



# 互联网行业 2025 年中期展望： “脱实向虚”——口红效应带动 情绪经济，泛娱乐或跑赢大电商

- 互联网行业上半年回顾：**年初至今（2025 年 6 月 4 日），中证海外中国互联网指数 YTD 收益为 15%，呈“N”形上行趋势。从细分赛道来看，在线音乐涨幅领先。影响行业股价表现的主要因素包括：1) 在 DeepSeek 推动下，中国资产，尤其是 AI 相关资产，迎来价值重估；2) 互联网板块估值极具性价比，叠加回购、分红等提升股东回报；3) 中国政府出台刺激经济政策，提振经济复苏预期，市场情绪回暖；4) 地缘政治风险带来扰动，尤其是特朗普政府的关税影响。
- 互联网行业下半年趋势展望：**整体来看，中国互联网行业 2025 年下半年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复，回购以及分红提升安全边际；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。在细分赛道和标的选择方面，我们重点从四大维度来考量，包括 AI 受益程度、地缘政治影响、竞争格局变化以及宏观经济相关性等，泛娱乐或跑赢大电商：1) AI 在泛娱乐场景或率先落地；2) 关税政策对于泛娱乐产业影响相对有限；3) 大电商行业竞争加剧且国补红利或有所减弱；4) 泛娱乐受益于口红效应下的情绪消费。估值方面，中国互联网行业 2025E 市盈率 (14x) 显著低于美国互联网 (27x)，差距有所缩小，但仍存在明显折价。
- 互联网行业下半年细分行业展望：**细分板块来看：1) **游戏：**热门游戏长线运营成为短期增长的核心动力，行业储备值得期待；2) **在线音乐：**竞争格局保持稳定，量价齐升推动增长；3) **电商：**竞争加剧，本地生活硝烟再起，对短期利润率带来波动；4) **云服务：**大模型推动需求持续提升，AI agent 重塑 SaaS；5) **海外：**AI 应用或维持高景气度，关注广告、游戏等场景落地。
- 个股方面，腾讯、阿里巴巴为我们行业首选：**腾讯，游戏业务回暖，微信生态加速变现；阿里巴巴，take rate 带动电商业务复苏，“AI+云”战略推动估值修复。此外，建议关注快手、网易和腾讯音乐等。
- 投资风险：**宏观经济复苏进度，地缘政治风险，细分行业监管风险。

赵丹

 首席互联网分析师  
 dan\_zhao@spdbi.com  
 (852) 2808 6436

杨子超, CFA

 互联网分析师  
 charles\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6409

2025 年 6 月 9 日

## 年初至今指数表现


 注：截至 2025 年 6 月 4 日收盘  
 资料来源：Bloomberg、浦银国际


扫码关注浦银国际研究

# 目录

互联网行业上半年回顾：“N”形上行 .....	4
互联网行业下半年整体趋势展望：泛娱乐跑赢大电商 .....	10
2025年下半年互联网行业细分板块配置策略 .....	11
中国互联网的结构性机会 .....	12
泛娱乐或跑赢大电商 .....	13
互联网行业 2025 年下半年细分行业展望 .....	14
游戏：长线运营重要性提升 .....	14
在线音乐：量价齐升推动增长 .....	18
电商：国补升级刺激消费，即时零售竞争格局重塑 .....	21
云计算：大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS .....	24
海外：AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育 .....	28
浦银国际互联网行业覆盖公司 .....	34

## 图表目录

图表 1：中国互联网板块 2025 年至今录得正增长 .....	4
图表 2：2025 年互联网各细分板块年初至今股价变动 .....	5
图表 3：主要互联网公司 YTD 股价表现 .....	5
图表 4：YTD 中美互联网股价走势 .....	6
图表 5：近年中美互联网股价走势 .....	6
图表 6：中美互联网龙头市值变化（十亿美元） .....	7
图表 7：互联网公司分板块表现及估值 .....	8
图表 8：中美互联网龙头市盈率比较（2025E） .....	10
图表 9：浦银国际 2025 年下半年互联网行业子板块配置策略 .....	11
图表 10：互联网公司收入增速及市场预期 .....	12
图表 11：互联网公司利润率及市场预期 .....	12
图表 12：游戏公司年初至今股价表现 .....	14
图表 13：中国游戏市场实际销售收入 .....	15
图表 14：中国移动游戏市场实际销售收入 .....	15
图表 15：中国客户端游戏市场实际销售收入 .....	16
图表 16：中国游戏版号发放数量 .....	16
图表 17：腾讯、网易主要新游及未来储备 .....	17
图表 18：游戏公司表现及估值 .....	17
图表 19：在线音乐公司年初至今股价表现 .....	18

图表 20: 腾讯音乐月均付费用户数及付费率 .....	19
图表 21: 网易云音乐月均付费用户数及付费率 .....	19
图表 22: 腾讯音乐订阅 ARPPU .....	19
图表 23: 网易云音乐订阅 ARPPU .....	19
图表 24: 腾讯音乐、网易云音乐非订阅收入占比 (2024 年) .....	20
图表 25: 在线音乐公司表现及估值 .....	20
图表 26: 电商公司年初至今股价表现 .....	21
图表 27: 实物商品网上零售额 .....	22
图表 28: 实物商品网上零售额 .....	22
图表 29: 电商公司表现及估值 .....	23
图表 30: SaaS 公司股价表现 .....	24
图表 31: 中美互联网龙头 Capex 对比 (百万美元) .....	25
图表 32: 全球云计算市场份额 (2024) .....	26
图表 33: 中国公有云 IaaS 市场份额 (2H24) .....	26
图表 34: 云服务板块表现及估值 .....	27
图表 35: 美国互联网龙头年初至今股价表现 .....	28
图表 36: 中美互联网 AI 投资布局 .....	28
图表 37: AI 应用全景图 .....	29
图表 38: 美股公司表现及估值 .....	33
图表 39: SPDBI 互联网行业覆盖公司 .....	34

# 互联网行业 2025 年中期展望： “脱实向虚”——口红效应带动 情绪经济，泛娱乐或跑赢大电商

## 互联网行业上半年回顾：“N”形上行

年初至今（2025 年 6 月 4 日），中证海外中国互联网指数（+15%），同 MSCI 中国指数涨幅基本一致（+15%）。影响互联网行业股价表现的主要因素包括：

- 1) 在 DeepSeek 推动下，中国资产，尤其是 AI 相关资产，迎来价值重估；
- 2) 互联网板块估值极具性价比，叠加回购、分红等提升股东回报；
- 3) 中国政府出台刺激经济政策，提振经济复苏预期，市场情绪回暖；
- 4) 地缘政治风险带来扰动，尤其是特朗普政府的关税影响。

图表 1：中国互联网板块 2025 年至今录得正增长

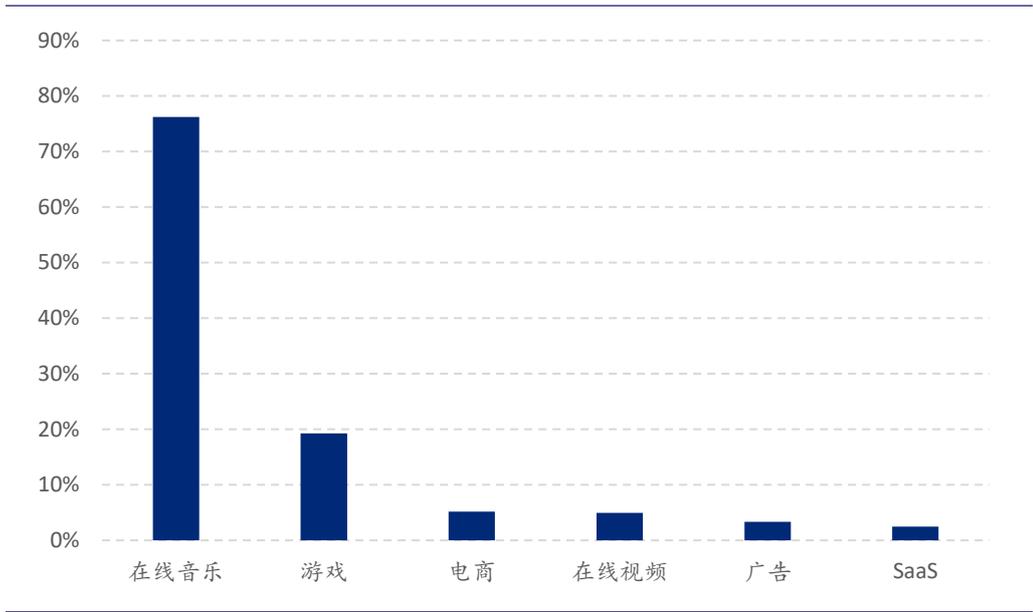


注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

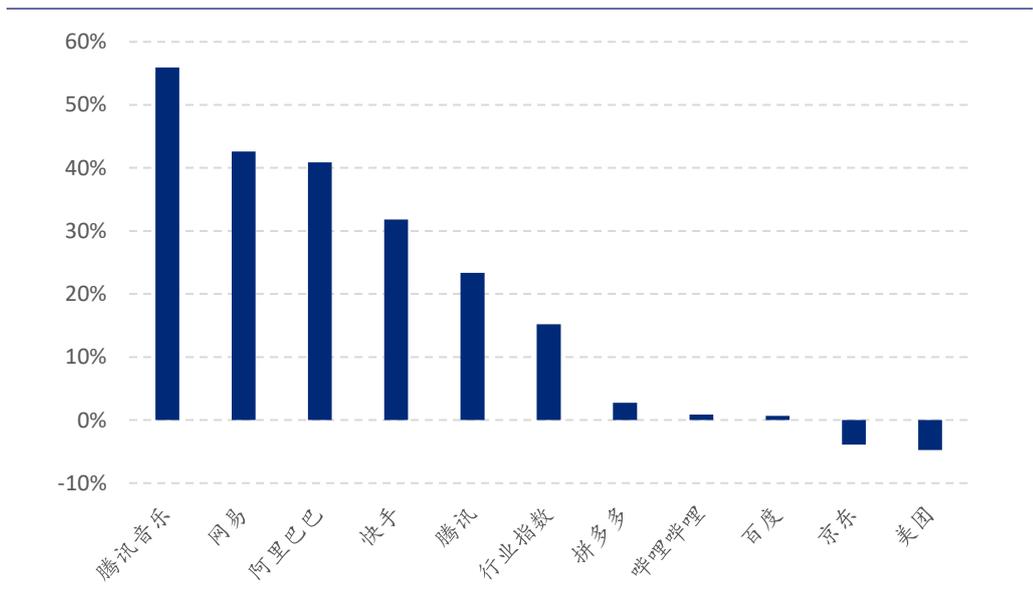
在线音乐板块领跑大盘。在线音乐板块相对于大盘和行业取得超额收益 (YTD+76%)，主要由于竞争格局相对稳定，量价齐升，其中腾讯音乐和网易云音乐涨幅分别为 56%和 96%。此外，阿里巴巴在龙头股中表现出色，涨幅为 41%，主要受益于 AI 行情推动，腾讯 (+23%) 也取得不错表现。

图表 2：2025 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：截至 2025 年 6 月 4 日收盘价  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

