

互联网行业

行业评级
领先

2023 年 12 月 4 日

2024 年展望：创新与盈利，双轮驱动估值修复

- 2024 年，随行业流量红利的消退，选股将更注重结构性机会及创新对行业带来的新增量。**流量结构化机会**：1) 银发经济：旅游；2) 中产/青年人群 刚需消费：出游、教育及高品质高性价比购物。**业务创新机会**：1) 跨境电商；2) 内容创新，短剧、小游戏；3) AIGC 的应用和商业化 已见雏形，或在 2024 年继续加速。**估值修复机会**：互联网行业估值仍处于历史 2 年底部区间，随业务高质量增长及利润持续提升，估值仍有修复机会。
- 子行业及公司：看好教育>OTA>游戏>本地生活**。**教育**：教培行业需求侧市场规模仍然可观，AI+教育或是大模型最快落地的场景之一。**OTA**：出境仍有恢复空间，境内出游增速放缓已反映在估值中，若需求释放好于预期，携程仍有上调空间。**本地生活**：竞争环境好于电商，在消费强确定性和目的性下，美团仍有优势。**游戏**：行业大盘持续呈复苏趋势，2024 年新游戏上线节奏将影响各公司收入增长预期，腾讯新游上线带动估值情绪恢复，网易增长有确定性。**电商**：抢夺价格力用户心智依然是竞争主题，拼多多优势仍在，阿里、京东呈恢复趋势。**广告**：AI 对广告系统的改造将是 2024 年关注重点，拥有流量生态及丰富广告主资源的平台或最先看到成效。**文娱**：看好短视频及音乐付费变现增长潜力，短剧快速发展促进上游资源盘活并带动平台方营销收入增长。
- 建议关注新东方/好未来/拼多多/携程/腾讯/网易/百度/美团**。我们的选股策略在于 1) 需求稳定，行业规模持续扩大，公司仍具备竞争优势；2) 业绩增长确定性强，收入增速高于覆盖公司中线水平，利润率有优化空间；3) 创新业务可能对公司估值带来明显提升作用；4) 有稳定的股东回馈规划；5) 估值显著低于行业。我们按此逻辑，看好：

新东方 (9901 HK) / 好未来 (TAL US)：需求带来收入利润稳定提升，素养业务运营能力有优势，创新业务文旅、智能硬件或为公司长期增长奠定基础，估值较目前仍有提升空间。

拼多多 (PDD US)：公司仍能通过价格力优势获取用户下单频次的增长，收入增长确定性强，目前估值仍处于合理范围的低线水平（15-20 倍市盈率），仍有上调空间。

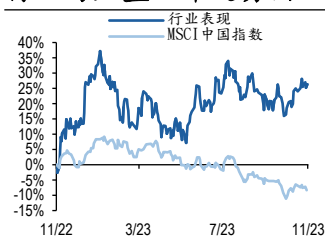
携程 (9961 HK) / 美团 (3690 HK)：季节性因素影响短期业绩，但 2024 年业务增长确定性需求仍能带来稳定增长，竞争激烈但维持行业领先。

腾讯 (700 HK) / 网易 (NTES US)：腾讯新游排期丰富，有加速收入增长带来估值提升的可能性，网易游戏收入的确定性强，持续稳定增长，股东回馈稳定。

百度 (BIDU US)：大模型对业务的升级持续，若在 2024 年收入贡献明显提升，将能有效提升公司估值水平。

（估值概要见下页）

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 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

2023 年 12 月 4 日

互联网行业

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	-----每股盈利-----		---市盈率---		---市销率---		股息率
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
腾讯控股	700 HK	买入	401.0	319.0	16.8	19.8	17.3	14.8	4.5	4.2	0.5
拼多多	PDD US	买入	161.0	147.4	39.2	47.9	26.9	22.0	5.9	4.5	NA
阿里巴巴	BABA US	买入	117.0	74.9	64.7	64.7	8.3	8.3	1.4	1.3	NA
网易	NTES US	买入	135.0	113.5	53.2	53.3	15.2	15.2	4.9	4.4	1.8
美团	3690 HK	买入	173.0	87.9	3.5	5.6	22.8	14.3	1.8	1.6	NA
百度	BIDU US	买入	166.0	118.7	74.3	77.3	11.4	11.0	2.2	2.0	NA
快手	1024 HK	买入	90.0	57.2	2.1	3.0	25.3	17.3	2.0	1.8	NA
携程	9961 HK	买入	365.0	269.2	16.3	15.7	15.1	15.7	3.6	3.1	NA
腾讯音乐	TME US	买入	9.0	8.5	3.5	3.8	17.3	15.8	3.8	3.7	NA
新东方	9901 HK	买入	70.0	64.7	1.5	2.7	42.1	24.0	3.6	3.0	NA
好未来	TAL US	买入	14.4	12.5	-0.1	0.0	NA	NA	5.6	4.5	NA
京东物流	2618 HK	买入	14.6	9.3	0.3	0.6	25.6	14.2	0.3	0.3	NA
哔哩哔哩	BILI US	买入	15.0	11.3	-8.2	-1.3	NA	NA	1.5	1.3	NA
爱奇艺	IQ US	买入	6.9	4.5	3.2	3.7	10.1	8.6	1.0	0.9	NA
同程旅行	780 HK	买入	22.0	14.2	1.0	1.1	13.3	11.5	2.5	2.1	NA
途虎	9690 HK	买入	43.0	33.0	0.4	1.4	NA	21.9	2.0	1.6	NA
云音乐	9899 HK	买入	99.0	88.1	3.0	4.2	27.0	19.0	2.2	2.0	NA
汇通达	9878 HK	买入	38.0	29.2	1.0	1.3	26.2	21.1	0.2	0.1	NA
顺丰同城	9699 HK	买入	11.7	9.8	0.1	0.2	NA	45.6	0.6	0.5	NA
网龙网络	777 HK	买入	20.0	14.5	2.1	2.5	6.2	5.2	1.0	0.9	3.2
达达	DADA US	买入	7.0	3.1	-0.1	2.4	NA	9.1	0.5	0.4	NA
移卡	9923 HK	买入	21.0	14.1	0.4	1.3	31.5	9.5	1.3	1.0	NA
高途	GOTU US	买入	3.1	2.6	0.0	0.5	NA	36.4	1.4	1.2	NA
有道	DAO US	买入	6.3	4.2	-4.2	0.0	NA	NA	0.7	0.6	NA
京东	JD US	中性	30.0	27.4	20.6	22.3	9.5	8.8	0.3	0.3	2.2
金山软件	3888 HK	中性	31.0	25.5	1.4	1.5	16.9	15.8	3.7	3.0	1.2
阅文集团	772 HK	中性	36.0	26.8	1.5	1.7	16.7	14.6	3.3	3.0	NA
欢聚时代	YY US	中性	39.0	38.4	4.1	4.4	9.5	8.6	1.1	1.0	1.8
挚文集团	MOMO US	中性	9.5	6.5	10.4	10.5	4.4	4.4	0.7	0.7	10.0
平均							18.1	15.9	2.2	1.9	3.0

资料来源：FactSet、交银国际预测、每股盈利基于 Non-GAAP 基础 *截至 2023 年 12 月 1 日收盘价

目录

2024 年投资方向	4
总结：看好教育>OTA>本地生活>游戏，建议关注新东方/好未来/拼多多/携程/腾讯/网易/百度/美团	5
流量：行业总量空间不大，但银发经济、中产经济仍有增量	8
...带来结构性机会：如旅游、教育、本地生活的新增需求	9
行业创新、平台经济供给端恢复带来的机会	14
从机构持仓情况看子行业	25
子行业-OTA：受出境恢复带动增长，境内增速放缓已反映在公司预测中	28
出境游恢复规模测算	28
估值反映增速放缓预期，需求数据好转将有反转机会	29
子行业-本地生活服务竞争缓释，行业规模持续提升	31
本地生活服务行业规模持续提升，平台利润仍承压	31
即时零售及即时配送行业规模估算	33
本地生活平台变现及盈利能力	34
子行业-游戏：新游上线节奏逐渐清晰，小游戏贡献增量	37
行业大盘趋势	37
出海及小游戏拓展新增量	39
看好腾讯新游上线带动的估值回调机会，网易业绩仍有确定性	39
子行业-电商：价格力竞争持续，拼多多仍有优势	41
电商行业竞争持续激烈，货架电商增量来自下单频次	41
淘天重点电商品类市占仍承压	42
电商平台变现分析：拼多多增速最快	46
子行业-广告：预计市场 2024 年增 10%，短视频及腾讯贡献最大增量	47
短视频平台贡献主要增量，继续关注内循环电商、微信视频号	47
AIGC 对广告营销工具的加持，或重塑广告平台结构，带动收入增长	49
子行业-文娱：短视频、在线音乐持续释放变现潜力	50
持续看好短视频、在线音乐变现增长潜力	50
文娱新趋势：线下演出、短剧市场是新增量，AIGC 内容创作提效大	51

2024 年投资方向

互联网新经济平台业务的表现与宏观经济增长趋势高度相关，但是平台型企业轻资产、在消费复苏过程中，可快速调整业务战略，2023 年行业主要围绕复苏、盈利两大主题。

2024 年，随着行业流量红利的消退，在选择投资标的时，将更注重结构性机会及创新带来的新增量，例如：

- ④ **流量结构变化延伸出的新消费趋势**，例如银发经济、中产人群、青年人群的刚需消费，如银发旅游、亲子游、研学等产品盛行，演唱会/音乐节拉动的异地旅行出游趋势，子女素质教育培养的刚性需求，City Walk 休闲方式拉动本地团购的增长，中产人群对高品质/高性价比的购物需求等。
- ④ 在多个垂直子行业中，我们看到**供给端的恢复及平台创新也带来较多的投资机会**，例如国际航班加速恢复，签证流程持续简化，出境旅游价格回归合理化将带来更多的出境需求；出行服务、即时配送服务供给增加，网约车、配送员月活跃人数提升，满足平台运力需求。
- ④ 线上交易平台竞争加剧下，**平台积极吸引更多商户供给**，为消费者创造更多需求，例如电商商户增加带来新的 SKU 及具备价格力的商品，及更多样的本地生活服务商户拉动平台规模。
- ④ 借助中国强大的供应链优势，**电商平台在跨境出海托管模式的创新**，为上游供应链商家提供了新的流量增长机会，为平台、商家创造增量价值，同时，也为具备一站式跨境物流解决方案的物流提供商带来新的增长机遇。
- ④ **平台内容的创新持续**，2023 年短剧、小游戏热度不降，我们认为短剧可能会在内容规范上进一步加强，小游戏将持续带来流水及广告收入贡献，长期优质的小游戏及有较长生命周期可持续运营的小游戏更有机会，其中平台方最为受益。
- ④ **AIGC/大模型持续迭代**，政策层面的加持也有助于行业规范健康发展。2023 年关注底层大模型的搭建和发布，2024 年将更加关注 AI 大模型应用层面的进度。现有产品的重塑、AI+垂直行业大模型的应用将更快落地，看好 AI+协作、AI+教育、AI+客服、AI+创作等场景的使用。

虽然港股通互联网行业配置比例有所下降，但在个股的持股比例均有上升趋势。从港股通、国际机构对互联网行业港股市场的持股来看，重仓、增持幅度较大的个股基本与我们上述行业趋势一致。

2023 年 3-4 季度，我们观察到大多数互联网公司已经进入恢复通道，利润增势明显，但估值仍在 2 年内低位，主要互联网公司核心业务价值仍有增长空间。

总结：看好教育>OTA>本地生活>游戏，建议关注新东方/好未来/拼多多/携程/腾讯/网易/百度/美团

2024 年，按照行业增长前景排序，我们看好教育>OTA>游戏>本地生活，其中 1) 教育行业将受益于可观需求，保持健康持续增长；2) OTA 出境游仍有恢复空间，境内游增速放缓已反映在预期中，细分人群需求仍将驱动行业增长，若实际需求好于预期，情绪回暖，行业仍有上调空间；3) 本地生活行业竞争有缓释迹象，线上渗透率提升带动长期增长潜力。即时餐饮/零售 1 季度高基数或影响业绩表现，但规模效应将持续显现，行业盈利能力继续提升；4) 游戏大盘呈现复苏趋势，新游上线节奏更为明朗，小游戏贡献增量；5) 电商行业竞争依然激烈，平台业绩将继续分化；6) 广告增量将主要来自短视频平台及腾讯视频变现增量，AI 技术带动短期财务贡献有限，关注长期潜力；7) 文娱行业：音乐付费稳健增长，线下演出、短剧市场是新增量，AIGC 内容创作提效大。

个股偏好：业绩增长确定性强，估值仍有上调空间：1) 教育：看好新东方/好未来行业领先地位，若业绩持续保持 20%+ 增长，估值仍有上调机会；2) OTA：看好携程出境游产业链优势，中长期收入/利润仍将保持双位数增长，关注假期预订数据披露对公司股价的利好；3) 本地生活：美团短期利润压力或持续到 2024 年上半年，投资情绪承压，但鉴于所在行业的领先地位及现有估值偏低，长期看好其潜在增长空间；4) 游戏：腾讯业绩企稳回升，新游陆续排队上线，建议重点关注近期表现，网易业绩增长确定性高；5) 电商：拼多多商品价格力优势仍在，商家寻求业务增量的环境下主站广告投放有望继续升温，TEMU 收入或有持续超预期的表现，主站 2024 年盈利达到千亿元人民币量级，乐观情境下估值仍有上调空间。6) 百度大模型对业务重构积极，或在 2024 年看到显著收入贡献。

教育：教培行业调整完成，需求侧市场规模仍然可观。AI+教育或是大模型最快落地的场景之一。教育子行业中，我们偏好素质教育>留学>成人考培：线下需求恢复快于线上，青少年教育消费支出意愿大于成人。看好新东方/好未来线下教培的领先地位，以及长期线上线下学习场景需求结合的模式将被更多采纳，线上教育也将有更好的表现。

OTA：2023 年出游需求爆发增长，我们预计 2024 年境内出游增速将放缓至个位数，出境仍有恢复空间，看好携程出境产业链布局优势。2023 年行业需求爆发早于公司营销投入，我们预计 2024 年恢复常态化营销投入后对利润同比增速带来一定影响，但中长期仍有望实现双位数利润增长，当前股价已经反映增速放缓之预期，若行业需求增长好于预期，业绩仍有上调空间。

本地生活：2023 年加大投入获取流量，下半年已看到行业竞争有缓释迹象，相比于电商品类的丰富供给和商家渠道多元带来的价格竞争力，美团作为本地生活服务平台领先平台，在本地属性、店铺运营层面，以及用户消费的确定性和目的性上，仍有优势，可通过位置标签直接锁定本地商圈和用户群体，仍是商家日常运营主要平台。

