

# 互联网行业 2025 年 4 月投资策略

## 海内外科技厂商大模型快速更新，央企持续深化“AI+”行动

优于大市

### 核心观点

#### 3月行情回顾：

**人工智能动态：**1) **OpenAI：**4o、Sora 迎来重大升级更新；2) **谷歌：**推出 Gemini 2.5 系列 AI 推理模型，更新 Pixel 功能；3) **苹果：**发布新款 Mac Studio，在 AI 模型方面表现出色；4) **微软：**与新加坡各部门展开持续合作；5) **Meta：**Meta AI 进军欧洲市场，推出 LLaMA 4 语音模型；6) **腾讯：**推出自研深度思考模型混元 T1；7) **阿里：**开源通义 QwQ-32B，推出 AI 旗舰级应用。

**互联网行业动态：**1) **游戏：**3月国产游戏版号下发，腾讯《雪中悍刀行》等重点游戏获批；2) **金融科技：**2月支付机构备付金同比上涨1%；3) **电商：**天猫发布 2025 年经营策略，拼多多上线电话视频功能；4) **本地生活：**京东外卖订单突破 100 万，全职骑手超过 1 万人；5) **短视频：**腾讯 QQ 调整短视频业务。

**4月投资策略：**全年维度，我们认为 25 年产业趋势将成为国内互联网巨头，重要股价驱动因素，核心看 AI 和消费方向的变化。伴随着 Deepseek 开源模型推广应用，我们观察到国内互联网与模型厂商也纷纷推出对标全球领先水平的大模型。模型层的能力拉平利好云厂商下游需求增长，降低 AI 应用研发与落地的成本，加速 AI 应用发展。同时将显著缩小了云厂 AI 前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，有望进一步提升国产云厂商盈利能力。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

**风险提示：**政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元/ 美元)	总市值 (百万港元/ 美元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
0700.HK	腾讯控股	优于大市	437.8	4,090,285	19.5	22.2	20	18
9999.HK	网易-S	优于大市	145.8	468,132	11.2	12.0	12	11
3690.HK	美团-W	优于大市	164.6	1,001,141	5.8	7.9	26	19
9888.HK	百度集团-SW	优于大市	100.6	282,205	10.7	11.4	8	8
1024.HK	快手-W	优于大市	50.8	220,212	4.0	5.7	12	8
9988.HK	阿里巴巴-SW	优于大市	102.5	1,967,864	8.0	9.2	12	10
PDD.O	拼多多	优于大市	135.4	1,462,604	17.9	25.9	13	9
9618.HK	京东集团-SW	优于大市	152.0	483,882	11.3	12.5	12	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 互联网

#### 优于大市 · 维持评级

**证券分析师：张伦可** 0755-81982651  
zhanglunke@guosen.com.cn  
S0980521120004

**证券分析师：陈淑媛** 021-60375431  
chenshuyuan@guosen.com.cn  
S0980524030003

**证券分析师：张昊晨** zhanghaochen1@guosen.com.cn  
S0980525010001

**证券分析师：王颖婕** wangyingjie1@guosen.com.cn  
S0980525020001

**联系人：刘子谭**  
liuzitan@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《人工智能周报（25年第10周）-阿里巴巴发布并开源推理模型 QwQ-32B，国产 AI Agent 产品 Manus 发布》——2025-03-11

《互联网行业 2025 年 3 月投资策略-模型平权利好云厂，AI 重塑互联网巨头估值空间》——2025-03-03

《人工智能周报（25年第8周）-Deepseek 拉动云计算需求，巨头加码 AI 投入》——2025-02-24

《人工智能周报（25年第6周）-国产大模型百花齐放，追赶全球领先水平》——2025-02-10

《互联网行业 2025 年 2 月投资策略-估值回落明显，加仓港股互联网巨头正当时》——2025-01-24

## 内容目录

行情回顾：3月恒生科技指数下跌1.1% .....	4
人工智能动态： .....	6
OpenAI：4o、Sora 迎来重大升级更新 .....	6
谷歌：推出 Gemini 2.5 系列 AI 推理模型，更新 Pixel 功能 .....	6
苹果：发布新款 Mac Studio，在 AI 模型方面表现出色 .....	6
微软：与新加坡各部门展开持续合作 .....	7
Meta：Meta AI 进军欧洲市场，推出 LLaMA 4 语音模型 .....	8
腾讯：推出自研深度思考模型混元 T1 .....	8
阿里：开源通义 QwQ-32B，推出 AI 旗舰级应用 .....	8
行业政策：央企持续深化“AI+”专项行动 .....	9
行业动态：3月国产游戏版号下发，抖音外卖升级“随心团”整合到家到店业务 .....	10
游戏：3月国产游戏版号下发，腾讯《雪中悍刀行》等重点游戏获批 .....	10
金融科技：2月支付机构备付金同比上涨1% .....	11
电商：天猫发布2025年经营策略，拼多多上线电话视频功能 .....	12
本地生活：京东外卖订单突破100万，全职骑手超过1万人 .....	12
短视频：腾讯QQ调整短视频业务 .....	13
互联网板块公司公告与新闻一览 .....	13
重点公司新闻 .....	13
其他公司新闻 .....	14
盈利预测投资建议 .....	15
风险提示 .....	15

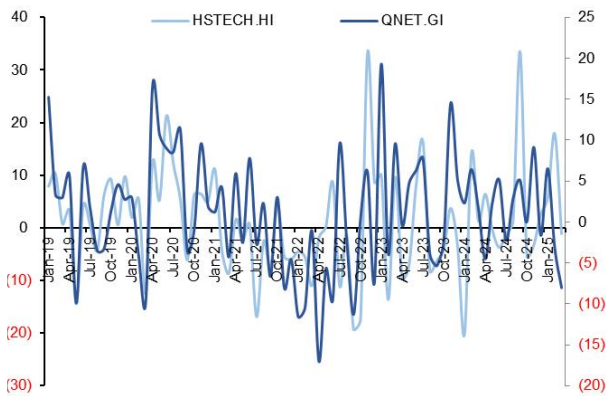
## 图表目录

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅 .....	4
图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势 .....	4
图3：3 月互联网板块重点公司表现 .....	4
图4：2025 年 3 月互联网板块股价下跌的股票（%） .....	5
图5：2025 年 3 月互联网板块涨幅 TOP 10 的股票（%） .....	5
图6：恒生科技指数 PE-TTM 情况 .....	5
图7：苹果 Mac Studio .....	7
图8：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%） .....	11

