

互联网

2025 展望：逆风前行，但可以有更多期待

优于大市
(维持)

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。

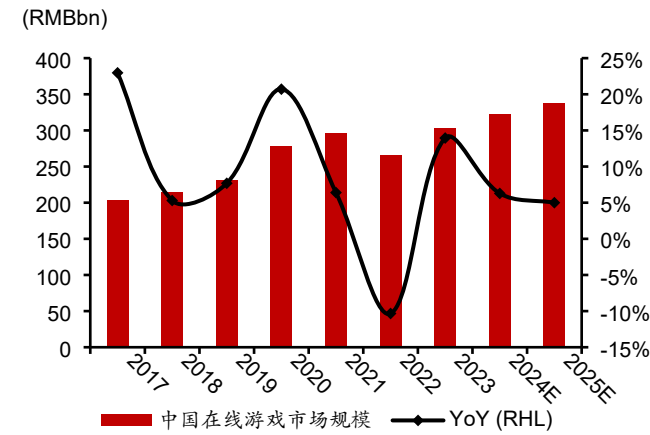
■ **观存量：确定性或仍为短期重点。**回顾 2024，宏观逆风仍存的情况下，市场的主要关注点聚焦核心业务盈利增速和确定性、股东回报水平、及新业务扩张带来的增量。展望 2025，从基本面韧性角度来看，全年我们相对偏好本地生活（竞争格局阶段性转好，线上渗透仍有空间）、在线游戏（新游发布推动基本面复苏）、在线旅游（出游呈现刚需化趋势，消费习惯持续向线上迁移）。电商板块整体受到社会消费品零售总额偏弱的影响，虽无需过度担忧国内竞争格局恶化，但不同电商平台面向不同方向补短板的增量投资或拖累短期利润率扩张。在线广告板块中，我们预计不同平台表现维持分化，中短视频平台收入增长维持韧性，而广告主预算或进一步向具备高 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。

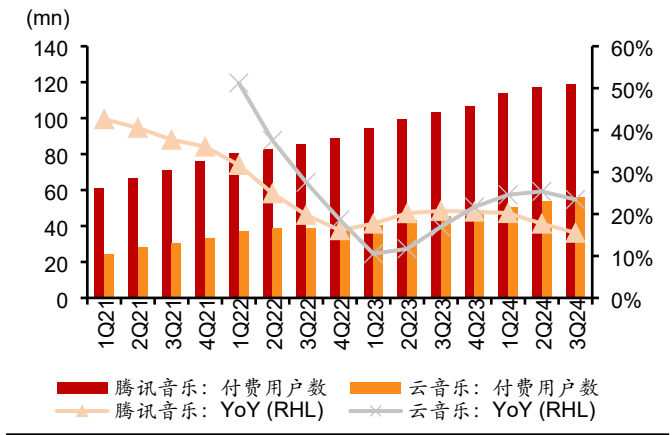
重要图表

图 1: 中国：在线游戏市场规模



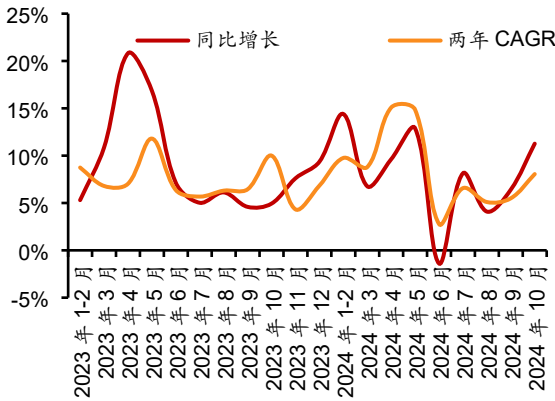
资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

图 2: 在线音乐平台：付费用户数



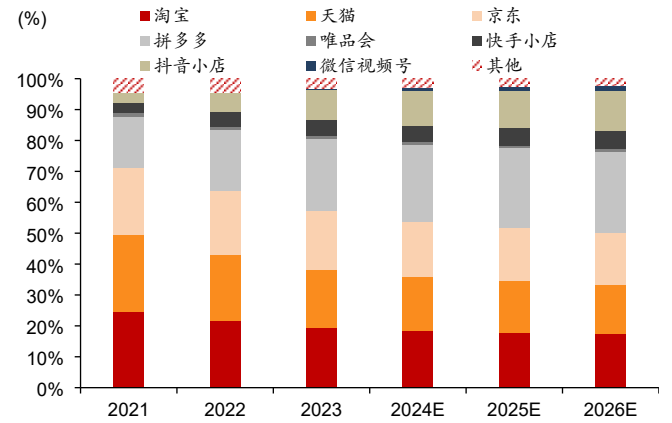
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 3: 中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR



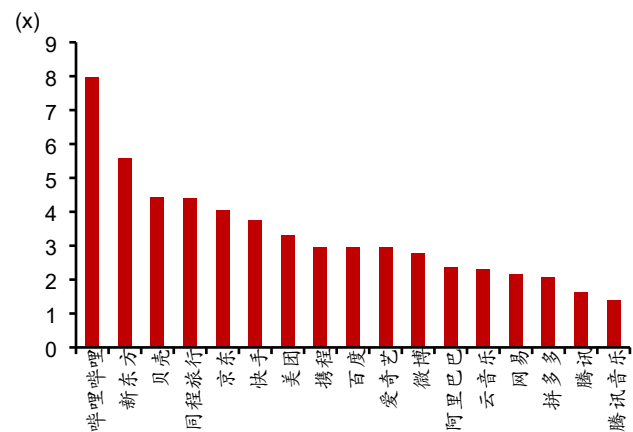
资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

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

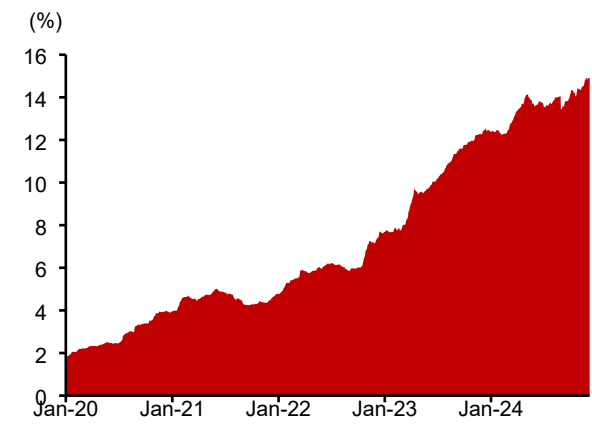
图 5: 互联网：利润弹性对比 (FY25E)



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	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆

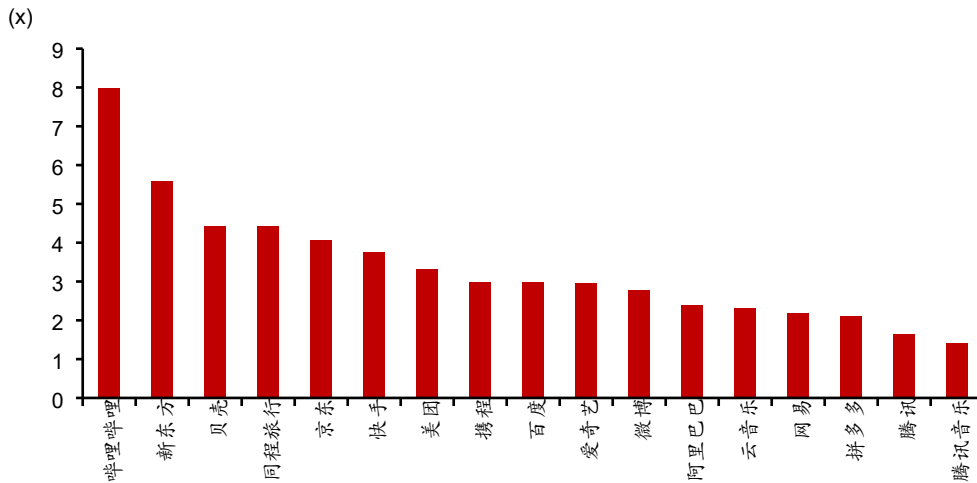
资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、CNNIC、招银国际环球市场注：本地生活/在线旅游/电商基于线上 GTV 渗透率水平判断，在线广告基于线上广告收入份额判断，在线音乐/游戏基于线上用户渗透率判断；营收和盈利增速基于招银国际对 2H24 展望；行业竞争格局基于 CR5 市场份额等数据判断；韧性程度基于收入增速与 GDP 或社会零售额增速相关度等因素判断

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、携程旅行、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

