

线上平台 4Q25 回顾及展望：如何客观看待 AI 投入？



白洋 分析员

SAC 执证编号: S0080520110002
SFC CE Ref: BGN055
yang3.bai@cicc.com.cn



肖俨衍 分析员

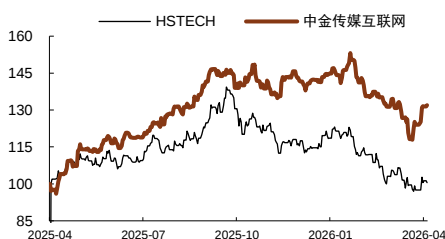
SAC 执证编号: S0080521010001
SFC CE Ref: BIL686
yanyan.xiao@cicc.com.cn



魏萌 分析员

SAC 执证编号: S0080524070011
SFC CE Ref: BVB685
meng.wei@cicc.com.cn

纵轴：相对值 (%)



股票名称	股票评级	目标价格	P/E (x) 2026E	P/E (x) 2027E
腾讯控股-H	跑赢行业	666.00	14.4	12.8
快手-H	跑赢行业	72.80	10.1	8.4
腾讯音乐-H	跑赢行业	67.50	10.0	9.1
哔哩哔哩-H	跑赢行业	232.00	24.5	21.8
网易-H	跑赢行业	265.00	12.3	10.9
网易云音乐-H	跑赢行业	224.00	10.9	10.1
赤子城科技-H	跑赢行业	14.50	8.4	7.4
网易-US	跑赢行业	171.00	12.3	11.1
BOSS 直聘-US	跑赢行业	17.00	11.3	10.1
虎牙-US	跑赢行业	4.60	21.1	17.7
欢聚-US	跑赢行业	79.00	11.6	10.9

中金一级行业：科技

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

观点聚焦

投资建议

4Q25，恒科指数整体表现疲弱，多重负面叙事持续压制市场：美股 AI 泡沫担忧外溢、地缘政治扰动、风险偏好收缩，板块估值已降至历史 25 分位以下。同时，各家公司普遍加大了对 AI 或新业务的投入，给 26 年的业绩预期带来了额外压力。我们认为应该客观看待 AI 投入，从过度悲观估值体系中寻找投资机会。

理由

4Q25 多数公司符合或略超市场预期，但盈利展望多数下调。下调原因分为两类。第一类是 AI 投入加大拖累利润释放节奏：腾讯明确表示 2026 年 AI 算力投入至少翻倍，并相应减少股份回购；快手因可灵 AI 持续投入，2026 年资本开支预计达 260 亿元，市场对其利润转化效率存疑。第二类是竞争格局变化侵蚀增长中枢：腾讯音乐受字节系产品冲击，订阅收入增速低于预期。

分行业回顾：1) 广告行业：增速仍有分化，存在新变现增量的公司仍有不错的增速；2) 游戏行业：受益应用商店调佣，版号供给充裕，跨端融合加速；3) 在线音乐：汽水系竞争加剧，头部增长中枢下移；4) 泛娱乐出海：海外地缘政治压制估值，基本面具备韧性；5) 在线招聘：招聘需求持续恢复。

如何客观看待互联网公司的 AI 投入？市场对 AI 投入陷入纠结：投入谨慎怕落后，投入加大怕过度投资，结果是市场对 AI 导致的短期亏损给予“负估值”。我们认为，对于 AI 投资已有明确新业务或产品的公司（例如快手可灵），根据短期亏损计入负估值存在不合理性。而对于投入尚在早期的公司，则应该回归常识性要素分析，具备业务壁垒高、管理文化优秀等要素的优秀公司有更高概率在长期创造更好 ROI，简单负估值方式很可能也过于悲观。此外，建议关注**网易、赤子城科技**，以及**BOSS 直聘、欢聚时代、虎牙**等估值有吸引力且基本面有边际变化的公司。

盈利预测与估值

维持行业内相关公司盈利预测、评级及目标价不变。

风险

宏观恢复不及预期；部分赛道监管趋严；外部环境变化；AI 布局不及预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

市场行情及业绩回顾：AI 投入加大影响市场情绪	4
赛道回顾及展望：AI 提效继续，内容供给稳增	9
广告行业：增速仍有分化	9
游戏行业：受益应用商店调佣；供给稳增，跨端融合加速	11
在线音乐：头部竞争加剧与 AI 重塑	14
生产力工具：美图、可灵商业化持续进展	17
泛娱乐出海：海外地缘政治压制估值，基本面具备韧性	19
在线招聘：招聘需求持续恢复	21
直播：头部平台对 1Q26 的指引趋于谨慎，新业务开拓增量	22
长视频：仍有压力	23
投资建议：如何客观看待 AI 投入？	24
腾讯控股：基本面韧性强积极投入 AI	25
网易：长青 IP 运营稳定，《燕云十六声》全球化进展顺利	26
快手：AI 商业化加速，年度派息彰显回报决心	27
赤子城：产品和市场复制，SUGO 验证全球化扩张能力	27
风险提示	28

图表

图表 1：2018 年以来恒生科技指数累计涨跌幅及 P/E（TTM）	4
图表 2：2018 年以来互联网板块 P/S（TTM）	4
图表 3：互联网线上平台股价表现	5
图表 4：各公司当前估值区间	5
图表 5：4Q25 线上平台各公司业绩与中金预测对比	6
图表 6：可比公司估值表	7
图表 7：板块内公司股东回报计划及进展	8
图表 8：国内线上广告规模（不含电商及 O2O）	9
图表 9：国内线上广告规模（含电商及 O2O）	9
图表 10：各公司广告收入及增速	10
图表 11：腾讯 AI 对广告的赋能	10
图表 12：快手 AI 对广告的赋能	11
图表 13：近年版号发放数量	12
图表 14：中国游戏市场总体月度规模及增速	13
图表 15：腾讯音乐与云音乐订阅会员业务收入及增速	14
图表 16：腾讯音乐与云音乐订阅付费率及 ARPPU	14
图表 17：腾讯音乐与云音乐毛利率趋势	15
图表 18：腾讯音乐与云音乐经营利润率趋势	15
图表 19：重点音乐平台 MAU	15

图表 20: 重点音乐平台 DAU	15
图表 21: 汽水音乐 iOS 免费榜排名趋势	16
图表 22: 汽水音乐 iOS 畅销榜排名趋势	16
图表 23: 腾讯音乐历史 P/E	16
图表 24: 网易云音乐历史 P/E	16
图表 25: 可灵模型性能提升	18
图表 26: 生产力收入和增长情况（我们测算）	18
图表 27: 生产力工具付费用户和付费渗透率	18
图表 28: 重点出海社交公司经营数据概览	19
图表 29: 重点出海社交公司产品 MAU 和流水季度环比变化情况	20
图表 30: BOSS 直聘收入及同比增速	21
图表 31: 各招聘平台 MAU	21
图表 32: 同道猎聘收入及同比增速	21
图表 33: 企业招工前瞻指数	21
图表 34: 国内重点上市公司直播业务总收入及同比增速	22
图表 35: 虎牙非直播收入及占收比	23
图表 36: 斗鱼非直播收入及占收比	23
图表 37: 长视频行业 MAU	23
图表 38: 长视频行业 DAU	23

市场行情及业绩回顾：AI 投入加大影响市场情绪

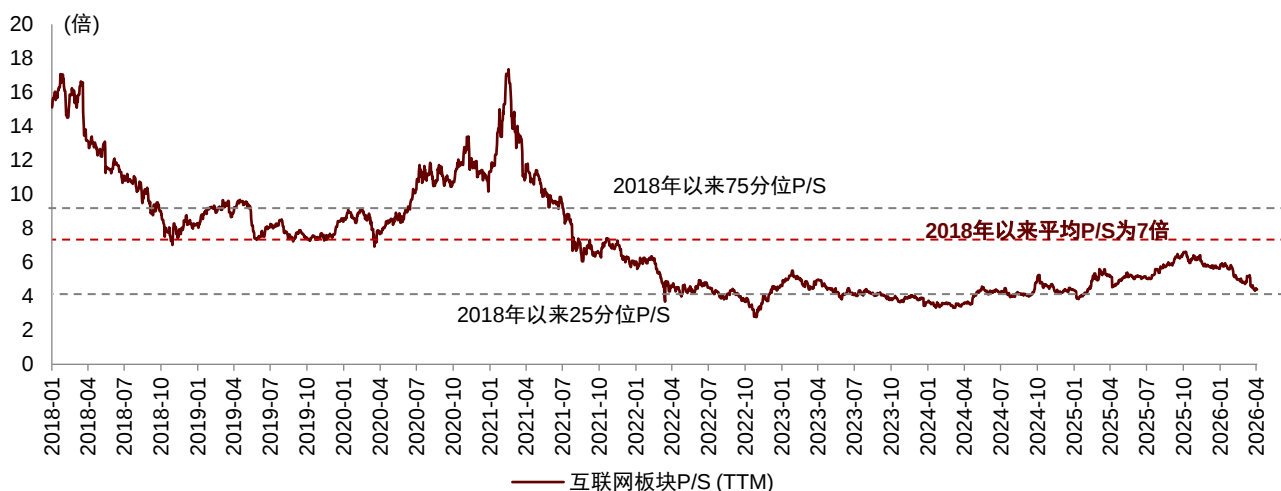
进入 4Q25，恒生科技指数整体表现疲弱，多数公司股价出现不同程度的下调。市场上多重负向叙事持续强化：美股 AI 泡沫论持续外溢至港股，短期风险偏好明显收缩，即便此前具备较强 AI 叙事或基本面兑现能力的公司，在 4Q25 也普遍随大盘回落；进入 1Q26，这些负面叙事，叠加海外地缘政治扰动，进一步压制估值（当下板块整体估值已处于 25 分位），叠加公司普遍加大 AI 或新业务投入，对 26 年业绩预期形成压力。

图表 1：2018 年以来恒生科技指数累计涨跌幅及 P/E（TTM）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：2018 年以来互联网板块 P/S（TTM）



资料来源：Wind，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 3：互联网线上平台股价表现

代码	指数/公司	2025/1/1-2025/3/31	2025/4/1-2025/6/30	2025/7/1-2025/9/30	2025/10/1-2025/12/31	2025/1/1-2025/12/31	YTD	财报发布后（首个交易日）的股价表现
KWEB.P	China Internet ETF	19.4%	-1.7%	22.4%	-18.9%	16.5%	-17.5%	
HSTECH.HI	恒生科技	20.7%	-1.7%	21.9%	-14.7%	23.5%	-15.2%	
0700.HK	腾讯控股	19.2%	1.2%	31.8%	-9.7%	43.6%	-18.3%	-6.8%
NTES.O	网易	15.4%	30.8%	12.9%	-9.5%	54.3%	-18.0%	-7.1%
1024.HK	快手	31.4%	16.5%	33.6%	-24.4%	54.7%	-29.8%	-14.0%
BILI.O	哔哩哔哩	5.5%	12.2%	31.0%	-12.5%	35.8%	-6.3%	-4.5%
TME.N	腾讯音乐	27.0%	35.3%	19.8%	-24.9%	54.4%	-47.7%	-24.6%
BIDU.O	百度	9.2%	-6.8%	53.6%	-0.8%	55.0%	-15.1%	-4.3%
WB.O	微博	-0.8%	0.6%	30.1%	-17.6%	7.0%	-15.1%	-12.0%
IQ.O	爱奇艺	12.4%	-21.7%	44.6%	-25.0%	-4.5%	-27.6%	-6.4%
9899.HK	网易云音乐	29.3%	63.2%	7.8%	-28.4%	62.9%	-28.4%	-9.6%
BZ.O	BOSS直聘	38.9%	-6.9%	30.9%	-12.8%	47.7%	-33.7%	-8.0%
HUYA.N	虎牙直播	4.6%	9.7%	-5.4%	-13.5%	-6.2%	18.4%	-4.3%
9911.HK	赤子城科技	58.3%	66.9%	32.8%	-14.3%	200.8%	-26.4%	-16.0%

资料来源：Wind，中金公司研究部，YTD（截至 2026-04 月 10 日）

业绩综述：从 4Q25 收入、利润端看，多数公司符合或略超市场预期，但从 26 年预期来看，存在不同幅度的下调。

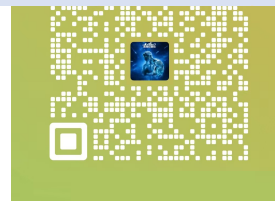
第一类：AI 投入加大拖累利润释放节奏。腾讯管理层明确表示 2026 年将大幅增加 AI 算力投入（金额至少翻倍），并相应减少股份回购。快手则因可灵 AI 持续投入，2026 年资本开支预计达 260 亿元，虽管理层强调维持正自由现金流，但市场对其利润转化效率存疑。哔哩哔哩在业绩会表示 26 年计划投入 5-10 亿元于 AI，用于理解用户意图、提升内容创作效率、优化推荐算法等。

第二类：竞争格局扰动侵蚀增长中枢。腾讯音乐受字节系音乐冲击，4Q25 订阅收入增速低于预期，2026 年中枢有所下移，相较 [3Q25 业绩回顾报告](#)，我们将其 2026 年调整后净利润预期下调约 4%。微博在短视频及信息流广告激烈竞争下，4Q25 由盈转亏，26 年广告收入增长指引保守，派息规模同步收缩。

图表 4：各公司当前估值区间

2023年至今估值水平	腾讯	网易	腾讯音乐	哔哩哔哩	快手	BOSS直聘
最小值	11.0	10.0	9.5	9.8	5.6	10.8
25分位值	14.0	12.0	13.9	15.8	7.2	14.9
75分位值	16.0	14.4	18.5	23.1	10.8	18.8
最大值	20.1	17.4	26.8	33.7	15.1	59.7
平均值	15.1	13.2	16.3	19.4	9.0	18.4
当前值	14.4	12.2	9.8	24.5	10.1	10.8
距离25分位值区间	2.6%	1.9%	-29.6%	55.3%	39.6%	-27.4%

注：数据截至 2026 年 4 月 10 日；公司均采用经调整 PE，所有估值均为 Bloomberg 前向 PE
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部



