

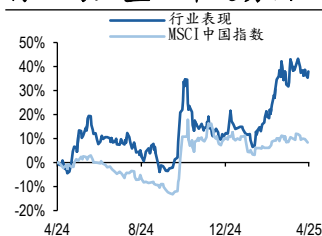
2025 年 4 月 2 日

互联网及教育行业

2025 年关注竞争格局稳定下的变现提升潜力及出海进展

- 回顾 2024 年覆盖公司业绩，有行业空间、商业化能力的公司收入增速亮眼，大体量龙头公司收入增速虽放缓但持续保持业内领先优势。大部分公司利润增长来自降本增效及高利润率业务收入增长带来的业务结构优化。
- 2025 年，各公司在市场竞争格局逐渐稳定下，需寻求业务变现能力的提升和创新，以及海外增量空间从而带动收入增长，新业务、海外扩张及长期战略布局也是投入主题方向。股东回报仍以回购为主，直播、电商及头部公司股息发放相对稳定。
- OTA 行业增速主要靠出境及国际业务拉动，内地单量增长或放缓，但补贴率收窄将进一步推动收入实现~10%增长，携程在国际业务的投入将影响利润率提升趋势，同程聚焦老用户运营或带动 OTA 业务利润率提升。
- 电商行业增长主要聚焦消费刺激政策扩品类对相关平台的利好，上半年低基数效应或带动预期有上调空间，以及技术服务费率同比提升对淘天收入及利润的利好。跨境电商面临关税落地及物流费用上升的短期不利因素，关注跨地区布局及海外仓长期增长空间。
- 本地生活收入增速区间仍在 15-20%，主要受到本地生活服务平台变现和运营的拉动，以及新业务如海外拉动，但海外投入加大或影响新业务亏损，利润关注商家扶持、合规成本及运营效率优化的平衡。
- 游戏行业仍将受新游增量拉动，同时通过有效运营进一步强化常青游戏稳定性及增长性。腾讯本土游戏重点关注头部 IP 新游，海外则受益于 Supercell 长周期摊销及端游增量贡献，预计全年游戏收入+10%。网易手游高基数影响基本缓释，关注端游拉动全年游戏收入加速增长（11%）。
- 云业务：各互联网云服务业务重点以及资本支出计划的差异是此前股价波动的主要原因，我们认为算力需求以及 AI 应用落地的潜力均巨大，仍是估值提振的主要动力。
- 文娱行业：关注核心业务增长持续性以及调整业务收入拐点，预计音乐订阅收入维持稳健增长，毛利率优化幅度收窄但仍有提升空间，长视频平台短剧布局效果或将有所体现。
- 4 月关注点：2025 年 3 月底我们覆盖的行业中港股通十大增持股仍以 AI 相关垂直应用公司为主，覆盖公司中绝大部分持股比例提升。阿里 2024 年 9 月加入港股通后持股比例持续提升至 7.8%，维持此前或提升至 10% 的预期。4 月重点关注社零数据（我们预计 1 季度增速约 6%）以及月底新东方/好未来业绩。我们持续看好电商头部平台受到政策拉动及促消费预期带来的 GMV 增长，看好阿里巴巴/京东。同时，看好腾讯业务稳健增长态势，运营利润增速持续快于收入及毛利增速，以及 AI+应用或最快在腾讯生态落地的潜力。另外，我们认为可关注业绩表现仍有修复机会且目前估值水平较低的优秀公司，如京东物流/爱奇艺/新东方。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价 (当地货币)	收盘价 (当地货币)	—每股盈利—		—市盈率—		—市销率—		股息率 (%)
					FY25E (报表货币)	FY26E (报表货币)	FY25E (倍)	FY26E (倍)	FY25E (倍)	FY26E (倍)	
腾讯控股	700 HK	买入	583.0	497.0	26.3	29.3	17.6	15.8	6.0	5.6	1.0
阿里巴巴	BABA US	买入	165.0	132.2	86.3	103.9	11.1	9.2	2.2	2.0	NA
拼多多	PDD US	买入	165.0	118.4	94.1	128.5	9.1	6.7	2.4	2.0	NA
美团	3690 HK	买入	226.0	155.8	8.4	9.9	17.2	14.6	2.2	2.0	NA
京东	JD US	买入	62.0	41.1	35.1	38.5	8.5	7.8	0.4	0.4	2.7
网易	NTES US	买入	124.0	102.9	54.5	59.5	13.7	12.5	4.2	3.8	2.0
携程	9961 HK	买入	605.0	494.2	26.4	30.8	17.5	15.0	4.8	4.2	0.5
百度	BIDU US	买入	111.0	92.0	71.3	76.5	9.4	8.7	1.7	1.6	NA
快手	1024 HK	买入	64.0	54.4	4.6	5.5	11.0	9.2	1.5	1.4	NA
腾讯音乐	TME US	买入	17.0	14.4	5.2	5.9	20.2	17.6	5.8	5.2	1.3
京东物流	2618 HK	买入	18.5	12.6	1.3	1.4	8.9	8.4	0.4	0.4	NA
哔哩哔哩	BILI US	买入	26.0	19.1	5.5	7.5	25.4	18.5	1.9	1.8	NA
好未来	TAL US	买入	13.3	13.2	0.5	0.7	26.2	18.8	2.8	2.4	NA
新东方	9901 HK	买入	46.0	36.6	0.3	0.4	14.7	12.3	1.4	1.2	NA
金山软件	3888 HK	买入	50.0	37.7	2.0	2.3	17.2	15.3	4.1	3.7	0.4
同程	780 HK	买入	24.0	21.0	1.5	1.7	13.2	11.6	2.3	2.1	0.9
网易云音乐	9899 HK	买入	184.0	147.7	8.5	9.5	16.2	14.6	3.7	3.4	NA
第四范式	6682 HK	买入	64.0	45.5	(0.1)	0.5	NA	86.9	3.2	2.6	NA
欢聚时代	JOYY US	买入	60.0	42.0	5.0	5.7	8.5	7.3	1.0	1.0	1.2
爱奇艺	IQ US	买入	2.7	2.3	1.9	2.6	8.6	6.2	0.5	0.5	NA
途虎	9690 HK	买入	21.0	17.9	1.0	1.4	17.3	11.6	0.8	0.7	NA
顺丰同城	9699 HK	买入	13.5	9.0	0.3	0.5	29.5	17.3	0.4	0.3	NA
汇通达	9878 HK	买入	21.0	13.4	0.9	1.1	14.5	11.6	0.1	0.1	NA
高途	GOTU US	买入	4.6	3.3	(0.8)	0.8	NA	30.9	1.2	1.0	NA
有道	DAO US	买入	12.0	7.6	1.3	2.7	42.7	20.7	1.1	0.9	NA
网龙网络	777 HK	买入	14.0	10.2	2.3	2.4	4.2	3.9	0.7	0.7	7.8
阅文集团	772 HK	中性	28.0	25.8	1.4	1.6	16.8	15.5	3.0	2.8	NA
东方甄选	1797 HK	中性	15.6	12.7	0.5	0.6	25.9	20.1	2.3	2.1	NA
挚文集团	MOMO US	中性	7.2	6.3	7.2	7.6	6.3	6.0	0.9	0.9	4.3
达达	DADA US	中性	1.4	1.9	(1.7)	(1.0)	NA	NA	0.3	0.3	NA
移卡	9923 HK	中性	9.6	8.0	0.4	0.5	19.4	14.1	1.0	0.9	NA
平均							16.1	15.6	2.1	1.9	2.2

