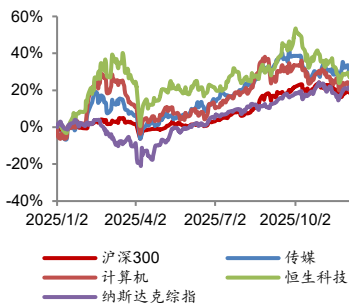


海外及传媒年度策略：算力飞轮、多极模型生态与 Agent 化生产力

行业评级：增持

报告日期：2025-12-17

行业指数与沪深 300&纳斯达克&恒生科技走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：来祚豪

执业证书号：S0010524100001

邮箱：laizh@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

分析师：赵浦轩

执业证书号：S0010525100002

邮箱：zhaopuxuan@hazq.com

联系人：刘政

执业证书号：S0010125070006

邮箱：liuzheng@hazq.com

相关报告

1. AI 应用新范式：从工具革命到“超级 OS”的演进与商业化路径。2025-10-27

主要观点：

● **生成式 AI：从单一算力飞轮，到多极大模型生态与全栈 Agent 化**
1) 算力与大模型：从“单一供应商”走向“多架构+多家头部”
从 2024 到 2025 年，算力体系从“单一 GPU 体系”转向多架构并行，我们预计到 2026 年这种趋势将持续：一方面，NVIDIA 通过 Blackwell/Rubin、GB200 继续提升算力与 NVLink 带宽；另一方面，AMD Instinct、谷歌 TPU、亚马逊 Trainium 及中国自主研发加速芯片通过技术和市场的双重博弈，推动了全球芯片市场的结构性重塑，配合 Ultra Ethernet、UALink 等开放互联标准构建多元生态。大模型格局呈多极化：OpenAI、Gemini、Anthropic 在多模态、长上下文、Agent workflows 等方向保持领先探索优势；DeepSeek、Qwen、kimi、豆包、文心等在成本、开源、本地化与行业定制上形成差异化竞争。企业侧开始根据“算力成本 + 模型能力 + 数据资产”进行组合采购与多云部署。

相关公司：英伟达、博通、TSMC、谷歌、微软、亚马逊、阿里巴巴-W、百度集团-SW、腾讯控股、寒武纪、海光信息等。

2) AI 服务器互联：从板级互连迈向机架级光互联与可重构网络

互联架构从“板内 PCIe+铜缆”迈向整仓级光互联：NVIDIA 通过 NVLink/NVSwitch 将单柜 72 卡 GPU 构建为高度耦合、在编程与调度层面近似“逻辑大 GPU”的计算单元，并在中长期路线中逐步探索硅光与 CPO。超大规模云厂商加速采用 Ultra Ethernet、UALink、CXL 3.0 + SuperNIC 等方案，分别解决 Scale-out、Scale-up、内存及 IO 解构等不同瓶颈。

光电分工重塑：光承担中长距承载与拓扑重构，电聚焦近距互连与协议处理。谷歌将 OCS 封装为高性能网络服务。800G 为主流速率，1.6T 有望在 2026 年加速渗透。液冷渗透率预计也将提速。

相关公司：Lumentum、Coherent、迈威尔、Astera Labs、博通等。

3) 存储：HBM + GDDR + DRAM + NAND + CXL 共同推动“AI 存储超级周期”

AI 服务器迈向“算力+存力+带宽”架构，带动全品类存储进入高景气周期。

1) HBM：12-Hi HBM3e 成为 Blackwell 主力；HBM4 有望在 2026 年后引入 16-Hi 堆叠；**2) GDDR7 & LPDDR6：**推理 GPU、AI 工作站及端侧设备进入带宽升级周期；**3) DDR5&CXL：**服务器迁移至 DDR5、单机容量提升；CXL 商用打破 CPU 通道限制；**4) NAND/QLC eSSD：**向量数据库与多模态训练数据湖对读取速度和密度的极致追求，QLC 企业级 SSD 加速替代近线 HDD，支撑 NAND

量价稳健增长。**相关公司**：SK 海力士、美光科技、闪迪、西部数据等。

4) 图片与视频生成进入“生产级”：多模态模型重塑内容供应链

谷歌在新一代多模态模型 Nano Banana 中解决文字渲染与一致性问题；Vevo 3.1 支持 1080p 高质量视频与原生音频，推理成本显著下降。快手可灵 O1 以统一多模态底座实现文本驱动的生成与视频编辑一体化，并强化多镜头的一致性，面向影视、自媒体与广告电商等场景提供一站式 workflow 能力。目前类似 Vevo 3.1 与 Kling 的组合已经开始在广告、短剧、游戏过场中承担部分“生产角色”。

相关公司：快手-W、哔哩哔哩-W、谷歌等。

5) AI Agent 商用化：从概念走向可度量生产力，并对数据云与安全基础设施领域最先体现收入贡献

AI Coding 与企业级 Agent 已进入可度量的商业化阶段：Cursor 在 2025 年 11 月年化收入突破 10 亿美元；Salesforce Agentforce + Data 360 ARR 接近 14 亿美元，Agentforce 单独 ARR 超 5 亿美元，同比增长超 300%。AI Agent 从试用转入“订阅 + 席位扩容”阶段。

数据云和安全基础设施已经体现收入贡献。Snowflake FY26 Q3 产品收入 11.6 亿美元，同比增长 29%，Agentic AI 上线首月吸引 1,200 家客户试用。Datadog 通过 LLM Observability、Agent 监控与 Bits AI 成为企业运行大模型/Agent 的“安全网”，驱动 ARPU 提升。

相关公司：Salesforce、ServiceNow、Intuit、SAP、Shopify、Snowflake、Datadog、金蝶国际、税友股份、鼎捷数智、微盟集团、第四范式、用友网络。

6) 应用层：广告、游戏、自动化全面进入 AI 重构阶段

Meta Advantage+、Google Ads 生成式创意与 AppLovin Axon 2.x 重塑广告投放流程；AI 大幅降低游戏与内容制作成本；AI Agent 已开始客服、销售、风控等工作流中实现从辅助到自动执行。同时，生成式 AI 和端侧模型能力的快速提升，正推动智能终端从“硬件堆料”向“AI 原生入口”演进。

相关公司：Meta、Google、AppLovin、哔哩哔哩-W、Symbotic 等。

● 游戏：产品周期推动营收增长，投流成本降低推动利润增长，AI 赋能持续探索

2025 年，游戏行业焕发新生，前三季度游戏公司收入流水表现亮眼。收入端各主要厂商均有代表产品拉动业绩增长，例如腾讯的《三角洲行动》、网易的《第五人格》和《永劫无间》、巨人网络的《超自然行动组》、吉比特的《仗剑传说》等。利润侧，游戏板块费用管控效果显著，新游上线并未大幅拉动销售费用的增长。2026 年产品储备依然充分，AI 在制作、营销、玩法等多个环节有望持续赋能。**相关公司**：腾讯控股、网易-S、恺英网络、三七互娱、巨人网络、吉比特等。

● 影视：2026 年 pipeline 较为充足，AI 赋能创作，行业向 IP 化演进

一方面，部分影视公司已储备较为充足的 2026 年影片 pipeline，涵

盖商业大片、系列化作品及多元题材，内容供给的确定性和可持续性增强；另一方面，在技术层面，图片及视频生成模型持续成熟，AI 正逐步渗透至概念设计、分镜制作、特效生成与后期剪辑等核心环节，AI 漫剧在降低制作成本、缩短生产周期的角度已经有所验证；此外，从商业模式看，影视内容正加速向 IP 化、系列化与生态化演进，部分核心 IP 已逐步实现跨电影、剧集、动画、衍生品及线下场景的多元商业化，其长期变现能力开始显性化。建议重点关注具备稳定项目输出能力、积极拥抱 AI 技术并拥有优质 IP 储备的头部影视公司。相关公司：光线传媒、中国电影、上海电影、万达电影等。

● **出版：刚需属性、低 PE 叠加股息率**

从估值维度看，板块整体 PE 处于历史低位，叠加教材教辅业务的刚需属性，构筑了一定的安全垫；从回报维度看，出版企业账期较好且资本开支极低，普遍具备长期维持稳定的股息率的能力。相关公司：皖新传媒、南方传媒、中文传媒、凤凰传媒等。

● **风险提示**

行业竞争加剧；全球宏观经济扰动风险；美联储降息不确定性；大模型进展不及预期；AI 应用进展不及预期；AI 硬件发展不及预期；知识产权风险；产品上线进展不及预期；相关政策风险等。

正文目录

1 生成式 AI：从单一算力飞轮，到多极大模型生态与全栈 AGENT 化.....	9
1.1 港美股行情复盘.....	11
1.1.1 2025 年美股互联网行情复盘.....	11
1.1.2 2025 年美股 MAG 7 行情复盘.....	11
1.1.3 2025 年港股互联网行情复盘.....	16
1.1.4 港股互联网相关公司行情复盘.....	17
1.1.5 投资主线 1：高确定性与高能见度的 GSP 厂商及上下游产业链.....	22
1.1.5.1 重点推荐公司：微软、亚马逊、阿里巴巴.....	25
1.1.6 投资主线 2：多模态 AI 的“应用元年”，关注头部模型厂商的商业化拐点与价值重估.....	28
1.1.6.1 重点推荐公司：谷歌、快手.....	29
1.1.7 投资主线 3：高落地性的 AI 应用场景及核心受益行业.....	33
1.1.8 2025 年费城半导体指数跑赢大盘，PE 水平处于高位.....	37
1.1.9 AI 半导体厂商前三季度业绩普遍好于预期，收入端实现高增长.....	38
1.2 AI 算力：AI 技术的迭代发展推动算力端需求扩张.....	42
2 AI AGENT 成为生产力工具：CURSOR 等 AI CODING 产品 ARR 从“千万到十亿”的跨越.....	48
2.1 SAAS 相关指数年初受美联储降息不确定性、中美关税影响下跌，降息预期确定、AI 需求兑现实现震荡回升.....	49
2.2 美股 SAAS 公司逐渐向“AI 即服务”（AIAAS）演进.....	50
2.3 2025 年美股相关 SAAS 公司股价走势分析.....	57
2.4 AI 板块投资建议.....	62
3 AI 应用层：广告、游戏与业务自动化进入“AI 重构量价”的新阶段.....	63
3.1 国内外 AI 应用百花齐放.....	63
3.1.1 海外以头部基础大模型厂商 OPENAI、ANTHROPIC 主导，其余深耕垂直行业应用场景.....	63
3.1.2 AI AGENT 驱动国内 AI 应用商业化加速，阿里千问 APP 迎来 C 端市场新机遇.....	66
3.2 互联网及传媒行业 AI 应用.....	69
3.2.1 2025 年互联网及传媒行业复盘.....	69
3.2.2 AI 提升广告投放精准度，效果类广告维持高增速.....	71
3.2.3 AI 赋能影视.....	87
3.3 端侧 AI：PC、手机、眼镜或为重要落地形态.....	91
3.3.1 AIPC 逐渐向智能终端演进，未来趋向定制化.....	91
3.3.2 豆包 AI 手机聚焦人机交互，谷歌 PIXEL 10 采用 TENSOR G5 芯片运行最新 GEMINI NANO 模型.....	93
3.3.3 AI 眼镜打开端侧 AI 硬件想象空间.....	96
4 游戏：精品新游集中上线，推动流水稳健增长.....	100
5 出版：图书市场波动下教材需求稳定，行业维持高股息.....	105
6 相关公司估值表.....	108
风险提示：.....	109

图表目录

图表 1 2025 年纳指走势复盘（截至 2025-12-11）	11
图表 2 2025 年美股 MAG 7 股价涨幅（截至 2025-12-11）	12
图表 3 2025 年谷歌股价走势（截至 2025-12-11）	13
图表 4 2025 年英伟达股价走势（截至 2025-12-11）	13
图表 5 2025 年亚马逊股价走势（截至 2025-12-11）	13
图表 6 2025 年 META 股价走势（截至 2025-12-11）	14
图表 7 2025 年苹果股价走势（截至 2025-12-11）	15
图表 8 2025 年微软股价走势（截至 2025-12-11）	15
图表 9 2025 年特斯拉股价走势（截至 2025-12-11）	16
图表 10 2025 年恒生科技指数走势（截至 2025-12-11）	17
图表 11 2025 年港股互联网股价涨幅对比（截至 2025-12-11）	17
图表 12 2025 年阿里巴巴股价走势（截至 2025-12-11）	18
图表 13 2025 年腾讯股价走势（截至 2025-12-11）	19
图表 14 2025 年快手股价走势（截至 2025-12-11）	19
图表 15 2025 年 B 站股价走势（截至 2025-12-11）	20
图表 16 2025 年百度股价走势（截至 2025-12-11）	21
图表 17 2025 年小米集团股价走势（截至 2025-12-11）	21
图表 18 2025 年美团股价走势（截至 2025-12-11）	22
图表 19 2025 年京东股价走势（截至 2025-12-11）	22
图表 20 全球主流 CSP 厂商 CAPEX（百万美元）	23
图表 21 全球主流 CSP 厂商 OCF（百万美元）	23
图表 22 全球主流 CSP 厂商云业务收入（百万美元）	24
图表 23 全球主流 CSP 厂商边际投入与云业务收入（百万美元）	24
图表 24 微软云业务收入拆分及盈利预测（百万美元）	25
图表 25 微软盈利预测（百万美元）	26
图表 26 亚马逊盈利预测（百万美元）	27
图表 27 阿里巴巴盈利预测（百万元 RMB）	28
图表 28 阿里巴巴盈利预测（百万元 RMB）	28
图表 29 NANO BANANA AI 换衣	29
图表 30 NANO BANANA 图片合成示例	29
图表 31 NANO BANANA AI 换装	29
图表 32 谷歌 GPC 与点击量同比增速及预测	30
图表 33 谷歌盈利预测（百万美元）	31
图表 34 可灵 2.6 图生音画功能	32
图表 35 可灵 01 多模态指令输入功能	32
图表 36 快手盈利预测（百万元 RMB）	33
图表 37 META LATTICE 模型	34
图表 38 AI SANBOX 广告素材自动生成实例	34
图表 39 UNITY MUSE AI 生成游戏素材 (STEP1)	35
图表 40 UNITY MUSE AI 生成游戏素材 (STEP2)	35
图表 41 NEO NPC 展示	36

图表 42 HAPPY GILMORE 2 中 DE-AGING 展示	37
图表 43 费城半导体指数走势 (截至 2025-12-11)	37
图表 44 费城半导体指数 PE (截至 2025-12-11)	38
图表 45 费城半导体指数盈利预测 (BBG CONSENSUS)	38
图表 46 主要厂商季度业绩表现	39
图表 47 博通盈利预期 (BBG CONSENSUS)	39
图表 48 英伟达股价走势 (截至 2025-12-11)	40
图表 49 博通股价走势 (截至 2025-12-11)	40
图表 50 AMD 盈利预期 (BBG CONSENSUS)	40
图表 51 MARVELL 盈利预期 (BBG CONSENSUS)	41
图表 52 AMD 股价走势 (截至 2025-12-11)	41
图表 53 MARVELL 股价走势 (截至 2025-12-11)	41
图表 54 SK 海力士盈利预期 (BBG CONSENSUS)	42
图表 55 SK 海力士股价走势 (截至 2025-12-11)	42
图表 56 主要厂商 PE	42
图表 57 2025 年海外主要厂商 AI 芯片主要布局	43
图表 58 2025 年海外主要厂商 AI 服务器领域主要布局	45
图表 59 2025 年海外主流存储厂商动态	46
图表 60 2025 年前三季度国产算力关键标的业绩梳理	48
图表 61 BVP NASDAQ EMERGING CLOUD INDEX 走势图 (截至 2025. 12. 10)	49
图表 62 2025 年美股 SAAS 公司 AI AGENT 发展进程	51
图表 63 海外 AI、SAAS 公司 2025 年 AI 布局	53
图表 64 2025 年 Q1-Q3 美股 SAAS 季度可比销售收入及利润持续超预期	55
图表 65 美股 AI 应用公司 2025、2026、2027 年盈利预测	56
图表 66 美股 AI 应用公司 PE、PS	56
图表 67 SALESFORCE 盈利预测	57
图表 68 SHOPIFY 盈利预测	57
图表 69 SALESFORCE 股价走势 (截至 2025-12-11)	58
图表 70 SHOPIFY 股价走势 (截至 2025-12-11)	58
图表 71 SAP 盈利预测	58
图表 72 SERVICE NOW 盈利预测	59
图表 73 SAP 股价走势 (截至 2025-12-11)	59
图表 74 SERVICE NOW 股价走势 (截至 2025-12-11)	59
图表 75 CROWDSTRIKE 盈利预测	60
图表 76 DATADOG 盈利预测	60
图表 77 CROWDSTRIKE 股价走势 (截至 2025-12-11)	60
图表 78 DATADOG 股价走势 (截至 2025-12-11)	60
图表 79 SNOWFLAKE 盈利预测	61
图表 80 PALO ALTO NETWORKS 盈利预测	61
图表 81 SNOWFLAKE 股价走势 (截至 2025-12-11)	62
图表 82 PALO ALTO NETWORKS 股价走势 (截至 2025-12-11)	62
图表 83 海外高估值/ARR AI 应用公司梳理	64
图表 84 海外 AI 应用举例	65
图表 85 国内 AI 应用分场景举例	66

图表 86 传媒行情复盘（截至 2025-12-11）	70
图表 87 25 年传媒相关指数走势（截至 2025-12-11）	70
图表 88 全球广告市场空间	71
图表 89 2025 年全球各赛道广告收入规模	71
图表 90 2025 年全球各赛道广告收入规模	72
图表 91 广告收入对比	72
图表 92 竞价模式流程	73
图表 93 天地在线在腾讯生态布局图	74
图表 94 “星云 ASTAR” 解决方案流程图	74
图表 95 EC SCRM 解决方案	75
图表 96 UNIDESK 全链路设计	75
图表 97 程序化广告运作流程图	76
图表 98 万象营造功能图	76
图表 99 易点天下出海平台矩阵	77
图表 100 易点天下 AI 在营销场景布局	78
图表 101 鲁班运作方式	78
图表 102 鲁班支持平台	79
图表 103 蓝色光标 BLUEAI	79
图表 104 浙数文化“45 度平台”	80
图表 105“海纳”MCP 能力矩阵	80
图表 106“好奇飞梭”案例	81
图表 107 天娱数科营销 AGENT 结构	82
图表 108 天娱数科营销 AGENT 流程图	82
图表 109 巨量引擎方法论体系	83
图表 110 遥望科技抖音营销案例	84
图表 111 省广国际跨境电商营销解决方案	84
图表 112 灵犀 AI 工作站界面	85
图表 113 “九合创意” AIGC 创作平台	86
图表 114 掌阅科技短剧厂牌	86
图表 115 剪映内视觉中国素材调用	87
图表 116 《你好，儿科医生》海报	87
图表 117 2025 年影视院线指数走势（截至 2025-12-11）	88
图表 118 中国电影大盘（亿元）	88
图表 119 国内影院观影人次（亿次）	89
图表 120 客单价（元）	89
图表 121 2025 年票房 TOP 10 电影投资方梳理（截止至 2025-12-11）	89
图表 122 2025 年 12 月影片上映日历	90
图表 123 2024-2026 年 AI PC 出货量及同比增长	92
图表 124 2024-2026 年 AI PC 占 PC 市场份额、AI 笔记本占笔记本市场份额、AI 台式机占台式机市场份额	92
图表 125 主要 AI PC 厂商产品	92
图表 126 豆包手机助手交互①：屏幕问答、视频通话	94
图表 127 豆包手机助手交互②：多模态生成、操作手机	94
图表 128 豆包手机助手交互③：打开特斯拉车厢并预订餐厅	94
图表 129 豆包手机助手交互④：出差请假、预订高铁票	94

图表 130 豆包手机助手交互⑤：长任务拆解	95
图表 131 豆包手机助手交互⑥：深度推理并操作手机	95
图表 132 PIXEL 10、PIXEL 10 PRO 手机价格	96
图表 133 PIXEL 10 PRO XL、PIXEL 10 PRO FOLD 手机价格	96
图表 134 小米眼镜第一视角拍摄示例：只需按下相机按键或轻唤小爱同学拍照，即可瞬时抓拍	97
图表 135 华为智能眼镜 2 全天候智慧播报	98
图表 136 小米智能眼镜主要功能	98
图表 137 主要 AI 眼镜产商及产品梳理	99
图表 138 2025 年游戏行情复盘（截至 2025-12-11）	101
图表 139 我国游戏市场空间（亿元）	101
图表 140 我国自研市场空间（亿元）	101
图表 141 我国手游市场空间（亿元）	102
图表 142 我国端游市场空间（亿元）	102
图表 143 自研游戏海外市场规模（亿美元）	102
图表 144 游戏版号发放数量	103
图表 145 重点游戏 PIPELINE	103
图表 146 2025 年出版指数表现（截至 2025-12-11）	105
图表 147 2021-2024 我国图书零售市场规模（亿元）	105
图表 148 2022-2024 我国学生在校人数	106
图表 149 2008-2024 我国出生人口数	106
图表 150 2022-2024 出版公司股息率与分红比例（日期截至 2025-12-11）	107
图表 151 港股相关公司估值表（日期截至 2025 年 12 月 16 日）	108
图表 152 美股相关公司估值表（日期截至 2025 年 12 月 16 日）	108
图表 153 A 股相关公司估值表（日期截至 2025 年 12 月 16 日）	109

1 生成式 AI：从单一算力飞轮，到多极大模型生态与全栈 Agent 化

1. 算力与大模型格局：从“单一供应商”到“多架构 + 多家头部”的竞争格局。

进入 2026 年，生成式 AI 的底层有望从“算力持续扩容 + 单一 GPU 体系”进一步演变为多架构并行的算力供应，并呈现多家头部大模型并存的格局：一方面，NVIDIA 继续通过 Blackwell / Rubin、GB200 等产品推动单卡算力和与多 GPU NVLink 互联能力持续提升，配合 InfiniBand / Spectrum-X 等平台，巩固其在高端训练与推理集群中的份额；另一方面，AMD Instinct MI、谷歌 TPU、亚马逊 Trainium 以及中国本土 AI 加速芯片快速迭代，配合 Ultra Ethernet、UALink 等开放互联标准，在成本、能耗与灵活性上形成有力互补。

在上层模型生态中，头部厂商格局愈发清晰但呈现多极化：OpenAI、Google DeepMind、Anthropic 构成全球基础模型几大阵营，在多模态推理、长上下文和 Agent workflows 等方面持续保持领先探索优势；DeepSeek、Qwen（阿里）、kimi、豆包、文心等一众厂商，分别在成本、开源权重、本地部署和行业化定制上形成差异化竞争。

整体来看，2026 年的大模型格局正在从“一超多强”向多家头部分庭抗礼、开源权重抬升的方向演进，企业侧开始根据“算力架构成本+模型能力+数据主权”做组合采购与多云部署。

相关公司：英伟达、博通、TSMC、谷歌、微软、亚马逊、阿里巴巴-W、百度集团-SW、寒武纪、海光信息等。

2. AI 服务器互联：从板级互连走向机架级光互联与可重构网络架构。

AI 服务器互联从“板内 PCIe + 机架级铜缆”进入到全数据中心维度的光互联与拓扑重构阶段：

- 在专有互联路径上，NVIDIA 以 NVLink/NVSwitch 为核心，通过 NVLink / NVSwitch 将单柜 72 GPU 构建为高度耦合的“逻辑大 GPU”计算单元，显著提升大模型训练和 MoE 推理效率；并在 2026 年之后的技术路线图中，逐步探索硅光与 CPO 等解决方案，以缓解铜互联在 800G 以上速率时的功耗与信号完整性瓶颈。
- 在开放互联路径上，超大规模云厂商加速采用 Ultra Ethernet、UALink、CXL 3.0 + SuperNIC 等方案，配合 Astera Labs 等厂商的 PCIe/CXL Retimer 与开源 GPU Fabrics，构建不完全依赖 NVIDIA 的开放型 AI 互联网络。

同时，互联体系中的光电边界正在重新划分，“光”开始承担更大规模的数据承载与拓扑重构能力，而“电”更多聚焦于近距互连与协议处理：

- 谷歌 Google Cloud 将 OCS 能力封装为高性能网络服务。
- 光模块方面，800G 已成为 2025 年 AI 数据中心的主力速率，1.6T 模块在 2025 年已进入技术验证与小规模商用阶段，预计 2026 年起在超大规模 AI 集群中加速渗透，用于 Spine/Fabric 层的“AI 超级网络”建设。
- 散热与供电侧，随着单柜功耗向 500kW~1MW 迈进，液冷从试点走向主流：根据 Trendforce，AI 数据中心液冷渗透率预计将从 2024 年的约 14% 快速提升到 2025 年的 30%+，并在此后几年持续上升。

- 综合来看，互联架构已经从“单机箱带宽”升级为“以光为核心、可重构的整仓互联 + 液冷 + 高压直流供电（如 800VDC）”的 AI 工厂基础设施组合，网络、光模块与散热厂商的战略地位显著抬升。

相关公司：Lumentum、Coherent、迈威尔、Astera Labs、博通等

3. 存储：HBM + GDDR + DRAM + NAND + CXL 共同推动“AI 存储超级周期”。

随着多模态大模型与视频生成模型对数据量、上下文窗口及中间态存储需求呈指数级上升，AI 服务器已从单一的“算力密集型”迈向“算力 + 存力 + 带宽”的全资源密集型架构，带动存储产业进入强景气周期。

- **HBM (HBM3E/HBM4)：训练侧的“胜负手”，产能持续紧缺**

HBM 已成为 AI 训练 GPU 的核心溢价来源，2025 - 2026 年，12-Hi HBM3E 将成为 Blackwell 时代的核心配置；随着 HBM4 在 2026 年后进入量产，行业将有望引入 16-Hi 堆叠，为下一代 GPU（如 Rubin）提供更大容量空间。

- **GDDR7 & LPDDR6：端侧 AI 与推理卡的“带宽革命”**

GDDR7 量产将大幅提升推理 GPU 与 AI 工作站的带宽上限，为本地推理与中端训练提供关键能力。与此同时，LPDDR6 的引入将推升端侧设备的 AI 原生算力与单机价值量。

- **服务器 DRAM & CXL：容量与架构的双重红利**

服务器全面迁移至 DDR5 带动单机容量激增。同时关注 CXL（内存扩展）技术在 2026 年的商业化落地进展，其有望打破 CPU 内存通道限制，开辟全新的内存增长空间。

- **NAND/eSSD：数据湖驱动 QLC 爆发**

向量数据库与多模态训练数据湖对读取速度和密度的极致追求，QLC 企业级 SSD 正在加速替代近线 HDD 在训练数据湖与特征向量存储中的角色，推动 NAND 在 2026 年维持量价稳健增长。

相关公司：SK 海力士、美光科技、闪迪、西部数据等。

4. 视频生成进入“生产级”阶段：Veo 3 + 可灵 (Kling) 重塑内容产业链

与 2024 年 Sora 主要处于“技术演示 + 市场预期”阶段不同，2025 - 2026 年视频生成模型已经率先在头部生态中进入“生产级可用”：

- 谷歌更新的多模态模型解决了文字渲染问题并大幅提升了一致性。
- 谷歌推出的 Veo 3 / 3.1 已支持 8 秒高质量视频与原生音频生成，并在 16:9 与 9:16（竖屏）场景下提供最高 1080p 输出，同时大幅下调单位秒数的推理成本，使其更适合规模化生产短视频与广告素材。
- 快手的可灵 (Kling AI) 家族在 2.0 之后持续迭代，并在 2025 年发布可灵 01，将文本生成、图像/视频编辑与多镜头一致性整合为“一体化多模态视频模型”，主打影视、自媒体与电商广告等场景的贯通 workflow。第三方评测中，如 Kling 与 Veo 3.1 被视为当前图像到视频、文本到视频生成的领先组合之一。这一代模型已经不再只是“给创意团队提供草图”，而是在广告视频、短剧、MV、游戏过场动画等环节直接承担内容主力，对传统制作公司、MCN 与平台侧的成本结构与生产节奏形成系统性重构。

相关公司：快手-W、哔哩哔哩-W、谷歌等。

1.1 港美股行情复盘

1.1.1 2025 年美股互联网行情复盘

2025 年纳斯达克综合指数呈现出典型的深蹲起跳走势，全年经历了剧烈的估值重塑与流动性修复行情。回顾上半年行情，4 月份市场出现的显著调整，其核心诱因在于美国关税政策的突变。关税政策的收紧加剧了外部环境的不确定性，也引发了市场对全球供应链成本及贸易摩擦的担忧。受此影响，市场避险情绪急剧升温，导致资金面承压，市场在当月经受了较大幅度的估值回撤。

进入下半年，市场呈现出强劲的复苏态势，主要得益于双重驱动力的共振。一方面，市场对关税政策的影响逐渐脱敏，随着恐慌情绪的消退，前期超跌的资产迎来了理性的估值修复窗口。另一方面，科技创新尤其是 AI 多模态模型的突破性进展成为行情向上的核心引擎。随着 Veo、Sora 以及 Nano Banana 等具有里程碑意义的模型陆续推出，视频生成与多模态交互能力的质变极大地提振了产业信心，为市场注入了新的增长动能。

图表 1 2025 年纳指走势复盘（截至 2025-12-11）

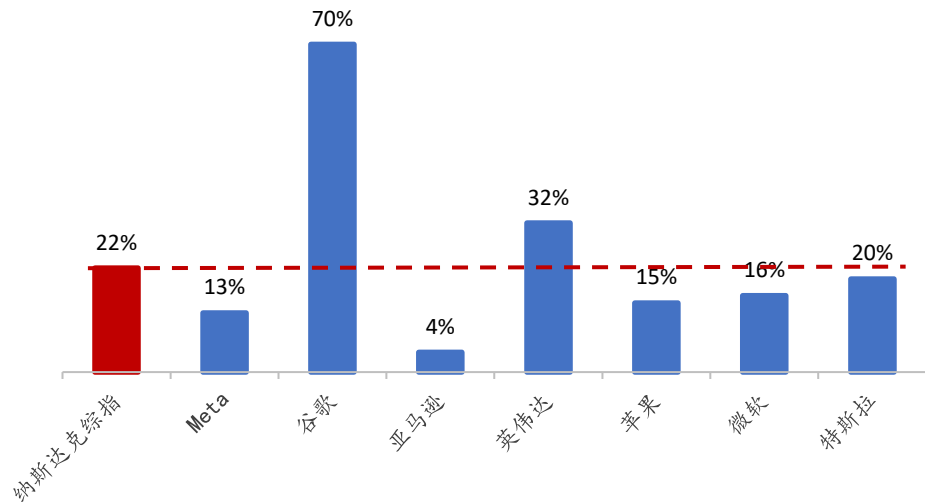


资料来源：iFinD、华安证券研究所

1.1.2 2025 年美股 Mag 7 行情复盘

Mag 7 今年的股价走势既有共性也存在分化，整体来看今年都实现亮眼的股价增长。纳指录得 22% 的年度涨幅，确立了市场基准水位，但美股 Mag7 的内部表现呈现出显著的结构分化特征。谷歌 (+70%) 与英伟达 (+32%) 两家公司显著跑赢大盘，成为驱动指数上行的核心动能。相比之下，特斯拉 (+20%)、微软 (+16%)、苹果 (+15%)、Meta (+13%) 及亚马逊 (+4%) 均表现不及基准线。

图表 2 2025 年美股 Mag 7 股价涨幅（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

1) 谷歌、英伟达：股价表现显著高于市场，源于叙事反转。

谷歌：2025 年上半年，谷歌股价经历了一轮显著的估值下杀，并在第二季度触及年度低点。这一阶段的下行趋势，核心源于资本市场对谷歌护城河，即搜索广告业务的恐慌。随着 AI 的普及，市场普遍担忧 AI 搜索将引发传统搜索流量的结构性流失，进而导致谷歌核心广告收入面临被颠覆的风险。这种对商业模式可持续性的质疑，叠加反垄断监管的噪音，导致市场情绪消极。

下半年，谷歌股价迎来戴维斯双击。谷歌不仅未受 AI 冲击，反而证明 AI 是搜索广告业务的强效催化剂。AI overview 推动搜索量提升，AI 带动算法升级推动广告转化率提升。叙事翻转使得之前压制股价的颠覆论有所消除，取而代之的是对谷歌在 AI 时代拥有最强商业化闭环的价值重估。与此同时，云业务的加速增长构成了股价上行的重要推力。随着企业端 AI 转型需求的爆发，谷歌云凭借其全栈 AI 基础设施优势，云业务收入增速加速增长，进一步夯实公司基本面。

此外，谷歌在下半年密集发布了具有里程碑意义的模型产品，点燃市场做多热情。Veo3 和 Nano Banana 模型的推出，展示了谷歌在多模态能力上的突破，引领行业发展。Gemini 3 作为旗舰模型的问世，则在通用推理与复杂任务处理上重新定义了行业 SOTA 标准。

英伟达：英伟达股价从年初的高位一度下探至 100 美元附近，当时随着 Hopper 架构（H100/H200）进入周期尾声，而下一代 Blackwell 架构尚未全面铺货，市场担忧出现需求真空期。叠加微软与亚马逊数据中心砍单消息传出，导致投资者对英伟达能否维持超高增速产生了分歧，避险情绪主导了早期的估值修正。

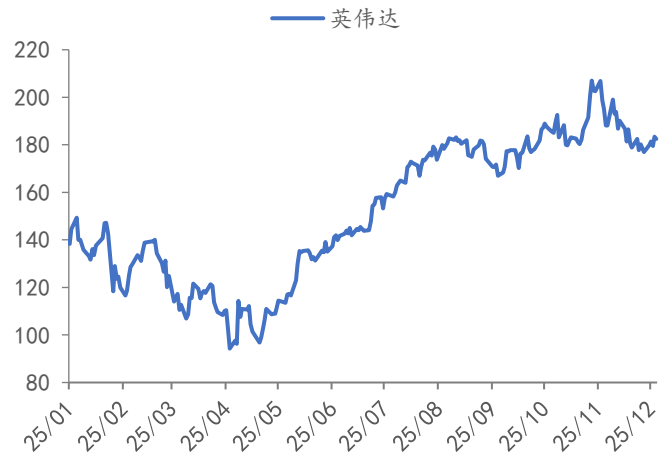
进入二季度后，英伟达股价走出了强劲的 V 型反转并开启了长牛行情。逆转的核心驱动力在于 Blackwell 架构的成功量产与超预期交付，并迅速锁定了 Meta、微软及 xAI 的订单，供不应求的局面证伪了 AI 硬件需求见顶的空头逻辑。此外，不同于以往仅依赖美国科技巨头的单一营收结构，2025 年下半年，中东、欧洲及亚洲多国政府主导的算力基础设施建设进入爆发期，成为英伟达新的千亿级收入来源。

图表 3 2025 年谷歌股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 4 2025 年英伟达股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

2) 亚马逊: 宏观扰动下的韧性与云端增长的预期博弈。

亚马逊股价在年初遭遇断崖式下跌, 这一阶段的市场恐慌主要源于关税政策变动引发的宏观不确定性。新一轮关税政策的落地引发了市场对其零售业务收入端和利润率的担忧, 叠加通胀预期的反复, 导致避险情绪集中释放, 使得股价快速回撤至 170 美元附近的年度低位。进入下半年后, 亚马逊股价基本处于横盘调整阶段, 7 月后, 股价陷入调整, 核心诱因在于市场对二季度 AWS 云业务增速的预期落空, 但随着三季度 AWS 业绩的超预期股价出现脉冲式上涨并创下年度股价新高。

图表 5 2025 年亚马逊股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

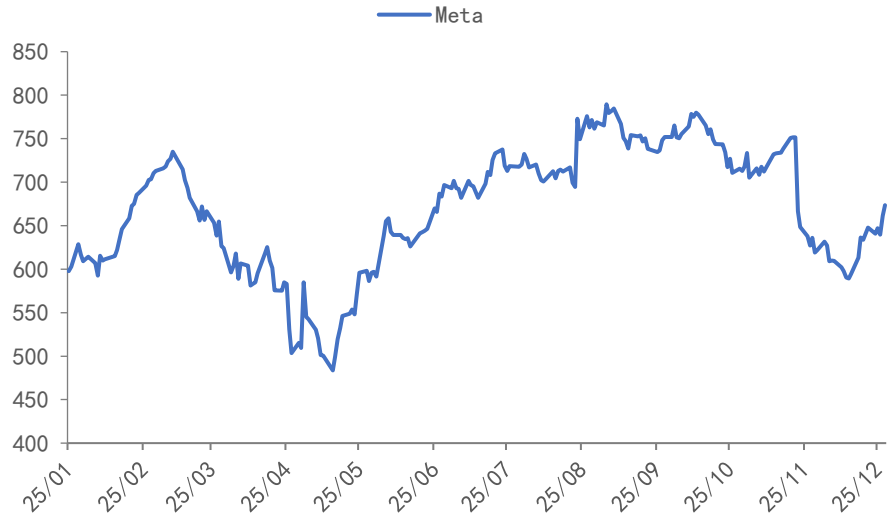
3) Meta: 宏观逆风下的波动与 AI 资本开支的博弈。

Meta 在 2025 年的股价表现, 本质上是市场在宏观不确定性与 AI 投入产出比之间反复权衡的结果。市场对 Meta 的定价逻辑正从单纯的流量增长故事向 AI ROI 验证转移。上半年 4 月份的股价下挫, 主要归因于全球贸易环境变化引发的系统性风

险。随着新一轮关税政策的落地，投资者担忧广告主将缩减营销预算以应对供应链成本上升，进而引发了对全球数字广告大盘增速的悲观预期。这种避险情绪致使 Meta 估值在二季度初期承受了显著的下行压力。

进入下半年，Meta 股价随广告业务的加速增长而得以修复，但 11 月再次经历调整，此次下跌的直接诱因在于 25Q3 业绩低迷，主要受一次性税费支出扰动，而更为深层的市场焦虑在于 Meta 持续激进的资本开支策略引发了投资者对公司利润率持续承压的担忧。

图表 6 2025 年 Meta 股价走势（截至 2025-12-11）



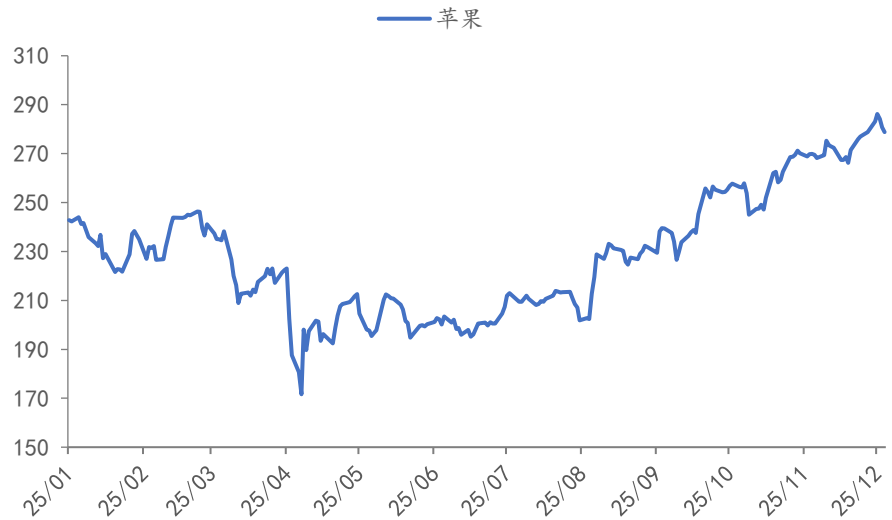
资料来源：iFinD、华安证券研究所

4) 苹果：供应链压力释放，新机升级带动销量超预期。

苹果年初的股价受制于全球贸易环境恶化引发的供应链恐慌。与亚马逊等类似，4 月份落地的关税政策对以硬件销售为核心的苹果构成了直接冲击。市场担忧关税成本将压缩硬件毛利率，或者迫使公司在涨价与销量之间做出抉择。此外，上半年市场对于 Apple Intelligence 功能的落地节奏持怀疑态度，市场普遍认为苹果在生成式 AI 浪潮中反应迟钝，缺乏类似于云厂商的直接变现路径，这种创新焦虑叠加宏观利空，导致苹果股价在 2 季度一直处于横盘调整阶段。

9 月份新品发布会后，苹果股价开启了稳健的修复与上涨通道。iPhone 17 系列的升级（如标准版配备高刷新率、存储升级等）使得三季度 iPhone 在大中华区及欧美市场录得亮眼增长。

图表 7 2025 年苹果股价走势（截至 2025-12-11）

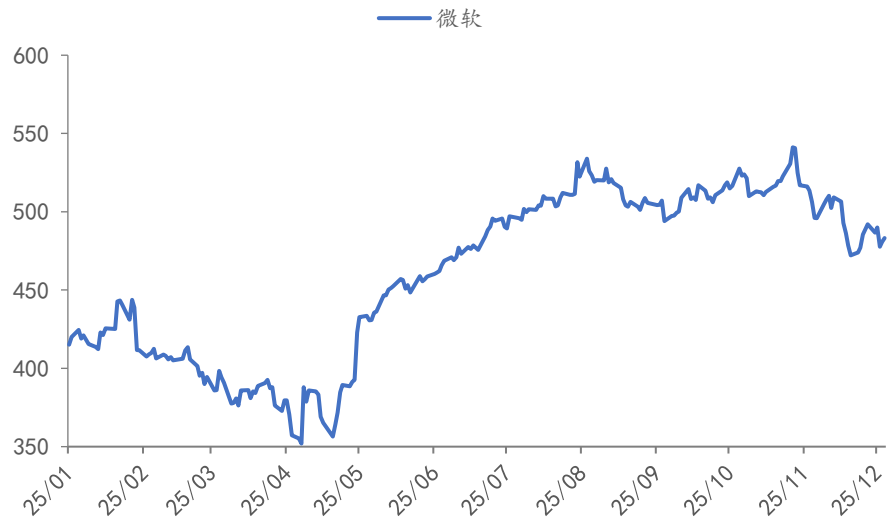


资料来源：iFinD、华安证券研究所

5) 微软：云业务推动股价创新高，四季度股价小幅调整。

上半年的股价调整除了宏观扰动外，也源于微软数据中心砍单引发市场对算力行业过剩的担忧，叠加一季度财报发布前的避险情绪，导致资金集中出逃。随着一、二季度财报 Azure 的加速增长且高于市场预期表现，股价开启了长达半年的强劲修复行情。11 月以来，微软股价有所调整，主要源于三季度 Azure 收入增速并未进一步加速增长，此外公司内部下调了部分 AI 软件销售额目标，引发股价震荡。

图表 8 2025 年微软股价走势（截至 2025-12-11）



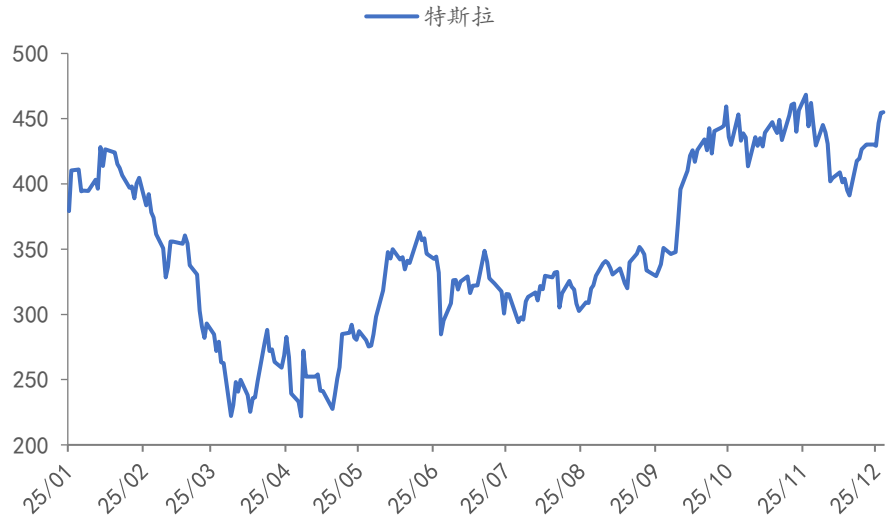
资料来源：iFinD、华安证券研究所

6) 特斯拉：9 月以来股价迎来快速修复。

2025 年上半年，特斯拉股价经历了一轮剧烈的估值去泡沫化过程，并在 4 月份触及年度低点。受制于全球高利率环境及宏观关税政策的扰动，汽车消费需求显著

降温，叠加中国市场激烈的价格战，市场对特斯拉的毛利率保持担忧。所以在销量增速放缓的背景下，资金出现了显著的避险性流出。9月份，埃隆马斯克在公开市场购入约10亿美元的特斯拉股票，点燃市场的做多热情，此外，美国 One Big Beautiful Bill 法案规定联邦电动车税收抵免于2025年9月30日正式终止，这一政策变动引发了可观的需求前置，也助推特斯拉25Q3业绩超预期，股价自9月后迎来显著修复。

