

# 互联网

## 商业模式护城河及竞争壁垒有效性重回关注焦点

回顾 1Q25 业绩，多数互联网公司的利润水平符合或好于市场预期，而引发市场担忧的主要是交易型平台竞争加剧导致盈利增长能见度下降。扩充及丰富优质供给、降低商户运营成本、提升核心用户交易频次为主要方向。展望而言，商业模式具备较高护城河、较难通过激烈补贴影响行业竞争格局的子行业和公司或有望跑赢。已积累较强的生态和网络效应、利润率水平更高及利润绝对值体量较大的公司或具备更充足的资本赢得竞争。**短期视角下，我们推荐：**1) 行业竞争格局稳定，用户粘性基于内容及互动沉浸模式，具备相对经济下行防御属性的在线娱乐板块；建议关注广告增速稳定、且有望受益于 AI 营收增量的快手 (1024 HK)，游戏收入增长重新加速的网易 (NTES US)，及会员数增长及 ARPPU 提升推动利润稳健增长的腾讯音乐 (TME US)；2) 依靠内需驱动且需求具备韧性、相对免疫于地缘政治风险的在线旅游，推荐携程 (TCOM US)；3) 具备高竞争壁垒与运营杠杆，若政策支持力度或宏观恢复好于预期，有望实现较快利润增长和估值改善的 BOSS 直聘 (BZ US)。**中长期视角下，持续关注两条主线：**1) 强科技属性+丰富应用场景+优质商业模式，如 AI 需求推动下云营收增长有望好于预期的龙头公司，及具备较强技术实力及丰富应用场景、有望持续受益于 AI 浪潮的公司，推荐阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK)；2) 服务出海相关标的，如游戏、本地生活、OTA、软件及云服务。

■ **关注具备高竞争壁垒与高利润率的公司。**宏观不确定性叠加行业竞争加剧的环境下，我们更看好具备高竞争壁垒+高利润率的公司，有望维持稳健的盈利增长并享有估值溢价，例如 1) 腾讯：公司在社交/游戏/广告等赛道已建立稳固竞争优势，高利润率业务较快增长推动公司整体盈利表现具备韧性；2) 网易：游戏业务受宏观及消费影响较为有限，常青游戏的良好表现叠加成本及销售费用优化，FY25 盈利表现强劲；3) 腾讯音乐：行业竞争格局稳定，在付费用户数增长+ARPPU 提升带动下，公司 FY25 盈利增长维持韧性；4) 快手：核心商业业务维持韧性增长，AI 拉动商业化效率提升并带来增量商业化收入，提升长期收入空间。

■ **本地生活&即时零售：盈利增长能见度短期弱化，建议着眼长期可持续的竞争优势。**因电商玩家均较为看好即时零售，且希望在最确定的高频外卖场景占据一席之地，京东借力“国补”利润增量以攻代守强化即时零售市场布局的举措重新为行业竞争格局带来短期扰动。我们认为行业竞争将在未来几个季度不可避免地加剧，且短期内因竞争格局快速变化，增量投资的体量及对利润的具体影响的程度均缺乏能见度，但我们认为竞争将在适当时刻回归理性。对集团层面利润下滑担忧的聚集、业务快速发展后进入瓶颈期、监管对行业健康发展的进一步规范等因素均有可能成为助推因素，建议投资人忽略短期扰动、更多着眼长期可持续的竞争优势进行选股。

■ **持续股东回报及稳定的造血能力支撑估值水平。**在主业逐步进入成熟期后，除探索第二增长曲线外，提供可持续的具备吸引力的股东回报或将有助于为估值提供支撑，而可持续性的支撑来自核心主业竞争格局稳固且具备稳健的增长前景。仍建议关注有望维持较高股东回报水平的公司。

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

### 近期发布报告

1. [Kuaishou \(1024 HK\): Inline 1Q25 results; AI monetization accelerating – 28 May](#)
2. [Pinduoduo \(PDD US\): Investment to enhance platform ecosystem, user retention impacted ST earnings – 28 May](#)
3. [Meituan \(3690 HK\): Proactively responding to competition in food delivery market – 27 May](#)
4. [Trip.com Group \(TCOM US\): Resilient revenue growth with investment on track for overseas expansion – 21 May](#)
5. [NetEase \(NTES US\) - Strong 1Q25 results on solid games business and disciplined opex control – 16 May](#)
6. [Alibaba \(BABA US\) - Core earnings a nice beat; Cloud revenue growth has the potential to accelerate further – 16 May](#)
7. [Tencent \(700 HK\) - 1Q25 results beat; AI accelerates business growth – 15 May](#)
8. [TME \(TME US\) - Inline 1Q25 results; online music business maintains solid momentum – 14 May](#)
9. [互联网 - 短期关注防御属性及政策托底下有望受益的公司 – 8 Apr](#)
10. [AI 主题报告 - 模型调用成本下降, 应用生态有望逐步繁荣 – 26 Feb](#)
11. [互联网 2025 展望: 逆风前行, 但可以有更多期待 – 12 Dec](#)

目录

互联网行业 1Q25 业绩总结、全年展望及 2H25 投资策略 ..... 3

高利润、商业模式兼具高护城河及竞争优势的公司有望跑赢 .....3

利润率高且具备运营杠杆的公司有望更好支撑估值 .....5

股东回报水平良好且具备充裕现金水平的公司有望获得估值支撑.....6

板块视角 .....10

本地生活：关注市占、即时零售协同发展，短期对利润影响较大.....10

关于积极应对竞争对美团外卖业务盈利造成短期亏损影响程度的情景分析 .....10

云计算：供给仍受限，美国云厂商营收增速表现略有分化但整体仍强劲，中国厂商云营收增速逐季加速趋势有望延续 .....12

在线游戏：宏观不确定性较高的环境下，游戏维持稳健增长 .....14

在线音乐：ARPPU 提升+运营杠杆推动利润稳健增长 .....16

电商：核心主业盈利增长稳健且好于预期，即时零售及外卖投资对整体利润增长带来不确定性 .....18

在线旅游：旅游需求具备韧性，出境游增长仍强劲 .....20

在线广告：行业表现分化，商业化效率提升+AI 赋能拉动腾讯/B 站实现较快增长.....22

垂类平台：盈利增速展望或为支撑估值相较行业溢价的关键 .....24

互联网行业 1Q25 业绩总结、全年展望及 2H25 投资策略

大多数板块内龙头公司的 1Q25 利润水平符合或好于市场预期，不及预期的公司主因海外业务发展承压、新业务投资带来的亏损超预期、及投资于平台生态强化和用户补贴以丰富平台高质量供给和提升用户粘性。相较 2024 年年末我们发布的年度展望报告中提及的观点，从子行业景气度变化及股东回报变化角度而言：1) 在线娱乐板块（如在线音乐、在线游戏）维持较高的景气度水平；2) 电商板块因受益于“国补”带动，自营业务有较领先布局的公司核心业务基本面景气度有所提升，营收增速和核心主业盈利增速展望有所上调，尽管会被对即时零售板块的增量投入部分抵消；而本地生活板块因竞争明显加剧且部分用户补贴冲减收入导致行业景气度有所下降；3) 行业整体股东回报水平有所下降，主因股价修复，及部分行业为应对竞争影响或有可能降低股东回报，而在线音乐板块的股东回报水平略有上升。

图 1：互联网行业：子行业景气度打分表

| 子行业  | 线上渗透率<br>提升空间 | 营收增速  | 盈利增速  | 盈利增长确定性 | 行业竞争格局 | 基本面韧性 | 股东回报  | 低监管风险 |
|------|---------------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 在线音乐 | ★☆☆☆☆         | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆   | ★★★★☆  | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆ |
| 在线游戏 | ★☆☆☆☆         | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆   | ★★★★☆  | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆ |
| 在线旅游 | ★☆☆☆☆         | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆   | ★★★★☆  | ★★★★☆ | ★★☆☆☆ | ★★★★☆ |
| 电商   | ★☆☆☆☆         | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆   | ★★★★☆  | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★☆☆☆ |
| 本地生活 | ★★★★☆         | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆   | ★★☆☆☆  | ★★★★☆ | ★★☆☆☆ | ★★★★☆ |
| 在线广告 | ★☆☆☆☆         | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆   | ★★★★☆  | ★★★★☆ | ★★★★☆ | ★★★★☆ |

资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、CNNIC、招银国际环球市场  
注：本地生活/在线旅游/电商基于线上 GTV 渗透率水平判断，在线广告基于线上广告收入份额判断，在线音乐/游戏基于线上用户渗透率判断；营收和盈利增速基于招银国际对 2025E 展望；行业竞争格局基于 CR5 市场份额等数据判断；韧性程度基于收入增速与 GDP 或社会零售额增速相关度等因素判断；灰色背景表示评分相较于年度展望时有所下调，而橘色背景代表评分有所上调。

1Q25 业绩期中的主要增量信息是交易型平台（如本地生活、即时零售）竞争加剧导致盈利增长能见度下降。扩充及丰富高质量供给、降低商户运营成本、提升 C 端用户交易频次及粘性为主要的竞争方向。

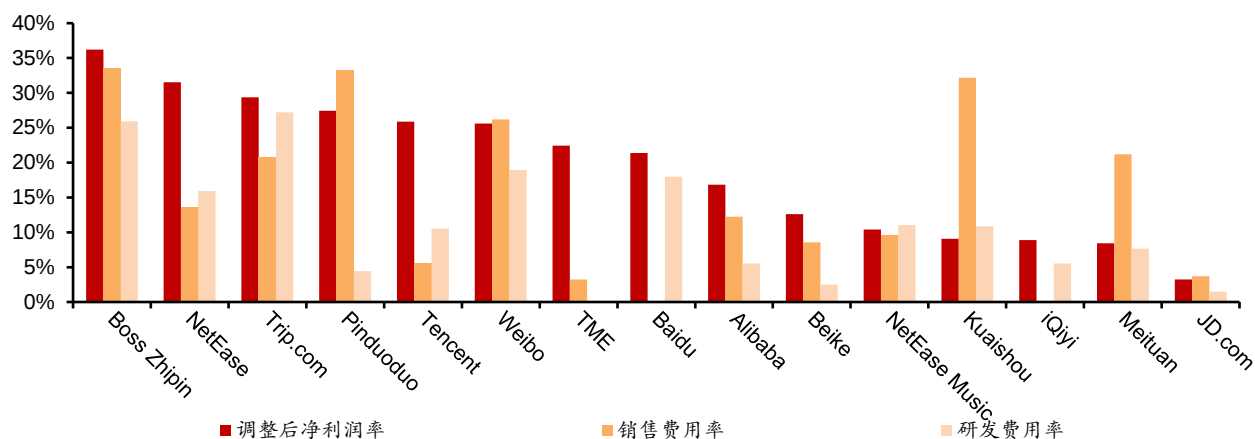
高利润、商业模式兼具高护城河及竞争优势的公司有望跑赢

展望而言，在行业整体配置情绪仍较稳定、资金在不同子板块间寻求轮动配置的情况下，商业模式具备较高护城河、较难通过激烈补贴影响短期行业竞争格局的子行业和公司有望跑赢，而面临激烈竞争的行业中，已积累较强的生态和网络效应、利润率水平更高及利润绝对值体量相对较大的公司或具备更充足的资本赢得最终竞争。

依托于稳定的竞争壁垒以及良好的运营杠杆，Boss 直聘、腾讯、网易、腾讯音乐等公司能够在不同的经济周期下实现稳定的利润率改善，FY23-25E 期间调整后净利润率均有所改善，或有望支撑相较行业更稳定的盈利增长。

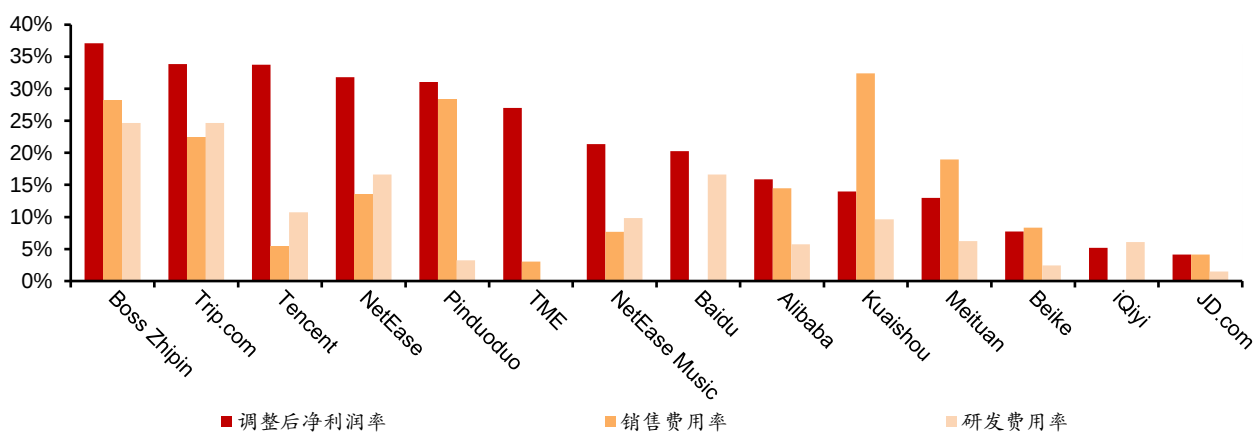
在 O2O 外卖&即时零售领域，我们认为行业竞争导致的增量投资对利润的具体影响缺乏能见度，我们认为竞争将在适当时刻回归理性，对集团层面利润下滑担忧的聚集、业务发展进入平稳期、监管对行业健康发展的进一步规范等因素均有可能成为助推因素。终局视角下，高频外卖用户流量业务的合理利润率水平或取决于生态系统效率（履约网络规模、商户及用户规模、及精准匹配需求的能力），而基于高频流量挖掘多元化高效变现或也将成为中长期竞争的关键，我们仍看好美团长期的投资价值。从电商视角而言，在板块整体估值偏低的情况下相对具备更清晰的主业盈利增速及新业务增长前景的公司有望跑赢，推荐阿里巴巴。

