

互联网

关注中国互联网软件板块估值提升的结构性机会

展望来看，中国股票市场（A+H 市场）流动性趋势持续好转，中国 AI 叙事逻辑也更加积极。复盘美国科技板块走势，前期半导体及云基础设施相关板块的业绩及估值弹性相对更高，而随着半导体板块估值充分反映投资者乐观预期，叠加 AI 应用商业化逐步起量，AI 软件应用板块有望在中长期匹配硬件板块的涨幅。我们仍看好中美互联网及软件板块中长期的投资价值，建议关注云业务增长有望维持强劲驱动股价增长的阿里巴巴（BABA US）、百度（BIDU US）、微软（MSFT US），AI 拉动广告和云业务持续较快增长的腾讯（700 HK）、可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手（1024 HK）。此外，建议关注 AI 变现取得实质性进展、且估值仍有提升空间的中美软件公司，如派拓网络（PANW US）、Datadog（DDOG US）、金蝶国际（268 HK）。

■ **AI 叙事更为积极驱动市场投资热情。**市场对中国 AI 相关的投资叙事展现出更高热情，而主要驱动事件包括：1) 2Q25 业绩中中国互联网公司云业务营收增速在需求提升推动下普遍好于市场预期，且有望持续；2) 大模型能力持续迭代升级，如百度发布深度思考模型文心大模型 X1.1 在事实性、指令遵循、智能体等能力上均提升显著，阿里巴巴发布下一代基础模型架构 Qwen3-Next 助力模型实现相近且略好的性能的同时训练成本显著下降；3) 市场对中国芯片公司能力的关注度进一步提升（如百度昆仑芯等）、开始将相关估值计入，《新闻联播》报道阿里巴巴旗下平头哥最新研发的面向人工智能 PPU 芯片在部分重要参数上比肩英伟达的 H20 芯片进一步推动了市场情绪提升，尤其是含“芯”率高的公司。

■ **AI 对业绩中短期实质性变现进展或有望为估值水平提供支撑：**两大维度看 AI 应用商业化进展：1) 从主业拉动视角，AI 对云计算和广告业务拉动效果较为显著。云计算方面，在 AI 算力需求拉动下，2Q25 阿里巴巴/百度/Azure/谷歌云计算收入实现 26%/27%/39%/32% 同比正增长；广告业务方面，AI 拉动平台流量增长及广告 ROI 提升，2Q25 腾讯/快手/Meta/谷歌广告收入分别实现 20%/13%/21%/12% 同比正增长。2) 从独立 AI 变现视角，C 端我们建议关注 AI 创意软件商业化变现，2Q25 快手可灵 AI 营收突破 2.5 亿元，我们预计 FY25 可灵 AI 全年营收将达到 9.5 亿元（约占总营收的 1%）；B 端我们建议关注企业 AI 智能体商业化变现，2QFY26 Salesforce 数据云及 AI 业务 ARR 超 12 亿美元，同比增长 120%，环比增长约 20%。自 Agentforce 推出以来，公司已达成 12,500 笔相关交易，其中付费交易达 6,000 笔。

■ **根据市场轮动的经验，及中美两边的科技股发展趋势，中国互联网公司估值或仍有修复空间：**中国互联网和软件板块目前交易在 22x FY25E PE，相较海外互联网和软件板块（29x FY25E PE）仍有较大折让。在利润增速层面，国内互联网和软件板块 2026 年 EPS 增速为 17%，尽管略慢于海外互联网和软件板块的增速 21%，但从估值对比盈利增速的角度或仍具备吸引力。中国头部互联网公司具备对内提升效益，对外增强竞争力，产业链投资组合的价值能够被重估的空间。

优于大市
(维持)