资料来源：彭博，交银国际预测，每股盈利基于 Non-GAAP 基础 *截至 2025 年 3 月 31 日

2024 年业绩回顾

我们覆盖的公司中，公司业务调整迅速且行业有增长空间、商业化能力提升的公司收入表现持续向好，负增长的公司主要受行业空间和公司架构调整影响，大体量龙头公司收入增速虽放缓但持续保持业内领先优势。

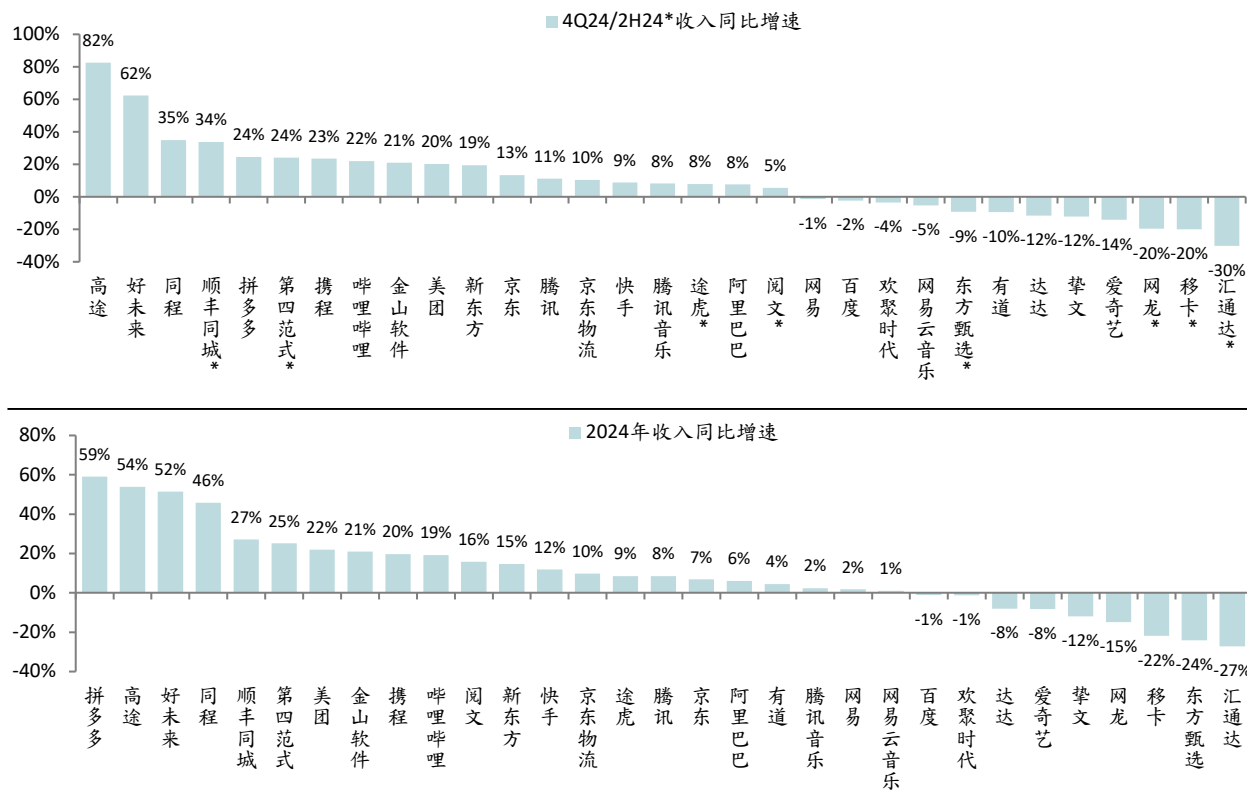
1) 收入高增长 (20%-60%) 集中在战略扩张/业务调整修复加速和商业化变现能力提升两大逻辑，包括教培、OTA、拼多多、美团、顺丰同城，以及金山新游贡献拉动。

