

# 港股互联网的变化与机会

## AI 加速巨头提升商业化效率

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

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：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

证券分析师：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

S0980525060001

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

- **AI驱动港股互联网巨头进入成长新阶段。** 恒生科技指数自2024年2月以来，累计已上涨99%（截至11月13日），当前板块TTM估值约23xPE，处于历史31%分位。纳斯达克处于41xPE。复盘过去两年涨幅，2024年大部分巨头的股价上涨是从价值的角度进行的估值修复和盈利驱动，举例腾讯在这一轮周期上涨的起点为2024年3月20日腾讯业绩会公告1000亿港元回购计划，当时市值对应当年经调整净利润为13X（处于历史最低水位）。进入到2025年，巨头的上涨叙事逐步切换至AI，也从价值角度回到成长新阶段。我们认为AI将持续驱动巨头提升变现水平。
  - **国内互联网巨头变现率较海外仍有明显差距。** Meta单用户变现程度超过腾讯，海外广告加载率显著高于国内。亚马逊货币化率是国内电商3-7倍，变现结构也有差异。C端用户的主要变现方式为广告，而大模型对用户意图理解明显优于过去，应用GenAI技术有助于帮助平台提升广告推荐精准度，提升变现效率。互联网巨头B端的变现方式主要为云计算，过去两年AI显著拉动海外巨头云业务的收入增长，且当前持续处于供不应求状态。
  - **预计将持续看到AI助力互联网巨头提升变现效率，同时2026年或是巨头AI Agent与生态协同的元年。** 过去两年OpenAI的技术领先差距逐步收敛，AI对于国内互联网巨头的业务应用阶段较海外有所落后。从Capex投入的角度，国内巨头晚于海外一年开始增加投资。海外资本开支显著加速从2023年下半年开始（ChatGPT发布半年后），其中以微软最为迅速，然后谷歌、亚马逊与META陆续加大投入。国内整体资本开支规模增长从2024年中旬开始，并且由于低基数增幅更为明显。展望2026年，我们认为AI将继续加速港股互联网的主业发展，并且AI Agent与巨头生态的协同或将带来新的商业化机会。
- 风险提示：** 宏观经济波动，下游广告需求不及预期；市场竞争加剧风险；AI应用进度以及性能水平不及预期等风险。

- 【 01 】 港股互联网所处阶段
- 【 02 】 国内互联网巨头变现率较海外仍有明显差距
- 【 03 】 AI对B端和C端变现率的促进

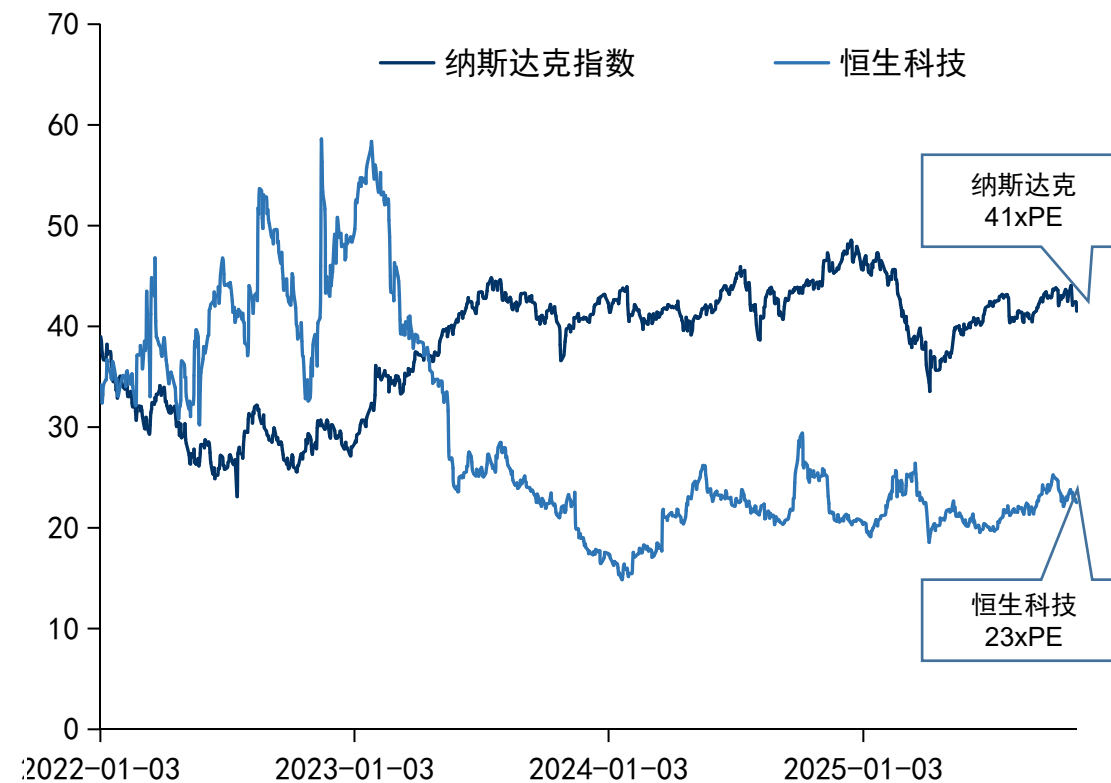
# 尽管24年初以来恒生科技上涨99%，估值仍处于历史分位较低水平

图：恒生互联网科技PE ttm过去3年变化图（目前23xPE，位于历史分位点31%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

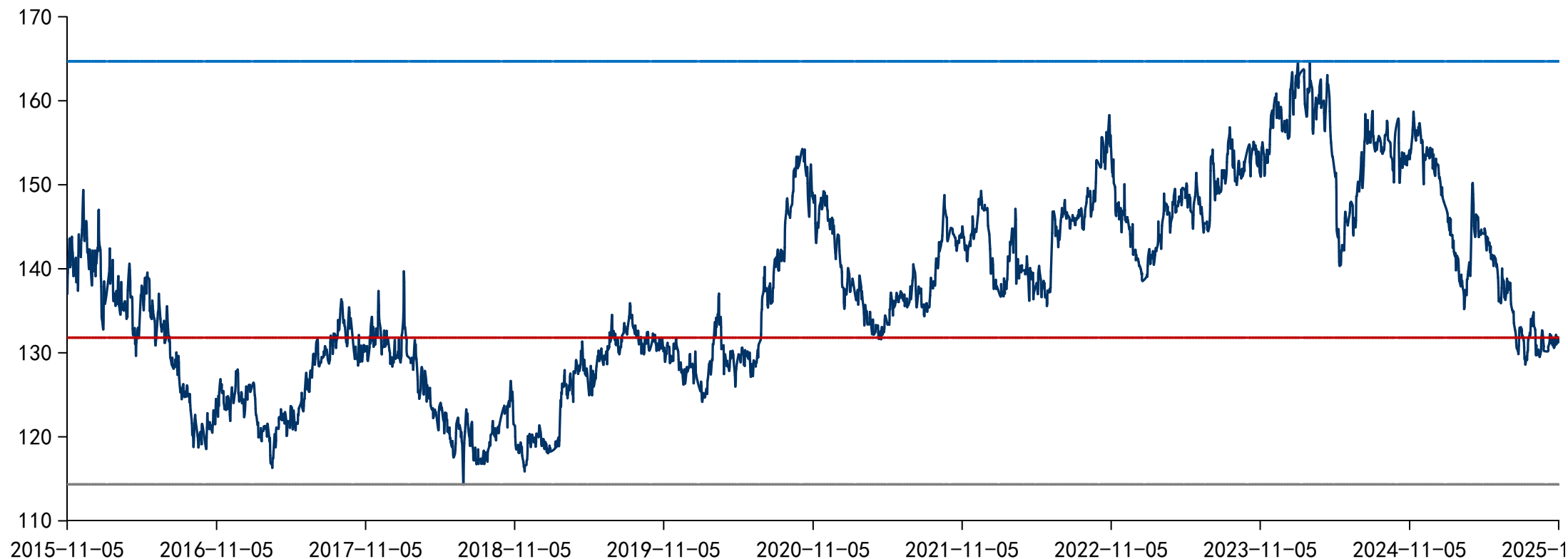
图：纳斯达克与恒生科技估值情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# AH溢价突破过去5年的支撑点位

图：近10年AH溢价变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 过去两年互联网板块多数公司经营提效明显

