

互联网周思考：AI 投资加大加剧 ROI 担忧



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

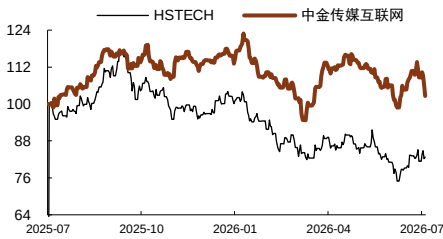
SAC 执证编号: S0080521010001
SFC CE Ref: BIL686
yanyan.xiao@cicc.com.cn



吴维佳, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080521010011
SFC CE Ref: BHR850
weijia.wu@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	12.3	10.9
美团-H	跑赢行业	125.00	N.M.	16.1
快手-H	跑赢行业	72.80	9.2	7.7
阿里巴巴-US	跑赢行业	178.00	17.9(a)	11.9(a)
网易-US	跑赢行业	171.00	12.3	10.9
百度-US	跑赢行业	205.00	12.2	10.7
携程集团-US	跑赢行业	55.00	12.0	10.9
拼多多-US	跑赢行业	118.04	8.2	5.4

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

中金一级行业：科技

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

- 谷歌-US | 云计算超预期，自由现金流转负 (2026.07.24)
- 传媒互联网 | 携程反垄断监管落地，行业整改进行时 (2026.07.25)

更多作者及其他信息请见文末披露页

行业动态

行业近况

本周（2026 年 07 月 20 日-07 月 24 日）美股 KWEB 下跌 1.9%，港股恒生科技指数上涨 0.1%，美股纳斯达克指数下跌 2.1%。

评论

本周谷歌 2Q26 业绩发布，云计算超预期，上调全年 Capex 指引。2Q 收入同增 24% 至 1,198 亿美元，超一致预期 2.4%，核心搜索广告同增 16.8%；云收入同增 82% 至 248 亿美元，超预期 10.5%，云经营利润率环比提升 2.7ppt 至 35.6%，TPU 外售从本季开始交付并确认收入，规模尚小，大规模交付将于 27 年实现；公司将 26 年 Capex 指引上调至 1,950-2,050 亿美元，并预计 27 年继续显著增长；本季自由现金流转负，加剧市场对于 ROIC 的担忧：本季度云计算 Backlog 达到 5,140 亿美元，环比提升 11%（1Q26 Backlog 环比翻倍）。然而，本季度重大购买承诺合同义务提升至 8,110 亿美元，环比 1Q26 的 3,324 亿美元增长了 144%。市场对当前整体 AI 投入的分歧加大，乐观者认为当前算力仍稀缺，出售算力利润率较高，新的应用场景将进一步打开成长空间；悲观者则担心投资过大，且需求不确定，随着算力增加，静态利润率可能不可持续。

AI 数据中心建设继续。OpenAI 计划投资约 200 亿美元建设一个新数据中心，并将算力支出预期上调至 7,500 亿美元；SpaceX 计划在得州建设至少一个数据中心以提升算力。我们持续关注巨额 Capex 的商业化回报节奏、资产利用率和融资情况。

本周携程反垄断落地，市场监管总局依法对携程垄断行为处罚合计 51.79 亿元。携程回应诚恳接受、坚决服从，并提出五个方面、十九项整改措施。我们认为 OTA 平台的业务整改，短期对业绩可能有一定影响，仍有待观察。同时我们建议密切关注地缘政治局势与国际油价波动，外部变量同样影响 OTA 业绩表现。

AI 开源生态获头部厂商集体支持。英伟达、Meta、微软等二十余家公司联署公开信呼吁避免过早限制开放模型。我们认为开放权重模型有望促进创新、强化算力及开发者生态价值。

估值与建议

我们维持相关覆盖个股盈利预测、估值和评级。

风险

宏观环境不确定性，核心业务放缓，监管政策变化。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

周度市场数据跟踪

大盘趋势跟踪

本周（2026 年 07 月 20 日-07 月 24 日）美股市场 Krane Shares CSI China Internet ETF（代码：KWEB）下跌 1.9%；港股市场恒生科技指数上涨 0.1%，期末交易于 22.3 倍 TTM 市盈率；美股市场纳斯达克指数下跌 2.1%，期末交易于 33.6 倍 TTM 市盈率。