2) 收入增速 (10-19%) 的公司面临部分业务增长承压，但同时在其余部分业务的较好表现抵消压力，例如新东方的新业务高增而留学业务承压，哔哩哔哩游戏及广告快速增长，但 VAS 增速放缓，IP 衍生品业务调整带来短期波动，阅文核心 IP 运营持续放量，在线业务持稳，但新丽承压，快手电商及广告稳健增长弥补直播业务下降，京东物流受外部快递快运及内单增长拉动抵消供应链业务增长压力。

3) 收入增速 0-9% 的公司中，收入体量大的公司如京东、阿里、腾讯增速仍快于 GDP 增长，腾讯变现能力持续提升。部分公司增速受业务调整影响，如有道和腾讯音乐/网易云音乐受素质教育和直播行业调整影响较大，网易游戏业务高基数，百度 AI 搜索对搜索广告有短期下行影响，途虎因顺应消费形势下调价格导致短期收入增速低于订单增长。

4) 收入负增长 的公司主要集中在行业以及公司架构调整，例如长视频付费用户增长进入阶段性瓶颈期，直播行业欢聚和挚文，东方甄选分拆与辉同行，达达京东到家与京东 app 深度整合。

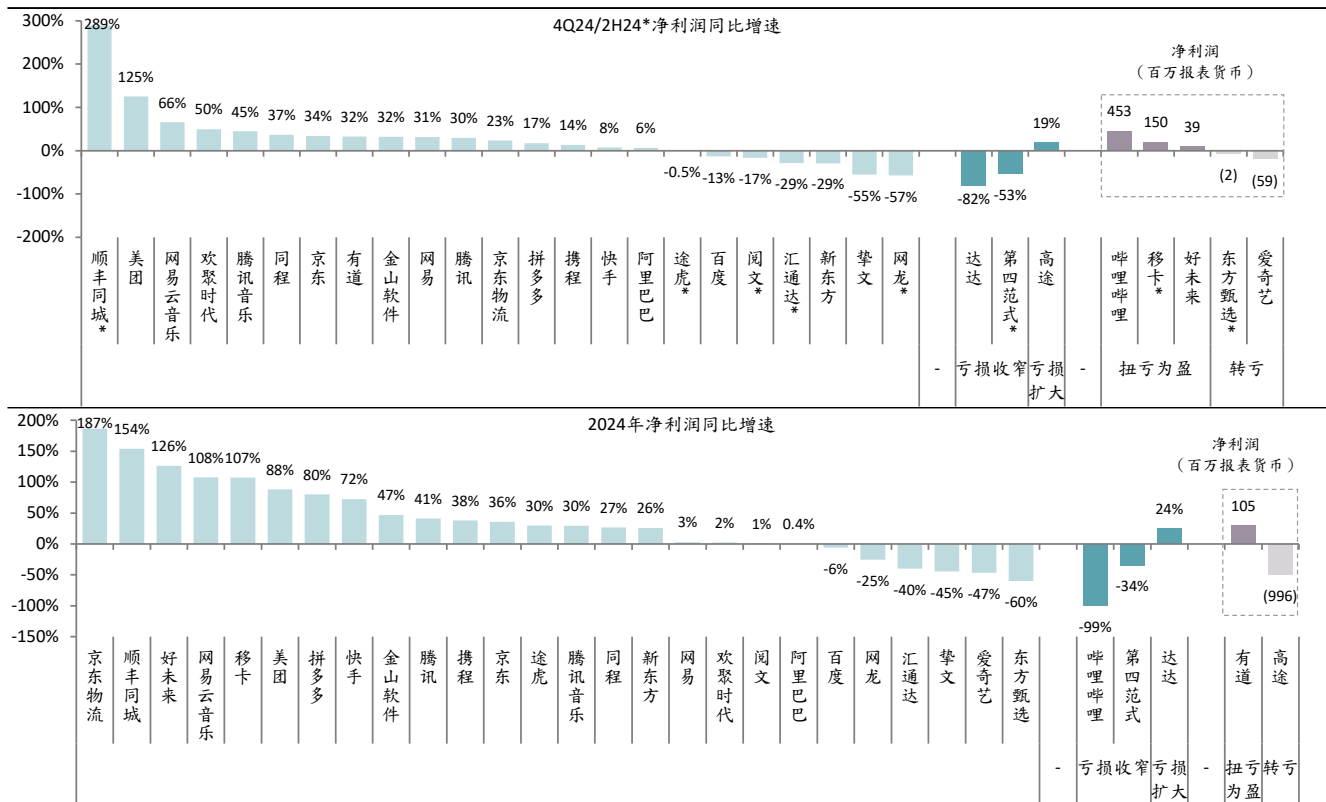
图表 1: 覆盖公司 2024 年 4 季度/下半年和全年收入增速