图 2：互联网行业：利润率及费用率对比（2023）



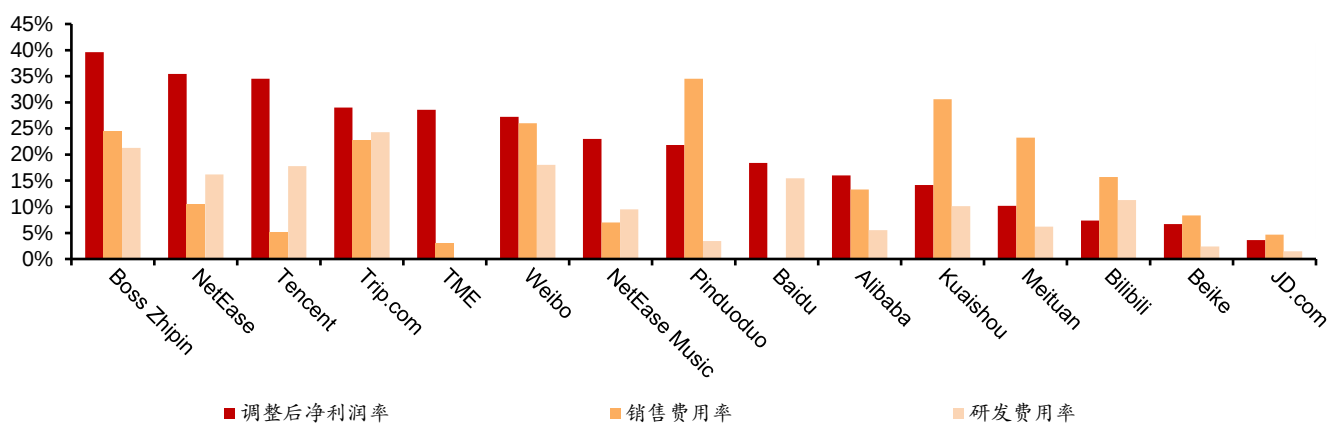
资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

图 3：互联网行业：利润率及费用率对比（2024）



资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

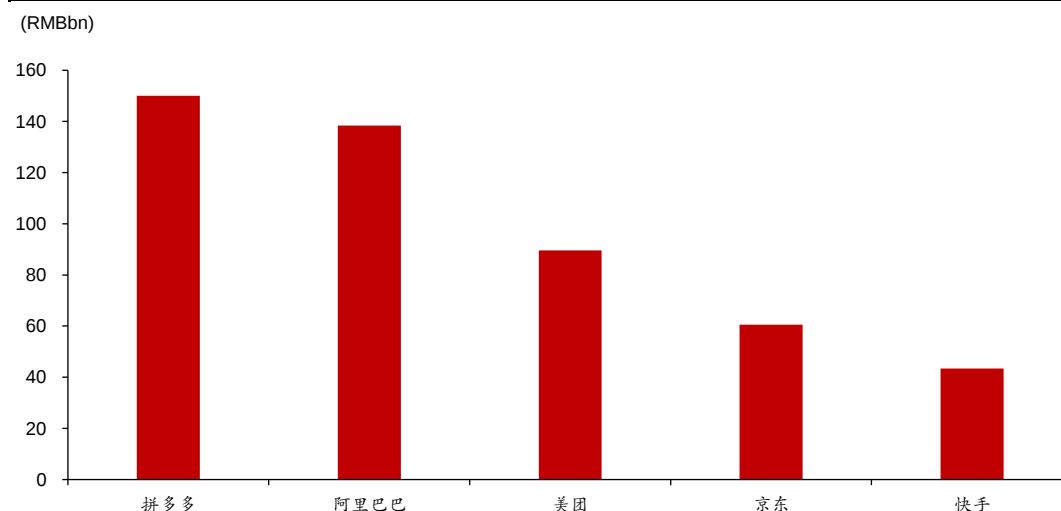
图 4：互联网行业：利润率及费用率对比（2025E）



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

我们梳理并对比了主要电商及本地生活公司 2025 年的营销费用金额。商业模式较优、核心主业造血能力更强、业务运营效率更高的公司或有更多的资源投入用户端补贴以应对竞争。尽管如此，我们并不认为营销费用金额投入体量更大的公司就一定能赢得竞争。从互联网板块的发展历史来看，已经积累的用户心智、行业运营知识、生态系统的广泛性和效率、管理层及团队的执行力均有望成为护城河，中长期赢得竞争的关键也与这些因素相关。

**图 5：2025E 电商及本地生活主要公司销售营销费用金额对比**



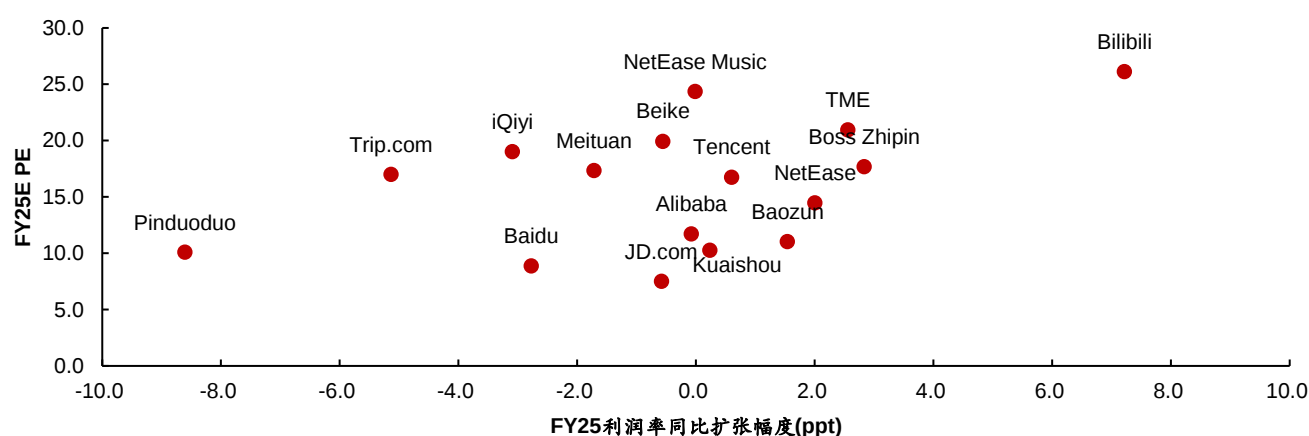
资料来源：招银国际环球市场预测

注：阿里巴巴采用 FY26E 销售营销费用金额作对比

### 利润率高且具备运营杠杆的公司有望更好支撑估值

当前宏观及市场环境下，我们更看好业绩有确定性且利润率有安全边际的公司。凭借良好的竞争壁垒/运营杠杆/商业模式，哔哩哔哩/网易云音乐/Boss 直聘/腾讯等公司在宏观不确定性较高且竞争加剧的环境下仍然能够实现利润率的改善，并因此享有更高的估值溢价。

**图 6：互联网行业：估值 vs 利润率扩张幅度**



资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

注：利润率扩张幅度基于我们预测

对比不同的行业赛道：1) 在线娱乐行业竞争格局稳定，受宏观影响有限，继续聚焦高质量发展策略，FY25E 收入及盈利持续稳健增长；2) 电商（主要是即时零售）及本地生活行业竞争加剧，新业务投入或补贴增加导致利润端有所承压，FY25E 盈利端面临一定压力；

3) 广告行业变现分化，受益于 AI 发展及增量广告预算（小游戏/短剧等）的平台能够维持较快广告收入增速，但微博/百度整体基本面相对承压；4) 垂类平台如 Boss 直聘和贝壳，可关注盈利增速支撑下的估值重估机会，而盈利增速复苏取决于宏观复苏及增量投资的大小（如贝壳强化经纪人权益及社会责任进行的增量支出）。

图 7：互联网行业：子板块基本面与估值对比

| 公司                  | 股票代码           | 市值 (百万美元) | 自由流通股市值 (百万美元) | 自由流通股市值% | YTD日均交易额 (百万美元) | 换手率  | 2025E PE (x) | 2025E PS (x) | 2025E调整后EPS增速 | 2025E收入增速 |
|---------------------|----------------|-----------|----------------|----------|-----------------|------|--------------|--------------|---------------|-----------|
| 电商/本地生活             |                |           |                |          |                 |      |              |              |               |           |
| Alibaba             | BABA US Equity | 289,749   | 191,264        | 66%      | 3,095           | 1.1% | 12.3         | 2.1          | 8%            | 5%        |
| Pinduoduo           | PDD US Equity  | 144,264   | 79,115         | 55%      | 1,104           | 0.8% | 9.0          | 2.3          | -13%          | 11%       |
| Meituan             | 3690 HK Equity | 115,542   | 100,037        | 87%      | 988             | 1.0% | 15.7         | 1.9          | 1%            | 16%       |
| JD.com              | JD US Equity   | 54,093    | 48,900         | 90%      | 535             | 1.1% | 7.4          | 0.3          | -1%           | 14%       |
| VIPShop             | VIPS US Equity | 7,751     | 2,707          | 35%      | 57              | 0.8% | 5.8          | 0.5          | 1%            | -3%       |
| Baozun              | BZUN US Equity | 177       | 142            | 81%      | 1               | 0.7% | 11.5         | 0.1          | NA            | 3%        |
| 社交娱乐                |                |           |                |          |                 |      |              |              |               |           |
| Tencent             | 700 HK Equity  | 606,637   | 414,272        | 68%      | 2,091           | 0.3% | 17.1         | 5.9          | 15%           | 11%       |
| NetEase             | NTES US Equity | 82,487    | 44,700         | 54%      | 150             | 0.2% | 14.5         | 4.9          | 16%           | 12%       |
| Kuaishou            | 1024 HK Equity | 34,125    | 23,669         | 69%      | 376             | 1.3% | 10.0         | 1.4          | 15%           | 11%       |
| TME                 | TME US Equity  | 28,670    | 10,869         | 38%      | 107             | 0.4% | 21.4         | 6.4          | 21%           | 11%       |
| Bilibili            | BILI US Equity | 8,310     | 3,866          | 47%      | 115             | 1.4% | 27.5         | 2.0          | NA            | 20%       |
| NetEase Cloud Music | 9899 HK Equity | 6,101     | 2,469          | 40%      | 15              | 0.2% | 24.7         | 5.3          | 2%            | 3%        |
| 广告                  |                |           |                |          |                 |      |              |              |               |           |
| Baidu               | BIDU US Equity | 30,479    | 25,563         | 84%      | 444             | 1.5% | 8.8          | 1.6          | -9%           | -1%       |
| Weibo               | WB US Equity   | 2,397     | 872            | 36%      | 15              | 0.7% | 5.0          | 1.3          | -5%           | 0%        |
| 旅游                  |                |           |                |          |                 |      |              |              |               |           |
| Trip.com            | TCOM US Equity | 44,497    | 38,116         | 86%      | 245             | 0.6% | 16.4         | 4.7          | -2%           | 15%       |
| TCEL                | 780 HK Equity  | 6,447     | 3,936          | 61%      | 36              | 0.6% | 14.0         | 2.3          | 10%           | 10%       |
| 垂类平台                |                |           |                |          |                 |      |              |              |               |           |
| Beike               | BEKE US Equity | 22,622    | 14,077         | 62%      | 186             | 0.8% | 20.4         | 1.5          | 7%            | 15%       |
| Boss Zhipin         | BZ US Equity   | 8,612     | 5,790          | 67%      | 75              | 0.9% | 17.6         | 7.0          | 20%           | 8%        |

