

互联网行业 2025 年展望：AI 在黎明破晓前

- 互联网行业 2024 年回顾：**年初至今（2024 年 12 月 10 日），中证海外中国互联网指数 YTD 收益为 24%，触底反弹。细分赛道来看，O2O、在线音乐板块涨幅领先。**内因——便宜是核心逻辑：**1) 经历了三年漫长寒冬，板块估值极具性价比；2) 利润持续释放叠加回购、分红等措施提升股东回报；**外因——资金流是驱动力：**1) 中国政府连续出台刺激经济政策，提振经济复苏预期，市场情绪回暖；2) 美联储降息预期影响，市场流动性趋于改善。
- 互联网行业 2025 年整体趋势展望：**整体来看，中国互联网行业 2025 年投资机会将主要来自于政策驱动下的估值修复行情，或继续加大回购或分红力度，提升股东回报。而业绩改善的结构性机会主要包括：1) 直接受益于政策利好，消费复苏带动电商及本地生活业务改善；2) 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；3) AI 应用或迎来爆发，重点关注广告、办公、教育等行业落地情况。同时，仍需警惕地缘政治风险带来的短期市场情绪波动。中美互联网仍在持续分化，主要差异包括：1) AI 战略方向；2) 全球化布局；3) 短视频红利分配等。从估值（2025E 市盈率）来看，中国互联网行业（12x）显著低于美国互联网（27x），存在明显折价，美国互联网投资机会更依赖于 AI 业绩驱动，或引领新一轮的全球 AI 应用行情。
- 互联网行业 2025 年细分行业展望：**细分板块来看：1) **电商：**估值仍具吸引力，政策利好推动电商大盘复苏预期提升；2) **游戏：**基本面趋于改善，行业步入新产品周期，带动行业回暖；3) **SaaS：**需求端仍有压力，看好国产替代，信创产业或迎估值修复；4) **海外：**全球 AI 应用或在 2025 年迎来爆发，美股行情或率先启动。
- 个股方面，腾讯、美团、京东为我们行业首选：**腾讯，新游戏带来增量，微信生态或加速变现；美团，本地生活稳健增长，新业务或扭亏；京东，消费复苏带动核心品类回暖，结构优化推动利润改善。海外标的方面，建议关注 Meta。
- 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

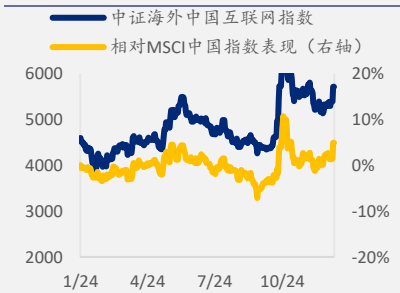
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 12 月 11 日

年初至今指数表现



注：截至 2024 年 12 月 10 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 2024 年回顾：触底反弹.....	4
互联网行业 2025 年整体趋势展望：中美互联网——估值修复 vs AI 业绩驱动	10
2025 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
中美互联网持续分化.....	14
中美互联网细分行业对比.....	17
互联网行业 2025 年细分行业展望	22
电商：平台加速互联互通，国补刺激家电复苏.....	22
游戏：版号发放稳步提升，期待行业储备释放.....	26
SaaS：加速国产替代，信创或迎估值修复	30
海外：全球 AI 应用或迎来爆发，美股行情或率先启动.....	33
浦银国际互联网行业覆盖公司	35

图表目录

图表 1：中国互联网板块 2024 年至今录得增长	4
图表 2：2024 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：近五年中美互联网股价走势	6
图表 6：中美互联网龙头市值排序（2020.01.01 vs 2024.12.10）	7
图表 7：互联网公司分板块表现及估值	8
图表 8：浦银国际 2025 年互联网行业子板块配置策略	11
图表 9：互联网公司收入增速及市场预期	12
图表 10：互联网公司利润率及市场预期	12
图表 11：中美互联网龙头 Capex 对比（百万美元）	14
图表 12：中美互联网 AI 投资布局.....	14
图表 13：中国互联网海外收入占比（3Q24）	15
图表 14：美国互联网龙头海外收入占比（3Q24）	15
图表 15：中美互联网龙头收入体量排序（2023）	15
图表 16：全球社交媒体 MAU（百万，2024 年 4 月）	16
图表 17：全球社交媒体人均每月使用时长（小时）	16
图表 18：全球数字广告市场份额（2023）	17
图表 19：中国网络广告市场规模	17
图表 20：中国互联网公司广告收入（2023）	17

图表 21: 美国电商市场规模	18
图表 22: 美国电商市场份额 (2023)	18
图表 23: 中国电商市场规模	18
图表 24: 中国电商市场份额 (2023)	18
图表 25: 中美电商渗透率比较	19
图表 26: 全球 IaaS 市场规模	20
图表 27: 全球云计算市场份额 (2Q24)	20
图表 28: 全球 IaaS 市场规模	20
图表 29: 中国公有云 IaaS 市场份额 (2023)	20
图表 30: 中美互联网云业务收入增速对比 (3Q24)	21
图表 31: 电商公司年初至今股价表现	22
图表 32: 实物商品网上零售额	23
图表 33: 2024 年商品零售额-家用电器和音像器材类	24
图表 34: 电商公司表现及估值	25
图表 35: 游戏公司年初至今股价表现	26
图表 36: 中国游戏市场实际销售收入	27
图表 37: 游戏大厂主要产品上线情况	27
图表 38: 中国游戏版号发放数量	28
图表 39: 游戏大厂已获版号主要产品储备	28
图表 36: 游戏公司表现及估值	29
图表 41: SaaS 公司股价表现	30
图表 42: 中国企业级 SaaS 市场规模	31
图表 43: AIGC+业务垂直型/行业垂直型	31
图表 44: SaaS 板块表现及估值	32
图表 45: 美国互联网龙头年初至今股价表现	33
图表 46: SPDBI 互联网行业覆盖公司	35

互联网行业 2025 展望：AI 在黎明破晓前

互联网行业 2024 年回顾：触底反弹

2024 年中国互联网行业迎来触底反弹。年初至今（2024 年 12 月 10 日），中证海外中国互联网指数（+24%）跑赢 MSCI 中国指数（+19%）。主要由于：

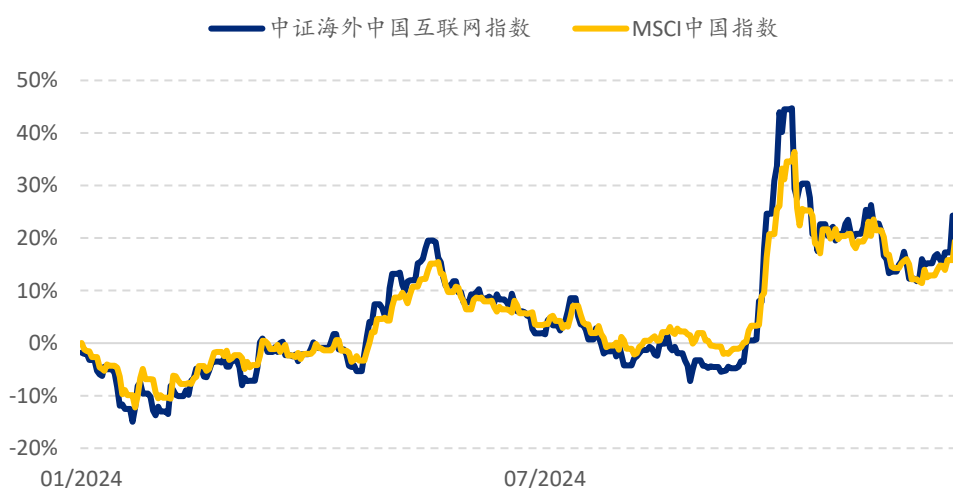
内因——便宜是核心逻辑：

- 1) 板块股价经历了三年漫长寒冬，估值极具性价比；
- 2) 利润持续释放叠加回购、分红等措施提升股东回报；

外因——资金流是驱动力：

- 1) 中国政府连续出台一系列刺激经济政策，提振复苏预期，市场情绪重燃。
- 2) 美联储降息预期影响，市场流动性改善；

图表 1：中国互联网板块 2024 年至今录得增长

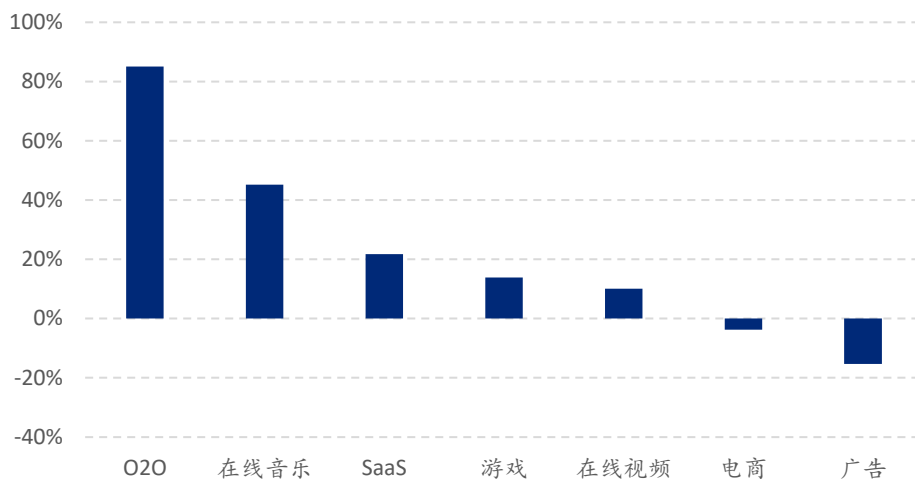


注：截至 12 月 10 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

O2O、在线音乐板块领跑大盘。 O2O 板块相对于大盘和行业取得超额收益 (+85%)，线下消费回暖，本地生活增长强劲；**在线音乐板块**涨幅 45%，竞争格局相对稳定。此外，美团在龙头股中表现出色 (+110%)，新业务持续大幅减亏。

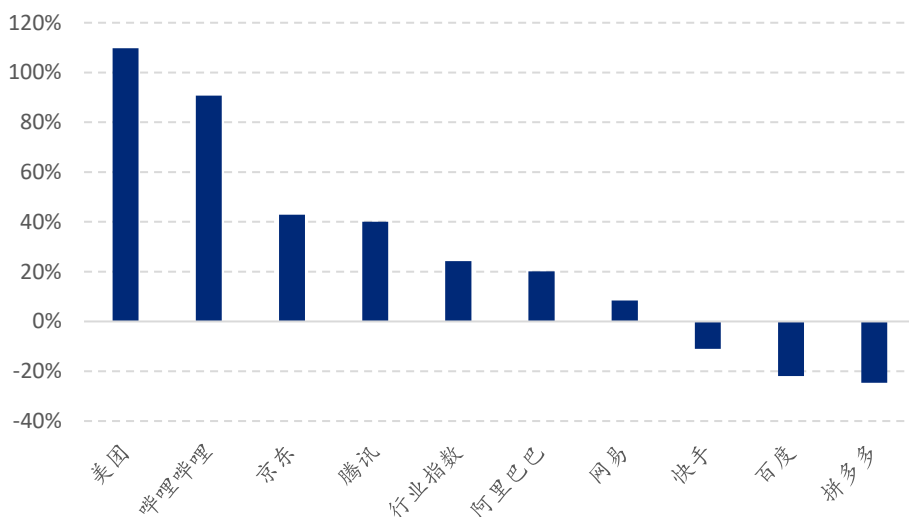
图表 2：2024 年互联网各细分板块年初至今股价变动 (%)