资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际 *星标公司为半年数据；阿里和好未来/新东方/东方甄选分别为 3QFY25/2QFY25/1HFY25 数据，阿里/好未来/新东方/东方甄选全年为 FY25 数据，FY25 预测来自 VA（数据截止 2025 年 3 月 31 日）

2024 年利润增长表现来看，大部分互联网公司的利润增长主题来自降本增效逻辑，增速领先的公司主要受到部分业务减亏和扭亏为盈拉动，以及高利润率业务收入增长带来的业务结构进一步优化。

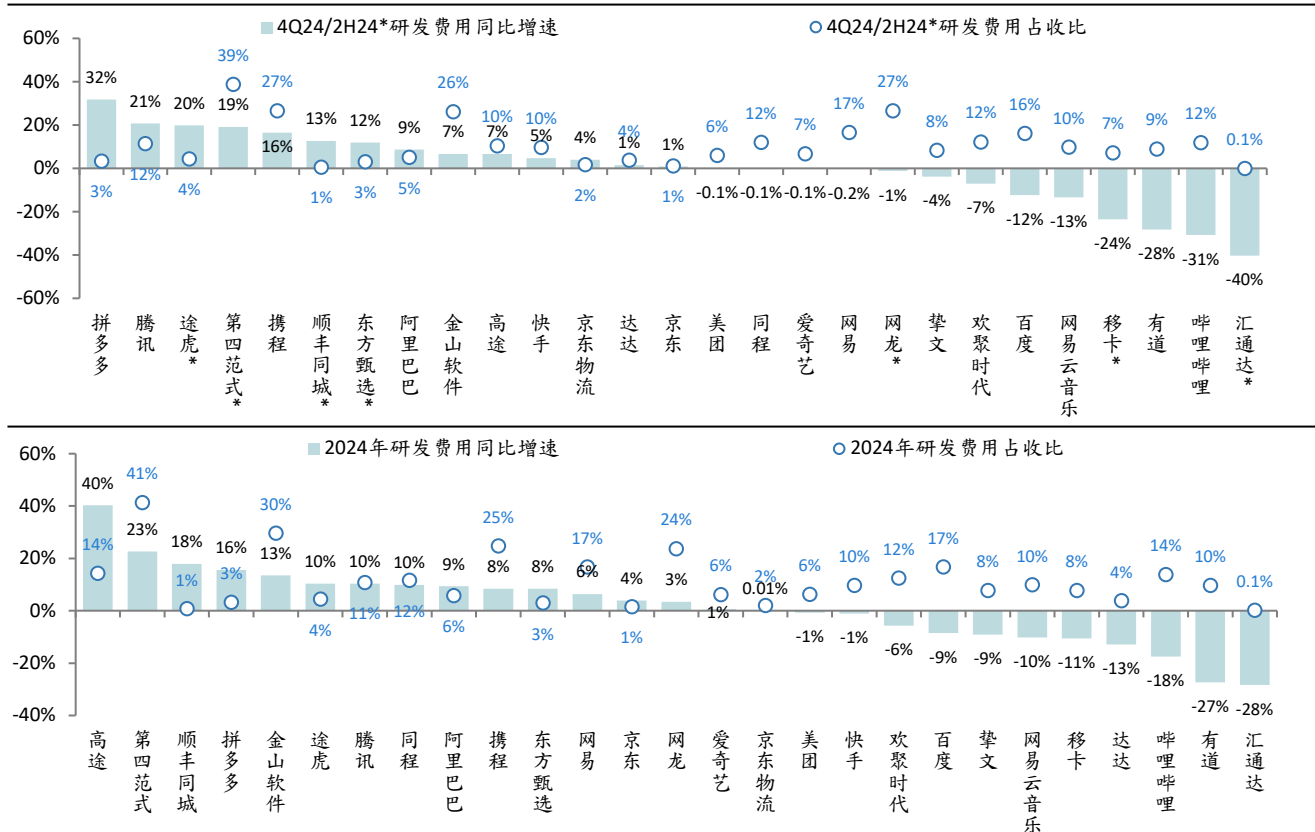
图表 2: 覆盖公司 2024 年 4 季度/下半年和全年利润增速



资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际 *星标公司为半年数据；阿里和好未来/新东方/东方甄选分别为 3QFY25/2QFY25/1HFY25 数据，阿里/好未来/新东方/东方甄选全年为 FY25 数据，FY25 预测来自 VA（数据截止 2025 年 3 月 31 日）

