%
Kuaishou	1024 HK	80.0	61.8	29.6%	34,327	12.3	10.4	1.7	1.6	16%
Baidu	BIDU US	144.6	86.5	67.2%	30,313	9.3	8.5	1.6	1.5	2%
总平均						12.6	11.2	2.8	2.6	
US										
Microsoft	MSFT US	510.3	497.5	2.6%	3,697,319	37.0	32.6	13.3	11.7	13%
Amazon	AMZN US	247.0	217.1	13.8%	2,305,022	27.0	23.2	3.3	3.0	13%
Alphabet	GOOGL US	234.0	173.5	34.8%	2,111,147	17.9	17.1	6.4	5.8	9%
Meta	META US	760.0	726.1	4.7%	1,825,628	27.9	23.4	9.7	8.6	11%
Salesforce	CRM US	388.0	270.7	43.3%	258,827	26.5	23.6	6.8	6.3	17%
ServiceNow	NOW US	1115.0	1011.4	10.2%	209,368	NA	NA	16.1	13.5	19%
PANW	PANW US	229.7	202.3	13.5%	134,920	NA	NA	14.7	12.9	17%
Datadog	DDOG US	158.7	131.1	21.0%	45,283	NA	NA	14.0	11.7	11%
总平均						27.3	24.0	10.5	9.2	

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2025 年 6 月 26 日

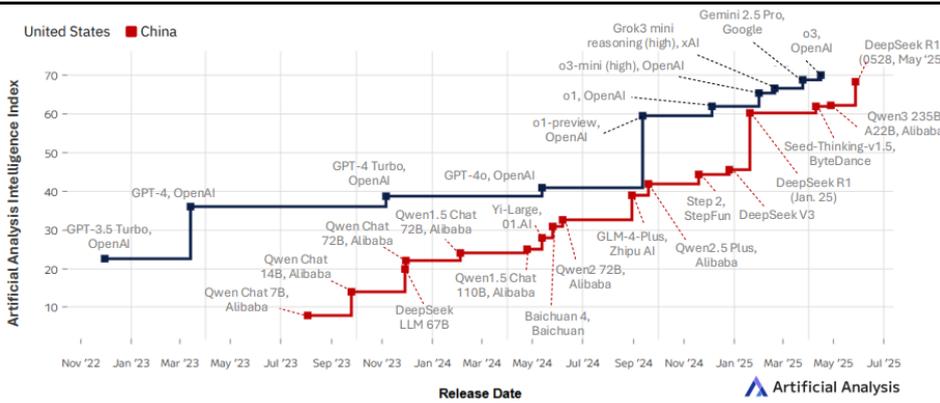
大模型：模型能力持续提升，调用成本持续优化

中美两国大模型能力均处于持续提升的过程中，且迭代速度有所提升。从前沿模型的能力对比来看，据 Artificial Analysis 的数据和评测标准，中国领先厂商的大模型能力已经逐步接近美国厂商，美国领先的幅度从此前的超过一年左右的时间缩减至如今的小于三个月，而从开源模型的能力对比而言，中国开源的模型所具备的能力已经领先美国。与此同时，我们观察到受益于混合专家模型、优化推理效率及新一代硬件基础设施的采用，模型调用成本持续优化，或有望推动应用生态进一步繁荣。从推理模型和非推理模型的对比而言，基于目前的模型能力、及完成相同的问题推理所需的 token 调用量综合考虑来看，非推理模型似乎更加靠近最具吸引力的象限区间，具备更高的性价比。

中美模型能力对比：前沿模型能力快速追赶，开源模型能力已经领先

根据 Artificial Analysis 的大模型智能指数，中国领先大模型厂商的大模型能力已经逐步接近美国厂商，就能力相近的大模型发布时间间隔判断领先能力而言，美国大模型厂商的领先幅度已经从 2022-2023 年的超过一年到如今的小于三个月，中美大模型的能力在快速拉齐。

图 2：中国&美国：前沿大模型的发布时间及能力对比

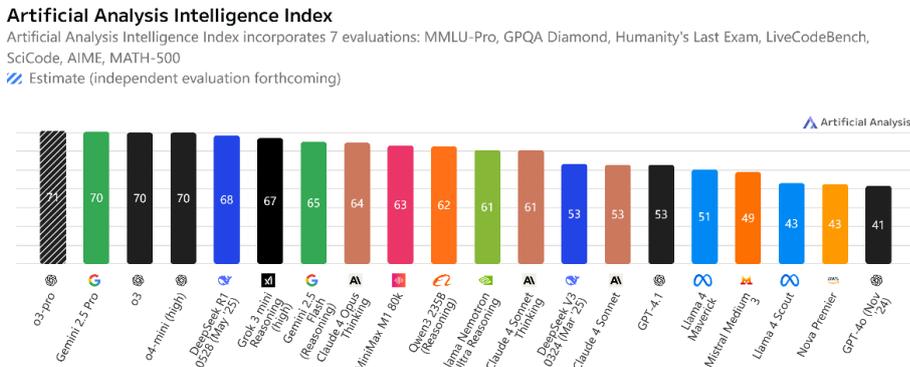


资料来源：Artificial Analysis, 招银国际环球市场

注：在形成智能指数 (Intelligence Index) 时，Artificial Analysis 将 7 个维度的能力评价纳入考量，分别是：MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME, MATH-500 (下同)

从语言模型的能力来评判，目前世界范围内较为领先的厂商主要为 OpenAI、谷歌、DeepSeek、xAI、Anthropic、Minimax 和阿里巴巴。

图 3：全球：大语言模型能力对比

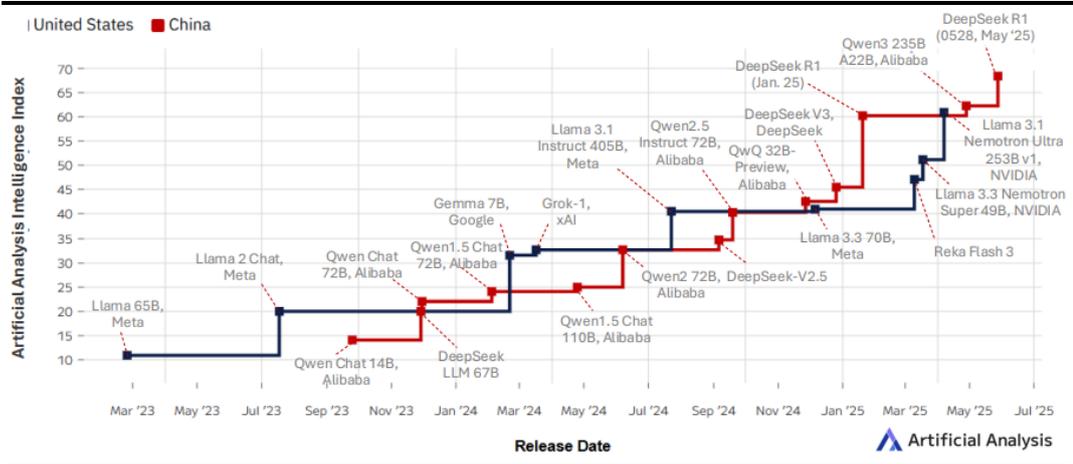


资料来源：Artificial Analysis, 招银国际环球市场

注：截至 2025 年 6 月 24 日

从开源大模型的能力对比来看，中国已经超越美国。中国的开源模型最开始实现对美国的反超为 2024 年 11 月阿里巴巴开源的 QwQ 32B-preview 模型。随后，在开源模型的能力方面，阿里巴巴与 DeepSeek 交替领先。

图 4: 中国&美国：开源大模型的发布时间及能力对比



资料来源：Artificial Analysis, 招银国际环球市场

大模型布局：大型科技公司全模态布局，中小型厂商专注特定模态突破

我们对主要 AI 厂商在不同模态自有模型的布局情况进行了梳理。大型科技公司倾向于在不同的模态模型上均进行布局，而中小型厂商专注特定的模态模型进行精准的发力突破。在人工智能产业价值链中，各玩家的垂直整合程度存在差异，谷歌整体在产业链垂直链条的不同环节有较高的整合度，而其他公司在持续强化自己在某个环节的优势及深化全产业链条的布局。中长期而言，我们认为应用场景的丰富度是释放模型能力、充分实现价值的关键所在。