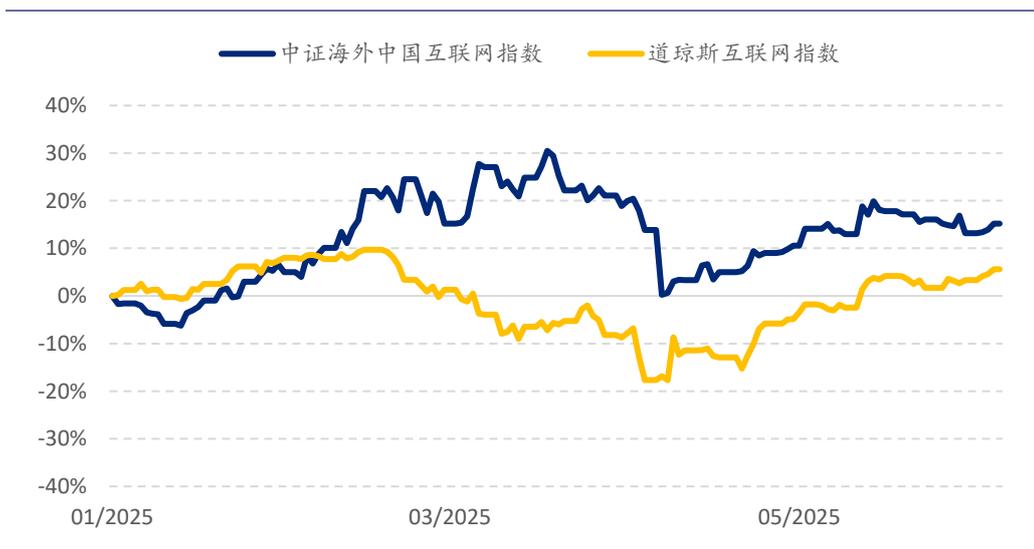
图表 3：主要互联网公司 YTD 股价表现



注：行业指数为中证中国海外互联网指数，股价截至 2025 年 6 月 4 日；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**中美互联网股价复盘：**年初至今（截至6月4日），中美互联网指数涨幅分别为15%和6%，中国互联网行业相对跑赢，主要得益于DeepSeek带动中国资产价值重估。拉长时间维度来看，我们仍处在AI大周期中，以2023年初（ChatGPT诞生之初）为起点，在过去两年半的时间里，美股互联网指数（道琼斯）上涨110%，中国互联网指数（中证）上涨20%。

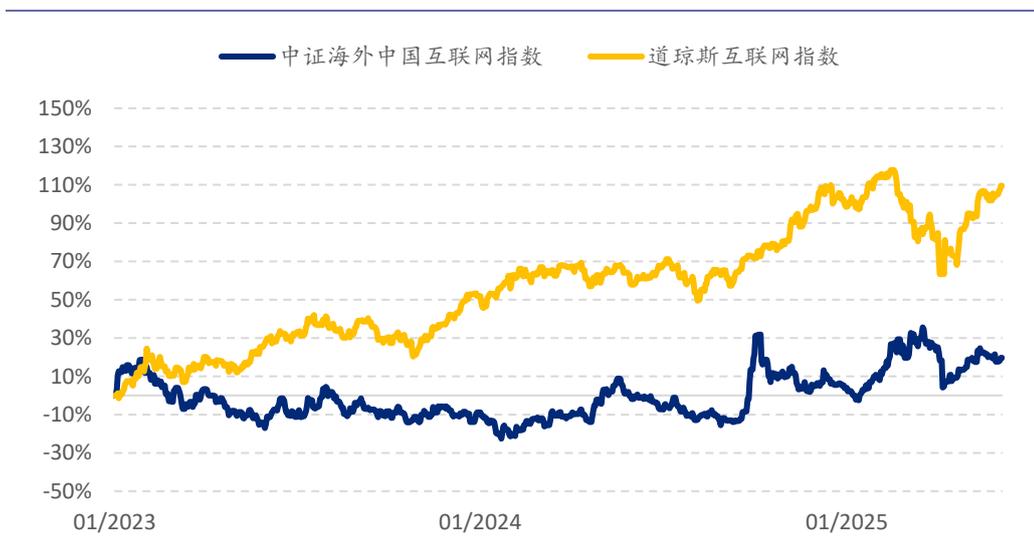
**图表 4：YTD 中美互联网股价走势**



注：截至2025年6月4日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

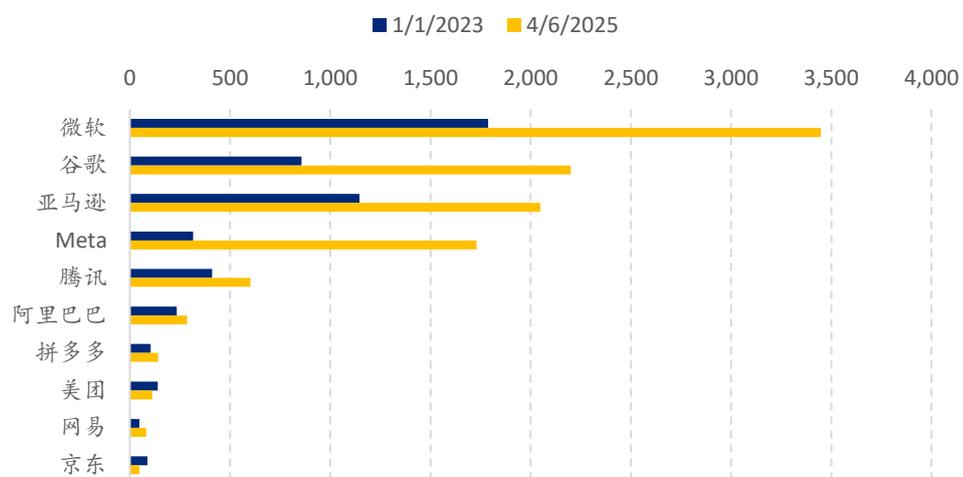
**图表 5：近年中美互联网股价走势**



注：截至2025年6月4日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 中美互联网龙头市值变化 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	601,416	512.0	23.1	17.3	15.4	13.8	5.9	5.4	5.0
NTES US Equity	网易	游戏	80,555	127.2	42.6	15.3	14.5	13.3	5.0	4.7	4.4
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	9,909	9.6	85.8	17.4	14.0	12.7	2.4	2.1	2.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	4,605	15.0	(4.4)	11.5	10.3	9.7	1.8	1.6	1.6
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,954	14.6	41.7	38.7	21.3	16.8	4.0	3.2	2.8
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,774	276.6	26.4	19.2	17.4	15.8	4.8	4.5	4.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	4,332	16.1	26.7	19.1	17.0	15.8	9.2	8.3	7.7
2400 HK Equity	心动公司	游戏	2,475	37.0	57.1	18.5	16.6	15.1	3.3	3.1	2.9
799 HK Equity	IGG	游戏	530	3.5	(11.9)	7.0	5.7	4.9	0.7	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	676	9.9	(2.3)	10.4	7.2	5.6	0.9	0.9	0.8
平均					19.3	17.4	13.9	12.3	3.8	3.4	3.2
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	285,008	119.5	40.9	12.3	10.8	9.2	2.0	1.8	1.7
JD US Equity	京东	电商	48,438	33.3	(3.9)	7.8	6.9	6.3	0.3	0.3	0.2
PDD US Equity	拼多多	电商	141,468	99.7	2.7	11.0	8.4	7.1	2.3	2.0	1.8
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,404	14.4	6.8	6.1	5.8	5.6	0.5	0.5	0.5
3690 HK Equity	美团	电商	112,826	140.7	(4.5)	19.6	15.0	12.0	2.1	1.8	1.6
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,270	18.3	(6.7)	20.5	15.2	14.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	165	7.6	0.9	11.7	6.8	4.7	0.1	0.1	0.1
平均					5.2	12.7	9.8	8.5	1.1	1.0	0.9
BIDU US Equity	百度	广告	29,762	84.9	0.7	8.9	6.6	5.7	1.6	1.5	1.4
WB US Equity	微博	广告	2,318	9.5	(0.8)	5.4	5.2	4.6	1.3	1.3	1.2
ZH US Equity	知乎	广告	344	3.9	10.2	N/A	30.3	19.0	0.8	0.8	0.8
平均					3.3	7.1	14.0	9.8	1.2	1.2	1.2
1024 HK Equity	快手	在线视频	29,725	51.9	31.4	10.6	9.0	7.9	1.5	1.4	1.3
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	7,806	18.3	0.9	25.7	18.1	13.8	1.8	1.7	1.6
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	1,599	1.7	(17.4)	17.7	8.1	5.5	0.4	0.4	0.4
平均					5.0	18.0	11.8	9.1	1.2	1.1	1.1
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	27,416	17.7	55.9	21.3	18.6	16.0	6.3	5.7	5.2
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	6,205	222.0	96.5	25.1	21.7	19.6	5.5	5.0	4.7
平均					76.2	23.2	20.1	17.8	5.9	5.4	4.9

(……接下页)

(……接上页)

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	18,790	291.7	1.8	69.8	57.2	47.3	22.1	18.3	15.2
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,480	13.6	26.9	N/A	200.3	63.6	4.6	4.1	3.8
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,324	14.5	22.9	45.7	33.4	27.1	3.7	3.5	3.3
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	5,808	12.3	50.5	301.4	113.0	61.5	5.9	5.1	4.4
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	10,533	51.4	(0.9)	26.7	21.4	17.8	0.5	0.4	0.4
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,907	32.2	(1.6)	20.5	17.0	14.2	3.7	3.2	2.9
909 HK Equity	明源云	SaaS	677	2.7	8.2	N/A	2,517.2	139.8	3.4	3.4	3.3
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,758	4.9	(1.7)	15.9	12.9	10.9	0.7	0.6	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	3,157	11.5	9.4	N/A	N/A	306.5	2.4	2.1	1.8
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	816	1.7	(45.9)	N/A	N/A	46.3	3.5	3.1	2.8
9959 HK Equity	联易融	SaaS	533	1.7	7.0	N/A	N/A	30.5	3.2	2.7	2.3
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	373	0.1	(28.0)	27.5	11.8	10.3	1.8	1.8	1.6
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,566	5.8	22.8	170.6	147.2	64.7	1.2	1.0	0.9
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	1,208	5.9	(27.8)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	488	8.1	(6.7)	12.0	9.5	7.3	1.1	0.9	0.8
平均					2.5	76.7	285.5	60.6	4.1	3.6	3.2
MSFT US Equity	Microsoft	美股	3,447,734	463.9	10.1	32.7	28.7	24.0	11.6	10.3	8.9
AMZN US Equity	Amazon	美股	2,200,027	207.2	(5.5)	30.2	25.9	21.5	3.2	2.9	2.6
GOOG US Equity	Alphabet	美股	2,047,175	169.4	(11.1)	17.2	16.1	14.1	6.2	5.6	5.0
META US Equity	Meta	美股	1,729,731	688.0	17.5	26.1	23.1	20.5	9.3	8.2	7.3
CRM US Equity	Salesforce	美股	251,591	263.2	(21.3)	23.5	21.1	18.6	6.2	5.7	5.2
NOW US Equity	ServiceNow	美股	209,637	1,012.7	(4.5)	61.1	51.0	42.4	16.1	13.5	11.4
SNOW US Equity	Snowflake	美股	69,944	209.6	35.7	190.9	137.6	117.2	15.7	12.8	10.8
PLTR US Equity	Palantir	美股	306,812	130.0	71.9	222.6	176.4	132.7	78.8	61.2	46.4
PATH US Equity	UiPath	美股	6,982	13.1	2.7	23.3	20.8	18.8	4.5	4.2	3.8
U US Equity	Unity	美股	10,833	26.1	16.0	37.6	33.9	27.5	6.1	5.6	5.0
CRWD US Equity	CrowdStrike	美股	114,794	460.6	34.6	131.0	101.0	76.2	24.4	20.0	16.5
DUOL US Equity	Duolingo	美股	23,581	518.8	60.0	177.0	109.0	79.6	23.7	18.6	15.0
MDB US Equity	MongoDB	美股	16,321	199.7	(14.2)	60.8	57.4	45.0	7.2	6.2	5.3
ADBE US Equity	Adobe	美股	176,408	413.9	(6.9)	20.1	17.9	16.2	7.5	6.8	6.2
SE US Equity	Sea	美股	99,554	168.2	58.5	43.7	30.2	24.1	4.7	3.9	3.4
APP US Equity	AppLovin	美股	140,945	416.5	28.6	51.2	35.3	29.4	24.9	20.7	16.4
SPOT US Equity	Spotify	美股	143,761	701.1	56.7	71.3	49.0	39.6	7.1	6.1	5.4
INOD US Equity	Innodata	美股	1,428	45.0	13.8	64.8	44.3	34.6	5.9	4.8	4.6
平均					19.0	71.4	54.4	43.5	14.6	12.1	10.0

