

互联网

2025 展望：逆风前行，但可以有更多期待

三条投资主线：关注成熟业务护城河及新发展空间、估值提升空间、出海。展望 2025，增量实质性促消费政策的出台或仍是板块估值结构性提升的关键驱动因素，而在此之前板块或维持震荡，股东回报水平、盈利增速及确定性或为估值的关键支撑。我们建议关注三条主线：1) 成熟业务的护城河及新发展空间，或有望驱动业绩及估值的双升：如受益新游发布的游戏板块、核心业务仍有进一步线上渗透空间的本地生活、AI 技术赋能下广告效果提升及 GPU 云业务带来新增量的广告和云、变现率有提升空间且有望受益于增量促消费政策的电商；建议关注腾讯、网易、阿里巴巴、美团；2) 盈利快速增长已较为充分被预期、但估值或有望进一步修复带来投资机会的板块：如 OTA、短视频、教育，建议关注携程、快手、新东方；3) 出海有望在中长期带来盈利和估值增量的板块，如电商、OTA。

- **观存量：确定性或仍为短期重点。**回顾 2024，宏观逆风仍存的情况下，市场的主要关注点聚焦核心业务盈利增速和确定性、股东回报水平、及新业务扩张带来的增量。展望 2025，从基本面韧性角度来看，全年我们相对偏好本地生活（竞争格局阶段性转好，线上渗透仍有空间）、在线游戏（新游发布推动基本面复苏）、在线旅游（出游呈现刚需化趋势，消费习惯持续向线上迁移）。电商板块整体受到社会消费品零售总额偏弱的影响，虽无需过度担忧国内竞争格局恶化，但不同电商平台面向不同方向补短板的增量投资或拖累短期利润率扩张。在线广告板块中，我们预计不同平台表现维持分化，中短视频平台收入增长维持韧性，而广告主预算或进一步向具备高 ROI 解决方案的头部平台集中。
- **寻增量：促消费、AI、出海。**2025 年行业主要可以期待的增量或来自于：增量促消费政策、生成式 AI 带来的增量云、广告及应用的变现机会、及出海带来的新机遇。出海方面，在海外线上渗透率仍较低而龙头公司已建立较强供应链基础的情况下，OTA 亮眼海外营收增速或有望维持；电商板块因地缘政治风险扰动，目前市场尚未计入海外业务估值，或可期待风险极致演绎后缓释带来的估值重估机会，而国内增量促消费政策出台仍为估值重估的关键；本地生活、云、软件虽已积累早期出海势头但或仍需等待实质性进展，警惕业务发展初期对利润端的扰动。
- **股东回报：稳健、持续、可预期将为估值提供支撑。**以净现金/市值口径计算，中国互联网公司平均比例已经达到 26%（图 9），在主业逐步进入成熟期后，除积极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。建议关注阿里巴巴、腾讯、网易。

优于大市
(维持)

中国互联网行业

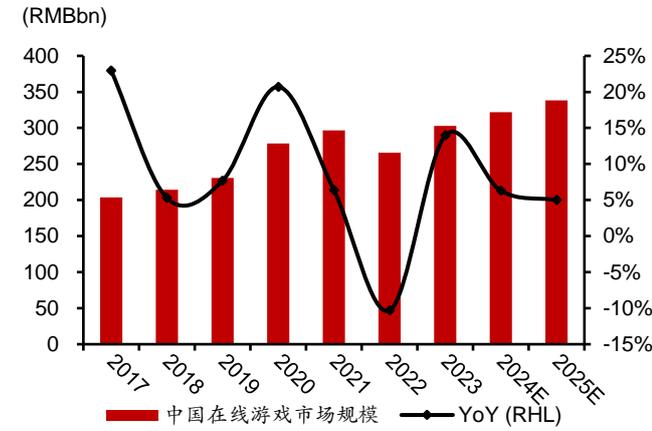
贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

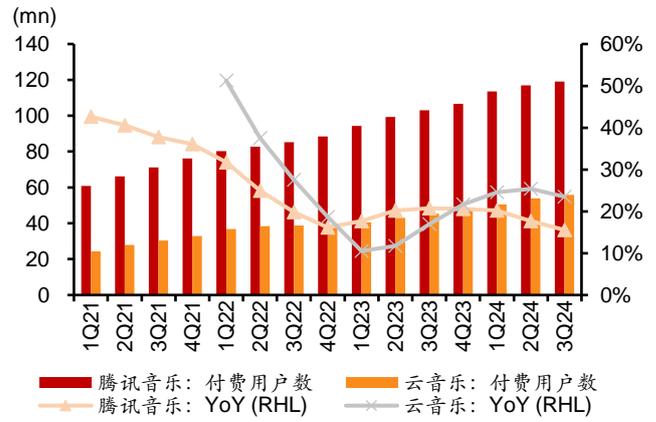
重要图表

图 1: 中国：在线游戏市场规模



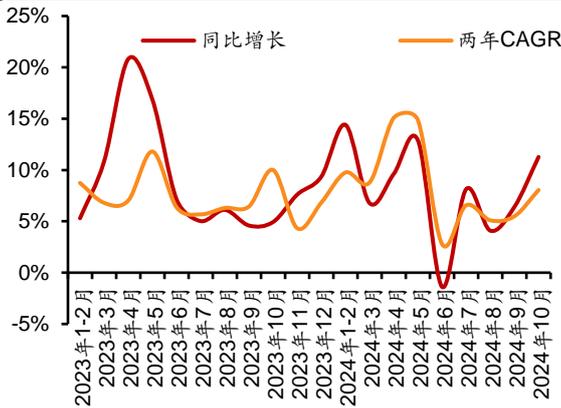
资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

图 2: 在线音乐平台：付费用户数



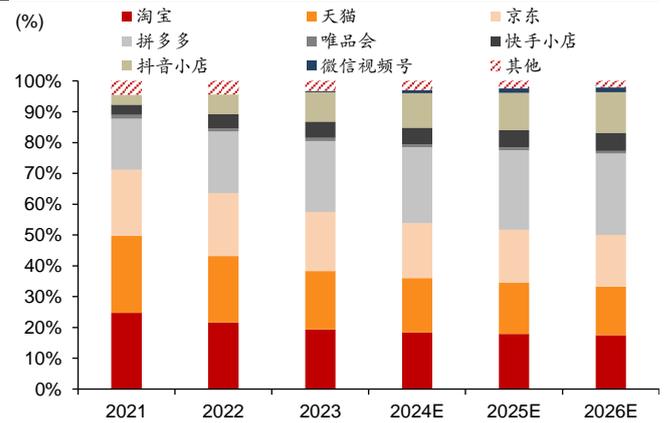
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 3: 中国：实物商品网上零售额同比增长及两年 CAGR



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 4: 中国电商市场份额估算



资料来源：国家统计局、晚点 Latepost、公司资料、招银国际环球市场预测

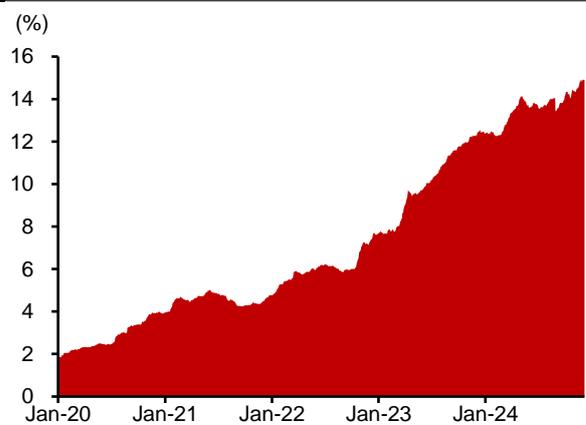
图 5: 互联网：利润弹性对比 (FY25E)



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

注：利润弹性计算详见图 8

图 6: 互联网：港股通平均持股比例趋势



资料来源：Wind、招银国际环球市场

中国互联网：逆风前行，但可以有更多期待

展望 2025，增量实质性促消费政策的出台或仍是板块估值结构性提升的关键支撑因素，而在此之前板块或维持震荡趋势，股东回报水平、盈利增速及增长的确定性或为估值的关键支撑。从个股 alpha 的角度，全年我们建议关注三条主线：1) 成熟公司成熟业务的护城河及新发展空间，或有望驱动业绩及估值的双升：如受益新游发布的游戏板块、核心业务仍有进一步线上渗透空间和降补贴空间的本地生活板块、AI 技术赋能下广告效果提升及 GPU 云业务带来的新增量的广告和云板块、变现率有提升空间且有望受益于增量促消费政策的电商；建议关注腾讯、网易、阿里巴巴、美团；2) 盈利快速增长已较为充分被预期、但估值或有望进一步修复带来投资机会的板块：如 OTA、短视频、教育，建议关注携程、快手、新东方；3) 关注业务出海的新进展：OTA 或维持亮眼营收增长表现，电商板块期待地缘政治风险缓释后的重估机会，本地生活、云、软件仍等待实质性进展，短期关注业务发展初期对利润端的扰动。

从传统龙头互联网公司（阿里巴巴、腾讯）的业务发展趋势来看，强化核心国内主业的护城河、在新技术持续投入并寻求与主业的协同和进一步提效、及海外扩张支撑长期营收和盈利的增长仍为重要的布局方向。此外，基于稳定的主业盈利强化股东回报亦为估值水平带来了支撑。就百度而言，尽管其核心搜索广告业务短期增长面临挑战，其竞争对手在不同的搜索场景和细分垂类逐步获取用户的搜索心智，但百度在较为激进地投资于技术创新、并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景（ie: 智能体）以获取增量的变现机会。

展望 2025，从细分子行业的基本面韧性角度来看，全年我们相对偏好本地生活（竞争格局阶段性转好，线上渗透仍有空间）、在线游戏（新游发布推动基本面复苏）、在线旅游（出游呈现刚需化趋势，消费习惯持续向线上迁移）。电商板块整体受到社会消费品零售总额偏弱的影响，虽无需过度担忧国内竞争格局恶化，但不同电商平台面向不同方向补短板增量投资或拖累短期利润率扩张。在线广告板块中，我们预计不同平台表现维持分化，中短视频平台收入增长维持韧性，而广告主预算或进一步向具备高 ROI 解决方案的头部平台集中。

图 7：互联网：子行业景气度打分

子行业	线上渗透率提升空间	营收增速	盈利增速	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
本地生活	★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★★☆☆☆	★★★☆☆
在线音乐	★☆☆☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆
在线旅游	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆	★★★☆☆	★☆☆☆☆	★★★★☆
在线游戏	★☆☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆☆	★★★☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆
电商	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★★★★☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆
在线广告	★☆☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆☆	★★★☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆

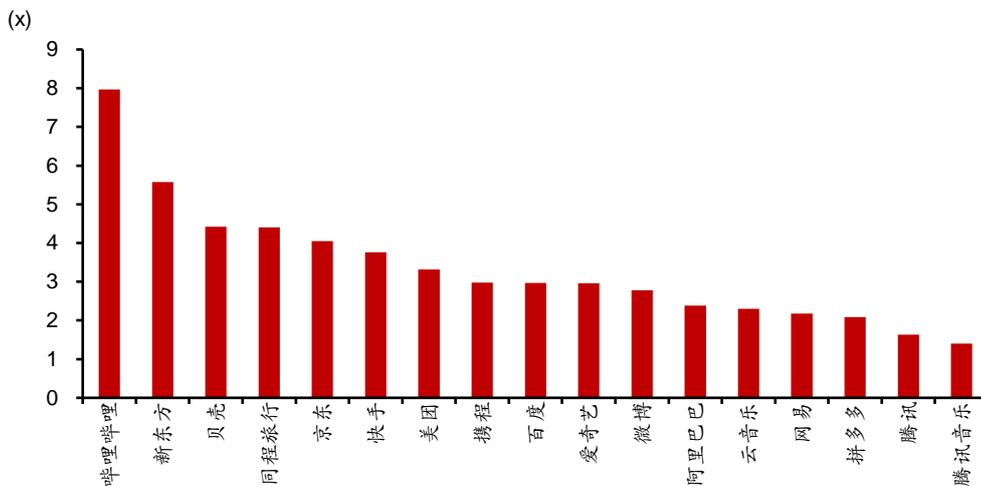
资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、CNNIC、招银国际环球市场注：本地生活/在线旅游/电商基于线上 GTV 渗透率水平判断，在线广告基于线上广告收入份额判断，在线音乐/游戏基于线上用户渗透率判断；营收和盈利增速基于招银国际对 2H24 展望；行业竞争格局基于 CR5 市场份额等数据判断；韧性程度基于收入增速与 GDP 或社会零售额增速相关度等因素判断

从市场情绪的维度看，复盘过去三年行业股价表现，因情绪推动的行业整体估值修复过程中，寻找高 beta 标的较为关键，过去三轮主要上涨周期中，哔哩哔哩、达达、微盟、美团、商汤科技、爱奇艺、拼多多、金蝶或具备此属性。

12 月 9 日中央政治局会议提及货币政策从“稳健”调整为“适度宽松”，且首次提及“加强超常规”逆周期调节，同时提及“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”；此前 11 月 18 日财政部部长表示 2025 年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”，或预示增量促消费政策有望出台。尽管目前增量促消费政策所覆盖的范围及推行的时间周期仍待明确，但增量举措下我们预期：1) 电商平台股价因估值整体较低且有望直接受益而具备较大弹性；2) 本地生活/在线旅游平台有望持续受益；3) 广告平台有望间接受益于消费复苏带动的广告投放需求提升。

若政策带动公司收入超预期，部分具备较高运营杠杆（较高固定费用）的公司在盈利端预计将有更高弹性。按照盈利弹性排序（即收入每变动 1%，运营利润变动 x%）的公司详见图 8，包括哔哩哔哩、新东方、贝壳、同程旅行、京东、快手、美团、携程、百度、爱奇艺、微博、阿里巴巴、云音乐、网易、拼多多、腾讯、腾讯音乐。

图 8：互联网：利润弹性比较



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

注：利润弹性 = FY25E 公司毛利率/运营利润率，即假设收入每变化 1%，毛利率及运营费用不变的假设下，企业运营利润变动的百分比

- 本地生活：**展望 2025 年，我们认为本地生活板块整体竞争格局或有望维持稳定，外卖/到店板块 GTV 或分别有望维持~10%/20%+的同比增长，主要由于线上渗透率持续提升及品类扩张推动，而受益于用户端降补贴及经营杠杆释放，利润增速仍有望快于 GTV 增速。外卖业务的运营重点除持续丰富平台供给驱动核心用户频次提升以外，高质量用户的多元化变现或值得关注。到店板块中 GTV 增长或仍是盈利增长的主要驱动因素，主要关注低线城市的持续渗透及通过新形式满足核心品类多元化的消费需求。我们维持对美团的“买入”推荐，外卖业务补贴优化及到店板块低线城市渗透持续或有望支撑盈利增长能见度至少维持至 2Q25。
- 在线音乐：**我们预计 2025 年在线音乐收入维持 10-15%的较快增长，主要由付费用户数以及 ARPPU 的平衡增长所驱动。长期看，腾讯音乐/云音乐付费率水平 (21/25%) 相较 Spotify 在不同地区的付费率仍有较大提升空间，我们看好付费用户数的持续增长，但增长速度取决于公司的运营策略以及在付费用户数与 ARPPU 间的平衡。分公司看：1) 我们预计腾讯音乐 2025 年音乐收入同比增长 15%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 8/8%，公司将继续平衡付费用户数及 ARPPU 增长，减少绿钻会员折扣，提升 SVIP 会员渗透率；2) 我们预计网易云音乐 2025 年在线音乐收入同比增长 12%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 10/2%。