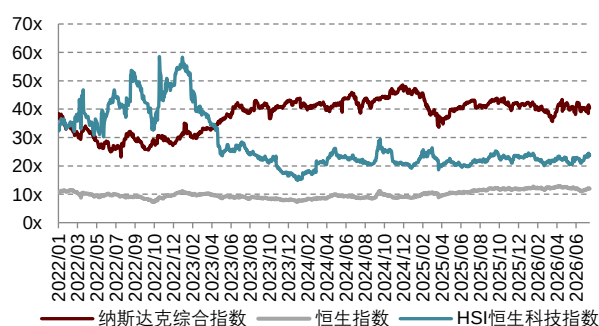
图表 1：近一周市场交易行情（2026 年 07 月 20 日-07 月 24 日）

板块代码	板块名称	成分股个数	周成交额 (交易货币, 亿元)	周涨跌幅%	板块成交量 (亿股)	市盈率PE(TTM)
美港股板块/指数						
KWEB.P	KraneShares CSI China Internet ETF	-	-	-1.9%	-	-
HSI.HI	恒生指数	93	13,525	1.6%	957	12.0x
HSTECH.HI	恒生科技	30	3,901	0.1%	74	22.3x
IXIC.GI	纳斯达克指数	3,653	20,357	-2.1%	333	33.6x
A股板块						
000300.SH	沪深300	300	42,398	2.7%	1,433	14.4x
000001.SH	上证指数	2,224	58,906	1.3%	3,129	16.4x
399006.SZ	创业板指	100	30,158	1.5%	1,052	44.4x

板块代码	板块名称	当日涨跌幅				
		2026/7/20	2026/7/21	2026/7/22	2026/7/23	2026/7/24
美港股板块/指数						
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	2.3%	-1.5%	-2.1%	-0.6%	0.1%
HSI.HI	恒生指数	2.4%	0.0%	-1.0%	1.3%	-1.0%
HSTECH.HI	恒生科技	2.8%	1.3%	-3.0%	0.6%	-1.5%
IXIC.GI	纳斯达克指数	0.0%	1.3%	-0.6%	-2.2%	-0.6%
A股板块						
000300.SH	沪深300	1.5%	3.1%	-0.5%	0.2%	-1.7%
000001.SH	上证指数	0.9%	1.8%	0.1%	0.3%	-1.6%
399006.SZ	创业板指	0.4%	7.1%	-3.2%	0.2%	-2.6%

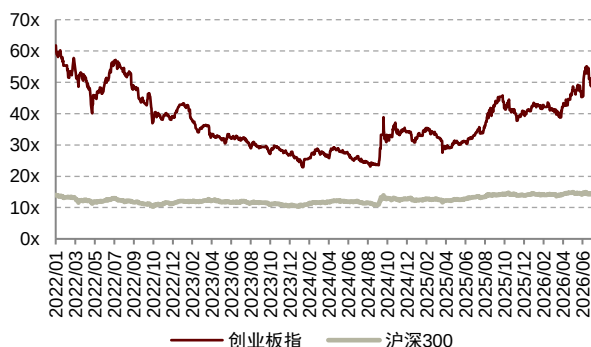
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：美股和港股市场主要指数 TTM 市盈率



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：A 股主要指数 TTM 市盈率



资料来源：Wind，中金公司研究部

个股趋势跟踪

本周(2026年07月20日-07月24日)股价涨幅前五家公司为叮咚买菜(+6.6%)、欢聚(+5.5%)、京东物流(+4.5%)、同程旅行(+3.9%)、美团(+3.6%)。本周港股通持仓上升幅度(港股通持股占比相比2026年07月17日上涨幅度)前三家公司分别为赤子城科技(+0.50ppt)、网易(+0.33ppt)、曹操出行(+0.25ppt)。