中国 互联网 行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧

(852) 3761 8838

joannama@cmbi.com.hk

相关报告：

1. [Salesforce \(CRM US\) - Inline 2QFY26 results: intact long-term outlook for AI and data cloud – 5 Sep](#)
2. [Alibaba \(BABA US\) - Kicked off FY26 with solid progress on cloud and quick commerce – 1 Sep](#)
3. [Kuaishou \(1024 HK\) - 2Q25 results beat: solid AI and core businesses momentum – 22 Aug](#)
4. [Baidu \(BIDU US\) - ads business still takes time to recover while Robotaxi and cloud are ramping up nicely – 21 Aug](#)
5. [Palo Alto Network \(PANW US\) - Solid rev growth and profitability expansion likely to sustain in FY26 – 20 Aug](#)
6. [Tencent \(700 HK\) - 2Q25 results: strong games and marketing businesses: AI drove business growth – 14 Aug](#)
7. [Kingdee \(268 HK\) - Recovery in revenue growth in line with expectation, with more updates on AI – 13 Aug](#)
8. [Datadog \(DDOG US\) - Solid 2Q results with better-than-expected operating efficiency gains – 8 Aug](#)

板块估值复盘：市场情绪复苏推动估值提升

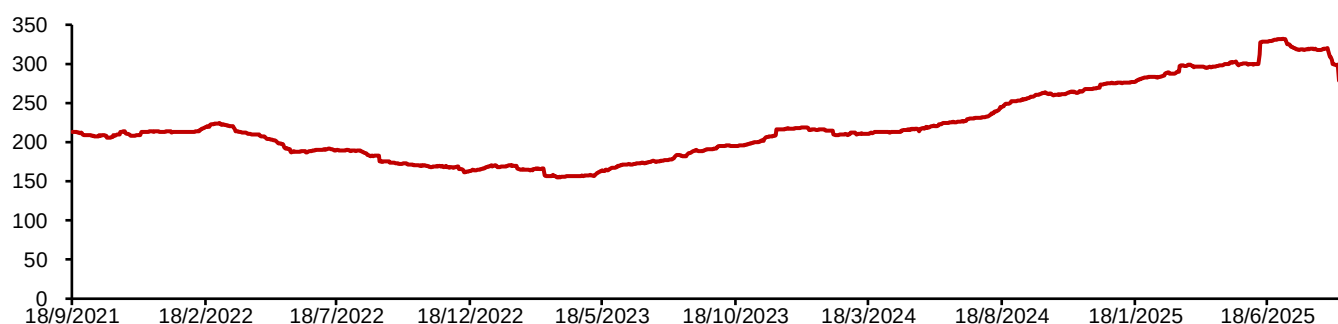
从估值层面看，得益于对等关税暂缓实施、AI 硬件与软件应用快速发展、叠加投资者风险偏好修复，7 月至今恒生科技板块估值快速提升，9 月 17 日恒生科技远期 1 年 PE 达到 21.4x，相较近 5 年均值（20.1x）溢价 6%。但盈利层面，8 月 2Q25 业绩期以后，板块未来 1 年的 EPS 预期有所下修，当前未来 1 年 EPS 水平较 8 月峰值下降 12%。我们认为主要是由于本地生活行业竞争加剧，部分龙头公司加大投入，导致短期利润受到一定影响所致。

图 1: 恒生科技：近 5 年 FWD 1Y PE Band



资料来源：万得，招银国际环球市场

图 2: 恒生科技：近 5 年 FWD 1Y EPS 趋势



资料来源：万得，招银国际环球市场

回顾 2022 年底 ChatGPT 发布以来美股科技板块的股价趋势，除在 2024 年 3 月-8 月美股软件板块表现显著弱于半导体板块外，AI 主题投资机会推动了美股科技板块较快上涨，且大部分时间内硬件和软件的走势较为一致。我们认为 3-8 月间的软件板块股价弱势主因部分软件公司的 AI 商业化表现不及预期，对于公司业绩的带动较为有限；相比之下，AI 对于半导体的需求更为明确，短期拉动板块业绩的快速增长。但在 2024 年 8 月以后，随着 AI 软件应用商业化逐渐落地，美股软件和半导体板块之间的收益差距已大幅缩小。