从研发费用增长及占收比变动的角度看，研发费用增长的主要逻辑来源于AI相关投入增加，研发费用下降的原因主要来自收缩某些非战略重点项目导致的人员减少以及通过人员外包降低成本。

图表 3: 覆盖公司 2024 年 4 季度/下半年和全年研发费用 (GAAP 口径) 增速和占收比



资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际 * 星标公司为半年数据；阿里和好未来/新东方/东方甄选分别为 3QFY25/2QFY25/1HFY25 数据，阿里/好未来/新东方/东方甄选全年为 FY25 数据，FY25 预测来自 VA (数据截止 2025 年 3 月 31 日)

图表 4: 腾讯、阿里、百度核心资本开支

	4Q24			2024年			2025年	
	资本开支 百万人民币	同比	环比	资本开支 百万人民币	同比	AI相关占比	资本开支 百万人民币	备注
腾讯	36,578	386%	114%	76,760	221%	92%	100,000	按收入11-14%估算接近千亿
阿里巴巴	31,775	259%	82%	72,513	197%		126,667	管理层指引未来三年投入3800亿元
百度核心	2,312	-37%	41%	8,055	-28%			

资料来源：公司资料，交银国际预测 * 阿里为 2024 年 12 月季度和 CY24 数据

2024 年股东回报

图表 5: 覆盖公司股东回报

公司	市值	最新回购计划 额度	剩余回购 额度	回购周期 截至	剩余额度 /市值	剩余额度 /现金	2024 年回购 金额/市值	2024 年 股息率	2024 年股东 回报合计
	———百万美元———								
挚文	1,289	486	222	2027.03	17.2%	19.8%	13.8%	3.9%	17.7%
欢聚	2,260	300	300	2027.12	13.3%	16.6%	13.7%	0.0%	13.7%
网龙	694	NA	NA	NA	NA	NA	0.0%	8.8%	8.8%
京东	66,622	5,000	5,000	2027.08	7.5%	15.6%	5.4%	2.9%	8.3%
阿里巴巴	314,077	65,000	20,700	2027.03	6.6%	33.3%	5.1%	2.4%	7.5%
新东方	7,774	700	157	2025.05	2.0%	3.3%	4.5%	1.0%	5.4%
网易	66,378	5,000	3,100	2026.01	4.7%	16.4%	1.9%	2.9%	4.8%
高途	918	80	33	2025.11	3.5%	7.5%	3.8%	0.0%	3.8%
腾讯	587,749	10,256	8,382	2025.12	1.4%	17.8%	2.4%	1.1%	3.5%
百度	31,637	5,000	3,300	2025.12	10.4%	18.9%	3.2%	0.0%	3.2%
美团	122,339	NA	NA	NA	NA	NA	3.0%	0.0%	3.0%
快手	30,094	2,051	1,519	2027.06	5.0%	27.7%	2.3%	0.0%	2.3%
腾讯音乐	24,729	1,000	1,000	2027.03	4.0%	26.8%	1.1%	1.2%	2.3%
顺丰同城	1,056	26	0	NA	0.0%	0.1%	1.9%	0.0%	1.9%
途虎	1,881	128	102	NA	5.4%	15.2%	1.4%	0.0%	1.4%
金山软件	6,460	NA	NA	NA	NA	NA	0.9%	0.4%	1.3%
阅文	3,392	154	146	2025.12	4.3%	15.1%	1.0%	0.0%	1.0%
有道	912	40	6	2025.11	0.7%	6.9%	1.0%	0.0%	1.0%
携程	40,910	400	400	NA	1.0%	3.7%	0.0%	0.4%	0.4%
哔哩哔哩	8,050	200	184	2026.11	2.3%	8.1%	0.2%	0.0%	0.2%
好未来	7,982	504	491	2025.04	6.1%	12.8%	0.2%	0.0%	0.2%
第四范式	2,886	38	36	NA	1.2%	11.2%	0.1%	0.0%	0.1%

资料来源：公司资料，彭博，东方财富网，交银国际 *截至最新公司公告数据/2025 年 3 月 31 日，现金为各公司最新财报公布现金与现金等价物+短期投资数据；美团回购主要为抵消 ESOP 造成的股权稀释