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

注：截至 2025 年 6 月 9 日；自由流通股比例即剔除 5%持股比例以上股东后的比例

股东回报水平良好且具备充裕现金水平的公司有望获得估值支撑

在主业逐步进入成熟期后，除探索第二增长曲线外，提供可持续的具备吸引力的股东回报或将有助于推动市场重估账上净现金的价值、为估值提供支撑，而可持续性的支撑来自核心主业竞争格局稳固且具备稳健的增长前景。从账面现金的维度看，包括唯品会/拼多多/京东仍维持 30%以上的净现金/市值水平，一定程度上可以支撑公司投资/股东回报/估值水平。虽然部分公司因股价相较去年年末进一步修复及部分行业因应对竞争影响对股东回报带来影响，但互联网公司整体的股东回报水平仍具备吸引力。建议关注 FY25 仍然维持较高股东回报水平的互联网公司，包括唯品会、微博、京东、阿里巴巴，预计这些公司在 FY25 股东回报率（股息+回购-股权激励）仍然维持在 3%以上的水平。

图 8：互联网行业：股东回报统计

| 公司                  | 股票代码    | 股价    | 市值      | 现金流生成    |          |        | 股东回报      |       |         |        | 股息         |      | 股票回购        |        |
|---------------------|---------|-------|---------|----------|----------|--------|-----------|-------|---------|--------|------------|------|-------------|--------|
|                     |         |       |         | FY25净现金  | 自由现金流/市值 | 净现金/市值 | 股息+回购-SBC | 股息率   | 股票回购/市值 | SBC/市值 | 每股股息 (交易地) |      | 股票回购 (百万美元) |        |
|                     |         | (交易地) | (百万美元)  | (百万美元)   | FY25E    | FY25E  | FY25E     | FY25E | FY25E   | FY25E  | FY25E      | FY24 | FY25E       | FY24   |
| VIPShop             | VIPS US | 14.2  | 7,298   | 4,032    | 13.5%    | 55.2%  | 9.8%      | 3.4%  | 9.4%    | -2.9%  | 0.48       | 0.48 | 685         | 721    |
| Weibo               | WB US   | 9.2   | 2,247   | 594      | 19.9%    | 26.4%  | 5.7%      | 8.8%  | 0.0%    | -3.1%  | 0.81       | 0.82 | -           | -      |
| JD.com              | JD US   | 32.9  | 52,372  | 18,587   | 12.9%    | 35.5%  | 5.1%      | 3.3%  | 2.6%    | -0.9%  | 1.10       | 1.01 | 1,366       | 3,600  |
| Beike               | BEKE US | 18.0  | 21,613  | (2,751)  | 6.7%     | -12.7% | 3.6%      | 2.0%  | 3.3%    | -1.8%  | 0.36       | 0.36 | 716         | 716    |
| Alibaba             | BABA US | 114.8 | 273,793 | 38,288   | 4.9%     | 14.0%  | 3.4%      | 0.9%  | 3.4%    | -0.9%  | 0.99       | 0.99 | 9,200       | 12,382 |
| NetEase             | NTES US | 123.2 | 78,059  | 14,961   | 6.4%     | 19.2%  | 2.8%      | 1.9%  | 1.5%    | -0.7%  | 2.36       | 2.43 | 1,200       | 1,210  |
| TME                 | TME US  | 17.4  | 26,889  | 2,812    | 4.6%     | 10.5%  | 2.4%      | 0.9%  | 1.9%    | -0.4%  | 0.16       | -    | 500         | 326    |
| Tencent             | 700 HK  | 518.0 | 606,637 | (15,075) | 4.3%     | -2.5%  | 2.0%      | 0.9%  | 1.7%    | -0.7%  | 4.86       | 4.54 | 10,256      | 14,356 |
| Kuaishou            | 1024 HK | 52.5  | 28,710  | 3,224    | 10.1%    | 11.2%  | 1.1%      | 0.0%  | 2.3%    | -1.1%  | -          | -    | 650         | 701    |
| Boss Zhipin         | BZ US   | 17.7  | 8,085   | 1,746    | 6.3%     | 21.6%  | 1.0%      | 0.3%  | 2.5%    | -1.7%  | 0.05       | -    | 200         | 229    |
| Baidu               | BIDU US | 83.1  | 28,554  | 2,955    | 10.8%    | 10.3%  | 1.2%      | 0.0%  | 3.5%    | -2.3%  | -          | -    | 1,000       | 1,000  |
| China Literature    | 772 HK  | 26.5  | 3,455   | 585      | 5.0%     | 16.9%  | 0.3%      | 0.0%  | 0.9%    | -0.5%  | -          | -    | 30          | 35     |
| Trip.com            | TCOM US | 63.7  | 45,417  | 5,852    | 5.1%     | 12.9%  | 0.3%      | 0.5%  | 0.4%    | -0.6%  | 0.30       | 0.30 | 204         | 104    |
| Meituan             | 3690 HK | 135.7 | 105,752 | 20,708   | 5.6%     | 19.6%  | 0.0%      | 0.0%  | 1.1%    | -1.1%  | -          | -    | 1,121       | 3,605  |
| TCEL                | 780 HK  | 22.1  | 6,579   | 1,114    | 7.2%     | 16.9%  | 0.0%      | 0.8%  | 0.0%    | -0.9%  | 0.18       | 0.18 | -           | -      |
| NetEase Cloud Music | 9899 HK | 213.8 | 5,926   | 1,654    | 2.6%     | 27.9%  | -0.2%     | 0.0%  | 0.1%    | -0.3%  | -          | -    | 5           | 4      |
| Bilibili            | BILI US | 18.5  | 7,887   | 1,321    | 3.7%     | 16.8%  | -0.8%     | 0.0%  | 1.3%    | -2.1%  | -          | -    | 100         | 16     |
| Pinduoduo           | PDD US  | 96.4  | 136,911 | 51,777   | 16.2%    | 37.8%  | -1.1%     | 0.0%  | 0.0%    | -1.1%  | -          | -    | -           | -      |

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

注：截至 2025 年 6 月 9 日；FY25E 回购金额基于我们预估；2) FY25E 净现金/现金流/每股股息基于彭博一致预期或我们预估

图 9：互联网行业：现金流情况对比

| 公司                  | 股票代码    | 净现金(人民币百万元) |         |          | 净现金/市值  |        |        | 自由现金流(人民币百万元) |         |         | 自由现金流/总收入 |        |       |
|---------------------|---------|-------------|---------|----------|---------|--------|--------|---------------|---------|---------|-----------|--------|-------|
|                     |         | 2022A       | 2023A   | 2024A    | 2022A   | 2023A  | 2024A  | 2022A         | 2023A   | 2024A   | 2022A     | 2023A  | 2024A |
| Tencent             | 700 HK  | (68,385)    | 7,915   | (14,953) | -1.6%   | 0.2%   | -0.3%  | 124,242       | 201,479 | 194,884 | 22.4%     | 33.1%  | 29.5% |
| Alibaba Group       | BABA US | 502,099     | 574,638 | 586,357  | 23.6%   | 27.0%  | 27.6%  | 89,435        | 165,400 | 150,506 | 10.5%     | 19.0%  | 16.0% |
| Pinduoduo           | PDD US  | 132,504     | 207,044 | 320,953  | 11.0%   | 17.2%  | 26.6%  | 47,872        | 93,579  | 120,962 | 36.7%     | 37.8%  | 30.7% |
| Meituan             | 3690 HK | 53,944      | 84,540  | 106,734  | 7.1%    | 11.1%  | 14.0%  | 6,026         | 35,564  | 50,078  | 2.7%      | 12.9%  | 14.8% |
| JD.com              | JD US   | 167,057     | 202,555 | 203,597  | 47.5%   | 57.6%  | 57.9%  | 34,916        | 39,506  | 44,276  | 3.3%      | 3.6%   | 3.8%  |
| NetEase             | NTES US | 88,997      | 106,238 | 124,764  | 16.3%   | 19.4%  | 22.8%  | 25,609        | 33,030  | 38,401  | 26.5%     | 31.9%  | 36.5% |
| Kuaishou            | 1024 HK | 14,891      | 27,251  | 18,444   | 7.6%    | 13.8%  | 9.4%   | (4,206)       | 16,143  | 22,496  | -4.5%     | 14.2%  | 17.7% |
| Trip.com Group      | TCOM US | (4,114)     | 13,767  | 36,592   | -1.3%   | 4.5%   | 11.9%  | 2,144         | 21,398  | 19,034  | 10.7%     | 48.1%  | 35.7% |
| Baidu               | BIDU US | 106,270     | 181,929 | 188,372  | 47.0%   | 80.5%  | 83.4%  | 17,884        | 25,425  | 13,100  | 14.5%     | 18.9%  | 9.8%  |
| TME                 | TME US  | 21,448      | 26,212  | 31,577   | 11.5%   | 14.1%  | 17.0%  | 7,396         | 7,172   | 9,956   | 26.1%     | 25.8%  | 35.1% |
| Beike               | BEKE US | 42,708      | 35,907  | 21,247   | 25.6%   | 21.5%  | 12.7%  | 7,668         | 10,284  | 8,410   | 12.6%     | 13.2%  | 9.0%  |
| VIPShop             | VIPS US | 19,878      | 25,202  | 25,176   | 34.9%   | 44.3%  | 44.2%  | 8,089         | 12,247  | 6,406   | 7.8%      | 10.9%  | 5.9%  |
| New Oriental        | EDU US  | 23,422      | 25,163  | 29,784   | 40.8%   | 43.9%  | 51.9%  | (9,207)       | 5,726   | 6,301   | -46.1%    | 27.6%  | 20.2% |
| Bilibili            | BILI US | (509)       | 7,583   | 11,397   | -0.9%   | 13.3%  | 20.0%  | (4,672)       | 85      | 5,549   | -21.3%    | 0.4%   | 20.7% |
| JD Health           | 6618 HK | 19,521      | 24,112  | 32,699   | 16.8%   | 20.7%  | 28.1%  | 5,856         | 4,534   | 4,286   | 12.5%     | 8.5%   | 7.4%  |
| Weibo               | WB US   | 4,720       | 3,694   | 3,248    | 31.4%   | 24.6%  | 21.6%  | 3,510         | 4,507   | 4,165   | 28.4%     | 36.1%  | 33.0% |
| China Literature    | 772 HK  | 5,988       | 6,001   | 6,885    | 25.9%   | 26.0%  | 29.8%  | 1,742         | 1,426   | 3,034   | 22.8%     | 20.3%  | 37.4% |
| Full-truck Alliance | YMM US  | 26,144      | 18,203  | 20,748   | 28.1%   | 19.5%  | 22.3%  | (101)         | 2,169   | 2,895   | -1.5%     | 25.7%  | 25.8% |
| Boss Zhipin         | BZ US   | 12,915      | 12,630  | 14,379   | 21.4%   | 20.9%  | 23.8%  | 663           | 2,091   | 2,686   | 14.7%     | 35.1%  | 36.5% |
| TCEL                | 780 HK  | 4,295       | 6,129   | 5,905    | 9.6%    | 13.7%  | 13.2%  | (213)         | 3,051   | 2,567   | -3.2%     | 25.6%  | 14.8% |
| Cloud Music         | 9899 HK | 9,105       | 9,502   | 10,214   | 22.7%   | 23.7%  | 25.4%  | 1,962         | 601     | 2,047   | 21.8%     | 7.6%   | 25.7% |
| iQiyi               | IQ US   | (13,917)    | (9,864) | (9,504)  | -103.8% | -73.6% | -70.9% | (245)         | 3,315   | 2,031   | -0.8%     | 10.4%  | 6.9%  |
| TAL Education       | TAL US  | 15,562      | 20,902  | 22,027   | 33.9%   | 45.6%  | 48.0%  | (7,626)       | (701)   | 1,451   | -27.0%    | -10.1% | 13.6% |
| Ali Health          | 241 HK  | 10,476      | 10,990  | 9,193    | 13.6%   | 14.3%  | 12.0%  | 414           | 297     | 1,170   | 2.0%      | 1.1%   | 4.3%  |
| Pingan Healthcare   | 1833 HK | 9,186       | 7,188   | 10,621   | 64.6%   | 50.6%  | 74.7%  | 1,456         | 251     | 353     | 23.5%     | 5.4%   | 7.3%  |
| Baozun              | BZUN US | 626         | 116     | 38       | 46.5%   | 8.6%   | 2.8%   | 176           | 283     | (31)    | 2.1%      | 3.2%   | -0.3% |
| SenseTime           | 20 HK   | 10,167      | 4,969   | 5,429    | 20.7%   | 10.1%  | 11.0%  | (7,816)       | (4,366) | (4,818) | NA        | NA     | NA    |