图表 5：4Q25 线上平台各公司业绩与中金预测对比

公司	人民币 百万元	4Q25业绩前中金预测值				4Q25业绩后最新中金预测				业绩超预期幅度/盈利预测调整幅度			
		4Q25A	1Q26E	2026E	2027E	4Q25A	1Q26E	2026E	2027E	4Q25A	1Q26E	2026E	2027E
腾讯控股 0700.HK <i>Tencent</i>	收入	193,247	198,227	831,749	903,496	194,371	202,848	834,718	907,418	0.6%	2.3%	0.4%	0.4%
	同比增速	12.1%	10.1%	10.8%	8.6%	12.7%	12.7%	11.0%	8.7%				
	经营利润	63,880	68,281	284,457	316,510	60,338	65,090	262,950	291,337	-5.5%	-4.7%	-7.6%	-8.0%
	OPM	33.1%	34.4%	34.2%	35.0%	31.0%	32.1%	31.5%	32.1%				
	经调整净利润	67,945	70,706	294,841	326,946	64,694	68,247	277,421	302,540	-4.8%	-3.5%	-5.9%	-7.5%
	同比增速	22.8%	15.3%	12.2%	10.9%	17.0%	11.3%	6.9%	9.1%				
网易 NTES.US 9999.HK <i>网易</i> <i>NETEASE</i>	Non-IFRS NPM	35.2%	35.7%	35.4%	36.2%	33.3%	33.6%	33.2%	33.3%				
	收入	27,547	30,329	120,747	131,938	27,547	30,083	120,747	131,938	0.0%	-0.8%	0.0%	0.0%
	同比增速	3.0%	5.2%	7.2%	9.3%	3.0%	4.4%	7.2%	9.3%				
	经营利润	8,319	10,434	39,006	43,784	8,319	9,933	39,006	43,784	0.0%	-4.8%	0.0%	0.0%
	OPM	30.2%	34.4%	32.3%	33.2%	30.2%	33.0%	32.3%	33.2%				
	经调整净利润	7,073	10,710	42,590	45,278	7,073	10,193	40,922	45,278	0.0%	-4.8%	-3.9%	0.0%
快手 1024.HK <i>快手</i>	同比增速	-26.9%	-4.7%	9.6%	10.6%	-26.9%	-9.3%	9.6%	10.6%				
	Non-GAAP NPM	25.7%	35.3%	33.9%	34.3%	25.7%	33.9%	33.9%	34.3%				
	收入	38,888	34,961	152,900	164,808	39,568	33,482	148,854	159,428	1.7%	-4.2%	-2.6%	-3.3%
	同比增速	9.9%	7.2%	7.6%	7.8%	11.8%	2.7%	4.3%	7.1%				
	经营利润	5,589	4,646	22,345	26,429	5,790	2,897	16,513	20,315	3.6%	-37.6%	-26.1%	-23.1%
	OPM	14.4%	13.3%	55.8%	16.0%	14.6%	8.7%	11.1%	12.7%				
哔哩哔哩 BILI.US 9626.HK <i>哔哩哔哩</i>	经调整净利润	5,397	4,645	22,032	25,250	5,463	3,005	17,358	20,444	1.2%	-35.3%	-21.2%	-19.0%
	同比增速	14.8%	1.4%	7.0%	14.6%	16.2%	-34.4%	-15.9%	17.8%				
	Non-IFRS NPM	13.9%	13.3%	14.4%	15.3%	13.8%	9.0%	11.7%	12.8%				
	收入	8,133	7,378	32,297	33,934	8,321	7,480	33,546	35,672	2.3%	1.4%	3.9%	5.1%
	同比增速	5.2%	5.4%	7.1%	5.1%	7.6%	6.8%	10.5%	6.3%				
	经营利润	490	379	1,667	2,106	504	198	1,481	2,031	2.8%	-47.8%	-11.2%	-3.6%
爱奇艺 IQ.US <i>iQIYI</i>	OPM	6.0%	5.1%	5.2%	6.2%	6.1%	2.6%	4.4%	5.7%				
	经调整净利润	730	711	3,061	3,386	878	573	3,061	3,386	16.9%	-19.4%	0.0%	0.0%
	同比增速	61.1%	95.8%	25.3%	10.6%	93.8%	57.7%	18.2%	10.6%				
	Non-GAAP NPM	9.0%	9.6%	9.5%	10.0%	10.5%	7.7%	9.1%	9.5%				
	收入	6,782	6,271	29,321	31,500	6,794	6,271	27,720	29,549	0.2%	0.0%	-5.5%	-6.2%
	同比增速	2.6%	-12.7%	7.5%	7.4%	2.7%	-12.7%	1.6%	6.6%				
腾讯音乐 TME.US 1698.HK <i>TME</i>	经营利润	45	-152	925	1,575	55	-152	942	1,598	22.2%	0.2%	1.8%	1.5%
	OPM	-84.3%	-2.4%	322.7%	70.4%	0.8%	-2.4%	3.4%	5.4%				
	经调整净利润	70	-185	924	1,491	110	-185	924	1,491	57.1%	-0.2%	0.0%	0.0%
	同比增速	n.a.	-160.9%	283.2%	61.2%	n.a.	n.a.	229.5%	61.2%				
	Non-GAAP NPM	1.0%	-3.0%	3.2%	4.7%	1.6%	-3.0%	3.3%	5.0%				
	收入	8,430	8,264	36,895	40,803	8,641	7,890	36,040	39,152	2.5%	-4.5%	-2.3%	-4.0%
BOSS直聘 BZ.US 2076.HK <i>BOSS直聘</i>	同比增速	13.0%	12.3%	12.9%	10.6%	15.9%	7.3%	9.5%	8.6%				
	经营利润	2,998	2,707	11,975	13,618	2,840	2,515	11,894	12,678	-5.3%	-7.1%	-0.7%	-6.9%
	OPM	35.6%	32.8%	32.5%	33.4%	32.9%	31.9%	33.0%	32.4%				
	经调整净利润	2,528	2,441	10,749	12,226	2,485	2,229	10,373	11,146	-1.7%	-8.7%	-3.5%	-8.8%
	同比增速	10.9%	29.5%	11.6%	30.0%	9.0%	5.0%	8.2%	7.5%				
	Non-GAAP NPM	30.0%	14.9%	29.1%	13.7%	28.8%	28.3%	28.8%	28.5%				
BOSS直聘	收入	2,061	2,110	9,152	10,001	2,079	2,073	9,329	10,323	0.9%	-1.8%	1.9%	3.2%
	同比增速	13.0%	9.7%	10.9%	9.3%	14.0%	7.8%	12.8%	10.7%				
	经营利润	637	556	2,992	3,450	719	583	3,094	3,601	12.9%	4.9%	3.4%	4.4%
	OPM	31.6%	34.5%	32.7%	26.3%	34.6%	28.1%	33.2%	34.9%				
	经调整净利润	902	827	3,841	4,150	908	842	3,823	4,252	0.7%	1.8%	-0.5%	2.5%
	同比增速	23.9%	7.4%	7.7%	8.9%	24.8%	9.4%	6.1%	11.2%				
BOSS直聘	Non-GAAP NPM	43.8%	39.2%	42.0%	41.5%	43.7%	40.6%	42.0%	41.2%				

注：以上预测值均为中金预测值，所有调整均出自此前的业绩回顾报告
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	财报货币	收盘价 04-14	目标价	评级	市销率		非通用准则市盈率		市净率	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
内容、社交和游戏												
00700.HK	腾讯控股*	HKD	CNY	493.20	666.00	跑赢行业	4.8	4.2	14.4	12.8	2.7	2.2
NTES.US	网易*	USD	CNY	113.60	171.00	跑赢行业	4.2	3.8	12.3	11.1	2.8	2.4
09999.HK	网易-S*	HKD	CNY	175.30	265.00	跑赢行业	4.2	3.8	N.M.	N.M.	2.7	2.4
01024.HK	快手-W*	HKD	CNY	44.64	72.80	跑赢行业	1.2	1.1	10.1	8.4	1.9	1.6
BILI.US	哔哩哔哩*	USD	CNY	25.00	30.00	跑赢行业	2.3	2.1	25.0	22.5	4.5	4.0
09626.HK	哔哩哔哩-W*	HKD	CNY	189.50	232.00	跑赢行业	2.2	2.1	24.5	21.8	4.4	3.9
ZH.US	知乎(ZHIHU)*	USD	CNY	3.40	3.70	跑赢行业	0.7	0.7	45.1	21.4	0.5	0.5
TME.US	腾讯音乐*	USD	CNY	9.73	17.40	跑赢行业	2.9	2.6	10.1	9.3	1.2	1.1
01698.HK	腾讯音乐-SW*	HKD	CNY	37.34	67.50	跑赢行业	2.9	2.6	10.0	9.1	1.2	1.1
09899.HK	网易云音乐*	HKD	CNY	122.30	224.00	跑赢行业	2.8	2.5	10.9	10.1	1.6	1.3
MOMO.US	挚文*	USD	CNY	6.11	8.70	跑赢行业	0.7	0.7	6.4	5.8	0.6	0.6
YALA.US	YALLA*	USD	USD	6.85	10.30	跑赢行业	3.1	2.9	7.4	7.0	1.3	1.1
09911.HK	赤子城科技*	HKD	CNY	9.15	14.50	跑赢行业	1.3	1.1	8.4	7.4	3.1	2.2
00799.HK	IGG*	HKD	HKD	2.95	4.50	跑赢行业	0.6	0.6	5.5	5.2	1.0	1.0
JOYY.US	欢聚*	USD	USD	62.16	79.00	跑赢行业	1.4	1.3	11.6	10.9	0.5	0.5
HUYA.US	虎牙*	USD	CNY	3.34	4.60	跑赢行业	0.7	0.7	21.1	17.7	1.3	1.2
WB.US	微博*	USD	USD	9.15	13.00	跑赢行业	1.3	1.2	5.6	5.3	0.6	0.5
BIDU.US	百度*	USD	CNY	118.23	205.00	跑赢行业	2.1	2.0	14.1	12.5	0.9	0.8
09888.HK	百度集团-SW*	HKD	CNY	111.10	196.00	跑赢行业	2.1	2.0	13.7	12.0	0.9	0.8
BZ.US	BOSS 直聘*	USD	CNY	13.50	17.00	跑赢行业	4.6	4.2	11.3	10.1	2.4	2.2
06100.HK	同道猎聘*	HKD	CNY	2.75	3.90	跑赢行业	0.6	0.5	7.0	6.7	0.4	0.4
01357.HK	美图公司*	HKD	CNY	4.26	6.60	跑赢行业	3.6	3.0	14.1	12.1	1.8	1.8
META.US	脸书(META PLATFORMS)*	USD	USD	662.49	773.00	跑赢行业	6.7	5.6	16.7	14.6	5.7	4.3
GOOGL.US	谷歌*	USD	USD	332.91	388.00	跑赢行业	8.5	7.3	23.8	20.7	7.7	6.1
平均值							2.7	2.4	14.3	11.9	2.1	1.8
中值							2.3	2.1	11.6	10.9	1.4	1.3
电商和物流												
BABA.US	阿里巴巴*	USD	CNY	131.35	178.00	跑赢行业	1.7(a)	1.5(a)	24.7(a)	14.5(a)	1.8(a)	1.6(a)
09988.HK	阿里巴巴-SW*	HKD	CNY	124.50	172.00	跑赢行业	1.7(a)	1.5(a)	24.0(a)	14.1(a)	1.7(a)	1.5(a)
JD.US	京东*	USD	CNY	31.25	36.00	跑赢行业	0.2	0.2	7.8	7.3	1.2	1.0
PDD.US	拼多多*	USD	CNY	102.10	148.00	跑赢行业	2.0	1.7	8.3	6.5	1.9	1.5
VIPS.US	唯品会*	USD	CNY	14.87	20.00	跑赢行业	0.5	0.5	5.8	5.4	1.0	0.9
02618.HK	京东物流*	HKD	CNY	15.27	15.90	跑赢行业	0.4	0.3	9.3	8.3	1.4	1.2
DDL.US	叮咚买菜*	USD	CNY	2.68	3.38	跑赢行业	0.2	0.1	9.1	7.4	2.5	1.8
YMM.US	满帮集团*	USD	CNY	8.39	13.60	跑赢行业	5.2	4.7	12.4	9.7	1.4	1.3
AMZN.US	亚马逊*	USD	USD	249.02	280.00	跑赢行业	3.4	3.1	28.5	24.5	4.7	3.7
平均值							1.7	1.5	14.4	10.9	2.0	1.6
中值							1.7	1.5	9.3	8.3	1.7	1.5
本地生活、O2O 和 OTA												
03690.HK	美团-W*	HKD	CNY	85.10	125.00	跑赢行业	1.1	1.0	N.M.	16.8	3.5	3.0
TCOM.US	携程集团*	USD	CNY	52.57	70.00	跑赢行业	3.7	3.3	14.9	13.7	1.4	1.3
09961.HK	携程集团-S*	HKD	CNY	397.60	545.10	跑赢行业	3.6	3.2	14.5	13.3	1.3	1.2
00780.HK	同程旅行*	HKD	CNY	18.28	28.00	跑赢行业	1.8	1.6	9.7	8.4	1.4	1.2
DIDIY.US	滴滴出行*	USD	CNY	3.83	6.00	跑赢行业	0.5	0.5	437.7	13.1	1.3	1.1
02643.HK	曹操出行*	HKD	CNY	25.80	70.00	跑赢行业	0.4	0.3	655.8	17.6	N.M.	N.M.
BKNG.US	BOOKING*	USD	USD	181.12	6200.00	跑赢行业	0.2	0.2	0.7	0.6	N.M.	0.9
EXPE.US	亿客行(EXPEDIA)*	USD	USD	248.57	271.00	跑赢行业	1.9	1.7	11.5	8.2	7.5	4.3
MMYT.US	MAKEMYTRIP*	USD	USD	44.62	85.00	跑赢行业	3.6(a)	N.M.	18.3(a)	N.M.	N.M.	N.M.
UBER.US	优步(UBER TECHNOLOGIES)*	USD	USD	72.91	99.40	跑赢行业	2.5	2.2	21.2	15.0	4.1	3.0
DASH.US	DOORDASH*	USD	USD	163.55	275.00	跑赢行业	3.9	3.3	23.5	16.4	5.8	4.3
平均值							2.1	1.7	104.8	12.3	N.M.	1.6
中值							1.9	1.6	14.9	13.5	1.4	1.2