## 行情回顾：3月恒生科技指数下跌1.1%

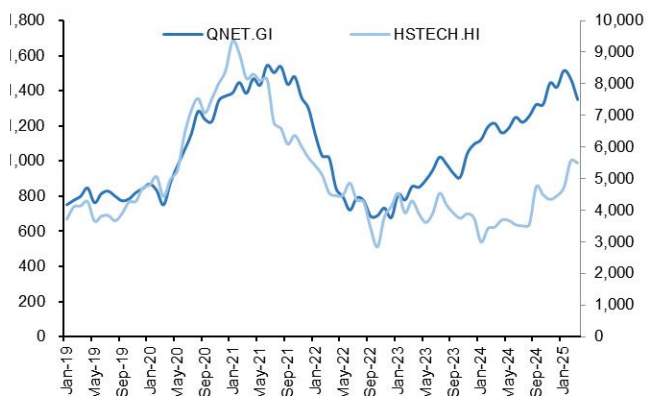
**指数情况：**3月恒生科技指数录得下跌，单月跌幅为1.1%。同期，纳斯达克指数录得下跌，单月跌幅为7.9%。

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股方面，互联网多数股票股价录得上涨，其中：

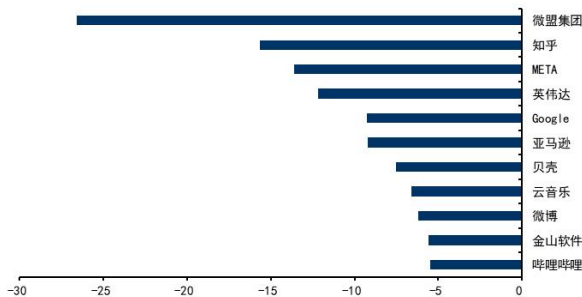
- 1) 港股方面，BOSS直聘、美图公司、百度集团为本月表现前三的股票，单月涨幅为21.6%、12.4%、11.8%，跑赢恒生科技指数22.7pct、13.5pct、12.9pct。
- 2) 美股方面，腾讯音乐、爱奇艺、拼多多为本月表现前三的股票，单月涨幅为18.0%、8.2%、5.9%，跑赢纳斯达克指数25.9pct、16.1pct、13.8pct。

图3：3月互联网板块重点公司表现

细分板块	证券代码	证券名称	月涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	收盘价	市值（亿人民币）
文娱	0772.HK	阅文集团	3.8	4.9	-9.98	26.2	247
	IQ.O	爱奇艺	8.2	16.3	-53.89	2.3	155
	9899.HK	云音乐	-6.6	-5.5	68.25	151.0	303
	TME.N	腾讯音乐	18.0	26.1	61.05	14.4	1,811
游戏	0700.HK	腾讯控股	6.5	7.6	75.03	509.5	43,259
	9999.HK	网易	3.1	4.2	16.46	157.6	4,669
	BILI.O	哔哩哔哩	-5.5	2.6	57.93	19.2	597
	1024.HK	快手	10.9	12.0	5.95	56.1	2,230
社区	WB.O	微博	-6.2	1.9	-5.59	9.4	175
	ZH.N	知乎	-15.7	-7.6	-23.29	4.3	30
	1357.HK	美图公司	12.4	20.5	53.31	5.3	224
	BZ.O	BOSS直聘	21.6	29.7	17.16	19.5	654
平台	BEKE.N	贝壳	-7.5	0.5	30.21	20.6	1,813
	3690.HK	美团	-1.2	-0.1	95.48	160.1	9,026
	9888.HK	百度集团	11.8	12.9	-19.60	93.4	2,416
	META.O	META	-13.6	-5.5	63.71	576.7	104,849
电商	GOOGL.O	Google	-9.3	-1.2	11.01	154.3	135,668
	9988.HK	阿里巴巴	2.7	3.9	77.03	131.0	22,969
	9618.HK	京东集团	2.4	3.5	50.24	164.4	4,829
	6618.HK	京东健康	-2.1	-1.0	-15.35	33.1	977
SaaS	0241.HK	阿里健康	-4.2	-3.1	13.21	4.8	713
	PDD.O	拼多多	5.9	14.0	-17.67	120.5	12,002
	AMZN.O	亚马逊	-9.2	-1.1	26.84	192.7	146,546
	SE.N	SEA	2.7	10.8	222.64	130.7	5,385
硬件	VIPS.N	唯品会	2.6	10.7	-6.89	16.1	593
	MSFT.O	微软	-4.6	3.5	1.69	378.8	202,053
	0268.HK	金蝶国际	3.0	4.1	15.29	13.1	429
	3888.HK	金山软件	-5.6	-4.5	58.13	37.9	467
硬件	2013.HK	微盟集团	-26.6	-25.5	-36.81	1.8	61
	NVDA.O	英伟达	-12.2	-4.1	121.54	109.7	192,005

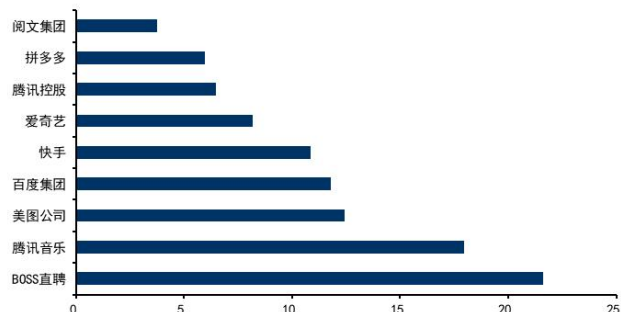
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2025年3月互联网板块股价下跌的股票（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