- **在线旅游：**展望 2025 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望维持较 GDP 增速高 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 8%，OTA 营收增速受益于线上渗透率持续提升或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10% 左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%，主要得益于优异的供应链能力和服务能力及已经建立的品牌效应支撑。
- **在线游戏：**我们预计 2025 年中国游戏市场维持约 5% 的平稳增长，竞争仍然激烈，行业收入增量将主要集中在少数新品。当前行业环境下我们建议从游戏产品出发，自下而上精选个股，关注 2025 年具备优质游戏产品储备的腾讯、网易。我们预计腾讯 FY25 游戏收入同比增长 8%，增量主要来自于 DnF 手游的全年贡献以及海外游戏收入的增长；我们预计网易 FY25 游戏及其他增值服务收入同比增长 7%，增量主要来自于《燕云十六声》《漫威争锋》等新游、暴雪游戏回归以及《永劫无间》手游的全年贡献。
- **电商：**2024 年电商板块整体受到消费情绪偏弱的影响，直播电商在流量增长放缓的情况下给传统平台电商带来的竞争呈现边际缓和趋势。4Q24 电商行业整体虽受益于“国补”增量，但补贴周期具体延长的时间及品类范围扩展或仍为增长趋势是否可以外推至 2025 年的关键关注点。在注重 ROI 的指引下，整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化，但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力，利润端或也不应有过高期待。股价区间震荡过程中较高的股东回报水平仍是估值的关键支撑。展望 2025，实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税幅度等不确定性进一步明晰或为行业估值进一步上行的关键支撑因素。基于目前的能见度，我们预测 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1%（对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%）。短期视角下京东因带电品类 GMV 占比较同业更大、且具备供应链优势，有望在国补中受益更多，但中期视角下仍建议关注市场预期重回理性后变现率有望结构性提升、且具备稳定股东回报水平的阿里巴巴，及估值与电商同业回到相同区间但营收、利润增速有望显著高于同业的拼多多。
- **在线广告：**我们预计 2025 年中国主要在线广告平台收入同比增长 12%，相较 2024 年有望加速，主要得益于：1) 消费情绪修复（社会零售总额 FY25E +5% YoY vs FY24E +4% YoY）；2) AI 及大模型改进推荐算法，驱动用户时长及广告转化率提升，带动广告库存/需求/价格增长；3) 微短剧及小游戏等新兴行业带来增量广告需求。从股票推荐维度，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩有望同时受益于这三大驱动力，2025 年有望维持快于行业的广告收入增长。首推腾讯，预计 FY25 营销收入同比增长 17%，视频号广告加载率仍有提升空间、AI 持续提升广告 ROI 及单价、小游戏/微短剧驱动小程序广告收入增长；预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 17%，主要得益于电商行业广告预算增量、广告加载率提升以及广告算法持续迭代；预计快手 FY25 广告收入同比增长 15%，小游戏/微短剧推动外循环广告收入加速增长，同时内循环广告业务变现率仍有提升空间。

图9：互联网行业：股东回报统计

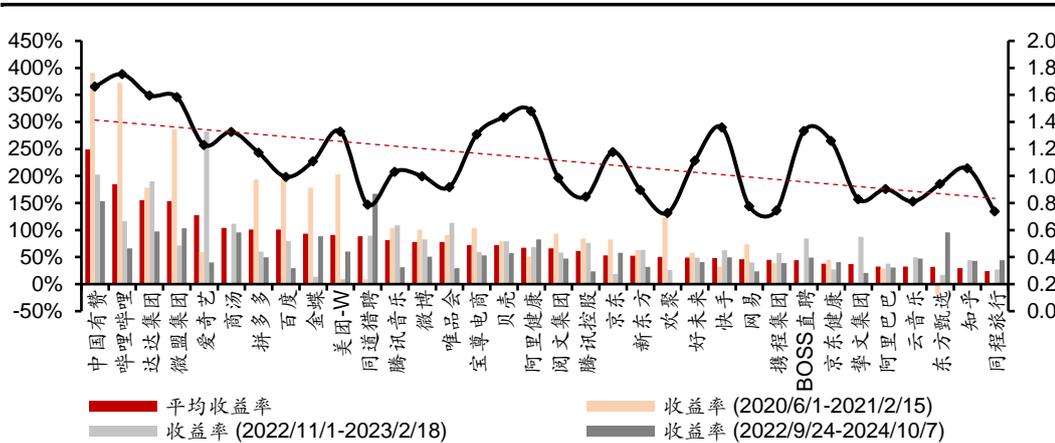
公司	股票代码	股价 (交易地)	市值 (百万美元)	现金流生成			股东回报				股息			股票回购		
				FY23净现金 (百万美元)	自由现金流/ 市值 FY24E	净现金/市值 FY23	股息+回购- SBC FY24E	股息率 FY24E	股票回购/ 市值 FY24E	SBC/市值 FY24E	每股股息(交易地) FY24E	每股股息(交易地) FY23	股息分派 比率 FY24E	FY24E	FY23	FY22
中国																
VIPShop	VIPS US	13.1	6,719	3,549	12.6%	52.8%	11.1%	3.8%	10.6%	-3.3%	0.50	0.43	24.3%	(712)	(699)	(931)
JD.com	JD US	37.2	59,180	28,524	9.0%	48.2%	7.4%	2.0%	6.6%	-1.2%	0.75	0.76	26.5%	(3,900)	(356)	(271)
Boss Zhipin	BZ US	13.9	6,265	1,779	5.8%	28.4%	4.3%	0.4%	5.6%	-1.6%	0.06	-	11.0%	(350)	NA	(137)
Weibo	WB US	9.8	2,389	520	18.8%	21.8%	3.8%	5.7%	2.4%	-4.3%	0.56	0.82	42.6%	(58)	NA	(58)
NetEase	NTE US	91.3	58,622	14,961	8.1%	25.5%	3.7%	1.9%	2.6%	-0.8%	1.78	2.60	27.6%	(1,500)	(739)	(1,238)
Alibaba	BABA US	85.9	204,949	81,186	10.4%	39.6%	3.6%	0.8%	5.0%	-2.2%	0.73	-	12.0%	(10,226)	(10,909)	(9,542)
Tencent	700 HK	412.6	491,328	1,115	5.4%	0.2%	2.8%	1.1%	2.6%	-0.9%	4.49	2.40	20.0%	(12,820)	(6,190)	(4,787)
TME	TME US	12.6	21,637	3,691	4.9%	17.1%	2.2%	0.5%	2.2%	-0.5%	0.06	-	10.7%	(465)	NA	(465)
Meituan	3690 HK	162.4	126,983	11,905	2.7%	9.4%	1.7%	0.0%	2.8%	-1.1%	-	-	0.0%	(3,500)	-	-
Beike	BEKE US	18.8	22,741	5,056	5.5%	22.2%	1.0%	1.1%	2.0%	-2.1%	0.21	-	34.6%	(458)	(719)	(196)
Kingsoft	3888 HK	33.0	5,665	2,961	7.5%	52.3%	0.2%	0.6%	2.0%	-0.9%	0.19	0.13	20.3%	(28)	(31)	(24)
Kuaishou	1024 HK	47.6	26,378	3,838	9.5%	14.5%	0.1%	0.0%	2.2%	-2.1%	-	-	0.0%	(589)	(182)	-
Cloud Music	9899 HK	129.4	3,602	1,338	4.6%	37.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	-	-	-	0.0%	(4)	-	(5)
China Literature	772 HK	28.7	3,739	845	4.2%	22.6%	-0.5%	0.0%	0.0%	-0.5%	-	-	0.0%	-	-	-
Trip.com	TCOM US	69.1	47,211	1,939	4.7%	4.1%	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.6%	-	-	0.0%	(26)	(224)	-
TCEL	780 HK	18.4	5,494	863	9.7%	15.7%	-0.7%	0.5%	0.0%	-1.3%	0.10	-	10.9%	-	-	-
Pinduoduo	PDD US	99.9	138,724	29,156	16.0%	21.0%	-1.1%	0.0%	0.0%	-1.1%	-	-	0.0%	-	-	-
Baidu	BIDU US	86.4	30,307	15,393	11.2%	50.8%	-1.5%	0.0%	1.6%	-3.1%	-	-	0.0%	(478)	(669)	(286)
Bilibili	BILI US	19.1	8,039	1,068	-0.8%	13.3%	-2.3%	0.0%	0.0%	-2.3%	-	-	0.0%	-	NA	(52)
美国																
Alphabet	GOOG US	176.5	2,160,414	82,049	5.0%	4.1%	2.5%	0.3%	3.1%	-1.0%	0.60	-	7.8%	(67,004)	(62,187)	(71,821)
Apple	AAPL US	242.8	3,670,726	38,169	2.0%	1.1%	2.4%	0.4%	2.3%	-0.3%	0.99	0.94	14.7%	(83,400)	(76,600)	(90,200)
Microsoft	MSFT US	443.6	3,297,890	(22,309)	2.3%	-0.7%	1.1%	0.7%	0.7%	-0.3%	3.18	2.72	24.0%	(23,217)	(18,400)	(28,033)
Meta	META US	623.8	1,574,700	27,479	2.9%	2.1%	0.8%	0.3%	1.5%	-1.0%	2.00	-	9.4%	(23,980)	(20,030)	(27,930)
Nvidia	NVDA US	142.4	3,488,356	14,928	1.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.3%	0.04	0.16	1.6%	(8,560)	(10,040)	(7,080)
Tesla	TSLA US	389.2	1,249,419	19,521	0.2%	3.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%	-	-	0.0%	-	-	-
Amazon	AMZN US	227.0	2,387,223	(67,776)	2.3%	-3.8%	-1.0%	0.0%	0.1%	-1.1%	-	-	0.0%	(3,000)	-	(6,000)

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场；数据截至2024年12月6日

注：1) FY24E 回购金额预估基于FY23以及FY22年股份回购金额的均值或我们预估；2) FY24E 净现金/现金流/每股股息基于彭博一致预期或我们预估

复盘过去三年上涨、震荡和下跌阶段的股价表现，1) 因情绪推动的行业整体估值修复过程中，寻找高 beta、高回报的标的较为关键，复盘过去三轮主要上涨周期，哔哩哔哩、达达、微盟、美团、商汤科技、爱奇艺、拼多多、金蝶或具备此属性（图 10）；而震荡和行业下跌阶段需精选个股，盈利增速和确定性、股东回报水平为较重要的关注因素。

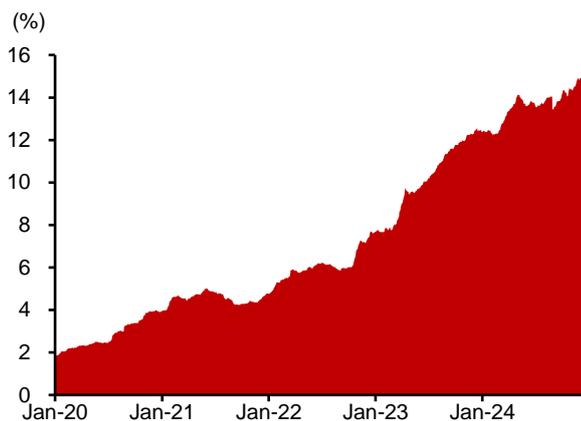
图 10：过去三年主要上涨轮次期间个股收益及 Beta 比较



资料来源：Wind、招银国际环球市场

自 2020 年初以来，港股通互联网及软件公司的平均港股通持股比例呈现持续上升的趋势，由 2020 年初的 1.9%，提升至 2024 年 12 月 6 日的 14.9%。从板块具体标的来看，包括阿里巴巴/腾讯/美团/携程的港股通持股比例分别为 4.4/10.0/12.3/13.1%，相较互联网板块均值仍有提升。

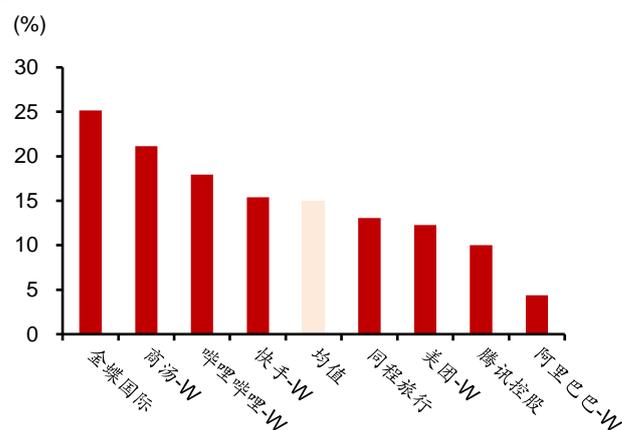
图 11: 互联网: 平均港股通持股趋势



资料来源: Wind、招银国际环球市场

注: 主要标的涵盖: 金蝶国际、商汤、哔哩哔哩、快手、同程旅行、美团、腾讯控股、阿里巴巴

图 12: 互联网: 港股通持股比例



资料来源: Wind、招银国际环球市场

注: 数据截至 12 月 6 日

图 13: 互联网行业: 估值水平

公司	股票代码	股价 (交易货币)	市值 (百万美元)	PE (x)		PS (x)		PEG 2025E	EPS CAGR 23-25E
				2024E	2025E	2024E	2025E		
Tencent	700 HK	409.8	488,468	16.6	15.0	5.4	5.0	0.7	25%
Alibaba Group	BABA US	89.0	212,223	10.2	9.1	1.5	1.4	1.5	7%
Pinduoduo	PDD US	103.4	143,627	9.1	8.0	2.6	2.1	0.2	51%
Meituan	3690 HK	167.0	130,706	22.2	17.9	2.8	2.4	0.4	57%
NetEase	NTES US	96.9	62,496	14.5	13.2	4.3	4.0	4.1	4%
JD.com	JD US	38.2	61,907	9.9	9.0	0.4	0.4	0.5	21%
Trip.com Group	TCOM US	72.8	46,896	20.5	19.2	6.5	5.6	0.8	27%
Baidu	BIDU US	89.4	31,338	8.9	8.8	1.7	1.6	NA	-2%
Kuaishou	1024 HK	46.6	25,851	10.8	8.8	1.5	1.3	0.2	53%
Beike	BEKE US	20.5	24,783	21.8	19.0	2.0	1.7	NA	-1%
TME	TME US	11.8	20,215	17.7	13.1	5.2	4.7	0.5	31%
JD Health	6618 HK	30.2	12,403	24.2	21.6	1.6	1.4	2.1	11%
YMM	YMM US	11.5	12,026	22.2	18.1	7.9	6.6	NA	37%
New Oriental	EDU US	63.2	10,455	27.5	19.8	2.4	2.0	0.4	67%
Bilibili	BILI US	20.2	8,408	NA	34.9	2.3	2.0	NA	NA
Ali Health	241 HK	3.7	7,679	28.8	28.8	1.8	1.8	0.7	43%
VIPShop	VIPS US	13.8	7,351	6.3	4.6	0.5	0.5	NA	NA
SenseTime	20 HK	1.6	7,141	NA	NA	11.6	9.0	NA	NA
Boss Zhipin	BZ US	14.5	6,498	18.4	16.3	6.4	5.7	1.2	15%
Kingsoft	3888 HK	33.7	5,783	28.5	22.5	4.1	3.6	0.4	79%
TCEL	780 HK	18.9	5,667	16.3	13.7	2.4	2.1	0.7	22%
China Literature	772 HK	28.6	3,730	19.4	17.3	3.5	3.3	1.1	17%
Cloud Music	9899 HK	129.8	3,611	18.1	16.6	3.2	3.0	0.3	57%
Weibo	WB US	10.4	2,523	5.7	5.6	1.4	1.4	NA	-6%
iQiyi	IQ US	2.4	2,255	10.3	9.2	0.6	0.6	NA	-18%
PA Healthcare	1833 HK	6.2	892	42.2	33.3	1.4	1.3	NA	NA
Baozun	BZUN US	2.7	164	NA	9.3	0.1	0.1	NA	NA
平均				18.1	16.3	3.2	2.8		
NVIDIA	NVDA US	139.3	3,411,702	NA	47.7	57.5	26.5	NA	199%
Microsoft	MSFT US	449.0	3,338,187	38.0	34.3	13.6	12.0	2.3	17%
Amazon	AMZN US	230.3	2,421,186	36.7	32.3	3.8	3.4	1.0	37%
Alphabet	GOOGL US	195.4	2,399,707	23.8	21.3	8.1	7.0	1.0	23%
Meta	META US	632.7	1,597,766	27.2	24.2	9.8	8.5	0.8	32%
Tesla	TSLA US	424.8	1,363,537	NA	NA	13.7	11.7	NA	3%
Netflix	NFLX US	936.6	400,340	47.2	39.3	10.3	9.2	1.2	40%
Salesforce	CRM US	354.9	339,591	43.3	35.4	9.8	9.0	1.0	43%
Adobe	ADBE US	549.9	242,079	30.1	26.8	11.3	10.2	2.2	14%
ServiceNow	NOW US	1147.2	236,319	NA	NA	21.5	17.8	NA	26%
Intuit	INTU US	670.6	187,701	39.9	34.8	11.6	10.3	2.4	16%
Shopify	SHOP US	117.4	150,715	NA	NA	17.1	13.9	NA	47%
平均				35.8	32.9	15.7	11.6		