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

注：截至 2026 年 4 月 15 日收盘，标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据
 标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
 资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

部分公司积极进行股东回报。腾讯 4Q25 业绩披露后，公司拟派发 2025 年末期股息每股 5.30 港元，同比增长 18%，总额约 486 亿港元，但管理层明确表示 2026 年将降低回购力度，计划将更多资源投入 AI 算力建设；快手拟派发 2025 年度末期股息每股 0.69 港元，总额约 30 亿港元，经股东批准后预计于 2026 年 7 月派付，2025 年全年回购约 31.2 亿港元，公司表示将持续灵活推进股东回报；BOSS 直聘 4Q25 业绩会宣布两项重大股东回报举措，一是自 2026 年起未来三年每年用于股票回购和分红的金额不低于上一年度经调整净利润的 50%，二是将 2025 年 8 月通过的 2.5 亿美元回购额度上限上调至 4 亿美元，股东回报力度显著加大；网易 4Q25 宣布每股 ADS 派息 1.16 美元，同时将 50 亿美元股份回购计划延长至 2029 年 1 月，截至 2025 年底已累计回购约 20 亿美元。

图表 7：板块内公司股东回报计划及进展

股票代码	公司名称	货币(百万)	回购计划总额	到期时间	回购完成进度	2025年度 宣布派息	2025年股东回 报率	至今已完成
0700.HK	腾讯控股	HKD	80,000	2025-12	100.0%	48,600	2.8%	80,000
MOMO.O	挚文集团	USD	486	2027-03	77.9%	50	47.9%	379
HUYA.N	虎牙	USD	100	2026-03	75.5%	340	59.0%	76
1024.HK	快手	HKD	16,000	2027-06	48.6%	2,000	5.0%	7,783
BZ.O	BOSS直聘	USD	400	2027-08	57.3%	80	4.8%	229
JOYY.O	欢聚时代	USD	300	2027-12	53.2%	200	12.0%	160
NTES.O	网易	USD	50	2029-01	40.0%	1,662	2.3%	20
TME.N	腾讯音乐	USD	1,000	2027-03	6.5%	368	3.0%	65
WB.O	微博	USD	200	2026-12	-	200	-	-

注：1.股东回报率=(分红+回购)/最新市值；市值数据截至 2026 年 4 月 3 日；分红方面，腾讯宣布将 2025 年每股末期股息从 2024 年的 4.50 港元提升至 5.30 港元（经 2025 年 12 月 31 日已发行普通股股本数估算约 483 亿）；虎牙公司批准 2026 年的特别现金红利，拟发 3100 万美元现金股利，资金来源于盈余现金，付款日期预计在 6 月 30 日或前后；欢聚时代将季度现金股息与 1Q26 额外现金股息合并计算后，拟派发每股普通股 0.069 美元股息（经估算约 7077 万美元），于 2026 年 4 月 22 日除息，5 月 8 日支付；回购方面，部分公司发布新股权回购计划或提升原计划额度，释放长期增长信心。例如，微博于 2025 年 12 月 31 日公告批准不超过 2 亿美元股份回购计划；虎牙于 2026 年 3 月 18 日公告批准不超过 5000 万美元股份回购计划；BOSS 直聘于 2026 年 3 月 18 日宣布将股份回购计划额度提升至不超过 4 亿美元，并将期限延长至 2027 年 8 月 28 日。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

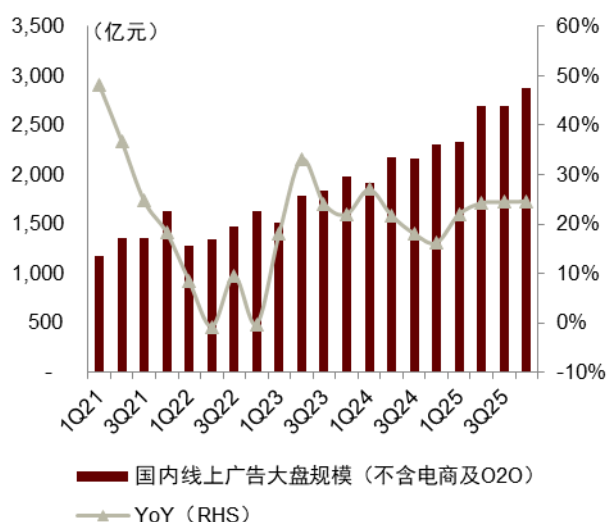
赛道回顾及展望：AI 提效继续，内容供给稳增

广告行业：增速仍有分化

广告大盘景气度分化。我们统计，4Q25 整体线上广告大盘同增 16.1%，抛开字节跳动广告增速、电商及 O2O 广告增速，线上内容广告大盘同比增速为 12.8%。不同平台间广告增速仍有分化——字节跳动、腾讯、小红书、哔哩哔哩等具备赛道红利或存在新变现增量的公司广告收入仍有不错的同比增长；此外 AI 对于国内广告平台的赋能亦在逐步体现。

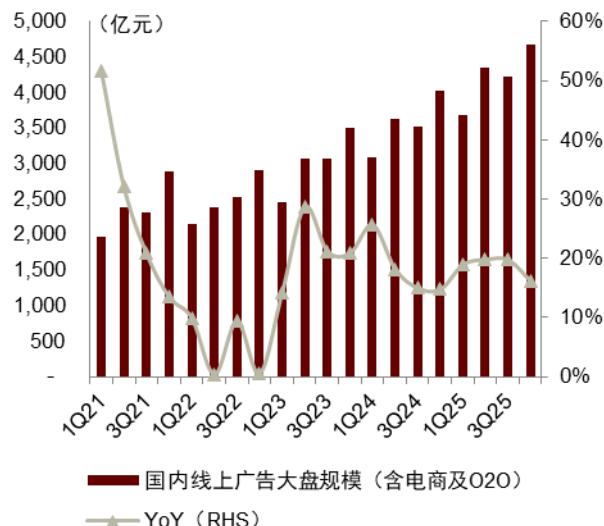
AI 对于国内互联网平台广告业务的赋能持续深化。国内方面，4Q25 腾讯扩大广告基础模型的应用，提升广告精准度与转化率，同时公司推出基于生成式 AI 的广告创意解决方案，上线自动化广告活动解决方案（AIM+），以上举措共同推动腾讯营销服务业务 2025 年收入实现 19% 的增长。4Q25 快手持续升级 UAXAIGC 相关工具，包括直播数字人、数字员工等，降低客户投放门槛并优化投放体验，进一步推动营销消耗增长。其中 UAX 全自动广告投放产品优化了周期稳投及全域投放能力，提升整体投放效率与规模上限，并带来更稳定的投放成本，第四季度该产品在非电商营销消耗中的渗透率接近 80%，活跃客户渗透率超过 90%。电商方面，公司进一步迭代端到端检索架构 One Search，推出适配电商特性的可编辑结构化 ID 体系，提升中长尾搜索请求的语义理解能力，带动 4Q25 商城搜索订单量提升约 3%。

图表 8：国内线上广告规模（不含电商及 O2O）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9：国内线上广告规模（含电商及 O2O）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 10：各公司广告收入及增速

人民币 百万元	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A
电商及O2O平台	95,274	128,603	122,885	152,189	117,681	145,466	135,506	171,821	134,201	164,565	151,892	179,901
阿里巴巴	47,421	65,794	57,163	76,400	50,440	67,051	58,453	81,711	55,079	72,415	64,254	83,725
拼多多	27,199	37,888	39,643	48,631	42,411	49,071	49,306	56,966	48,677	55,658	53,303	60,010
京东	13,780	16,178	14,038	17,461	15,539	18,252	15,260	19,563	18,083	22,299	19,567	22,234
唯品会	416	498	507	672	432	521	369	630	415	542	442	657
美团	7,783	10,307	11,439	10,984	10,391	12,360	13,539	12,951	11,947	13,650	14,327	13,275
纯线上内容平台	150,792	178,447	183,547	198,567	191,546	217,294	216,756	230,731	233,592	270,036	269,849	287,519
腾讯	20,964	25,003	25,721	29,794	26,506	29,871	29,993	35,004	31,853	35,762	36,242	41,116
百度（核心）	16,640	19,600	19,700	19,200	17,050	19,200	18,830	17,900	16,030	16,240	15,345	15,000
爱奇艺	1,404	1,495	1,674	1,651	1,482	1,461	1,337	1,434	1,328	1,272	1,241	1,353
快手	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515	17,634	20,620	17,977	19,765	20,102	23,618
哔哩哔哩	1,272	1,573	1,638	1,929	1,669	2,037	2,094	2,389	1,998	2,449	2,570	3,042
知乎	392	413	383	465	331	344	257	316	197	223	189	235
微博	2,446	2,761	2,819	2,892	2,441	2,728	2,830	2,806	2,475	2,798	2,738	2,775
其他	94,611	113,255	116,922	124,433	125,418	144,137	143,780	150,263	161,734	191,526	191,422	200,380
线上广告大盘	246,067	307,050	306,432	350,756	309,227	362,760	352,262	402,553	367,793	434,601	421,741	467,420

同比增速	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A
电商及O2O平台	8.7%	23.0%	17.0%	19.5%	23.5%	13.1%	10.3%	12.9%	14.0%	13.1%	12.1%	4.7%
阿里巴巴	-7.0%	11.4%	4.8%	3.7%	6.1%	2.4%	2.7%	7.0%	9.2%	8.0%	9.9%	2.5%
拼多多	49.8%	50.5%	39.5%	57.0%	55.9%	29.5%	24.4%	17.1%	14.8%	13.4%	8.1%	5.3%
京东	11.0%	12.0%	9.8%	7.3%	12.8%	12.8%	8.7%	12.0%	16.4%	22.2%	28.2%	13.7%
唯品会	-19.1%	16.8%	-4.9%	13.9%	3.9%	4.7%	-27.2%	-6.2%	-3.9%	4.1%	19.8%	4.3%
美团	10.9%	40.9%	32.0%	41.4%	33.5%	19.9%	18.4%	17.9%	15.0%	10.4%	5.8%	2.5%
纯线上内容平台	18.0%	33.2%	24.2%	22.0%	27.0%	21.8%	18.1%	16.2%	22.0%	24.3%	24.5%	24.6%
陈字节预估外增速	11.1%	26.1%	18.0%	17.6%	23.8%	18.1%	15.9%	15.3%	12.7%	11.4%	11.9%	12.8%
腾讯	16.5%	34.2%	20.0%	20.8%	26.4%	19.5%	16.6%	17.5%	20.2%	19.7%	20.8%	17.5%
百度（核心）	6.2%	15.4%	7.0%	6.3%	2.9%	-2.2%	-5.8%	-6.8%	-6.0%	-15.4%	-18.5%	-16.2%
爱奇艺	5.0%	25.3%	34.3%	6.2%	5.6%	-2.3%	-20.1%	-13.1%	-10.4%	-12.9%	-7.2%	-5.6%
快手	15.1%	30.4%	26.8%	20.6%	27.4%	22.1%	20.0%	13.3%	8.0%	12.8%	14.0%	14.5%
哔哩哔哩	22.2%	35.8%	20.9%	27.6%	31.2%	29.5%	27.8%	23.8%	19.7%	20.2%	22.7%	27.4%
知乎	-11.7%	-13.7%	-17.1%	-18.7%	-15.7%	-16.7%	-32.9%	-32.1%	-40.4%	-35.2%	-26.3%	-25.6%
微博	-10.2%	8.5%	5.4%	4.5%	-0.2%	-1.2%	0.4%	-3.0%	1.4%	2.6%	-3.3%	-1.1%
线上广告大盘	14.2%	28.7%	21.2%	20.9%	25.7%	18.1%	15.0%	14.8%	18.9%	19.8%	19.7%	16.1%
陈字节预估外增速	9.7%	24.2%	17.4%	18.8%	23.6%	15.1%	12.6%	13.8%	13.4%	12.4%	12.0%	7.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11：腾讯 AI 对广告的赋能

时点	事件
2024 Q1业绩会	生成式广告 ：“人工智能能够为搜索（文字性质）创造广告，现在也可以使用AIGC来创建社交媒体广告。” 广告技术三大创新 ：“我们正在通过三个方面围绕广告技术进行创新；利用人工智能定位广告、帮助广告主管理广告活动、通过部署大规模模型赋能广告主以便广告内容创建变得更加便利。”
2024 Q2业绩会	机器学习平台升级 ：“对于广告技术，我们升级了机器学习平台，以便在更长的时间范围内分析用户兴趣。这些变化使我们能够获得更深入的用户洞察，并提供更相关的广告推荐，从而提高点击率和收入。” 引入AI驱动的生成式广告创建工具 ：“我们向所有广告客户提供由人工智能驱动的生成式广告创建工具。”
2024 Q3业绩会	运用大模型 ：“我们利用混元大模型来促进内容和广告材料的标记和分类，并且升级了机器学习平台，提供更准确的广告定位。”
2024 Q4业绩会	持续的全栈式AI整合 ：“自2023年以来，公司增加了大语言模型能力，以更高效地批准广告内容，更好地理解广告品类和用户的需求和意图，实现更精准的广告定位，并为广告商提供生成式AI工具，以简化广告创作流程。借助AI驱动的广告定位能力和生成式AI创意解决方案，公司的营销服务业务已经成为AI整合的明显受益者。”
2025 Q1业绩会	广告平台升级 ：“在广告技术方面，公司升级了广告平台，增强了AIGC能力，例如生成图像和视频编辑工具，以加速广告创作，并提供数字人解决方案，以帮助内容创作者和商家进行直播活动。公司正在利用大型语言模型（LLM）深化系统对公司应用中商品和用户兴趣的理解，从而提供更好的广告推荐。”
2025 Q2业绩会	AI优化广告平台架构 ：“具体而言，我们提升了AI在广告创意、投放推荐和效果分析等方面的能力，从而提高了广告点击率、转化率和广告主投资回报率。我们通过部署一个升级版的基础模型来优化平台架构，该模型能够分析跨应用、跨服务的广告点击率和交易数据，并整合用户在文本、图片和视频中的互动行为，从而更精准地识别用户兴趣并实时优化广告效果。”
2025 Q3业绩会	精准定向与投放优化 ：“我们推出了智能投放产品矩阵腾讯广告AIM+，支持广告主自动配置定向、出价及版位，并优化广告创意，从而提升他们的营销投入回报。” 搜索广告的AI赋能 ：“我们通过升级大语言模型能力提高了搜索的相关性，并优化了部分赞助结果以更好地匹配用户查询。”
2025 Q4业绩会	AI持续赋能广告 ：“我们升级了广告技术的基础模型，并推出了智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+，令我们保持广告加载率远低于同业的同时，营销服务亦取得高于行业的收入增长。我们对 AI 驱动的广告精准定向能力的优化，以及对微信生态系统内闭环营销能力的扩展，推动了广告表现改善和广告单价提升，构成收入增长的主要驱动力。由于用户参与度提高及广告加载率的小幅提升，广告曝光也略有增长”