机构持仓情况更新

图表 6: 2025 年 3 月覆盖公司港股通持股变化情况

公司	股票代码	子行业	港股通持股占比 (%)		
			2024-2-28	2025-3-31	变化 (ppts)
阅文集团	0772 HK	文娱	13.7	15.7	+2.0
快手	1024 HK	文娱	12.9	14.8	+1.9
网易云音乐	9899 HK	文娱	5.7	7.0	+1.2
哔哩哔哩	9626 HK	文娱	17.1	18.3	+1.1
阿里巴巴	9988 HK	电商	6.8	7.8	+1.1
金山软件	3888 HK	软件/IT	12.5	13.2	+0.8
途虎	9690 HK	生活服务	8.0	8.8	+0.8
东方甄选	1797 HK	电商	27.0	27.7	+0.7
京东物流	2618 HK	生活服务	2.4	3.0	+0.6
美团	3690 HK	生活服务	9.9	10.1	+0.2
网龙	0777 HK	游戏	10.8	10.9	+0.2
腾讯控股	0700 HK	游戏	11.3	11.4	+0.1
汇通达网络	9878 HK	生活服务	6.0	6.0	+0.04
顺丰同城	9699 HK	生活服务	0.7	0.7	+0.01
同程旅行	0780 HK	旅游/OTA	12.2	12.2	0.0
移卡	9923 HK	生活服务	7.2	6.8	-0.4

资料来源：万得，交银国际

图表 7: 2025 年 3 月互联网及教育行业港股通持股变化情况

十大增持股					十大减持股				
公司	股票代码	子行业	—港股通持股占比 (%)—		公司	股票代码	子行业	—港股通持股占比 (%)—	
			2025-3-31	vs. 2025-2-28 变化 (ppts)				2025-3-31	vs. 2025-2-28 变化 (ppts)
黑芝麻智能	2533 HK	软件/IT	22.2	+4.3	马可数字科技	1942 HK	软件/IT	57.3	-10.7
汇量科技	1860 HK	广告	22.9	+3.9	创新奇智	2121 HK	软件/IT	18.4	-5.5
金蝶国际	0268 HK	软件/IT	24.0	+3.4	微盟集团	2013 HK	广告	29.6	-4.7
迈富时	2556 HK	软件/IT	14.2	+2.7	创梦天地	1119 HK	游戏	21.9	-3.2
知行科技	1274 HK	软件/IT	18.1	+2.5	亚信科技	1675 HK	软件/IT	10.9	-2.0
药师帮	9885 HK	软件/IT	10.7	+2.5	星空华文	6698 HK	文娱	10.4	-2.0
金山云	3896 HK	软件/IT	26.8	+2.4	新意网集团	1686 HK	软件/IT	6.7	-1.8
阅文集团	0772 HK	文娱	15.7	+2.0	联易融科技	9959 HK	软件/IT	11.6	-1.2
快手	1024 HK	文娱	14.8	+1.9	中手游	0302 HK	游戏	8.1	-0.9
卓博集团	3738 HK	软件/IT	31.8	+1.4	明源云	0909 HK	软件/IT	11.1	-0.9

资料来源：万得，交银国际

2025年4月2日

互联网及教育行业

图表 8: 2025 年 3 月覆盖公司国际机构持股变化情况

公司	股票代码	子行业	国际机构持股占比 (%)		
			2025-2-28	2025-3-31	变化 (ppts)
同程旅行	0780 HK	旅游/OTA	58.1	58.3	+0.3
百度集团	9888 HK	广告	79.3	79.5	+0.2
腾讯控股	0700 HK	游戏	58.6	58.7	+0.1
途虎	9690 HK	生活服务	54.7	54.8	+0.1
网龙	0777 HK	游戏	79.6	79.6	+0.1
顺丰同城	9699 HK	生活服务	3.9	3.9	+0.04
汇通达网络	9878 HK	生活服务	1.8	1.8	+0.02
网易	9999 HK	游戏	55.5	55.5	+0.01
腾讯音乐	1698 HK	文娱	32.9	32.9	-0.01
携程集团	9961 HK	旅游/OTA	84.2	84.2	-0.1
京东集团	9618 HK	电商	74.7	74.5	-0.1
移卡	9923 HK	生活服务	38.3	38.0	-0.3
新东方	9901 HK	教育	89.7	89.2	-0.5
快手	1024 HK	文娱	59.4	58.9	-0.5
网易云音乐	9899 HK	文娱	27.6	26.8	-0.7
美团	3690 HK	生活服务	71.5	70.6	-0.92
金山软件	3888 HK	软件/IT	78.4	77.4	-1.0
京东物流	2618 HK	生活服务	19.3	18.3	-1.0
阿里巴巴	9988 HK	电商	57.7	56.6	-1.0
东方甄选	1797 HK	电商	15.1	14.1	-1.1
哔哩哔哩	9626 HK	文娱	31.4	29.9	-1.5
阅文集团	0772 HK	文娱	23.8	21.5	-2.2