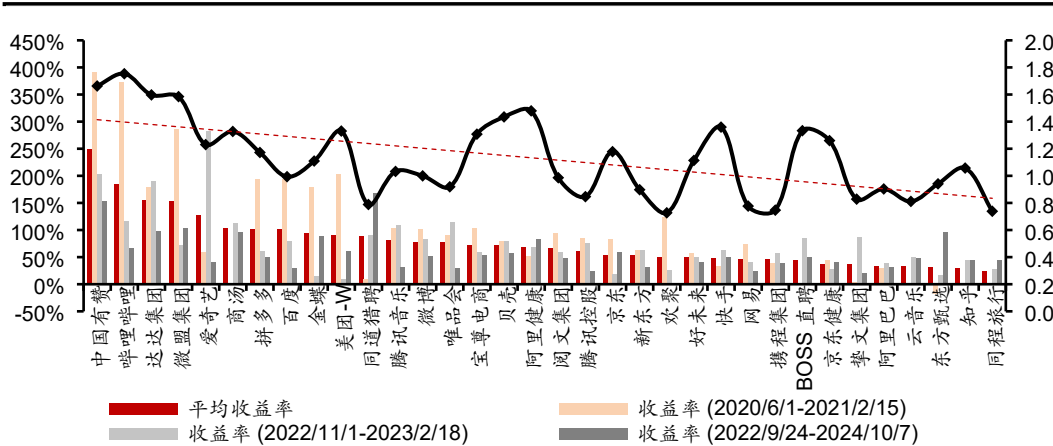
公司	股票代码	股价 (交易地)	市值 (百万美元)	现金流生成			股东回报				股息			股票回购		
				FY23净现金 (百万美元)	自由现金流/ 市值 FY24E	净现金/市值 FY23	股息*回购/ SBC FY24E	股息率 FY24E	股票回购/ 市值 FY24E	SBC/市值 FY24E	每股股息(交易地) FY24E	FY23	股息分派 比率 FY24E	FY24E	FY23	FY22
中国																
VIPShop	VIPS US	13.1	6,719	3,549	12.6%	52.8%	11.1%	3.8%	10.6%	-3.3%	0.50	0.43	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	NTES 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	21,537	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%	0.5%	-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%	-0.3%	-	-	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	1.8%	(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。

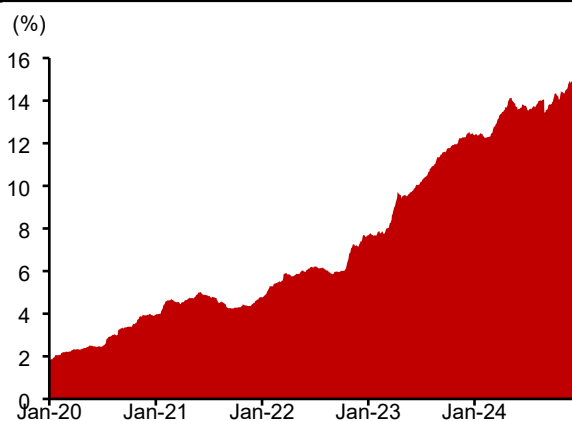
图 10：过去三年主要上涨轮次期间个股收益及 Beta 比较



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/同程旅行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。