游戏：行业大盘持续呈复苏趋势，2024 年新游戏上线节奏将影响各公司收入增长预期，基于各公司 2023 年 12 月即 2024 年新游上线计划，如网易《燕云十六声》/《射雕》，腾讯《元梦之星》/《三角洲行动》等，我们预计 2024 年本土端/手游大盘增 8%/5%。出海游戏及小游戏持续为游戏厂商带来新增收入。相比而言，我们仍然看好网易的增长确定性，腾讯基本盘稳定，但新游需达到一定数量及规模才有机会拉动公司整体游戏业务收入进一步增长，预计网易/腾

2023 年 12 月 4 日

互联网行业

讯 2024 年本土手游收入增量分别 80 亿元/60 亿元，增速 12%/5%。但腾讯在海外游戏及小游戏布局领先行业，将带动腾讯游戏收入增速至 7%。

电商：淘天、京东平台 GMV 增速呈现恢复趋势，主要受到平台提升价格力战略下，用户回流、拉动下单频次提升、部分品类 2023 年消化囤货高基数的影响及业务健康度调整结束。拼多多价格力用户心智优势仍在，相比其他平台客单价、佣金率呈下降趋势，品牌升级趋势下客单价及变现趋势仍有提升空间。TEMU 规模持续超预期，我们预计 GMV 有望在 2024 年达到约 300 亿美元，估值将反映在拼多多的股价贡献中。

广告：广告行业增量仍主要来自短视频平台，以及腾讯平台持续提升视频号变现水平并完善生态闭环。AI 对广告系统的改造将是 2024 年关注重点，拥有流量生态及丰富广告主资源的平台或最先看到成效。如百度已于 2023 年 4 季度逐步开始试点，截至最新，已带来超过 1 亿元广告收入，管理层预计 2024 年带来几十亿元广告收入，虽然对百度广告收入大盘贡献仍小（个位数收入贡献），但已足以证明 AI 的可变现能力。

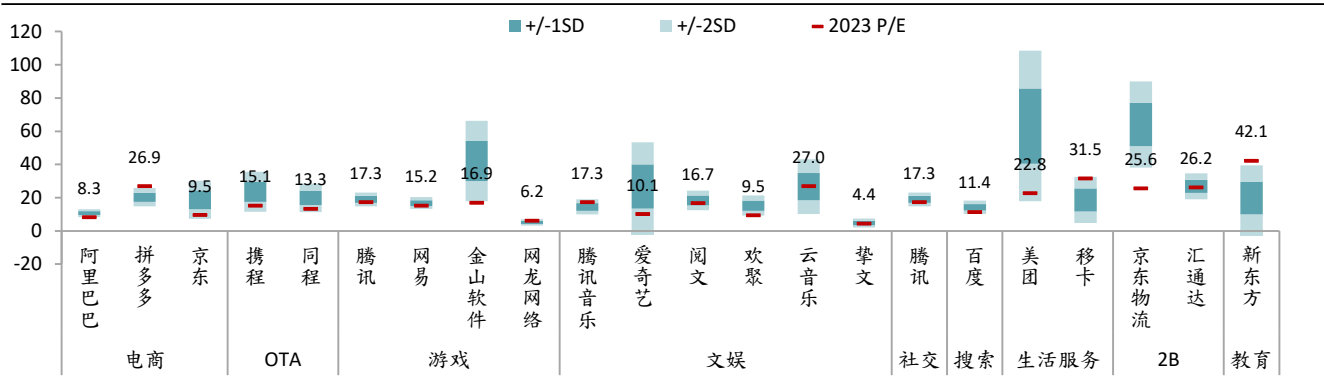
文娱：我们偏好短视频、在线音乐平台变现增长潜力。快手 DAU 持续向 4 亿目标迈进，电商驱动广告及佣金率变现增长。在线音乐随付费墙、精细化运营拓展会员转化，我们预计 2024 年腾讯音乐、云音乐季度会员增量 300/130 万。长视频寻求海外会员机会，并通过 ARM 优化促进收入/利润健康增长。短剧市场快速发展将促进：1) 上游网文平台中长尾内容变现；2) 短视频等流量平台外循环广告增长。

图表 1: 覆盖公司重点选股指标

		——收入增速——		——运营利润率——		股东回馈		目前估值		
公司名称	股票代码					2023年股息率+ 2024年市		2024年市		创新业务
		2024年	2025年	2023年	2024年	2025年 回购	盈率	销率		
腾讯控股	700 HK	8%	7%	34%	34%	34%	1.9%	14.8	4.2	AI
拼多多	PDD US	31%	26%	24%	23%	26%		22.0	4.5	Temu
阿里巴巴	BABA US	10%	9%	23%	24%	24%	13.6%	8.3	1.3	出海/AI等
网易	NTES US	12%	12%	32%	32%	33%	2.2%	15.2	4.4	
美团	3690 HK	16%	14%	6%	11%	12%		14.3	1.6	
京东	JD US	8%	6%	3%	4%	4%	4.2%	8.8	0.3	
百度	BIDU US	10%	8%	21%	21%	21%	0.8%	11.0	2.0	AI
快手	1024 HK	13%	11%	8%	10%	14%	0.1%	17.3	1.8	
携程	9961 HK	15%	10%	28%	26%	28%		15.7	3.1	
腾讯音乐	TME US	1%	9%	19%	22%	23%	0.7%	15.8	3.7	
新东方	9901 HK	22%	18%	13%	13%	14%	1.4%	24.0	3.0	文旅
京东物流	2618 HK	11%	9%	1%	2%	3%		14.2	0.3	
好未来	TAL US	25%	18%	-2%	0%	3%		NA	4.5	智能硬件
哔哩哔哩	BILI US	18%	16%	-15%	-3%	5%	1.1%	NA	1.3	
金山软件	3888 HK	22%	12%	29%	26%	27%	0.6%	15.8	3.0	
爱奇艺	IQ US	5%	6%	11%	13%	15%		8.6	0.9	
同程旅行	780 HK	18%	13%	17%	19%	20%		11.5	2.1	
途虎	9690 HK	23%	19%	2%	8%	10%		21.9	1.6	
阅文集团	772 HK	9%	8%	21%	23%	25%		14.6	3.0	
云音乐	9899 HK	10%	14%	4%	8%	12%		19.0	2.0	
欢聚时代	YY US	3%	6%	6%	6%	7%	20.8%	8.6	1.0	
汇通达	9878 HK	15%	12%	1%	1%	1%		21.1	0.1	
挚文集团	MOMO US	-1%	5%	20%	21%	22%	13.8%	4.4	0.7	
顺丰同城	9699 HK	23%	19%	0%	1%	2%		45.6	0.5	
网龙网络	777 HK	7%	6%	18%	21%	23%	6.5%	5.2	0.9	
达达	DADA US	17%	17%	-1%	4%	6%		9.1	0.4	
移卡	9923 HK	27%	17%	8%	14%	17%		9.5	1.0	
高途	GOTU US	25%	24%	-3%	0%	5%	1.8%	36.4	1.2	
有道	DAO US	19%	15%	-9%	1%	3%	3.5%	NA	0.6	

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测 *按市值排序, 截至 2023 年 12 月 1 日, 阿里巴巴/新东方/好未来为 2024/2025/2026 财年

图表 2: 覆盖互联网公司 2023 年市盈率 (倍)



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 2023 年 12 月 1 日

流量：行业总量空间不大，但银发经济、中产经济仍有增量...

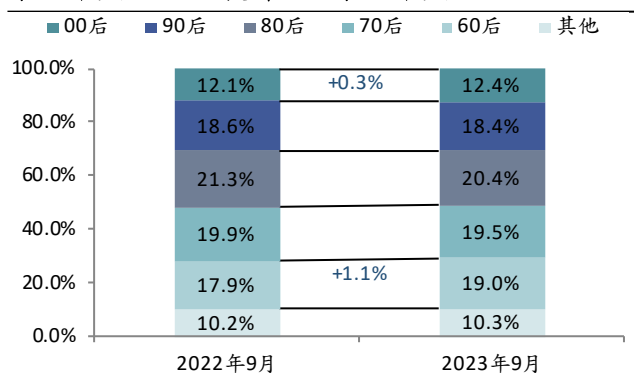
④ 银发经济

银发经济为在线旅游、购物 APP 带来用户增量：51 岁以上人群（银发人群）在互联网用户的比例仍在上升，QM 数据显示，2023 年 9 月，60 后互联网用户在全网用户中的占比同比提升 1.1 个百分点至接近 20%，从人均互联网使用时长来看，同比提升 6%。银发人群低线城市分布高于全网平均，但出现向高线城市转移的趋势，线上消费能力呈提升趋势。我们预计银发人群线上渗透率将继续提升，成为在线旅游 APP 和在线购物 APP 用户增量的重要来源，利好携程。

④ 中青年人群（25-50 岁）及年轻人群（24 岁及以下）

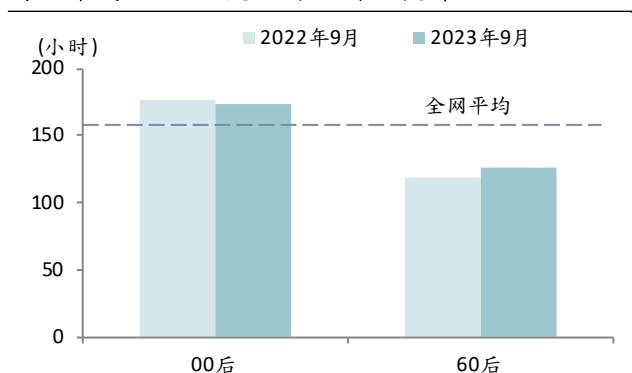
教育、旅游、线下演出等娱乐活动的主力消费人群。我们看好 2024 年该用户群体对亲子游（携程）、线下演出拉动旅行（同程、飞猪）、本地生活服务（美团）、教育（新东方、好未来、有道）、仓储/会员商超（盒马、东方甄选）消费的拉动。

图表 3: 互联网用户年龄分布：60 后占比提升 1.1 个百分点，00 后提升 0.3 个百分点



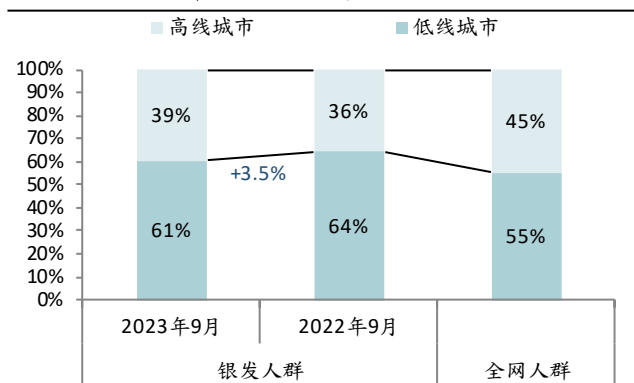
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 4: 互联网用户月度人均使用市场：00 后远超行业平均，60 后使用时长同比提升 6%



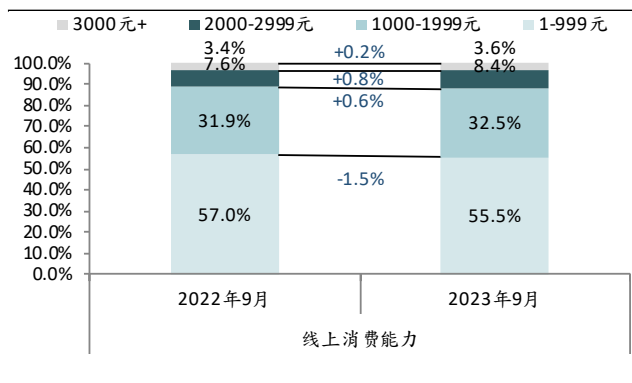
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 5: 银发人群低线城市分布高于全网平均，但出现向高线城市转移的趋势



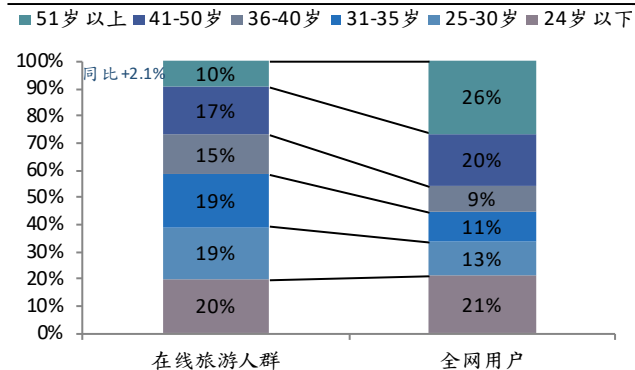
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 6: 银发人群线上消费能力呈提升趋势



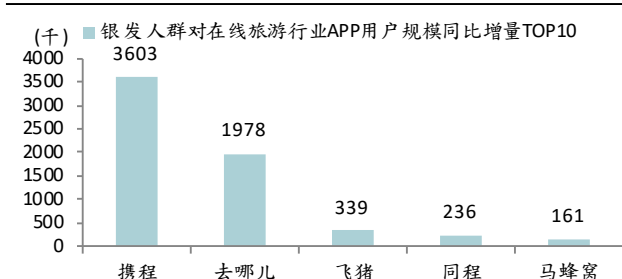
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 7: 在线旅游 APP 用户中 51 岁以上用户占比提升, 较全网用户渗透率仍有提升空间



资料来源: QuestMobile, 交银国际*2023 年 3 月

图表 8: 银发人群对在线旅游行业 APP 用户规模增量贡献主要利好携程



资料来源: QuestMobile, 交银国际*2023 年 9 月

...带来结构性机会：如旅游、教育、本地生活的新增需求

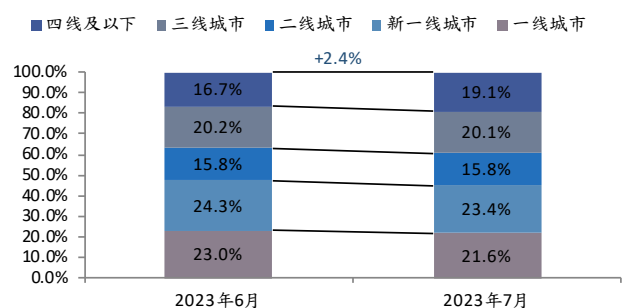
🕒 旅游：

我们预计 2024 年境内旅游行业恢复常态化增长, 但休闲游仍保持稳定增长且高于 GDP 的增长态势, 其中亲子游、银发旅游、演唱会/音乐节拉动异地旅行趋势将持续。