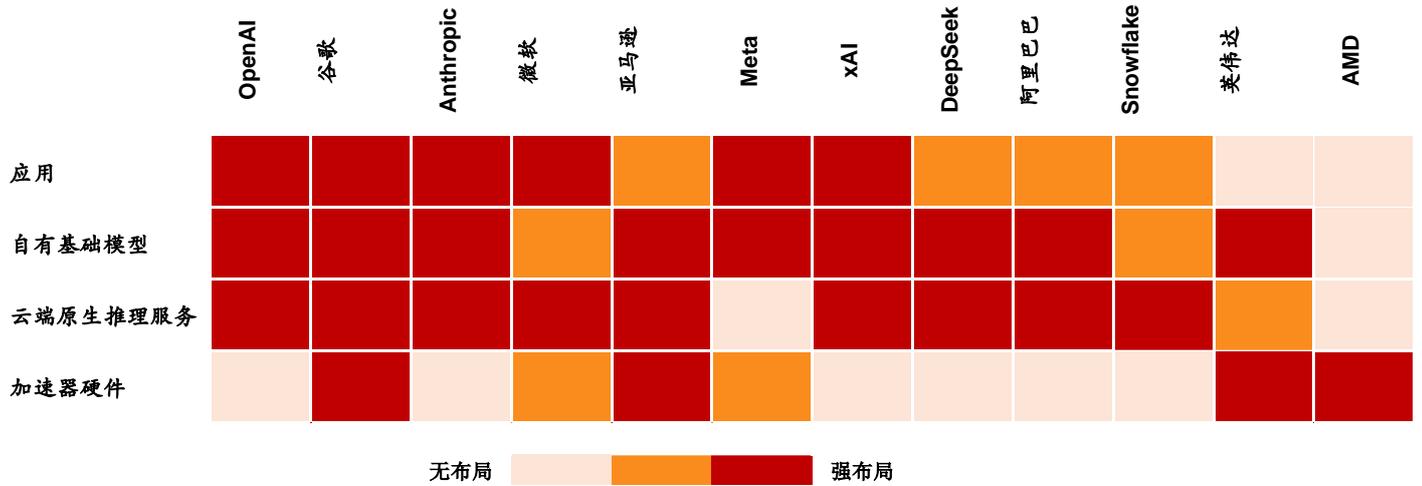
图 5: 全球：主要 AI 厂商在不同模态自有模型的布局情况梳理

	OpenAI	谷歌	Meta	xAI	Anthropic	微软	亚马逊	英伟达	Adobe	阿里巴巴	字节跳动	腾讯	百度	DeepSeek	快手	MiniMax
文本	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
语音	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
图片	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
视频	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有

暂无模型
 已有模型

资料来源：Artificial Analysis, 公司资料, 招银国际环球市场

图 6: 全球: AI 产业链主要玩家的产业链垂直整合及布局情况梳理

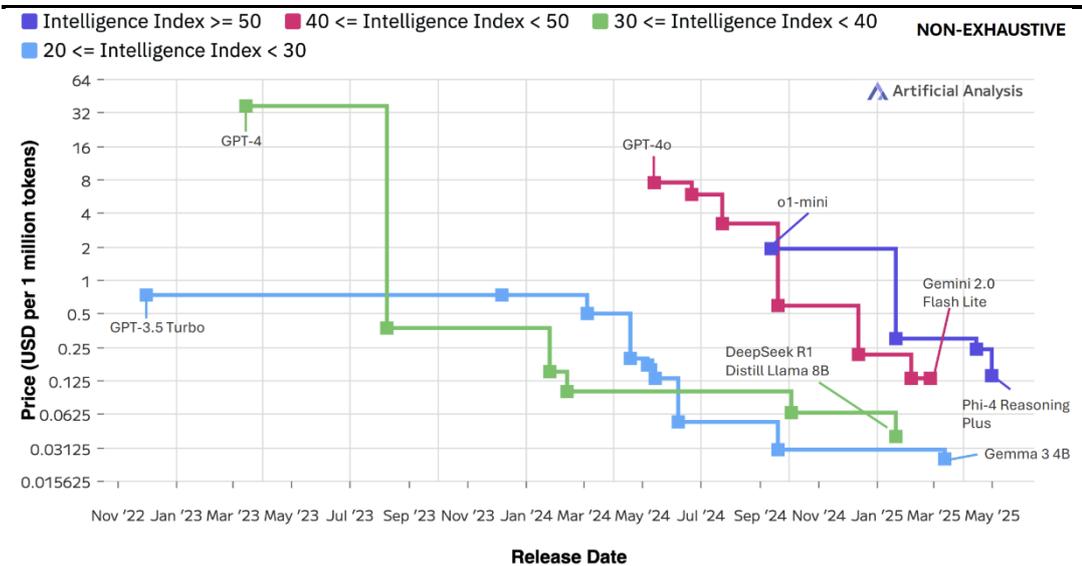


资料来源: Artificial Analysis, 公司资料, 招银国际环球市场

模型调用成本持续下探推动更大范围应用

整体而言, 在模型能力持续强化的同时, 我们观察到模型调用成本持续下降的趋势, 背后的主要支撑因素为: 1) 模型参数体量更小 (包括混合专家模型, MoE), 优化模型参数调用以节省成本; 2) 推理效率优化; 3) 新一代硬件基础设施采用带来的成本节省。

图 7: 全球: 大模型调用成本展现持续优化趋势



资料来源: Artificial Analysis, 招银国际环球市场

举例而言, 在模型轻量化推动调用成本持续下降方面, 我们看到 DeepSeek-R1-Distill 与 GPT-4.1-nano 系列小模型在保持核心能力的同时, 推理成本大幅降低, 在特定任务中表现出色, 有利于边缘部署; 在推理效率优化方面, 我们看到如谷歌 Gemini 2.5 Pro、腾讯 Hunyuan-T1 聚焦长文本与低延迟响应, 以及 DeepSeek-R1-0528 提升模型自主优化逻辑推理能力, 升级后在数学、编程与通用逻辑等多个基准测评中取得了当前国内所有模型中首屈一指的优异成绩, 并且在整体表现上已接近其他国际顶尖模型, 并针对幻觉问题进行了优化。

图 8：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-Turbo-latest	0.3	0.6	
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-1.5-lite-32k	0.3	0.6	
零一万物	Yi-spark	1.0	1.0	
讯飞星火	Spark Lite	免费	免费	
MiniMax	MiniMax-M1	0.8	8.0	
智谱	GLM-4-Air	1.0	1.0	
Mistral	Mistral Small 3.1 (25.03)	0.7	2.2	
Meta	Llama-3.3-70b	4.2	5.0	
Claude	Claude Sonnet 4	21.6	108.0	
Google	Gemini 2.5 Flash-Lite	免费	免费	
OpenAI	GPT-4.1 nano	0.7	2.9	
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-latest	2.4	9.6	
百度智能云	文心一言 ERNIE-4.5-8K	3.0	9.0	
腾讯	混元大模型 hunyuan-large	4.0	12.0	
字节跳动	火山云 Doubao-1.5-pro-256k	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	MiniMax-Text-01	1.0	8.0	
智谱	GLM-4	100.0	100.0	
Mistral	Mistral Large	14.4	43.2	
Meta	Llama-3.1-405b	36.0	115.2	
Claude	Claude Opus 4	108.0	540.0	
Google	Gemini 2.5 Pro	9.0	72.0	
OpenAI	OpenAI o3	14.4	57.6	

资料来源：各公司官网、招银国际环球市场

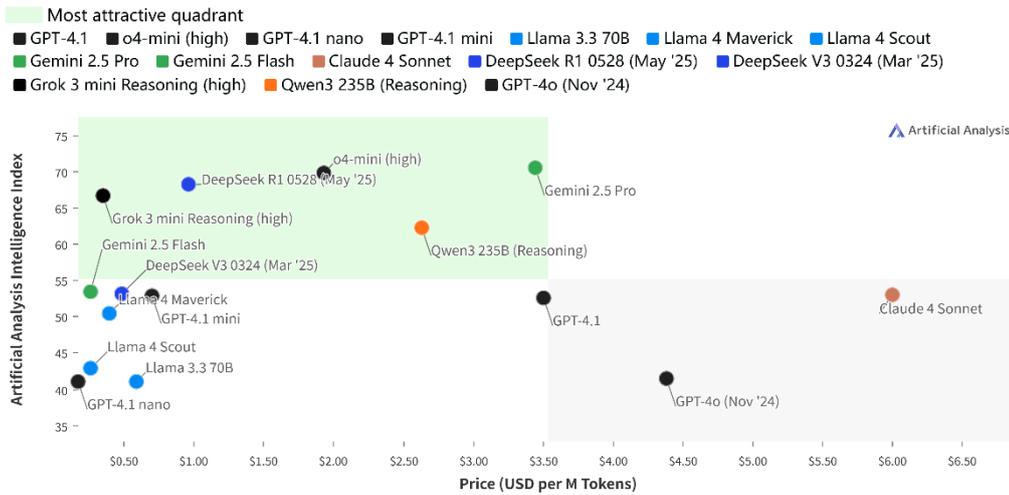
注：大小模型的划分依据主要考虑参数量、模型能力等

我们基于 Artificial Analysis 的数据库，对目前主要语言模型的模型能力及其对应的调用价格进行了梳理。目前来看，中国厂商中 DeepSeek、Alibaba，海外厂商中 OpenAI、xAI、谷歌等厂商的模型较为具备性价比，处于最具吸引力的象限区间。