资料来源：公司公告，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 12：快手 AI 对广告的赋能

时点	事件
2024 Q2业绩会	内容生成素材： “AIGC营销素材在今年6月的日均消耗也达到了2,000万，展现了大模型在商业产品中的巨大潜力。” UAX： “在智能投放方面，2024年第二季度，我们的外循环营销产品UAX在各行业的渗透率不断提升，客户使用UAX进行营销投放的总消耗占外循环营销总消耗的30%以上。”
2024 Q3业绩会	UAX： “第三季度，UAX的消耗在外循环中消耗的比例进一步提升至约50%。”
2024 Q4业绩会	内容生成素材： “2024年第四季度，AIGC营销素材日均消耗超过人民币3,000万元。”
2025 Q1业绩会	UAX： “在智能化产品投放层面，本季度的UAX产品持续提升，渗透率消耗占外循环总消耗的比例提升至60%以上。” 内循环： “一季度，电商商家使用全站推广agent 4.0或智能托管进行营销推广的总消耗占内循环总消耗的比例达到了60%。”
2025 Q2业绩会	在智能投放解决方案方面，我们的UAX智能投放系统渗透率持续攀升，第二季度已占外部营销总支出的约65%。闭环营销服务领域，我们通过优化产品和流量策略，显著提升了电商商户的跨境智能运营效率。持续升级的“万相”平台营销解决方案整合了智能出价、素材投放和跨域模型等关键技术，既简化了商户投放流程，又增强了投放稳定性。
2025 Q3业绩会	首创的生成式强化学习出价模型（G4RL）： “实现广告竞价从单步决策到长期规划的突破，极大提升了线上营销客户，尤其是中小客户的竞价能力和竞价方案。” 生成式推荐系统OneRec： “引入客户营销表达和营销商业价值（CPM）感知机制，实现用户兴趣与营销客户诉求的双向匹配，进一步提升线上营销素材的个性化和匹配效率，2025年第三季度国内线上营销服务收入约4%–5%的提升。” 可灵模型和数字人技术： “大幅降低了视频等营销素材的制作成本，有效拓展了营销边界。2025年第三季度，AIGC营销素材带来的线上营销服务消耗金额总计超过30亿人民币。”
2025 Q4业绩会	推出 OneRec V2： 在营销场景中，公司优化端到端生成推荐技术，通过融合多维业务数据提升素材推荐效率与精准度。 持续升级UAX AIGC相关工具： 公司持续升级UAX AIGC相关工具，包括直播数字人、数字员工等，第四季度该产品在非电商营销消耗中的渗透率接近80%，活跃客户渗透率超过90%，由AIGC营销素材驱动的线上营销服务销售金额达到人民币40亿元。 智能出价方面： 公司基于多场景多目标数据构建的出价大模型等4Q25带动国内线索类营销服务收入提升约5%。

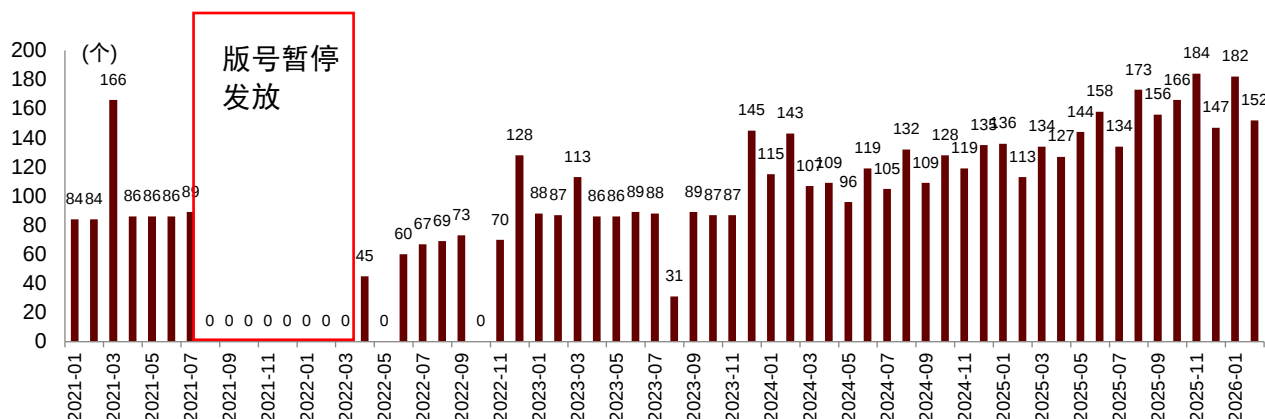
资料来源：公司公告，中金公司研究部

游戏行业：受益应用商店调佣；供给稳增，跨端融合加速

游戏行业整体受益谷歌与苹果降低抽佣。根据我们此前发布的[《谷歌与苹果陆续降低抽佣 利好内容提供商》](#)，苹果与谷歌近期相继调整了旗下应用商店的政策：苹果中国大陆地区标准佣金率由 30%降至 25%，谷歌优惠条件下标准佣金率由 30%降至 20%，使用支付系统的额外 5%抽成和佣金解绑。游戏作为 iOS 生态内收入最高的内容品类，有望直接受益于渠道成本下降。其中腾讯相较竞对官网支付比例更谨慎，iOS 流水占比比较高，受益弹性或更显著。此外，我们认为营销驱动型游戏即便节省渠道成本，厂商也可能将降本重新投入买量；不依赖买量的产品更易将节省转化为利润。

版号供给充裕。一季度合计发放国产版号 453 款、进口版号 14 款，合计 467 款，供给端为行业持续提供了产品储备支撑，其中 1 月版号发放 182 个，接近去年 11 月份历史新高，我们认为当前游戏公司不再受限于版号供给——如腾讯《王者荣耀世界》、网易《无限大》等重点储备游戏已获得版号，4Q25 至今各公司获得版号的重点游戏还有——B 站《闪耀吧！噜咪》、腾讯《QQ 经典农场》、网易《妖妖棋》、三七互娱《斗罗大陆：启程》等。

图表 13：近年版号发放数量



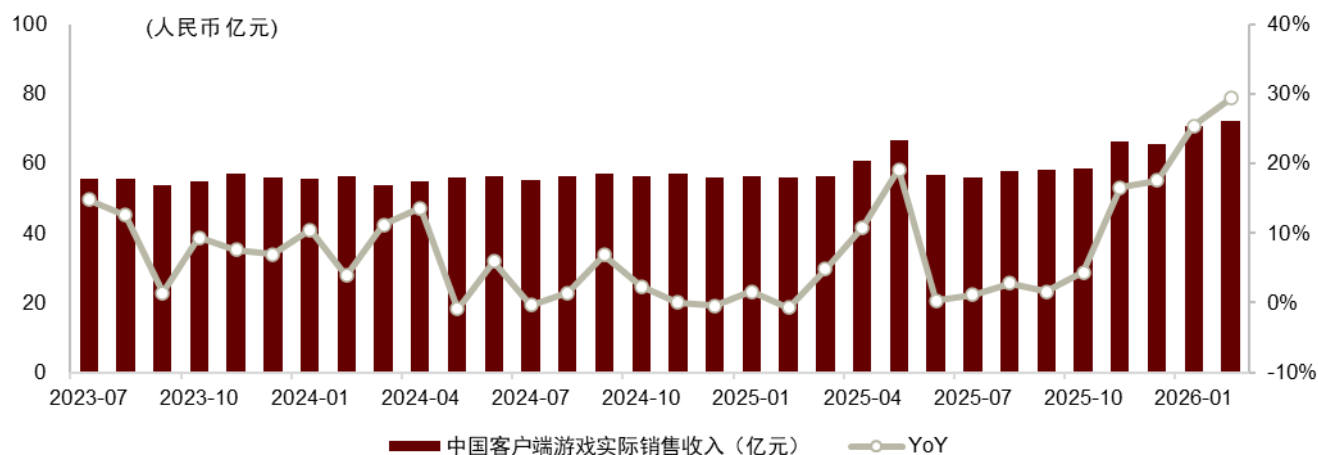
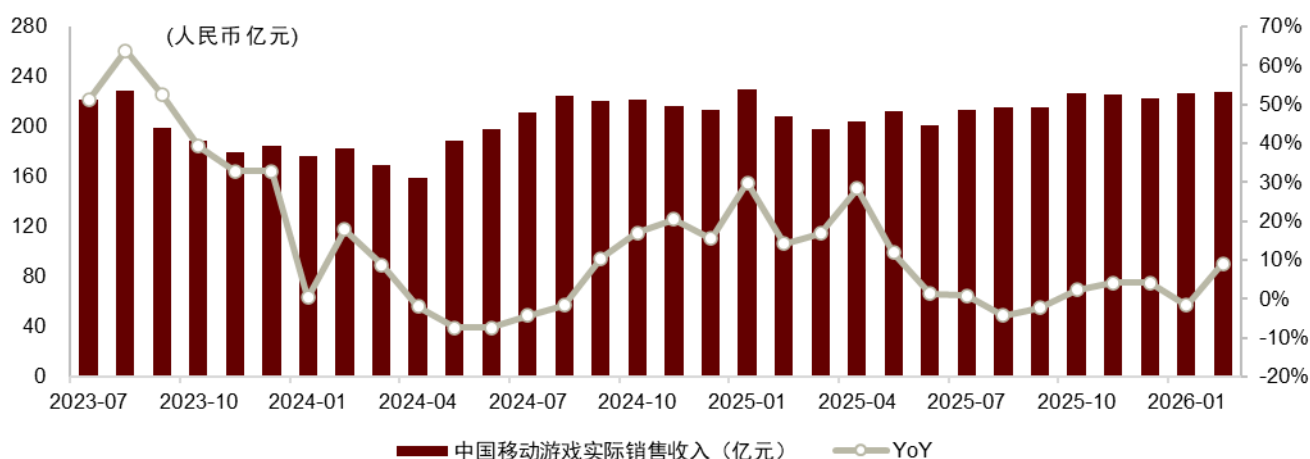
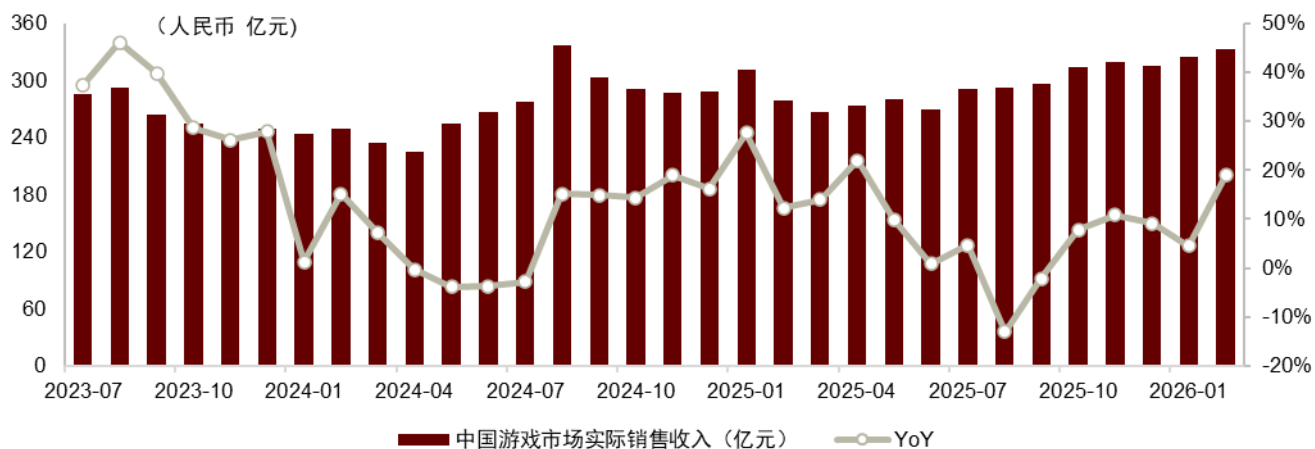
资料来源：国家新闻出版署，中金公司研究部

春节市场增长提速，双端互通产品驱动下客户端游戏市场延续较快增长。根据游戏工委及伽马数据，中国游戏市场规模 4Q25 环比增长 8%，同比增长 9%，其中移动游戏 4Q25 市场规模环比增长 5%至 674 亿元，同比上升 4%。进入 2026 年，1 月中国国内游戏市场实际销售收入为 325 亿元，环比增长 3%，同比增长 4%，受益于《三角洲行动》等多端新品拉动；2 月，市场进入春节旺季，收入环比增长 2%，同比增长 19%至 332 亿元，同比高增主要受春节错位因素放大。1-2 月合计，国内游戏市场收入约 657 亿元，同比增长约 11%，剔除春节错位影响后行业景气度总体平稳向上。**移动端：**2 月移动游戏收入升至 227 亿元，环比微增 0.5%，同比增长 9%，增长动能主要来自长线产品的春节档期运营活动；**PC 端：**2 月客户端游戏收入升至 89 亿元，环比增长 8%，同比大幅增长 57%。核心驱动力来自双端互通产品，其中《三角洲行动》单款产品 2 月市场增量贡献超 7 亿元，游戏在中上旬上线角色、皮肤特别活动，有效拉动用户付费意愿，PC/主机端重点作品还包括 2026 年 1 月正式上线的《逆战：未来》。后续需持续跟踪版号发放节奏及重点新游（如《王者荣耀：世界》）上线后的流水表现。