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 截至 12 月 11 日收盘

龙头互联网公司：关注核心业务护城河、新技术应用及海外拓展

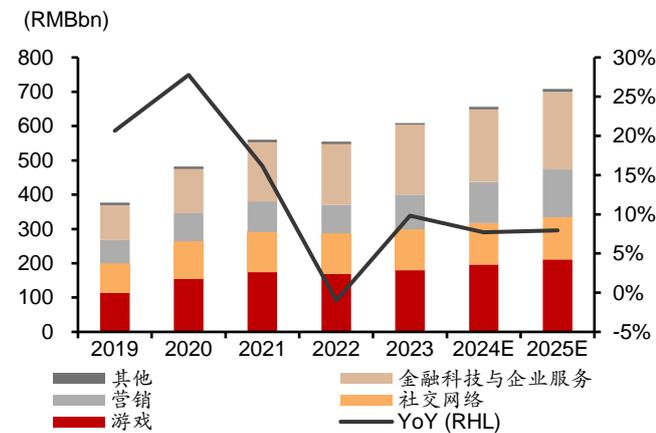
从传统龙头互联网公司（阿里巴巴、腾讯）的业务发展趋势来看，强化核心国内主业的护城河、在新技术持续投入并寻求与主业的协同和进一步提效、及海外扩张支撑长期营收和盈利的增长仍为重要的布局方向。此外，基于稳定的主业盈利强化股东回报亦为估值水平带来了支撑。就百度而言，尽管其核心搜索广告业务短期增长面临挑战，其竞争对手在不同的搜索场景和细分垂类逐步获取用户的搜索心智，但百度在较为激进的投资于技术创新、并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景（ie: 智能体）以获取增量的变现机会。

腾讯：竞争优势稳固，关注 AI/电商/游戏出海等中长期增长机会

展望 2025，我们看好腾讯继续维系在社交/游戏/广告等消费互联网赛道的竞争优势，能够维持或进一步提升在各赛道的市场份额，公司国内主业的护城河将支撑稳健盈利增长以及股东回报水平，我们预计腾讯 FY25 总收入/Non-IFRS 运营利润同比增长 8%/10%。分具体业务看，我们预计 2025 年：1) 游戏业务收入健康增长，得益于 DNF 手游贡献全年收入以及海外游戏收入增量；2) 营销业务收入有望维持快于行业增长，持续获取市场份额，主要受益于微信生态内新的广告形式贡献增量以及 AI 提升广告 ROI；3) 金融科技及企业服务（FBS）业务增长将与宏观以及消费复苏情况较为一致。

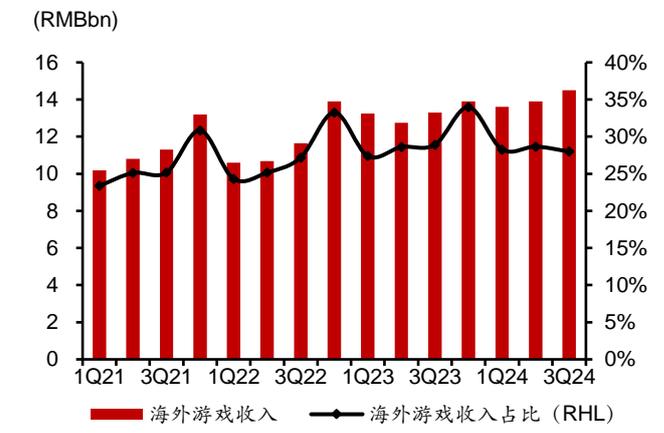
从中长期维度，腾讯的主要增量空间将来自于：1) AI 提高广告产品 ROI、提升游戏研发效率及品质、改善用户社交及娱乐体验，驱动收入增长并提升盈利能力；2) 微信电商生态持续完善，驱动内循环电商广告及佣金收入增长；3) 通过投资/自研/代理等多途径发展海外游戏业务，推动公司在海外游戏市场的份额持续提升。

图 14: 腾讯：总收入趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 15: 腾讯：海外游戏收入占比



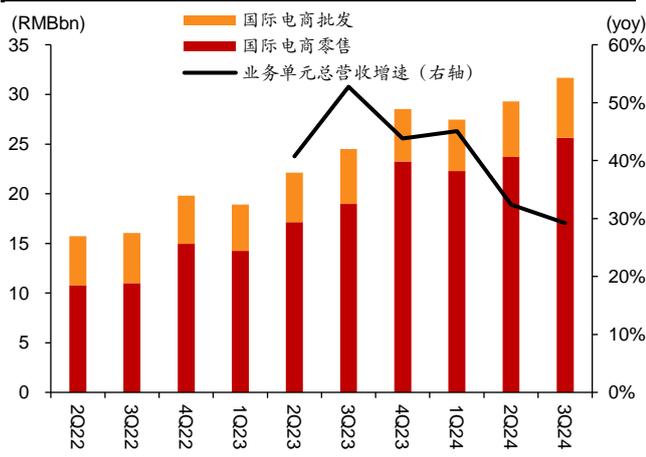
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

阿里巴巴：关注核心业务护城河及海外扩张

阿里巴巴 FY25 既定的发展目标包括 2HFY25 CMR 和 GMV 增速一致、云业务收入实现两位数同比增长、且 FY25 AIDC 在维持高质量增长的同时单位经济效益 (UE) 改善，非核心业务在未来 1 至 2 年内实现盈亏平衡。在核心淘天集团的增长策略方面，阿里巴巴通过内容生态投资、及基础设施投资 (ie: 优化物流履约体验) 持续驱动核心 88VIP 用户数量增长和体验提升；海外扩张方面，阿里巴巴充分利用自身供应链及履约优势驱动业务高质量快速增长、并在长期增长前景较好的欧洲和海湾地区的特定市场持续投入以提升消费者心智。在云业务方面，阿里云的公有云业务近几个季度持续维持双位数的增长，且 AI 相关的产品收入连续 5 个季度实现三位数的同比增长。

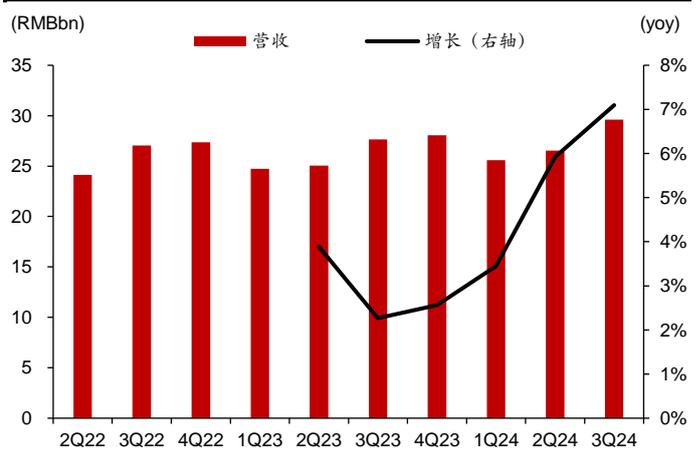
从全年维度来看，我们将阿里巴巴列为行业首选股，主因：1) 在目前宏观较弱已经计入预期且消费或不会边际更弱的基准情形下，阿里巴巴股东回报水平 (每年减少 3% 流通股的指引+分红) 相较 9x FY26E PE 估值具备吸引力；2) 淘天集团增量技术服务费收取 4Q24 起将带来全季度积极影响，且及全站推广持续渗透有望带来增量变现；3) 增量消费刺激政策出台及金融科技相关监管进一步更新或有望助推估值重估。基准情形下，我们预测在增量技术服务费收入、全站推广带来增量变现支撑下，FY26E 阿里巴巴营收/调整后 EBITA 增速有望提升至 8%/14% (FY25E: 5/6%)。

图 16: 阿里巴巴：国际数字商业营收增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 17: 阿里巴巴：云智能集团营收及增长



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

基于稳定的集团盈利水平，阿里巴巴持续提升的股东回报水平或有望为估值提供支撑。FY24 阿里巴巴的股东回报合计为 165 亿美元 (回购 125 亿+股息 40 亿)，占比目前市值为 8%。阿里巴巴计划于 2027 年 3 月前，每年通过回购净减少 3% 的流通股，并将维持股息绝对值水平稳中有升。

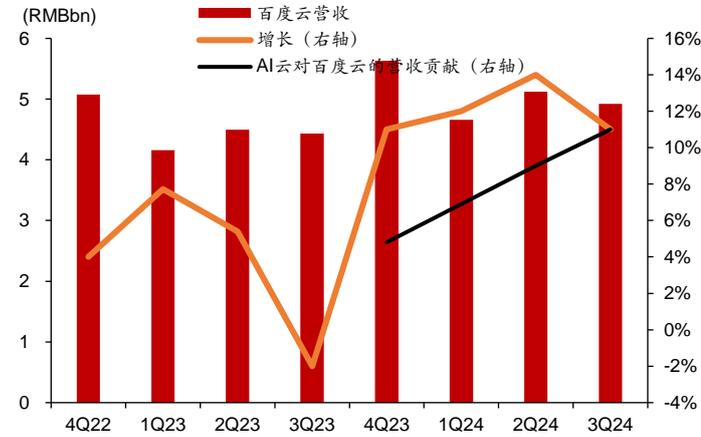
百度：GPU 云营收占比持续起量，关注 Gen-AI 变现进程

在宏观较为疲软及面临的行业竞争持续加剧的情况下，百度较为激进地投资于技术创新，并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景以获取增量的变现机会。短期而言，AI 相关的投入变现更多地反映在 GPU 云层面，而广告及智能体相关的 Gen-AI 变现仍处于早期阶段，可持续关注。

3Q24 百度云业务收入达到人民币 49 亿元，同比增长 11% (3Q23: -2%; 2Q24: 14%)，生成式人工智能和基础模型在 3Q24 对智能云业务收入的贡献率为 11% (1Q24/2Q24:

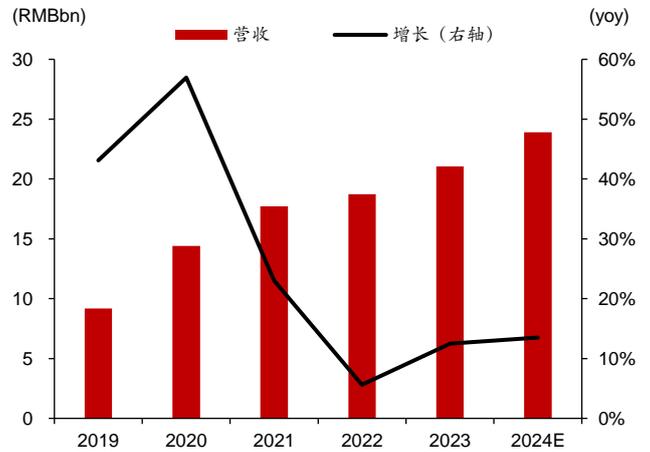
6.9%/9.0%)，且这一比例仍在持续上升。我们看好百度云业务收入在 4Q24 再次加速增长，这得益于 GPU 云业务收入的增长以及从 GPU 云到 CPU 云相关的交叉销售机会，我们预计 4Q24 云业务收入将同比增长 13%。

图 18: 百度云：季度营收增长及 AI 相关云营收贡献



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 19: 百度：云营收年度增长预测



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

对于广告业务而言，3Q24 百度核心的在线广告收入为人民币 188 亿元，同比下降 5%。截至 2024 年 11 月，百度约 20% 的搜索结果填充了生成式人工智能生成的内容（2024 年 8 月中旬：18%），百度 App 约 70% 的 MAU 已体验过生成式 AI 相关内容。我们预计百度在 4Q24-1Q25 仍会将产品优化和用户参与度提升的优先级置于商业化之上，并会增加投资以推动其大语言模型升级。尽管这可能会在短期内拖累广告收入增长复苏并导致利润率下降，但我们认为，随着以下因素的出现，百度的广告收入增长或提速：1) 整体宏观环境的复苏；2) 文心一言智能体带来的新增商业化变现；3) 从 2025 年开始相关生成式人工智能搜索结果商业化变现。我们预计百度核心的广告收入在 4Q24/ 2024 年全年将分别同比下降 8%/3%，但预计在 2025 年全年将恢复至同比增长 4%。

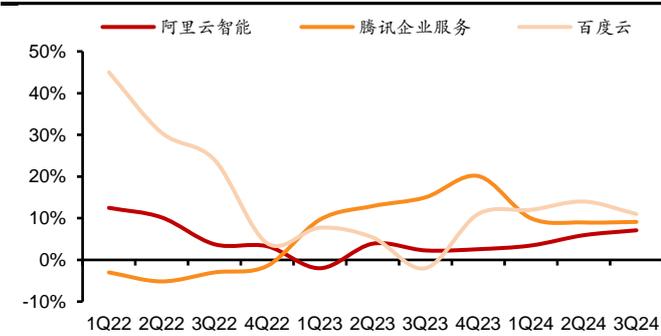
AI 应用：大模型使用成本降低驱动 AI 应用繁荣

目前看，大模型相关的变现主要集中于：1) 基础设施云厂商 AI GPU 云相关的云收入变现；2) B 端，闭源大模型厂商通过 API 接口变现、通过赋能广告效果提升获取增量变现、通过产品功能丰富及效果提升收取增量的 B 端软件订阅服务费及通过更多的用量收费、及未来通过智能体及创新的广告形式（如 CPC 向 CPS 转化）变现；3) C 端，通过针对 C 端用户收取订阅费用。目前我们已经看到基础设施端 AI GPU 云的营收持续起量，且随着算力成本的持续下降，AI 应用已经出现早期起量趋势，未来随着大模型使用成本进一步下降，或有望助推 AI 应用生态繁荣。

2024 年中国基础设施云厂商逐步走出业务调整的影响，且伴随 AI GPU 云营收起量，营收增速整体呈现逐季回暖趋势，且全年维度来看，伴随规模效应逐步显现、龙头厂商的云业务利润率均呈现稳中有升的趋势。海外基础设施云厂商亦受益于整体云开支优化进程结束及 AI GPU 云的增量营收贡献，营收增速整体展现逐季加速趋势，但部分厂商受制于供给短缺、云营收增速季度间出现小幅波动。展望 2025，GPU 云持续起量及公有云需求稳健增长仍有望支撑中美云行业的稳健增长，我们预测中国基础设施云厂商（阿里云/百度云/腾讯云）营收有望同比增长 12%，相较 2024 年的 8% 同比增长有所加速，主因相对更低的基数、公有云业务持续稳健增长、及 AI GPU 云营收持续起量；而美国基础设施云厂商（AWS/谷歌云/微软智能云）营收将同比增长 21%，相较 2024 年的增速维持基本稳定。

我们观察到市场从仅关注 AI 相关云的营收贡献起量速度逐步转移至同时关注营收与利润增长，对过快的 Capex 扩张及对利润率的潜在拖累展现出更多的担忧，此趋势或将在 2025 年延续。在对中国互联网公司的云业务利润率展望层面，随着互联网公司更加关注高质量的云项目、及 AI GPU 云营收占比持续提升，规模效应持续显现或有望助推云业务整体的利润率水平持续提升，并有望在中长期与海外互联网公司的云业务利润率对标。

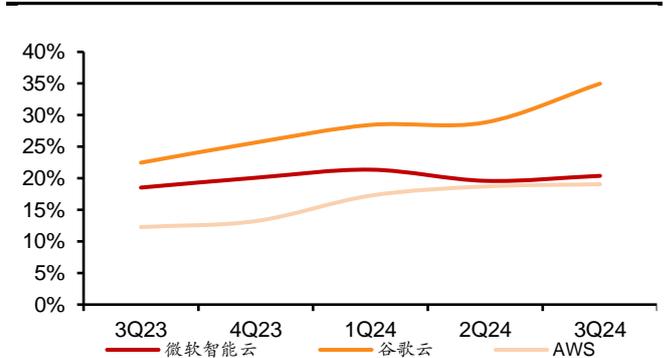
图 20: 中国：主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

注：腾讯云营收增速为招银国际环球市场估算

图 21: 美国：主要互联网公司云营收增长



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

得益于算法及硬件优化、模型训练和推理效率提升以及用户量增加带来的规模效应，多家大模型厂商在 2024 年宣布降价计划。阿里云 Qwen-Turbo 模型 9 月宣布价格下降 85%，输入价格降至 0.0003 元/千 tokens；百度云 7 月宣布 ERNIE 4.0 Turbo 模型面向企业客户全面开放，输入价格定为 0.03 元/千 Tokens，相较 ERNIE 4.0 通用版本降价幅度达 70%；字节跳动 5 月宣布豆包主力模型输入价格 0.0008 元/千 Tokens，显著低于行业平均水平。

在模型 API 调用成本持续下降的推动下，预计未来将有更多企业客户将接入大模型 API，丰富大模型及 AI 的应用场景，同时推动大模型服务需求量的进一步提升，长期来看，有利于大模型厂商模型的持续迭代以及相关收入的增长。

随着大模型能力提升以及成本下降，AI 应用有望在 2025 年进一步落地，扩张场景覆盖，赋能企业现有业务或创造增量收入。AI 应用方面，头部互联网企业在智能体、效率工具、创意工具、广告转化、游戏研发、自动驾驶、教育培训等领域已经打造了一系列标杆应用（见图 22），部分已经小范围实现商业模式的跑通。例如：1）阿里巴巴：商家端通过大模型提供更多的营销工具、精准呈现营销创意，同时钉钉基于通义千问模型上线图片理解、文档追读等能力提升办公效率；2）百度：对外通过大模型优化搜索体验、提升广告转化效率，对内提升内部的编程效率等；3）腾讯：通过大模型提升广告转化效率以及游戏研发效率，基于大模型的腾讯广告系统冷启动成功率增加 9%，成本达成率提升 8%；腾讯自研 AI 引擎让游戏场景制作、内容生成等领域的部分工作效率提升 40 倍以上。

