

## 網路及軟體產業

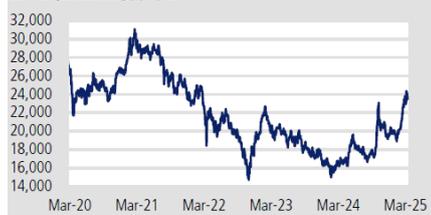
### 中概股：GenAI 帶動評價回升，惟基本面尚未見到上修

#### 焦點內容

1. GenAI 帶動整體網路及軟體類股評價回升，惟尚未見到盈餘顯著上修。
2. 次產業概況：電商及遊戲產業位於上升週期。
3. GenAI 產業：暨 DeepSeek R1 後 QwQ-32B 及 Manus 亦吸引投資人目光。

#### 香港恆生指數

香港恆生指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### 重要訊息

中概網路類股 2025 股價表現亮眼(KWEB US 今年以來上漲 24% vs. Nasdaq 下跌 8%)，我們認為係由於 DeepSeek 帶動中國新一波的實體投資週期，有望使民間消費擺脫惡性螺旋，但目前仍以評價回升為主要股價驅動力，尚未見到公司盈餘顯著上修。

#### 評論及分析

**GenAI 帶動整體網路及軟體類股評價回升，惟尚未見到盈餘顯著上修。** 凱基中概網路核心觀察個股加總 2025 營收市場共識及 EBITDA 利潤率尚未因 DeepSeek 推出 R1 模型見到顯著上修，2025 年預估 EV/EBITDA 平均達 11 倍，超越疫後復甦(1H23)及消費刺激(2H24)時期之評價高緣(見圖 1-2)。另外，凱基核心觀察 GenAI 個股加總 2025 營收市場共識及 EBITDA 利潤率亦未見到顯著上修，而評價回升至 28 倍較網路類股更為顯著(見圖 3-4)。投資人對於阿里巴巴及騰訊擴大資本支出及 NVIDIA H20 採購正向反應(vs. 對美系 CSPs 更多是 ROIC 擔憂)，我們認為係因中國疫後消費者信心低迷且陷入通縮惡性循環，科技巨頭擴大投資將促進消費正向循環以及彰顯管理層對未來成長機會之信心，對比 2H23-2024 雖疫情解封但仍強調降本增效營運方針。

**次產業概況：電商及遊戲產業位於上升週期。** 如同歐美經驗，消費者傾向在疫情解封後 1-2 年進行更多實體活動及娛樂消費，中國電商 2024 年滲透率 26.8% 較 2023 年 27.6% 不增反降，我們認為影響將於 2H25 逐漸淡化，另外，過往中國經濟低迷時期公司尋求出海契機(以拼多多為代表)，在美國取消低價包裹免稅優惠後面臨逆風(見圖 7-8)，我們認為應聚焦中國消費復甦之電商平台。遊戲產業方面，中國國內遊戲牌照發放於 2024/12-2025/2 維持 110 以上水平，全球遊戲市場規模於 2025 年增 4% vs. 2024/23 年增 1/2% 加速，手遊市場規模年增 3% 維持正成長，位於上升週期。

**GenAI 產業：暨 DeepSeek R1 後 QwQ-32B 及 Manus 亦吸引投資人目光。** 中國雲服務(IaaS+PaaS)市場規模於 2025 年增 12.4% 較 2024 年 11.9% 加速成長，近期阿里巴巴發佈 QwQ-32B 以地端參數規模在 AIME24 / LiveCodeBench 等評測分數比肩 DS-R1-671B，Manus 通用型 AI 助手在 GAIA 評測分數超越 OpenAI Deep Research(但兩者運算時間 3-4hr vs. 15-30min 相差甚多)亦吸引投資人目光，我們認為在中國 2025 「政府工作報告」推進“AI+”方針，將促使中國應用加速導入 GenAI 功能及應用開發與落地。