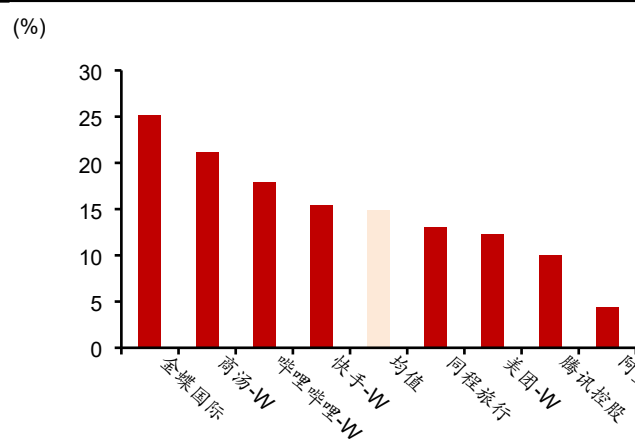
图 11: 互联网: 平均港股通持股趋势



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

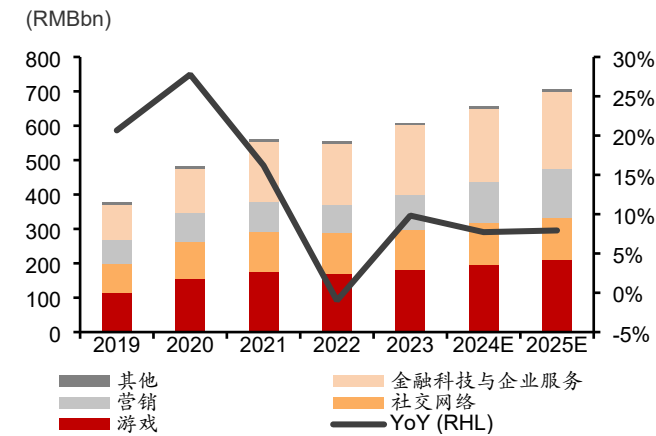
从传统龙头互联网公司（阿里巴巴、腾讯）的业务发展趋势来看，强化核心国内主业的护城河、在新技术持续投入并寻求与主业的协同和进一步提效、及海外扩张支撑长期营收和盈利的增长仍为重要的布局方向。此外，基于稳定的主业盈利强化股东回报亦为估值水平带来了支撑。就百度而言，尽管其核心搜索广告业务短期增长面临挑战，其竞争对手在不同的搜索场景和细分垂类逐步获取用户的搜索心智，但百度在较为激进的投资于技术创新、并尝试通过生成式 AI 重构产品体验以提升用户活跃度，通过重构现有变现场景及寻找新的变现场景（ie: 智能体）以获取增量的变现机会。

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。

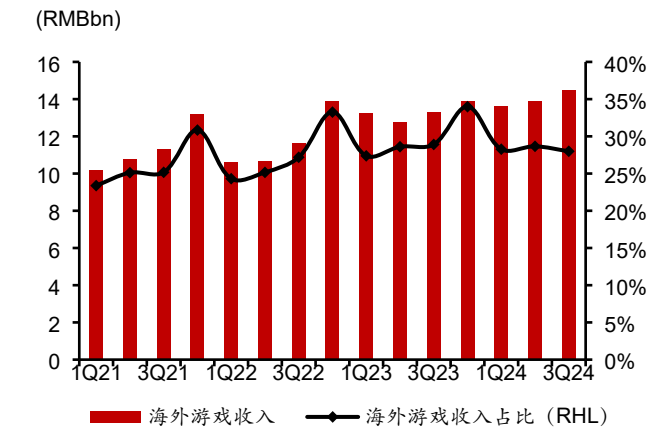
从中长期维度，腾讯的主要增量空间将来自于：1) AI 提高广告产品 ROI、提升游戏研发效率及品质、改善用户社交及娱乐体验，驱动收入增长并提升盈利能力；2) 微信电商生态持续完善，驱动内循环电商广告及佣金收入增长；3) 通过投资/自研/代理等多途径发展海外游戏业务，推动公司在海外游戏市场的份额持续提升。

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



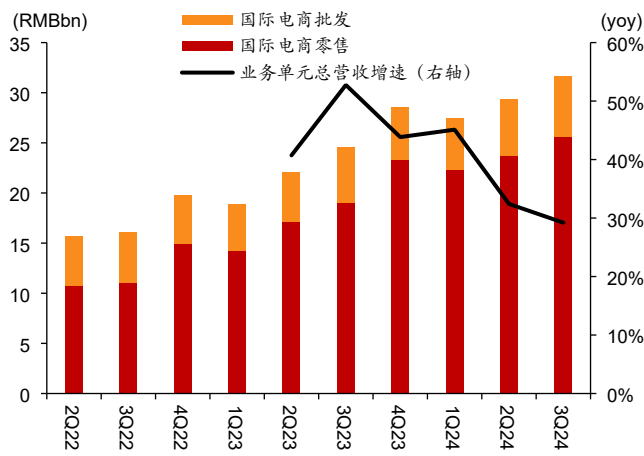
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

