

智变·2025：互联网 AI 应用元年

华泰研究

2025 年 3 月 26 日 | 中国香港

专题研究

我们认为以 DeepSeek 引领中国 AI 大模型在模型性能、成本效用上实现突破开始，到阿里、字节、腾讯等大厂以 capex 开启新一轮科技基建周期，再到 Manus 等下游 AI 应用引起广泛讨论，25 年开始中国互联网 AI 或进入元年。AI 模型层面，国内头部模型与海外差距正在日益缩小，在本就繁荣的消费互联网应用层或将迎来产品的百花齐放和商业化落地的全新机遇。基于此，我们提出全生态互联网大厂+“小而美”垂类赛道的两大投资主线，看好互联网大厂们以创新能力、执行力和企业家精神再次成为 AI 时代领头羊。

AI 模型：国产模型能力迎头赶上，大厂领衔开启新一轮科技基建周期

DeepSeek 引领中国 AI 大模型在模型性能、成本效用上实现突破，国产大模型在主流权威基准测试中已展现出全球领先的模型性能，并不断缩小与国际领先模型能力的差距。同时由阿里、字节等互联网大厂领衔正在开启新一轮科技基建周期（对标美国 23-24 年），在 AI 基础设施上加码投入，根据我们统计 25 年大厂资本开支合计或超 5000 亿元，将大幅度完善我国在 AI 算力、数据中心等建设的短板，为后续 AI 下游应用侧的繁荣奠定基础。

AI 应用：多场景渗透，迎来产品的百花齐放和商业化落地的全新机遇

受益于开源模型、算力成本的降低、多模态的融合，我们判断 25 年 AI 应用或迎来爆发，并带来两个发展趋势，一方面更广泛场景的 AI 渗透率将显著提升，数据要素的稀缺性将使得 AI 应用趋向细分、垂直化。另一方面产品层面革新，聚焦用户丰富交互模式、降低门槛，由 Manus 带来的 AI Agent 趋势或将驱动 AI 应用实现从思考到执行的全闭环。同时我们认为在商业化落地节奏上或有分化，通用型 AI 将迈入流量入口争夺阶段，积累用户并探索生态的优先级短期大于变现，或在下个阶段看到广泛的 Agent 应用在大厂生态内爆发，带来中长期变现潜力；而垂直赛道 AI 则靠提供增值产品和体验，以生产力等刚需场景驱动较高的商业转化，建议关注试错成本低、可验证性高的图像编辑、短（长）视频内容、广告营销、教育培训答疑等赛道。

我们与市场不同的观点

我们对于互联网 AI 的相关底层模型、应用场景等等做了全方位的梳理和总结，在当前市场对于 AI 模型能力、应用场景仍有分歧的阶段，给予了我们明确的判断和观点。我们从移动互联网的经验出发，探讨了 AI 应用的潜在发展趋势和竞争要素，并进一步讨论了其商业化的潜力和场景的落地节奏，提出了商业化节奏在通用型和垂直型分化的观点，并提供了试错成本和可验证性这一双维度指标作为场景落地难易的判断依据，均具备一定的差异性。

投资结论

中国互联网 AI 或进入元年，关注两大主线：1) 投资具备优质底层模型+算力（云）基础设施+丰富下游应用生态的互联网大厂，首推阿里、腾讯，关注百度，其正在通过 capex 引领新一轮国内 AI 基础设施建设周期，在优质算力（云）基础设施下担当中国 AI 科技周期启动的“卖铲人”。同时这些大厂下游已经具备完整的应用生态和丰富的用户基础，有望在 AI 的新一轮竞赛中取得领衔身位。2) 投资卡位优质垂直场景+AI 产品布局充分+商业化落地确定性较高的“小而美”细分赛道龙头，首推美图、快手、哔哩哔哩、有道，关注好未来、BOSS 直聘，其原有业务卡位细分垂直场景，具备独有数据、用户资源。在 AI 端布局充分，具备优质产品力的企业有望获得新增长曲线，细分垂直场景有望凭借提供的生产力改善等更快实现财报端的兑现。

风险提示：模型性能迭代不及预期，商业化进展缓慢，监管收紧。本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

互联网

增持（维持）

教育和人力资源

增持（维持）

研究员 夏路路
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

研究员 苏燕妮
SAC No. S0570523050002 suyanni@htsc.com
SFC No. BTT483 +(86) 21 2897 2228

研究员 丁骄旻
SAC No. S0570523040003 dingjiaowan@htsc.com
SFC No. BPJ942 +(86) 21 2897 2228