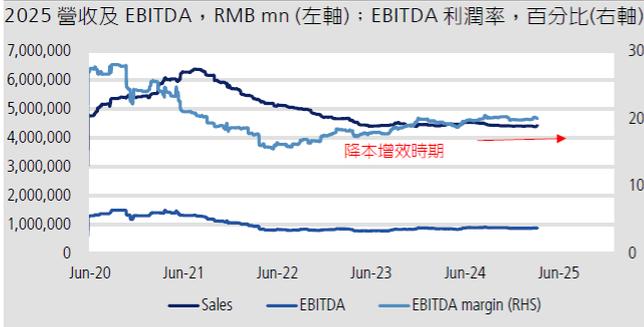
#### 投資建議

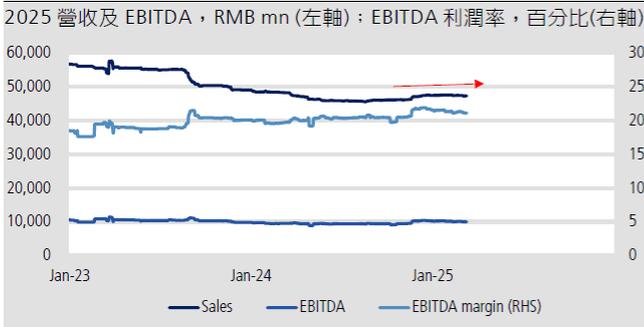
凱基考量 GenAI 議題已顯著帶動中概網路類股評回升超越疫後消費復甦時期，但仍未見到盈餘顯著上修，中性看待後續股價動能。若考量美國經濟衰退擔憂之避險效應及中國電商&遊戲產業位於上升週期，則建議投資人優先關注龍頭平台阿里巴巴(BABA US/9988 HK)及騰訊(700 HK)。

#### 投資風險

貿易戰；消費者支出趨緩；市場競爭；法規及監管趨於嚴格。

## 總覽

**圖 1: Internet 類股營收及 EBITDA 利潤率尚未見到顯著上修**

**圖 2: Internet 類股 2025 年 EV/EBITDA 超越復甦預期時期**

**圖 3: GenAI 類股營收及 EBITDA 利潤率尚未見到顯著上修**

**圖 4: GenAI 類股 2025 年 EV/EBITDA Re-rating 更為顯著**


- 電商(阿里巴巴): 如同歐美經驗解封後 1-2 年實體活動復甦, 電商滲透率降低, 2H25 解封效應將逐漸淡化, 出海契機(拼多多)受到關稅政策改變影響

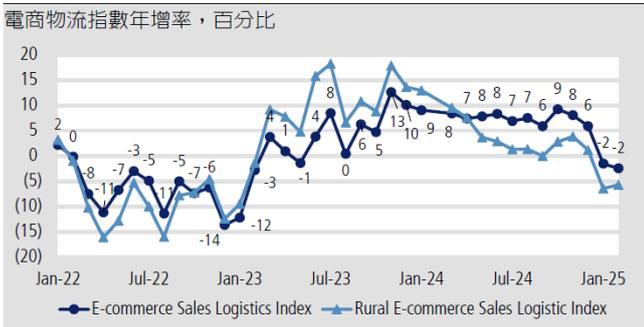
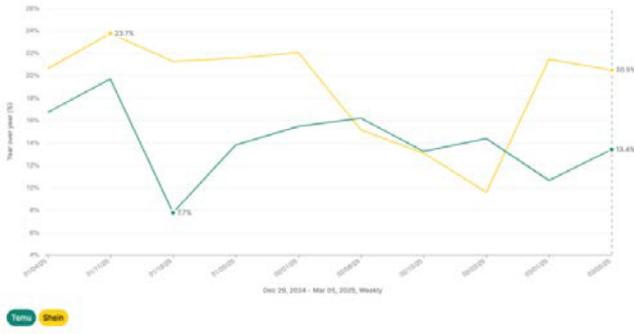
**圖 5: 中國電商成長進入高基期**