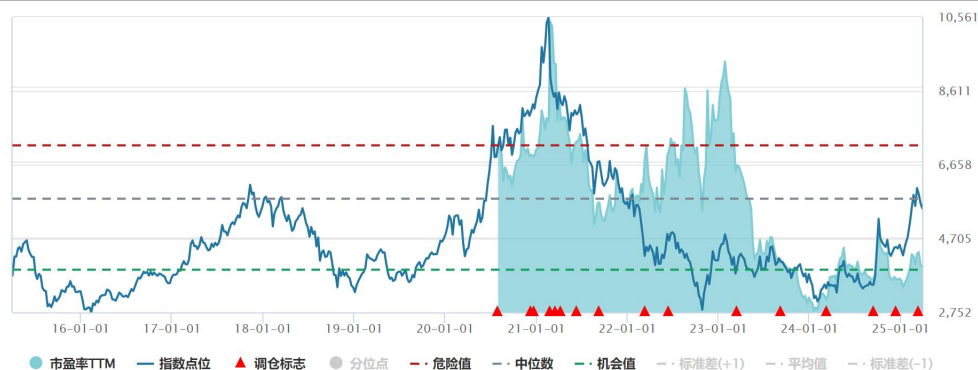
图5：2025年3月互联网板块涨幅TOP 10的股票（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从市盈率看，恒生科技指数估值大幅上涨：截至2025年3月30日，恒生科技指数PE-TTM为22.84x，处于恒生科技指数成立以来22.63%分位点。

图6：恒生科技指数PE-TTM情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 人工智能动态：

### OpenAI：4o、Sora 迎来重大升级更新

(1) 3月25日，OpenAI 对 GPT-4o 和 Sora 进行了重大更新，发布了全新的文生图模型。该模型能够精确渲染文本内容、支持多模态输入输出（文本、图像、音频），能理解复杂指令并结合上下文，还能创建具有真实感的第一人称视角图像，以及处理上传的图片进行编辑或风格转换等。与作为扩散模型的 DALL·E 不同，4o 图像生成是一个自回归模型。

(2) 3月12日，OpenAI 发布了一系列全新的开发工具和 API，包括全新的 Responses API、三种内置工具以及一个开源的 Agents SDK，旨在简化智能体的开发过程、提高开发效率、为智能体开发者构建平台：

- ① **全新的 Responses API**：深度融合对话式 API（主要用来生成对话回复）与助手 API（能让 AI 调用外部功能，比如查资料、操作计算机），打造面向智能体开发的统一接口范式，显著降低构建 Agent 应用的复杂度。
- ② **内置工具**：包括网络搜索、文件搜索和计算机使用等功能。
- ③ **全新的智能体 SDK**：这是个开源的多智能体工作流编排框架。它让开发者能够轻松定义智能体角色和工具，实现智能体之间的无缝交接任务，还提供了安全检查机制和实时监控功能，让智能体的协作更加高效、可控。该 SDK 也支持其他提供商的模型。
- ④ **集成的可观测性工具**：用于追踪和检查智能体工作流的执行情况。

### 谷歌：推出 Gemini 2.5 系列 AI 推理模型，更新 Pixel 功能

(1) 3月25日，谷歌推出了 Gemini 2.5 系列 AI 推理模型，其中首个发布的 Gemini 2.5 Pro Experimental 被谷歌称为其最智能的模型。该模型具有推理功能，能够先“思考”再回答问题，适用于多种任务，如数学、科学和编程等，能够系统地处理问题，逐步分解提示，改进解决方案，并选择最准确的回应。同时，它在多模态方面表现出色，能够处理文本、音频、图像、视频和代码库等多种数据形式。该模型在公司的开发者平台 Google AI Studio 以及面向每月支付 20 美元的 AI 计划的 Gemini Advanced 应用程序中推出。谷歌同时表示，未来其所有新的 AI 模型都将内置推理能力。

(2) 3月6日，谷歌发布了 2025 年 3 月的 Pixel 功能更新，其中 Gemini Live 2.0 得到了增强。该功能由 Flash 2.0 模型支持，现在支持超过 45 种不同语言，用户可以在不手动调整语言设置的情况下与语音聊天机器人交流多种语言。此外，Gemini Live 还具备了多模态能力，用户可以上传图片、文件，甚至添加 YouTube 链接和文本提示来提问。

### 苹果：发布新款 Mac Studio，在 AI 模型方面表现出色

(1) 3月5日，苹果发布了搭载 M4 Max 和 M3 Ultra 芯片的新款 Mac Studio，该设备能够非常快速地运行大型语言模型（LLMs），其先进的 GPU 和高达 512GB 的统一内存使其在运行 AI 模型方面表现出色。这款终极专业台式机提供突破性的

专业性能，丰富的连接性，现在还支持 Thunderbolt 5，其紧凑且静音的设计可直接放置在桌面上。Mac Studio 凭借其强大的 CPU、苹果先进的图形架构、更高的统一内存容量、超快的 SSD 存储以及更快速、更高效的神经网络引擎，能够处理最密集的工作负载。与上一代相比，性能大幅提升，对于从旧款 Mac 迁移过来的用户来说，是一次巨大的飞跃。

图7: 苹果 Mac Studio



资料来源：苹果官网，国信证券经济研究所整理

(2) 3月25日，苹果向用户推送了 iOS 18.4 RC 更新，此次更新使 Apple Intelligence 支持了更多语言，其中包括简体中文。

## 微软：与新加坡各部门展开持续合作

(1) 3月11日，微软宣布通过其 AI Pinnacle Program 与新加坡公共和私营部门展开新的合作，包括与嘉里兰、Olam Food Ingredients、SATS、Singtel 和 SJ 集团等公司合作，推动 AI 在各行业的应用落地。微软今天通过其 AI 巅峰计划宣布与公共和私营部门建立新的合作关系，以扩大变革性技术的社区采用规模，并进一步巩固新加坡在人工智能时代的领先地位。这些举措将进一步通过人工智能转型行业，为商业提供上下文相关的生成式人工智能，支持人工智能研究，提升劳动力技能，并扩大当地人工智能人才库。AI 巅峰计划已扩展，以建立实施人工智能的能力，包括更多有志于在其组织、生态系统和价值链中大规模推动人工智能的部门和行业先驱。这与新加坡政府作为 2025 年预算的一部分推动技术驱动增长的目标相一致。