图 9: 全球: 模型能力与调用价格对比

Intelligence vs. Price

Artificial Analysis Intelligence Index; Price: USD per 1M Tokens



资料来源: Artificial Analysis, 招银国际环球市场

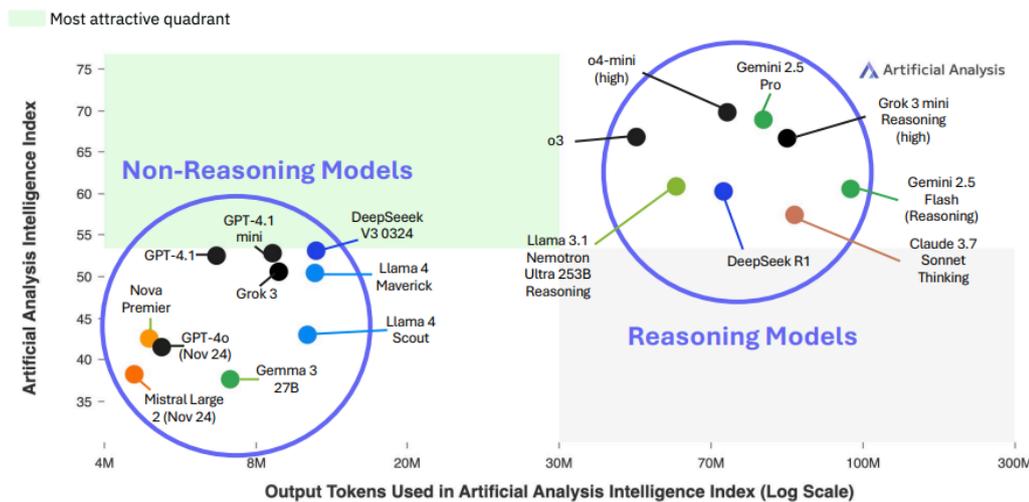
注: 图中绿色区域代表综合考量模型能力及调用成本后较为具备吸引力的模型所在区域

若进一步分拆考量推理模型和非推理模型的性价比, 基于 Artificial Analysis 数据, 在完成其 Intelligence Index 测试所需要的 token 调用量方面, 推理模型整体所需的调用量显著高于非推理模型, 若以中位数来对比, 推理模型中使用 token 调用量中位数的模型使用的 token 数量为非推理模型的 10 倍。在选择推理模型的过程中, 开发者需要同时关注每单位 token 的价格和整体使用的 token 量来决策使用何种模型会是更具性价比的选择。基于目前的模型能力、及完成相同的问题推理所需的 token 调用量的综合考虑来看, 非推理模型似乎更加靠近最具吸引力的象限区间。

图 10: 全球: 推理模型及非推理模型基于模型能力和整体 token 调用量为维度的对比

Intelligence vs. Output Tokens Used to Run Artificial Analysis Intelligence Index

Artificial Analysis Intelligence Index (Version 2, released Feb 25), Output Tokens Used (~5M input tokens)



资料来源: Artificial Analysis, 招银国际环球市场

注: 图中绿色区域代表综合考量模型能力及调用量后较为具备吸引力的模型所在区域

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的涌现将有助于推动软件生态进一步繁荣。而对于 AI 应用市场玩家而言，如何找到优质的细分应用场景并进行清晰的产品与核心用户定位，从而构筑自身商业模式核心竞争力，并通过不同 API 的组合调用来开发出挖掘满足下游需求的 AI 应用正逐步成为市场的关注重点，这一结构性变革有望催生新的市场投资机会。

AI 应用商业化更新

AI 应用商业化以及收入兑现主要关注两条主线：**1) 独立 AI 产品变现**，直接带来增量收入贡献，增量贡献易量化，但目前收入贡献仍然较为有限（低于 3%），典型公司包括 Salesforce、ServiceNow、快手、Adobe 等，海外公司在 B 端 AI 应用商业化方面取得领先，而国内公司在 C 端 AI 应用商业化的表现更好；**2) AI 拉动现有业务增长重新加速**，增量贡献较难量化，但已带动部分业务（尤其是云计算与广告）收入增长有较为明显加速，典型公司包括阿里巴巴、腾讯、Meta、Microsoft。同时，在基础设施 SaaS 及信息安全 SaaS 中，我们也观察到因 AI 应用厂商快速发展带来的基础设施 SaaS 需求提升，及传统公司在 AI 时代面对更大量更高频的信息安全威胁时对信息安全软件需求提升带动公司营收稳健增长的趋势。

独立 AI 应用变现：仍然处于早期阶段

在独立 AI 应用变现侧，我们认为：**1) 独立 AI 应用商业化目前仍处于早期阶段**，AI 应用收入占总收入比例通常低于 3%，AI 应用的渗透率提升仍然有待产品能力的优化、产品 ROI 的提升以及客户付费意愿的提升；**2) B 端 AI 应用商业化在海外率先落地**，国内则表现相对平淡。得益于海外企业客户较好的付费习惯以及成熟的 SaaS 订阅制收费模式，海外包括 Salesforce 和 ServiceNow 已经推出旗舰 AI 产品并实现早期商业化，而国内 B 端 AI 应用商业化表现相对平淡，早期主要集中在政企对于 AI 一体机的需求；**3) C 端 AI 应用商业化方面，已有国内 AI 应用表现亮眼**。快手可灵 AI 在 5 月 ARR 超过 1 亿美元（vs Adobe AI 独立应用 1QFY25 ARR 超 1.25 亿美元），且模型在文生图/文生视频能力以及成本方面形成优势，可灵 AI 单张图片成本仅约 0.002 美元（对比 Adobe 单张图片成本约 0.1 美元）；**4) 分垂类看，AI 编程/创意/企业智能体三个细分赛道的商业化进展相对领先**。AI 编程领域，目前已有 Cursor、GitHub Copilot 等 ARR 超 3 亿美元的应用；AI 创意领域，Midjourney/快手可灵 AI/Adobe Firefly 等应用 ARR 已超 5/1/1 亿美元；AI 企业智能体领域，Salesforce、ServiceNow 相关产品 ARR 均超 2 亿美元；**5) 关注部分垂类企业的 AI 商业化进展，AI 商业化对于这类公司业绩影响更为显著**：部分垂类企业收入规模相对较小，AI 商业化带动下，业绩弹性更高。Duolingo 旗下 AI 赋能的订阅产品 Duolingo Max 在 FY24 末付费用户数占比达到 5%，且 Duolingo Max ARPPU 更高，测算收入占比已达到 5-10%；美图旗下 AI 赋能的美图工作室 FY24 总收入达到约 2 亿元，已占公司总收入 8%。