注：截至 12 月 10 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

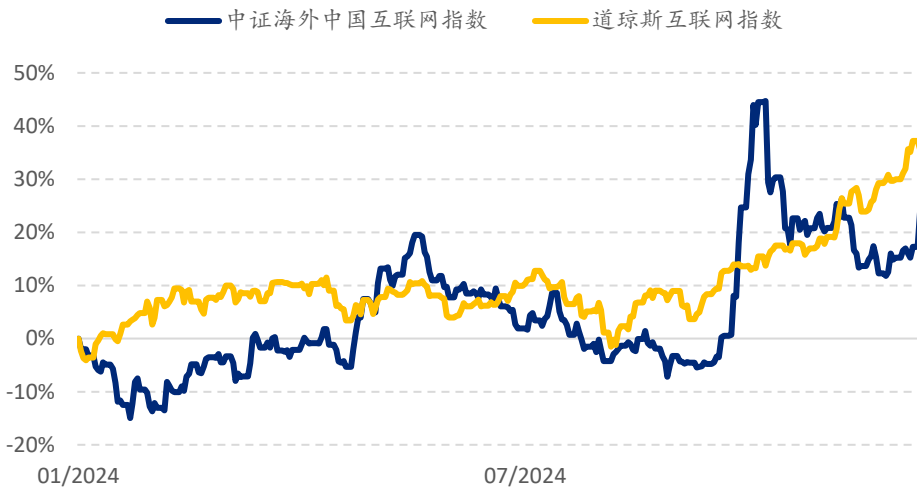


注：行业指数为中证中国海外互联网指数，股价截至 2024 年 12 月 10 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中美互联网股价复盘：年初至今（截至12月10日），中美互联网指数涨幅分别为24%和36%，其中中国互联网行业股价表现呈现更大波动。拉长时间维度来看，以2020年初为起点，在过去五年时间里，美股互联网指数（道琼斯）上涨84%，中国互联网指数（中证）下跌21%。而造成股价分化的主要因素包括：地缘政治风险、国内行业监管以及AI提振效果。

图表 4：YTD 中美互联网股价走势



注：截至2024年12月10日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：近五年中美互联网股价走势



注：截至2024年12月10日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2020年：2020年初，由于新冠疫情影响，全球流动性释放叠加疫情助推线上经济发展，中美互联网在2020年都迎来牛市。

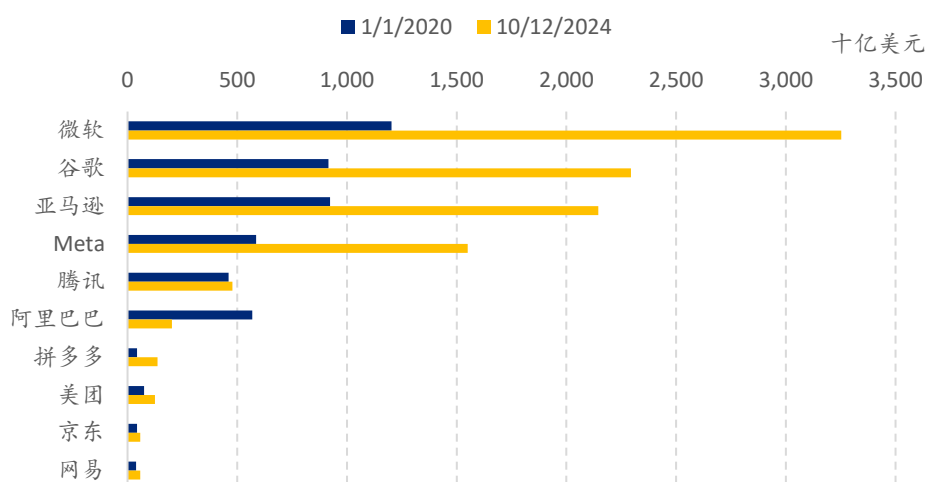
2021-2022年：2021年成为中美互联网分化的第一个节点。受国内监管以及外部地缘政治风险影响，中国互联网指数自2021年2月进入了长达两年的下行周期，底部（2022年10月）较最高点跌幅超七成；而美股互联网指数，受美联储加息预期影响，在2021年11月开始进入回调期，为期一年时间。

2022年，中美互联网都出现了大幅回调。

2023-2024年：2023年成为中美互联网分化的第二个节点。2022年底，ChatGPT横空出世，AIGC点燃了美股市场情绪，美股互联网2023年初开启修复周期。而中国互联网企业受此提振作用相对有限。

2024年（截至12月10日），中美互联网指数涨幅分别为24%和36%。

图表 6：中美互联网龙头市值排序（2020.01.01 vs 2024.12.10）



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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	490,076	411.2	40.1	16.6	15.0	13.6	5.4	5.0	4.6
NTES US Equity	网易	游戏	65,114	101.0	8.4	15.0	13.7	12.5	4.5	4.1	3.9
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	4,411	4.3	(16.9)	13.4	10.1	7.3	1.4	1.2	1.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	5,208	17.0	(9.5)	14.4	12.8	11.6	2.1	1.9	1.7
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,487	13.0	10.1	N/A	31.4	25.8	4.4	3.4	3.0
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,221	223.5	(8.8)	18.2	15.2	13.5	4.3	3.8	3.5
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	3,622	13.6	21.8	18.3	16.1	14.5	8.4	7.6	7.0
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,568	24.9	143.6	16.2	14.8	13.4	2.1	2.0	1.8
799 HK Equity	IGG	游戏	576	3.8	17.9	6.9	5.7	4.8	0.8	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	721	10.6	(14.7)	6.3	4.7	4.3	0.8	0.7	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	129	1.3	(36.2)	N/A	10.6	7.8	0.9	0.7	0.6
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	558	2.6	11.3	N/A	8.6	7.3	2.1	1.0	0.9
平均					13.9	13.9	13.2	11.4	3.1	2.7	2.5
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	220,189	92.3	20.1	11.0	9.5	8.3	1.6	1.5	1.4
JD US Equity	京东	电商	66,865	41.3	42.9	10.6	8.7	8.7	0.4	0.4	0.4
PDD US Equity	拼多多	电商	153,223	110.3	(24.6)	9.7	8.5	7.0	2.8	2.2	1.9
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,799	14.6	(17.7)	6.7	4.8	6.2	0.5	0.5	0.5
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,311	18.1	(40.4)	22.6	17.0	13.3	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	157	6.8	(3.0)	N/A	10.8	6.7	0.1	0.1	0.1
平均					(3.8)	12.1	9.9	8.4	0.9	0.8	0.7
BIDU US Equity	百度	广告	32,625	93.0	(21.9)	9.3	9.2	6.9	1.8	1.7	1.6
WB US Equity	微博	广告	2,564	10.6	6.3	5.8	5.7	5.5	1.5	1.4	1.4
ZH US Equity	知乎	广告	342	3.9	(30.2)	N/A	N/A	25.6	0.7	0.8	0.7
平均					(15.3)	7.5	7.5	12.6	1.3	1.3	1.2
1024 HK Equity	快手	在线视频	26,152	47.2	(11.0)	10.9	8.9	7.5	1.5	1.3	1.2
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	9,647	23.2	90.7	N/A	40.0	24.6	2.6	2.3	2.1
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	2,370	2.5	(49.4)	10.8	9.6	7.5	0.6	0.6	0.6
平均					10.1	10.8	19.5	13.2	1.6	1.4	1.3
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	22,584	13.2	46.1	20.6	15.1	12.5	5.8	5.3	4.8
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	3,603	129.5	44.3	18.1	16.6	14.7	3.2	3.0	2.8
平均					45.2	19.3	15.8	13.6	4.5	4.1	3.8
3690 HK Equity	美团	O2O	134,447	171.8	109.8	22.8	18.4	14.8	2.9	2.5	2.2
TCOM US Equity	携程网	O2O	48,345	75.1	108.4	21.1	19.9	17.3	6.6	5.7	5.0
780 HK Equity	同程旅行	O2O	5,923	19.8	37.1	17.0	14.3	11.9	2.5	2.2	1.9
平均					85.1	20.3	17.5	14.7	4.0	3.5	3.0
YY US Equity	欢聚	直播	2,220	41.3	3.9	9.8	9.6	8.3	1.0	1.0	0.9
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,386	7.4	16.7	8.4	6.8	6.0	1.0	1.0	0.9
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	795	3.5	37.7	21.6	16.0	12.3	0.9	0.9	0.8
DOYU US Equity	斗鱼	直播	393	12.3	168.4	N/A	N/A	N/A	0.7	0.7	0.7
平均					56.7	13.3	10.8	8.9	0.9	0.9	0.8

(……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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	20,370	319.2	1.0	97.3	76.2	60.0	28.6	23.2	18.7
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,039	12.8	(28.0)	N/A	228.8	75.8	4.1	3.6	3.2
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,015	13.2	(22.8)	47.9	30.0	23.5	3.4	3.2	2.9
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	4,496	9.8	(14.3)	N/A	165.3	60.2	5.0	4.3	3.7
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	9,563	47.1	41.8	30.7	24.5	20.5	0.7	0.6	0.5
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,782	33.7	39.6	28.4	22.4	18.5	4.1	3.5	3.1
909 HK Equity	明源云	SaaS	738	3.0	6.8	N/A	N/A	922.9	3.4	3.2	3.1
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,869	5.3	(9.4)	18.8	15.0	12.2	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	2,283	9.0	138.1	N/A	N/A	N/A	2.2	1.9	1.7
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	713	1.7	(42.7)	N/A	N/A	33.4	2.7	2.4	2.3
9959 HK Equity	联易融	SaaS	514	1.8	16.1	N/A	12.1	8.2	4.0	3.4	2.9
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	458	0.1	(20.8)	106.3	106.3	13.3	2.2	2.2	2.3
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,089	4.2	47.4	96.1	63.9	36.6	1.0	0.9	0.8
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	1,769	8.7	201.4	56.2	37.5	N/A	1.2	1.0	1.0
6608 HK Equity	百融云	SaaS	621	9.8	(27.3)	12.7	10.6	7.8	1.5	1.3	1.1
平均					21.8	54.9	66.0	99.5	4.3	3.7	3.2

