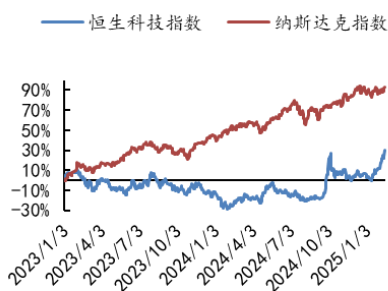


复盘美股 AI: DeepSeek 有望引领 AI 持续创新，关注国内 AI 资产

行业评级：增持

报告日期：2025-02-16

恒生科技指数与纳斯达克走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. DeepSeek 加快国内 AI 进程，关注计算机及恒生科技行业估值修复
2025-02-09

2. 特朗普投资 5000 亿打造“星际之门”项目，关注智能软件产业链
2025-01-27

主要观点：

- 23 年初 ChatGPT 用户数过亿以来，海外大模型持续迭代，接入云平台，AI 成为云平台增长提速驱动力，推动股价大幅上涨

2023 年 1 月底 ChatGPT 用户数量过亿，海外主要 CSP 云计算平台自 23 年 2 月起分别接入大模型，23Q3 开始 Capex 和云业务收入陆续开始提速。其中，微软 2023 年 2 月宣布 OpenAI API 在 Azure 上线并接入 M365 推出 Copilot 能力。其 23Q3 云计算资本开支同比增速从 23Q2 的 30% 提升到 55% 以上水平，全年 CapEx/OCF 从 CY22 的 29% 提升到 CY23 的 34%，CY24 进一步提升至 44%。而其云计算业务按照旧财报口径 23Q4 也开始提速。公司从 23Q3 开始披露 AI 云业务贡献 Azure 增速的比例，23Q3-24Q1 按照旧财报口径分别拉动增速 3%/6%/7%，公司自 23 年 2 月 1 日至 24 年 7 月 23 日披露 CY23Q2 财报，股价上涨 80%；AWS 资本开支和云计算增速从 23Q4 开始同步提速，最终估算其 CY23-24 财年 CapEx/OCF 分别为 30%、46%，同时公司电商业务伴随着仓储物流投入之后的盈利改善阶段，公司零售业务 OPM 从 23Q1 至 24Q4 季度环比持续提升，其中北美零售 OPM 从 1.2% 提升至 8%；国际零售 OPM 从 -4.3% 提升至 3%，受到双重驱动，公司股价从 23 年 2 月 1 日至 24 年 12 月 31 日上涨 109%。Google Cloud 在 CY23Q4 起 CaPex、收入增速及 OPM 同时提速，OPM 显著改善，Google 的股价从 23 年 2 月 1 日至 24 年 12 月 31 日上涨 90%。

- 美股 SaaS 行业 2024 年经历了从“AI Assist”向“AI Agent”发展，AI 全面赋能

SaaS 作为企业经营的提效产品，客户对效率的敏感性较高，因此是生成式 AI 落地应用的重要场景。24Q3 末至 24Q4 初，生成式 AI 商业化的加速应用以及宏观经济改善的预期带动包含主要美股 SAAS 公司的 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index 指数反弹 35%。自 23Q1-Q2 起，Salesforce、Servicenow 等 SaaS 公司开始尝试将 AI 功能融入产品，并持续迭代，AI 对 CRM、ERP、信息安全、数据库以及零售、人力资源、财务等细分领域均有所催化。以 SAP 为例，一方面，公司云业务从 23 年初开始提速，云业务转型持续，云收入占比提升；另一方面，公司全面探索 AI 与业务的结合，并推出 Joule AI 代理，更广泛的嵌入企业解决方案，推动企业生产力提升，公司股价自 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 2 月 14 日上涨 192%；Salesforce 的 FY23Q4（截止 20230131）业绩超预期，从 23Q2 起推出 AI 驱动产品，并于 2024 年 10 月底上线 Agentforce，

在一周内达成 200 个交易，并在 3 个月后迅速更新了 Agentforce2.0，公司股价自 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 2 月 14 日上涨 145%。

● **AI 端侧具备成为新流量入口的可能性，头部厂商纷纷布局抢占生态位**

Deepseek 将明显加快端侧 AI 的落地节奏，AI 手机、AI 眼镜、AI 宠物/陪伴、AI PC 等众多领域值得关注。 各家手机厂商于 2024 年底公布的系统级 AI 助手，今年已经逐渐落地，区别于此前的 AI 生成式手机，系统级 AI 助手的落地也正式标志着 AI 手机迎来新的阶段，除了推动换机需求外，手机作为端侧重要的流量入口，也会为 AI 应用提供土壤，有望助力 C 端 AI 应用全面开花；2024 年受益于 RayBan Meta 的推出，全球 AI 眼镜销量达 152 万副，同比增加 5 倍，2025 年小米等国内厂商的入局有望推动国内 AI 眼镜破局。2024 年 CES 展上，AI 宠物产品众多且热度较高，同样值得关注；windows 系统更新叠加个性化模型的本地部署有望拉动 AI PC 的换机需求。

● **AI 为广告行业提效得到持续验证，在搜索、广告、电商、教育、金融、网络安全、医疗领域有所赋能**

从美股公司来看，AI 为广告行业提效得到持续验证，此外 AI 在搜索、广告、电商、教育、金融、网络安全、医疗领域有所赋能。AI 通过实时反馈优化、智能推荐引擎、自动化广告创意生成等方面提升了广告转化率和效率，对 Meta、Applovin、Pinterest、Snapchat 等广告效率和收入均有拉动，推动美股相应公司股价大幅上涨。

● **投资建议**

Deepseek 的创新一方面是提升模型性能降低成本，为应用大模型降低门槛，为个性化私有部署提供更强落地性；另一方面，也为生成式 AI 的发展提供新的工程学迭代方向，明确开源模型的地位亦可以加速各大模型厂商的跟进及创新速度，我们认为这是国内 AI 的新征程的开始，后续行业内的持续创新值得期待。 Deepseek-R1 发布以来，阿里发布通义千问旗舰版模型 Qwen2.5-Max、字节跳动豆包大模型 Foundation 团队推出 UltraMem 稀疏模型架构、微信接入 Deepseek 等均验证了行业后续潜力。**建议关注包括算力、AI 大模型、云平台、软件、应用、端侧等在内的国内 AI 机会。** 1) 云平台及大模型领域建议关注国内云计算龙头厂商阿里巴巴-W，一方面，AI 有望驱动阿里云增速提升，同时改善利润率水平，获得重估；另一方面，电商业务在低价货场的布局后有望迎来竞争力和货币化率趋势的改善，同时推动公司盈利能力及估值修复；以及具备较好的生态入口、具有聊天、公众号等私有数据资产、具备众多应用生态且积极布局大模型及云计算的腾讯控股；以及其他积极布局 AI 的国产云厂商，如小米、华为、字节等生态厂商；2) 端侧 AI 建议关注“人车家”生态得到验证并具备 AIOT 多端入口的小米集团-W；以及 PC 行业高市占率公司联想集团等；3) SaaS 及软件行业建议关注：金蝶国际、焦点科技、用友网络、美图公司及其他网安、数据平台、CRM、ERP 等软件及 SaaS 类公司等；4) AI 对广告提效在海外已经得到验证，广告作为效果可快速

反馈的垂直领域值得关注，建议关注快手-W、哔哩哔哩-W等；5）数据是AI时代应用层的重要竞争力，互联网平台具备较大的流量积累，有望在垂直领域提效或者创造新的场景，建议关注美团-W、拼多多、京东集团-SW、携程集团-S、网易-S及其他头部医疗健康、旅游、音乐、影视等互联网垂类平台。

● 风险提示

行业竞争格局剧变风险、宏观经济波动风险、政策及监管趋严风险、科技创新落地进展不及预期风险。

正文目录

1 海外云厂商股价高涨下的资本支出及云业务增长表现.....	6
1.1 2023 年至今海外云厂商股价表现	6
1.2 海外云厂商资本开支表现.....	7
1.3 海外云厂商云业务表现.....	9
2 美股 AI 应用方向.....	11
2.1 AI+广告	11
2.2 AI+SAAS.....	12
2.3 AI 眼镜.....	15
3 AI 手机及 AIPC 进展.....	17
4 DEEPSEEK R1 引发全球 AI 产业重塑	19
4.1 DEEPSEEK 发布后全球动态一：快速接入.....	19
4.2 DEEPSEEK 发布后全球动态二：模型迭代.....	21
5 重点公司	21
风险提示:	22