图表 4：公司交易情况（2026 年 07 月 20 日-07 月 24 日，按周涨跌幅从高到低排序）

代码	公司	交易货币	收盘价 2026/7/24	未平仓卖空数占 总股本比例	涨跌幅			区间日均换手率 (剔除无交易日期)		
					5D	30D	YTD	5D	30D	YTD
DDL.N	叮咚买菜	USD	2.4	0.8%	6.6%	18.0%	-2.8%	0.2%	0.2%	0.7%
JOYY.O	欢聚	USD	74.0	0.1%	5.5%	14.8%	21.4%	0.8%	0.8%	1.0%
2618.HK	京东物流	HKD	14.0	1.1%	4.5%	19.4%	22.5%	0.1%	0.1%	0.2%
0780.HK	同程旅行	HKD	13.2	4.1%	3.9%	2.8%	-40.1%	0.5%	0.7%	0.4%
3690.HK	美团-W	HKD	86.7	2.9%	3.6%	28.0%	-16.1%	0.8%	1.1%	0.9%
BZ.O	BOSS直聘	USD	15.4	0.0%	3.4%	17.4%	-24.3%	0.7%	0.8%	0.9%
TCOM.O	携程网	USD	43.6	1.8%	2.8%	-5.7%	-39.3%	0.4%	0.5%	0.5%
IQ.O	爱奇艺	USD	1.2	1.0%	2.5%	20.8%	-36.5%	1.1%	1.4%	1.7%
JD.O	京东	USD	30.2	2.4%	1.9%	18.5%	8.9%	0.5%	0.6%	0.8%
WB.O	微博	USD	7.7	0.3%	-0.3%	6.0%	-19.0%	0.5%	0.6%	0.7%
1357.HK	美图公司	HKD	3.9	7.8%	-0.8%	3.4%	-43.3%	0.8%	1.5%	1.8%
DIDIY	滴滴出行	USD	3.5	3.2%	-0.8%	-2.2%	-33.7%	0.1%	0.1%	0.2%
ZH.N	知乎	USD	3.1	0.1%	-0.9%	2.3%	-4.3%	0.2%	0.2%	0.4%
2643.HK	曹操出行	HKD	14.5	0.4%	-1.2%	-41.1%	-51.7%	0.6%	0.6%	0.5%
9899.HK	云音乐	HKD	114.4	2.0%	-1.3%	7.9%	-38.5%	0.2%	0.4%	0.4%
9699.HK	顺丰同城	HKD	7.9	0.7%	-1.4%	6.8%	-28.2%	0.2%	0.2%	0.4%
HUYA.N	虎牙直播	USD	2.4	1.9%	-1.7%	5.8%	-13.1%	0.5%	0.6%	2.0%
VIPS.N	唯品会	USD	14.3	5.5%	-1.7%	6.3%	-16.1%	0.4%	0.6%	0.6%
PDD.O	拼多多	USD	82.7	0.7%	-1.8%	9.1%	-27.1%	0.3%	0.5%	0.6%
BIDU.O	百度	USD	105.3	2.3%	-1.8%	-2.3%	-19.4%	0.5%	0.9%	0.9%
MOMO.O	挚文集团	USD	5.9	1.0%	-2.1%	6.7%	-6.0%	0.4%	0.5%	0.7%
BABA.N	阿里巴巴	USD	112.1	0.8%	-2.5%	12.4%	-22.8%	0.4%	0.6%	0.5%
0799.HK	IGG	HKD	3.3	1.0%	-2.6%	5.7%	2.8%	0.1%	0.1%	0.2%
1024.HK	快手-W	HKD	42.1	8.2%	-2.7%	-0.2%	-33.0%	1.1%	2.3%	1.5%
TME.N	腾讯音乐	USD	8.9	0.3%	-2.9%	8.3%	-48.1%	0.6%	0.8%	1.2%
300413.SZ	芒果超媒	CNY	14.6	0.0%	-3.6%	-1.3%	-39.1%	1.9%	1.9%	2.1%
YALA.N	雅乐科技	USD	5.2	0.8%	-3.7%	0.8%	-25.4%	0.2%	0.2%	0.2%
BILI.O	哔哩哔哩	USD	17.2	10.3%	-4.9%	3.9%	-30.2%	0.5%	0.6%	0.8%
0700.HK	腾讯控股	HKD	434.6	0.7%	-5.8%	1.4%	-26.6%	0.4%	0.4%	0.3%
9911.HK	赤子城科技	HKD	8.2	7.7%	-6.3%	8.2%	-26.8%	0.6%	0.7%	0.9%
NTES.O	网易	USD	119.6	1.9%	-8.9%	1.6%	-12.2%	0.2%	0.2%	0.1%