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

综合来看，站在当前时点，以季度为配置周期，我们推荐：1) 行业竞争格局稳定，公司受宏观及消费影响有限，相对具备防御属性的在线娱乐板块；建议关注广告增速稳定、且有望受益于 AI 营收增量的快手，游戏收入增长重新加速的网易，及会员数增长及 ARPPU 提升推动利润稳健增长的腾讯音乐；2) 依靠内需驱动且需求具备韧性、相对免疫于地缘政治风险的在线旅游，推荐携程；3) 具备高竞争壁垒与运营杠杆，若政策支持力度或宏观恢复好于预期，有望实现较快利润增长和估值改善的 BOSS 直聘。中长期视角下，持续关注两条主线：1) 强科技属性+丰富应用场景+优质商业模式，如 AI 需求推动下云营收增长有望好于预期的龙头公司，及具备较强技术实力及丰富应用场景、有望持续受益于 AI 浪潮的公司，推荐阿里巴巴、腾讯；2) 服务出海相关标的，如游戏、本地生活、OTA、软件及云服务。

- 1) **腾讯 (700 HK, 买入)**：公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道已建立稳固竞争优势，高利润率业务维持较快增长推动 FY25 调整后运营利润同比增长 16%。公司当前估值对应约 17x FY25 Non-IFRS PE (剔除战略投资对应 15x PE)，相较盈利增速仍具备一定吸引力。我们基于 SOTP 的目标价为 660.0 港元。维持“买入”。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US, 买入)**：我们对 1QFY26 淘天集团维持稳健的盈利增长维持乐观，主要得益于抽成率提升和健康的 GMV 增长推动。对于云业务，我们认为其有望在 1QFY26 实现营收同比增速的环比进一步加速，并相信阿里巴巴在基础设施建设和研发能力提升方面的投资将为长期增长铺平道路。国际数字商业集团 (AIDC) 板块预计将如预期于 FY26 实现首季盈利，非核心业务有望在 1-2 年内达到盈亏平衡。我们认为阿里巴巴是 AI 时代核心受益者之一，并有望受益于潜在的增量消费刺激政策。我们基于 SOTP 的目标价为 155.5 美元，对应 15.7x FY26E PE (non-GAAP)，维持“买入”。
- 3) **快手 (1024 HK, 买入)**：我们看好快手受益于 AI 应用发展，其中 1) AIGC 能力进一步提升在线营销服务的生产效率，1Q25 广告主在 AIGC 营销素材上的日均消耗超出 3000 万元；2) 1Q25 可灵 AI 收入超 1 亿元，我们预计可灵 AI 在 25 年将产生约 7 亿收

入。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 25-27 年调整后净利润 CAGR 为 14%，公司当前 12x FY25E PE 相较利润增速/历史均值/行业均值均具备较高吸引力。我们基于 SOTP 的目标价为 80.0 港元。维持“买入”。

- 4) **网易 (NTES US, 买入)**：游戏业务受宏观及消费影响较为有限，得益于《漫威争锋》等新游戏贡献及《第五人格》等常青游戏的良好表现，叠加成本以及销售费用优化，我们预计 FY25 调整后净利润同比增长 20%。公司目前交易在 15x FY25E PE，仍处于 2 年平均 PE 的水平，估值相对合理。我们基于 SOTP 的目标价为 136.5 美元。维持“买入”。
- 5) **腾讯音乐 (TME US, 买入)**：音乐业务受宏观及消费影响有限，行业竞争格局稳定，具备较好的抗周期/抗风险属性，在付费用户数增长+ARPPU 提升带动下，我们预计公司 FY25E 全年调整后净利润同比增长 16%。我们基于 DCF 估值法的目标价为 17.5 美元。维持“买入”。
- 6) **携程 (TCOM US, 买入)**：在国内和出境游有望维持稳健增长且纯海外投资维持较高效率的情况下，公司 2025 年的盈利增长及利润率或有望好于市场预期。公司目前交易价格对应 17.9x 2025E PE (non-GAAP)，对比两年均值 19.7x 或仍有进一步提升空间。我们基于 DCF 模型的目标价为 70 美元，对应 20x 2025 年 non-GAAP PE。维持“买入”评级。
- 7) **Boss 直聘 (BZ US, 买入)**：尽管面临宏观不确定性及关税战影响，我们看好公司通过运营杠杆及费用控制，实现全年 30 亿元非 GAAP 下运营利润目标（同比增长 32%），若政策支持或宏观环境改善好于预期，公司利润以及估值均有望快速改善。公司目前估值对应 19x FY25E PE，相较利润增速具备吸引力。我们的目标价为 21.0 美元，基于 21x FY25 非 GAAP 下 PE。维持“买入”评级。

图 10：互联网行业：估值水平

| 公司               | 股票代码    | 股价<br>(交易货币) | 市值<br>(百万美元) | PE (x) |      | PS (x) |      | PEG  | EPS CAGR |
|------------------|---------|--------------|--------------|--------|------|--------|------|------|----------|
|                  |         |              |              |        |      |        |      |      |          |
| China            |         |              |              |        |      |        |      |      |          |
| Tencent          | 700 HK  | 518.0        | 598,950      | 17.1   | 15.5 | 5.9    | 5.4  | 1.3  | 13%      |
| Alibaba Group    | BABA US | 121.5        | 289,749      | 12.4   | 9.9  | 2.1    | 2.0  | 0.8  | 16%      |
| Pinduoduo        | PDD US  | 101.6        | 144,264      | 11.3   | 8.5  | 2.4    | 2.1  | 24.8 | 0%       |
| Meituan          | 3690 HK | 148.4        | 112,022      | 18.8   | 14.5 | 2.1    | 1.8  | 1.5  | 13%      |
| NetEase          | NTES US | 130.2        | 82,436       | 15.3   | 14.5 | 5.2    | 4.8  | 1.1  | 14%      |
| JD.com           | JD US   | 33.9         | 49,325       | 7.7    | 6.8  | 0.3    | 0.3  | 1.0  | 8%       |
| Trip.com Group   | TCOM US | 62.4         | 40,759       | 16.7   | 14.5 | 4.8    | 4.2  | 2.2  | 8%       |
| Kuaishou         | 1024 HK | 62.4         | 33,464       | 11.9   | 10.2 | 1.7    | 1.6  | 0.7  | 16%      |
| Baidu            | BIDU US | 88.7         | 31,084       | 9.7    | 8.8  | 1.7    | 1.6  | 6.0  | 2%       |
| TME              | TME US  | 18.5         | 28,670       | 22.9   | 19.9 | 6.6    | 6.0  | 1.2  | 19%      |
| Beike            | BEKE US | 18.8         | 22,635       | 20.9   | 16.7 | 1.5    | 1.3  | 2.3  | 9%       |
| JD Health        | 6618 HK | 41.2         | 16,717       | 26.7   | 23.8 | 1.8    | 1.6  | 3.9  | 7%       |
| YMM              | YMM US  | 12.4         | 12,927       | 17.6   | 14.4 | 7.4    | 6.4  | 0.6  | 28%      |
| Ali Health       | 241 HK  | 4.7          | 9,388        | 35.1   | 29.9 | 2.2    | 2.0  | 0.6  | 57%      |
| Boss Zhipin      | BZ US   | 18.8         | 8,583        | 18.8   | 16.7 | 7.5    | 6.6  | 1.1  | 18%      |
| Bilibili         | BILI US | 19.5         | 8,310        | 27.4   | 18.9 | 2.0    | 1.8  | NA   | NA       |
| VIPShop          | VIPS US | 15.1         | 7,749        | 6.2    | 6.1  | 0.5    | 0.5  | 2.0  | 3%       |
| SenseTime        | 20 HK   | 1.5          | 6,837        | NA     | NA   | 10.3   | 8.2  | NA   | NA       |
| TCEL             | 780 HK  | 21.7         | 6,551        | 14.4   | 12.4 | 2.4    | 2.1  | 0.8  | 18%      |
| NetEase Music    | 9899 HK | 220.0        | 6,357        | 26.1   | 22.6 | 5.6    | 5.1  | 1.3  | 21%      |
| China Literature | 772 HK  | 29.2         | 3,790        | 20.6   | 18.5 | 3.3    | 3.1  | 1.4  | 15%      |
| Weibo            | WB US   | 9.8          | 2,397        | 5.2    | 5.1  | 1.4    | 1.3  | NA   | 0%       |
| PH Healthcare    | 1833 HK | 7.1          | 1,983        | NA     | NA   | 2.6    | 2.3  | NA   | 22%      |
| iQiyi            | IQ US   | 1.8          | 1,704        | 20.2   | 8.8  | 0.4    | 0.4  | NA   | -4%      |
| Baozun           | BZUN US | 2.8          | 162          | 10.8   | 6.4  | 0.1    | 0.1  | NA   | NA       |
| 平均               |         |              |              | 17.1   | 14.1 | 3.3    | 2.9  |      |          |
| US               |         |              |              |        |      |        |      |      |          |
| Microsoft        | MSFT US | 472.8        | 3,513,735    | 35.1   | 31.0 | 12.6   | 11.1 | 2.6  | 13%      |
| NVIDIA           | NVDA US | 142.6        | 3,480,172    | 47.6   | 32.8 | 26.9   | 17.4 | 0.6  | 85%      |
| Amazon.com       | AMZN US | 217.0        | 2,303,536    | 30.3   | 25.5 | 3.3    | 3.0  | 3.8  | 8%       |
| Alphabet         | GOOG US | 176.1        | 2,145,918    | 18.2   | 17.3 | 6.5    | 5.9  | 2.0  | 9%       |
| Meta             | META US | 694.1        | 1,745,094    | 26.8   | 23.7 | 9.3    | 8.2  | 3.1  | 9%       |
| Tesla            | TSLA US | 308.6        | 993,923      | NA     | NA   | 10.2   | 8.4  | NA   | 11%      |
| Netflix          | NFLX US | 1224.5       | 521,095      | 47.1   | 39.4 | 11.7   | 10.4 | 2.0  | 23%      |
| Palantir         | PLTR US | 132.1        | 311,650      | NA     | NA   | 80.0   | 62.1 | NA   | 44%      |
| Salesforce       | CRM US  | 272.3        | 260,271      | 26.6   | 23.7 | 6.9    | 6.3  | 1.6  | 17%      |
| ServiceNow       | NOW US  | 1026.9       | 212,560      | NA     | NA   | 16.3   | 13.7 | NA   | 20%      |
| Adobe            | ADBE US | 416.3        | 177,410      | 20.1   | 18.2 | 7.6    | 6.9  | 2.3  | 9%       |
| Palo Alto        | PANW US | 196.3        | 130,913      | NA     | 49.5 | 14.3   | 12.5 | NA   | 17%      |
| 平均               |         |              |              | 31.5   | 29.0 | 17.1   | 13.8 |      |          |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至 2025 年 6 月 9 日收盘

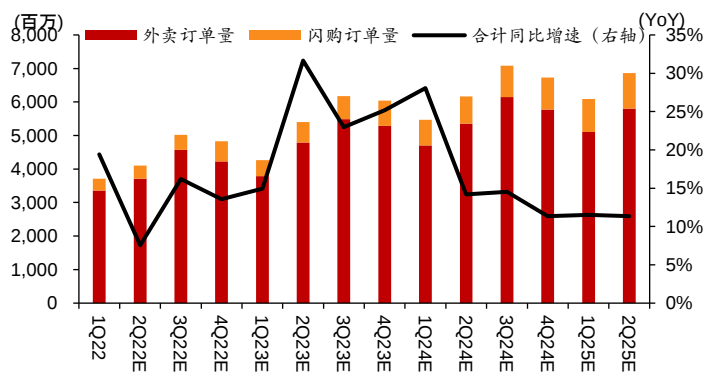
## 板块视角

### 本地生活：关注市占、即时零售协同发展，短期对利润影响较大

因电商玩家均较为看好即时零售、且希望在最确定的高频外卖场景占据一席之地，京东借力“国补”利润增量以攻代守强化即时零售市场布局的举措重新为行业竞争格局带来短期扰动。我们认为行业竞争将在未来几个季度不可避免地加剧，且短期内因竞争格局快速变化，增量投资的体量及对利润的具体影响的程度均缺乏能见度，但我们认为竞争将在适当时刻回归理性。对集团层面利润下滑担忧的聚集、业务快速发展后进入瓶颈期、监管对行业健康发展的进一步规范等因素均有可能成为助推因素。我们在本部分对 2Q25 及 2025 年外卖行业竞争对美团及京东的利润影响进行了敏感性分析。终局视角下，高频外卖用户流量业务的合理利润率水平或取决于生态系统效率（履约网络规模、商户及用户规模、及精准匹配需求的能力），而基于高频流量挖掘多元化高效变现或也将成为中长期竞争的关键，我们仍看好美团长期的投资价值。