图表目录

图表 1 2023-2024 年纳指走势复盘	6
图表 2 2023 年以来微软股价走势	7
图表 3 2023 年以来谷歌股价走势	7
图表 4 2023 年以来亚马逊股价走势	7
图表 5 2023 年以来 ORACLE 股价走势	7
图表 6 海外主流云厂商 CAPEX（自然年度）	8
图表 7 海外主流云厂商 CAPEX（季度）	8
图表 8 微软和 ORACLE 云业务业绩（百万美元；年度）	9
图表 9 微软和 ORACLE 云业务业绩（百万美元；季度）	9
图表 10 谷歌和亚马逊云业务业绩（百万美元；年度）	10
图表 11 谷歌和亚马逊云业务业绩（百万美元；季度）	10
图表 12 美股广告公司广告分部业绩	11
图表 13 BVP NASDAQ EMERGING CLOUD INDEX 走势图	12
图表 14 SALESFORCE 行情复盘	13
图表 15 AGENTFORCE ROI CALCULATOR	13
图表 16 美股 SAAS 公司业绩汇总（截止至 2025-02-16）	14
图表 17 DUOLINGO 股价图(美元)	14
图表 18 PALO ALTO NETWORKS 股价图(美元)	14
图表 19 SERVICE NOW 股价图(美元)	15
图表 20 SALESFORCE 股价图(美元)	15
图表 21 SNOWFLAKE 股价图(美元)	15
图表 22 SAP 股价图(美元)	15
图表 23 AI 眼镜产品梳理	15
图表 24 AI 眼镜销量(季度)	17
图表 25 AI 眼镜销量(年)	17
图表 26 近期重点手机和 PC 厂商 AI 进展	17
图表 27 DEEPSEEK 与 OPENAI 模型性能对比	20
图表 28 重点公司估值表（盈利预测来自于 BBG 一致预期，截止至 2025-02-15）	21

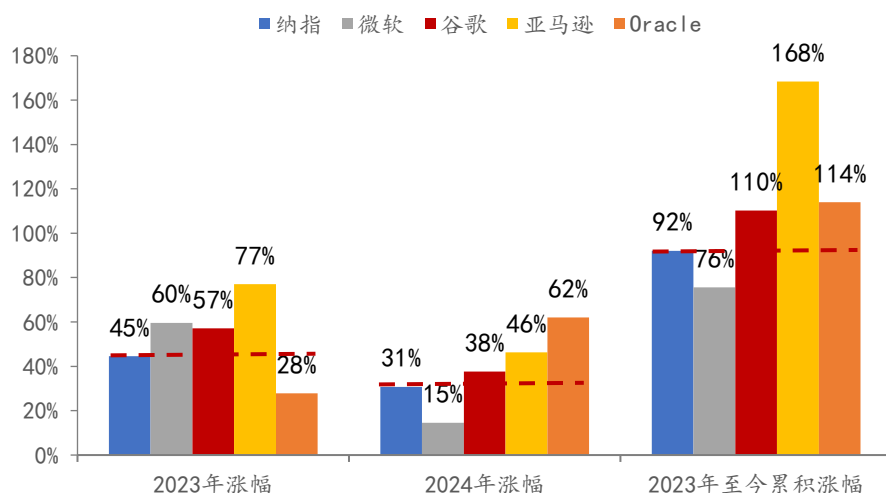
1 海外云厂商股价高涨下的资本支出及云业务增长表现

1.1 2023 年至今海外云厂商股价表现

2023 年以来，随着 AI 大模型日新月异的发展，全球主要云计算服务商如亚马逊 AWS、微软 Azure、谷歌 GCP、Oracle 等，因在 AI 算力基础设施领域的核心地位，成为资本市场关注的焦点。这一趋势背后存在两重逻辑：1) 大模型训练所需的庞大算力直接拉动 GPU 服务器、高速网络和数据中心需求，云厂商搭建的算力群便是训练和使用 AI 大模型的基座；2) 云厂商通过提供 AI 开发平台(如 AWS SageMaker、Google Vertex AI、Azure AI Foundry)，正在构建从底层算力到上层应用的完整生态；

从股价表现看，头部云厂商股价自 2023 年以来持续走强，实现大幅高于纳指的涨幅（微软除外，自 24Q2 以来 Azure 增速环比收窄，股价受到拖累）。

图表 1 2023-2024 年纳指走势复盘



资料来源：iFind、华安证券研究所绘制

图表 2 2023 年以来微软股价走势



资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 3 2023 年以来谷歌股价走势



资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 4 2023 年以来亚马逊股价走势



资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 5 2023 年以来 Oracle 股价走势



资料来源：iFind、华安证券研究所

对于云厂商来说，影响股价变动及投资者信心的关键锚点有两个：**1）**当前 AI 军备竞赛时代背景下，云厂商强有力的资本支出是其未来在云计算赛道竞争卡位的关键所在，在合理范围内维持较高水平的资本投入是当前市场喜闻乐见的；**2）**云业务的增长水平，这也是衡量其资本投入是否合理有效的重要途径。

1.2 海外云厂商资本开支表现

1)2022 年开始海外云厂商资本开支逐渐增大，2024 年进入白热化：2022-2023 年开始，海外云厂商就已经开始针对云计算业务加大了投资力度，进入 2024 年后资本投入力度进一步加大。2024 年微软、谷歌、亚马逊以及 Oracle 的资本开支均实现 50%以上的同比增长；

2）当前资本开支投入比例相对合理，占 OCF 50%左右，我们判断 2025 年资本开支水平仍能维持较高水平增长。2024 年，微软（不含融资租赁）、谷歌、亚马逊

AWS（估算占整体 CAPEX 60%左右）以及 Oracle 的资本开支占据自身经营性现金流的 50%左右，投入水平仍算合理。我们预计 2025 年各家 CAPEX 仍能维持较高水平的增长，微软和 Oracle 最新指引为 FY2025 资本开支达 800 亿美元（yoy+27%）和 135 亿美元（同比翻倍），亚马逊和谷歌 2025 年资本开支最新指引约为 1050 亿美元（yoy+27%）和 750 亿美元（yoy+43%）。

图表 6 海外主流云厂商 CAPEX（自然年度）

mn USD		CY22	CY23	CY24	CY25 E
报告期		Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Microsoft	CapEx(Excl.Lease)	24,768	35,202	55,552	67,748
	yoy, %	6.7%	42.1%	57.8%	22.0%
	CAPEX/OCF	29.4%	34.3%	44.2%	48.6%
	CapEx(Incl.Lease)	28,400	41,200	75,600	94,351
	yoy, %	3.27%	45.1%	83.5%	24.8%
	CAPEX/OCF	33.7%	40.1%	60.2%	67.7%
Google	CapEx	31,485	32,251	52,535	73,713
	yoy, %	27.8%	2.4%	62.9%	40.3%
	CAPEX/OCF	34.4%	31.7%	41.9%	48.2%
Amazon	CapEx	63,645	52,729	82,999	99,298
	yoy, %	4.3%	-17.2%	57.4%	19.6%
	CAPEX/OCF	136.1%	62.1%	71.6%	67.2%
	AWS CapEx	27,755	24,843	53,267	73,227
	yoy, %	25.9%	-10.5%	114.4%	37.5%
	占总体 CAPEX 比重	43.6%	47.1%	64.2%	73.7%
Oracle	CapEx	6,678	6,935	10,745	15,750
	yoy, %	114.2%	3.8%	54.9%	46.6%
	CAPEX/OCF	44.3%	40.7%	53.0%	67.0%

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所

图表 7 海外主流云厂商 CAPEX（季度）

mn USD		CY1Q23	CY2Q23	CY3Q23	CY4Q23	CY1Q24	CY2Q24	CY3Q24	CY4Q24
报告期		Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24
Microsoft	CapEx(Excl.Lease)	6,607	8,943	9,917	9,735	10,952	13,873	14,923	15,804
	yoy, %	23.7%	30.2%	57.8%	55.2%	65.8%	55.1%	50.5%	62.3%
	CAPEX/OCF	27.0%	31.1%	32.4%	51.6%	34.3%	37.3%	43.7%	70.9%
	CapEx(Incl.Lease)	7,800	10,700	11,200	11,500	14,000	19,000	20,000	22,600
	yoy, %					79.5%	77.6%	78.6%	96.5%
	CAPEX/OCF	31.9%	37.2%	36.6%	61.0%	43.9%	51.1%	58.5%	101.4%
Google	CapEx	6,289	6,888	8,055	11,019	12,012	13,186	13,061	14,276
	yoy, %	-35.7%	0.9%	10.7%	45.1%	91.0%	91.4%	62.1%	29.6%
	CAPEX/OCF	26.8%	24.0%	26.3%	58.3%	41.6%	49.5%	42.5%	36.5%
Amazon	CapEx	14,207	11,455	12,479	14,588	14,925	17,620	22,620	27,834
	yoy, %					5.1%	53.8%	81.3%	90.8%
	CAPEX/OCF	296.7%	69.5%	58.8%	34.4%	78.6%	69.7%	87.1%	61.0%
	AWS CapEx	6,694	5,397	5,879	6,873	9,579	11,308	14,517	17,863
	yoy, %	-4.9%	-12.3%	-9.8%	-0.9%	43.1%	109.5%	146.9%	159.9%
	占总体 CAPEX 比重	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%	64.2%	64.2%	64.2%	64.2%
Oracle	CapEx	2,628	1,913	1,314	1,080	1,674	2,798	2,303	3,970
	yoy, %	138.7%	34.4%	-23.6%	-55.6%	-36.3%	46.3%	75.3%	267.6%
	CAPEX/OCF	61.5%	33.9%	18.8%	755.2%	30.6%	46.0%	31.0%	304.4%