注：Wind 未平仓卖空期末值于每月 10 号左右与 25 号左右披露，未平仓卖空数占总股本比例选取 Wind 截至 2026 年 7 月 24 日最近日期披露数

资料来源：Wind，中央结算系统，中金公司研究部

图表 5：港股通持仓情况（2026 年 07 月 20 日-07 月 24 日）

代码	公司	港股通持股市值（万元） 2026/7/24	港股通持股占比（%） 2026/7/24	港股通持股 周度变化（ppt）
9911.HK	赤子城科技	134,392	11.68%	0.50ppt
9999.HK	网易-W	934,570	1.54%	0.33ppt
2643.HK	曹操出行	69,863	8.21%	0.25ppt
9626.HK	哔哩哔哩-W	1,226,137	21.22%	0.08ppt
1024.HK	快手-W	3,641,438	19.91%	0.07ppt
9899.HK	云音乐	331,449	13.76%	0.07ppt
0780.HK	同程旅行	289,570	9.33%	0.01ppt
2618.HK	京东物流	309,054	3.33%	-0.02ppt
9988.HK	阿里巴巴-W	21,895,318	10.36%	-0.04ppt
0700.HK	腾讯控股	46,151,177	11.67%	-0.09ppt
3690.HK	美团-W	10,678,777	19.94%	-0.38ppt
1357.HK	美图公司	547,734	30.38%	-0.65ppt