我们认为，在 AI 带动下，美国科技板块的股价表现趋势或也将部分映射至中国科技板块，为股价表现提供参考。短期半导体相关板块业绩及估值弹性相对更高，随着半导体板块估

值充分反映投资者乐观预期，叠加 AI 应用商业化逐步起量，AI 软件应用板块有望在 AI 发展的中长期匹配硬件板块的涨幅。

图 3: 美股科技板块：股价趋势



资料来源：万得，招银国际环球市场

国内互联网和软件板块目前交易在 22x FY25E PE，相较海外互联网和软件板块（29x FY25E PE）仍有较大折让。但在利润增速层面，国内互联网和软件板块 2026 年 EPS 增速为 17%，略慢于海外互联网和软件板块的增速 21%，但从估值对比盈利增速的角度或仍具备吸引力。

分板块看估值仍有提升空间：海外云计算板块，AWS 对应约 7x FY25 PS，国内云厂商平均对应 4-5x FY25 PS；海外广告板块 Meta/Google 对应 23/24x FY25 PE，对应国内广告板块平均 16x FY25 PE；AI 创意应用板块，Figma/Runway 对应 18/36x FY25 PS，对应国内可灵 AI 估值仍有提升空间。

图 4: 全球科技板块：可比估值

公司	股票代码	收盘价	市值	PE (x)		PS(x)		PEG	EPS CAGR
		(LC)	(US\$mn)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	24-26E
中国互联网									
腾讯	700 HK	640.0	754,144	21.2	18.8	0.9	0.8	0.8	25%
阿里巴巴	BABA US	166.2	396,162	18.3	21.4	2.9	2.7	4.8	4%
拼多多	PDD US	134.9	191,454	14.0	11.4	3.2	2.8	5.4	3%
网易	NTES US	159.3	100,894	18.6	17.4	6.2	5.8	0.9	20%
美团	3690 HK	105.6	82,992	NA	20.1	0.2	0.2	NA	-13%
京东	JD US	35.2	51,214	13.5	9.9	0.3	0.3	NA	-8%
携程集团	TCOM US	76.8	50,190	20.8	18.4	5.8	5.1	1.9	11%
百度	BIDU US	137.8	48,323	17.7	16.1	2.6	2.5	29.2	1%
快手	1024 HK	76.2	42,301	14.8	12.5	0.3	0.2	0.5	31%
腾讯音乐	TME US	26.4	40,829	29.3	26.8	9.0	8.0	1.1	27%
京东健康	6618 HK	68.2	28,059	39.8	34.7	0.4	0.3	4.1	10%
贝壳	BEKE US	20.4	24,266	26.0	19.9	1.7	1.5	0.6	40%
满帮集团	YMM US	13.9	14,517	21.3	17.9	8.7	8.0	0.7	32%
阿里健康	241 HK	6.7	13,831	NA	42.5	0.4	0.4	NA	56%
商汤	20 HK	2.6	13,031	NA	NA	2.5	1.9	NA	NA
Boss 直聘	BZ US	24.9	11,939	23.4	20.7	10.3	9.1	0.2	NA
哔哩哔哩	BILI US	28.0	11,792	36.7	25.9	2.8	2.5	NA	NA
唯品会	VIPS US	18.9	9,726	7.9	7.5	0.7	0.6	0.7	12%
新东方	EDU US	54.4	8,889	19.5	16.3	1.8	1.7	1.1	18%

网易云音乐	9899 HK	278.8	7,799	21.6	24.3	0.9	0.8	1.1	19%
同程旅行	780 HK	24.2	7,289	16.2	13.9	0.3	0.3	0.5	35%
好未来	TAL US	11.4	6,923	36.5	28.7	3.1	2.3	0.2	NA
平安好医生	1833 HK	20.9	5,815	NA	NA	1.0	0.8	NA	NA
阅文集团	772 HK	43.2	5,675	30.0	27.0	0.7	0.6	0.1	NA
爱奇艺	IQ US	2.7	2,571	NA	16.8	0.7	0.6	NA	7%
宝尊电商	BZUN US	4.6	265	21.7	10.2	0.2	0.2	NA	NA
总平均				21.6	19.5	2.6	2.3		