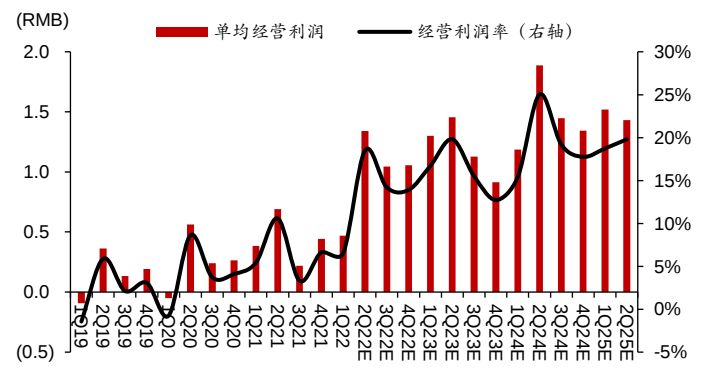
从业务定位来看，京东将其外卖业务定位于满足三个方面的需求：1) 用户对食品安全和质量的需求；2) 商家对合理佣金的需求；3) 骑手对更好保障的需求。管理层指出，截至 5 月 13 日，外卖日均订单量已接近 20mn，其外卖业务目前的重点是：1) 改善用户和商家体验；2) 推动业务规模扩张；3) 提高投资回报率，包括增加新用户和客户流量，提高用户留存率和复购率，其长期目标是加强京东生态系统的协同效应和运营能力。对比美团，我们估算美团 1Q25/2Q25 外卖日均外卖单量分别为 56.7mn/63.8mn；京东外卖日均 20mn 的订单数量接近我们预测的美团外卖日均单量的 1/3。

图 11: 美团：外卖+闪购订单量及同比增速



资料来源：公司资料、招银国际环球市场估算

图 12: 美团：外卖单均盈利



资料来源：公司资料、招银国际环球市场估算

### ■ 关于积极应对竞争对美团外卖业务盈利造成短期亏损影响程度的情景分析

因行业处于激烈竞争中，整体投入及亏损体量处于快速的动态变化之中，为准确预测带来挑战。从运营角度来看，在京东较为激进地拓展外卖业务的过程中，其维持了较为激进的补贴水平，而美团也较大幅度提升了补贴的水平予以应对，以维持较为稳定的市场份额。我们认为美团在短期会通过较为积极的应对举措抵御竞争，而 2Q25 外卖业务的盈利下降幅度或与 618 的补贴力度和行业竞争格局的演绎有较为直接的关联。我们试图通过情景分析来量化短期的补贴影响，假设在保守/正常/激进情景下，美团对外卖业务 2Q25 的单均补贴分别同比增长人民币 0.6/1.0/1.5 元，则对应在其他条件不变的情况下，2Q25 美团外卖的单均 UE 将同比下降至 1.3/0.9/0.4 元，经营利润的绝对值将下降 26/42/75%。

短期来看，尽管面临较为激烈的竞争，我们认为美团通过此前创新的供给模式，如“拼好饭”、“神抢手”、“品牌卫星店”与传统供给结合的模式，叠加更强的多边网络效应，有望维持显著好于行业竞争对手的运营效率，而其短期的盈利能力下滑程度更多的与公司主动的选择相关联，即主动投入多少资源以让竞争对手感受到更多的压力。

图 13：美团：2Q25 外卖业务增加补贴对经营利润影响的情景分析

| (人民币)                               | 保守情景   | 正常情景   | 激进情景   |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| 2Q24 外卖业务单均 UE => A                 | 1.9    | 1.9    | 1.9    |
| 2Q25E 单均补贴同比增长 (RMB) =>B            | 0.6    | 1.0    | 1.5    |
| 2Q25E 外卖业务 UE => C=A-B              | 1.3    | 0.9    | 0.4    |
| 2Q25E 外卖业务订单量(mn) => D              | 5,805  | 5,805  | 5,805  |
| 2Q25E 外卖业务经营利润 => E = D*C           | 7,470  | 5,148  | 2,245  |
| 2Q24 外卖业务经营利润 (招银国际估算) =>F          | 10,095 | 10,095 | 10,095 |
| 2Q25E 外卖经营利润相较 2Q24 的同比下降绝对值=>G=E-F | -2,625 | -4,947 | -7,849 |
| 2Q25E 外卖经营利润相较 2Q24 的同比降幅           | -26%   | -42%   | -75%   |

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

从全年的盈利展望来看，我们目前预测：1) 美团：2025 年我们预计核心本地商业板块的收入/营业利润将同比增长 12%/-2%；其中我们预期外卖单均 UE 将同比下滑至 1.19 元（2024: 1.48 元），外卖经营利润将同比下降 13%；2) 京东：我们预计 2025 年京东 non-GAAP 净利润将同比下滑 2%至 467 亿元。但从近期市场的股价表现来看，市场似乎已经淡化竞争对盈利端带来的短期影响，而更加着眼长期，我们也鼓励投资人更关注长期表现而非仅关注短期的竞争影响。从中长期角度而言，我们认为外卖是规模生意，商户、消费者、骑手的三边网络效应越强的公司有望维持较大的市占，且维持较为稳定且合理的盈利能力。中长期而言，我们仍有信心美团可以维持 70%的中国外卖市场市占，GTV 利润率仍有望在中长期维持接近 3%的水平。

图 14：京东：分业务单元经营利润及预测

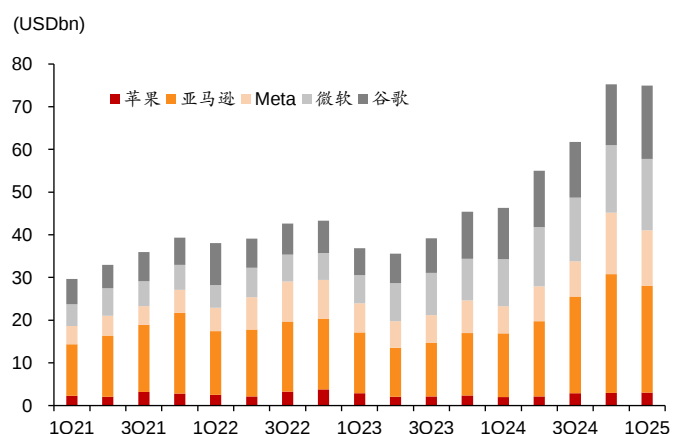
| (人民币百万元)         | 2024           | 2025E           | 2026E          |
|------------------|----------------|-----------------|----------------|
| <b>经营利润</b>      |                |                 |                |
| <b>京东零售</b>      | <b>41,077</b>  | <b>50,222</b>   | <b>52,727</b>  |
| 同比增长             | 14.3%          | 22.3%           | 5.0%           |
| OPM (%)          | 4.04%          | 4.43%           | 4.43%          |
| <b>京东物流</b>      | <b>6,317</b>   | <b>6,693</b>    | <b>8,022</b>   |
| <b>新业务 (含外卖)</b> | <b>(2,865)</b> | <b>(12,174)</b> | <b>(3,455)</b> |
| <b>经营利润合计</b>    | <b>44,529</b>  | <b>44,741</b>   | <b>57,293</b>  |

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

## 云计算：供给仍受限，美国云厂商营收增速表现略有分化但整体仍强劲，中国厂商云营收增速逐季加速趋势有望延续

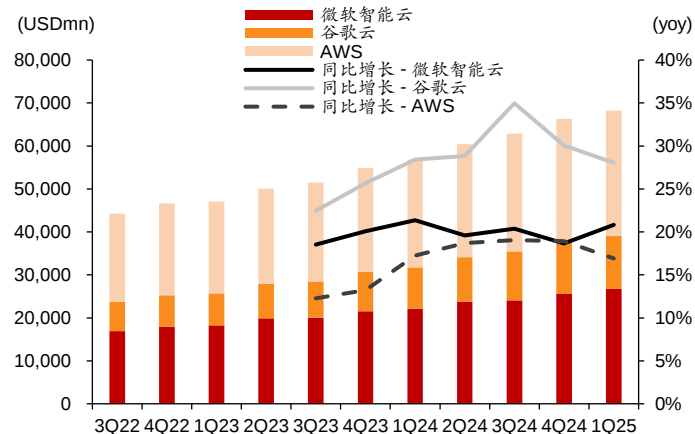
美国云厂商：营收增速略有分化，利润率影响尚未显现。就1Q25季报展现出的趋势来看，美国云厂商云业务营收增速整体维持强劲，微软云业务展现重新加速趋势，而亚马逊和谷歌云业务营收增速环比略有放缓，或可归因于供给仍受限及云业务存在销售周期。AI 云业务营收增长仍强劲，亚马逊 AI 云相关营收仍维持三位数同比增长趋势，微软人工智能云服务对 Azure 的收入增长带来 16ppts 的增速贡献。我们认为，2H25 供给短缺趋势缓解或有望为整体北美云厂商的营收增长提供支撑。利润率层面：谷歌云 OPM 17.8%（1Q24: 9.4%；4Q24: 17.5%）、AWS OPM 39.5%（1Q24: 37.6%；4Q24: 36.9%）仍呈现稳中有升趋势，AI 投资对利润率的拖累尚未完全展现；微软智能云板块运营利润率同比下降 1.5 个百分点至 41.5%，但 AI 的拖累效应仍好于此前市场担忧下较为保守的预期；但展望来看，因 AI 云整体利润率相对较低，营收占比提升对云业务的利润率影响或将在 2H25 逐步显现。

图 15：美国主要科技厂商：资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

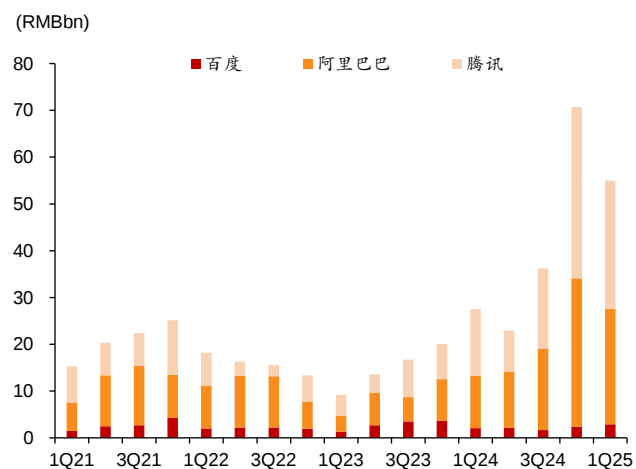
图 16：美国云厂商：营收增速及估算



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

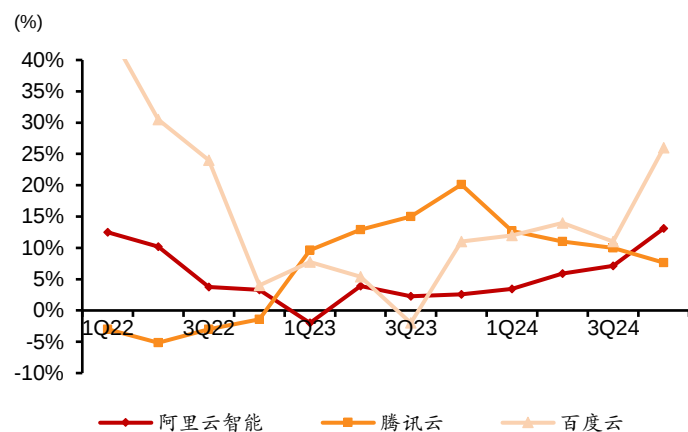
**中国云厂商：营收逐季加速，利润率短期或有波动。**中国互联网公司的云业务发展方面，得益于业务调整的结束及 AI GPU 云的起量，整体云厂商的营收增长处于重新加速状态，阿里云 1Q25 营收+18% YoY（4Q24: +13%），百度云 1Q 营收+42% YoY（优于市场一致预期的+26% YoY）；阿里云 1Q25 利润率 8.0%，同比+2.4ppts，环比-1.9ppts，主因公司对基础设施及研发资源进一步投入以把握中长期发展机遇，公司预期未来几年云业务利润率有望至少维持中高单位数的利润率水平。Capex 方面，阿里、腾讯 Capex 环比均有所下降，或因季节性波动及供给扰动，但 Capex 符合市场预期，且公司维持全年或此前三年 Capex 指引不变。

图 17: 中国云厂商: 资本开支趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 18: 中国云厂商: 营收增速及估算



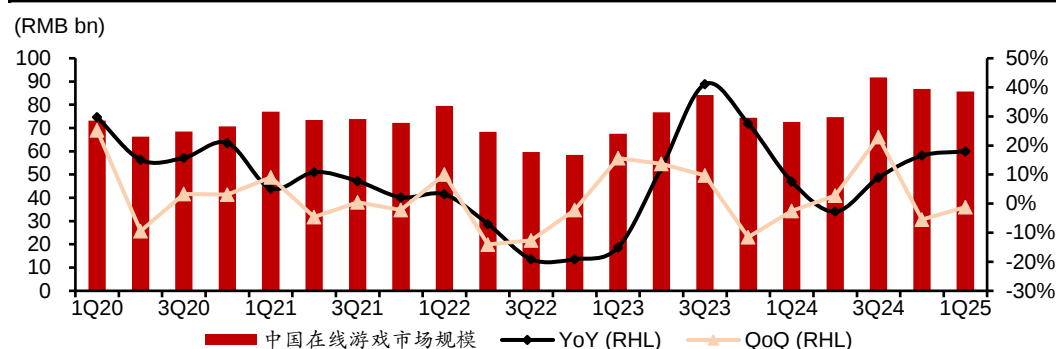
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

