

中国互联网行业

3Q22 前瞻：短期复苏仍显崎岖

消费情绪和线下活动的复苏速度继续拖累互联网行业第三季度的财务表现。展望四季度和 2023 年，我们认为商业模式的稳健性、经营杠杆的提升、拓展新的收入来源的能力将是股票 alpha 的关键驱动因素，但持仓明显低配的中国互联网板块仍会对政策和其他市场情绪相关的 beta 驱动因素敏感。我们预计领先的科技公司将在建设数字基础设施和推动企业数字化转型方面发挥重要作用。从长期来看，能够向海外扩张并提供数字化企业服务的公司将能够扩大潜在可触达市场规模。短期来看，我们偏好对消费复苏更加敏感且盈利能见度相对较高的公司，如拼多多、美团、京东、腾讯音乐，同时我们也看好腾讯、阿里巴巴、百度的长期发展前景。

- **消费互联网：**我们预计电子商务和广告行业将受益于消费复苏，逐步改善将持续至 2023 年。我们预计在线广告收入的增长将随着消费情绪的回升而回升（中国社会消费品零售总额 3Q22 同比增长 3.5%，环比 2Q22 的同比下滑 4.6% 有所恢复）。电子商务领域的竞争正在整合，领先企业纷纷向海外扩张，以获得更大的 TAM 或向供应链上游移动。游戏行业仍然面临着高基数效应、缺乏新游戏及监管不确定性因素，中国在线游戏市场收入在 3Q22 同比下降 19% 至 597 亿元人民币，而长期增长动力将来自海外市场的扩张。
- **数字基础设施和企业服务：持续进步。**2Q22 中国云服务行业营收同比增长放缓至 11%，但因各行各业均有提升产出和效率以应对不断上升的结构性成本和竞争压力的需求，我们仍对长期企业数字化趋势的深化持乐观态度。2020 年，中国公有云市场规模占中国 IT 总支出的 4.5%，而对比美国为 14.5%，表明中国云服务市场增长仍有较大潜力。领先的互联网公司，如阿里巴巴、腾讯和百度在开放技术基础设施方面发挥着主导作用，它们的投资和赋能对支持中国的技术进步仍至关重要。
- **敏感度分析以评估近期不确定性下的基本面稳健性。**拥有多元化收入来源、具备较高 ROE 核心商业模式、采取稳健的增长战略而不易被激烈的竞争影响利润率水平的公司可以更好的缓冲慢于预期的消费信心复苏。例如，具备多元化营收敞口和稳健消费互联网业务的腾讯，其商业模式允许其提高经营杠杆以稳定 ROE。展望 2023 年，收入更集中于消费类（电子商务和广告）的公司，净利将会将对消费复苏的进程更加敏感，如拼多多、阿里巴巴、京东、美团、微博。从商业模式的稳健性和竞争优势来看，我们预计拼多多、腾讯、美团和京东将享有更好的经营杠杆来促进利润的恢复。从现金流的角度看，行业的现金流状况是总体健康的，但我们预计哔哩哔哩的自由现金流还需要一段时间才能转正，因其仍在投资于用户获取，并投资于增强其内容库。

优于大市
(维持)

中国 互联网 行业

贺赛一

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

3Q22 & 2023E 前瞻：盈利能见度仍重要

营收恢复或随宏观及消费恢复而逐步恢复

展望 3Q22，消费互联网公司，尤其是那些在消费情绪相关的终端行业（如广告、电子商务、支付）有较高收入敞口的公司，仍然面临营收压力。考虑到宏观环境的逐步恢复和基数效应的降低，我们预计 2023 年将逐渐出现转折点。

我们更偏好那些拥有成熟的消费者心智和竞争优势的公司（如拼多多），在高线城市有较大营收敞口的公司（如美团和京东），以及仍能增加新兴收入来源的公司（如腾讯，其视频号广告营收贡献逐步起量），这些公司可以更好地缓冲不稳定的消费情绪复苏。此外，诸如携程、网易等公司，其 2023 年营收的增长或更多依赖于外部环境而导致能见度相对较低，比如网易更依赖于游戏版号的获批、携程更依赖于防疫政策的放松。

