

## 互联网行业

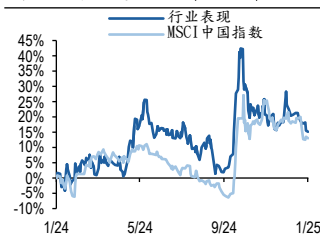
行业评级  
领先

2025年1月13日

### 双旦拉动手游大盘恢复环比增长

- 双旦运营带动本土手游市场大盘恢复环比增长。根据 Sensor Tower、点点数据及七麦数据，2024 年 12 月，我们跟踪的本土头部手游流水之和同比 +3%，与 11 月增速一致，环比增 3%，主要受益于双旦运营。
- 2024 年 4 季度流水表现：**1) **腾讯流水稳健：**本土手游同比净增 17 亿元 (+7%；人民币，下同)，《MDnF》部分增量被老游戏流水下降所抵消。《MDnF》12 月流水环比止跌回升 60%至 15 亿元。海外流水同比增 9.8 亿元/14%，主要受《荒野乱斗》及新游《帝国时代》增量贡献驱动。2) **网易本土流水降幅收窄，**同比净减 9 亿元/8%，《逆水寒》/《全明星街球派对》/《蛋仔派对》高基数影响减弱，《永劫无间手游》维持约 2 亿元月流水。海外流水同比持平，《Blood Strike》及《逆水寒》（繁体服）增量贡献抵消《荒野行动》等老游戏流水下降。
- 新游聚焦：**1) **腾讯**格斗手游《航海王：壮志雄心》2024 年 12 月 19 日公测，最高登 iOS 游戏畅销榜第 5 名，估算首月流水 2-3 亿元。端游《三角洲行动》12 月 5 日海外上线，月活跃玩家数 180 万，约为《无畏契约》的 1/14 (Active Playercount)。2) **网易** MMO 端游《燕云十六声》12 月 27 日上线，前 5 日官网下载量 300 万次，手游 1 月 9 日公测，截至目前最高登 iOS 游戏畅销榜第 10 名，预计前期以用户积累为主，流水贡献或逐步释放。PVP 团队射击端游《漫威争锋》12 月 6 日全球上线，下载玩家数突破 2000 万，Steam 平台 12 月最高同时在线人数约 48 万，超过《永劫无间》的 32 万 (SteamDB)，叠加暴雪端游回归及《燕云十六声》公测/《界外狂潮》定档 (3 月 7 日) 影响，预计拉动 2025 年端游收入加速增长。
- 投资启示：****腾讯** (700 HK/买入，现价对应 14 倍 2025 年市盈率) 老游戏运营稳健，《MDnF》月流水环比止跌回升，2024 年前三季度流水高增长对收入拉动效果持续，维持 4Q24/1Q25 手游收入加速增长预期。被美国国防部列入军工企业名单对公司业务无实质影响，估值已至历史低位，公司回购力度继续加大，稳健业务表现将带动估值回升。**网易** (NTES US/买入，现价对应 13 倍 2025 年市盈率) 手游高基数影响逐步缓和，《燕云十六声》上线贡献增量，端游新游表现符合预期，后续产品线丰富，带动游戏收入恢复增长预期不变，当前估值处于历史较低水平。

### 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	收盘价	市值	每股盈利		市盈率		市销率		股息率
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
			(当地货币)	(当地货币)	(百万美元)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
腾讯控股	700 HK	买入	513.0	373.4	442,701	24.6	28.4	14.2	12.5	4.6	4.2	1.0
网易	NTES US	买入	113.0	92.3	59,516	53.1	59.1	12.8	11.5	3.8	3.4	2.1
哔哩哔哩	BILI US	买入	25.0	16.8	7,069	4.7	7.0	27.0	18.2	1.8	1.6	NA
金山软件	3888 HK	买入	33.0	32.3	5,538	2.0	2.3	14.7	13.1	3.6	3.3	1.0
网龙网络	777 HK	买入	14.0	9.6	656	2.3	2.4	4.0	3.8	0.7	0.6	8.1
三七互娱	002555 CH	未评级		14.5	4,398	1.3	1.5	11.0	9.9	1.6	1.5	5.6
完美世界	002624 CH	未评级		9.7	2,564	0.4	0.5	23.3	19.2	2.6	2.2	NA
心动公司	2400 HK	未评级		22.9	1,442	1.6	1.7	13.8	12.4	1.8	1.7	NA
IGG	799 HK	未评级		3.7	557	0.7	0.8	5.6	4.7	0.7	0.7	NA
祖龙娱乐	9990 HK	未评级		1.4	142	0.1	0.2	16.3	8.7	0.9	0.7	NA
平均								14.3	11.4	2.2	2.0	3.6

资料来源: FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)、每股盈利基于 Non-GAAP 基础 \*收盘价截至 2025 年 1 月 9 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