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。

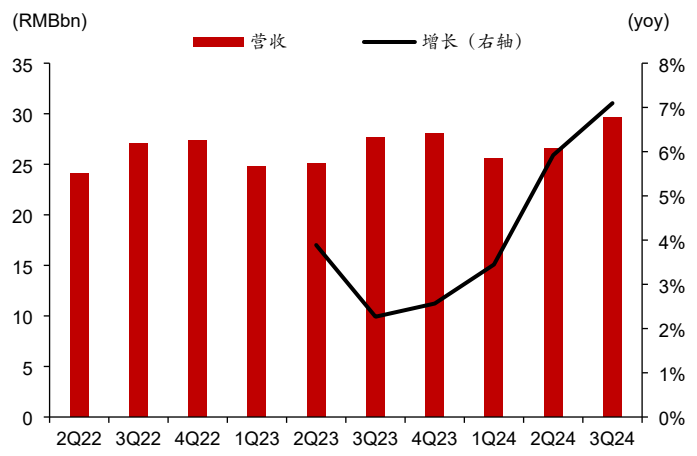
从全年维度来看，我们将阿里巴巴列为行业首选股，主因：1) 在目前宏观较弱已经计入预期且消费或不会边际更弱的基准情形下，阿里巴巴股东回报水平 (每年减少 3% 流通股的指引+分红) 相较 9x FY26E PE 估值具备吸引力；2) 淘天集团增量技术服务费收取 4Q24 起将带来全季度积极影响，且及全站推广持续渗透有望带来增量变现；3) 增量消费刺激政策出台及金融科技相关监管进一步更新或有望助推估值重估。基准情形下，我们预测在增量技术服务费收入、全站推广带来增量变现支撑下，FY26E 阿里巴巴营收/调整后 EBITA 增速有望提升至 8%/14% (FY25E: 5/6%)。

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。

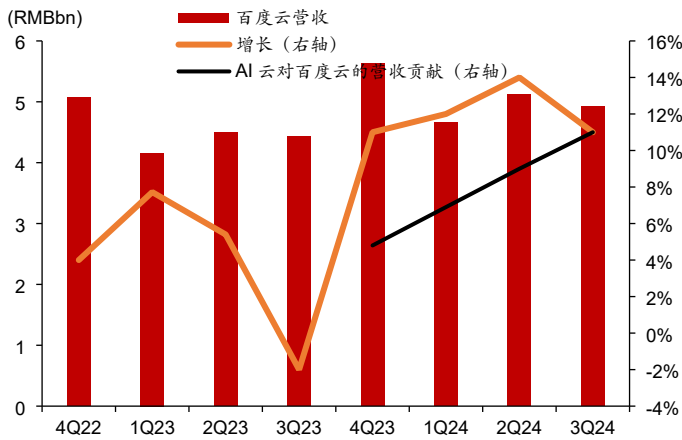
百度：GPU 云营收占比持续起量，关注 Gen-AI 变现进程

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

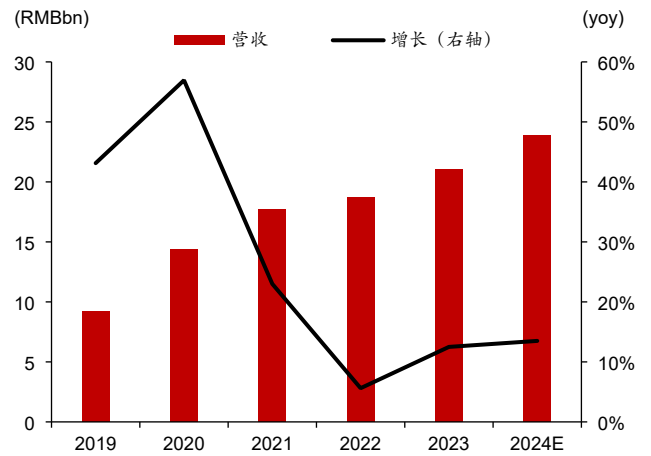
长，这得益于 GPU 云业务收入的增长以及从 GPU 云到 CPU 云相关的交叉销售机会，我们预计 4Q24 云业务收入将同比增长 13%。