腾讯：4Q25 国际游戏收入同比增长 32%，核心增长驱动来自 Supercell 的游戏、《PUBGMobile》和《鸣潮》；Supercell 子公司的《ClashRoyale》4Q25 日活和流水同比增长超 3 倍，均创下历史新高；《三角洲行动》4Q25 持续位列行业游戏排行榜前三，2026 年 2 月，游戏峰值日活跃用户数（DAU）突破 5000 万，《无畏契约》端游 4Q25 流水同比增长超 30%，平均日活跃用户数（DAU）创下历史新高，增长动力主要为皮肤、限时玩法模式与电竞赛事。

网易：长青游戏表现强劲，《梦幻西游》4Q25 达到历史收入峰值。《燕云十六声》在 12 月创下了其在中国区的最高月收入 and 日活跃用户记录。PVP 射击游戏《漫威争锋》继续建立强劲的 global 势头，赢得 2025 年 PlayStation 合作伙伴大奖的最高奖项，并入选 Steam2025 年度最佳铂金级榜单。

图表 14：中国游戏市场总体月度规模及增速



资料来源：游戏工委，伽马数据，中金公司研究部

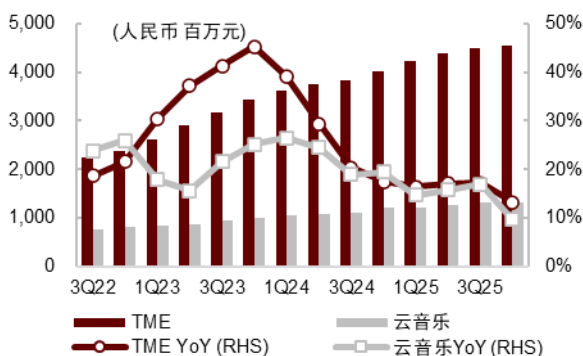
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

在线音乐：头部竞争加剧与 AI 重塑

腾讯音乐 4Q25 业绩分化，订阅增长放缓。腾讯音乐 4Q25 订阅业务量增价平、增长中枢下移，公司为应对汽水音乐等竞争，大力推广低 ARPU 值的广告会员，使得净增用户超预期但主要由这类轻度用户贡献，整体 ARPPU 持平于 11.9 元。非订阅收入则同比大增 41%，增长来自广告、演唱会及粉丝经济。我们预计 1Q26 在线音乐收入或同增 12%，其中结构分化，订阅收入同增 6%，非订阅收入同增 26%。根据公司业绩会，腾讯音乐宣布自 2026 年一季度起将不再按季度披露 MAU 等传统指标，转而聚焦付费用户规模与价值运营，公司以 IP 为核心落地艺人巡演、专辑、演唱会及周边等多元业务。且 AI 赋能贯穿创作、分发、转化全链路，公司与腾讯生态深化合作。公司业绩会提到，AI 歌曲大部分以翻唱为主，可能改变传播方式，但对版权分成模式改变可能较少。

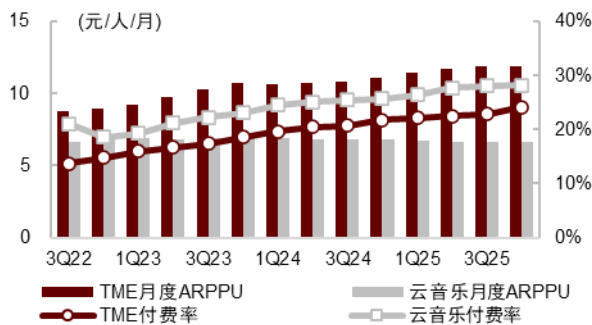
云音乐方面，2025 年在线音乐收入 60 亿元，同增 12%，其中订阅收入同增 13%，非订阅收入同增 5%，公司公告中表示订阅收入的增长主要系付费用户数增长，部分被会员结构变化下 ARPPU 摊薄略抵消，但会员留存率和活跃度有提升。公司业绩会表示，2026 年战略重点是扩大付费用户规模，ARPPU 亦有望因收窄折扣增长。

图表 15：腾讯音乐与云音乐订阅会员业务收入及增速



注：云音乐在线音乐收入按半年度披露，图中季度值为我们预期
资料来源：公司公告，中金公司研究部

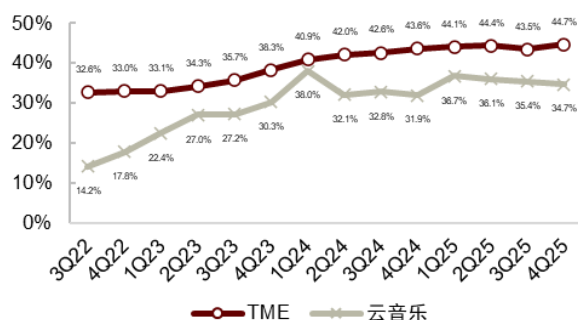
图表 16：腾讯音乐与云音乐订阅付费率及 ARPPU



注：云音乐在线音乐收入按半年度披露，图中季度值为我们预期
资料来源：公司公告，中金公司研究部

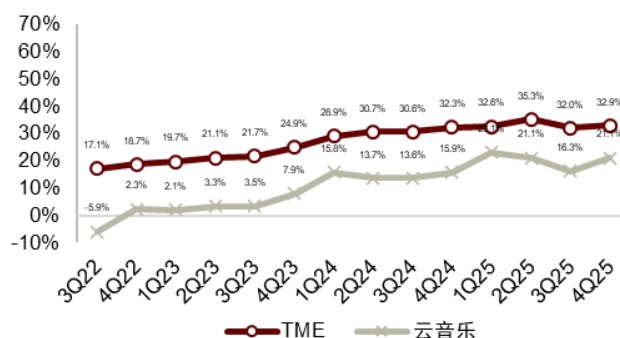
加大生态投入或影响毛利率。4Q25 腾讯音乐毛利率同比上涨 1.1ppt 至 44.7%，主要系音乐订阅及广告收入的强劲增长，以及社交娱乐服务收入分成比例的下降。随着公司持续投入线下演出、艺人相关周边销售等新业务，音乐订阅与新业务的收入结构可能导致毛利率同比略降。网易云音乐 2025 年毛利率 35.7%，同比提升 2ppt，主要系经营费用相对节制。

图表 17：腾讯音乐与云音乐毛利率趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

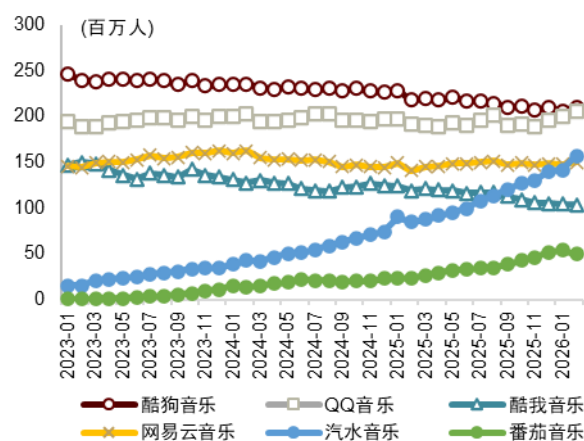
图表 18：腾讯音乐与云音乐经营利润率趋势



注：1) 云音乐经营利润按半年度披露，图中季度值为我们测算；
2) 腾讯音乐 1Q25OPM 剔除了获环球音乐集团股权的一次性影响
资料来源：公司公告，中金公司研究部

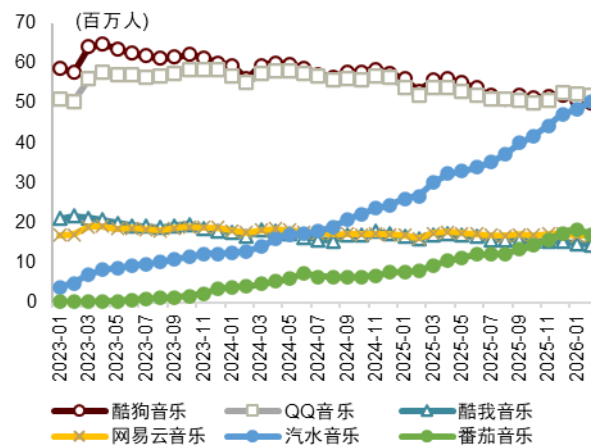
汽水、番茄音乐的用户规模稳步攀升。截至 2026 年 2 月，汽水音乐 MAU 达 1.57 亿，并仍延续增长趋势。此外，DAU 2026 年 2 月达 5035 万；排名表现方面，25 年 9 月以来，汽水音乐于 iOS 免费榜上排名已稳定在前 7 名，在音乐类榜单单长居第 1。番茄音乐截至 2026 年 2 月，MAU 达 4944 万，用户规模持续扩张，在 iOS 免费音乐榜的排名基本稳定在前 6 名。

图表 19：重点音乐平台 MAU



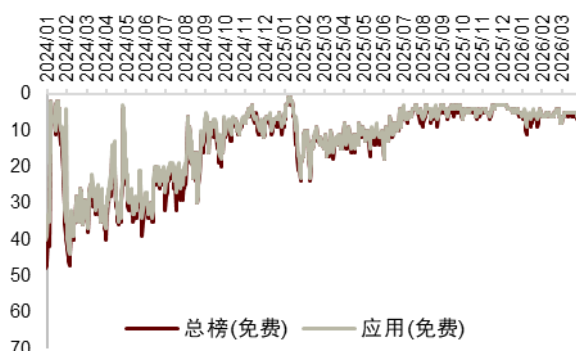
资料来源：QuestMobile，中金公司研究部

图表 20：重点音乐平台 DAU



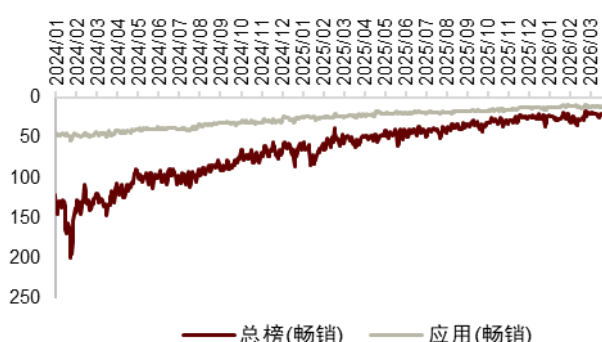
资料来源：QuestMobile，中金公司研究部

图表 21：汽水音乐 iOS 免费榜排名趋势



资料来源：七麦数据，中金公司研究部

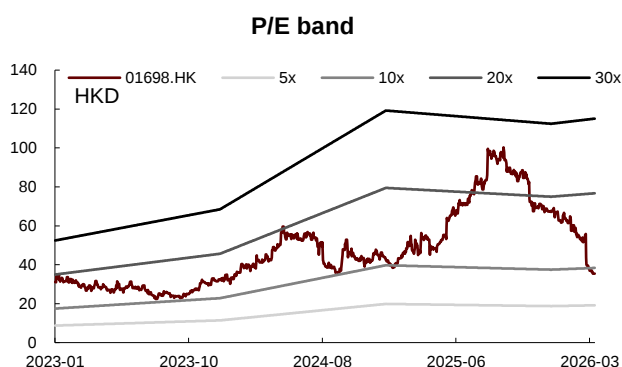
图表 22：汽水音乐 iOS 畅销榜排名趋势



资料来源：七麦数据，中金公司研究部

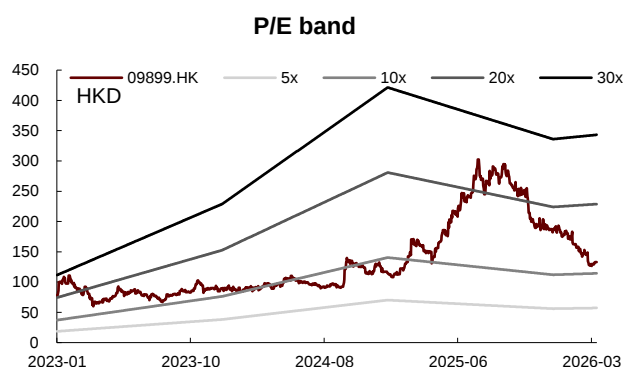
估值承压，字节系音乐产品重塑在线音乐行业的竞争预期。目前市场核心担忧集中在三个方面：订阅业务量增价平的趋势能否扭转、广告会员向付费会员的转化率存疑、以及汽水音乐借力 AIGC 音乐对核心版权价值的长期冲击。我们此前发布[报告](#)，字节系番茄音乐与汽水音乐形成战略互补，其底层逻辑是“推荐+数据思维”对音乐行业的改造尝试：一方面，从用户侧挖掘被“头部内容”逻辑长期忽视的潜意识被动消费需求，打开更大的增量空间；另一方面，随着平台规模与影响力持续扩大，商业化能力逐步增强，自身将成为头部内容无法忽视的发行渠道，反向吸引优质版权内容入驻。展望未来，建议持续关注汽水音乐的商业化进展，以及行业竞争加剧所引发的腾讯音乐、网易云音乐等头部平台策略调整的可能性。

图表 23：腾讯音乐历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 24：网易云音乐历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

生产力工具：美图、可灵商业化持续进展

快手可灵：产品技术能力依然有竞争力

4Q25 可灵 AI 实现收入 3.4 亿元，25 年 12 月单月收入突破 2,000 万美元，对应年化收入（ARR）达 2.4 亿美元；截至 26 年 1 月，ARR 已超过 3 亿美元。快手表示，可灵 AI 已广泛应用于营销、电商、影视、短剧、动画、游戏等专业创意创作场景，全球用户超 6,000 万，累计生成视频超 6 亿个，合作企业超 3 万家。