US									
NVIDIA	NVDA US	170.3	4,138,047	NA	37.8	31.9	20.1	NA	NA
Microsoft	MSFT US	510.0	3,791,064	38.1	32.8	13.6	11.8	2.6	14%
Alphabet	GOOGL US	249.5	3,019,689	23.8	22.0	9.0	8.0	1.2	19%
Amazon	AMZN US	231.6	2,470,207	27.9	25.5	3.5	3.2	1.1	26%
Meta	META US	775.7	1,948,706	23.4	22.0	9.9	8.6	1.2	19%
Tesla	TSLA US	425.9	1,416,049	NA	NA	15.1	13.0	NA	2%
Netflix	NFLX US	1228.5	522,022	46.1	37.8	11.6	10.3	1.7	27%
Plantir	PLTR US	168.3	399,336	NA	NA	95.7	70.4	NA	NA
Salesforce	CRM US	242.2	230,584	24.1	21.3	6.1	5.6	0.5	46%
ServiceNow	NOW US	950.4	197,677	NA	47.7	15.0	12.7	NA	67%
Adobe	ADBE US	362.1	153,590	17.4	15.5	6.5	5.9	0.6	28%
Palo Alto Network	PANW US	203.1	135,867	NA	NA	14.8	12.9	NA	61%
总平均				28.7	29.2	19.4	15.2		

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

中国互联网公司芯片布局：自研+投资双线并进

在 AI 算力需求呈指数级增长与全球供应链安全诉求双重驱动下，国内互联网巨头逐步构建起自研核心芯片叠加生态投资的全方位战略布局，且我们认为从近日市场表现来看，芯片的估值已经被逐步计入公司股价预期。我们梳理了主要互联网公司的芯片布局情况：

阿里巴巴的主要布局包括：1) 自研：平头哥半导体（100%持股），主要产品包括：PPU（AI 推理，待推出）含光 800（AI 推理）、倚天 710（服务器 CPU）、羽阵系列（RFID）、镇岳 510（SSD 主控）；2) 对外投资：清微智能、瀚博半导体、墨芯人工智能、沐创集成电路、原子半导体、长鑫存储，其中如清微智能是可重构计算芯片领域的领军企业，致力于提供从端侧到云侧的芯片产品及解决方案，长鑫存储持续推动国内存储芯片产业发展。

其中，阿里旗下平头哥即将推出的新一代推理芯片 PPU 据悉在显存容量、接口规格、功耗控制等核心参数上已实现对英伟达 A800 的超越，并部分比肩 H20。值得关注的是，在保持领先性能的同时，PPU 成本优势显著，得益于国内 7nm 工艺与 2.5D 封装，PPU 单卡 BOM 成本较进口 H20 下降 40%，适合规模化部署，并有望推动阿里云公有云推理实例价格下降 50%。

图 5: 平头哥 PPU 与英伟达 A800 及 H20 性能参数对比

	平头哥 PPU	英伟达 A800	英伟达 H20
显存	96GB HBM2e	80GB HBM2e	96GB HBM3
卡间互联带宽	700GB/s (实测)	400GB/s (NVLink 3)	900GB/s (NVLink 4)
PCIe 接口	5.0×16	4.0×16	5.0×16
功耗	400W	400W	550W
推理性能	批尺寸 64 时吞吐达 2800tokens/s	批尺寸 64 时吞吐达 1900tokens/s	批尺寸 64 时吞吐达 2370tokens/s
训练支持	轻量级模型 (<100B 参数)	支持千亿级参数训练	支持万亿级参数训练
生态兼容性	兼容 CUDA 部分算子 (需重编译)	原生 CUDA 生态	原生 CUDA 生态