图 11: AI 独立应用变现

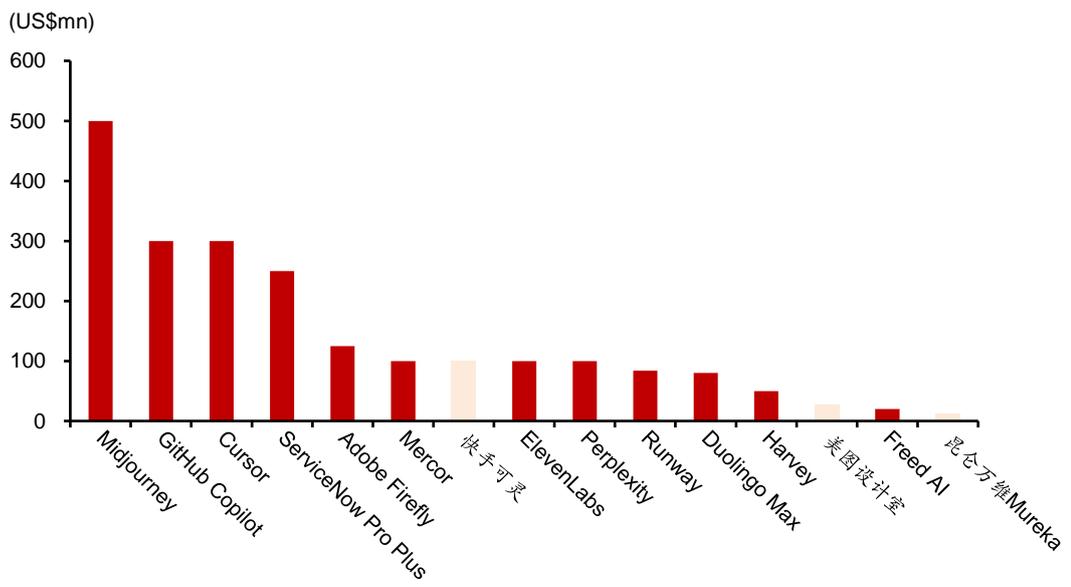
客户群	公司	产品	产品介绍	收费方式	收费	收入体量	总收入占比	
B 端	上市公司							
	Salesforce	Agentforce	企业 AI 智能体	以使用量为主	每次对话~2 美元/Agent 每次行动 ~0.1 美元	1QFY26 数据云+AI 约 10 亿美元 ARR	约 2%	
	ServiceNow	Pro Plus	企业 AI 智能体	订阅制+使用量	Pro Plus 订阅相较 Pro/Standard 订阅产品提价 30%/60%	1Q25 Pro Plus ARR 约 2.5 亿美元	约 2%	
	UiPath	Agentic Automation	企业 AI 智能体	订阅制	标准版每月每人~420 美元	NA	NA	
	AI 原生初创公司							
	Harvey	Harvey AI	法律 AI 助手	订阅制	每月每位律师~1,000 美元	25 年 1 月 ARR 约 5000 万美元	NA	
	Freed AI	Freed AI	医疗 AI 助手	订阅制	每月每位医生~90 美元	25 年 5 月 ARR 约 2000 万美元	NA	
Mercor	Mercor AI	AI 招聘	按时长计费	根据人力使用成本收费	25 年 3 月 ARR 超 1 亿美元	NA		
C 端	上市公司							
	快手	可灵 AI	AI 图片/视频创作	订阅制+使用量	每月 6.6 美元，每张图片约 0.002 美元，每秒视频约 0.1 美元	25 年 5 月 ARR 超过 1 亿美元	约 1%	

Adobe	Firefly	AI 图片/视频创作	订阅制+使用量	每月 9.99 美元, 每张图片约 0.1 美元	FY25 末 AI 产品 ARR 将超过 2.5 亿美元	约 1%
美图	美图设计室	AI 图片创作	订阅制+使用量	每月 4 美元, 每张图片约 0.1 美元	24 年收入约 2800 万美元 (2 亿人民币)	约 8%
昆仑万维	Mureka	AI 音频创作	订阅制+使用量	每月约 3 美元, 每首歌约 0.03 美元	截止 1Q25 末, AI 音乐流水 ARR 达到 1200 万美元	约 1%
Microsoft	GitHub Copilot	AI 编程	订阅制	每月 10 美元	24 年 7 月 ARR 超 3 亿美元	<1%
Duolingo	Duolingo Max	AI 教育	订阅制	每月 29.99 美元	24 年末 ARR 约 8000 万美元 (基于 5% 渗透率估算)	约 9%
AI 原生初创公司						
Midjourney	Midjourney	AI 图片创作	订阅制+使用量	每月 8 美元, 每张图片约 0.04 美元	25 年 2 月 ARR 超 5 亿美元	NA
Runway	Runway	AI 视频创作	订阅制+使用量	每月 12 美元, 每秒视频约 0.1 美元	24 年 12 月 ARR 约 8400 万美元	NA
ElevenLabs	Eleven v3	AI 音频创作	订阅制+使用量	每月 22 美元, 每秒语音约 0.004 美元	25 年 2 月 ARR 超 1 亿美元	NA
Anysphere	Cursor	AI 编程	订阅制	每月 20 美元	25 年 4 月 ARR 超 3 亿美元	NA
Perplexity	Perplexity	AI 搜索	订阅制	每月 20 美元	25 年 5 月年化收入超 1 亿美元	NA

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

对比全球市场上头部及垂类 AI 应用公司最新披露的 AI 收入水平, AI 商业化进展较快的应用主要集中在创意生成 (如 Midjourney、Adobe Firefly、快手可灵)、AI 编程 (如 GitHub Copilot、Cursor)、企业智能体 (如 Salesforce、ServiceNow) 等领域。AI 创意生成与 AI 编程商业化节奏较快, 或主要得益于 AI 在部分场景 (营销素材制作、程序开发) 已经能大量替代人力工作, Cursor 指出用户平均通过 AI 生成的代码量已占总代码量 40%-50%; 企业智能体商业化进展较快或主要得益于头部 SaaS 公司的交叉销售和向上销售能力, 海外企业 IT 预算充足, 付费意愿高, 在 AI 产品能够帮助企业客户降本增效并实现良好 ROI 的情况下, 头部 SaaS 公司可以通过交叉销售/向上销售 AI 产品实现 AI 商业化的较快落地。

图 12: 主要 AI 应用: ARR 对比



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

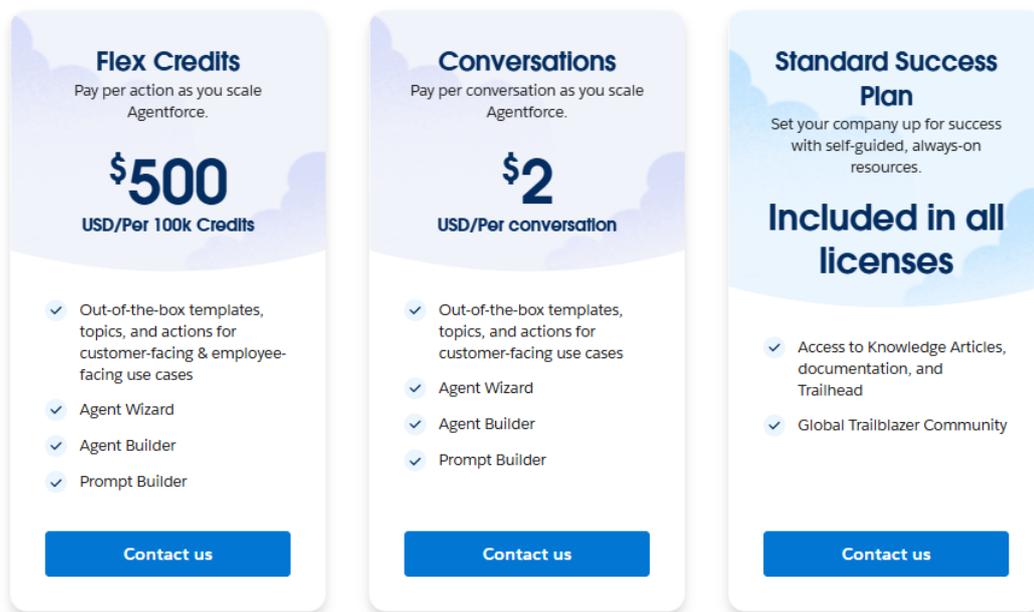
注: 根据公司最新披露的 ARR 数据

Salesforce: 1QFY26 数据云及 AI 产品 ARR 超 10 亿美元

1) **Salesforce:** 1QFY26 数据云与 AI 产品 ARR 超过 10 亿美元，同比增长超 120%。1QFY26 前 100 大交易中，约 60% 包含数据云及 AI 产品。自推出以来，公司已完成 8000 笔 Agentforce 订单，其中一半为付费客户。同时管理层还指出，1QFY26 Agentforce 新增订单收入中 30% 来自现有 Agentforce 客户的使用量增长，表明产品良好的使用量趋势。此外，Agentforce 还显著提升了客户对数据云的需求，1QFY26 数据云处理超 22 万亿条记录，同比增长 175%。

Salesforce 在 Agentforce 产品上主要采取了按使用量收费的模式，客户可以选择按照每次对话 (~2 美元/对话) 或 Agent 每次采取的行动 (~0.1 美元/行动) 进行付费。

图 13: Agentforce: 收费模式



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

ServiceNow: 预计 26 年 Pro Plus ACV 将超 10 亿美元

1Q25 公司包含 Now Assist AI 产品的 Pro Plus 订阅 ACV 已经超 2.5 亿美元，在 ITSM/CSM Pro 用户群的渗透率已经超过 10%，公司预计 26 年 Pro Plus ACV 将超 10 亿美元；同时公司在内部使用 AI 提升运营效率，预计 2025 年 AI 将帮助公司节省约 1 亿费用。1Q25 Pro Plus 产品交易数量同比增长超三倍，其中 39 笔交易包含三款或以上的 Now Assist 产品。