可灵 o1 发布。4Q25 可灵 AI 加速推进模型能力升级迭代，发布全球首个统一多模态视频模型“可灵 o1”。该模型基于多模态视觉语言理念，突破传统单一视频生成模型的边界，融合文本、视频、图片及主体等多模态输入，实现生成与编辑任务在同一引擎内完成，用户无需切换模型或工具即可一站式完成从生成到编辑的全流程创作。同时，公司于 2025 年 12 月 3 日**推出可灵 2.6 模型**，具备音画同步生成能力，可在单次生成中输出包含自然语言、动作、音效及环境氛围音的完整视频，重构 AI 视频创作工作流并显著提升创作效率。此外，可灵 2.6 模型上线动作控制功能，用户通过上传本地视频或选择动作库动作，并结合人物参考图，即可生成动作与表情均可精准控制的角色视频。**2026 年 2 月，公司推出可灵 AI3.0 系列模型**，基于“All in One”产品架构，具备精准镜头控制能力并保持较高的提示遵循度。基础模型与产品能力的持续创新，使其在营销、电商、影视、短剧、动画及游戏等专业创作场景中得到广泛应用，获得全球创作者及企业客户认可，并推动商业化变现加速。

如何看待行业竞争加剧对可灵影响？近期，随着更多竞争对手发布视频生产模型，赛道竞争比 25H1 更激烈，市场开始怀疑可灵长期竞争力。根据我们发布的[《Seedance2.0 对互联网有何影响？》](#)，我们认为市场难以一家独大，定位差异化是关键护城河，可灵已清晰定位 ToB 赛道，与字节跳动等偏 C 端或全栈布局形成错位竞争，反而可能受益于行业规模扩张。此外，我们认为模型技术本身中短期内很难成为持续竞争壁垒，甚至可能出现交叉领先，可灵仍有能力在某些维度（如特定风格、生成效率、ToB 服务稳定性）保持领先。此外，快手本身的视频业务场景（快影、剪映等）也能为可灵提供内部数据反馈和落地场景，这是纯模型公司不具备的优势。我们预计快手今年资本开支将达到 140 亿元，聚焦有望带来局部优势。聚焦另一面是坚持针对企业用户的发展路线，持续针对技术和产品有更高要求，更有付费意愿用户的需求进行产品迭代。视频数据储备方面，从当下 AI 发展第一性原因来看，优质且丰富数据源依然是快手布局视频生成赛道稀缺资源壁垒；可持续现金流方面，快手有成熟主业盈利，能持续支撑可灵的投入。

图表 25：可灵模型性能提升

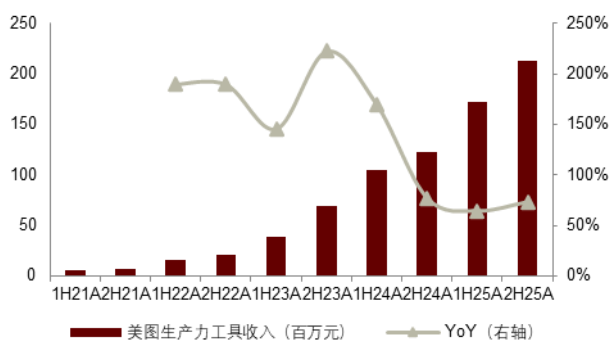
版本	发布时间	核心升级	视频能力	音频能力
可灵1.0	2024年6月	基础文生视频能力	基础文本生成视频	无音频
可灵1.5	2024年7月	支持1080p高清	支持图生视频	无音频
可灵1.6	2024年12月	文本响应度提升195%	运动合理性、画面美感显著提升	无音频
可灵2.0	2025年4月	语义响应、动态质量、画面美学全面升级	支持复杂时序动作、运镜控制	无音频
可灵2.5 Turbo	2025年9月	多风格一致性优化、价格降低30%	高速动态更流畅稳定	无音频
可灵2.6	2025年12月	音画同出革命性突破	支持文生音画、图生音画	支持人声、音效、环境音
可灵3.0	2026年2月	叙事精度、输出质量和电影级控制	电影级叙事与精准掌控	多语言与方言原生音频

资料来源：可灵官网，中金公司研究部

美图：AI Agent 驱动付费转化

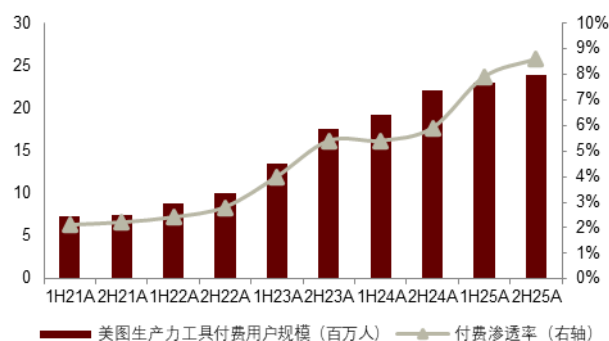
美图：4Q25 全球付费订阅用户数达 1691 万，同比增长 34%，订阅渗透率为 6%。其中生产力场景付费订阅用户数为 216 万，同比增长 67%，渗透率达 9%。产品落地层面，美图设计室已部署 AI Agent、试穿 Agent 等四大核心 AI Agent 能力，成为 Web 端及 APP 端付费增长的核心驱动力。运营数据显示，Web 端电商 Agent 用户满意度良好，平均每生成 2 张图即有 1 张可上架电商平台；开拍 Agent 持续融入产品端，用户渗透率已快速提升至 11%。AI 原生产品 RoboNeo 发布后登顶全球 26 个国家和地区应用商店榜单。生态布局上，公司发布全新 MeituCLI，首批 AISkill 接入 OpenClaw 生态，覆盖全球影像制作个人及企业场景，助力构建全球化 AI 影像生态。

图表 26：生产力收入 and 增长情况（我们测算）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 27：生产力工具付费用户和付费渗透率

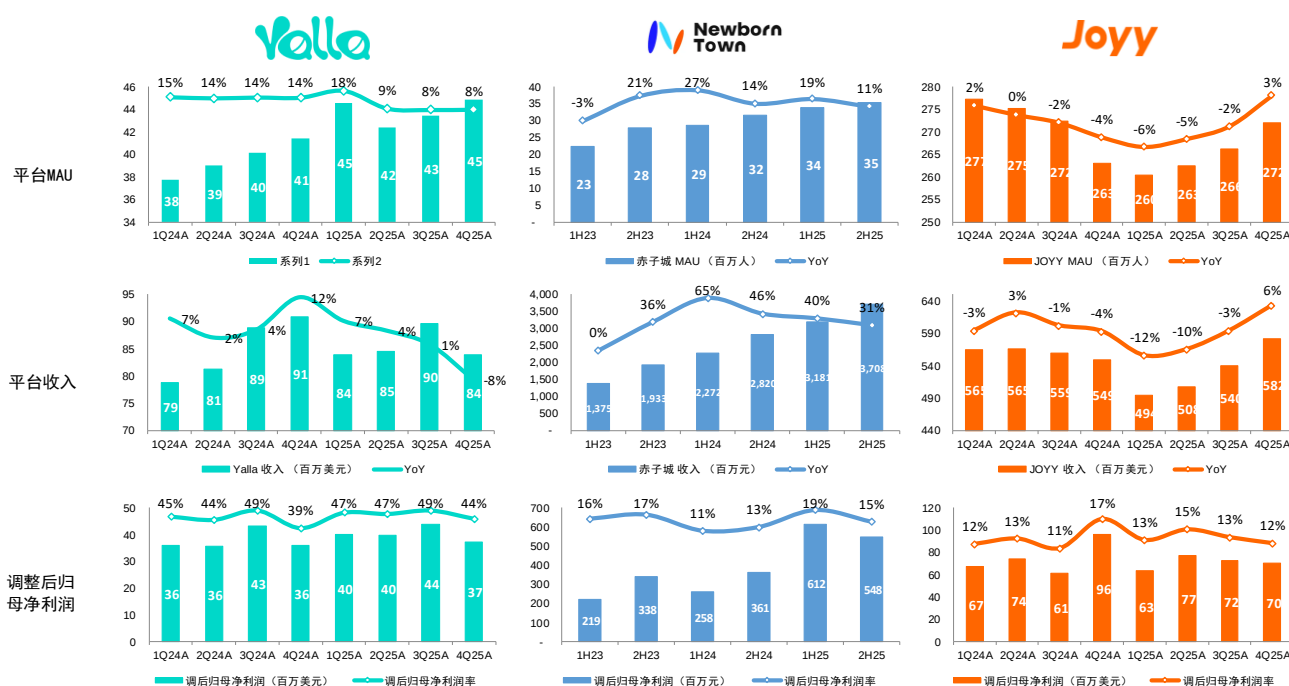


资料来源：公司公告，中金公司研究部

泛娱乐出海：海外地缘政治压制估值，基本面具备韧性

从赤子城、欢聚、Yalla、挚文集团的 4Q25 及全年表现来看，四家公司共同受益于海外泛娱乐市场的需求增量和消费韧性，其中赤子城的老产品 MICO、Yalla 的常青产品 Ludo、欢聚的 BIGO 企稳趋势进一步确认。同时，每家公司均具备明确的第二增长曲线：赤子城的精品游戏进入长线回收、短剧和 AI 产品逐渐起量，欢聚的 BIGO Ads 广告业务高增且指引清晰，我们认为 Yalla 的新游储备（三消及 SLG）有望贡献后续增量，挚文集团的海外业务本身即构成第二引擎。差异主要体现在增长节奏上：赤子城与欢聚处于加速扩张期，Yalla 盈利稳健但需新品催化，挚文集团则呈现海外高增与费用优化的组合。

图表 28：重点出海社交公司经营数据概览



资料来源：公司公告，中金公司研究部

赤子城：核心社交引擎 SUGO 与 TopTop 维持高增速（25 年分别约 80%/70% 同比增速），合计贡献社交收入过半；精品游戏已进入长线回收，ARPU 显著提升。展望 26 年，公司新矩阵短剧和 AI 有所投入，但核心产品有望维持较快增速，我们看好公司将中东市场的成功模式（语言文化相似、区域联动）在拉美等市场复制，以及东南亚、欧洲、日本等市场深入本地化运营的机遇。

欢聚：直播业务连续三个季度环比修复，4Q25 总收入重回同比正增长；广告业务（BIGO Ads）为当前核心增量，4Q25 广告收入 1.45 亿美元，同增 62%/环增 29%。BIGO Audience Network（含第三方广告收入）收入同增 82.5%，连续三个季度环比加速。公司在业绩会表示，当前指引隐含 BIGO Ads 中双位数同比增速，中长期角度目标 2028 年第三方广告收入超 10 亿美元。其他业务方面，公司表示 Shoptline 将在 2028 年实现盈亏平衡。

Yalla：4Q25 总收入因支付平台促销减少而微降，但 MAU 稳增、游戏收入全年

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

增长超 9%，净利率约 44%。公司表示：首款三消游戏《TurboMatch》已上线并获得积极反馈，沙漠主题 SLG 游戏预计于 2Q26 正式推广，我们预计产品有望为公司 2H26 业绩带来增量贡献。

挚文集团：4Q25 海外市场净营收同增 70.3%至 6.08 亿元，占总营收比例提升至 23.6%。全年海外营收同增 70.8%至 20.0 亿元，显示出公司在海外市场的扩张策略成效显著。公司 4Q25 管理费用同降 29%，我们认为主要系公司整体行政开支的有效控制；研发费用同降 2.8%，我们判断是公司在研发资源配置上进行了优化。销售费用同增 10%，我们认为主要用于海外市场的获客投放。考虑到海外业务的高增长，当前的投入产出比较为健康。

中东地缘政治压制估值，但线上社交/游戏业务基本面无实质影响。26 年 2 月底以来，中东局势升级引发市场避险情绪升温，外资流出新兴市场，恒生科技指数估值承压，相关公司股价受到拖累。但从业务基本面看，社交、游戏等线上数字化服务不依赖实体供应链，对线上娱乐和社交需求形成一定支撑。赤子城等公司管理层表示，核心市场沙特、阿联酋等地社会秩序正常，用户充值、日活等经营数据未出现明显波动。我们认为，当前估值已较多反映了地缘风险，而线上业务的基本面韧性尚未被充分定价，若局势边际缓和，相关公司有望迎来估值修复。

图表 29：重点出海社交公司产品 MAU 和流水季度环比变化情况

社交出海App季度变动表现															
	欢聚时代			赤子城					耀乐科技			挚文集团			
——															
1Q23	11%	-4%	1%	18%	4%	25%	13%	-3%	16%		-24%	-12%			
2Q23	-1%	5%	1%	4%	2%	15%	8%	-2%	-10%	1641%	-6%	-7%			
3Q23	-4%	-11%	-6%	1%	1%	8%	31%	5%	-19%	146%	-11%	-18%	1697%	209%	
4Q23	3%	-1%	5%	-8%	2%	35%	42%	-43%	3%	-5%	59%	11%	-6%	60%	8%
1Q24	-4%	-6%	7%	0%	8%	19%	-16%	1023%	-4%	-33%	36%	5%	1%	43%	72%
2Q24	9%	-2%	-5%	-3%	0%	15%	27%	481%	2%	-36%	19%	-5%	2%	7%	9%
3Q24	-9%	-5%	-5%	-4%	6%	16%	103%	115%	-8%	-13%	13%	-1%	-23%	9%	38%
4Q24	-15%	-8%	2%	-13%	24%	-7%	9%	26%	-5%	-14%	17%	10%	-10%	4%	19%
1Q25	2%	-4%	-1%	1%	-3%	17%	18%	-4%	-12%	0%	17%	4%	-6%	2%	39%
2Q25	3%	-7%	2%	6%	-9%	10%	14%	56%	27%	-11%	-7%	-6%	-3%	42%	27%
3Q25	-4%	-4%	6%	18%	6%	21%	25%	4%	-13%	-3%	12%	-8%	-20%	6%	45%
4Q25	-5%	-4%	7%	-5%	30%	18%	-3%	77%	18%	-5%	9%	1%	-5%	9%	-5%
——															
1Q23	0%	-3%	-3%	-6%	3%	56%	56%	16%	11%		34%	-11%			
2Q23	-12%	-25%	-2%	-17%	3%	36%	71%	3%	-4%		-3%	-13%			
3Q23	1%	-26%	-9%	-19%	0%	19%	13%	-9%	-21%		7%	-7%			1240%
4Q23	9%	-24%	8%	0%	-7%	47%	20%	-20%	-19%		19%	5%	1482%	27%	
1Q24	-2%	-7%	-17%	-8%	-2%	30%	-17%	2468%	12%	-16%		10%	-2%	101%	32%
2Q24	-7%	14%	-4%	6%	0%	28%	43%	1506%	-14%	3%		-5%	-18%	173%	-20%
3Q24	3%	-30%	-9%	0%	6%	26%	-4%	221%	-9%	-9%		11%	2%	19%	37%
4Q24	-78%	12%	2%	-87%	9%	16%	18%	192%	-12%	-9%		-10%	-4%	67%	61%
1Q25	304%	-15%	-2%	420%	-5%	13%	-6%	-15%	8%	-12%		0%	4%	28%	54%
2Q25	-1%	5%	-6%	-13%	0%	7%	-3%	471%	13%	20%		9%	-6%	12%	37%
3Q25	-8%	-19%	1%	-2%	-4%	13%	4%	-14%	-17%	-3%		0%	-25%	35%	41%
4Q25	2%	-23%	10%	12%	9%	16%	131%	32%	-15%	8%		-2%	-12%	10%	-21%