在电商和本地生活服务公司中，我们预计拼多多和美团的营收能见度相对更高。对于拼多多而言，其强大的用户粘性和在平台上囊括更多品牌和高单价产品的战略举措有助于推动 GMV 强劲增长，并进一步提高变现率，从而推动 2H22 和 2023 年营收强劲增长。对于美团来说，我们估算其在中国一线城市产生的 GMV 在 2021 年占到店 GMV 总额的 40% 以上，一旦疫情风险缓解，这应该有助于收入更快恢复。

我们也预期京东将在 2023 年营收增速将稳步复苏，受益于其通过强大的物流基础设施建立的消费者心智支撑，但 2023 年家电及电子产品的需求可能仍较弱，且其相较于 2020-2022 年来讲市场份额的扩张速度可能在 2023 年相对放缓。对于阿里巴巴，我们估算其 GMV 占 2022 年网上零售 GMV 总额的 48%，尽管其中国核心商业收入的恢复或将与中国整体消费复苏步伐一致，但其盈利的恢复或将更强，得益于新零售业务投资更理性的战略推动。

图 1: 互联网板块：总营收

		总营收（人民币百万元）				YoY%				vs. 市场一致预期	
公司	股票代码	1Q22	2Q22	3Q22E	2023E	1Q22	2Q22	3Q22E	2023E	3Q22E	2023E
平台公司											
阿里巴巴	BABA US	204,052	205,555	208,868	1,004,333	8.9%	-0.1%	4.1%	12.0%	-0.2%	-0.1%
腾讯	700 HK	135,471	134,034	140,557	614,074	0.1%	-3.1%	-1.3%	10.0%	-1.2%	-7.1%
百度	BIDU US	28,411	29,647	31,762	137,657	1.0%	-5.4%	-0.5%	10.7%	-1.2%	-2.8%
电商&本地生活服务											
京东	JD US	239,655	267,600	243,178	1,230,050	18.0%	5.4%	11.2%	15.7%	0.0%	0.5%
拼多多	PDD US	23,794	31,440	29,335	144,739	7.3%	36.4%	36.4%	21.1%	-4.7%	-5.1%
美团	3690 HK	46,269	50,938	62,049	285,213	25.0%	16.4%	27.1%	29.2%	-0.7%	-1.4%
社交娱乐											
网易	NTES US	23,556	23,159	24,411	104,243	14.8%	12.8%	10.0%	7.3%	-0.9%	-4.9%
哔哩哔哩	BILI US	5,054	4,909	5,788	26,584	29.6%	9.2%	11.2%	20.7%	1.2%	-5.3%
腾讯音乐	TME US	6,644	6,905	7,067	29,724	-15.1%	-13.8%	-9.5%	7.1%	-0.1%	0.6%
网易云音乐	9899 HK	2,067	2,192	2,403	11,595	38.6%	29.5%	24.8%	27.5%	-	-
微博	WB US	485	450	469	1,965	5.6%	-21.6%	-22.8%	4.8%	1.3%	-6.2%
在线旅游											
携程	TCOM US	4,111	4,016	6,562	29,672	0.0%	-31.8%	22.7%	41.6%	4.9%	-2.5%

资料来源：公司资料，招银环球市场研究预测

注：1) 微博的货币单位为美元；2) 阿里巴巴使用 FY24 年数据。

疲软的广告需求在 3Q22 持续。然而，随着腾讯的广告收入从低基数恢复，以及微信视频号货币化加速，我们预测腾讯在 2023E 年的总收入将同比增长 10.0%。我们预测，在广告需求复苏、用户基数增长和新的广告货币化机会的支持下，2023 年哔哩哔哩的总营收将同比增长 20.7%。对于百度，我们预计其核心搜索和信息流广告业务将在 2023E 年随着宏观复苏和线下活动正常化而复苏。在经历了 2022 年同比 4.0% 的下滑之后，我们预测百度的核心搜索和信息流广告收入在 2023 年将同比增长 6.6%。

在线音乐领域，我们预计云音乐收入在 3Q22/2023 年营收将同比增长 24.8/27.5%，增速高于腾讯音乐（同比-9.5%/+7.1%），因为云音乐的社交娱乐业务仍处于早期发展阶段，2021 年板块营收仅相当于腾讯音乐社交娱乐板块营收的 19%。我们预计，受音乐订阅业务的强劲增长和广告业务的复苏推动，腾讯音乐的总营收将在 2023 年同比增长 7.1%。