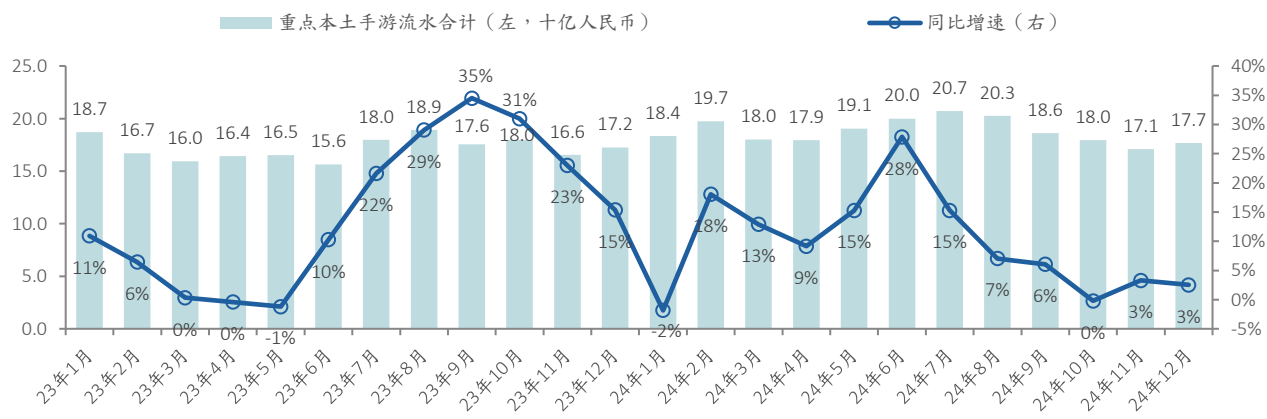
## 2024 年 12 月手游大盘

根据 Sensor Tower、点点数据以及七麦数据，12 月，我们跟踪的头部手游流水之和同比+3%，与 11 月增速一致，环比增 3%，主要受益于双旦运营。

流水排名前十手游中，有 4 款为本年度上线新游。其中，《地下城与勇士：起源》月流水维持领先，新版本更新带动流水环比增 60%。其次为世纪华通旗下经营策略手游《无尽冬日》，12 月流水接近 9 亿元，再创新高。

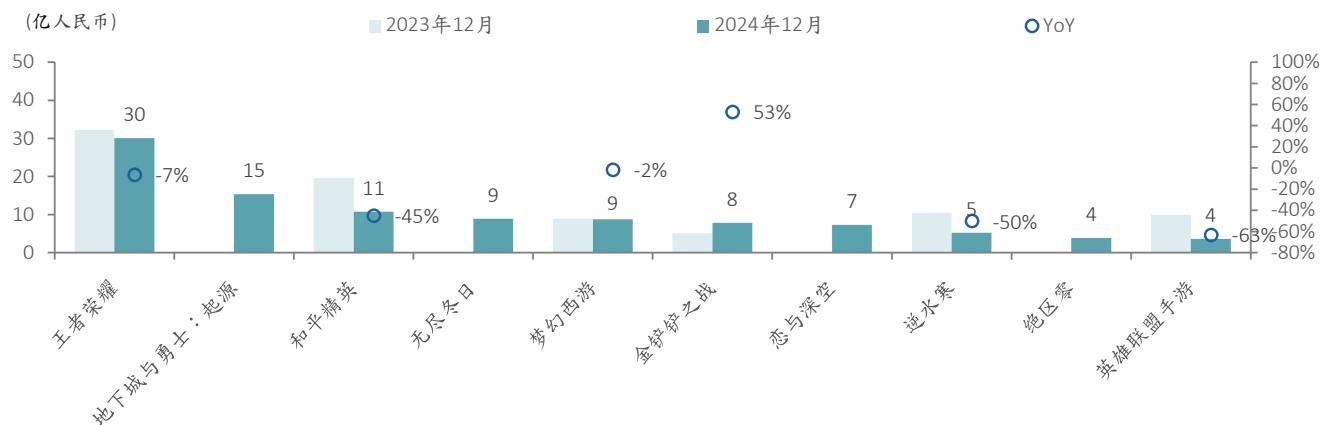
老游戏中，腾讯《和平精英》/《英雄联盟手游》下降明显，或因年末调整运营节奏，网易《逆水寒》手游下降仍受去年高基数影响。

图表 1: 月度流水跟踪合计



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际

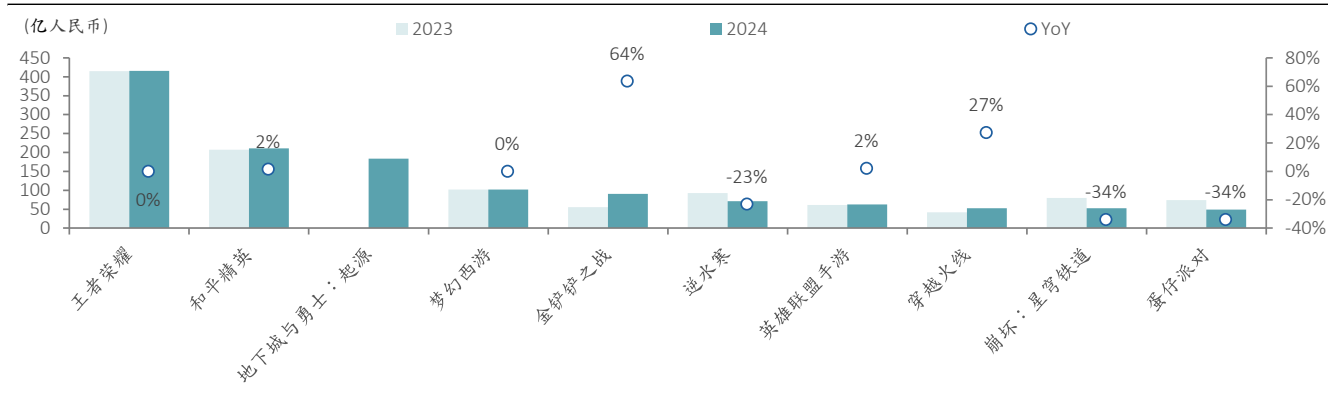
图表 2: 2024 年 12 月流水排名前十手游



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 \* 新游上线时间: 《MDnF》2024 年 5 月 21 日, 《无尽冬日》2024 年 6 月 1 日, 《恋与深空》2024 年 1 月 18 日, 《绝区零》2024 年 7 月 4 日