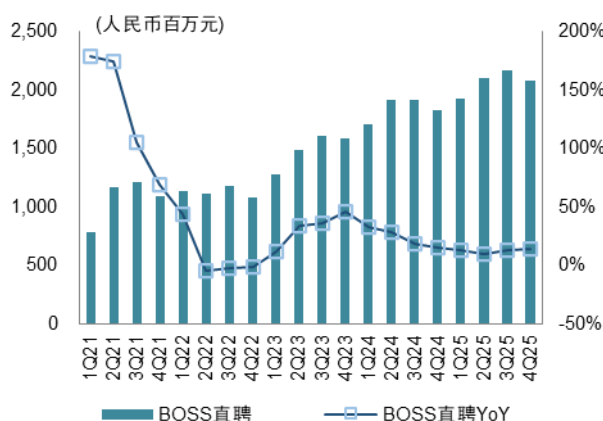
资料来源：公司公告，中金公司研究部

在线招聘：招聘需求持续恢复

4Q25 招聘端活跃度持续提升。以 BOSS 直聘为例，4Q25 平台 MAU 同增 10% 至 5,800 万，12 个月内付费企业账户数同增 11.6% 至 683 万，25 年新增认证用户约 4,600 万，新定 2026 年用户增长目标超 4,000 万。4Q25 收入同增 14.0% 至 20.8 亿元，现金收入同增 15.0% 至 21.1 亿元。往后看，我们预计新增用户和企业有望带动收入双位数同比增长。

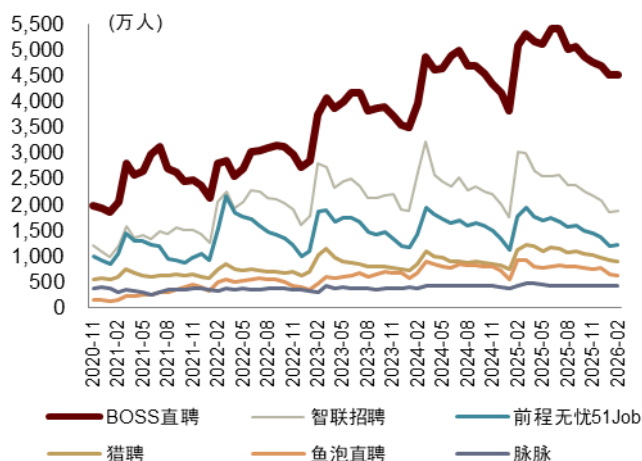
AI 融合招聘趋势进一步提升。以 BOSS 直聘为例，在 ToC 端，AI 辅助面试功能实验已全面上线，提升面试间使用率并沉淀高价值数据。在 ToB 端，AI Agent 深度应用于制造业用工及大规模招聘场景，驱动闭环服务收入在 2025 年达数亿元规模，预计 2026 年有望实现翻倍甚至数倍增长。在 ToM（Management）端，自研“南北阁”4.1-3B 模型性能越级超越主流大模型，位列 HuggingFace 全球文本模型趋势榜榜首，反映出通过小模型推动产业化落地的技术储备优势。

图表 30：BOSS 直聘收入及同比增速



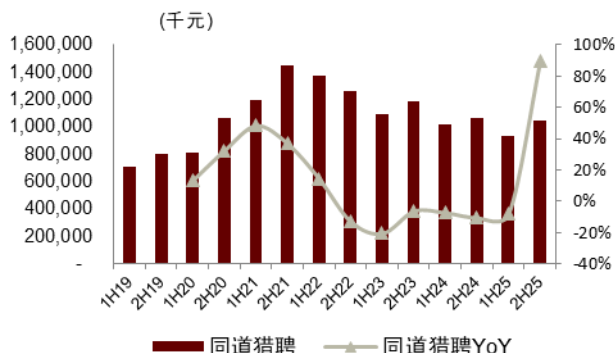
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：各招聘平台 MAU



资料来源：QuestMobile，中金公司研究部

图表 32：同道猎聘收入及同比增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33：企业招工前瞻指数

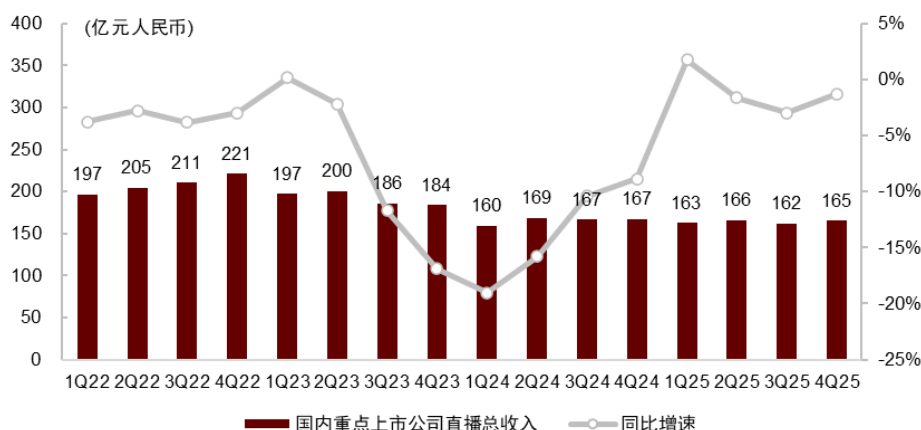


资料来源：Wind，中金公司研究部

直播：头部平台对 1Q26 的指引趋于谨慎，新业务开拓增量

4Q25 头部直播平台表现平稳。快手深耕优质内容供给，拓展直播场景。4Q25 快手直播业务收入为 97 亿元，产品侧基于可灵 AI 视频生成能力推出 AI 万象礼物，截至第四季度末，AI 万象礼物生成次数已突破 100 万次。**虎牙 4Q25 直播收入 11.5 亿元人民币，同比增长 2%，**主要受益于直播付费用户人均消费提升。公司联合 32 位头部主播举办《梦幻西游手游》巫山杯赛事，为用户提供近 100 场授权赛事，以及约 40 场自制赛事及综艺内容。12 月公司首次承办“陌上杯”赛事，该赛事为联赛运营体系中的核心职业赛事之一，标志着公司从综合性直播合作平台向全流程赛事主办方的升级。在此前夏季赛事成功基础上，公司还承办了《三角洲行动》钻石冠军秋季赛。该赛事在规模和观看量方面均创下该游戏电竞体系内的新高。**斗鱼持续强化电竞赛事矩阵，提升重点品类运营效率。**Q4 斗鱼通过头部赛事覆盖，稳定核心观赛盘，同时强化“赛事内容+商业转化”协同，提升内容经营效率，共计转播版权赛事 63 项，自制或合办赛事及 PGC 节目 21 项。然而进入 1Q26，我们预计虎牙直播业务收入持平至低个位数下滑，收入端仍有小幅压力，主要反映行业结构性的景气度偏弱。

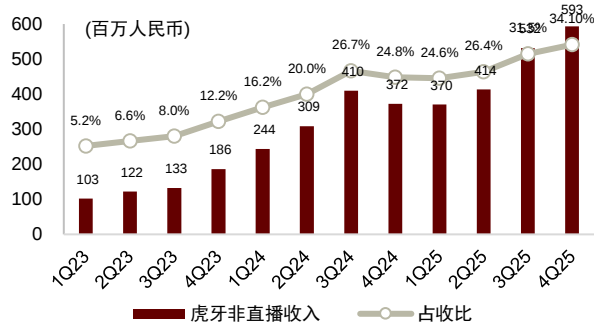
图表 34：国内重点上市公司直播业务总收入及同比增速



注：统计公司包括快手、斗鱼、虎牙、腾讯音乐、云音乐、挚文集团、哔哩哔哩
资料来源：公司公告，中金公司研究部

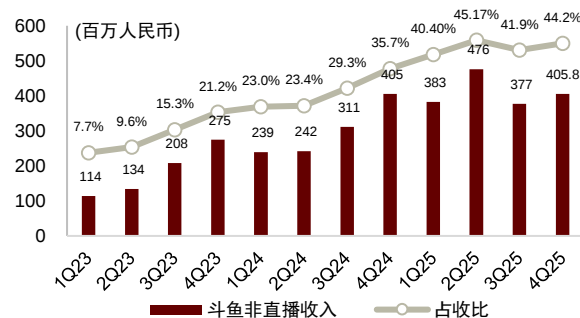
非直播业务延续增长势头。虎牙 4Q25 游戏相关收入同增 59%至 6 亿元，其中道具销售收入同增超 200%，公司获得腾讯《王者荣耀》英雄 FMVP 皮肤独家超前预售权，上线首小时流水近千万元。此外，公司以《鹅鸭杀》打开游戏发行新增长曲线。根据公司公告，《鹅鸭杀》26 年 1 月上线后 24 小时内新增用户超 500 万，6 天突破 1000 万，公司预计《鹅鸭杀》26 年有望带来数亿元收入。鉴于道具销售的快速增长、新厂商广告合作贡献，以及游戏发行的增量，我们预计 1Q26 游戏相关收入同增高双位数，26 年延续高增态势。斗鱼 25 年创新业务、广告及其他收入同比增长 37%，直播业务持续承压下，2025 年毛利率达 12.8%，较 2024 年的 7.6%显著改善。

图表 35：虎牙非直播收入及占收比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 36：斗鱼非直播收入及占收比

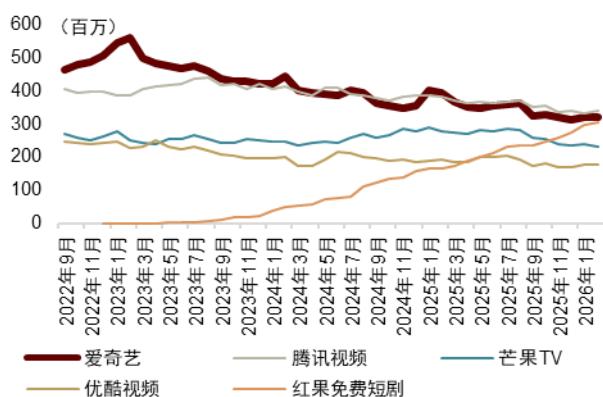


资料来源：公司公告，中金公司研究部

长视频：仍有压力

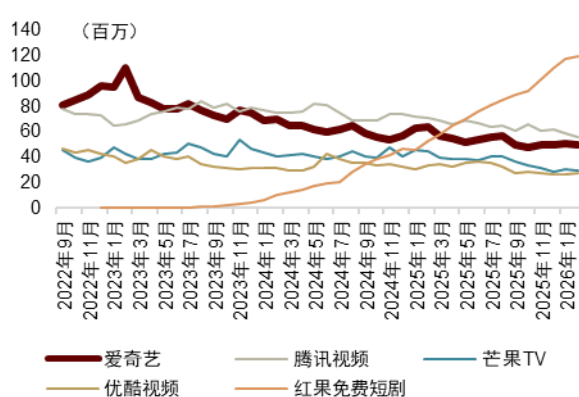
整体市场压力仍在持续。根据云合数据，尽管 2025 年《藏海传》《大奉打更人》《许我耀眼》正片有效播放破 20 亿，但全年上新长剧霸屏榜 TOP20 正片有效播放 296 亿，同比缩减 20%。我们认为，来自短剧平台的冲击并未减弱，红果短剧的 DAU 自 5 月起高于所有长视频平台，并持续保持高增状态。面对挑战，部分长视频平台在巩固核心业务的同时亦在寻找新增长路径，如爱奇艺 [2026 年公司公告](#)中提到计划通过打造精品内容巩固国内核心业务，做强会员与广告业务，加速海外业务和体验业务的突破，并依托 AI 技术打造由 AIGC 赋能的繁荣内容生态。

图表 37：长视频行业 MAU



资料来源：QuestMobile，中金公司研究部

图表 38：长视频行业 DAU



资料来源：QuestMobile，中金公司研究部

投资建议：如何客观看待 AI 投入？

近期，随着主要互联网公司纷纷加大 AI 投入，伴随着市场情绪走低，投资者对投入呈现出一种纠结状态：如果公司投入谨慎则担忧公司在 AI 竞争中落后，甚至被淘汰。而如果公司开始加大投入，则担心投资 ROI 不确定性，以及过度投资对利润侵袭。这种担忧的结果则是市场整体对于对 AI 投入导致亏损给予了惩罚式的“负估值”。我们认为市场这种谨慎态度不无道理，但却存在过于悲观的可能性，我们应该更客观看待 AI 投入，从而寻找中长期投资机会。

我们认为面对新业务投入，**有两种情形直接根据亏损给负估值明显不合理**：其一是，对于目前投入已经有确定的、甚至有市场竞争力的产品和商业模式跑出来的投资，我们即使不给正估值（因为处于早期很难准确预测），也不应该因为投入短期亏损加大，而加大整体的 AI 新产品的负估值，典型案例则是快手可灵；第二种情形则是明显不合理，不可持续，随时可能终止的投资，典型的如当下阶段 Meta 对于 VR 业务投资，这类在 AI 投资方向暂无清晰案例。