图 22：互联网：AI 应用赋能企业

AI 应用	企业 AI 应用
综合智能体	<p>蚂蚁集团：支小宝为支付宝于 24 年 9 月推出的 AI 生活管家应用。异于聚焦学习工作效率场景的竞品，支小宝依托支付宝庞大生活服务体系便捷赋能日常场景，可完成一键点餐、一键订票等。</p> <p>Salesforce：10 月公司面向 B 端 CRM 场景推出 Agentforce，能够帮助企业构建和部署能够自主执行各种业务功能的 AI 智能体。Agentforce 利用先进的推理能力作出决策并采取行动，例如解决客户问题、筛选销售线索以及优化营销活动。</p>
效率工具	<p>阿里巴巴：钉钉基于阿里通义千问模型，上线图片理解、文档速读、工作流等产品能力，并与 24 年 11 月面向企业关键场景推出“精选 AI 助理”，首批已上线工单助理、行政助理、Excel 助理、口碑助理、法务助理、审批助理 6 大 AI 助理。</p> <p>百度：百度无代码工具“秒哒”，其具有无代码编程、多智能体协作、多工具调用等特点，可帮助用户实现自然语言的输入直接生成代码构建专属智能体，降低了技术门槛，使非技术背景用户也可以参与到应用开发过程中。</p>
创意工具	<p>阿里巴巴：阿里推出的通义万相，可以根据用户输入的作画提示词产出多样精准画作及视频。通义万相具备复杂语义理解和概念组合生成能力，将文字创意精准呈现。</p> <p>Adobe：Adobe 在 2024 年正式推出 Firefly 视频模型以及最新图像模型。用户通过 prompt 即可生成自己想要的视频，产品可以模拟各种风格，包括逼真的实景电影、3D 动画，以及定格动画。</p>
广告转化	<p>腾讯：基于大模型能力，腾讯广告系统将大量影响广告投放的变量纳入考虑，从中挖掘有价值的信息，帮助广告主更准确地把握广告投放规律和影响因素。在 AB 测中，基于大模型的腾讯广告系统冷启动成功率增加 9%，成本达成率提升 8%。</p> <p>Meta：2024 年 9 月起 100 万广告主使用 Meta 生成式 AI 工具创建广告，图像生成能力推动广告转化率提升 7%。</p>
游戏研发	<p>腾讯：腾讯 2024 年推出新的自研 AI 引擎，具备 3D 图形、剧情、关卡等多种 AIGC 能力，能够让游戏场景制作、内容生成等领域的部分工作效率提升 40 倍以上。</p> <p>网易：网易《逆水寒》正式上线“AI 大模型竞技场”玩法，以大模型能力为支撑驱动游戏中的 NPC 对话，令玩家获得与 AI 实时互动交流的全新体验。</p>
自动驾驶	<p>百度：百度 Apollo 在 2024 年 5 月发布全球首个支持 L4 级自动驾驶大模型 Apollo ADFM，百度 Apollo ADFM 基于大模型技术重构自动驾驶，可以兼顾技术的安全性和泛化性，做到安全性高于人类驾驶员 10 倍以上，实现城市级全域复杂场景覆盖。</p> <p>特斯拉：特斯拉 FSD 方案选择纯视觉自动驾驶路线，算法中引入了“BEV+Transformer”架构，2024 年推出的 FSD V12 版本标志着全球首个端到端神经网络量产上车。</p>
教育培训	<p>有道：2024 年推出教育大模型子曰 2.0 升级版，全面升级了口语对话能力、教育场景下的知识问答能力、文字处理能力。推出两款全新虚拟人形象，搭载近期较火的性格测试工具 MBTI 人格系统，对话方向扩展至 10 个主题、88 个子场景。</p> <p>Duolingo：Duolingo 在 2024 年 9 月推出 AI 驱动的视频通话功能 Video Call with Lily，进一步提升用户的使用体验。这款 AI 驱动的应用允许 Duolingo Max 订阅用户与 Duolingo 最受欢迎的角色之一 Lily，进行自发且逼真的对话。</p>

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

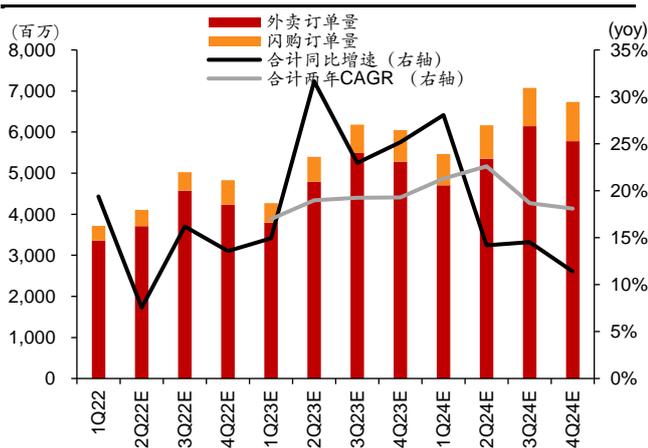
本地生活：竞争缓和，线上渗透率提升及补贴优化趋势或延续

2024 年本地生活板块整体竞争呈现缓和趋势且优于市场此前预设的较为激烈的竞争预期，我们认为背后的主要支撑来自：1) 到店板块，短视频平台流量及用户使用时长增长趋缓，在存量流量分配逻辑驱动下，更精细化运营及提升流量变现效率或逐步成为重点；2) 外卖板块，宏观逆风环境下激进投入补贴换取增长的模式较为低效，行业内玩家持续精细化用户运营并收缩低效补贴；3) 社区团购及其他：关注经营效率背景下社区团购行业整体盈利能力优化，但目前看，激进减亏阶段已经结束，下一阶段运营重点进入商品侧差异化运营后，对整体盈利能力提升步伐的预期或不应过于激进。

展望 2025 年，我们认为本地生活板块整体竞争格局或有望维持稳定，外卖/到店板块 GTV 或分别有望维持~10%/20%+的同比增长，而受益于用户端降补贴及经营杠杆释放，利润增速仍有望快于 GTV 增速。外卖板块的运营重点除持续丰富平台供给驱动核心用户频次提升以外，高质量用户的多元化变现（如向即时零售引流、持续多维度发掘时效性需求，及向本地生活板块引流、提升会员在全平台的 ARPU 等）或值得关注。到店板块中 GTV 增长或仍是盈利增长的主要驱动因素，主要关注低线城市的持续渗透及通过新形式（如特价团）满足核心品类多元化的消费需求及推动更多的新品类渗透。平台运营更加一体化的视角下，我们建议投资人更关注本地生活业务整体的经营利润增长趋势，而非单个板块的利润率水平。我们维持对美团的“买入”推荐，外卖业务补贴优化及到店板块低线城市渗透持续或有望支撑盈利增长能见度至少维持至 2Q25。

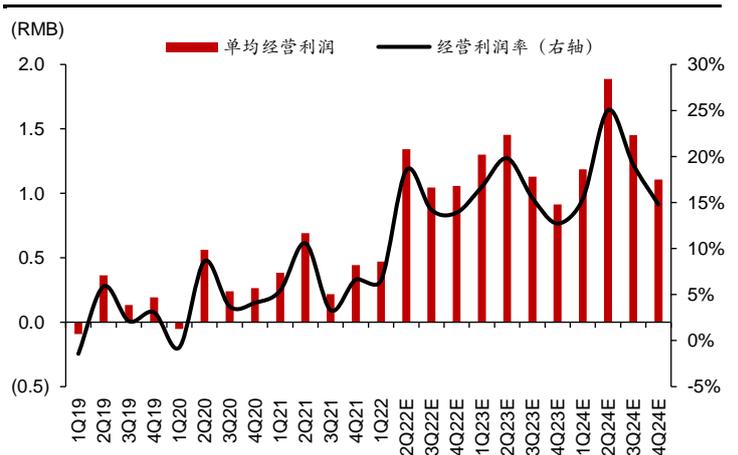
外卖业务盈利能力层面，我们估算美团 2Q-3Q24 外卖业务单均盈利均有较为显著的同比提升，主要得益于：1) 单均配送收入增长；2) 外卖和美团闪购业务的收入中配送相关成本的百分比降低；3) 广告变现率提升；4) 用户补贴优化。此外，2-3Q24 阿里巴巴本地生活集团（主要营收及亏损贡献板块为饿了么）亏损也显著收窄，其 2Q24/3Q24 录得人民币 4/4 亿元亏损，相较 2Q23/3Q23 的 20/26 亿显著减亏。展望 2025，我们认为美团外卖业务全年维度单均盈利提升在降补贴及单均配送营收提升的驱动下或仍有空间，但单量增长或自 2Q-3Q25 起重新成为盈利增长的主要驱动力。

图 23: 美团：到家业务合计单量及增长趋势



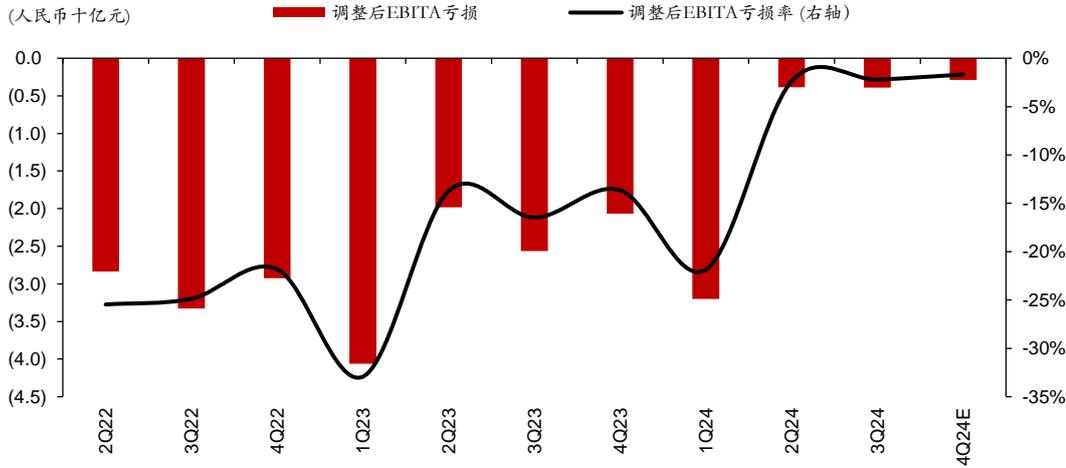
资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

图 24: 美团：外卖单均盈利估算



资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

图 25: 阿里巴巴本地生活集团：调整后 EBITA 亏损及亏损率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

对于到店板块，我们认为低线城市直营模式持续深化推动下，线上渗透率或仍有较大提升空间，尽管行业常态化竞争及美团代理转直营的举措导致中长期到店板块利润率展望有所下调，但我们认为关注重点应从利润率变化逐步转移至利润绝对值增长。2024 年逐季来看，我们并没有观察到来自抖音的竞争出现进一步恶化的趋势，3Q24 抖音官宣提升部分本地生活板块的佣金率，进一步验证竞争格局结构性优化趋势。

图 26: 抖音本地生活：佣金率情况（2022 年）

类目	费率
美食	2.50%
住宿	4.50%
游玩	2.00%
休闲娱乐	3.50%
丽人	3.50%
结婚	8.00%
亲子	4.50%
教育培训	4.50%
其他	3.50%

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

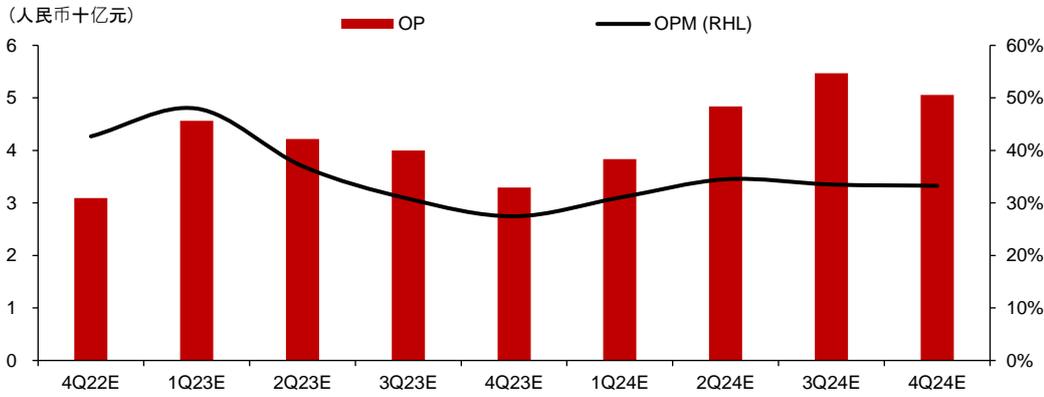
图 27: 抖音本地生活：佣金率情况（2024 年 7 月）

类目	费率
美食	2.50%
游玩	3.0%-5.0%
住宿	8.00%
度假旅游服务	3.0%-6.0%
爱车	5.00%
宠物	8.00%
购物	1%-15%
教育培训	5.00%
结婚	3%-6%
丽人	4.0%-10.0%
亲子	3.0%-5.0%
生活服务	1.0%-5.0%
休闲娱乐	3.5%-7.0%
医疗健康	4.0%-10.0%
运动健身	5.00%
交通出行	1.5%-5%
其他	5.00%

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

得益于较高速的 GMV 增长及变现率逐步企稳、以及较为稳定的竞争格局，美团到店业务经营利润或仍有望在 2025 年维持稳健增长。我们预测 2025 年美团到店酒旅经营利润将同比增长 24%。

图 28: 美团：到店酒旅板块利润及利润率

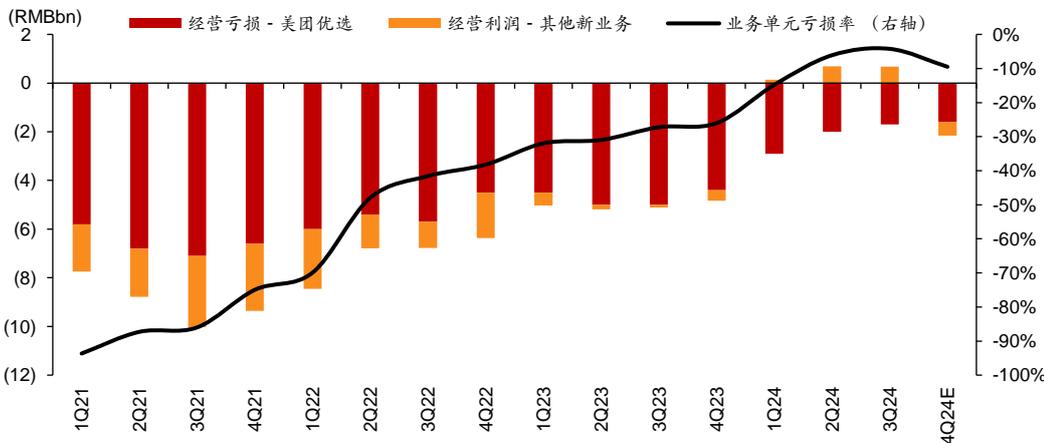


资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

新业务方面，美团 3Q24 业务单元营收为 242 亿元人民币，同比增长 29%，主要由快驴和小象超市所推动，业务单元经营亏损收窄至 10 亿元人民币，主要受益于零售业务及其他业务（如共享单车和充电宝等）在有利的季节性因素影响下盈利情况好于预期。我们估算 3Q24 美团优选所产生的营业损失为 17 亿元人民币，较 3Q23 的 50 亿元人民币及 2Q24 的 20 亿元人民币明显收窄，同时这一假设也隐含除美团优选外的其他新业务在 3Q24 已实现约 7 亿元人民币的营业利润。

我们预计 4Q24 美团优选所产生的营业损失将进一步收窄至 16 亿元人民币（4Q23：亏损 44 亿），而其他业务预计营业损失将同比扩大至 5.55 亿元人民币，主因符合此前预期的中东地区外卖业务的扩张步伐。外卖业务的国际扩张在 2025 年将带来全年的财务影响（2024 年仅带来两个月的财务影响），但我们对其长期发展前景持乐观态度，因为在 AOV 更高以及每单配送服务费收取更高的情况下，稳态 GTV 利润率有望高于国内外卖业务。