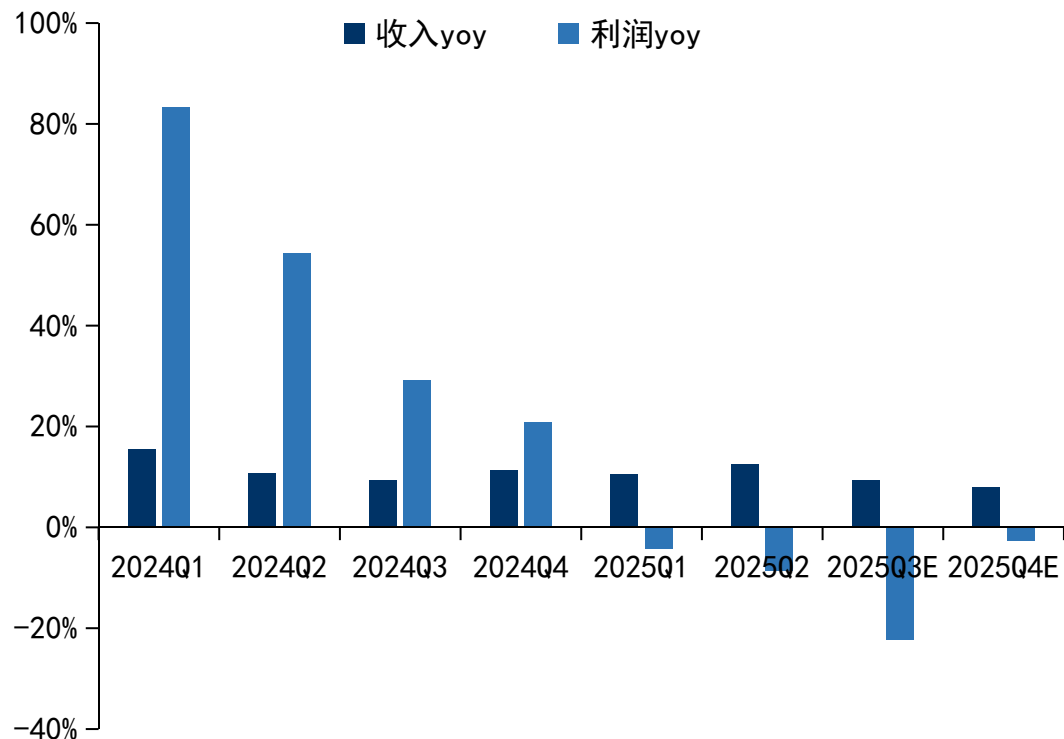
图：互联网公司收入与经调净利润增速变化情况

	2021	2022	2023	2024	2025E
腾讯控股	-3pct	-1pct	5pct	8pct	0pct
网易云音乐	17pct	14pct	12pct	11pct	16pct
BOSS直聘	-	-2pct	19pct	1pct	5pct
网易-H	3pct	1pct	8pct	0pct	3pct
腾讯音乐	-3pct	3pct	5pct	6pct	1pct
京东健康	-6pct	5pct	3pct	1pct	1pct
快手-W	-10pct	17pct	15pct	5pct	0pct
唯品会	-1pct	1pct	2pct	0pct	0pct
微博	-1pct	-2pct	-4pct	2pct	0pct
阿里健康	85pct	4pct	3pct	3pct	-1pct
京东集团-SW	0pct	1pct	1pct	1pct	-2pct
美图公司	1pct	7pct	10pct	10pct	-4pct
阿里巴巴-W	-8pct	0pct	0pct	-1pct	-5pct
百度集团-SW	-5pct	2pct	5pct	-1pct	-7pct
拼多多	20pct	16pct	-3pct	4pct	-7pct
美团-W	-11pct	10pct	7pct	5pct	-15pct

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

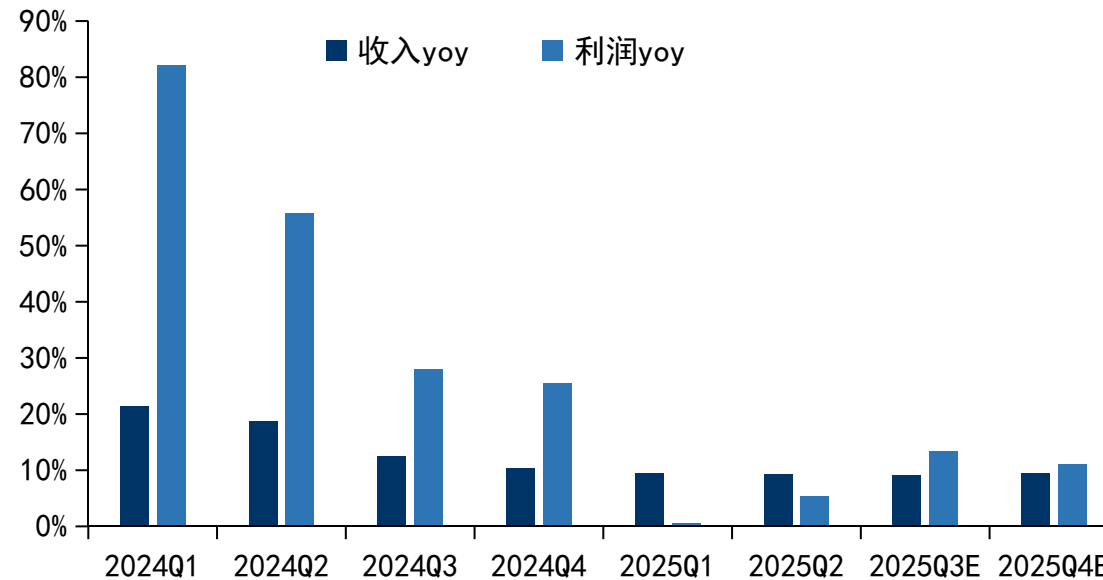
# 外卖大战影响，互联网板块利润底部或在25Q3出现

图：互联网公司收入与经调净利润增速变化情况



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图：互联网公司收入与经调净利润增速变化情况（不含阿里京东美团）



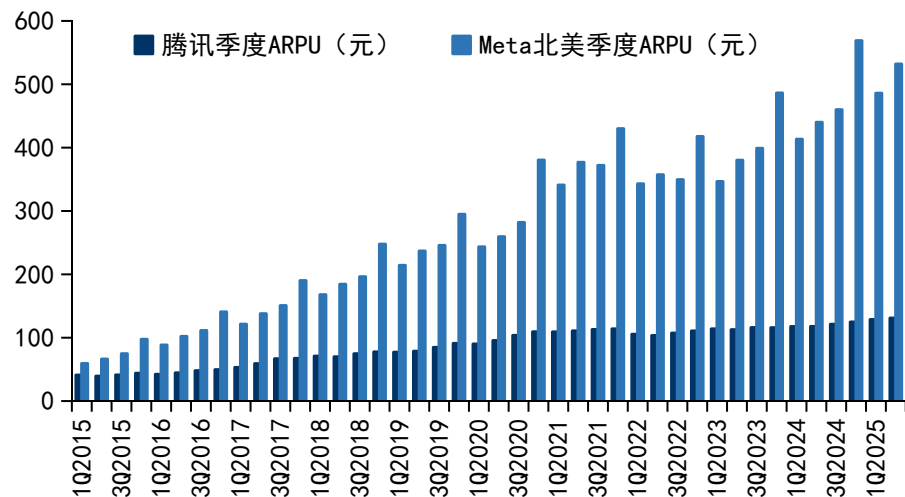
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 港股互联网所处阶段
- 【 02 】 国内互联网巨头变现率较海外仍有明显差距
- 【 03 】 AI对B端和C端变现率的促进

# Meta单用户变现程度超过腾讯，海外广告加载率显著高于国内

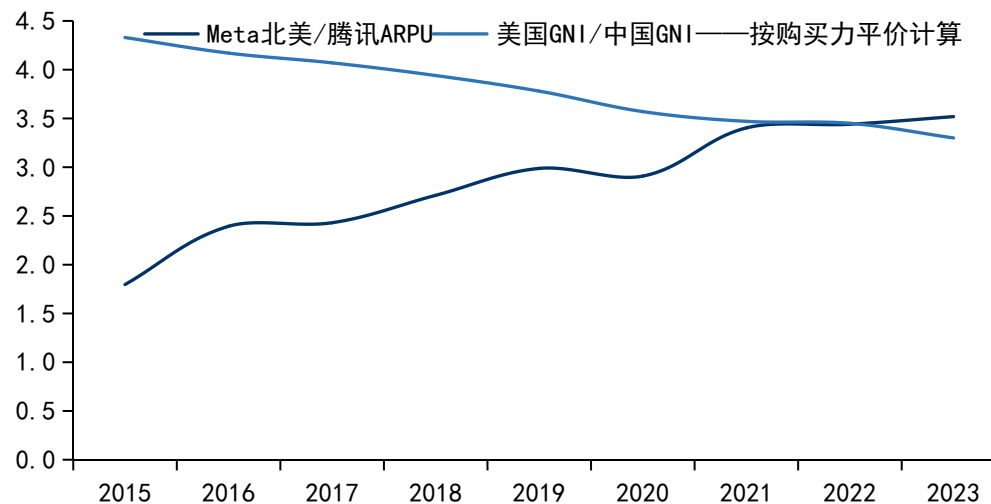
- 考虑中美用户群体购买力差距，测算Meta和腾讯主力变现区域水平，Meta单用户变现程度仍超过腾讯。我们测算，25年二季度腾讯国内季度用户ARPU为131元，而同期Meta北美用户ARPU为75美元（约532元），测算MetaARPU约为腾讯的4.1倍，超过中美购买力平价差距（\*23年美国GNI是中国GNI的3.3倍）。
- 变现模式单一，但单一变现模式下程度更高。Meta当前98%收入来自广告；而腾讯收入来自广告、游戏和金融科技（提供用户支付、贷款、理财等服务）。从产品变现方式分析，Meta体系内的不同产品广告加载率显著高于国内，根据我们测算，INS中Feed的广告加载率在30-35%，Stories的广告加载率在40%以上，Reels短视频产品的广告加载率约在20%+，对比腾讯视频号广告加载率在4%左右。