亲子游呈现多元化发展趋势, 研学游、主题公园、文博游、传统文化 IP 主题游等在恢复线下活动后实现快速增长, 我们预计 2024 年趋势持续, 随着出境供给的逐渐恢复, 出境长线亲子游将成为高客单价的重要支撑。我们预计出境游热度在 2024 年春节期间将超过暑期及 2023 年国庆黄金周。

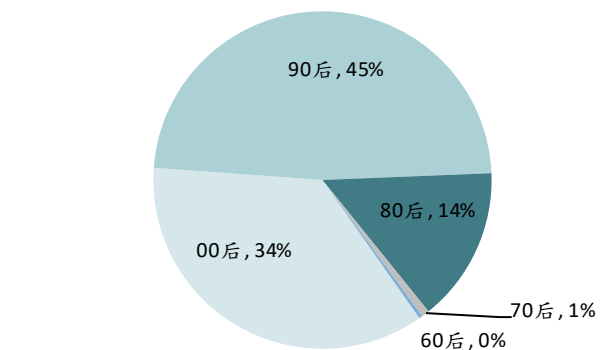
携程具有最广泛的家庭出行（亲子游）及出境人群覆盖, 新东方文旅亦将在研学游的带动下保持快速增长。演唱会/音乐节不断下沉, 将拉动用户规模的进一步提升, 并撬动当地旅游消费, 同程及飞猪受益于相对年轻的用户结构, 酒店及交通预订业务将保持增长态势, 同程在下沉市场用户优势更为明显。

图表 9: 随着演唱会下沉, 电影演出类 APP 在下沉市场用户占比提升



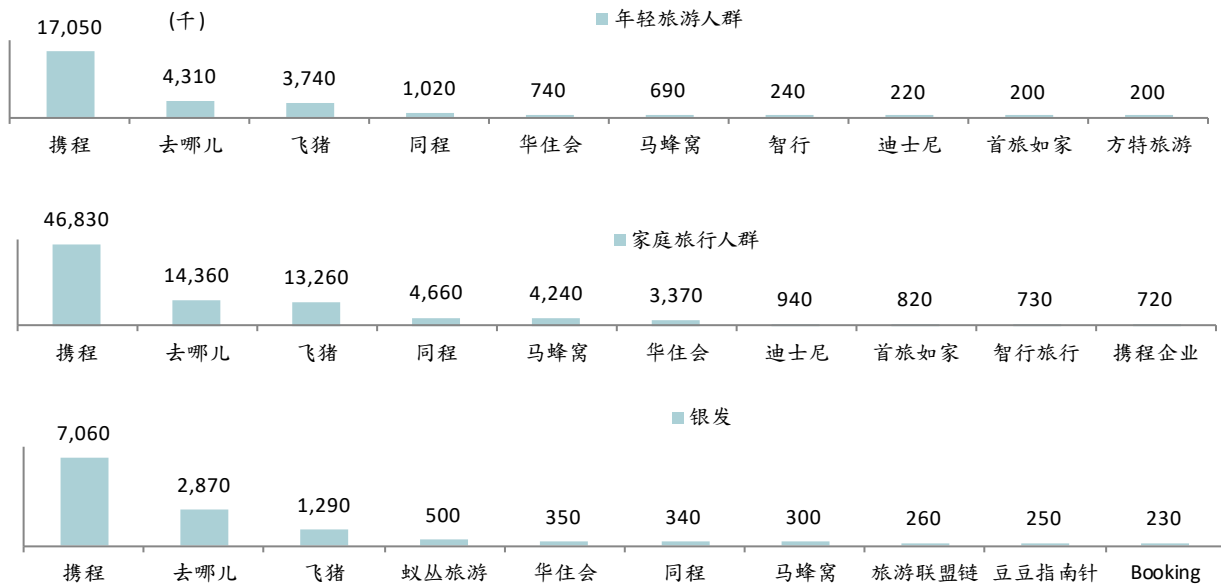
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 10: 在线演唱会/音乐节票务平台（大麦）APP 用户年龄分布：00 后及 90 后贡献近 8 成流量



资料来源: QuestMobile, 交银国际*2023 年 7 月

图表 11: 各典型旅游人群使用的前 10 大在线旅游 APP：年轻人偏好主题乐园，家庭出游 OTA 预订占比更高，银发人群对工具类产品偏好高于其他人群



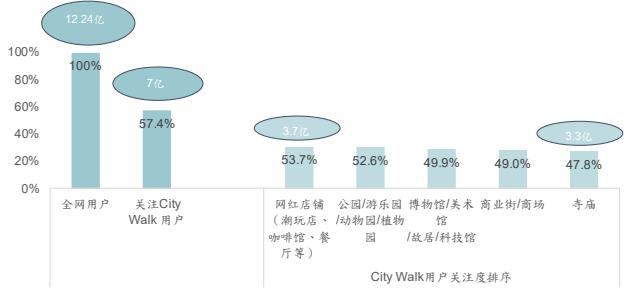
资料来源：QuestMobile，交银国际*2023 年 3 月，MAU 口径*年轻旅游人群：24 岁及以下；家庭旅行人群：25-40 岁；银发人群：51 岁及以上*同程小程序流量贡献超过 95%，该图中未能反映其微信小程序流量

本地生活：City Walk

City Walk 也成为今年用户喜好的旅游方式，受到全网将近 7 亿用户关注，其中，以网红店铺、公园/动物园等园区、博物馆/故居、商业街、寺庙为前 5 大关注场景，网红店铺关注人群达到 3.7 亿，主要包括潮玩店、咖啡馆、餐厅等热门店面。这也部分解释了我们此前看到的五一、十一出游数据中显示的，旅游景点消费金额相比 2019 年的下降，而相反，餐饮相关消费增速均在 30-40% 甚至以上。

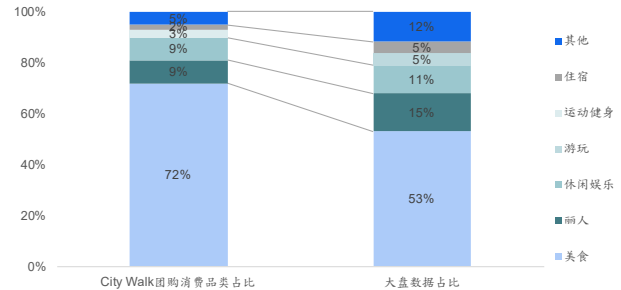
另一方面，CityWalk 除了改变旅游形式，也可看做成为与本地生活服务强相关的消费需求，直接拉动零售、餐饮、休闲娱乐场景消费。从洞见数据也可以看出，CityWalk 相关团购消费以美食为主，占据 72%，远高于大盘平均比例，直接利好美团、抖音代表的餐饮团购平台。

图表 12: 全网一半以上用户关注 City Walk，带动周边餐饮、景点、购物消费



资料来源: QuestMobile，交银国际

图表 13: City Walk 用户团购品类 vs. 大盘：餐饮团购占比高于大盘平均



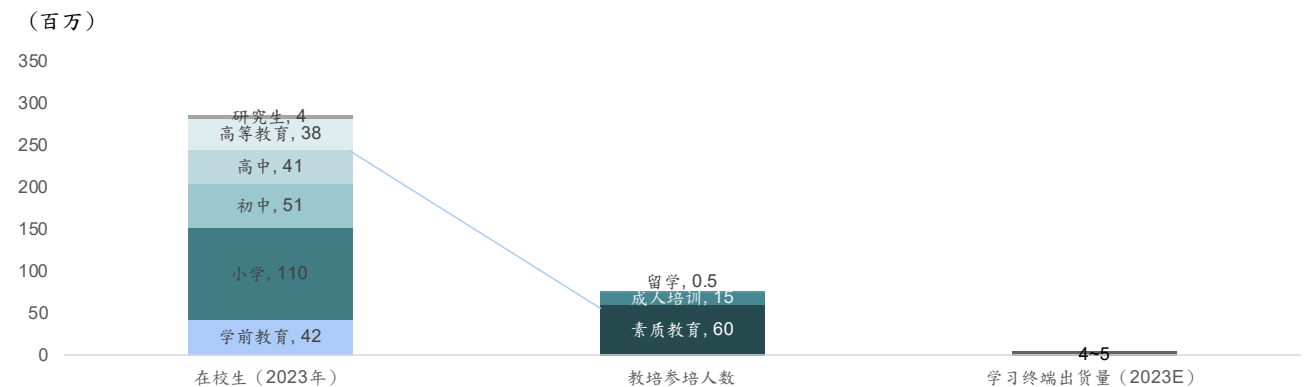
资料来源: 洞见，交银国际

教育：

随着素质素养教育的重视程度逐渐加强，青年人群对自身素质的提升需求、中青年人群对子女素质教育的重视，都将看到教育培训报名人次的持续提升。从行业规模上，我们认为 K12 素质素养教育培训增长潜力最大，长期或可达到 8000 亿-1.1 万亿元规模，对比 2019 年有 0.7-1.3 倍提升空间。教育行业格局分散，我们认为随着教育改革，市场格局或逐步呈现尾部出清，有资金实力且具备口碑优势的头部机构扩大招生规模，新东方、好未来等将受益。

2023 年，拥有教育内容及多年教育经验的公司发布智能硬件产品，行业百花齐放。随着教育相关 AI 大模型完成备案后向公众开放，得益于已有的丰富落地场景和教育需求，我们认为 AI 赋能的教育产品将可能成为最快落地的大模型应用场景之一，带动硬件产品销量提升，长期商业化落地前景可期。

图表 14: K12 素质素养教培行业人口覆盖面最广，仍有提升空间



资料来源: 统计局，教育部，万得，艾媒咨询，易观分析，IDC，交银国际预测

④ 仓储/会员商超：打造自营产品护城河取决于长期供应链建设，迎合新中产消费群体对“高品质性价比”产品的需求。

仓储会员店主要受众群体为生活在高线城市的中产群体，定位是高品质的性价比，而不是绝对的低价，以买手店、减少购物时间成本为核心亮点。仓储会员店通常位于郊区，拥有更大的营业面积，并通过精简 SKU 提高单品议价能力，降低采购成本，以不断提升产品价格竞争力。仓储会员店追求的是规模扩大而非单品利润率，仓储会员店多采用付费会员制，其核心指标是续费率和用户活跃度，自有品牌建设是提升会员粘性的重要抓手。

我们认为中国仓储会员店市场空间主要集中在 1 线/新 1 线和部分 2 线城市，参照 QuestMobile 中产人群数量（3-4 亿）、会员渗透率 20-30%、以及人均年消费 6000 元（以盒马鲜生数据为参考），我们估算仓储会员商超在中国的中长期销售规模为 3600 亿元-7200 亿元。

山姆以 45 家门店数量、600 亿元+销售规模（晚点数据）领先，本土品牌，如盒马自有品牌 SKU 快速迭代的过程中，向上发展会员店，向下发展奥莱和邻里模式，探索多类型业态发展。盒马推出“移山价”提高价格竞争力，精简 SKU，推进新的采购模式和折扣化变革，线下价格下降 2 成。

东方甄选亦在通过供应链建设打造自营产品护城河，虽单品销量规模不低于山姆，并拥有烤肠等爆品自营品，但其自营 SKU 还在爬坡期，迭代速度较为谨慎，预计 2024 年自营品牌 SKU 突破 400+，达到山姆的 50%左右。

我们观察到仓储会员店自营品类重合度较高，本土品牌虽有运营优势（盒马快速迭代）、本地化（东方甄选文化输出），但产品差异化能力尚不突出。预计未来行业价格竞争持续，销售规模、供应链能力、运营能力将是领先厂商的竞争关键。

图表 15: 仓储会员店中国区运营数据对比：山姆销售额及会员数量最多，盒马自有品牌迭代速度更快，东方甄选自营品 SKU 还在爬坡期，但单品销量规模不低于山姆

	线下			线上
	山姆	开市客	盒马鲜生/X 会员店	东方甄选
门店				
门店数量	45	6	350/10	7 个直播间账号矩阵
覆盖城市	25 个城市	5 个城市	27 个/4 个城市	NA
单店面积	2 万平方米	1.5-1.8 万平方米	4000 平方米/近 2 万平方米	NA
门店位置	距市区较近的郊区、新城区	商业综合体、产业园区等	居民区、商业区/郊区	NA
开店计划	开店速度约 6 家/年，预计 2023 年年底达 48 家	2-3 家新增/年	10 年内建立 1000 个盒马村	NA
会员				
会员数量	400 万+	首家门店开启后 37 天，注册会员数达 20 万	近 300 万	NA
会员年费	普通卡/卓越卡 260 元/680 元	299 元	盒马鲜生/X 会员 258 元/658 元	199 元
品类				
SKU	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★★	★☆☆☆☆
自有品牌数量/占比	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★☆☆☆☆
总销售额	★★★★★	★★☆☆☆	★★★★☆	★☆☆☆☆
自有品牌平均单品销售额	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★★
单店年销售额	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★★*
客单价，人民币	★★★★★	★★★★★	★★☆☆☆	★★★★☆
年消费金额/会员	★★★★★	★★★★☆	★★☆☆☆	★☆☆☆☆
商品周转率	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★★

资料来源: 公司官网, 公开资料, 晚点, 36 氪, 交银国际估算*东方甄选数据为截至 2023 年 5 月 31 日财年, 门店数据对应其每直播账号数据

行业创新、平台经济供给端恢复带来的机会

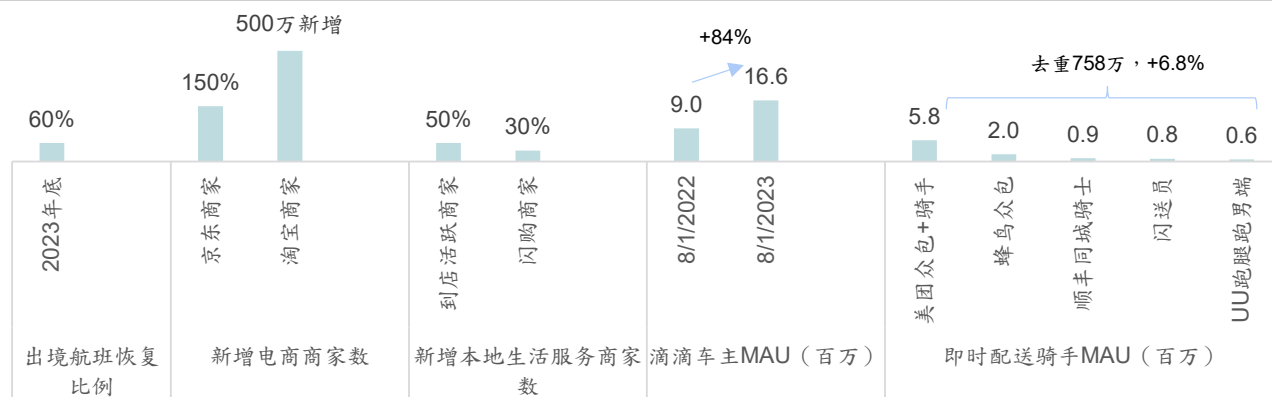
④ 平台经济供给恢复、平台创新，将为行业带来新的增长机会

* 平台供给提升，拉动平台活跃度，提升交易规模

2023 年线下活动逐渐恢复，各平台各行业供给回归，尤其是出境航班的恢复、网约车、即时配送骑手活跃人数均有所提升，直接拉动行业业务量的增长，同时由于供给提升，单价/单均成本有所下降。但是，由于出境航班到 2023 年底也仅恢复到 2019 年的 6 成，恢复趋势将持续到 2024 年，拉动 OTA 行业出境业务需求增长，同时利好收入、利润优化。