2024 年流水合计排名前十手游中，仅《MDnF》为 2024 年上线新游。腾讯、网易旗舰老游戏（《王者荣耀》/《和平精英》、《梦幻西游》）流水基本稳中有升，网易《逆水寒》/《蛋仔派对》、米哈游《崩铁》受高基数影响流水下降。

图表 3: 2024 年流水排名前 10 手游



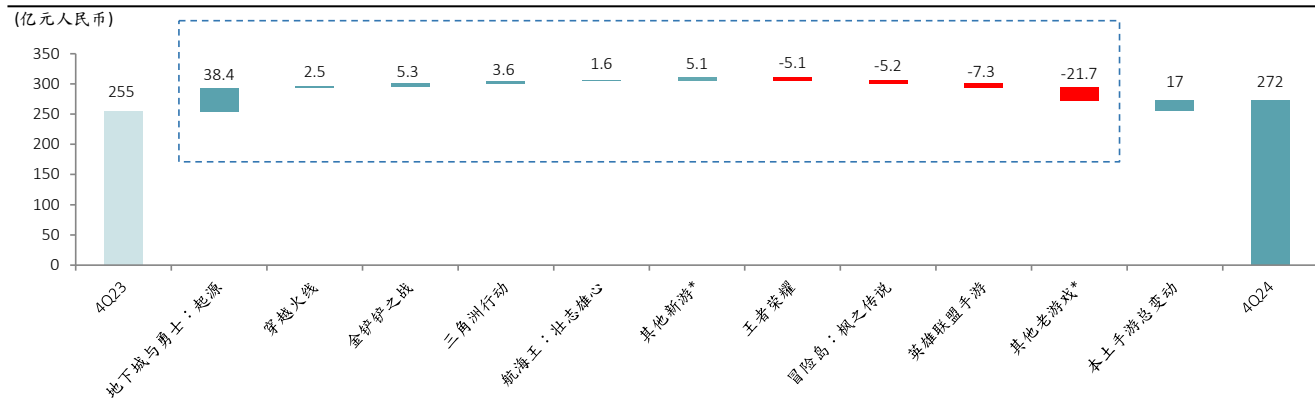
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 \*上线时间: 《MDnF》2024 年 5 月 21 日

### 覆盖公司重点手游流水追踪

#### 2024 年 4 季度本土手游流水:

腾讯: 同比净增 17 亿元 (+7%), 《MDnF》的增量贡献部分被老游戏流水下降所抵消。《MDnF》受新版本带动 12 月流水环比止跌回升 60%至 15 亿元。新游《航海王: 壮志雄心》12 月 19 日上线, 最高登 iOS 游戏畅销榜第 5 名, 我们估算首月流水 2-3 亿元。

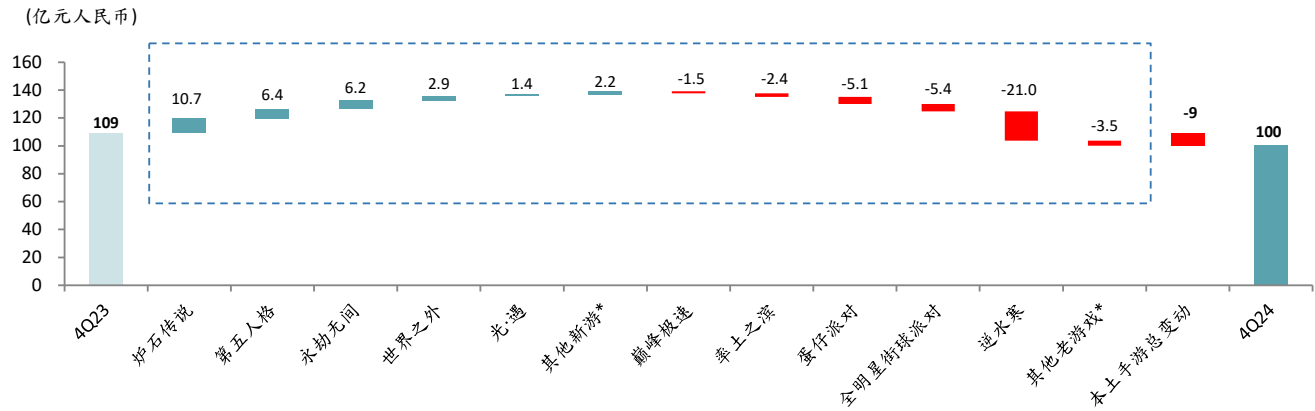
图表 4: 2024 年 4 季度, 腾讯本土手游流水同比增 7%



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 点点数据, 交银国际预测(按 iOS 比例估算总流水) \*其他新游包括: 《塔瑞斯世界》、《冲呀! 饼干人: 王国》等, 其他老游戏包括《QQ 飞车》等

