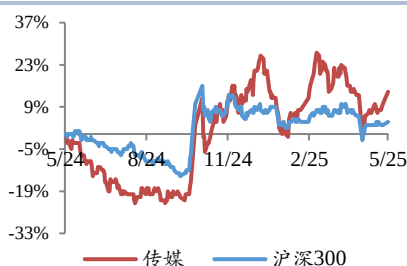


海内外 AI 发展势头强劲，关注港股互联网反弹机会

行业评级：增持

报告日期：2025-05-06

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 百度发布文心大模型 4.5 Turbo 和 X1 Turbo, 政治局会议带来计算机板块利好 2025-04-28
2. 可灵 AI 全系模型进入 2.0 时代, 关注算力相关反弹性机会 2025-04-20

主要观点：

● 海外头部 CSP 业绩亮眼，头部科技厂商 AI 战略明确，CapEx 持续投入

1) 海外头部厂商云业务：微软 FY3Q25 业绩超预期，Azure 收入增速较上季度加速，高于市场预期。Azure 本季度收入增长达 33%，是连续三个季度增速环比下滑后首次加速增长，高于 BBG 预期的 30%，超出上季度给予的指引（31%-32%）；AI 业务对 Azure 增长贡献 16pct，上季度为 13pct；AWS 本季度收入同比增长达 17%，业绩基本 inline；谷歌云业务本季度收入达 123 亿美元（yoy+28%），业绩基本符合 BBG 预期，OPM 小幅改善，本季度达 17.8%，环比+0.2pct；

2) 海外头部厂商 CapEx 情况：微软 CY25Q1 的 CapEx(不含融资租赁)达 167 亿美元，略高于 BBG 预期的 163 亿美元，包含融资租赁的 CapEx 达 214 亿美元，同时公司指引在 7 月开始的新财年，资本支出将继续增长，尽管增速有所放缓；Meta 的 CapEx 指引上调：今年 CapEx 指引为 640-720 亿美元，上季度指引为 600-650 亿美元，去年 CapEx 为 392 亿美元；亚马逊 CapEx 本季度为 250 亿美元，同比+67.6%，基本符合 BBG 预期，当前 BBG 对亚马逊全年 CapEx 预期维持 1000 亿+美元水平；谷歌 CapEx 一季度达 172 亿美元，高于去年同期的 120 亿美元，略高于 BBG 预期的 171 亿美元。全年 CapEx 维持此前指引，预计将达 750 亿美元，较去年的 530 亿美元显著增加。

● 自 DeepSeek R1 推出后，国内主要大模型厂商持续创新

1) 阿里开源国内首个混合推理模型 Qwen3，高性能+低成本引领开源生态。今年 4 月底，阿里宣布开源 Qwen3，Qwen3-235B-A22B 在代码、数学、通用能力等基准测试中，可媲美 DeepSeek-R1、OpenAI-o1、OpenAI o3-mini、Grok-3 和 Gemini-2.5-Pro 等顶级模型，同时参数量仅为 DeepSeek-R1 的 1/3，部署成本得以大幅下降，仅需 4 张 H20 即可部署 Qwen3 满血版，显存占用仅为 DeepSeek-R1 的三分之一；

2) 小米开源 MiMo 模型，推动端侧 AI 普及。今年 4 月 30 日，小米开源首个推理大模型 MiMo7B，在代码、数学等基准测试中超越 OpenAI o1 mini，并计划 2025 年下半年发布增强版 MiMo-2；

3) Agent MCP 协议逐渐普及，将催生 AI Agent 应用爆发，推动 AI 从“对话”到“执行”的跨越。MCP 由 Anthropic 于 2024 年底发布，为 AI 模型与外部工具提供标准化交互框架。今年以来，国内头部科技厂商纷纷布局 MPC+AI Agent。如百度通过“千帆平台”构建“模型-MCP-应用”三层体系，开放搜索、地图能力打造“MCP 广场”；腾讯基于知识引擎集成位置服务、微信读书等插件，支持自定义 MCP

插件调用；字节跳动内测通用 Agent 产品“扣子空间”探索 MCP 整合等；

4) DeepSeek 模型持续迭代，推理能力进一步提升。今年 3 月份，DeepSeek 发布 V3 小版本更新 DeepSeek V3-0324，模型总参数从初代 V3 的 6710 亿增至 6850 亿，仍采用混合专家 (MoE) 架构。新版 V3 模型借鉴 DeepSeek-R1 模型训练过程中所使用的强化学习技术，大幅提高了在推理类任务上的表现水平，在数学、代码类相关基准测试中超过 GPT-4.5。此外，V3-0324 采用 MIT 许可证，允许自由修改、分发及商业化应用，进一步降低了开发者的使用门槛。

● **海内外持续探索 AI 应用，大规模商业化 AI 应用值得期待**

1) 海内外 AI agent 持续迭代，AI agent 形态可期。今年 4 月底，Meta AI 上线独立应用，通过利用用户在 Meta 平台上共享的数据（如个人资料、互动内容和偏好），提供更相关、更贴合上下文的回应，此外 meta AI 将推出付费高级版和广告嵌入；GPT 探索电商能力，4 月底 ChatGPT Search 增加购物推荐功能，当用户搜索产品时，ChatGPT Search 会提供一些推荐商品，展示这些商品的图片和评论，并附上商品链接；

2) AI 对广告行业赋能持续深化，AI 搜索多模态交互革新。Meta 广告业务本季度收入增速为 16%，高于 BBG 预期的 14%，AI 对广告的赋能持续；去年谷歌发布生成式 AI 搜索 Google AI overview，替代传统搜索结果中的链接列表，同时支持多模态交互，支持文本、图像、视频输入，例如通过摄像头拍摄故障设备视频直接获取解决方案等。今年 3 月份，谷歌推出 AI Mode 搜索，进一步深化生成式 AI 搜索功能。

● **投资建议**

港股互联网平台在 AI 基础设施、大模型及应用场景领域有所布局，从海外大厂财报可见生成式 AI 仍为其重投入押注方向，大规模商业化应用值得期待。相关公司：坐拥 AI 产品入口形态且具备海量用户规模，生态逻辑再次加强的腾讯控股；AI 有望拉动云业务增长且国内电商主业边际改善的阿里巴巴；汽车业务高速增长且同时布局大模型的小米集团-W；具有全球 Tier1 视频模型可灵的快手-W；具备 AI 应用场景的美团-W、携程集团-S、同程旅行、网易-S、腾讯音乐、阅文集团、网易云音乐、阿里健康、金蝶集团、迈富时集团、联想集团等。

● **风险提示**

行业竞争加剧；全球宏观经济扰动风险；全球云计算开支缩减；AI 进展不及预期等。

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。