图 29: 美团：新业务板块经营亏损及亏损率

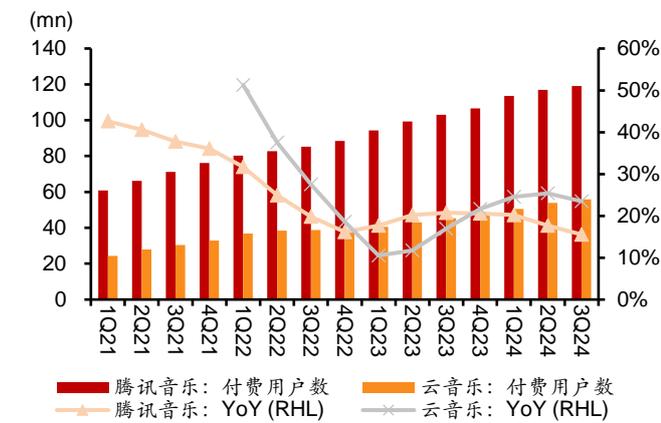


资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

在线音乐：平衡付费用户及 ARPPU 增长

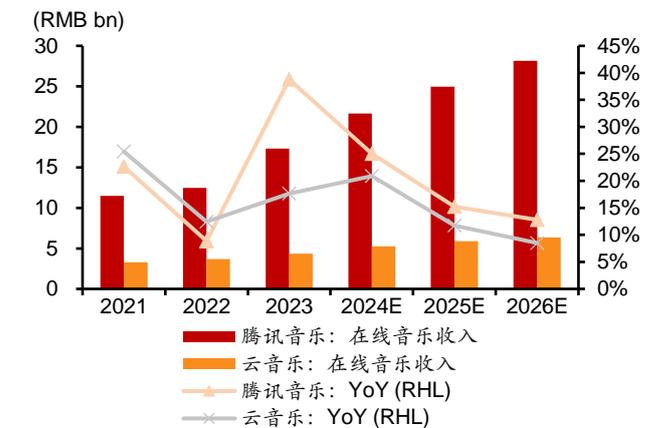
我们预计 2025 年在线音乐收入维持 10-15% 的较快增长，主要由付费用户数以及 ARPPU 的平衡增长所驱动。长期看，腾讯音乐/云音乐付费率水平 (21/25%) 相较 Spotify 在不同地区的付费率仍有较大提升空间，我们看好付费用户数的持续增长，但增长速度取决于公司的运营策略以及在付费用户数与 ARPPU 间的平衡。分公司看：1) 我们预计腾讯音乐 2025 年音乐收入同比增长 15%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 8/8%，公司将继续平衡付费用户数及 ARPPU 增长，减少绿钻会员折扣，提升 SVIP 会员渗透率；2) 我们预计网易云音乐 2025 年在线音乐收入同比增长 12%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 10/2%。

图 30: 在线音乐平台：付费用户数



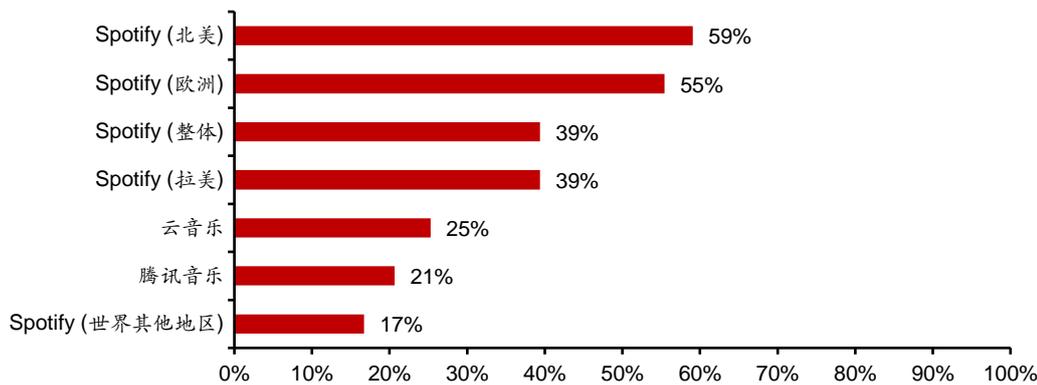
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 31: 在线音乐平台：在线音乐收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

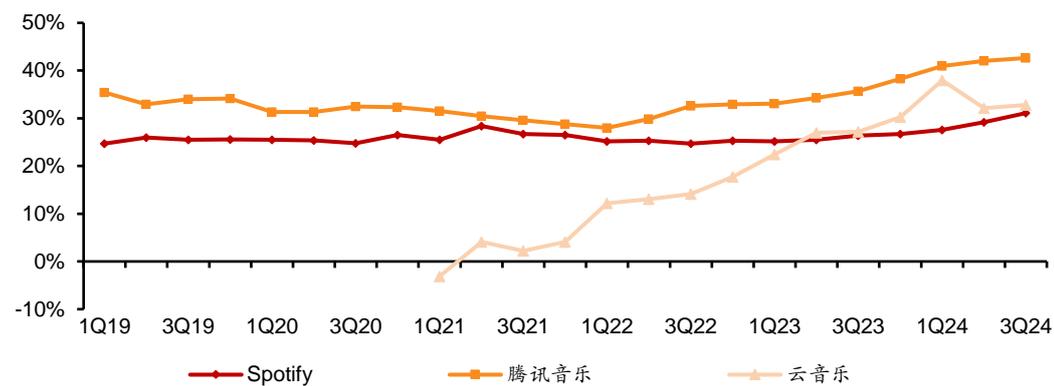
图 32: 音乐付费率对比



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

利润率层面，我们预计在线音乐平台 2025 年毛利率提升速度将有所放缓。腾讯音乐 3Q24 毛利率达到 42.6%，显著高于 Spotify (31.1%)，主要得益于良好的经营杠杆、有效的内容成本控制以及较高的自制/中长尾内容占比。展望 2025，腾讯音乐将会继续增加在内容及会员权益方面的投入，预计毛利率提升节奏将有所放缓。

图 33：在线音乐：毛利率对比



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

OTA：国内游增长展现韧性，出境游持续恢复，OTA 份额持续提升

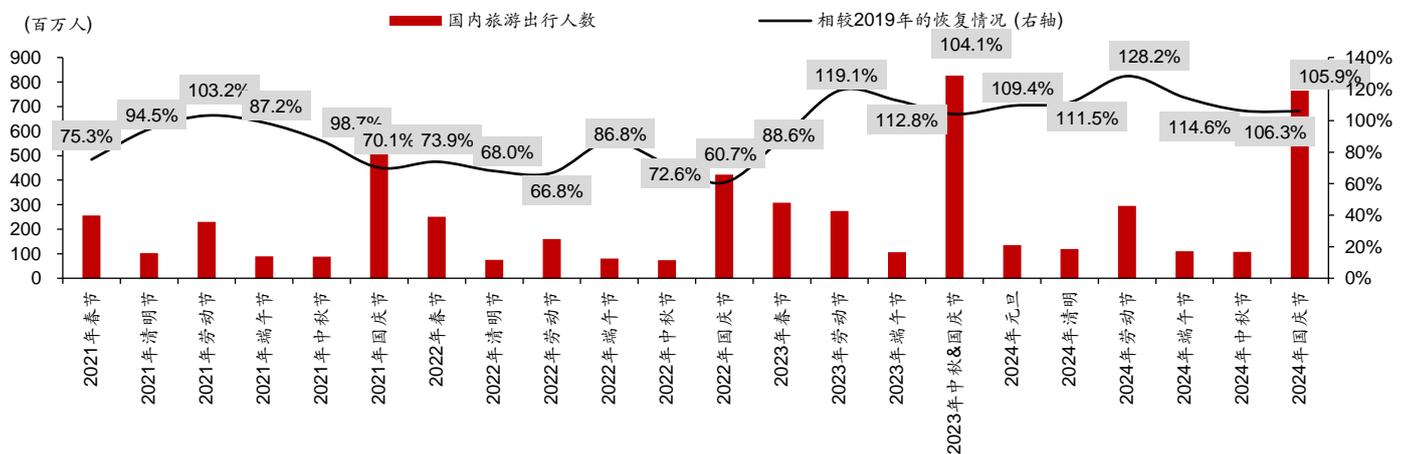
2024 国内旅游虽整体面临高基数，但增长韧性好于预期，旅游需求逐渐展现刚需化趋势。OTA 平台因相较线下预订更便捷、体验更好而持续享受高于行业的同比增速；出境游伴随机票供给恢复而持续恢复，龙头 OTA 平台出境游恢复仍显著快于行业，此前偏好通过线下旅行社报名跟团出境游的旅客结构性地转向自由行，也有望支撑 OTA 的出境游增长持续快于行业平均增长水平。此外，龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑。持续夯实服务能力、满足增量的外国游客入境游需求，或也有望在长期为营收增长带来额外助力。

展望 2025 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望维持较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 8%，OTA 增速受益于线上渗透率持续提升或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10% 左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%。

国内旅游：高基数下增长韧性好于预期，旅游需求逐渐展现刚需化趋势

2024 年国内旅游行业整体面临较高基数，但旅游需求展现韧性趋势，主要节假日旅游人次及出行花费均有较为良好的增长。虽然部分节假日人均消费相较 2019 年的恢复速度慢于出游人次的恢复速度，部分受到宏观逆风影响，但整体旅游需求日趋刚性的势头持续得到验证。得益于需求刚性化趋势，展望 2025 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望维持较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 8%，而整体 OTA 或因相较线下预订更便捷、体验更好，而持续享受到高于行业的同比增速。

图 34：中国：节假日市场旅游人次及相较 2019 年的复苏情况



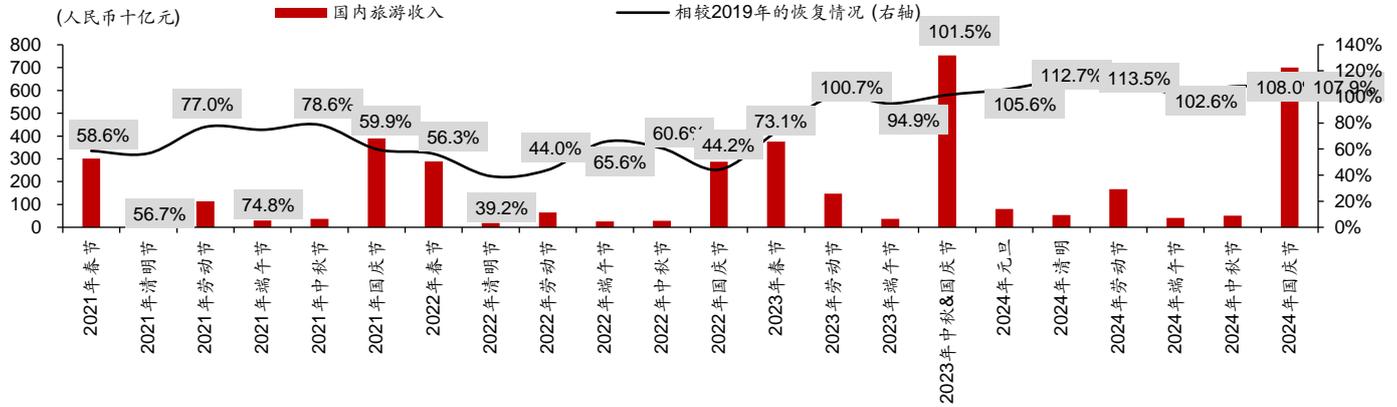
资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

据国家文旅部数据，十一假期出游数据仍展现旅游行业国内业务高基数下增长韧性：2024 年国庆节假期全国国内出游 7.65 亿人次，按可比口径同比增长 5.9%，较 2019 年同期增长 10.2%；国内游客出游总花费 7008.17 亿元，按可比口径同比增长 6.3%，较 2019 年同期增长 7.9%。

国庆节后，龙头 OTA 平台国内出游预订量仍维持稳健增长趋势、持续验证旅游需求具备韧性。携程平台 4Q24 QTD 国内酒店预订量同比增长处于 15-20% 区间，中高星级酒店预订量增速相对低星更快，机票预订量增长中高单位数；同程旅行平台酒店间夜量增长亦处于 15-

20% YOY 区间，而国内机票预订量同比增长高于 10%。我们预计因旅游需求逐步展现刚需趋势，2025 年国内交通票及酒店预订量有望维持韧性增长，支撑整体旅游行业营收稳步增长。

图 35: 中国：节假日市场旅游收入及相较 2019 年的复苏情况



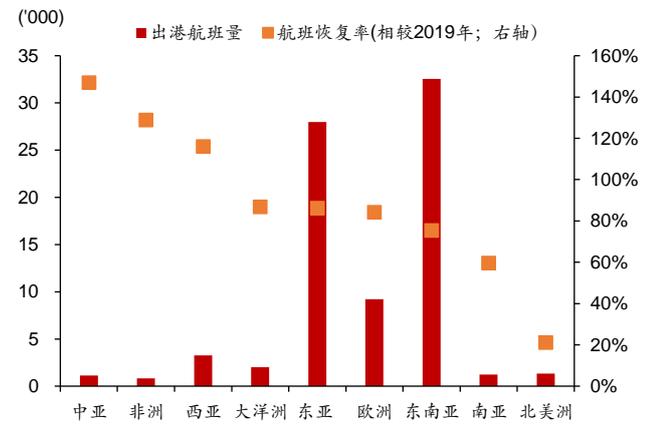
资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

出境游：稳健恢复，龙头 OTA 恢复速度显著快于行业

2024 年出境游随着出境航班量逐步恢复呈现进一步恢复趋势，龙头 OTA 平台恢复速度持续领先行业、旺季期间领先幅度更大，我们认为或可归因于：1) 整体服务覆盖全面，可一站式高品质满足用户需求；2) 酒店及机票存在供应链优势；3) 旺季相较平日长途出行占比提升，品牌心智更强的平台有望获益更多。展望 2025，出境航班供给进一步恢复或有望带动出境游进一步恢复，而整体旅游需求持续提升、及出境人次在中长期的持续增长有望支撑出境游的稳定增长，此前偏好通过线下旅行社报名跟团出境游的旅客结构性地转向自由行也有望支撑 OTA 的出境游增长持续快于行业平均增长水平。我们预测 2025 年出境游整体的收入增长有望维持在 10%左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%。

据 OAG 数据及携程，2024 年 10 月国际航班客运率恢复至 2019 年 80%左右的水平。按地区划分，中亚、非洲、西亚、大洋洲、欧洲恢复比率领先行业平均水平，而北美洲的恢复速度明显滞后，后续的恢复情况仍有待观察。按国家及主要出境城市和目的地划分，意大利、英国、马来西亚、新加坡等出境游热门目的地恢复速度较快，而法国、美国、菲律宾等面临签证申请较难及地缘政治风险的国家恢复速度相对较慢。

图 36: 3Q24 国际客运出港航班量及恢复率（按地区划分）



资料来源：OAG，公司资料，招银国际环球市场

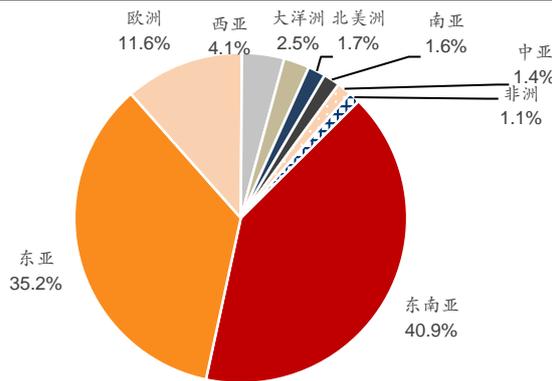
图 37: 2024 年 10 月国际航运航线恢复率（按国家及主要出境城市和目的地划分）



资料来源：OAG，公司资料，招银国际环球市场

从出境航班整体目的地占比划分来看，东南亚及东亚仍为较为热门的出境目的地，占整体出境航班量的 76.1%，其后为欧洲、西亚、大洋洲。

图 38: 3Q24 国际客运出港航班量占比情况（按地区划分）



资料来源：OAG，公司资料，招银国际环球市场

从全年维度回顾出境游恢复趋势，中国整体出境航班恢复比例从 1Q24 的约 70% 有望恢复至 4Q24 的 80%，并有望在 2025 年进一步稳步恢复。携程整体出境航班预订恢复情况持续领先行业，在淡季恢复速度较行业领先 20-30ppts，而旺季领先速度进一步扩大至 40ppts，我们认为或可归因为：1) 整体服务覆盖全面，可一站式高品质满足用户需求；2) 酒店及机票存在供应链优势；3) 旺季相较平日长途出行占比提升，品牌心智更强的平台有望获益更多。

图 39: 中国整体出境航班相较 2019 年恢复情况及携程平台恢复情况

	中国整体出境航班恢复情况	携程平台出境航班预订恢复情况
1Q24	~70%	~90%
2Q24	>70%	~100%
3Q24	~80%	~120%
4Q24E	~80%	~120%