(2) 3月21日，微软推出了 Phi-4-Multimodal，这是一个高性能的开源权重模型，能够同时处理文本、图像和语音。该模型基于 Transformer 架构，拥有 56 亿个参数，在语音转录、图像处理等方面表现出色。

## Meta: Meta AI 进军欧洲市场, 推出 LLaMA 4 语音模型

(1) 3月20日, Meta 宣布其 AI 虚拟助手 Meta AI 将在欧洲推出, 覆盖 Meta 旗下的多个社交平台, 包括 Facebook、Instagram 和 WhatsApp 等。不过, 由于与欧洲隐私监管机构的持续监管斗争, 该助手在欧洲的版本功能将受到限制。此外, Meta 还向 TechCrunch 确认, Meta AI 将进入英国 WhatsApp, 此前它在该国自 10 月推出以来一直限于 Facebook、Instagram 和 Ray-Ban Meta 眼镜。Meta AI 自 2023 年以来在美国可用, 作为一款人工智能助手, 不仅能够聊天和回答问题, 还能生成图像和创建风格化的自拍, 及其他创意奇迹, 这些功能在欧洲版本中尚未提供。

(2) 3月7日, Meta 推出了 LLaMA 4, 这是一个语音驱动的 AI 模型, 旨在实现自然语言处理, 能够理解并生成语音, 为用户提供更自然的交互体验。LLaMA 4 在语音处理方面有了显著的改进, 能够实现语音与文本的无缝处理。这意味着用户可以通过语音指令与 AI 进行交互, 而 AI 也能够以语音形式进行回应, 使交互过程更加自然和直观。同时, 该模型支持实时语音打断功能, 类似于 OpenAI 和 Google 的最新模型, 这使得用户在与 AI 对话时可以随时打断并修改输入, 增强了对话的动态性和灵活性。

## 腾讯: 推出自研深度思考模型混元 T1

(1) 3月21日, 腾讯推出了自研的深度思考模型混元 T1 正式版。该模型以腾讯在 3 月初发布的业界首个超大规模 Hybrid-Transformer-Mamba MoE 大模型 Turbo S 为基座打造, 是工业界首次将混合 Mamba 架构无损应用于超大型推理模型。这种架构可以有效降低传统大模型 Transformer 结构的计算复杂度, 显著提升了推理速度, 在实际运行中吐字速度最快能达到 80 tokens/s。

(2) 3月26日凌晨, 腾讯元宝接入了 DeepSeek V3-0324 最新版模型。该模型擅长快速生成, 一句话指令就能写代码, 具有更强的前端开发能力, 能够实现网站和 App 开发, 同时在解数学题、文本创作等方面表现也较前代更快更准。

(3) 3月, 腾讯基于“自研+开源”多模型策略, 加速全域产品的 AI 渗透, 对集团组织架构进行了调整, 以匹配 AI 战略转向。例如, 腾讯将腾讯元宝、QQ 浏览器、搜狗输入法等更多 AI 产品和应用调整到 CSIG (云与智慧产业事业群), 使 AI 产品矩阵更专注于商业化, 而负责混元大模型开发任务的 TEG (技术工程事业群) 则聚焦提升模型性能。

## 阿里: 开源通义 QwQ-32B, 推出 AI 旗舰级应用

(1) 3月6日, 阿里巴巴发布并开源全新的推理模型通义千问 QwQ-32B。通过大规模强化学习, 千问 QwQ-32B 在数学、代码及通用能力上实现质的飞跃, 整体性能比肩 DeepSeek-R1。千问 QwQ-32B 还大幅降低了部署使用成本, 在消费级显卡上也能实现本地部署。目前, 阿里已采用宽松的 Apache 2.0 协议, 将千问 QwQ-32B 模型向全球开源。

(2) 3月13日, 阿里正式推出 AI 旗舰应用, 新夸克发布“AI 超级框”。阿里巴巴宣布推出 AI 旗舰应用——新夸克。新夸克基于阿里通义领先的推理及多模态大模型, 全面升级为一个无边界的“AI 超级框”。阿里巴巴表示, 未来通义系列模型的最新成果都将第一时间接入夸克。新夸克将告别传统搜索, 升级为一个 All in One 的“AI 超级框”, 满足用户工作、学习、生活的各类 AI 需求。



(3) **蚂蚁集团 AI 训练取得突破：使用国产芯片，成本降低 20%**。彭博社 3 月 24 日报道，蚂蚁集团正利用中国国产半导体开发 AI 模型训练技术，成功将成本降低约 20%。蚂蚁集团采用包括阿里巴巴和华为芯片在内的国产硬件，结合“专家混合机器学习”方法训练模型，性能可媲美英伟达 H800 芯片。蚂蚁集团称其模型在某些基准测试中表现优于 Meta。若技术如宣传般有效，其平台或将通过降低 AI 服务成本，推动中国 AI 产业进一步发展。彭博社分析指出，此进展凸显中国 AI 领域创新能力的提升。若蚂蚁集团的成果得到验证，将标志着中国在 AI 自给自足道路上迈出关键一步，通过成本更低、效率更高的模型应对英伟达芯片出口限制。

## 行业政策：央企持续深化“AI+”专项行动

今年的《政府工作报告》提出，持续推进“人工智能+”行动。3 月 25 日举行的中央企业“人工智能+”成果媒体通气会传来消息，国务院国资委连续两年召开“AI+”专题推进会，出台专项支持政策，开展人工智能特训，持续深化中央企业“AI+”专项行动，在应用、算力、数据、模型等人工智能产业重点领域取得积极成效。人工智能是新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量。根据国务院国资委的部署，中央企业要紧盯发展态势、服务国家战略，全力当好国家智算基础设施的重要供给者、人工智能赋能千行百业的重要破题者、产业体系化布局的重要组织者。在编制企业“十五五”规划中，要将发展人工智能作为重点。