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所

1.3 海外云厂商云业务表现

1) 微软: 高额资本投入下效果也较为明显, Azure 近两年均维持 30%以上增长, 尤其在 2024 年年中之前, Azure 增速维持环比加速增长, 这也是支撑其股价持续走高的关键因素。进入 24Q2 后, Azure 受到算力产能限制以及非 AI 云计算需求减弱双重影响, 收入增速环比收窄, CY24Q2-CY24Q4 Azure 增速为 35%/34%/33%/30%, 股价也随之回落后进入横盘调整阶段。

2) Oracle: cloud & licence 业务近两年内各季度基本均高于 BBG 一致预期, 同时伴随资本投入明显加速, 股价也持续走强。

图表 8 微软和 Oracle 云业务业绩 (百万美元; 年度)

mn USD		FY2023	FY2024	FY2025e	FY2026e	FY2027e
Microsoft	Intelligent Cloud Revenue	72,944	87,464	105,424	128,210	154,154
	yoy, %	n/a	19.9%	20.5%	21.6%	20.2%
	Azure growth %	n/a	33.0%	31.7%	30.7%	27.8%
	AI contribution to Azure growth%	n/a	9.0%	13.7%	18.0%	23.3%
	Intelligent Cloud OP	28,411	37,813	40,151	53,683	67,323
	OPM %	38.9%	43.2%	38.1%	41.9%	43.7%
Oracle	Cloud&Licence	35,307	39,383	44,378	51,858	61,212
	yoy, %	17.0%	11.5%	12.7%	16.9%	18.0%
	vs.BBG consensus	1.1%	0.1%	n/a	n/a	n/a

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

注: vs.BBG consensus 红色为 beat, 绿色为 miss

图表 9 微软和 Oracle 云业务业绩 (百万美元; 季度)

mn USD		FY1Q23	FY2Q23	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25
		CY3Q22	CY4Q22	CY1Q23	CY2Q23	CY3Q23	CY4Q23	CY1Q24	CY2Q24	CY3Q24	CY4Q24
Microsoft	Intelligent Cloud Revenue	16,885	17,926	18,244	19,889	20,013	21,525	22,141	23,785	24,092	25,544
	yoy, %	n/a	n/a	n/a	n/a	18.5%	20.1%	21.4%	19.6%	20.4%	18.7%
	Azure growth %	n/a	n/a	n/a	n/a	31.0%	33.0%	35.0%	34.0%	33.0%	31.0%
	AI contribution to Azure growth%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
	Intelligent Cloud OP	6,750	6,727	7,017	7,917	8,908	9,555	9,515	9,835	10,503	10,851
	OPM %	40.0%	37.5%	38.5%	39.8%	44.5%	44.4%	43.0%	41.3%	43.6%	42.5%
Oracle	Cloud&Licence	8,417	8,598	8,923	9,370	9,547	9,639	9,963	10,234	10,519	10,806
	yoy, %	14.2%	13.8%	16.8%	23.1%	13.4%	12.1%	11.7%	9.2%	10.2%	12.1%
	vs.BBG consensus	2.5%	0.6%	1.7%	4.1%	1.2%	0.4%	1.2%	0.4%	0.1%	-0.1%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

注: vs.BBG consensus 红色为 beat, 绿色为 miss

3) 谷歌: 谷歌云业务规模相较于微软和亚马逊来说较小, 当前云业务增速较高, 同时在 2023 年以来迎来利润改善阶段, 云业务 OPM 进入 2023 年实现扭亏为盈, 云业务 OPM 水平自 23Q1 以来多数季度明显高于 BBG 预期水平。

4) 亚马逊: 亚马逊股价的强势增长除了零售业务盈利能力的提升之外, 其云业务也在经历过 2023 年低谷后出现明显回暖, 24Q1 AWS 收入增长提升至 17.2%, 较 23Q4 的 13.2% 出现明显加速, 自 24Q1 以来, 其云业务基本处于加速通道当中, 24Q1-24Q4 AWS 增速达 17.2%/18.7%/19.1%18.9%。

图表 10 谷歌和亚马逊云业务业绩 (百万美元; 年度)

mn USD		CY2022	CY2023	CY2024	CY2025e	CY2026e	CY2027e
Google	Google Cloud Revenue	26,280	33,088	43,229	55,284	68,986	91,645
	yoy %	136.8%	25.9%	30.6%	27.9%	24.8%	32.8%
	vs.BBG consensus	-0.02%	0.7%	-0.5%	n/a	n/a	n/a
	Google Cloud OP	-2,968	1,716	6,112	9,663	13,720	18,415
	OPM %	-11.3%	5.2%	14.1%	17.5%	19.9%	20.1%
	BBG consensus OPM%	-12.7%	3.7%	14.0%	n/a	n/a	n/a
	OPM % vs BBG	1.4%	1.5%	0.2%	n/a	n/a	n/a
Amazon	AWS Revenue	80,096	90,757	107,556	127,182	150,378	177,665
	yoy, %	28.8%	13.3%	18.5%	18.2%	18.2%	18.1%
	vs.BBG consensus	-0.5%	-0.01%	-0.02%	n/a	n/a	n/a
	AWS OP	22,841	24,631	39,834	43,890	51,750	63,989
	OPM %	28.5%	27.1%	37.0%	34.5%	34.4%	36.0%
	BBG consensus OPM%	28.9%	25.1%	35.7%	n/a	n/a	n/a
	OPM % vs BBG	-0.4%	2.0%	1.4%	n/a	n/a	n/a

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

注: vs.BBG consensus 红色为 beat, 绿色为 miss

图表 11 谷歌和亚马逊云业务业绩 (百万美元; 季度)

mn USD		CY1Q23	CY2Q23	CY3Q23	CY4Q23	CY1Q24	CY2Q24	CY3Q24	CY4Q24
Google	Google Cloud Revenue	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955
	yoy %	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%
	vs.BBG consensus	0.03%	2.4%	-1.9%	2.6%	2.0%	1.3%	4.7%	-1.9%
	Google Cloud OP	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093
	OPM %	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%
	BBG consensus OPM%	-6.8%	1.5%	5.1%	4.7%	7.2%	9.6%	9.4%	16.7%
	OPM % vs BBG	9.4%	3.5%	-1.9%	4.7%	2.2%	1.7%	7.7%	0.8%
Amazon	AWS Revenue	21,354	22,140	23,059	24,204	25,037	26,281	27,452	28,786
	yoy, %	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.2%	18.7%	19.1%	18.9%
	vs.BBG consensus	1.5%	1.8%	-0.4%	-0.02%	3.9%	1.1%	-0.2%	-0.1%
	AWS OP	5,123	5,365	6,976	7,167	9,421	9,334	10,447	10,632
	OPM %	24.0%	24.2%	30.3%	29.6%	37.6%	35.5%	38.1%	36.9%
	BBG consensus OPM%	24.8%	23.6%	23.1%	26.3%	29.8%	33.0%	33.5%	34.7%
	OPM % vs BBG	-0.8%	0.6%	7.1%	3.3%	7.8%	2.5%	4.6%	2.2%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

注: vs.BBG consensus 红色为 beat, 绿色为 miss

2 美股 AI 应用方向

在基础模型迭代的背景下，寻求合适场景进行落地变现也是主要趋势。我们看到像广告、SaaS、AI 眼镜等赛道布局已经初具效果。

2.1 AI+广告

在广告领域，海外以 AppLovin 为代表的广告技术公司已经开始受益于 AI。FY25Q4，AppLovin 的广告业务实现大幅增长，同比增长 73%，占公司总收入 73%，净利润方面同比增长 248%。指引方面，AppLovin 依然强劲，预计一季度营收 13.6-13.9 亿美元，超市场预期，其中广告作为核心增长点，收入预计将突破 10 亿美元。