2023 年的另一趋势，在于平台转型及战略扩张，主要体现在电商平台及本地生活服务平台商家覆盖数量，这虽然部分体现了商户复常后的经营恢复，但更加体现了平台端战略刺激。受竞争压力，京东、淘宝均寻求转变，将用户活跃度、价格力、商户参与度等指标提升作为未来 3 年重点投入目标，在商家数量提升、用户回流后，长期将为平台带来更好的变现转化。美团闪购是美团即时零售战略的落地，管理层连续多个季度披露年活跃商户数量提升 30%，商户及品类的供给，也将长期为平台用户带来更多元丰富的商品，满足即时性需求。

图表 16: 行业供给提升，线上平台仍有增量



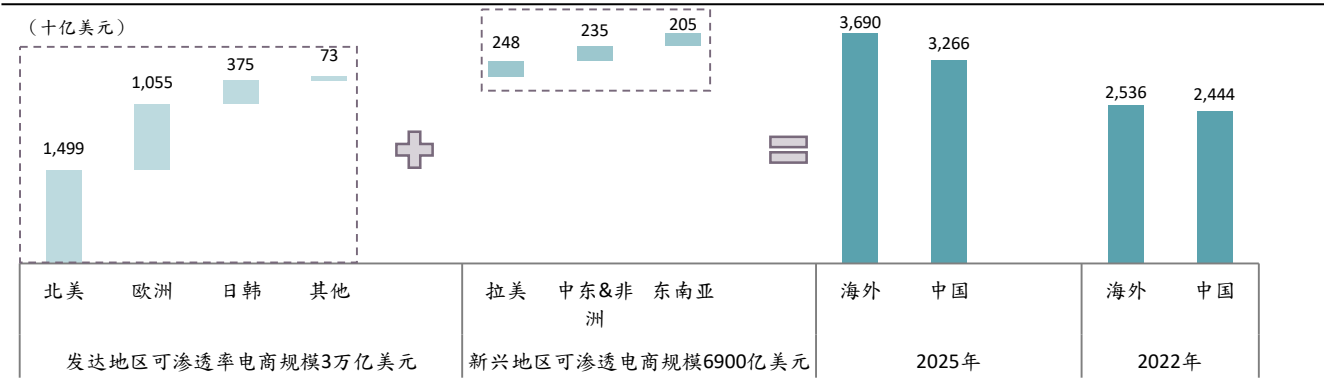
资料来源：公司资料，航班管家，Questmoible (2023 年 9 月)，交银国际

* 跨境电商

中国电商平台借助我国强大的供应链优势，在托管等模式的带动下，跨境电商业务快速发展。中国跨境电商平台为商家提供了新的流量增长机会，随着平台产品体系不断丰富、物流基础设施日益完善，我们看好跨境电商行业未来增长潜力。我们此前估算，中国电商平台出海可渗透率市场规模 2025 年达到 3.7 万亿美元（不包括印度地区），假设中国互联网公司在海外电商市场获取 5-10%（发达地区 5%，新兴地区 10%）的市场份额，则预计到 2025 年中国电商平台在海外的 GMV 达到 2200 亿美元。乐观假设下，按照 10-20% 的市场份额，海外 GMV 有

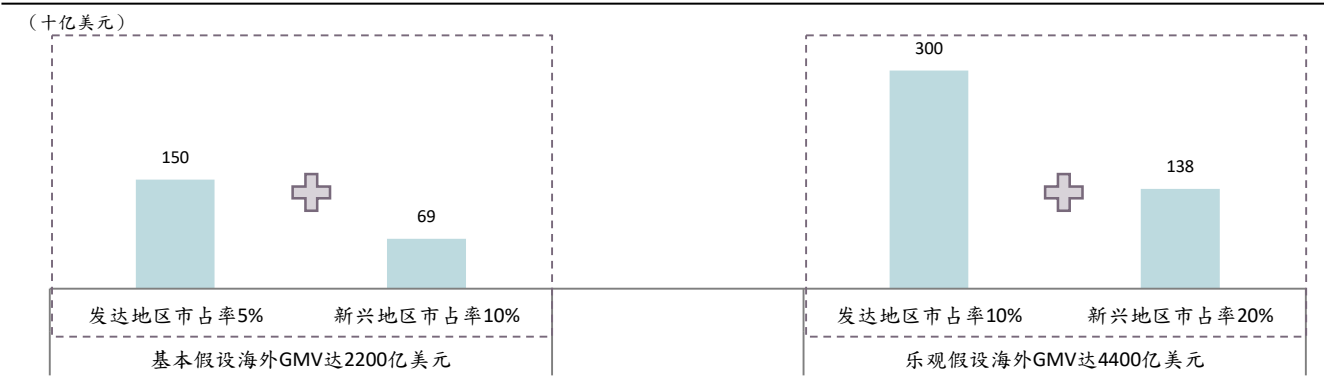
望达到 4400 亿美元。有商家资源、物流能力及平台流量的公司最可能
占领更大市场份额。

图表 17: 中国电商平台出海可渗透率市场规模 2025 年达到 3.7 万亿美元（不包括印度地区）



资料来源: eMarketer, 公司资料, 交银国际预测

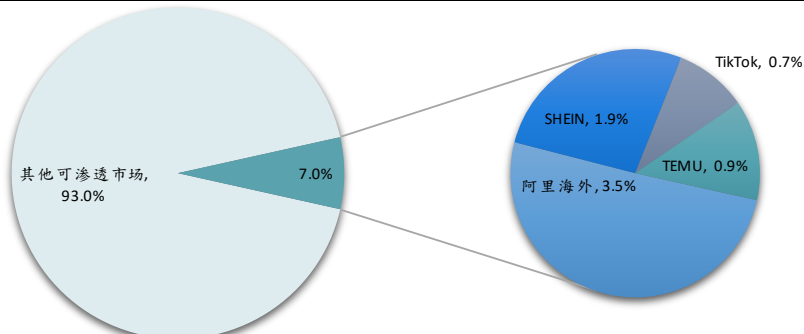
图表 18: 估算中国电商平台在海外的 GMV 规模可达到 2200-4400 亿美元



资料来源: eMarketer, 公司资料, 交银国际预测

我们预计 2024 年重点布局海外市场的电商或者跨境电商平台合计交易规模 2000 亿美元，其中阿里海外/SHEIN/TEMU 保持快速增长：受速卖通 Choice 拉动（单量占比预计~50%），预计阿里海外业务表现持续向好；TEMU 2024 年将加快美国市场以外地区的运营，美国地区亏损率预计有所收窄；Tik Tok 受印尼社交禁令的影响下架购物车对其东南亚发展带来短期不利影响，但长期受益于全球电商渗透率提升的大趋势不变。我们估算重点布局海外市场的电商平台对海外电商规模（可渗透市场）渗透率仅 7%，我们估算 2025 年或增至~10%，在海外电商市场的市占率仍低，阿里规模最大，TEMU 增速最高。

图表 19：预计 2024 年阿里海外平台、SHEIN、TikTok 和 TEMU 渗透海外市场约 7%



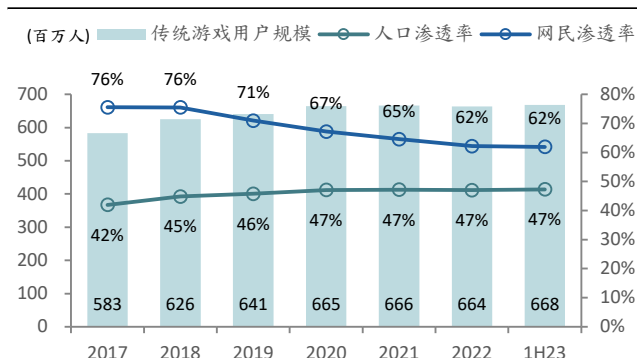
资料来源: eMarketer, FastData, 雨果跨境, 公司资料, 交银国际预测

跨境电商平台出海也将带来物流的增长机遇。根据灼识咨询数据，预计 2023 年中国相关的跨境电商物流市场规模将达到 1.4 万亿元，并预计 2023-27 年复合增长率为 18.5%，高于全球本地物流市场 9.6% 的复合增长率。中国物流公司在海外的布局包括本地物流、跨境物流及供应链服务，其中菜鸟以 15 亿+跨境包裹量（2023 财年），成为全球最大的跨境电商物流公司，市场份额在 2022 年达到 8.1%（灼识咨询）。我们看好菜鸟提供一站式端到端全球物流解决方案的能力，尤其是在跨境领域的资源布局和规模效应，相比其他中国公司领先优势明显。

* 小游戏打破游戏用户天花板，增长空间可观

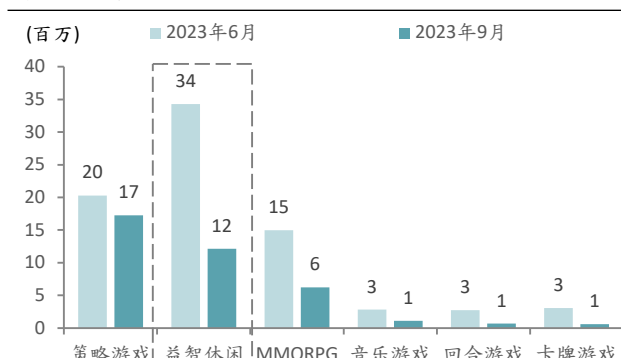
小游戏成为小程序变现最为成功的应用之一，对平台方、游戏行业的规模增量可观，对比传统游戏网民渗透率 62%（图表 20）持续 5 年呈下降趋势，休闲游戏用户在过去 2 个季度仍然维持了 3400 万/1200 万的净增用户数，领先于其他游戏品类，显示了用户对低门槛、碎片化游戏需求的增长。2023 年，游戏平台、游戏开发者加速布局，持续通过大流量平台的创新娱乐内容创造价值。

图表 20: 传统游戏用户规模相对持稳



资料来源: 伽马数据, 统计局, CNNIC, 交银国际

图表 21: 游戏细分行业 MAU 同比净增：休闲游戏排名前列



资料来源: QuestMobile, 交银国际

对比传统游戏，小游戏的推广，主要通过用户基数庞大的社交/媒体平台，有机会通过低门槛玩法、社交裂变渗透转化社交媒体平台泛用户，打破传统游戏用户天花板，带来市场扩容。

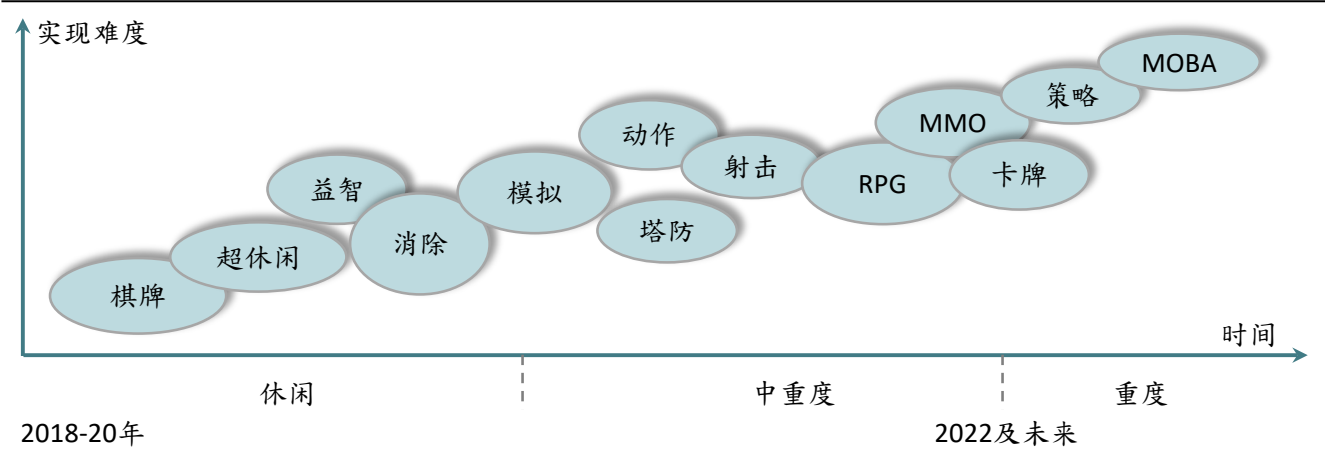
图表 22: 传统手游 vs.小游戏

APP 游戏			小游戏
	中重度手游	轻度休闲手游	
版本号	需要	需要	无内购仅需备案
产品特点	美术制作更精良、游戏玩法丰富	简单	简单
面向用户	偏硬核玩家	门槛低	门槛低，即点即玩
游戏场景	单人任务、多人对战	单人游戏，碎片化时间	单人游戏，碎片化时间
研发	研发测试周期长、投入高	研发周期短、投入相对低	研发周期短、投入低
生命周期	相对长，部分游戏>10 年	相对长，部分游戏>10 年	较短，随类型拓展、运营强化，有机会延长
变现方式	皮肤、道具、技能	广告、道具、技能	广告、解锁关卡
留存	社交、内容更新、内购促进高留存	玩法更新、内购促进高留存	长期留存率低

资料来源: 公开资料, 广东省新闻出版局发布《关于进一步规范国产游戏小程序备案工作的通知》, 交银国际

自从《羊了个羊》等小游戏火爆（2022 年 6 月-2023 年 2 月，广告营收破亿），吸引越来越多的开发者入驻小游戏平台，2023 年 6 月开发者突破 30 万（微信小游戏开发者大会），带动类型拓展、玩法升级，丰富多元化供给。

图表 23: 小游戏品类更趋多元化



资料来源: 微信小游戏孟令刚《2022 年微信小游戏内容与玩法观察》, 交银国际

由于小游戏在游戏受众、场景、研发周期/投入等方面与休闲手游类似，我们认为可参考休闲游戏，判断小游戏增长潜力。同时，我们看到，微信小游戏《咸鱼之王》MAU 已接近《王者荣耀》水平，显示小游戏用户规模潜力不输 APP 手游。