研究员 侯杰
SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

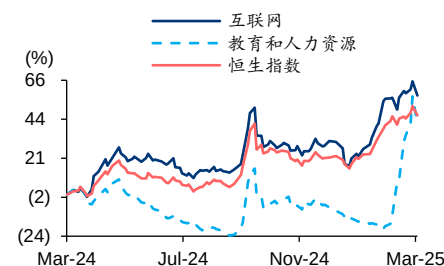
研究员 詹博
SAC No. S0570523110002 zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698 +(86) 21 2897 2228

研究员 郑裕佳
SAC No. S0570524070002 zhengyujia@htsc.com
SFC No. BTB676 +(86) 10 6321 1166

联系人 曹卓铭
SAC No. S0570124020016 caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776 +(86) 21 2897 2205

联系人 邵浩岚
SAC No. S0570124070056 shaohaolan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
阿里巴巴-W	9988 HK	185.10	买入
腾讯控股	700 HK	637.28	买入
百度集团	BIDU US	113.70	买入
美图公司	1357 HK	7.49	买入
快手-W	1024 HK	68.73	买入
哔哩哔哩	BILI US	34.40	买入
有道	DAO US	12.04	买入
好未来	TAL US	15.08	买入
BOSS 直聘	BZ US	22.71	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

核心观点	6
核心逻辑与投资结论	6
我们与市场不同的观点	7
互联网 AI 关键问题五问五答	7
AI 模型：算力规模飞速增长，成本效应未来可期	12
腾讯混元：全面拥抱开源生态，模型性能大幅提升	16
阿里巴巴：AI 驱动云计算业务未来	19
战略：不断完善 AI 基础设施，坚持开源开放	20
基础大模型布局：全尺寸、全模态、多场景的模型大家族	20
AI 能力加持下，云计算服务有望实现降本增收	22
百度：全栈服务能力布局助力 AI 应用落地	23
战略：注重产业应用场景与智能体开发	23
基础大模型布局：拥有多种类大模型满足用户需求	24
全栈服务能力为 AI 应用落地奠定良好基础	25
AI 应用：多场景渗透，产品力持续迭代	28
AI 应用的发展趋势和竞争要素	28
广泛场景的渗透率提升，趋向细分、垂直化	29
产品层面革新，聚焦用户丰富交互模式、降低门槛	29
注重垂直场景的产品力，认知重构阶段把握用户心智	31
AI 应用的商业化落地节奏判断	31
AI 全生态应用布局典范：字节跳动、阿里、腾讯、百度	32
字节跳动：搭建 AI 全生态，爆款豆包产品力先行	32
阿里巴巴：规划布局深入千行百业	34
腾讯：加速游戏工业化，引领广告新趋势	35
百度：AI 重做产品，引领业务智能化转型升级	37
AI+图像：受益于 DS 推进技术平权，持续图像领域精耕细作	40
AI+视频：细分领域贵于深耕，用户习惯有望迎来变局	43
AI+游戏：3D 生成模型助力研发进度，AI agent 重塑游戏交互	45
AI+教育：积极推出大模型产品	46
AI+招聘：提升招聘效率，提升用户体验	50
AI+广告：赋能互联网营销平台提质增收	52
AI+电商：淘天多年数据沉淀打造增长基础	54
投资观点	58
风险提示	58

图表目录

图表 1: 当前主流 AI 应用的订阅付费用户及 ARR.....	9
图表 2: 阿里 Capex 投入情况	10
图表 3: 腾讯 Capex 投入情况	10
图表 4: 快手 Capex 投入情况	11
图表 5: 百度 Capex 投入情况	11
图表 6: AI 大模型对于行业竞争壁垒的影响	11
图表 7: 互联网公司大模型参数	12
图表 8: 国内主要 LLM 模型对比	13
图表 9: 国内部分通用 AI APP DAU	14
图表 10: 国内部分通用 AI APP DAU	14
图表 11: 海外部分通用 AI APP DAU	14
图表 12: 海外部分通用 AI 网站版 DAU	14
图表 13: 国内部分通用 AI APP MAU	15
图表 14: 国内部分通用 AI APP MAU	15
图表 15: 海外部分通用 AI APP MAU	15
图表 16: 海外部分通用 AI 网站版 MAU	15
图表 17: 国内部分通用 AI APP 人均单日使用时长	15
图表 18: 国内部分通用 AI APP 人均单日使用时长	15
图表 19: 海外部分通用 AI APP 人均单日使用时长	16
图表 20: 海外部分通用 AI 网站版人均单日使用时长	16
图表 21: 国内部分通用 AI APP DAU/MAU	16
图表 22: 国内部分通用 AI APP DAU/MAU	16
图表 23: 海外部分通用 AI APP DAU/MAU	16
图表 24: 海外部分通用 AI 网站版 DAU/MAU	16
图表 25: 混元大模型加速大模型能力落地场景	17
图表 26: 腾讯大模型全面拥抱开源	17
图表 27: 腾讯混元大模型团队结构一览	18
图表 28: 腾讯部分模型及价格	19
图表 29: 通义大模型大家族全景图	20
图表 30: 阿里旗下部分模型介绍和收费情况	21
图表 31: Qwen2.5-Max 在指令模型版本中的性能表现	21
图表 32: Qwen2.5-Max 在基座模型版本中的性能表现	22
图表 33: 阿里云拥有全球+全栈的技术能力	23
图表 34: 百度文心大模型与工具平台全景图	24
图表 35: 百度文心大模型家族全景图	24
图表 36: 百度旗下 AI 大模型调用费用	25
图表 37: 百度智能云业务版图	26
图表 38: 中国模型即服务 (MaaS) 市场份额, 1H24	27
图表 39: 中国 AI 大模型方案市场份额, 1H24	27