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 互联网行业下半年整体趋势展望：泛娱乐跑赢大电商

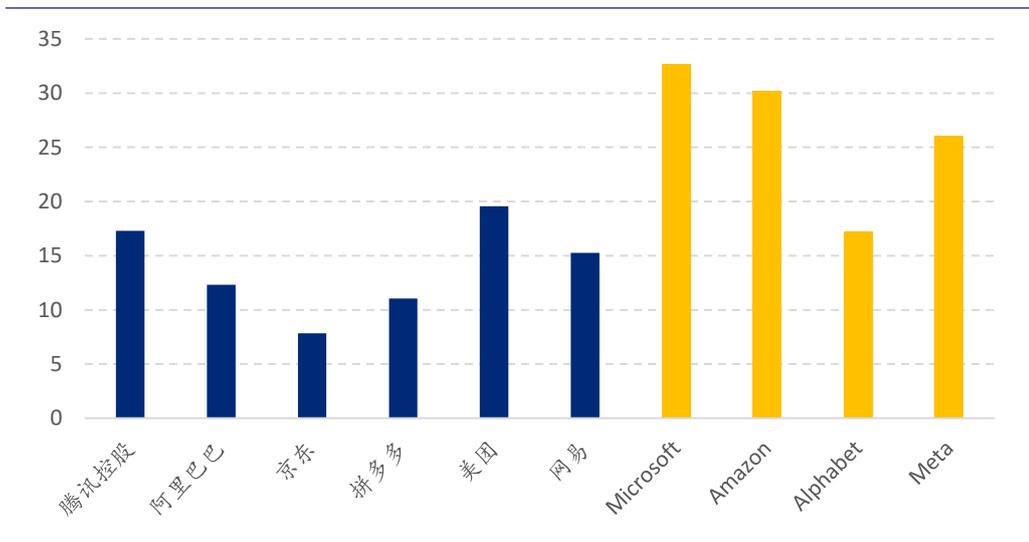
互联网行业下半年展望：整体来看，中国互联网行业 2025 年下半年投资机会主要来自 AI 行情下的估值修复，回购及分红提升安全边际；外部地缘环境仍是市场情绪的主要扰动因素。在细分赛道和标的选择方面，我们重点从四大维度来考量，包括：

- 1) AI 受益程度；
- 2) 地缘政治影响；
- 3) 竞争格局变化；
- 4) 宏观经济相关性。

综合考量，我们认为，泛娱乐或跑赢大电商。

中美互联网从估值（2025E 市盈率）来看，中国互联网行业（14x）显著低于美国互联网（27x），差距有所缩小，但仍存在明显折价。

图表 8：中美互联网龙头市盈率比较（2025E）



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 2025 年下半年互联网行业细分板块配置策略

细分板块来看：

- 1) 游戏：长线运营成为短期增长的核心动力；
- 2) 在线音乐：竞争格局稳定，量价齐升；
- 3) 电商：竞争加剧，本地生活硝烟再起，对短期利润率带来波动；
- 4) 云服务：大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS；
- 5) 海外：AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育。

图表 9：浦银国际 2025 年下半年互联网行业子板块配置策略

板块	2025 年下半年投资策略	主要风险	建议关注
<a href="#">大电商</a>	政策红利下，消费复苏或带动电商大盘业绩改善。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 消费大盘复苏不及预期；</li> <li>2. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。</li> </ol>	阿里巴巴 (BABA.US/9988.HK)
<a href="#">游戏</a>	热门游戏长线运营成为短期增长的核心动力，行业储备值得期待，看好拥有丰富产品组合及强研运能力的公司。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 游戏新品表现不及预期；</li> <li>2. 短视频继续抢占用户游戏时长。</li> </ol>	腾讯 (700.HK) 网易 (NTES.US/9999.HK)
<a href="#">在线音乐</a>	竞争格局相对稳定，付费率和 ARPPU 提升推动行业增长。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 用户增长缓慢；</li> <li>2. 版权版税风险。</li> </ol>	腾讯音乐 (TME.US/1698.HK) 网易云音乐 (9899.HK)
<a href="#">SaaS</a>	大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS。特朗普 2.0 或加速国产替代趋势，信创产业或迎估值修复。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 企业缩减 IT 采购预算；</li> <li>2. 收入增长放缓，导致利润率改善不及预期。</li> </ol>	金山软件 (3888.HK)
<a href="#">海外</a>	AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. AI 落地不及预期；</li> <li>2. 美联储降息不及预期。</li> </ol>	Meta (META.US)

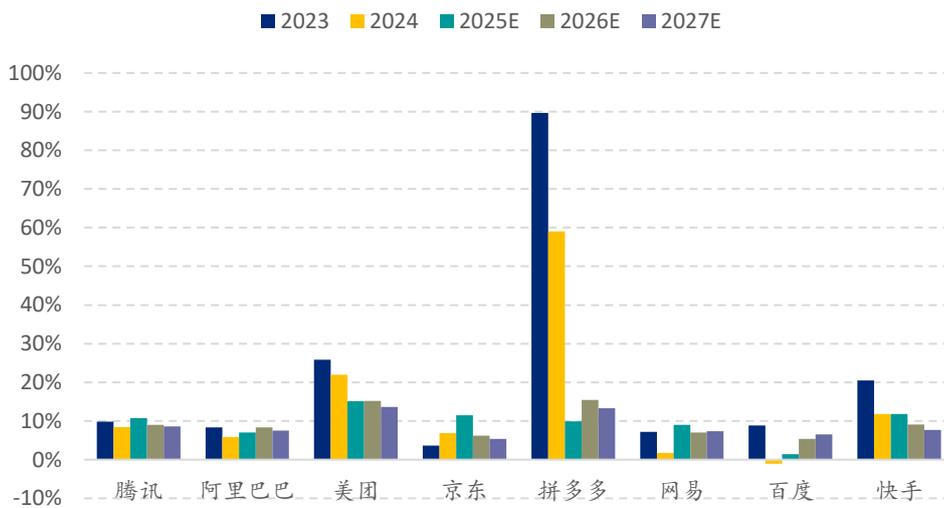
资料来源：浦银国际

个股方面，腾讯、阿里巴巴为我们行业首选：腾讯，游戏业务回暖，微信生态或加速变现；阿里巴巴，take rate 带动电商业务复苏，“AI+云”战略推动估值修复。此外，我们建议关注快手、网易和腾讯音乐等。

## ● 中国互联网的结构性机会

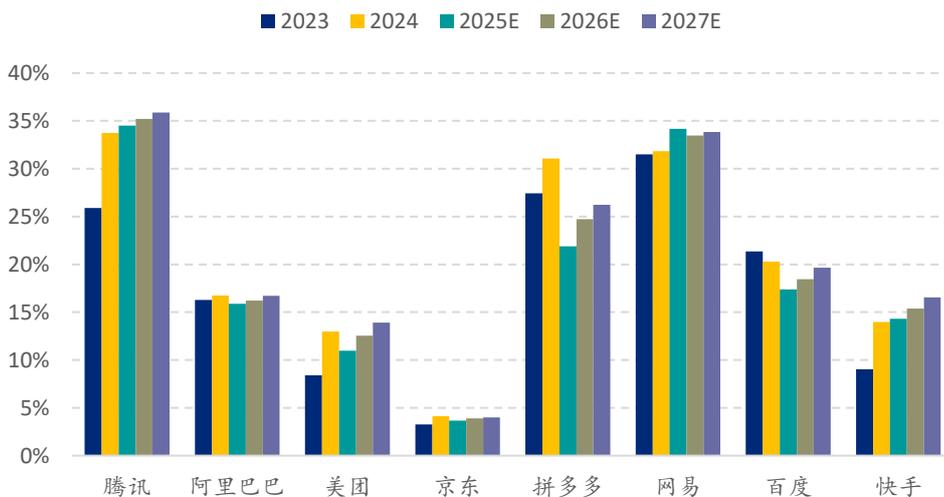
中国主要互联网公司 2025E 平均预期收入增速 10%。随着流量红利减弱，中国互联网行业增速逐步放缓：美团 2025 年预期收入同比增长 15%，相对领先；其他互联网巨头的预期收入增速普遍在 10% 上下水平。由于部分行业竞争加剧，个别公司 2025 年利润率较去年或有所下滑。

图表 10：互联网公司收入增速及市场预期



注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY23-FY28E 数据  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：互联网公司利润率及市场预期



注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY23-FY28E 数据  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 泛娱乐或跑赢大电商

在细分赛道和标的选择方面，我们重点从四大维度来考量：

### 一、AI 受益程度：泛娱乐想象空间广阔

泛娱乐产业在 AI 赋能下，从内容创作到传播等全流程或将被重塑，形成全新的娱乐体验和商业模式，想象空间极为广阔。大电商领域运用 AI 主要聚焦于提升运营效率和用户体验，如商品推荐、客服环节以及物流配送等。电商行业 AI 应用多围绕现有业务流程优化，新的商业模式和业务形态创新相对较少。虽然也有虚拟主播、虚拟试衣等，但整体而言，相比泛娱乐，大电商在 AI 应用的深度和广度上稍显逊色。

### 二、地缘政治影响：大电商面临更大不确定性

大电商企业，尤其是开展跨境业务的巨头，受地缘政治影响显著，而当下特朗普政府的关税政策仍有很大不确定性。电商依赖全球采购和物流配送，更容易因此受到冲击。泛娱乐产业具有文化传播属性，虽然在海外市场拓展时也可能面临文化差异、政策审查等问题，但相对电商而言，文娱内容消费并非刚性物质需求，较少涉及核心产业利益冲突，受到冲击相对较小。

### 三、竞争格局变化：泛娱乐竞争格局相对稳定

泛娱乐行业目前竞争格局相对稳定，无论是游戏还是在线音乐等细分赛道。且头部厂商通过多年运营基本形成差异化竞争优势。电商行业竞争加剧，传统电商平台，如阿里巴巴、京东、拼多多等头部电商平台由于流量红利见顶，增速放缓。新兴电商模式如社交电商、直播电商不断涌现，不断抢占市场份额。电商平台之间竞争策略逐渐趋同，同质化程度更高。所以相比泛娱乐，大电商竞争更加激烈。