图表9 2025年特斯拉股价走势（截至2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

1.1.3 2025年港股互联网行情复盘

2025年初，源于deepseek推出后引发市场对AI投资热情，恒生科技迎来爆发型增长。3-4月份，指数遭遇了流动性与情绪层面的双杀，这一阶段与美股科技同期的回调逻辑一致，主要受制于关税政策落地引发的系统性风险。外资出于避险需求减持离岸资产，叠加市场对美联储降息预期的延后，导致高beta属性的科技板块承受了较大的流动性压力。

进入5月后，指数开启了长达半年的强劲修复行情，并于10月下旬触及6700点附近的年度极值。这一反转的核心驱动力在于国内宏观政策的强力托底与AI产业周期的共振。随着头部科技企业在自研大模型及应用落地上的突破，吸引了南向资金的持续流入，推动估值中枢显著上移。年末的显著回撤则反映了市场预期的理性回归与资金面的再平衡。随着指数在短期内积累了较大涨幅，部分获利盘选择在年底前兑现收益。

图表 10 2025 年恒生科技指数走势（截至 2025-12-11）

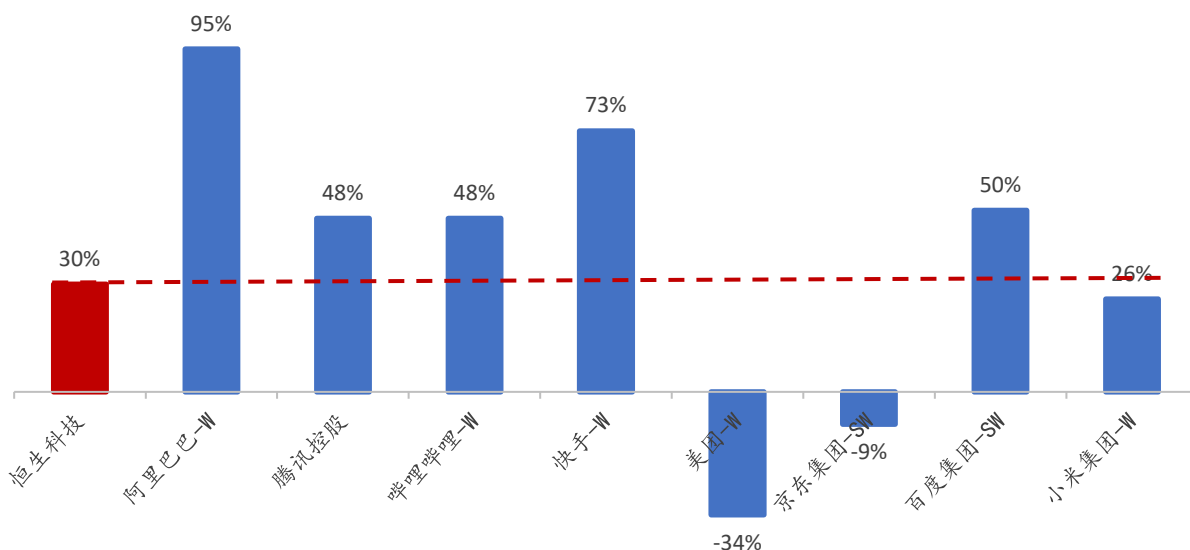


资料来源：iFinD、华安证券研究所

1.1.4 港股互联网相关公司行情复盘

2025 年恒生科技指数录得 30% 的年度涨幅，阿里巴巴以 95% 的接近翻倍式涨幅领跑，快手 (+73%) 紧随其后，此外，百度 (+50%)、腾讯 (+48%) 及哔哩哔哩 (+48%) 均显著跑赢大盘，核心互联网巨头在 AI 转型上的成效获得了资本市场的高度认可。相比之下，部分头部企业表现低迷，显著拖累了指数的表现。美团暴跌 34%，京东下跌 9%，主要受到外卖战的拖累。小米 (+26%) 虽实现正增长，但略低于指数平均水平。

图表 11 2025 年港股互联网股价涨幅对比（截至 2025-12-11）



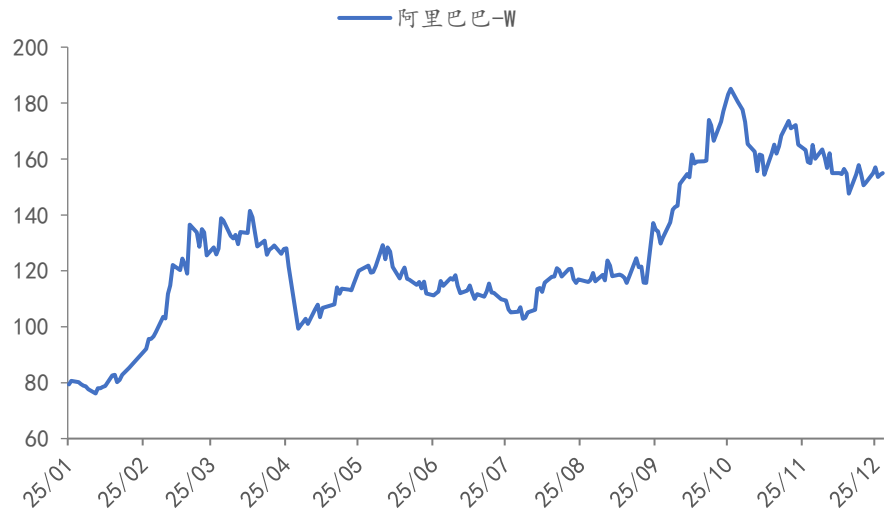
资料来源：iFinD、华安证券研究所

1) 阿里巴巴：全栈 AI 能力+AI 云第二曲线的确立带动股价增长。

一季度末至二季度，这一时期的股价波动与恒科指数的整体走势高度趋同，主要受制于外部宏观环境（关税政策）的扰动以及市场对电商主业竞争格局的持续担忧。三季度，阿里受到外卖战影响，引发市场对利润端担忧，股价进入横盘调整期。

9 月份后，阿里股价开启了单边上行通道，并于 10 月创下逼近 190 港元的年度新高，一方面源于闪购对电商主业的赋能得到了市场验证，另一方面源自于云业务的亮眼增长，向市场证明了其已找到电商之外的第二增长极，逻辑上类似于亚马逊 AWS 对股价的拉动效应。此外，阿里作为国内头部云厂+拥有国内顶尖模型（千问）+拥有自研芯片（平头哥）+具备丰富的下游应用场景（千问 APP、淘天、飞猪、高德等），市场对阿里全栈 AI 能力抱有信心。

图表 12 2025 年阿里巴巴股价走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

2) 腾讯：穿越周期的稳健增长与高质量发展的验证。

自 5 月起，腾讯开启了长达半年的单边稳健上涨行情，这一过程不同于部分科技股的暴涨暴跌，而是稳步攀升。这一走势的核心驱动力在于核心业务产品周期的强劲兑现。游戏业务方面，随着数款重磅新游的成功上线及老牌旗舰游戏的常青运营，公司成功抵御了行业存量竞争的压力，现金流造血能力进一步增强。短视频广告依然拉动增长，其在短视频领域的流量变现能力已成为新的增长引擎。

图表 13 2025 年腾讯股价走势（截至 2025-12-11）



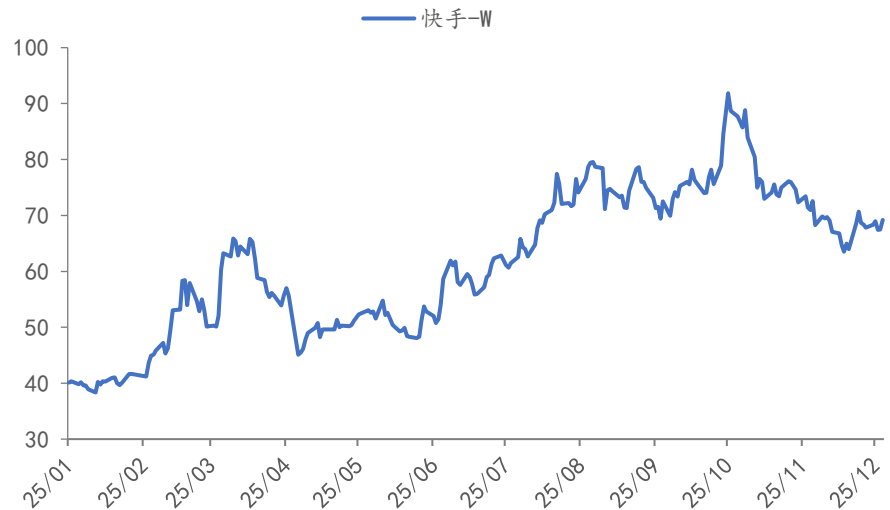
资料来源：iFinD、华安证券研究所

3) 快手：可灵驱动的估值跃迁。

一季度至二季度，快手主要受制于宏观消费环境疲软对直播电商 GMV 增速的压制。市场对快手的定价仍停留在短视频流量存量博弈的传统逻辑上，缺乏明显的上行催化剂。

进入二季度中后期，股价开启了爆发式的主升浪，核心归因于自研视频生成大模型可灵的全面上线与商业化落地。作为对标 Sora 的现象级产品，可灵不仅在生成效果上达到了行业 SOTA 水平，更关键的是迅速实现了在 B 端制作与 C 端内容创作中的大规模落地。市场意识到 AI 正在从两方面重塑快手，一是大幅降低了内容生产门槛，推动用户时长与活跃度创下新高，二是开启了 MaaS 第二增长曲线，通过会员订阅与 API 调用带来了收入增量。

图表 14 2025 年快手股价走势（截至 2025-12-11）



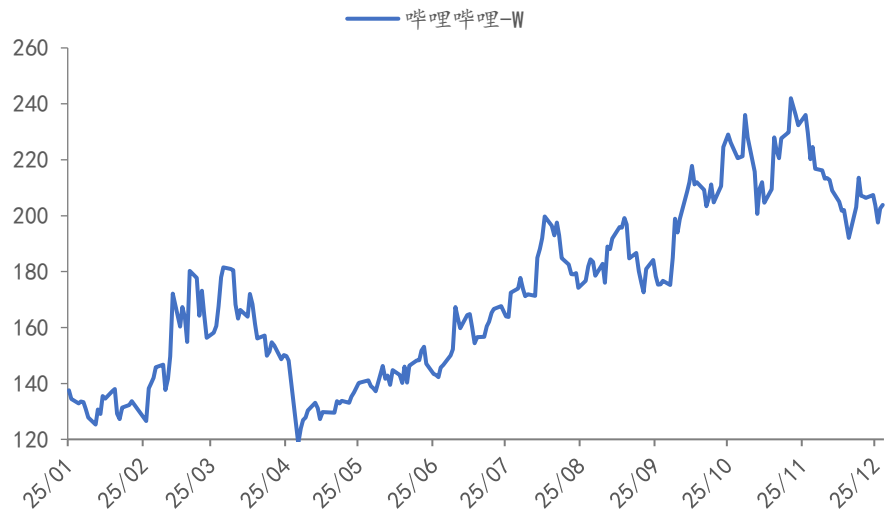
资料来源：iFinD、华安证券研究所

4) B 站：新游驱动下的盈利拐点与价值重估。

4 月份受全球关税政策不确定性及对中概股流动性的担忧影响，市场避险情绪升温，忽视了公司在一季度首次实现调整后净利润转正的基本面改善信号，导致估值出现阶段性背离。

三季度以来，股价迎来修复，与此同时，公司结构性盈利拐点到来，得益于 AI 对广告系统的重构，广告加载率与精准度显著提升，推动 Q3 毛利率攀升至 36.7% 的历史高位，此外自研游戏《逃离鸭科夫》销售表现亮眼。这种高毛利广告+热门游戏的双轮驱动模式，向市场证明了 B 站已从单纯追求用户增长转向高质量变现阶段。

图表 15 2025 年 B 站股价走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

5) 百度：Robotaxi 商业拐点及昆仑芯引发的价值重估。

百度全年行情以 9 月为分水岭，在 1 月至 8 月的横盘期中，估值压抑主要源于市场对核心广告业务增长乏力的担忧。9 月份股价迎来爆发，这一剧烈的估值重构其核心在于萝卜快跑的商业化奇点正式确认。9 月中旬，萝卜快跑在武汉、北京等核心城市的 UE 首次实现全面转正，证明了 Robotaxi 商业模式已跑通盈利闭环。与此同时，随着国家层面发布对 L3/L4 级自动驾驶的准入新规，政策红利与业务拐点形成共振。此外，昆仑芯也与中国移动等外部客户签下大单，并寻求赴港上市，市场开始单独为 Apollo 和芯片业务赋予高估值。

图表 16 2025 年百度股价走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

6) 小米集团：人车家生态的爆发与供应链扰动的博弈。

二季度以来的估值跃升，核心逻辑在于人车家全生态战略的深度兑现，特别是 YU7 的上市表现远超市场预期。进入第四季度，股价遭遇了显著的流动性杀跌与估值回调。这一急剧转向主要受制于供应链瓶颈与成本端的双重挤压。汽车产能释放节奏较慢，以及半导体周期上行导致存储芯片价格大幅反弹，直接推高了手机的 BOM 成本，侵蚀了核心手机业务的毛利率，使得整体盈利能力承压。此外，政策红利的边际消退进一步压制了明年的业绩预期。随着国补政策的逐步退坡，此前维持高增长的 IoT 业务面临需求透支后的环比回落，导致 AIoT 板块增速放缓。

图表 17 2025 年小米集团股价走势（截至 2025-12-11）

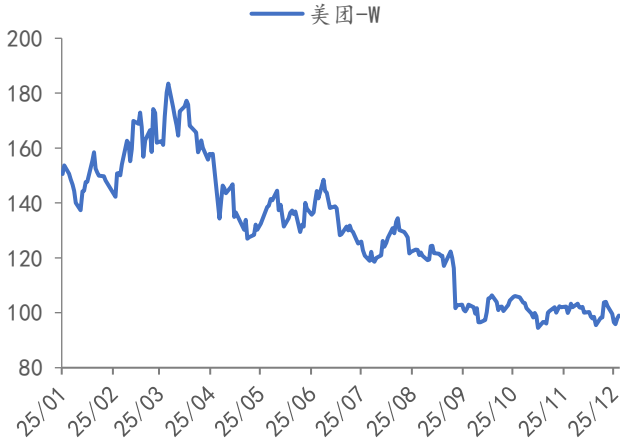


资料来源：iFinD、华安证券研究所

7) 美团和京东：外卖战带来的的利润承压。

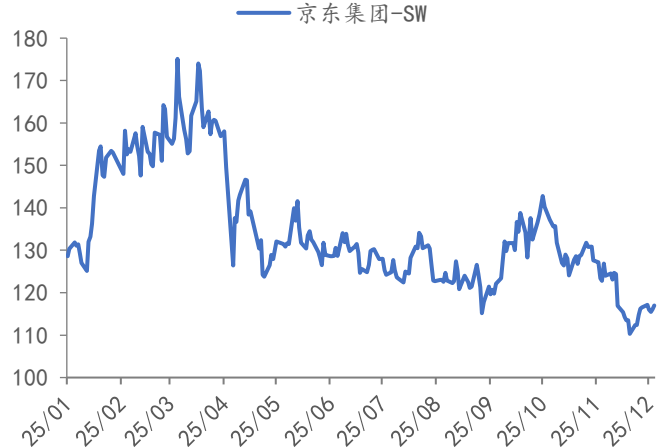
尽管 2025 年恒生科技指数录得正向收益，而美团与京东却呈现出明显的剪刀差走势。2025 年美团与京东股价走势显著跑输恒生科技指数，主要归因于外卖行业竞争加剧导致的利润率结构性受损。

图表 18 2025 年美团股价走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 19 2025 年京东股价走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

1.1.5 投资主线 1：高确定性与高能可见度的 CSP 厂商及上下游产业链

投资逻辑 1：算力供需的结构性错配与基础设施壁垒的强化。当前算力已不再仅仅是 IT 基础设施的底层支撑，而转变为决定模型 scaling law 上限的战略性资源。从需求端来看，随着大模型参数量级从千亿向万亿迈进，以及多模态训练、推理场景的爆发式增长，市场对高性能计算集群的需求呈现指数级上升趋势。然而，供给端受限于先进制程产能、CoWoS 封装技术瓶颈以及数据中心能源供给的刚性约束，短期内无法实现线性扩容。这种供需剪刀差的持续扩大，导致算力资源在未来较长周期内将维持供不应求的状态。

在此格局下，头部 CSP 厂商凭借其巨额的资本开支能力和供应链议价权，构建了极高的行业壁垒。一方面，CSP 厂商通过前瞻性地大规模锁定上游 GPU 产能及相关网络互联硬件，确立了对核心算力资源的垄断性优势，使其能够成为算力稀缺时代的分配者。另一方面，AI 大模型的训练与推理对数据中心的集群通信效率、散热方案及电力调度提出了严苛要求，普通企业自建算力中心的边际成本过高且技术难度极大。因此，下游应用厂商及模型开发者将被迫向拥有万卡级集群运营能力的 CSP 厂商集中，从而确立其在 AI 产业链中不可替代的基础设施枢纽地位，从而直接受益于全行业的算力需求溢出。

投资逻辑 2：从 CSP 视角看，当前阶段讨论 AI 泡沫为时尚早。

1) 从海外 CSP 厂商看，其主业能够产生稳定且规模庞大的现金流，CapEx 投资水平仍处于合理区间。微软、亚马逊、谷歌以及 Meta 每年 OCF 均超 1000 亿美元，能够为 CapEx 投入提供基础。微软、谷歌、Meta、亚马逊（用 AWS 消耗的 CapEx 计算）三家 OCF/CapEx 占比处于 50%-80% 之间，仍处于相对健康的水位。

图表 20 全球主流 CSP 厂商 CapEx (百万美元)

CapEx(mn,USD)	2022	2023	2024	2025e	2026e
Amazon	58,321	48,133	77,658	124,563	147,923
AWS	26,244	24,067	50,478	87,194	110,942
Microsoft	28,400	41,200	75,600	116,400	153,192
Google	31,485	32,251	52,535	88,944	140,000
Meta	31,431	27,266	37,256	70,085	108,579
Oracle	6,678	6,935	14,933	31,693	42,095
Alibaba	7,327	3,382	10,659	18,179	19,207
yoy	2022	2023	2024	2025e	2026e
Amazon	5%	-17%	61%	60%	19%
AWS	35%	-8%	110%	73%	27%
Microsoft	3%	45%	83%	54%	32%
Google	28%	2%	63%	69%	57%
Meta	68%	-13%	37%	88%	55%
Oracle	114%	4%	115%	112%	33%
Alibaba	7%	-54%	215%	71%	6%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所测算

图表 21 全球主流 CSP 厂商 OCF (百万美元)

OCF(mn,USD)	2022	2023	2024	2025e	2026e
Amazon	46,752	84,946	115,877	137,573	182,099
Microsoft	84,386	102,647	125,583	153,291	182,550
Google	91,495	101,746	125,299	158,266	188,056
Meta	50,475	71,113	91,328	111,933	129,849
Oracle	15,073	17,039	20,287	22,680	30,246
Alibaba	23,179	26,806	22,121	12,803	24,366
CapEx/OCF	2022	2023	2024	2025e	2026e
Amazon	125%	57%	67%	91%	81%
AWS	56%	28%	44%	63%	61%
Microsoft	34%	40%	60%	76%	84%
Google	34%	32%	42%	56%	74%
Meta	62%	38%	41%	63%	84%
Oracle	44%	41%	74%	140%	139%
Alibaba	32%	13%	48%	142%	79%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所测算

2) 海外 CSP 巨头陆续与下游模型厂商签订巨额订单, 云业务收入与 CapEx 投入能见度高。如今年 10 月份, OpenAI 与微软签下 2500 亿美元的 Azure 订单。10 月份谷歌与 Anthropic 洽谈数百亿美元的算力订单。11 月份, OpenAI 与 AWS 签下为期 7 年的 380 亿美元订单。

图表 22 全球主流 CSP 厂商云业务收入（百万美元）

云业务收入	2023	2024	2025e	2026e
AWS	90,757	107,556	127,972	154,161
Microsoft	79,671	95,562	119,740	148,603
Azure	48,461	64,608	89,294	118,174
Google	33,088	43,229	57,076	76,115
Oracle	42,906	46,681	52,881	64,306
Alibaba	13,849	15,764	20,235	25,844
yoy	2023	2024	2025e	2026e
AWS	13%	19%	19%	20%
Microsoft	7%	20%	25%	24%
Azure	n/a	33%	38%	32%
Google	26%	31%	32%	33%
Oracle	12%	9%	13%	22%
Alibaba	21%	14%	28%	28%

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所测算

3) 从边际角度计算，海外 CSP 厂商的 CapEx 投入与云业务收入两者处于同一量级，且差距在逐渐缩小（得益于云业务的高增长）。我们取全球前三大 CSP 厂商计算，其 2025 年 CapEx 增量总计为 1139 亿美元，云收入增量为 589 亿美元，两者 Gap 为-550 亿美元（边际云收入减去边际 CapEx），2026 年 Gap 缩小至-375 亿美元。

图表 23 全球主流 CSP 厂商边际投入与云业务收入（百万美元）

CapEx增量	2024	2025e	2026e
AWS	26,411	36,716	23,748
Azure	34,400	40,800	36,791
Google	20,284	36,409	51,056
Total	81,095	113,926	111,596
云收入增量	2024	2025e	2026e
AWS	16,799	20,416	26,189
Azure	16,147	24,686	28,879
Google	10,141	13,847	19,039
Total	43,087	58,949	74,107
Gap	2024	2025e	2026e
AWS	-9,612	-16,300	2,441
Azure	-18,253	-16,114	-7,912
Google	-10,143	-22,562	-32,017
Total	-38,008	-54,977	-37,488

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所测算

1.1.5.1 重点推荐公司：微软、亚马逊、阿里巴巴

1.海外 CSP 厂商：微软、亚马逊

微软：①与 OpenAI 的深度合作为 Azure 带来了极高的能见度与确定性，这不仅仅体现在算力端的合作，也体现在微软与 OpenAI 在 API 中的分销体系上。微软当前的投资核心在于 Azure 智能云已从传统的 IaaS 平台转型为生成式 AI 的首选算力底座。不同于竞争对手，Azure 除了与 OpenAI 在算力端深度绑定，也与 OpenAI 签订了独家销售 API 协议，构筑了极高的技术与生态壁垒。2025 年 10 月披露的 OpenAI 高达 2500 亿美元的服务承诺，为 Azure 未来数年的营收增长提供了极高的能见度与确定性。这一长期锁单不仅平滑了微软资本开支激增带来的财务波动风险，更实质性地确立了 Azure 在顶级模型训练与推理侧的地位。

②微软具备灵活的算力供应链管理优势。面对全行业算力供给瓶颈，微软展现了优于同业的供应链管理能力和管理层的应变能力。管理层并未单纯依赖自建数据中心，而是通过与 CoreWeave、Oracle 等第三方建立溢出算力租赁机制，有效缓解了短期产能交付压力。这种策略使得 Azure 能够在保证客户模型部署速度的同时，优化资产周转率，避免了因过度激进的硬件囤积而导致的资产负债表恶化。

图表 24 微软云业务收入拆分及盈利预测（百万美元）

mn USD	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY26Q1	FY26Q2e	FY26Q3e	FY26Q4e
Intelligent Cloud	106,265	133,280	163,688	30,897	32,441	33,187	36,755
% YoY Growth	21%	25%	23%	28%	27%	24%	23%
1) Server Products & Cloud Services	98,435	125,414	155,823	28,872	30,549	31,241	34,752
% YoY Growth	23%	27%	24%	30%	29%	26%	25%
①Server Products	22,928	22,290	20,730	5,713	5,162	5,381	6,035
% YoY Growth	-3%	-3%	-7%	1%	-4%	-4%	-4%
②Azure	75,507	103,124	135,093	23,159	25,387	25,861	28,717
% YoY Growth	35%	37%	31%	40%	39%	35%	33%
AI	11,969	24,347	39,816	4,925	5,853	6,426	7,143
AI Contribution to yoy Growth (%)				18%	17%	16%	15%
% YoY Growth	219%	103%	64%	152%	113%	91%	83%
2) Enterprise Services	7,769	7,865	7,865	2,024	1,892	1,946	2,003
% YoY Growth	2%	1%	0%	5%	0%	0%	0%
3) Other	61	1	0	1	0	0	0

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所预测

图表 25 微软盈利预测 (百万美元)

mn USD	FY2025	FY2026e	FY2027e	FY26Q1	FY26Q2e	FY26Q3e	FY26Q4e
Net Revenue	281,724	327,093	375,795	77,673	80,560	80,964	87,896
% YoY Growth	15%	16%	15%	18%	16%	16%	15%
% QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	2%	4%	1%	9%
Gross Profit	193,893	219,900	252,624	53,630	53,729	54,016	58,526
% YoY Growth	13%	13%	15%	18%	12%	12%	12%
% QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	2%	0%	1%	8%
%Margin	69%	67%	67%	69%	67%	67%	67%
Operating Income	128,528	149,778	176,950	37,961	36,218	36,572	39,027
%Operating Profit Margin	46%	46%	47%	49%	45%	45%	44%
% YoY Growth	17%	17%	18%	24%	14%	14%	14%
GAAP Net income	101,832	115,345	143,089	27,747	28,350	28,636	30,612
% YoY Growth	16%	13%	24%	12%	18%	11%	12%
% QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	2%	2%	1%	7%
%Margin	36%	35%	38%	36%	35%	35%	35%
EPS-diluted	13.6	15.4	19.1	3.7	3.8	3.8	4.1
% YoY Growth	15%	13%	24%	27%	33%	20%	10%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所预测

亚马逊: ①AWS 在三季报后迎来叙事翻转, 增长重回 20% 区间, 与 OpenAI 签下巨额订单。25Q3 AWS 业务收入同比增速+20.2%, 达到 330 亿美元, ARR 达 1320 亿美元, 增速较 Q2 的 19% 进一步回升。AWS 积压订单在 Q3 末增长至 2000 亿美元, 10 月份新签订单总额已超过整个 Q3 的交易总量。此外, 2025 年 11 月 AWS 与 OpenAI 签署的 380 亿美元算力服务协议, 一定程度上打破了市场对于 Azure 垄断顶层模型算力的固有认知, 随着前沿模型厂商 (如 OpenAI、Anthropic) 为分散供应链风险而转向“多云策略”, AWS 作为全球最大 IaaS 提供商, 也将明显受益于此。

②自研 AI 芯片有序进行, Anthropic 已用来训练模型。三季度业绩会中公司表示其定制的 AI 芯片 Trainium2 业务已“完全被预订”, 成为一项数十亿美元的业务, 季度环比增长 150%。Anthropic 正在使用近 50 万个 Trainium2 芯片集群来训练其 Claude 模型。

图表 26 亚马逊盈利预测 (百万美元)

mn USD	2024	2025e	2026e	2027e	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4e
Total net sales	637,959	715,502	796,113	884,404	155,667	167,702	180,169	211,964
YoY Growth	11.0%	12.2%	11.3%	11.1%	8.6%	13.3%	13.4%	12.9%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-17.1%	7.7%	7.4%	17.6%
Gross profit	311,671	359,794	409,435	460,465	78,691	86,893	91,499	102,711
YoY Growth	15.4%	15.4%	13.8%	12.5%	11.3%	17.1%	17.5%	15.5%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-11.5%	10.4%	5.3%	12.3%
% GPM	48.9%	50.3%	51.4%	52.1%	50.6%	51.8%	50.8%	48.5%
Operating income	68,593	80,857	98,936	120,707	18,405	19,171	17,422	25,859
YoY Growth	86.1%	17.9%	22.4%	22.0%	20.2%	30.7%	0.1%	22.0%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-13.2%	4.2%	-9.1%	48.4%
%OPM	10.8%	11.3%	12.4%	13.6%	11.8%	11.4%	9.7%	12.2%
Net income (loss)	59,248	78,304	85,930	104,419	17,127	18,164	21,187	21,826
YoY Growth	94.7%	32.2%	9.7%	21.5%	64.2%	34.7%	38.2%	9.1%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-14.4%	6.1%	16.6%	3.0%
% NI margin	5.3%	9.3%	10.9%	10.8%	11.0%	10.8%	11.8%	10.3%
Revenue breakdown								
Online stores	247,029	267,610	286,255	303,650	57,407	61,485	67,407	81,311
YoY Growth	6.5%	8.3%	7.0%	6.1%	5.0%	11.0%	9.8%	7.6%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-24.0%	7.1%	9.6%	20.6%
Physical stores	21,215	22,564	23,918	25,114	5,533	5,595	5,578	5,858
YoY Growth	5.9%	6.4%	6.0%	5.0%	6.4%	7.5%	6.7%	5.0%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-0.8%	1.1%	-0.3%	5.0%
Third-party seller services	156,146	172,794	191,273	210,033	36,512	40,348	42,486	53,448
YoY Growth	11.5%	10.7%	10.7%	9.8%	5.5%	11.5%	12.2%	12.6%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-23.1%	10.5%	5.3%	25.8%
Subscription services	44,374	49,436	54,040	59,104	11,715	12,208	12,574	12,939
YoY Growth	10.4%	11.4%	9.3%	9.4%	9.3%	12.4%	11.5%	12.4%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	1.8%	4.2%	3.0%	2.9%
Advertising services	56,214	68,602	80,716	95,842	13,921	15,694	17,703	21,284
YoY Growth	19.8%	22.0%	17.7%	18.7%	17.7%	22.9%	23.5%	23.1%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-19.5%	12.7%	12.8%	20.2%
AWS	107,556	128,553	153,492	183,730	29,267	30,873	33,006	35,407
YoY Growth	18.5%	19.5%	19.4%	19.7%	16.9%	17.5%	20.2%	23.0%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7%	5.5%	6.9%	7.3%
Other	5,425	5,943	6,419	6,932	1,312	1,499	1,415	1,717
YoY Growth	9.4%	9.6%	8.0%	8.0%	4.0%	19.0%	7.8%	8.0%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-17.5%	14.3%	-5.6%	21.4%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所预测

2.国内 CSP 厂商: 阿里巴巴

①**全产业链闭环构建极高壁垒, AI 协同效应优于海外同业。**国内与海外不同, 头部模型厂商即为头部云厂商即为头部应用厂商, 其实是更为集中的状态, 壁垒会更强, 而阿里巴巴具备 AI 全产业链优势, 即国内主要云厂+国内顶尖模型(千问)+自研芯片(平头哥)+下游应用场景(千问 APP、淘天、飞猪、高德等)。**基础设施与硬件自主:** 依托平头哥的自研芯片能力, 阿里在算力成本控制与供应链安全上具备显著优势, 能够有效对冲外部硬件供应的不确定性。**模型与云的深度绑定:** Qwen 作为国内顶尖的大语言模型, 直接驱动阿里云的 MaaS 收入增长。这种云+模型的一体化服务模式, 使得客户留存率显著高于单一云厂商或模型厂商。**应用场景的即时落地:** 不同于海外模型厂商需寻找落地场景, 阿里拥有淘天、钉钉、高德、飞猪等国民级应用。这不仅为模型迭代提供了海量高质量专有数据, 更打通了从技术到商业变现的最短路径, 实现了 AI 在电商导购、企业办公及本地生活场景中的价值释放。

②**本地生活业务进入理性增长周期, 利润端修复可期。**外卖行业已度过恶性竞争期, 管理层当前的战略重心已从单纯追求 GMV 规模转向优化 UE。未来的补贴投入将重点向高客单价订单与高频高价值用户(如 88VIP 群体)倾斜。随着低效补贴的剥离与运营效率的提升, 闪购对集团整体利润率的拖累将大幅降低, 减亏逻辑清晰。

图表 27 阿里巴巴盈利预测 (百万元 RMB)

Rev.break down	FY2026E	FY2027E	1QFY26	2QFY26E	3QFY26E	4QFY26E
Consolidated revenue	1,041,368	1,160,182	247,652	247,795	296,872	249,049
Total segment revenue	1,132,324	1,278,550	266,810	270,170	323,803	271,541
⊙China e-commerce business group	567,845	621,765	247,652	247,795	296,872	249,049
China Commerce retail	460,703	488,501	118,577	102,933	137,881	101,312
Customer management revenue	350,523	371,710	89,252	78,927	107,144	75,200
Direct sales, logistics and others	110,180	116,790	29,325	24,006	30,737	26,112
Quick commerce	79,393	102,046	14,784	22,906	24,232	17,471
China commerce wholesales	27,750	31,219	6,711	6,739	7,101	7,199
⊙Alibaba International Digital Commerce	149,388	168,889	34,741	34,799	42,093	37,754
International commerce retail	122,552	138,617	28,395	28,068	35,084	31,005
International commerce wholesale	26,835	30,271	6,346	6,731	7,009	6,749
⊙Cloud intelligence	158,411	203,785	33,398	39,824	43,841	41,348
⊙All others	256,681	284,111	58,599	62,969	68,656	66,457
YoY Growth						
Consolidated revenue	5%	11%	2%	5%	6%	5%
Total segment revenue	3%	13%	1%	4%	5%	4%
⊙China e-commerce business group	13%	9%	10%	15%	15%	11%
China Commerce retail	8%	6%	9%	9%	6%	6%
Customer management revenue	8%	6%	10%	10%	6%	6%
Direct sales, logistics and others	7%	6%	7%	7%	7%	7%
Quick commerce	53%	29%	12%	55%	111%	39%
China commerce wholesales	14%	13%	13%	8%	8%	24%
⊙Alibaba International Digital Commerce	13%	13%	19%	10%	11%	12%
International commerce retail	13%	13%	20%	10%	11%	12%
International commerce wholesale	13%	13%	13%	14%	13%	13%
⊙Cloud intelligence	34%	29%	26%	34%	38%	37%
⊙All others	-25%	11%	-28%	-25%	-26%	-22%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所预测

图表 28 阿里巴巴盈利预测 (百万元 RMB)

	FY2025A	FY2026E	FY2027E	1QFY26	2QFY26E	3QFY26E	4QFY26E
Consolidated revenue	996347	1,041,368	1,160,182	247,652	247,795	296,872	249,049
YoY Growth	6%	5%	11%	2%	5%	6%	5%
Gross Profit, GAAP	398,062	428,219	479,359	111,223	97,014	124,407	95,575
% gross margin	40%	41%	41%	45%	39%	42%	38%
Operating profit, GAAP	140905	86838.5527	155537.9	34988	5365	29375.489	17110.064
% operating margin, GAAP	14%	8%	13%	14%	2%	10%	7%
% yoy	24%	-38%	79%	-3%	-85%	-29%	-40%
Net Income, non-GAAP	157,940	100,126	149,950	35,291	10,706	31,497	22,631
% yoy	0%	-37%	50%	76%	-53%	-44%	26%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所预测

1.1.6 投资主线 2: 多模态 AI 的“应用元年”, 关注头部模型厂商的商业化拐点与价值重估

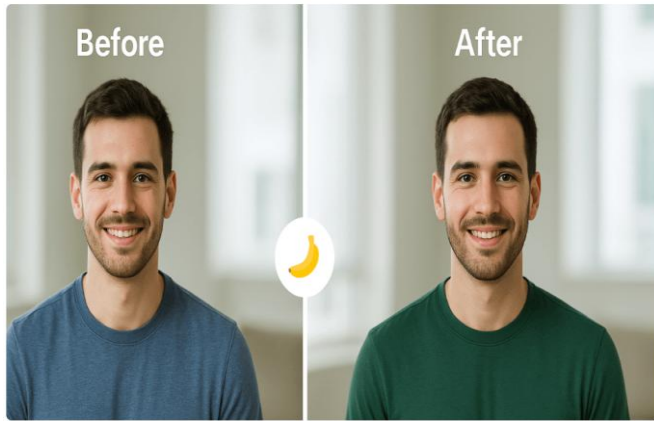
2025 年是多模态大模型从技术探索迈向生产力工具的关键年份, 中美头部厂商均在下半年密集推出了具备商业落地能力的迭代版本。

视频端: Google 于 5 月 20 日发布 Veo 3, 首创原生音频生成, 生成的视频自带同步的音效和对话, 解决了此前视频与音频分离制作的痛点。9 月 30 日, Sora2 (及 Pro 版) 正式发布, 跟进 Veo3, 实现原生音频生成功能, 此外引入了精准的“视频重绘”功能, 允许用户通过框选修改视频中的特定元素 (如给人物换装、改变背景天气), 而无需重新生成全片。10 月 15 日, 谷歌发布 Veo 3.1, 重点攻克了长视频

一致性难题。新增了“视频扩展”功能，并引入了多要素控制功能，允许用户上传多张参考图来精准控制角色和风格，标志着 Veo 系列从短片段生成真正迈向了长内容叙事，具备了商业影视制作的实用性。12 月 3 日，可灵发布 2.6 版本，跟齐 veo 和 sora 步伐，推出音画同出功能，支持在一次生成中同时输出视频、对白（中英文）和环境音效。

图像端：2025 年，AI 图像生成行业进入了以逻辑推理和精准控制为核心的“工业化生产”阶段，标志性模型为 nano banana。谷歌 8 月推出的 Nano Banana (Gemini 2.5 Flash Image) 主打 C 端高频互动，以极低的延迟和趣味性编辑迅速占领移动端市场。在 11 月 21 日，Google 发布了 Nano Banana Pro (Gemini 3 Pro Image)。该模型集成了 Gemini 3 的思考能力，是首个具备视觉推理能力的图像模型。它不再仅仅是匹配关键词，而是能理解复杂的空间逻辑和世界知识，也攻克了 AI 不识字的顽疾，使得 AI 直接生成海报、Logo、包装设计成为现实，最为重要的是具备强一致性与可编辑性，解决了改图不换脸的刚需。

图表 29 Nano banana AI 换衣



资料来源：ukiyo，华安证券研究所

图表 30 Nano banana 图片合成示例



资料来源：Google 官网，华安证券研究所

图表 31 Nano banana AI 换装



资料来源：Google 官网，华安证券研究所

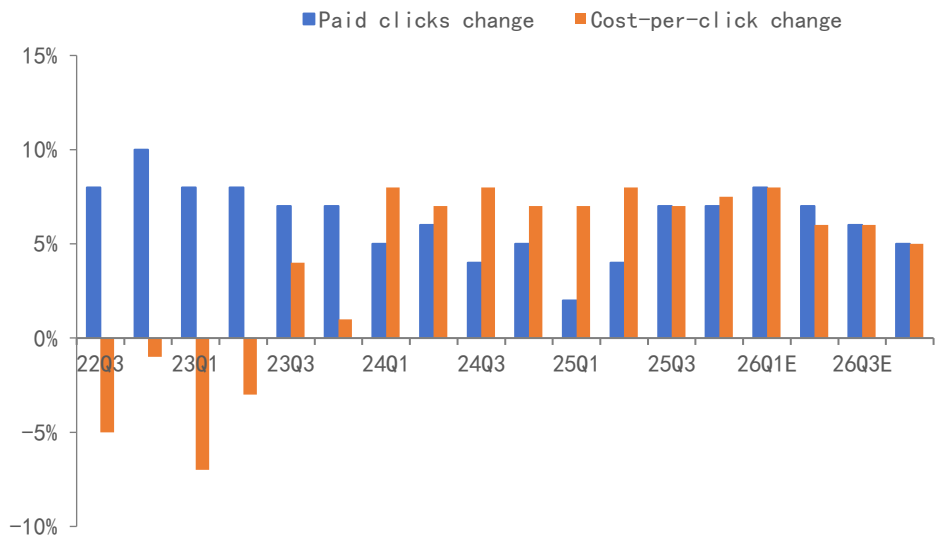
1.1.6.1 重点推荐公司：谷歌、快手

谷歌：搜索护城河的再验证与 AI 全产业链的价值重估。

①**核心业务重塑：从“被颠覆”到“被增强”的搜索叙事翻转。**过去一年，资本市场对谷歌最大的担忧在于生成式 AI（如 ChatGPT、Perplexity）可能解构传统搜索

商业模式。然而，随着 2025 年 Q2 至 Q3 财报的披露，这一空头逻辑已被证伪。AI Overviews 非但未在大规模应用中通过蚕食广告位降低变现率，反而通过提升复杂长尾查询的满足率，显著增加了用户粘性与搜索频次。此外，通过在 AI 生成的综述下方精准匹配结构化广告，谷歌成功缩短了用户的决策链路。三季度谷歌 CPC 与 Paid Clicks 均实现+7%增长，呈现加速增长趋势，且管理层重申 AIO 的货币化率与传统搜索大致相同。AI Mode (AIM) 当前已在全球 40 个语言地区推出，日活跃用户超 7500 万，已在推动增量总查询量增长。在美国，AI Mode 的查询量在三季度翻了一番。

图表 32 谷歌 CPC 与点击量同比增速及预测



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所预测

②模型层突破：Nano Banana 与 Veo3 开启商业化新周期。谷歌在 2025 年下半年推出的 Nano Banana Pro 与 Veo3 解决了制约 AI 商业落地的核心痛点，即“一致性”与“逻辑推理”。Nano Banana Pro 具备的视觉推理能力，使其能够处理极复杂的构图指令，直接赋能谷歌庞大的广告客户群体，大幅降低了 AIGC 素材生成的废片率。Veo3 实现的原生音画同步与长视频一致性，正快速渗透进 YouTube Shorts 与 YouTube Create 生态。

模型能力的提升促进了 Gemini 的用户增长，三季度，Gemini App 月活跃用户已超 6.5 亿，查询量环比增长 3 倍。所有平台每月处理的 Token 量超 1.3 千万亿 (1.3 quadrillion)，同比增长超 20 倍。10 月新推出的 Gemini Enterprise，已在 700 家公司中拥有超过 200 万订阅用户。

③基础设施壁垒：TPU 自主权与云业务加速增长。谷歌是唯一一家实现从芯片设计到模型训练完全自主闭环的科技巨头。TPU v6/v7 的成功部署，证明了非 Nvidia 路径训练顶级模型（如 Gemini 3、Nano Banana）的可行性与经济性。这一战略优势带来了两重价值：**1. 成本控制与利润率：**自研芯片使得谷歌在推理成本上拥有显著低于竞争对手的结构性优势。**2. TPU 有望打开新增长极：**谷歌有望与 Anthropic 达成基于 TPU 算力的巨额云服务订单（约数百亿美元），TPU 得到市场认可将进一步巩固 GCP 的市场地位，带动云业务加速增长。

④全产业链协同：端云结合构建生态护城河。谷歌的长期价值在于其无可比拟

的“端云一体”生态布局。在软件层，Workspace（文档、幻灯片、Gmail）已全面集成 Gemini，形成了 B 端生产力的极高粘性；在硬件层，Pixel 手机与 AR 眼镜构成了 AI 的端侧入口。