腾讯和抖音作为平台方或成最大受益者：一方面通过小程序承载更多游戏厂商入驻，作为平台方，均可分享开发者广告+内购收益（通常按 30-40%净收入记

账)，另一方面，在闭环生态下，小游戏厂商将通过平台内广告产品加快用户传播，促进平台广告收入提升。

腾讯管理层指引小游戏在社交网络/广告收入中占比个位数，我们假设 3-5% 占比，测算微信小游戏 2023 年流水收入约 200 亿元，游戏内购月度 ARPU 或超 60 元（按 5% 付费率），广告收入人均约 12 元/年，长期随品类拓展至中重度游戏，有望带动小游戏用户渗透率及 ARPU 进一步提升，规模仍有提升空间。

图表 24: 市场规模测算

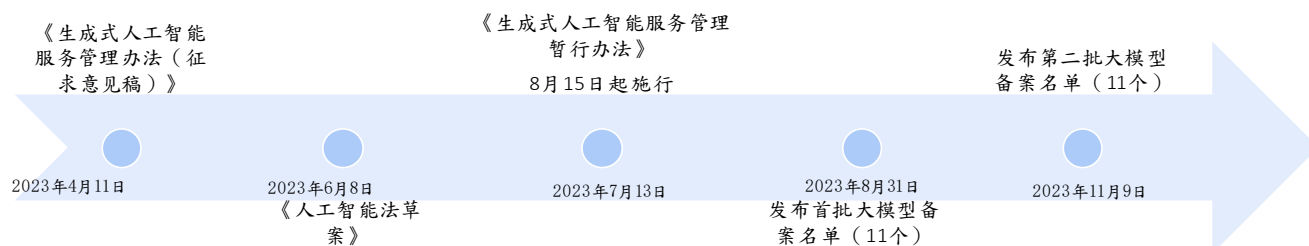
市场	需求侧			2023 市场 规模测算 (十亿人民币)	供给侧 开发者数量	代表游戏 游戏名称	MAU
	潜在用户 (百万)	游戏 MAU 2023 年 6 月 (百万)	渗透率	ARPU (人民币)			
端游	1079	150	14%	409	51 万	王者荣耀	146
手游	1213	600	56%	322			
休闲手游	1079	520	48%	65			
小游戏					30 万	咸鱼之王	138
腾讯	1047	400	38%				
内购				66			
广告				12			

资料来源: 公司资料, 伽马数据, 微信公开课, QuestMobile, 企查查, 交银国际预测*《王者荣耀》/《咸鱼之王》/《羊了个羊》MAU 为 7-9 月/9 月/6 月数据

④ 政策推动行业健康发展

2023 年上半年，在多次政府会议中，均强调了支持数字企业发展、健全中小企业创新工作机制，推动平台企业健康发展，鼓励头部公司探索创新，实现技术突破，与制造业、服务业深度结合，促进 AI 行业安全发展。

在新业务探索中，头部平台公司在 AIGC 与业务、行业的结合，在业务跨境出海等多方面进行布局，在保证公司现有业务健康的利润增长的同时，持续创新，支持经济增长。各个行业的支持政策和规范细化也陆续出台，例如教育行业对素质教育、职业教育/培训相关政策的支持和优化向导，指引行业健康发展，以及 AIGC 内容生成管理办法从《征求意见稿》到正式落地，只用了 4 个月时间，有利于大模型数据持续迭代及 AI 应用安全规范发展。

图表 25: 生成式人工智能 AIGC 相关政策迅速发布，有助于行业规范化发展


资料来源：中国政府网，搜狐网，交银国际

④ 技术革新，AI+，备案，AI 应用落地。AI 技术对产品的重塑

截至最新，已有 20+家厂商完成备案并陆续上线相关产品。展望 2024 年，我们认为大模型的发展一方面是数据的模型的持续迭代，另一方面是应用的落地。根据图表 26 对比来看，各家 LLM 大模型参数相差不大，相关 C 端应用主要集中在 AI 助手、创作及工作效率提升等产品。我们认为，对于 AI 助手相关产品，有用户流量的公司将最先受益，而 B 端应用分为两种，一个是对公司本身产品的重塑，有助于提升公司变现转化，另一个是向 B 端企业的渗透，或将加速互联网公司云服务及 2B 业务增长。

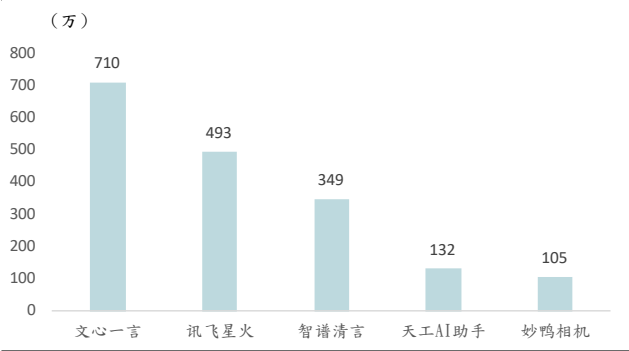
其中，我们倾向于看好具备资金优势、数据优势和技术优势的大公司在多模态大模型方向的迭代投入，以及其长期成长为用户 AI 助手的潜在可能性。目前看，根据 QuestMobile 数据，现有 AIGC 应用百度文心一言、科大讯飞讯飞星火月活跃用户领先，但从用户结构看，仍是以男性、80 后/90 后、一线/新一线用户为主，仍然处于尝鲜阶段。而目前垂直行业大模型针对行业实际经营过程中解决痛点的应用，可能会更快落地。

图表 26: 主要大模型参数及应用场景对比

公司	大模型	最高参数规模	预训练语料	组网规模 (GPU)	2C 应用/小程序 APP 升级应用	2B 产品升级/落地场景
腾讯	混元大模型	超千亿(NLP 大模型超万亿)	超 2 万亿 tokens	10 万卡	混元助手；腾讯文档，腾讯会议等	广告/金融/电力/客服/医疗/工业质检/营销
百度	文心大模型	千亿(2600 亿)	万亿网页、数十亿搜索/图片、百亿级语音	10 万卡	文心一言；百度文库，如流，地图，网盘等	轻创营销平台/应用开发工作台/灵境矩阵/千帆应用商店
阿里	通义大模型	万亿	2.2 万亿 tokens	10 万卡	通义千问；淘宝问问，钉钉	广告（万相台）
字节跳动	云雀大模型	NA	NA	NA	豆包	大模型服务平台“火山方舟”，2B 提供模型精调、评测、推理
快手	快意大模型	660 亿（千亿研发中）	NA	NA	主站内升级智能问答、AI 玩评	营销素材
华为	盘古大模型	千亿	3 万亿 tokens	NA	会议助手	面向气象/医药/水务/机械领域的科学计算大模型，面向金融领域财务异常检测
科大讯飞	星火大模型	千亿	1000 亿中文文本数据	NA	讯飞星火；讯飞写作	羚羊工业、科技文献、讯飞星火医疗，及金融/汽车/运营商/工业/住建/物业/法律等
商汤	日日新大模型	1800 亿	NA	NA	2C“商量 SenseChat”、图像生成“秒画”、下棋机器人“元萝卜”	虚拟人生成“商汤如影”
智谱 AI	GLM 大模型	1300 亿	NA	NA	“小呆对话”、“写作蛙”、图像生成 CogView	科技大数据应用“AMiner”、数字人生生成
百川智能	百川大模型	530 亿	NA	NA	知识问答、文本创作	Baichuan2-13B 医疗/法律/数学
出门问问	序列猴子	几百亿	1 万亿 token		奇妙文/魔音工坊/奇妙元	AI CoPilot-金融/法律/医疗/教育/传媒/汽车等
昆仑万维	天工大模型	千亿	NA	9000 卡	天工 AI 助手	智能客服、大模型知识库

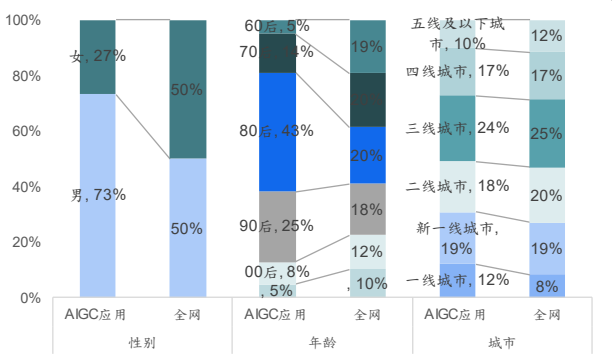
资料来源: 公司资料, 澎湃新闻, 凤凰网财经, 36 氪, 科创板日报, 芯智讯, 智东西, 晚点, 全景财经, 同花顺, CNBC, Techq, 交银国际

图表 27: AIGC 应用月度活跃用户数



资料来源: Questmobile, 交银国际, 2023 年 9 月

图表 28: AIGC 应用用户画像对比网民用户画像



资料来源: Questmobile, 交银国际, 2023 年 9 月

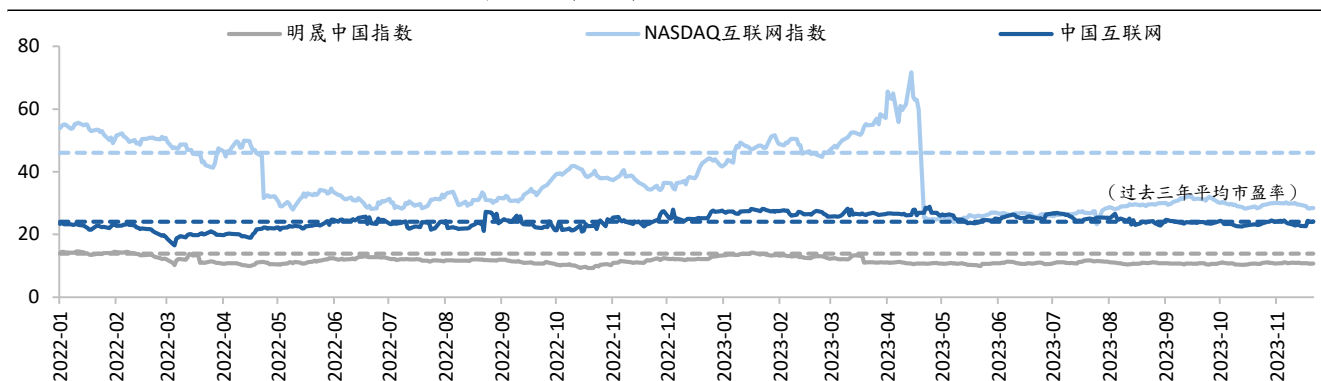
图表 29: AI+应用变现进度

AI+应用		产品	大模型	公司	应用/变现方式及进度
AI+教育	语言类	HiEcho	子曰大模型	有道	全面开放 APP 及微信小程序，虚拟英语口语教练不限时对话月费 68 元；旗舰版硬件产品搭载该功能
	解题类	AI 对话学	MathGPT 数学大模型	好未来	全面开放，与学习机结合提供 AI 对话学等功能，分步骤定位薄弱知识点
		讯飞写作	星火大模型	科大讯飞	落地学习机产品，提供英语口语陪练、中英作文批改、英语答疑辅学等功能
AI+内容创作	文字	阅文妙笔	中文逍遥大模型 序列猴子	阅文	对阅文旗下签约作者开放内测，辅助作家网文创作和 IP 孵化
		中文逍遥		中文在线	提升作家网络文学创作效率
		奇妙文		出门问问	全面开放，用户可登陆 AI 开放平台体验职场办公、市场营销、新媒体和创意写作等场景创作需求
	图文	通义万相	通义万相	阿里巴巴	免费开放，提供文生图、相似图片生成、图像风格迁移功能
		MiracleVision 奇想智能 知海图	AI 视觉大模型 知海图大模型	美图秀秀 知乎	单次或订阅收费，2C 文生图、AI 修图功能提升付费订阅转化 辅助提升内容创作效率，盐言故事智能配图，落地教育行业智能作业批改等
视频	I2VGen-XL	I2VGen-XL 开源大模型	阿里巴巴	魔搭社区开放体验，尚未变现	
	MagicAvatar AI 短剧 APP	云雀大模型 视频生成大模型	字节跳动 井英科技	辅助内容创作者视频/动画生成 即将全球发布，辅助短剧制作降本提效	
AI+电商	客服 数字人 推荐	京小智	言犀大模型	京东	基础版、轻量版（98 元/月）、专业版（198 元/月）
		慧播星	文心大模型	百度	生成数字人主播、脚本生成，降低成本
		淘宝问问	通义大模型	阿里巴巴	内测，提升商品推荐和搜索效率
		智能导购	文心大模型	百度	生成式 AI 导购，搜索+购物助手满足一站式购物需求
	运营	京东京言	言犀大模型	京东	品类咨询、送礼助手、经验分享、产品对比等功能
乐语助人等		乐言电商 GPT 大模型	乐言科技	智能营销话术、AI 机器人、售后处理等	
AI+广告	创意生成 投放建议	擎舵平台	文心大模型	百度	广告内容、素材生成
		轻舸平台	文心大模型	百度	帮助商家投放广告 ROI 提升，互动量百万级
		万相台无界版	通义大模型	阿里巴巴	淘系内一站式营销投放解决方案及运营分析
		阿里妈妈百灵	通义大模型	阿里巴巴	淘内外品牌推广一站式品牌经营
	腾讯广告	混元大模型	腾讯	广告素材创作、智能投放促进广告收入增长	
AI+工作效率	腾讯文档 腾讯会议 百度文库 钉钉	通义大模型	腾讯	会员权益中，超级会员年卡 158 元/季卡 48 元	
		通义大模型	腾讯	会员权益中，个人会员年费 288 元/商业版年费 4788 元/起步	
		文心大模型	百度	会员权益中，会员月费 18 元/年费 138 元	
		通义大模型	阿里巴巴	魔法棒邀请测试，提供写文案、生成图片、低代码数字化方案等功能	
	WPS	WPSAI	金山	付费测试 12 月上线	
AI 对话助手	混元助手	混元大模型	腾讯	小程序申请测试，免费	
	文心一言	文心大模型	百度	文心一言 3.5 版本免费开放，4.0 版本月费 59.9 元	
	通义千问	通义大模型	阿里巴巴	APP 及小程序开放体验	
	豆包	云雀大模型	抖音	网页及小程序开放体验	
	商量	日日新大模型	商汤	开放体验	
	天工 AI 助手	天工大模型	昆仑万维	APP 开放体验	