为什么 AI 在广告行业内有如此迅速显著的效果。主要原因在于广告效果的验证周期短，赋能场景全面，AI 功能可以在投放精准度和统计反馈上增效。例如，AppLovin 的 AXON 2.0 通过优质算法，可以为广告主更加精准定位产品的潜在客户，因此在一定的投放数量上可以实现更高的客户转化率，提升 ROI，广告主为此也会更愿意去为这些 AI 内容进行付费，从而实现良性循环。

Meta 在 25 年 2 月宣布将于 2025 年对其 Advantage+ 广告平台进行重大更新，进一步利用 AI 技术简化广告投放流程，减少对手动管理的依赖。这预示着，未来广告投放将更加智能化、自动化。

Pinterest 在货币化方面，其人工智能驱动的整页优化产品使公司能够灵活地向用户和高商业意图的对象时刻提供相关的广告推荐，帮助用户采取行动并实现转化。在过去两年中，Pinterest 还在内部利用人工智能提高工程团队员工的工作效率。编码辅助帮助开发人员加快合作生产，提高代码质量。Performance+利用人工智能为广告客户带来更高的性能和效率，同时将大部分广告活动设置流程自动化。

Snapchat 通过机器学习与 AI 工具，结合 Gen AI 文案生成器生成地方性文化文案和品牌滤镜增强曝光度等功能推动整体广告业务增长。例如，公司在 Lens Studio 5.4 中推出了 AI 工具 Easy Lens，用户可以通过文本提示创建和自定义镜头，从而简化 AR 创建过程。在推出后的一个半月内，Easy Lens 发布了 3,000 多个镜头，Snapchatters 用户使用这些镜头的次数接近 3 亿次。

图表 12 美股广告公司广告分部业绩

mn USD		CY23 Q1	CY23Q 2	CY23 Q3	CY23 Q4	CY24Q 1	CY24Q 2	CY24 Q3	CY24 Q4	CY25Q1 E
AppLovin	Advertising	355	406	504	576	678	711	835	999	1,019
	yoy	198.5%	27.9%	64.5%	88.3%	91.2%	75.1%	65.6%	73.4%	50.3%
	vs BBG consensus	15.8%	9.6%	4.3%	3.0%	12.2%	1.0%	9.9%	12.1%	
Meta	Advertising	28,101	31,498	33,643	38,706	35,635	38,329	39,885	46,783	40,541
	yoy	4.1%	11.9%	23.5%	23.8%	26.8%	21.7%	18.6%	20.9%	13.8%
	vs BBG consensus	5.0%	3.6%	2.2%	2.1%	0.2%	1.9%	0.6%	2.5%	
Google	Advertising	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	65,854	72,461	66,623
	yoy	-0.2%	3.3%	9.5%	11.0%	13.0%	11.1%	10.4%	10.6%	8.1%

	vs BBG consensus	4.9%	4.6%	1.3%	-0.4%	2.3%	0.1%	0.5%	1.0%
Snapchat	Advertising	979	1,057	1,177	1,307	1,108	1,130	1,250	1,410
	yoy	-7.0%	-3.9%	5.3%	1.6%	13.2%	6.9%	6.2%	7.9%
	vs BBG consensus	-1.9%	0.5%	7.3%	-3.1%	4.8%	-3.9%	-0.4%	-1.8%
Pinterest	Advertising	603	708	763	981	740	854	898	1,154
	yoy	4.8%	6.3%	11.5%	11.9%	22.8%	20.6%	17.7%	17.6%
	vs BBG consensus	1.7%	1.3%	2.6%	-0.9%	5.7%	0.6%	0.2%	1.3%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

2.2 AI+SaaS

在 SaaS 领域中，AI Agent 为企业带来降本增效，由于海外人力成本较高，SaaS 软件对人力资源的代替可以有效降低企业的销售成本。同时，DeepSeek 等低成本模型的出现也将为 SaaS 行业的垂类模型的训练推出提供动能。

回顾 2024 年，美股 SaaS 指数在 Q4 拉升，主要是由于在前三个季度 SaaS 公司内 AI 落地有不确定性，市场情绪波动性较大，四季度各 SaaS 厂商 AI 产品陆续更新落地，商业化模式得到初步验证。同时，DeepSeek 引领的低成本模型会进一步加速 SaaS 行业的 AI 产品迭代升级，在 SaaS 公司内部训练成本降低后，将降本部分传递给用户，实现良性循环。

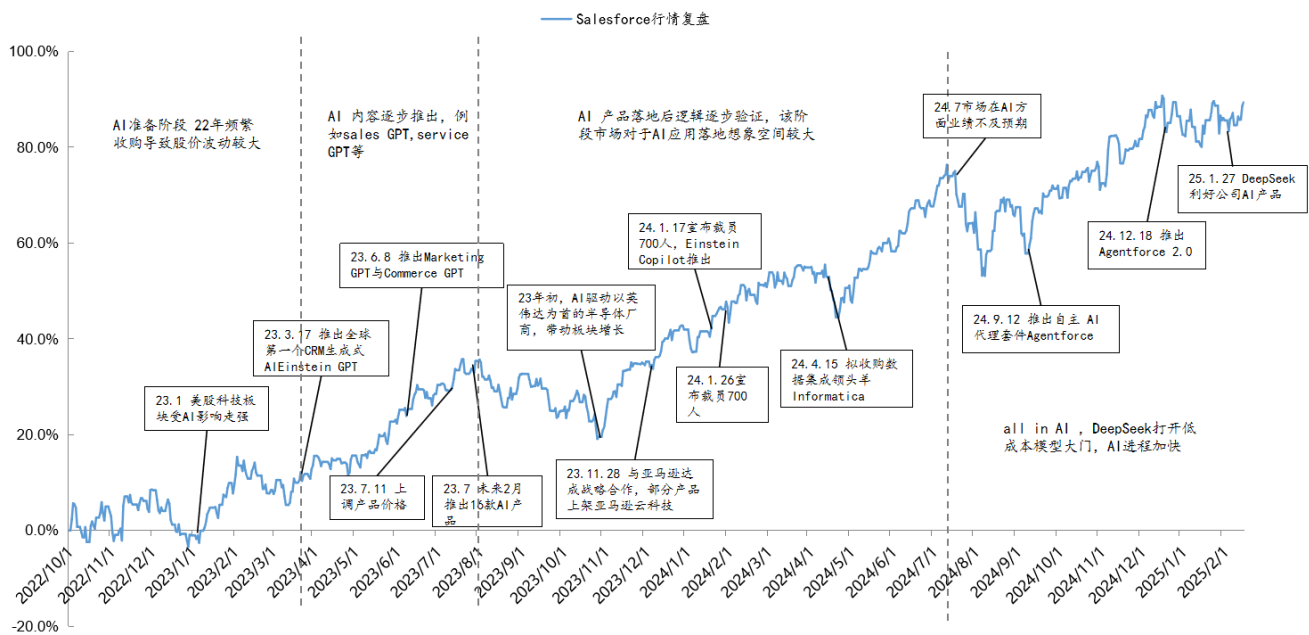
图表 13 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index 走势图



资料来源：BVP，华安证券研究所

以 CRM 厂商 Salesforce 为例，其 AI 产品 AgentForce 发布后一周实现 200 个付费，数千份订单在洽谈。AgentForce 为企业销售端提供了低对话成本的选择，业绩会上公司透露 AgentForce 单次对话成本为 2 美元，人工对话成本降低约 45%。公司三季度业绩略超预期，（94.4 亿 vs 93.5 亿 consensus）；利润表现超预期，毛利（73.4 亿 vs 71.6 亿 consensus），净利润（15.3 亿 vs 14.2 亿 consensus）。

图表 14 Salesforce 行情复盘



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 15 Agentforce ROI Calculator

(All fields are required)

Number of customer service employees

20

Average annual cost per employee

US\$50,000

Conversations handled by each rep on an average day

20

% of support conversations shifted to Agentforce over 3 years

50 %

	Year 1	Year 2	Year 3	Total
Agent-related Cost	\$768,590	\$661,700	\$509,000	\$1,939,290
Agentforce Investment*	\$50,960	\$72,800	\$104,000	\$227,760
Your Savings	\$198,450	\$283,500	\$405,000	\$886,950

Engage customers autonomously to drive efficiency for customer support with Agentforce.