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2024 年 12 月 10 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

互联网行业 2025 年整体趋势展望：中美 互联网——估值修复 vs AI 业绩驱动

互联网行业 2025 年展望：中国互联网的投资机会主要来自于政策驱动下的估值修复行情，美国互联网则更依赖 AI 业绩驱动。从估值（远期市盈率）来看，中国互联网行业（12x）显著低于美国互联网（27x），存在明显折价。

中国互联网企业或继续加大回购或分红，提升股东回报。业绩改善机会包括：

- 1) 直接受益于政策利好，消费复苏带动电商及本地生活业务改善；
- 2) 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；
- 3) AI 应用或迎来爆发，重点关注广告、办公、教育等行业落地情况。

中美互联网仍在持续分化，主要差异包括：

- 1) AI 战略方向；
- 2) 全球化布局；
- 3) 短视频红利分配。

● 2025 年互联网行业细分板块配置策略

细分板块来看：

- 1) 电商：估值仍具吸引力，政策利好或推动电商边际改善；
- 2) 游戏：新产品周期，带动行业回暖；
- 3) SaaS：短期需求仍有压力，信创或迎估值修复。
- 4) 海外：全球 AI 应用或迎来爆发，美股行情或率先启动。

图表 8：浦银国际 2025 年互联网行业子板块配置策略

板块	2025 年投资策略	主要风险	建议关注
大电商	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"> 1. 消费大盘复苏不及预期； 2. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。 	美团(3690.HK) 京东(JD.US)
游戏	新游上线推动游戏行业回暖，内容质量不断提升，强研运能力的头部公司更具韧性。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 游戏新品表现不及预期； 2. 短视频继续抢占用户游戏时长。 	腾讯(700.HK) 网易(NTES.US / 9999.HK)
SaaS	随着经济活动恢复，行业需求有望逐步复苏，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"> 1. 企业缩减 IT 采购预算； 2. 收入增长放缓，导致利润率改善不及预期。 	金山软件 (3888.HK)
海外	全球 AI 应用或迎来爆发，美股行情或率先启动。	<ol style="list-style-type: none"> 1. AI 落地不及预期； 2. 美联储降息不及预期。 	Meta(META.US)

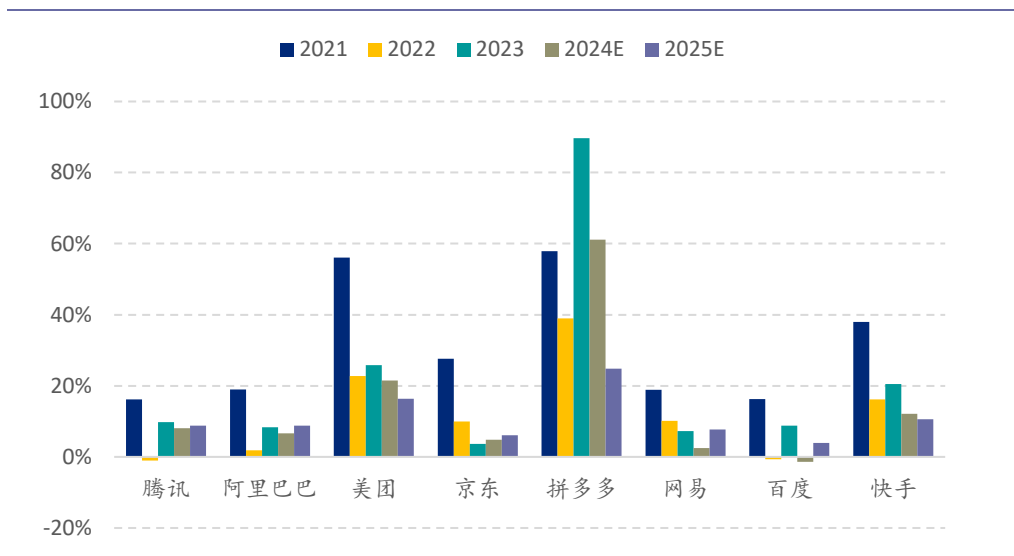
资料来源：浦银国际

个股方面，腾讯、美团、京东为我们行业首选：腾讯，新游戏带来增量，微信生态或加速变现；美团，本地生活稳健增长，新业务或扭亏；京东，消费复苏带动核心品类回暖，结构优化推动利润改善。此外，海外标的方面，建议关注 Meta。

● 中国互联网的结构性机会

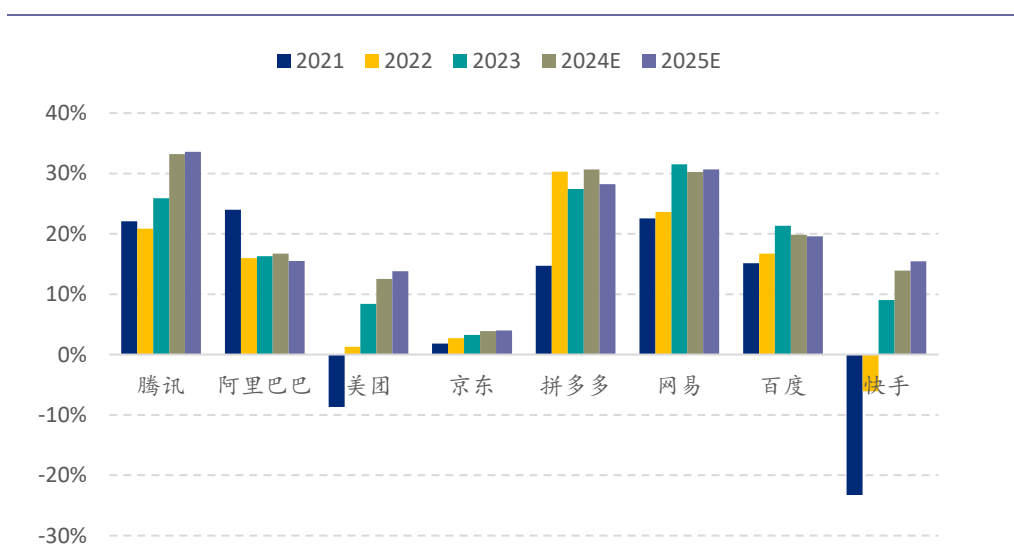
中国主要互联网公司 2025E 平均预期收入增速 11%。随着流量红利减弱，中国互联网行业增速逐步放缓：拼多多 2025 年预期收入同比增长近 25%，相对领先；美团预期收入增速 16%；其他互联网巨头的预期收入增速普遍低于 10%。互联网公司或继续推行降本增效，但整体利润率改善空间较过去两年不断缩小。

图表 9：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 FY22-FY26E 数据
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：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 FY22-FY26E 数据
资料来源：Bloomberg、浦银国际

展望 2025 年，整体来看，中国互联网企业或继续加大回购或分红，提升股东回报。而从业绩层面来看，也存在一些结构性机会值得关注：

1) 直接受益于政策利好，消费复苏带动电商及本地生活业务改善

以旧换新等增量政策效应加快释放。根据国家统计局数据，今年 10 月社会消费品零售总额 4.54 万亿元，同比增长 4.8%，增速比上月加快 1.6 个百分点。今年 1 至 10 月，社会消费品零售总额 39.90 万亿元，同比增长 3.5%，增速较 1 至 9 月回升 0.2 个百分点。各地也在不断推动消费品以旧换新政策落实，补贴产品覆盖面不断扩大。此外，北京、上海等多地还将发放餐饮、文旅等服务消费券，来推动消费复苏。我们认为，促消费政策仍将是明年一大主题，或对电商和本地生活带来边际改善。

2) 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，全面指导并要求国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。

3) AI 应用或迎来爆发，关注广告、办公、教育等行业率先落地

根据量子位《中国 AIGC 应用全景报告》，2024 年我国 AIGC 应用市场规模预计将达到 200 亿元，预计到 2026 年，中国 AI 市场规模将达千亿级别。到 2030 年，我国 AIGC 应用将成为万亿规模市场，五年（2024-2028 年）平均复合增长率超过 30%。

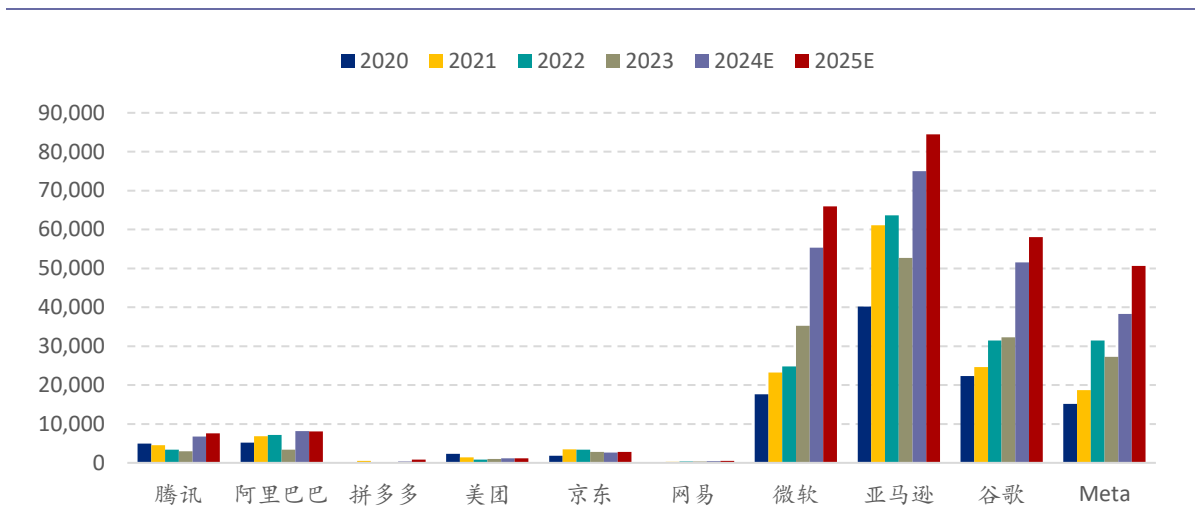
此外，市场资金对 AI 产业的挖掘也逐渐向应用软件类倾斜，AI 对于业绩赋能在加速兑现。AIGC 产品应用落地的首要因素是场景与技术的匹配，而技术成熟度则决定落地速度。大模型的三大维度，包括精度、成本和效率，是影响技术变现的关键因素。根据量子位报告，AIGC 应用有七大赛道值得关注，包括两大类：一是技术相对成熟、商业模式清晰且营收可观的营销、零售、教育、影视、办公协同等领域；二是技术尚不成熟但潜力巨大的游戏、医疗领域。