网易：同比净减9亿元/8%，主要因《逆水寒》/《全明星街球派对》/《蛋仔派对》高基数影响。《永劫无间手游》维持约2亿元月流水。

图表 5: 2024 年 4 季度，网易本土手游流水同比降 8%



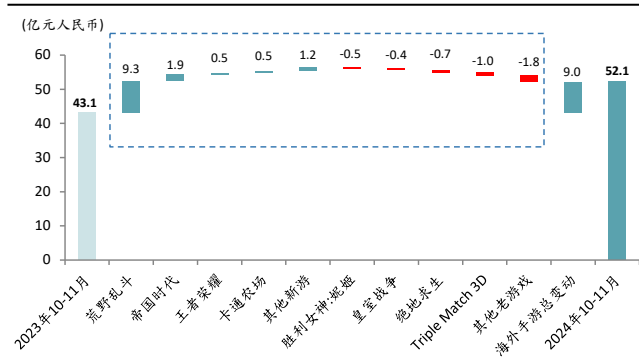
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际预测(按 iOS 比例估算总流水) \*其他新游包括:《射雕》等, 其他老游戏主要包括《阴阳师》等

⊕ 2024年4季度出海手游流水：

腾讯海外流水同比增9.8亿元/14%，主要受《荒野乱斗》及新游《帝国时代》增量贡献驱动。《荒野乱斗》环比有所波动，但同比仍呈现翻倍增长。《金铲铲之战》12月6日于东南亚开启不删档测试，目前流水贡献较低。

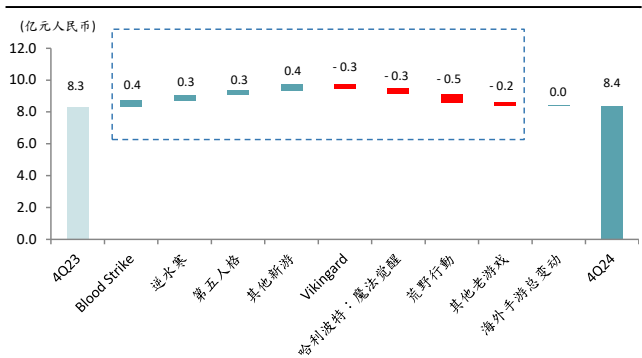
网易海外流水基本持稳，新游《Blood Strike》及《逆水寒》（繁体服）增量贡献抵消《荒野行动》等老游戏流水下降。

图表 6: 2024年4季度，腾讯海外手游流水同比增14%



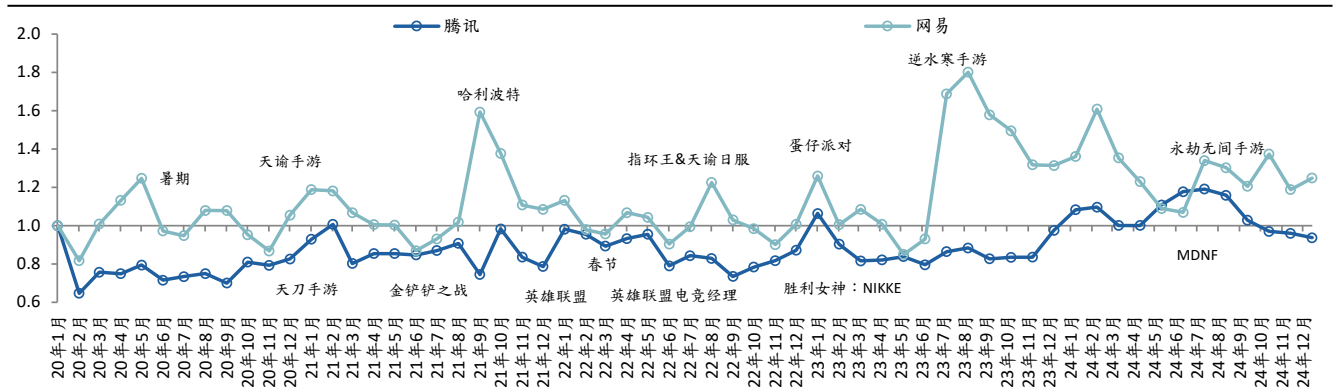
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际

图表 7: 2024年4季度，网易海外手游流水基本持平



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际

图表 8: 2024年12月，腾讯/网易手游流水同比-4%/-5%

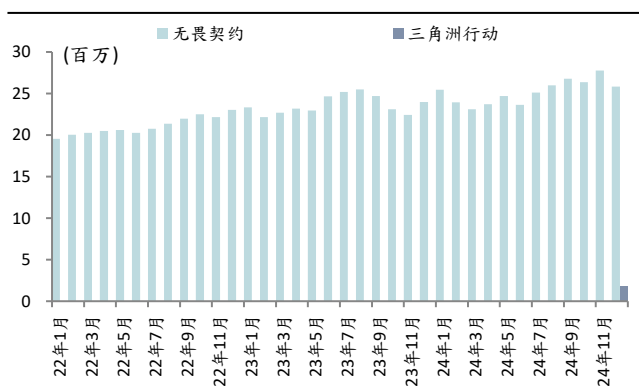


资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 \*手游指数以2020年1月流水为基准, 包含本土及海外手游流水

## 2024 年 12 月端游表现

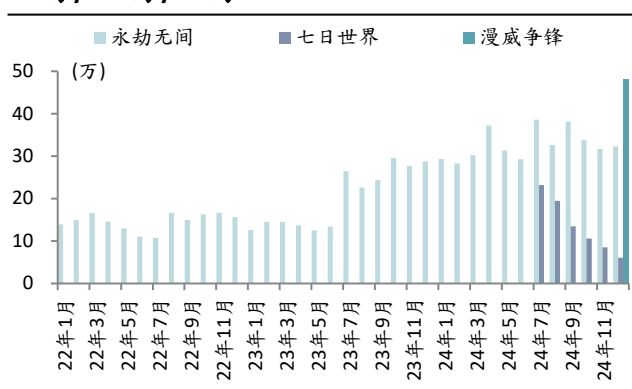
腾讯战术射击端游《三角洲行动》12 月 5 日海外上线，月活跃玩家数约 180 万，约为《无畏契约》的 1/14。网易 PVP 团队射击端游《漫威争锋》12 月 6 日全球上线，最高同时在线人数达 48 万，超过《永劫无间》的 32 万，叠加暴雪端游回归及《燕云十六声》公测/《界外狂潮》定档（3 月 7 日）影响，预计拉动 2025 年端游收入加速增长。