资料来源：Wind，港交所，中金公司研究部

图表 6：重点公司估值表（截至 2026 年 7 月 24 日收盘）

公司代码	公司名称	运营指标 (百万/百万美元、百万人)				财务指标 (百万/百万美元)				估值 (倍数)				P/E	评级		
		MAU	DAU	AAC	GMV	2025A	2026E	2027E	收入CAGR 2025E-2027E	2025A	2026E	2027E	P/S 2026E 2027E				
内容、社交和游戏																	
00700.HK	腾讯控股*	1,432	898	-	-	751,766	829,900	902,078	10%	259,626	276,567	297,333	4.1x	3.6x	12.3x	10.9x	跑赢行业
NTES.US	网易*	-	-	-	-	112,626	121,522	132,725	9%	33,511	42,182	46,663	4.3x	3.9x	12.3x	10.9x	跑赢行业
01024.HK	快手-W*	772	413	-	-	142,776	147,512	159,418	6%	20,639	17,358	20,444	1.1x	1.0x	9.2x	7.7x	跑赢行业
BLI.US	哔哩哔哩*	376	115	-	-	30,348	33,105	35,685	8%	2,590	3,061	3,386	1.5x	1.4x	16.7x	14.9x	跑赢行业
300413.SZ	芒果超媒*	275	40	-	-	12,277	13,536	14,768	10%	1,103	1,742	2,385	1.9x	1.8x	20.0x	14.3x	跑赢行业
BIDU.US	百度*	679	224	-	-	128,613	129,251	133,273	2%	18,941	17,417	19,752	1.8x	1.8x	12.2x	10.7x	跑赢行业
BZ.US	BOSS直聘*	61	13	-	-	8,268	9,319	10,233	11%	3,647	3,895	4,245	5.3x	4.7x	12.6x	11.4x	跑赢行业
6100.HK	同道猎聘*	12	2	-	-	1,986	2,031	2,140	4%	142	167	172	0.5x	0.4x	5.5x	5.2x	跑赢行业
ZH.US	知乎*	81	12	-	-	2,749	2,640	2,685	-1%	38	41	85	0.6x	0.6x	39.8x	18.8x	跑赢行业
WB.US	微博*	567	252	-	-	12,279	13,212	13,568	5%	3,151	3,038	3,218	1.2x	1.1x	5.5x	5.2x	跑赢行业
TME.US	腾讯音乐*	528	54	-	-	32,902	36,040	41,517	12%	9,588	10,207	11,458	2.6x	2.2x	9.0x	7.9x	跑赢行业
09899.HK	云音乐*	205	17	-	-	7,759	8,409	8,999	8%	2,860	2,130	2,272	2.5x	2.3x	9.9x	9.1x	跑赢行业
YY.US	欢聚时代*	276	-	-	-	14,572	13,971	14,468	0%	1,970	1,889	2,040	1.7x	1.6x	13.9x	13.0x	跑赢行业
02400.HK	心动公司*	16	3	-	-	6,388	7,178	8,163	13%	1,428	1,692	1,963	2.6x	2.2x	9.6x	8.1x	跑赢行业
YALA.US	YALLA*	48	-	-	-	2,389	2,373	2,694	6%	1,047	971	1,142	2.7x	2.3x	5.8x	5.2x	跑赢行业
HUYA.US	虎牙*	82	4	-	-	6,509	7,199	8,060	11%	99	253	300	0.5x	0.4x	14.4x	12.1x	跑赢行业
MOMO.US	挚文*	10	2	-	-	10,367	10,196	10,592	1%	994	1,110	1,212	0.6x	0.6x	5.7x	5.1x	跑赢行业
01357.HK	美图公司*	276	15	-	-	3,859	4,772	5,551	20%	965	1,203	1,387	3.2x	2.7x	12.6x	10.7x	跑赢行业
09911.HK	赤子城科技*	-	-	-	-	6,889	8,704	9,784	19%	1,159	1,283	1,431	1.1x	1.0x	6.9x	5.9x	跑赢行业
电商和物流																	
BABA.US	阿里巴巴*	962	407	932(a)	8,562,339(a)	1,023,670(a)	1,142,606(a)	1,298,546(a)	13%	64,438(a)	99,641(a)	149,909(a)	1.6(a)	1.4(a)	17.9(a)	11.9(a)	跑赢行业
JD.US	京东*	551	123	588	4,450,759	1,309,085	1,366,285	1,436,905	5%	27,032	32,326	50,444	0.2x	0.2x	8.7x	5.5x	跑赢行业
PDD.US	拼多多*	697	381	882	5,082,615	431,846	500,129	606,793	19%	107,301	100,450	148,518	1.6x	1.3x	8.2x	4.5x	跑赢行业