图：腾讯、Meta北美季度ARPU(元)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

表：Meta北美/腾讯ARPU

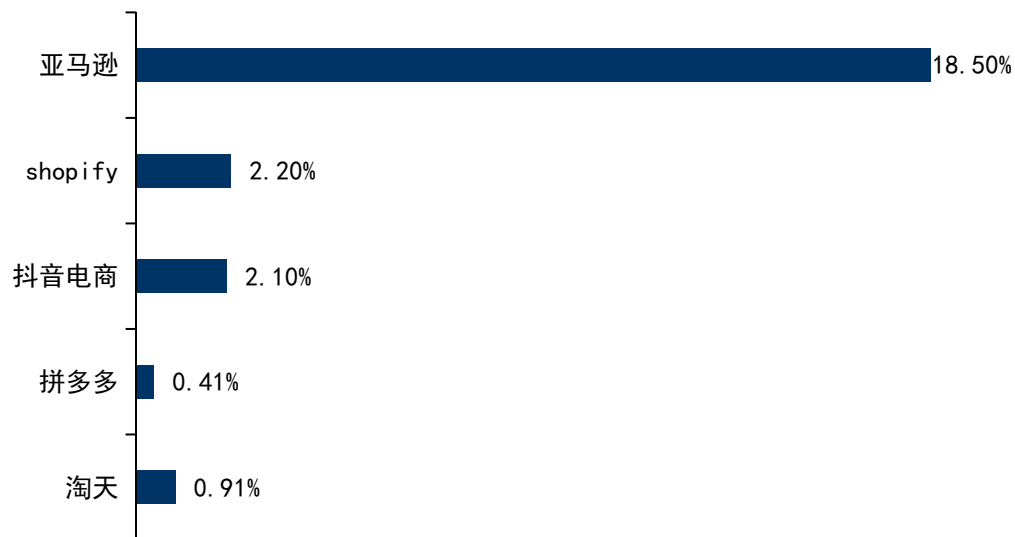


资料来源：公司财报、Wind、国信证券经济研究所整理

# 亚马逊货币化率是国内电商3-7倍，变现结构也有差异

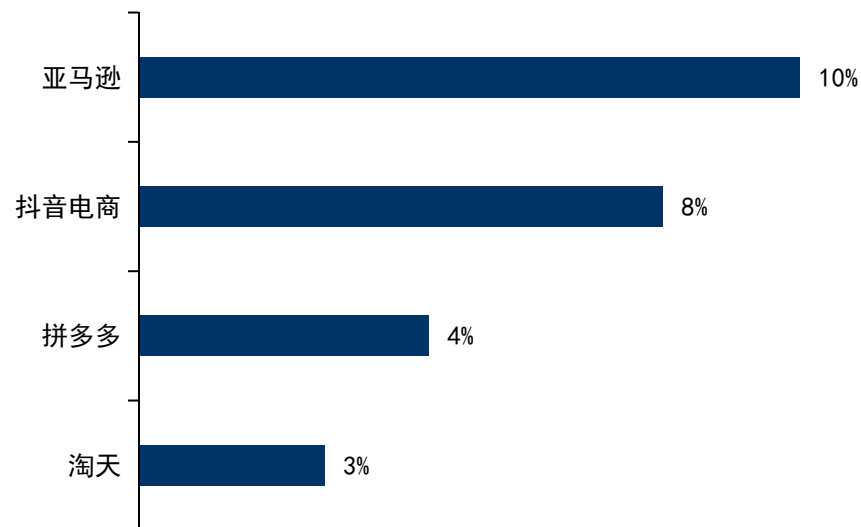
- 整体看亚马逊佣金&广告货币化率近30%（为方便比较未包含FBA履约费用），国内抖音电商/拼多多/淘天为10%/5%/4%，整体差异3-7倍。
- 国内电商与亚马逊佣金货币化率差异10倍甚至更高。Shopify收费主要为“建店工具”，强调商家自主运营，亚马逊佣金额外包含市场接入功能，提供现成流量，上架操作更简单；国内电商提供服务更接近亚马逊，其中抖音电商以直播带货为主，商家门槛更高，佣金率比传统货架电商高；抖音电商与亚马逊佣金货币化率差异近10倍，拼多多、淘天与亚马逊差异超20倍；
- 国内电商与亚马逊广告货币化率差异在3倍以内。亚马逊广告货币化率占整体货币化率1/3，国内电商广告货币化率占整体80%以上，国内电商竞争更激烈，商家愿意支付更高广告成本换取GMV。

图：2024年国内电商与海外电商佣金货币化率对比



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：2024年国内电商与海外电商广告货币化率对比（Shopify为SaaS公司无广告业务）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 港股互联网所处阶段
- 【 02 】 国内互联网巨头变现率较海外仍有明显差距
- 【 03 】 AI对C端和B端变现率的促进

- 从提升内容理解方面，如果公司既做广告又做内容，广告侧可以捕捉用户在内容侧的消费信息，在用户广告侧的兴趣刻画会更准确，因为广告推荐反馈的用户数据是稀疏的，用户曝光的广告或者用户去点击广告是偏少数的。



## 多模态提升内容理解

提升内容理解，进行模型更新，让用户和推荐内容更匹配，从而对ROI的提升。

主要通过应用ID类特征+内容理解或者用一个多模态的特征作为辅助进行模型训练。



## 提升Rank精准度

通过在推荐系统的编码和向量化阶段引入更丰富的数据维度，综合处理包括用户行为、内容属性在内的多样化特征。

在排序阶段应用更复杂的模型结构/大模型架构，显著提升系统的推理能力。



## 生成式推荐新架构

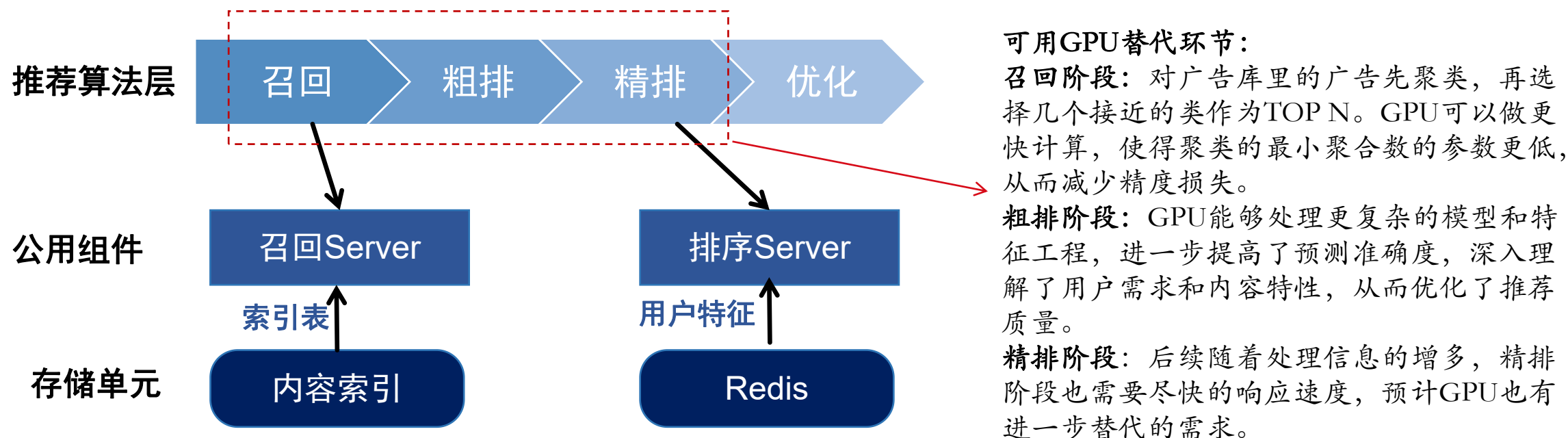
生成式推荐成为新的架构，大模型成为一个模块，与过去的Rank范式有大差异。通过更精细的模型和算法，实现对用户行为的高准确度预测，从而提供更个性化的推荐结果。