图表 33 谷歌盈利预测（百万美元）

Smn USD	2024	2025e	2026e	2027e	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4e	2026Q1e	2026Q2e	2026Q3e	2026Q4e
Total Revenues	350,018	401,136	467,045	532,062	90,234	96,428	102,346	112,128	105,960	112,588	119,288	129,210
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-6.5%	6.9%	6.1%	9.6%	-5.5%	6.3%	6.0%	8.3%
YoY Growth	13.9%	14.6%	16.4%	13.9%	12.0%	13.8%	15.9%	16.2%	17.4%	16.8%	16.6%	15.2%
Gross Profit (GAAP)	203,712	237,705	277,595	307,942	53,873	57,389	60,977	65,466	63,502	67,526	70,960	75,607
Gross Margin %	58.2%	59.3%	59.4%	57.9%	59.7%	59.5%	59.6%	58.4%	59.9%	60.0%	59.5%	58.5%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.6%	6.5%	6.3%	7.4%	-3.0%	6.3%	5.1%	6.5%
YoY Growth	17.0%	16.7%	16.8%	10.9%	15.0%	16.6%	17.7%	17.2%	17.9%	17.7%	16.4%	15.5%
GAAP Operating Income	112,390	130,319	163,054	180,779	30,606	31,271	31,228	37,214	36,669	40,033	41,491	44,861
Operating Income Margin %	32.1%	32.5%	34.9%	34.0%	33.9%	32.4%	30.5%	33.2%	34.6%	35.6%	34.8%	34.7%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	10.9%	-1.2%	2.2%	-0.1%	19.2%	-1.5%	9.2%	3.6%	8.1%
YoY Growth	33.3%	16.0%	25.1%	10.9%	20.2%	14.0%	9.5%	20.2%	19.8%	28.0%	32.9%	20.5%
GAAP Net Income	100,118	129,266	137,991	152,952	34,540	28,196	34,979	31,551	31,099	33,891	35,102	37,898
Net Income Margin %	28.6%	32.2%	29.5%	28.7%	38.3%	29.2%	34.2%	28.1%	29.4%	30.1%	29.4%	29.3%
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	10.8%	30.2%	-18.4%	24.1%	-9.8%	-1.4%	9.0%	3.6%	8.0%
YoY Growth	35.7%	29.1%	6.7%	10.8%	46.0%	19.4%	33.0%	18.9%	-10.0%	20.2%	0.4%	20.1%
GAAP EPS (Diluted)	8.05	10.54	11.25	12.60	2.81	2.31	2.87	2.56	2.53	2.78	2.88	3.07
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	30.8%	-17.8%	24.1%	-10.9%	-1.0%	9.8%	3.5%	6.7%
YoY Growth	38.7%	31.0%	6.8%	12.0%	48.8%	22.2%	35.3%	18.9%	-10.0%	20.3%	0.4%	20.1%
Revenue breakdown												
Google Services	304,930	342,064	382,894	418,198	77,264	82,543	87,052	95,205	88,187	92,668	97,068	104,971
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.1%	6.8%	5.5%	9.4%	-7.4%	5.1%	4.7%	8.1%
YoY Growth	11.9%	12.2%	11.9%	9.2%	9.8%	11.7%	13.8%	13.2%	14.1%	12.3%	11.5%	10.3%
Google Search & Other	198,084	223,328	251,460	276,606	50,702	54,190	56,567	61,869	58,814	61,235	63,355	68,056
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-6.2%	6.9%	4.4%	9.4%	-4.9%	4.1%	3.5%	7.4%
YoY Growth	13.2%	12.7%	12.6%	10.0%	9.8%	11.7%	14.5%	14.5%	16.0%	13.0%	12.0%	10.0%
YouTube Ads	36,147	40,945	46,638	52,209	8,927	9,796	10,261	11,961	10,166	11,169	11,688	13,616
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-14.8%	9.7%	4.7%	16.6%	-15.0%	9.9%	4.6%	16.5%
YoY Growth	14.7%	13.3%	13.9%	11.9%	10.3%	13.1%	15.0%	14.2%	13.9%	14.0%	13.9%	13.8%
Google Network Members' Propertie	30,359	29,810	29,404	29,005	7,256	7,354	7,354	7,846	7,158	7,256	7,251	7,739
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.8%	1.4%	0.0%	6.7%	-8.8%	1.4%	-0.1%	6.7%
YoY Growth	-3.0%	-1.8%	-1.4%	-1.4%	-2.1%	-1.2%	-2.6%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.4%
Google Subscriptions, Platforms & I	40,340	47,981	55,392	60,378	10,379	11,203	12,870	13,529	12,049	13,009	14,775	15,560
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	-10.8%	7.9%	14.9%	5.1%	-10.9%	8.0%	13.6%	5.3%
YoY Growth	16.3%	18.9%	15.4%	9.0%	18.8%	20.3%	20.8%	16.3%	16.1%	16.1%	14.8%	15.0%
Google Cloud	43,229	57,544	82,351	111,937	12,260	13,624	15,157	16,503	17,322	19,470	21,770	23,789
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6%	11.1%	11.3%	8.9%	5.0%	12.4%	11.8%	9.3%
YoY Growth	30.6%	33.1%	43.1%	35.9%	28.1%	31.7%	33.5%	38.0%	41.3%	42.9%	43.6%	44.1%
Other Bets	1648	1587	1800	1926	450	373	344	420	450	450	450	450
QoQ Growth	n/a	n/a	n/a	n/a	12.5%	-17.1%	-7.8%	22.1%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY Growth	7.9%	-3.7%	13.4%	7.0%	-9.1%	2.2%	-11.3%	5.0%	0.0%	20.6%	30.8%	7.1%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所预测

快手：可灵 AI 引领的商业化第二曲线与估值重构。

可灵 AI 商业化验证成功，预计 2025 年全年收入达 1.4 亿美元。

随着 12 月 Keling 2.6 和 o1 版本的发布，快手跟齐 veo 和 sora 实现原生音频功能，同时 o1 也是全球首个统一多模态视频大模型，首次在视频生成领域，将参考生视频、文生视频、首尾帧生视频、视频内容增删、视频修改变换、风格重绘、镜头延展等多种任务，融合于大一统模型之中。在商业模式上，快手成功跑通了“C 端订阅+B 端 API”的双轮驱动模式：C 端方面，凭借电影级画质与极低的使用门槛，会员订阅快速增长；B 端，可灵已深入影视预演、游戏资产生成及广告制作等垂直行业。据公司预期，可灵在 2025 年全年将实现 1.4 亿美元营收。

AI 大模型对快手核心广告与电商业务的渗透率正加速提升，形成了显著的飞轮效应。通过将可灵 AI 深度集成至磁力引擎等营销平台，大幅降低了广告主的素材制作成本。在内容生态端，AI 工具降低了普通用户的创作门槛，丰富了平台的内容供给，增强了用户粘性。

市场当前对快手的定价仍主要锚定其传统的广告与直播打赏业务，尚未充分计

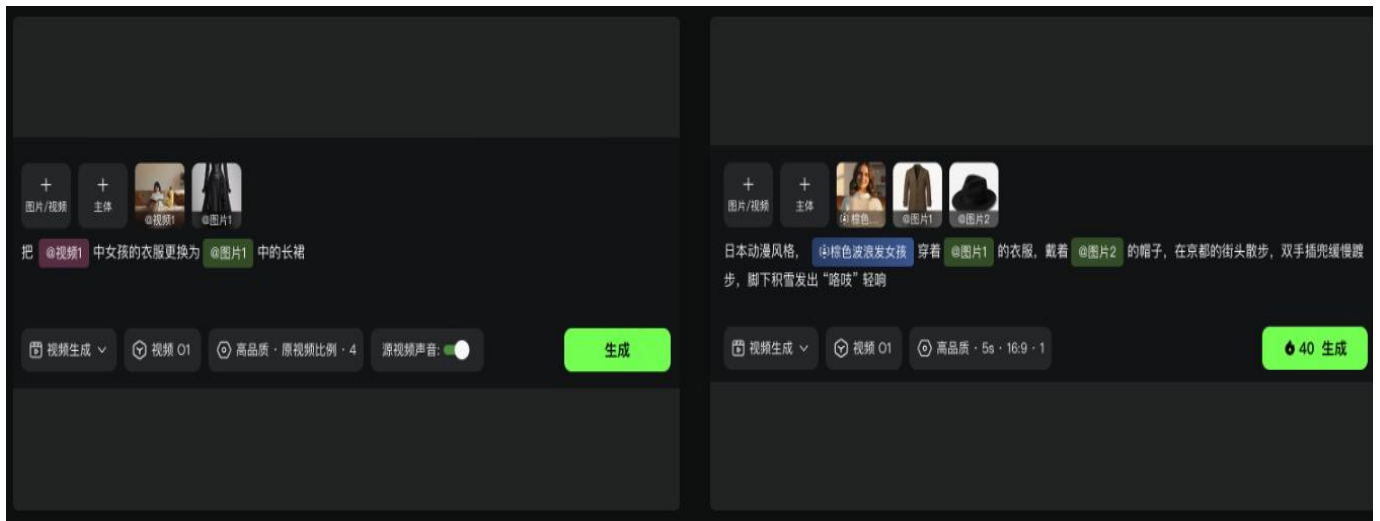
入 AI 技术资产的潜在价值。考虑到可灵 AI 在全球视频生成领域的头部地位（仅次于 OpenAI 与 Google），以及其对主营业务显著的乘数效应，公司当前估值具备较高的安全边际与向上弹性。

图表 34 可灵 2.6 图生音画功能



资料来源：可灵官网，华安证券研究所

图表 35 可灵 O1 多模态指令输入功能



资料来源：可灵官网，华安证券研究所

图表 36 快手盈利预测 (百万元 RMB)

亿元RMB	2024	2025E	2026E	2027E	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E
主营业务收入	1,269	1,437	1,596	1,737	326	350	356	405	363	390	393	450
YoY	12%	13%	11%	9%	11%	13%	14%	14%	11%	11%	11%	11%
1. 线上营销收入	724	821	940	1,044	180	198	201	243	206	228	230	277
YoY	20%	13%	15%	11%	8%	13%	14%	18%	15%	15%	14%	14%
2. 直播收入	371	394	400	402	98	100	96	100	99	103	97	101
YoY	-5%	6%	2%	0%	14%	8%	3%	1%	1%	3%	2%	1%
3. 其他 (直播电商等) 收入	174	222	256	291	48	52	59	62	58	59	66	73
YoY	23%	27%	15%	14%	15%	26%	41%	27%	20%	13%	12%	16%
3.1 直播电商收入	168	203	228	254	46	48	53	57	52	53	58	65
YoY	24%	21%	12%	11%	11%	22%	32%	21%	14%	10%	11%	15%
3.2 游戏等其它业务收入	7	10	11	12	3	2	3	2	3	3	3	2
YoY	20%	46%	8%	9%	316%	-15%	90%	5%	-3%	30%	5%	5%
3.3 可灵收入		10	17	25	1	3	3	3	4	4	5	5
YoY			70%	47%	0%	0%	0%	0%	0%	60%	41%	52%

亿元RMB	2024	2025E	2026E	2027E	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E
营业收入	126,898	143,679	159,598	173,710	32,608	35,046	35,554	40,471	36,295	39,005	39,287	45,011
yoy	12%	13%	11%	9%	11%	13%	14%	14%	11%	11%	11%	11%
营业利润	15,287	20,562	23,792	28,157	4,259	5,289	5,299	5,715	4,888	6,056	6,127	6,720
yoy	133%	35%	16%	18%	7%	35%	70%	34%	15%	15%	16%	18%
归母净利润 (NON-IFRS)	17,716	20,816	23,370	27,201	4,580	5,618	4,986	5,632	4,936	5,952	5,982	6,500
yoy	72%	17%	12%	16%	4%	20%	26%	20%	8%	6%	20%	15%
归母净利率	14%	14%	15%	16%	14%	16%	14%	14%	14%	15%	15%	14%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所预测

1.1.7 投资主线 3: 高落地性的 AI 应用场景及核心受益行业

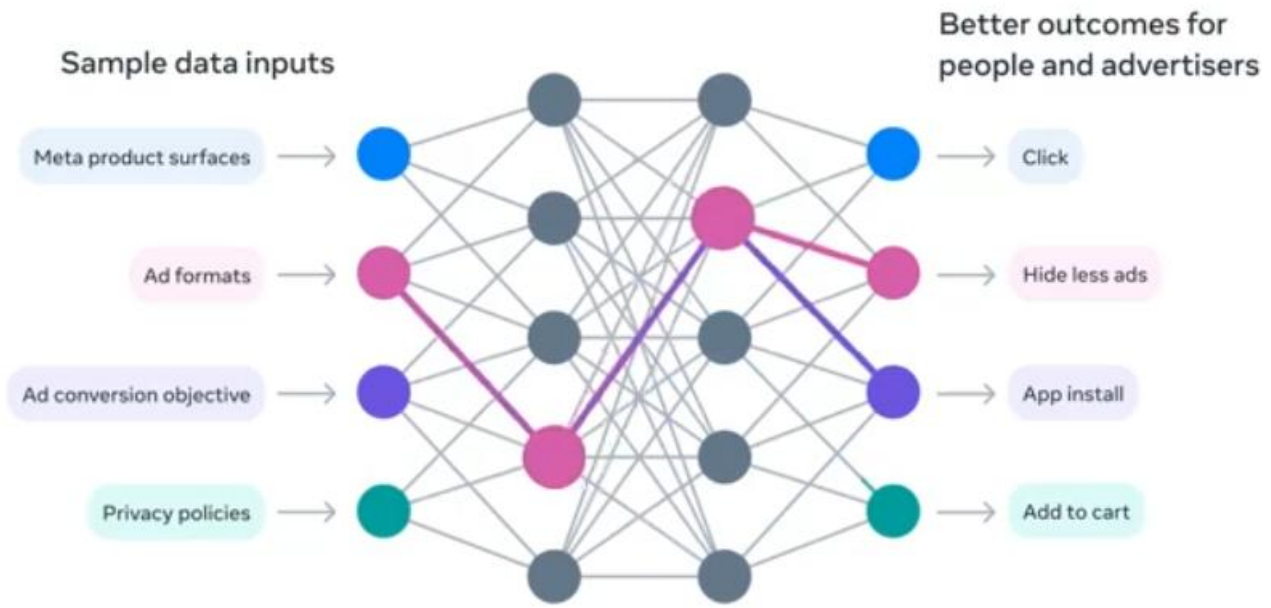
1) 广告: 在所有 AI 应用场景中, 数字广告行业凭借其完备的数据反馈闭环、高频的交易属性以及明确的 ROI 考核机制, 已确立为 AI 技术商业化落地确定性最高、业绩兑现最快的核心赛道。

2025 年以来, 以 Meta、AppLovin 及 Google 为代表的行业巨头, 通过引入 AI, 实质性地重构了广告投放的底层逻辑, 推动行业从传统的流量贩卖向智能预测与转化模式跃迁。AI 对广告行业已经形成广告投放效率提升→广告主 ROI 提升→CPM 增长→广告收入提升的传导路径。

①AI 在广告行业最底层的赋能在于对用户意图的精准预测与归因修复。以 Meta 为例, 在后 IDFA (广告标识符) 时代, 传统基于确定性数据的追踪链路失效, 导致广告主面临严重的信号损失。Meta 成功利用 AI 算法填补了数据缺失的空白, 其推出的 Advantage+ 全自动投放套件, 利用机器学习模型对海量非结构化数据进行实时分析, 能够在缺乏第三方 Cookie 的情况下, 通过第一方数据与上下文信号精准推断用户的转化概率。这种从“精准定位”向“概率预测”的技术范式转移, 显著提升了广告主的 ROAS。

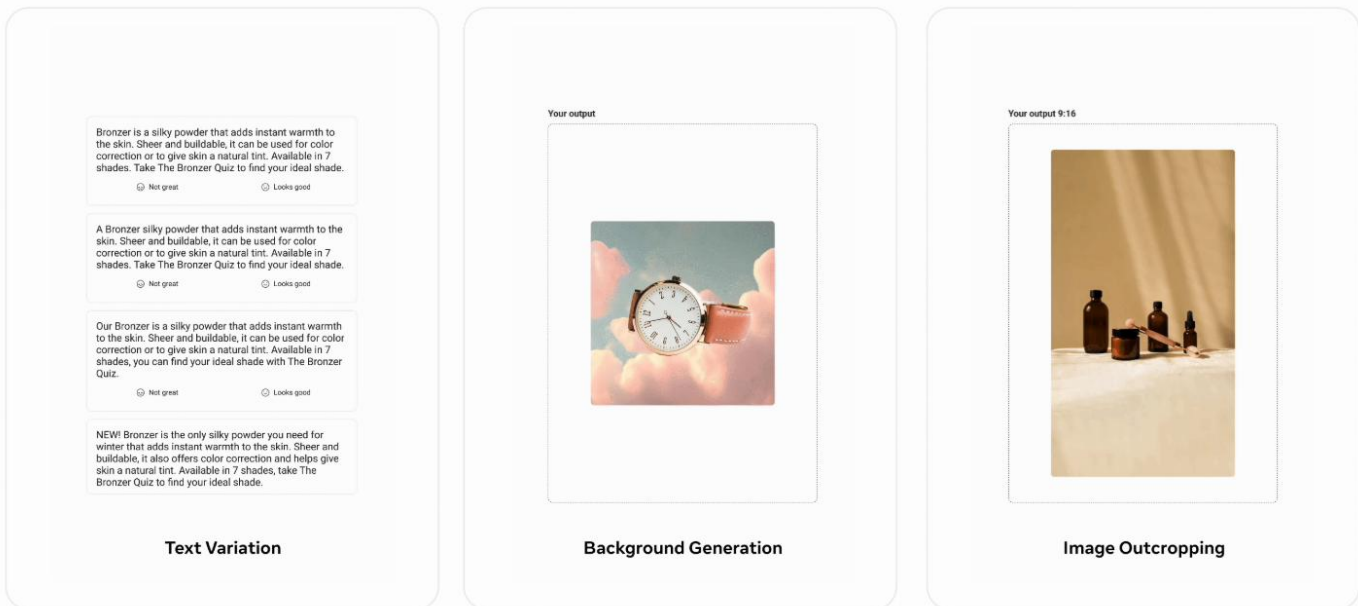
②其次是生成式创意的规模化生产与成本结构的优化。除了后端的精准分发, 生成式 AI 正在从前端彻底改造广告素材的生产流程。比如 Google 在其 Performance Max (PMax) 广告系列中深度集成了 Gemini 模型能力, 实现了广告资产的自动化生成与动态优化。传统模式下, 创意制作是广告投放中成本最高、耗时最长的环节, 且难以进行大规模 A/B 测试。引入多模态大模型后, 平台能够根据广告主的简单指令, 瞬间生成成百上千组包含文案、图像乃至视频的差异化素材, 并根据实时反馈自动筛选出点击率最优的组合。这不仅大幅降低了广告主的创意制作成本, 更解决了长尾中小商家缺乏优质素材的痛点, 显著扩充了活跃广告主基数。

图表 37 Meta Lattice 模型



资料来源：Meta 官网、华安证券研究所

图表 38 AI Sanbox 广告素材自动生成实例



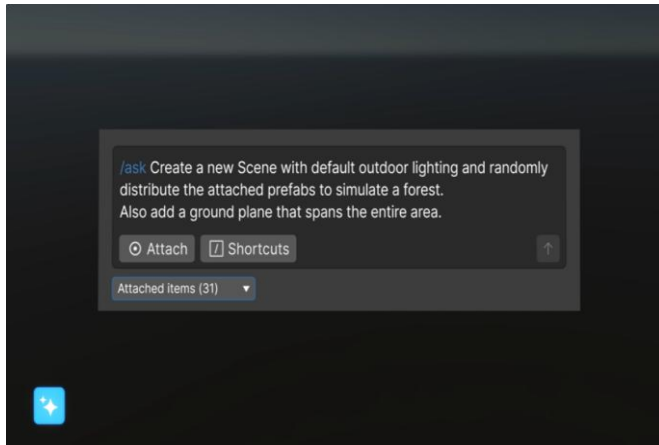
资料来源：公司官网、华安证券研究所

2) 游戏: 游戏行业作为集视觉、听觉、交互与代码于一体的复杂数字内容产业，是多模态 AI 技术落地场景最丰富、变现逻辑最清晰的赛道之一。2025 年，AI 在游戏领域的应用已跨越了早期的辅助生成阶段，全面渗透至核心 Pipeline 与 Runtime 体验中。

① 资产生产管线的自动化与成本结构的优化: 传统 3A 级游戏的研发周期长达 3 至 5 年，其中美术资产（3D 建模、贴图、动作捕捉）的制作成本往往占据总预算的

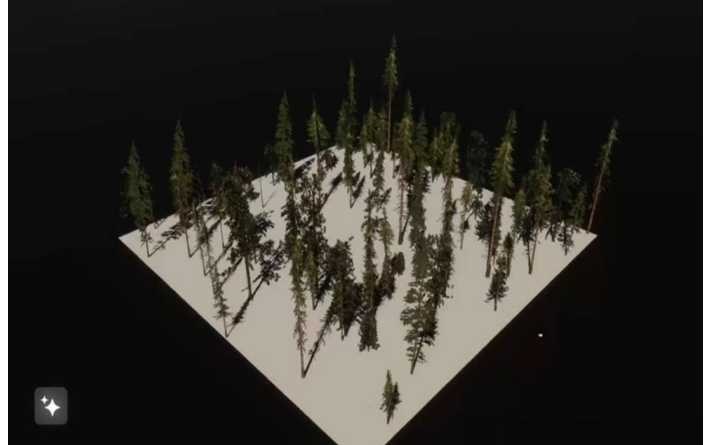
40%以上。生成式 AI 的引入正在打破“质量-成本-速度”的不可能三角。目前，行业内领先的引擎厂商与开发商已开始规模化采用 AI 辅助资产生成工具。比如 Unity 集成的 AI 工具（如 Unity Muse）已嵌入开发者的标准工作流，支持从概念图到高精度 3D 资产的自动化转换，这种技术使得中小型工作室能够以有限的预算产出接近 3A 画质的产品。

图表 39 Unity Muse AI 生成游戏素材 (step1)



资料来源：unity 官网，华安证券研究所

图表 40 Unity Muse AI 生成游戏素材 (step2)



资料来源：unity 官网，华安证券研究所

②智能 NPC 与动态叙事的交互革命：在 Runtime 体验层面，AI 大模型彻底颠覆了 NPC 的交互逻辑，推动游戏从“脚本驱动”向“意图驱动”演进。传统的 NPC 行为依赖于预设的决策树，交互内容僵化且不可复用。而基于 LLM 驱动的智能体能够赋予 NPC 长时记忆、情感状态及自主决策能力，实现真正的动态涌现式叙事（Emergent Narrative）。比如 Ubisoft 的“Neo NPC”项目展示了深度的角色扮演能力，Ubisoft 构建了具备复杂心理模型与环境感知能力的 NPC，这些角色能够理解游戏世界的背景逻辑并产生合乎逻辑的即时反应，极大地增强了沉浸感。

③自动化测试与游戏平衡性的智能调优：除了显性的资产与交互，AI 在隐性的游戏测试与数值平衡环节同样发挥着关键作用。随着开放世界游戏体量的指数级膨胀，依靠人工进行全地图覆盖测试已不具备经济可行性。强化学习算法被广泛用于模拟数百万次的用户行为，以自动化检测 Bug 及数值失衡点。比如腾讯在 MOBA 及 FPS 品类中，利用“绝悟”等 AI 系统进行复杂的博弈训练。这不仅优化了人机对战体验，更为游戏平衡性调整提供了基于海量模拟数据的客观依据，规避了因数值崩坏导致用户流失的风险。

图表 41 Neo NPC 展示



资料来源：动点科技、华安证券研究所

3) 影视：当前 AI 对影视产业链的赋能主要体现在“缩短制作周期”与“压降核心成本”两大维度。在前期策划环节，AI 辅助剧本评估、分镜生成与概念图设计，将传统需数周的创意可视化过程压缩至小时级；在后期制作环节，AI 驱动的智能剪辑、特效生成及画面修复技术，显著降低了对传统劳动密集型特效团队的依赖。特别是生成式 AI 在特效制作中的应用，正逐步替代传统昂贵的 CGI（计算机合成图像）建模流程，使得非头部预算的项目也能获得高精度的视觉效果。

国际头部流媒体与制片厂已通过具体项目验证了 AI 技术的商业价值。Netflix 在阿根廷科幻剧集《永恒族》（The Eternaut）的制作中，利用 AI 技术生成了复杂的建筑物倒塌场景，这也是 Netflix 首度在成片中使用生成式 AI 制作的镜头。据管理层透露，该场景的制作效率较传统 VFX 流程提升了 10 倍，且成本大幅低于常规预算，直接证明了 AI 在处理高难度视觉特效时的经济性。此外，Netflix 在纪录片及动画制作中广泛应用 AI 进行背景生成与画面补全，并在《Happy Gilmore 2》等项目中采用 AI 去老化（De-aging）技术实现拍摄返老还童片段，大幅缩减了由于演员年龄跨度带来的化妆与后期修补成本，如片中有一个闪回镜头展示了年轻时的 Gilmore 受邀主持 SNL 综艺节目（时间设定在 2000 年代），这就是利用 AI 技术将现在的亚当·桑德勒面部“减龄”后制作的，片中还穿插了一些 Gilmore 年轻时拍摄的代言广告，这些片段同样使用了 AI 技术来重塑他年轻时的样貌。为了实现这些效果，剧组搭建了一个装有数百台摄像机的特殊扫描卡车。演员需要在卡车中进行全方位的面部和身体扫描，随后特效团队利用这些数据结合 AI 算法，将他们现在的表演“贴”回到年轻的模型上，从而在银幕上重现了他们二三十年前的样子。

图表 42 Happy Gilmore 2 中 De-aging 展示

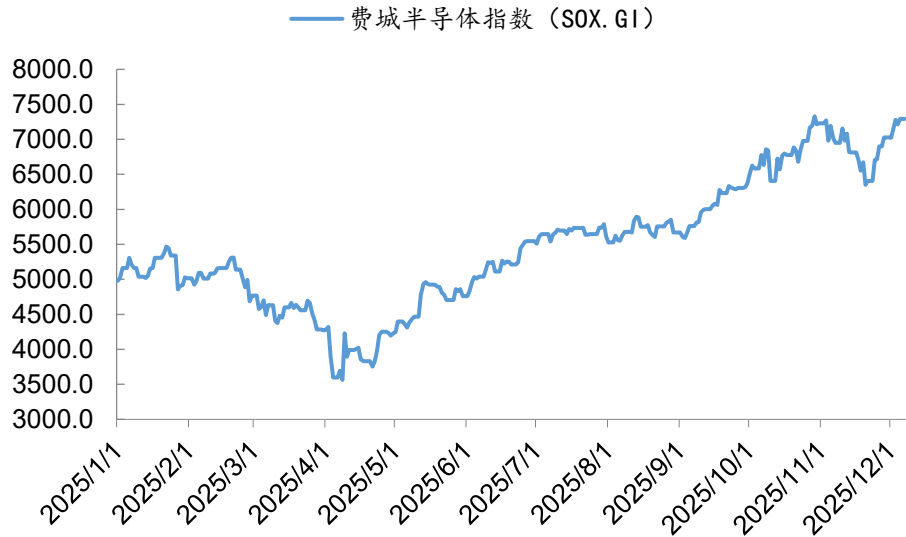


资料来源：screen rant、华安证券研究所

1.1.8 2025 年费城半导体指数跑赢大盘，PE 水平处于高位

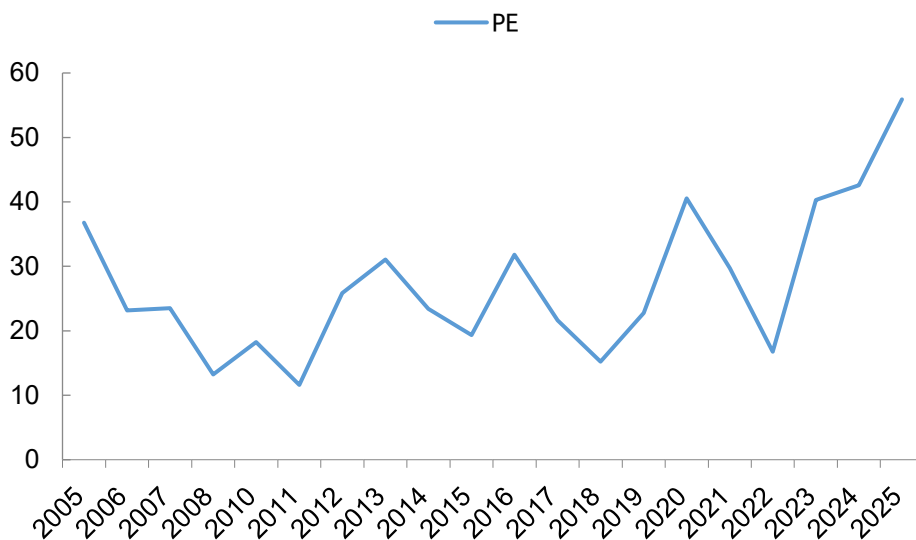
2025 年费城半导体指数一季度走势与纳指趋同，这与特朗普政府一季度重启强硬贸易策略有关，经济停滞和通胀上升的市场担忧在一季度快速升温；5 月开始，因对科技市场的乐观预期和经济数据表现回暖，同时市场对美联储货币政策的预期也一定程度推动大盘增长。其中费城半导体指数 25 年整体跑赢大盘。

图表 43 费城半导体指数走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 44 费城半导体指数 PE (截至 2025-12-11)



资料来源: Bloomberg、华安证券研究所绘制

图表 45 费城半导体指数盈利预测 (BBG consensus)

yoy	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
sales per share	2.7%	17.3%	22.8%	12.8%	7.6%	7.2%	47.4%	8.4%	6.9%	7.5%	22.7%	15.8%	15.1%
EBIT per share	10.3%	-18.7%	99.7%	26.6%	11.4%	-14.8%	92.3%	14.0%	-35.0%	13.6%	68.5%	57.9%	23.9%
Trailing weighted EPS	18.9%	4.6%	65.8%	26.8%	6.8%	-3.1%	73.7%	10.8%	-22.8%	11.7%	34.1%	31.2%	25.1%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

1.1.9 AI 半导体厂商前三季度业绩普遍好于预期, 收入端实现高增长

2025 年前三季度主要 AI 半导体厂商业绩基本都超过市场预期, 业绩均受到 AI 需求驱动实现收入端较快增长。

博通 2025 年实现收入 639 亿美元, 同比增长 24%。单四季度实现收入 180 亿美元, 同比增长 28%, 创新高。其中 AI 半导体收入为 65 亿美元, 同比增长 74%, AI 收入在 11 个季度内增长 10 倍以上, 定制加速器 (XPU) 业务同比增长超过一倍。AI 网络需求更强, AI 交换机订单积压超过 100 亿美元; AI 相关总订单积压超过 730 亿美元, 将在未来 18 个月内交付; 预计 2026 财年 Q1 AI 收入将同比增长一倍, 达到 82 亿美元。

图表 46 主要厂商季度业绩表现

		VS. BBG consensus			YOY		
		CY25Q1	CY25Q2	CY25Q3	CY25Q1	CY25Q2	CY25Q3
Revenue	NVDA	1.8%	1.1%	3.3%	69.2%	55.6%	62.5%
	AMD	4.4%	3.5%	5.8%	35.9%	31.7%	35.6%
	MRVL	0.9%	-0.3%	0.6%	63.3%	57.6%	36.8%
	AVGO	2.1%	0.3%	0.7%	24.7%	20.2%	22.0%
	SK Hynix	0.5%	8.0%	3.0%	30.0%	32.7%	36.0%
NI non-gaap	NVDA	3.2%	3.5%	2.9%	55.1%	52.1%	58.8%
	AMD	1.4%	-3.3%	3.6%	54.6%	-30.6%	30.7%
	MRVL	0.1%	-0.7%	1.8%	161.2%	119.9%	75.6%
	AVGO	-7.9%	-13.0%	2.2%	29.1%	24.9%	37.3%
	SK Hynix	57.5%	-2.3%	51.7%	286.9%	66.5%	114.2%
non-gaap EPS	NVDA	2.8%	3.6%	3.3%	56.9%	54.4%	60.5%
	AMD	1.8%	-1.7%	2.8%	54.8%	-30.4%	30.4%
	MRVL	0.9%	-0.7%	2.9%	158.3%	123.3%	76.7%
	AVGO	-6.7%	1.3%	1.4%	27.6%	44.2%	36.3%
	SK Hynix	79.8%	13.0%	40.7%	286.4%	66.1%	113.6%

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所

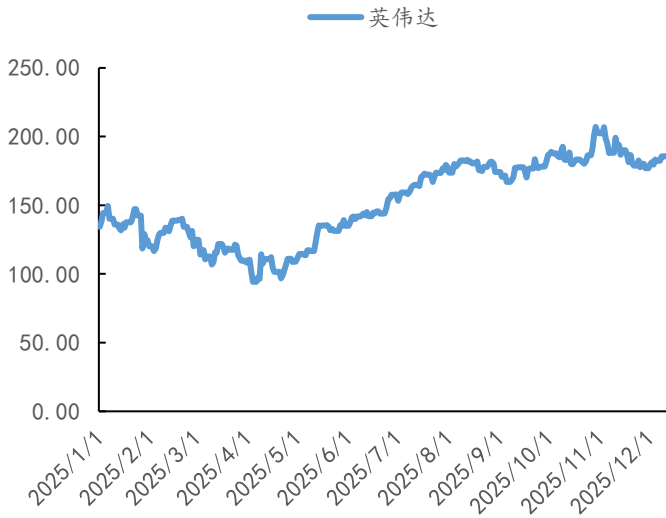
注：红色为 beat，绿色为 miss

图表 47 博通盈利预期 (BBG consensus)

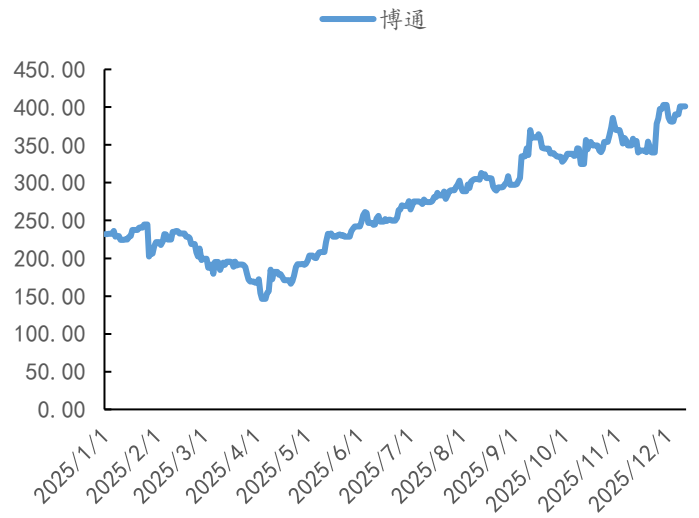
AVGO (百万美元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4
Revenue	63,887	90,256	119,910	141,930	14,916	15,004	15,952	18,015
yoy	24%	41%	33%	18%	25%	20%	22%	28%
EBIT	41,997	59,040	78,589	94,893	9,828	9,793	10,455	11,921
yoy	37%	41%	33%	21%	44%	37%	32%	35%
margin	66%	65%	66%	67%	66%	65%	66%	66%
non-gaap NI	33,728	48,521	63,947	79,150	6,783	6,736	8,404	9,714
yoy	42%	44%	32%	24%	29%	25%	37%	39%
non-gaap EPS (美元)	6.82	9.68	13.13	16.40	1.40	1.58	1.69	1.95
yoy	40%	42%	36%	25%	28%	44%	36%	37%

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所

图表 48 英伟达股价走势 (截至 2025-12-11)



图表 49 博通股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

资料来源: iFinD、华安证券研究所

AMD2025 年凭借“服务器 CPU 市占飙升 + AI 加速卡快速放量 + PC 高端化”三箭齐发, 实现史上最快营收增速, 预计 25 年全年收入增长约 32%, 较去年翻倍。数据中心加速器部分, 6 月份推出 Instinct MI350 系列 (MI350X / MI355X), CDNA4 架构, 推理性能较 MI325X 提升近一倍, 直接对标英伟达 Blackwell B200; 在 26 年推出 Instinct MI400 系列显卡加速器, 将采用 CoWoS-L 先进封装技术。2026 年 MI400 能否打开市场份额成为公司 26 增长关键。

Marvell 今年收入利润端实现高速增长, 关键在于 AI 数据中心的推动。25Q3 收入首次突破 20.7 亿美元, 连续三个季度创造收入新高, 预计 FY2026 实现收入超 80 亿美元, 其中数据中心业务在三季度收入占比为 73%, 主要来自于光互连产品的带动。公司将对 Celestial AI 进行战略收购, 目的是填补光子互联技术短板, 从而提升公司在 AI 芯片市场的竞争力, 预计该业务将在 2028 财年下半年开始贡献收入。

图表 50 AMD 盈利预期 (BBG consensus)

AMD (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
Revenue	25,785	34,028	44,785	62,785	7,438	7,685	9,246	9,620
yoy	14%	32%	32%	40%	36%	32%	36%	26%
EBIT	6,138	7,358	11,769	19,057	1,779	897	2,238	2,442
yoy	26%	20%	60%	62%	57%	-29%	30%	21%
margin	24%	22%	26%	30%	24%	12%	24%	25%
non-gaap NI	5,420	6,490	10,610	16,778	1,566	781	1,965	2,161
yoy	26%	20%	63%	58%	55%	-31%	31%	22%
non-gaap EPS (美元)	3.31	3.97	6.51	10.15	0.96	0.48	1.20	1.31
yoy	25%	20%	64%	56%	55%	-30%	30%	20%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

图表 51 Marvell 盈利预期 (BBG consensus)

MRVL(百万美元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4E
Revenue	5,767	8,181	9,953	12,730	1,895	2,006	2,075	2,206
yoy	5%	42%	22%	28%	63%	58%	37%	21%
EBIT	1,665	2,886	3,457	4,652	647	699	753	788
yoy	4%	73%	20%	35%	140%	111%	67%	29%
margin	29%	35%	35%	37%	34%	35%	36%	36%
non-gaap NI	1,377	2,459	3,062	4,055	540	586	655	678
yoy	5%	79%	25%	32%	161%	120%	76%	28%
non-gaap EPS (美元)	1.57	2.84	3.56	4.74	0.62	0.67	0.76	0.79
yoy	4%	81%	26%	33%	158%	123%	77%	32%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

图表 52 AMD 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 53 Marvell 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

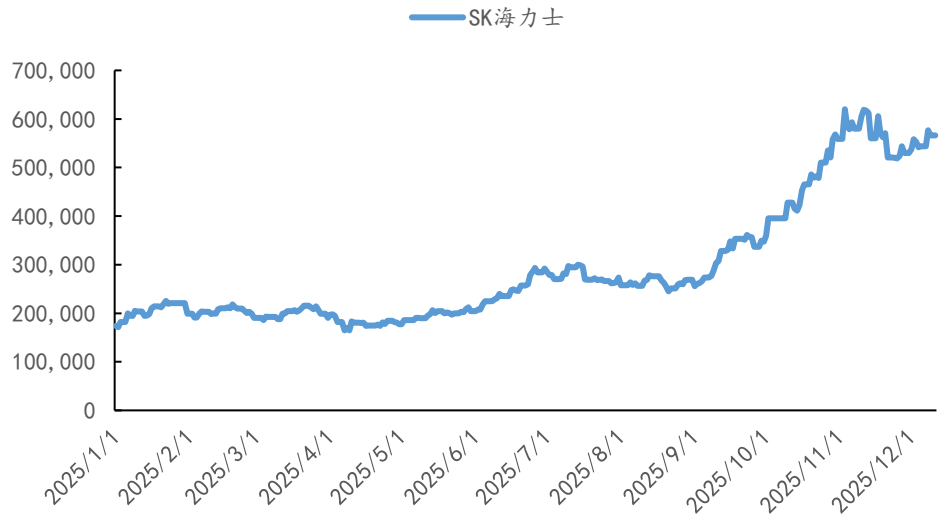
2025 年,海力士在 AI 服务器与 HBM 需求爆发的带动下,业绩持续高速增长,前三个季度累计营收约 68 万亿韩元,全年有望突破 90 万亿韩元,其中 12 层堆叠的 HBM3E 和服务器的 DDR5 等高附加值产品的销售增长拉动了公司盈利能力。细分看,公司 HBM 市占率 64%,根据公司披露,HBM4 于 9 月量产,Q4 开始出货,2026 年产能已全部售罄,预计出货量将同比增长超 20%,并预测 HBM 供应紧张将持续至 2027 年,预计 2027 年 HBM 市场规模达 430 亿美元。

图表 54 SK 海力士盈利预期 (BBG consensus)

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
Revenue	48,545	63,323	94,175	110,109	12,145	15,895	17,630	19,510
yoy	93%	30%	49%	17%	30%	33%	36%	38%
EBIT	17,211	28,968	51,549	57,110	5,123	6,587	8,209	9,982
yoy	n/a	68%	78%	11%	136%	65%	58%	73%
margin	35%	46%	55%	52%	42%	41%	47%	51%
non-gaap NI	14,513	26,315	40,725	46,279	5,582	5,003	9,083	7,993
yoy	n/a	81%	55%	14%	287%	66%	114%	40%
non-gaap EPS (美元)	19.935	37.263	57.87	65.589	8.10	7.25	13.16	10.49
yoy	n/a	87%	55%	13%	286%	66%	114%	26%

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所绘制

图表 55 SK 海力士股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 56 主要厂商 PE

PE	2024	2025E	2026E	2027E
NVDA	48.6	39.6	24.2	19.1
AMD	105.9	55.7	34.0	21.8
MRVL	-	32.4	25.8	19.4
AVGO	64.4	59.4	42.7	32.0
SK Hynix	5.9	10.6	6.9	6.0

资料来源: Bloomberg、华安证券研究所

1.2 AI 算力: AI 技术的迭代发展推动算力端需求扩张

AI 芯片领域: 2025 年, 全球 AI 芯片赛道在“训练需求放缓、推理需求爆发”的主线下, 完成了从“GPU 独大”到“GPU+ASIC 双轨并行”的阶段性跃迁。

全球 AI 芯片市场整体保持 1-2 年迭代新一代产品的周期:

英伟达发布 GB300 / B300 Blackwell Ultra。单个 Blackwell Ultra 芯片

将和前代一样提供相同的 20 petaflops AI 性能，但配备更多的 288GB 的 HBM3e 内存。Blackwell Ultra B300 预计将在今年年底前开始发货。预计 2026 年推出一代 AI 芯片 Rubin GPU 和 2027 年推出的 Rubin Ultra。

AMD 年中推出了 Instinct MI350 系列，升级了新一代 CDNA 4 架构。MI350 系列增加到 1850 亿个晶体管，风冷模组最高 1000W，水冷模组可做到 1400W，单位价格可以多生成最多 40% 的 Tokens。下一代产品为 Instinct MI400 系列，预计可以实现 10 倍于 Instinct MI355X 的 AI 推理运算能力。基于 Instinct MI400 系列 GPU 打造的 AI 机架系统代号为“Helios”计划 2026 年推出。

博通推出 Tomahawk 6 交换机芯片系列，预计于 2026 年上半年投入超大规模集群部署，是全球首款单芯片具备 102.4 Tbps 交换容量的解决方案，带宽达到现有以太网交换机的两倍，瞄准下一代 AI 集群的核心需求。