- Support customers across channels 24/7 using natural responses
- Resolve cases with speed and accuracy by grounding every answer in trusted data
- Define clear security guardrails and seamlessly escalate interactions to human support reps

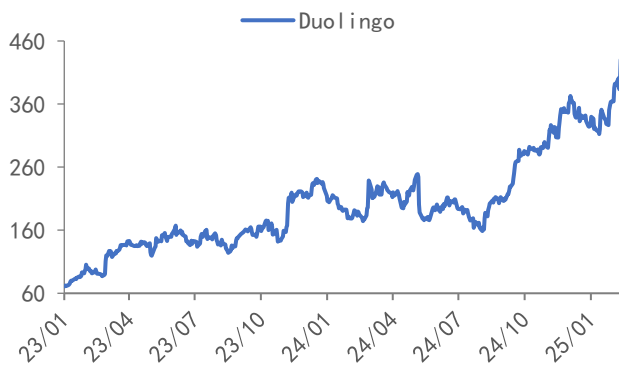
资料来源：Salesforce 官网，华安证券研究所

图表 16 美股 SaaS 公司业绩汇总 (截止至 2025-02-16)

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3 收入增速	vs consens us	24Q3 利润增速	vs consens us
已出 Q4 业绩										
Salesforce	11.5%	7.8%	6.4%	7.8%	9.3%	8.6%	8.6%	1.1%	12.2%	-2.2%
Intuit	6.9%	12.3%	14.7%	11.3%	12.0%	17.4%	10.2%	4.6%	1.6%	6.6%
Oracle	16.9%	8.8%	5.4%	7.1%	3.3%	6.9%	8.6%	1.0%	11.8%	-1.0%
Snowflake	47.6%	35.6%	31.8%	31.5%	32.9%	28.9%	28.3%	4.8%	-18.8%	36.5%
Adobe	9.8%	10.3%	11.6%	11.3%	10.2%	10.6%	11.1%	1.2%	8.8%	2.6%
Workday	17.4%	16.3%	16.7%	16.8%	18.2%	16.7%	15.8%	1.4%	24.5%	7.2%
Zoom Video	2.9%	3.6%	3.2%	2.6%	3.3%	2.1%	3.6%	1.2%	8.4%	5.8%
CrowdStrike	42.0%	36.7%	35.3%	32.6%	33.0%	31.7%	28.5%	2.8%	17.6%	14.4%
Duolingo	42.4%	43.5%	43.3%	45.4%	44.9%	40.6%	40.0%	1.8%	735.7%	37.0%
ServiceNow	21.7%	22.7%	25.0%	25.6%	24.2%	22.2%	22.2%	1.9%	28.5%	7.6%
Shopify	25.3%	30.8%	25.5%	23.6%	23.4%	20.7%	26.1%	2.2%	32.9%	22.4%
Datadog	32.7%	25.4%	25.4%	25.6%	26.9%	26.7%	26.0%	4.0%	4.5%	13.9%
Twilio	15.0%	10.0%	5.2%	5.0%	4.0%	4.3%	9.7%	3.5%	53.6%	18.0%
Palo Alto Networks	24.1%	26.0%	20.1%	19.3%	15.3%	12.1%	13.9%	0.9%	16.9%	5.7%
SAP	0.6%	2.8%	6.8%	5.7%	9.3%	8.5%	10.4%	0.2%	-14.2%	3.6%
Godaddy	3.3%	3.2%	3.5%	5.8%	7.0%	7.3%	7.3%	0.3%	45.8%	10.6%
Reddit	12.0%	23.2%	21.0%	24.6%	48.4%	53.6%	67.9%	11.4%		-59.1%

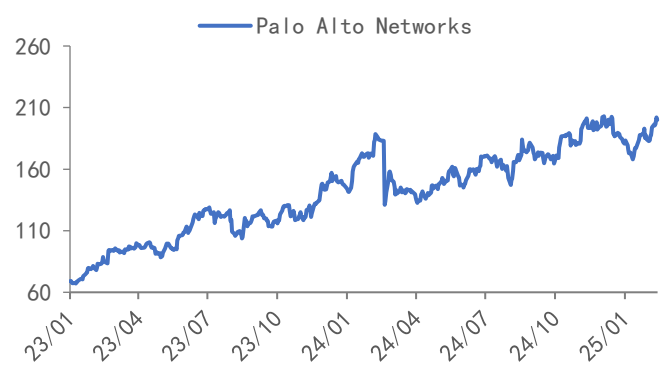
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 17 Duolingo 股价图(美元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 18 Palo Alto Networks 股价图(美元)



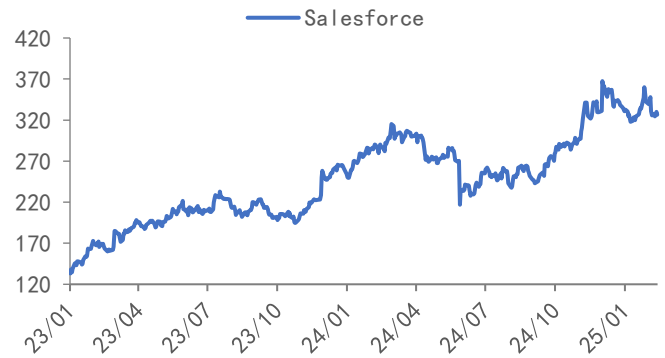
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 19 ServiceNow 股价图(美元)



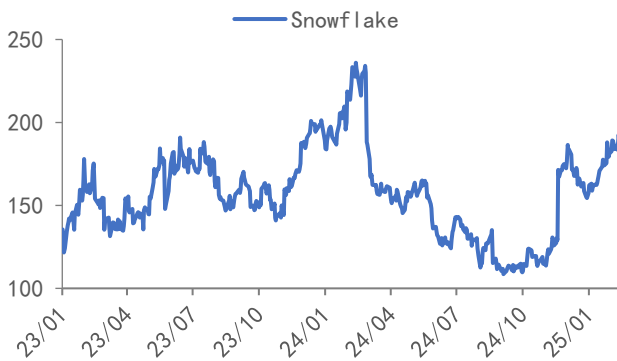
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 20 Salesforce 股价图(美元)



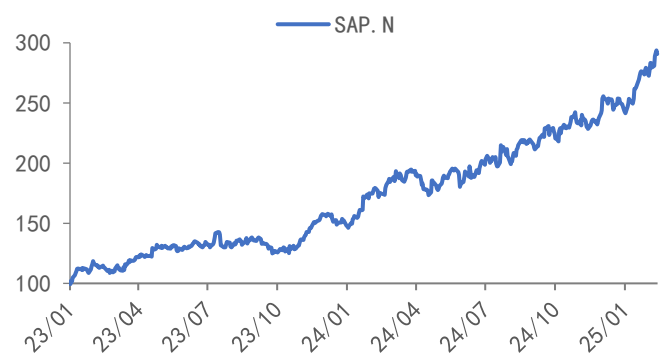
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 21 Snowflake 股价图(美元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 22 SAP 股价图(美元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2.3 AI 眼镜

24 年以 Meta 的 Ray-Ban Meta 为代表的一系列 AI 眼镜落地打开了 AI 眼镜大门。由于 AI 眼镜较大程度上依赖于端侧模型及相关技术,端侧模型的降本增效可以有效的推动 AI 眼镜的技术突破,实现处理效率(视频处理和信息反馈等)的进一步提升。

据 wellsenn XR 统计,2024 年受益于 RayBan Meta 的推出,全球 AI 眼镜销量达 152 万副,较 24 年同比增加 5 倍。具体看,拍照 AI 眼镜是 24 年的主流产品,摄像头等硬件支撑了多模态 AI 模型的功能落地。随着更多厂商,例如三星、小米等的入局。我们认为 2025 年 AI 眼镜销量可以实现翻倍增长达到 350 万副,国内 AI 眼镜也有望破局。

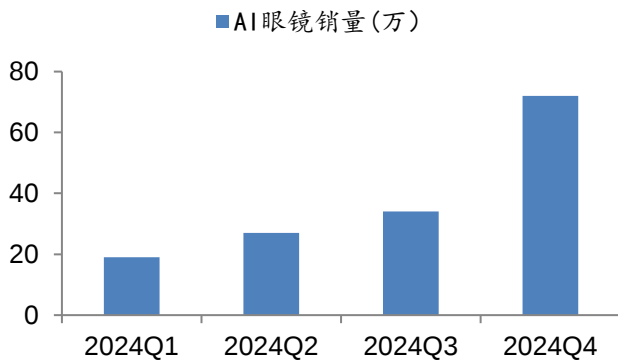
图表 23 AI 眼镜产品梳理

厂商	发布时间	产品名称	价格	硬件参数	功能
李未可科技	2024 年 4 月 26 日	Meta Lens Chat AI 眼镜	699 元起	续航 12 小时日常使用,裸机重量 38.3g,没有摄像头、硅麦克风 2 个	接入自研 WAKE-AI 大模型,具有 AI 语音交互能力,轻触镜腿唤醒智能 AI 语音助手,提供百科知识问答、学习辅导、英文翻译、语音导航、情感陪伴以及音乐娱乐