**图表 9: 2024 年 12 月，腾讯《无畏契约》/《三角洲行动》月活玩家数分别为 2,581 万/180 万**



资料来源: Active Playercount.com, 交银国际

**图表 10: 2024 年 12 月，网易《永劫无间》/《七日世界》/《漫威争锋》最高同时在线玩家数分别为 32 万/6.1 万/48 万**



资料来源: SteamDB, 交银国际

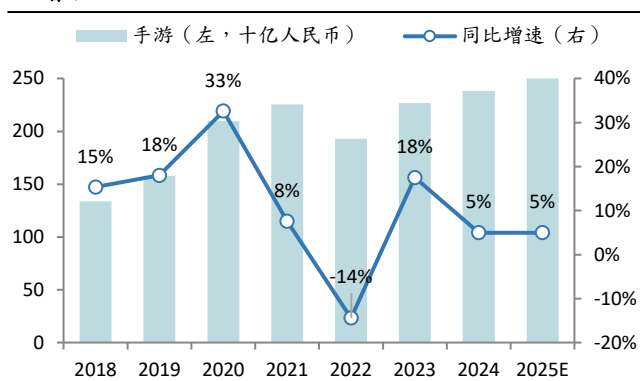
## 游戏行业年度回顾及展望

### 🕒 手游健康增长，端游或小幅加速

2024 年，本土手游市场增 5%，新游及老游戏长线运营仍是重点。展望 2025 年，我们预计本土手游维持中个位数增长，主要考虑：1) 各公司热门 IP 手游储备丰富（[图表 16](#)），重点关注腾讯《无畏契约：源能行动》/《胜利女神：新的希望》、网易《燕云十六声》。2) 《MDnF》等重点新游 2024 下半年高基数。

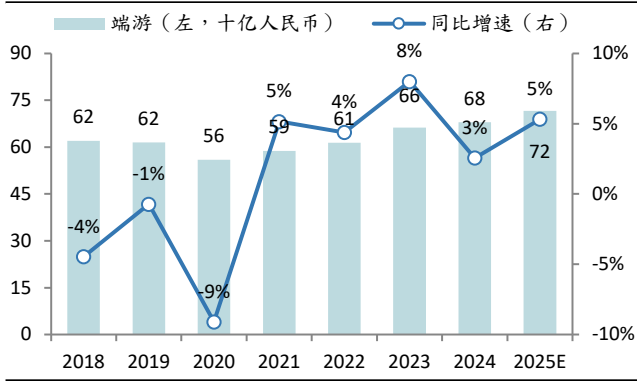
2024 年，端游市场规模基本持稳，《三角洲行动》等新游上线以及网易代理《魔兽》/《炉石》回归抵消《地下城与勇士》等游戏调整影响。我们预计 2025 年端游市场或小幅加速增长，因：1) 腾讯《暗区突围：无限》、网易《燕云十六声》/《漫威争锋》/《界外狂潮》等新游上线贡献收入增量；2) 腾讯《无畏契约》/《三角洲行动》、网易《永劫无间》等随用户规模扩大、强化运营节奏仍有机会释放更高变现潜力；3) 腾讯《地下城与勇士》调整影响缓释。

图表 11: 2025 年，预计本土手游市场维持中个位数增长



资料来源: 伽马数据, 中国音数协游戏工委, 交银国际预测

图表 12: 2025 年，预计本土端游市场小幅加速

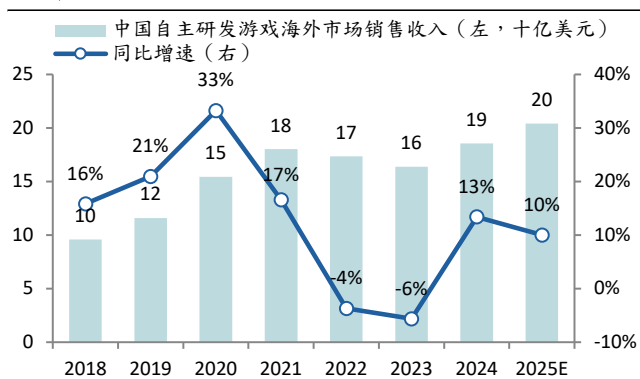


资料来源: 点点数据, 交银国际预测

### ⊕ 游戏出海或维持双位数增长

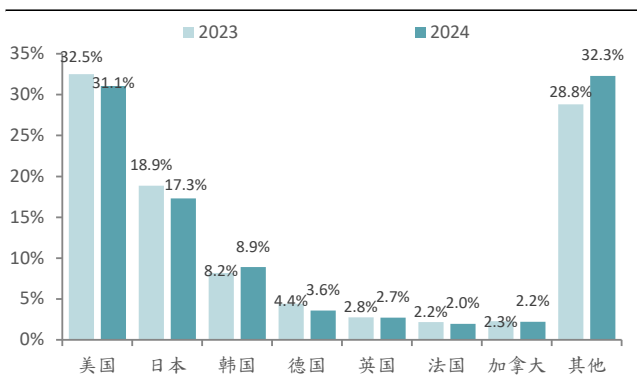
受《Last War: Survival》/《无尽冬日》等新游带动，中国游戏厂商出海收入增长加速，2024 年同比增 13%，对比 2023 年为-6%。考虑本土市场用户存量竞争压力持续，海外发行规模扩大、变现能力释放将成为各公司长期游戏收入增长及估值提升的重要抓手之一。我们预计 2025 上半年出海收入在《PUBG》/《荒野乱斗》等老游变现增长及新游增量带动下维持双位数增长，下半年受高基数影响增速放缓，但全年或仍有机会实现双位数增长。