图表 40: 开源 DeepSeek 在基准测试中好于一众闭源模型	28
图表 41: 大模型调用价格持续呈现下降趋势	28
图表 42: 移动互联网的应用逻辑与 AI 时代应用逻辑的对比	28
图表 43: AI 在更广泛的应用场景下具备渗透率提升的前景	29
图表 44: Chatgpt 优化的交互模式	30
图表 45: Manus 在 GAIA 上的评分	30
图表 46: Manus 的使用案例	30
图表 47: 当前主流 AI 应用的订阅付费用户及 ARR	32
图表 48: 字节 AI 应用全布局	33
图表 49: 国内 AI 应用月活	33
图表 50: 豆包 APP 发布后持续迭代	34
图表 51: 阿里旗下 AI 部分应用	34
图表 52: 阿里 To C AI 业务近期组织架构变化	35
图表 53: 腾讯产品布局一览	36
图表 54: 腾讯视频号 Ad load 提升空间显著	36
图表 55: 智能体商店涵盖了各种应用场景	37
图表 56: 在智能体创建环节需要明确角色、设定、开场白、流程、插件等内容	37
图表 57: 百度旗下 AI 产品	38
图表 58: 百度 AI 搜索结果示意图	39
图表 59: 百度搜索中 AI 生成内容结果占比	39
图表 60: 百度 AI 广告业务梳理	40
图表 61: 美图 AI 产品矩阵	40
图表 62: 美图 AI 电商设计工作流和 AI 口播工作量	41
图表 63: 美图设计室收入和 MAU 持续提升	42
图表 64: 开拍收入和 MAU 持续提升	42
图表 65: 美图 AI 影像业务生态	42
图表 66: 淘宝星辰·图生视频有望为商家营销物料提质增效	43
图表 67: 可灵与即梦 AI MAU 与 DAU 对比 (24 年 12 月)	43
图表 68: 可灵与即梦 AI 人均单日使用时长对比 (24 年 12 月)	43
图表 69: 剪映 MAU 相较于其他 AI 剪辑工具下降明显	44
图表 70: 剪映人均单日使用时长与其他 AI 剪辑工具对比	44
图表 71: AI 搜索助手	44
图表 72: AI 视频助手	44
图表 73: AI 赋能游戏	45
图表 74: Unity 推出 Sentis, 赋予开发者将 AI 模型导入游戏和应用程序中的能力	45
图表 75: AI agent 重塑游戏交互, 实现快速建立智能 NPC	46
图表 76: 行业内主要模型	46
图表 77: 九章大模型测试数据	47
图表 78: AI 开放平台	47
图表 79: 大模型开放能力	47

图表 80: “子曰”大模型及其应用	48
图表 81: 子曰翻译大模型 2.0 测试评分表现优秀	49
图表 82: 子曰-o1 测试评分	49
图表 83: 有道小 P App 目前已接入 DeepSeek	50
图表 84: 南北阁开源大模型	51
图表 85: BOSS 直聘模型应用	51
图表 86: 猎聘 AI 智能面试	52
图表 87: AXON 2.0 推动 Applovin 收入同比持续高增	52
图表 88: 汇量科技程序化广告业务收入持续高增	52
图表 89: 有道广告业务收入连续 8 个季度同比增速超 40% (截至 24Q3)	53
图表 90: 星辰 AI 模型	54
图表 91: AI+电商从技术到价值的赋能逻辑	54
图表 92: 达摩盘基于四大维度提供精细化标签	55
图表 93: 阿里妈妈发布 LMA 大模型技术	55
图表 94: 淘宝问问和京东京言对于具体特定穿搭建议的回答	56
图表 95: 淘宝问问和京东京言对于泛化的办公产品建议的回答	57
图表 96: 重点推荐公司一览表	58
图表 97: 重点推荐公司最新观点	59