资料来源：央视新闻，云栖大会实测数据，招银国际整理

百度的主要布局包括：1) 自有：北京昆仑芯科技（百度直接持股 59.45%），2021 年 8 月昆仑芯 2 代系列产品已实现量产，而新一代昆仑芯 P800 基于新一代自研架构 XPU-P，显存规格优于同类主流 GPU 20%-50%，目前应用的最大集群规模超 3 万卡。据 IDC 数据，2024 年中国区数据中心芯片厂商出货量排名中，百度以 6.9 万颗排名第三，位于英伟达和昇腾的 190 万颗和 64 万颗后，领先寒武纪的 2.6 万颗。2) 对外投资：无间芯穹、亘存科技、赛昉科技、识光芯科 Sophoton、微核芯、星云智联，其中赛昉科技在 RISC-V 架构芯片领域布局以推动开源芯片生态建设，亘存科技在存储芯片领域持续发力，生态投资覆盖从指令集创新到存储国产化的技术护城河。

腾讯的主要布局包括：1) 2021 年宣布自研 AI 推理芯片“紫霄”，并计划将其作为英伟达 A10 芯片的替代品，用于 AI 图像和语音识别应用，并计划推出紫霄 V2 Pro 芯片，以替代英伟达 L40S 芯片；自研视频转码芯片“沧海”，当前已成功支撑腾讯云视频业务；同时推出智能网卡芯片“玄灵”，主要用于数据中心降本。2) 对外投资：云豹智能、星空科技、集益威半导体、费曼动力、无间芯穹、燧原科技、合见工软、轻蜓光电、光舟半导体、长鑫存储等企业，其中长鑫存储是国内存储芯片领域的关键力量，合见工软在 EDA 工具领域为芯片设计提供支持，燧原科技专注于人工智能算力芯片研发，无间芯穹核心业务是打造连接多种大模型与多种芯片的“M×N”异构 AI 基础设施新范式。

图 6: 百度：昆仑芯 P800 硬件形态



资料来源：公司官网，招银国际环球市场

图 7: 腾讯：AI 推理芯片“紫霄”



资料来源：公司官网，招银国际环球市场

美团、商汤、蚂蚁集团等头部互联网厂商也选择以对外投资形式积极布局芯片领域，以在 AI 时代关键产业链中把握更多话语权。蚂蚁集团投资清微智能、墨芯人工智能、沐创集成电路、昕原半导体、焯知芯等致力于高端可重构芯片及其系统解决方案的设计和开发的集成电路企业，与阿里形成部分生态重叠；美团投资了睿晶半导体、芯格诺微电子、灵明光子、爱芯元智，覆盖先进制造半导体、光学芯片及人工智能芯片领域；商汤则投资了曦望

Sunrise、北电数智、寒武纪行歌、清微智能，其中曦望 Sunrise 专注于高性能 GPU 及多模态场景推理芯片的研发与商业化，以完善其“算法-芯片”协同的闭环生态。

图 8: 互联网企业芯片领域对外投资情况梳理

腾讯			
序号	投资公司	轮次	投资时间
1	云豹智能	C 轮	2025.04
2	星空科技	B 轮	2025.03
3	集益威半导体	B 轮	2025.02
4	费曼动力	Pre-A 轮	2024.08
5	无问芯穹	A 轮	2023.12
6	燧原科技	战略投资	2023.09
7	合见工软	战略投资	2023.06
8	轻蜓光电	A 轮	2022.11
9	光舟半导体	A+轮	2022.08
10	原子半导体	Pre-A 轮	2022.03
11	长鑫存储	战略投资	2022.02
阿里巴巴			
序号	投资公司	轮次	投资时间
1	清微智能	D 轮	2025.01
2	瀚博半导体	C+轮	2024.06
3	墨芯人工智能	战略投资	2024.04
4	沐创集成电路	B 轮	2023.11
5	原子半导体	Pre-A 轮	2022.03
6	长鑫存储	战略投资	2022.02
蚂蚁集团			
序号	投资公司	轮次	时间
1	烨知芯	未披露	2025.08
2	昕原半导体	未披露	2025.08
3	云合智网	A+轮	2024.12
4	清微智能	D 轮	2025.01
5	墨芯人工智能	B 轮	2024.04
6	沐创集成电路	B 轮	2023.11
美团			
序号	投资公司	轮次	投资时间
1	睿晶半导体	B 轮	2022.07
2	芯格诺微电子	A+轮	2022.07
3	灵明光子	C+轮	2022.04
4	爱芯元智	C 轮	2022.01
百度			
序号	投资公司	轮次	时间
1	无问芯穹	Pre-A 轮	2023/12/5
2	亘存科技	A 轮	2023/9/19
3	赛昉科技	战略投资	2023/3/23
4	识光芯科 Sophoton	Pre-A 轮	2023/1/9
5	微核芯	战略投资	2023/1/3
6	星云智联	战略投资	2022/2/15
商汤			
序号	投资公司	轮次	投资时间
1	曦望 Sunrise	天使轮	2025/1/7
2	北电数智	天使轮	2023/7/25
3	寒武纪行歌	战略投资	2022/7/1
4	清微智能	B 轮	2022/3/24

