

互联网电商行业点评报告

DeepSeek R1 影响深远，看好港股互联网价值重估

增持（维持）

2025年02月20日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书：S0600524080004
guorn@dwzq.com.cn

投资要点

■ **事件：**自1月份DeepSeek R1模型出圈以来，国内AI产业催化不断，阿里巴巴通义千问、字节豆包、腾讯混元相继发布新模型，多个云平台陆续上线DeepSeek模型，多个应用接入DeepSeek R1模型，如微信AI搜索等。国内AI产业正迎来加速发展。

■ **DeepSeek R1模型正带动国内AI科技企业价值重估。**DeepSeek在高端算力受限的背景下通过算法创新实现模型能力突破及成本降低，且模型开源，有望推动国内大模型与海外差距进一步缩小，头部互联网公司AI相关业务有望贡献估值。产业层面，DeepSeek开源模型加速国内AI应用的开发和落地，推动底层云厂商价值重估，以阿里巴巴、腾讯、百度等为代表，由于更多企业和开发者基于DeepSeek模型进行模型微调和应用开发，增加对AI算力或者云配套服务需求，云厂商AI收入贡献将呈现加速提升趋势，并拉动整个云业务收入加速增长。其次DeepSeek开源模型拉齐模型能力，提高了入口进行AI化改造的效率，流量入口亦将迎来价值重估，比如腾讯的微信生态、小米的端侧生态等。

■ **腾讯控股：重视强应用生态的后发取胜。**2月11日腾讯AI应用ima接入DeepSeek，13日腾讯元宝宣布接入DeepSeek，15日微信AI搜索灰度测试接入DeepSeek R1模型，17日腾讯首个自研推理模型混元深度思考模型Thinker(T1)开启灰测。腾讯AI一大优势是其应用生态丰富，掌握了AI产品高效触达用户的流量入口，同时也增强了AI产品的实用性，加速AI产品落地和商业化。强应用生态是腾讯此前“AI可以后发取胜，不急于一时”的底气，这次微信、ima、元宝等快速接入DeepSeek也是强有力的验证。

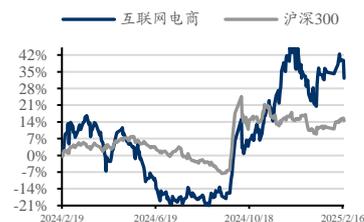
■ **阿里巴巴-W：大模型及云业务占据优势地位。**阿里巴巴1月底超大规模的MoE模型Qwen2.5-Max正式上线，在与业界领先模型对比中呈现出强大的性能。云业务层面，阿里云在国内多年保持龙头地位，竞争优势在AI时代有望延续。阿里云平台2020年至2024年AI类产品消费额增长超20倍，特别是在2024年增速显著加快。强劲的AI市场需求推动计算体系从以CPU主导向以GPU主导转移，模型调用量、智能体数量和调用量也均呈现高速增长。2025年DeepSeek等开源模型对国内AI应用开发的加速，以及阿里巴巴与苹果合作推进，我们预计阿里云收入增速有望进一步提升。

■ **小米集团-W：在端侧流量和应用生态上优势明显。**各项业务齐头并进，有望在端侧AI化中再次阶跃：1)汽车锁单&交付量稳定增长，产品力与品牌力不断向上锚定，供应链管理与毛利率持续优化；2)手机高端化持续见效，国内竞争力不断提升，IoT各产品线齐头并进利润端兑现，消费电子整体出海进展可观。3)端侧产品类目、存量基础、客户认可度均在行业头部，AI在端侧渗透时其端口优势在行业内可复制性低。

■ **快手-W：基本面稳健，视频生成模型可灵将贡献估值溢价。**公司用户生态差异化明显，Q3 DAU突破4亿，DAU/MAU比例57%，同比提升，用户粘性较高；DAU日均使用时长达132分钟，同比增长2%。商业化稳步推进，Q3电商GMV保持15%同比增长，同时短剧等新内容赛道带动外循环广告收入保持较快增长。盈利能力同比保持提升趋势，毛利率及经调整净利率中长期仍有提升空间。技术在全球领先的视频生成模型可灵贡献估值溢价，期待后续新版本迭代或AI视频的出圈。

■ **美图公司：AI赋能增收+全球化布局持续兑现。**美图深耕影像赛道，2023

行业走势



相关研究

《互联网格局演变系列报告（一）本地生活竞争复盘》

2024-07-16

《AI+跨境电商：迎来收入和利润共振》

2023-05-17

年以来公司产品功能及相关技术不断迭代升级，AI提升产品力，驱动用户付费率提升，带来影像与设计业务收入持续高速增长和业绩的强兑现。公司积极推进国际化战略，将以更本地化的产品推进全球化战略。我们看好公司产品快速工程化和迭代能力，带来海外影像设计产品MAU、付费渗透率提升，以及生产力产品订阅用户数增长，成为业绩增长的又一强驱动。

- **投资建议：**DeepSeek 带动 AI 调用、推理成本下降后，AI 应用试错成本下降，我们看好 2025 年成为 AI 应用快速落地，渗透率提升的一年。我们重点推荐应用生态丰富、掌握流量入口的腾讯控股，重点推荐大模型和云业务均占据优势地位的阿里巴巴-W，同时推荐小米集团-W、快手-W、美图公司、哔哩哔哩等，同时建议关注腾讯链、阿里链、字节链机会，具体标的上，建议微盟集团、顺网科技、润健股份、创业黑马、光云科技、乐鑫科技，润泽科技、华勤技术等。
- **风险提示：**产业进展不及预期，主业竞争风险，短期投入增加影响盈利能力。

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9988.HK	阿里巴巴-W	21,751	124.1	8.33	8.14	8.82	13.74	14.05	12.97	买入
0700.HK	腾讯控股	42,132	497.8	17.18	23.68	26.21	26.72	19.38	17.51	买入
1024.HK	快手-W	2,337	58.9	2.39	4.10	5.11	22.76	13.24	10.62	买入
3690.HK	美团-W	9,350	167.7	3.85	7.48	9.47	40.21	20.66	16.33	买入
1810.HK	小米集团-W	11,449	49.5	0.70	0.79	0.92	65.51	57.94	49.40	买入
1357.HK	美图公司	273	6.5	0.08	0.12	0.20	74.18	49.35	30.32	买入
BILI.O	哔哩哔哩	607	20.3	-8.22	-0.25	4.65	-	-	31.38	买入

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测。注：1) 总市值、EPS 单位均为人民币，收盘价单位中港股公司为港元，美股公司为美元，总市值和收盘价截止至 2025/2/19；2) 除了小米集团之外，其他公司盈利预测及 PE 均为经调整口径；3) 阿里巴巴盈利预测及 PE 估值时间区间为 FY2024A、FY2025E、FY2026E。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>