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%。

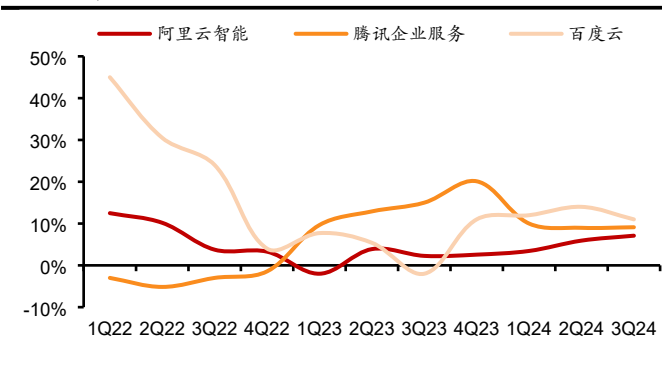
AI 应用：大模型使用成本降低驱动 AI 应用繁荣

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。

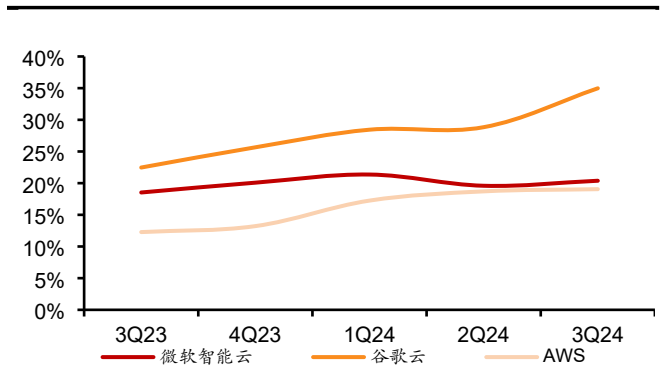
图 20: 中国：主要互联网公司云营收增长



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

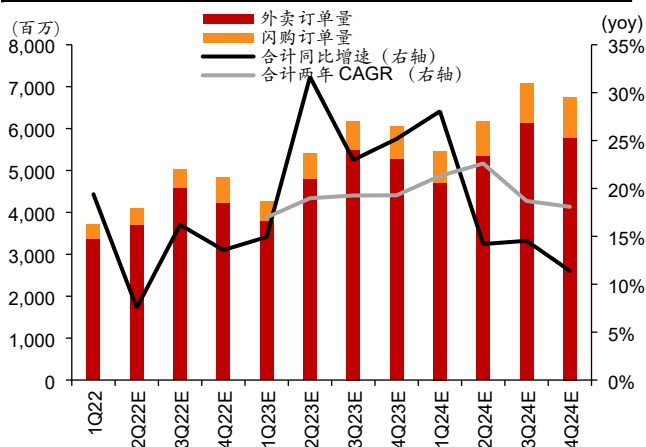
本地生活：竞争缓和，线上渗透率提升及补贴优化趋势或延续

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。

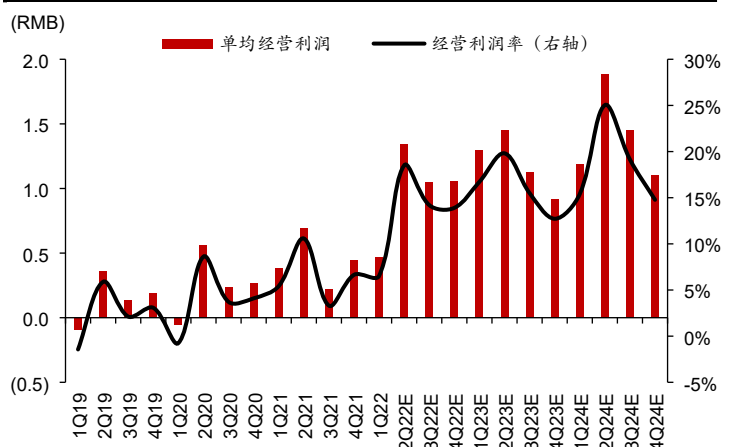
外卖业务盈利能力层面，我们估算美团 2Q-3Q24 外卖业务单均盈利均有较为显著的同比提升，主要得益于：1) 单均配送收入增长；2) 外卖和美团闪购业务的收入中配送相关成本的百分比降低；3) 广告变现率提升；4) 用户补贴优化。此外，2-3Q24 阿里巴巴本地生活集团（主要营收及亏损贡献板块为饿了么）亏损也显著收窄，其 2Q24/3Q24 录得人民币 4/4 亿元亏损，相较 2Q23/3Q23 的 20/26 亿显著减亏。展望 2025，我们认为美团外卖业务全年维度单均盈利提升在降补贴及单均配送营收提升的驱动下或仍有空间，但单量增长或自 2Q-3Q25 起重新成为盈利增长的主要驱动力。