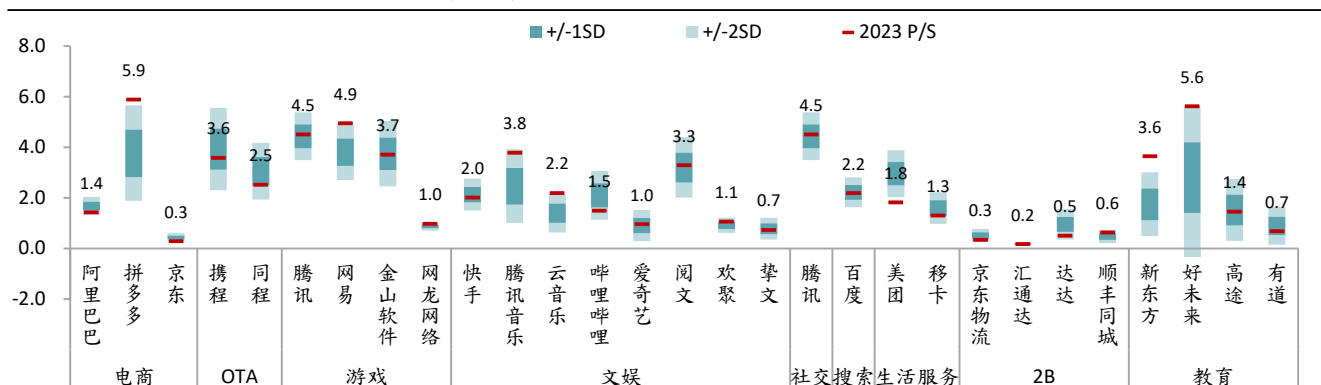
资料来源: 公开资料, 交银国际

估值机会：行业调整后，估值仍处在较低区间

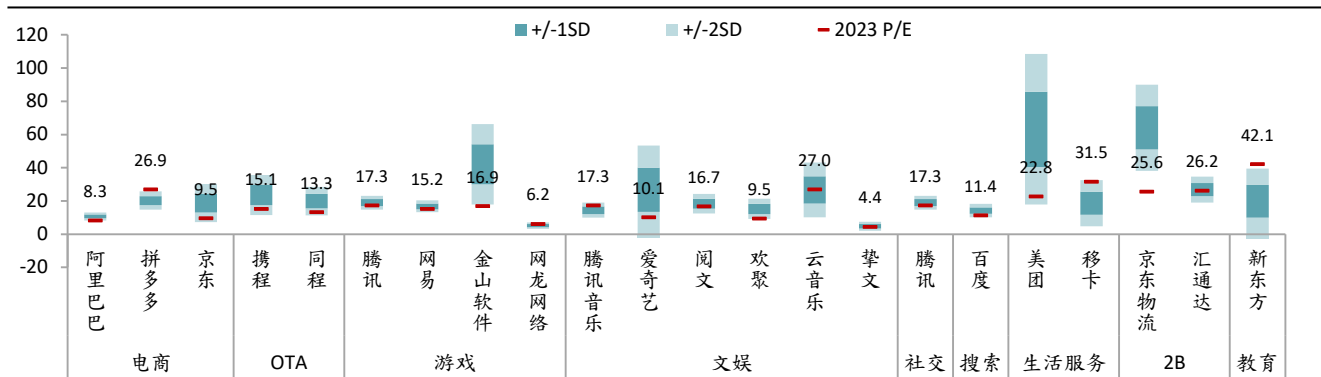
图表 30: 中国互联网行业 2023/2024 年预测市盈率为 18 倍/15 倍



图表 31: 覆盖互联网公司 2023 年市销率 (倍)



图表 32: 覆盖互联网公司 2023 年市盈率 (倍)



2023 年 12 月 4 日

互联网行业

图表 33: 互联网可比公司财务数据及预测

公司名称	股票 代码	报表 货币	收盘价	市值	市值 (扣除净 现金)	日均 成交额 (3M)	—市盈率—		—市销率—		——收入——		每股盈利 (交银/市场预测)		净现金
				(百万 美元)	(百万 美元)	(百万 美元)	FY23E (倍)	FY24E (倍)	FY23E (倍)	FY24E (倍)	FY23E (百万 报表货币)	FY24E (百万 报表货币)	FY23E (报表 货币)	FY24E (报表 货币)	最近季度 (百万 美元)
游戏															
腾讯控股	700 HK	CNY	319.0	388,243	383,137	647	17.3	14.8	4.5	4.2	615,652	663,058	16.84	19.76	5,106
网易	NTES US	CNY	113.5	73,189	58,552	104	15.2	15.2	4.9	4.4	105,747	118,178	53.21	53.31	14,637
三七互娱*	002555 CH	CNY	23.3	7,234	6,503	134	16.0	13.6	3.0	2.6	17,286	19,942	1.45	1.72	730
昆仑万维*	300418 CH	CNY	38.8	6,605	6,226	323	47.9	41.6	9.3	8.4	5,060	5,608	0.81	0.93	379
世纪华通*	002602 CH	CNY	5.8	6,022	6,022	95	27.1	20.8	3.1	2.8	13,704	15,272	0.21	0.28	-71
哔哩哔哩	BILI US	CNY	11.3	4,705	3,707	71	NA	NA	1.5	1.3	22,484	26,438	-8.16	-1.33	998
金山软件	3888 HK	CNY	25.5	4,457	1,689	18	16.9	15.8	3.7	3.0	8,573	10,470	1.38	1.48	2,768
完美世界*	002624 CH	CNY	13.3	3,608	3,209	60	24.9	17.7	3.2	2.7	8,164	9,543	0.53	0.75	399
游族网络*	002174 CH	CNY	12.6	1,621	1,526	37	36.6	30.1	4.3	3.3	2,702	3,498	0.35	0.42	95
网龙网络	777 HK	CNY	14.5	985	543	1	6.2	5.2	1.0	0.9	7,215	7,690	2.15	2.54	442
心动网络*	2400 HK	CNY	13.3	820	570	3	NA	15.1	1.5	1.2	3,977	4,719	0.42	0.81	251
中手游*	302 HK	CNY	1.5	514	514	1	9.8	6.1	1.0	0.7	3,648	5,011	0.14	0.22	-28
IGG*	799 HK	USD	3.3	505	331	1	NA	6.8	0.7	0.6	703	797	-0.03	0.06	173
祖龙娱乐*	9990 HK	CNY	2.0	201	27	1	NA	59.7	1.4	1.0	1,008	1,422	-0.34	0.03	173
艺电公司*	EA US	USD	138.0	37,120	36,696	251	19.3	17.7	4.9	4.6	7,627	8,069	7.15	7.81	424
平均							21.6	20.0	3.2	2.8					
社交															
腾讯控股	700 HK	CNY	319.0	388,243	383,137	647	17.3	14.8	4.5	4.2	615,652	663,058	16.84	19.76	5,106
微博*	WB US	USD	10.1	2,388	2,050	12	4.9	4.7	1.4	1.3	1,755	1,856	2.08	2.14	338
Meta*	META US	USD	327.2	840,731	797,991	6,058	21.9	18.1	6.3	5.6	133,659	151,190	14.96	18.04	42,740
平均							14.7	12.5	4.1	3.7					
电商															
拼多多	PDD US	CNY	147.4	195,887	161,562	885	26.9	22.0	5.9	4.5	237,684	311,300	39.16	47.93	34,324
阿里巴巴	BABA US	CNY	74.9	190,452	132,843	1,174	8.3	8.3	1.4	1.3	951,811	1,049,683	64.70	64.70	57,609
京东	JD US	CNY	27.4	43,106	14,548	315	9.5	8.8	0.3	0.3	1,079,170	1,164,817	20.59	22.28	28,559
唯品会*	VIPS US	CNY	16.0	8,684	6,149	45	7.1	6.8	0.6	0.5	111,282	117,050	16.10	16.85	2,535
亚马逊*	AMZN US	USD	146.1	1,509,699	1,506,628	7,111	40.2	32.0	2.6	2.4	570,588	636,869	3.63	4.56	3,071
eBay*	EBAY US	USD	41.0	21,284	21,284	245	9.7	9.2	2.1	2.1	10,058	10,308	4.21	4.45	-2,279
平均							15.0	13.0	1.4	1.3					
生活服务															
美团点评	3690 HK	CNY	87.9	70,255	51,805	401	22.8	14.3	1.8	1.6	275,044	319,722	3.53	5.62	18,449
携程	9961 HK	CNY	269.2	22,265	20,674	47	15.1	15.7	3.6	3.1	44,388	51,118	16.25	15.65	1,591
同程	780 HK	CNY	14.2	4,093	3,198	6	13.3	11.5	2.5	2.1	11,587	13,664	0.97	1.12	895
途虎	9690 HK	CNY	33.0	3,750	3,750	0	NA	21.9	2.0	1.6	13,415	16,537	0.40	1.38	-2,409
达达	DADA US	CNY	3.1	807	189	4	NA	9.1	0.5	0.4	11,429	13,404	-0.09	2.41	618
移卡	9923 HK	CNY	14.1	804	645	1	31.5	9.5	1.3	1.0	4,393	5,580	0.41	1.35	158
平均							20.7	13.7	2.0	1.6					

资料来源: 彭博 (截至 2023 年 12 月 1 日收盘价及市值, *为一致预期), 交银国际预测 *覆盖公司每股盈利数据及市盈率基于 Non-GAAP 预测

资料来源: 彭博 (截至 2023 年 12 月 1 日收盘价及市值, *为一致预期), 交银国际预测 *覆盖公司每股盈利数据及市盈率基于 Non-GAAP 预测

从机构持仓情况看子行业

我们分别从港股通及国际机构观察互联网/新经济公司持仓情况：

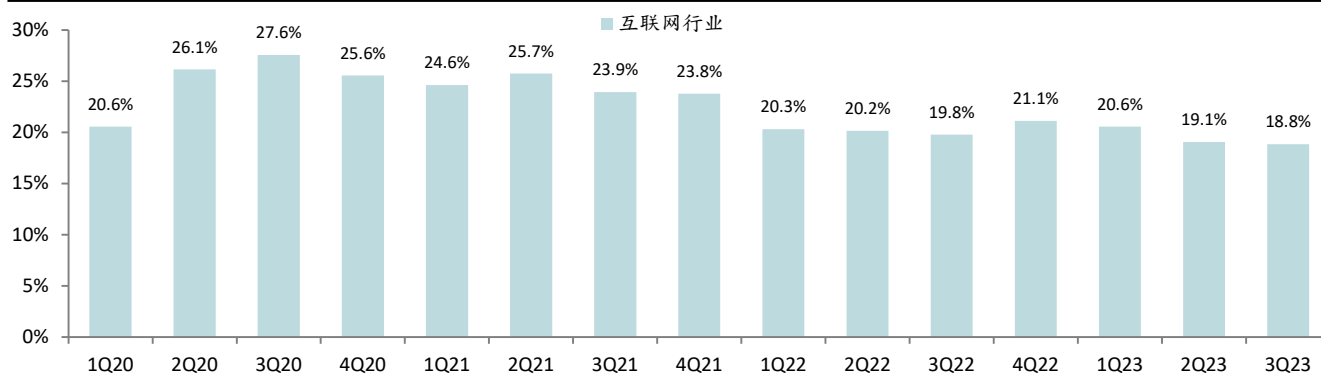
1) 港股通

截至 2023 年 3 季度，港股通对互联网/新经济行业的配置比例较 2022 年 4 季度/2023 年 2 季度仍呈下降趋势，位于历史 4 年最低水平。

自 2020 年以来，港股通在电商行业的持股比例整体呈下降趋势，并 2023 年前三季度降至 6% 左右；在广告和文娱行业的持股比例高于行业平均；软件开发行业增持趋势明显，3 季度已接近行业平均。

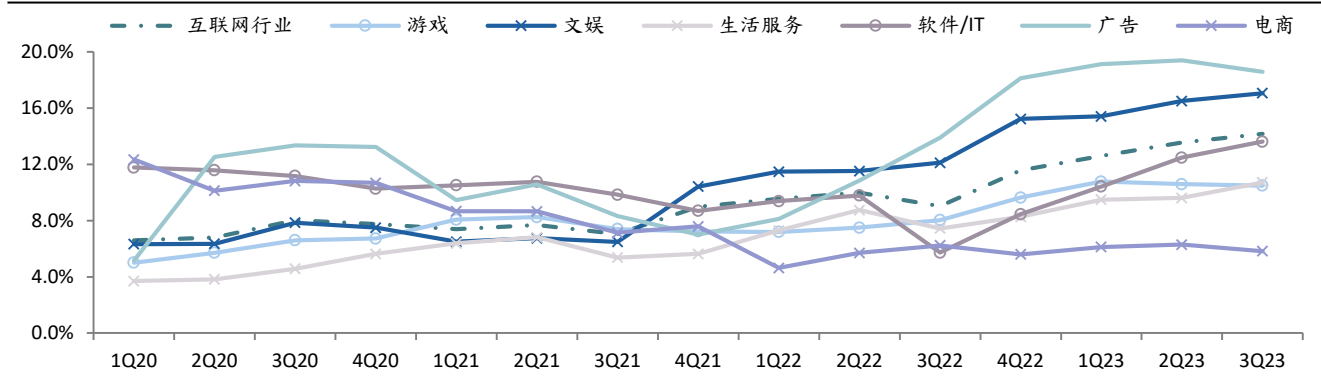
按持有市值排序，目前十大重仓股仍集中在头部互联网公司，及业绩增量较大的公司如快手、东方甄选。对比 2022 年底，增持最大的公司集中在软件/大模型布局公司，以及游戏/小游戏布局企业。

图表 34: 港股通互联网行业配置比例



资料来源: 万得, 交银国际

图表 35: 互联网行业港股通持股比例 (占比流通市值)