**圖 6: 中國電商滲透率受解封實體活動復甦下滑**


圖 7: 美國 2/1 取消小包裹免稅政策後 Temu/Shein 成長下滑

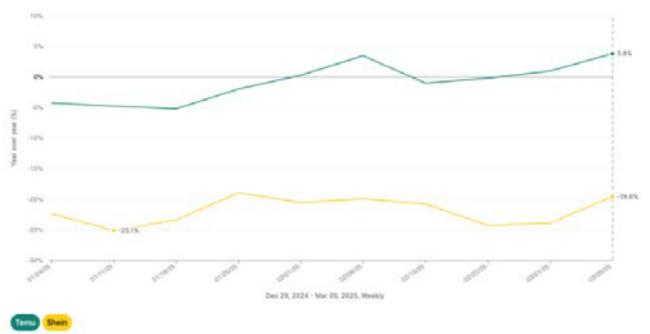
美國電商消費額年增率，百分比



資料來源: Earnest ; 凱基

圖 8: 美國取消小包裹免稅政策後 Temu/Shein 價格上漲

平均銷售額年增率，百分比

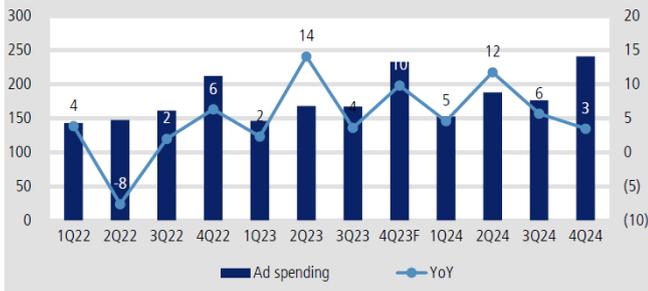


資料來源: Earnest ; 凱基

- 數位廣告(阿里巴巴、騰訊): 維持 5%左右穩健成長，中國特色會企圖增加廣告投放拉動銷售額，電商廣告轉換率更為直接

圖 9: 中國數位廣告市場維持穩健

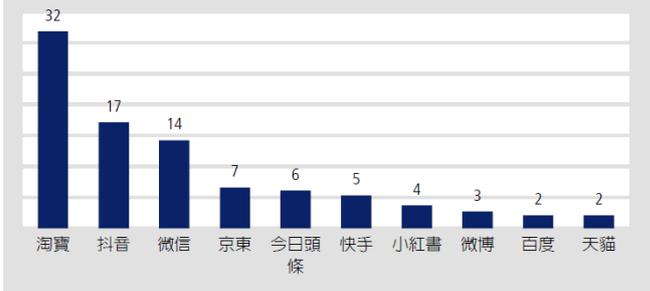
廣告支出，十億人民幣(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源: QuestMobile ; 凱基