资料来源：IT 桔子，招银国际环球市场

AI 应用商业化：仍为支撑估值的关键因素

两大维度看 AI 应用商业化进展：1) 从主业拉动视角，AI 对云计算和广告业务拉动效果较为显著。云计算方面，在 AI 算力需求拉动下，2Q25 阿里巴巴/百度/Azure/谷歌云计算收入实现 26%/27%/39%/32%同比正增长；广告业务方面，AI 拉动平台流量增长及广告 ROI 提升，2Q25 腾讯/快手/Meta/谷歌广告收入分别实现 20%/13%/21%/12%同比正增长。2) 从独立 AI 应用变现视角，C 端我们建议关注 AI 创意软件商业化变现，2Q25 快手可灵 AI 营收突破 2.5 亿元，我们预计 FY25 可灵 AI 全年营收将达到 9.5 亿元（约占总营收的 1%）；B 端我们建议关注企业 AI 智能体商业化变现，2QFY26 Salesforce 数据云及 AI 业务 ARR 超 12 亿美元，同比增长 120%，环比增长约 20%。自 Agentforce 推出以来，公司已达成 12,500 笔相关交易，其中付费交易达 6,000 笔。

图 9: AI 应用变现进展

公司	AI 进展
云计算	
阿里巴巴	1) 云业务营收增速环比加速：云业务收入同比增长 26%，其中 AI 相关产品收入连续 8 个季度保持三位数增长，占外部客户收入的 20%以上；全栈技术能力（AI 算力、云平台、模型及开源生态）支撑企业 AI 需求，推理和训练工作负载同步增长，汽车、教育等行业客户自研模型需求旺盛。 2) AI 原生应用场景落地：①高德地图：完成 AI 转型推出“高德 2025”，全球首个 AI 原生位置应用，融入空间智能技术；②钉钉：升级为全球首个 Agent 驱动的协作平台，探索下一代工作范式；③电商 AI 化：淘宝 AI 搜索和广告平台提升转化效率，AI 工具（如 QZT）推动客户管理收入（CMR）增长 10%。
百度	1) 云业务营收增速维持稳健：2Q25 AI 云业务收入达到 65 亿元人民币，同比增长 27%；通过四层 AI 架构的端到端优化（基础设施、框架、模型、应用），关键任务集群的 GPU 利用率超过 90%，显著降低推理成本并提升性价比； 2) 数字人技术出现商业化突破/Agent 广告助力广告收入增长：2Q25 数字人相关收入环比增长 55%，占核心在线营销收入的 3%；智能体（Agents）推动广告转化效率提升，相关收入环比增长 50%，占核心在线营销收入的 13%；未来可能从 CPC（按点击付费）转向 CPS（按成交付费）模式。 3) 优化用户体验：AI 搜索已覆盖 64%的移动搜索结果页（7 月数据），以多模态内容（如图片、视频）优先展示，替代传统文本链接，用户体验显著提升； 4) 自动驾驶规模化及全球化扩张：Q2 提供 220 万次全无人驾驶服务，同比增长 148%；累计服务超 1400 万次，覆盖 16 个城市； 5) 低代码与开发者生态：① Miaoda 平台：用户通过自然语言对话即可创建应用（无需编程），截至 7 月已生成 20 万个应用，推动 AI 技术普惠化；②内部效率提升：AI 编码助手 Comate 生成 45%的新代码，大幅提升研发效率。