我们预计网易的总营收增长将在 3Q22 和 2023 逐渐减速，主要原因是缺乏新游戏和监管环境的收紧。网易持续加大对海外游戏研发能力的投资，为长期增长机会做准备。

对于直播电商，我们预测 2023 年行业 GMV 同比增长 25.0%，至 4.1 万亿元人民币，较 2022 年的 38% 的同比增长有所放缓，但其在社会消费品零售总额中的渗透率将提高至 8.6%（2022 年：7.3%）。将更多现有用户转化为电商用户仍然是直播电商平台 GMV 增长的关键驱动因素，因为在我们看来，2021 年领先短视频平台每电商用户平均收入超过人民币 4,000 元的数字已经不低，对比拼多多同期的每用户平均收入为 2,810 元。

拥有高用户粘性的公司将在控费过程中具备优势

利润方面，部分公司早在 4Q21 起控制成本，积极影响有望自 3Q22 起显现，并有助于抵消需求疲软所带来的负面影响。我们认为拥有高用户粘性的公司可以更好的释放运营杠杆，因为它们可以在不牺牲竞争力的情况下降低运营费用。

电商公司中，我们预计拼多多和京东在 3Q22 仍将实现更快的盈利增长。拼多多强劲的盈利增长主要得益于其较强的用户粘性，使拼多多在控制销售费用方面处于更有利的位置。我们预计京东 3Q22 的非 GAAP 净利润将保持 40% 以上的同比增长，主要得益于促销活动收紧带来有效的成本控制以及毛利率的提升。对于阿里巴巴，我们预计其精简新业务和提高运营效率的战略举措将推动其非 GAAP 净利润在 3Q22 重回同比增长的轨道。

对于携程，我们预计有效的成本控制或将有助于推动其非 GAAP 净利润在 3Q22 重回增长轨道。但我们预计随着疫情管控措施的调整，公司盈利增长有望盈利更强劲的复苏，我们目前预计会在 2023 年看见这一趋势。

我们预计 2H22 腾讯和腾讯音乐的盈利增长都将受到运营杠杆的提振，而网易盈利将基本维持稳定。我们预计腾讯的非 IFRS 净利润 3Q22 同比跌幅将收窄至 9.1%（1Q22：同比下滑 22.9%；2Q22：同比下滑 17.3%），而 2023 年非 IFRS 净利润有望反弹 15.2%，主要得益于其强劲的经营杠杆和消费互联网业务趋稳。另外我们预计腾讯音乐非 IFRS 净利润在 3Q22 同比增长 17.8%，主要得益于其对销售费用的有效控制。对于网易，尽管存在高基数效应，我们预计网易 2H22 利润同比维持基本稳定，因其核心游戏业务在宏观挑战下具备韧性。

哔哩哔哩和微博在 2H22 或仍将面临利润压力，我们预计哔哩 2H22 调整后净亏损环比进一步扩大，主因其毛利率较高的手游业务和广告业务表现疲软。我们预计 3Q22/4Q22 微博非 GAAP 下净利润将同比下降 33.7/13.2%，主因其广告业务在宏观压力表现疲软。

图 2:互联网行业：净利润预测

		调整后净利润 (人民币百万元)				YoY%				对比一致预期	
公司	股票代码	1Q22	2Q22	3Q22E	2023E	1Q22	2Q22	3Q22E	2023E	3Q22E	2023E
平台											
阿里巴巴	BABA US	21,454	31,355	32,783	156,711	-24.4%	-31.5%	7.4%	8.1%	11.3%	-3.4%
腾讯	700 HK	25,545	28,139	28,866	130,400	-22.9%	-17.3%	-9.1%	15.2%	-5.4%	-6.2%
百度	BIDU US	3,879	5,541	5,552	20,494	-9.7%	3.4%	9.1%	0.8%	0.2%	-7.6%
电商及本地生活											
京东	JD US	4,032	6,489	7,284	30,939	1.6%	40.3%	44.3%	29.2%	1.3%	0.6%
拼多多	PDD US	4,200	10,776	7,457	37,930	-	161.2%	136.7%	22.7%	5.8%	3.8%
美团	3690 HK	-3,586	2,058	1,499	13,354	-	-	-	-	65.0%	-1.9%
社交娱乐											
哔哩哔哩	BILI US	-1,653	-1,964	-1,966	-5,230	-	-	-	-	-	-
网易	NTES US	5,118	5,410	4,993	21,862	0.7%	28.0%	29.4%	7.8%	0.8%	-8.0%
腾讯音乐	TME US	899	1,029	1,196	4,722	-23.9%	-7.9%	17.8%	8.7%	6.1%	8.0%
云音乐	9899 HK	-152	-65	-65	-346	-	-	-	-	-	-
微博	WB US	133	110	139	561	1.7%	-40.0%	-33.7%	-2.0%	2.8%	-7.3%
在线旅游											
携程	TCOM US	-36	-203	742	4,884	-82.4%	-127.9%	41.8%	299.1%	-8.6%	-7.1%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：1) 微博基于美元单位；2) 阿里巴巴基于 FY24E 的数据。