3 月 25 日至 28 日博鳌亚洲论坛 2025 年年会在海南博鳌举行，AI 成为今年年会的关注重点之一。期间举办了多场人工智能主题分论坛，如“AI：如何做到应用与治理的平衡推进？”“在 AI 应用中塑造核心竞争力”等，探讨了 AI 治理、应用、未来发展等问题。人工智能成为年会期间中外嘉宾关注的焦点，各种 AI 工具几乎成为嘉宾和记者们的标配，人工智能与创新发展是论坛的四大主题之一。与会嘉宾普遍认为，当前全球人工智能技术已经进入爆发式发展阶段，如何发掘动力，加强人工智能的应用与治理，推动创新发展，是未来需要考虑的问题。

3 月 17 日至 21 日英伟达 GTC 大会在美国加州圣何塞举行，是全球规模最大的 AI 技术盛会之一。大会期间发布了多项 AI 新技术和产品，如 Blackwell Ultra GPU、Rubin 架构等，揭示了 AI 算力需求的指数级增长，预示着全球产业链即将迎来的深度重构。

- ① **Blackwell Ultra GPU**：被英伟达 CEO 黄仁勋称为“推动新一轮工业革命的引擎”，其推理能力是前代 Hopper 架构的 30 倍左右，运行生成式人工智能大型语言模型的成本和能耗是 Hopper 的 25 倍
- ② **人形机器人基础模型“GROOT 项目”**：这是人工智能和机器人技术的“下一波浪潮”，由 GROOT 驱动的机器人将通过观察人类动作来理解自然语言和模仿动作。
- ③ **Jetson Thor**：一款用于人形机器人的新型计算机，具有 GenAI 功能，是英伟达人工智能驱动机器人计划的一部分

## 行业动态：3月国产游戏版号下发，抖音外卖升级“随心团”整合到家到店业务

### 游戏：3月国产游戏版号下发，腾讯《雪中悍刀行》等重点游戏获批

2025年3月21日，国家新闻出版署公布了3月份国产网络游戏审批信息，共有129款国产网络游戏，创下近两年国产网络游戏单月版号发放新高。加上5款进口网络游戏，本月单月版号达到134款，仅次于今年1月的136款（其中国产123款，进口13款）。129款国产网络游戏，主要为移动游戏，另有1款客户端游戏，10款移动、客户端双端游戏，1款移动、客户端、网页三端游戏获批。5款进口网络游戏均为移动游戏。

其中知名厂商或产品包括：网易雷火《山海奇旅》、腾讯《雪中悍刀行》、游族网络《少年三国志3》、恺英网络《传奇归来》、完美世界《金闪闪骑士团》、北纬科技《梦幻都市》、巨人网络《口袋斗蛭蛭》、三七互娱《万王起源》、西山居《剑侠世界4：无限》、三七互娱《万王起源》、星辉游戏《有个大侠》、灵犀互娱《赤兔与小将军》等。

《雪中悍刀行》获得移动、客户端版号，游戏微博显示，这款游戏由原著作者“烽火戏诸侯”授权并监制，由腾讯光子工作室群研发，是一款武侠多端游戏。《山海奇旅》获得移动、客户端版号，曾用名《代号：奇旅》，首曝于2024年8月，是一款模拟经营游戏。

另外，有5款游戏审批信息变更。其中《黑神话：悟空》增加游戏机-PS5版号，这意味着《黑神话：悟空》PS5版即将登陆国服。

进入2025年以来，国产、进口版号已经实现每月稳定同步发放，截至3月，2025年共计发放362款国产版号、21款进口版号，数量相较于2023年显著增加，有望提振游戏行业市场信心。

2025年3月游戏新闻：

**《英雄联盟》2025全球先锋赛开赛。**3月10日，《英雄联盟》2025全球先锋赛拉开序幕，五个赛区的第一赛段优胜者在韩国首尔争夺新赛季制度下首届《英雄联盟》电竞全球赛事的桂冠，其中LPL第一赛段最终决赛上，TES战队一穿五夺冠，代表LPL赛区出征2025全球先锋赛。3月21日，拳头游戏宣布《英雄联盟》2025季中冠军赛6月27日至7月12日在温哥华举行。届时，来自五大赛区的两支队伍将争夺季中冠军赛冠军头衔，表现最好的两个赛区将赢得额外的全球总决赛名额。

**《黑神话：悟空》获BAFTA六大游戏奖提名以及GDC 2025最佳视觉艺术奖。**3月5日，英国电影学院奖（BAFTA）公布了2025年游戏奖提名名单，《黑神话：悟空》获艺术成就奖、最佳游戏奖、最佳音乐等6项提名。3月20日，第25届年度游戏开发者选择奖（GDCA）公布了最终获奖名单，《黑神话：悟空》和《宇宙机器人》此前都获得了7个奖项提名、并列第一，但最终《小丑牌》拿到年度最佳游戏，《黑神话：悟空》获最佳视觉艺术奖。