资料来源: 万得, 交银国际

图表 36: 2023 年 3 季度港股通持股情况

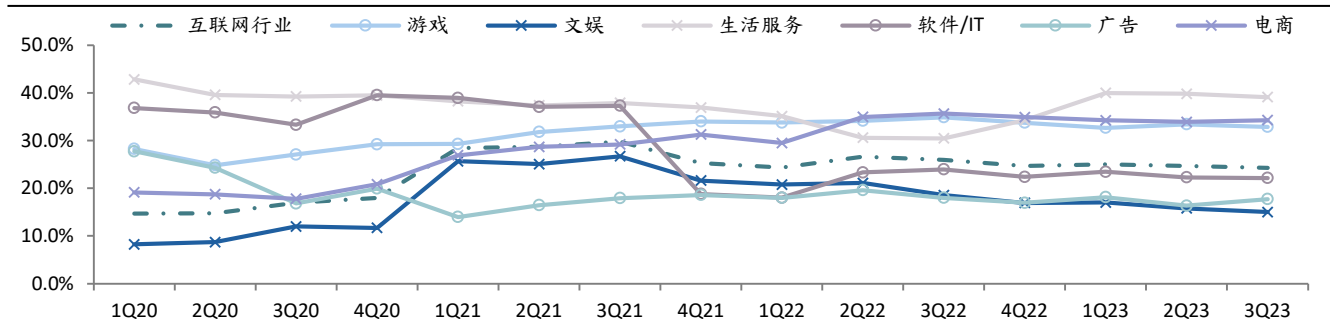
十大重仓股				十大增持股					十大减持股				
公司名称	股票代码	子行业	3Q23* (%)	公司名称	股票代码	子行业	3Q23* (%)	vs.4Q22 (%)	公司名称	股票代码	子行业	3Q23* (%)	vs.4Q22 (%)
腾讯	700 HK	游戏	9.7	阜博	3738 HK	文娱	27.2	9.8	IGG	799 HK	游戏	6.8	(4.1)
美团	3690 HK	生活服务	13.8	联易融科技	9959 HK	软件/IT	12.8	9.1	微盟	2013 HK	广告	23.0	(1.6)
快手	1024 HK	文娱	15.9	美图	1357 HK	软件/IT	21.8	8.5	香港科技探索	1137 HK	电商	0.9	(1.3)
东方甄选	1797 HK	电商	26.9	商汤	20 HK	软件/IT	13.5	7.5	数字王国	547 HK	文娱	1.4	(0.7)
金蝶	268 HK	软件/IT	23.1	祖龙娱乐	9990 HK	游戏	12.2	6.2	云音乐	9899 HK	文娱	0.2	(0.4)
金山软件	3888 HK	游戏	18.2	金蝶	268 HK	软件/IT	23.1	5.2	火岩	1909 HK	游戏	5.0	(0.3)
哔哩哔哩	9626 HK	文娱	14.4	明源云	909 HK	软件/IT	15.0	5.1	新意网	1686 HK	软件/IT	0.1	(0.2)
商汤	20 HK	软件/IT	13.5	创梦天地	1119 HK	游戏	14.8	4.9	汇量科技	1860 HK	广告	4.4	(0.1)
中国儒意	136 HK	文娱	20.4	汇通达	9878 HK	软件/IT	5.2	4.3	慧聪	2280 HK	电商	5.1	(0.1)
阅文	772 HK	文娱	14.3	金山软件	3888 HK	游戏	18.2	4.2	京东	9618 HK	电商	0.1	(0.1)

资料来源: 万得, 交银国际 *按持股市值排序, 占比流通市值 (%)

2) 国际机构持股情况

截至 2023 年 3 季度, 国际机构对互联网/新经济行业持仓仍主要集中在生活服务、电商及游戏, 持股比例高于行业平均, 与港股通偏好行业差异较大, 而对于文娱类公司减持比例较大。

图表 37: 港股互联网行业国际机构持股比例 (占比流通市值)



资料来源: 万得, 交银国际

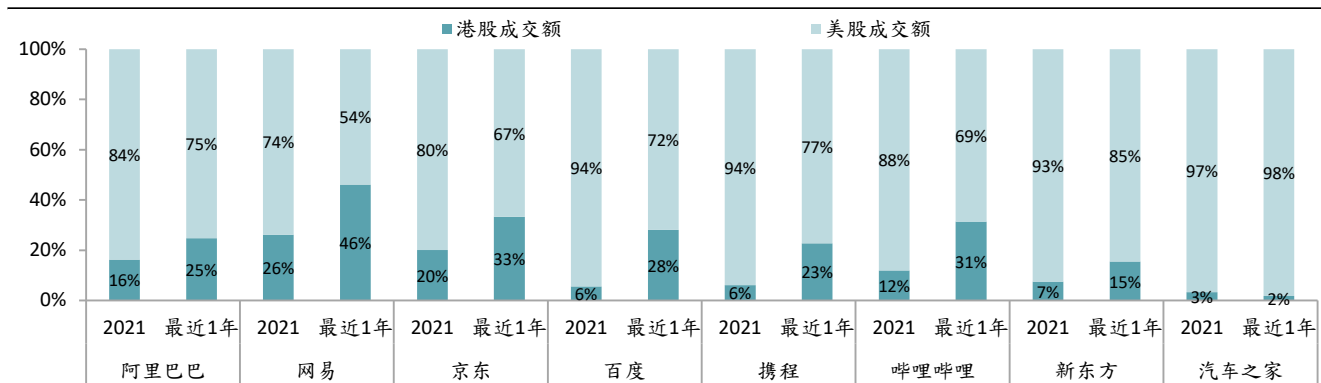
图表 38: 2023 年 3 季度国际机构持股情况

十大重仓股				十大增持股					十大减持股				
公司名称	股票代码	子行业	3Q23* (%)	公司名称	股票代码	子行业	3Q23* (%)	vs.4Q22 (%)	公司名称	股票代码	子行业	3Q23* (%)	vs.4Q22 (%)
腾讯	700 HK	游戏	33.5	柠萌影视	9857 HK	文娱	38.8	34.4	宝尊电商	9991 HK	电商	73.0	(19.7)
阿里巴巴	9988 HK	电商	33.1	心动	2400 HK	游戏	52.6	19.7	哔哩哔哩	9626 HK	文娱	34.1	(17.6)
美团	3690 HK	生活服务	43.5	美团	3690 HK	生活服务	43.5	8.6	数字王国	547 HK	文娱	27.4	(13.0)
京东	9618 HK	电商	58.3	携程	9961 HK	生活服务	17.6	5.4	快手	1024 HK	文娱	55.1	(8.5)
快手	1024 HK	文娱	55.1	商汤	20 HK	软件/IT	17.0	3.5	中国软件国际	354 HK	软件/IT	23.0	(7.0)
网易	9999 HK	游戏	18.9	马可数字科技	1942 HK	软件/IT	4.4	3.5	移卡	9923 HK	生活服务	33.4	(6.5)
百度	9888 HK	广告	26.0	猫眼娱乐	1896 HK	文娱	56.3	3.4	联易融科技	9959 HK	软件/IT	22.7	(6.5)
新东方	9901 HK	教育	72.7	百度	9888 HK	广告	26.0	3.2	神州	861 HK	软件/IT	9.0	(5.8)
携程	9961 HK	生活服务	17.6	东方甄选	1797 HK	电商	11.1	3.0	创梦天地	1119 HK	游戏	15.5	(5.5)
BOSS 直聘	2076 HK	生活服务	74.7	IGG	799 HK	游戏	17.3	2.7	金蝶	268 HK	软件/IT	44.2	(4.6)

资料来源: 万得, 交银国际 *按持股市值排序, 占比流通市值 (%)

3) 主要二次上市互联网公司港股/美股成交量占比

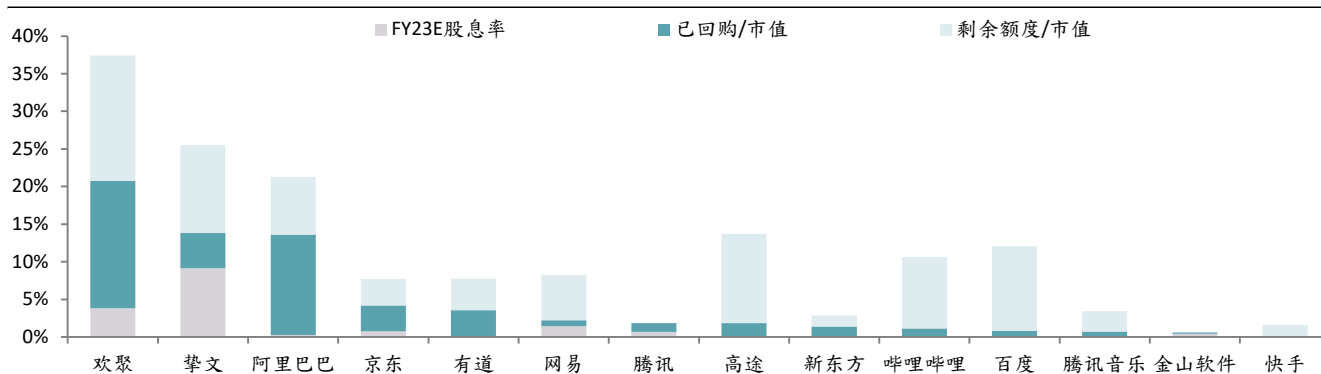
图表 39: 港交所二次上市互联网公司港股/美股成交量占比



资料来源: 彭博, 交银国际 *截止 2023 年 12 月 1 日

4) 回馈股东计划

图表 40: 覆盖公司回购金额/市值及股息率排序



资料来源: 万得, 彭博, 交银国际 *截止最新公司公布数据

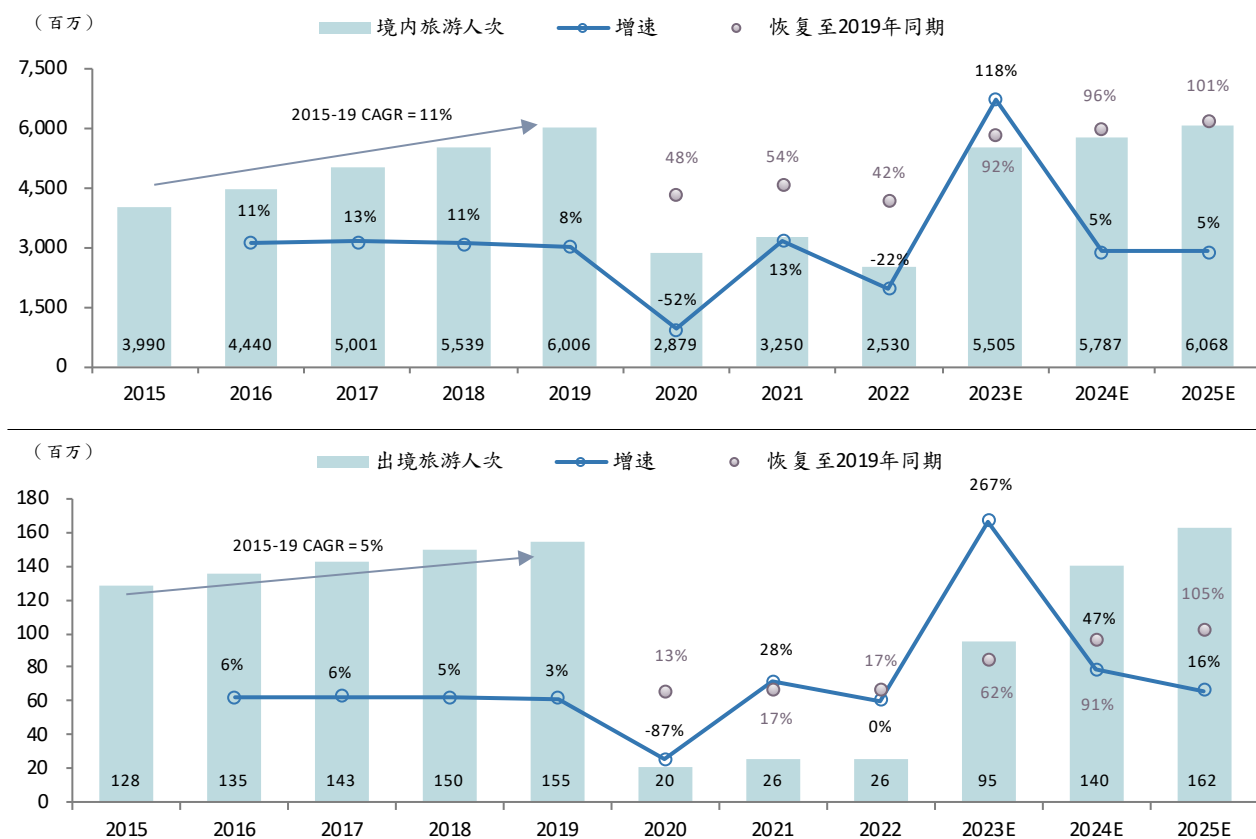
子行业-OTA：受出境恢复带动增长，境内增速放缓已反映在公司预测中

出境游恢复规模测算

我们估算 2023 年中国境内旅游支出恢复至 2019 年的 88%，出行人次预计达到 55 亿，恢复至 2019 年的 92%，相当于中国人均出行 3.9 次/年，对比 2019 年的 4.3 次/年，仍有恢复空间，我们预计 2024 年中国境内旅游出行人次有望继续提升，但相较 2023 年积压需求得到释放，以及出境游恢复对境内旅游的部分分流，预计境内旅游行业人次增 5%。

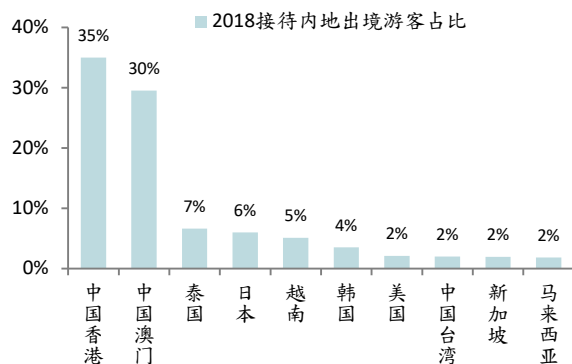
出境仍有恢复空间：我们估算 2023 年出境旅游人次恢复至 9500 万（上半年为 4000 万，中国旅游研究院数据），恢复至 2019 年的 62%（预计上半年 50%/下半年 75%），随着出境航班的继续恢复，预计 2024 年行业呈现继续复苏的趋势，旅游人次有望恢复至 2019 年的 9 成，人次较 2023 年增 5 成，远高于境内旅游人次增速。