行业现金流状况整体向好

随着行业竞争和获客趋稳，多数互联网公司已经度过早期投资增长阶段，部分头部公司拥有能够提供稳定现金流的核心消费互联网业务。考虑到竞争压力和未来增长机会（如拓展海外市场、扩大用户基数或投资新举措）所需的现金，现金流状况仍将是互联网公司重要的健康指标。若消费情绪有所改善，且我们预计影响利润率的竞争策略将不会再次出现，多数互联网公司在 2022-2024E 年经营现金流和自由现金流都将会出现改善趋势。但我们预计哔哩哔哩自由现金流仍需时间才能转正，因其仍在投资于获客以及丰富平台内容。另外我们预计京东的自由现金流将出现短期波动，主因其物流网络的扩张。

拼多多、百度和阿里巴巴核心业务均拥有可观的运营现金流，但新业务投资规模将是他们现金流的关键影响因素。对于拼多多，我们预计其投资跨境电商业务的影响可能会从 4Q22 其显现，其投入力度将是值得关注的重要指标。对于百度，广告业务所产生的现金流为其新举措投资提供了坚实的支持。

对于京东，与平台型电商相比，其核心业务的利润率相对较低，物流基础设施的投资可能会在短期内对现金流产生负面影响，但京东核心零售业务的整体盈利能力正在提升，主因其规模经济持续扩大，或有助于缓解其基础设施投资的影响。

我们预计腾讯、网易和腾讯音乐自由现金流都有望在 2023 年所改善，主要得益于其较为成熟的商业模式和稳定的盈利增长。但由于在获客和内容方面的持续投资，哔哩的自由现金流在 2023E 年仍将为负。我们预计在目前的市場情緒下，其股價將較為波動，直至其發展出可持續的商業模式，提高運營效率和商業化水平。

图 3:互联网行业: 自由现金流比较

公司	股票代码	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
平台公司							
阿里巴巴	BABA US	130,914	172,662	98,874	113,190	132,821	157,887
腾讯	700 HK	86,355	133,031	74,412	95,898	99,578	137,106
百度	BIDU US	22,030	19,116	9,226	19,497	24,660	28,836
电商及本地生活							
京东	JD US	19,453	34,922	26,228	7,840	21,293	32,010
拼多多	PDD US	13,236	25,891	21,508	53,373	56,737	60,328
美团	3690 HK	-2,828	-13,707	-20,940	-12,033	609	24,207
社交娱乐							
哔哩哔哩	BILI US	(1,966)	(1,421)	(2,025)	(7,056)	(6,461)	(3,330)
网易	NTES US	16,916	20,281	23,104	19,364	20,639	22,140
腾讯音乐	TME US	5,869	3,844	1,907	2,252	3,703	3,417
云音乐	9899 HK	(1,622)	(815)	(1,010)	(383)	289	583
微博	WB US	611	376	508	263	464	517
在线旅游							
携程	TCOM US	5,340	-7,517	1,714	336	7,541	8,987

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

注: 1) 微博基于美元单位; 2) 阿里巴巴基于 FY24E 的数据:

图 4:互联网行业: 估值比较

公司	股票代码	股价	PS (x)			PE (x)			PEG (x)		调整后 EPS CAGR (%)
		(当地)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2022E-2024E
阿里巴巴	BABA US	63.7	1.3	1.2	1.1	8.9	7.8	6.8	2.1		4.3
京东	JD US	37.9	0.4	0.3	0.3	19.1	15.6	12.1	0.8		23.5
拼多多	PDD US	53.0	4.1	3.3	2.8	20.3	16.5	14.5	na		(14.9)
唯品会	VIPS US	7.0	0.3	0.3	0.3	5.8	5.5	5.3	na		(0.6)
美团	3690 HK	124.8	3.6	2.8	2.2	na	66.2	28.2	na		na
贝壳	BEKE US	10.3	1.5	1.2	1.0	70.1	19.8	18.2	3.0		23.5
携程	TCOM US	22.8	5.2	3.5	2.8	103.8	22.6	14.5	na		na
同道猎聘	6100 HK	6.8	1.1	0.9	0.8	11.6	8.5	6.8	0.8		15.5
腾讯	700 HK	205.6	3.6	3.2	2.8	16.2	13.5	11.1	2.9		5.7
网易	NTES US	55.4	2.7	2.5	2.2	12.8	11.3	10.2	2.1		5.9
快手	1024 HK	32.3	1.6	1.3	1.2	na	na	13.3	na		na
哔哩哔哩	BILI US	9.0	1.2	0.9	0.8	na	na	na	na		na
腾讯音乐	TME US	3.7	1.6	1.5	1.4	12.1	11.2	10.0	na		(1.3)
云音乐	9899 HK	53.2	1.2	0.9	0.8	na	na	25.2	na		na
阅文集团	772 HK	21.2	2.5	2.2	2.0	14.6	12.3	10.6	1.4		10.7
欢聚	YY US	24.3	0.7	0.7	0.7	14.3	10.4	9.1	0.5		26.4
挚文集团	MOMO US	4.7	0.5	0.5	0.5	4.2	3.8	3.5	na		(23.7)
百度	BIDU US	78.5	1.5	1.4	1.2	10.9	9.1	7.4	1.3		8.4
微博	WB US	10.9	1.4	1.3	1.2	5.0	4.5	4.0	na		(4.3)
新东方在线	1797 HK	38.1	40.5	11.9	8.9	na	59.9	36.8	na		na
阿里健康	241 HK	3.3	1.8	1.4	1.2	na	na	184.4	na		na
京东健康	6618 HK	43.1	3.1	2.3	1.8	88.0	70.0	44.2	4.1		21.3
平安健康	1833 HK	14.5	2.3	2.0	1.7	na	na	na	na		na
均值			3.6	2.1	1.7	12.0	10.0	8.6			
Facebook	META US	99.2	2.1	2.0	1.8	9.4	9.5	7.3	na		(0.2)
Amazon	AMZN US	103.4	2.0	1.8	1.6	74.7	33.6	21.5	7.2		10.4
Uber	UBER US	27.5	1.7	1.4	1.2	na	103.8	26.9	na		na
Apple	AAPL US	155.7	6.2	5.9	5.7	25.5	24.6	22.8	3.8		6.7
Microsoft	MSFT US	235.9	8.7	8.1	7.1	24.8	24.2	20.9	2.1		12.0
Netflix	NFLX US	295.7	4.1	3.8	3.4	27.6	26.5	22.0	4.5		6.1
Disney	DIS US	106.0	2.3	2.1	1.9	29.4	20.6	17.4	0.8		38.6
Google	GOOG US	96.3	5.2	4.6	4.0	17.9	15.4	13.3	na		(60.5)
Salesforce	CRM US	163.0	5.2	4.6	3.9	34.4	28.9	23.4	2.6		13.4
Zoom	ZM US	84.2	5.7	5.2	4.8	22.8	23.7	22.6	na		(9.8)
Adobe	ADBE US	325.7	8.4	7.6	6.7	23.9	21.2	18.5	2.0		12.1
ServiceNow	NOW US	420.4	11.7	9.6	7.8	57.3	46.1	36.6	2.3		24.7
Datadog	DDOG US	81.1	15.6	11.4	8.3	103.7	77.2	48.8	2.0		51.3
Snowflake	Snow US	159.7	25.1	16.6	11.7	na	414.8	182.3	na		na

Workday	WDAY US	157.7	6.4	5.4	4.6	46.2	35.2	27.5	3.6	12.9
Oracle	ORCL US	77.4	4.2	4.0	3.7	15.6	13.8	12.2	1.5	10.2
SAP	SAP US	97.7	3.8	3.5	3.4	21.3	18.5	18.2	na	(2.7)
Roblox	RBLX US	45.8	9.9	8.5	7.2	na	na	na	na	na
均值			7.1	5.9	4.9	27.4	23.7	20.2		