圖 10: 中國 2024 非網路產業硬廣告(非品牌廣告)投放媒介

Top10 投放媒介，百分比

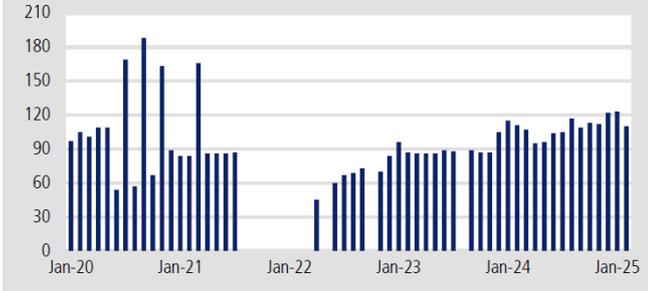


資料來源: QuestMobile ; 凱基

- 遊戲市場(騰訊): 中國遊戲牌照發放穩健，全球手遊市場進入復甦第 2 年

圖 11: 中國國內遊戲牌照發放維持穩定

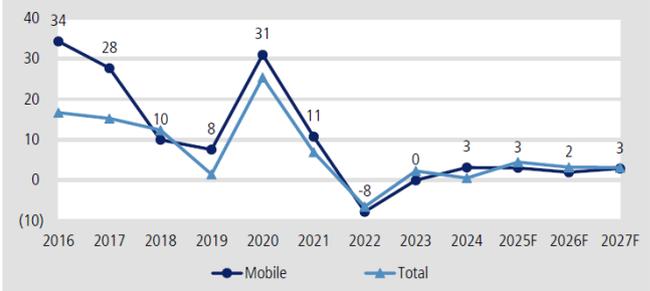
國內遊戲牌照發放數，個



資料來源: 中國國家新聞出版署 ; 凱基

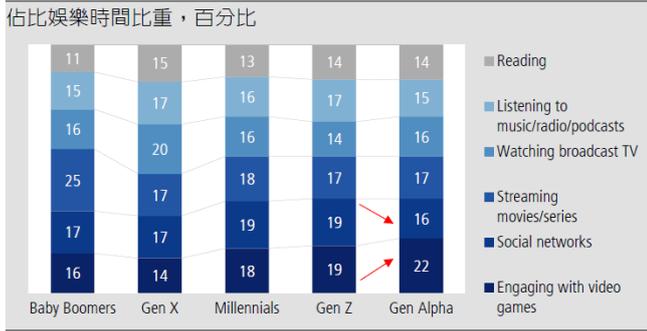
圖 12: 手遊市場於 2024 開始復甦正成長

市場規模年增率，百分比



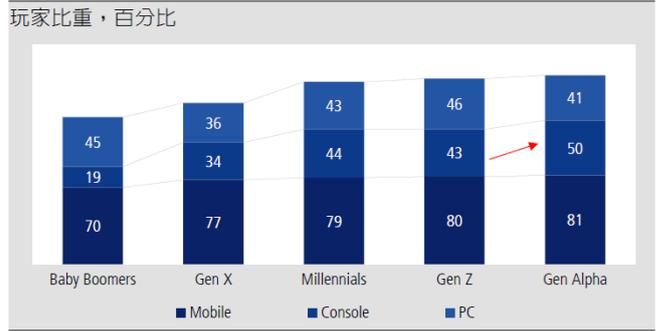
資料來源: Newzoo(2025/3/6) ; 凱基

圖 13: Alpha 世代遊戲時間佔比增、社群時間佔比降



資料來源: Newzoo ; 凱基

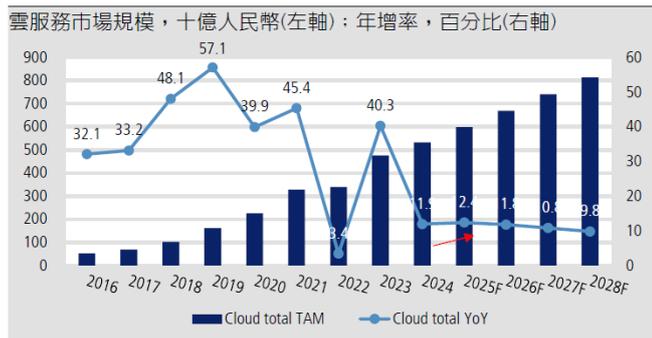
圖 14: 透過主機玩遊戲的比例增加



資料來源: Newzoo ; 凱基

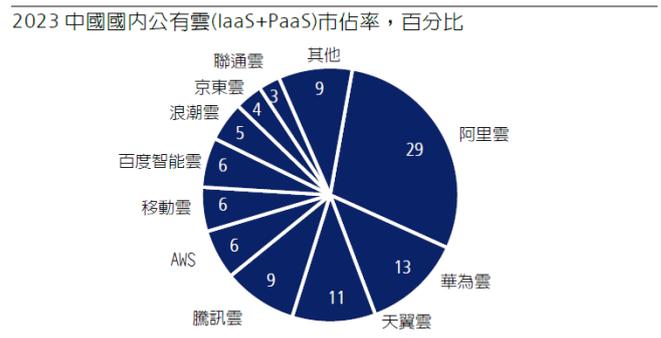
- 雲服務(阿里巴巴): 中國特殊結構 IaaS 占比 65-70% vs. 歐美 SaaS 占比居多, Internet 產業占 Cloud 用量 50%+ vs. 歐美看整體 IT Spending
- GenAI : 中國較美國更快進入紅海市場(2023-24 股市平淡), DS 開源且成本優化的工程技術優越, 政策驅動應用落地快於美國