图 23: 美团：到家业务合计单量及增长趋势



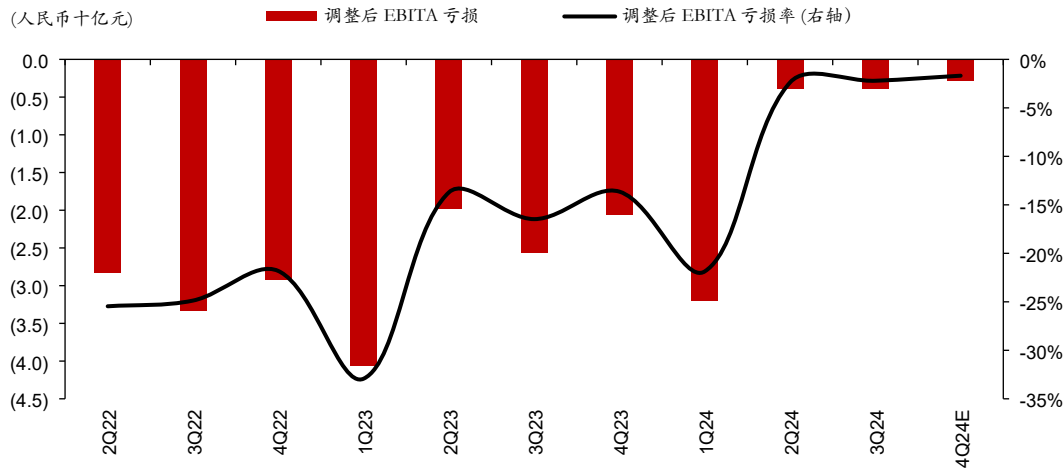
资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

