

5 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
603181.SH	皇马科技
300014.SZ	亿纬锂能
688198.SH	佰仁医疗
000524.SZ	岭南控股
600519.SH	贵州茅台
9660.HK	地平线机器人-W
688519.SH	南亚新材
301236.SZ	软通动力

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3348.37	(0.94)
深证成指	10132.41	(0.85)
沪深 300	3882.27	(0.81)
中小 100	6376.77	(0.42)
创业板指	2021.50	(1.18)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
汽车	0.42	计算机	(1.97)
医药生物	0.42	综合	(1.84)
基础化工	0.05	传媒	(1.79)
有色金属	(0.07)	美容护理	(1.72)
钢铁	(0.52)	交通运输	(1.67)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250526

■ 重点关注

【社会服务】社服行业 24 年年度&25Q1 业绩综述*李小民 宋环翔 纠泰民。板块整体营收稳步增长，业绩端恢复较慢，子板块之间分化较大。一方面建议关注顺周期下人服会展等板块的表现；另一方面建议关注韧性较强的旅游景区等快乐消费。

【通信】云厂商加码资本开支，算力产业链迎发展机遇*庄宇 袁坦。2025 年，腾讯与阿里巴巴纷纷加大资本开支，有力推动国内算力发展。腾讯 2025 年第一季度资本开支达 275 亿元，同比增长 91%。阿里巴巴 2025 年一季度资本开支为 246 亿元，虽环比下降但公司 2025 年 Q1 资本开支承诺大幅增长，我们认为其云与 AI 基础设施投入将持续增加。算力租赁、IDC 及配套等相关产业链方向值得关注，有望迎来新的发展契机。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【社会服务】社服行业 24 年年度&25Q1 业绩综述——子行业表现分化，关注韧性较强及顺周期修复板块

李小民 宋环翔 纠泰民

板块整体营收稳步增长，业绩端恢复较慢，子板块之间分化较大。一方面建议关注顺周期下人服会展等板块的表现；另一方面建议关注韧性较强的旅游景区等快乐消费。

支撑评级的要点

板块总结：营收端增速优于业绩端，专业服务与教育板块表现更佳。1) 24 年总结：申万社服板块 24 年共实现营收 1915.42 亿元，同比+36.57%，归母净利润 74.80 亿元，同比-18.21%，整体盈利能力有所下滑。细分板块中，专业服务板块同比稳定增长，教育板块盈利水平提升，出行链相对承压。2) 25Q1 总结：申万社服板块 25Q1 共实现营收 448.36 亿元，同比+38.75%，归母净利润 18.07 亿元，同比+33.06%。Q1 板块营收和业绩基本实现了同步增长，业绩端较 19 年仍有较大差距。细分板块中，仍然是专业服务及教育板块表现占优。

旅游：国内出行市场韧性较强，跨境游政策红利持续释放。1) 国内游：出行市场韧性较强，在 23 年报复性出游的高基数下，24 年以来旅游市场持续回暖，出行人次稳步增长。五一假期期间，传统热门景区热度依然不减。2) 跨境游：景气度高企，政策红利持续释放。随着国际航班运力的持续恢复，以及免签、离境退税等政策红利持续释放，跨境游市场景气度高企。3) 上市公司：从 Q1 业绩来看，景区与旅行社公司业绩表现分化。自然景区中，黄山旅游、祥源文旅、天府文旅表现较为出色，前者得益于 25 年天气相对好转，整体游客数量同比增长；后两者则主要得益于公司在资本整合层面发力，新增项目或业务。人工景区整体增长乏力，建议关注景区在运营营销等层面的创新与投入。综合服务商中，受益于跨境游的恢复，岭南控股与众信旅游的营收仍然实现稳定增长，其中后者因人员费用增加业绩端略有承压。

酒店：出行客群中商务出行需求仍待复苏，2024 全年 RevPAR 有所承压。多家酒店管理公司仍在持续扩张自身管理规模开店目标稳中有升，且坚定推动中高端化升级战略。