图表 57 2025 年海外主要厂商 AI 芯片主要布局

主流厂商	动态追踪
NVIDIA	<p>1) GB300 / B300 Blackwell Ultra: 2025 年 3 月，推出 GB300 Blackwell，单个 Blackwell Ultra 芯片将和前代一样提供相同的 20 petaflops AI 性能，但配备更多的 288GB 的 HBM3e 内存。Blackwell Ultra GB300，采用双光罩设计、2080 亿晶体管、2 万个 CUDA 核心，并配备 288GB HBM3e 显存，带宽达 8TB/s，首次支持 PCIe 6.0，比上一代 GB200 性能提升 50%。</p> <p>2) RTX 6000D: 中国特供的 RTX PRO 显卡，也是 RTX PRO 6000 的特殊版本。基于 GB202 GPU 芯片，配备 24064 个 CUDA 核心，频率 2.6GHz，单精度浮点性能 125TFlops。</p> <p>3) Jetson Thor: 2025 年 8 月推出专为机器人应用设计的计算平台 Jetson Thor，可提供高达 2070 FP4 TFLOPS 的 AI 计算性能和 128 GB 显存，功率可配置在 40 W 到 130 W 之间。</p> <p>4) Rubin CPX: 2025 年 9 月推出新一代 Rubin CPX 芯片系统，专门针对 AI 视频生成和软件开发等大规模上下文处理任务，定于 2026 年底上市，采用卡片形式，可集成到现有服务器设计中或作为独立计算设备在数据中心运行。Rubin CPX GPU 提供 30 千万亿次浮点运算能力 (NVFP4 精度)，配备 128GB GDDR7 内存，支持视频解码和编码的硬件，相比英伟达 GB300 NVL72 系统，注意力加速 3 倍。</p> <p>5) Rubin&Rubin Ultra: 预计 2026 年推出 Rubin GPU 和 2027 年推出 Rubin Ultra。Rubin GPU 推理速度将达到 50 petaflops，内存提升至 288 GB，性能是 Blackwell 的 2.5 倍。而 Rubin Ultra 的性能将是 GB300 NVL72 的 14 倍。</p>
AMD	<p>1) Instinct MI350 系列: 25 年 6 月发布。升级了新一代 CDNA 4 架构，同时采用了新的 N3P 工艺。XCD 工艺从 5nm 升级为 N3P 3nm 级工艺高性能版本，IOD 则维持在 6nm 工艺。MI350 系列增加到 1850 亿个晶体管。风冷模组最高 1000W，水冷模组则可以做到 1400W。单位价格可以多生成最多 40% 的 Tokens。</p> <p>2) Instinct MI400 系列: Instinct MI400 系列 GPU 提供 40PF/20PF 级别的 FP4/FP8 运算能力，配置 432GB 容量的 HBM4 显存，显存数据带宽可达 19.6TB/s，每 GPU 的横向阵列带宽可达 300GB/s，可以实现 10 倍于 Instinct MI355X 的 AI 推理运算能力。基于 Instinct MI400 系列 GPU 打造的 AI 机架系统代号为“Helios”，其主要组成部分包括有 EPYC 系列处理器、Instinct 系列 GPU、Pensando 系列网卡以及 AMD ROCm 平台，计划 2026 年登场。</p> <p>3) Radeon AI PRO 系列: 预计将会推出 Radeon AI PRO R9700S 和 Radeon AI PRO R9600D 两款新显卡。</p>

<p>Broadcom</p>	<p>1) Tomahawk6: 6月发布 Tomahawk 6 交换机芯片系列, 成为全球首款单芯片具备 102.4 Tbps 交换容量的解决方案, 带宽达到市场现有以太网交换机的两倍。瞄准下一代 AI 集群的核心需求——从数十个加速器扩展至数千甚至超百万 XPU 的规模时, 网络带宽与低延迟成为关键瓶颈。Tomahawk 6 预计于 2026 年上半年投入超大规模集群部署。</p> <p>2) TH6-Davisson: 包含 16 个基于台积电 COUPE 技术的 6.4Tbps Davisson DR 光学引擎, 配套的 ELSFP 激光模块支持现场更换。其每通道带宽达 200Gbps, 支持 512 个 XPU 的单层纵向扩展, 双层网络中的 XPU 总数则能达到 10 万以上。</p> <p>3) Tomahawk Ultra: 7月推出, 专为满足大型 HPC/AI 算力集群的极端需求而构建, 可在最大吞吐量下实现 250ns 的低交换延迟; 同时在最小的 64B 数据包下也能提供线速交换性能, 每秒支持多达 770 亿个数据包。</p> <p>4)Thor Ultra:10月推出全球首款 800G AI 以太网 NIC Thor Ultra, 采用全新的 BCM57708 控制器芯片。该网卡支持 UEC 超以太网横向扩展 (Scale-Out) 互联规范, 可在数十万个各类 XPU 之间构建连接, 驱动 T 级参数 AI 工作负载。</p>
<p>Marvell</p>	<p>2 nm 64 Gbps 双向芯粒互连 IP: 8月推出业界首个 2nm 制程 64 Gbps 双向芯粒互连 (D2D) 接口 IP, 旨在提升新一代 XPU 带宽和性能的同时降低功耗和芯片面积。超 30 Tbps/mm, 达 UCIe 标准同速方案的 3 倍以上。计算芯粒面积需求可降低至传统方案的 15%。接口功耗在常规负载下可降低 75%, 高峰流量期间可降低 42%。</p>
<p>Amazon</p>	<p>Trainium3: 25年12月发布, 基于台积电 3nm 制程工艺, 单芯片可提供 2.52 PFLOPs (FP8) 算力, 支持 FP32、BF16、MXFP8 及新增 MXFP4 等多种精度格式。该芯片还将 HBM3e 内存容量提升至 144GB、带宽提升至 4.9TB/s, 同时强化结构化稀疏性和微缩放硬件支持, 进一步优化大语言模型训练与推理效率。Trainium 3 有望将 AI 模型全生命周期成本整体降低 50%。</p> <p>Trainium3 UltraServers: 基于全新一代 Neuron Fabric 互联技术, 最多可以将 144 颗 Trainium3 整合在单一系统中总算力达 362 FP8 PFLOPs。相较上一代 Trainium2 UltraServers, Trainium3 UltraServers 原始性能提升了 4.4 倍, 性能功耗比提升 4 倍, 整体能源效率提升 40%。</p> <p>Trainium4: 承诺 Trainium4 将会带来至少 6 倍处理性能 (FP4)、3 倍 FP8 性能、4 倍内存带宽。</p>
<p>Google</p>	<p>TPU: 2025年4月于 Google Cloud Next 25 大会上发布了第七代 Tensor Processing Unit (TPU), 名为 Ironwood。单芯片峰值算力可达 4,614 TFLOPs。每颗芯片的 HBM 容量提高到了 192GB, 达到了 Trillium 的 6 倍; 单颗芯片的内存带宽可达 7.2Tbps, 是 Trillium 的 4.5 倍。</p> <p>Tensor: 8月谷歌在 Pixel 10 系列手机上装备的移动芯片 Tensor G5, 成为全球首款基于该制程的量产芯片, 采用台积电最新 3 纳米 N3P 工艺制造。Tensor G5 的 TPU (张量处理单元) 最高提升 60%, CPU 平均速度提高 34%。</p>
<p>Meta</p>	<p>MTIA T-V1: 基于台积电先进制程打造, 采用液冷与空冷结合的散热方案, 内存带宽较前代提升一倍以上, 支持多芯片互连, 可扩展至 128GB HBM3e 内存, 峰值带宽达 3.7TB/s (接近英伟达 H100 水平)。</p> <p>量产计划:</p> <p>2025 年 Q4: MTIA T-V1 量产, 由 Celestica、Quanta 等厂商负责组装, 预计出货量达 30 万至 40 万片。</p> <p>2026 年中期: 推出 MTIA T-V1.5, 芯片面积翻倍, 计算密度接近英伟达 GB200 系统, 出货量目标提升至 50 万至 80 万片。</p> <p>2027 年: 发布 MTIA T-V2, 采用更大规模 CoWoS 封装与 170KW 高功率机架设计, 剑指万</p>

	亿参数模型训练。
Microsoft	Maia 2: 已向英特尔下达其下一代人工智能芯片 Maia 2 的晶圆代工订单，计划采用英特尔的 18A 或 18A-P 制程。

资料来源：公司官网、IT之家、腾讯网、新浪财经、维科网、快科技、搜狐网、华尔街见闻，华安证券研究所

AI 服务器领域：

2025 年，海外科技巨头们在 AI 基建上持续加码：8 月，OpenAI 将投入数万亿美元夯实 AI 基建，用于支持各项人工智能服务。Meta 将斥资数千亿美元建设大型 AI 数据中心。

液冷由“选配”跃升为 AI 算力“标配”，GB200 的推出让数据中心散热需求发生了根本性转变。这是因为 GB200 NVL72 机柜的功率密度预计达到 30kW / 柜以上，突破了传统风冷技术 15-20kW 的散热上限。

图表 58 2025 年海外主要厂商 AI 服务器领域主要布局

主流厂商	动态追踪
Oracle	<p>1) 500 亿美元 Stargate 项目: 1 月，特朗普宣布 OpenAI、软银集团和甲骨文公司将联手成立一家名为“星门”的合资企业，计划向 AI 基础设施投资高达 5000 亿美元。Oracle 负责建造并运维 5 座千兆瓦级 AI 数据中心 (1 GW/园区)，2025 年内先行投运 2 座，全部部署 GB200 NVL72；OpenAI 承诺 30 亿美元/年最低消费，合同期 10 年。</p> <p>2) 基于 OCI 的 AMD Instinct GPU 平台: Oracle Cloud Infrastructure (OCI) 将凭借首个搭载 AMD Instinct™ MI450 系列 GPU 的公开可用的 AI 超级集群成为产品发布合作伙伴——从 2026 年第 3 季度开始先行部署 50000 颗 GPU，随后在 2027 年及后期逐步扩展。</p> <p>3) AI Agent Studio: 2025 年 3 月，推出 Oracle AI Agent Studio for Fusion Applications，这是一个用于在整个企业中创建、扩展、部署和管理 AI agent 和 agent 团队的综合平台。</p>
Arista Networks	<p>1) 新架构: AI-Optimized Leaf-Spine: 推出基于 Broadcom Jericho3-Qumran3D 的 R4 系列，主打无损、低时延、可视化遥测。</p> <p>2) 7800R4: 模块化的 Arista 7800R4 平台部署了高密度 800G 骨干网，同时配备了 AI 优化型及大规模多业务路由线路卡。1.7800R4 单台系统可支持高达 576 个 800GbE 端口的超高密度部署。2.36 端口 800 GbE 线路卡，具备完备且灵活的功能集以及强大的逻辑路由扩展能力。3.全新推出超级端口 (HyperPort)：单接口可实现 3.2 Tbps 高速传输，适用于数据中心间的跨域互联。相比传统的 4 个独立 800 Gbps 端口负载均衡方案，该超高容量接口可使 AI 带宽流的任务完成时间缩短 44%。预计 2026 年 Q1 上市。</p> <p>3) 7280R4: 7280R4 以紧凑型固定形态成为 7800R4 的互补产品。1.32 端口 800 GbE 系统。2.64 端口 100 GbE 且集成 10 端口 800 GbE 的系统，适合作为 AI / 数据中心叶节点设备。</p> <p>4) 7020R4: 支持铜缆 10GbE 以太网或 25GbE SFP 端口选项，新款 7020R4 机箱平台预计 2026 年 Q1 上市。</p> <p>5) 收购 VeloCloud SD-WAN: 7 月完成收购博通 VeloCloud SD-WAN 产品组合，进一步扩大其在企业网络基础设施领域的市场份额。</p>
Vertiv	<p>1) 一条总线——800 VDC 直流母线: 规划在 2026 年推出 800 VDC 解决方案，支撑英伟达 NVIDIA 整机柜计算平台。计划于 2026 年下半年正式推出其 800 VDC 电源产品系列，该产品系列的发布时间将早于 NVIDIA Kyber 和 NVIDIA Rubin Ultra 平台的发布节点。</p>

- 2) **CoolChip CDU:** 推出了三款用于液冷数据中心的新型冷却液分配单元 (CDU), 新增了 CoolChip CDU 70、CoolChip CDU 100 和 CoolChip CDU 600 型号。70 系列最高可达 70 千瓦, 100 系列最高可达 100 千瓦, 600 系列则针对最先进的工作负载, 最高可达 600 千瓦。100 型号是一款机柜内解决方案, 适用于希望一次一个机柜逐步切换至液冷的数据中心; 而 70 和 600 型号则设计用于冷却整排机柜。
- 3) **CoolCentre Immersion 浸没池:** 支持对散热要求极高的 AI 和 HPC 环境。
- 4) **与 Digital Realty 达成合作:** 为其位于罗马的 3MW 级数据中心 ROM1 提供定制化电力与冷却系统。

资料来源: 公司官网、搜狐网、澎湃新闻、iTherM, 华安证券研究所

存储领域:

1. HBM 的发展思路

AI、IOT 和实时分析系统内的数据重型应用程序的增长是全球 HBM 需求激增的核心推手。这些场景必须依赖极高的数据处理速度才能发挥最佳性能。AI 解决方案的快速落地与边缘计算在各行各业的渗透, 持续点燃对高性能内存架构的需求。实时、高速数据处理的依赖度越高, HBM 市场受益越大。下一代计算系统基础设施的发展将使 HBM 成为一个关键组成部分。

2. 高带宽内存市场变化趋势

芯片制造与封装工艺的精进, 正加速从 HBM3 跃迁至 HBM3e 与 HBM4。SK 海力士、三星等存储巨头纷纷导入台积电先进节点, 这些节点具有更大的堆积密度和能效, 可以快速整合和扩大 AI、高性能计算和图形中的应用范围。

新的像游戏控制台, 增强现实, 虚拟世界等浸润技术, 都需要一定的系统内存去支撑。更高的实时渲染需求也促进了对 HBM 的需求增长。随着浸润性应用的演进, 高性能存储模块仍有技术进步潜力。

图表 59 2025 年海外主流存储厂商动态

主流厂商	动态追踪
SK Hynix	<p>1) HBM3E: 2025 年 3 月, 首次量产第五代 12 层 HBM (HBM3E) 产品, 并已向客户供货。</p> <p>2) HBM4: 2025 年 3 月, 推出面向 AI 的超高性能 DRAM 新产品 12 层 HBM4。6 月推出 HBM4 16Hi 48GB 内存堆栈, 较 HBM4 12Hi 进一步提升 1/3。9 月宣布成功开发面向 AI 的超高性能存储器 HBM4, 并构建了全球首个量产体系。HBM4 带宽是上一代的两倍, 能效提升超 40%, 采用 2048 个输入输出端口。其预计 HBM4 将使 AI 服务性能提升 69%。</p> <p>3) 1c nm DRAM: 2025 年下半年启动第六代 1c nm (≈10 nm 级第六代) 全产品切换, 晶体管密度再升 20%, 为 HBM4 与 DDR5 高密度 die 提供产能基础。</p> <p>4) 321 层 4D NAND: 5 月发布了全球首款 321 层 1Tb 三层单元 (Triple-Level Cell, TLC) 4D NAND 闪存的 UFS 4.1 移动存储解决方案。最大连续读取速度可达 4300 MB/s, 相比上一代基于 238 层 4D NAND 的产品, 其随机读取和随机写入速度分别提升了 15% 和 40%</p> <p>5) PQC21: 首款客户端 (消费级) QLC 固态硬盘 PQC21, 基于 SK 海力士的 V9 (321L) QLC NAND 闪存, 包含 1TB 和 2TB 两种可选容量, 样品速度进一步提升到了 3.36Gbps。</p>
Micron Technology	<p>1) 1γ (1-gamma) DDR5: 2025 年 2 月, 美光宣布率先推出 1γ (1-gamma) DDR5 样品, 将向部分合作伙伴提供 1γ LPDDR5X 16Gb 产品样品, 用于 2026 年上市的旗舰智能手机。</p> <p>2) G9 NAND: 推出基于 G9 的 UFS 4.1 和 UFS 3.1 移动存储解决方案。基于 G9 打造</p>

	<p>的可扩展 mNAND 性能出众，提供从 256GB 到 1TB 的容量选择。解决方案已推出小型超薄规格，可用于超薄的可折叠智能手机设计。</p> <p>3) HBM3E 和 HBM4: 4 月，HBM3E 12 层产品通过 NVIDIA 的质量测试，并开始量产该产品，占今年下半年出货量的大部分，并将搭载于人工智能 (AI) 加速器 “Blackwell Ultra (GB300)”。HBM4 量产延后。</p> <p>4) SSD 产品: 7 月推出全新数据中心 NVMe™ SSD 产品组合，全系采用 G9 NAND 闪存的产品组合，率先将第 9 代 NAND 技术引入数据中心 SSD 领域，产品组合包括：美光 9650、美光 6600 ION、美光 7600。</p> <p>5) 其他: 启动第二座爱达荷州晶圆厂 (ID2) 的设计工作，该厂将在 2028 年后提供新增产能。新加坡 HBM 封装测试设施建设进展顺利，按计划将于 2027 年起开始贡献 HBM 供应能力。</p>
<p>Samsung</p>	<p>1) HBM4: 12 月完成了 HBM4 的量产准备认证 (PRA)。该芯片已达到三星内部量产标准，计划加快其进入英伟达供应链的步伐。</p> <p>2) HBM3E: 2 月份开始 12 层堆叠的 HBM3E 的全面量产。9 月，12 层堆叠 HBM3E 通过了英伟达的质量测试。</p> <p>3) DDR4: 停产时间延后至 2026 年底，主要是由于三星在 HBM 领域大幅落后于竞争对手 SK 海力士和美光，导致其 HBM 获利贡献有限。</p> <p>4) DDR5、LPDDR5x: 将其用于供应 HBM3E 内存的 1a nm 制程 DRAM 产能削减 30% 至 40%，并将这部分产能转换为生产基于 1b nm 制程的通用内存产品。</p>

资料来源：各公司官网、IT 之家，搜狐、腾讯网，新浪科技，华安证券研究所

国产算力方面，我们将重点变化总结为五大发展趋势，并且这几大发展趋势预计在 2026 年仍将持续：

- 1) 国产 AI 芯片计算能力持续增强，大厂对国产算力芯片的需求显著提升；
- 2) 传统的服务器巨头纷纷入局超节点，与 AI 算力芯片厂商产生更深入的合作；
- 3) 更高功率的芯片与超节点的高密架构带来更强的散热挑战，液冷方案会加速渗透；
- 4) 在算力供需偏紧的背景下，存储价格上行将通过系统 BOM 成本传导，叠加算力芯片供给约束，推动 GPU 与超节点整体价格中枢上移；
- 5) 算力租赁行业需求持续升温。

相关公司: 1) 在国产 AI 算力领域持续取得突破和进展的寒武纪、海光信息、昆仑芯 (百度)、平头哥 (阿里)、摩尔线程等；2) 国内服务器厂商浪潮信息、中科曙光、联想、中兴通讯、紫光股份、华勤技术等；3) 存储相关概念长鑫、长存、江波龙、香农、德明利；4) 以 IDC 与算力服务为主、或布局算力租赁业务的公司包括：IDC 业务的润泽科技、协创数据、万国数据、有方科技、宏景科技等；5) 高端芯片制造：中芯国际、华虹公司等。

国产 AI 芯片: 以寒武纪，海光信息为代表，国产芯片替代加速及 AI 算力需求爆发，技术领先企业受益显著，同时，受益于需求终端的落地，其中尤其以寒武纪的业绩增长预期最为显著，对该板块具有一定的推动力；**高端芯片制造:** 中芯国际与华虹公司作为该板块的热门企业，跟随 AI 芯片的需求扩大了产能预期；**AI 服务器/超节点:** 作为 AI 芯片的载体，服务器公司跟随 AI 算力芯片需求而受益；**算力租赁:** 受政策影响，算力租赁的需求日益上升。

国内大厂的资本开支计划中，AI 算力已成为资本开支中的核心投向之一，且未

来资本开支的上调也与 AI 算力有密切关系；受政策与算力需求爆发的影响，未来国产算力的占比有望持续提升。

图表 60 2025 年前三季度国产算力关键标的业绩梳理

股票简称	股票代码	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收同比增速	净利润同比增速	销售毛利率
寒武纪	688256.SH	46.07	16.05	2386.38%	321.49%	55.29%
海光信息	688041.SH	94.9	19.61	54.65%	28.56%	60.10%
中芯国际	688981.SH	495.1	38.18	18.22%	41.09%	23.15%
华虹公司	688347.SH	125.83	2.51	19.82%	-56.52%	18.92%
中科曙光	603019.SH	88.2	9.66	9.68%	25.55%	24.45%
浪潮信息	000977.SZ	1206.69	14.82	44.85%	15.35%	4.91%
华勤技术	603296.SH	1288.82	30.99	69.56%	51.17%	7.84%
协创数据	300857.SZ	83.31	6.98	54.43%	25.30%	17.65%
有方科技	688159.SH	30.36	0.83	18.14%	-12.44%	8.74%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

2 AI Agent 成为生产力工具：Cursor 等 AI Coding 产品 ARR 从“千万到十亿”的跨越

1. 从 2024 年到 2026 年，AI Agent 尤其是 AI Coding 与企业业务 Agent，已经从“技术概念”走向“可度量的生产力工具”：

- 在开发者工具领域，Cursor 以“AI 原生 IDE + Coding Agent”的模式实现爆发式增长：2024 年底其年化收入仍处于不足 1 亿美元量级，而根据公司在 2025 年 11 月披露的信息，Cursor 年化收入已突破 10 亿美元 ARR。
- 在企业级 Agent 领域，Salesforce 披露 Agentforce + Data 360 的 ARR 已接近 14 亿美元，同比增长 100%+，其中 Agentforce 单独 ARR 已超过 5 亿美元且同比增速超过 300%。微软、Anthropic 等厂商也在财报和合作中强调“Agentic AI”正成为企业 IT 预算中的独立科目，而非“附赠功能”。

这意味着：AI Agent 已从免费试用阶段跨入“订阅 + 追加席位”的正式商业化阶段，AI Coding 与企业 Agent 很可能是最早跑通 ROI 闭环并具备可持续定价权的 AI 应用赛道。

相关公司：Salesforce、Servicenow、Intuit、SAP、Shopify、金蝶国际、税友股份、鼎捷数智、微盟集团、第四范式、用友网络等。

2. AI 对 SaaS 收入的实质拉动：Snowflake & Datadog 等数据/安全基础设施成最大获益者之一：

AI 对 SaaS 的影响，在 2025 - 2026 年最先在“数据云 + 可观测性 / 安全基础设施”上体现为可量化收入：

- Snowflake 在 FY26 Q3 报告中披露，产品收入达 11.6 亿美元，同比增长

29%，并上调全年产品收入指引至约 44.46 亿美元，管理层明确将增长驱动力归因于 AI 数据云与 Snowflake Cortex / Snowflake Intelligence 的落地；其 AI 功能每周已被超过 6,000 家客户使用，新推出的“Agentic AI”解决方案在上线首月即吸引约 1,200 家客户试用。

- Datadog 则围绕“LLM Observability + AI Agent 监控 + Bits AI”等产品线，提供从模型实验、Agent 运行到 GPU 监控与敏感数据扫描的全栈观测方案，并在 2025 年被 Gartner 评为可观测性平台领域的领导者，官方也多次强调其 AI 功能正在成为企业运行大模型与 Agent 工作负载的“必选安全网”，驱动平台 ARPU 提升。

可以看到，数据与安全基础设施是目前 AI 变现路径最直接且最具粘性的赛道之一：谁掌握企业核心数据与运行时安全边界，谁就掌握了 AI 功能的收费阀门。

相关公司：Snowflake、Datadog、CrowdStrike 等。

2.1 SaaS 相关指数年初受美联储降息不确定性、中美关税影响下跌，降息预期确定、AI 需求兑现实现震荡回升

参考 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index，其中包含 Salesforce、Shopify、ServiceNow、Adobe 等头部美股 SaaS 公司。2025 年 EM CLOUD 指数变化可大致分为以下三个阶段：第一阶段 1-4 月回调下跌，年初受美联储 2025 年降息不确定性影响，市场对降息节奏的分歧导致云指数成长股阶段性承压，4 月由于中美关税问题升级触底至 1400 点，纳斯达克指数、标普 500 等同步下跌；第二阶段 4-8 月震荡回升，受美联储降息预期升温影响，流动性及宽松增加促进成长股估值修复，AI 云厂商业绩基本符合预期，但部分云厂商如 SAP Q2 云端销售不及预期，引起指数在 1600-1800 点区间内波动；第三阶段 9-12 月相对高位波动，9 月美联储降息落地，10-12 月降息预期不明引起市场波动。

图表 61 BVP Nasdaq Emerging Cloud Index 走势图（截至 2025.12.10）



资料来源：BVP，华安证券研究所

2025 年开年，DeepSeek 发布 R1 AI 大模型，凭借较少算力资源达到全球顶尖 AI 模型相当效果，AI 研发及算力端资金投入热情高涨，AI 大模型正式开启商业化路径大规模应用，此后国内 DeepSeek、阿里 Qwen、字节豆包、Kimi，国外 ChatGPT、Google Gemini 等大模型持续迭代；3 月 6 日 Manus 发布，作为全球首款通用 AI Agent 产

品，引领 AI 技术从“对话交互”迈向“人机协作”新阶段，将 AI 大模型强大思考能力转化为实际生产力，加速 AI 商业化进程。

2.2 美股 SaaS 公司逐渐向“AI 即服务”(AlaaS) 演进

“软件即服务”(SaaS)向“AI 即服务”(AlaaS)演进，AI 吞噬软件及软件 token 化的争论持续，SaaS 公司将聚焦企业价值及结果实现。SaaS 作为 AI 应用的重要落地场景之一，聚焦企业经营效率与客户价值提升，2025 年 AI 大模型迭代进入白热化阶段，AI Agent 模块已内嵌入众多产品并实现收入，SaaS 公司通过 AI 及 Agent 模块赋能，垂直行业及细分赛道渗透加深，产品形态逐渐趋向标准化、平台化。在 AI 大模型及 Agent 竞相迭代的行业趋势下，企业 AI 编码与生成应用能力提升，部分企业可以通过 AI 自行构建软件和 Agent，从而减少传统软件采购支出，AI 吞噬软件及软件 token 化的争论持续，但深度嵌入客户工作流程、拥有难以复制专有数据的 SaaS 公司仍具备竞争力。软件 token 化体现商业模式转型，从传统“订阅收费”向“使用量收费”转变，成本与价值逐渐对齐，如 Salesforce Agentforce 灵活积分定价模式 (Flex Credits: \$500/100k credits)、单次对话计价模式 (\$2/conversation)，软件 token 化正重塑 SaaS 商业模式。基于以上观点，我们总结了 SaaS 公司在 AI 行业发展驱动下五大发展趋势。

趋势一：AI Agent 内嵌入公司产品成为重要功能模块

Agent 已应用于 SaaS 公司核心产品中，致力于提升效率和提高价值。

1. Salesforce 发布 Agentforce 3 优化 AI Agent 可视化和控制力，内置模拟上下文协议 (MCP) 实现无缝代理，提供新 Atlas 架构。
2. ServiceNow 发布全新 AI Agent Studio，与已有自动化工具无缝集成，为企业提供灵活定制的 AI Agent 满足自身需求。
3. Shopify 升级 AI 商务助手 Sidekick，新增多步推理和图像生成功能，AI 赋能电商领域，Sidekick 能够像经验丰富商业顾问帮助商家解决问题。
4. INTUIT 产品 Intuit Enterprise Suite (IES) 新增 Finance Agent 功能，每月进行财务摘要、预算洞察和绩效监控避免严重错误。

趋势二：垂直行业渗透加深，细分场景解决方案成为竞争焦点

AI 赋能 SaaS 公司提升垂直行业专业化服务水平，提供垂直行业解决方案。

1. AI 赋能电商领域：

Shopify 通过 Sidekick 综合分析库存水平、营销活动效果、客户行为模式等多维度数据，提供电商领域具体解决方案，如调整广告投放策略、优化产品定价、清理滞销库存等。

2. AI 赋能财税领域：

Intuit Assist 通过生成式 AI 提供个性化、智能建议，帮助消费者和小企业客户以更少工作量做出理财决策，涵盖小企业、消费者金融和税务。

3. AI 赋能创意设计领域：

Adobe 发布全新生成式 AI 应用 Firefly，具备文生视频核心功能模块，将视频、图像和矢量图形生成整合在一个应用内进行多模态工作流程。

趋势三：产品形态逐渐走向标准化、平台化

SaaS 公司产品在 Agent 商业路径逐渐跑通的当下，趋向于标准化、平台化。

1. **Salesforce:** Agentforce 360 Platform 将人工、数据和 AI Agents 连接在一个可信任平台上，提升员工及企业运营效率。
2. **ServiceNow:** AI Control Tower 运行在 AI 平台上，基于统一数据架构提供连接 AI 与核心业务的技术，实现端到端自动化 AI 工作流程。
3. **Intuit:** 强化 GenOS，结合丰富数据和 AI 平台能力以及专有领域特定 LLMs 加速 AI Agent 开发，更新亮点包括支持端到端 AI Agent 开发。

趋势四：绑定云产业链与算力，依托云资源及算力支撑 AI 落地

SaaS 公司依托云基础设施，与云厂商、算力企业协同合作，通过成熟云资源降低自身部署成本，依托算力支撑 AI 功能落地。

1. **Salesforce:** 与谷歌签订云协议承诺在七年内斥资至少 25 亿美元购买谷歌云计算服务，允许 Salesforce 客户选择在谷歌云上运行 Agentforce 和 Data Cloud 产品，提供更广泛 AI 增强产品和服务。
2. **ServiceNow:** 与 NVIDIA 宣布扩大合作并共同推出新一代 AI Agent，高性能推理模型 Apriel Nemotron 15B 由 NVIDIA 与 ServiceNow 共同开发，能够评估关系、应用规则并权衡目标以做出决策。
3. **Shopify:** 与谷歌云达成战略合作，整合谷歌云 AI 及机器学习技术，为 Shopify 商户提供更强大的数据分析能力、个性化营销工具及更高效的运营支持。

趋势五：AI 商业化加速，SaaS 公司估值聚焦 AI 业绩兑现能力

2025 年以来 AI 及 Agent 全面赋能 SaaS 公司，估值逻辑已聚焦 AI 业绩兑现能力，“40 法则”（Rule of 40）衡量收入及利润端同步增长情况。

1. **Salesforce:** Q2 数据云和 AI ARR 超 12 亿美元，同比增长 120%，预计 2030 财年收入 600 亿美元，预计 2026-2030 财年 CAGR 达 10% 以上，Q3 Agentforce 和 Data 360 合计 ARR 达 14 亿美元，同比增长 114%，其中 Agentforce ARR 超 5 亿美元，同比增长 330%。
2. **ServiceNow:** Q3 营收 34.1 亿美元，同比增长 22%，主要受 AI 驱动效率提升，预计 2025 财年 AI 产品 ACV 将超过 5 亿美元。
3. **Intuit:** 26Q1 营收增速超预期，新 AI Agents 已为 280 万客户提供服务，企业套件（IES）合同总数同比增长超 50%。

图表 62 2025 年美股 SaaS 公司 AI Agent 发展进程

公司名称	AI Agent 进程	功能介绍
Salesforce	7 月发布 Agentforce 3	Agentforce Command Center: 企业可全方位观测 AI Agent 运行状态，并利用 AI 生成的建议来快速修复或优化 Agent 的行为； 原生支持 MCP: Agent 可连接到外部系统，无需编写复杂的定制代码； Atlas 推理引擎升级: 延迟降低 50%，增强了处理复杂任务和多步推理的能力。
ServiceNow	9 月发布 ServiceNow AI Platform	Now Assist: 即时总结摘要，自动起草文章或邮件，通过自然语言描述生成代码； AI Agents & Orchestrator: 根据目标自主规划步

		骤、调用工具并完成任务； AI Control Tower : 集中监控企业内部所有 AI Agent, 包括 Service 内部的和第三方的 Agent。
Intuit	Intuit AI Agents	Accounting Agent : 自动更新交易记录、合并数据, 并审查数据中的不一致性； Finance Agent : 提供月度财务摘要、实时的预算洞察以及绩效监控； Insights and Intelligence : 针对资源配置、预算编制和未来项目提供建议, 帮助企业预测未来表现并识别异常情况。
Shopify	2024 年 12 月 10 日正式发布 Sidekick	帮助和指导 : 提供有关如何在 Shopify 中执行任务的分步说明, 并可以根据查询提供列表或一组选项。 内容生成 : 协助完成撰写电子邮件、编辑商店内容和生成博客文章等任务。 客户细分 : Sidekick 可以使用自然语言创建自定义客户细分, 例如创建自定义客户群。 主题编辑 : Sidekick 可以修改主题设置并提供建议, 实现商店的特定风格。
Oracle	OCI AI Agent Platform	检索增强生成 : 用户提问时, Agent 会从企业的知识库中检索相关信息, 然后将这些具体信息提供给大模型, 最后生成答案； 提供引用与来源验证 : Agent 生成的每一个回答都会附带原始文档的引用链接, 例如: 答案来自哪份财务报告的第几页； 多模态检索 : 除了处理文本, 平台还支持对不同格式的数据进行检索和理解, 如 PDF、HTML、Word 等。
Snowflake	Snowflake Intelligence	跨数据源分析 : 让非技术员工通过自然语言提问, 直接获取跨越不同系统的数据洞察； 深度推理 : 理解复杂的业务问题并自主规划分析路径, 根据分析结果建议后续行动。
Adobe	Acrobat AI Assistant	与文档对话 : 用户可以使用自然语言向 AI 提问。AI 会基于文档内容回答关于文件的具体问题； 生成式摘要 : 一键生成文档的简明摘要； 格式化输出 : 它可以将文档中的信息转化为特定格式的文本, 以便用于其他用途。 综合多份文档 : AI Assistant 支持同时分析选定的多个文档。
Workday	Workday Illuminate	Recruiter Agent : 自动在过往的人才库中挖掘适合当前职位的候选人, 并自动分析简历并打分； Expenses Agent : 员工只需拍照或上传收据, Agent 会自动识别、拆分费用项目和创建报销

		单,然后对照公司政策检查是否违规并自动提交审批; Succession Agent: 主动分析组织内部的高潜力人才并自动生成个性化的发展计划,帮助其为接班做准备; Optimize Agent: 自动监控 Workday 中的业务流程,发现卡顿点。
Datadog	新增 “Bits AI SRE”、“Bits AI Dev Agent”、和 “Bits AI Security Analyst”功能	Bits AI SRE: 24 小时待命响应器; Bits AI Dev Agent: 检测问题、生成代码修复,使用户能够快速在供应链管理中直接审查和合并变更; Bits AI Security Analyst: 自主分流云安全信息与事件管理信号,深入调查潜在威胁,并在无需人工提示的情况下提供理性解决方案建议。
Zoom Video	推出 AI Companion 3.0	AI Companion 能够利用代理人工智能检索和综合内部企业知识及时提供关键信息。
CrowdStrike	推出 Charlotte AI AgentWorks	功能包括:暴露优先级化代理、恶意软件分析代理、猎杀代理、搜索分析代理、关联规则生成代理、数据转换代理、工作流程生成代理。
Palo Alto Networks	推出 Prisma AIRS 2.0	一站式整合深度学习模型检测、实时代理防御与持续红队演练。
GoDaddy	推出 Airo.ai、Agent Name Service	Airo.ai: 辅助小企业完成网站搭建、域名注册、logo 生成等任务; Agent Name Service: 为 AI agent 提供“可信身份”注册/验证机制。

资料来源: 各公司官网, 华安证券研究所

图表 63 海外 AI、SaaS 公司 2025 年 AI 布局

公司名称	AI 产品	2025 年 AI 动态
Salesforce	Agentforce 整合平台, 提供多种客户支持服务	Q1: 推出数百项新功能, 包括预构建技能的新库、强化推理以及预构建的集成; Q2: 收购 Informatic 合作以增强 Agentforce for Sales 和 Agentforce for Service, 推出 Agentforce 3; Q3: 收购 moonhub 以提升 agent 开发能力。
monday.com	AI 驱动的工作管理工具, 任务自动化功能	Q3: 推出全新的代理构建器 Monday Agents 和 Monday Campaigns。
ServiceNow	ServiceNow 生成式 AI 控制器	Q1: 收购 Moveworks 提升前端 AI 助手和企业搜索技术; Q2: 与 NVIDIA, Microsoft, Google, and Oracle 合作推出 new ServiceNow AI Platform, 收购 data.world 以整合数据目录和数据治理平台, 与 UKG, AKS 加深合作。
UiPath	AI Fabric 文档理解 AI	Q1: 收购 Peak 以加强垂直 AI 解决方案战略。
CrowdStrike	Falcon AI (威胁检测和响应、网络安全洞察)	Q3: 收购 AI 安全公司 Pangea, 与 Salesforce 合作以加强业务保护。

Palo Alto Networks(PANW)	AI 驱动的威胁情报, CortexAI 平台	Q2: 收购 AI 安全公司 Protect AI; Q4 新发布 Prisma AIRS 安全系统。
Workday	Workday AI: AI 驱动的人力资源解决方案, 财务管理工具	Q1: 与 Randstad 达成合作; Q2: 接入 Accenture, AWS, Google Cloud, Microsoft, PwC 的 AI agent; Q3: 收购 SANA。
Snowflake	AI 驱动的数据共享, SnowparkML (预测分析), Snowflake Intelligence	Q2: 发布 Snowflake Intelligence-通过单一界面处理数据, 发布 Data Science Agent-自动化机器学习 agent, 发布 Cortex AISQL-利用 SQL 使复杂的 AI 工作流程变得可访问, 发布 Snowflake Cortex AI-对生成式 AI 应用的无代码监控。
Datadog	基于 AI 可观察性平台, 异常检测工具	Q2: 公布新代理式 AI 监控和实验功能。
Oracle	Oracle Cloud AI: ERP 洞察、数据库优化工具	Q1: 发布 OCI 生成式 AI agent-全托管的企业级解决方案, 并与 NVIDIA 合作 NVIDIA AI Enterprise 接入 OCI; Q2: 与 Google 合作接入 Gemini 2.5。
Intuit	Intuit Assist: 税务申报、财务洞察	Q3: 推出 Intuit Accountant Suite, 为会计师事务所智能系统。
Shopify	Shopify Magic: 生成式 AI 工具, 用于产品描述和营销文案生成	Q4: 与 Liquid AI 合作, 多模态 LFM 将用于搜索。
Adobe	Photoshop、Illustrator、InDesign、Premiere Pro, 图形设计、视频编辑和文档管理等领域	Q1: 发布全新生成式 AI 应用 Firefly; Q3: 在 Experience Cloud 中引入了代理式 AI 和生成式 AI。
Autodesk	AutoCAD、Revit、Inventor、Fusion 360、Maya, 应用于建筑、工程、制造和娱乐行业	Q3: 发布 Fusion 的新 AI 功能和下一代神经 CAD 基础模型 (Neural CAD model), 推出 Autodesk Assistant (agentic AI)。
Zoom	Zoom, 多人云视频会议软件	Q1: 与 Mitel 合作推出 AI-first 混合通信解决方案; Q3: 发布 AI Companion 3.0, agentic AI 能力加强。
Zscaler	Zscaler Internet Access 和 Zscaler Private Access, 云安全	Q1: 发布 2025 年 ThreatLabz AI Security Report, 揭示企业 AI/ML 使用激增与潜在安全风险; Q2: 推出新的 Zero Trust 解决方案。
Cloudflare	基于云的集成安全解决方案	Q1: 推出 Cloudflare for AI, 覆盖 AI 模型部署、使用到防护的全套工具。
Twilio	Twilio APIs: 提供灵活的通信 API。	Q3: 与 OpenAI 集成, 使用 OpenAI 的 Realtime API (speech-to-speech) 在其通讯平台构建对话型 AI 虚拟代理。
ZoomInfo	ZoomInfo: 数据处理平台	Q3: 推出 ZoomInfo GTM Workspace, 为 AI 驱动的执行引擎。
Okta	身份和访问管理 (IAM) 解决方案	Q2: 发布 Auth for GenAI 开发者预览版, 用于为 GenAI 应用和 AI Agent 提供身份验证、授权和安全访问。
HubSpot	HubSpot 营销、销售、服务平台	Q2: 发布 Breeze Agents, 帮助市场推广团队实现规模化, 发布 Marketing Hub Enterprise 的新功能和改进。

SAP	SAP: 企业管理解决方案, 涵盖 ERP、供应链管理、财务、人力资源等多个领域	Q2: 发布 Joule Agents 用于提升生产力。
Tempus AI	AI Clinical Co-pilot: 临床护理团队的健康记录平台	Q1: Tempus One 引入 AI 功能用于查询非结构化文档, 研究和临床护理。
DocuSign	DocuSign eSignature: 电子签名、 DocuSign CLM: 合同生命周期管理、 DocuSign Gen for Salesforce: 文档生成、 DocuSign Insight: 合同分析	Q2: 推出 AI Contract Agents, 智能合同 AI 代理, 可以分析合同、标出风险、自动建流程, 发布新的 AI 引擎 DocuSign Iris。

资料来源: 各公司官网, 华安证券研究所

图表 64 2025 年 Q1-Q3 美股 SaaS 季度可比销售收入及利润持续超预期

		vs. BBG consensus			YOY		
		CY25Q1	CY25Q2	CY25Q3	CY25Q1	CY25Q2	CY25Q3
Revenue	CRM	0.79%	0.96%	0.62%	8%	10%	9%
	NOW	1.72%	1.34%	2.87%	19%	18%	18%
	SHOP	6.14%	6.35%	5.49%	26%	24%	23%
	SAP	3.51%	1.77%	2.05%	18%	12%	11%
	PLTR	2.42%	6.86%	8.32%	39%	48%	63%
	CRWD	-0.13%	1.68%	1.63%	20%	21%	22%
	DDOG	2.62%	4.52%	4.04%	25%	28%	28%
	SNOW	3.28%	5.15%	2.33%	26%	32%	29%
NI non-gaap	CRM	0.14%	27.11%	1.45%	4%	9%	-7%
	NOW	24.76%	28.41%	21.69%	26%	29%	-14%
	SHOP	45.72%	35.20%	35.42%	31%	20%	40%
	SAP	7.95%	10.56%	10.87%	23%	17%	11%
	PLTR	19.93%	71.18%	103.46%	103%	144%	268%
	CRWD	10.14%	12.32%	1.66%	-20%	-9%	5%
	DDOG	6.96%	10.06%	17.65%	7%	7%	19%
	SNOW	11.67%	30.77%	12.64%	68%	102%	79%
EPS non-gaap	CRM	1.22%	28.23%	1.38%	6%	11%	-7%
	NOW	17.41%	17.85%	21.81%	18%	17%	13%
	SHOP	39.58%	39.33%	40.00%	34%	19%	36%
	PLTR	0.78%	15.11%	25.00%	63%	78%	110%
	CRWD	9.77%	11.91%	1.80%	-22%	-11%	3%
	DDOG	5.99%	9.79%	17.52%	5%	7%	20%
	SNOW	11.63%	31.09%	12.90%	71%	94%	75%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 65 美股 AI 应用公司 2025、2026、2027 年盈利预测

	Revenue			YOY			NI non-gaap			YOY		
	\$million	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
ADBE	23,688	25,899	28,288	10%	9%	9%	8,908	9,734	10,693	8%	9%	10%
CRM	41,245	44,978	49,141	9%	9%	9%	10,987	12,329	14,022	11%	12%	14%
INTU	18,831	21,203	23,838	16%	13%	12%	5,703	6,531	7,450	19%	15%	14%
NOW	13,242	15,696	18,566	21%	19%	18%	3,642	4,326	5,193	25%	19%	20%
SNOW	4,613	5,705	7,039	27%	24%	23%	447	614	898	49%	37%	46%
WDAY	9,544	10,719	12,024	13%	12%	12%	2,453	2,874	3,496	25%	17%	22%
CRWD	4,784	5,832	7,090	21%	22%	22%	942	1,240	1,609	-5%	32%	30%
DDOG	3,389	4,113	4,976	26%	21%	21%	735	887	1,112	12%	21%	25%
ADSK	7,162	7,965	8,770	17%	11%	10%	2,202	2,472	2,811	69%	12%	14%
ZM	4,855	5,029	5,203	4%	4%	3%	1,837	1,852	1,927	5%	1%	4%
ZS	3,295	3,950	4,697	23%	20%	19%	650	786	981	21%	21%	25%
NET	2,144	2,732	3,490	28%	27%	28%	338	449	596	26%	33%	33%
VEEV	3,169	3,559	4,008	15%	12%	13%	1,334	1,464	1,651	22%	10%	13%
TWLO	5,020	5,452	5,899	13%	9%	8%	765	865	1,008	23%	13%	17%
GTM	1,240	1,260	1,308	2%	2%	4%	357	365	390	-2%	2%	7%
OKTA	2,882	3,153	3,456	10%	9%	10%	623	688	771	22%	10%	12%
BILL	1,616	1,827	2,086	10%	13%	14%	261	300	363	4%	15%	21%
HUBS	3,114	3,613	4,191	18%	16%	16%	511	617	766	18%	21%	24%
SAP	42,598	47,128	53,484	15%	11%	13%	8,143	9,520	11,415	42%	17%	20%
LMND	729	1,162	1,516	38%	59%	30%	-175	-126	-58	15%	39%	117%
UPST	1,037	1,262	1,486	63%	22%	18%	187	264	327	N/A	41%	24%
TEM	1,265	1,575	1,951	83%	25%	24%	-108	-54	29	71%	48%	N/A
DOCU	3,197	3,417	3,690	7%	7%	8%	776	847	959	4%	9%	13%
PATH	1,574	1,711	1,851	10%	9%	8%	362	410	450	20%	13%	10%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 66 美股 AI 应用公司 PE、PS