AI赋能会削弱标签化的优势-泛化的特征，最终会被个性化特征取代。

# GPU替代：提升推荐模型性能，满足算力、带宽和时延平衡需求

- GPU大规模替代，对于系统能力会更高，对广告收益提升，因为：
  - ① 通过其并行计算能力提升了模型性能，模型承载力得到提升，能够在更大的样本去做选择；
  - ② CPU无法做用户序列的模型，耗时长，计算难度更高，GPU可以提高序列长度，提高准确度；
- GPU的成本是否能够被广告收益覆盖，涉及到广告商的边际效益/成本情况。大模型能力加入到广告算法里面去做训练，增加的维度是比较多的，同时向量拼接之后还需要接入很多神经网络，因此对训练的资源要求较高。考虑到国内大模型训练，当前大模型阶段可能没有冗余的算力去做广告方面的应用。

图：可被GPU替代的推荐算法环节



# 腾讯广告:AI提升推荐精准度,提高广告变现效率

- 2025Q2, 腾讯营销服务收入为358亿元, 同比增长20%。高同比增长主要来自单次展示收入的提升。归因于: 1) AI部署带来的更高点击率; 2) 微信小店和小游戏带来的更完善的闭环交易活动, 从而提升了单次点击的收入。24Q4业绩会表示腾讯广告负载与全球同行仍有差距, 将逐步增加较新产品(如短视频)的广告负载。
- 腾讯有望在视频号、搜一搜、小程序等广告库存释放中受益。1) 当前视频号广告加载率在不到4%, 随着AI推动匹配精准度提升, 电商等内容丰富度提升, 广告加载率有望持续释放。2) 搜一搜广告: 品牌专区下面会出现一条定价结果广告, 未来有望每个栏目加一条。24Q4微信搜索收入同比增长超过一倍, 主要得益于商业查询的增加以及广告形式中AI优化的广告投放。3) 小程序广告: 文末有一个广告位, 当前小程序的流量还有望继续提升。
- ✓ 短视频同行广告加载: 国内抖音广告加载在15%+, 快手在9%+。国际Tiktok广告加载率在15-20%。

图: 腾讯广告拆分

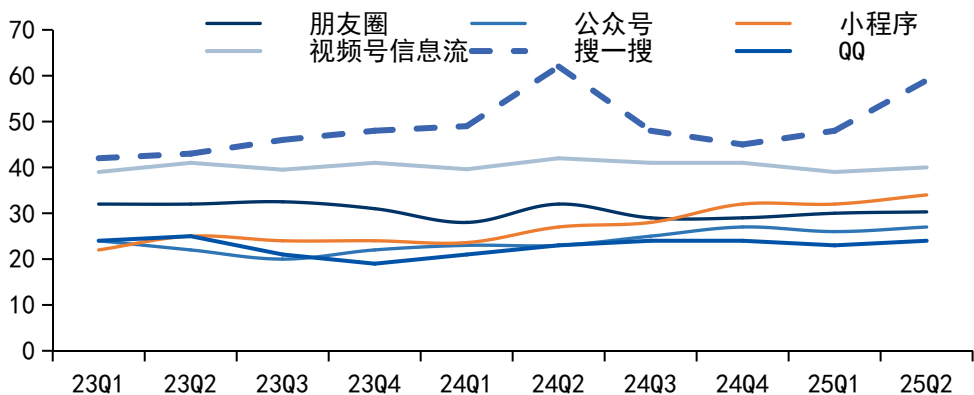
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	23-YoY	24-YoY	25-YoY	26-YoY	27-YoY
腾讯广告总计	823	887	827	1015	1214	1456	1748	2097	23%	20%	20%	20%	20%
社交及其他	680	754	720	907	1092	1318	1595	1930	26%	21%	21%	21%	21%
-微信广告	476	530	501	666	825	1059	1338	1670	33%	24%	28%	26%	25%
朋友圈	352	387	329	346	363	363	363	363	5%	5%	0%	0%	0%
公众号	64	72	68	72	74	63	59	59	5%	3%	-15%	-5%	0%
小程序	60	71	78	93	110	149	201	271	20%	18%	35%	35%	35%
视频号			24	145	258	440	638	861	504%	78%	71%	45%	35%
搜一搜及其他			2	10	20	45	77	115	400%	100%	125%	70%	50%
-广点通	107	91	79	81	90	94	106	119	3%	11%	5%	12%	13%
-联盟广告	88	110	99	119	137	123	111	100	20%	15%	-10%	-10%	-10%
-搜狗+易车	9	23	41	41	41	41	41	41	0%	0%	0%	0%	0%
媒体	143	133	107	108	121	139	153	168	1%	12%	14%	10%	9%

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理测算

# AI赋能传统业务: AI广告技术提升转化, AI NPC增加匹配对战体验强化游戏基本盘

- **腾讯广告平台23年开始CPU转向GPU, 24年中上线新算法系统。**24年中, 腾讯广告3.0系统上线。“整个3.0体系, 最关键的问题就是将原本无意义的序列ID, 变成了基于营销目标、营销对象为主体的有意义的ID”。有意义ID强制要求策略收敛, 推动行业从“数量竞争”转向“质量竞争”, 每个广告ID成为系统可直接解析的“业务指令”。目前新广告投放(3.0)已覆盖腾讯95%的广告投放, 助力行业大盘整体投放稳定性提升26%, **达成率提升8.7%**, 起量率提升207%。23年开始, 腾讯广告平台逐渐从 CPU 转向 GPU。GPU可以提高序列长度以提高准确度, 以及提高运算速度。
- **腾讯游戏: 运用AI NPC增加匹配对战体验, 强化腾讯MOAB、射击等基本盘。**1) 根据业绩会, 腾讯正在使用AI来弥合PvP和PvE之间的差距, 想创建一种游戏模式, 让玩家与机器对战, 但利用AI让机器模拟真人行为。机器以不同等级进行对战, 使用户体验和游戏玩法更有趣。2) 2月21日, 《和平精英》宣布接入 Deepseek, 数字代言人“吉莉”能与玩家进行自然语言对话, 提供游戏福利资讯、最新玩法介绍、武器搭配推荐等深度支持。
- **腾讯游戏AI布局: 腾讯AI Lab为核心研发机构。**开发高智能游戏AI, 如《王者荣耀》“绝悟”AI, 具备职业选手水平的决策能力; 生成式AI项目 Game AI Research助力游戏剧情、关卡设计及美术资源。腾讯云GameMatrix提供AI测试云服务, 自动化测试游戏兼容性与性能; 智能语音/视觉API支持游戏内语音识别、表情捕捉等功能。

图: 腾讯广告CPM变化



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理预测

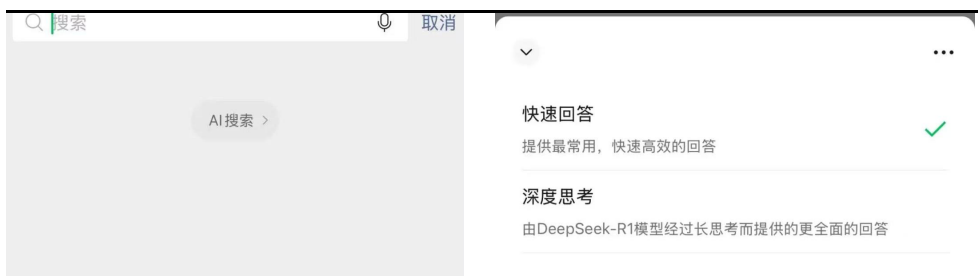
图: 《王者荣耀》绝悟AI及其训练机制



资料来源: 王者荣耀, 国信证券经济研究所整理

- **腾讯元宝**：支持多格式文件与多轮问答；具备写作辅助、15种主流语言翻译、口语陪练、智能体生成等功能。
- **个人助手**：微信上限元宝个人助手，延申至自由问答，入口与文件传输助手类似，内测ai aigent（交易闭环等）；ima.copilot 可“基于知识库”支持深度研究，并构建私人知识库。
- **智能搜索**：微信“搜一搜”接入AI微信输入法实现智能问答。**办公提效**：腾讯会议AI小助手辅助办公，实时与会后会议纪要智能化；腾讯文档AI助手。
- **腾讯接入Deepseek优势在于可以连接公众号文章、聊天内容/文件等腾讯生态内容**。目前接入Deepseek的产品：腾讯元宝、微信、ima、腾讯文档、QQ浏览器、腾讯AI代码助手、腾讯元器、腾讯乐享、腾讯地图、腾讯云TI平台、腾讯云大模型知识引擎、腾讯云智算、腾讯云开发等。
- **远期探讨：微信有望从社交软件转化为底层操作系统，打造AI Agent新形态的流量入口**。我们认为未来腾讯有潜力开放微信的AI Agent的接入能力，比如通过AI聚合搜索不止联网获取外部信息，还可获取微信内部生态内容，如公众号、小程序、视频号等。**AI Agent有望充分发挥当前小程序生态的潜力**。当前微信集合了13.82亿用户，开发者数量突破1000万（拥有标准Tools协议），千万级商家资源（电商、本地生活、酒旅等）。形成“思考-检索-服务”闭环。例如查询景点门票时，AI自动跳转官方小程序订票。**未来变现方式畅想：AI Agent有望深化腾讯的用户流量价值，充分激活现有生态，扩展传统业务范畴，不再局限在社交内容。最终互联网平台的核心壁垒在于用户的深度与价值，一旦掌握AI时代的流量分发入口，未来变现模式将不局限于广告、订阅、技术服务费等收入。**