### 四、宏观经济相关性：泛娱乐具备“口红效应”

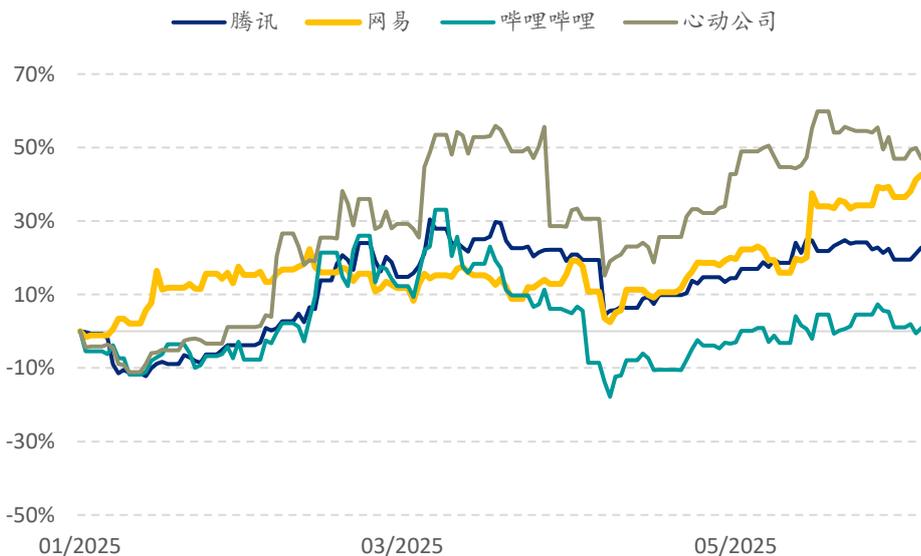
外部宏观环境不确定性增加时，泛娱乐产业往往呈现“口红效应”，大型消费支出相对谨慎，但仍需要情感慰藉和娱乐放松。大电商的商品销售需求与宏观经济形势关联紧密，影响更为直接，需求波动幅度大于泛娱乐产业。泛娱乐产品如游戏、音乐等，价格相对较低，能满足消费者精神需求。

# 互联网行业 2025 年下半年细分行业展望

## ● 游戏：长线运营重要性提升

**2025 年下半年展望：**头部产品的长期运营变得愈发重要，已成为短期行业增长的核心动力。年初以来，游戏版号的发放数量持续上升，进口版号的常态化发布为行业注入了新活力。大型游戏公司拥有丰富的游戏储备，多款核心产品令人期待。鉴于玩家对内容和玩法的需求不断提升，我们依然看好拥有丰富游戏产品组合且具备强大研发创新能力的头部公司，建议关注腾讯（700.HK）、网易（9999.HK/NTES.US）等；同时建议关注次新游对业绩的推动机会，如哔哩哔哩（BILI.US/9626.HK）、心动（2400.HK）等。

图表 12：游戏公司年初至今股价表现

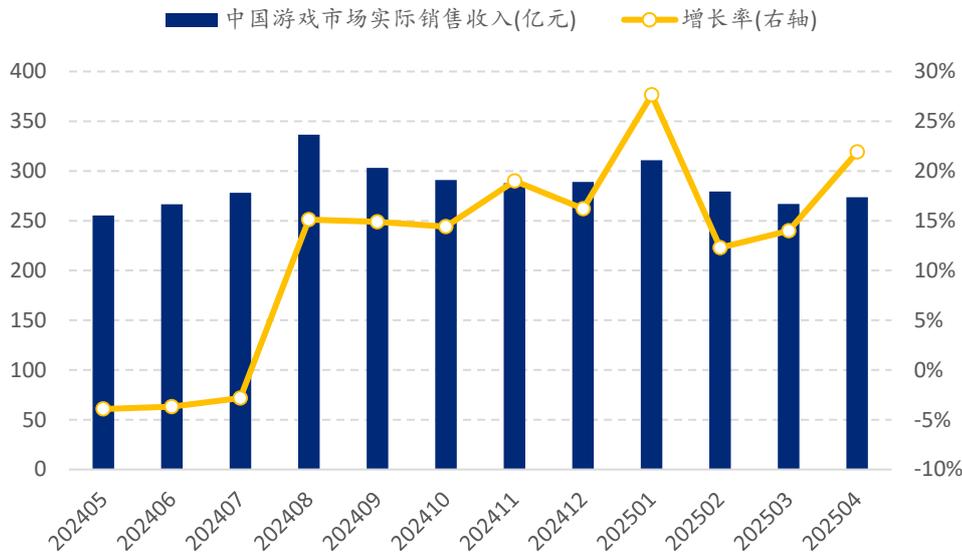


注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

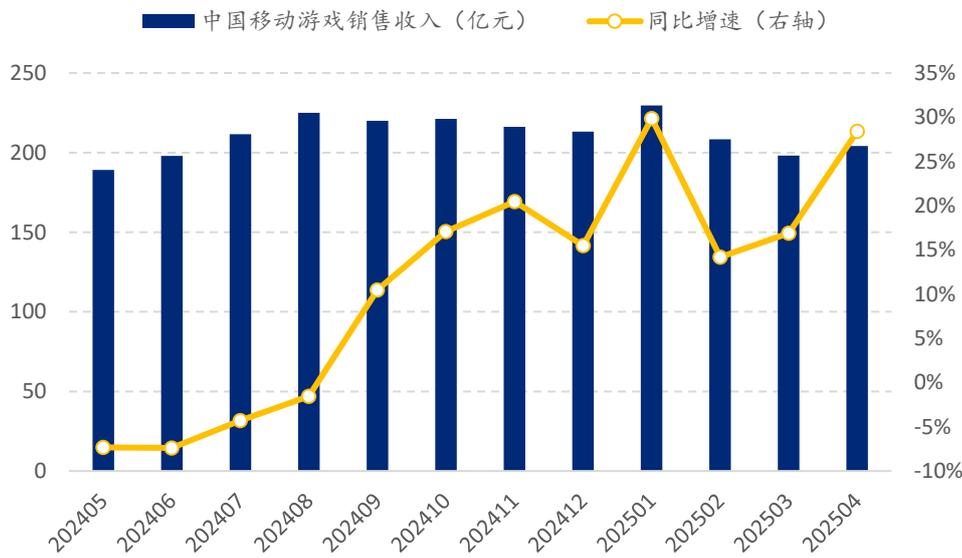
**行业实现强劲增长。**2025 年 1-4 月中国游戏行业销售收入为 1,131 亿元，同比增长 19%，手游端游均取得不错表现。同期移动游戏市场收入同比增长 22%，占总市场收入的 74%，主要是部分头部游戏长线运营取得同比增长以及《地下城与勇士：起源》等次新游贡献。端游方面，同期市场规模同比增长 6%，《三角洲行动》、《燕云十六声》、暴雪游戏回归等带来增量。

图表 13: 中国游戏市场实际销售收入



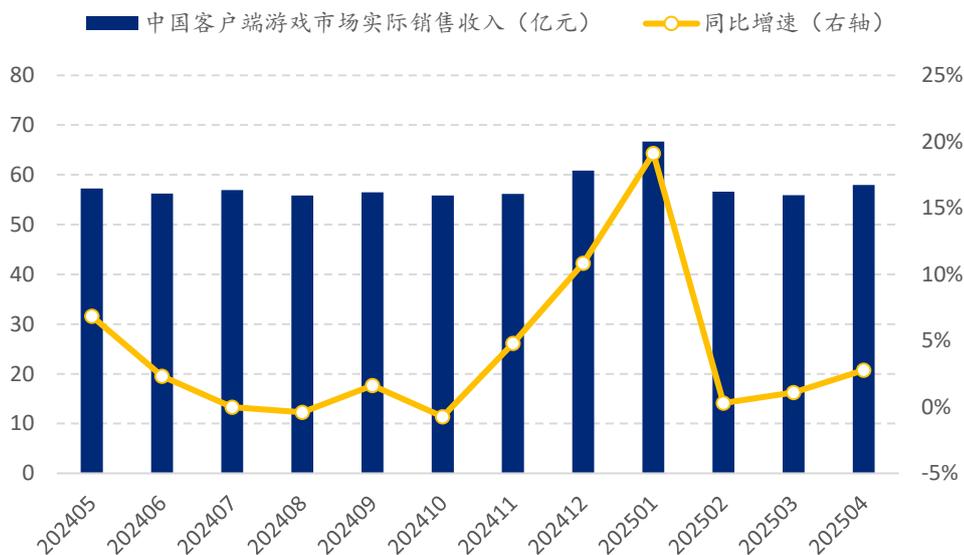
资料来源: 伽马数据、浦银国际

图表 14: 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源: 伽马数据、浦银国际

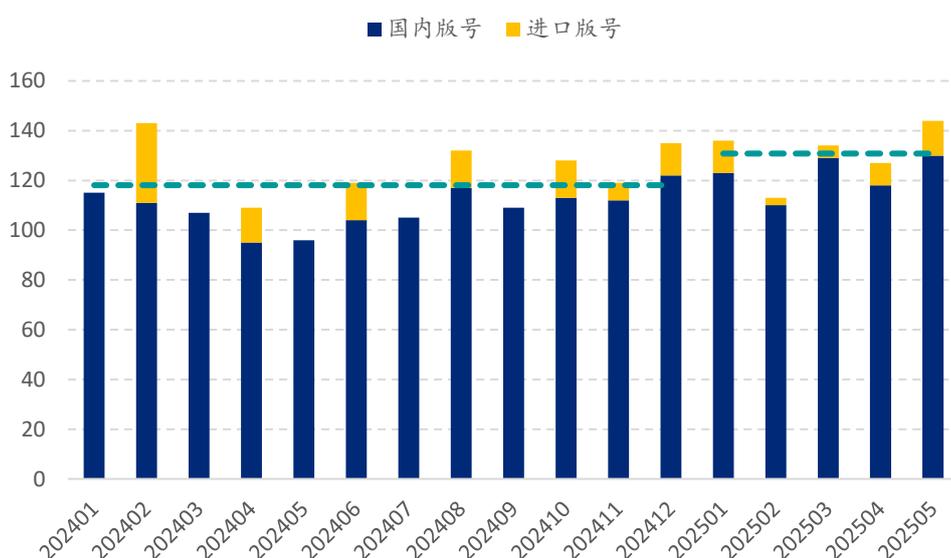
图表 15：中国客户端游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

游戏版号稳定发放。2025 年前五个月，累计发放 654 款游戏版号，版号发放数量同比增长 15%，其中 610 款国内游戏版号，44 款进口游戏版号，平均每月获批 131 款，版号数量进一步提升。进口版号连续 8 个月发放，呈现常态化，海外热门游戏的引入为行业带来增量。

图表 16：中国游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

爆款新游稀缺，热门游戏长线运营成核心增长动力。从今年前五个月来看，中国游戏市场的热门新游相对较少，相比于去年《地下城与勇士：起源》《绝区零》《永劫无间手游》《三角洲行动》《黑神话：悟空》等大作，今年前五个月仅有《燕云十六声》《胜利女神：新的希望》等少数热门产品上线。因此，现有头部产品的长线运营能力重要性提升。根据腾讯和网易 2025 年一季度财报，《王者荣耀》《穿越火线手游》等长青游戏一季度流水创历史新高，《和平精英》《第五人格》《大话西游 2》等也保持了增长势头，成为公司重要的增长驱动力。从游戏储备来看，大厂仍有较为丰富的产品管线，《王者荣耀世界》《无畏契约》《无限大》等核心产品值得期待。