核心观点

核心逻辑与投资结论

1、AI 模型层面

DeepSeek 引领中国 AI 大模型在模型性能、成本效用上实现突破，未来阿里字节等大厂或相继接力，合力夯实新一轮 AI 大模型科技竞赛中的中方竞争力。我们认为以 DeepSeek 的出现为分界线，AI 大模型的发展阶段可以划分为海外大厂保持代际领先与中国厂商迎头赶上两个阶段。在第二阶段，算力层面的 Scalling law 仍然奏效，但不再是通往“罗马”的唯一路径，这亦为中国 AI 大模型走出实验室研究、走向日常应用带来了产业级别的机遇。新阶段，AI 大模型的核心生产要素中“数据”的差异化价值有望进一步突出，在本就繁荣的消费互联网应用层或将迎来产品的百花齐放和商业化落地的全新机遇，在引领全球消费互联网商业生态迈向新格局、新机遇的同时，也为国内以阿里、腾讯、百度等为代表的“卖铲人”提供云服务业绩的增厚。对于模型层，算力层面差距的收窄或将进一步推动基础大模型服务提供者未来更多聚焦与应用侧的适配链接，在基础能力层演化出差异化格局。

2、AI 应用层面

行业趋势和竞争要素判断：我们判断 25 年开始 AI 应用可能迎来一个爆发期，背后的动力可能来自于开源模型、算力成本的降低、多模态的融合。同时带来两个发展趋势，一方面更广泛场景的 AI 渗透率将显著提升，由于数据要素的稀缺性，AI 应用趋向细分、垂直化。另一方面产品层面革新，聚焦用户丰富交互模式、降低门槛，由 Manus 带来的 AI Agent 趋势或将驱动 AI 应用实现从思考到执行的全闭环。而在此基础上，我们认为 AI 应用的核心竞争要素是聚焦垂直场景的产品力，正在逐步从“技术竞争”走向“产品竞争”，同时用户对于 AI 应用处在认知重构阶段，需要供给侧的持续启发夺取心智，最终通过用户反馈积累数据资产，不断迭代并深化实现飞轮。

商业化落地节奏判断：我们认为从传统移动互联网的变现模式出发（广告、佣金和增值服务），当前 AI 应用时代最快具备商业化基础的是靠 AI 提供的差异化产品和体验，并收取订阅费的增值服务。而 AI 应用当前尚未形成新的流量高地且产品层面亦未成熟，因此在广告和佣金等商业模式上进展暂缓，但是当前看到的是互联网大厂正在进行通用型 AI 流量入口的激烈争夺，并且随着 Agent 的发展，大厂的全生态业务将具备显著优势。由此我们也能看到通用型 AI 和垂直型 AI 在商业化节奏上的分化。

- 1) **通用型 AI 迈入流量入口争夺阶段，积累用户并探索生态的短期优先级大于变现。**从移动互联网时代的经验来看，C 端的搜索、社交类应用有很强的虹吸效应，最后是赢家通吃的局面，因此当前通用型 AI 应用的共识是零门槛接入快速占领用户入口，在拥有流量高地并具备护城河之后可以进一步探索广告、佣金等流量变现方式。我们也可以看到阿里、腾讯、字节为代表的互联网大厂正在进行通用型 AI 流量入口的激烈争夺。同时我们认为 AI Agent 的当前痛点是交互通道的打通，这对于有全生态的互联网大厂是核心优势，因此在用户入口争夺的下个阶段或能看到广泛的 Agent 应用在互联网大厂的爆发，带来中长期变现潜力。
- 2) **垂直赛道 AI 靠提供增值产品和体验，生产力场景以刚需驱动高商业转化。**首先全球维度观察，当前产生收入的 AI 应用中主要以偏向生产力的垂类赛道较为领先，细分垂直场景可以凭借提供的生产力改善、增值体验等等依靠订阅模式率先变现，同时由于生产力场景的刚需属性，其相较于娱乐类场景有更强的付费意愿，带来更高的商业转化。而在判断具体场景的落地速度中，我们提出了关注试错成本和可验证性两个维度，在用户对于 AI“幻觉”等错误接受度高且 AI 内容验证成本低的赛道落地更快，比如图像编辑、短（长）视频内容、广告营销、教育培训答疑、辅助招聘等等。