## 在线游戏：宏观不确定性较高的环境下，游戏维持稳健增长

我们看好头部游戏公司 FY25 实现稳健的收入和盈利增长，我们预计腾讯/网易/哔哩哔哩 FY25 游戏收入同比增长 12%/10%/21%，业绩具备较高确定性，得益于：1) 行业竞争格局稳定，头部常青游戏表现稳健，部分 24 年底上线的新游戏如网易《漫威争锋》《燕云十六声》和腾讯《三角洲行动》贡献增量；2) 利润率改善，FY25 新游相对较少，销售费用下降，长期看渠道成本优化。

4M25 中国游戏市场收入同比增长 19%至 1,131 亿元，主要得益于头部长线产品的良好表现以及《三角洲行动》《燕云十六声》等新产品带来的增量收入贡献。监管方面，政策继续支持游戏行业健康发展，3 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，明确提出促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费；5 月广东出台《关于推动广东网络游戏产业高质量发展的若干政策措施》，提出支持原创网络游戏精品，支持游戏科技创新等措施。

图 19：中国：游戏市场季度收入趋势



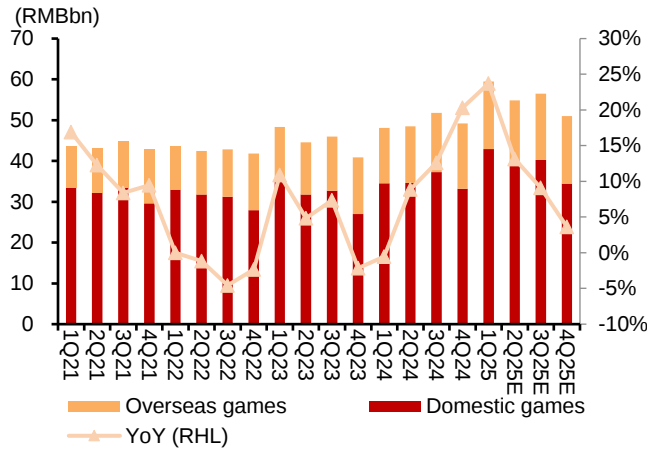
资料来源：伽马数据、招银国际环球市场

**1) 腾讯：**1Q25 游戏收入同比增长 24%，达到 595 亿元（占总收入 33%），较一致预期高 8%。1Q25 国内游戏收入同比增长 24%，达到 429 亿元，主要得益于低基数效应、《三角洲行动》等新游戏的贡献，以及《王者荣耀》和《穿越火线》手游等常青游戏的稳健表现，两款常青游戏的总流水在 1Q25 均创历史新高；1Q25 递延收入同比增长 16%/环比增长 23%至 1,229 亿元，大致匡算 1Q25 流水增长强劲（同比增长 21%），为后续几个季度游戏收入增长提供支撑，自 2Q25 起游戏收入都将面临较高基数，预计收入增速逐季度略有放缓。

**2) 网易：**1Q25 游戏及相关增值服务收入同比增长 12%至 240 亿元（占总收入 82%），较市场预期高 4%，主要受益于：1) 新游戏《燕云十六声》与《漫威争锋》的增量贡献；2) 老游戏如《第五人格》的收入增长。截至 2025 年 3 月，《燕云十六声》注册用户已突破 3,000 万；《漫威争锋》2025 年 4 月第二赛季更新后即登顶 Steam 全球热销榜。2025 年 3 月合同负债同比/环比增长 19%/16%，我们认为将进一步支撑未来几个季度游戏收入的持续增长。展望未来，网易将在全球市场推出多款备受期待的新品，包括《漫威秘法狂潮》《命运崛起》与《无限大》。

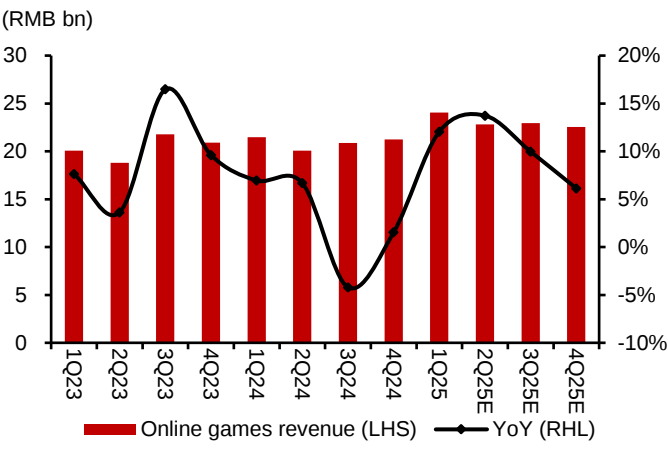
**3) 哔哩哔哩：**1Q25 手游收入同比强劲增长 76%至 17.3 亿元（占总收入 25%），主要受益于《三谋》的良好表现，S7 赛季上线首日日活跃用户数创下 25 年新高，而《FGO》和《碧蓝航线》等老游戏在 1Q25 也维持了稳定的收入表现。管理层看好《三谋》的持续表现，S8 赛季 5 月上线，暑期将推出小游戏版本以及今年年底前将推出港澳台地区的繁体中文版，有望推动手游收入持续增长。

图 20：腾讯：游戏收入趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 21：网易：游戏收入趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 22：哔哩哔哩：分部估值

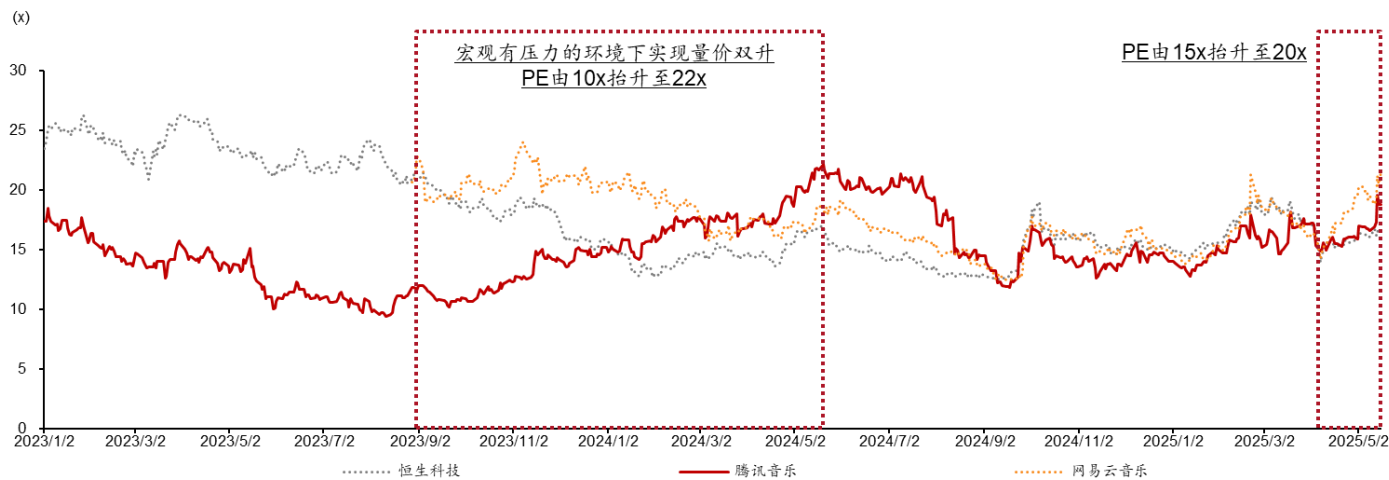
| (人民币百万元)      | 2025E 收入 | 利润率假设(%) | 目标 PS 倍数(x) | 目标 PE 倍数(x) | 目标估值   | 占总估值比例 |
|---------------|----------|----------|-------------|-------------|--------|--------|
| 增值服务(直播+会员)   | 12,215   |          | 1.6         |             | 19,544 | 24.2%  |
| 广告            | 9,661    | 25%      |             | 16          | 38,646 | 47.8%  |
| 手游            | 6,829    | 20%      |             | 16          | 21,854 | 27.0%  |
| IP 衍生品及其他     | 1,878    |          | 0.4         |             | 751    | 0.9%   |
| 总估值(百万元)      |          |          |             |             | 80,795 |        |
| ADS 数量(百万)    |          |          |             |             | 420    |        |
| 每 ADS 目标价(美元) |          |          |             |             | 26.5   |        |

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

在线音乐：ARPPU 提升+运营杠杆推动利润稳健增长

宏观不确定环境下，我们预计在线音乐平台仍然能够实现稳健利润增长，相较其他互联网公司享有一定估值溢价，主因：1) 音乐会员 ARPPU 偏低，用户付费行为受宏观影响有限，会员续费率维持高位；2) 行业竞争格局稳定，高额内容投入成本建立较高竞争壁垒；3) 持续的杠杆效应。我们预计1) 腾讯音乐 FY25 调整后净利润同比增长 16%，主要得益于付费会员数及 ARPPU 均衡增长，目前公司估值处于 20x 一年远期 PE，相较上轮上涨周期（23 年 8 月-24 年 8 月）的估值顶部（22x PE）仍有约 10% 的上行空间；2) 网易云音乐 FY25 调整后净利润同比增长 12%，主要得益于付费用户数增长以及杠杆效应。

图 23：腾讯音乐：1 年远期 PE 趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场

由于音乐娱乐内容板块高确定性的收入及利润增长，受益于板块内资金的流转，腾讯音乐和网易云音乐的在线音乐业务均对应约 1.5x PEG。估值的支撑锚将来自可持续提升付费用户数，提高除音乐及直播以外的付费/变现收入，例如长音频及广告收入。腾讯音乐具备更大的用户群体，并可产生可持续变现的场景及联动。

图 24：腾讯音乐 vs 网易云音乐：在线音乐业务估值倒拆

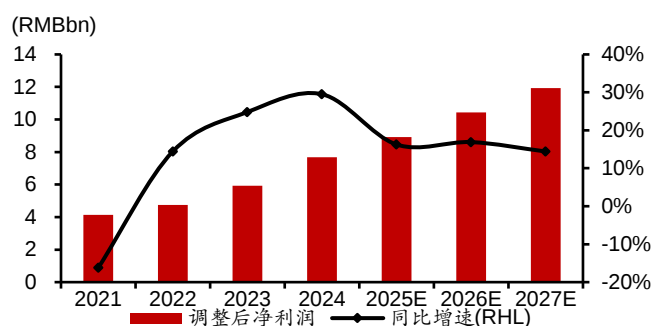
| 腾讯音乐                   |            |              |                 |          |         |         |
|------------------------|------------|--------------|-----------------|----------|---------|---------|
| (人民币百万元)               | 收入 (2025E) | EBIT (2025E) | EBIT利润率 (2025E) | EV/Sales | EV/EBIT | 估值      |
| 当前市值(2025/06/05)       |            |              |                 |          |         | 197,913 |
| - 社交娱乐                 | 5,729      | 1,146        | 20%             | 1.0x     |         | 5,729   |
| - 净现金                  |            |              |                 |          |         | 26,817  |
| 在线音乐业务                 | 25,460     | 6,365        | 25%             |          | 26.0x   | 165,367 |
| 在线音乐EBIT FY25-27E CAGR |            |              |                 |          |         | 17.3%   |
| 网易云音乐                  |            |              |                 |          |         |         |
| (人民币百万元)               | 收入 (2025E) | EBIT (2025E) | EBIT利润率 (2025E) | EV/Sales | EV/EBIT | 估值      |
| 当前市值(2025/06/05)       |            |              |                 |          |         | 45,055  |
| - 社交娱乐                 | 1,940      | 291          | 15%             | 1.0x     |         | 1,940   |
| - 净现金                  |            |              |                 |          |         | 7,490   |
| 在线音乐业务                 | 6,136      | 1,105        | 18%             |          | 32.3x   | 35,625  |
| 在线音乐EBIT FY25-27E CAGR |            |              |                 |          |         | 21.7%   |

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

**1) 腾讯音乐:** 1Q25 在线音乐收入同比增长 16% 至 58 亿元, 主因订阅收入的稳健增长 (同比增长 17%)。1Q25 订阅用户数达到 1.23 亿 (同比增长 8%), 环比净增 190 万; 用户月均 ARPPU 同比增长 8%, 达到 11.4 元, 主要得益于 SVIP 用户规模的扩大以及折扣缩窄。长音频有望成为公司提高 SVIP 会员渗透率的重要驱动力之一, 1Q25 长音频内容帮助公司提升 SVIP 会员的续费率, 未来公司或将继续加大在长音频领域的投入, 探索长音频的变现机会。据艾瑞咨询, 2025 年在线音频市场规模有望达 188 亿元 (对比腾讯音乐 2025E 总收入规模 312 亿元)。在付费用户数增长+ARPPU 提升带动下, 我们预计公司 FY25 全年调整后净利润同比增长 16%。