资料来源：中国民航局，公司资料，招银国际环球市场预测

此外，2024 年出境游行业的另一重要消费者行为偏好变化是，此前偏好通过线下旅行社报名跟团出境游的旅客结构性地转向自由行，对龙头 OTA 出境游业务的增长带来利好。数据印证体现在，携程虽然整体出境航班预订已经恢复至疫情前的 120%，但其平台团队游中出境游产品的恢复情况依旧维持在疫情前 50-60% 的水平，且已经持续了 3 个季度左右。展望 2025，尽管携程大幅领先行业出境游恢复水平的情况或边际出现正常化趋势，但携程具备的供应链优势及整体线下出境需求持续向龙头 OTA 平台转移，或将支撑携程出境游营收增速持续高于行业整体水平。我们预测 2025 年出境游整体的收入增长有望维持在 10% 左右，而携程出境游营收增长有望达到 25%。

海外扩张：依托国人出境需求夯实供应链能力，有望为长期增长提供支撑

龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑。此外，持续夯实服务能力、满足增量的外国游客入境游需求，或也有望在长期为营收增长带来额外助力。

携程的纯国际业务布局主要包括 Skyscanner 和 Trip.com 两个平台，我们估算 2024 年两个平台合计营收有望占比携程总营收的 19%，其中 Trip.com 对总营收的贡献有望接近 10%。3Q24 Trip.com 的营收同比增速达到 60%，得益于酒店和机票预订量 60% 的强劲增长驱动。短期内携程对于 Trip.com 品牌的 KPI 为贡献利润盈亏平衡及营收增长，故我们预计 Trip.com 会把增量利润用于重新投资以推动业务扩张和收入增长。我们看好 Trip.com 的全球扩张前景，尤其是在亚洲市场，因目前线上渗透率仍然较低，且携程已经建立了强大的供应链和客户服务能力以助力业务扩张。在我们看来，鉴于国际酒店的平均订单价值更高以及国际票务业务的抽成比例更高，Trip.com 业务在稳定状态下的营业利润率情况应优于国内业务。此外，入境游方面，我们估算 2024 年来自入境游的营收在 Trip.com 品牌收入的占比为 20-25%，占集团层面总营收的 2-3%，随着中国给予免签及签证便利的国家范围持续扩大，以及世界范围内游客兴趣的逐步恢复，我们认为长期来看入境游业务也有望为携程的增长带来支撑。

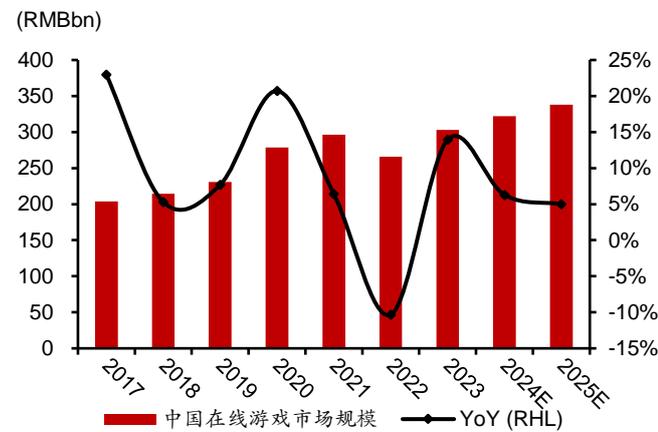
同程旅行方面，我们估算其平台上国际酒店及机票的收入贡献占其总营收比例在 3Q24 达到 4%，并有望在 4Q 达到 5%，并预测 2025/2026 年年末占比有望提升至 10%/15%。供应链能力的持续强化有望支撑出境游营收稳步增长。

在线游戏：存量竞争激烈，关注优质产品机会

我们预计 2025 年中国游戏市场维持约 5% 的平稳增长，流量红利进一步减少（小游戏用户流量增长亦开始放缓），竞争仍然激烈，行业收入增量将主要集中在少数新品。当前行业环境下，我们建议从游戏产品出发，自下而上精选个股，关注 2025 年具备优质游戏产品储备的网易、腾讯。

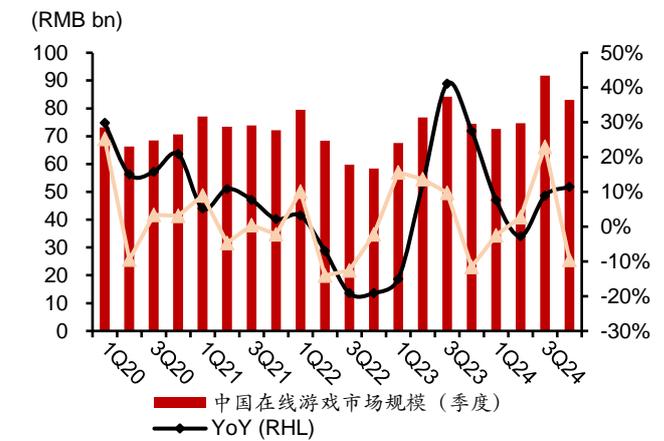
根据伽马数据及我们预估，2024 年中国游戏市场收入同比增长 6% 至 3220 亿元，主要增长驱动力包括：1) 游戏行业监管常态化，2024 年游戏版号发放数量增加，更多新游戏贡献增量；2) 小游戏市场维持较快增长，2024 年小游戏市场规模有望超 300 亿元；3) 《地下城与勇士：起源》《黑神话：悟空》《绝区零》等优质新游戏贡献可观收入增量。

图 40: 中国：在线游戏市场规模



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

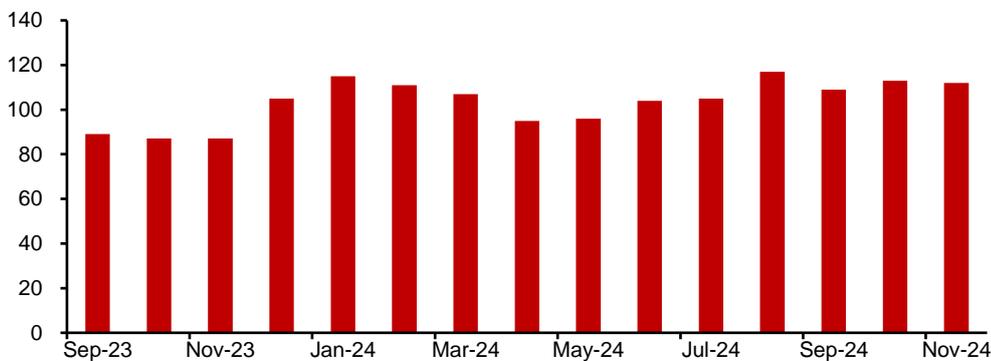
图 41: 中国：在线游戏市场规模 (季度)



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

行业监管：2024 年以来游戏行业逐渐回归常态化监管环境，11M24 国家新闻出版署累计发放国产游戏版号 1,184 个，对比 2023 年全年共发放国产游戏版号 986 个，数量显著增加。根据监管要求，主要游戏公司严格落实未成年人防沉迷系统，2024 年内亦未发生重大监管风险事件。行业监管常态化及版号发放数量增加将有利于游戏公司产品创新并在一定程度上降低产品试错成本。

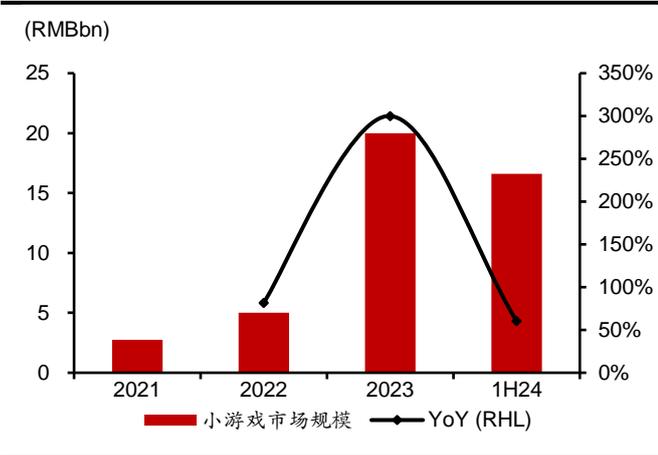
图 42: 国产网络游戏版号审批数量



资料来源：国家新闻出版署、招银国际环球市场

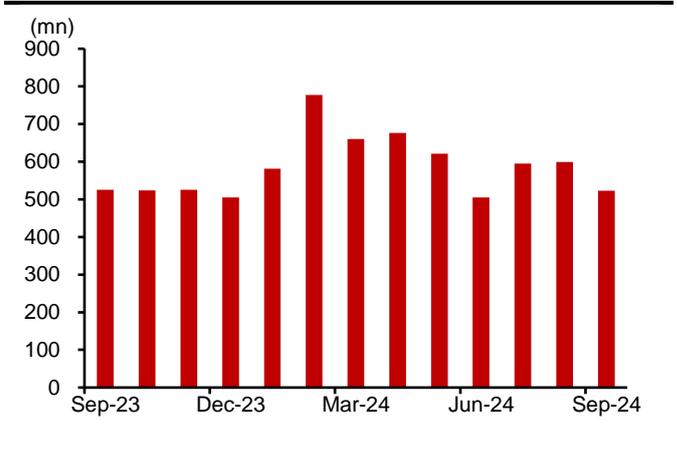
小游戏：根据伽马数据，1H24 小游戏市场收入同比增长 61%至 166 亿元，其中内购/广告变现收入分别同比增长 82/41%至 91 亿/75 亿元。得益于产品持续丰富以及用户渗透率提升，小游戏在 2021 年以来每年均取得较快增长。但随着小游戏市场收入基数提高以及小游戏用户增长放缓（据 QuestMobile，24 年 9 月微信小游戏 MAU 同比基本持平在 5.2 亿），预计 FY25E 小游戏市场增长将有所放缓，对于游戏行业大盘增长贡献更加有限。

图 43: 中国：小游戏市场规模



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场

图 44: 中国：微信小游戏 MAU



资料来源：QuestMobile、招银国际环球市场

展望 FY25，我们预计中国游戏市场主要增量收入仍将集中于少数优质新产品，建议关注网易和腾讯旗下优质产品：1) 网易：高期待值《燕云十六声》和《漫威争锋》12 月推出，有望成为 FY25 游戏收入增长主要驱动力；公司同时计划在 24 年底前为备受期待的二次元开放世界游戏《代号无限大》进行首轮线下技术测试；2) 腾讯：海外流水表现强劲的《胜利女神：新的希望》以及《爆裂小队》2024 年 11 月已获版号；《王者荣耀：世界》2024 年 10 月面向媒体等小范围人群进行线下试玩会，游戏研发进展良好，试玩反馈正面。

图 45: 腾讯/网易：游戏管线

游戏	自研/代理	品类	已获得版号?	预计上线时间
腾讯				
王者荣耀：世界	自研	开放世界角色扮演	否	TBD
胜利女神：新的希望	代理	射击	是	TBD
爆裂小队	代理	射击	是	TBD
逆战：未来	自研	射击	是	TBD
大航海时代：海上霸主	代理	战略	是	TBD
刺客信条：侠隐	代理	角色扮演	是	TBD
网易				
燕云十六声	自研	开放世界武侠	是	Dec-24
漫威争锋	联合研发	射击	是	Dec-24
界外狂潮	自研	射击	是	1H25E
漫威秘法狂潮	联合研发	角色扮演	否	TBD
代号无限大	自研	开放世界角色扮演	否	TBD
命运：崛起	联合研发	射击	否	TBD
破碎之地	自研	多人角色扮演	否	TBD
突袭：暗影传说	代理	卡牌	否	TBD

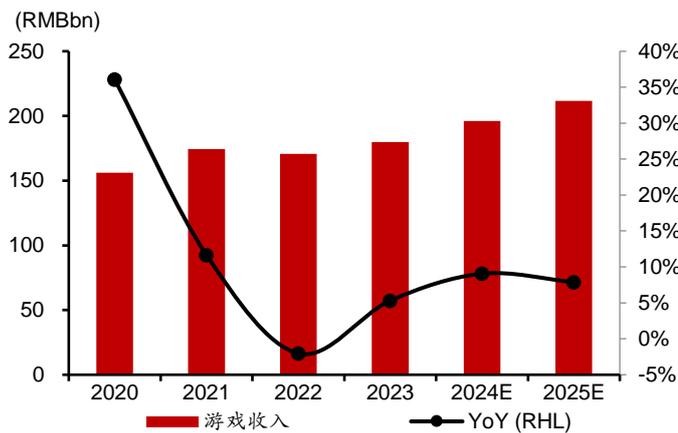
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ **游戏公司展望： 预计腾讯/网易 FY25 游戏收入同比增长 8/7%**

1) 我们预计腾讯 FY25 游戏收入同比增长 8%。腾讯 1H25 有望维持双位数游戏收入同比增长，但在 2H25 将面临高基数效应，增速有所放缓。分产品看，重点关注：1) DnF 手游表现的持续性，我们预计 DnF 手游在 FY25 贡献约 3% 的游戏收入增量；2) 海外游戏收入增长情况，包括 Supercell 旗下游戏以及《PUBG Mobile》流水增长的持续性，我们预计海外游戏将在 FY25 贡献约 3% 的游戏收入增量；3) 常青游戏《王者荣耀》及《和平精英》能否维持平稳趋势，在两款游戏低个位数增长的假设下，预计将在 FY25 贡献约 2% 的游戏收入增量。

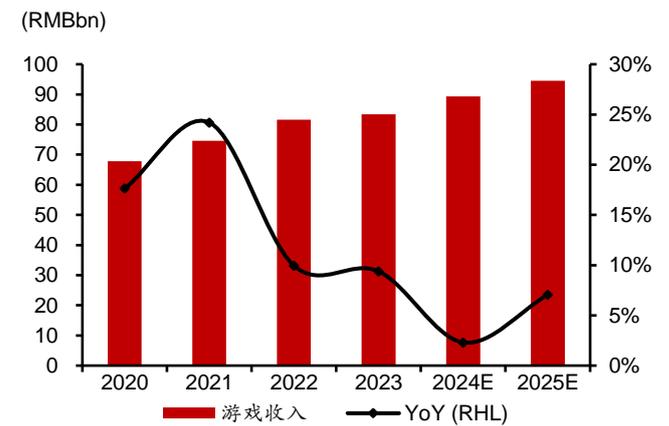
2) 我们预计网易 FY25 年游戏及其他 VAS 收入同比增长 7%。重点关注 12 月两款高期待值新游《燕云十六声》及《漫威争锋》上线后的表现。分产品看，重点关注：1) 《燕云十六声》手游/PC 游戏 12 月上线后表现，我们预计手游/PC 游戏分别将在 FY25 贡献 4/2% 的游戏收入增量，2) 《漫威争锋》12 月上线后表现，预计该游戏在 FY25 贡献 2% 左右的游戏收入增量；3) 暴雪游戏回归后流水持续性，预计该游戏在 FY25 贡献 2% 左右的游戏收入增量；4) 《永劫无间》手游流水持续性，预计该游戏在 FY25 贡献 1% 左右的游戏收入增量。

图 46: 腾讯：游戏收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 47: 网易：游戏及其他 VAS 收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

电商：直播电商竞争边际趋缓，期待促消费政策带来增量

2024 年电商板块整体受到消费情绪偏弱的影响，直播电商在流量增长放缓的情况下给传统平台电商带来的竞争呈现边际缓和趋势。4Q24 电商行业整体虽受益于“国补”增量，但补贴周期具体延长的时间、及品类范围扩展的程度或仍为增长趋势是否可以外推至 2025 年的关键关注点。2H24，在注重 ROI 的指引下，整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化，但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力（如京东补齐服饰品类短板、阿里巴巴持续投资于核心用户体验提升、拼多多投资于优化商户运营成本及平台生态优化），利润端或也不应有过高期待。股价区间震荡过程中较高的股东回报水平仍是估值的关键支撑。展望 2025，实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税等不确定性进一步明晰，或为行业估值进一步上行的关键支撑因素。基于目前的能见度，我们预测基准情形下 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1%（对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%）。

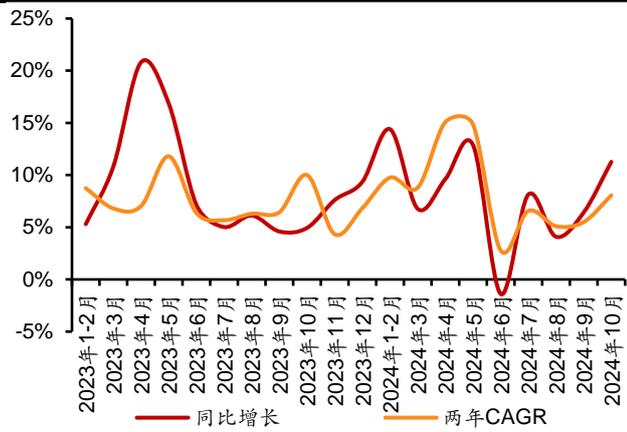
短期视角下，京东因带电品类 GMV 占比较同业更大、且具备供应链优势，有望在国补中受益更多，但中期视角下仍建议关注市场预期重归理性后变现率有望结构性提升、且具备稳定股东回报水平的阿里巴巴，及估值与电商同业回到相同区间，但营收、利润增速有望显著高于同业的拼多多。