					等功能
Meta	2024 年 5 月	Ray-Ban Meta	299 美元起	4 小时续航，搭载高通 AR1 Gen1、超广角 1200 万像素摄像头和 5 颗麦克风系统。镜框重 48.6g，眼镜盒充电；存储 32GB，支持 1080p 视频拍摄，1200 万像素	接入 Meta AI，支持语音唤醒，天气、时间等日常信息查询，实时翻译以及场景识别等功能。支持语音及按键拍照和录像，并支持实时直播发布在 Facebook 和 Instagram 上。支持 Apple Music、Spotify 和 Amazon Music 三个音乐流媒体服务以及 Meta 旗下的 WhatsApp、Messenger 和 Instagram 的通信服务。
华为	2024 年 5 月 15 日	华为智能眼镜 2 方框太阳镜	2299 元	续航：超长续航待机模式，45 天，9 小时通话，10 小时音乐；22 小时综合；100 小时待机	搭载华为 HarmonyOS 4 操作系统，融合华为盘古 AI 大模型技术，轻敲镜腿唤醒小艺（华为语音助手）
闪极科技	2024 年 5 月 30 日	闪极智能拍摄眼镜 AI（技术预览版）	999 元	重量 50g 左右，可搭配不同镜片	将实时录音录像的功能与多模态 AI 融合，即时解决各种问题，可以帮用户识别眼前事物、文字翻译等等，还可以实时录音录像。支持“回溯模式”，可以保存开始拍摄前 5-25 分钟的视频。
Solos	2024 年 6 月 30 日	Solos AirGo Vision	249 美元起	10 小时续航，搭载语音交互、触摸传感器+虚拟按钮	支持 GPT-4o 智能眼镜，具备 AI 识别能力，识别眼镜摄像头所捕捉的物体，并获取相关信息
蜂巢科技	2024 年 8 月 8 日	界环 AI 音频眼镜	699 元起	11 小时连续音乐播放，9 小时连续通话，裸机重量 30.7g，没有摄像头，可拆卸镜框	8 框 14 色可选，30.9g 轻量化设计，支持 AI 通知播报、AI 畅聊、AI 捏人等功能
星纪魅族	2024 年 9 月 5 日	StarV View	2499 元	700nit 峰值亮度，支持 120Hz 高刷新率，可投射 188 英寸画面	BirdBath 技术方案的 AR 智能眼镜，支持 0-600 度近视调节
雷鸟	2024 年 10 月 28 日	雷鸟 Air 3	1699 元起	AR 眼镜，搭载雷鸟与 TCL 联合打造的全新孔雀光学引擎	屏幕采用更先进的双层发光设计，该产品支持 1000 + 设备适配，全面兼容手机、笔记本、Switch 等，独家开发雷鸟 XR 应用，通过 AI 使手机照片立体化。
Rokid	2024 年 11 月 18 日	Rokid Glasses	2499 元	搭载高通骁龙 AR1 芯片、1200w 像素摄像头，2GB+32GB 存储组合，重量为 49g	拥有拍照、视频录制、听音乐、语音互动、AI 助手等功能
Looktech	2024 年 11 月 16 日	Looktech AI 智能眼镜	199 美元起	整机重 37 克。配备 1300 万像素摄像头，支持 2K 视频录制和 4K 照片拍摄。	集成眼镜、耳机、相机和 AI 助手四大功能，AI 助手 Memo 基于大型语言模型，具备自然对话和记忆功能
谷东科技	2024 年 11 月 25 日	Star1S	未公布	AI 一体机，重量为 90g，内置谷东自研全彩双目光波导模组-M2026E，入眼亮度可达 700 尼特，呈现 5 米 87 寸巨幕	搭载自研的多模态 AI 系统。

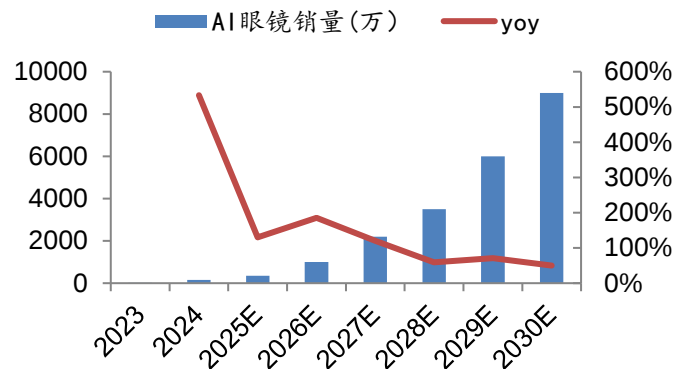
资料来源：各产品官网，IT 之家，36 氪，华安证券研究所

图表 24 AI 眼镜销量(季度)



资料来源: wellsenn XR, 华安证券研究所

图表 25 AI 眼镜销量(年)



资料来源: wellsenn XR, 华安证券研究所

3 AI 手机及 AIPC 进展

2025 年将是 AI 手机和 AIPC 加速落地的一年。两方面原因: 1) DeepSeek 的出世使得端侧 AI 部署更为容易, 这将明显加快端侧 AI 的落地节奏。今年伊始, 已经有众多 PC 和手机厂商纷纷接入 DeepSeek 模型, 包括联想、华为、oppo、荣耀等; 2) 各家手机厂商于 2024 年底公布的系统级 AI 助手, 今年已经逐渐落地, 区别于此前的 AI 生成式手机, 系统级 AI 助手的落地也正式标志着 AI 手机迎来新的阶段, 除了推动换机需求外, 手机作为端侧重要的流量入口, 也会为 AI 应用提供土壤, 有望助力 C 端 AI 应用全面开花。

图表 26 近期重点手机和 PC 厂商 AI 进展

厂商	端侧 AI 进展
小米	1) 小米 14T: 2024 年 9 月 26 日, 小米在西班牙发布了小米 14T 和 14T Pro 两款智能手机。这两款设备面向摄影爱好者, 集成了 AI 技术和徕卡光学, 提升影像质量。其中, AI 功能包括“圈选搜索”(Circle to Search), 用户可在屏幕上圈选内容, 快速获取相关信息。
	2) 小米 15 系列: 2024 年 10 月 29 日发布, 搭载了小米澎湃 OS 2 操作系统, 深度集成 AI 技术。11 月 9 日, 小米集团合伙人、总裁、手机部总裁兼小米品牌总经理卢伟冰在直播中确认, 小米 15 系列手机的销量已经突破 100 万台, 而且该系列机型破百万的速度要快于前代机型小米 14 系列。
	3) 小米澎湃 OS 2: 系统级 AI, 是小米自主研发的操作系统, 深度集成 AI 技术。新系统引入了多项 AI 功能, 如“焕新存储管理 2.0”、“级联带宽技术”、“自研微架构调度器”, 提升系统性能和用户体验。小爱同学升级为“超级小爱”, 提供更智能的语音助手服务。
	4) 超级小爱正式上线: 2025 年 1 月 15 日, 小爱同学升级为超级小爱, 并且逐步向正式版用户开放, 涵盖功能包括多模态交互、全局自然语言搜索、跨应用与跨设备操作等。
三星	1) Galaxy S24 系列: 2024 年 1 月 18 日, 三星发布了 Galaxy S24 系列, 包括 Galaxy S24、S24+和 S24 Ultra。该系列引入了创新的 Galaxy AI 功能, 重新定义了移动设备的用户体验。
	2) Galaxy Z Fold6 和 Z Flip6: 2024 年 7 月, 三星推出了最新的可折叠手机 Galaxy Z Fold6 和 Z Flip6。这两款设备配备增强的 AI 功能, 旨在提高生产力并提供独特的移动体验。
	3) Galaxy S24 Fan Edition (FE): 2024 年 9 月 26 日, 三星宣布推出 Galaxy S24 FE, 这是一款更实惠的旗舰机型, 保留了关键的 AI 功能。