图表 13: 2024 年，中国游戏公司出海收入同比加速增长



资料来源: 伽马数据, 中国音数协游戏工委, 交银国际预测

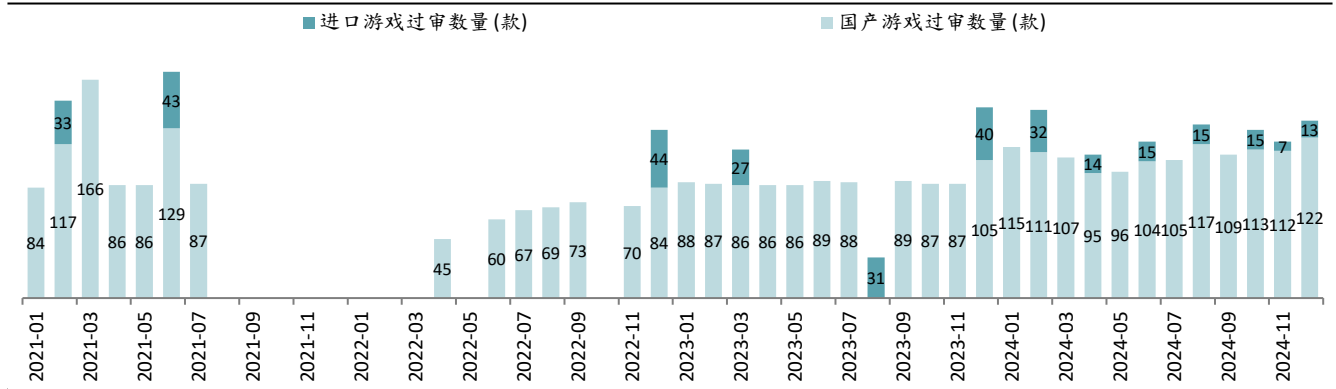
图表 14: 中国游戏公司出海收入分布：美、日仍贡献主要出海收入



资料来源: 伽马数据, 中国音数协游戏工委, 交银国际

版号发放常态化，行业健康发展

图表 15: 2024 年 12 月发放国产版号 122 款+进口版号 13 款



资料来源: 国家新闻出版署, 交银国际



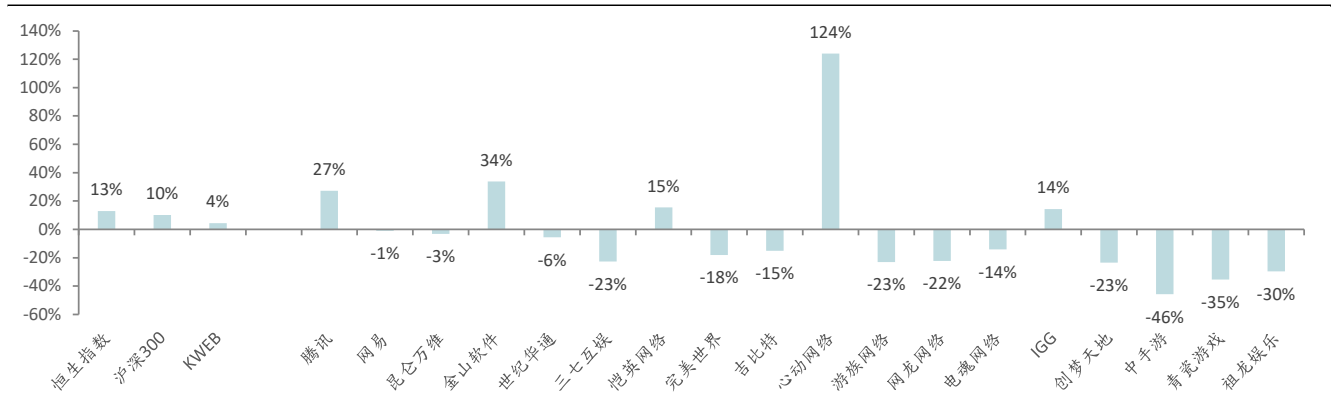
图表 16: 重点游戏厂商游戏储备

公司	游戏名称	品类	游戏平台	上线地区	获得版本号时间	测试阶段/(预计)上线时间
腾讯	大航海时代:海上霸主	SLG	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 9 月付费删档测试
	王者万象棋	策略/自走棋	手游	中国大陆	2023 年 2 月	NA
	星之破晓	横版格斗/动作	手游	中国大陆	2023 年 6 月	2024/12/3 先遣测试停服
	三国志异闻录	回合制 RPG	手游	中国大陆	2023 年 10 月	2024 年 8 月开启预约
	全境封锁:曙光	开放世界/射击	手游	中国大陆	2023 年 11 月	NA
	饥困荒野	沙盒/生存	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2023 年 10 月计费删档测试
	刺客信条:侠隐	开放世界/动作	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2023 年 7 月海外服测试
	逆战:未来	FPS	手游	中国大陆	2023 年 12 月	2024 年 3 季度首测
	热血美职篮	竞技	手游	中国大陆	2024 年 1 月	2024/12/5 删档测试
	荒野起源	RPG/生存	手+端	全球	2024 年 2 月	2024/11 月公布 PV 开启预约
	无畏契约:源能行动	FPS	手游	中国大陆	2024 年 6 月	2024 年 9 月限量测试
	洛克王国:世界	开放世界/收集	手游	中国大陆	2024 年 6 月	2024 年 9 月首测结束
	最终幻想 14:水晶世界	MMORPG	手游	中国大陆	2024 年 8 月	NA
	胜利女神:新的希望	二次元射击	手游	中国大陆	2024 年 10 月	2024 年 7 月首测结束
	爆裂小队	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	NA
	龙石战争	SLG	手游	中国大陆	2024 年 10 月	2024/12/24 开启测试招募
	怪物猎人:旅人	动作	手+端	中国大陆	2024 年 12 月	NA
	王者荣耀:世界	开放世界	手游	中国大陆	NA	2024 年 7 月二测, 10 月线下试玩
	Exoborne	射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年发售
	Last Sentinel	开放世界/动作	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA
Dune: Awakening	开放世界/生存	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025 年开启测试	
Den of Wolves	多人射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA	
网易	九畿:岐风之旅	冒险卡牌	手游	中国大陆	2022 年 11 月	2024 年 8 第三次技术测试结束
	突袭:暗影传说	策略 RPG	手游	中国大陆	2022 年 12 月	2024/5/20 首次公众测试招募
	零号任务	射击	手游	中国大陆	2023 年 3 月	2023 年 11 月曙光测试
	七日世界	开放世界/生存	手游	中国大陆	2023 年 5 月	2025/4/10 公测*
	四方域之诗	RPG	手游	中国大陆	2023 年 12 月	NA
	破碎之地	生存/TPS	手游	中国大陆	2024 年 4 月	2024 年 10 月付费删档测试结束
	界外狂潮	FPS	端游	全球	2024 年 8 月	2025/3/7 公测
	无限大	开放世界/RPG	手+端+主机	全球	2024 年 12 月	2025 年 1 月开启测试
命运:崛起 Destiny: Rising	射击 RPG	手游	港澳台+海外	NA	2025 年公测	
头号追击	NA	端游	全球	2024 年 12 月	NA	
哔哩	三国:谋定天下	SLG	手游	港澳台+海外	NA	NA

资料来源:公司资料, Sensor Tower、TapTap、微博、微信、游戏陀螺等公开资料, 交银国际, 蓝色为近期待上线手游, 带\*标志上线时间为苹果应用商店显示, 如无特殊备注, 则为本土发行