	PE			PS		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ADBE	15.2	13.9	12.6	5.7	5.2	4.8
CRM	20.2	18.0	15.8	5.4	4.9	4.5
INTU	30.8	26.9	23.6	9.3	8.3	7.4
NOW	46.8	39.4	32.8	12.9	10.9	9.2
SNOW	191.0	139.1	95.1	18.5	15.0	12.1
WDAY	22.9	19.5	16.1	5.9	5.2	4.7
CRWD	134.3	102.0	78.6	26.4	21.7	17.8
DDOG	75.4	62.5	49.8	16.3	13.5	11.1
ADSK	29.4	26.2	23.0	9.0	8.1	7.4
ZM	14.2	14.1	13.6	5.4	5.2	5.0
ZS	59.7	49.4	39.5	11.8	9.8	8.3
NET	204.7	154.1	116.1	32.3	25.3	19.8
VEEV	29.6	27.0	23.9	12.5	11.1	9.9
TWLO	25.3	22.4	19.2	3.9	3.5	3.3
GTM	8.8	8.6	8.1	2.5	2.5	2.4
OKTA	22.8	20.7	18.4	4.9	4.5	4.1
BILL	19.4	16.9	14.0	3.1	2.8	2.4
HUBS	38.3	31.7	25.5	6.3	5.4	4.7
SAP	36.6	31.3	26.1	7.0	6.3	5.6
PLTR	214.4	152.3	106.9	90.8	63.6	45.7
LMND	-32.1	-44.6	-97.0	7.7	4.8	3.7
UPST	23.0	16.3	13.2	4.2	3.4	2.9
TEM	-122.0	-244.0	454.4	10.4	8.4	6.8
DOCU	17.7	16.2	14.3	4.3	4.0	3.7
PATH	20.7	18.3	16.7	4.8	4.4	4.1

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所 注: 市值为 2025 年 12 月 1 日收盘价, 收入及 Non-GAAP 净利润参考彭博一致预期

2.3 2025 年美股相关 SaaS 公司股价走势分析

Salesforce 本年度前期股价走势低迷，Q3 财报 Agentforce 和 Data 360 ARR 高速增长引起股价反弹，前期主要由于业绩指引下调以及投资者对于核心 AI 产品 Agentforce 盈利能力的担忧。Salesforce 在二季度营收利润均超预期，但财报披露业绩指引有所下滑，引起股价下跌；另一方面，AI 叙事逻辑已经转向盈利兑现，尽管 Agentforce 具备为企业创建或管理 AI Agent 能力并使用大语言模型进行任务自动化，但投资者仍关心其收入兑现情况。Q2 数据云和 AI ARR 达 12 亿美元，同比增长 120%，体现其在数据 AI 方面具备初步业绩兑现能力；Q3 Agentforce 和 Data 360 合计 ARR 达 14 亿美元，同比增长 114%，其中 Agentforce ARR 超 5 亿美元，同比增长 330%。

Shopify 本年度估值持续回升，AI 驱动关键客户签约并成为核心驱动引擎，推动营收、利润与 GMV 齐升迎来基本面全面增长趋势。Q3 业绩显示 Shopify GMV 增长 32%，达 920 亿美元，营收增长 32%，达 28.4 亿美元，自由现金流利润率达 18%，收入及盈利双驱构建良好基本面。**AI 赋能销售（代理式商务）**：Shopify 与 ChatGPT、Microsoft Copilot 等合作布局“代理式商务”（Agentic Commerce）；**AI 赋能运营（商家工具）**：AI 助手 Sidekick 的采用率高，Q3 超过 75 万家商店首次使用 Sidekick，已与商家进行近 1 亿次对话；**AI 赋能开发（内部工具）**：AI 工具 Scout 可分析数亿条商家反馈，将过去数周的分析工作缩短至几秒钟，极大提升产品迭代和决策效率。

图表 67 Salesforce 盈利预测

CRM (百万美元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4E
Revenue	37,895	41,274	45,124	49,331	9,829	10,236	10,259	10,945
yoy	9%	9%	9%	9%	8%	10%	9%	10%
Operating Income	12,498	14,051	15,590	17,850	3,172	3,509	3,639	3,819
yoy	18%	12%	11%	14%	8%	12%	17%	16%
margin	33%	34%	35%	36%	32%	34%	35%	35%
non-gaap NI	9,930	10,987	12,361	14,056	2,499	3,421	3,738	2,929
yoy	23%	11%	13%	14%	4%	9%	26%	8%
non-gaap EPS (美元)	10.20	11.41	12.74	14.54	2.58	3.56	3.25	3.03
yoy	24%	12%	12%	14%	6%	11%	5%	9%

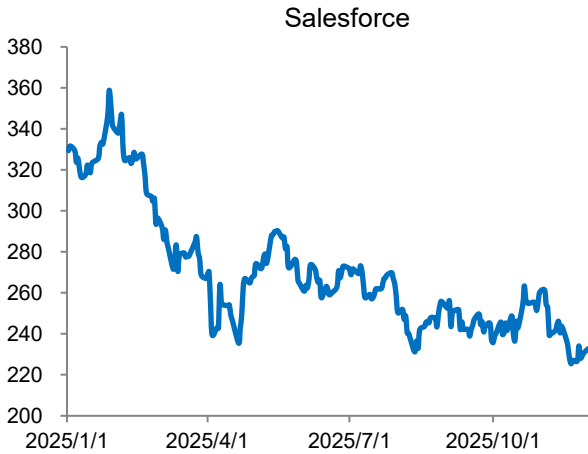
资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表 68 Shopify 盈利预测

SHOP (百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4E
Revenue	8,880	11,471	14,205	17,377	2,360	2,680	2,844	3,591
yoy	26%	29%	24%	22%	27%	31%	32%	28%
Operating Income	1,487	1,923	2,561	3,357	329	424	465	707
yoy	90%	29%	33%	31%	64%	42%	16%	21%
margin	17%	17%	18%	19%	14%	16%	16%	20%
non-gaap NI	1,635	1,857	2,446	3,095	973	-788	35	-93
yoy	73%	14%	32%	27%	185%	-2174%	106%	90%
non-gaap EPS (美元)	1.26	1.45	1.86	2.33	0.25	0.35	0.34	0.51
yoy	73%	15%	28%	25%	25%	35%	3%	16%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表 69 Salesforce 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 70 Shopify 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

SAP 上半年股价波动上升,下半年陷入了业绩验证的调整期。年中估值达到高点,得益于云转型战略的加速兑现及商业 AI 助手 Joule 发布,市场对公司利润兑现有所期待。Q2 股价回落,主要因为汇率波动导致美元走弱,叠加管理层对 2025 年积压订单增速放缓的预期,股价有所回落。

ServiceNow 全年估值震荡,有所回落, Q2 下跌主要受市场对高估值软件情绪波动影响,但基本面修复、营收及利润大幅增长拉动估值回升,体现云计算和数字服务领域强劲需求。GenAI 产品已有实质性落地, Q3 财报显示旗下 Agent 使用量激增 55 倍并获取多笔大单,叠加安全业务突破 10 亿美元及联邦政府业务超 30% 的高增,多产品协同构建 ServiceNow 壁垒。

图表 71 SAP 盈利预测

SAP (百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4E
Revenue	34,176	36,984	40,917	46,131	9,377	9,013	9,027	9,076
yoy	10%	8%	11%	13%	11%	12%	9%	7%
Operating Income	8,153	10,385	12,045	14,173	2,455	2,568	2,566	2,790
yoy	25%	27%	16%	18%	60%	32%	14%	15%
margin	24%	28%	29%	31%	26%	28%	28%	31%
non-gaap NI	5,286	7,076	8,273	9,846	1,679	1,753	1,846	1,783
yoy	-10%	34%	17%	19%	79%	37%	29%	9%
non-gaap EPS (美元)	4.53	6.10	7.16	8.56	1.44	1.50	1.59	1.52
yoy	-10%	35%	17%	20%	78%	4%	6%	-4%

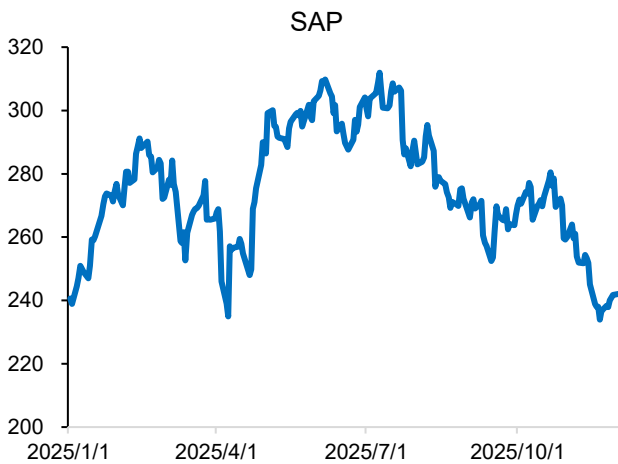
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 72 ServiceNow 盈利预测

NOW (百万美元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4E
Revenue	10,984	13,242	15,696	18,566	3,088	3,215	3,407	3,532
yoy	22%	21%	19%	18%	19%	22%	22%	19%
Operating Income	3,254	4,112	4,944	5,976	953	955	1,140	1,070
yoy	31%	26%	20%	21%	20%	33%	31%	23%
margin	30%	31%	31%	32%	31%	30%	33%	30%
non-gaap NI	2,902	3,642	4,326	5,193	846	854	1,347	936
yoy	31%	25%	19%	20%	20%	31%	74%	22%
non-gaap EPS (美元)	13.92	17.28	20.45	24.30	4.04	4.09	4.82	4.44
yoy	29%	24%	18%	19%	18%	31%	30%	21%

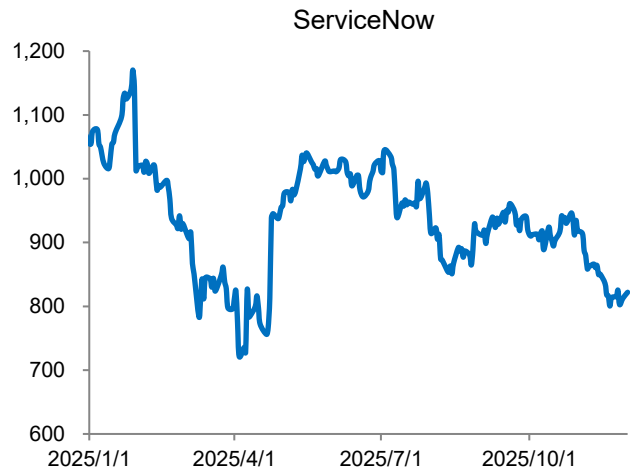
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 73 SAP 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 74 ServiceNow 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

CrowdStrike 全年震荡回升, 核心逻辑在于 Falcon 平台整合云安全 AI-SPM 等创新技术等边际改善, 英伟达企业 AI 工厂整合 Falcon 平台驱动估值修复。Q1 主要受软件等高估值板块系统性回调影响, Q2 估值上调得益于 Falcon 平台的整合效应, CrowdStrike 平台已整合进英伟达企业 AI 工厂验证设计架构中, 企业可以在英伟达企业 AI 工厂的部署中使用 CrowdStrike, 保护 AI 基础设施、系统和模型。CrowdStrike 利用 AI 技术保障 AI 工厂客户安全, 应对企业面临的数据中毒、模型篡改和敏感数据泄露等新风险。

Datadog Q1 受美股软件整体行业情绪影响及收入和盈利不及预期股价回调, Q2、Q3 受 AI 驱动及新产品发布影响股价上升。边际变化来看, 6 月推出 AI 助手 Bits AI Agents for SRE 系统, 能够自动调查警报并草拟事件响应方案; 扩展 LLM 可观察性平台, 新增监控代理 AI 能力; 发布 MCP 服务器技术, 将 AI Agent 与数据源连接并推出专门为时间序列数据分析设计的基础模型 TOTO。多款 AI 新产品拉动云安全需求, 驱动本轮股价上升, Q3 收入略超预期且 Q4 给出超预期收入指引, Datadog 成为 AI 基础设施监控领域首选平台。

图表 75 CrowdStrike 盈利预测

CRWD (百万美元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4E
Revenue	3,954	4,802	5,862	7,110	1,103	1,169	1,234	1,298
yoy	29%	21%	22%	21%	20%	21%	22%	23%
Operating Income	838	1,037	1,414	1,853	201	255	265	316
yoy	27%	24%	36%	31%	1%	12%	36%	46%
margin	21%	22%	24%	26%	18%	22%	21%	24%
non-gaap NI	988	949	1,258	1,640	185	237	245	284
yoy	31%	-4%	33%	30%	-20%	-9%	5%	9%
non-gaap EPS (美元)	3.93	3.71	4.79	6.09	0.73	0.93	0.96	1.10
yoy	27%	-6%	29%	27%	-22%	-11%	3%	7%

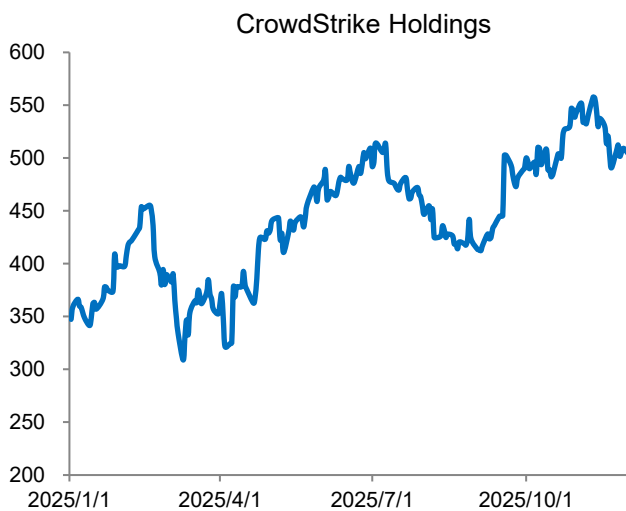
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 76 Datadog 盈利预测

DDOG (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E
Revenue	2,684	3,389	4,113	4,976	762	827	886	210
yoy	26%	26%	21%	21%	25%	28%	28%	24%
Operating Income	674	757	957	1,216	167	164	207	219
yoy	38%	12%	26%	27%	1%	4%	20%	24%
margin	25%	22%	23%	24%	22%	20%	23%	104%
non-gaap NI	654	735	887	1,112	168	164	197	206
yoy	41%	12%	21%	25%	7%	7%	19%	15%
non-gaap EPS (美元)	1.82	2.02	2.40	2.96	0.46	0.46	0.55	0.56
yoy	38%	11%	19%	23%	5%	7%	20%	14%

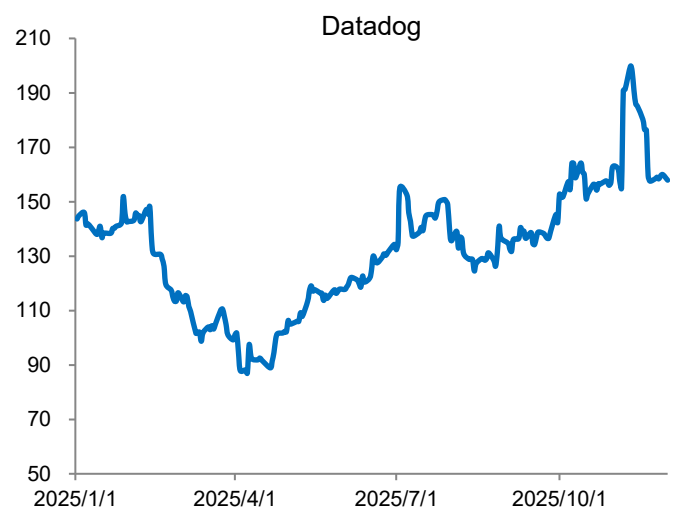
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 77 CrowdStrike 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 78 Datadog 股价走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

Snowflake 全年整体呈上涨趋势, 但相比 2021 年峰值仍处于低位, 具有较强弹性。Q2 收入 11 亿美元, 同比增长 32%, RPO 达 29 亿美元, 同比增长 33%, 业绩基本面良好。公司发布全新代理人工智能平台 Snowflake Intelligence, 目前进入公开

预览阶段，客户能够通过自然语言与企业数据交互并得出有效见解；新推出 Cortex AI SQL 使客户能够利用 SQL 数据库中 AI 大模型能力，简化数据管理并降低成本。

Palo Alto Networks 全年股价震荡，近期回调主要原因是两笔大额资金收购及净平台化数量放缓引发投资者担忧。公司以 33.5 亿美元对价收购 Chronosphere，收购价约为 Chronosphere ARR 1.6 亿美元 21 倍，同时公司正以约 250 亿美元收购 CyberArk Software，预计 2026 财年完成交易，CEO 表示两项收购可应对 AI 技术快速迭代周期，但两笔大额资金收购新业务引发部分投资者担忧。业绩表现方面，26 财年 Q1 NGS（下一代安全）ARR 达 59 亿美元，同比增长 29% 符合预期，但净平台化数量 60 个低于预期，相比上季度 150 个及去年同期 100 个有所下滑，营业利润率提升至 30.2% 体现规模效率。

图表 79 Snowflake 盈利预测

SNOW (百万美元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4E
Revenue	3,626	4,633	5,738	7,067	1,042	1,145	1,213	1,248
yoy	29%	28%	24%	23%	26%	32%	29%	26%
Operating Income	232	438	622	967	92	128	131	101
yoy	1%	89%	42%	55%	153%	192%	123%	9%
margin	6%	9%	11%	14%	9%	11%	11%	8%
non-gaap NI	301	450	613	884	87	129	131	110
yoy	-15%	50%	36%	44%	67%	102%	79%	-2%
non-gaap EPS (美元)	0.83	1.21	1.64	2.32	0.24	0.35	0.35	0.29
yoy	-15%	46%	36%	41%	71%	94%	75%	-2%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

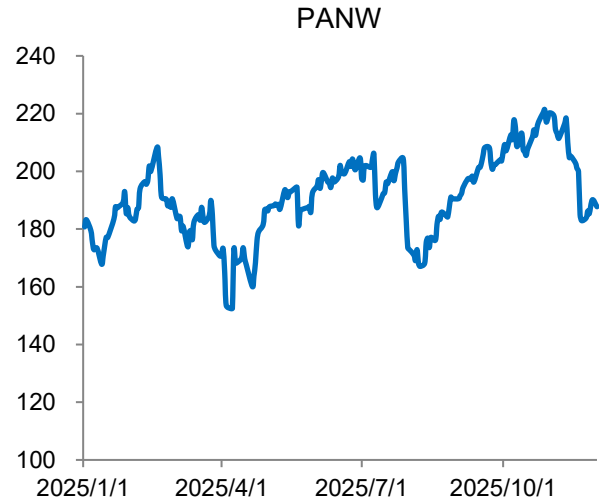
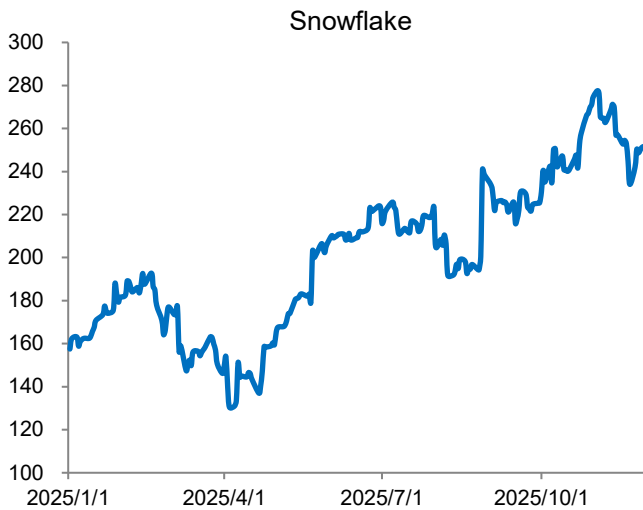
图表 80 Palo Alto Networks 盈利预测

PANW (百万美元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY26Q1	FY26Q2E	FY26Q3E	FY26Q4E
Revenue	9,222	10,528	11,924	13,478	2,474	2,583	2,602	2,870
yoy	18%	14%	13%	13%	16%	14%	14%	13%
Operating Income	2,651	3,130	3,614	4,141	746	760	751	878
yoy	21%	18%	15%	15%	21%	19%	20%	14%
margin	29%	30%	30%	31%	30%	29%	29%	31%
non-gaap NI	2,345	2,718	3,106	3,537	662	661	653	751
yoy	20%	16%	14%	14%	21%	17%	16%	12%
non-gaap EPS (美元)	3.34	3.85	4.33	4.89	0.93	0.94	0.92	1.06
yoy	19%	15%	12%	13%	19%	16%	16%	12%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表 81 Snowflake 股价走势（截至 2025-12-11）

图表 82 Palo Alto Networks 股价走势（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

2.4 AI 板块投资建议

美股 SaaS “软件即服务” 逐渐向 “AI 即服务 (AIaaS) 演进，AI Agent 成为新增长点。2025 年仍处于美联储降息周期，流动性及货币宽松增加促进科技类成长股估值修复，而今年作为 Agent 元年，国内外 AI 大模型持续迭代并赋能垂直行业，AI Agent 已内嵌入公司产品成为重要功能模块，SaaS 公司整体估值逻辑已从 AI 技术预期转变到 AI 产品业绩兑现能力，其中以 Salesforce 为代表，核心产品 Agentforce Q3 业绩迎来强势增长，尝试从传统 “订阅收费” 向 “使用量收费” 转型，软件 token 化将重塑商业模式。AI 吞噬软件争论持续，但我们认为具备深度理解客户行业及工作流程能力的 SaaS 公司仍具备竞争力，展望 2026 年美联储降息周期持续，AI 大模型和 AI Agent 已成为 SaaS 公司核心增长驱动力，建议关注 Salesforce (CRM)、ServiceNow (NOW)，电商领域关注 Shopify (SHOP)，财税领域关注 Intuit (INTU)，创意设计领域关注 Adobe (ADBE)、Figma (FIG)。

端侧 AI 是各大 AI 厂商抢占未来智能终端入口的重要布局，PC、手机、眼镜或为重要落地形态。今年以来各大 AI 厂商、头部互联网公司、软硬件厂商以及垂直行业公司争相布局端侧 AI 硬件，包括豆包 AI 手机、谷歌 Pixel 10、阿里夸克 AI 眼镜、谷歌 AI 眼镜，甚至理想汽车推出 AI 眼镜 Livis。我们认为这是各大厂商将自身业务生态融入智能终端的战略布局，一方面抢占消费级 AI 终端用户市场，另一方面通过智能终端为用户提供直观且真实的 AI 体验，赋能传统核心业务，如阿里夸克眼镜深度整合阿里生态，Qwen 大模型打造阿里消费级 AI 应用闭环。建议关注国内外头部互联网厂商在 AI 智能终端战略布局，以及相关垂直行业公司如理想汽车在端侧新产品发布。

国内外 AI 大模型及 AI 应用厂商持续探索。头部 AI 大模型厂商如 OpenAI、阿里致力于打造 B、C 端全链路生态，主流 AI 应用厂商聚焦各自垂直行业并融入自身业务生态系统，如 xAI 深度绑定马斯克旗下 X 平台、特斯拉等实现超高估值。过去海内外厂商主要面对 B 端市场，阿里千问 APP 发布开启国内 AI 厂商抢占海外 C 端用户新路径，展望 2026 年我们认为海内外 AI 大模型厂商迭代持续，以阿里 Qwen 为代表的国内顶尖 AI 大模型凭借优秀性能及显著价格优势，将持续拓展海外市场并与 OpenAI 等展开竞争，C 端市场空间广阔或成为未来重要战略布局方向。

3 AI 应用层：广告、游戏与业务自动化进入“AI 重构量价”的新阶段

在 C 端和 B 端应用层面，AI 已从“锦上添花”升级为决定投放效率、内容供给和业务自动化水平的核心变量：

- 广告领域，Meta 的 Advantage+ 套件、Google Ads 中的生成式创意与智能竞价，以及 AppLovin 的 Axon 2.x 引擎，已经实质性改变“人拍素材 + 人手调包”的传统工作流，使广告主可以用更少的人力覆盖更多素材版本与定向组合，提升整体 ROAS；
- 游戏与内容领域，AI 被用于关卡设计、素材生成与本地化，大幅压缩中腰部厂商的研发与运营成本，为更多“长生命周期 + 多平台”的内容形态提供经济基础；
- 业务自动化领域，AI Agent 与 workflow 编排工具开始在客服、销售、计费、风控等环节实现从“建议式辅助”向“自动执行”的迁移，配合 Salesforce、ServiceNow、Snowflake、Datadog 等厂商提供的 Agent 能力，企业已经在几天内完成多 Agent 工作流的搭建与上线，将 AI 直接嵌入到订单、工单与监控体系之中。

综合来看，生成式 AI 已经从 2024 年的“模型与 Demo 年”，跨入 2026 年的“多极大模型生态 + 多架构算力 + Agent 规模商用 + 视频生成生产化”的阶段，并通过广告、游戏、自动化和企业 SaaS 的 ARR 与预算占比，开始逐步清晰地反映在收入与利润表之中。

3.1 国内外 AI 应用百花齐放

3.1.1 海外以头部基础大模型厂商 OpenAI、Anthropic 主导，其余深耕垂直行业应用场景

海外高估值 AI 应用公司呈现头部集中趋势，OpenAI、Anthropic 成为 ARR 及估值最高 AI 大模型公司，xAI 凭借马斯克个人影响及 X 平台效应估值水平显著。

1) OpenAI 致力于打造覆盖算力、模型到终端应用的完整生态闭环：上游与 AMD、英伟达合作建立算力网络；中游持续迭代 ChatGPT、Sora 等核心基础模型，完善 AI 产品矩阵并积极拓展 B 端市场，推动大模型在行业落地，2025 年 ChatGPT-5、ChatGPT-5.1 系列持续推出；下游 App 产品直达 C 端用户市场，形成“算力基础设施→模型平台→终端应用”覆盖 B、C 两端全链路生态闭环，B 端采用 API 调用模式收费，C 端采用订阅制模式收费。OpenAI CEO Altman 表示 OpenAI 2025 年 ARR 将达 200 亿美元，市场估值约 5000 亿美元，按照估值/ARR 测算达 25x，其稳健商业模式对应市场估值水平合理。但 OpenAI 向 AMD、英伟达抛出大额算力采购订单，算力成本极高导致 OpenAI 仍处于亏损状态。

2) Anthropic 聚焦 B 端企业用户，可持续性商业模式构建 AI 行业迈入盈利通道新路径：持续迭代 Claude 系列大模型，聚焦编程软件领域，最新模型 Claude Opus 4.5 定位编码、AI Agent 及计算机操作领域领先通用 AI 模型。Anthropic 主要依靠 B 端客户 API 调用收费，30 万家企业用户收入占比超 80%，通过深度绑定企业端客户实现持续性收费，客户包括 Zoom、Snowflake、Novo Nordisk 等头部大型企业及 Cursor、

Codeium 等初创公司。根据环球市场播报, Anthropic 毛利率将从 2024 年-94%提升至 2025 年 50%, 开发者工具 Claude Code ARR 近 10 亿美元, API 收入预计达 38 亿美元, 深耕 B 端企业用户营造稳定现金流的可持续商业模式, 成为其他 AI 行业公司迈入盈利通道新范式。

3) xAI 深度绑定马斯克旗下 X 平台、特斯拉、Neuralink 实现生态协同, 核心模型 Grok 采用 C 端订阅、B 端 API 调用模式打造商业化路径: X 平台 6 亿活跃用户日均产生 4.5 亿推文、1.2 亿图片, 形成全球最大实时社交行为数据库, 为大模型训练提供实时且多样数据, Grok AI 技术深度融入 X 算法并向 Premium 和 Premium+ 用户开放, 有效提升 X 用户付费率; Grok 模型直接接入特斯拉车辆传感器网络, 特斯拉车主可通过 Grok 直接预订酒店、餐厅并支付充电费用, 形成“车-场景-支付”生态闭环; 脑机接口公司 Neuralink 接入 Grok 模型, 通过聊天机器人助力渐冻病人发声。xAI 与 X 平台、特斯拉、Neuralink 全面开展生态协同, 凭借马斯克个人影响及平台效应实现超高估值。

海外 AI 应用公司在垂直行业百花齐放, AI+编码、AI+设计、AI+图像生成、AI+写作、AI+搜索、AI+音乐等成为垂直行业重要应用场景。不同于 OpenAI、Anthropic、xAI 等头部 AI 厂商以自研基础大模型为核心底座, “轻量模型+垂直场景”成为中小公司突围方向, 如 Grammarly 通过 AI 及 Agent 提升用户写作水平, Midjourney 通过版本迭代, AI 图像生成技术不断精进, Otte.ai 通过 AI 自动录音和转录对话提高会议效率。

图表 83 海外高估值/ARR AI 应用公司梳理

公司/产品	年经常性收入ARR	估值	日期	类别/应用场景	备注
1 OpenAI	\$20B	\$500B	2025年11月7日	基础大模型 (GPT-5.1, ChatGPT, API)	行业龙头, 商业严谨稳健
2 Anthropic	\$7B	\$350B	2025年11月18日	Claude 系列基础模型	快速扩张 API/企业市场
3 Scale AI	\$2B(2024年底)	\$14.3B	2025年9月10日	数据标注、训练基础设施	OpenAI、Meta 等大模型背后重要基础设施提供商
4 Cursor	\$1B	\$29.3B	2025年11月13日	AI 编码助手/开发者工具	开发者社区增长极快, 货币化高效
5 Figma	\$1B	\$17.58B	2025年11月5日	AI 设计协作平台	设计与原型工具领导者, 即将上市
6 Grammarly	\$700M	\$20.45B (估算)	2025年11月10日	AI 写作助手	C 端与 B 端混合模型, 用户稳定增长
7 Midjourney	\$500M	\$10.5B	2025年9月18日	AI 图像生成	轻量团队创造高流量、本地变现能力
8 Keling AI	\$200M (预测) \$100M+ (2025年3月)	未公开估值	2025年3月	视频生成 LLM (多模态)	亚洲创作者经济应用中快速增长
9 Mistral AI	\$100M (估算)	\$6.2B	2025年9月26日	Mixtral / Codestral 基础模型	欧洲开源权重最大模型先锋
10 SOCl	\$100M+	\$18B	2025年10月29日	本地营销 AI 平台	服务多门店零售商与小型企业
11 Synthesia	\$100M+	\$2.1B	2025年4月18日	企业 AI 视频生成	Adobe 等大品牌为其市场背书
12 Otter.ai	\$100M+	未公开估值	2025年3月	AI 会议录入与助理	教育与企业应用广泛
13 Lovable AI	\$200M	\$6B	2025年11月14日	多智能体生产力应用	上线 8 个月即达到 \$100M ARR
14 Glean	\$100M+	\$7.2B	2025年6月11日	企业知识搜索	B2B 市场快速渗透
15 Cohere	\$100M+	\$6.8B	2025年8月14日	企业级嵌入式 AI 模型	主打企业级自然语言嵌入服务
16 xAI (Grok)	\$100M	\$230B	2025年11月20日	X 平台集成大模型	Elon Musk 背景平台效应
17 Perplexity AI	\$80M	\$18B	2025年6月25日	AI 原生搜索与助手	快速扩展, 估值稳步上涨
18 Talkie.ai	~\$70M (估算)	\$4B	2025年7月26日	虚拟角色/聊天智能体	MiniMax 支持, 仍未突破 \$100M
19 Suno AI	\$200M	\$2.45B	2025年11月19日	AI 音乐生成平台	音频领域新兴平台, 商业变现尚在初期阶段

资料来源: TechCrunch, CNBC, Sacra, ARR Club, stockanalysis, ActulA, The AiLibrary, Forbes, 华安证券研究所整理

海外 AI 应用正从“单点工具”向“全流程自动化”转变, “大模型+垂直 Agent”深耕垂直行业。具体来看, 金融、广告、教育、医疗等为主流 AI 应用场景, AI 驱动规模化降本增效并进一步提升企业效率, 推动 AI 从辅助工具转变为核心生产力。金融保险领域, Lemonade 通过 AI 实现前端背调承保、后端决策支付工作全流程自动, 理赔处理费率回落; 广告领域, Meta AI 算法优化提升广告转化率及广告质量, AI 智能竞价降低成本; 教育领域, Duolingo 通过个性化教学 (Birdbrain AI) 及生成式 AI 重塑学习体验, 实时分析答题表现并动态调整课程难度; 医疗领域, Tempus 实现数据分析+AI 诊疗, PurIST 算法预测癌症患者化疗反应; B 端 SaaS 公司 ServiceNow 已嵌入 Agent 模块功能, 具备深度理解上下文能力的 Agent 提供高效 IT 服务, 通过 Now Assit Skill Kit 为企业定制化构建 Agent。

图表 84 海外 AI 应用举例

应用领域	代表公司举例	实际使用案例
金融	Lemonade、Guidewire	<p>1) 工作流程全自动: Lemonade 利用 AI 构建了全自动化业务闭环。前端机器人 Maya 独立完成用户背调与承保, 全程无人工干预; 后端机器人 Jim 结合反欺诈算法, 能再快至 2 秒的时间内自主决策与支付。过去三年中, 通过推动 AI 自动化, Lemonade 理赔处理费用率从 13% 降至 7%;</p> <p>2) AI 辅助生成支出预算建议: 系统依托机器学习算法进行精准定价。AI 深度分析用户的海量数据与实际风险敞口, 动态推荐最具性价比的保障组合, 自动剔除冗余条款。这种智能辅助机制帮助用户以最合理的资金预算, 制定出精细化的保险配置方案, 实现保障最大化。</p> <p>3) 深度学习分析风险模型: Guidewire 利用其在行业内积累的庞大数据, 训练了多个预测模型。例如, 其 HazardHub 产品能够提供精确到每个地址的风险评分 (如洪水、火灾、犯罪率等), 帮助保险公司进行更精细化的风险管理。</p>
广告	Applovin、Meta	<p>1) AI 算法提升匹配精度与转化率: Meta 通过引入 Lattice 模型架构, 使 APP 广告转化率提升了近 3%; 同时, 升级后的 Andromeda 模型推动 Facebook 版面的广告质量提升了 14%。AppLovin 利用 Axon 2.0 引擎优化广告主与用户的匹配, 使得每安装净收入 (Net Revenue Per Install) 同比增长 75%。</p> <p>2) AI 智能竞价降低成本: Meta 的 Advantage+ 系列产品利用 AI 全自动优化竞价与版位。数据显示, 使用 Advantage+ 进行线索推广的广告主, 其单次获客成本降低了 14%。</p>
教育	Duolingo	<p>1) 个性化教学 (Birdbrain AI): 精准评估用户水平, 实时分析答题表现以动态调整课程难度, 并基于“遗忘曲线”智能安排复习。</p> <p>2) 生成式 AI 服务 (Max 订阅): 整合 GPT, 提供“Explain My Answer” (解释答案) 和“Roleplay” (角色扮演) 口语对话功能。</p>
医疗	Tempus	<p>数据分析+AI 诊疗: 在肿瘤领域, 其 PurlST 算法可预测胰腺癌患者对化疗的反应, Tempus Next 系统能实时识别并填补临床护理缺口, 而生成式 AI 助手 David 已整合入电子病历系统以优化流程。在心脏病学方面, 其获得 FDA 批准的算法通过心电图筛查房颤及低射血分数风险, Tempus Pixel 则用于心脏成像分析。此外, Tempus 通过 TIME 计划利用分子数据实时匹配临床试验, 并整合 Paige.AI 技术辅助病理诊断, 同时授权去标识化数据助力药企进行药物研发。</p>
B 端 AI Agent	ServiceNow	<p>1) 客户服务和 IT 服务管理: ServiceNow 的 Agent 具备深度上下文理解能力, 能利用跨企业数据自主分析问题、制定分步解决计划并执行, 仅在必要时寻求人工批准。例如, 在处理 IT 故障或客户咨询时, Agent 能独立完成从诊断到修复的全过程, 从而大幅缩短解决时间。</p> <p>2) 为企业定制化 Agent: 通过 Now Assist Skill Kit 为企业构建 Agent, 以处理采购、人力资源等特定业务流程, 未来还将支持跨</p>

部门协作与多模态交互,实现从单一任务到复杂工作流的全面自动化管理。

资料来源: 各公司官网、财报, bussinesswire, Toolify.ai, 华安证券研究所

3.1.2 AI Agent 驱动国内 AI 应用商业化加速, 阿里千问 APP 迎来 C 端市场新机遇

国内 AI 应用: AI Agent 已成为生成式 AI 商业化率先跑通的形态之一。2025 年是 AI Agent 元年, 从 Manus、Lovert 发布, 到国内众多厂商将 AI Agent 内嵌入原来产品模块或直接推出 AI Agent 相关产品, 相比于原先 AI 大模型纯粹的对话式应用, AI Agent 拥有任务感知、工具调用、自主规划与执行能力, 成为从“大语言模型”到“企业智能员工”过渡的关键桥梁。

政策端:2025 年 8 月《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》对中国未来 AI 发展方向提出指引。到 2027 年率先实现 AI 与 6 大重点领域广泛深度融合, 新一代智能终端、AI Agent 等应用普及率超 70%; 到 2030 年 AI 全面赋能高质量发展, 新一代智能终端、AI Agent 等应用普及率超 90%, 智能经济成为我国经济发展的重要增长极; 到 2035 年我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段。

我们认为: 1) **AI Agent 可视作 SaaS 的下一个版本:** AI Agent 具备更强流程自动化与任务协同效率, 未来将成为企业“数智员工”, 2026 年持续关注国内外 AI 应用公司 AI Agent 更新迭代进程; 2) **阿里千问 APP 启动迎来 C 端市场发展新机遇:** 过去海内外 AI 应用公司主要集中于 B 端市场, C 端天然存在用户分散、付费意愿相比 B 端偏低、前期用户积累及变现周期长等问题, 2025 年 11 月 13 日, 阿里启动“千问”项目打造千问 APP, 全面布局 C 端应用对标 ChatGPT, 麦肯锡预测 2030 年全球 AI To C 市场规模将达 1.3 万亿美元, Qwen 模型作为全球性能顶尖、应用广泛的开源大模型, 布局 C 端市场或带来 AI To C 发展新机遇。2026 年我们持续关注海外 AI 应用标的对国内 AI 标的映射作用。

图表 85 国内 AI 应用分场景举例

行业	公司名称	产品	上线日期	功能简介
AI+搜索	OceanBase	seekdb	2025 年 11 月	产品支持向量、全文、标量及空间地理数据的统一混合搜索, 深度融合 AI 推理与数据处理, 并兼容 Dify、Coze、LangChain、LlamaIndex 等 30 余种主流 AI 框架, 数行 Python 代码即可构建 AI 应用。
	360	纳米 AI 超级搜索	2025 年 6 月	纳米搜索升级, 国内首个基于超级智能体技术改造的搜索产品, 内容含智能反问、深度搜索、搜索验证、自动规划、交付专家级结果、内置 80 多款大模型、可挂知识库。
	腾讯	IMA	2025 年 2 月	接入 DeepSeek-R1
			2025 年 3 月	接入混元 T1, 可将 Markdown 格式文件作为附件问答、写作、加入知识库, 最新一条问答消息可以修改, 笔记的 AI 写作可以问多轮, 笔记可调用知识库写作。
			2025 年 7 月	新增鸿蒙版、网页版。
2025 年 10 月	更新 IMA2.0, 推出任务模式、AI 要点、多任务并行			
秘塔科技	秘塔 AI 搜索	2025 年 7 月	更新“深度研究”板块, 将传统的深度研究任务拆解为多个子任务, 有效降低算力消耗。	

AI+ 内容制作	百度	百度 AI 探索版	2025 年 11 月	百度智能云千帆提供了 API 在线调试平台，平台集成了快速检索、查看开发文档、查看在线调用的请求内容和返回结果、复制和下载示例代码等功能，帮助开发者快速调试接口。
	昆仑万维	天工 AI	2025 年 2 月	天工 AI 深度整合 DeepSeek R1 模型，实现实时联网搜索与财经学术数据分析一体化。用户可通过“深度思考”模式获取精准预测与专业洞察，进一步巩固其在智能搜索领域的领先地位。
	阿里巴巴	夸克 AI 搜索	2025 年 2 月	上线“深度思考”功能、AI 生图功能。
			2025 年 11 月	上线“千问智能套件”，侧边栏功能使用户在浏览网页时可以对当前内容进行提问、翻译或总结，悬浮球功能使得千问能够在桌面或其他应用中快捷唤起。
	中文在线	中文逍遥	2025 年 2 月	在部分内部 AI 网文创作流程中部署 DeepSeek-R1，并且正在着力研发并训练升级版“中文逍遥”，以帮助作者借助 AI 力量创作网文作品。
	昆仑万维	Matrix-Zero 世界模型	2025 年 2 月	自研的可微渲染引擎与动态扩散模型，实现 2D 图像到全局一致 3D 场景的秒级转化，支持 360 度自由探索与动态物理效果生成。可用于影视制作中的好莱坞级宏大场景构建、游戏开发中的沉浸式环境设计。
		SkyReels-A3	2025 年 8 月	能够实现任意时长的全模态音频驱动数字人创作，并支持广泛的应用场景，包括静态照片动态化、现有视频改台词、通过文本提示词驱动人物动作与表情的生成等，并能在单分镜条件下输出超过 60 秒、多分镜无限时长的视频内容。
	万兴科技	万兴喵影	2025 年 11 月	更新 V15.0.10 版本，上线钢笔工具、数据化模板、导入子工程、双时间线编辑、动感字幕升级、素材与时间线预览编辑、智能抠图升级、AI 消除升级、频管线升级 32-bit 新功能。
		万兴天幕	2025 年 6 月	更新音视频多媒体大模型 2.0，在专业级运镜设计、多层次立体音效生成、首尾帧智能补齐与过渡内容创作等方面达到业界领先水平。
		万兴超媒 Agent	2025 年 7 月	实现用一个 Agent 全面包办从分镜规划到作品发布一系列创作任务。
	浙文互联	好奇飞梭	2025 年 11 月	支持图文、视频内容的批量生成与全网分发，能实时分析评论区动态内容并实施正向管理，基于反馈的信息持续优化营销策略与执行路径，构建闭环式动态迭代管理。
		好奇小蓝书	2025 年 3 月	帮助企业建立安全、可积累与复用的专属知识库，为企业员工提供便捷的历史经验参考，确保工作产出的品质，还能通过 AI 技术自动对新资料归类学习，实现知识进化。
	人民网	写易	2025 年 5 月	正式注册了《人民网写易智能创作引擎系统 V1.0》的软件著作权，作为一款新型的智能创作工具，其核心功能在于利用人工智能技术为用户提供高效的内容生成和编辑服务。这个系统不仅可以自动生成新闻稿件、博客文章，还能根据用户输入的主题和要求，快速提供相关内容，极大地提升了创作效率。
		初芯	2025 年 5 月	一款集大模型开发、知识管理、智能应用于一体的全栈式 AI 解决方案，旨在提供安全可控、高效智能、开放共创的技术引擎，助力主流声音传播更精准、更鲜活、更深入人心。
		自在	2025 年 7 月	借助知识库、算法策略支持大模型在训练过程中不断学习，对生成