VIPS.US	唯品会*	78	16	85	222,957	105,920	105,068	106,777	0%	8,745	8,530	8,979	0.5x	0.5x	5.8x	5.5x	跑赢行业
06618.HK	京东健康*	4.3	0.8	-	-	73,442	84,820	93,487	13%	5,375	5,612	6,006	1.2x	1.1x	18.3x	16.7x	跑赢行业
02618.HK	京东物流*	-	-	-	-	217,147	258,698	281,497	14%	7,711	9,740	10,768	0.3x	0.3x	8.3x	7.3x	跑赢行业
YMM.US	满帮集团*	3	1	-	-	12,572	11,476	13,086	2%	4,770	4,907	6,216	5.5x	5.0x	12.3x	10.1x	跑赢行业
本地生活、O2O和OTA																	
03690.HK	美团-W*	496	160	-	-	365,631	408,473	464,499	13%	-18,648	-1,228	27,977	1.1x	1.0x	N.M.	16.1x	跑赢行业
TCOM.US	携程网*	96	13	-	-	62,409	67,030	71,191	7%	31,839	16,327	17,314	2.9x	2.6x	12.0x	10.9x	跑赢行业
00780.HK	同程旅行*	16	1.5	-	-	19,396	20,997	22,737	8%	3,365	3,713	4,088	1.3x	1.1x	7.2x	6.4x	跑赢行业
BEKE.US	贝壳*	34	5	-	-	94,580	88,043	90,175	-2%	5,020	6,978	7,777	1.4x	1.3x	17.0x	14.9x	跑赢行业
DIDIY	滴滴出行*	127	28	-	-	226,701	244,727	267,028	9%	7,850	284	9,392	0.4x	0.4x	N.M.	10.1x	跑赢行业
02643.HK	曹操出行*	1	0.2	-	-	21,032	25,448	30,199	20%	-467	16	584	0.3x	0.2x	N.M.	26.5x	跑赢行业
DDL.US	叮咚买菜*	30	4	-	-	24,360	28,083	30,796	12%	310	482	587	0.1x	0.1x	7.9x	6.4x	跑赢行业
9699.HK	顺丰同城*	-	-	-	-	22,899	27,800	33,213	20%	278	440	830	0.2x	0.2x	14.2x	7.4x	跑赢行业
海外互联网																	
GOOGL.US	Google*	-	-	-	-	402,836	500,231	622,102	24%	132,170	252,492	181,743	7.9x	6.3x	15.6x	21.7x	跑赢行业
META.US	Meta Platforms*	3,070	2,110	-	-	200,965	252,701	303,414	23%	60,458	83,565	96,210	6.0x	5.0x	18.3x	17.7x	跑赢行业
AMZN.US	Amazon*	412	104	-	-	716,924	833,562	927,857	14%	77,670	109,476	121,401	3.1x	2.8x	23.4x	21.4x	跑赢行业
MSFT.US	Microsoft*	-	-	-	-	281,724(a)	329,833(a)	386,303(a)	17%	103,294(a)	125,732(a)	151,662(a)	7.4(a)	N.M.	18.7(a)	N.M.	跑赢行业
AAPL.US	Apple*	-	-	-	-	416,161	476,560	525,038	12%	112,010	129,916	139,024	10.4x	9.4x	38.1x	35.6x	跑赢行业
NVDA.US	NVIDIA*	-	-	-	-	215,938(a)	413,802(a)	563,624(a)	N.M.	116,996(a)	218,817(a)	305,401(a)	12.3(a)	9.0(a)	23.2(a)	16.6(a)	跑赢行业
TSLA.US	Tesla*	-	-	-	-	94,827	111,393	169,193	34%	5,806	8,321	10,132	11.0x	9.5x	176.5x	141.4x	跑赢行业
UBER.US	Uber Technologies*	-	-	-	-	52,017	57,900	65,637	12%	5,237	7,700	11,672	2.3x	2.0x	17.5x	11.4x	跑赢行业
DASH.US	DoorDash*	-	-	-	-	13,717	17,834	21,686	26%	2,127	2,966	3,934	4.3x	3.5x	25.8x	19.4x	跑赢行业
GRAB.US	Grab*	-	-	-	-	3,370	4,117	5,153	24%	258	590	1,081	3.3x	2.6x	25.1x	13.3x	跑赢行业
SE.US	SEA*	-	-	-	160,428	22,939	30,953	39,850	32%	1,578	1,915	2,890	2.1x	1.6x	33.1x	22.0x	跑赢行业