ServiceNow 采取按照席位+使用量结合的收费模式，Pro Plus 订阅相较 Pro/Standard 订阅产品提价 30%/60%，Pro Plus 产品每月包含固定的 Assist 积分，超出每月使用量后，客户需要额外付费调用 AI 服务。

图 14: ServiceNow: AI 产品推动向上销售



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

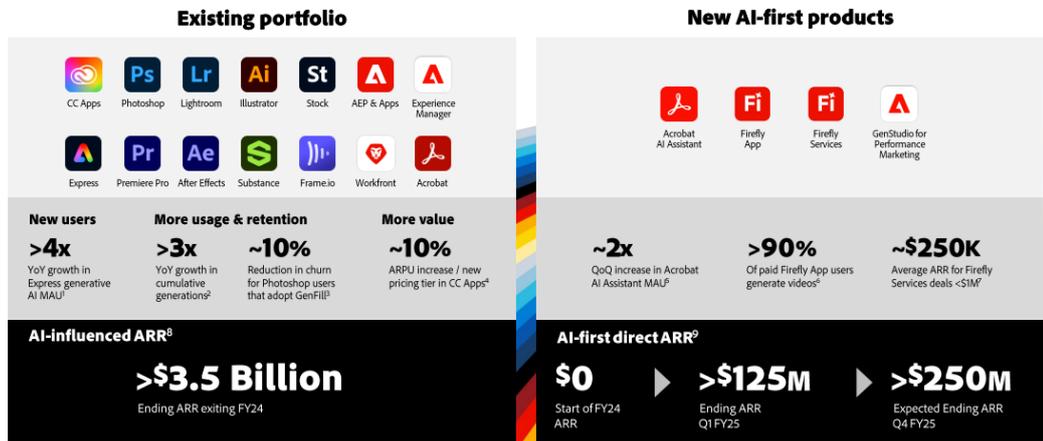
Adobe: FY25 末 AI 产品 ARR 将超过 2.5 亿美元

2QFY25 末公司 AI 独立应用 (如 Acrobat AI Assistant 及 Firefly) 的 ARR 已超 1.25 亿美元, 公司预计到 FY25 末 AI 产品 ARR 将超过 2.5 亿美元 (约占总收入 1%)。2QFY25 Firefly App 用户流量环比增长超过 30%, 付费订阅量环比接近翻倍。

收费模式方面, Adobe 同样采取按照席位+使用量结合的收费模式, Firefly 基础订阅包每月 9.99 美元, 包含 2,000 点 generative credits, 对应可生成约 100 张图片 (每张约 0.1 美元)。

图 15: Adobe: AI 商业化

Adobe's AI monetization



¹Average monthly active users (MAU) for the 4 weeks ended 02/28/2025 vs the 4 weeks ended 03/01/2024; ²Cumulative Firefly generations Q1 FY25 vs Q1 FY24; ³Average reduction in weekly churn over the last 6 months of Photoshop users that use GenFill vs those that do not; ⁴November 2023; ⁵Free and Paid MAU for the last month of Q1 FY25 vs. Q4 FY24; ⁶Paid Firefly Add On subscribers, measured from 2/12/2025 to 2/21/2025; ⁷Average new annualized deal value for Firefly Services, when under \$M ARR, Q1 FY24 to Q1 FY25; ⁸Adobe estimated, March 2025; ⁹Includes Acrobat AI Assistant (available Q1 FY24), Firefly App (available Q1 FY25), Firefly Services (available Q2 FY24) and GenStudio for Performance Marketing (available Q4 FY24), and excludes Express, Firefly embedded in Apps, AI Assistant in Acrobat Premium, Digital Experience Prime & Ultimate Tiers.

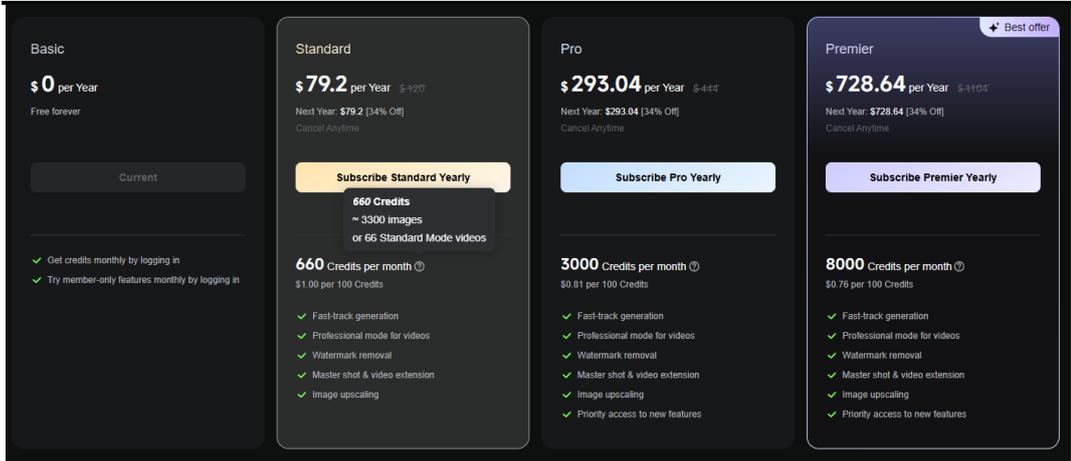
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

快手: 可灵 AI 5 月 ARR 突破 1 亿美元

可灵 AI 1Q25 收入超过 1.5 亿元人民币, 全球用户规模超过 2200 万。公司在 2025 年 6 月宣布, 可灵 AI 在推出 10 个月后 ARR 已突破 1 亿美元, 其中 4 月和 5 月的月度付费金额均超过 1 亿元人民币。

可灵 AI 目前主要面向全球用户变现，海外市场约占收入 70%，C 端用户约占收入 70%。收费模式方面，可灵 AI 亦采取了按照席位+使用量结合的收费模式，可灵 AI 基础订阅包每月约 6.6 美元，包含 660 点积分，对应可生成约 3,300 张图片/66 个视频（每张图片/视频约 0.002/0.1 美元）。

图 16: 快手: AI 商业化



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

极狐 GitLab: AI+编程商业化落地

公司推出了企业级 AI 智能体编程一体化平台取码 CodeRider，为开发者提供丰富的 AI 研发功能，包括自然语言生成代码、代码补全、代码调优纠错、单元测试生成、代码解释以及智能技术问答等。公司今年总收入不足 1 亿元，其中 AI 产品收入约占 20%，公司产品主要通过订阅和一体机两种模式进行收费，国内客户对于一体机需求较为强劲，一体机/软件采购/SaaS 模式收入分别约占 60/30/10%。

图 17: 极狐 GitLab: Agentic DevFlow



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI 拉动主业：推动云计算与广告加速增长

关于 AI 对于主业的拉动，我们认为：**1) 重点关注 AI 对于云计算和广告业务的拉动**，AI 对于阿里巴巴、微软、亚马逊的云业务收入增速拉动明显，1Q25 阿里巴巴/亚马逊的 AI 云业务均维持三位数同比增长；广告方面，AI 拉动腾讯、Meta 广告收入，AI 通过提升用户时长（从而增加广告库存）以及提高广告 ROI 两个方面，加速广告收入增长；**2) AI 对于传统搜索业务影响不一**，多模态 AI 搜索带来搜索增量并提升搜索体验，但短期 AI 搜索商业化效率或低于传统搜索（较低的点击率/转化效率），长期市场担忧 AI 大模型搜索或逐步侵蚀传统搜索市场份额；**3) 中长期维度，关注 AI 对于无人驾驶、游戏、电商等业务的拉动**，但短期 AI 对于这些业务的拉动效果暂不显著。

在基础设施 SaaS 及信息安全 SaaS 中，我们也观察到因 AI 应用厂商快速发展带来的基础设施 SaaS 需求提升，及传统公司在 AI 时代面对更大量更高频的信息安全威胁时对信息安全软件需求提升带动公司营收稳健增长的趋势。举例而言，Datadog 在 1Q25 业绩会时提及，LLM 可观测性服务的客户数量在过去六个月内增长超一倍，表明需求加速扩张；且截至 1Q25，超过 4,000 名客户使用了至少一项 Datadog 的 AI 集成功能，这一数字较去年同期翻倍；AI 原生客户在 1Q25 的年度经常性收入 (ARR) 占比达 8.5%，较上一季度 (6%) 和去年同期 (3.5%) 显著提升，且这类客户为 1Q25 的同比增长贡献了约 6 个百分点的收入增长，成为关键驱动力之一。Dynatrace 的 AI 观测性解决方案成为新的增长引擎：AI 赋能的日志方案渗透率 4QFY25 达 33%（客户数环比增长 18%），新客户中 50% 首次部署即采用（去年仅 20%），目标 2026 财年收入破 1 亿美元（同比增速超 100%）。