				内容进行微调、奖励、优化并输出心理疏导对话结果，通过提供对话问答服务，辅助个体或群体改善心理健康状态，提供“AI+心理”疏导方案。
AI+游戏	巨人网络	太空杀	2025年6月	上线全新AI原生玩法“残局对决”，联合阿里通义千问、腾讯混元、字节豆包三大国产大模型，打造游戏行业首个“多用户与AI智能体混合对抗”的创新竞技机制。
		原始征途	2025年3月	全面接入国产大模型 DeepSeek-R1 满血版，其核心 AI 智能 NPC“小师妹”完成技术升级，以“游戏策略专家”与“情感陪伴红颜”双重定位亮相，为玩家提供更智能、更人性化的交互体验。
	掌趣科技	Layaldea	2025年8月	定位面向游戏开发者的 AI 生产工具。其智能需求分解系统能够将原始、模糊的开发文档转化为结构化的设计文档，进一步拆解为物体列表与依赖关系，并生成详细的单体物体设计说明，包括状态机定义、事件系统、数据流和组件依赖等关键信息，使开发需求变得清晰可执行。
	盛天网络	密语炸弹	2025年2月	游戏为接入 DeepSeek 模型研发。
AI+视频	华策影视	国色	2025年1月	自研大模型，专注于中国影视内容出海领域，能够快速完成中国影视作品的内容提取、内容翻译和目标语言内容生成工作，实现影视内容的快速剪辑和快速制作，“国色”大模型能够支持西班牙语、阿拉伯语、法语等十多种主要语言。
AI+电商	值得买	什么值得买	2025年5月	基于 AI 进行全网消费内容的收集、理解，助力优质消费内容的生成，提升兴趣内容对目标用户的触达效率，解决消费内容过剩给用户带来的高质量消费内容获取效率低下等难题。
		张大妈	2025年5月	AI 购物管家基于推理模型，将意图解析与任务执行相结合，有效提升用户决策效率与消费体验。
		值数	2025年5月	AI 全域洞察平台，该平台通过 AI 能力评估内容质量，洞察用户情绪，帮助品牌更好地理解消费者需求和市场动态，在内容、渠道、用户三个维度为品牌实现营销效果的提升提供支持。
	光云科技	快麦小智	2025年2月	接入并支持 DeepSeek，快麦小智能够实现智能问答、智能跟单、聚合接待、知识管理、点金台、店群管理、多平台集成等丰富功能。
	华凯易佰	经营开发模式	2025年	深度融合 DeepSeek、ChatGPT、阿里千问等前沿技术，旨在将开发流程全面升级为“AI 敏捷开发模式”。同时新增 AI 协同设计，即利用生成式 AI 自动输出产品图、功能描述等，大大缩短开发周期。公司升级风控体系并全面融入开发流程，提前识别欧美平台政策新规、产品安全标准等风险，全面支撑公司 2025 年产品战略升级。
AI+ 广告营销	易点天下	Yeahmobi	2025年11月	与亚马逊营销云合作，为广告主带来了强大的数据分析与受众洞察能力，帮助广告主在保障隐私安全的前提下，实现更精准的受众触达与转化评估。
		zMaticoo	2025年2月	完成系统性升级，通过 DeepSeek-R1 大模型私有化部署，完善广告主和流量侧标签体系的建设，优化深度学习算法及数据湖仓一体架构升级，不仅将广告主流量匹配精度提升至新量级，更在竞得率预估等核心环节取得突破性进展。
数字人	天娱数科	Behavior Pro	2025年11月	平台积累了超 150 万条 3D 数据和 65 万条多模态数据，以分层次、多维度的数据生态体系，加速形成“技术研发-数据积累-场景验证”的创新闭环。依托自研的“智者千问”大模型，实现了从复杂指令到

				具体动作序列的逻辑推演与任务拆解。
AI+教育	荣信文化	乐乐趣小火箭 AI 智能点读笔	2025 年 3 月	通过阿里云正式接入 DeepSeek，将已有的基本问答、科普知识问答功能优化，并新增故事创编等功能，让点读笔为孩子们打开智慧阅读的新世界。
		PAI 平台构建应用智能体	2025 年 4 月	与阿里云签署合作意向书，围绕少儿教育领域的 AI 应用，基于阿里云的千问系列大模型和 PAI 平台构建应用智能体（Agent）展开深度合作，共同探索 AI 赋能儿童教育领域的新路径。
	世纪天鸿	小鸿助教	2025 年 9 月	推出最新版本，凭借 AI 个性化出题、个人知识库与 AI 智能体等核心功能，精准匹配教师个性化需求、有效解决教师群体痛点，用科技赋能教育，教学质量得到显著提升。
	国新文化	奥威亚	2025 年 2 月	接入 DeepSeek，持续推动教育多模态分析模型迭代升级，开启 AI 课堂循证教研的新篇章，助力教育高质量发展迈入新阶段。

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

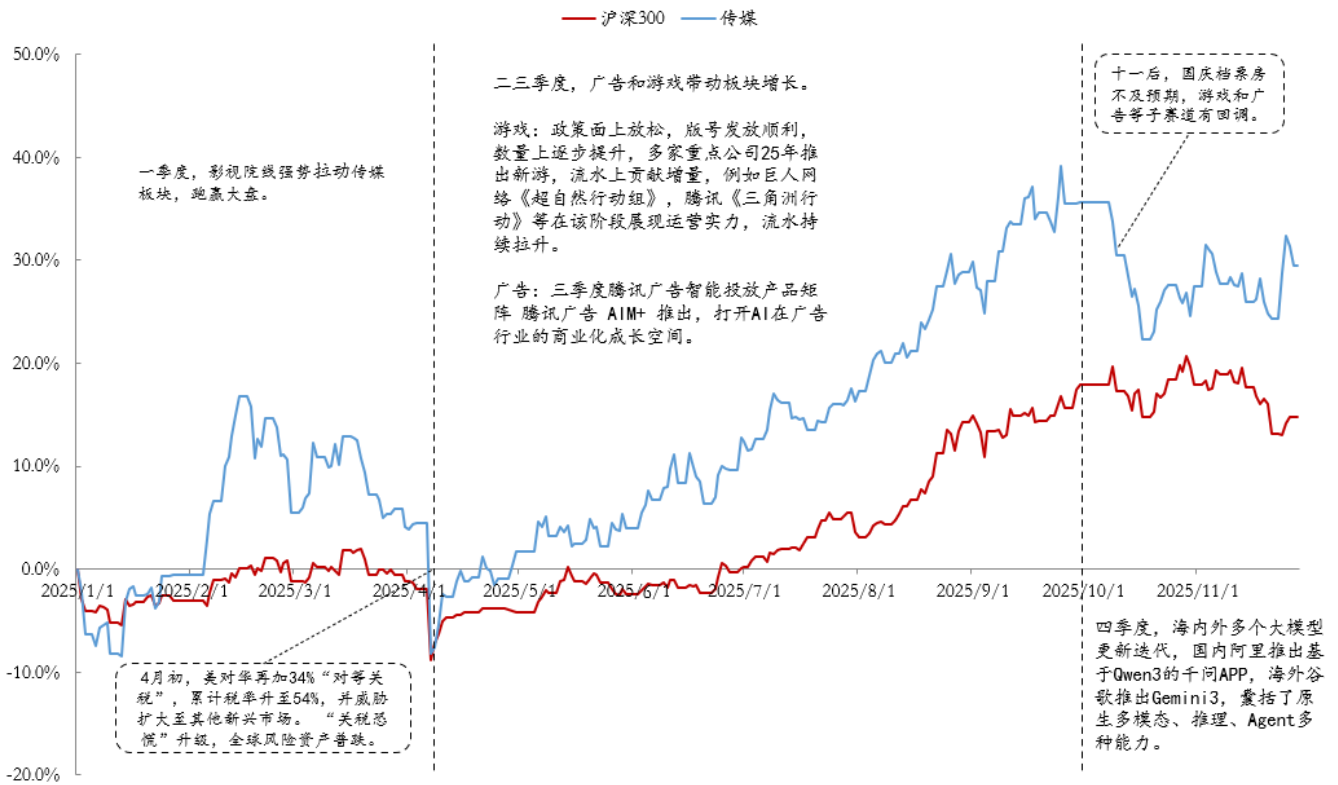
3.2 互联网及传媒行业 AI 应用

3.2.1 2025 年互联网及传媒行业复盘

2025 年传媒板块可以总结为，以内容供给和 AI 赋能为驱动的多板块阶段性行情上涨，多个子板块先后抬升。春节期间，影视院线板块表现突出，主要由于春节期间《哪吒 2》热度大超预期，带动情绪上涨，行情延续到一季度结束，后续由于缺少高质量影片，五一档、暑期档、十一档票房虽较去年有所回暖，但依然难以承接年初热度。二季度开始，广告及游戏板块开始抬升，拉动传媒板块上行。游戏板块版号发放节奏稳定，相关公司低估值及新游上线带动游戏赛道增长。

广告上受益于 AI 提效，在生成和推荐效率上实现双提升，多家公司推出 AI 功能，赋能效果逐步显现。四季度，海内外多个大模型更新迭代，国内阿里进军 to C 市场，推出基于全球性能第一的开源模型 Qwen3 的千问 APP，海外谷歌推出 Gemini3，囊括了原生多模态、推理、Agent 多种能力，综合得分位列 LMArena 大模型竞技场第一。模型能力的提升将进一步推动广告效率提升。

图表 86 传媒行情复盘 (截至 2025-12-11)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 87 25 年传媒相关指数走势 (截至 2025-12-11)



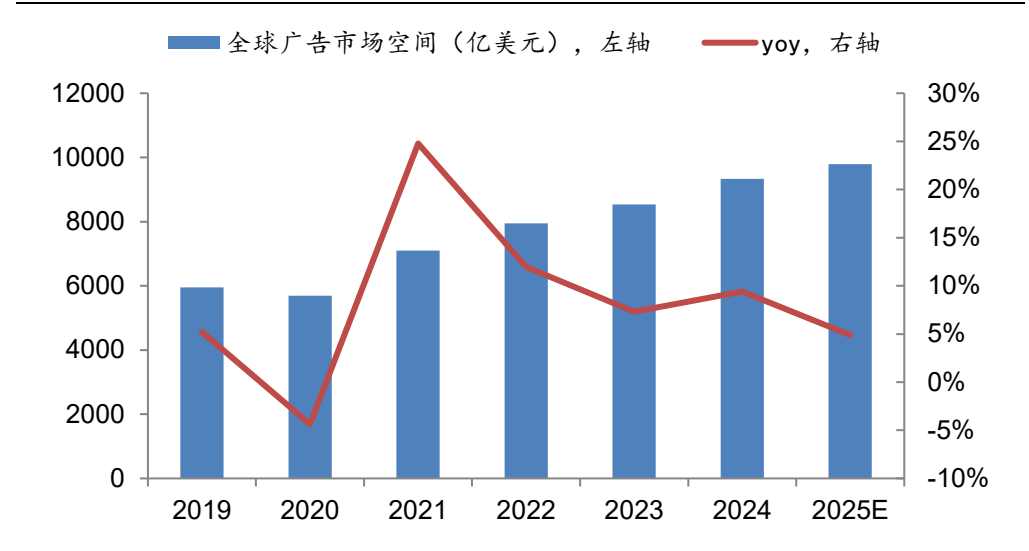
资料来源：iFinD，华安证券研究所

3.2.2 AI 提升广告投放精准度，效果类广告维持高增速

2025 年广告行业受益于 AI 催化，行业整体上行。目前国内外主流广告平台依托自有流量和生态体系，在平台上构建自有的广告生成和分发体系，自有流量+自有平台可以高效赋能生成质量和分发效率，从而提升广告 ROI，进一步带动投放意愿。

据 MAGNA 统计，2025 年全球媒体广告收入规模预计会达 9790 亿美元，yoy+4.9%。2019 到 2025E 的广告收入复合增长率为 8.7%。

图表 88 全球广告市场空间



资料来源：MAGNA，华安证券研究所

需求端，数字广告受益于用户粘性上升、AI 技术创新、电商竞争加剧，以及零售媒体网络的崛起，收入占比较 2024 年进一步提升。2025 年以搜索和社交媒体为代表的数字广告收入贡献占比增长 2.3pct 至 73%，其中搜索广告占比 36.6%，同比增加 1pct；社交媒体占比 24.4%，同比增加 1.5%，两者占比进一步增加。

图表 89 2025 年全球各赛道广告收入规模

	市场规模 (亿美元)	yoy	占比
数字广告	6550	13%	70.7%
零售搜索	1460	14%	13.6%
核心搜索	1840	11%	22.0%
社交媒体	2120	18%	22.9%
短视频	780	14%	8.4%
其他	350	-	3.8%
传统广告	2720	3%	29.3%
电视	1620	4%	17.5%
平面媒体	440	-3%	4.7%
电台	290	2%	3.1%
户外	350	7%	3.8%
其他	20	7%	0.2%

资料来源：MAGNA，华安证券研究所

图表 90 2025 年全球各赛道广告收入规模

	市场规模 (亿美元)	yoy	占比
数字广告	7090	8%	73.0%
零售搜索	1630	12%	16.6%
核心搜索	1960	7%	20.0%
社交媒体	2390	11%	24.4%
短视频	800	7%	8.2%
其他	2270	-	23.2%
传统广告	2610	-3%	27.0%

资料来源：MAGNA，华安证券研究所

供给侧，AI 在广告行业的应用目前主要分为两个方向：1. AI 增强投放精准度；2. AI 赋能生成端的广告制作。国内主流的广告厂商分别在这两方面进行投入布局，例如在投放系统上腾讯提出的“腾讯广告 3.0 系统”和“腾讯广告 AIM+”、阿里的“万相台无界版”；在生成端抖音有“即创 AI”平台、腾讯有“妙思”平台、阿里推出“万相实验室”生成式 AI 产品。

图表 91 广告收入对比

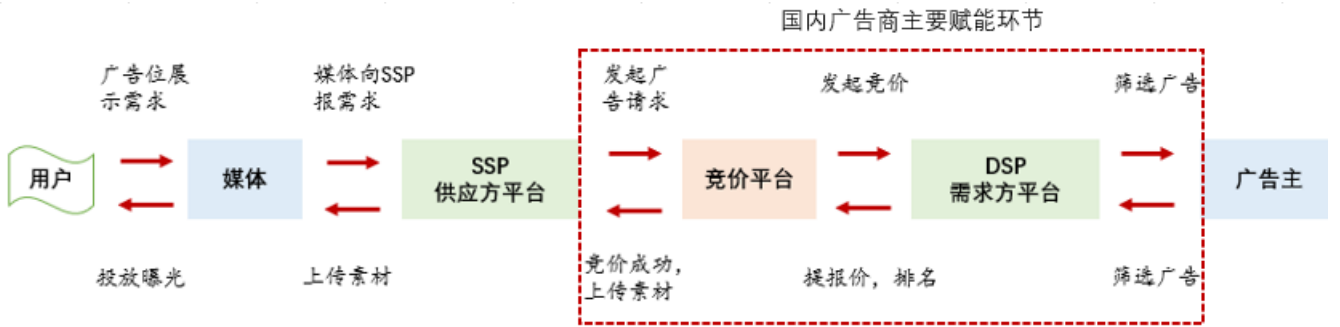
广告业务 (mn, CNY)	2024A	2025E	2026E	2027E
腾讯	121,374	145,270	169,610	195,201
yoy	20%	20%	17%	15%
bilibili	8,189	9,960	11,715	13,371
yoy	28%	22%	18%	14%
快手	72,419	81,075	89,999	98,142
yoy	20%	12%	11%	9%
美团	48,836	50,611	54,764	64,359
yoy	21%	4%	8%	18%
阿里巴巴	322,346	336,090	368,922	392,292
yoy	6%	4%	10%	6%
京东	90,111	103,333	120,268	125,075
yoy	6%	15%	16%	4%
拼多多	197,934	219,182	242,490	267,843
yoy	29%	11%	11%	10%
Meta	160,633	194,932	230,185	266,678
yoy	22%	21%	18%	16%
Google	264,590	293,129	321,957	350,218
yoy	11%	11%	10%	9%

资料来源：Bloomberg、华安证券研究所

注：Meta、Google 单位为 mn USD；美团的广告业务采用核心本地商业中 online marketing service 收入；拼多多为 online marketing 收入；京东为 marketplace&adv 收入；*阿里巴巴为

财年，为 CMR 收入

图表 92 竞价模式流程



资料来源：网易，华安证券研究所

腾讯

腾讯 2024 年广告业务收入同比增长约 20%，25Q3 广告收入 362 亿，yoy+21%，业务增长核心在于 AI 驱动广告平台的分发精准度和微信生态下（视频号、小程序、公众号）广告场景的扩展。

在 AI 驱动方面，25Q3，腾讯推出腾讯广告 AIM+。AIM+ 支持广告主进行自主配置定向、出价及版位，带动 eCPM 增长，同时用户参与度的提升带动了广告曝光率，进一步拉动广告主投放意愿。通过 AIM+，广告主每一万元的广告投放费用，对应在广告平台上所需的操作次数下降了 80%，在创意环节上的操作次数减少了 47%。

微信生态方面，用户群体规模持续增长，截至 25 年三季度末，微信及 WeChat 的合并 MAU 达 14.14 亿，yoy+2%；增值服务付费会员数 2.65 亿，同比稳定不变。用户规模的增加带动了视频号的 DAU 及单用户日使用时长的增长，商业化潜力有望得以释放。

腾讯重点服务商：

1. 天地在线：

公司为腾讯广告核心服务商、腾讯企点产品合作伙伴、腾讯企业微信服务商。公司基于腾讯视频号、小程序等流量入口，为企业客户提供内容创意、拍摄、切片剪辑、广告投放、电商直播、等全链路营销解决方案和工具。

公司不断扩充产能，拥有 20 余间数字化影棚及直播间；30 余个实景拍摄场地；白/绿箱数字影棚；光学&惯性动作捕捉设备；360 度虚拟场景；广播级演播室系统等。凭借多元化虚拟内容制作体系，为企业级客户赋能资源生成，并实现无缝连接的商业服务生态闭环。

图表 93 天地在线在腾讯生态布局图



资料来源：天地在线官网，华安证券研究所

公司自研了 SaaS 产品“星云 Astar”。“星云 Astar”是围绕短视频、直播、内容带货等不断产生的新营销场景打造的一站式新媒体综合服务工具。在资源储备上，公司积累了丰富的 KOL、KOC 红人资源，账号资源覆盖 8 大主流社交平台，可满足不同品类客户广告投放种草需求，为广告主实现精准选号，数据检测，要素分析等可持续闭环。在内容服务上，为品牌提供广告投放、案例策划、电商代运营、主播孵化、SCRM、品牌升级等一体化全链路服务，通过矩阵式的精细运营，驱动内容价值的变现。

图表 94 “星云 Astar”解决方案流程图



资料来源：天地在线官网，华安证券研究所

2. 实益达：

公司持有国内 SCRM 公司“六度人和”13%股权，六度人和的主营产品 EC SCRM（社交客户关系管理系统）已深度整合微信生态，包括微信聊天、小程序、支付等功能，帮助企业完成微信内的获客、成交到复购全链路。

图表 95 EC SCRM 解决方案

智能电销方案 合规电销，让团队专注业绩	广告营销方案 汇聚全网商机，专注提升ROI	B2B业绩增长方案 获客-成交-管理全流程提效
外贸业务增长方案 贸易大数据，精细化运营	教培一体化方案 招生有效率，教务好管理	流程定制方案 按需定制，随心连接
B2B私域营销方案 EC+企微，为私域营销赋能提效	B2B直播营销方案 全民直播时代，布局营销新战场	SCRM解决方案 连接私域和公域，驱动业绩增长

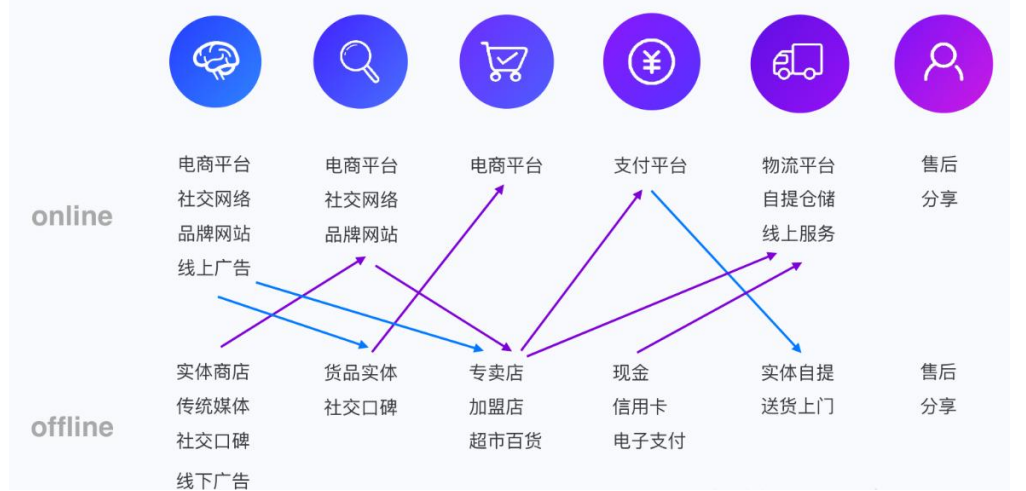
资料来源：EC SCRM 官网，华安证券研究所

阿里巴巴

阿里通过全域 AI 经营，以引领品牌跨入品牌增长为目标推出了“万相台无界版”，加速从“电商平台”向“全域大消费平台”跃迁。

在全域经营方面，阿里通过一站式全域投放工具 UniDesk 打通全域平台生态，渗透场景包括淘内外主流 App 和线下，具体包括抖音、小红书、微信，到户外大屏、楼宇电梯，同时打通了“红猫计划”合作链。

图表 96 UniDesk 全链路设计



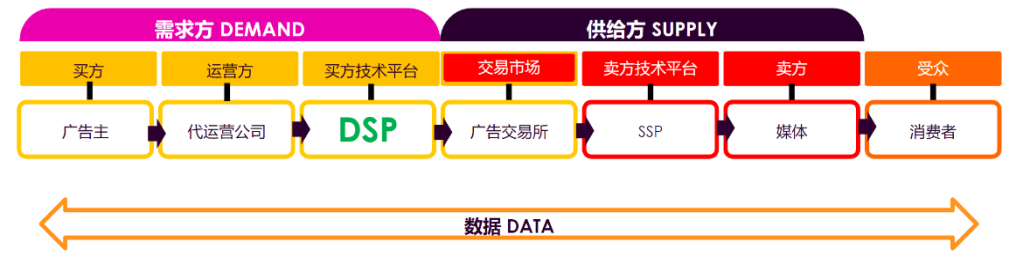
资料来源：阿里云开发者社区，华安证券研究所

在自身产品内部，阿里品牌广告承接能力进一步加强，淘外流量可以在首屏推荐位针对外部触达的相关用户进行投放曝光，实现全域种搜“中枢”，追击触达率提升至 50% 以上，新客曝光和新客加购占比较同行均有双位数提升。

万相台 AI 无界作为商家的“超级经营智能体”，在操作维度，商家将重心从众多计划、内容、看板转到交给 AI 圈词拆解和 AI 小万，实现标准化 workflow。

今年双十一，阿里面向全量商家推出“双 11 质赢计划”，将为商家制定“一客一策”目标激励，单个商家最高可获得 260 万元激励。面向品牌商家，UD 效果政策下，客户最高可享 7% 反哺，淘内品牌广告重磅权益，单商家同期投入反哺最高可达 60%。

图表 97 程序化广告运作流程图



资料来源：MiQ Digital，华安证券研究所

生成端，阿里拥有专注商业经营领域的 AI 创意生产工具——万相营造（原名万相实验室）。万相营造支持 AI 创意生成来进行广告推广、运营、设计。用户可以根据需求，制作包括商品图、服饰模特图、服饰平铺图上身试穿、家居图、一键图文、营销文案、营销脚本及视频生成。功能上为设计师提供多种 AI 工具能力，包括：扩图、抠图、图像高清处理等。

功能上，万相营造在视频、图片、文案、页面、工具等方面进行赋能。具体功能包括：

视频：1. 图生视频；2. 视频内容解说。

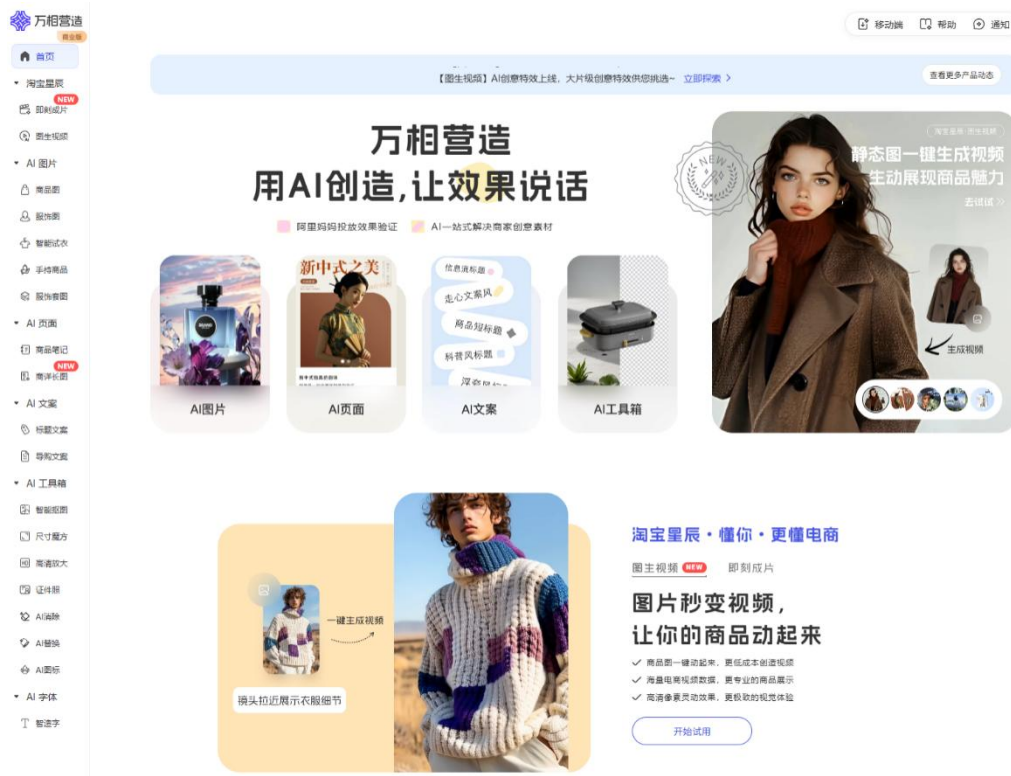
图片：1. 自动生成商品图；2. 根据模特生成服饰图；3. 背景图生成。

文案：自动生成营销文案。

页面：自动筛选优质素材。

工具：提供放大、尺寸扩展、AI 抠图、背景替换等功能。

图表 98 万象营造功能图



资料来源：万象营造官网，华安证券研究所

阿里相关广告服务商

1. 易点天下

易点天下的主营业务包括效果广告服务、品牌广告服务和头部媒体账户管理服务，助力中国企业拓展海外市场，行业覆盖了跨境电商、移动互联网、新能源汽车、文化产业等。

易点天下与阿里在“出海营销+AI 应用”全面合作，重点围绕数字营销+AI、程序化广告+AI、垂直专业的 Agentic AI 营销智能体系统构建、AI 大模型技术应用，以及出海服务中云基础设施服务、跨境支付相关合规治理服务等多个方向展开合作创新。

易点天下旗下智能营销业务的三大业务品牌 Cyberclick、Yeahmobi、zMaticoo，分别为客户提供包括头部媒体平台效果广告与整合营销业务、中长尾媒体整合营销业务以及程序化广告业务，形成了从 DSP 营销管理到 ADX 广告交易，再到 SSP 流量变现的营销全链路覆盖。

图表 99 易点天下出海平台矩阵



资料来源：公司公告，华安证券研究所

AI 营销工具 KreadoAI：

KreadoAI 是易点天下 2023 年 7 月 12 日发布的旗下首个 AIGC 数字营销创作平台，25 年 7 月推出新一代数智营销解决方案 AI Drive 2.0。Drive 2.0 通过自研的 MCP Server 智能中枢为核心调度平台，整合创意素材生成、智能投放管理、产品洞察分析三大 Toolbox，并通过数眼智能、KreadoAI、CyberGrow、AdsGo、Cycor、易鲸灵等核心产品矩阵，实现智能洞察-创意生成-自动投放-数据归因的全链路营销 AI 自动化闭环。

图表 100 易点天下 AI 在营销场景布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2. 蓝色光标

蓝色光标和阿里在 24 年开始合作，是首批接入通义千问生态的企业之一，此后公司与阿里合作推出了多款 AI 营销产品，具体包括：

蓝标智播：为旗下全资子公司蓝色宇宙孵化的首个电商直播工具。可以在淘宝、京东、抖音、快手、拼多多 5 个主流电商直播平台帮助商家实现 24 小时全天候带货直播，合理转化闲时流量。针对商家差异化需求，“蓝标智播”推出旗舰版、专业版、基础版三个版本，售价最低可至 7.9 元/天。

创意画廊：也称“康定斯基模型”，为一键生成抽象画平台。用户输入文本，“康定斯基模型”会自动对文本进行元素处理，打好标签，再根据标签元素调取数据库素材，匹配相应图片，并对图片场景进行联想，通过后台算法对需要表现的情绪进行推算，在 6 分钟内生成一幅抽象画作。

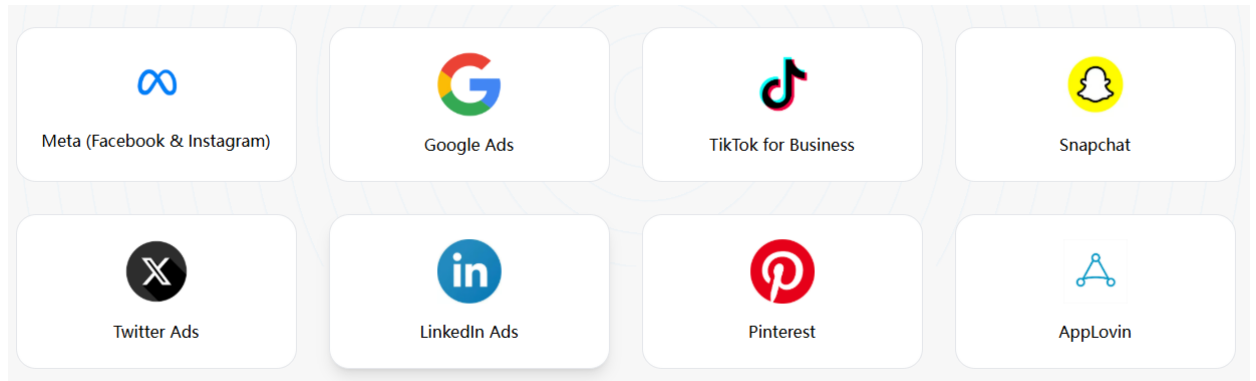
鲁班：为一站式平台，简化程序化品牌推广、数字广告、代理广告账户管理，同时也是强大的 AI 工具和世界一流的培训。

图表 101 鲁班运作方式



资料来源：鲁班官网，华安证券研究所

图表 102 鲁班支持平台



资料来源：鲁班官网，华安证券研究所

在 AI 产品方面，公司构建包括 UGDesk、BlueX、BlueTurboDSP 在内的技术平台。BlueX 平台商业模式与 AppLovin 的 Axon2.0 相似，均涵盖 ADX、SDK 和投放平台，其运营核心在于通过平台赋能，实现高精度流量分发。BlueTurboDSP 是 AI 范式驱动的云原生 DSP，连接全球开发者流量，重点建设预算侧深度学习模型，平台整合流量识别、品类匹配、创意筛选、落地页优化、智能定向、动态出价等全链路 AI 自动化能力。

图表 103 蓝色光标 BlueAI



资料来源：蓝色光标公众号，华安证券研究所

3. 浙数文化

浙数文化与阿里合作在两方面：1. AI 应用拓展；2. 旗下富春云给阿里云提供相关 IDC 服务。在 AI 应用领域，公司有“45 度平台”产品合作，平台是一项综合性文化服务 AI 智能体平台，通过链接文化、旅游、体育等多个服务场景，为用户提供个性化的服务体验。与阿里通义打造的“AI+”城市数字平台，整合文化、旅游、体育等多维场景，提供一站式智能服务场景。

浙数文化子公司淘宝天下积极推进 AI+设计，入选《TopDigital2025 全球 AI 营销图

谱》，在技术实现层面，平台采用模块化架构设计，将复杂的 AI 能力封装为标准化功能组件。

图表 104 浙数文化“45 度平台”



资料来源：浙数文化公众号，华安证券研究所

4.值得买

值得买为电商导购平台，AI 落地场景明确，广告推送逻辑通顺，是阿里云百炼核心入驻企业，其核心产品“海纳”通过通义千问导购逻辑实现变现。阿里推出千问 APP 后，下载量突破 5000 万，流量向购物场景持续倾斜，商家付费意愿显著增强。同时，值得买也有谷歌平台业务，Gemini 3.0 Pro 推出赋能广告生态也拉动公司跨境电商业务的增长潜力，后续公司有望受益于海外电商商家进入中国市场的需求。

截至 2025 年 11 月，“海纳”MCP Server 合作伙伴数量破 40 家，对外输出量突破 1 亿；AI 购物管家“张大妈”实现了活跃用户环比增长 8 倍、平均次留环比增长 24%，还通过 A2A 协议入驻华为小艺智能体中心。核心产品“什么值得买”11 月的 AIGC 阅读时长占比同比提升 4 倍。

“海纳”ACP（代理商业协议）是“对话即购物”的底层技术标准，有望精准命中国内 AI 电商“标准化供给+流畅支付”的行业空白，创造 AI 电商新模式。

图表 105“海纳”MCP 能力矩阵

<p>内容检索</p> <p>支持通过自然语言的用户问题请求值得买科技站内文章、笔记内容及全网消费内容</p>	<p>内容检索Pro</p> <p>基于内容检索接口，优化准确性、时效性、文章质量等方面内容</p>	<p>商品检索</p> <p>支持通过单个及多个关键词检索全网商品信息</p>
<p>商品口碑</p> <p>支持通过自然语言的用户问题来获取基于值得买科技站内文章、笔记内容及全网消费内容的，大模型总结后的商品口碑内容</p>	<p>优惠好价</p> <p>支持通过单个及多个关键词检索经过相关性、价格、店铺质量判断的全网优惠好价结果</p>	<p>图搜商品</p> <p>支持通过上传图片来检索全网商品信息</p>

资料来源：值得买官网，华安证券研究所

5. 浙文互联

浙文互联为阿里巴巴生态合作伙伴，在 AI 营销、算力服务、内容生成等领域合作。在 AI 生成层面，浙文互联已经接入通义千问模型，实现广告视频自动化生产。

在算力层面，浙文互联子公司与阿里云和大模型算力项目合作，为阿里提供算力调度与存储，同时参与租赁业务。

产品方面公司旗下拥有自研的 AIGC 超级内容工厂“好奇飞梭”，产品支持图文、视频内容的批量生成与全网分发，同时还能实时分析评论区动态内容，基于反馈的信息持续优化营销策略，并实施正向管理，构建闭环式动态迭代管理，并已经接入通义万相。核心功能包括：

1. 文章批量智能配图：具备批量生成图片能力，用户可上传多个文章和图片资源，系统会自动进行匹配排版。

2. AI 视频解析：用户上传视频素材后，系统可进行内容解读，提取关键信息，提升剪辑效率。

3. 语音输入：产品支持用户通过语音在文案、脚本等多个场景中快速输入需求。

具体案例方面，“好奇飞梭”在沃尔沃 S60 春节营销战役中，通过分析产品卖点，不同平台属性，生成差异化内容，在 20 多天营销周期下累计生成 2160 条视频，总播放量超 720 万。

图表 106“好奇飞梭”案例



资料来源：浙江文投公众号，华安证券研究所

6. 天娱数科

公司深耕 AI Agent 智能体投放，是阿里广告 PMP 合作伙伴，在电商与云计算上和阿里深度合作。公司自身的 AI 营销 SaaS 平台已接入谷歌和 TikTok 等海外平台，AI 应用出海潜力大。2025 年 11 月 28 日，公司与马来西亚 Seahub 达成战略合作，聚焦跨境电商及本地化营销服务，通过 AI 与本地资源的深度融合，驱动 AI SaaS 平台等核心业务在海外实现商业化增长。

公司形成“一基多模”的技术架构，自研的“天星基座大模型”“智者千问大模型”及“智慧广告大模型”均已通过国家生成式人工智能备案。在实际应用中，AI 生成营销

脚本占比超 20%，AI 视频生成占比达 5%，其中在直播电商中 AI 互动条数占比超过 80%，AI 驱动下成功实现成本优化与效率提升。

图表 107 天娱数科营销 Agent 结构



资料来源：天娱数科，ifenxi，华安证券研究所

图表 108 天娱数科营销 Agent 流程图



资料来源：天娱数科，ifenxi，华安证券研究所

字节跳动

字节拥有国内最大的短视频平台，流量资源丰富，注重算法的有效性，在海量内容中精准锁定用户标签，实现商业转化，完成消费闭环。与之对比的 Meta 则是注重社交，通过关系网让品牌方自然流转。

字节广告依靠 7 亿用户流量基础，构建了全链路广告产品矩阵。内容到转化的效率依托于 AIGC 的赋能有进一步的提升空间。字节自身拥有多个广告平台，包括：巨量引擎、巨量千川、穿山甲、巨量星图、巨量云图。

巨量引擎：为字节旗下综合性广告平台，广告主可以在巨量引擎上一站式完成抖音、头条、番茄小说、红果短剧等应用的广告编辑和定向操作。在第 32 届中国国际广告节分会场活动“巨量引擎商业安全开放日”上，巨量引擎首次披露了其 AI 广告治理领域自研多模态大模型。该技术被应用于广告审核系统，在 10 分钟内完成 90% 的广告素材审核，与传统方式相比审核效率提升 75%。

巨量千川：为字节的闭环电商投放平台，相较于阿里货架电商的投放平台，巨

量千川更适合内容电商经营。巨量千川与巨量引擎区别在于，前者更偏向电商经营的视角，推广对象只有商品以及直播间，更适用于中小商家的极速推广模式。

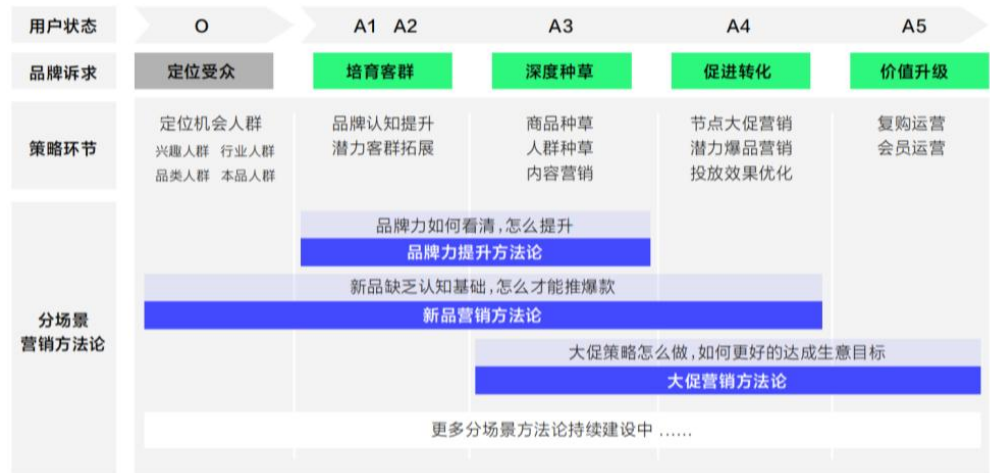
穿山甲：为字节的联盟广告产品，为下游的媒体提供广告预算。当商家想要通过广告填充进行变现时，就可以接入穿山甲 sdk。目前穿山甲从流量规模以及广告预算两个维度比较，效果好于腾讯广告的优量汇，基本为行业 top1。

巨量星图：专注于连接品牌与创作者，为品牌方、MCN 机构与内容创作者搭建标准化、透明化的交易撮合系统。核心功能包括：达人资源整合、需求发布与匹配、合同签订与资金托管、内容数据追踪等，品牌方可以通过平台筛选达人，发布合作任务；创作者则可浏览品牌需求，自主选择合适的项目并提交报价。“达人定制内容 + 信息流分发 + 电商跳转”的组合模式，高效实现从品牌曝光到即时消费的无缝衔接。

巨量云图：定位为以品牌数据资产为核心，助力品牌营销决策。与星图相比，云图注重数据资产，主要通过数据分析、用户分层经营和精准投放进行运营。自身定义了 0-5A 人群分层方法论，从认知维度将用户分为 5 个阶段，分析其用户画像，从而为品牌方进行分类，有助于后续投放的精准度。

在生成端抖音有“即创 AI”平台。2025 年 1 月 9 日，“AIGC 工具即创”正式版本上线。即创支持 AI 脚本生成、智能成片、数字人和商品卡的多体裁内容生成，功能上有助于广告、影视和自媒体的创作。

图表 109 巨量引擎方法论体系



资料来源：《巨量引擎方法论手册》，华安证券研究所

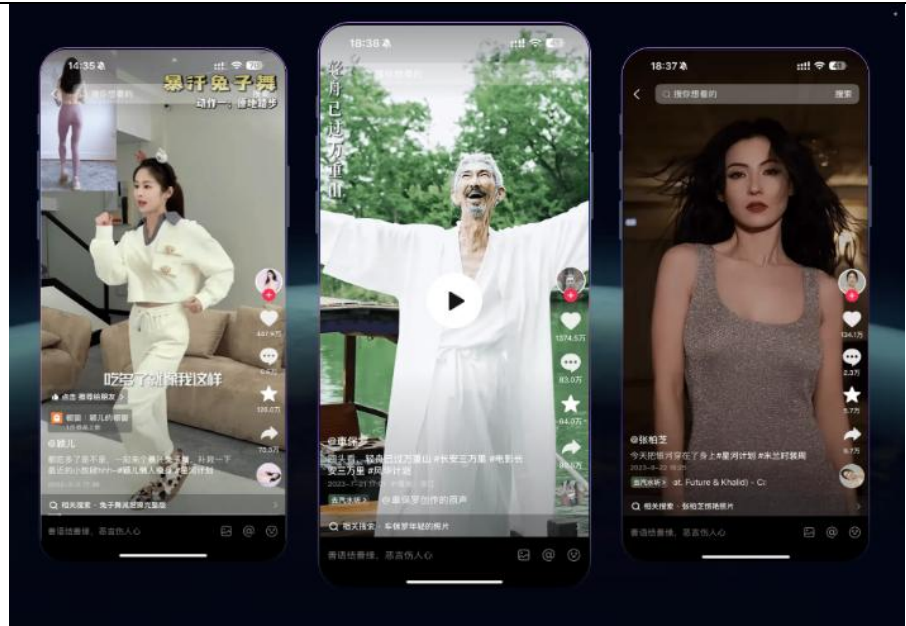
字节相关广告服务商：

1. 遥望科技

公司以直播电商起家，聚焦于直播电商、品牌孵化等核心板块，持续推进“IP 多元化”和“轻资产运营”。作为最早出海企业之一，早期围绕 TikTok 在北美、东南亚等市场布局短视频和直播业务。

在 AI 布局上，公司将自研的直播全流程系统“遥望云”升级为“遥望云 AIOS”，全面升级遥望云，定位从“数据提供”到“策略提供”进行转变。“遥望云 AIOS”可以解决前期计划产出、选品和直播流程策略等，降低人力成本，提高决策效率，同时在中后台也可以赋能财务统计、直播场景策划、创意广告物料产出等环节。