图表 17：腾讯、网易主要新游及未来储备

公司	上线新游	类型	主要储备	类型
腾讯	三角洲行动	射击	王者荣耀世界	开放世界
	胜利女神：新的希望	二次元射击	逆战：未来	射击
	暗区突围：无限	战术射击	异人之下	格斗竞技
			无畏契约：源能行动	英雄射击
			洛克王国：世界	养成
			荒野起源	开放世界生存
			地下城与勇士：卡赞	硬核 RPG
			流放之路：降临	MMOARPG
			漫威秘法狂潮	卡牌
			命运：群星	射击
网易	燕云十六声	武侠开放世界	万民长歌：三国	策略
	漫威争锋	英雄射击	遗忘之海	航海 RPG
	界外狂潮	英雄射击	unVEIL the world	RPG
	守望先锋：归来	英雄射击	灵兽大冒险	抓宠回合制
	七日世界	开放世界	星绘友晴天	生活模拟
			头号追击	MOBA 吃鸡
			无限大	开放世界

资料来源：浦银国际整理

图表 18：游戏公司表现及估值

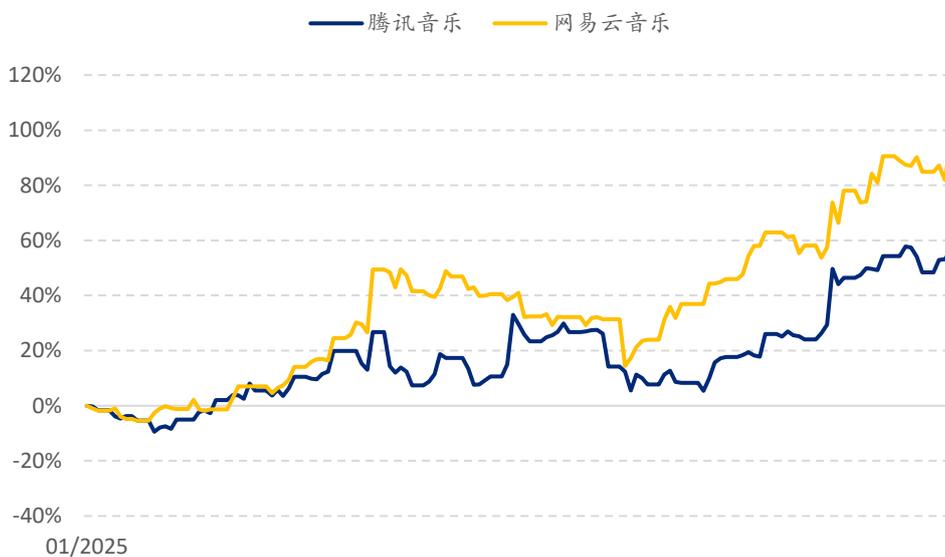
股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	601,416	512.0	23.1	17.3	15.4	13.8	5.9	5.4	5.0
NTES US Equity	网易	游戏	80,555	127.2	42.6	15.3	14.5	13.3	5.0	4.7	4.4
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	9,909	9.6	85.8	17.4	14.0	12.7	2.4	2.1	2.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	4,605	15.0	(4.4)	11.5	10.3	9.7	1.8	1.6	1.6
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,954	14.6	41.7	38.7	21.3	16.8	4.0	3.2	2.8
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,774	276.6	26.4	19.2	17.4	15.8	4.8	4.5	4.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	4,332	16.1	26.7	19.1	17.0	15.8	9.2	8.3	7.7
2400 HK Equity	心动公司	游戏	2,475	37.0	57.1	18.5	16.6	15.1	3.3	3.1	2.9
799 HK Equity	IGG	游戏	530	3.5	(11.9)	7.0	5.7	4.9	0.7	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	676	9.9	(2.3)	10.4	7.2	5.6	0.9	0.9	0.8
平均					19.3	17.4	13.9	12.3	3.8	3.4	3.2

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 在线音乐：量价齐升推动增长

**2025 年下半年展望：**行业付费用户稳健增长，付费率持续提升；ARPPU 呈现上升趋势，折扣收缩及更高层级定价成为驱动力；商业变现多元化发展，激励广告增长迅速。作为相对抗周期的行业，在线音乐的商业模式具有较强稳定性，价格相对可负担且具备较强用户粘性，我们认为量价齐升将推动行业长期增长，建议关注腾讯音乐(TME.US/1698.HK)和网易云音乐(9899.HK)。

图表 19：在线音乐公司年初至今股价表现

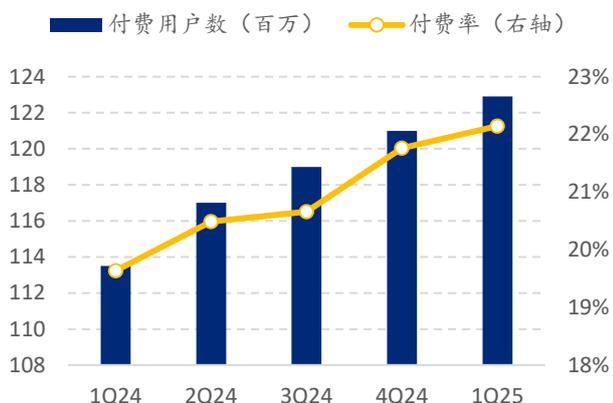


注：截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

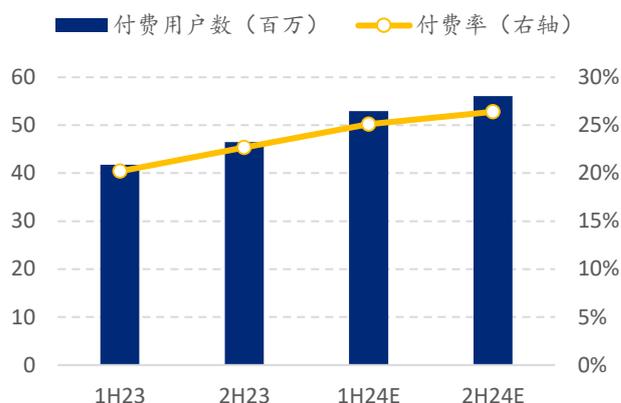
**订阅用户数稳健增长。**行业头部参与者的付费用户过去实现了持续增长，付费率稳步提升。对比其他娱乐模式来看，音乐主要是“听”，使用场景并不与视频、社交、阅读等需要“看”的娱乐形式直接竞争，可以覆盖到通勤、运动、车载等广泛场景中。音乐会员定价可负担，且内容可重复消费，我们认为音乐是具有性价比的娱乐方式。目前中国头部玩家付费率在 20% 以上水平，对比欧美成熟市场超过 50% 的付费率，我们认为随着用户付费习惯的提升，行业未来付费率仍有很大提升空间。

图表 20: 腾讯音乐月均付费用户数及付费率



资料来源: 公司资料、浦银国际

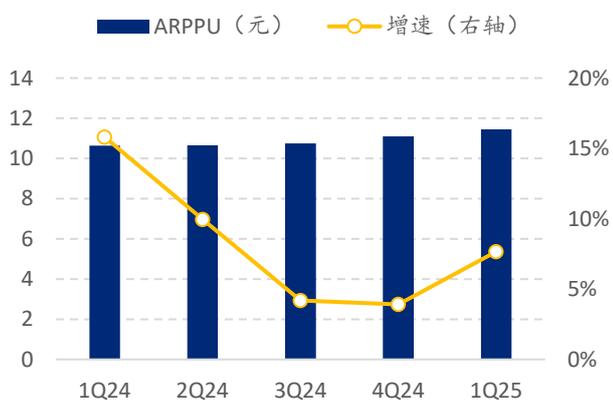
图表 21: 网易云音乐月均付费用户数及付费率



资料来源: 公司资料、浦银国际预测

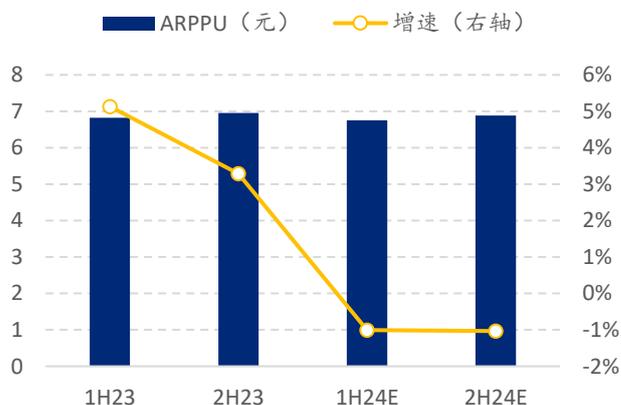
**ARPPU 呈现上升趋势。**作为行业龙头, 腾讯音乐持续收缩订阅会员的折扣, 推动 ARPPU 实现逐步提升, 1Q25 已达到 11.4 元。此外, 公司推出了更高订阅层级的 SVIP, 目前订阅用户规模超过 1,000 万, 渗透率和 ARPPU 均呈现强劲的增长势头, 公司也在持续丰富会员权益以提高会员转化。我们预计网易云音乐当前 ARPPU 在 7 元左右。目前中国在线音乐行业 ARPPU 与标准定价 (18 元) 仍有较大差距, 预计在腾讯音乐的带动下, 未来 ARPPU 仍有持续提升空间, 成为短中期的重要增长驱动。

图表 22: 腾讯音乐订阅 ARPPU



资料来源: 公司资料、浦银国际

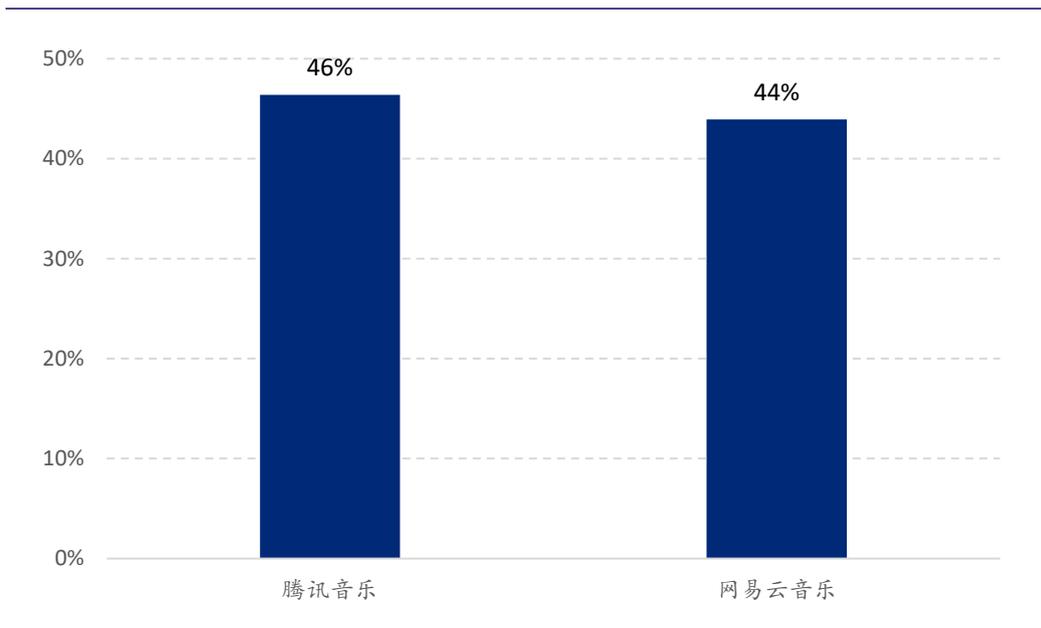
图表 23: 网易云音乐订阅 ARPPU



资料来源: 公司资料、浦银国际预测

商业变现多元化发展。除了音乐订阅以外，流媒体平台也在不断开拓新的商业模式，如广告、播客、有声书、直播、K歌、粉丝经济等业务，持续寻求新的增长贡献来源。其中，激励广告是增长较快的变现方式之一，使得用户能够通过观看广告以换取听歌等权益。当前仍有 70% 以上的非订阅用户，激励广告也能够实现对庞大未付费用户群的变现。