国内电商：高 ROI 要求下兼顾核心客群体验提升与新客获取

■ 短期受益于“国补”增量，实质性促消费政策增量是 2025 年主要关注点

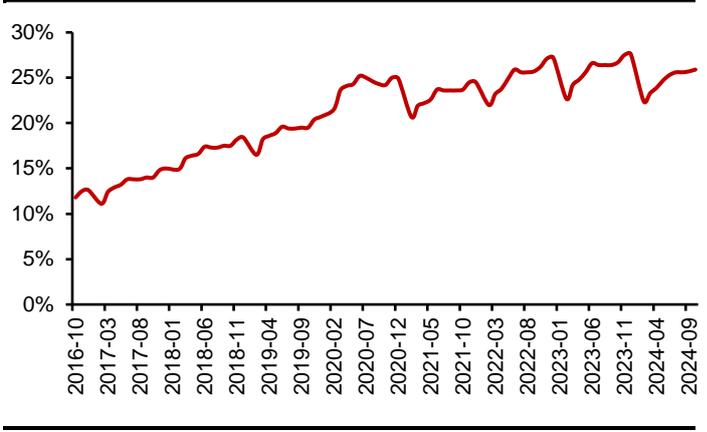
10M24 实物商品网上零售额为 10.3 万亿人民币，同比增长 8.3%（9M24: 7.9%；10M23: 8.4%），据数据测算单 10 月份实物商品网上零售额增速 11.3%（2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月：14.4%/6.8%/9.6%/12.9%/-1.4%/8.1%/4.1%/6.4%），增速环比回暖或受益于国补拉动及双十一大促周期拉长、部分销售额前置至 10 月，数据验证部分头部电商平台提及 10 月消费情绪进一步边际回暖趋势；4Q 以旧换新持续推进情况下，消费情绪或有支撑。10M24 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.9%，同比下降 0.8ppts，但环比增长 0.2ppts。

图 48: 中国: 实物商品网上零售额当月同比增速及两年 CAGR



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 49: 中国: 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重



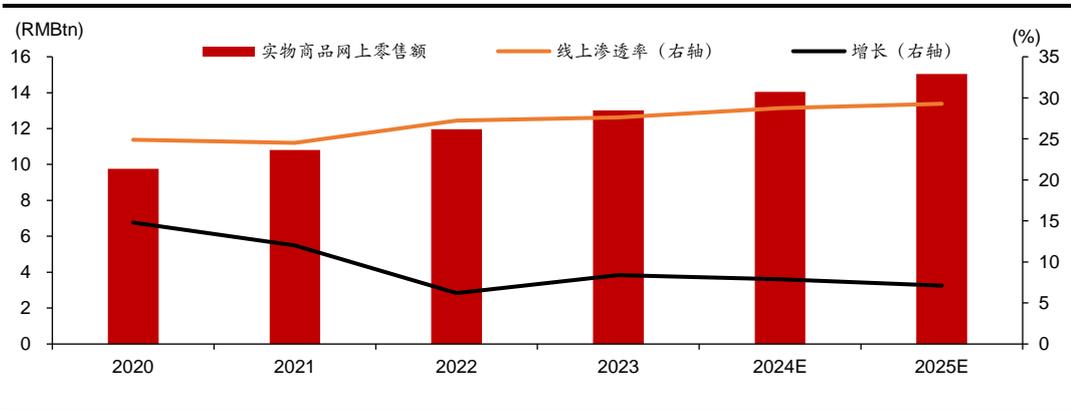
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

10 月虚拟商品网上零售同比增速亦展现月环比回暖趋势: 单 10 月份非实物商品网上零售额同比增速为 10.3% (2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月: 20.5/10.9/5.1/27.3/7.1/6.6/9.9/6.1%), 或受益于旅游消费较为旺盛及新游上线带来增量。10M24 整体网上零售额 (实物+虚拟/服务商品) 为 12.4 万亿人民币, 同比+8.8% (9M24: +8.6%; 10M23: +11.2%)。

10 月社会消费品零售总额及实物商品网上零售额均受益于国补和双十一大促提前开启带来的前置效应的积极影响: 国家统计局数据显示 10 月家用电器和音像器材类商品零售额同比增长 39.2%, 显著高于 10M24 的 7.8%, 文化办公用品类商品零售额同比增长 18.0%, 显著高于 10M24 的-0.6%。基于目前最新信息, “国补”主要覆盖冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水气、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品, 大部分地区的补贴持续时间到 2024 年 12 月 31 日截止。

我们认为在目前消费情绪仍较弱的情况下, 补贴周期是否延长、品类范围是否扩展或仍为增长趋势是否可以部分外推至 2025 年的关键关注点。展望 2025, 实质性的增量促消费政策出台、及美国加征关税等不确定性进一步明晰, 或为行业估值进一步上行的关键支撑因素。基于目前能见度, 我们预测 2025 实物商品网上零售额将同比增长 7.1% (对比目前社会消费品零售总额的 Wind 一致预期增速为 5.1%)。

图 50: 中国: 实物商品网上零售额及增长预测

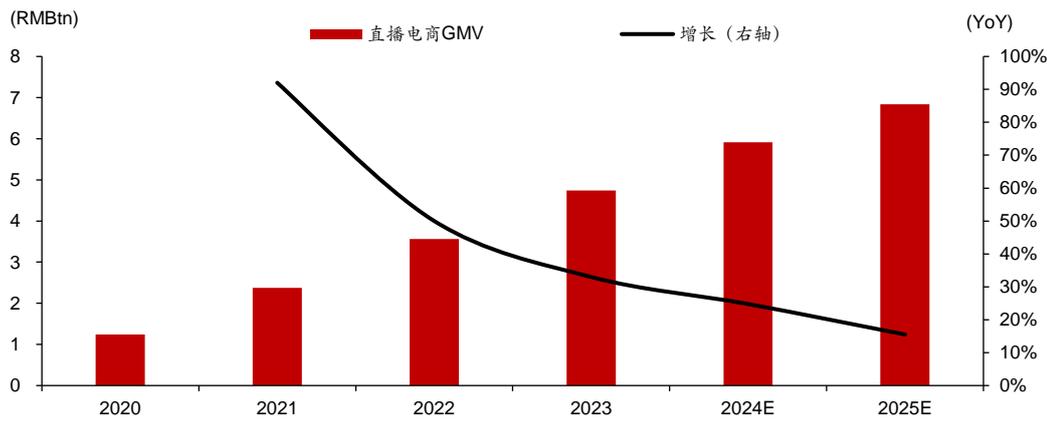


资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场预测

■ **直播电商竞争在 2025 或延续放缓趋势**

回顾 2024，我们观察到整体直播电商 GMV 同比增速季度环比呈现下降趋势，给传统货架电商带来的竞争影响边际持续转弱。在消费情绪仍偏弱、短视频平台流量及使用时长逐步见顶、平台运维成本较难大幅优化的背景下，我们认为直播电商尽管仍有望在 2025 年维持快于大盘的增速，但给传统电商平台带来的竞争边际转弱的趋势或将延续。我们预测直播电商 GMV 将在 2025 年同比增长 15.5%至人民币 6.8 万亿元，在社会消费品零售总额中的渗透率将达到 13.3%。

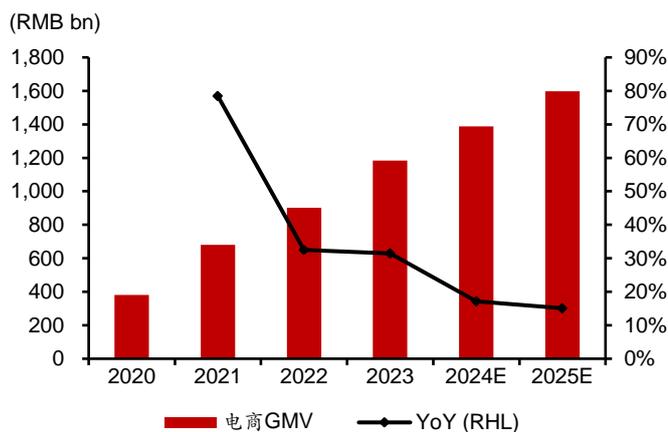
图 51：中国：直播电商交易额及增长预测



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场预测

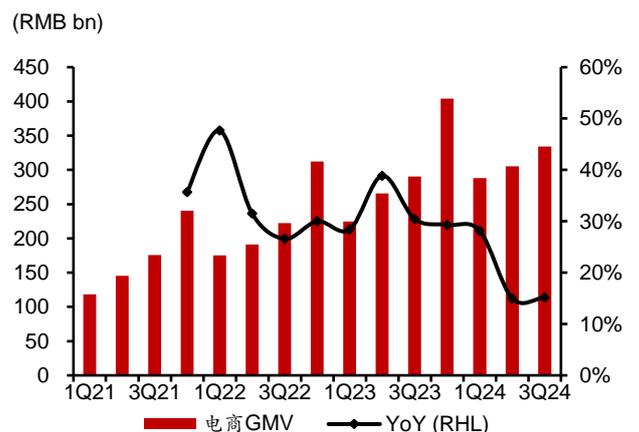
据晚点 Latepost 和易观数据，抖音电商 GMV 同比增速 2M24/2024 年 3 月/4-5 月/618 购物节分别为 60%/+40%以下/30%以下/超过 20%，呈现逐月下降趋势。快手电商 GMV 增长亦较预期更弱，1Q24 及 2Q24 GMV 分别同比增长 28%和 15%，3Q GMV 维持 15%的同比增长，我们预计公司 4Q 电商 GMV 将同比增长 14%，对应全年 17%的增速亦弱于年初时市场 25%的全年同比增长一致预期。

图 52：快手：电商 GMV 趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 53：快手：电商 GMV 趋势（季度）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

双十一数据亦佐证直播电商边际趋缓态势：据易观数据，2024 双十一全周期，抖音/快手/拼多多/淘宝天猫/京东分别录得 18.8%/11.3%/15.8%/10.2%/7.0% 的 GMV 同比增长，其中相较行业整体 11.4% 的增速而言抖音/拼多多仍在获取市场份额，京东相对快手/淘宝天猫跑输行业更多；对比今年 618 全周期抖音/快手/拼多多/淘宝天猫/京东 GMV 同比增速 26.2%/16.1%/17.7%/12.0%/5.7%，抖音/快手平台 GMV 增速进一步出现较为明显的下滑，而京东平台 GMV 增速度过高基数效应后有所回暖。整体而言，直播电商平台 GMV 增速持续向行业趋势趋同。

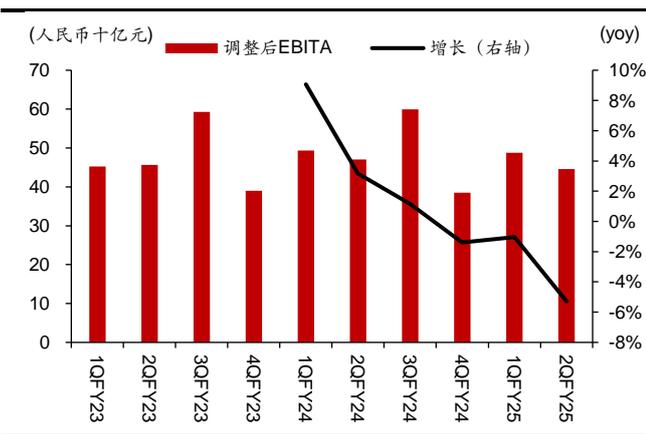
我们认为直播电商增速放缓或主因：1) 宏观消费疲软下冲动型消费受到更大影响；2) 直播电商流量及时长逐步见顶（在缺乏增量流量的情况下，平台给予商家端的支持举措或不可持续）；3) 缺乏基础设施支持下直播电商平台的货架电商业务用户心智培养弱于预期；及 4) 平台流量成本较高，较难支持低价策略的执行及与同业的竞争。

■ 多元化投资以夯实长期竞争力、平衡商家运营成本与变现率提升增量

2H24，在注重 ROI 的指引下，整体电商行业竞争格局虽未见明显恶化，但电商平台均在不同方向重新增加投入以增强长期竞争力（如京东补齐服饰品类短板、阿里巴巴持续投资于核心用户体验提升、拼多多投资于优化商户运营成本及平台生态优化）。在持续投资的情况下，短期内对于电商平台或不应有较高的对于利润率扩张的期待。

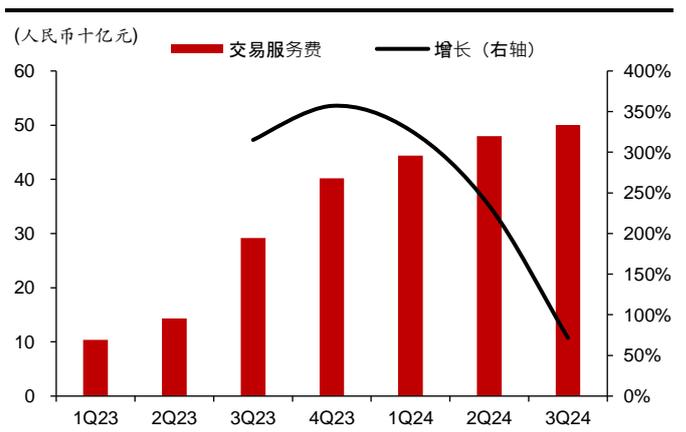
阿里巴巴持续投资于核心用户数量增长及用户体验提升，尽管这在短期对淘天集团的盈利造成压力，但我们认为核心用户参与度的提升反过来会随着时间推移推动商家更多地在阿里巴巴平台投入资源以及增加广告支出。据阿里巴巴，其目前已经累积了 4600 万 88VIP 会员，数量上实现两位数的同比增长，且在双十一购物节期间下单的 88VIP 会员数量同比增长超过 50%。受益于价格力举措，今年双十一期间阿里巴巴三线以下城市新增超 2000 万购买用户，新增超 1.4 亿订单。更强的用户粘性和更优的流量分配也带来了更好的商户 ROI 和更强的商户付费意愿，大促期间天猫平台有 402 个品牌成交破亿、3.8 万品牌成交同比增长超 100%、日均广告付费商家数实现同比两位数增长。

图 54: 阿里巴巴：淘天集团 EBITA 及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场
注：财年结于 3 月

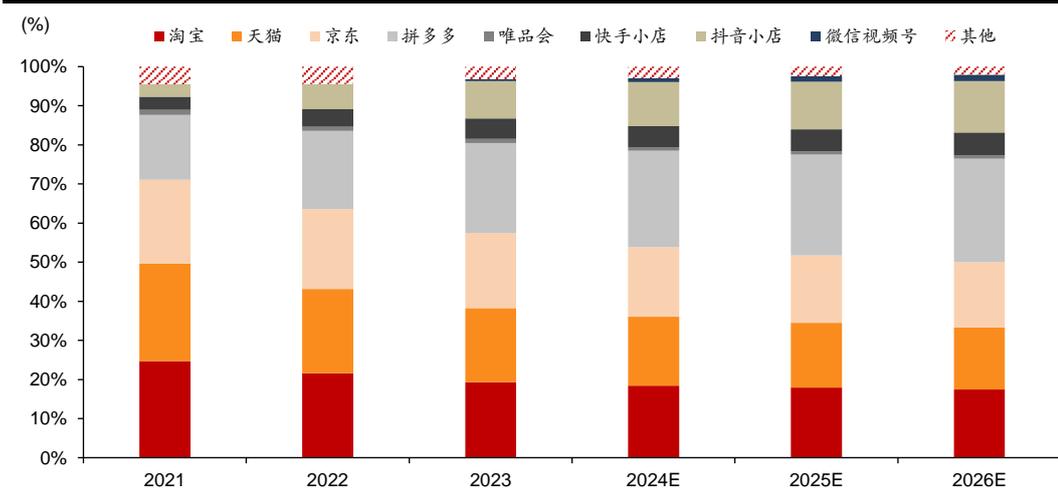
图 55: 拼多多：商户扶持计划部分影响交易服务费营收增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

拼多多致力于坚定投资以推动更健康、可持续的平台生态系统发展。管理层表示将持续对商家生态系统进行投资，为长期健康、可持续发展奠定更坚实的基础，截至 3Q24 拼多多推出的 100 亿元费用减免计划和优质商家扶持计划已为逾 1000 万商家节省了成本并提高了效率。同时，公司已实施了多项政策，例如退还服务费、降低保证金、免除偏远地区订单的转运费以及加强对商家的售后支持等。京东 2H24 起按年初计划重新开始对服饰类目加大投入，诸如“服饰真五折”、“买服装上京东”等活动持续推出，持续补齐服饰类目的短板，并助力新客获取和现有用户的消费频次提升。