图表 110 遥望科技抖音营销案例



资料来源：遥望科技官网，华安证券研究所

2. 省广集团

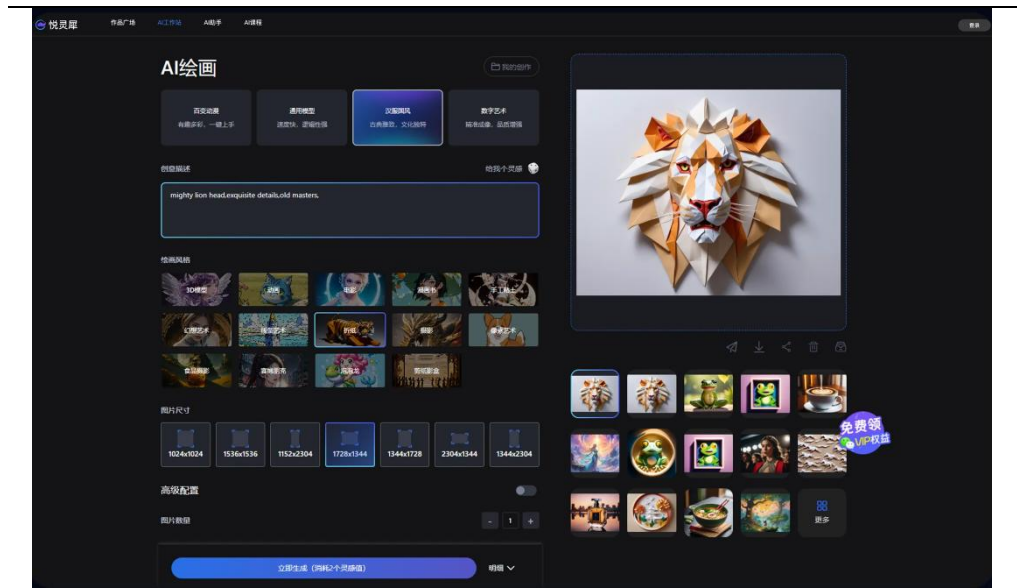
省广集团提供涵盖品牌管理、媒介代理、数字营销、自有媒体等一站式全营销解决方案，是字节跳动 TikTok Ads 的出海核心代理。同时公司拥有灵犀 AI 营销平台，为广告主在文案创作、创意图像、大师图像、AI 实验室等功能进行覆盖赋能，同时在生成营销素材等营销工作流程中提效。

图表 111 省广国际跨境电商营销解决方案



资料来源：省广国际公众号，华安证券研究所

图表 112 灵犀 AI 工作站界面



资料来源：灵犀 AI 官网，华安证券研究所

3. 天龙集团

公司为字节跳动核心代理商，代理巨量引擎旗下包括抖音、今日头条、西瓜视频等多产品互联网广告营销业务。在短视频营销布局上，先后合资成立两家短视频业务的子公司，经营范围包括提供专业原创短视频内容创意策划及投放服务等，加强与抖音、快手、广点通的互联网营销业务合作。

4. 引力传媒：与字节跳动合作，代理抖音等平台广告。

引力传媒为字节和阿里的广告代理商，营销业务整体呈现“增量扩容”的发展态势。内容场景布局抖音星图、小红书两大社交电商，其中小红书 FS（信息流+搜索）业务同比增长超 200%。公司在巨量千川的核心消耗量月均增速连续跑赢大盘，与阿里的合作店铺数量超 300 家。

公司拥有“九合创意”AIGC 创作平台，积累的海量营销数据，深度融合抖音“豆包”、阿里“通义”等 AI 工具，并完成 DeepSeek 本地化部署，打造覆盖创意构思、脚本生成、视频剪辑等全方位的 AI 创作矩阵，为广告主提供多场景的创作支持。

2025 年 10 月 20 日，“九合创意”发布 2.0 版本，通过 Seedream3.0 文生图、Viduq2 图生视频及自研大模型的协同联动，打通“文本-静态视觉-动态内容”的创作全链路，实现广告内容生产效率数倍提升。场景上覆盖了电商广告、品牌营销、内容电商、电商平台和电商详情。

图表 113 “九合创意” AIGC 创作平台



资料来源：九合创意官网，华安证券研究所

5. 掌阅科技

公司与字节跳动在数字阅读领域持续合作，掌阅 IP+字节平台优势有望打开版权的商业化空间。2025 年 11 月 5 日，公司计划通过协议转让部分股份的方式引进字节跳动旗下“量子跃动”为重要股东，与字节深化合作，共同发展阅读业务，共计交易对价 11 亿元。本次协议转让完成后，量子跃动将持有掌阅科技 11.23% 的股份。字节将会给予掌阅科技阅读产品在其体系内平台的广告投放、商业化服务、内容授权、搜索、技术平台支撑等方面的资源倾斜。

图表 114 掌阅科技短剧厂牌



资料来源：掌阅科技官网，华安证券研究所

6. 视觉中国

公司为字节生态合作伙伴，剪映加入了视觉中国的调用模块。用户付费进行剪映视觉中国模块调用，内容包括 AI 生成内容，例如图片、视频素材等。剪映的流量加持下或将为公司带来版权收入。

图表 115 剪映内视觉中国素材调用



资料来源：剪映内素材，华安证券研究所

7. 中广天择

公司为豆包语料供应商，并与字节合作出品内容。在内容方面，公司为字节提供内容供给，例如与字节共同出品的《你好，儿科医生》等优质内容。在直播领域，公司为抖音本地生活提供服务支持。

公司拥有快燃 APP，布局短剧市场，并会针对用户特点，借助字节流量优势在巨量等媒介进行广告宣传和投放。

图表 116 《你好，儿科医生》海报

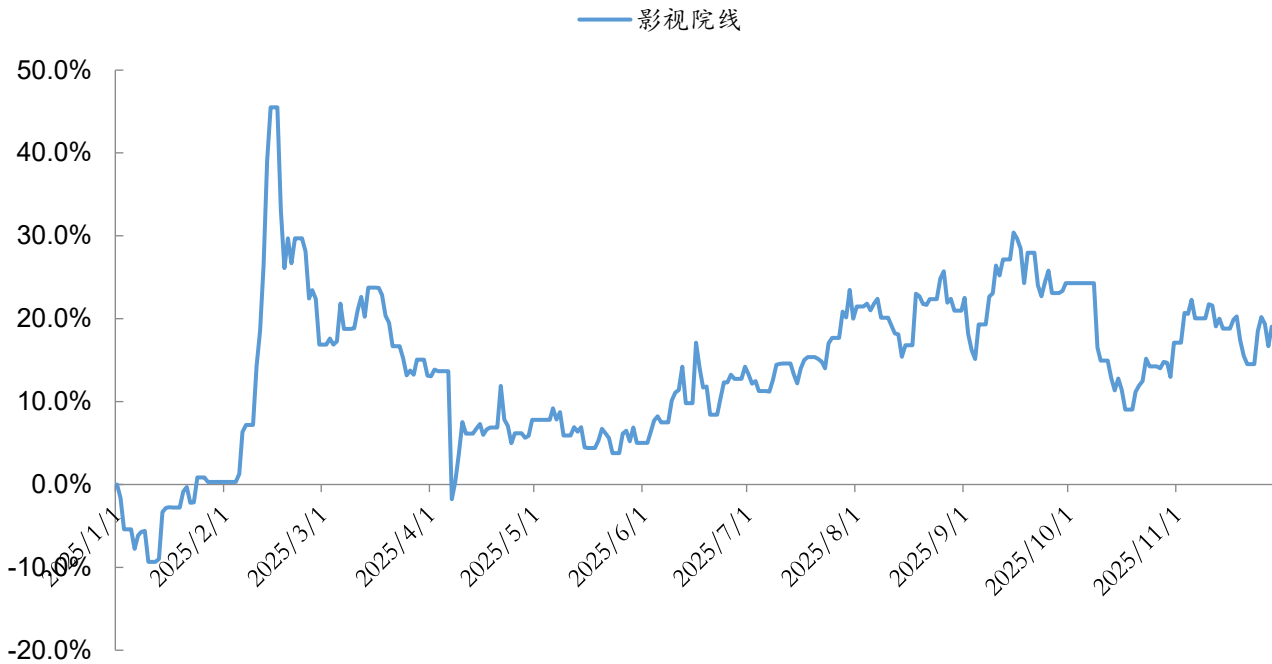


资料来源：《你好，儿科医生》海报，华安证券研究所

3.2.3 AI 赋能影视

2025 年前 11 个月票房达 470 亿，12 月票房有望达 40 亿，全年票房有望达 420-510 亿。相较 2024 年，电影行业整体有所复苏。具体来看上半年由于《哪吒 2》带动了整体板块强势增长，为全年的票房基数打下基础，但整体看，下半年暑期档和十一档票房仍都略低于预期。

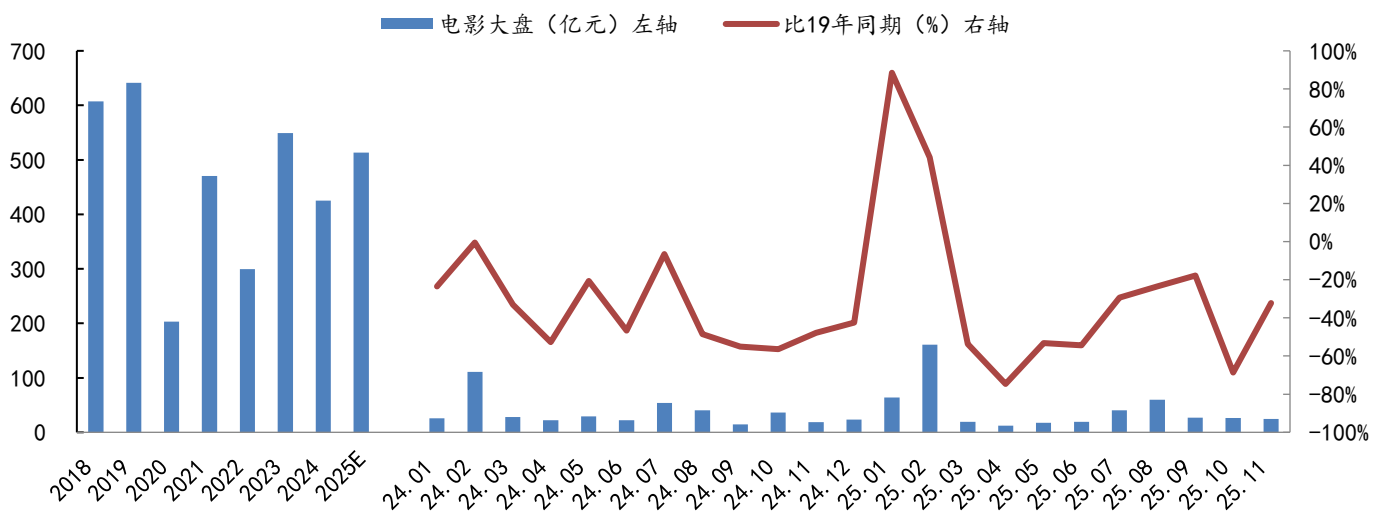
图表 117 2025 年影视院线指数走势 (截至 2025-12-11)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

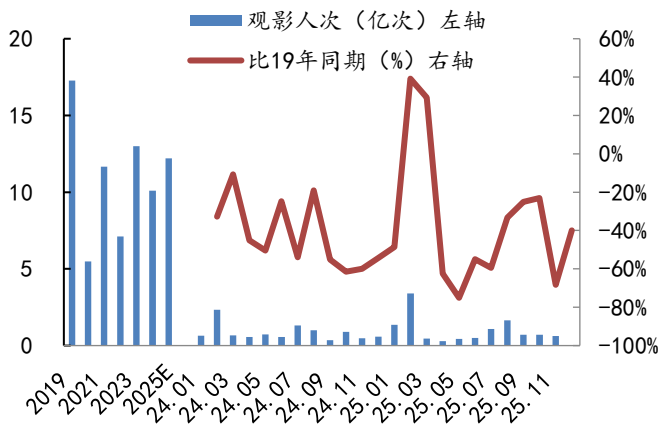
在数量上, 2025 年上映电影数预计可达 540 部, 较去年增加约 20 部, 供给端动画电影逐渐兴起, 2024 年票房前十中仅有《熊出没: 逆转时空》一个动画电影, 2025 年票房前十预计有 4 个, 分别为:《哪吒之魔童闹海》、《浪浪山小妖怪》、《疯狂动物城 2》和《熊出没: 重启未来》。动画电影的兴起受益于 AI 工具的迭代和应用, 生成成本是不断在降低, 动画电影的制作周期与内容质量会随相关 AI 工具升级而不断优化。

图表 118 中国电影大盘 (亿元)



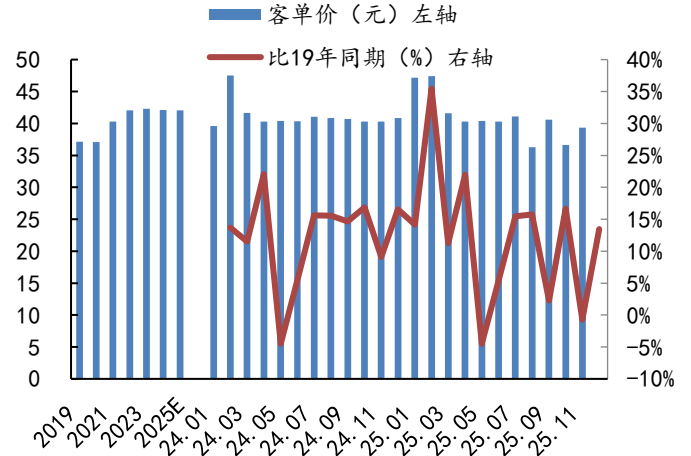
资料来源: 猫眼专业版, 华安证券研究所

图表 119 国内影院观影人次 (亿次)



资料来源: 猫眼专业版, 华安证券研究所

图表 120 客单价 (元)



资料来源: 猫眼专业版, 华安证券研究所

2025 年票房 TOP 10 电影为哪吒之魔童闹海、唐探 1900、疯狂动物城 2、南京照相馆、731、浪浪山小妖怪、捕风捉影、封神第二部: 战火西岐、熊出没: 重启未来、长安的荔枝。高票房影片集中在年初上映, 票房市场整体呈现高开低走, 下半年优质影片供给有限, 多为动画电影, 整体不及预期。

图表 121 2025 年票房 TOP 10 电影投资方梳理 (截止至 2025-12-11)

排名	片名	票房	投资方
1	哪吒之魔童闹海	154.46 亿	光线出品发行
2	唐探 1900	36.12 亿	万达主投, 猫眼、上影、中影参投
3	疯狂动物城 2	31.53 亿	迪士尼出品, 中影发行
4	南京照相馆	30.17 亿	万达、中影参投
5	731	19.42 亿	中影主投, 万达、上影、横店参投
6	浪浪山小妖怪	17.19 亿	上美出品, 猫眼发行, 上影联合发行
7	捕风捉影	12.65 亿	爱奇艺主投, 淘票票、大麦参投
8	封神第二部: 战火西岐	12.38 亿	摩天之眼主投, 淘票票、大麦参投
9	熊出没: 重启未来	8.21 亿	中影主投, 横店、淘票票参投
10	长安的荔枝	6.91 亿	猫眼主投, 万达参投

资料来源: 灯塔专业版, 华安证券研究所

图表 122 2025 年 12 月影片上映日历

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
1	2	3	4	5	6	7
好好说再见	野果之歌	夏		控方证人	蜡笔小新：灼热的春日部舞者们（中影联合发行）	孤星计划
				初吻	得闲谨制（猫眼，中影出品）	
				最好的朋友	内幕	
				午夜怨灵		
				猎杀游戏		
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
				阿凡达：火与烬		
22	23	24	25	26	27	28
		魔法坏女巫2				
29	30	31				
		无名之辈：意义非凡（中影，大麦出品）				
		星际变种				
		匪杀（猫眼主控）				
		用武之地				

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

26 年春节档延续了 25 年 IP 主线，重点定档影片包括：《飞驰人生 3》、《欢迎来龙餐馆》、《熊出没·年年有熊》、《神探之痕迹》、《澎湖海战》、《惊蛰无声》、《镖人》、《转念花开》。

《飞驰人生 3》：韩寒+沈腾主演赛车题材的国产电影，前两部作品分别拿下 17 亿+，33 亿+的票房。

《欢迎来龙餐馆》：沈腾主演，现实题材，导演为 31 亿票房《我不是药神》的文牧野。

《熊出没·年年有熊》：票房稳定发力，2021 年的《狂野大陆》拿下 5.95 亿票房，2022 年的《重返地球》票房上涨到 9.77 亿，2023 年的《伴我“熊芯”》一举拿下 14.95 亿，2024 年再创票房新高，《逆转时空》高达 19.84 亿。

《神探之痕迹》：《唐人街探案》导演陈思诚作品，张译+马丽主演。

《澎湖海战》：王学圻+杜江+易烱千玺主演，属于标准的历史战争片。

《惊蛰无声》：张艺谋导演，易烱千玺+朱一龙+宋佳主演，当代国安电影，融合现实、谍战、悬疑等多种元素。

《镖人》：吴京+谢霆锋+李连杰主演。

《转念花开》：贾玲+张小斐+杨紫主演，走女性现实路线。

从公司角度看，2026 年影片 pipeline 充足。

光线传媒：

光线在 25 年有多个影片推出。25 年上映具体影片包括：《哪吒之魔童闹海》、《独一无二》、《花漾少女杀人事件》、《东极岛》、《非人哉：限时玩家》和《三国的星空第一部》。

影片储备方面，公司储备了动画电影《去你的岛》、《罗刹海市》、《大鱼海棠 2》、《相思》、《朔风》、《外婆，我的耳朵里有鱼》、《涿鹿》、《姜子牙 2》、《茶啊二中 2》、《昨日青空 2》、《大鱼海棠 3》、《八仙过大海》、《大理寺日志》、《她己》、《二郎神》、《陆判》等；真人电影储备了《“小”人物》、《她的小梨涡》、《透明侠侣》、《墨多多谜境冒险》、《莫尔道嘎》、《四十四个涩柿子》等。

中国电影：

目前中影确定 26 年上映的影片包括：《无名之辈：意义非凡》、《过家家》、《星河入梦》和《熊出没·年年有熊》等。目前在创作中的项目包括《南京照相馆 2》、《流浪地球 3》、《大圣崛起》、《大场面》、《校园神探》、《最小的大片》、《逃出大英博物馆》等。

上海电影：

上海电影三季度推出《浪浪山小妖怪》，累计票房已突破 17 亿元，登顶中国影史国产二维动画电影票房冠军。上海电影 26 年关注影片丰富，包括：《雪孩子》、《斑羚飞渡》、《葫芦兄弟》、《天书奇谭》等；且全力推进《中国奇谭 2》的制作及商业化运营。

万达电影：

万达电影 2026 年片单包括：《蛮荒禁地》、《转念花开》、《我们生活在南京》等。电视剧储备包括《检察官与少年》、《遇人不熟》和《万古最强宗》等。

影视逐步向 IP 靠拢，重点 IP 商业化价值显现。2025 年哪吒和浪浪山等热门 IP 商业化的潜力得以验证。具体看，哪吒 IP 全面布局潮玩、手办、卡牌、出版物等多元衍生品，覆盖超过 30 个品类、500 多个产品，收入超百亿，扩大 IP 受众后，总商业价值或达 300 亿元至 350 亿元。《浪浪山小妖怪》上映后，其 IP 已经与图书出版、卡牌潮玩、餐饮茶饮、便利店等多个领域超过 30 家企业达成合作；随电影同期上线的授权衍生单品也超过 400 个，包括挂件、公仔、盲盒、卡牌、拼图等不同品类。

3.3 端侧 AI：PC、手机、眼镜或为重要落地形态

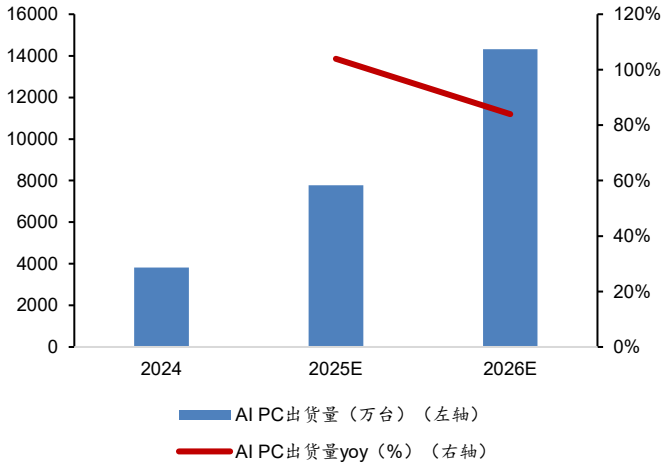
3.3.1 AIPC 逐渐向智能终端演进，未来趋向定制化

AIPC：从传统“计算工具”演变为“场景化智能终端”，AIPC 未来趋向定制化。

根据 Gartner 预测，2025 年 AIPC 出货量将达 7700 万台，同比增长 104%，预计 2026 年 AIPC 市场份额将达到 55%，到 2029 年 AIPC 将成为常态。AIPC 正在重塑市场，虽然受市场不确定性及关税政策影响，未来我们仍看好厂商在 PC 的 AI 能力方面投资。Gartner 预计到 2026 年底，40% 软件厂商将优先对 PC 的 AI 能力投资，多个小型语言模型（SLM）将在 PC 本地运行，SLM 使得先进 AI 功能能够直接在 PC 及相关设备上运行，响应时间更快、降低能耗并减少对云服务的依赖。未来发展方向聚焦以用户为中心，允许用户配置设备、应用和功能，AIPC 趋向于定制化。

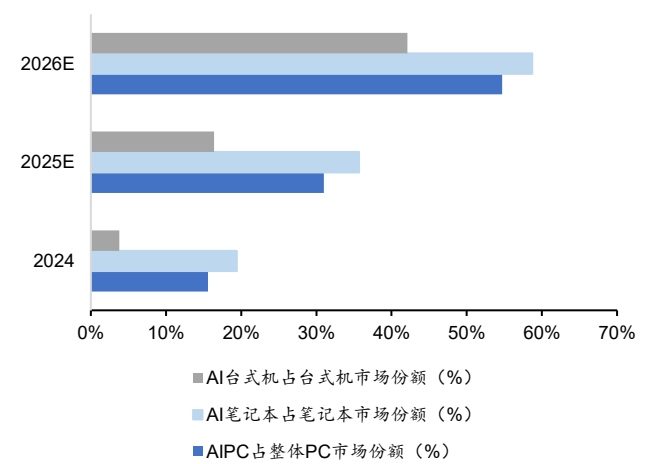
根据产业世界对全球及中国 AIPC 市场趋势深度分析报告，从产品形态上看，AIPC 已从传统“计算工具”演变为“场景化智能终端”，覆盖教育、医疗、创意设计等垂直领域；供应链层面，主控芯片、神经处理单元（NPU）与边缘 AI 算法协同创新成为竞争核心，品牌格局呈现“三级分化”：国际头部品牌占据高端市场，中国本土厂商主导中端性价比机型，新兴 AI 原生品牌通过差异化场景切入细分赛道。

图表 123 2024-2026 年 AI PC 出货量及同比增长



资料来源: Gartner (2025 年 8 月), 华安证券研究所

图表 124 2024-2026 年 AI PC 占 PC 市场份额、AI 笔记本占笔记本市场份额、AI 台式机占台式机市场份额



资料来源: Gartner (2025 年 8 月), 华安证券研究所

图表 125 主要 AI PC 厂商产品

品牌	产品型号	推出日期	价格	AI 功能
联想	YOGA Air 及 360 系列	2025 年 2 月 25 日	9299 元起	内置“联想小天”、“天禧个人超级智能体”，集成 DeepSeek 端侧大模型，英特尔酷睿 Ultra 处理器（第二代）。智能体含主动记忆能力，在每次对话中理解并适应用户偏好，多端同步、可灵活调用文件。
	YOGA Book 9i AI 元启版	2025 年 4 月 18 日	19999 起	英特尔酷睿 Ultra 9 285H 处理器，实现 AI 跨端文件搜索、一键唤起 AI 翻译、AI Space 精选办公智能体。
	ThinkPad T14p 2025 AI 元启版	2025 年 4 月 28 日	12999 起	英特尔酷睿 Ultra 9 285H 处理器，含“天禧个人超级智能体”，集成 AI 搜索、AI 写作、AI 翻译、AI 操控、AI 服务及知识库、模型广场、AI Space，内置“联想智能会议”。
	ThinkBook 16p 2025 AI 元启版	2025 年 4 月 28 日	9499 起	英特尔 Ultra 7 255HX 处理器，独立显卡 NVIDIA GeForce RTX5060，含“天禧个人超级智能体”，适配即梦 AI、通义万象、文心一言等 AI 创作软件。
	拯救者 2025 AI 元启系列	2025 年 9 月 14 日	10699 起	AMD R9 8945HX 处理器，NVIDIA GeForce RTX5060 独立显卡，含“天禧个人超级智能体”。
	小新 Pro AI 元启版系列	2025 年 2 月 18 日	7299 起	AMD 锐龙 AI 9H 365 移动处理器，含“联想小天”，内置 DeepSeek-R1 联网满血版、AI 写作、设备调优、AI 翻译、AI Space、文件查找、AI 翻译。
惠普	战 X 系列	2025 年 6 月 26 日	6999 起	酷睿 Ultra 200H，Polystudio AI 智能降噪，部署“战 AI 一站式智能平台”，内含本地大模型+AI 本地个人知识库（可断网使用）、AI 电脑管家、战 AI PPT 深度定制版。
戴尔	Dell Pro Max	2025 年 1 月 7 日	8899 起	内置 AI 可改进 workflow、处理大型数据集，并帮助运行由高级独立软件供应商（ISV）提供的 AI 增强型应用程序。
	Dell 16 Premium	2025 年 8 月 30 日	22999 起	内置 AI，含 NVIDIA® Blackwell 驱动的笔记本电脑 GPU。
苹果	MacBook Air M4	2025 年 3 月 5 日	7999 起	M4 芯片可加快基于 AI 的任务，让自动优化照片和去除视频背景噪点等任务大幅提速。
	Macbook pro M5	2025 年 10 月 15 日	12999 起	M5 芯片采用卓越的中央处理器、图形处理器以及神经网络。

				络引擎，推动 Mac 的 AI 表现再创新高。
华硕	灵耀系列	2025 年 1 月 8 日	7199 起	含 AI 智能助手、小硕知道，storycube 一站式 AI 多媒体中心，包含智慧问答、个人知识库、文档总结、AI 绘图、AI 识图功能。
	无畏系列	2025 年 3 月 27 日	5899 起	含小硕知道 AI 智能助手、英特尔酷睿 Ultra 5 225H 处理器。
	a 豆系列	2025 年 3 月 12 日	5099 起	含“豆叮 AI 助手”，包含聊天陪伴、问题解答、全能写作、AI 写代码、AI 绘图、AI PPT 功能。
	天选 Air 2025	2025 年 5 月 19 日	10699 起	第三代 AMD AI PC 处理器，可选配英伟达 GeForce RTX 5060 显卡。
荣耀	MagicBook Art 14 2025	2025 年 7 月 2 日	8499 起	YOYO 智能体、AI 荣耀超级工作台，英特尔酷睿 Ultra 7 255H 处理器，包含 YOYO 会议、AI 搜索、AI 阅读、AI 创作、AI 智控功能。
	MagicBook Pro 16 2025	2025 年 2 月 26 日	6199 起	YOYO 智能体、AI 荣耀超级工作台，英特尔酷睿 Ultra 5 225H 处理器，包含 AI 搜索、AI 阅读、AI 创作、AI 智控功能。
	X16 Plus 2025 AI 全能轻薄笔记本	2025 年 7 月 15 日	4899 起	YOYO 智能体、AI 荣耀超级工作台。
微软	Surface Laptop	2025 年 5 月 6 日	8988 起	骁龙 X Plus 处理器，内置的 AI 增强摄像头具有自动视频 HDR 和 AI 降噪功能。
华为	MateBook Fold 非凡大师	2025 年 5 月 19 日	23999 起	鸿蒙 AI 内置小艺慧记、小艺知识空间、小艺文档助理。
	MateBook Pro	2025 年 5 月 19 日	7899 起	内置小艺 AI 助手。

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

3.3.2 豆包 AI 手机聚焦人机交互，谷歌 Pixel 10 采用 Tensor G5 芯片运行最新 Gemini Nano 模型

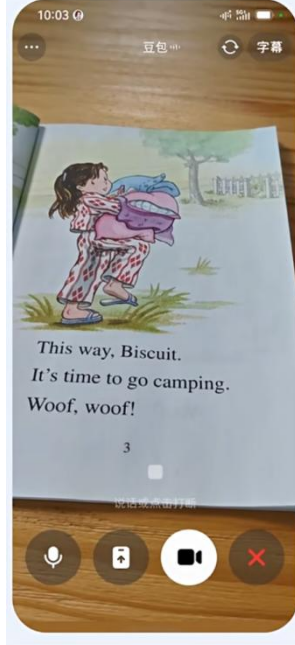
豆包联合中兴通讯启动 AI 手机尝试，手机或成为端侧 AI 落地重要形态。2025 年 12 月 1 日，豆包发布豆包手机助手的技术预览版，这并非传统自研手机，而是通过深度系统合作让 AI 能够像人类一样操作手机，基于豆包大模型的能力和手机厂商的授权，豆包手机为用户提供方便且丰富的交互体验。12 月 2 日，字节跳动和中兴通讯正式发布 AI 手机试水项目，计划让 AI 技术具备操作系统级权限，通过整合双方在技术和市场上的优势，两者有望在 AI 手机领域取得突破。字节跳动在 AI 算法和内容推荐领域优势，结合中兴通讯在通信技术和硬件制造领域经验，为端侧 AI 手机研发与落地提供有力支持。

豆包 AI 手机核心优势在于能够实现智能化操作体验，用户可以通过语音指令、手势操作等多种方式与手机进行交互。根据豆包官方微信发布的豆包手机技术预览视频，交互形态包括以下：1) 屏幕问答：如发送一张风景图片并询问地点及拍摄视角，豆包手机助手可自动查询并提供答案；2) 视频通话：直接与豆包进行视频及语音通话，如通话过程中让豆包对英文进行翻译；3) 多模态生成：如发送一张图片并要求将图片上人和杂物都 PS 掉，可直接生成要求的图片；4) 操作手机：如在社交媒体浏览时发现一瓶洗发水，要求助手全平台搜索比价并下单；5) 其他常用生活场景：语音命令打开特斯拉车厢并预订未来中心的西班牙餐厅，在飞书上可以直接提

出请假申请并预订高铁票；6) **深度推理复杂任务**：国外旅行发布长任务包括标记地图、寻找博物馆并订票，手机助手将长任务依次拆解成子任务并进行深度推理，然后操作手机完成指令。

图表 126 豆包手机助手交互①：屏幕问答、视频通话

图表 127 豆包手机助手交互②：多模态生成、操作手机

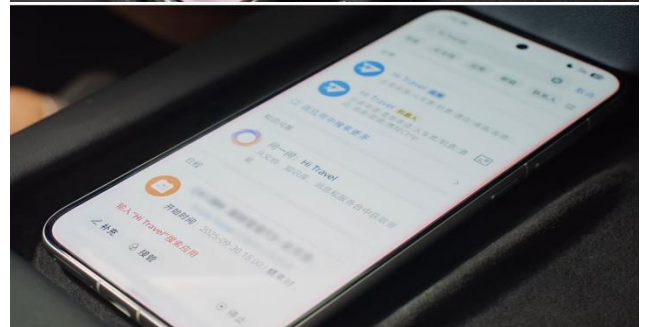


资料来源：豆包官方微信，华安证券研究所

资料来源：豆包官方微信，华安证券研究所

图表 128 豆包手机助手交互③：打开特斯拉车厢并预订餐厅

图表 129 豆包手机助手交互④：出差请假、预订高铁票



资料来源：豆包官方微信，华安证券研究所

资料来源：豆包官方微信，华安证券研究所

图表 130 豆包手机助手交互⑤：长任务拆解



图表 131 豆包手机助手交互⑥：深度推理并操作手机



资料来源：豆包官方微信，华安证券研究所

资料来源：豆包官方微信，华安证券研究所

谷歌 Pixel 10 系列 AI 手机发布，Tensor G5 芯片运行最新 Gemini Nano 模型。

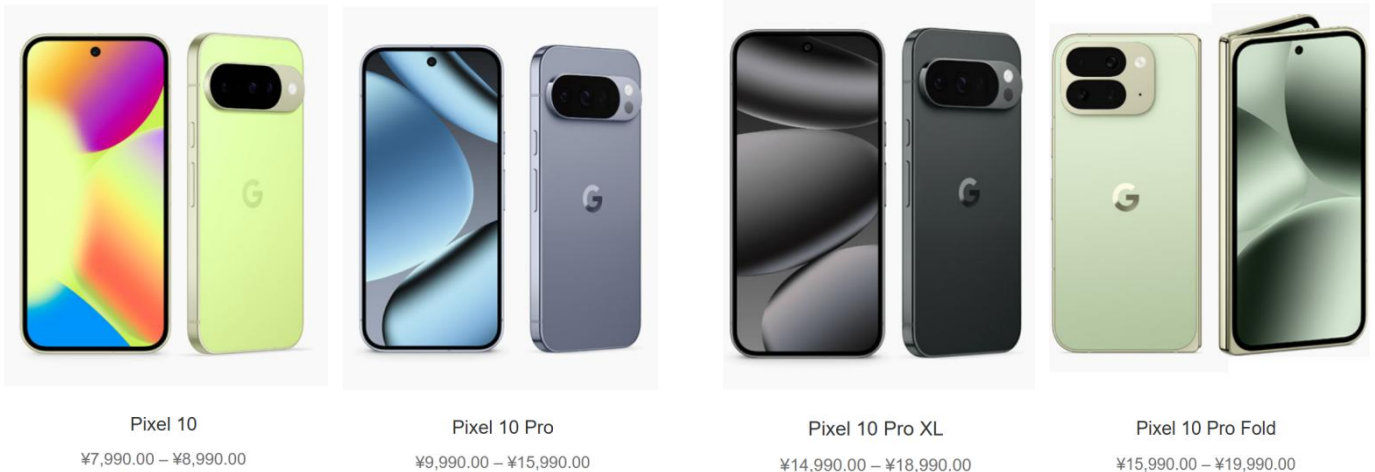
2025 年 8 月 20 日，谷歌在“Made by Google 2025”新品发布会上最新发布 Pixel 10 系列安卓智能手机，包括 Pixel 10、Pixel 10 Pro、Pixel 10 Pro XL、折叠屏机型 Pixel 10 Pro Fold 四款，起售价分别为 799/999/1199/1799 美元，Pixel Watch 4 智能手表、Pixel Buds 2a 无线耳机同时亮相。

Pixel 10 系列主要升级包括以下方面：**1) 搭载全新 Tensor G5 芯片运行最新 Gemini Nano 模型**：官方称性能相比前代提升 34%，图像信号处理器升级显著提升拍照与视频质量，支持超过 20 种设备端生成式 AI 功能；**2) 硬件升级，支持 Qi2 无线充电标准**：Pixel 10 直接在机身背面内置磁铁，实现与 iPhone 类似的磁吸充电体验，原本为 iPhone 设计的磁吸配件也能适配 Pixel，Qi2 充电更高效且速度更快；**3) 影像升级，首次配备 5 倍长焦三摄**：5 倍光学变焦长焦镜头构成完整三摄系统，对标三星 Galaxy S25，凭借 Tensor G5 芯片强大算力在色彩还原、纹理处理、噪点控制、多区激光对焦等方面有显著提升。

AI 功能是 Pixel 10 推出的核心亮点，Magic Cue 内嵌入谷歌应用生态，AI 赋能相机、文字、语音、日志等各类应用。Pixel 10 AI 功能包括：**1) Magic Cue**：可自动读取信息并生成回复建议，如直接从 Gmail 提取航班信息并回复家人询问，适用于 Google Messages 和 Gboard；**2) 相机教练**：实时指导用户如何构图和拍摄更好照片；**3) Google Photos 文字编辑**：文字指令直接修图；**4) 实时语音翻译**：通话中实现跨语言翻译；**5) Pixel Journal**：全新推出日志类应用。

图表 132 Pixel 10、Pixel 10 Pro 手机价格

图表 133 Pixel 10 Pro XL、Pixel 10 Pro Fold 手机价格



资料来源：谷歌手机官网，华安证券研究所，注：价格按人民币 资料来源：谷歌手机官网，华安证券研究所，注：价格按人民币

我们对比并参考豆包 AI 手机及谷歌 Pixel 落地模式、技术路径、场景覆盖三个维度，分析端侧 AI 手机在未来应用中可能呈现的发展方向。1) 落地模式：豆包 AI 手机采用“模型厂商+硬件厂商”合作路线，豆包模型能力与中兴通讯硬件优势结合，降低端侧 AI 落地门槛，中小硬件厂商可通过绑定头部模型快速构建 AI 能力；谷歌 Pixel 坚持“自研芯片+自研模型”路径，Tensor G5 芯片与 Gemini Nano 深度适配，研发成本较高，适合头部厂商；2) 技术路径：豆包 AI 手机以“云大模型能力+端侧权限调用”为主，通过云端豆包大模型处理复杂推理，端侧执行操作；谷歌 Pixel “端侧推理”为核心，Gemini Nano 模型可在设备端进行实时拍照指导、实时翻译、文字修图等；3) 场景覆盖：豆包 AI 手机倾向于让 AI 从“单一功能工具”升级为“系统级智能体”，帮助用户操作完成跨应用复杂任务；谷歌 Pixel 聚焦高频场景如影像、通讯、日常记录等深度理解，提升用户体验。

3.3.3 AI 眼镜打开端侧 AI 硬件想象空间

1. 当前 AI 眼镜具有哪些特点和能力？

AI 眼镜作为 AI 消费电子领域重要硬件载体，能够实现视觉、听觉、语言信息的输入和输出。1) AI 眼镜与视觉结合，计算机视觉赋能智能眼镜“第一视角拍摄”：眼镜可以通过摄像头嵌入实现计算机视觉与人类视觉的完美结合，人眼在接收到外部图像信息时，大模型也可通过摄像头获取同样视角图像信息，如外部世界图像理解、视觉描述、场景文本理解、代码编程、时间推理、抽象推理等应用场景，相比智能手机拍摄，AI 眼镜能够释放双手并进行第一人称视角拍摄，这也是 AI 眼镜走红的原因之一。

图表 134 小米眼镜第一视角拍摄示例：只需按下相机按键或轻唤小爱同学拍照，即可瞬时抓拍



资料来源：小米官网 AI 眼镜产品演示，华安证券研究所

2) AI 眼镜与听觉结合，与大模型语音交互：语音交互作为 AI 最主流交互之一，用户能够实时获取 AI 大模型提供的信息，语音播报且无需紧盯屏幕接收 AI 提供的信息，能够释放双手处理其他任务，目前音频眼镜方面主流且成熟解决方案包括华为音频眼镜、小米音频眼镜等，具备智能语音播报、语音通话等功能。

3) AI 眼镜与语言结合：AI 赋能语言输出，以外界语音为信息输入，通过算法对语音信息进行处理实现实时翻译、信息摘要、信息整理等功能，AI 大模型对获取的外部语音信息处理实现语音形式的指令输出，如定位于视听障碍人士的细分应用产品 Captify 智能眼镜，采用双波束成形麦克风与先进降噪技术，在过滤环境噪音的同时精准捕捉说话者的语音，提供多种语言的实时字幕生成。Captify 具体实现过程如下：眼镜麦克风接收佩戴者前方的声音→蓝牙发送给用户手机→手机 App 基于微软 AI 对声音进行处理、转换后发送文字到眼镜投影。此外，该产品不局限于视听障碍应用场景，在社交聚会、商务会议等场合都可以帮助用户高效参与对话。

图表 135 华为智能眼镜 2 全天候智慧播报

图表 136 小米智能眼镜主要功能

随身助手， 随时提醒

全天候智慧播报手机重要提示信息，航班、约会、天气……
工作生活的方方面面，眨眼功夫全部掌握。

*该功能需配合 HarmonyOS 2 及以上版本的华为手机或平板使用。

异常天气播报
“台风即将登陆深圳市，请注意防范”

航班出行提醒
“您的航班已开始登机，请立刻前往54号登机口”

应用通知播报
“【微信】小艺：晚上一起看电影吧？”

资料来源：华为官网，华安证券研究所

经典设计 舒适佩戴
D型方框设计，修饰脸型
专为亚洲人脸型优化
轻至40g，久戴不累

第一人视角拍摄
12MP 高清光学摄像头
f/2.2 大光圈 | 0.8秒速度抓拍
EIS视频防抖 | 支持2K/30FPS视频拍摄

电致变色
双指滑动，瞬变颜色
彩色/蓝色
四倍瞳心调

视频通话、直播
眼镜与手机视角自由切换
支持14个主流App

随身AI 实时在线
随身百科、智能问答
支持10种语言同声传译
中英文字识别翻译

眼镜扫码 安全支付
无需掏出手机，轻声说
“小爱同学，扫码支付”
即可完成支付

语音智能设备控制
深度控制手机
家中智能设备

开放式聆听
对称双扬声器，出声场防漏音
五麦克风（4MIC+1个VPU）阵列，
骨传导精准拾音

资料来源：小米官网，华安证券研究所

2. 如何看待 AI 眼镜未来演变？是否具备替代智能手机的潜力？

我们认为，目前 AI 眼镜在功能上仍类似于手机、平板或电脑的延伸，尚不具备完全替代智能手机的能力，但部分核心功能如“第一视角拍摄”、智能语音播报、实时字幕生成等相比智能手机能够释放双手，增强 AI 体验并对特定群体有应用价值，因此 AI 眼镜具备部分核心功能的替代潜力。未来 AI 眼镜将兼容多种交互方式：触摸交互、语音交互、显示交互、手势联动交互，目前 AI 眼镜主要以触摸和语音交互为主，未来将配置摄像头、算法芯片、显示模块等，实现显示交互、手势交互等功能，向“超级智能体”即通用问题解决智能硬件方向演进，基于大语言模型构建，具备学习、推理、决策和执行等能力，可解决工具、感知、记忆、规划等问题。

3. 如何看待阿里夸克、谷歌、理想布局端侧 AI 眼镜？

1) 阿里夸克 AI 眼镜最新发布：11月27日夸克“先见之明”新品发布会举办，最新夸克 AI 眼镜 S1、G1 发布，核心亮点包括：①**显示配置升级**：提出像素偏移技术，S1 能调整双目“合像”距离并根据实际情况调整画面远近，采用简化交互界面提高显示效率；②**音频配置出色**：提出横置大尺寸扬声器方案，搭配顶部降噪扬声器，S1 音效和漏音控制表现出色；③**“AR1+681”黄金配置**：S1 采用高通 AR1 可穿戴计算平台和索尼 IMX681 传感器的组合，RTOS 系统协处理器用于低功耗待机延长整体续航时间；④**创新点**：夸克 AI 眼镜 S1 实现 3K 视频直出，采用 EIS 电子防抖和云端 AI 防抖“双防抖”模式，“双电池换电”方案，S1 左镜腿末内置小电池、右镜腿末是可拆卸大电池，大电池电量耗尽时用户可更换，换电期间小电池维持眼镜正常工作。

2) 谷歌重启 AI 眼镜，富士康硬件代工，三星参考设计，高通提供芯片：2023

年谷歌与三星高通合作推出 Android XR，主要给 XR 设备使用，根据《智能涌现》消息，谷歌已于 2024 年年底立项两个 AI 眼镜项目，目前两项已进入小批量试产阶段，正在密集推进选型 ID 设计，并在 I/O 大会上展出集合 Gemini 模型能力的 AI Agent Project Astra。谷歌具备内容生态、操作系统、Gemini AI 大模型、AI Agent 全栈能力，此次重启 AI 眼镜体现其在端侧 AI 硬件领域重要战略布局。