图 18: AI 拉动互联网&软件公司主业增长

公司	AI 进展
互联网&云计算龙头	
腾讯	<p>1) 推动广告收入加速增长: 1Q25 营销收入同比增长 20%，得益于 a) AI 优化广告算法，提升广告推荐效率；b) AI 提升视频号内容推荐算法，1Q25 视频号总时长快速增长，增加广告库存；</p> <p>2) 提升常青游戏用户活跃度: 在游戏中整合 AI 能力，提升用户活跃度；</p> <p>3) 带动腾讯云收入增长: 1Q25 企业服务收入实现双位数增长，主要由 AI 云收入增长加速所驱动。</p>
阿里巴巴	<p>1) 云业务营收增长持续加速: 4QFY25 (财年结于 3 月) 云智能集团分部收入为 301 亿元人民币，同比增长 18%，AI 相关的云业务营收维持三位数的同比增长；管理层强调各垂类行业对数字化均有强劲需求，并有信心云业务收入的同比增长能够进一步加速；</p> <p>2) AI 对平台的用户体验及广告效果提升带来帮助。</p>
百度	<p>1) Robotaxi 稳步扩张: 目前已经覆盖了全球 15 个城市，还会进一步以轻资产的模式快速扩张；</p> <p>2) 优化用户体验: 持续将生成式 AI 搜索结果融入搜索结果页面以提升用户体验，25 年 4 月，35% 的手百搜索结果包含生成式 AI 搜索结果 (1 月: 22%)，占比有望进一步提升；截至 25 年 3 月，手百 MAU 同比增长 7% 至 7.24 亿；</p> <p>3) 云业务营收增速显著加速: 1Q25，百度云营收人民币 67 亿元，同比增长 42%；</p> <p>4) 助力广告营收增长: 1Q25，商家智能体广告营收占比整体百度核心广告营收比例提升至 9%。</p>
Meta	<p>1) 提高用户使用时长: 在 AI 驱动的推荐系统支持下，过去 6 个月 Facebook/Instagram/Threads 用户使用时长分别增加 7%/6%/35%；</p> <p>2) 提高广告转化效率: 公司针对 Reels 推出 AI 赋能的新广告推荐系统，推动广告转化提高 5%；</p> <p>3) AI 原生应用: Meta AI 月活跃用户目前已接近 10 亿。公司预计在 FY25/26 继续专注于扩大 Meta AI 的用户数并提高用户活跃度，此后再考虑通过广告和付费服务实现商业化。</p>
Google	<p>1) 推动搜索问询量增长: AI Overviews 每月用户数超过 15 亿，且货币化率水平接近公司核心搜索业务；自 2024 年 10 月以来，Lens 月均视觉搜索量增加近 50 亿次；</p> <p>2) 提高广告转化效率: Demand Gen 等 AI 广告工具推动平台广告需求，使用 Demand Gen 的广告主平均支出转化率水平同比提升 26%；</p> <p>3) 带动云业务收入增长: 1Q25 谷歌云收入同比增长 28% 至 123 亿美元 (4Q24: 同比增长 30%)，主要受核心产品 GCP、AI 基础设施和生成式 AI 解决方案的增长推动。</p>
Microsoft	<p>1) 云业务收入增长重新加速: Azure 和其他云服务营收同比增长 33% (2QFY25: 31%)，按固定汇率计算为 35%，人工智能云对 Azure 增长的贡献为 16 个百分点 (3QFY24: 10ppts; 2QFY25: 13ppts)；</p> <p>2) 生产力与生产工具: Microsoft 365 Copilot 客户数年增 3 倍，ARPU 提升；M365 商业收入年增 8%；</p> <p>3) Security Copilot: 安全客户数达 140 万 (90 万使用 4+ 产品)，身份管理工具 Entra 月活超 9 亿，推动安全服务收入增长。</p>
Amazon	<p>1) AI 云营收连续多个季度实现三位数增长；</p> <p>2) 零售与广告: AI 优化商品搜索推荐、增强价格竞争力；AI 工具驱动全漏斗广告服务提效；</p> <p>3) Alexa+: 结合生成式 AI 能力，可执行多步骤复杂任务 (如旅行规划、智能家居控制)，并显著提升对话的自然度；</p> <p>4) AI 技术栈: 底层芯片: 推出定制 AI 芯片 Trainium2，提供比 GPU 实例高 30%-40% 的性价比，支持大规模模型训练；中间层服务: Amazon Bedrock 托管多种高性能 AI 模型 (如 Anthropic 的 Claude 3.7、Meta 的 Llama 4)，简化生成式 AI 应用开发；应用层: 推出 AI 助手 Amazon Q，支持代码开发；Nova 系列模型用于语音交互、自动化任务 (如网页浏览器操作)。</p>
垂类软件	
Workday	<p>1) AI 驱动订阅收入增长: AI 产品新增 ACV 翻倍；约 25% 的客户扩展交易包含至少一款 AI 产品；Illuminate AI 被超过 60% 客户采用；</p> <p>2) 生产力与开发工具: Extend Pro 快速增长，支持客户在 Workday 平台上自建 AI 应用；助力 Western Union 等企业显著降本增效；</p> <p>3) AI 平台与治理体系建设: 推出 Agent System of Record (ASR) 构建治理和生命周期管理系统，增强透明性与合规；公司认为，客户愿意为能带来 ROI 的 AI 功能付费，预计将成未来增长引擎。</p>
Intuit	<p>1) AI 强化订阅服务并推动费用增长: “AI agent + 人工专家”的合作模式推动 3QFY25 全平台收入上调指引；</p> <p>2) 推出角色型 AI agent 提升效率: AI agent 应用至 TurboTax (智能填写、预算提醒)、QuickBooks (支付与会计 agent)、Customer/Project 管理等多端点场景，大幅提升效率；比如，AI 生成的催缴发票功能在近四分之一的发票客户中使用，提升 10% 的逾期支付转化率；</p> <p>3) AI 助力改善利润率: 受益于 AI 效率和研发支出杠杆，3QFY25 (财年结于 7 月) 实现 GAAP 和 Non-GAAP 运营利润率分别增长约 390bp 和 100bp，AI 投资将持续扩大 ROI，并为中端市场提供“value-based 定价”模型。</p>
Atlassian	<p>1) Rovo AI 深度嵌入平台: Rovo for All 正式上线，Atlassian 构建了围绕 Rovo 的 Collections (如 Teamwork Collection 和 Strategy Collection)，囊括常用应用和 AI agent，提升协同效率；比如，HarperCollins 将以往需 50 小时处理的项目文档生成缩短到 1 小时，工单生成时长从 1 小时降至 15 分钟；</p> <p>2) AI 与订阅捆绑，推动长期 ARPU 和黏性提升: AI MAU 突破 150 万，覆盖 Premium 和 Enterprise 订阅；Atlassian 采取“先将 Rovo 免费集成至高端订阅，再通过提升订阅价值实现后续提价”的策略，短期内不单独收费 AI 功能，以增强订阅粘性、促进长期扩容；由于 AI COGS 较低，公司可借助云基础优化支撑 AI 投资，同时维持利润率。</p>