	4) One UI7 发布: 2025 年 1 月 22 日,三星正式发布 S25 系列和 AI 操作系统 (AI OS) One UI 7, 集成了 AI Agent 和 AI 多模态功能。
苹果	1) Apple Intelligence: Apple Intelligence 是苹果公司于 2024 年推出的生成式人工智能 (AI) 系统,旨在为 iPhone、iPad 和 Mac 用户提供更智能、个性化的体验。Apple Intelligence 的首批功能以免费软件更新方式随 iOS 18.1、iPadOS 18.1 和 macOS Sequoia 15.1 提供,支持全球部分国家和地区,需将设备语言和 Siri 语言均设置为美国英语。Apple 计划在 2025 年 4 月的软件更新中,扩展 Apple Intelligence 的语言支持,包括中文、法语、德语、日语等,满足全球用户需求。
	2) 与 OpenAI 合作: 2024 年 6 月,苹果公司与 OpenAI 达成合作,将 ChatGPT 深度集成到 iOS、iPadOS 和 macOS 等产品中。这一举措使苹果用户能够在 iPhone、iPad 和 Mac 等设备上原生使用 ChatGPT,实现图片生成、文本生成和文本摘要等功能。Siri 在 ChatGPT 的支持下变得更加智能,能够深入解读文档、图像等内容,直接提供答案。苹果采用了 OpenAI 的 GPT-4o 模型,这是专为移动端打造的低消耗、高性能版本,支持跨文本、视频、音频进行推理。
	3) 欧盟和中国的 AI 功能即将落地: 苹果官方宣布将在 2025 年 4 月份在欧盟推出 apple intelligence,同时中国内地的 Apple intelligence 计划在今年年中之前推出。
	4) ios18.4 将升级更加智能的 siri: 预计在即将推出的 ios18.4 中推出更加智能的 siri,可实现屏幕感知能力、跨 APP 操作、个人情境知识增强等功能。
华为	1) 华为 Mate 70 系列: 2024 年 5 月,Oracle 发布了最新的长期支持版本 Oracle Database 23ai (原名 23c)。该版本新增了 300 多项功能,特别强化了 AI 功能的集成,旨在提升数据库的智能化和自动化水平。
	2) HarmonyOS NEXT: 2024 年 10 月,Mate 70 系列首发搭载了全新的 HarmonyOS NEXT 操作系统,该系统不再基于 Android,提供了优化的 AI 体验。引入了多项 AI 新功能,包括 AI 运动轨迹、AI 主角时刻、AI 时空穿越、AI 智控键、AI 隔空传送、AI 通话摘要等,提升用户的智能化体验。
	3) HarmonyOS NEXT 小艺助手接入 deepseek: 2025 年 2 月 5 日,HarmonyOS NEXT 系统下的小艺助手已成功接入了 DeepSeek 大模型,同时 DeepSeek-R1 的 Beta 版本也已在智能体广场上线。
OPPO	1) 全面普及 AI 手机: 2024 年 6 月 5 日,OPPO 宣布将生成式 AI 功能引入全产品系列,计划在 2024 年为约 5000 万用户提供生成式 AI 功能,推动 AI 手机的普及。
	2) OPPO AI 中心的成立: 为系统化提升 AI 能力,OPPO 于 2024 年成立了 OPPO AI 中心,集中资源推进 AI 技术的发展。
	3) 2024 年发布的主要 AI 手机产品: OPPO Find X8 系列: 2024 年 10 月,OPPO 发布了 Find X8 和 Find X8 Pro,2024 年 8 月,OPPO 推出 Reno12 F 和 Reno12 FS。
	4) ColorOS 将全面接入 DeepSeek: 2 月 8 日消息,OPPO ColorOS 设计总监陈希今日宣布,在 2025 年 2 月底之前,ColorOS 将全面接入 DeepSeek。全新版本将逐步覆盖到搭载 ColorOS 15 设备上,并且在即将发布的 OPPO Find N5 上开箱即用。
荣耀	1) MagicOS 9.0 发布: 2024 年 10 月 23 日正式发布了 MagicOS 9.0,是行业首个搭载智能体的个人化全场景 AI 操作系统,标志着手机“自动驾驶”新时代的开启。原 YOYO 助理升级为 YOYO 智能体,具备自然语义理解、用户行为习惯学习、意图识别及决策等核心能力,能够自主操作手机资源与第三方服务,满足用户需求,实现类似手机“自动驾驶”的体验。
	2) MagicOS 9.0 正式版上线,升级 AI 助手 YOYO: 2025 年 1 月 21 旗下荣耀 100 / 90 / 80 系列手机 (共 9 款机型) 开启 MagicOS 9.0 正式版升级尝鲜,升级 AI 智能体 YOYO。
	3) 荣耀接入 Deepseek: 2025 年 2 月 8 日,荣耀手机宣布正式接入 DeepSeek 荣耀手机系统版本 MagicOS 8.0 及以上用户,将 YOYO 助理升级到 80.0.1.503 版本及以上就能在 YOYO 智能体

	商店找到 DeepSeek 开始对话，接入 DeepSeek 后，AI 回答准确率整体平均提升了 15%，在特定的案例下，提升幅度更高，有 85% 的准确率提升。
Vivo	1) 自研 AI 大模型“蓝心大模型”：vivo 推出自研“蓝心大模型”，这是国内首个运用人工智能预训练大模型的手机产品，全面覆盖核心应用场景，提升手机的智能化水平。 2) OriginOS 5 操作系统：vivo 发布基于 Android 15 的全新操作系统 OriginOS 5，集成 AI 助手“蓝心小 V”，提供高级搜索、自动优化多媒体内容等功能，提升用户体验。 3) 2024 年发布的主要 AI 手机产品：vivo X200 系列：2024 年 10 月 14 日，vivo 在中国发布 X200 系列，包括 X200、X200 Pro 和 X200 Pro Mini；vivo V40e：2024 年 9 月 25 日，vivo 在印度推出 V40e。 4) OriginOS 接入 deepseek：2025 年 2 月 12 日，vivo 手机操作系统 OriginOS 宣布，vivo 将深度融合满血版 DeepSeek，宣称“蓝心大模型与 DeepSeek 双擎驱动”。完成融合后，vivo OriginOS 预装应用蓝心小 V 将支持深度思考（R1）能力，可提供图片生成、AI 文本创作、AI 问答等功能。
易点云	2025 年 2 月 14 日，易点云宣布全面接入 DeepSeek 大模型，并推出三款自研 AI PC 设备（AH21 基础版，AH21 进阶版、旗舰版 AP21）支持本地化部署 DeepSeek 模型。易点云 AI PC 会为企业本地部署 DeepSeek 大模型，让企业开箱即用。对于缺乏 AI 技术人员的中小企业也会更加友好，中小企业不用学习如何部署 DeepSeek，就可直接使用，更省心。
联想	2025 年 2 月 5 日，联想宣布其个人智能体“小天”正式接入 DeepSeek AI 大模型，借助 DeepSeek 的自然语言处理和深度学习技术，“小天”的能力得到显著提升，特别是在语言处理、代码生成、数学推理和多模态处理等方面的应用表现更为突出。此外，DeepSeek 模型还能支持本地部署，进一步优化用户体验。
惠普	惠普在 CES 2025 上发布了新一代 AI PC，如 HP EliteBook Ultra G1i、HP EliteBook X G1i 和 HP EliteBook X Flip G1i 等。这些产品具备强大的 AI 性能，如高达 48 TOPS 的 NPU 性能，支持快速的本地 AI 处理，能够实现更快的演示文稿创建、个性化邮件撰写以及视频录制等功能。

资料来源：各公司官网整理，华安证券研究所

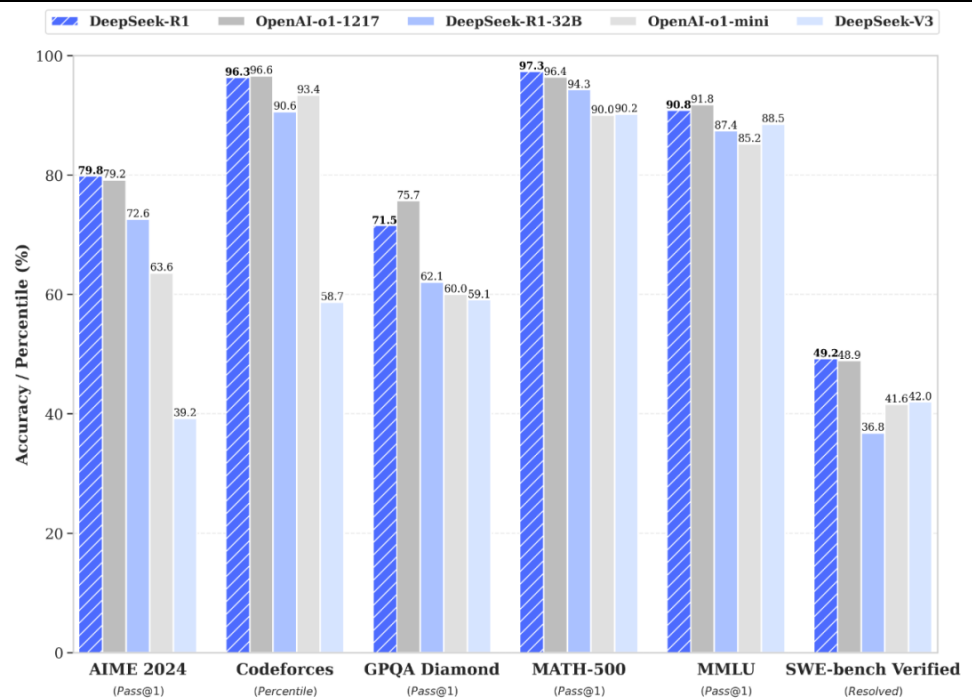
4 Deepseek R1 引发全球 AI 产业重塑

4.1 Deepseek 发布后全球动态一：快速接入

2025 年 1 月 20 日 DeepSeek-R1 发布，性能对标 OpenAI o1 正式版。DeepSeek-R1 在后训练阶段大规模使用了强化学习技术，在仅有极少标注数据的情况下，极大提升了模型推理能力。在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版。其 API 服务对输入 token 收取 0.55 美元/百万，输出 token 收取 2.19 美元/百万，而 OpenAI o1 的收费分别为 15 美元/百万和 60 美元/百万，价格差距接近 30 倍。