3) 理想最新发布 AI 眼镜 Livis: 12 月 3 日，理想汽车推出首款智能穿戴设备——理想眼镜 Livis，轻量化设计为新亮点，搭载理想自研 Livis OS 操作系统，并接入 MindGPT-4o 多模态大模型，支持从语音控车到日常生活记录多维功能。理想 AI 眼镜 Livis 核心逻辑是将理想车内 AI 体验完整搬到用户生活，支持车机联动，导航和辅助驾驶播报可直接通过眼镜发声。

综上所述，AI 眼镜已经成为端侧 AI 硬件的主要赛道之一，市场不同玩家基于自身基因进行差异化切入，本质是各大 AI、互联网、软硬件甚至垂类行业（如车企）厂商抢占未来智能终端入口的战略布局。我们通过分析国内外 AI 眼镜代表性厂商阿里夸克、谷歌新动态及产品，并结合理想 AI 眼镜 Livis 在汽车领域联动性，总结出主流厂商布局端侧 AI 眼镜的核心逻辑如下：

- 1) 阿里夸克从工具服务向端侧硬件延伸，深度整合阿里生态系统，自研 Qwen 大模型驱动无缝连接多款核心应用，打造阿里 AI 消费级硬件应用闭环，夸克本身是搜索、工具类产品，AI 眼镜 S1、G1 将自身信息服务和工具能力从手机端延伸至更加日常的眼镜设备，体现阿里将 AI 能力从软件应用拓展至硬件终端的战略布局；
- 2) 谷歌具有 Android XR 操作系统、Gemini 大模型、AI Agent 全栈能力，以 AI 眼镜为载体将自身生态、大模型能力落地到端侧，抢占 XR、智能穿戴设备市场；
- 3) 理想作为车企推出“车机联动”的 AI 眼镜 Livis，将理想车内智能体验延伸到用户日常生活场景，增强用户对理想汽车 AI 体验，不同于阿里、谷歌自研 AI 大模型，理想只需接入外部模型并搭载自研 Livis OS 操作系统，这也为其余垂直行业公司进军端侧 AI 眼镜提供参考路径。

图表 137 主要 AI 眼镜产商及产品梳理

公司	产品名	价格	功能特点
夸克	AI 眼镜 S1	3999 元	搭载双旗舰芯片，采用双光机双目显示，合像距可调，亮度可达 4000nits。产品配有五个麦克风阵列加骨传导。可实现 0.6 秒的极速抓拍，3K 视频录制，内置行业首创的 Super Raw 暗光增强技术。287mAh 电池可续航 25 小时。
	AI 眼镜 G1	2199 元	272mAh 电池可续航 9 小时，对比 S1 删减显示功能。
Meta	Meta Ray-Ban Gen 2	379 美元起	支持 3K 画质录制。内置 Meta AI，新增会话聚焦功能，该功能可以在用户耳边“放大”来电者的声音。
	Oakley Meta Vanguard 运动智能眼镜	499 美元	专为极限运动和高强度使用设计，摄像头配备 122 度视野，结合 3K 高清与视频防抖技术。搭载了升级后的扬声器系统，音量提升 6 分贝。
	Meta Ray-Ban Display	799 美元	交互方式为 Meta 神经腕带，实现手势或肌肉微动作控制，支持 18 小时续航并具备防水功能。加入实时字幕功能，支持多语言翻译。
百度	小度 AI 眼镜 Pro	2299 元	搭载索尼 1200 万像素镜头，支持 4K 照片拍摄以及 1440p 视频录制，内置 EIS 智能防抖算法。配备五麦克风阵列，搭载逆声场定向声学系统。内置“超能小度”，支持 AI 翻译、

			AI 识物、AI 备忘、AI 录音等多种功能。
小米	小米 AI 眼镜	1899 元起	搭载“超级小爱”，可实现百科问答，卡路里识别，可实现 0.8S 疾速拍照。产品可控制手机、智能家居、联动小米汽车，与支付宝合作“看一眼”支付。内置五麦克风阵列骨传导。
华为	华为智能眼镜 2	1699 元起	第二代逆声场设计，双麦克布局。聆听续航 11 小时，通话续航 9 小时。眼镜可追踪头部动作，内置面对面翻译，同声传译功能，全天候智慧播报，可实现多设备畅连。IP54 防水。
谷歌	Project Aura	未发布	内置谷歌 Gemini 大模型，支持自然语言交互，支持原生 6DOF 空间追踪、手势识别与环境感知功能，并兼容海量 Android 应用及部分 XR 专属内容，具备实时双语字幕、跨语言翻译、多任务分屏等功能。
雷鸟科技	雷鸟 V3	1899 元起	搭载索尼 IMX681 背照式 CMOS，1200 万像素 F2.2 16mm 广角镜头。内置雷鸟 AI 支持全景式智能搜索，0.8 秒高速抓拍。
	雷鸟 X3 Pro	9443 元起	内置 JBD 定制红绿蓝三原色屏幕，峰值入眼亮度 6000nits。支持触控板交互、手机交互以及苹果 Apple Watch 交互。搭配 AI 模型，支持语音翻译、同声传译、图像翻译等多种翻译模式，高德地图 AR 导航、AI 助手连续对话。
Ambiq 和 ThinkAR	AiLens	未公开	内置 AI 个人助理，可学习用户偏好并提供量身定制的响应，支持 OpenAI 和各种第三方 API。与 Google、Microsoft 和第三方平台直接集成，可即时访问日历、文档和云存储。
Halliday	Proactive AI Glasses	399 美元起	触控戒指、语音指令、镜框界面三种操控方式，可实现会议提词器、多语言谈判、AR 导航引导、课堂实时转录、购物比价、旅行导航功能。
ROKID 乐奇	ROKID Glasses	3089 元	接入主流大模型，全视野成像技术，第一视角抓拍，1200w 像素画质。支持 89 种语言实时翻译，提供演讲提词、智能导航、AI 转录总结功能。创新声纹支付。

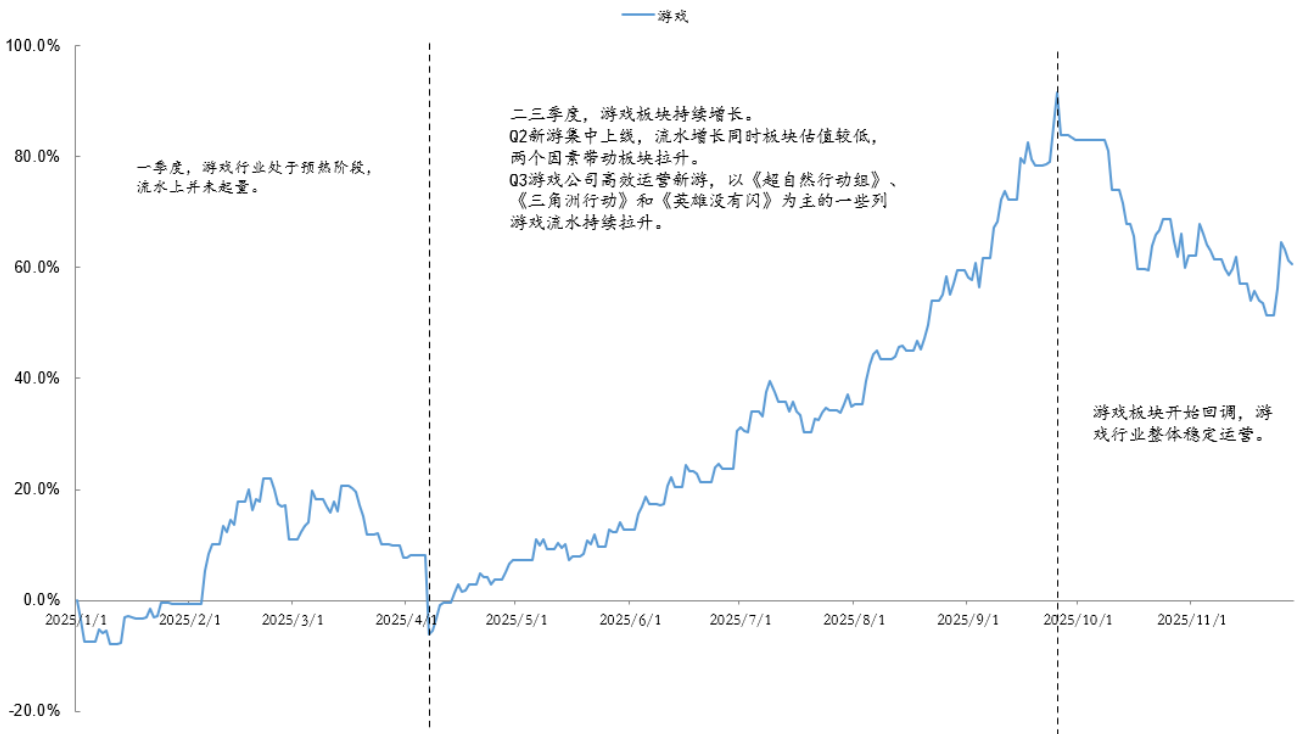
资料来源：各公司官网，华安证券研究所

4 游戏：精品新游集中上线，推动流水稳健增长

2025 年，游戏行业焕发新生，前三季度游戏公司收入流水表现亮眼。收入端各主要厂商均有代表产品拉动业绩增长，例如腾讯的《三角洲行动》、网易的《第五人格》和《永劫无间》、巨人网络的《超自然行动组》、吉比特的《仗剑传说》等。利润侧，游戏板块费用管控效果显著，新游上线并未大幅拉动销售费用的增长。

2025Q1 游戏行业处于预热阶段，流水上并未起量。Q2 新游集中上线，流水增长同时板块估值较低，两个因素带动板块拉升。Q3 游戏公司高效运营新游，以《超自然行动组》、《三角洲行动》和《英雄没有闪》为主的一系列高质量游戏流水持续拉升。9 月中下旬游戏板块开始回调，游戏行业整体稳定运营。

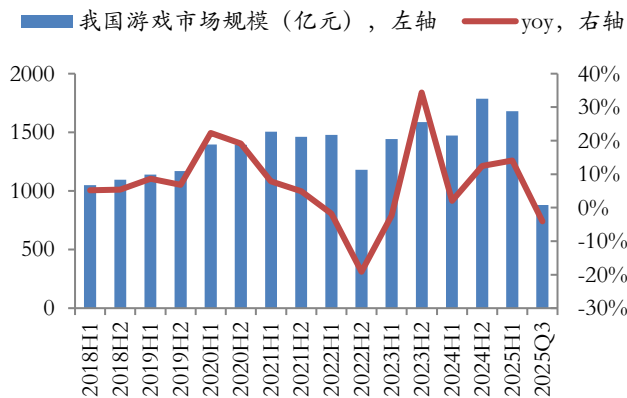
图表 138 2025 年游戏行情复盘（截至 2025-12-11）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

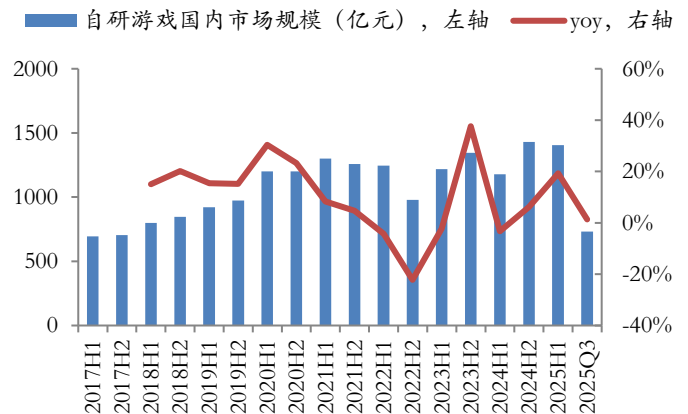
2025 年游戏政策相较宽松，供需双端推动市场发展。2025 年前三季度，我国游戏市场空间超 2560 亿，主要由移动游戏提供增量，单 Q3 实现收入 880 亿元。移动游戏市场空间 1897 亿元，其中 25H1 实现收入 1253 亿元，同比增长 16.5%；前三季度端游市场空间为 557 亿元，其中 25H1 实现收入 354 亿元，同比增长 4.9%，增量主要由《三角洲行动》等热门 PC 游戏。自研游戏成为国内游戏市场主流，25 年上半年多家公司推出精品自研游戏，实现收入利润双增长，前三季度自研游戏国内市场规模达 2136 亿，其中 25H1 实现收入 1405 亿元，同比增长 19.3%。

图表 139 我国游戏市场空间（亿元）



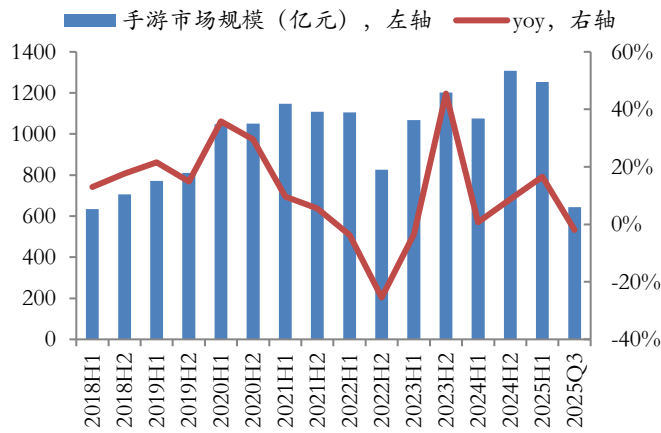
资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 140 我国自研市场空间（亿元）



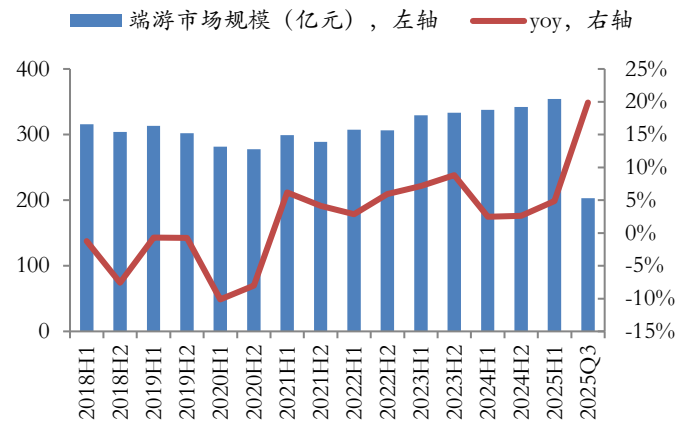
资料来源：伽马数据，华安证券研究所

图表 141 我国手游市场空间 (亿元)



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

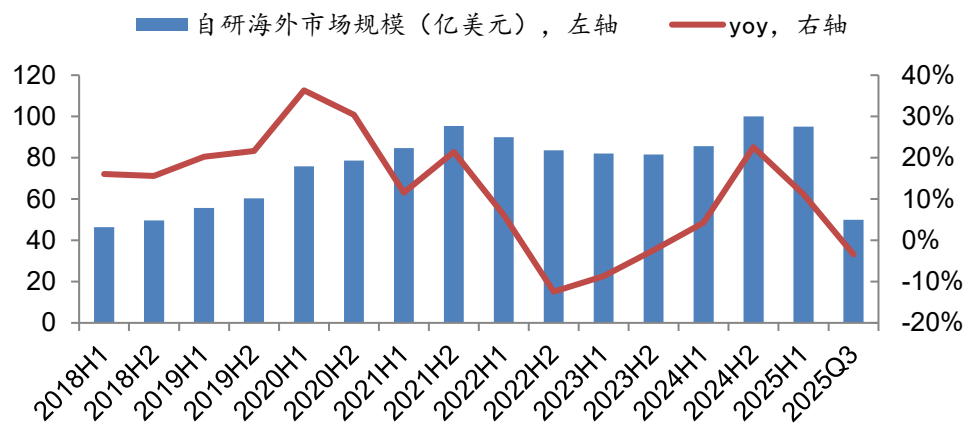
图表 142 我国端游市场空间 (亿元)



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

2025 年前三季度，我国自研游戏海外市场销售额达 145 亿美元，其中 25H1 达 95 亿美元，同比增长 11.1%。26 年多款游戏将在海外上线，游戏出海进程持续推进，26 年海外市场收入有望提升。

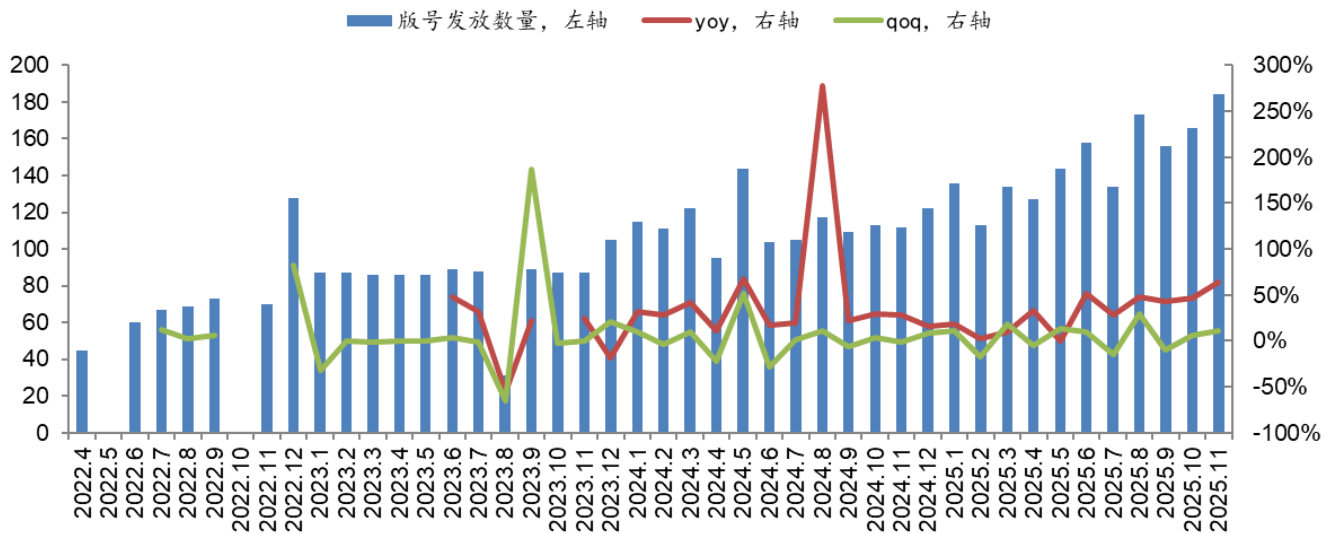
图表 143 自研游戏海外市场规模 (亿美元)



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

供给端方面，版号持续发放，数量上整体保持增长态势，至 11 月发放完毕，共计发放 1625 款，超过 2024 全年发放数量。版号的持续发放增加了游戏厂商产品储备厚度，后续新游上线节奏有保证，国内游戏市场有望持续增长。

图表 144 游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，华安证券研究所

图表 145 重点游戏 Pipeline

游戏厂商	游戏	版号获取时间	预计上线日期
腾讯			
	《王者荣耀世界》	2025.1	26H1
	《彩虹六号》	2024.8	2026
	《怪物猎人：旅人》	2024.12	25Q4-2026
	《穿越火线：虹》	2025.6	2026-2027
	《逆战：未来》	2023.12	2026Q1
	《异人之下》	2024.8	2026-2027
	《三国志异闻录》	2023.1	2026-2027
	《失控进化》	2023.1	2026-2027
网易			
	《无限大》	2024.12	2026
	《遗忘之海》		2026-2027
	《归唐》		2026-2027
	《星绘友晴天》	2025.9	2026-2027
	《逆水寒》海外		2026
	《燕云十六声》海外		2026
三七互娱			
	《代号 MLK》		2026-2027
	《奇谋三国》	2025.7	2026-2027
	《代号 XSSLG》		2026-2027
	《代号 GMSLG》		2026-2027
	《赘婿》	2023.9	2026-2027
	《代号斗破》		2026-2027
	《斗罗大陆：零》		2026-2027

恺英网络			
	《三国：天下归心》	2023. 12	2026
	《盗墓笔记：启程》	2024. 4	2026
	《斗罗大陆：诛邪传说》	2023. 9	2026
	《纳萨力克：崛起》	2024. 2	2026
神州泰岳			
	《Stellar Sanctuary》	2024. 7	2026-2027
	《Next Agers》	: 2025. 3	2026-2027
	《代号：XCT》		2026-2027
	《代号：Aoo2》		2026-2027
	《代号：MN》		2026-2027
吉比特			
	《九牧之野》	2023. 2	2025. 12
	《杖剑传说》海外		2026
	《问剑长生》海外		2025Q4-2026
完美世界			
	《异环》	2025. 5	26H1
世纪华通			
	《大航海时代：起源》	2025. 8	2026-2027
	《海滨美食乐》	2025. 9	2026-2027
	《饥困荒野》	2024. 1	26Q1
巨人网络			
	《超自然行动组》海外		2026
	《名将杀》	2025. 7	2026-2027
	《五千年》	2025. 1	2026-2027

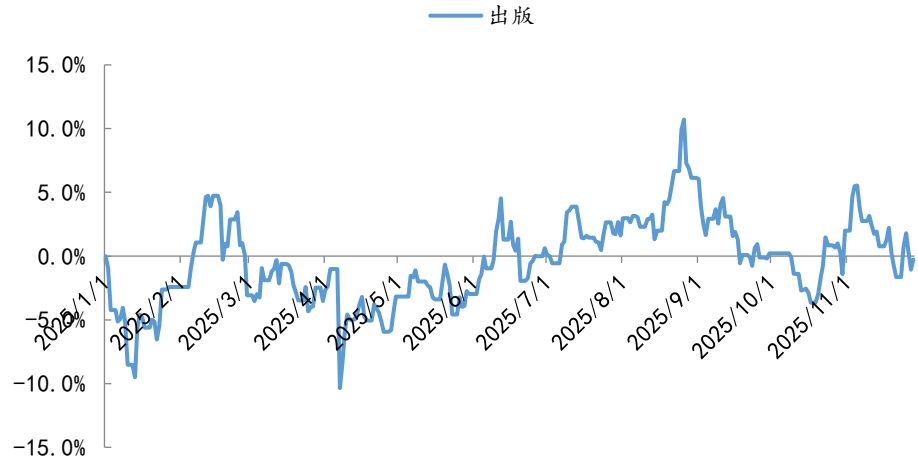
资料来源：国家出版署，华安证券研究所

2025 年国内游戏市场受产品驱动，各厂商先后推出精品新游。二季度新游集中上线，高质量及强 IP 属性带动游戏行业增长。在各细分赛道饱和竞争的条件下，精品化、创新化和 IP 或成为国内游戏市场的竞争点。

2026 年，游戏基本面持续改善，游戏行业仍有上行空间。首先政策面上持续放松，版号常态化发放，发放数量持续增长，各公司游戏储备丰厚。流水端受益于新游上线，26 年产品集中上线，大 IP 及热门玩法为 26 年主线。出海方面，国内重点游戏厂商 26 年均有出海布局，例如《超自然行动组》和《燕云十六声》等重点游戏。AI 技术迭代升级赋能研发和内容充实度，多模态模型生成效率提升使得在游戏行业内的应用逐步落地，基于 AI 所生成的玩法和场景得到验证，有望在行业内带来新的增长点。港股相关公司包括：腾讯集团、网易-S、哔哩哔哩；A 股相关公司包括：恺英网络、吉比特、三七互娱、完美世界、巨人网络、神州泰岳。

5 出版：图书市场波动下教材需求稳定，行业维持高股息

图表 146 2025 年出版指数表现（截至 2025-12-11）

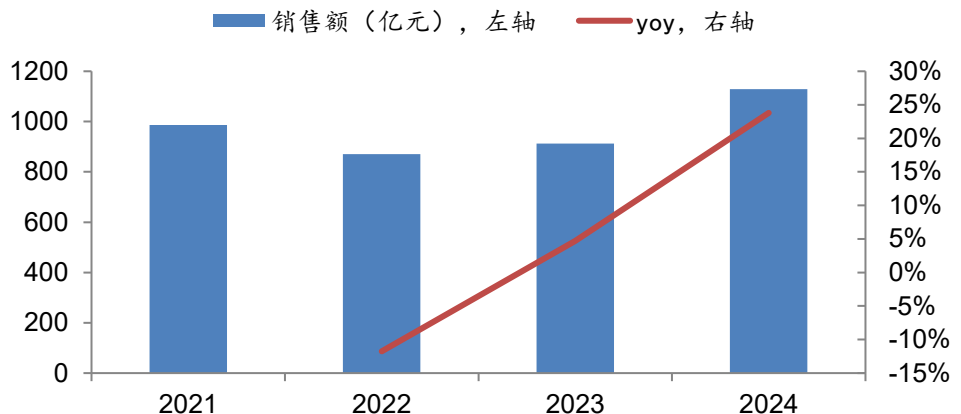


资料来源：iFinD，华安证券研究所

图书市场波动发展，整体缓慢复苏。从数据看，疫情后图书市场整体呈现上升趋势，但仍有波动的发展趋势。2023 年图书行业经营全面恢复，新书种类及动销品数量双增长，带动零售市场回暖。目前市场主要的销售品类为少儿图书和中小学教辅，新增长点为成人阅读赛道。

据北京开卷统计，2023 年全面复苏后，全年实现图书零售市场码洋规模为 912 亿元，yoy+4.7%。2023 年同比转正主要得益于短视频电商等线上渠道的扩展，拉动了图书市场的销量。2024 年延续了 2023 年的趋势，保持正增长，实现 1129 亿的市场码洋规模，内容电商提供了主要增长驱动力。

图表 147 2021-2024 我国图书零售市场规模（亿元）

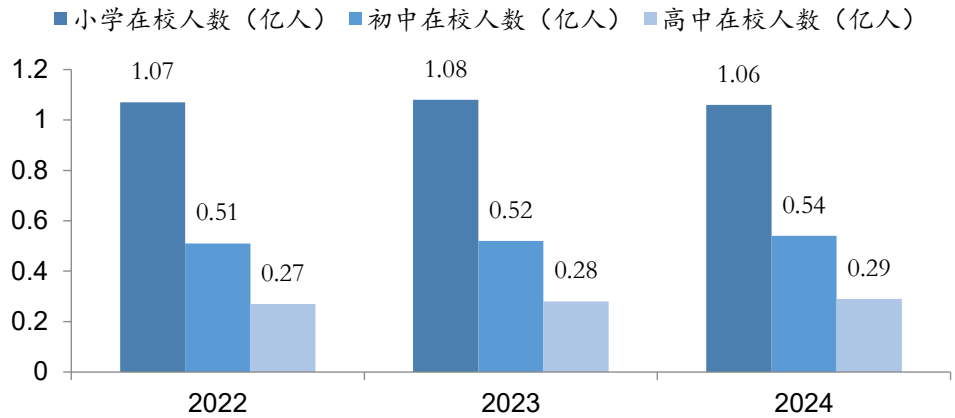


资料来源：国家新闻出版署，华安证券研究所

我国中小學生群体庞大，教辅需求得以保证。根据国家统计局公布的《中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报》统计，2024 年普通高中在校生 2922 万，初中在校生 5386 万，普通小学在校生 10584 万。中小學用户群体支撑起教辅材料等书籍的销售量，该群体对于教辅材料的需求也呈现了多元化和必要性，需求端仍有增长空间。

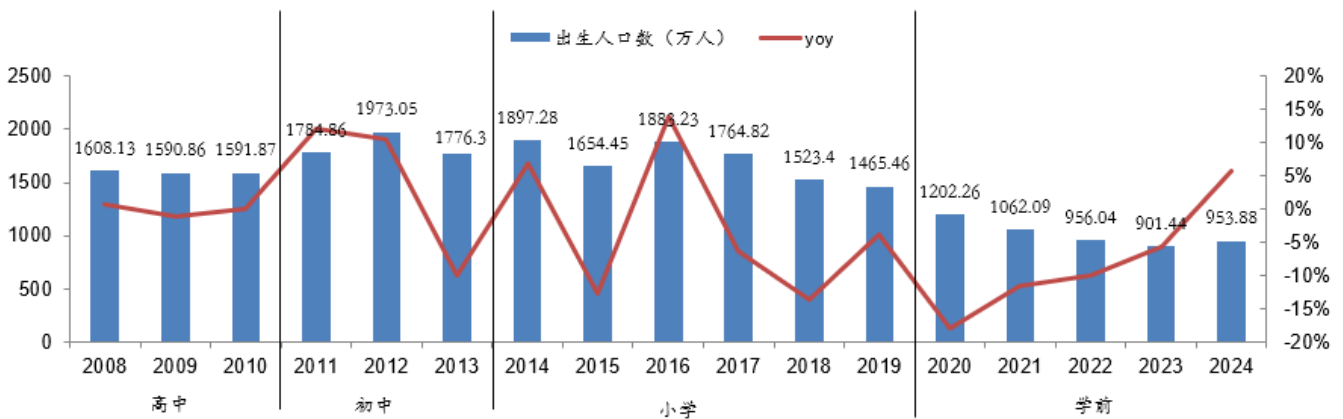
长期看，出生人口的减少短期不会对教辅行业带来冲击。由于出版集团主要收入来源为教辅材料的销售，人口出生数量的下滑长期会给行业带来隐患，但短期看 2019 年之前出生人口较为稳定，保持每年约 1600 万的新出生人口。

图表 148 2022-2024 我国学生在校人数



资料来源：教育部，华安证券研究所

图表 149 2008-2024 我国出生人口数



资料来源：iFinD，华安证券研究所

教材需求稳定，教辅材料有望延续增长趋势。教材与教辅材料为中小學教学刚需品，市场需求确定及稳定，其中教辅材料或受到政策面影响，例如 2021 年实施的双减政策对教辅行业造成一定冲击，但行业整体已经适应政策上的变化节奏并进行转型升级，在学科素养、学习方法上发展。

从估值维度看，板块整体 PE 处于历史低位，叠加教材教辅业务的刚需属性，

构筑了一定的安全垫；从回报维度看，出版企业账期较好且资本开支极低，普遍具备长期维持稳定的股息率的能力。 **相关公司：**皖新传媒、南方传媒、中文传媒、凤凰传媒等。

图表 150 2022-2024 出版公司股息率与分红比例（日期截至 2025-12-11）

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	股息率 (%)			分红比例 (%)		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024
601928.SH	凤凰传媒	265	4.81	4.81	4.81	61.12	43.11	79.65
601098.SH	中南传媒	203	5.30	4.85	4.85	77.01	53.26	58.98
601019.SH	山东出版	178	4.57	6.57	3.63	48.43	49.19	50.94
300364.SZ	中文在线	176	-	-	-	-	-	-
601921.SH	浙版传媒	176	4.41	4.92	3.78	55.02	57.43	61.58
601811.SH	新华文轩	149	2.48	4.24	4.38	30.04	31.25	32.75
601858.SH	中国科传	145	1.52	1.42	1.50	46.89	40.04	50.03
600373.SH	中文传媒	138	7.44	7.74	3.97	52.65	53.66	74.96
601801.SH	皖新传媒	127	2.84	4.69	3.07	51.99	63.81	27.77
601949.SH	中国出版	123	1.67	2.37	1.58	30.24	30.12	30.16
000719.SZ	中原传媒	122	3.19	3.53	5.04	37.67	30.94	59.61
601900.SH	南方传媒	118	3.51	4.03	4.11	43.94	37.10	59.90
600757.SH	长江传媒	112	3.46	4.33	4.44	53.25	47.79	52.65
002181.SZ	粤传媒	101	0.31	0.62	0.79	81.44	749.95	263.22
600825.SH	新华传媒	67	-	0.20	0.19	-	37.54	30.99
605577.SH	龙版传媒	58	0.84	0.61	1.15	10.23	10.32	33.11
000793.SZ	ST华闻	58	-	-	-	-	-	-
600551.SH	时代出版	56	3.03	6.06	4.85	35.17	78.53	50.91
300788.SZ	中信出版	52	1.28	1.13	1.16	53.08	50.66	50.95
603230.SH	内蒙新华	46	1.16	3.48	3.71	19.80	50.53	50.19
600229.SH	城市传媒	43	3.08	4.16	1.08	39.34	43.75	54.50
603999.SH	读者传媒	42	0.62	0.71	0.45	30.15	30.51	30.53
301025.SZ	读客文化	40	1.07	-	0.30	69.37	-	81.65
601999.SH	出版传媒	39	0.60	0.88	0.85	30.70	30.47	32.35
301052.SZ	果麦文化	38	0.19	0.26	0.14	13.07	60.91	12.84
300148.SZ	天舟文化	37	-	-	-	-	-	-
300654.SZ	世纪天鸿	35	0.84	0.53	0.58	464.14	42.97	46.90
603096.SH	新经典	27	4.60	5.17	4.60	92.55	86.76	97.45
301231.SZ	荣信文化	25	0.54	0.17	-	57.68	42.11	-

资料来源：iFinD，华安证券研究所

6 相关公司估值表

图表 151 港股相关公司估值表 (日期截至 2025 年 12 月 16 日)

公司名称	股票代码	营业收入				利润 (NON-GAAP)				利润口径	2026E 净利润 (GAAP)	市值 (百万 港币)	PE-26 (non- gaap)	PE-26 (gaap)	PEG-26
		2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY						
美团-W	3690.HK	366,173	8%	412,217	13%	-16,863	n/a	7,419	n/a	经调整净利润	-1,241	617,270	76	-453	n/a
腾讯控股	0700.HK	750,658	14%	830,260	11%	259,454	17%	292,732	13%	经调整净利润	255,676	5,478,317	17	19	1
携程集团-S	9961.HK	61,899	16%	70,437	14%	31,246	73%	20,806	-33%	经调整净利润	18,936	3,464,384	152	166	-5
小米集团-W	1810.HK	471,510	29%	570,442	21%	42,880	57%	50,305	17%	经调整净利润	43,106	1,058,981	19	22	1
阿里巴巴-W	9988.HK	1,039,749	4%	1,150,006	11%	107,767	-32%	151,913	41%	经调整净利润	139,402	2,770,993	17	18	0
快手-W	1024.HK	142,141	12%	155,433	9%	20,616	16%	23,247	13%	经调整净利润	21,169	278,112	11	12	1
哔哩哔哩-W	9626.HK	30,182	12%	32,922	9%	2,437		3,327	37%	经调整净利润	2,062	80,107	22	35	1
美图公司	1357.HK	3,990	19%	4,947	24%	939	60%	1,255	34%	经调整净利润	1,148	32,283	23	26	1
同程旅行	0780.HK	19,324	11%	21,768	13%	3,351	20%	3,872	16%	经调整净利润	3,360	52,011	12	14	1
网易-S	9999.HK	113,857	8%	123,097	8%	39,299	17%	41,529	6%	经调整净利润	38,181	668,098	15	16	3
新东方-S	9901.HK	5,379	10%	5,941	10%	536	4%	609	14%	经调整净利润	544	67,803	16	18	1
猫眼娱乐	1896.HK	4,615	13%	5,084	10%	478	54%	661	38%	经调整净利润	532	7,798	11	13	0
腾讯音乐-SW	1698.HK	32,637	15%	36,741	13%	9,670	26%	10,832	12%	经调整净利润	10,014	214,101	18	19	1
京东集团-SW	9618.HK	1,323,762	14%	1,405,596	6%	28,753	-40%	36,936	28%	经调整净利润	31,122	326,142	8	10	0
联想集团	0992.HK	78,407	14%	84,628	8%	1,663	20%	1,793	8%	经调整净利润	1,750	118,836	9	10	1

*新东方单位为美元, 26-27财年

*联想单位为美元, 26-27财年

*阿里巴巴为26-27财年

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 152 美股相关公司估值表 (日期截至 2025 年 12 月 16 日)

单位: 百万美元 \$ million

公司名称	股票代码	营业收入				利润 (NON-GAAP)				2026E 净利润 预期	市值 (亿美 元)	PE-26 (non- gaap)	PE-26 (gaap)	PEG-26
		2025E	YoY	2026E	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY					
Amazon	AMZN.O	714,555	12%	795,241	11%	92,864	22%	106,285	13%	86,283	23,792	22.4	25.6	1.69
Microsoft	MSFT.O	326,338	16%	375,109	15%	119,502	17%	140,634	18%	140,509	35,407	25.2	29.6	1.42
Meta	META.O	199,352	21%	235,431	18%	71,124	-10%	82,125	15%	76,051	16,567	20.2	23.3	1.30
Google	GOOGL.O	395,877	13%	450,594	14%	132,134	32%	140,297	6%	134,184	37,061	26.4	28.0	4.40
Apple	AAPL.O	451,685	9%	482,624	7%	120,896	8%	131,063	8%	131,063	40,577	31.0	33.6	3.68
Tesla	TSLA.O	95,126	-3%	108,003	14%	5,494	-35%	7,462	36%	6,320	16,293	218.3	296.5	6.10
NVIDIA	NVDA.O	213,178	63%	324,940	52%	114,661	54%	186,204	62%	177,146	43,186	23.2	37.7	0.37
AMD	AMD.O	34,028	32%	44,785	32%	6,488	20%	10,610	64%	7,562	3,405	32.1	52.5	0.51
Broadcom	AVGO.O	63,378	23%	87,331	38%	33,271	40%	47,249	42%	32,760	16,117	34.1	48.4	0.81
Marvell	MRVL.O	8,181	42%	9,953	22%	2,459	79%	3,062	25%	1,556	71,300	2328.9	2900.1	94.95
Oracle	ORCL.O	67,017	17%	84,231	26%	20,159	17%	23,428	16%	19,015	5,420	23.1	26.9	1.43
CROWDSTRIKE	CRWD.O	4,804	22%	5,866	22%	949	-4%	1,258	33%	64	1,232	97.9	129.8	3.01
WORKDAY	WDAY.O	9,544	13%	10,721	12%	2,454	25%	2,874	17%	1,358	568	19.8	23.2	1.15
SNOWFLAKE	SNOW.N	4,655	28%	5,777	24%	451	50%	617	37%	-1,213	755	122.4	167.6	3.32
SERVICENOW	NOW.N	13,243	21%	15,706	19%	3,642	25%	4,326	19%	2,541	1,621	37.5	44.5	1.99
SALESFORCE	CRM.N	41,495	10%	46,030	11%	11,298	14%	12,568	11%	7,911	2,389	19.0	21.1	1.69
INTUIT	INTU.O	21,202	13%	23,835	12%	6,530	14%	7,448	14%	5,211	1,863	25.0	28.5	1.78
Adobe	ADBE.O	25,934	9%	28,335	9%	9,675	8%	10,576	9%	8,498	1,456	13.8	15.1	1.48
Applovin	APP.O	5,681	21%	7,746	36%	3,194	102%	4,958	55%	5,018	2,289	46.2	71.7	0.84
Palantir	PLTR.O	4,404	54%	6,279	43%	1,863	86%	2,624	41%	2,019	4,473	170.5	240.1	4.18
Duolingo	DUOL.O	1,030	38%	1,264	23%	415	368%	215	-48%	215	86	40.0	20.8	-0.83
shopify	SHOP.N	11,472	29%	14,212	24%	1,856	14%	2,447	32%	2,026	2,122	86.7	114.4	2.73
Twilio	TWLO.N	5,020	13%	5,452	9%	765	23%	865	13%	271	208	24.1	27.2	1.85
UiPath	PATH.N	1,594	12%	1,744	9%	364	21%	413	14%	146	87	21.0	23.8	1.55
拼多多	PDD.O	61,072	12%	69,943	15%	15,815	-7%	18,243	15%	16,981	1,548	8.5	9.8	0.55
Lemonade	LMND.O	729	38%	1,162	59%	-175	13%	-126	28%	-129	61	-48.4	-34.7	-1.71

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 153 A 股相关公司估值表 (日期截至 2025 年 12 月 16 日)

公司	市值 (亿)	营收 (百万元)			yoy			归母净利润 (百万元)			yoy			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
游戏																
三七互娱	458	17,441	17,470	18,790	5.4%	0.2%	7.6%	2673	3038	3267	0.5%	13.7%	7.5%	13.0	15.1	14.0
恺英网络	457	5,118	5,956	7,068	19.2%	16.4%	18.7%	1628	2164	2603	11.4%	32.9%	20.3%	18.0	21.1	17.6
吉比特	319	3,696	5,925	6,706	-11.7%	60.3%	13.2%	945	1625	1873	-16.0%	72.0%	15.3%	16.7	19.6	17.0
神州泰岳	216	6,452	6,248	7,396	8.2%	-3.2%	18.4%	1428	1135	1474	60.9%	-20.5%	29.8%	15.9	19.0	14.7
巨人网络	781	2,923	5,030	7,555	-0.1%	72.1%	50.2%	1425	2266	3717	31.2%	59.0%	64.1%	17.2	34.5	21.0
完美世界	288	5,570	6,995	9,994	-28.5%	25.6%	42.9%	-1288	798	1566	-362.0%	162.0%	96.2%		36.1	18.4
世纪华通	1209	22,620	38,819	47,260	70.3%	71.6%	21.7%	1213	5845	8287	131.5%	381.8%	41.8%	31.6	20.7	14.6
影视院线/视频																
芒果超媒	437	14,080	13,322	14,450	-3.8%	-5.4%	8.5%	1364	1403	1777	-61.6%	2.9%	26.6%	36.9	31.1	24.6
华策影视	145	1,939	2,461	2,942	-14.5%	26.9%	19.6%	243	347	475	-36.4%	42.7%	36.9%	56.5	41.8	30.5
上海电影	124	690	1,010	1,152	-13.2%	46.3%	14.1%	90	228	279	-29.1%	152.8%	22.6%	122.9	54.5	44.4
万达电影	233	12,362	13,981	15,204	-15.4%	13.1%	8.7%	-940	942	1241	-203.1%	200.2%	31.8%		24.7	18.8
中国电影	296	4,575	5,034	5,455	-14.3%	10.0%	8.4%	140	339	581	-46.4%	141.0%	71.7%	154.3	87.4	50.9
光线传媒	465	1,586	4,054	2,850	2.6%	155.7%	-29.7%	292	2308	1180	-30.1%	690.4%	-48.9%	94.8	20.1	39.4
博纳影业	149	1,461	1,505	2,547	-9.1%	3.0%	69.2%	-867	-982	144	-57%	-13.3%	114.7%			115.9
横店影视	99	1,971	2,419	2,694	-16.1%	22.7%	11.4%	-96	245	333	-158%	355%	36%		40.3	29.7
网文/IP																
阅文集团	298	7012	7755	8156	-8.1%	10.6%	5.2%	805	1197	1364	32.3%	48.8%	13.9%	33.7	24.9	21.8
中文在线	167	1,159	1,495	1,673	-17.7%	29.0%	11.9%	-243	-156	79	-371.6%	35.7%	151%			
奥飞娱乐	129	2,715	2,640	2,932	-0.9%	-2.8%	11.0%	-285	79	138		39.6%	69.4%		164.3	93.8
出版																
中文传媒	133	9,304	6,523	8,103	-14.6%	-29.9%	24.2%	744	659	834	-66.3%	-11.5%	26.6%	23.7	20.2	15.9
南方传媒	122	9,172	9,522	9,961	-2.1%	3.8%	4.6%	810	1123	1221	-36.9%	38.7%	8.7%	16.7	10.9	10.0
中南传媒	202	13,349	13,092	13,203	-1.9%	-1.9%	0.9%	1370	1633	1692	-26.1%	19.2%	3.7%	19.7	12.4	11.9
长江传媒	108	7,072	7,413	7,704	4.6%	4.8%	3.9%	945	1071	1156	-7.0%	13.3%	7.9%	12.3	10.1	9.3
凤凰传媒	253	13,606	13,729	13,919	-0.3%	0.9%	1.4%	1598	2192	2247	-45.9%	37.2%	2.5%	18.4	11.5	11.3
皖新传媒	128	10,749	10,139	10,407	-4.4%	-5.7%	2.6%	705	863	906	-24.7%	22.4%	5.0%	20.4	14.8	14.1

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

风险提示:

行业竞争加剧; 全球宏观经济扰动风险; 大模型进展不及预期; AI 应用进展不及预期; AI 硬件发展不及预期; 知识产权风险; 产品上线进展不及预期; 相关政策风险等。

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

分析师：来祚豪，美国南加州大学理学硕士，覆盖网络安全、GIS、大数据产业，2022年加入华安证券研究所。

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达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。