● 中美互联网持续分化

在地缘政治博弈影响之下，中国和美国的互联网环境逐渐衍变成两个不同的平行世界，双边整体割裂，同时伴随着局部冲突摩擦。我们认为，中美互联网行业仍在持续分化，各自特色更加鲜明，当前主要体现在三方面：

1) AI 战略方向：中美互联网龙头持续加码 AI，但投资力度差异明显。美国企业在 AI “军备竞赛” 中更加激进，开足马力，重注 AI 基建；由于市场估值低迷，中国互联网企业更倾向将现金用于派息及回购。相较于美国，中国互联网在 AI 底层模型层面仍需提高，而优势则在于应用生态场景。

图表 11：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

图表 12：中美互联网 AI 投资布局

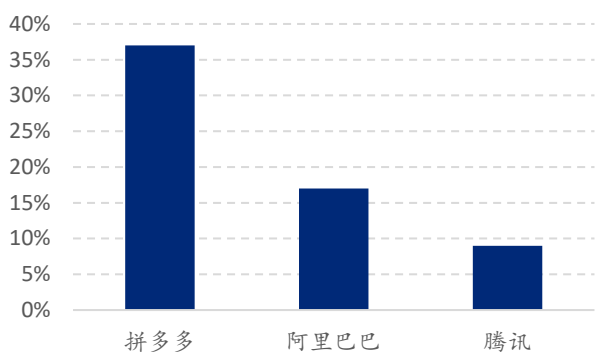
公司	AI 领域产品及布局
微软	Azure AI、Copilot、Bing，投资 OpenAI
谷歌	Gemini 大模型、DeepMind、TensorFlow，投资 Anthropic、Runway
亚马逊	Olympus 大模型，投资 Anthropic 少数股权
Meta	Llama 大模型、XR
阿里巴巴	通义大模型、云计算、达摩院，投资智谱 AI、百川智能、零一万物、MiniMax 等
腾讯	混元大模型、优图，投资百川智能、MiniMax、智谱 AI、月之暗面等
百度	文心大模型、文心智能体、飞桨、自动驾驶，投资生数科技、智元机器人等
字节跳动	豆包大模型

资料来源：浦银国际整理

2) **全球化布局**: 美国互联网龙头海外收入占比更高 (~50%), 中国互联网企业海外收入普遍低于 20%, 正加速出海。特朗普 2.0 或加剧地缘政治风险, 给出海 (美国市场) 带来不确定性。TikTok 在美国遭遇封禁危机, 博弈结果也将左右其它中国出海企业在海外的战略方向。不少出海企业也在加速全球化区域分布, 积极拓展欧洲、中东、日韩等市场, 从而进一步降低集中度过高的风险。

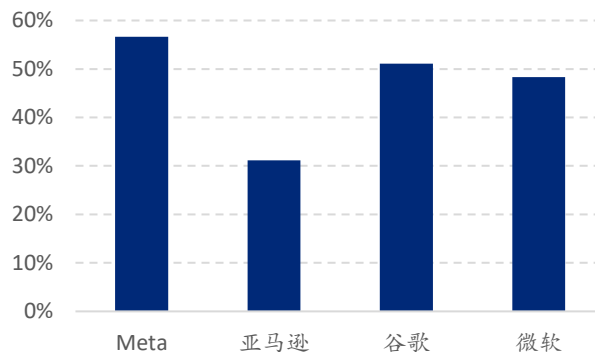
中国企业出海对于美国互联网企业的影响不尽相同。一方面, 目前, 跨境电商成为当前中国出海的主力军之一, 如 Temu 等, 加剧了美国电商行业的竞争, 给美国电商龙头 Amazon 造成一定压力; 另一方面, 中国企业出海, 也为美国广告平台带去巨额广告营销预算, 推动短期业绩增长。根据 Meta 2023 年财报披露, 2023 年中国广告主收入增长成为业绩的主要推动因素之一, 贡献总收入的十分之一, 尤其是电商和游戏行业。

图表 13: 中国互联网海外收入占比 (3Q24)



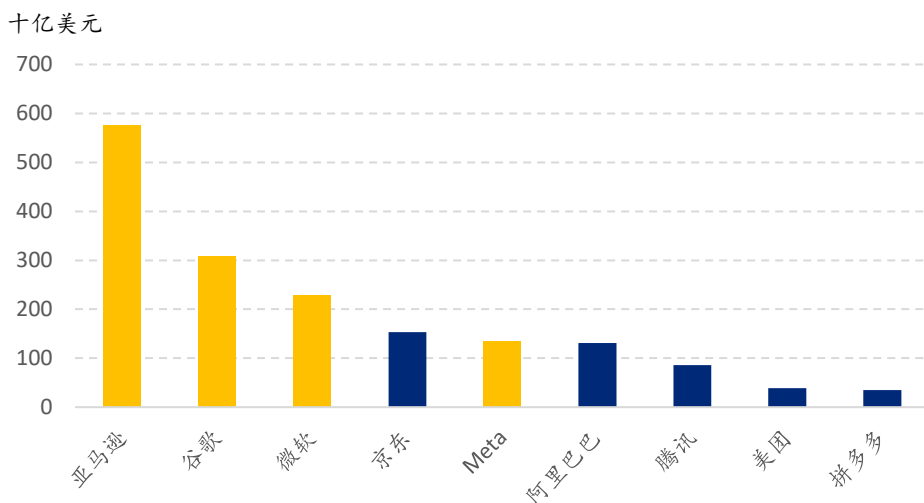
资料来源: 公司资料、浦银国际估算

图表 14: 美国互联网龙头海外收入占比 (3Q24)



注: Meta 为“美加”外, 亚马逊为“北美”外
资料来源: 公司资料、浦银国际

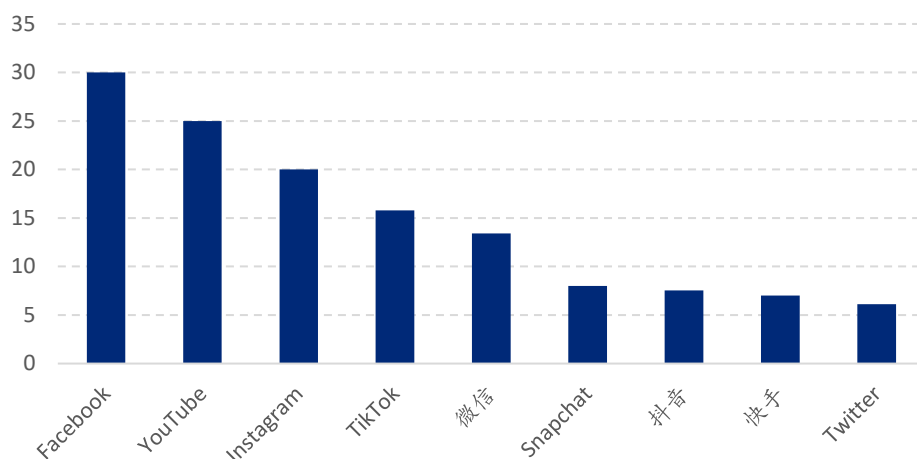
图表 15: 中美互联网龙头收入体量排序 (2023)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

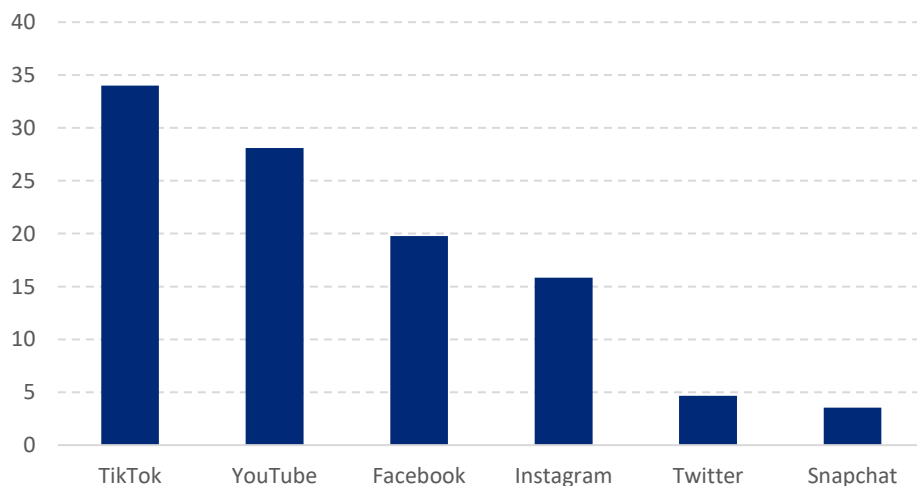
3) **短视频红利分配**：短视频的火爆在中国造就了独角兽企业字节跳动（未上市），对传统互联网巨头影响深远，流量重新分配，在广告、电商等行业重塑竞争格局。而美国市场虽然也出现短视频热潮，但远未像大洋彼岸的中国如此火热，也并未引爆直播带货等新业态。同时，TikTok 在美国发展受限，各家美国互联网龙头的即时跟进调整，包括 Instagram 的 Reels，以及 Youtube Shorts 等新产品，带来新的增量。

图表 16：全球社交媒体 MAU（百万，2024 年 4 月）



资料来源：Statista、浦银国际

图表 17：全球社交媒体人均每月使用时长（小时）



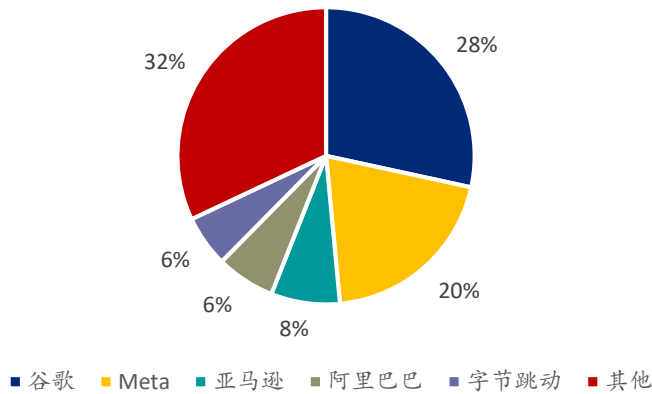
资料来源：We Are Social (Jan 2024)、浦银国际

● 中美互联网细分行业对比

数字广告

全球数字广告市场增速及竞争格局。根据 Grand View Research 预测，全球数字广告行业规模将以每年 15.5% 的速度增长，从 2023 年的 4206 亿美元增至 2030 年的 1.1 万亿美元。从竞争格局来看，根据 eMarketer 数据，2023 年 Google 和 Meta 两家流量大户占据了全球数字广告领域 48% 的市场份额，其中 Google 占比为 28%，Meta 占比为 20%。