圖 15: 中國雲服務市場 2025 微幅加速成長至 12.4% vs. 11.9%



資料來源: iResearch ; 凱基

圖 16: 中國雲服務競爭格局較歐美分裂



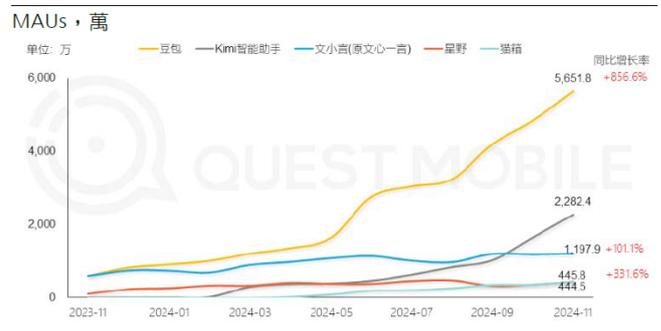
資料來源: iResearch ; 凱基

圖 17: 教育學習、情感陪伴及職場辦公為主要 AIGC 應用場景



資料來源: QuestMobile ; 凱基

圖 18: 豆包、Kimi 在中國 AIGC App MAUs 領先



資料來源: QuestMobile ; 凱基

圖 19: 中國知名 GenAI 公司及產品

領域	公司	文字生成	圖像生成	音頻生成	影像生成
Internet	百度	ERNIE	ERNIEVLG	ERNIESAT	
Internet	阿里巴巴	通義千問	通義萬相	CosyVoice	通義萬象視頻
Internet	抖音	豆包	豆包-生圖	豆包-語音合成	豆包-視頻
Internet	騰訊	混元	混元-生圖	混元-語音	混元-視頻
AI	科大訊飛	訊飛星火	星火圖片生成	星火語音	
Start-ups	MiniMax	abab		speech, music	video
Start-ups	智譜	GLM	CogView	GLM-Voice	CogVideo
Start-ups	跳躍星辰	Step	Step-X	Step-tts	Step-Video
Start-ups	零壹萬物	Yi			