还有一类情形是比较复杂，即公司加大对于新业务投资，但尚未产生清晰新业务，而其投资力度也看似合理。典型案例如腾讯，其指引 26 年 AI 新产品投入不低于 360 亿元。这类投资简单将 AI 投入算成 0 估值，用分布估值方式计算似乎在理论上尚难以成立，而是需要更前瞻对于 ROI 进行评估。一种情形是面对新趋势变化，公司为了防御传统主业需要进行投资，这类可能本身就是新时代下增量成本或费用，计算负估值存在合理性。另一种情形则是处于新业务投资早期，此时我们可能需要脱离 **output（当下成果）**，而是从 **input（公司文化、基因、资源禀赋、管理等）** 角度；脱离短期单次随机性事件（例如某个特定模型表现），而是从长期持续布局角度（主业韧性等角度）来进行预判性分析。

我们以腾讯为例来探讨，正如我们在《[腾讯 AI 视角：不败而后胜](#)》中分析一样，从 output 角度来看，腾讯布局 AI 看起来有些慢，部分投资者担忧腾讯成为 AI 时代的落后者。另一方面，近期腾讯似乎在显著加速 AI 布局，部分投资者又担忧腾讯过度投资。然而，input 角度来看，我们认为腾讯前期 AI 布局偏慢主要由两大特性所致：一是 AI 需要千亿元资本开支、集中式组织调整，高度依赖自上而下的快速决策，这并非腾讯的传统强项；二是微信始终坚守“先明确用户价值，再落地产品”的原则，看不清价值时绝不贸然出手，而非没有布局能力。随着对 AI 认知不断加深，腾讯开始更加积极对于 AI 布局，而腾讯主业的韧性为 AI 战略提供了长期持续投入的强大支撑，公司自下而上的组织架构和赛马机制，本身是对 AI 试错创新有相当高的包容度的。而只要腾讯始终给予“弱者思维”——基于自身认知程度决定投资幅度，以及国内科技行业不陷入类似美股科技巨头的“军备竞赛”式投资，我们也认为腾讯过度投资概率不高。

从短期事件表现来看，比如单个模型的进步幅度，表现是否让市场满意等，其本身就有随机性，很难准确预测。但如果从长期趋势角度来看，确定性将显著提升：腾讯拥有强韧性主业一方面可以保证自身立于不败之地，其次则可以提供持续布局丰富粮草。以基础模型为例，当下布局基模核心要素包括人才、算力、数据等，但即使将这些要素集齐，单次攻关成功概率也不是 100%。对于腾讯，如果我们假设单次布局成功概率是 50%（创新过程中本来就伴随着失败可能性），

其连续五次布局全部失败的概率仅不到 3%。反过来说，其长期布局成功概率是 97%（只要成功一次即可）。

未来具有很强的不可预测性，而优秀公司之所以能够持续为投资者带来惊喜本质上就在于其面向未来的投资的 ROI 显著高于其他公司。对于这类复杂的估值问题，可能回归公司常识性研究方法能够给我们带来更多信心。对于真正优秀的公司，至少可以说当下市场完全计入负估值的方式大概率是一种过于悲观模式。

此外，在板块估值整体调整过程中，我们认为有部分竞争格局良好，业绩增长良性健康的公司，比如 **BOSS 直聘**、**欢聚**，当前估值已充分反映悲观预期，基本面与估值背离，具备安全边际下的布局机会。

综合来看，我们核心推荐**腾讯控股**，广告、游戏业务维持良好状态，金融支付业务也恢复增长，AI 长期看依然具有独特卡位，估值处于合理位置，股东回报能力仍然强劲。建议关注**网易**，端游增长态势好，全球化进展顺利，手游长青游戏表现优。建议关注**快手**，其 2025 年利润确定性仍高，各项主业保持稳健发展，后续 AI 对主业提效有望持续落地，目前估值处于低位。对于 AI，可灵模型保持全球前列，未来成长空间依然显著。建议关注**赤子城科技**，其聚焦社交出海，短期 SUGO，TopTop 等旗舰产品营收依然高增长，长期其凭借体系化创新，本土化运营模式模型有望持续推出有潜力新应用，相对于业务高增速，估值目前依然偏低。最后，我们建议关注一系列估值明显低估，且基本面有边际变化公司，建议关注 **BOSS 直聘**、**欢聚时代**、**虎牙**等。

腾讯控股：基本面韧性积极投入 AI

游戏高速增长。4Q25 游戏收入同增 21%，其中海外游戏收入同增 32%至 208 亿元，大幅好于我们预期，主要系 Supercell 旗下游戏以及《PUBG-M》、《鸣潮》的贡献，我们预计 1Q 海外游戏同增 15%，回归常态化增长；4Q 国内游戏收入同增 15%，得益于《三角洲行动》（4Q 峰值 DAU 突破 5,000 万，26 年 2 月总收入再创新高）以及《无畏契约》（PC 端 4Q 总收入同增超 30%）的贡献，考虑到春节窗口错配，我们预计 1Q26 国内游戏收入同增 13%。公司表示，生成式 AI 正加速游戏开发效率，同时，多模态 AI 能力已应用于 PvP 游戏（虚拟队友）与 PvE 游戏（智能 NPC）。

1Q 广告有望加速；云计算亦有加速。4Q25 广告收入同增 17%，广告技术持续升级（AIM+赋能精准投放、拓展闭环营销），视频号时长、搜一搜单价均有所增强，公司预计 1Q26 深化与电商平台合作及增加激励广告库存，我们预计 1Q26 广告收入或加速至 18%。我们测算 4Q25 金融业务同增 5%，企业服务收入同增加速至 22%，系 AI 带来的需求增量，以及微信电商技术服务费的快速增长，此外，云业务在 25 年调后经营利润达 50 亿元。我们预测企业服务收入 1Q 同增 28%，金融与企业服务收入同增 11%。

AI 新产品投资预计翻倍增长。根据公司公告，4Q 新 AI 产品（混元、元宝等）投入达 70 亿元（全年 180 亿元），主要用于顶尖 AI 人才引进、模型训练和推理以及元宝等 AI 应用的营销推广，公司计划 26 年相关投资规模扩至两倍以上。根据

公司公告，混元 3.0 正在内测，并将于 26 年 4 月起逐步对外发布。考虑到 AI 投入，我们预计 1Q 经调整营业利润、经调整净利润分别同增 9%/11%。我们认为公司在生态连接、多终端协同及场景数据方面的核心优势，叠加主业的持续精进的造血能力，是 AI 长期主义的基础。

盈利预测与估值：我们基本维持 26、27 年收入预测，考虑到 AI 投入有所加大，以及汇率差异，下调 26/27 年 Non-IFRS 净利润 6% 和 7% 至 2,774/3,025 亿元。维持“跑赢行业”评级，下调目标价 5% 至 666 港元，对应 20x26eNon-IFRSP/E。公司目前交易在 14x/13x26e/27eNon-IFRS P/E。

网易：长青 IP 运营稳定，《燕云十六声》全球化进展顺利

季度递延收入高增长，关注后续释放；新游《遗忘之海》预计 3Q26 上线。4Q25 游戏及相关增值服务收入同增 3%，主要得益于《梦幻西游》等长青 IP 的稳定运营以及《燕云十六声》《漫威争锋》等贡献。递延收入 4Q25 环比净增加 10.4 亿元，好于市场预期，我们判断后续有望逐步释放至收入端。有道收入同增 17%，体现其 AI 驱动战略有效推进；云音乐收入稳步同增 5%。创新业务虽同比有所下滑，但环比显著回升。

2026 年核心关注：1)《燕云十六声》全球化，截至 4Q25 财报发布日，玩家总数超过 8,000 万人；2) 新游《遗忘之海》2 月开启国内二测，市场对游戏玩法、美术风格等给予较好评价，公司于业绩会表示有望在 3Q26 上线。3)《无限大》1 月进行封闭测试，反馈符合公司预期，产品计划全端上线。

投资损失影响净利润，毛利率稳健、费用端基本符合预期。我们判断 4Q25 利润端低于预期主要受权益类投资公允价值变动及汇兑损失影响（合计 21.9 亿元亏损）。毛利率持续优化至 64.2%，我们认为反映公司成本管控能力。三费绝对额符合预期，其中销售费率回升至 14%，我们判断游戏营销投入整体符合业务推广节奏。

分红政策保持丰厚，积极回馈股东。4Q25 分红 1.16 美元/ADS，分红率达 83%，全年分红比例维持 40% 左右，延续稳定股东回报政策。公司亦已延长股份回购计划（不超过 50 亿美元）至 2029 年 1 月，截至 25 年末已回购约 20 亿美元。

盈利预测与估值：考虑递延周期及产品节奏，下调 26 年 Non-GAAP 归母净利润 4% 至 409 亿元，维持 27 年 Non-GAAP 归母净利润预测。维持跑赢行业评级，因盈利预测调整，下调目标价分别 4%/3% 至 265 港元/171 美元（港美股均对应 19/17 倍 26/27 年 Non-GAAP P/E），公司目前交易在 12/11x2026e/2027eNon-GAAP P/E。

快手：AI 商业化加速，年度派息彰显回报决心

广告与电商业务稳健增长，AI 技术驱动增效。4Q25 广告收入同增 14.5%至 236 亿元，增速较 3Q25 (YoY+14.0%) 略有提升。我们认为主要得益于：1) 外循环：内容消费（短剧、小游戏等）、本地生活及 AI 应用行业广告主投放需求旺盛；2) 内循环：全站推广产品及 UAX 全自动投放解决方案渗透率持续提升（非电商广告主渗透率近 80%）。电商业务方面，GMV4Q25 同增 13%。泛货架 GMV 占比环比稳定，短视频电商 GMV 增速持续优于大盘。

AI 战略深化，可灵 26 年收入目标翻倍增长，大模型赋能主业增效。可灵商业化进程显著加速，4Q25 收入 3.4 亿元，月收入在 25 年 12 月超 2,000 万美元 (ARR2.4 亿美元)。公司于业绩会表示有信心在 26 年实现可灵超过 100%收入增速。AI 对主业赋能力度持续加强：1) 广告方面，端到端生成式推荐大模型 OneRec 与智能出价模型驱动国内广告收入增长约 5%，AIGC 广告素材消耗金额达 40 亿元。2) 电商方面，生成式检索架构 OneSearch 在商城场景驱动搜索订单量提升近 3%，OneRec 技术从泛货架延伸至直播、短视频场景，推动全域 GMV 增长。公司表示将加大 AI 算力基础设施投入（2026 年 Capex 规划 260 亿元，同增约 110 亿元），同时在内蒙古乌兰察布自建数据中心基础上推进新算力中心建设，为 AI 长期发展奠基。

股东回报力度加大，首次派发年度股息，彰显发展信心。继 25 年 8 月派发 20 亿港元特别股息后，公司宣布派发上市以来首次年度股息合计约 30 亿港元。全年股东回报率 3.5%（25 年股息累计 50 亿港元+全年回购总金额约 31.2 亿港元，按 2026/3/25 收盘价）。

盈利预测与估值：考虑 AI 相关投入，下调 26/27 年 Non-IFRS 净利润 21/19%至 174/204 亿元。维持跑赢行业评级，基于盈利预测调整下调目标价 18%至 72.8 港元（16/14 倍 26/27 年 Non-IFRSP/E）。公司目前交易在 10x/8x2026e/2027eNon-IFRS P/E。

赤子城：产品 and 市场复制，SUGO 验证全球化扩张能力

产品创新能力与中台能力的持续输出。公司推行“灌木丛”战略，前端持续孵化垂类新品，后端依托可复用的中台能力实现高效变现。SUGO 与 TopTop 均已迈入千万美元月流水梯队，且付费渗透率、产品利润率相较竞品仍有提升空间，我们预计 2026 年两款产品有望合计贡献公司总收入、经营利润的一半以上。此外，多款起量产品合计贡献约 10%社交收入，贡献弹性增量。**创新业务多点齐发：**公司预计目前有几款合成类新游处于测试阶段，年内有望上线推广；旗下短剧平台目前贡献数百万美元月流水规模。

SUGO 已验证的全球化扩张能力。SUGO 成长轨迹表明其社交模型具备跨区域复制潜力，2H25SUGO 中东北非以外收入占比达 45%，且正加速向欧洲、拉美等市场渗透（25 年德国、巴西流水同比均三位数增长）。我们认为公司积累的精细化买量能力和本地化运营经验，有望推动公司从区域型龙头向全球化平台演进。

拥抱 AI 的新机遇。25 年公司推出自研 AI 数据平台“思语”、AI 设计平台 KIVI 助力

虚拟礼物设计与投放素材生产，且此前推出的多模态算法 Boomix 持续升级，推动核心产品 ARPU、付费率提升。公司亦基于 AI 尝试新产品形态（零代码社区 Aippy25 年底推出以来下载量持续爬坡）。中长期看，我们认为 AIGC 在内容生成、虚拟社交角色等方向的应用，可能为公司产品形态带来更深层次的变革，成为构建下一代社交体验的基础能力。

盈利预测与估值：我们维持 26 和 27 年收入预测，考虑到经营杠杆，上调 26 年调整后归母净利润预测 2%至 12.8 亿元，维持 27 年调后归母净利润预测。维持跑赢行业评级，维持港股目标价 14.5 港元，对应 14 倍的 26 年 Non-IFRS 市盈率。公司目前交易在 8x/7x2026e/2027eNon-IFRS P/E。

风险提示

宏观恢复不及预期：若后续宏观恢复发展不及预期，部分商业化赛道例如广告、游戏、直播等与消费直接相关的赛道收入增长或不及预期。

部分赛道监管趋严：尽管过去一段时间市场对于互联网行业的监管担忧有所缓和，行业内相关监管因素的演绎也有所弱化。但部分行业仍持续受监管政策的影响，例如 2023 年直播行业的监管等。此外，海外对国内应用的监管或也会为相关公司经营发展带来一定隐忧。

外部环境变化：美股关税政策及宏观不确定性加剧，部分国内互联网平台存在海外业务及合作，或存在一定负面影响；且由于部分公司上市地在海外，未来亦有受到海外资本市场政策不确定性的可能。

AI 布局不及预期：新技术发展路径和时点存在较强不确定性，若市场预期过高，AI 发展可能不及预期。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560