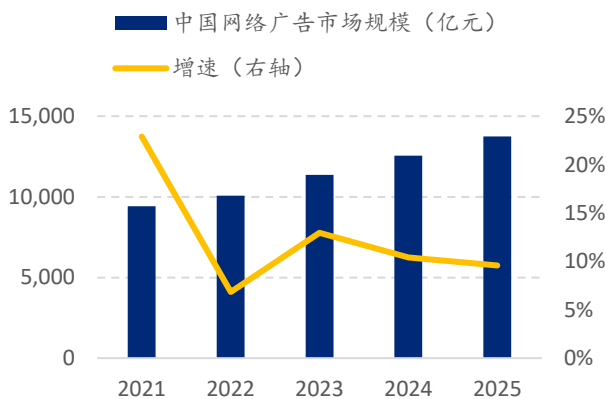
图表 18：全球数字广告市场份额（2023）



资料来源：eMarketer、浦银国际

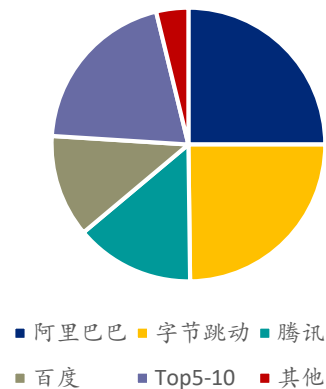
中国数字广告市场增速及竞争格局。根据艾瑞咨询，中国网络广告行业规模 2023-2025E 将以每年 10% 的速度增长。从竞争格局来看，按广告收入计，2023 年阿里巴巴和字节跳动各占据约 1/4 的份额，其次为腾讯和百度。

图表 19：中国网络广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询预测、浦银国际

图表 20：中国互联网公司广告收入（2023）

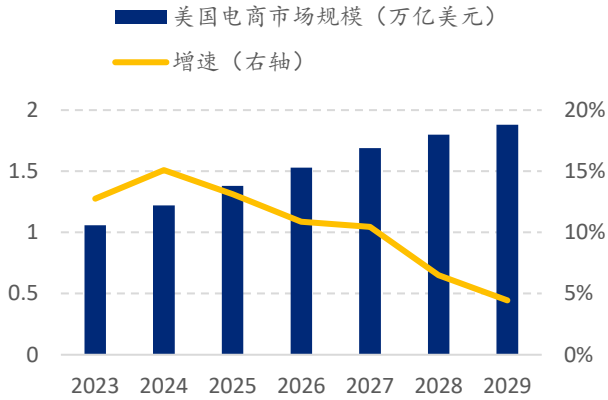


资料来源：中关村互动营销实验室、汇量科技、浦银国际

电商

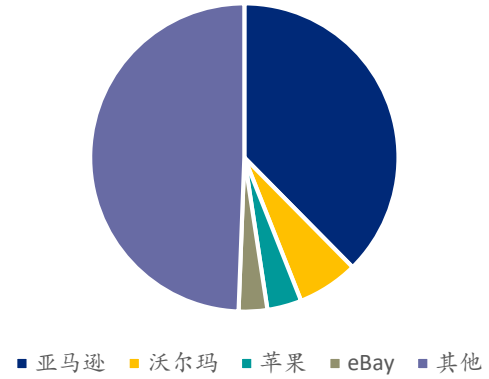
美国电商行业增速及竞争格局。根据 Statista 的数据：2024—2029 期间，美国电商市场将保持 9% 的复合年增长率。2023 年亚马逊是美国电商行业龙头，市占率 37.6%，其次为沃尔玛的 6.4%。

图表 21：美国电商市场规模



资料来源：Statista 预测、浦银国际

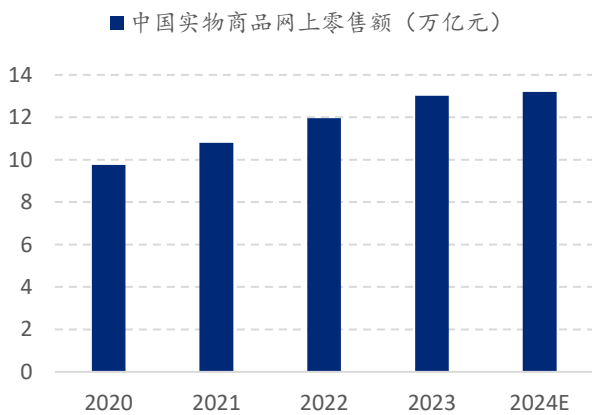
图表 22：美国电商市场份额（2023）



资料来源：Statista、浦银国际

中国电商行业增速及竞争格局。根据国家统计局数据，2024 年 1-10 月实物商品网上零售额为 10.33 万亿元，同比增长 8.3%，占社会消费品零售总额的 25.9%。从市场份额看，阿里巴巴（40%）、拼多多（20%）、京东（19%）占据市场大头，以抖音、快手为代表的直播电商占据约 20% 的份额。

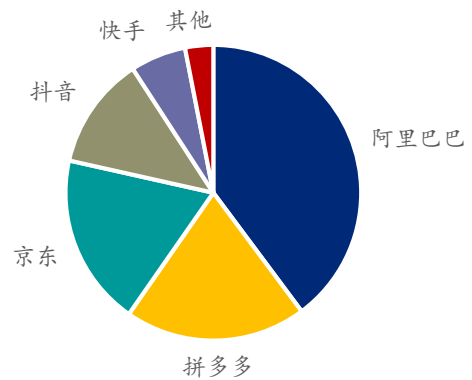
图表 23：中国电商市场规模



E=浦银国际预测

资料来源：国家统计局、Wind、浦银国际

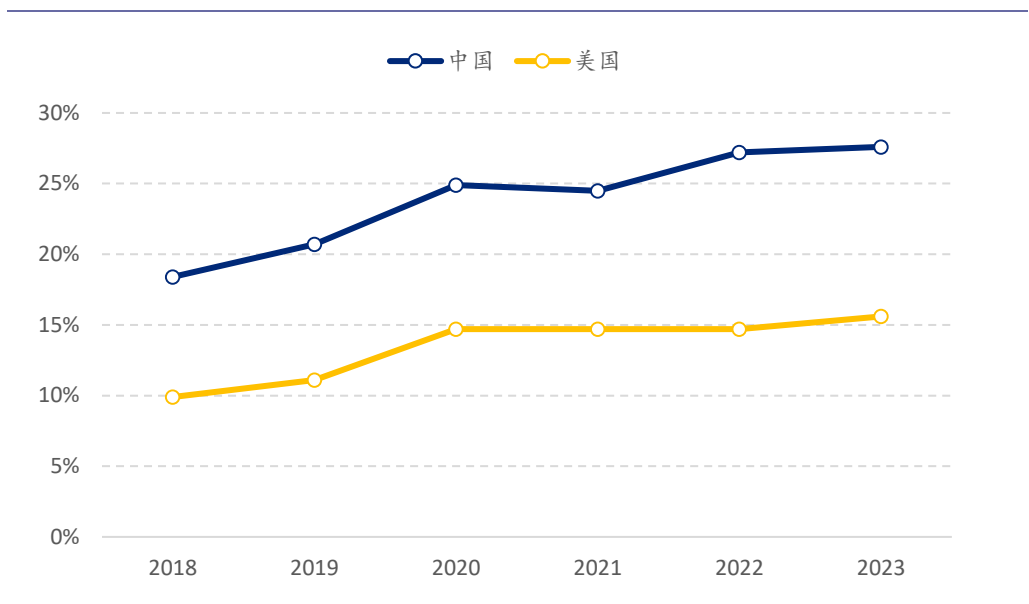
图表 24：中国电商市场份额（2023）



资料来源：Bloomberg、浦银国际估算

美国电商渗透率低于中国，物流成本是主要影响因素之一。2023年，美国网络零售额占零售总额比重为15.6%，低于我国电商渗透率（27.6%）。这主要是由于地理环境及人口密度差异导致美国物流配送效率相对较低，而人力贵又导致物流履约成本更高，尤其是最后一公里。此外，美国线下实体零售业发展更为成熟，较为便捷。品牌独立站也是美国电商市场的重要组成部分，独立站主要满足品牌需求度更高的用户；而综合电商平台则提供更加丰富的商品选择。

图表 25：中美电商渗透率比较



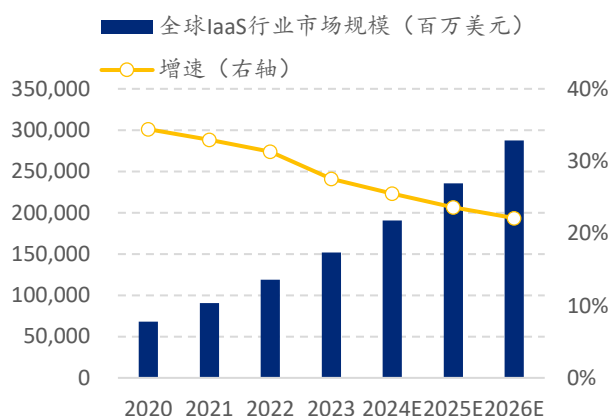
资料来源：国家统计局、eMarketer、浦银国际

美国电商佣金率明显高于中国电商平台：以美国电商龙头亚马逊为例，其3P商品佣金率主要集中在8%-15%。而国内电商平台的佣金率普遍较低（不到5%），国内平台电商竞争格局较为分散，并长期维持激烈的竞争态势，电商平台通过降低佣金模式来吸引商家和消费者。

云服务

全球云服务市场增速及竞争格局。根据 Statista，全球 IaaS 行业市场规模 2024-2026 年均复合增速将超过 20%。根据 Canalys 数据，2Q24 亚马逊为行业龙头，占据约 1/3 的市场份额，微软占据约 20%，谷歌占据约 10%。

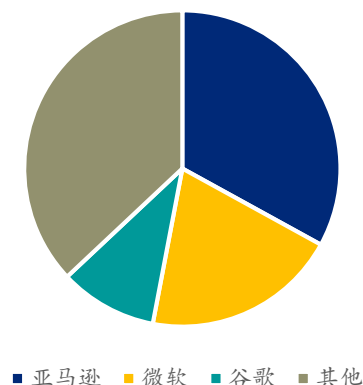
图表 26：全球 IaaS 市场规模



E=Statista 预测

资料来源：Statista、浦银国际

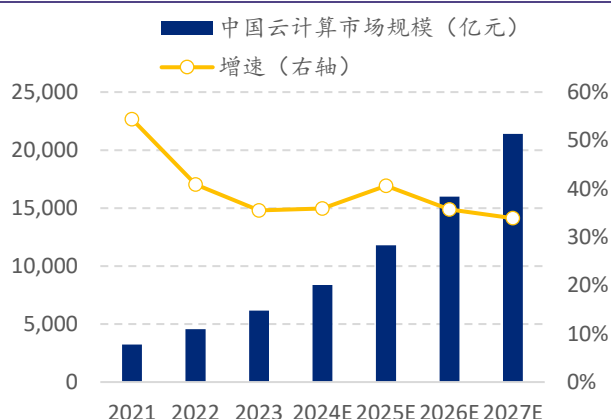
图表 27：全球云计算市场份额 (2Q24)