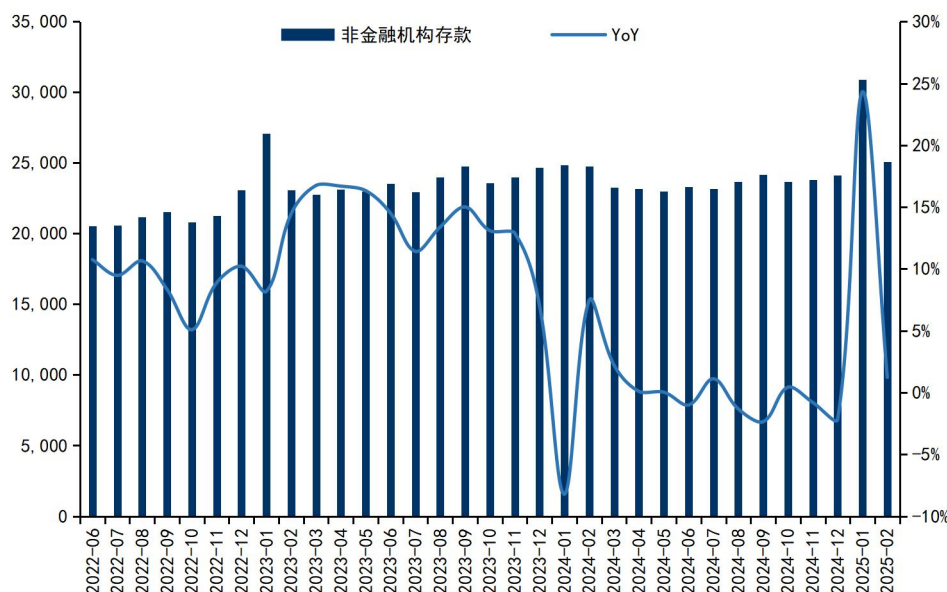
**微软推出“游戏版Copilot”。**3月14日，Xbox游戏AI业务副总裁法蒂玛·卡达尔和下一代业务副总裁杰森·罗纳德揭晓了即将面向Xbox玩家推出的AI赋能更新。此次亮相的AI游戏助手Copilot for Gaming即将向Xbox Insiders

开放移动端抢先体验。官方表示，其旨在成为玩家的个性化游戏搭档，帮助玩家快速进入喜爱的游戏、提升游戏技巧，并加强社交互动。

## 金融科技：2月支付机构备付金同比上涨1%

**2月支付机构备付金同比上涨1%。**根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在2月达25092亿元，同比上涨1%，环比下降19%。

图8：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

**国际证监会组织发布关于资本市场人工智能的咨询报告。**3月12日，国际证监会组织发布关于资本市场人工智能的咨询报告。该报告经与成员及利益相关者接触，明确其主要发现：（1）企业日益借助人工智能辅助机器人咨询、算法交易、投资研究、情绪分析等应用及功能中的决策过程，强化监控与合规功能，其中在反洗钱和反恐融资措施方面体现的尤为明显；（2）公司利用人工智能最新进展：通过任务自动化支撑内部运营流程、加强沟通并完善风险管理功能等；（3）常被提及的风险有：人工智能的恶意使用、模型和数据考量、集中化与外包及第三方依赖、人机系统交互；（4）行业实践持续发展：部分金融机构将人工智能纳入现有风险管理和治理结构，部分进行定制安排；（5）金融领域人工智能使用的监管措施也在演进，有的国家采用现有监管框架，有的则制定新框架。

**迪拜金融服务管理局为创新公司开放代币化监管沙盒。**3月18日，迪拜国际金融中心（DIFC）的独立监管机构迪拜金融服务管理局（DFSA）宣布启动代币化监管沙盒项目，面向全球招募参与企业。作为DIFC法定监管主体，DFSA负责该自由贸易区的金融市场监管与合规管理。此次推出的监管沙盒是DFSA创新测试许可证计划的重要组成部分，旨在为开发代币化投资产品及服务的企业提供受监管的实验环境，通过结构化测试流程帮助企业从概念验证过渡到正式商业运营。该沙盒计划重点关注股票、债券、伊斯兰债券及基金份额等资产的代币化发行、交易、托管与结算服务，同时向现有持牌机构开放业务扩展通道。DFSA强调，参与企业需具备健全的商业模式、合规管理能力及监管适应性。经评估符合条件的企业将

获得定制化监管支持，包括测试方案设计、合规指导及市场准入路径规划。此次将监管框架延伸至代币化领域，进一步巩固了迪拜作为全球数字资产中心的竞争力。

## 电商：天猫发布 2025 年经营策略，拼多多上线电话视频功能

### 得物官宣 2025 年费率新政：核心类目最高降费 16%，助力商家低成本高增长

3 月 15 日得物宣布，自 2025 年起费率下调政策，鞋服箱包、美妆个护等 30 余核心类目费率显著下降，最高降幅达 16%，同步推出行业首创的“一口价封顶”模式，比如 5000 元美妆商品服务费上限仅 199 元。通过整合 4 项收费合并为单一“平台基础服务费”、叠加 1:1 营销返现补贴等多种扶持政策，让商家综合经营成本立省，算账更清晰，利润一目了然。首批参加内测的某潮牌商家，费率下调并叠加新品流量扶持，周订单飙升 300%。目前平台 5 亿年轻用户催生美妆个护、运动户外、服装、潮玩数码、食品饮料等蓝海类目持续爆发，新入驻商家可享 0 成本入驻及百亿流量扶持，政策红利窗口期正式开启。

### 拼多多上线电话视频功能

3 月 20 日，拼多多上线视频通话功能，允许商家向消费者发起视频讲解，默认关闭用户摄像头以保护隐私，旨在提升沟通效率并解决信任问题。此举针对消费者对“确定性体验”和商家对“服务分层”的需求，虽非行业首创（京东 2023 年已推出类似功能），却因拼多多中小商家售后痛点突出而备受关注。功能聚焦售后场景如安装指导，或成商家服务能力显性标签，助力品质升级，但面临商家成本压力与用户习惯养成挑战，阿里京东跟进可能性因平台基因差异存疑。

### 天猫发布 2025 年经营策略：全力扶持优质品牌、原创品牌，激励政策全面放开，做大品牌增长

3 月 26 日天猫发布 2025 年经营策略：全力扶持优质品牌、原创品牌，激励政策全面放开，做大品牌增长。“优质品牌不单单是 GMV 头部品牌，更是有原创性有创造力，能引领消费需求创造出好产品获得新用户，产生粘性用户，可长期持续经营发展的品牌。”天猫总裁家洛表示，品牌每造一个超级新品都是一次抢占新客抢占市场的绝佳机会，今年将从商家激励、新品扶持、品牌会员、品质直播、用户增长等方面投入力度空前的战略级资源，以领先的 AI 技术，打响优质品牌 2025 年的增长战役。