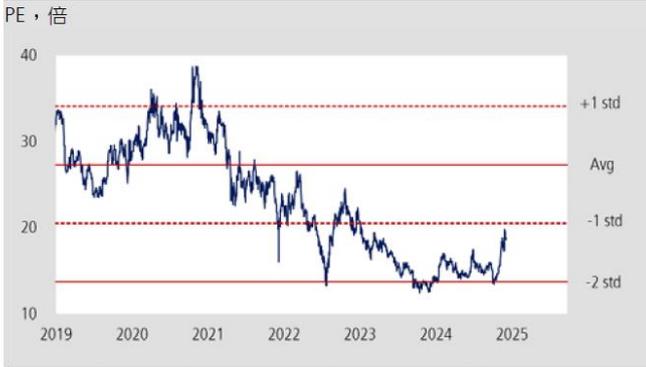
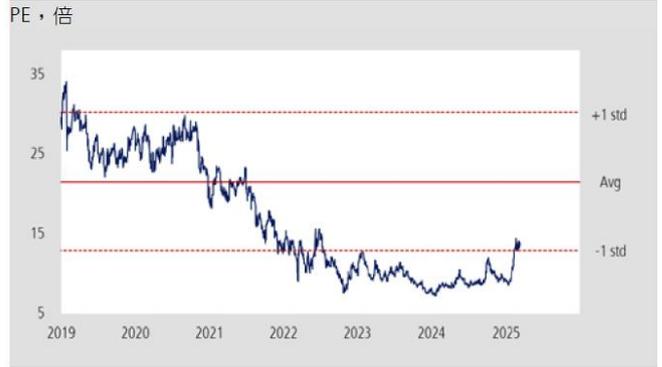
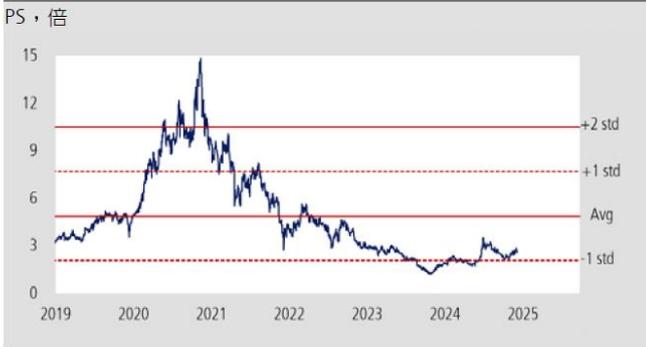
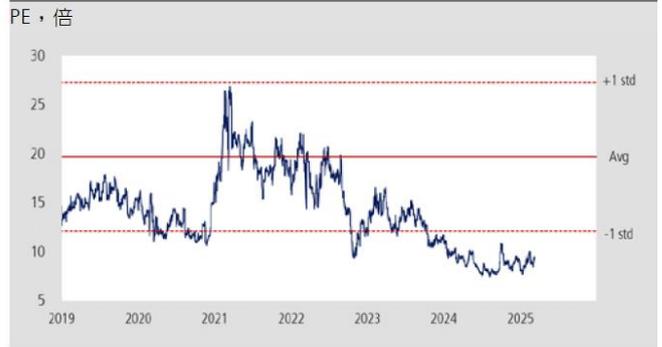
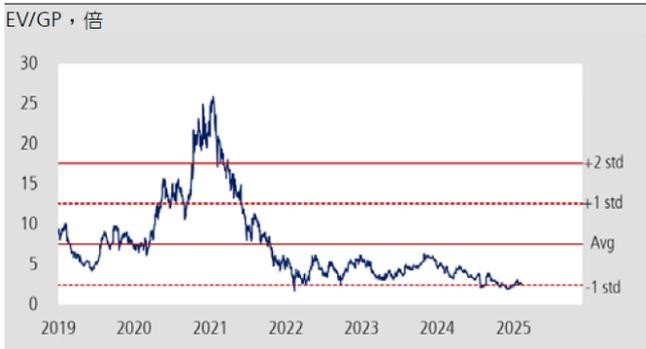
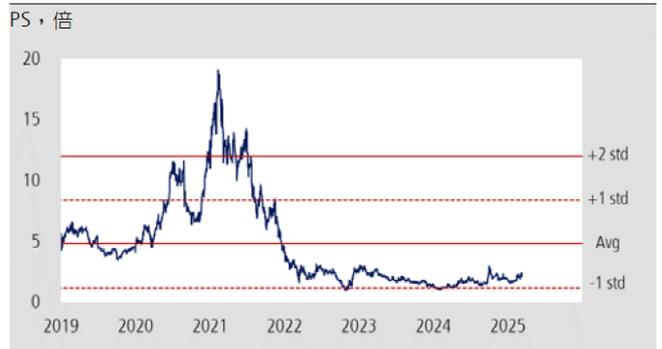
資料來源: QuestMobile; 凱基