资料来源：Canalys、浦银国际

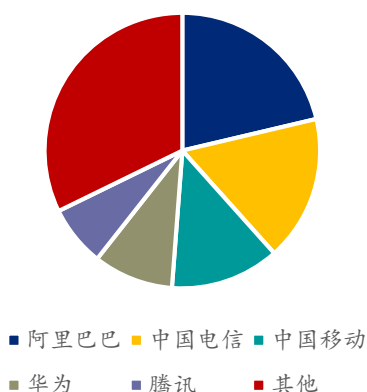
中国云服务市场增速及竞争格局。根据信通院数据，中国云计算市场保持高活力，预计 2023-2027E 年均增速达到 37%，大幅高于全球增速。公有云 IaaS 方面，2023 年阿里云、天翼云、移动云、华为云、腾讯云占据市场份额前五。

图表 28：全球 IaaS 市场规模



资料来源：信通院预测、浦银国际

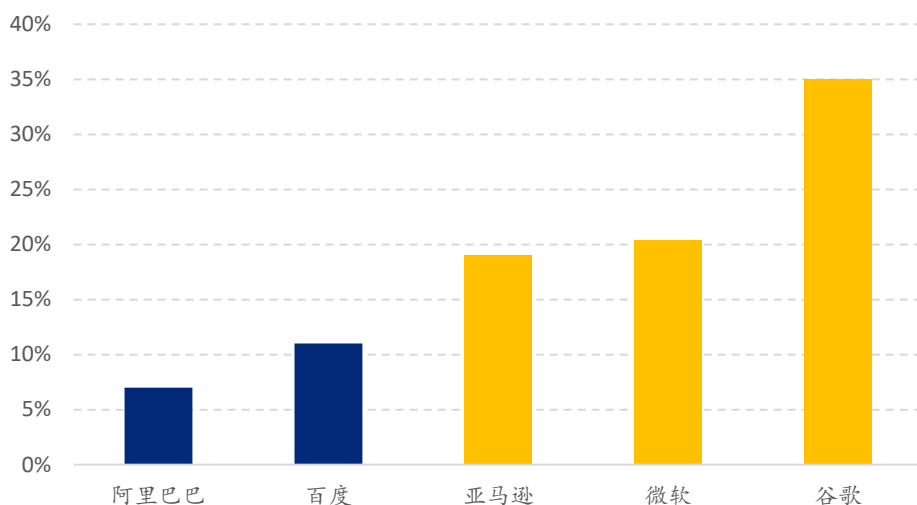
图表 29：中国公有云 IaaS 市场份额 (2023)



资料来源：信通院、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增速逐步放缓，并未像美国市场出现“爆炸性”增长，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 30：中美互联网云业务收入增速对比（3Q24）



资料来源：公司资料、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。

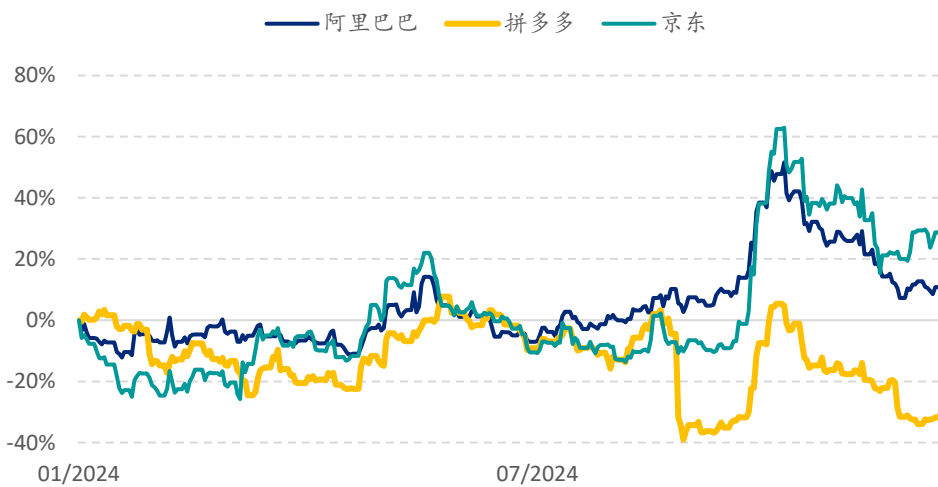
互联网行业 2025 年细分行业展望

● 电商：平台加速互联互通，国补刺激家电复苏

2025 年展望：在宏观经济温和复苏的背景下，消费分级趋势或将持续，电商行业竞争仍在，在低价之外，平台也为消费者提供更好的服务，平台间加速互联互通改善购物体验；家电以旧换新政策有效刺激了市场复苏，家电品类迎来快速增长；直播电商进一步抢占市场份额，但增速有所放缓；跨境电商持续扩张，保持强劲增长，但特朗普 2.0 带来不确定性。建议关注京东（9618.HK/JD.US）。

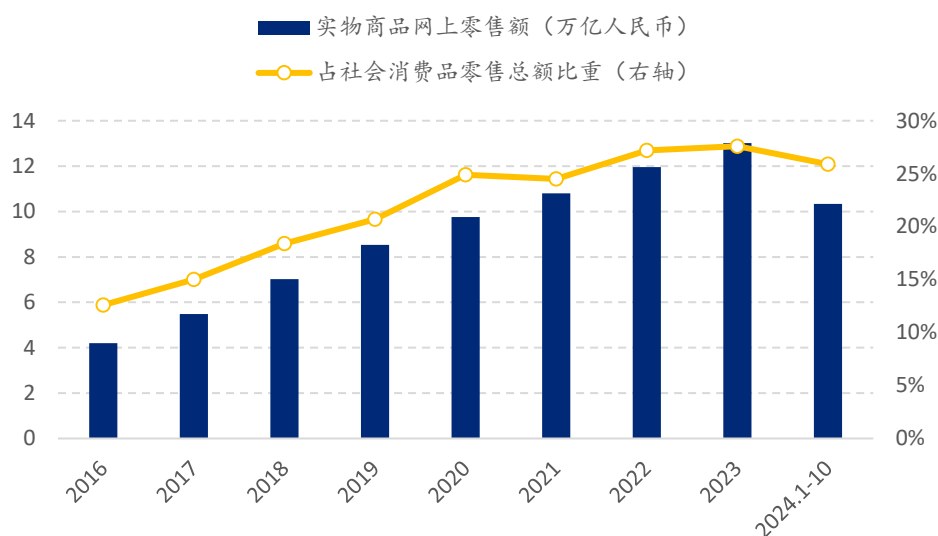
截至 2024 年 12 月 10 日，阿里巴巴/拼多多/京东股价涨跌幅分别为+19%/-25%/+43%。2024 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%，其中，全国实物商品网上零售额同比增长 8.3%，占社会消费品零售总额的比重为 25.9%，其中吃/穿/用类商品分别增长 17.7%/4.7%/7.7%。

图表 31: 电商公司年初至今股价表现



注：数据截至 2024 年 12 月 10 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 32：实物商品网上零售额

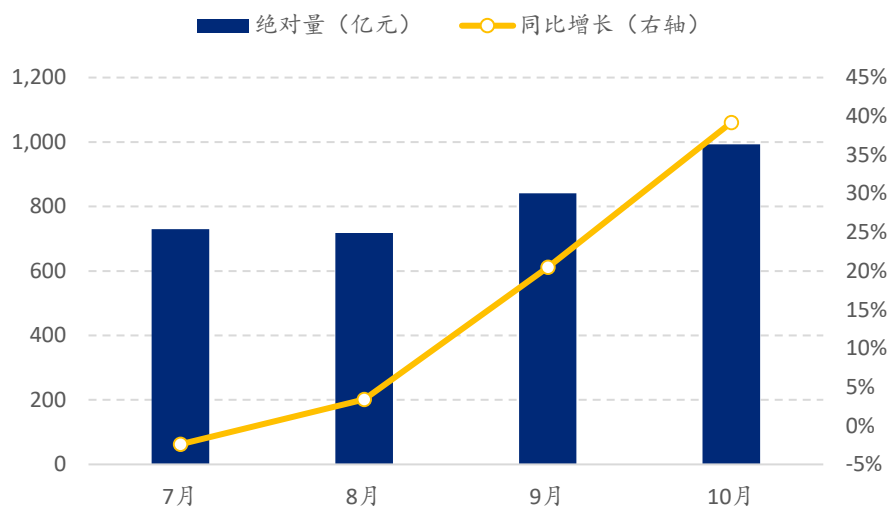


资料来源：Bloomberg，国家统计局，浦银国际

平台加速互联互通。今年 9 月淘宝全面接入微信支付，10 月微信也开始支持直接打开淘宝链接；10 月淘宝接入京东物流，随后京东商城时隔 13 年后再次接入支付宝。各巨头间的互联互通再次取得积极进展，有助于提升消费者购物体验，进一步激活消费市场。

国补刺激家电消费复苏。2024 年 9 月以来，全国各地家电以旧换新补贴陆续推出，有效刺激了家电消费的增长。根据国家统计局数据，9 月和 10 月家用电器和音响器材类商品零售额分别同比增长 20.5%和 39.2%，补贴政策取得了显著成效。补贴政策的延续或将持续推动家电消费复苏。此外，各地不断推动消费品以旧换新政策落实，补贴产品覆盖面不断扩大。北京、上海等多地还将发放餐饮、文旅等服务消费券，来推动消费复苏。我们认为，促消费政策仍将是明年一大主题，或对电商和本地生活带来边际改善。

图表 33：2024 年商品零售额-家用电器和音像器材类



资料来源：国家统计局，浦银国际

直播电商持续抢占份额，发力泛货架电商。快手 2024 年三季度 GMV 同比增长 15%，增速持续高于大盘，泛货架、短视频电商等购物场景进一步丰富，泛货架 GMV 占比约 27%。根据星图数据，今年双十一，直播电商销售额同比增长 54.6%，远高于综合电商平台销售额的同比增长 20.1%。直播电商平台的内容场+货架场双轮驱动，同时满足了用户兴趣购物及主动购物的消费需求。短视频仍然占据互联网用户大量的使用时长，凭借强大的流量优势，或将进一步挤压传统货架电商空间。

海外市场增长保持强劲，特朗普 2.0 带来不确定性。阿里巴巴国际数字商业集团 2024 年三季度收入同比增长 29%，整体订单量同比增长 20%，主要受益于速卖通 Choice 业务的强劲表现。拼多多 Temu 持续加速扩张，平台网页版显示已覆盖国家和地区已增长至 89 个，不断拓宽潜在市场空间。但特朗普 2.0 或给出海带来不确定性，由于潜在的加征关税影响，中国跨境电商企业或将面临更高的关税成本，而中国跨境电商近两年正是凭借低价优势才迅速打开美国中低端消费市场，这将对后续市场扩张造成一定阻力。不过，国内跨境电商此前也已经在调整市场策略，加速全球化进程，从而降低美国单一市场的集中度风险。