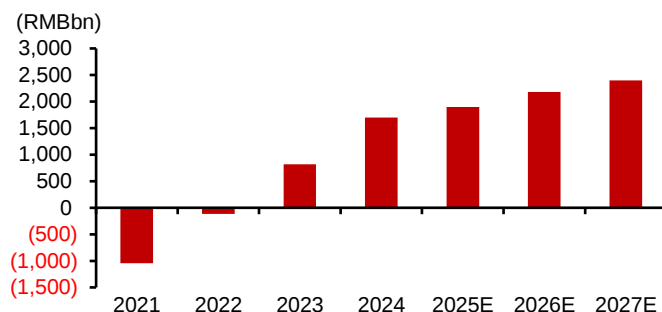
**2) 网易云音乐:** 网易云音乐 1Q25 收入同比下降 8% 至 18.6 亿元, 主要由于社交娱乐收入下滑; 但在有效成本控制下, 音乐毛利率环比提升 4.8 个百分点至 36.7%。FY25 公司将持续驱动音乐付费用户增长, 叠加杠杆效应, 我们预计公司 FY25 调整后净利润同比增长 12%。

图 25: 腾讯音乐: 调整后净利润趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 26: 网易云音乐: 调整后净利润趋势



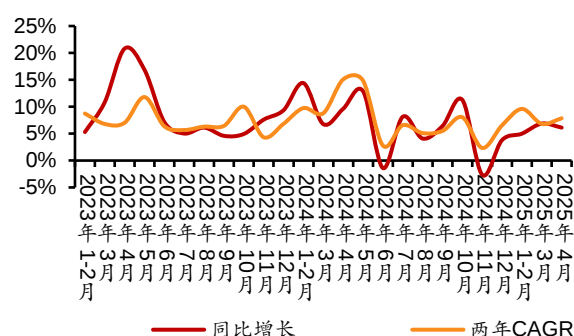
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

## 电商：核心主业盈利增长稳健且好于预期，即时零售及外卖投资对整体利润增长带来不确定性

“国补”驱动消费需求释放的背景下，行业整体 GMV 增速具备韧性且有望在 2Q25 延续。此外，因国补带动用户补贴优化驱动，具备较强自营业务布局的电商公司（如阿里巴巴、京东）1Q25 利润表现好于预期，而自营业务布局相对欠缺的电商平台（如拼多多）需要维持较高补贴水平以应对其他电商平台在“国补”下用户心智更强的竞争压力，致使盈利面临短期挑战。1Q25 业绩中电商平台整体的股东回报水平仍稳健，但前瞻来看，即时零售及外卖的加大投入为集团层面的整体盈利增长和股东回报带来更大不确定性的平台短期股价面临更大压力。在板块整体估值偏低的情况下，相对具备更清晰的主业盈利增速及新业务增长前景的公司或有望跑赢，推荐阿里巴巴。

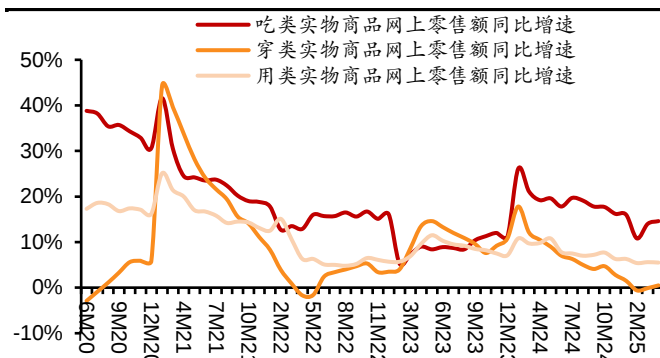
**行业整体 GMV 增速具备韧性，且有望在 2Q 延续：**1Q25 实物商品网上零售额在“国补”驱动下增速具备韧性，实物商品网上零售额同比+5.7%（4Q24：+3.5%），我们估算京东/阿里巴巴 1Q25 GMV 分别+16/6% YoY；展望看，“国补”相关受益品类 4 月整体维持较快增速（4 月家用电器 GMV 整体+38.8%，vs 3 月+35.1%；文化办公用品类 GMV 整体+33.5%，vs 3 月+21.5%；手机略有降速但仍具韧性，4 月+19.9% vs 3 月+28.6%），在此背景下，结合我们对 4 月电商平台的数据跟踪，电商平台 GMV 增速 2Q 仍有望具备韧性。

图 27：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



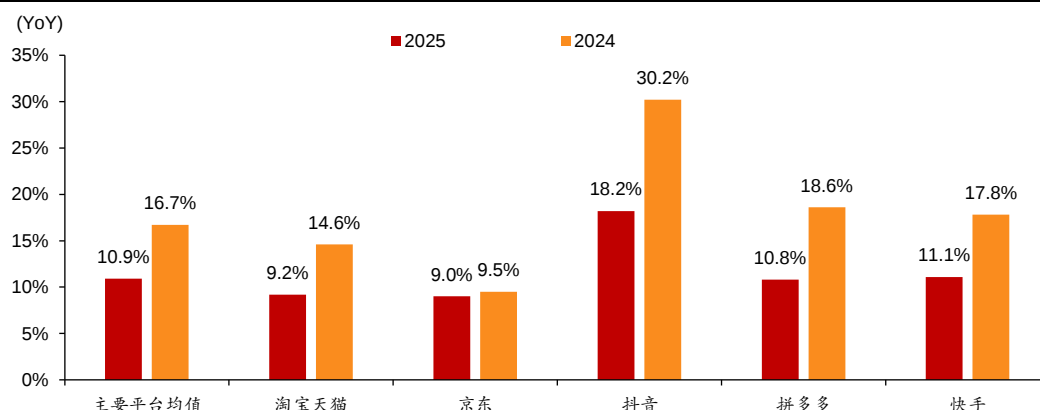
资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 28：中国：吃、穿、用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

从“618 大促”第一周期的数据来看，整体行业 GMV 增速尽管相较去年有所下降，但仍维持稳健增长区间。据易观数据，从 2025 年“618”第一周期的成交额同比增长来看，主要电商平台（淘宝天猫、京东、拼多多、抖音、快手）的整体成交额同比增长 10.9%，相较 2024 年第一周期的 16.7% 有所降速。分平台来看，抖音电商今年的增速仍在主要电商平台中维持领先，快手的 GMV 增速已经与综合电商平台增速趋同，在综合电商平台中，拼多多的 GMV 增速回到与淘宝天猫及京东相近的区间。

**图 29：618 大促：第一周期成交额同比增长情况**

资料来源：易观、招银国际环球市场

注：1) 主要平台定义为淘宝天猫、京东、拼多多、抖音、快手；2) 2025 年第一周期的时间为 5 月 13 日至 5 月 26 日；3) 2024 年第一周期的时间为 5 月 20 日至 6 月 3 日。

**国补带动下用户补贴优化驱动自营业务具备优势的电商平台利润表现好于预期：**1) 1Q25 京东零售经营利润 +38% YoY，较市场预期高 20%，京东将全年对京东零售的指引上调至双位数的营收和经营利润增长（前值：高单位数），我们预测 2025 年京东零售收入/运营利润将同比增长 11.6%/22.3%；2) 阿里淘天集团 1Q25 CMR+12% YoY，较市场预期高 4%，1Q25 adj. EBITA +8%，较市场预期高 6%，我们预测 FY26 阿里巴巴 CMR/淘天集团调整后 EBITA 将 +11%/6%；淘天集团及京东零售盈利好于预期表明国补带动下行业 C 端补贴及市场营销投放效率优于预期。然而，拼多多 1Q25 营收/non-GAAP 净利润分别较彭博一致预期低 6%/39%，我们认为可归因于增量的商户扶持举措，及应对其他电商平台在“国补”下用户心智更强的竞争压力的情况下，拼多多需支出更多的销售营销费用以维持用户心智。我们预测拼多多 2025E 全年营收/non-GAAP 净利润将分别同比+10%/-22%，并认为拼多多的利润增长拐点或有望在 4Q25 显现，届时首批平台生态强化举措和“国补”活动将届满一年，基数效应将有望缓和。

**股东回报水平目前仍稳健，但或隐含增幅空间有限：**1) 阿里巴巴：FY25 全年回购+股息合计 165 亿美元，同比持平，占目前市值 6%；2) 京东：1Q25 回购 15 亿美元，占 2024 年年底发行股份的 2.8%；此外，公司此前 2024 年全年股息为 15 亿美元（占目前市值 3%）。

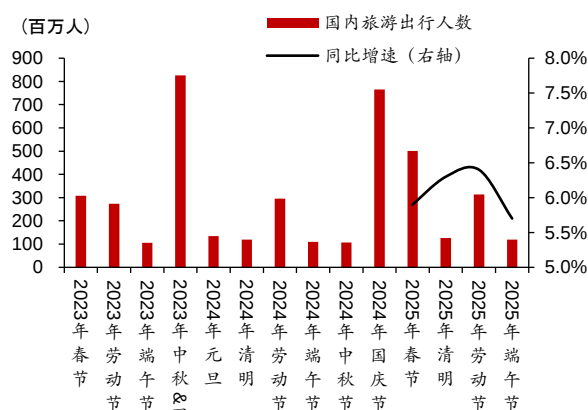
**但前瞻来看，即时零售及外卖加大投入为集团层面的整体盈利增长带来不确定性，造成短期股价承压：**1) 京东业绩后对集团层面的净利润增长没有明确指引，我们目前预测京东集团 2025 non-GAAP 净利润为 467 亿元，-2% YoY，已经较市场一致预期低 2%，但京东外卖体量若增长速度维持，或有可能导致我们的盈利预测进一步下调；2) 阿里巴巴本地生活集团 1Q25 在竞争尚未加剧的情况下已亏损 23 亿元，大幅高于市场预期的 6.36 亿元亏损，且公司指引对于即时零售的投资将由淘天集团和饿了么共同承担，为盈利增长带来部分不确定性；我们目前预测 FY26 阿里巴巴整体 EBITA 将同比增长 14%，主要受益于核心淘天集团 EBITA 增长驱动，且非核心业务进一步减亏。

## 在线旅游：旅游需求具备韧性，出境游增长仍强劲

根据 2Q25 主要节假日的出游趋势跟踪数据及在线旅游平台的数据，我们预计携程及同程 2Q25 业绩将具备韧性。全年维度看，我们认为在旅游需求维持韧性但盈利增长预期被市场计入较为充分的情况下，在线旅游板块的估值波动或是股价波动的主要驱动因素。下半年基本面层面的主要关注点为出境游面临较高基数情况下的增长情况，及酒店业务在佣金率提升空间较为有限的情况下，预订量的增长是否能维持稳健，支撑业绩增长。

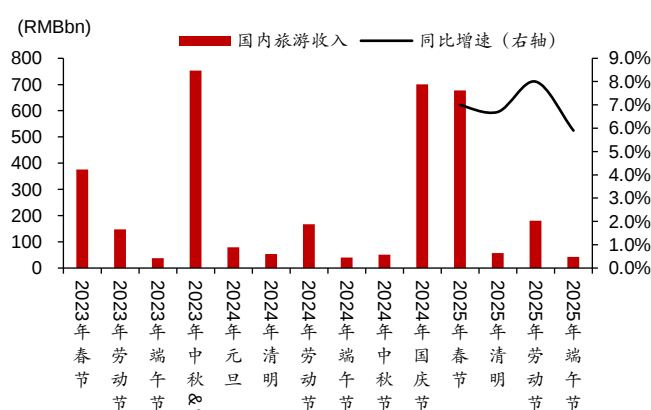
从行业维度看，2Q25 主要节假日出行数据均基本符合市场预期或好于预期。据国家文旅部数据，“五一”假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1,802.69 亿元，同比增长 8.0%。据国家移民管理局数据，五一假期全国边检机关共保障 1,089.6 万人次中外人员出入境，日均 217.9 万人次，较去年“五一”假期增长 28.7%，其中内地居民出入境 577.8 万人次，较去年同期增长 21.2%。从数据来看，内地居民出入境同比增长 21.2% 与清明节出境游数据基本持平，持续好于我们此前 10-15% 的年度出境游人次增长预期。端午节数据方面，据文化和旅游部测算，假期 3 天全国国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%；国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%。