餐饮：2024 年餐饮市场收入增长放缓，25Q1 有所改善。24 年餐饮市场收入增长趋缓，需求释放放缓，在此背景下多类餐企开始关注下沉市场并积极调价，以满足当前消费环境下消费者对于低价高质的追求。

免税：离岛免税销售额边际改善，市内渠道有望贡献增量。25Q1 离岛免税销售额降幅环比收窄，客单水平同比回升，Q1 销售状况已现边际改善趋势。口岸免税受益于跨境客流修复，整体销售加速回暖。市内免税新政落地，期待门店改造与新设带来市场扩容。

人服：数据端稳定运行，就业市场压力仍存。当前企业招聘意愿仍待恢复，灵活用工与外包等业务模式受到青睐，相应市场规模增长良好。展望后市，期待多类政策发力下就业形势进一步向好发展。

会展：关注中美关系对外贸市场影响，境内展会市场规模稳中有升。24 年出口稳定增长，企业出境参展热情高涨。25 年政府工作报告中提出要“稳定对外贸易发展，加大稳外贸政策力度”，贸促会也在全力支持企业境外参展办展。企业境外参展办展多出于外贸需求，后续建议持续关注中美关税协议对外贸市场的影响。境内展会市场整体实现平稳运行，24 年展会数量同比基本持平，展会面积同比增长 10.1%。

评级面临的主要风险

行业信心复苏不及预期，政策落地及执行不及预期、地缘政治变动风险。

【通信】云厂商加码资本开支，算力产业链迎发展机遇——AI 系列跟踪专题报告

庄宇 袁坦

2025 年，腾讯与阿里巴巴纷纷加大资本开支，有力推动国内算力发展。腾讯 2025 年第一季度资本开支达 275 亿元，同比增长 91%。阿里巴巴 2025 年一季度资本开支为 246 亿元，虽环比下降但公司 2025 年 Q1 资本开支承诺大幅增长，我们认为其云与 AI 基础设施投入将持续增加。算力租赁、IDC 及配套等相关产业链方向值得关注，有望迎来新的发展契机。

支撑评级的要点

2025 年 5 月 14 日，腾讯公布二零二五年第一季业绩，报告显示第一季度的资本开支达到 275 亿元人民币，同比增长 91%。在腾讯第四季度及全年业绩推介材料中介绍到：腾讯计划 2025 年资本开支占收入的百分比为低两位数。腾讯强调 AI 投入的“长期可观回报”，尤其在广告、云音视频等成熟业务中已见成效，例如腾讯通过提升生成式 AI 能力，升级广告技术平台，加深对产品与用户兴趣的理解，进而提升推荐效果。腾讯 2025Q1 的资本开支增长以及经营盈利增长体现其并非单纯追求算力堆砌。短期来看，AI 投入已对广告、游戏等业务产生正向影响；长期则重视微信生态的 AI 融合，以打造差异化竞争优势。

2025 年 5 月 15 日，阿里巴巴发布 2025 年三月底止季度及 2025 财务年度业绩公告，其中 2025 年一季度资本开支为 246 亿元人民币，较去年同期 112 亿元同比上升 119.6%，较上季度的 318 亿元环比下降 22.6%。值得注意的是，财报中“资本开支承诺”项目在本季度达到 453 亿元，较去年同期的 184 亿元大幅增长，同比增加 146.2%，这一增量可能与 AI 算力相关基础设施建设的投入紧密相连。公司在公告中提到：同时由于云基础设施支出增加，公司自由现金流下降。云智能集团在本季度收入同比增长 18%至 301.27 亿元人民币，其中 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数同比增长。阿里在 2025 年 2 月 24 日发布的公告中提出未来三年将投入超过 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施，根据我们推测，平均每年大概 1300 亿元左右，目前一季度给出的资本开支线性外推低于该预期。我们认为目前三年 3800 亿元的投资口径未发生变化，国内算力景气度可观。

评级面临的主要风险

贸易冲突升级；宏观经济不稳定；云厂商资本开支不及预期。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

首席经济学家团队

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371