图表 34：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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	220,189	92.3	20.1	11.0	9.5	8.3	1.6	1.5	1.4
JD US Equity	京东	电商	66,865	41.3	42.9	10.6	8.7	8.7	0.4	0.4	0.4
PDD US Equity	拼多多	电商	153,223	110.3	(24.6)	9.7	8.5	7.0	2.8	2.2	1.9
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,799	14.6	(17.7)	6.7	4.8	6.2	0.5	0.5	0.5
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,311	18.1	(40.4)	22.6	17.0	13.3	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	157	6.8	(3.0)	N/A	10.8	6.7	0.1	0.1	0.1
平均					(3.8)	12.1	9.9	8.4	0.9	0.8	0.7

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 12 月 10 日。

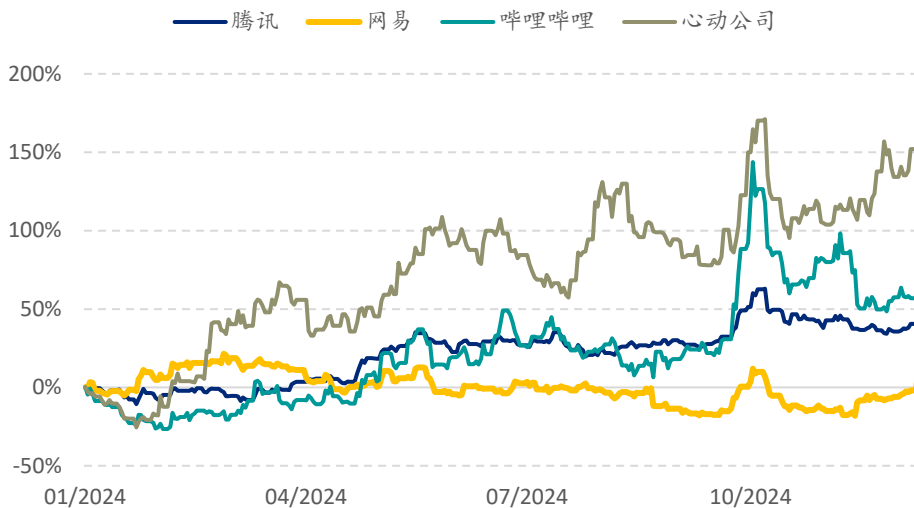
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 游戏：版号发放稳步提升，期待行业储备释放

2025 年展望：游戏版号发放数量稳步提升，供给端持续改善。年中以来，各大厂重磅产品陆续上线，为行业带来重要支撑。游戏大厂手握丰富的游戏储备。小游戏快速发展，小游戏+APP 多端发行有望为行业带来新红利。由于玩家对内容及玩法要求日益增加，我们仍然相对看好具备强研发能力及丰富游戏产品组合的头部公司，建议关注腾讯（700.HK）、网易（9999.HK/NTES.US）等。

年初至今，中国游戏板块表现整体取得不错增长。截至 2024 年 12 月 10 日，腾讯上涨 40%，网易上涨 8%，哔哩哔哩和心动公司得益于强劲的新游表现，分别上涨 91%和 144%。

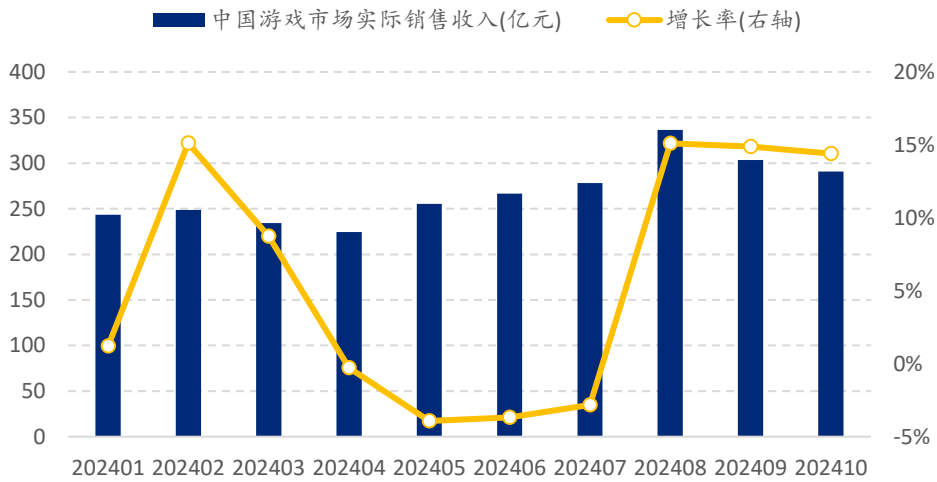
图表 35：游戏公司年初至今股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

2024 年 1-10 月中国游戏行业销售收入为 2681 亿元，同比增长 5.6%，主要受手游和主机游戏贡献。同期移动游戏市场同比增长 2.5%，占总市场收入比 72.8%，主要是《地下城与勇士：起源》《绝区零》《永劫无间手游》《三角洲行动》等新游带来增量。主机市场中，《黑神话：悟空》的突出表现也为行业带来可观增量。

图表 36：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

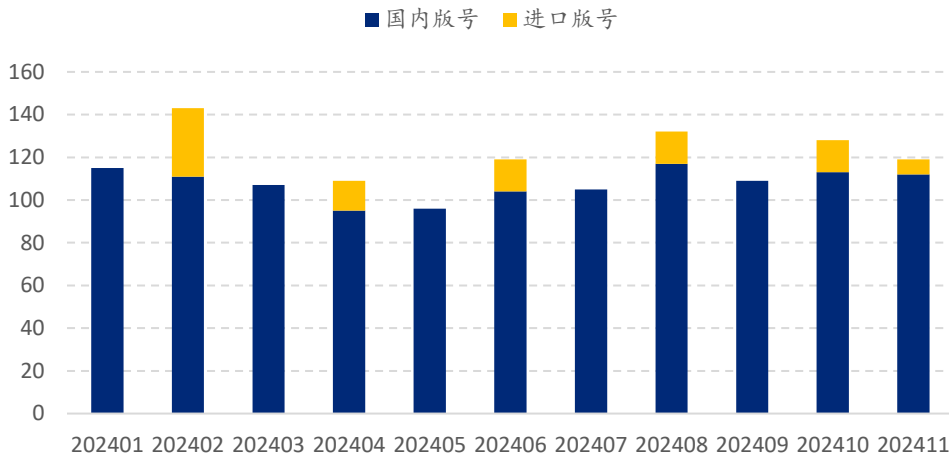
图表 37：游戏大厂主要产品上线情况

公司	游戏名	类型
腾讯	地下城与勇士：起源	RPG
	塔瑞斯世界	MMORPG
	极品飞车：集结	竞速
	世界启元	SLG
	三角洲行动	FPS
网易	世界之外	卡牌
	萤火突击	FPS
	永劫无间手游	多人生存竞技
	炉石传说	卡牌
	漫威争锋	英雄射击
米哈游	绝区零	ARPG
游戏科学	黑神话：悟空	动作 RPG
叠纸	恋与深空	女性向
	无限暖暖	开放世界换装
哔哩哔哩	物华弥新	战棋
	三国：谋定天下	SLG
	炽焰天穹	RPG

资料来源：公司资料、浦银国际整理

游戏版号发放稳步提升。年初至 12 月 9 日累计发放 1282 款游戏版号，版号发放数量同比增长 38%，其中 1184 款国内游戏版号，98 款进口游戏版号，平均每月获批 117 款，版号发放稳步提升，供给端持续改善。进口版号持续发放，也让多款海外表现强劲的游戏产品获得版号，有望为行业带来新活力。

图表 38：中国游戏版号发放数量



注：数据截至 2024 年 12 月 10 日；资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

大厂游戏储备丰富。腾讯拥有多款已获版号游戏储备，包括《星之破晓》《胜利女神：新的希望》《爆裂小队》《无畏契约：源能行动》等产品，覆盖多个游戏品类。网易《燕云十六声》已定档 12 月 27 日开启 PC 公测；《漫威争锋》于 12 月 6 日上线，上线 72 小时内吸引了超过 1000 万玩家；后续仍有《界外狂潮》以及暴雪游戏产品回归。大厂丰富的产品储备预计将推动行业持续增长。

图表 39：游戏大厂已获版号主要产品储备

公司	游戏名	类型
腾讯	全境封锁：曙光	射击
	逆战：未来	射击
	星之破晓	多人生存竞技
	胜利女神：新的希望	二次元射击
	爆裂小队	休闲竞技
	无畏契约：源能行动	英雄射击
	暗区突围：无限	战术射击
网易	守望先锋：归来	英雄射击
	燕云十六声	武侠开放世界
	界外狂潮	英雄射击
米哈游	星布谷地	模拟经营

资料来源：浦银国际整理

图表 40：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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	490,076	411.2	40.1	16.6	15.0	13.6	5.4	5.0	4.6
NTES US Equity	网易	游戏	65,114	101.0	8.4	15.0	13.7	12.5	4.5	4.1	3.9
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	4,411	4.3	(16.9)	13.4	10.1	7.3	1.4	1.2	1.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	5,208	17.0	(9.5)	14.4	12.8	11.6	2.1	1.9	1.7
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,487	13.0	10.1	N/A	31.4	25.8	4.4	3.4	3.0
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,221	223.5	(8.8)	18.2	15.2	13.5	4.3	3.8	3.5
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	3,622	13.6	21.8	18.3	16.1	14.5	8.4	7.6	7.0
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,568	24.9	143.6	16.2	14.8	13.4	2.1	2.0	1.8
799 HK Equity	IGG	游戏	576	3.8	17.9	6.9	5.7	4.8	0.8	0.7	0.7
777 HK Equity	网龙	游戏	721	10.6	(14.7)	6.3	4.7	4.3	0.8	0.7	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	129	1.3	(36.2)	N/A	10.6	7.8	0.9	0.7	0.6
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	558	2.6	11.3	N/A	8.6	7.3	2.1	1.0	0.9
平均					13.9	13.9	13.2	11.4	3.1	2.7	2.5