	<p>1) AI 功能推动平台扩张: 1Q25 末总计执行超 2600 万 AI 动作, 较 2024 年底增长超过 150%, AI 功能采用率强劲, 拉动云收入增长;</p> <p>2) 生产力与协作工具: 目前已推出 AI Blocks、Product Power-ups 与 Digital Workforce AI Agents, 允许用户在熟悉的 monday.com 平台上轻松自动分类、提取、生成内容等; Enterprise 层面推出 AI Vision、Enterprise Service Management 平台, 提供智能故障解决 agent, 于 3 月已上线首批 agent;</p> <p>3) AI 驱动生产效率与未来变现路径: 公司正测试按使用付费 AI credits 模式, 即第一批用户享有 500 个免费 AI actions 次数, 后续转为 pay-per-use 模式; 2025 年 3 月推出“AI 助手 Monday Expert”, 加强自动化和决策支持能力。</p>
Monday	
Zoom	<p>1) AI 工具 Zoom Companion 使用率持续提升: 1QFY26 Zoom Companion MAU 环比增长接近 40%;</p> <p>2) 基于增值服务逐步变现 AI 工具: 公司推出一系列新的 AI 工具产品, 包括 Custom AI Companion, Workplace for Clinicians, 逐步增加对于 AI 产品的变现。</p>
Wiz	<p>1) AI 工具提升用户创作效率, 提高付费用户转化率: 5 月公司推出 AI 视觉设计平台 Wixel, 帮助用户利用 AI 生成和编辑图片与视频; 公司还推出了 AI 助手 Astro, 提高用户建站效率。AI 工具帮助公司提升付费转化率, 提高 ARPPU 并降低流失率。</p>
Zeta	<p>1) 提升广告投放效率: 1Q25 公司推出 AI Agent Studio, 包含一系列生成 AI 工具, 用户可以定制 AI 智能体, 在复杂营销任务中使用 AI 智能体;</p> <p>2) 用户 AI 采用率持续提升: 1Q25 客户对于 AI 工具的采用率持续提升, 使用 AI 工具的客户单客户收入显著更高。</p>
网络安全软件	
CrowdStrike	<p>1) AI 内部应用推动内部效率提升: 内部应用 AI 为员工每月节省超 1 个工作日 (年化相当于 24,000 工作周); 订阅毛利率达 80%, 反映 AI 平台对运营效率的优化;</p> <p>2) AI 功能融入现有产品升级: 将 Charlotte AI 集成至 Falcon 安全套件, 提供统一 AI 安全分析界面; 基于统一 AI 传感器推出云数据保护, 同步提供负载防护;</p> <p>3) AI 原生安全产品需求提升: AI 智能体的普及扩大了网络安全市场空间, 使 CrowdStrike 的 AI 原生安全技术成为刚需。</p>
Palo Alto Network	<p>AI 相关 ARR 占比持续提升: 3QFY25 (财年结于 7 月) 与人工智能相关的年度经常性收入达到约 4 亿美元, 约占总年度经常性收入的 8%。</p>
Fortinet	<p>1) AI 技术深度集成于现有产品升级: AI 技术已深度集成到十余款 Fortinet 产品中, 并推出了一系列 AI 驱动产品如 FortiAIAssist 和 FortiGaurd AI 安全服务等;</p> <p>2) AI 驱动业务增长: 4Q24 由 AI 驱动的安全运维业务线占总账单金额的约 11%, 同时其 ARR 同比增长 32%;</p> <p>3) AI 带来的效率提升与成本节约: 服务毛利率的提升部分得益于早期 AI 相关节省的贡献。</p>
Zscaler	<p>1) AI 推动现有核心产品升级: AI 技术深度集成至 ZDX Copilot、Agentic AI 分析引擎等核心产品, 推出 GenAI 数据安全模块、LLM 代理检测系统等 AI 驱动功能;</p> <p>2) AI 驱动业务增长: AI 运维产品 ZDX Copilot 推出不足一年, 订单额从 2QFY25 (财年结于 7 月) 近 5,000 万美元增至 3QFY25 近 7,500 万美元, 季度环比增长 50%+; AI 分析解决方案如 Risk360 ACV 同比增长近 100%, 成为新兴产品线增长主力。</p>
基础设施软件	
Datadog	<p>1) AI 原生客户 ARR 贡献占比提升: AI 原生客户 1Q25 贡献了约 8.5% 的年度经常性收入 (ARR), 较 4Q25 的 6% 和 1Q24 的 3.5% 显著增长; 同时, AI 原生客户 1Q25 贡献了约 6ppts 的同比营收增长 (4Q24: 5ppts, 1Q24: 2ppts);</p> <p>2) 使用 AI 集成产品的客户数量持续提升: 截至 1Q25 有超过 4,000 家客户使用至少一项 Datadog 的 AI 集成产品, 数量较去年同期翻倍; 另外, LLM 可观测性产品的客户数量在过去 6 个月内翻倍。</p>
Dynatrace	<p>1) AI 观测性解决方案成为核心增长引擎: AI 赋能的日志方案渗透率 4QFY25 (财年结于 3 月) 达 33% (客户数环比增长 18%), 新客户中 50% 首次部署即采用 (去年仅 20%), 目标 2026 财年收入破 1 亿美元 (同比增速超 100%);</p> <p>2) AI 技术全栈融合: Dynatrace 将因果推理 AI、预测性 AI 与生成式 AI 深度集成至底层架构。</p>
Gitlab	<p>1) AI 产品持续推动客户增长: 1QFY26 (财年结于 1 月) 首次购买 Duo 的客户数环比增长 35%, DUO 和 Ultimate 相关交易推动席位扩张; 4QFY25 Duo 相关交易占新交易 ARR 的约 1/3;</p> <p>2) AI 产品升级: 将 AI 深度集成至全平台, Duo Chat 和代码建议功能免费开放给 Premium/Ultimate 用户, 降低 AI 使用门槛;</p> <p>3) AI 推升相关产品需求: AI 将大幅增加软件创作者和代码量, GitLab 平台是管理 AI 生成代码的基石。</p>
Snowflake	<p>1) AI 驱动平台业务增长: 1QFY26 (财年结于 1 月) 超 5,200 个账户每周活跃使用 AI/ML 技术, Cortex 成为企业 AI 战略核心组件;</p> <p>2) AI 产品规模化落地: 25 财年全年发布超 400 项 AI 相关功能, 1QFY26 单季度发布 125+ 项 AI 功能 (同比翻倍), 包括 Cortex Search 和 Cortex Analyst 等;</p> <p>3) 持续推进 AI 生态合作: 与微软深化合作, 将 OpenAI 模型引入 Cortex, 成为唯一同时支持 Anthropic 和 OpenAI 模型的数据平台; 与微软 365 Copilot 和 Teams 集成, 允许用户直接在 Microsoft 平台访问 Snowflake 数据洞察。</p>
Elastic	<p>1) AI 驱动商业转化加速: 4QFY25 (财年结于 4 月) 超 2,000 家云客户部署 AI 用例, 其中 310+ 家年消费超 10 万美元; 截至 4QFY25 百万级客户中 25% 将 Elastic 用于 AI 项目, 并斩获 8 笔 7 位数 AI 订单;</p> <p>2) AI 技术全栈化融合: Elastic Search AI 平台完成全栈化 AI 能力集成, 推出独家 BBQ (Better Binary Quantization) 向量压缩技术, 提升大规模生产场景检索效率。</p>
MongoDB	<p>1) AI 有望在 27 年后驱动收入加速: AI 对 2026 财年 (财年结于 1 月) 收入贡献温和 (企业仍处技能积累阶段)。管理层预计 AI 驱动的增长将在 2027 财年后加速;</p>

2) AI 带来新的市场机会: MongoDB 定位为 AI 时代的基础设施, 其文档模型能原生处理非结构化数据、嵌套结构和实时变化数据, 满足 AI 应用对数据灵活性的需求。AI 将推动数据库市场重构, MongoDB 凭借架构优势抢占增量市场。

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

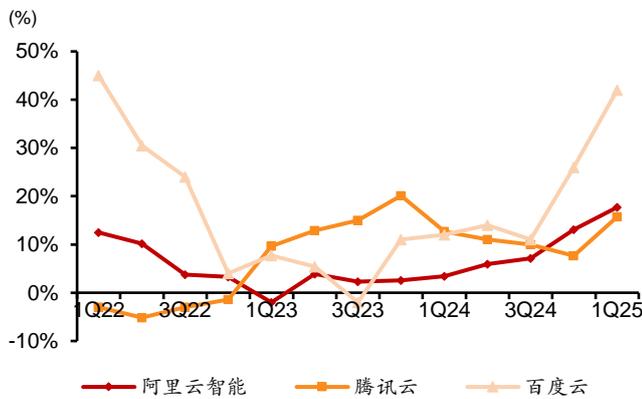
AI 云: AI 大模型和应用服务带动云算力需求增长

AI 大模型和应用服务直接带动云算力需求增长, 推动云业务增长重新加速。而且由于市场对于高端 AI 算力的需求仍然处于供不应求的状态, AI 云业务整体享有更高的利润率水平, 能够拉动云业务利润率水平。

