

《AI 阿尔法账本》

中国 API 激增印证“推理即营收”核心论断

陈咏娴, CFA

(852) 3911 8271

cathychan@cubinil.com

陈逸诗

(852) 3911 8015

elenachen@cubinil.com

- ▶ 中国 API 调用量超越美国
- ▶ 行业叙事从 GPU 数量转向令牌生成
- ▶ 估值错位为中国 AI 标的提供布局机遇

全新 AI 主题产品系列——《AI 阿尔法账本》首发报告。本报告正式重磅发布全新 AI 主题产品系列：《AI 阿尔法账本》。该系列为持续性研究项目，旨在助力客户精准把握快速迭代的 AI 行业发展格局，跳出技术术语壁垒，聚焦可投资主题、估值体系变迁，以及其对上市科技巨头与未上市 AI 独角兽的实质性影响。

中国 API 需求激增，印证黄仁勋“推理即营收”核心主张。“在 AI 新时代，算力即营收。没有令牌(Token)，增长便无从谈起。推理即营收，这代表着一场全新的工业革命。”英伟达(NVDA US, 未评级)CEO 黄仁勋在 2 月 25 日财报电话会议上的这一核心表述，从根本上重构了 AI 投资框架。仅 24 小时后，核心实证数据随即落地：OpenRouter 数据显示，中国 AI API 调用量首次正式超越美国。美国聚焦打造性能领先的 AI “核心算力中枢”，而中国已建成并运营全球规模最庞大的“AI 产业化工厂”。市场长期聚焦 GPU 数量(算力/供给端)，我们认为，行业核心叙事已正式转向令牌生成(产出/需求端)。

拐点一：令牌经济迎来爆发拐点。黄仁勋的核心观点标志着 AI 行业进入关键转折期：令牌生成不仅能为终端用户创造实际价值，更能为云服务商实现盈利转化。随着“推理即服务”模式的规模化落地，云服务商前期投入的巨额资本开支，终将直接转化为可持续的经营收入。

拐点二：中国 API 调用量正式超越美国。OpenRouter 数据显示，2 月 9 日-15 日当周，中国大模型令牌调用量达 4.12 万亿枚，首次超越美国模型的 2.94 万亿枚；2 月 16 日-22 日当周，中国令牌调用量飙升至 5.16 万亿枚，短短三周内增幅高达 127%，而美国则回落至 2.7 万亿枚。与此同时，全球模型调用量前五名中，中国模型占据四席。这一强劲增长态势并非依赖单一爆款产品，而是中国 AI 企业集群化崛起的集中体现。

中美 AI 发展路径呈现显著分化。以 OpenAI、谷歌 Gemini、Anthropic 为核心的美国 AI 生态，始终聚焦前沿技术突破，持续研发更复杂、更智能且成本更高的尖端模型。反观中国，以阿里通义千问、抖音豆包为代表的互联网巨头，及 DeepSeek、智谱 AI、MiniMax、Kimi 等初创企业，均聚焦规模化智能应用落地。通过将推理成本控制在每百万令牌 0.3 美元，中国企业成功推动传统软件向 AI 原生 workflow 实现大规模迁移。我们判断，中国 AI 已正式走出“研发攻坚阶段”，率先进入全球 AI “产业化领先阶段”。

中国大模型成本优势解码：算法架构创新。中国大模型之所以能被全球开发者快速接纳与应用，核心源于性能与成本的双重核心优势，而这一竞争力主要来自算法架构层面的突破性创新——混合专家(MoE)架构。DeepSeek、阿里、MiniMax、Kimi 等头部企业广泛落地 MoE 架构，大幅降低单位令牌算力消耗，得以

在不牺牲模型质量的前提下，凭借价格优势抢占全球市场。中文的令牌效率比英文高 20-40%，也是降低处理成本的另一原因。

应用重心结构性转移，助推中国大模型市占率提升。令牌使用结构正发生结构性质变：编程已成为最大令牌使用场景，2025 年全年，OpenRouter 平台上编程相关令牌占比从 11% 攀升至 50% 以上；智能体驱动 workflow (可自主执行多步骤任务)的令牌产出占比已超半数。OpenRouter 首席运营官 Chris Clark 指出，中国开源权重模型之所以能抢占显著市场份额，核心原因在于其“在美国企业的智能体 workflow 调用中占比极高”。上周全球排名前三的中国模型 (MiniMax M2.5, Moonshot AI's Kimi K2.5, and Zhipu AI's GLM-5) 均针对编程与智能体自动化场景专项优化适配，完美契合当前全球 AI 应用需求趋势。

估值重估机遇。若黄仁勋“推理即营收”的论断成立，API 调用量的持续激增将成为中国云巨头的核心基本面驱动催化剂。我们认为，市场对这类企业的认知将从“传统互联网平台”向“AI 推理基础设施服务商”转型，具备显著估值重估潜力。阿里巴巴(BABA US, 优于大市)——仍是 AI 赛道首选核心标的，坐拥亚洲规模最大的 AI 产业化工厂，是中国令牌经济爆发的核心受益主体；腾讯(0700 HK, 优于大市)——依托微信生态的高粘性优势，精准卡位 C 端智能体生态枢纽，布局优势凸显；万国数据(GDS US, 优于大市)——作为中国 AI 令牌工厂的核心基础设施服务商，东南亚业务持续扩张，将深度受益于令牌经济的规模化发展。另外近期智谱 AI (2513 HK, 未评级)、MiniMax (100 HK, 未评级)等纯大模型企业登陆港股，正式揭开中国 AI 板块的估值逻辑面纱，引发市场高度关注。

中国 AI 的安全边际。目前，阿里巴巴和腾讯的市盈率(基于 2026 年预期收益)约为 14-17 倍，而它们的美国同行(微软和谷歌，均未评级)的市盈率则高达 23-26 倍。估值差距的部分原因是利润率差异：美国超大规模数据中心运营商的运营利润率超过 30%，而中国云服务提供商(CSP)由于价格战的影响，目前的利润率徘徊在个位数高位到两位数低位。如果令牌翻转持续，且中国云服务提供商的利润率随着时间的推移而提高，那么估值差距可能会缩小，这为 AI 推理转型提供了一个机会。即便中国市场的利润率最终无法达到美国水平，约 40% 的市盈率折扣也足以提供良好的缓冲。

催化剂：1) 即将推出的 LLM 升级(例如 DeepSeek V4)取得重大技术突破；2) 中国 LLM 令牌持续强劲的消费；3) 美国恢复高端人工智能芯片出口。

风险：1) 长期价格战压缩模型利润率；2) 人工智能应用监管收紧；3) 即将公布的 2025 年业绩可能带来负面惊喜。

评级定义:

优于大市—于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性—于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市—于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文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, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及(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。本文作者进一步确定(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)没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 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文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。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际(控股)有限公司(「建银国际控股」)和中国建设银行股份有限公司(「建行」)全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司(统称「建银国际证券」)不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证(不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性(或相关投资)做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失(不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的)概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意(i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的(至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及(v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证(不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源(如有)的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证(不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券(或在任何相关的投资中)的权益(和/或迟后增加或处置)。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送到美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士(根据美国《交易法》或1986年《美国国内税法(修订)》的定义)，如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外(美国)公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送到日本和加拿大，及中国境内的公众人士(就本文而言，不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际(新加坡)有限公司(建银国际新加坡)(公司注册号 201531408W)的外国分支机构建银国际证券有限公司(“建银国际证券”)提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易(特别是证券和集体投资计划)并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097