注：1）腾讯控股、百度、BOSS直聘、快手、哔哩哔哩、YALLA的MAU来自于公司1Q26财报，腾讯音乐、欢聚、美图、微博的MAU来自于公司4Q25财报，其余公司的MAU来自于QuestMobile或Data ai；2）快手、哔哩哔哩的DAU来自于1Q26财报，YALLA、微博的DAU来自于4Q25财报，其余公司的DAU来自于QuestMobile或Data ai；3）京东AAC来自于3Q22财报；拼多多的AAC来自于1Q22财报；唯品会的AAC来自2022年报；GMV均为中金预测2026年GMV。4）京东健康、顺丰同城、芒果超媒和心动公司市盈率为归属母公司净利润对应市盈率；Meta、Google、Amazon、Microsoft、Apple、NVIDIA和Tesla为通用准则市盈率；其余公司均为非通用准则市盈率。5）标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据。6）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。7）高亮公司为本周发布研报所涉及公司。8）海外互联网栏公司货币单位为美元。

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，QuestMobile，Data ai，中金公司研究部



图表 7：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 07-24	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	434.60	666.00	跑赢行业	4.1	3.6	12.3	10.9	2.3	1.9
NTES.US	网易*	USD	CNY	119.55	171.00	跑赢行业	4.3	3.9	12.3	10.9	2.8	2.4
09999.HK	网易*	HKD	CNY	187.70	265.00	跑赢行业	4.3	3.9	N.M.	N.M.	2.8	2.4
01024.HK	快手-W*	HKD	CNY	42.10	72.80	跑赢行业	1.1	1.0	9.2	7.7	1.7	1.4
BILI.US	哔哩哔哩*	USD	CNY	17.16	25.00	跑赢行业	1.5	1.4	16.7	14.9	3.0	2.7
09626.HK	哔哩哔哩-W*	HKD	CNY	135.90	194.00	跑赢行业	1.6	1.4	17.0	15.1	3.0	2.7
ZH.US	知乎(ZHIHU)*	USD	CNY	3.14	3.70	跑赢行业	0.6	0.6	39.8	18.8	0.4	0.4
TME.US	腾讯音乐*	USD	CNY	8.86	14.30	跑赢行业	2.6	2.2	9.0	7.9	1.0	0.9
01698.HK	腾讯音乐-SW*	HKD	CNY	34.30	55.50	跑赢行业	2.6	2.2	9.0	7.9	1.0	0.9
09899.HK	网易云音乐*	HKD	CNY	114.40	224.00	跑赢行业	2.5	2.3	9.9	9.1	1.4	1.2
MOMO.US	挚文*	USD	CNY	5.88	8.70	跑赢行业	0.6	0.6	5.7	5.1	0.6	0.5
YALA.US	YALLA*	USD	USD	5.18	9.90	跑赢行业	2.7	2.3	5.8	5.2	0.9	0.8
09911.HK	赤子城科技*	HKD	USD	8.19	14.50	跑赢行业	1.1	1.0	6.9	5.9	2.9	2.1
00799.HK	IGG*	HKD	HKD	3.32	4.50	跑赢行业	0.7	0.7	6.1	5.9	1.2	1.1
JOYY.US	欢聚*	USD	USD	73.95	79.00	跑赢行业	1.7	1.6	13.9	13.0	0.6	0.7
HUYA.US	虎牙*	USD	CNY	2.36	4.60	跑赢行业	0.5	0.4	14.4	12.1	0.8	0.7
WB.US	微博*	USD	USD	7.73	11.10	跑赢行业	1.2	1.1	5.5	5.2	0.5	0.5
BIDU.US	百度*	USD	CNY	105.34	205.00	跑赢行业	1.8	1.8	12.2	10.7	0.8	0.7
09888.HK	百度集团-SW*	HKD	CNY	104.30	196.00	跑赢行业	1.9	1.8	12.5	10.9	0.8	0.7
BZ.US	BOSS 直聘*	USD	CNY	15.42	17.00	跑赢行业	5.3	4.7	12.6	11.4	2.4	2.3
06100.HK	同道猎聘*	HKD	CNY	2.23	3.90	跑赢行业	0.5	0.4	5.5	5.2	0.3	0.3
01357.HK	美图公司*	HKD	CNY	3.93	6.60	跑赢行业	3.2	2.7	12.6	10.7	1.6	1.6
META.US	脸书(META PLATFORMS)*	USD	USD	595.19	773.00	跑赢行业	6.0	5.0	14.1	13.2	5.0	3.8
GOOGL.US	谷歌*	USD	USD	319.74	407.91	跑赢行业	7.9	6.3	13.8	17.7	5.6	4.3