图：微信搜一搜



资料来源：微信、国信证券经济研究所整理

图：腾讯元宝app展示页

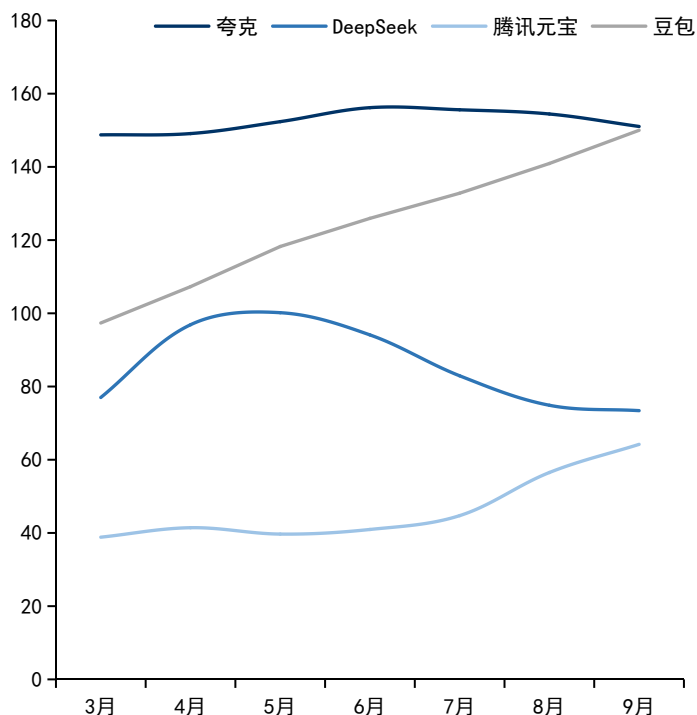


资料来源：腾讯元宝、国信证券经济研究所整理

# 阿里：AI基础设施全面升级，全系应用产品AI化

- **基础设施**：9月的云栖大会上，阿里展示了覆盖从底层芯片、超节点服务器、高性能网络、分布式存储、智算集群到人工智能平台、模型训练推理服务的全栈AI技术能力。推出磐久128超节点AI服务器、新一代高性能网络HPN 8.0等。芯片方面，据央视新闻，平头哥PPU采用HBM2e显存，显存容量多达96GB，片间带宽为700GB/s，功耗为400W，多项配置规格超过A800、接近H20。
- **应用**：阿里目前正在推进全系产品的AI化，25Q3逐步进入产品释放期。把搜索产品夸克作为AI搜索/Chatbot类产品的主要入口，而阿里的核心流量入口淘宝则围绕电商在2C侧打造导购助手，2B推出覆盖营销素材生成、推广投放工具、人群分析等功能的agent产品。25Q3陆续完成了高德、钉钉的全面AI化迭代，推出了淘宝AI万能搜，并开始灰测AI助手。

图：国内头部AI搜索/chatbot产品APMAU（百万）



数据来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

图：阿里全系产品AI化情况

产品	功能	AI功能
淘宝	2C导购Agent	AI万能搜：支持深度思考，用户可以用自然语言提问，AI会生成一份融合了文字、商品、视频图片的回答，且包含商品链接（未来有机会带来货币化机会）。AI助手（灰测）：在购物过程中帮助用户梳理、收敛需求、提供决策指导的专业导购
	2B 商家Agent（阿里妈妈负责）	万相台AI无界：多Agent智能体协作的决策中枢，深度介入“人、词、货品、内容、创意、品牌”6大经营场景，全链路帮助商家解决经营难题，让商家的决策更为理性、精准与高效
夸克	AI搜索	升级为“AI超级框”
高德	AI agent	高德地图2025发布完成全面AI化，推出AI原生智能体
钉钉	AI agent（办公）	钉钉8.0版本（AI钉钉1.0版本）。包括Agent驱动的工作信息流“钉钉ONE”、钉钉首款AI硬件“DingTalk AI”、AI听记、AI搜问和AI表格五款AI新产品，涉及至少20款AI Agent，并推出了AI客服、AI营销服和AI教育三大AI新场景方案。
饿了么	AI agent（商家、骑手助手）	推出面向商家的“商家Agent”和面向骑手的“小饿”智能体。前者覆盖建店、经营、售后全流程，后者兼具智能客服、操作助理、老师傅指导与安全员四大角色，可自动提醒取送餐、优化路线，并在超速、逆行时实时安全提醒。
飞猪	AI agent（旅行助手）	推出飞猪“AI行程助手”

数据来源：淘宝，夸克，高德，钉钉，国信证券经济研究所整理

# 美团AI布局：以场景驱动为核心，深耕本地生活服务

- 美团AI应用布局以场景驱动为核心，2024年全年研发支出为211亿元人民币，重点投入AI技术、无人配送及大模型研发；目前美团AI探索主要分布在核心本地商业板块下的研发平台（带头人孙志钊，向王莆中汇报）、独立创新团队GN06（带头人王慧文，负责AI原产品探索）：
- 大模型底座：自研千亿参数规模开源模型LongCat，模型采用混合专家架构，具有明显更快的推理速度，更适用于耗时较长的复杂智能体应用。在通用能力及代码生成等基准测试中达到一线水平，如在跨学科多维能力评测基准MMLU-Pro上得分77.43分。
- 2B应用内部提效：2025年6月发布首款AI编程智能体产品 NoCode，定位Vibe Coding（氛围编程）方向，用户只需和模型多轮对话，就能让它自动完成不同的编码任务，并完成后续部署，典型的应用场景包括数据分析、产品原型、运营工具、门户网站的生成等。据美团官网，发布后每周约50%的新代码由AI生成，90%以上的工程师团队成员使用AI编程工具。
- 2C应用Agent：2025年9月上线小美-AI生活小秘书App，打通美团、大众点评业务数据，为用户提供外卖下单、餐厅推荐、订座导航等覆盖“吃、住、行、游、娱、购、医”的全链条本地生活服务，目前仍在公测中。