Microsoft	1) Copilot 产品矩阵变现持续推进：Copilot 系列月活用户超 1 亿，AI 功能覆盖 8 亿月活用户；Microsoft 365 Copilot 企业部署加速（如巴克莱扩至 10 万员工）； 2) Azure 云营收增速重新加速：季度 Azure 及其他云服务收入同比增长 39%，超过此前公司 34%-35%的指引； 3) 消费者端 AI 创新和游戏联动：①Windows 与 Edge：Copilot Mode 整合搜索、创作和实时屏幕分析，Windows 11 全面预装 Copilot Vision，推动换机潮；②LinkedIn AI 化：招聘与销售代理推动评论量增长 30%，视频上传量增 20%，会员数达 12 亿。
Amazon	1) 云业务营收稳健增长，AI 云持续带来增量贡献：2Q25 AWS 实现收入 309 亿美元，同比增长 17.5%（1Q25：16.9%），AI 相关营收持续以三位数增速扩张； 2) 自研芯片优势持续显现：Trainium2 芯片成为 Anthropic 新一代 Claude 模型及 Amazon Bedrock 的算力支柱，推理成本比行业 GPU 低 30%-40%，第三代芯片已启动研发； 3) 物流智能化：AI 机器人 DeepFleet 提升仓储效率 10%，百万机器人协同作业降低 15%单位处理成本，支持 Prime 会员当日/次日达订单量同比增长 30%； 4) 消费者端 AI 产品商业化：Alexa+：下一代生成式 AI 助手，支持多设备联动和复杂指令执行（如“布置晚餐派对”），非 Prime 会员订阅价 19.99 美元/月，用户活跃度与调用量显著提升。
Google	2Q25 谷歌云收入同比增长 32%至 136 亿美元，较一致预期高 4%，主要得益于 GCP 核心产品和 AI 产品的强劲增长。2Q25 谷歌云订单环比增长 18%，同比增长 38%，达到 1,060 亿美元，得益于客户对 AI 产品的强劲需求。2Q25 超过 2.5 亿美元的订单数量同比增长一倍，GCP 新客户数量环比增长 28%。
基础设施软件及网络安全软件	
Datadog	1) AI 原生客户群体的高速增长：①收入贡献：AI 原生客户（如 AI 模型开发商、代码代理公司等）占 Q2 总收入的 11%，较上季度（8%）和去年同期（4%）显著提升，贡献了 10 个百分点的同比增长（上季度为 6 个百分点）；②标杆案例：全球前 10 大 AI 公司中有 8 家使用 Datadog，AI 原生客户中已有超 80 家年消费超 10 万美元，12 家超 100 万美元。