分公司看: **1) 阿里巴巴:** 4QFY25 云智能集团分部收入为 301 亿元人民币, 同比增长 18%, AI 相关的云业务营收维持三位数的同比增长; **2) 腾讯:** 1Q25 企业服务收入实现双位数增长, 主要由 AI 云收入增长加速所驱动; **3) 微软:** 1Q25 (3QFY25) Azure 和其他云服务营收同比增长 33% (2QFY25: 31%), 按固定汇率计算为 35%, 人工智能云对 Azure 增长的贡献为 16 个百分点 (3QFY24: 10 ppts; 2QFY25: 13ppts); 展望而言, 我们认为 2Q25 微软云服务营收快速增长的趋势有望延续, 主因大客户执行情况改善且人工智能相关云服务的需求持续强劲; **4) 亚马逊:** 1Q25 AI 云营收持续三位数增长。

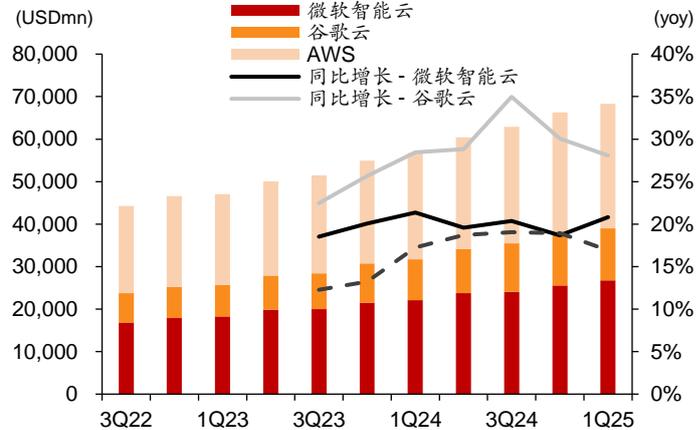
从中美云行业营收增长驱动因素对比来看, 数字化、智能化需求的提升均是主要的驱动因素。从美国云厂商的营收增长驱动行业来看, 金融及金融科技、医疗保健、制造业与零售、科技企业与 AI 初创公司、及政府及公共部门是主要的驱动需求增长的行业。对比而言, 我们认为中国的云化转型需求仍处于相对更早期的阶段, 未来随着宏观环境的恢复, 中国各行业的云化转型需求也将会有进一步的复苏。

图 19: 中国云厂商: 营收增速及估算



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 20: 美国云厂商: 营收增速及估算



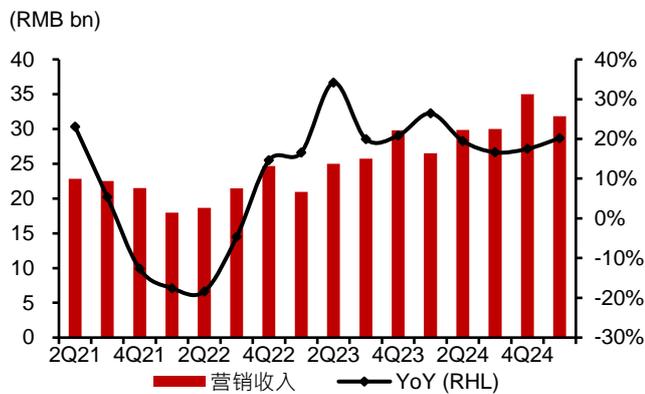
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

在线广告：AI 助力广告投放降本增效

AI 多方面赋能广告营销业务：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。

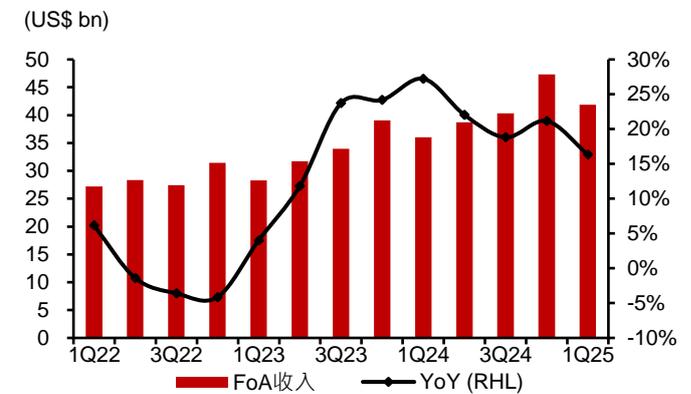
分公司看：1) **腾讯**：1Q25 营销收入同比增长 20%，得益于 AI 优化视频号内容推荐算法，带动视频号总时长快速增长，增加广告库存，同时 AI 有效提升广告精准投放和转化效率；2) **Meta**：在 AI 驱动的推荐系统支持下，6 个月内 Facebook/Instagram/Threads 用户使用时长分别增加 7%/6%/35%，同时公司针对 Reels 推出了 AI 赋能的新广告推荐系统，推动广告转化提高 5%；3) **谷歌**：Demand Gen 等 AI 广告工具推动平台广告需求，1Q25 使用 Demand Gen 的广告主平均支出转化率水平同比提升 26%。

图 21：腾讯：营销收入 1Q23 以来维持较快增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 22：Meta：广告收入 3Q23 以来维持较快增长



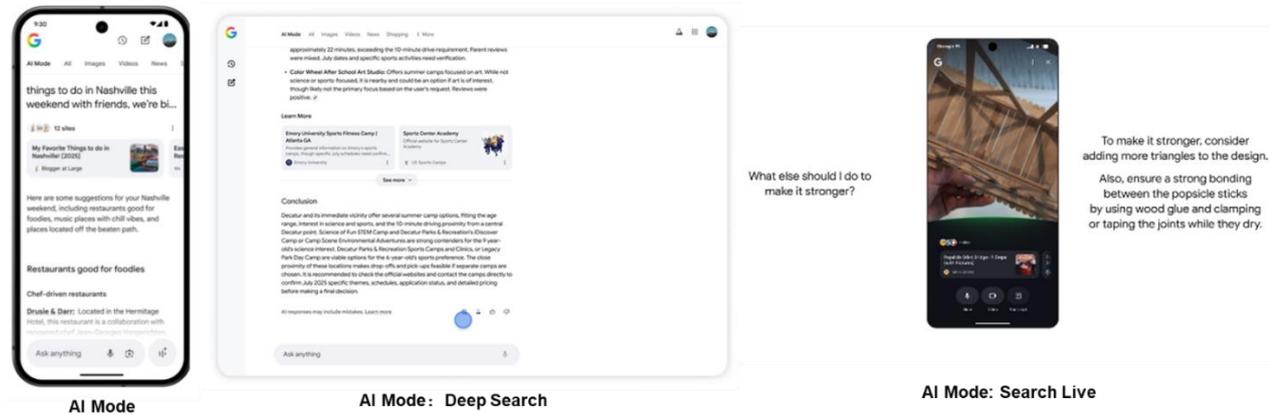
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

搜索：AI 改善搜索体验，创造增量问询

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。

分公司看：1) **谷歌**：2Q25 公司面向美国地区的搜索用户正式推出 AI Mode，AI Mode 具备强大的推理和多模态能力，并可通过追问以及相关网址链接为用户提供更深入的搜索结果。AI Mode 的推出或有望巩固谷歌在搜索市场的竞争优势，并带来搜索增量；据公司内部统计，公司此前推出的 AI Overviews 功能推动用户 AI 搜索量增长超 10%；2) **百度**：公司将生成式 AI 搜索结果融入搜索结果页面以提升用户体验，25 年 4 月，35% 的手百搜索结果包含生成式 AI 搜索结果（1 月：22%）；截至 25 年 3 月，手百 MAU 同比增长 7% 至 7.24 亿。

图 23: 谷歌: AI Mode



资料来源: 谷歌, 招银国际环球市场

垂类软件: 关注企业 AI 智能体变现机会

垂类软件企业积极利用 AI 技术、推出智能体服务, 帮助企业客户降本增效, 创造价值, 带动其软件产品的向上销售及交叉销售。

分公司看: **1) Intuit:** 海外财税 SaaS 应用 Intuit 将 AI 智能体应用至 TurboTax、QuickBooks 等多个旗舰产品, 大幅提升用户使用效率, AI 生成的催缴功能在近 25% 的发票客户中使用, 提升 10% 的逾期支付转化率, 产品使用体验的提升有效带动其平台用户留存及付费; **2) 百望云:** 结合 DeepSeek 等大模型能力, 百望股份打造了交易管理智能体、经营决策智能体和金融业务智能体等智能体矩阵, 目前已经落地 AI 开票智能体、票据处理智能体和财税风险智能体, 有效提升企业财税管理的效率并降低相关财税风险, 提升公司产品的核心竞争力。

图 24: 百望云: 智能产品矩阵



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于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、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。