图表 24：腾讯音乐、网易云音乐非订阅收入占比（2024 年）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 25：在线音乐公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	27,416	17.7	55.9	21.3	18.6	16.0	6.3	5.7	5.2
9899 HK Equity	网易云音乐	在线音乐	6,205	222.0	96.5	25.1	21.7	19.6	5.5	5.0	4.7
平均					76.2	23.2	20.1	17.8	5.9	5.4	4.9

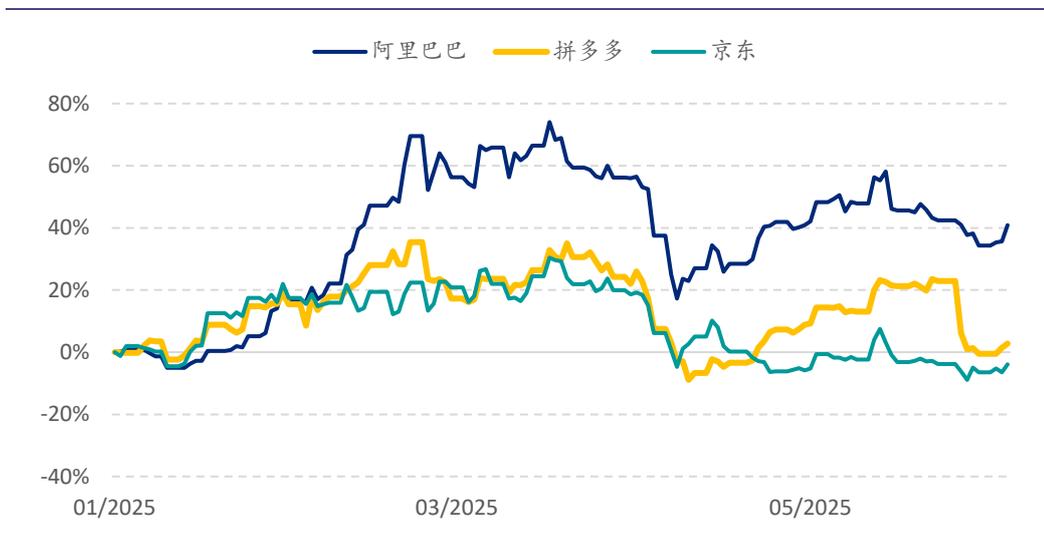
注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 电商：国补升级刺激消费，即时零售竞争格局重塑

**2025 年下半年展望：**行业竞争依然激烈，价格仍然是核心竞争手段；国补预计仍将是今年的重要驱动力，但考虑到基数影响，红利或有所减弱；直播电商进一步抢占市场份额，但增速有所放缓；中美关税风险为跨境电商带来不确定性，或造成短期阵痛，跨境电商也在加速全球化布局，降低单一市场风险；外卖大战重塑竞争格局，短期投入加大或影响利润率表现。考虑到国补受益以及受关税影响较小，建议关注阿里巴巴（BABA.US/9988.HK）、京东（JD.US/9618.HK）。

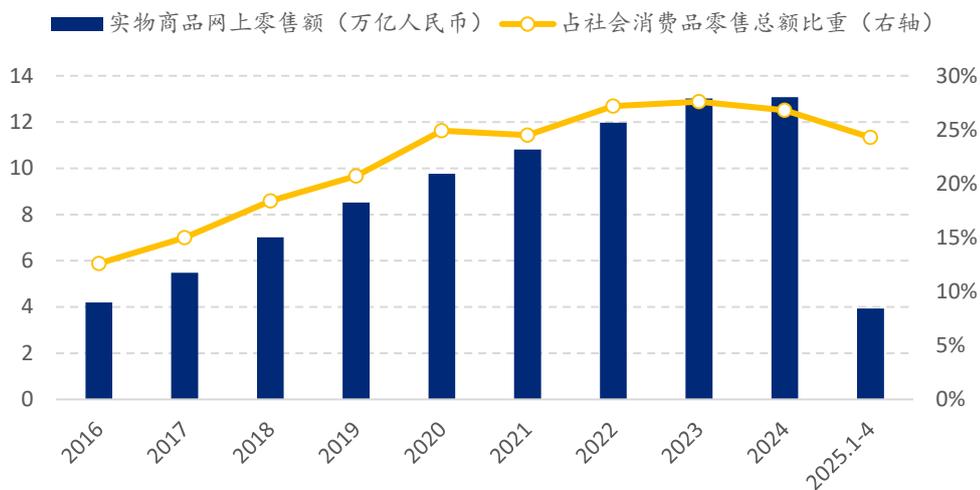
图表 26：电商公司年初至今股价表现



注：截至 2025 年 6 月 4 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

2025 年 1-4 月社会消费品零售总额同比增长 4.7%。其中，全国实物商品网上零售额同比增长 5.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%；在实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品分别增长 14.6%/0.5%/5.5%。

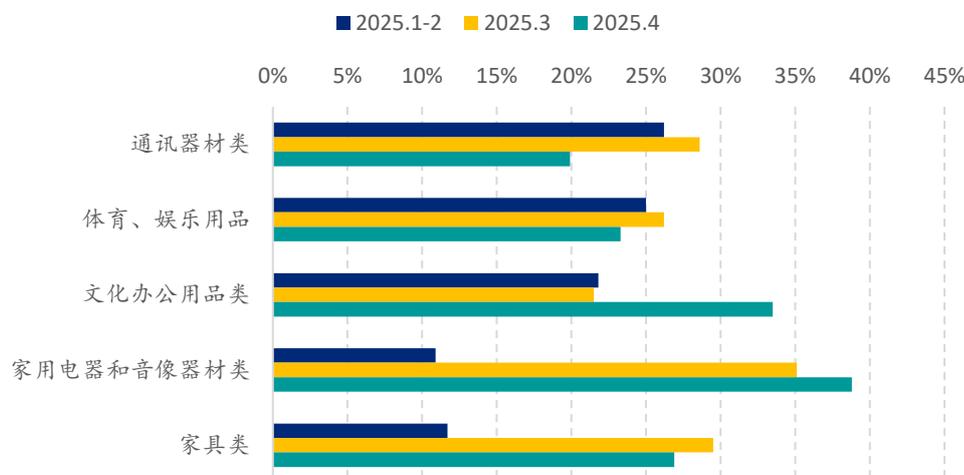
图表 27: 实物商品网上零售额



资料来源: Bloomberg, 国家统计局, 浦银国际

国补升级持续刺激数码家电需求增长。2024 年 9 月以来, 全国各地家电以旧换新补贴陆续推出, 刺激家电消费增长。根据国家发改委统计数据, 2024 年发改委牵头安排 1,500 亿元支持消费品以旧换新, 带动汽车、家电、家装等销售额超过 1.3 万亿元。而 2025 年 1 月, 消费以旧换新政策范围进一步扩大至家装消费品、手机等数码产品。2025 年 3 月, 政府工作报告明确, 安排 3,000 亿元支持消费品以旧换新。根据国家统计局数据, 2025 年前四个月, 通讯器材类、体育娱乐用品类、文化办公用品类、家用电器和音像器材类、家具类是增速最快的前五大品类, 前四个月累计同比增长均超过 20%, 补贴政策取得了显著成效。我们认为国补政策仍将成为全年消费重要的增长驱动力。

图表 28: 实物商品网上零售额



资料来源: Bloomberg, 国家统计局, 浦银国际

行业竞争依然激烈。各大电商平台为了争夺市场份额，纷纷采取多种策略来吸引消费者。在当前的市场环境中，价格仍然是电商平台的核心竞争手段。为了保持竞争优势，平台通过国家补贴和平台自身的补贴相结合，降低商品价格，吸引更多的用户进行购买。此外，电商平台也在不断升级增值服务，如价格保护和免运费等，以提升产品的综合竞争力。

关税反复冲击跨境电商，风险仍未消退。中美关税对各家电商平台影响不一，阿里巴巴国际电商业务地域分布较为分散，且对集团贡献占比也相对较小；而拼多多所受影响较大，美国是 Temu 的核心市场之一，美国取消小额免税后，商品价格优势或下降，并推高运营成本。国内跨境电商也在持续调整市场策略，加速全球化布局，降低单一市场集中风险。由于美国加征关税及取消跨境小额包裹免税在二季度生效，我们预计短期内海外业务或面临更加严峻的挑战，仍存在很大不确定性。

外卖大战重塑即时零售竞争格局。2025 年 2 月，京东正式进入外卖市场，发展迅速，6 月 1 日，京东外卖日订单量已突破 2,500 万单，品质餐饮门店入驻超过 150 万，骑手规模超过 10 万，成为外卖市场的重要新晋玩家。4 月末，饿了么也宣布将投入超百亿补贴，同时淘宝 APP 首页新增“闪购”入口，为饿了么带来新流量。作为外卖行业龙头，美团也表示将加大外卖补贴，以应对愈加激烈的行业竞争。针对行业竞争加剧，国家市场监管总局也在近期针对当前外卖行业竞争中存在的突出问题，约谈三家主要外卖平台企业，进一步规范行业发展和有序竞争。我们认为，行业外卖补贴策略或将有所调整，短期补贴力度或有所降温，但目前竞争的持续时间尚不明朗，预计仍将对行业利润率造成负面影响。

图表 29：电商公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	285,008	119.5	40.9	12.3	10.8	9.2	2.0	1.8	1.7
JD US Equity	京东	电商	48,438	33.3	(3.9)	7.8	6.9	6.3	0.3	0.3	0.2
PDD US Equity	拼多多	电商	141,468	99.7	2.7	11.0	8.4	7.1	2.3	2.0	1.8
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,404	14.4	6.8	6.1	5.8	5.6	0.5	0.5	0.5
3690 HK Equity	美团	电商	112,826	140.7	(4.5)	19.6	15.0	12.0	2.1	1.8	1.6
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,270	18.3	(6.7)	20.5	15.2	14.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	165	7.6	0.9	11.7	6.8	4.7	0.1	0.1	0.1
平均					5.2	12.7	9.8	8.5	1.1	1.0	0.9