图 30：中国：国内旅游出行人数



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

图 31：中国：国内旅游收入



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

**携程：**对于国内业务，管理层指出，2Q25 QTD（截至 5 月 20 日）预订量增长势头稳健，酒店预订量同比增长约 10%-15%，交通票务量同比增长中低单位数。管理层还提及国内住宿预订的日均房价同比降幅从一季度的高单位数收窄至二季度的中低单位数，呈现改善趋势。携程平台上的出境机票及酒店预订量在 1Q25 已恢复至 2019 年水平的 120% 以上（4Q24：约 120%；1Q24：约 90%），持续领先整体行业约 30-40 个百分点。我们认为这一趋势在 2Q25 有望延续，但下半年该业务的营收增长将面临高基数压力。纯国际业务方面，Trip.com 在 1Q25 贡献了集团 13% 的营收，营收同比增速维持在 50% 以上。考虑到海外市场下半年的季节性优势及携程为推动增长的增量投资，我们预计其营收增速 2H25 将相较 1H25 略有加速。对于 2Q25，我们预计携程集团层面营收将达 146 亿人民币，同比增长 15%，增速环比保持韧性。全年维度，考虑到携程对纯国际业务 Trip.com 的增量投资以支撑业务快速增长，我们预测携程集团营收/non-GAAP 经营利润将同比增长 15/11%。

**同程旅行：**对于 2Q25，我们预计同程旅行的总收入为 47 亿元人民币，同比增长 10%，这是由核心在线旅游业务板块收入同比增长 13% 所推动，但部分被旅游业务收入同比下降 7.5% 所抵消。在核心在线旅游业务中，我们预计交通票务/住宿预订/其他业务的收入同比增长率分别为 10%/12%/25%。我们认为，住宿预订业务稳健收入增长的支撑因素来自：1)

酒店间夜数同比增长 9%；2) 酒店 ADR 同比增长 2%；3) 用户补贴的优化有助于提高酒店的佣金率。我们预计在 3Q25 和 4Q25，住宿预订业务的收入同比增长有望再次加速，这是由较温和的比较基数和较强的季节性因素推动的，我们认为这将有助于酒店间夜数和平均每日房价的增长复苏。我们认为，由于健康的收入增长和销售及营销支出的持续优化，核心在线旅游业务的利润率同比扩张趋势在 2Q25 有望持续。我们预测 2Q25 核心在线旅游业务的 non-GAAP 营业利润率将扩大至 25.5% (2Q24: 24.3%)，整体 non-GAAP 净利润为 7.32 亿元人民币，对应净利润率为 15.7%。全年维度，我们仍预测同程 2025 年核心 OTA 业务的营业利润/调整后净利润将同比增长 25%/18%。我们的目标价维持在 24.0 港元不变，相当于 15.6x 2025E 调整后 PE。

## 在线广告：行业表现分化，商业化效率提升+AI 赋能拉动腾讯/B 站实现较快增长

在线广告行业整体表现预计将继续分化，我们建议首选能够通过 AI 持续提高广告解决方案 ROI 并能够获取增量行业广告预算的平台，包括腾讯、快手、哔哩哔哩。展望 FY25 全年，我们预计腾讯/哔哩哔哩/快手广告收入分别同比增长 17%/18%/14%，主要得益于：1) AI 赋能广告投放 ROI 提升；2) 小游戏/短剧等行业增量广告预算；3) 货币化率提升（哔哩哔哩提升广告加载率/视频号提升广告加载率）。

百度/微博广告业务则相对承压，我们预计百度/微博 FY25 广告收入分别同比下滑 7%/同比持平。百度正在更积极地利用大语言模型对搜索业务进行创新，或将对广告货币化水平产生短期冲击，尽管变现或有望在 2H25 开始，但变现水平及效果仍有待观察；微博主要受宏观不确定性及竞争因素影响，收入占比较高的行业例如美妆个护持续缩减广告预算份额。

**1) 腾讯：**1Q25 营销服务收入同比增长 20%至 319 亿元（占总收入 18%）。分产品看：1) 1Q25 视频号营销收入同比增长超过 60%，主要得益于推荐算法优化，视频号广告加载率在 24 年 8 月的提升；2) 小程序营销收入同比显著增长，得益于微短剧和小游戏的强劲广告需求；3) 微信搜索收入同比快速增长，主因商业问询和点击率的增加。

**2) 快手：**1Q25 在线营销收入同比增长 8%至 180 亿元（占总收入 55%），主要由外循环广告增长推动，其中小游戏/本地生活行业营销支出分别同比增长超 30%/50%，而 1Q25 内循环广告业务面临一定压力，主因高基数效应以及公司对中小商家的流量支持增加。

**3) 哔哩哔哩：**1Q25 广告收入同比增长 20%至 20 亿元（占总收入 29%），主要由于效果广告的增长以及品牌广告的稳健表现，1Q25 效果广告收入同比增长超过 30%，广告主数量同比增长超过 35%。

**4) 微博：**1Q25 广告和营销收入同比持平为 3.39 亿美元（占总收入 85%），按行业划分：1) 汽车行业广告收入因新能源汽车推广预算增加同比保持稳健增长；2) 电商与食品饮料行业广告收入在消费刺激政策支持下均实现强劲的同比增长；3) 3C 数码行业广告收入因新品发布较少及季节性因素同比下滑；4) 在线游戏行业广告收入受高基数效应及缺乏新游戏的影响同比大幅下降；5) 美妆护肤广告收入环比回升、同比降幅收窄。

**5) 百度：**1Q25 百度核心业务的在线广告收入为 160 亿元人民币（占总收入 49%），同比下降 6%，与市场预期一致。随着大语言模型性能的快速提升，同时成本显著优化，百度正更积极地利用大语言模型对搜索业务进行创新。2025 年 4 月，约 35% 的百度搜索结果由生成式人工智能生成（2025 年 1 月：22%），我们预计未来几个季度这一占比将超过 50%。我们预计，百度在开始测试新形式的广告货币化时，仍会优先考虑用户体验的改善而非货币化。测试可能在 2Q25 启动，但全面推出可能需要时间。我们认为，比我们此前预期更为迅速和坚决的产品创新计划应会对近期广告收入增长复苏构成压力，但对长期发展至关重要。对于百度核心业务的广告营收，我们预期 2Q25 广告收入同比下降 10%，并预期 2025 年全年广告收入将同比下滑 7.4%。

图 32：中国在线广告平台季度收入趋势

| 社会零售总额(万亿元) | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 社会零售总额      | 11.5   | 11.3   | 11.5   | 12.9   | 12.0   | 11.6   | 11.8   | 13.4   | 12.5   |
| YoY         | 5.8%   | 10.7%  | 4.2%   | 8.3%   | 4.7%   | 2.6%   | 2.7%   | 3.8%   | 4.6%   |
| 广告收入 (百万元)  | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   |
| 腾讯          | 20,964 | 25,003 | 25,721 | 29,794 | 26,506 | 29,871 | 29,993 | 35,004 | 31,853 |
| 快手          | 13,064 | 14,347 | 14,690 | 18,203 | 16,650 | 17,515 | 17,634 | 20,994 | 17,977 |
| 百度          | 16,568 | 19,586 | 19,672 | 19,153 | 17,008 | 19,164 | 18,771 | 17,906 | 15,978 |
| 微博          | 2,434  | 2,731  | 2,784  | 2,911  | 2,474  | 2,702  | 2,850  | 2,778  | 2,475  |
| 哔哩哔哩        | 1,272  | 1,573  | 1,638  | 1,929  | 1,669  | 2,037  | 2,094  | 2,389  | 1,998  |
| 爱奇艺         | 1,404  | 1,495  | 1,674  | 1,651  | 1,482  | 1,461  | 1,337  | 1,434  | 1,328  |
| 合计          | 55,706 | 64,734 | 66,179 | 73,641 | 65,789 | 72,750 | 72,680 | 80,504 | 71,609 |
| 同比增速        | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   |
| 腾讯          | 16.5%  | 34.2%  | 20.0%  | 20.8%  | 26.4%  | 19.5%  | 16.6%  | 17.5%  | 20.2%  |
| 快手          | 15.1%  | 30.4%  | 26.8%  | 20.6%  | 27.4%  | 22.1%  | 20.0%  | 15.3%  | 8.0%   |
| 百度          | 6.3%   | 14.7%  | 5.2%   | 6.3%   | 2.7%   | -2.2%  | -4.6%  | -6.5%  | -6.1%  |
| 哔哩哔哩        | 22.2%  | 35.8%  | 20.9%  | 27.6%  | 31.2%  | 29.5%  | 27.8%  | 23.8%  | 19.7%  |
| 微博          | 10.1%  | 7.3%   | 3.3%   | 4.5%   | 1.7%   | -1.0%  | 2.4%   | -4.6%  | 0.0%   |
| 爱奇艺         | 5.0%   | 25.3%  | 34.3%  | 6.2%   | 5.6%   | -2.3%  | 20.1%  | 13.1%  | 10.4%  |
| 合计          | 11.4%  | 25.4%  | 16.1%  | 15.7%  | 18.1%  | 12.4%  | 9.8%   | 9.3%   | 8.8%   |

资料来源：国家统计局，公司资料，招银国际环球市场

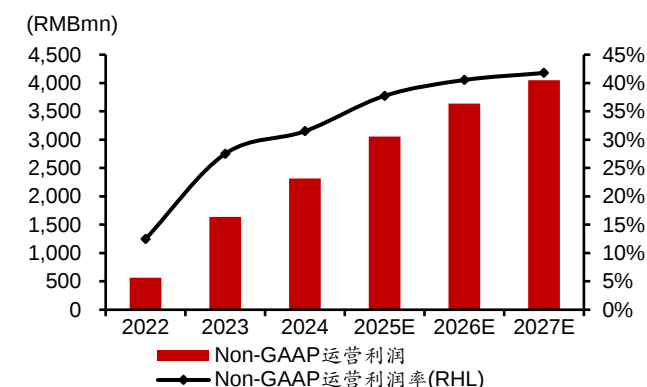
## 垂类平台：盈利增速展望或为支撑估值相较行业溢价的关键

对于在各自领域具备竞争优势的垂类平台而言，短期来看，我们认为盈利增速的边际改善程度及盈利增速的展望为支撑估值维持相较行业溢价的关键。

**Boss 直聘：**公司庞大的企业客户以及求职用户群体建立起高竞争壁垒，双边网络效应下，公司具备较低的获客成本以及良好的经营杠杆，尽管面临宏观不确定性以及关税战影响，我们看好公司通过运营杠杆及费用控制，实现全年 30 亿元非 GAAP 下运营利润目标（同比增长 32%），若政策支持或宏观环境改善好于预期，公司利润以及估值均有望快速改善。公司 1Q25 总收入同比增长 13%至 19.2 亿元，符合一致预期；非 GAAP 净利润同比增长 44%至 7.64 亿元，较一致预期高 11%，主要得益于强劲的运营杠杆效应及有效的运营费用控制。我们的目标价为 21.0 美元，基于 21x FY25 非 GAAP 下 PE。维持“买入”评级。

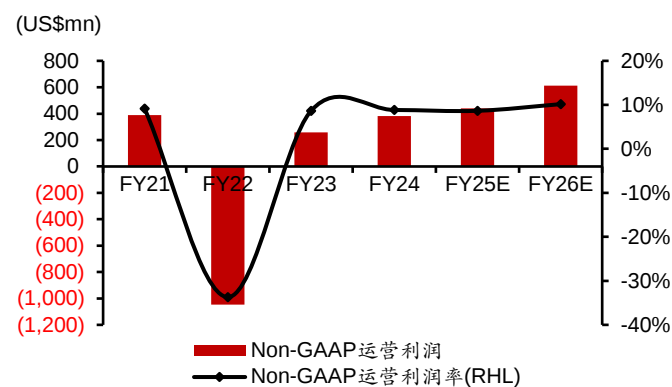
**新东方：**公司出国考培及出国咨询业务（约占 3QFY25 总收入 25%）受到宏观和地缘政治不确定性的影响，叠加文旅等新业务投入，我们预计公司短期在利润端和估值端均有所承压，FY25 调整后运营利润同比增长 5%。公司未来将实施成本削减措施并提高教学设施利用率，关注 FY26E 公司利润率同比改善以及估值修复机会。我们基于 SOTP 的目标价为 76.0 美元，对应 28x FY25 非 GAAP 下 PE。维持“买入”评级。

图 33: Boss 直聘：调整后净利润趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 34: 新东方：调整后运营利润趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

**贝壳：**贝壳 1Q25 业绩超市场预期但由于对展望的指引引发市场担忧。公司 1 季度收入同比增 42%达到 233 亿元人民币，受益于新房业务和新兴业务的强劲表现（同比增+64%和 46%）。Non-GAAP 净利润为 14 亿元人民币，同比持平。公司给出了较为保守的 2 季度及 FY25 业绩指引，我们根据指引测算公司全年净利润约为 73 亿人民币，主因公司需要缓冲地产政策支持力度及效果能否匹敌去年强度的不确定性影响，以及公司可能继续保持在员工规模和薪酬方面的投入。我们维持对贝壳短期谨慎、长期看好的观点。我们基于 SOTP 的目标价为 24.6 美元，对应 29 倍 2025E PE (Non-GAAP)。维持“买入”评级。

## 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的分析员，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误差、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的分析员，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。

#### 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。