资料来源：万得，交银国际

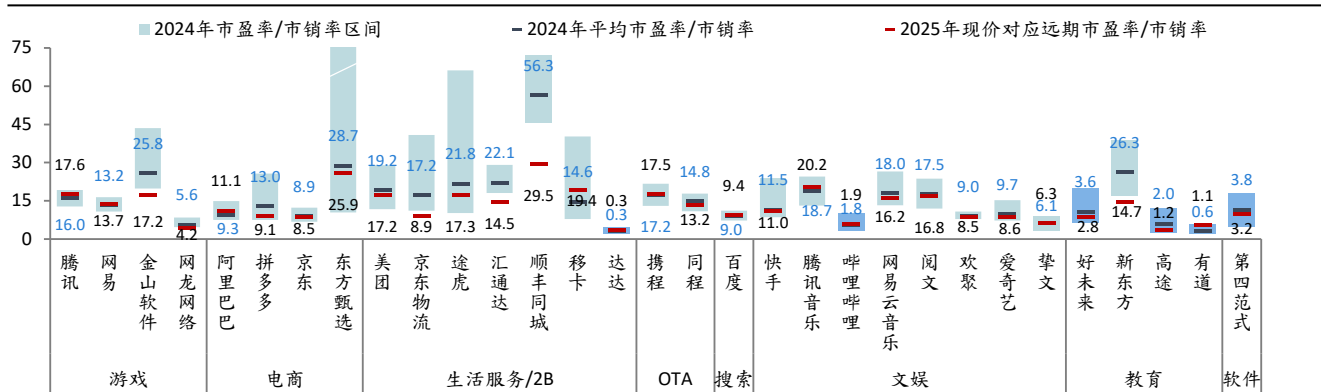
图表 9: 2025 年 3 月互联网及教育行业国际机构持股变化情况

十大增持股					十大减持股				
公司	股票代码	子行业	国际机构持股占比 (%)		公司	股票代码	子行业	国际机构持股占比 (%)	
			2025-3-31	vs. 2025-2-28 (ppts)				2025-3-31	vs. 2025-2-28 (ppts)
北森控股	9669 HK	软件/IT	35.4	+11.3	天鸽互动	1980 HK	文娱	33.4	-33.5
马可数字科技	1942 HK	软件/IT	11.4	+3.0	金蝶国际	0268 HK	软件/IT	68.9	-3.8
新意网集团	1686 HK	软件/IT	13.4	+2.5	数字王国	0547 HK	文娱	25.1	-3.5
易点云	2416 HK	软件/IT	38.7	+2.4	黑芝麻智能	2533 HK	软件/IT	13.1	-3.3
创梦天地	1119 HK	游戏	27.2	+2.2	金山云	3896 HK	软件/IT	14.4	-3.1
巨星传奇	6683 HK	广告	3.1	+1.8	商汤-W	0020 HK	软件/IT	20.4	-2.7
亚信科技	1675 HK	软件/IT	33.9	+1.4	药师帮	9885 HK	软件/IT	47.1	-2.3
创新奇智	2121 HK	软件/IT	15.3	+1.3	迈富时	2556 HK	软件/IT	1.7	-2.3
涂鸦智能	2391 HK	软件/IT	43.1	+1.2	阅文集团	0772 HK	文娱	21.5	-2.2
中国儒意	0136 HK	文娱	35.4	+1.0	联易融科技	9959 HK	软件/IT	33.7	-1.6

资料来源：万得，交银国际

估值更新

图表 10: 覆盖公司市盈率/市销率



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测 *达达/哔哩/好未来/高途/有道/第四范式为市销率，其余公司为市盈率，数据截至2025年3月31日，蓝色数字标签为2024年平均市盈率/市销率，黑色数字标签是2025年现价对应远期市盈率/市销率