2025 年 2 月 8 日，据 QuestMobile 统计，DeepSeek 成为最快突破 3000 万 MAU 的 App。1 月 28 日，DeepSeek 的 MAU 首次超越豆包，之后在 2 月 1 日突破 3000 万 MAU。同时，在 1 月 20 日 DeepSeekR1 模型发布后，1 月 DeepSeek 用户增长达 1.25 亿（含网站（Web）、应用（App）累加不去重）。其中，1 月最后一周提供了 80% 以上的用户，这代表 DeepSeek 在没有广告投放情况下实现 7 天 1 亿用户增长。

图表 27 Deepseek 与 OpenAI 模型性能对比



资料来源：Deepseek 官网，华安证券研究所

2025 年 1 月 27 日，DeepSeek 应用登顶苹果美国和中国地区应用商店免费 APP 下载排行榜，在美区下载榜上超越了 ChatGPT。

2025 年 1 月 29 日，微软将 DeepSeek-R1 纳入 Azure AI Foundry 平台，支持企业通过无服务器端点访问该模型。

2025 年 1 月 30 日，英伟达宣布 DeepSeek-R1 模型作为 NVIDIA NIM 微服务预览版上线，为企业提供了高效推理服务。

2025 年 2 月 1 日，硅基流动与华为云联合推出基于昇腾云的 DeepSeek R1&V3 推理服务。

2025 年 2 月 5 日，联想 AIPC 个人智能体“小天”已接入 DeepSeek，提升了在专业领域语言处理、代码生成与编程、数学推理、多模态处理等多方面的 AI 能力。

2025 年 2 月 7 日，岚图汽车宣布已完成与 DeepSeek 模型的深度融合，岚图知音成为行业内首个融合 DeepSeek 的量产车型。2 月 14 日，岚图知音用户可通过 OTA 更新，升级 AI 智能体座舱，后续将逐步开启 DeepSeek 的更多功能。

同日，东风汽车宣布，已完成 DeepSeek 全系列大语言模型的接入工作，猛士、奕派、风神、纳米等自主品牌车型将陆续搭载应用。

2025 年 2 月 10 日，三家基础电信企业均全面接入 DeepSeek 开源大模型，针对热门的 DeepSeek-R1 模型提供专属算力方案和配套环境，助力国产大模型性能释放。

2025 年 2 月 11 日，比亚迪宣布璇玑架构全面接入 DeepSeek。

2025 年 2 月 13 日，腾讯元宝接入 DeepSeek。

2 月 15 日，微信测试接入 DeepSeek。

4.2 Deepseek 发布后全球动态二：模型迭代

海外方面，DeepSeek 推出后，多家模型公司宣布其未来调整及计划。DeepSeek 的高效能低成本路径推动全球 AI 公司的技术革新。

首先，2025 年 2 月 6 日，OpenAI 宣布向所有用户开放 ChatGPT 搜索功能，无需注册。OpenAI 预计将在未来几周内发布 GPT-4.5。GPT-5 将在未来几个月内发布，而免费用户也能无限使用基础版。而付费用户则可解锁更高智能级别与深度研究次数。GPT-5 将在 ChatGPT 和 API 中融合 OpenAI 多项核心技术，包括原计划独立发布的推理模型 o3。该模型将集成语音交互、画布创作、实时搜索及深度研究等能力，进一步扩展应用场景。

另外，Anthropic 会在未来几周内发布其全新的混合 AI 模型。模型融合了推理能力，还赋予用户通过‘滑动比例’调整计算资源的能力，也就是说用户可以通过控制推理时间来对计算资源进行调控，通过资源分配方式进行降本增效。该模型整体成本将低于 OpenAI 的 GPT-4o 模型。

国内方面，2025 年 1 月 29 日，阿里云通义千问旗舰版模型 Qwen2.5-Max 发布，是继 DeepSeek 之后首个高性能、低成本技术模型。通义千问 Qwen 2.5-Max 使用超过 20 万亿 token 的预训练数据，性能几乎全面超越了 DeepSeek-V3、GPT-4o 和 Llama-3.1-405B。

2025 年 2 月 13 日，字节跳动豆包大模型 Foundation 团队推出 UltraMem 稀疏模型架构，该架构使得在保持模型效果的同时，显著提升了推理效率并大幅降低了成本，具体在推理速度上相较于 MoE 架构提升了 2-6 倍，推理成本最高可降低 83%。该架构为国内规模化部署大模型提供前提条件。

百度宣布将在未来几个月中陆续推出文心大模型 4.5 系列，并于 6 月 30 日起正式开源。同时百度计划在下半年推出文心大模型 5.0 版本，进一步提升多模态能力。

5 重点公司

图表 28 重点公司估值表（盈利预测来自于 BBG 一致预期，截止至 2025-02-15）

公司名称	股票代码	营业收入				利润 (NON-GAAP)				利润口径	2025利润 预期 (GAAP)	市值 (亿港元, 2025年2月15日 收盘价)	PE- 25 (non- gaap)	PE- 25 (gaap)	PEG-25
		2024E	YoY	2025E	YoY	2024利润 预期	2024利润 预期YoY	2025利润 预期	2025利润 预期YoY						
美团-W	3690.HK	337,043	22%	392,181	16%	44,002	89%	55,255	26%	经调整净利润	46,957	10,273	17.29	20.35	0.68
腾讯控股	0700.HK	657,672	7.99%	714,869	8.70%	219,030	38.90%	239,512	9.35%	经调整净利润	209,449	43,581	16.92	19.35	1.81
携程集团-S	9961.HK	52,894	18.84%	61,175	15.66%	17,811	36.26%	19,088	7.17%	经调整净利润	17,331	3,800	18.52	20.39	2.58
小米集团-W	1810.HK	354,726	30.91%	431,719	21.70%	24,239	25.77%	29,482	21.63%	经调整净利润	26,020	11,223	35.40	40.11	1.64
阿里巴巴-W (财年)	9988.HK	1,001,190	6.38%	1,086,639	8.53%	152,877	-3%	166,553	9%	经调整归母净利润	130,541	23,588	13.17	16.80	1.47
快手-W	1024.HK	127,202	12%	140,596	11%	17,697	72%	21,616	22%	经调整净利润	19,000	2,303	9.91	11.27	0.45
哔哩哔哩-W	9626.HK	26,761	19%	30,294	13%	-91	97%	1,784	2064%	经调整净利润	546	725	37.79	123.49	NA
美图公司	1357.HK	3,545	31.50%	4,484	26.49%	593	61%	821	38%	经调整净利润	788	236	26.69	27.81	0.69
同程旅行	0780.HK	17,172	44%	19,857	16%	2,740	25%	3,161	15%	经调整净利润	2,558	438	12.89	15.93	0.84
网易-S	9999.HK	106,131	3%	114,902	8%	31,474	-3%	34,738	10%	经调整净利润	31,605	5711	15.29	16.81	1.47
新东方-S (财年)	9901.HK	5,001	16%	5,941	19%	483	27%	617	28%	经调整净利润	566	702	15.69	17.10	0.56
猫眼娱乐	1896.HK	4,275	-10%	4,972	16%	423	-59%	923	118%	经调整净利润	815	109	10.94	12.39	0.09
腾讯音乐-SW	1698.HK	28,235	2%	30,949	10%	7,411	19%	8,588	16%	经调整净利润	7,693	1726	18.70	20.87	1.18
京东集团-SW	9618.HK	1,144,063	5%	1,211,371	6%	45,368	29%	48,494	7%	经调整归母净利润	43,002	5189	9.95	11.22	1.44
拼多多	PDD.O	398,361	61%	497,035	25%	121,201	79%	139,568	15%	经调整净利润	130,357	1724	8.82	9.45	0.58

*新东方-S，拼多多市值单位为 USD，2024-2025 对应 FY2025-FY2026

港币兑人民币 (2025- 0.93
美元兑人民币 (2025- 7.25
人民币兑美元 (2025- 0.14

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

注：盈利预测为彭博一致预期

风险提示:

行业竞争格局剧变风险、宏观经济波动风险、政策及监管趋严风险、科技创新落地进展不及预期风险。

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；
- 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。