平均值							2.5	2.2	12.0	10.2	1.8	1.5
中值							1.9	1.8	12.3	10.7	1.3	1.2
电商和物流												
BABA.US	阿里巴巴*	USD	CNY	112.14	178.00	跑赢行业	1.6(a)	1.4(a)	17.9(a)	11.9(a)	1.6(a)	1.4(a)
09988.HK	阿里巴巴-SW*	HKD	CNY	110.00	172.00	跑赢行业	1.6(a)	1.4(a)	18.0(a)	12.0(a)	1.6(a)	1.4(a)
JD.US	京东*	USD	CNY	30.19	36.00	跑赢行业	0.2	0.2	8.7	5.5	1.1	0.9
PDD.US	拼多多*	USD	CNY	82.66	118.04	跑赢行业	1.6	1.3	8.2	5.4	1.6	1.2
VIPS.US	唯品会*	USD	CNY	14.25	17.10	跑赢行业	0.5	0.5	5.8	5.5	0.9	0.8
02618.HK	京东物流*	HKD	CNY	13.99	19.40	跑赢行业	0.3	0.3	8.3	7.3	1.3	1.1
DDL.US	叮咚买菜*	USD	CNY	2.42	3.38	跑赢行业	0.1	0.1	7.9	6.4	2.2	1.5
YMM.US	满帮集团*	USD	CNY	9.21	12.28	跑赢行业	5.5	5.0	12.3	10.1	1.5	1.4
AMZN.US	亚马逊*	USD	USD	232.11	280.00	跑赢行业	3.1	2.8	23.4	21.4	4.3	3.3
平均值							1.6	1.4	12.3	9.5	1.8	1.4
中值							1.6	1.3	8.7	7.3	1.6	1.4
本地生活、O2O 和 OTA												
03690.HK	美团-W*	HKD	CNY	86.70	125.00	跑赢行业	1.1	1.0	N.M.	16.1	3.2	2.8
TCOM.US	携程集团*	USD	CNY	43.64	55.00	跑赢行业	2.9	2.6	12.0	10.9	1.1	1.0
09961.HK	携程集团-S*	HKD	CNY	342.60	427.00	跑赢行业	2.9	2.7	12.1	11.0	1.1	1.0
00780.HK	同程旅行*	HKD	CNY	13.17	15.00	跑赢行业	1.3	1.1	7.2	6.4	1.0	0.8
DIDIY.US	滴滴出行*	USD	CNY	3.50	6.00	跑赢行业	0.4	0.4	N.M.	10.1	1.1	0.9
02643.HK	曹操出行*	HKD	CNY	14.50	50.00	跑赢行业	0.3	0.2	N.M.	26.5	N.M.	N.M.
BKNG.US	BOOKING*	USD	USD	177.46	220.00	跑赢行业	4.7	4.2	16.4	13.9	N.M.	22.5
EXPE.US	亿客行(EXPEDIA)*	USD	USD	259.94	271.00	跑赢行业	1.9	1.7	11.9	8.4	10.1	5.2
MMYT.US	MAKEMYTRIP*	USD	USD	49.23	58.00	跑赢行业	4.5(a)	3.9(a)	23.7(a)	19.7(a)	179.4(a)	30.4(a)
UBER.US	优步(UBER TECHNOLOGIES)*	USD	USD	65.94	99.40	跑赢行业	2.3	2.0	17.5	11.4	4.1	2.8
DASH.US	DOORDASH*	USD	USD	172.91	275.00	跑赢行业	4.3	3.5	25.8	19.4	6.1	4.6
平均值							2.4	2.1	N.M.	14.0	N.M.	6.4
中值							2.3	2.0	12.0	11.4	1.1	2.8

注：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

团队信息



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



吴维佳, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080521010011
SFC CE Ref: BHR850
weijia.wu@cicc.com.cn



王秋婷 分析员

SAC 执证编号: S0080523030001
SFC CE Ref: BTK905
qiuting.wang@cicc.com.cn



焦莞 分析员

SAC 执证编号: S0080523110007
wan.jiao@cicc.com.cn



魏萌 分析员

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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：美团-H, 百度-US。

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：赵静

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