2025 年 4 月 2 日

互联网及教育行业

图表 11: 覆盖公司估值表

公司名称	股票代码	报表货币	收盘价	市值 (百万美元)	—市盈率—		—市销率—		PEG FY25E	收入 增速 FY25E	净利润 增速 FY25E	—每股盈利—	
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY25E	FY26E
游戏													
腾讯控股	700 HK	CNY	497.0	587,749	17.6	15.8	6.0	5.6	1.8	8.1	9.9	26.3	29.3
网易	NTES US	CNY	102.9	66,378	13.7	12.5	4.2	3.8	3.2	8.9	4.2	54.5	59.5
金山软件	3888 HK	CNY	37.7	6,460	17.2	15.3	4.1	3.7	NA	11.4	-4.8	2.0	2.3
网龙网络	777 HK	CNY	10.2	694	4.2	3.9	0.7	0.7	0.3	8.2	14.6	2.3	2.4
平均					13.2	11.9	3.7	3.4	1.8				
电商													
阿里巴巴	BABA US	CNY	132.2	314,077	11.1	9.2	2.2	2.0	0.5	5.6	23.5	86.3	103.9
拼多多	PDD US	CNY	118.4	164,361	9.1	6.7	2.4	2.0	0.6	26.0	14.9	94.1	128.5
京东	JD US	CNY	41.1	66,622	8.5	7.8	0.4	0.4	1.0	7.3	8.5	35.1	38.5
东方甄选	1797 HK	CNY	12.7	1,712	25.9	20.1	2.3	2.1	0.2	12.7	134.8	0.5	0.6
平均					13.7	11.0	1.8	1.6	0.6				
生活服务													
美团	3690 HK	CNY	155.8	122,339	17.2	14.6	2.2	2.0	0.9	17.2	19.3	8.4	9.9
京东物流	2618 HK	CNY	12.6	10,725	8.9	8.4	0.4	0.4	1.5	10.5	5.9	1.3	1.4
途虎	9690 HK	CNY	17.9	1,881	17.3	11.6	0.8	0.7	0.7	13.4	24.4	1.0	1.4
顺丰同城	9699 HK	CNY	9.0	1,056	29.5	17.3	0.4	0.3	0.3	24.8	98.7	0.3	0.5
汇通达	9878 HK	CNY	13.4	972	14.5	11.6	0.1	0.1	0.2	7.9	78.2	0.9	1.1
达达	DADA US	CNY	1.9	481	NA	NA	0.3	0.3	NA	6.3	-38.6	(1.7)	(1.0)
移卡	9923 HK	CNY	8.0	474	19.4	14.1	1.0	0.9	0.2	10.8	87.0	0.4	0.5
平均					17.8	12.9	0.8	0.7	0.6				
OTA													
携程	9961 HK	CNY	494.2	40,910	17.5	15.0	4.8	4.2	20.5	16.7	0.9	26.4	30.8
同程	780 HK	CNY	21.0	6,267	13.2	11.6	2.3	2.1	0.6	12.1	21.3	1.5	1.7
平均					15.3	13.3	3.6	3.1	10.6				
搜索及广告													
百度	BIDU US	CNY	92.0	31,637	9.4	8.7	1.7	1.6	NA	3.2	-8.1	71.3	76.5
平均					9.4	8.7	1.7	1.6	NA				
文娱内容													
快手	1024 HK	CNY	54.4	30,094	11.0	9.2	1.5	1.4	0.8	11.6	13.8	4.6	5.5
腾讯音乐	TME US	CNY	14.4	24,729	20.2	17.6	5.8	5.2	1.6	8.9	12.3	5.2	5.9
哔哩哔哩	BILI US	CNY	19.1	8,050	25.4	18.5	1.9	1.8	NA	12.5	NA	5.5	7.5
网易云音乐	9899 HK	CNY	147.7	4,117	16.2	14.6	3.7	3.4	2.3	0.7	7.0	8.5	9.5
阅文	772 HK	CNY	25.8	3,392	16.8	15.5	3.0	2.8	0.7	-0.3	24.5	1.4	1.6
欢聚集团	JOYY US	USD	42.0	2,260	8.5	7.3	1.0	1.0	NA	-2.6	-12.7	5.0	5.7
爱奇艺	IQ US	CNY	2.3	2,176	8.6	6.2	0.5	0.5	0.4	-0.8	21.7	1.9	2.6
挚文集团	MOMO US	CNY	6.3	1,289	6.3	6.0	0.9	0.9	13.7	-5.2	0.5	7.2	7.6
平均					14.1	11.9	2.3	2.1	3.3				
教育													
好未来	TAL US	USD	13.2	7,982	26.2	18.8	2.8	2.4	0.4	25.6	60.6	0.5	0.7
新东方	9901 HK	USD	36.6	7,774	14.7	12.3	1.4	1.2	1.5	15.7	9.6	0.3	0.4
高途	GOTU US	CNY	3.3	918	NA	30.9	1.2	1.0	NA	26.7	-78.4	(0.8)	0.8
有道	DAO US	CNY	7.6	912	42.7	20.7	1.1	0.9	1.0	9.7	44.7	1.3	2.7
平均					28.7	21.3	1.2	1.0	1.2				
软件													
第四范式	6682 HK	CNY	45.5	2,886	NA	86.9	3.2	2.6	NA	24.8	-90.0	(0.1)	0.5
平均					NA	86.9	3.2	2.6	NA				

资料来源：彭博，交银国际预测 *阿里/好未来/新东方/东方甄选为 FY25/26 数据，数据截至 2025 年 3 月 31 日

2025 年 4 月 2 日

互联网及教育行业

图表 12: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	91.63	111.00	21.1%	2025 年 02 月 19 日	广告
1024 HK	快手	买入	56.15	64.00	14.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.12	60.00	42.5%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.46	17.00	17.6%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	150.60	184.00	22.2%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.99	26.00	36.9%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.23	2.70	21.1%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.27	7.20	14.8%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.00	28.00	7.7%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	122.19	165.00	35.0%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	41.32	62.00	50.0%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	132.70	165.00	24.3%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.54	15.60	24.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.00	46.00	24.3%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	7.68	12.00	56.3%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.19	13.30	0.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.97	4.60	54.9%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	37.55	50.00	33.2%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	504.00	583.00	15.7%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	106.35	124.00	16.6%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.48	14.00	33.6%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.68	21.00	18.8%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	157.90	226.00	43.1%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.76	18.50	45.0%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.03	13.50	49.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.91	1.40	-26.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	13.52	21.00	55.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.02	9.60	19.7%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.05	24.00	14.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	494.80	605.00	22.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	47.10	64.00	35.9%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 1 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年4月2日

互联网及教育行业

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。