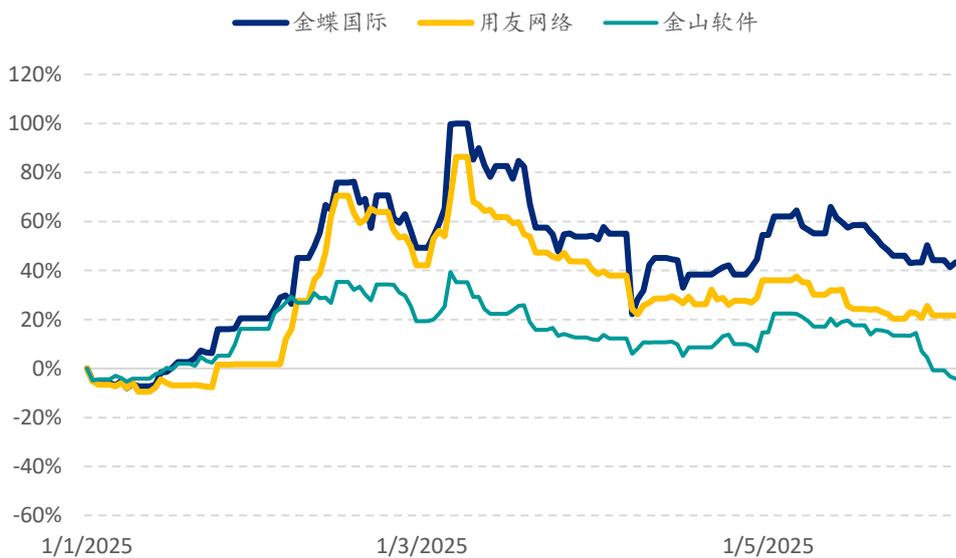
注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 云计算：大模型推动需求上升，AI Agent 重塑 SaaS

**2025 年下半年展望：**AI 的爆发使各行业对算力、数据存储和处理等云服务需求大增。云计算作为重要的基础设施，其服务提供商，有望享受 AI 带来的增长红利。特朗普 2.0 或加速软件行业的国产替代进程，“信创”或迎估值修复。

**2025 年中国正式开启 AI 基建超级周期。**根据中国信通院数据，中国云计算市场保持高活力，预计 2023-2027E 年均增速达到 37%，大幅高于全球增速。我们预测腾讯 2025 年资本开支或达人民币 900+亿元，阿里 1500+亿元，字节跳动 1500+亿元，都主要围绕 AI 基础设施建设。中国互联网巨头的整体资本支出（主要为算力需求）或接近翻倍，有望推动上游算力产业链的爆发。

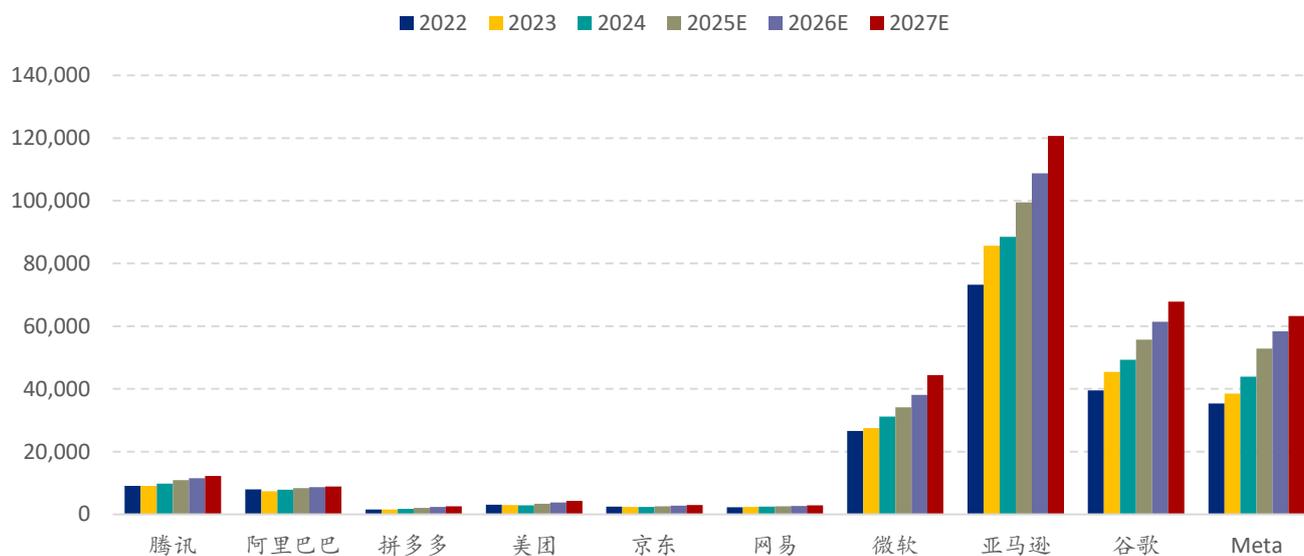
图表 30：SaaS 公司股价表现



注：截至 2025 年 6 月 4 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

**中美互联网的云业务发展日趋分化。**除芯片等基础层外，云计算是目前明显受益于大模型的业务。美国互联网公司的 AI 相关的收入主要集中在云业务，云计算也成为增速最快的细分赛道之一。而国内的互联网巨头的云业务爆发会有一定时滞：一方面，在国内竞争格局方面，中国运营商的云业务强势崛起，市场份额不断扩大；另一方面，在 ToB 企业服务方面，中美仍存在很大差距，SaaS 生态系统在中国并不像美国市场那么活跃。

图表 31：中美互联网龙头 Capex 对比（百万美元）



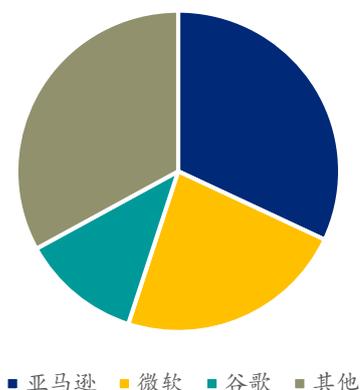
E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中美云厂商利润率差异明显。在美国云服务商中，亚马逊 AWS 和微软 Azure 利润率长期维持在 30% 以上，而国内云服务商目前则刚刚实现盈亏平衡，中美云厂商的利润率差异主要由于：

- 1) 以 AWS 为代表的美国云厂商起步较早，占据先发优势，使得 AWS 能够建立庞大的基础设施，后期实现规模经济，单位成本会显著下降。
- 2) 产品构成差异：云计算服务可以简单分为公有云、混合云，私有云三大类。我国目前私有云占比仍达 43%；而美国以公有云为主，占比接近 70%。公有云可以通过标准化更好地实现规模效益。
- 3) 成本结构差异：IDC 是云业务的主要成本之一，包括带宽以及机架成本，国内云厂商需要缴纳巨额带宽使用费给运营商，而海外云厂商可以自建网络，降低成本。

图表 32：全球云计算市场份额（2024）



资料来源：Canalys、浦银国际

图表 33：中国公有云 IaaS 市场份额（2H24）



资料来源：IDC、浦银国际

**AI Agent 重塑 SaaS 行业。**在 MCP 统一协议框架下，SaaS 服务作为生态组成部分，既可以服务终端用户，又能被其他 Agent 调用。MCP 核心价值在于标准化交互规则，有助于大幅降低开发成本，开发者只需要让模型和工具分别遵循相应的协议标准，就可以实现即插即用。

**特朗普 2.0 将加速软件行业国产替代趋势，信创产业或迎修复。**特朗普 2.0 或加剧地缘政治风险，增加不确定性。信息技术的自主可控对保障国家信息安全和网络安全至关重要。近些年，国家不断发布相关政策，为信创行业提供支持和便利。“十四五”规划中明确指出到 2025 年行政办公及电子政务系统要全部完成国产化替代。2022 年 9 月底国资委下发 79 号文，全面指导并要求央企落实信息化系统的信创国产化改造，要求央企、国企、地方国企全面落实信创国产化。总体目标是在重点推进行央、国企 2027 年底实现 100% 信创替代。随着政府对数字经济和基础设施建设的重视，信创产品的市场需求有望进一步扩大。

图表 34：云服务板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	18,790	291.7	1.8	69.8	57.2	47.3	22.1	18.3	15.2
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,480	13.6	26.9	N/A	200.3	63.6	4.6	4.1	3.8
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,324	14.5	22.9	45.7	33.4	27.1	3.7	3.5	3.3
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	5,808	12.3	50.5	301.4	113.0	61.5	5.9	5.1	4.4
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	10,533	51.4	(0.9)	26.7	21.4	17.8	0.5	0.4	0.4
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,907	32.2	(1.6)	20.5	17.0	14.2	3.7	3.2	2.9
909 HK Equity	明源云	SaaS	677	2.7	8.2	N/A	2,517.2	139.8	3.4	3.4	3.3
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,758	4.9	(1.7)	15.9	12.9	10.9	0.7	0.6	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	3,157	11.5	9.4	N/A	N/A	306.5	2.4	2.1	1.8
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	816	1.7	(45.9)	N/A	N/A	46.3	3.5	3.1	2.8
9959 HK Equity	联易融	SaaS	533	1.7	7.0	N/A	N/A	30.5	3.2	2.7	2.3
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	373	0.1	(28.0)	27.5	11.8	10.3	1.8	1.8	1.6
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,566	5.8	22.8	170.6	147.2	64.7	1.2	1.0	0.9
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	1,208	5.9	(27.8)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	488	8.1	(6.7)	12.0	9.5	7.3	1.1	0.9	0.8
平均					2.5	76.7	285.5	60.6	4.1	3.6	3.2

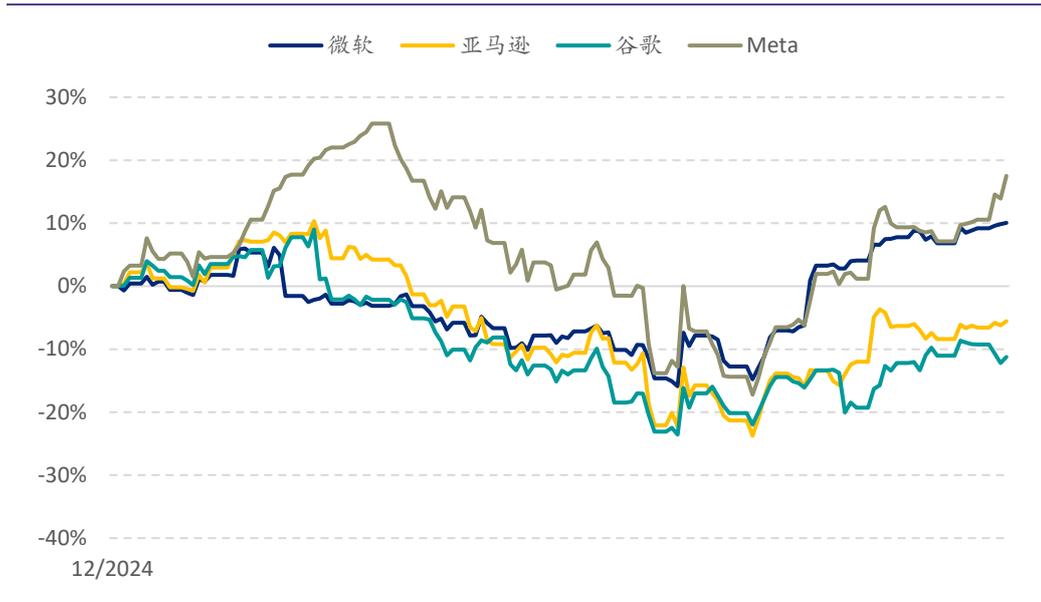
注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 海外：AI 应用维持高景气度，关注广告、游戏、教育