图：美团 NoCode AI编程智能体

图：美团小美-AI Agent



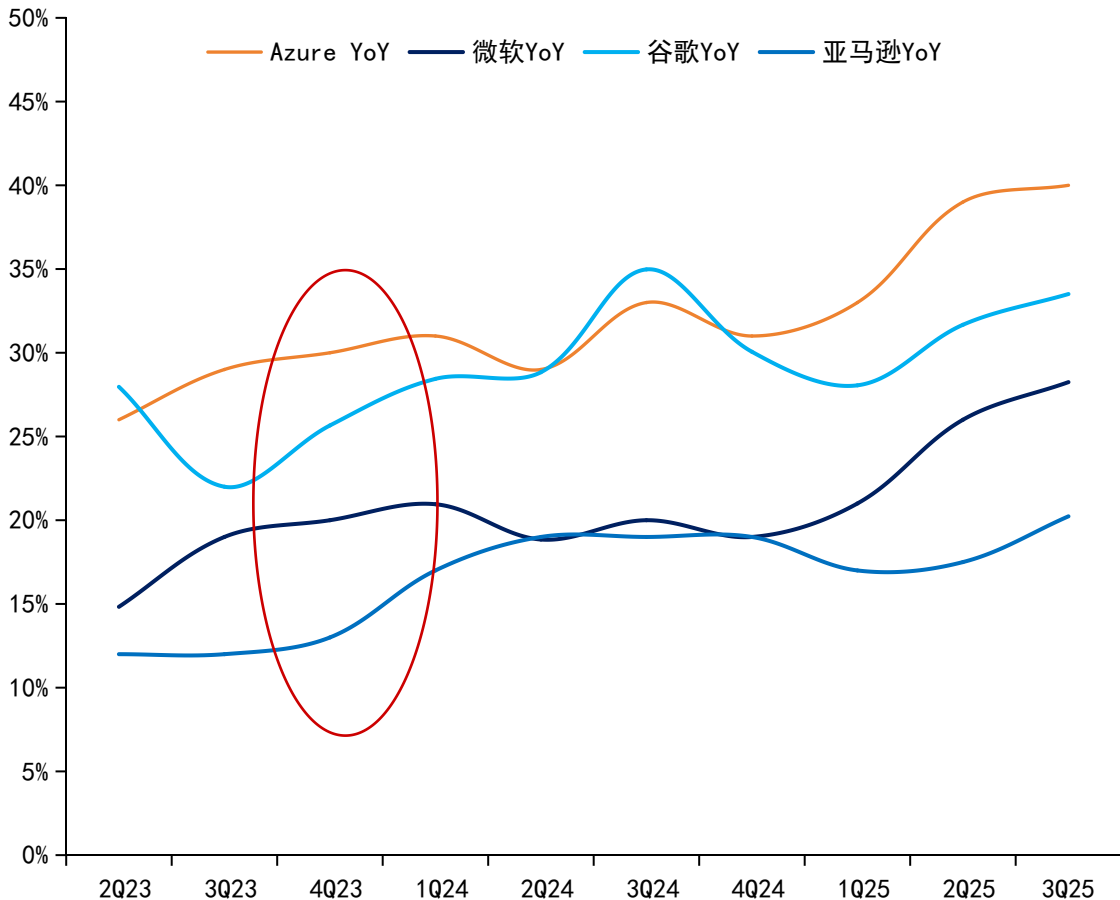
资料来源：美团NoCode官网，国信证券经济研究所整理



资料来源：小美App，国信证券经济研究所整理

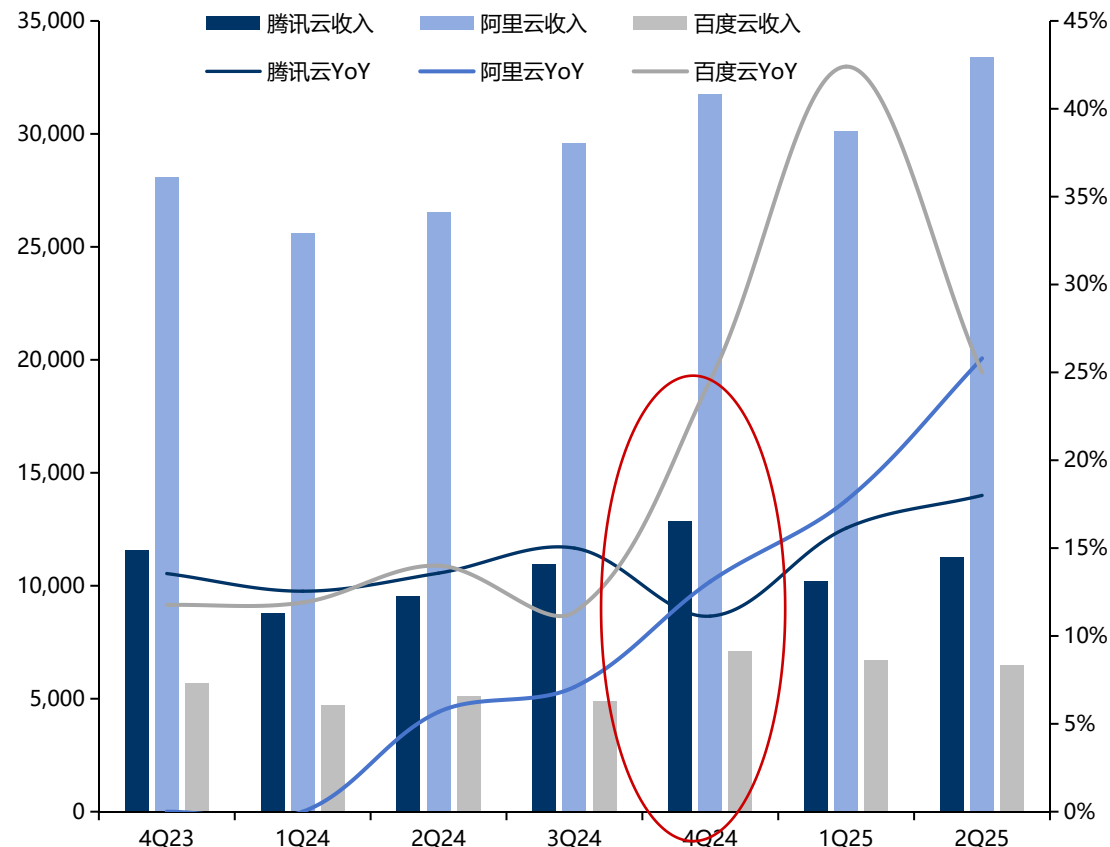
# B端：AI加速巨头云业务发展，海外云计算预计年内都无法缓解供应问题

图：AI显著加速海外巨头云业务增长



资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

图：国内云厂商收入增长测算(百万元/%)

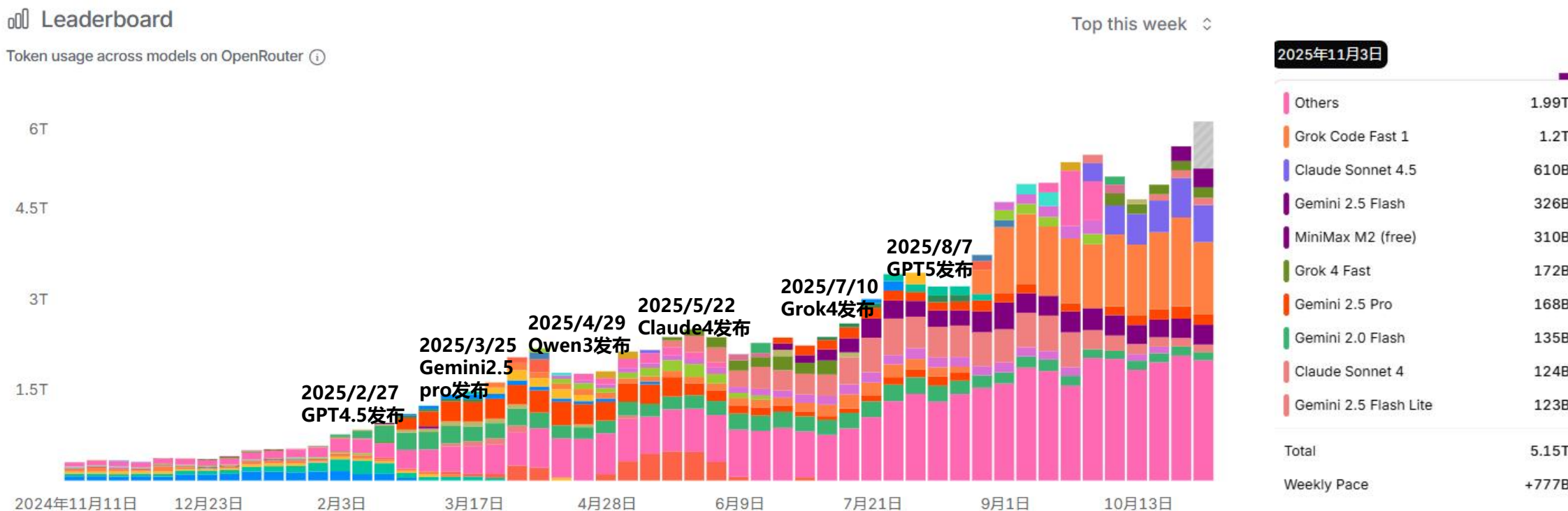


资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理测算

# 海外模型持续迭代，tokens消耗量快速增长

- 25年以来模型持续迭代，在多模态能力、推理能力改善、上下文长度、推理训练效率等方面实现了提升。预计年末将迎来新一轮模型的大版本发布，包括Grok5、Gemini3、Qwen3.5等。
- tokens消耗量快速增长，截至11月3日，openrouter的模型tokens周度总消耗量已达到5.15万亿，约为年初的10倍。在视频和图像模型的带动下，谷歌公开披露的月度tokens消耗量从5月的480万亿提升至10月的1300万亿。