## 本地生活：京东外卖订单突破 100 万，全职骑手超过 1 万人

3 月 20 日，京东宣布外卖全职骑手已突破 10000 人，平台承担骑手缴纳五险一金的全部成本。京东外卖宣布已与超 1 万名全职骑手签订劳动合同，自 3 月 1 日起全面推进五险一金缴纳，所有成本由京东承担，确保骑手收入不受影响，每日超 500 名骑手签约，成为首家为外卖骑手提供此保障的平台。京东外卖 2 月 11 日上线，已覆盖全国 126 城，入驻 40 万+品质餐厅，推行“0 佣金”政策至 2025 年 5 月，并为 PLUS 会员及大学生提供最高 20 元餐补，彰显骑手权益保障与行业引领责任。

3 月 24 日，京东外卖上线 40 天，日订单破 100 万。京东外卖上线 40 天，日订单量突破 100 万，已覆盖 142 城，入驻超 45 万家品质餐厅，“0 佣金”政策推动商家月销超 2000 单门店激增，至 2025 年 5 月 1 日前入驻商家全年免佣金。平台坚持“品质外卖”理念，每日 10 点和 20 点提供最高 20 元餐补，PLUS 会员及大学生优先，所有用户可抽取优惠，通过京东 App “品质外卖”入口参与，彰显服务



品质与商家支持力度。

## 短视频：腾讯 QQ 调整短视频业务

**腾讯 QQ 调整短视频业务。**3 月 24 日，腾讯 QQ 宣布，因运营策略调整，QQ 短视频业务自 2025 年 4 月 2 日起（若遇特殊情况可能延后调整）不再支持用户发布个人作品和浏览他人的作品，用户过往的短视频作品将自动保存至 QQ 空间。

**腾讯混元发布并开源图生视频模型。**3 月 6 日，腾讯混元发布图生视频模型并对外开源，同时上线对口型与动作驱动等玩法，并支持生成背景音效及 2K 高质量视频。基于图生视频的能力，用户只需上传一张图片，并简短描述希望画面如何运动、镜头如何调度等，混元即可按要求让图片动起来，变成 5 秒的短视频，还能自动配上背景音效。此外，上传一张人物图片，并输入希望“对口型”的文字或音频，图片中的人物即可“说话”或“唱歌”；使用“动作驱动”能力，还能一键生成同款跳舞视频。

## 互联网板块公司公告与新闻一览

### 重点公司新闻

**腾讯混元自研深度思考模型 T1 发布。**3 月 21 日，腾讯混元正式推出自研深度思考模型混元 T1 正式版。据官方介绍，T1 吐字快、能秒回，还擅长超长文处理，是腾讯自研的强推理模型。通过大规模强化学习，并结合数学、逻辑推理、科学和代码等理科难题的专项优化，混元 T1 正式版进一步提升了推理能力。在体现推理模型基础能力的常见 benchmark 上，如大语言模型评估增强数据集 MMLU-PRO 中，混元 T1 取得 87.2 分，仅次于 o1。在 CEval、AIME、Zebra Logic 等中英文知识及竞赛级数学、逻辑推理的公开基准测试中，混元 T1 的成绩也达到业界领先推理模型的水平。

**腾讯元宝已支持通过自然语言分析复杂 Excel。**3 月 21 日，腾讯元宝升级上线了读 Excel 能力。用户上传表格后，只需用一句话提问，元宝即可完成计算、分析和重点提取，无需再手动输入公式。面对数据量较大的表格，用户可以选择切换至混元（Hunyuan）模型，并关闭深度思考模式。这样，快思考模型混元 Turbo S 即可自动生成代码，帮助用户高效处理和分析复杂表格。腾讯元宝的这项功能不仅支持本地上传表格，还支持从微信和腾讯文档直接导入。混元 + DeepSeek 都支持，且支持电脑版、Web、移动端。

**腾讯元宝近一个月日活激增超 20 倍。**3 月 19 日，腾讯总裁刘炽平在 2024 年年报媒体沟通会上披露，旗下 AI（人工智能）助手腾讯元宝 2 月至 3 月日活（DAU）激增超 20 倍，成为了中国 DAU 排名第三的 AI 原生移动应用。自腾讯元宝在今年 2 月份接入 DeepSeek 后，腾讯就在市场营销方面密集发力。元宝的身影出现在包括微信、QQ、腾讯视频等在内的腾讯系各类平台，微信更是罕见的在搜索栏底部及“生活服务九宫格”为元宝开放入口。微信及 WeChat 合并月活跃账户数增至 13.85 亿，AI 技术在搜索、输入法、内容生成等场景中加速落地。其中，微信搜一搜通过接入混元、DeepSeek 等大模型，显著提升搜索智能化与精准度，腾讯自研模型驱动搜索结果现已覆盖超过 90% 的问答类搜索。

**腾讯 AI 战略进入重投入期：去年研发投入 706.9 亿元，7 年累计 3912 亿元。**3 月 19 日，腾讯在发布的 2024 年 Q4 及全年业绩报告中披露，腾讯 AI 战略进入重投入期，2024 年研发投入达 706.9 亿元，七年累计投入达 3912 亿元。



资本开支连续四个季度实现同比三位数增长，年度资本开支更突破 767 亿元，同比增长 221%，创下历史新高。

**腾讯控股：2024 年全年营收 6602.6 亿元人民币，同比增长 8%。**3 月 19 日，腾讯控股公告，2024 年第四季度营收 1724.5 亿元人民币，同比增长 11%。其中，该季度增值服务业务收入 790 亿元，同比增长 14%。国际市场游戏收入 160 亿元，同比增长 15%；本土游戏收入 332 亿元，同比增长 23%；社交网络收入 298 亿元，同比增长 6%。腾讯控股 2024 年全年实现营收 6602.6 亿元，同比增 8%；净利润 1940.7 亿元，比上年增长 68%；NON-IFRS 净利 2227 亿元，同比增 41%。