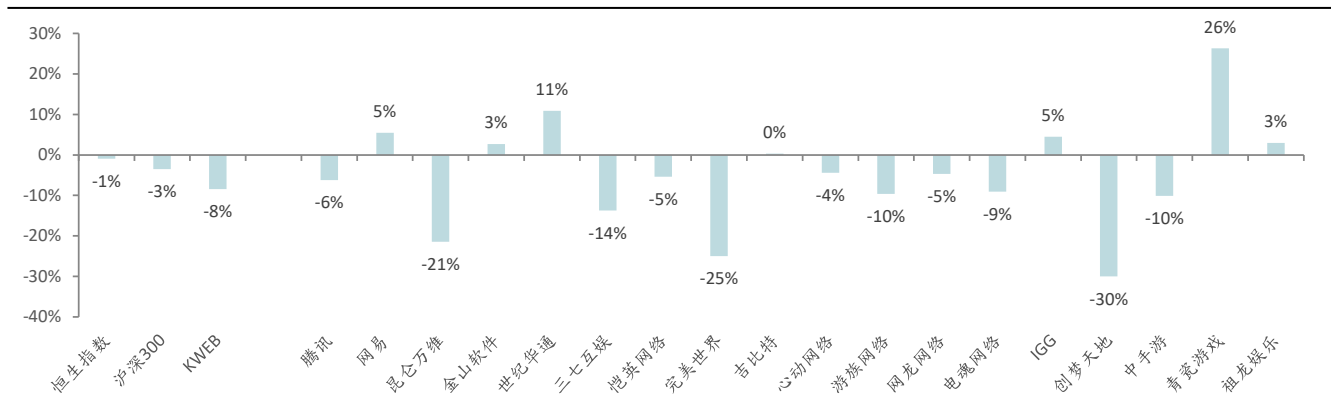
### 游戏公司股价及估值

图表 17: 重点游戏公司 2024 年初至今 (截至 2025 年 1 月 9 日) 股价表现



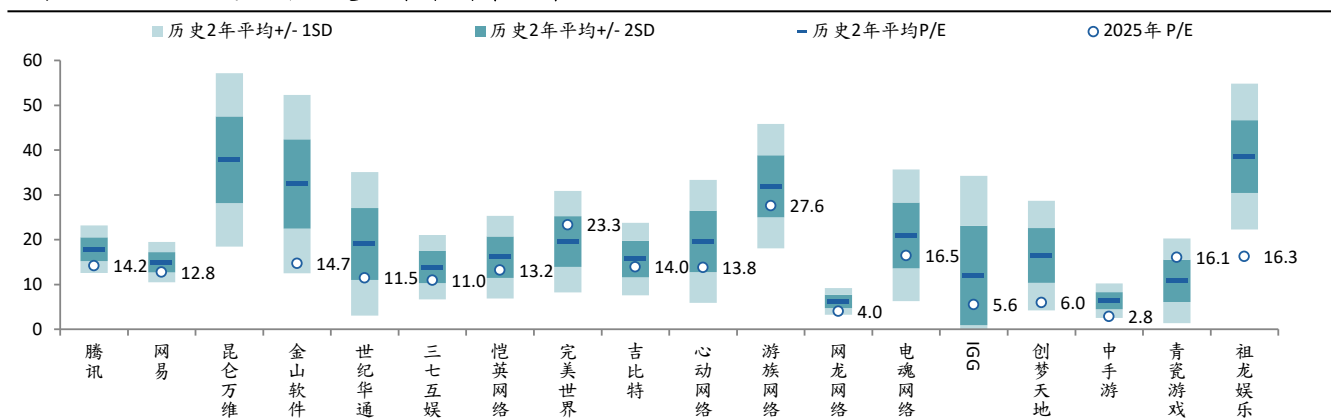
资料来源：彭博，交银国际，游戏公司按市值排序

图表 18: 重点游戏公司 2024 年 12 月至今 (截至 2025 年 1 月 9 日) 股价表现



资料来源：彭博，交银国际，游戏公司按市值排序

图表 19: 重点游戏公司历史 2 年平均市盈率



资料来源：彭博，交银国际 \*柱状图上下沿=历史 2 年平均估值 +/- 1 倍和 2 倍标准差；子行业内按市值排序；截至 2025 年 1 月 9 日

2025 年 1 月 13 日

互联网行业

图表 20: 游戏公司估值

公司名称	股票代码	报表货币	收盘价	市值	——市盈率——		——市销率——		——收入——		调整后净利润 (交银国际/ 彭博一致预期)	
					2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
				(百万美元)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	—(百万报表货币)—	—(百万报表货币)—		
腾讯	700 HK	CNY	373.4	442,701	14.2	12.5	4.8	4.5	712,163	766,849	228,388	260,676
网易	NTES US	CNY	92.3	59,516	12.8	11.5	4.0	3.6	115,647	127,046	34,164	38,013
哔哩哔哩	BILI US	CNY	16.8	7,069	28.7	18.2	1.9	1.7	29,552	31,908	1,917	2,843
昆仑万维	300418 CH	CNY	36.2	6,085	NA	NA	7.6	6.9	5,899	6,447	316.4	471.3
金山软件	3888 HK	CNY	32.3	5,538	14.7	13.1	3.8	3.5	11,310	12,484	2,760	3,088
世纪华通	002602 CH	CNY	4.9	4,950	11.5	8.3	1.4	1.3	25,738	28,689	3,506.0	4,431.0
三七互娱	002555 CH	CNY	14.5	4,398	11.0	9.9	1.6	1.5	20,019	21,739	2,941.3	3,272.6
恺英网络	002517 CH	CNY	12.9	3,784	13.2	11.5	4.4	4.0	6,241	7,020	2,095.5	2,370.3
完美世界	002624 CH	CNY	9.7	2,564	23.3	19.2	2.6	2.2	7,320	8,420	748.2	978.7
吉比特	603444 CH	CNY	207.9	2,042	14.0	12.5	3.5	3.2	4,257	4,629	1,067.7	1,211.1
心动网络	2400 HK	CNY	22.9	1,442	13.8	12.4	1.8	1.7	5,749	6,245	788.8	895.2
游族网络	002174 CH	CNY	8.8	1,102	27.6	22.6	3.9	3.5	2,088	2,297	296.0	358.0
网龙网络	777 HK	CNY	9.6	656	4.0	3.8	0.7	0.7	7,082	7,435	1,194	1,278
电魂网络	603258 CH	CNY	19.7	658	16.5	14.6	5.2	4.6	932	1,055	293.0	331.0
IGG	799 HK	HKD	3.7	557	5.6	4.7	0.7	0.7	6,061	6,258	806.3	917.0
创梦天地	1119 HK	CNY	1.8	382	6.0	5.1	0.7	0.6	4,226	4,549	NA	NA
中手游	302 HK	CNY	0.7	273	2.8	6.7	0.8	0.9	2,411	2,176	369.0	268.0
青瓷游戏	6633 HK	CNY	3.1	273	16.1	14.5	2.2	2.0	915	976	121.0	NA
祖龙娱乐	9990 HK	CNY	1.4	142	16.3	8.7	0.9	0.7	1,180	1,476	59.4	139.0
<b>平均</b>					<b>14.0</b>	<b>11.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>				

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 1 月 9 日

图表 21: 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 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	81.34	102.00	25.4%	2024 年 12 月 11 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.02	2.90	43.6%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.78	25.00	49.0%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.05	54.00	34.8%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.92	14.00	28.2%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	108.80	120.00	10.3%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.90	7.40	7.2%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	38.55	38.00	-1.4%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.40	29.00	18.9%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	100.32	144.00	43.5%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	34.72	56.00	61.3%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	83.69	111.00	32.6%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	17.62	14.90	-15.4%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	9.53	14.00	46.9%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	1.98	4.60	132.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	6.81	7.30	7.2%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	49.00	75.00	53.1%	2024 年 11 月 06 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.25	33.00	2.3%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	373.40	513.00	37.4%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	9.61	14.00	45.7%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	92.28	113.00	22.5%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	144.40	226.00	56.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.92	24.00	33.9%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.08	18.00	49.0%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.70	13.50	55.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.29	1.40	8.5%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	15.90	21.00	32.1%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.69	13.00	49.6%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.90	24.00	34.1%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	504.50	605.00	19.9%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 1 月 9 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1月13日

## 互联网行业



### 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、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、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，或可能以委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，并可能受送递延误、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。