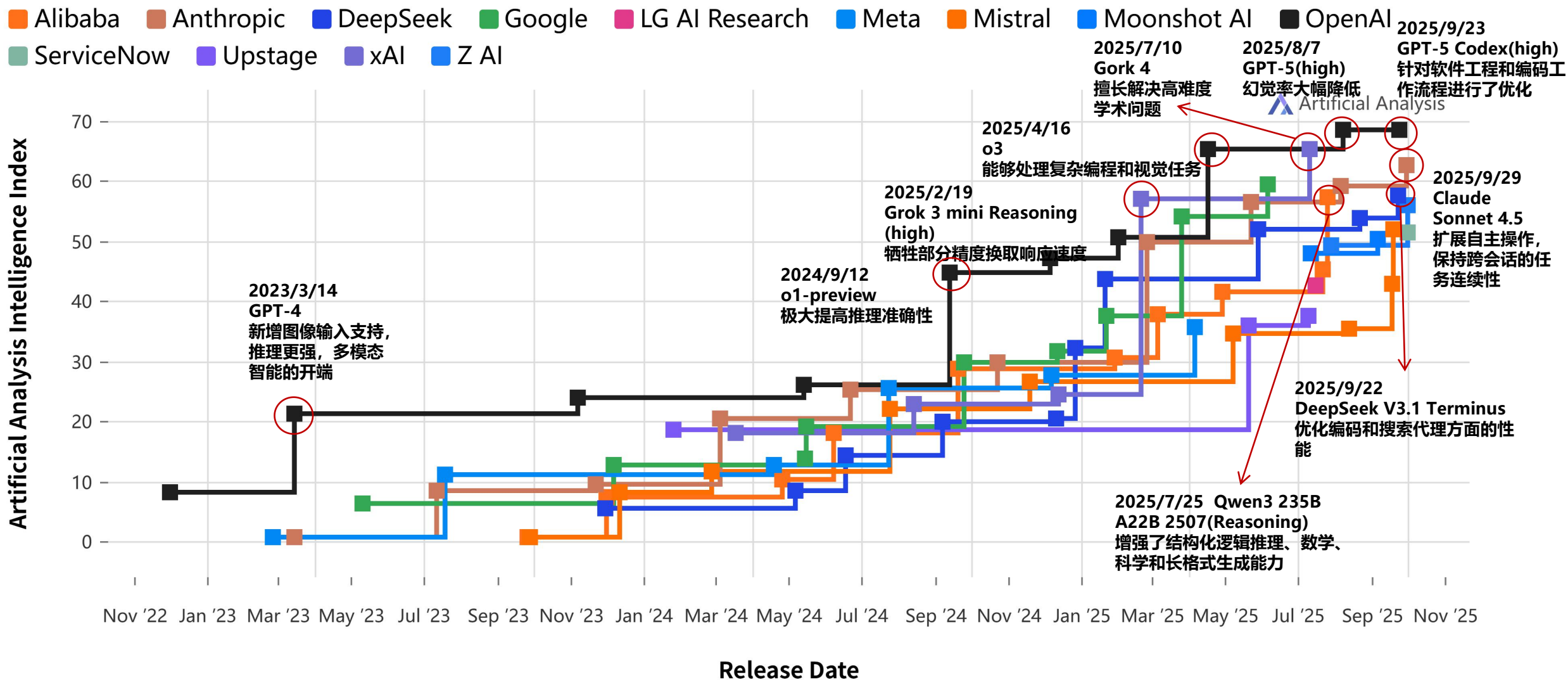
图：大模型token消耗量持续增长



资料来源：openrouter，国信证券经济研究所整理

# 前沿大模型差距缩小，OpenAI 仍长期维持智能性水平领先

图：AI 模型综合能力评分变化



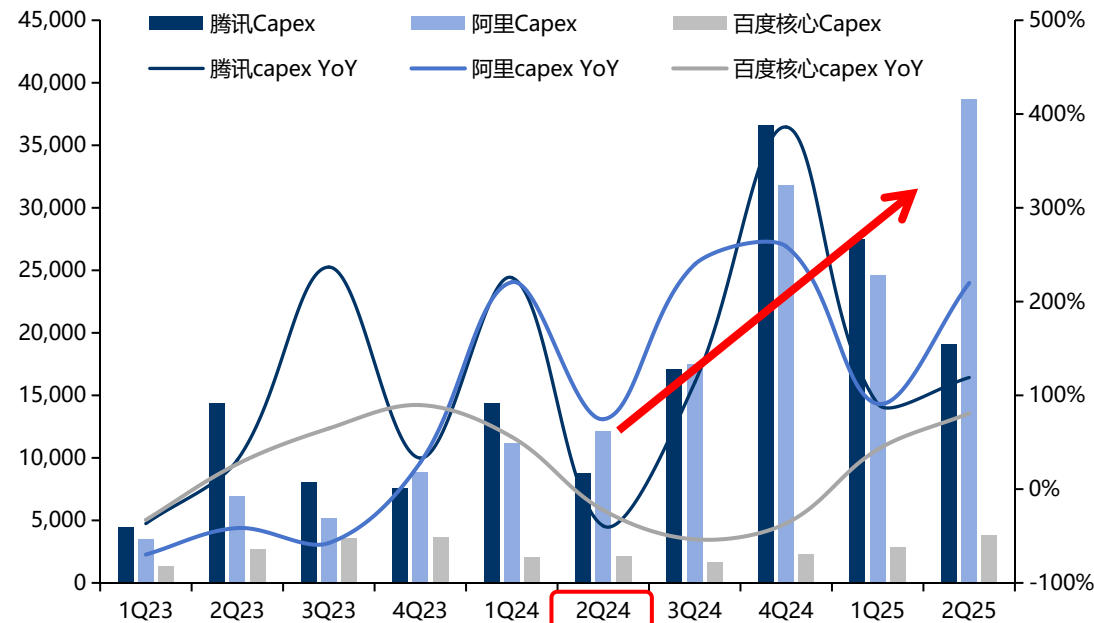
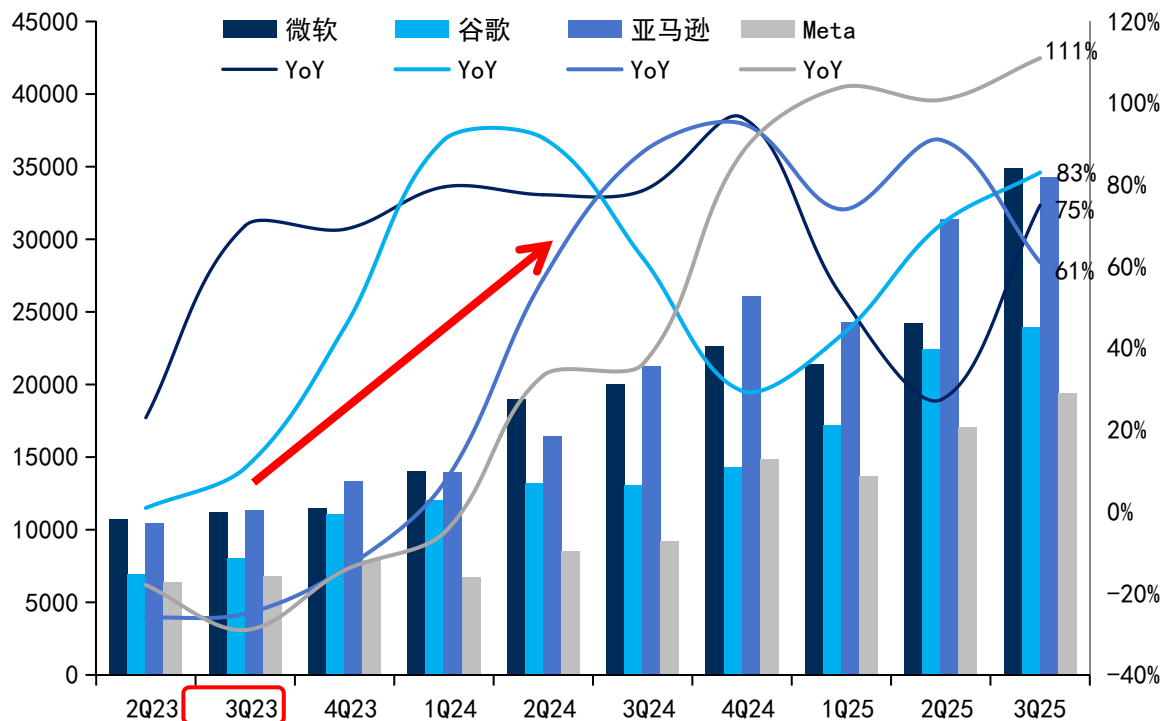
资料来源：AI Analysis，国信证券经济研究所整理

# 海内外Capex投资节奏：海外从23Q3开始增长，国内约晚一年

- **从时间点来看，国内约晚海外一年开始增加投资。**海外资本开支显著加速从2023年下半年开始（ChatGPT发布半年后），其中以微软最为迅速，然后谷歌、亚马逊与META陆续加大投入。国内整体资本开支规模增长从2024年中旬开始，并且由于低基数增幅更为明显。
- **从节奏来看，但海外节奏更平稳、规模领先。**国内则是经历22年与23年资本开支调整（负增长）后激进扩张，也由于算力限制和AI策略原因增速波动性更为明显。