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截止于 2022 年 10 月 31 日

互联网行业：敏感性分析

拥有多样化收入来源，商业模式和增长战略的公司能够更好抵御竞争，避免利润率下滑，以及在消费复苏不及预期的环境下具备更高韧性。腾讯拥有多元化的收入来源和成熟的商业模式，在行业及宏观顺风环境下更具韧性。另一方面，收入集中于消费相关行业（电商和广告）的公司或有望成为消费复苏的主要受益者。据我们敏感性分析，拼多多、阿里巴巴、京东和微博的收入增长对消费复苏更为敏感。

电商：拼多多收入增长具备最高的弹性

电商公司中，拼多多收入增长或具备最高的弹性，主因其社区团购业务商业化效率提升及更多品牌商品入驻平台。阿里巴巴收入增长或与国内市场整体消费复苏节奏相一致，而收入弹性或主要由国际商业业务复苏所驱动。

社交娱乐：竞争或影响收入恢复

微博、腾讯英语和哔哩哔哩等社交娱乐平台可能仍将面临日益激烈的竞争，影响平台在 2023 年的收入增长和利润率扩张。广告业务收入集中的平台，例如微博，将对行业竞争和宏观环境更加敏感。我们认为社交娱乐平台需要创新其商业化方法，以抵御竞争和宏观逆风。

图 5: 互联网行业：收入敏感性分析 (2023E)

公司	驱动因素	收入贡献	驱动因素在不同 pp/bps 变化下总收入的 % 变化 (收入/变现率)			
			1pp/10bps	3pp/30bps	5pp/50bps	8pp/80bps
拼多多	GTV+变现率	na	3.3%	10.0%	16.8%	27.4%
阿里巴巴	GTV+变现率	na	1.2%	3.5%	6.0%	9.7%
京东	产品收入+服务收入	100.0%	0.9%	2.6%	4.3%	6.9%
微博	广告收入	86.7%	0.9%	2.6%	4.3%	6.9%
腾讯音乐	非会员音乐收入+社交娱乐收入	68.7%	0.6%	1.9%	3.2%	5.1%
百度	在线广告业务	58.8%	0.6%	1.7%	2.8%	4.4%
哔哩哔哩	增值服务+广告业务	63.5%	0.5%	1.6%	2.6%	4.2%
腾讯	广告业务+金融科技与企业服务业务	46.8%	0.4%	1.3%	2.1%	3.4%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

净利率低且运营费率高（即运营费用率除以净利率较高）的公司更有望受益于公司降本增效措施。在乐观情景下，若哔哩哔哩的销售费用率和研发费用增长率低 8 个百分点，公司 2023 年的调整后净亏损将收缩 15.3%。但对于腾讯和阿里巴巴等已经有良好盈利的公司来说，其降本增效举措为其 2023E 年的盈利增长带来相对较小的边际改善。

图 6:互联网行业：净利润敏感性分析（2023E）

公司	驱动因素	运营费用率	净利润率	运营费用率/净利润率	运营费用增长率在不同 pp 变化下调整后净利润的 % 变化			
					-1pp	-3pp	-5pp	-8pp
哔哩哔哩	销售费用+研发费用	37.5%	-19.7%	1.9	1.9%	5.7%	9.6%	15.3%
京东	销售费用+管理费用	17.7%	2.5%	7.1	1.4%	4.1%	6.8%	10.8%
微博	销售费用+研发费用	48.0%	28.6%	1.7	1.3%	4.0%	6.6%	10.6%
拼多多	销售费用+管理费用	18.3%	26.2%	0.7	1.1%	3.2%	5.4%	8.6%
腾讯音乐	销售费用+管理费用	19.7%	15.9%	1.2	1.0%	3.0%	4.9%	7.9%
腾讯	销售费用+管理费用	24.3%	21.2%	1.1	0.9%	2.7%	4.5%	7.2%
百度	销售费用+管理费用	17.2%	14.9%	1.2	0.7%	2.2%	3.7%	6.0%
阿里巴巴	销售费用+管理费用	16.6%	14.8%	1.1	0.8%	2.3%	3.8%	6.1%

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之分析员，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。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。