**2025 年下半年展望：**AI 仍然是下半年最值得关注的投资方向之一，全球 AI 应用或迎来爆发，市场资金对 AI 产业的挖掘也逐渐向应用软件类倾斜，AI 对于业绩赋能在加速兑现，重点关注广告、办公、教育等行业落地情况。

**图表 35：美国互联网龙头年初至今股价表现**



注：数据截至 2025 年 6 月 4 日 资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 36：中美互联网 AI 投资布局**

公司	AI 领域产品及布局
微软	Azure AI、Copilot、Bing，投资 OpenAI
谷歌	Gemini 大模型、DeepMind、TensorFlow，投资 Anthropic、Runway
亚马逊	Olympus 大模型，投资 Anthropic 少数股权
Meta	Llama 大模型、XR
阿里巴巴	通义大模型、云计算、达摩院，投资智谱 AI、百川智能、零一万物、MiniMax 等
腾讯	混元大模型、优图，投资百川智能、MiniMax、智谱 AI、月之暗面等
百度	文心大模型、文心智能体、飞桨、自动驾驶，投资生数科技、智元机器人等
字节跳动	豆包大模型

资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 37: AI 应用全景图



资料来源: 量子位、浦银国际

## AI 助力游戏业务降本增效，提升用户体验

### 1. 游戏开发与创作

——智能角色场景设计与生成：利用 AI 技术生成游戏角色的三维模型、外观特征和动作表情。通过深度学习算法，分析大量的游戏角色设计数据，学习不同风格和类型的角色特点，从而快速生成符合设计要求的新角色。

——游戏剧情生成与优化：借助 AI 技术生成游戏剧情的框架和线索，根据玩家的行为和选择，动态生成剧情分支和结局。同时，AI 技术还可以对游戏剧情进行优化，根据反馈和数据分析，调整剧情的难度和节奏。

### 2. 游戏开发辅助工具

——游戏开发引擎优化：AI 技术可以对游戏开发引擎进行优化，提高引擎的性能和效率。

——游戏开发工具自动化：利用 AI 技术实现游戏开发工具的自动化，例如代码生成、测试等。通过对游戏开发资源的分析和学习，AI 系统可以自动对资源进行分类和标签化管理，提高资源的检索效率和利用效率。

### 3. 游戏运营与推广

——游戏玩家行为分析：利用 AI 技术对游戏玩家的行为数据进行分析，了解玩家的游戏习惯、兴趣爱好和需求，通过对玩家的行为数据进行挖掘和分析，AI 系统可以及时调整游戏的内容和运营策略，提高玩家的满意度。

——游戏推荐系统：借助 AI 技术建立游戏推荐系统，根据玩家的历史游戏记录和行为数据，为玩家推荐适合的游戏。通过对玩家的游戏偏好和兴趣爱好的分析，AI 系统可以为玩家提供个性化的游戏推荐。

### 4. 游戏体验提升

——游戏智能辅助系统：在一些游戏中，AI 技术可以作为智能辅助系统，为玩家提供游戏指导和帮助。例如，在角色扮演游戏中，AI 系统可以为玩家提供角色属性加点建议、技能升级路线规划等。

——游戏自适应难度调整：根据玩家的游戏表现和能力水平，AI 技术可以动态调整游戏的难度级别。

——游戏虚拟现实体验增强：利用 AI 技术增强游戏的虚拟现实体验，例如通过动作捕捉技术和虚拟现实头盔，实现玩家与游戏世界的实时互动。

## 广告或成为 AI 最先落地的应用场景

AI 应用显著增加了用户使用时间，有助于广告点击率和转化率的提高。AI 引擎在内容推荐和广告定位方面的应用，直接推动了业务增长。

### 1. 创意制作方面

——提供创意灵感：AI 可快速挖掘海量消费者数据，分析消费者喜好、需求和行为模式，为广告创意提供丰富灵感来源。比如通过分析社交媒体数据等，了解不同消费群体特点，助力创意人员把握方向。

——实现内容快速生成：能根据预设主题和目标受众，自动生成文字、图像甚至视频内容。如运用自然语言处理技术生成有吸引力的广告语，通过深度学习算法生成产品图片、特效场景等。

——支持个性化定制：根据每个消费者的独特特征和偏好，量身定制广告内容，提高广告的点击率和转化率。例如为运动爱好者生成运动主题广告，推荐相关产品。

### 2. 精准投放方面

——精准定位受众：AI 可以深度分析用户的行为数据、兴趣爱好、地理位置等多维度信息，精准圈定目标受众，让广告能展示给最有可能感兴趣的用户。

——实时调整策略：依据实时数据反馈，动态调整广告投放策略，如出价、关键词选择、受众定位等，确保广告投放效果最佳，提升投资回报率。

### 3. 效果评估方面

——进行效果预测：借助 AI 的数据分析和建模能力，对广告的点击率、转化率等指标进行预测，帮助广告主提前了解广告效果，合理安排预算和资源。实现深度分析：能够对广告投放后的效果进行更全面、深入的分析，不仅能统计曝光量、点击量等常规数据，还能分析用户的情感倾向、行为变化等，为后续优化提供更详细依据。

### 4. 运营效率方面

——自动化任务流程：可以自动化完成广告投放中的一些繁琐任务，如广告素材的审核、投放计划的设置与调整等，节省人力和时间成本，提高运营效率。

——优化资源分配：通过对数据的分析和预测，AI 能帮助广告主更合理地分配广告资源，确定在不同平台、不同时间段的投放比例，提高效率。

除了“七巨头”中的微软，谷歌，亚马逊以及 Meta 四家超大盘股外，我们进一步梳理以下 AI 应用类标的：

- **Adobe (YTD-6.6%)**：旗舰产品包括 Photoshop、Acrobat PDF 等，公司为行业龙头。产品标准化高。创意设计或是最先受益于 AI 推动的行业。
- **AppLovin (YTD+27.9%)**：行业领先的移动营销和货币化平台，拥有 AppDiscovery、MAX、Adjust 等核心产品，在移动游戏领域占据领先优势。
- **CrowdStrike (YTD+35.3%)**：全球终端网络安全龙头，通过自动检测和预防来阻止威胁，端点保护约占其当前一千亿美元 TAM 的 20%。公司处于 AI+安全领域前沿，推出 Charlotte AI，持续赋能。
- **Duolingo (YTD+61.3%)**：全球用户最多的语言学习平台，将游戏元素融入免费内容，通过广告、付费订阅和考试认证变现。公司在 AI 教育商业试水，已上线付费产品 Duolingo Max。
- **Palantir (YTD+58.6%)**：大数据分析公司，与美国政府密切合作，政府国防业务壁垒高，加速拓展商业业务。四大产品包括：Gotham（政府）、Foundry（商业）、Apollo 和人工智能 AIP。
- **Salesforce (YTD-20.0%)**：全球第一大 CRM 厂商，业务从 CRM 售中管理，延伸至售前营销、售后客服等。公司持续发力 AI，推出 AI 工具 Einstein Copilot，并扩大 AI 风险投资基金规模。
- **ServiceNow (YTD+59.6%)**：公司为企业 IT 自动化操作提供云计算服务，包括 ITSM 和 ITOM，已覆盖 85% 的财富 500 强企业。公司持续通过并购 AI 企业，提升技术储备，上线 Now Intelligence 等产品。
- **Snowflake (YTD-4.0%)**：全球最大的云数据仓库解决方案提供商，提供存储和管理结构化和非结构化数据服务。数据仓库是数据分析重要基础设施，AI 发展有望带动产品需求提升。
- **UiPath (YTD+4.3%)**：全球领先的 RPA（机器人流程自动化）企业，通过 AI 将重复业务流程实现自动化，在大模型 AI 加持之下，或迎来加速发展。
- **Unity (YTD+10.3%)**：公司提供世界领先的实时 3D 开发工具，全球前 1000 手游中约 70% 使用 Unity 制作。AIGC 将使游戏“更快、更好、更便宜”。公司业务不断拓展，覆盖电影、汽车、航空等领域。

图表 38: 美股公司表现及估值

股票代码	公司	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	YTD 股价变动	P/E (x)			P/S (x)		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
MSFT US Equity	Microsoft	3,447,734	463.9	10.1	32.7	28.7	24.0	11.6	10.3	8.9
AMZN US Equity	Amazon	2,200,027	207.2	(5.5)	30.2	25.9	21.5	3.2	2.9	2.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,047,175	169.4	(11.1)	17.2	16.1	14.1	6.2	5.6	5.0
META US Equity	Meta	1,729,731	688.0	17.5	26.1	23.1	20.5	9.3	8.2	7.3
CRM US Equity	Salesforce	251,591	263.2	(21.3)	23.5	21.1	18.6	6.2	5.7	5.2
NOW US Equity	ServiceNow	209,637	1,012.7	(4.5)	61.1	51.0	42.4	16.1	13.5	11.4
SNOW US Equity	Snowflake	69,944	209.6	35.7	190.9	137.6	117.2	15.7	12.8	10.8
PLTR US Equity	Palantir	306,812	130.0	71.9	222.6	176.4	132.7	78.8	61.2	46.4
PATH US Equity	UiPath	6,982	13.1	2.7	23.3	20.8	18.8	4.5	4.2	3.8
U US Equity	Unity	10,833	26.1	16.0	37.6	33.9	27.5	6.1	5.6	5.0
CRWD US Equity	CrowdStrike	114,794	460.6	34.6	131.0	101.0	76.2	24.4	20.0	16.5
DUOL US Equity	Duolingo	23,581	518.8	60.0	177.0	109.0	79.6	23.7	18.6	15.0
MDB US Equity	MongoDB	16,321	199.7	(14.2)	60.8	57.4	45.0	7.2	6.2	5.3
ADBE US Equity	Adobe	176,408	413.9	(6.9)	20.1	17.9	16.2	7.5	6.8	6.2
SE US Equity	Sea	99,554	168.2	58.5	43.7	30.2	24.1	4.7	3.9	3.4
APP US Equity	AppLovin	140,945	416.5	28.6	51.2	35.3	29.4	24.9	20.7	16.4
SPOT US Equity	Spotify	143,761	701.1	56.7	71.3	49.0	39.6	7.1	6.1	5.4
INOD US Equity	Innodata	1,428	45.0	13.8	64.8	44.3	34.6	5.9	4.8	4.6
平均				19.0	71.4	54.4	43.5	14.6	12.1	10.0

注: E=Bloomberg 一致预测; 股价截至 2025 年 6 月 4 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 浦银国际互联网行业覆盖公司

图表 39: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	118.30	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	119.96	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	130.60	买入	173.00	15/5/2025	电商
JD US Equity	京东	33.09	买入	44.00	15/5/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	99.33	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.47	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	515.00	买入	700.00	15/5/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	128.63	买入	135.00	16/5/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	201.20	买入	210.00	16/5/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	145.70	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	18.48	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.00	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	40.00	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.60	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.96	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	6.66	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	144.40	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	54.50	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	170.40	买入	170.00	14/5/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	24.79	买入	27.00	8/5/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	467.68	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	414.14	买入	450.00	8/5/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	207.91	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	168.21	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	169.81	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	684.62	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	522.99	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	712.82	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	17.78	买入	18.00	14/5/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	69.75	买入	70.00	14/5/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	226.00	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	45.64	买入	55.00	9/5/2025	软件

注: 收盘价截至 2025 年 6 月 5 日;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