	2) AI Agent 产品商业化持续突破：三大自主代理：①Bits AI SRE 代理：自动调查警报并协调事件响应；②Bits AI Dev 代理：AI 编码助手，主动修复生产环境问题；③Bits AI 安全分析师：自动分类和处理云 SIEM 信号。目前代理产品已经有不错的早期成果，代理产品试用转化率高，安全产品 ARR 突破 1 亿美元（同比增长 40%+）。
Palo Alto Network	1) AI 相关 ARR 持续起量：4QFY25 与人工智能相关的年度经常性收入（ARR）达到约 5.45 亿美元，同比增长 2.5 倍，与云安全/SASE 组合销售占比提升。 2) AI Agent 安全生态布局持续深化：Prisma Access Browser 季度销售超 300 万许可（累计超 600 万席位），因 AI 代理依赖浏览器执行任务，企业需强制使用安全浏览器（如某药企 8 万席位订单） 3) AI 驱动的 SOC 平台（XSIAM）规模化落地：60%的 XSIAM 客户实现 10 分钟内威胁响应（传统 SOC 需数周），平均 ARR 超 100 万美元，全球 2000 强企业占比 25%。
广告	
Meta	1) Meta 优化 AI 驱动的广告推荐模型，使 Instagram 和 Facebook 的广告转化分别提升 5%和 3%； 2) 公司利用 AI 优化内容推荐系统，Facebook 和 Instagram 用户使用时长分别增加 5%和 6%； 3) 生成式 AI 广告创意工具 Advantage+ Creative 的用户群体不断扩大，目前已有约 200 万广告主正使用视频生成、视频扩展等生成式 AI 功能。
Google	1)AI MAX and Search 推动搜索广告转化效果提高 14%； 2)AI 竞价工具 Smart Bidding Exploration 平均提升 19%的转化效果。目前已有超 200 万广告主在广告投放中使用 Google 的 AI 素材生成工具，同比增长 50%。
腾讯	腾讯将 AI 应用拓展到广告创作、投放及推荐领域，进一步提升转化率和 ROI，2Q25 营销收入同比增长 20%至 358 亿元，主要得益于 AI 赋能及微信交易生态的发展，2Q25 视频号/小程序/微信搜索的营销收入同比分别增长约 50%/50%/60%。
快手	1) 推荐模型 OneRec 提升推荐效率，拉动流量增长：OneRec 目前已覆盖快手平台 25%的峰值流量，通过端到端优化推荐问题和排序，推动平台总时长增长超 1%，同推荐请求下计算成本降至传统引擎的约 10%； 2) 快手也通过 AI 更加深入理解用户行为，生成符合用户兴趣的定制化营销素材，进一步提高广告转化率，带动在线营销收入低个位数增长
哔哩哔哩	公司借助 AI 提升广告转化率及投放效率，2Q25 约 10%的新广告标题及超 30%的广告封面由 AIGC 工具生成。
AI 创意应用	
Figma	1) 推出 Figma Make，AI 原生生成工具，可通过文字提示生成产品原型 2) 公司加大 AI 技术整合，将生成式 AI 功能融入现有平台，例如优化设计建议、自动化重复操作等，但短期 AI 相关投入（如模型训练、算力成本）可能对毛利率和运营利润率产生压力。
Adobe	1) AI 原生产品进展良好，目标 FY25 末实现 2.5 亿美元 ARR 目标，对比 1QFY25 末 ARR 约为 1.25 亿美元； 2) Adobe 于 2QFY25 推出了 Firefly Image Model 4 和 Firefly 视频模型，推动用户和收入增长。2QFY25，Firefly App 的流量环比增长超过 30%，付费订阅量环比几乎翻倍。Firefly App 为 Adobe 吸引大量新用户，2QFY25 首次订阅 Adobe 产品的用户环比增长 30%。
快手	2Q25 可灵 AI 营收突破 2.5 亿元，我们预计 FY25 可灵 AI 全年营收将达到 9.5 亿元（约占总营收的 1%）
美图	1) 7 月推出一款专注于影像领域的 AI agent 产品 roboneo，8 月 MAU 突破百万，已上线完整的订阅单购等付费机制。 2) 与阿里合作探索 AI 换装等功能。
企业软件	
Servicenow	1) 2Q25 主要 Pro Plus 产品订单数（包括 ITSM、CSM 和 HR）环比增长超过 50%，ITSM Plus 和 CSM Plus 订单金额同比翻四倍。 2) 管理层维持 2026 年实现 Pro Plus 订阅产品 10 亿美元的 ACV 目标。
Salesforce	1) 2QFY26 数据云及 AI 业务 ARR 超 12 亿美元，同比增长 120%，环比增长约 20%。自 Agentforce 推出以来，公司已达成 12500 笔相关交易，其中付费交易达 6,000 笔。 2) 2QFY26 数据云及 Agentforce 订单金额中 40%来自现有客户的增购，Agentforce 新增订单金额中 Flex Credits 占比约 80%。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。