**《逆水寒》手游网易云音乐播放器全新升级：可一键同步红心歌单，新增支持 PC 端模拟器。**3 月 24 日，网易《逆水寒》手游在游戏中内置了一个网易云音乐播放器，方便玩家在游戏中听歌。更新内容：1) 网易云音乐播放器全新升级，并且支持了在 PC 端模拟器上使用，从主界面左下角点击进入自定义主界面布局，可将网易云音乐播放器装配至主界面，点击即可使用；2) 授权登录网易云音乐账号，可一键同步玩家的红心歌单，非网易云音乐 VIP 会员在游戏内授权登录网易云音乐账号后，还可在播放器内免费全曲试听部分 VIP 歌曲；3) 支持在庄园、扮演派对、创意工坊中，使用内置的网易云音乐播放器。

**网易云音乐打击“听歌外挂”。**3 月 17 日，网易云音乐官微发文称，根据《网易云音乐服务条款》，近日官方针对找“代练”自动刷歌的 1 万 + 账号进行了治理。

**字节跳动豆包文生图技术报告发布：数据处理、预训练、RLHF 全流程公开。**3 月 12 日，豆包大模型团队正式发布文生图技术报告，首次公开 Seedream 2.0 图像生成模型技术细节，覆盖数据构建、预训练框架、后训练 RLHF 全流程，针对 Seedream 2.0 原生中英双语理解、文字渲染、高美感、分辨率与画幅变换等特性的实现，进行了具体介绍。

**字节跳动豆包大模型团队开源 MoE 架构优化技术，训练成本节省 40%。**3 月 10 日，字节跳动豆包大模型团队官宣开源一项针对 MoE（混合专家模型）架构的关键优化技术，可将大模型训练效率提升 1.7 倍，成本节省 40%。据悉，该技术叫做 COMET，已实际应用于字节的万卡集群训练，累计帮助节省了数百万 GPU 小时训练算力。

**字节跳动豆包上线「深度思考」推理模式，覆盖问答、搜索、写作和阅读场景。**3 月 5 日，豆包宣布上线「深度思考」推理模式，全面覆盖问答、搜索、写作和阅读场景。要想进入「深度思考」推理模式，用户只需在输入框打开「深度思考 Beta」开关即可。

**字节跳动团队跨平台 UI 框架 Lynx 开源，已用于 TikTok 等。**3 月 5 日，Lynx 团队今日宣布开源跨平台 UI 框架 Lynx，这是一套帮助 Web 开发者复用现有经验，通过一份代码同时构建移动端原生界面与 Web 端界面的技术方案。Lynx 专为多样化、富交互的场景打造，已用于 TikTok 等应用中。官方介绍称：“它有着高性能、多功能的渲染引擎、性能优先的双线程 UI 编程范式、以及基于 Rust 的现代工具链等诸多特性。”。

## 其他公司新闻

**阿里 QwQ-32B 大模型集成至国家超算互联网平台 Chatbot 可视化对话 / API 在线调用服务。**3 月 17 日，国家超算互联网平台今日发文宣布 MaaS 服务再上新：QwQ-32B 推理大模型正式集成至 Chatbot 可视化对话服务与 API 在线调

用服务。平台一级栏目新增 Chat 对话入口，用户可零门槛体验 QwQ-32B 的多轮交互能力、长文本解析等能力，覆盖学术研究、代码生成、日常咨询等场景需求。另外平台模型 API 接口服务上线后累计调用量已突破超百万余次，目前平台推出新用户活动：用户注册可获得免费 100 万 Tokens。

**阿里 1688 将全面取消“仅退款”。**3 月 17 日，阿里巴巴集团旗下源头厂货平台 1688 在杭州举办“好生意大会”。1688 在会上宣布，从 3 月下旬开始，全面取消“仅退款”政策。平台在处理商品品质问题的交易纠纷时，将根据账号诚信情况来判定，由平台补贴受损方，加速纠纷解决，提升生意效率。

**Manus 与阿里通义千问团队达成战略合作，在国产模型和算力平台上实现 Manus 全部功能。**3 月 11 日，Manus 宣布与阿里通义千问团队正式达成战略合作。双方将基于通义千问系列开源模型，在国产模型和算力平台上实现 Manus 的全部功能。

**京东外卖：上线 40 天日订单量破 100 万。**3 月 24 日，京东外卖宣布，上线 40 天，日订单量已突破 100 万。京东外卖表示，“0 佣金”政策助商家获益，平台上已涌现大量月销订单突破 2000 单门店。目前，京东外卖平台上，已有超 45 万家品质堂食餐厅为全国 142 城用户提供餐品。此外，京东外卖目前已与超 10000 名全职骑手签署正式劳动合同，正逐步落实五险一金的缴纳工作。

**小红书宣布禁止引导站外交易，最高永久封号。**3 月 11 日，小红书发布《交易导流违规管理细则》，明确禁止内容创作者通过除小红书商城、直播间内购物车功能、官方留资组件之外的其他任何形式引导站外交易，否则违规后或将面临警告、限制直播甚至永久封号等处罚。根据细则，“交易导流”是指用户（包括商家、买手和其他用户）主动直接引导、暗示间接索取信息引导普通用户至私域或站外三方平台，可能产生骚扰用户、影响平台交易安全等损害用户或平台合法权益的行为，包括但不限于脱离平台交易、引流 / 推广等。该规则将于 3 月 12 日正式生效。

**B 站尝试解决游戏区引战问题，针对恶劣违规行为探索新的治理方向。**3 月 5 日，哔哩哔哩官方发布《游戏区引战问题专项精细化治理公告》，3 月 6 日又公布了《游戏区引战问题专项治理数据公示（1）》。表示将从“人”和“事”两个方向入手，来尝试触及游戏区引战问题的根源。同时引入社区全局治理中的加重逻辑，针对恶劣违规行为探索新的治理方向。I

## 盈利预测投资建议

全年维度，我们认为 25 年产业趋势将成为国内互联网巨头，重要股价驱动因素，核心看 AI 和消费方向的变化。伴随着 Deepseek 开源模型推广应用，我们观察到国内互联网与模型厂商也纷纷推出对标全球领先水平的大模型。模型层的能力拉平利好云厂商下游需求增长，降低 AI 应用研发与落地的成本，加速 AI 应用发展。同时将显著缩小了云厂 AI 前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，有望进一步提升国产云厂商盈利能力。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

## 风险提示

政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不

及预期的风险等。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032