图：各互联网与云厂Capex季度投资与变化情况（百万美元、%）

图：国内云厂商资本开支与同比变化预测（百万元/%）



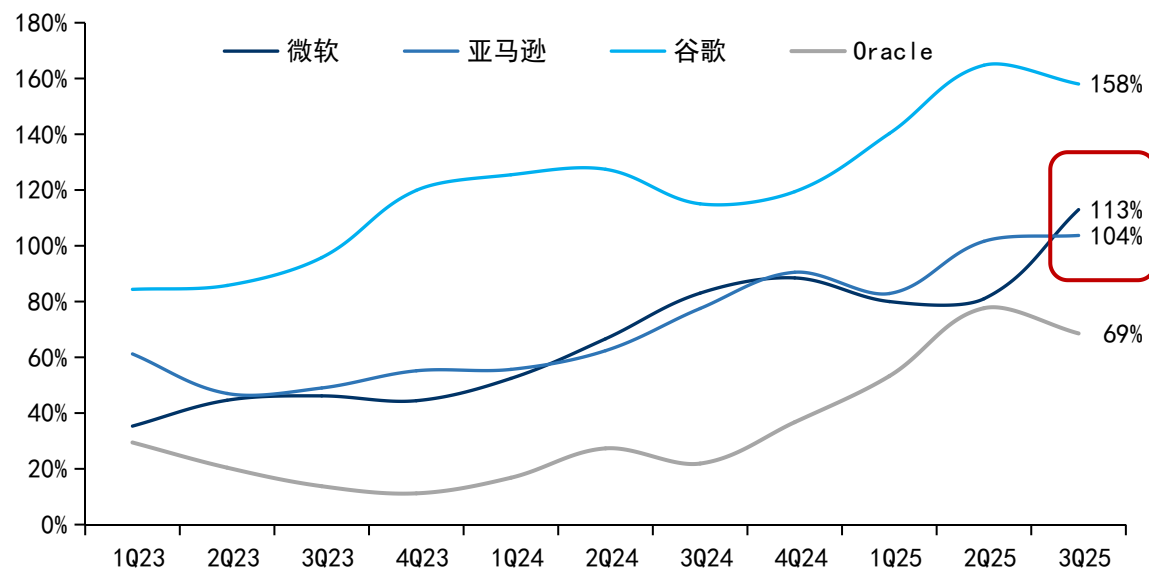
资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理测算

# 海内外Capex量级：头部云厂商投资与云收入相当，小体量云厂比例更高

- **微软云、亚马逊云与阿里云等头部云厂商资本开支金额与全年云收入基本相当。**相比正常发展阶段30-40%云收入比例的投入，目前显著处于加速扩张的阶段。一方显示了AI云更高的“资金壁垒”，通过大规模基建投入抢占赛道话语权，需要“重资产、长周期”投入。另一方面，当前高比例资本开支会压低短期利润率，更加强调短期投入与长期盈利的平衡博弈。
- **谷歌：**投入持续大幅上升，且占比达到了165%。一方面由于自身云业务收入体量小，另一方面除了云业务上需求外，其资本开支也用于TPU芯片研发建设、Gemini模型训练以及自身业务AI需求。
- **Oracle：**此前以传统数据库业务为主，借助AI持续云服务转型，资本支出增长源于云数据中心的大规模建设以及对客户上云的支持。
- **腾讯：**投入比例波动极大，一方面由于自身云业务收入体量小，另外大起大落反映其云业务投入节奏、战略布局存在阶段性调整。

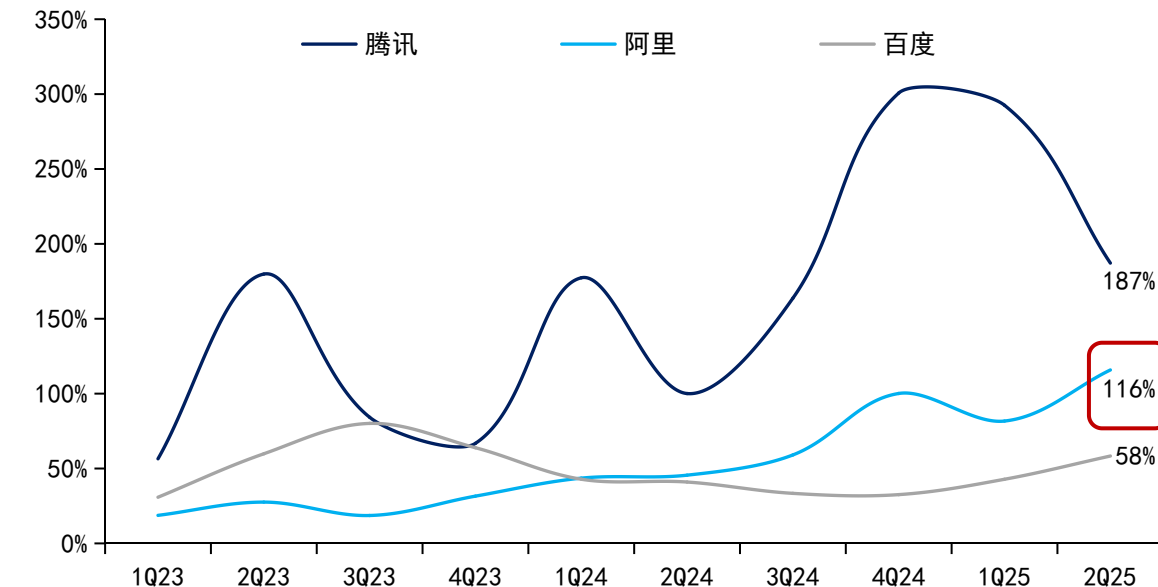
图：海外互联网Capex/云收入季度变化情况（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国内互联网Capex/云收入季度变化情况（%）

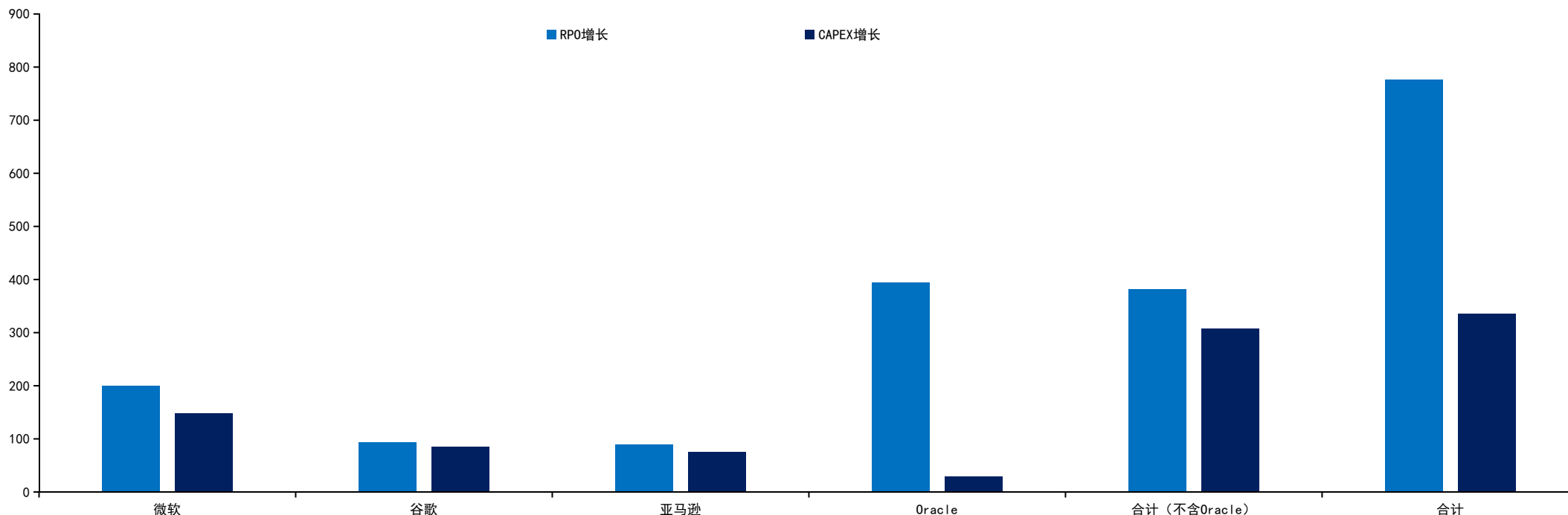


资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

# 需求vs供给：AI时代增量RPO>capex，仍然处于供不应求状态

- 需求端：海外云厂25Q3 RPO对比22年末增长金额为7750亿美元，来自需求端的提升，反映AI时代到来后新签订单金额的增长。
- 供给端：22年CAPEX反映海外云厂在AI时代前的正常CAPEX投入，假设23-25年每年CAPEX相比22年的增量为AI带来的相关投入，即供给端情况，累计来看23-25年AI带来的相关投入并未能满足当前需求的50%，当前仍处于供不应求状态。

图：22年末以来海外云厂RPO（剩余履约义务）/backlog增长 以及CAPEX增长对比（单位：十亿美元）



资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游AI需求不及预期，相关的AI研发投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

第四，AI快速迭代、平权化下竞争加剧，影响云业务利润率。

## 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.GSI）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±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±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

### 分析师承诺

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。

### 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

GUOSEN SECURITIES

## 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楼

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