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 12 月 10 日

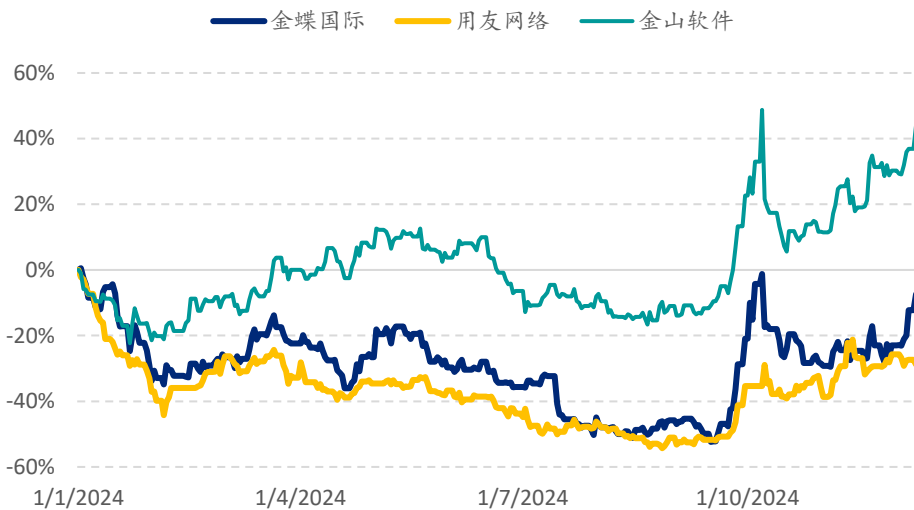
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● SaaS：加速国产替代，信创或迎估值修复

2025年展望：短期来看，宏观环境仍是制约 SaaS 行业需求的主要因素之一，行业仍面临一定挑战。随着经济逐步回暖，企业 SaaS 相关预算有望改善。此外，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。选股方面，我们建议继续关注国产替代概念，如金山软件（3888.HK）。

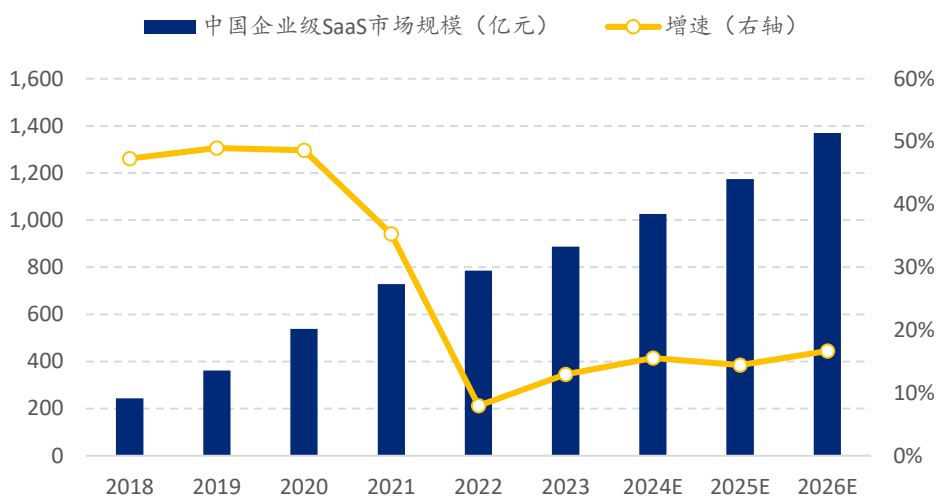
中国 SaaS 行业尚未走出阵痛期，等待需求释放。2024 年 SaaS 板块表现仍相对疲软。需求端，由于宏观环境影响，SaaS 的企业需求仍受到压制。中国企业的整体 IT 预算支出，决定了中国 SaaS 行业的市场需求规模。根据国家统计局数据，1—10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 58680.4 亿元，同比下降 4.3%。根据艾瑞咨询预测，2024 年我国企业级 SaaS 市场规模将突破 1000 亿元，同比增长 16%，预计未来三年复合增速在 15%。

图表 41：SaaS 公司股价表现



注：数据截至 2024 年 12 月 10 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 42：中国企业级 SaaS 市场规模



注：E=艾瑞咨询预测
资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

SaaS 与 AIGC 相结合成为行业关注热点。SaaS 和 AIGC 相结合是长期趋势，AIGC 将加速行业重构，提升其内容生成、数据分析与决策的能力。AIGC 赋能 SaaS 升级，并通过垂直大模型聚焦业务场景应用。SaaS 对 AIGC 的应用，通过自然语言、数据等内容处理，服务于医疗、电商等场景。

图表 43：AIGC+业务垂直型/行业垂直型

赋能业务垂直型	赋能行业垂直型
<p>着重工具属性，增强专业性软件服务能力</p> <ul style="list-style-type: none"> CRM：客户管理场景 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Salesforce CRM生成式AI，汇集多平台数据，基于大模型训练实现分析。整合销售、营销、服务的一体式智慧CRM 内容创意：多媒体内容生成，涵盖图文、视频等 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Adobe 满足自动化营销需求、批量内容生成需求 协同办公：服务于公司业务流程的产品 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Zoom、Atlassian 运用AI生成能力：生成会议纪要、聊天机器人、会议重点识别 信息整理：上下文思路梳理、快速搜索，即时对话摘要、研究工具和写作帮助等 数据工具：基于云的数据库平台/开源社区，驱动决策分析 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Snowflake 支持向量搜索、数据流处理、文本生成、对话搜索，满足金融、医疗、能源、零售、建筑等行业需求 	<p>聚焦特定场景，赋能业务流程</p> <ul style="list-style-type: none"> 人力资源：文件起草、绩效评估、团队财务流程结算 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Workday 全天候、自动化执行重复性工作，安排数字员工解答员工重复性问题，自动识别高频关键词 基于绩效数据帮助企业优化绩效管理，识别员工优势与劣势，推动组织学习与迭代 电商：简化经营流程，应用自动机器人提升消费者体验 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Shopify Shopify Magic自动化生成对商品的描述、推文介绍、营销邮件 为厂商提供销售策略建议，生成可视化图表 有智能客服为消费者实时解答，提升用户体验，增强粘性和付费转化率 医疗：为医疗团队提供大数据决策 <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Veeva 聊天机器人解答对医院、医生信息及诊疗流程等问题的询问，帮助医疗团队提高工作效率，还可个性化推送服务

资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 44: SaaS 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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	20,370	319.2	1.0	97.3	76.2	60.0	28.6	23.2	18.7
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	6,039	12.8	(28.0)	N/A	228.8	75.8	4.1	3.6	3.2
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,015	13.2	(22.8)	47.9	30.0	23.5	3.4	3.2	2.9
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	4,496	9.8	(14.3)	N/A	165.3	60.2	5.0	4.3	3.7
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	9,563	47.1	41.8	30.7	24.5	20.5	0.7	0.6	0.5
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,782	33.7	39.6	28.4	22.4	18.5	4.1	3.5	3.1
909 HK Equity	明源云	SaaS	738	3.0	6.8	N/A	N/A	922.9	3.4	3.2	3.1
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,869	5.3	(9.4)	18.8	15.0	12.2	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	2,283	9.0	138.1	N/A	N/A	N/A	2.2	1.9	1.7
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	713	1.7	(42.7)	N/A	N/A	33.4	2.7	2.4	2.3
9959 HK Equity	联易融	SaaS	514	1.8	16.1	N/A	12.1	8.2	4.0	3.4	2.9
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	458	0.1	(20.8)	106.3	106.3	13.3	2.2	2.2	2.3
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,089	4.2	47.4	96.1	63.9	36.6	1.0	0.9	0.8
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	1,769	8.7	201.4	56.2	37.5	N/A	1.2	1.0	1.0
6608 HK Equity	百融云	SaaS	621	9.8	(27.3)	12.7	10.6	7.8	1.5	1.3	1.1
平均					21.8	54.9	66.0	99.5	4.3	3.7	3.2

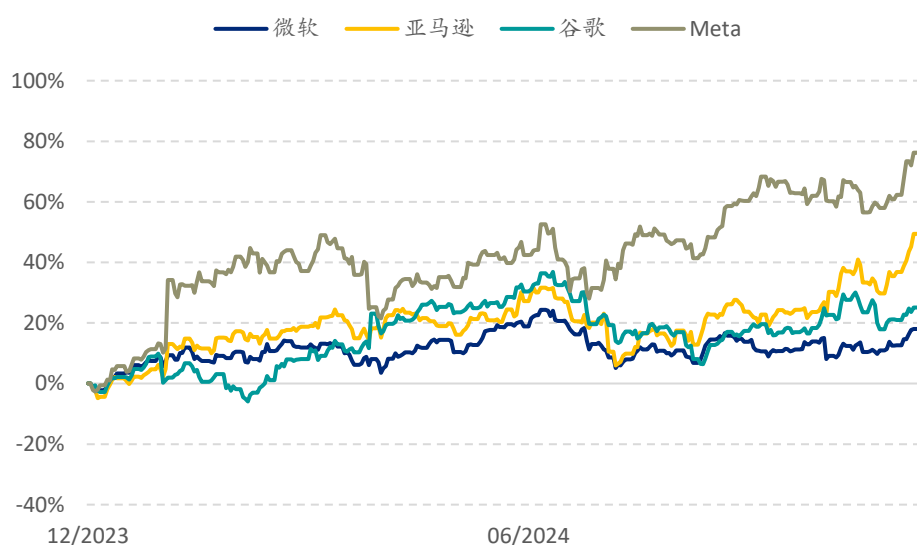
注: E=Bloomberg 一致预测; 股价截至 12 月 10 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 海外：全球 AI 应用或迎来爆发，美股行情或率先启动

2025 年展望：AI 仍然是 2025 年最值得关注的投资方向之一，全球 AI 应用或迎来爆发，而美股行情或率先启动。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 45：美国互联网龙头年初至今股价表现



注：数据截至 2024 年 12 月 10 日 资料来源：Bloomberg、浦银国际

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-8.3%)**：旗舰产品包括 Photoshop、Acrobat PDF 等，公司为行业龙头。产品标准化高。公司是利润率最高的美股软件企业之一，利润率近 40%。创意设计或是最先受益于 AI 推动的行业。
- **AppLovin (YTD+706%)**：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。自公司 AI 广告引擎 AXON 2.0 以来，业务实现了远超行业的增长。
- **CrowdStrike (YTD+35.8%)**：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+59.5%)**：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+312.9%)**：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+32.6%)**：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-13.8%)**：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-40.8%)**：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。公司 2022 年市场份额约 36%，排名第一。RPA 在大模型 AI 加持之下，或迎来加速发展。
- **Unity (YTD-35.4%)**：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。

浦银国际互联网行业覆盖公司

图表 46: 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	86.60	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	92.32	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	153.30	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	41.27	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	110.33	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.62	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	18.12	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.81	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.90	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	411.20	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	100.96	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	151.20	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	163.90	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.21	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.56	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	24.85	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.82	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.57	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.49	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	12.29	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	171.80	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	47.15	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.80	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.65	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	33.65	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.81	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	9.75	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.97	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	114.15	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	27.38	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	446.02	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	342.54	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	226.09	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	175.37	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	177.10	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	613.57	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交

注: 股价截至 2024 年 12 月 10 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接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经授权的行为。

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(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