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

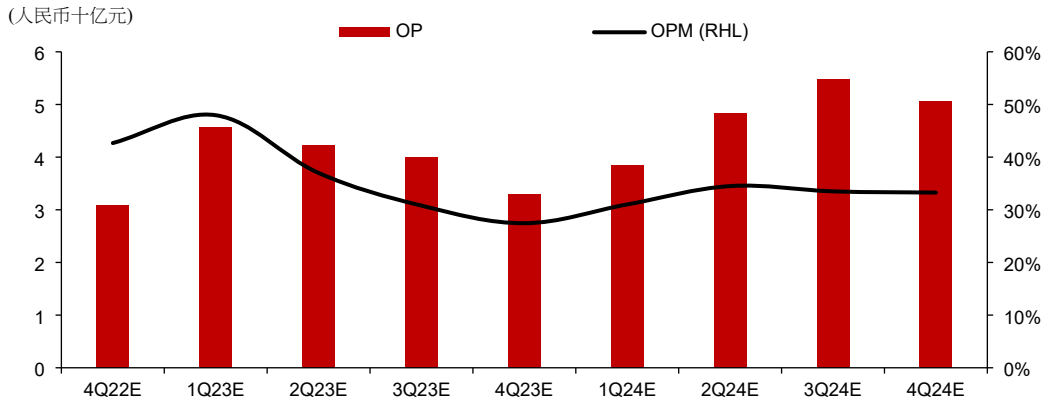
图 27: 抖音本地生活：佣金率情况（2024 年 7 月）

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

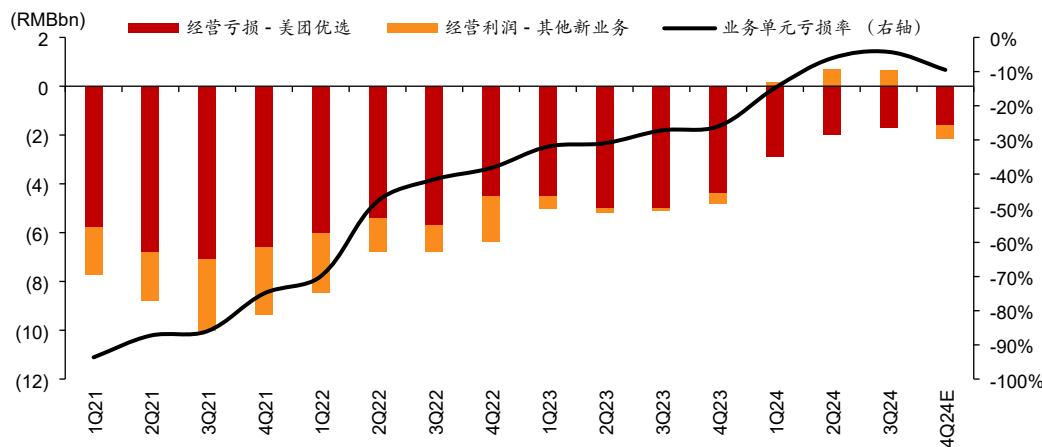


资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

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

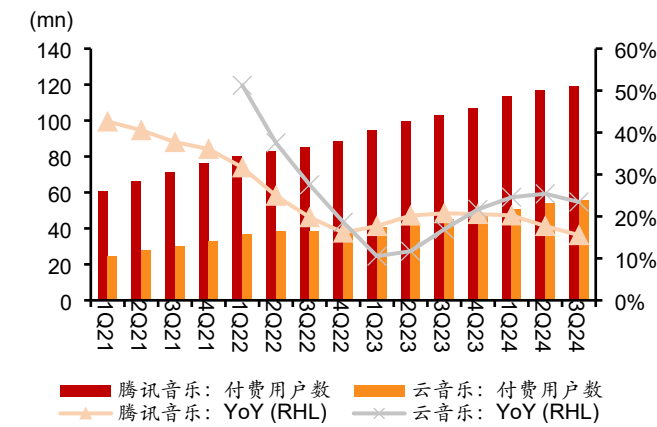


资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

在线音乐：平衡付费用户及 ARPPU 增长

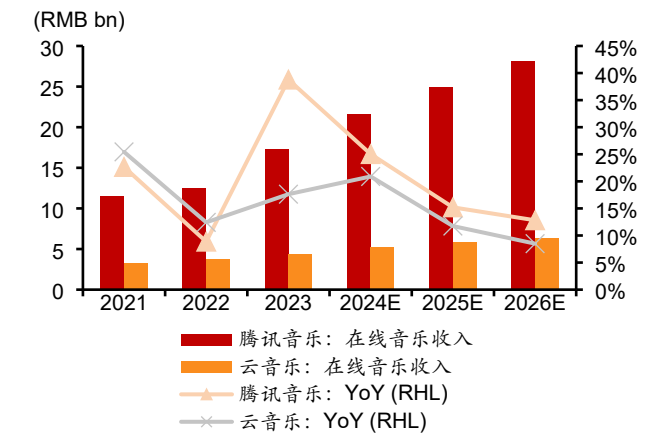
我们预计 2025 年在线音乐收入维持 10-15% 的较快增长，主要由付费用户数以及 ARPPU 的平衡增长所驱动。长期看，腾讯音乐/云音乐付费率水平（21/25%）相较 Spotify 在不同地区的付费率仍有较大提升空间，我们看好付费用户数的持续增长，但增长速度取决于公司的运营策略以及在付费用户数与 ARPPU 间的平衡。分公司看：1) 我们预计腾讯音乐 2025 年音乐收入同比增长 15%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 8/8%，公司将继续平衡付费用户数及 ARPPU 增长，减少绿钻会员折扣，提升 SVIP 会员渗透率；2) 我们预计网易云音乐 2025 年在线音乐收入同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



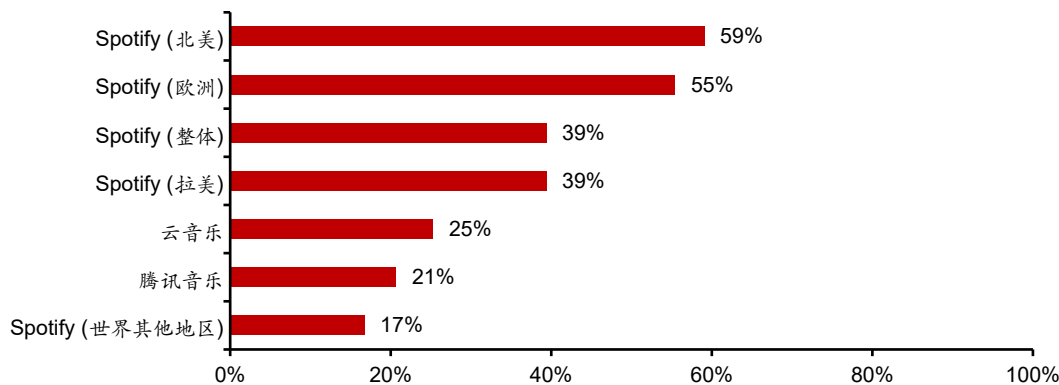
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/305232303320012011>