图 56: 中国：电商市场份额估算



资料来源：国家统计局，晚点 Latepost，公司资料，招银国际环球市场估算

注：1) GMV 数据为公司披露口径数据及我们基于第三方数据进行估算，可能存在电商平台间 GMV 披露口径不一致而不绝对可比的情况；2) 在计算市场份额时，我们将退货率纳入考虑，计算实际产生的 GMV，我们假设 2021-2026E 电商平台的退货率分别为 15%/19%/20%/23%/24%/25%；直播电商平台的退货率分别为 30%/30%/32%/35%/37%/38%；3) 计算市场份额时，为避免重复计算，我们仅计算直播电商的闭环电商产生的 GMV 体量。

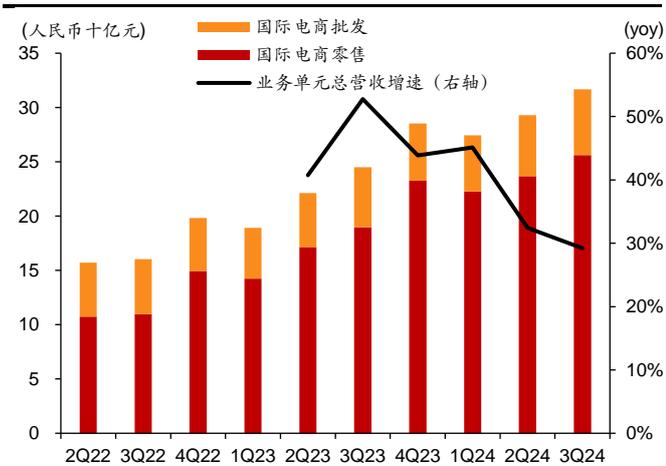
展望 2025 年，基准情形下，我们仍预测拼多多及直播电商平台有望进一步获取市场份额，尽管速度或有望进一步放缓。我们预测拼多多将会获取 1.1ppts 的市占（相较 2024E 的 1.6ppts 有所放缓）。

电商出海：从快速扩张逐步转向精细化运营阶段

电商平台的出海业务已从大规模快速扩张转向兼顾规模增长和 UE 提升的有质量的增长阶段，我们预期趋势将会在 2025 年延续。在市场普遍担忧美国加征关税及地缘政治扰动、业务运营存在较大不确定性的情况下，我们认为目前市场尚未将跨境电商业务的估值反映在电商平台的估值中，而未来潜在的加征关税靴子落地、业务拓展有更强确定性之后，估值或有望重新体现。在我们目前的目标估值中，阿里巴巴的国际数字商业板块和拼多多的 Temu 业务，分别在各自目标估值中的占比为 9%/10%。

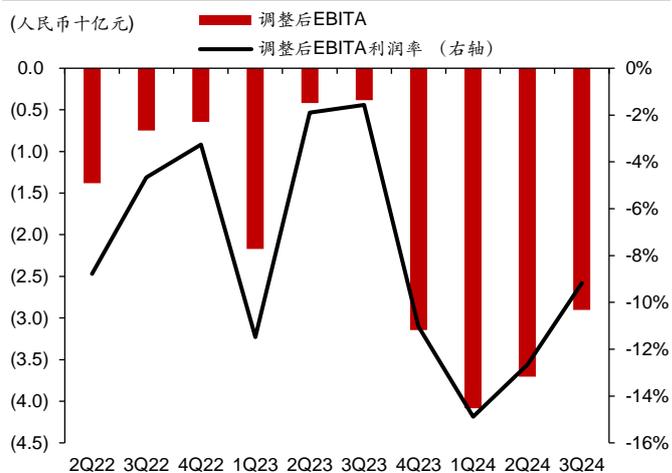
据 36 氪报道，3Q24 Temu 的 GMV 处于 130-140 亿美金区间，环比增速降至 15% 左右甚至更低，而 2Q24 的 GMV 增速为 50%。而阿里巴巴的国际数字商业业务营收增速也相较此前高速发展的阶段呈现放缓趋势，公司持续追求有质量的增长、驱动业务规模扩张的过程中 UE 持续提升。

图 57: 阿里巴巴国际数字商业: EBITA 及 EBITA 亏损率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 58: 阿里巴巴国际数字商业: EBITA 及 EBITA 亏损率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

在线广告：AI 赋能与产品创新带来收入增量

我们预计 2025 年中国主要在线广告平台收入同比增长 12%，相较 2024 年有望加速，主要驱动力包括：1) 消费情绪修复（社会零售总额 FY25E +5% YoY vs FY24E +4% YoY）；2) AI 及大模型增强推荐算法，驱动用户时长及广告转化率提升，带动广告库存及需求增长；3) 微短剧及小游戏等新兴行业带来增量广告需求。从公司维度，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩有望同时受益于这三大驱动力，2025 年有望维持快于行业的广告收入增长，预计分别同比增长 17/15/17%。

图 59：在线广告：收入展望

社会零售总额 (万亿元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	FY24E	FY25E
社会零售总额	11.5	11.3	11.5	12.9	12.0	11.6	11.8	48.9	51.4
YoY	5.8%	10.7%	4.2%	8.3%	4.7%	2.6%	2.7%	3.7%	5.1%

广告收入 (百万元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	FY24E	FY25E
腾讯	20,964	25,003	25,721	29,794	26,506	29,871	29,993	120,270	140,479
快手	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	72,793	83,949
百度	16,568	19,586	19,672	19,153	17,008	19,164	18,771	72,555	75,565
微博	2,434	2,731	2,784	2,911	2,474	2,702	2,850	10,824	11,277
爱奇艺	1,404	1,495	1,674	1,651	1,482	1,461	1,337	5,587	5,903
汽车之家	1,534	1,833	1,906	1,911	1,609	1,873	1,775	7,046	7,181
哔哩哔哩	1,272	1,573	1,638	1,929	1,669	2,037	2,094	8,195	9,561
合计	57,239	66,567	68,085	75,553	67,398	74,623	74,454	297,269	333,916

同比增速	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	FY24E	FY25E
腾讯	16.5%	34.2%	20.0%	20.8%	26.4%	19.5%	16.6%	18.5%	16.8%
快手	15.1%	30.4%	26.8%	20.6%	27.4%	22.1%	20.0%	20.7%	15.3%
百度	6.3%	14.7%	5.2%	6.3%	2.7%	-2.2%	-4.6%	-3.2%	4.1%
微博	-10.1%	7.3%	3.3%	4.5%	1.7%	-1.0%	2.4%	-0.2%	4.2%
爱奇艺	5.0%	25.3%	34.3%	6.2%	5.6%	-2.3%	-20.1%	-10.2%	5.7%
汽车之家	4.2%	5.8%	3.4%	1.0%	4.9%	2.2%	-6.9%	-1.9%	1.9%
哔哩哔哩	22.2%	35.8%	20.9%	27.6%	31.2%	29.5%	27.8%	27.8%	16.7%
合计	11.2%	24.8%	15.7%	15.3%	17.7%	12.1%	9.4%	11.2%	12.3%

资料来源：国家统计局、公司资料、招银国际环球市场预测

AI 大模型赋能广告投放：AI 大模型对于在线广告平台的赋能进一步显现。海外市场，Meta 通过 AI 优化推荐算法，3Q24 提升 Facebook/Instagram 用户时长 8/6%，进一步增加平台广告库存；此外，Meta 生成式 AI 工具帮助超 100 万广告主生成广告素材，同时推动广告转化效率提升 7%，广告转化效率的提升为平台增加广告需求，提供广告涨价空间。国内市场，包括腾讯、哔哩哔哩、快手等主要广告平台均更好地使用 AI 去提升平台用户活跃度以及广告 ROI。例如哔哩哔哩将广告推荐系统由 CPU 驱动升级为 GPU 驱动，有望将广告转化效率提升超 100%；快手推出 AIGC 短视频素材生成功能，帮助广告主降低平均获客成本超 60%。

图 60: AI 大模型赋能在线广告

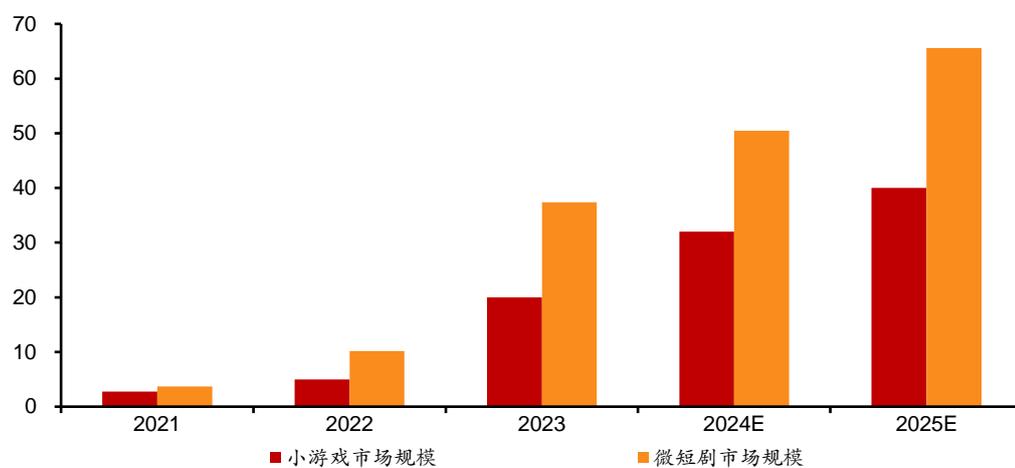


资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

预计 2025 年微短剧及小游戏合计市场规模达到 1,056 亿元（据中国网络视听协会、伽马数据及我们预测），未来有望持续带来增量广告收入。假设微短剧&小游戏市场收入 15-30% 作为广告分成/投流成本流向平台，预计微短剧及小游戏 2025 年为在线广告平台带来 158-317 亿元广告收入，约占 2025 年主要在线广告平台（图 59）收入 5-9%。

图 61：中国：微短剧&小游戏市场规模

(RMB bn)



资料来源：中国网络视听协会、伽马数据、招银国际环球市场预测

■ 广告公司展望：关注消费复苏、AI 赋能以及增量行业预算贡献

展望 FY25，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩继续提升在线广告市场份额，维持快于行业的收入增长，主因 1) 供给侧：相较于抖音较高的广告加载率且商业流量增长已经开始放缓，腾讯/快手/哔哩哔哩的广告加载率仍然有较大提升空间，随着广告加载率提升，预计 FY25 三家平台商业流量和广告库存将维持较快增长；2) 需求侧：AI 有望进一步提升三家平台广告转化率及 ROI，叠加增量垂直行业广告需求（如微短剧/小游戏/电商等），预计 FY25 三家平台广告需求及价格亦有望维持良好增长。

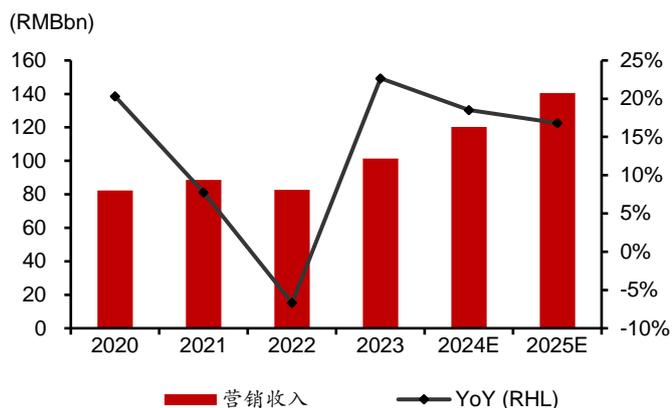
1) 我们预计腾讯 FY25 营销收入同比增长 17%。主要驱动力包括：a) 视频号广告加载率提升拉动视频号广告收入维持较快增长；b) 小游戏及微短剧广告收入增量推动小程序广告收入增长；c) AI 及大模型持续提升搜索能力，商业搜索量增加推动微信搜索广告收入增长；d) AI 赋能广告技术，提升广告 ROI 及单价。

2) 我们预计快手 FY25 在线营销收入同比增长 15%。主要驱动力包括：a) 微短剧/小游戏等行业为外循环广告带来增量预算；b) 内循环广告商业化效率提升。

3) 我们预计哔哩哔哩 FY25 广告收入同比增长 17%。主要驱动力包括：a) 加强与电商平台合作，打造开环电商生态，获取更多电商广告预算；b) 持续提升平台整体广告加载率；c) 广告算法以及模型的持续迭代，提升广告转化效率及 ROI。

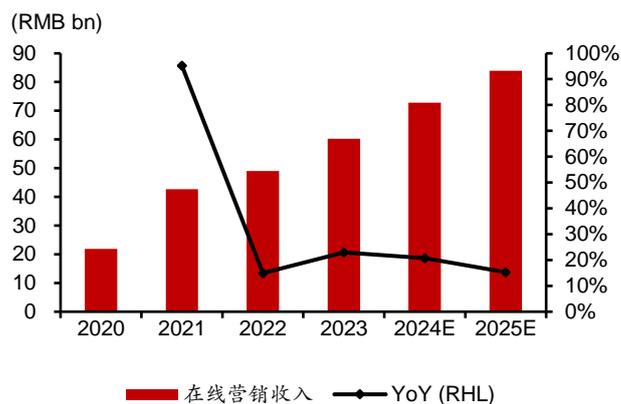
4) 我们预计百度核心 FY25 广告收入同比增长 4%。在宏观较为疲软且面临行业竞争持续加剧的背景下，百度较为激进的通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度并换取中长期更广阔的变现空间影响了短期的广告业务增长。截至 2024 年 11 月，百度约 20% 的搜索结果填充了生成式人工智能生成的内容（2024 年 8 月中旬：18%），其 App 约 70% 的 MAU 已体验过生成式 AI 相关内容；但因生成式 AI 相关的搜索结果尚未开始变现、且宏观环境仍较弱影响到作为百度基本盘的线下中小商户的广告投放意愿，百度核心广告收入增长承压，2Q24/3Q24 分别同比下滑 2%/5%，我们预计 2024 年全年百度核心广告收入将同比下滑 3%。我们预计百度在 4Q24-1Q25 仍会将产品优化和用户参与度提升的优先级置于商业化之上，并会增加投资以推动其大语言模型升级，但随着整体宏观环境复苏、文心一言智能体带来增量的商业化变现、及从 2025 年开始生成式人工智能搜索结果商业化变现开始逐步起量，我们预测百度核心的广告收入增长将在 2025 年逐季企稳，并将于全年录得 4% 的同比增长。

图 62: 腾讯: 营销收入展望



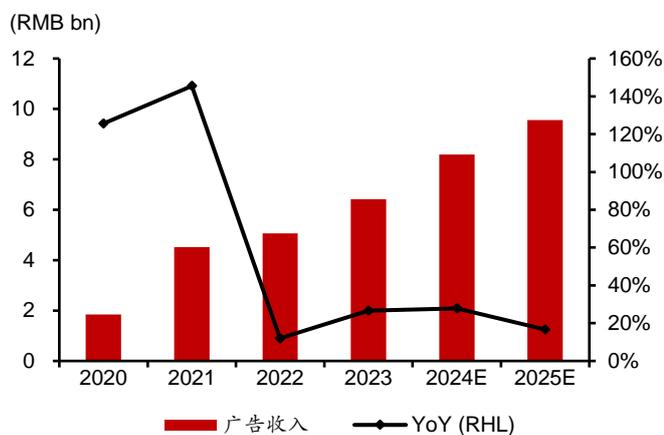
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 63: 快手: 在线营销收入展望



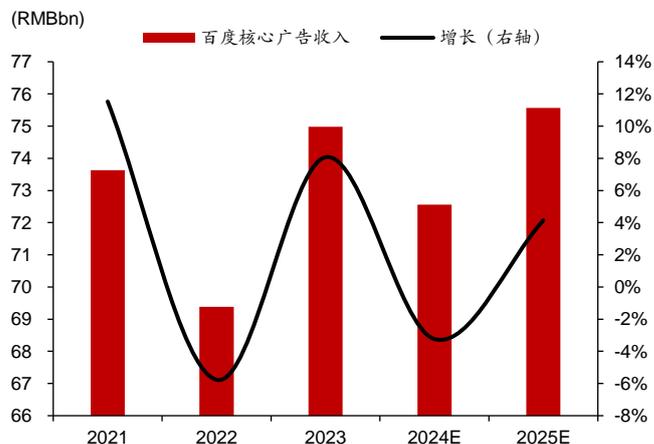
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 64: 哔哩哔哩: 广告收入



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场

图 65: 百度核心: 广告收入



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

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作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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。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。