圖 20: 中國經典 App 正在進行 AI 功能強化及拓展

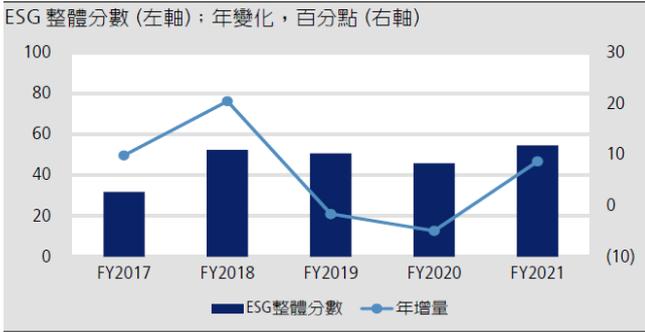
領域	App	2024/12 MAUs (億)	AI外掛名稱	屬性	AI外掛功能
電商	淘寶	9.4	淘寶問問	強化原業務	智慧導購
支付	支付保	9.3	螞小財 支小寶	強化原業務 擴充新場景	金融助理 生活服務
地圖導航	高德地圖	8.2	小德助手	強化原業務	語音嚮導
搜索	百度	6.6	百度AI助手	強化原業務	智慧搜索
即時通訊	QQ	6.3	智能體廣場	強化原業務	聊天社交
短影音	快手	4.5	AI小快	強化原業務	智慧互動
線上音樂	QQ音樂	2	AI幫唱	強化原業務	歌曲生成
輸入法	百度輸入法	5	AI侃侃	擴充新場景	聊天社交
社群	微博	4.8	微博智搜	擴充新場景	智慧互動
辦公工具	釘釘	1.8	AI助理	擴充新場景	智慧對話

資料來源: QuestMobile; 凱基

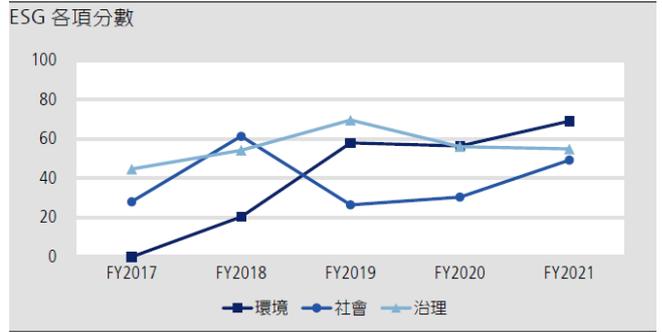
## 個股評價及 ESG

**圖 21: 騰訊未來 12 個月預估 PE**

**圖 22: 阿里巴巴未來 12 個月預估 PE**

**圖 23: 美團未來 12 個月預估 PS**

**圖 24: 百度未來 12 個月預估 PE**

**圖 25: 拼多多未來 12 個月預估 EV/GP**

**圖 26: 嗶哩嗶哩未來 12 個月預估 PS**


## Alibaba (BABA US)

**圖 27：Alibaba – ESG 整體分數**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 28：Alibaba – ESG 各項分數**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 29：Alibaba – 獨立董事性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 30：Alibaba – 獨立董事文化多樣性**

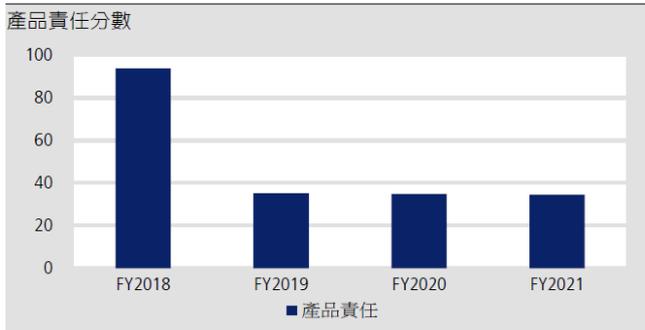

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 31：Alibaba – 股東治理**

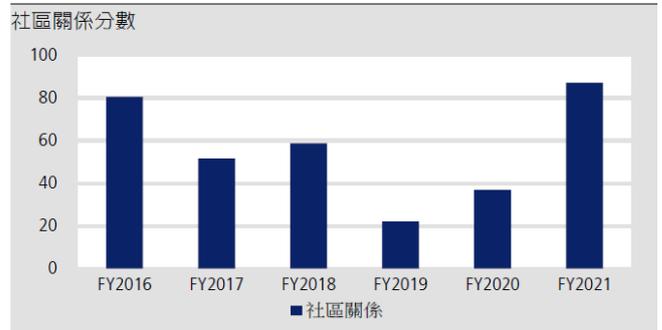

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 32：Alibaba – 公司治理**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 33：Alibaba – 產品責任**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 34：Alibaba – 社區關係**


資料來源：Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯繫人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯繫人。凱基集團成員公司、其聯繫人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。