图表 41: 预计 2024 年中国境内旅游人次增速为 5%，出境旅游人次接近恢复至 2019 年水平



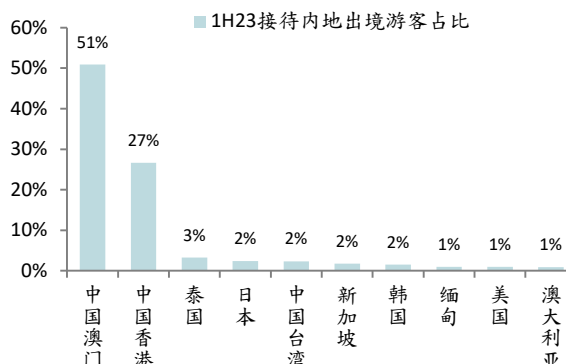
资料来源: 万得, 文旅部, 交银国际预测

图表 42: 2018 年出境游热门目的地



资料来源: 中国旅游研究院《中国出境旅游发展年度报告2019》，交银国际

图表 43: 1H23 出境游热门目的地排序变动不大



资料来源: 中国旅游研究院《2023 年上半年出境旅游大数据报告》，交银国际

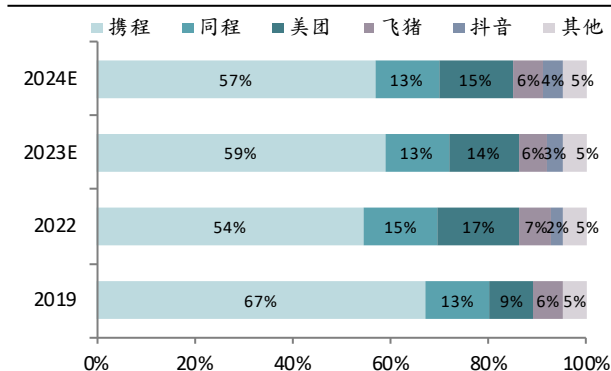
估值反映增速放缓预期，需求数据好转将有反转机会

从平台竞争格局来看，我们依然维持行业错位竞争、竞争格局良性的观点，亲子游、银发群体出游、演唱会下沉等拉动异地酒店需求等将继续成为行业增长点。行业近期进入出游淡季，对相关公司股价带来压力，但对 2024 年旅游行业收入增速放缓的预期已经反映在当前股价中，若出游需求释放好于此前预期，平台业绩仍有上调空间。

公司方面，偏好携程，看好公司在出境游产业链的领先地位。预计 2023 年 OTA 平台收入增速恢复至常态化增长，预计增速区间为 15-21%。预计 2024 年携程出境游及纯国际收入带动公司收入增长，境内收入个位数增长。

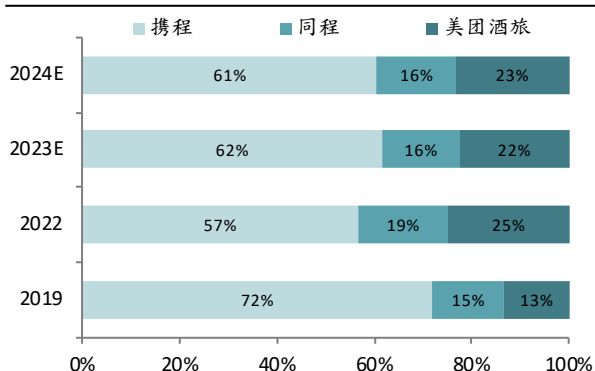
从利润率的角度看，预计携程利润率同比 2023 年高基数将有所下降，主要因 2023 年行业需求爆发早于公司营销投入，反映平台用户心智优势，调整后利润率较 2019 年提升 8 个百分点，提前实现公司指引长期利润率 20-30% 的上限，预计 2024 年恢复常态化营销投入后对利润同比增速带来一定影响，但中长期仍有望实现双位数利润增长。

图表 44: 主要 OTA 平台市占率预测 (GMV 口径)



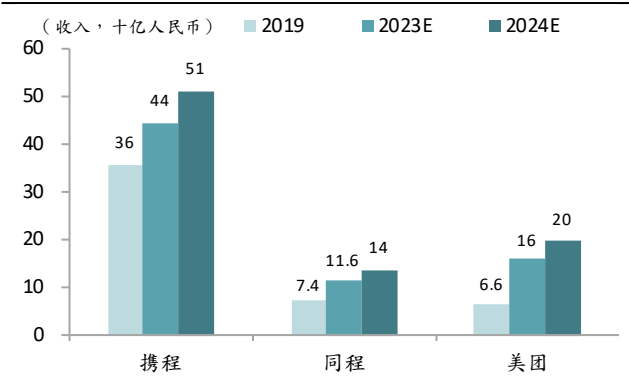
资料来源: 公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通，抖音为酒旅

图表 45: 主要 OTA 平台相对市占率预测 (收入口径)



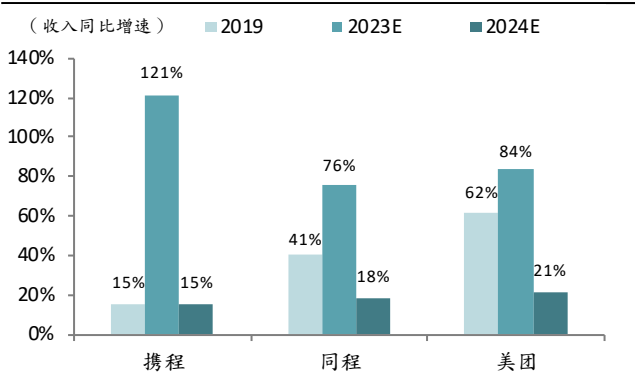
资料来源: 公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通，*其他平台收入规模未披露，我们估算市占率较小

图表 46: 收入规模：携程是同程的 3-4 倍，是美团的 2-3 倍



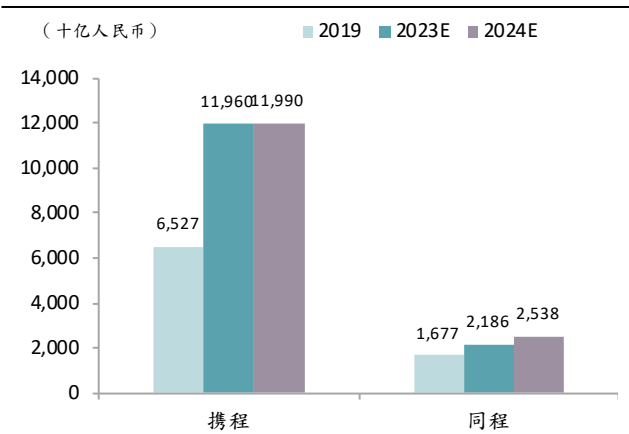
资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通

图表 47: 预计 2024 年 OTA 平台收入增速区间为 15-21%



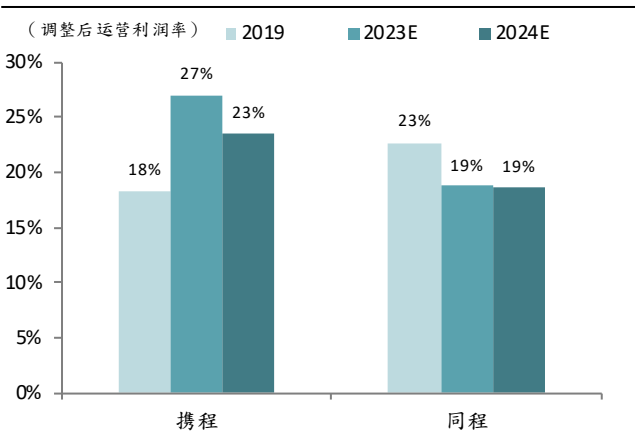
资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通

图表 48: 调整后净利润携程是同程的 5 倍



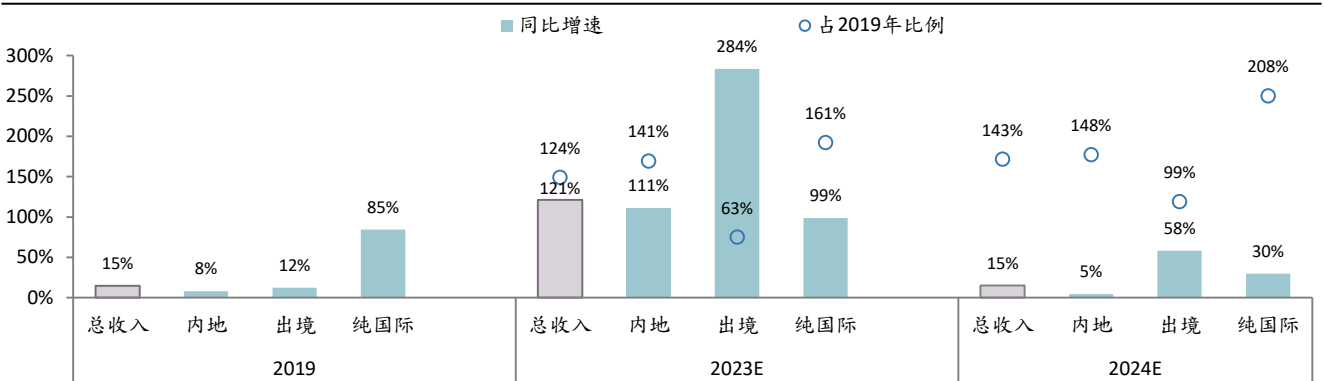
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 49: 预计 2024 年携程调整后净利润率较 2023 年高基数将有所下降；同程与 2023 年持平



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 50: 预计 2024 年携程出境游及纯国际收入带动公司收入增长，境内收入个位数增长



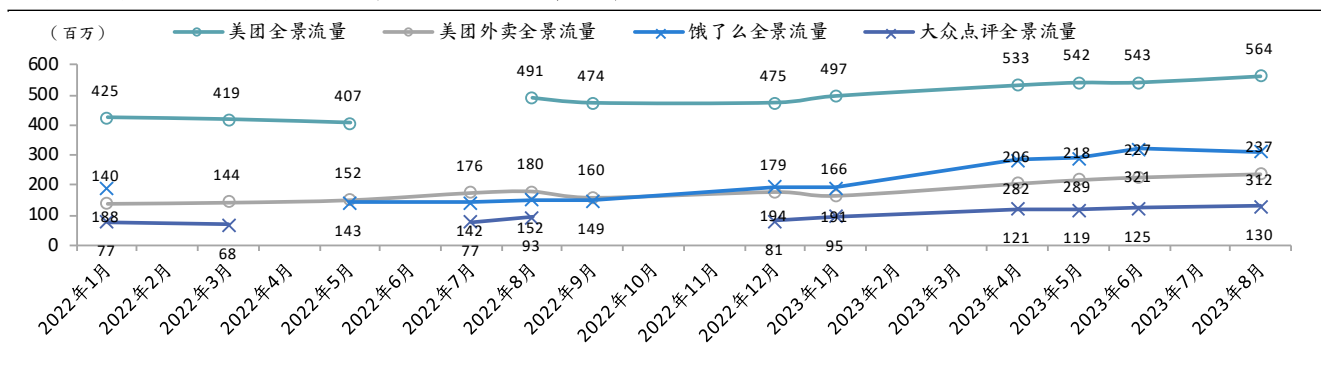
资料来源：公司资料，交银国际预测

子行业-本地生活服务竞争缓释，行业规模持续提升

本地生活服务行业规模持续提升，平台利润仍承压

2023 年，本地生活到店服务平台加大投入，以获取更大流量，根据 QuestMobile 数据显示，2023 年 8 月，美团、大众点评全景流量较 2022 年 12 月分别有 9000 万/5000 万的月活跃用户增量，体现了美团加大投入带来的流量效果以及 GMV 翻倍增长，带动行业规模及渗透率加速提升。

图表 51: 本地生活代表 APP 全景流量仍呈上升趋势



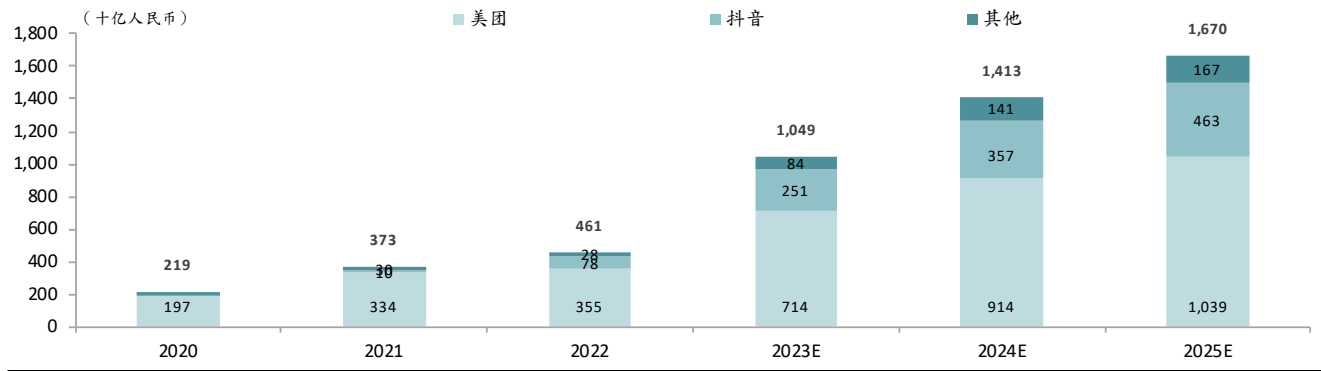
资料来源: Quest Mobile, 交银国际

对比 2023 年年中展望时的 GMV 估算逻辑，行业整体规模基本符合我们预期，但是我们根据美团本地生活服务业绩表现，上调 2023 年 GMV 估算从 6000 亿元人民币到 7000 亿元，行业规模合计估算已超 1 万亿元。抖音本地生活服务管理团队近期调整，相比于电商品类的丰富供给和商家渠道多元带来的价格竞争力。美团作为本地生活服务平台领先平台，在本地属性、店铺运营层面，以及用户消费的确切性和目的性上，仍有优势，可通过位置标签直接锁定本地商圈和用户群体，仍是商家日常运营主要平台。

同时，美团通过加速覆盖店铺数量，以及神券节、直播等形式，以及通过在低线城市的代理转自营，加强地推团队建设，加速在本地生活服务市场的防御及扩张。到 2024 年，虽然平台规模已翻倍，但从渗透率角度，行业线上化率仍有提升空间，用户体量及下单频次相比电商平台增势，也将持续稳定提升。预计 2024 年，美团到店 GMV 增速 28% 达到超 9000 亿元规模。

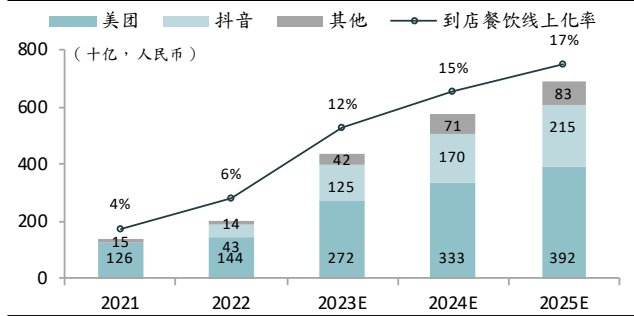
2023 年，我们估算抖音本地生活服务规模达到 2500 亿元，约是美团的 1/3，按餐饮、综合服务及酒旅三个主要品类划分，餐饮、酒旅核心优势更大，综合服务由于品类繁多，需要较强的本地属性及点评体系支撑增长，相比于美团到店规模仍有差距。预计 2024 年，抖音本地生活服务 GMV 规模达到 3500 亿元，同比增 40%+，仍然受品类扩充拉动。

图表52: 本地生活服务市场规模及格局（含到店餐饮、综合服务及酒旅）



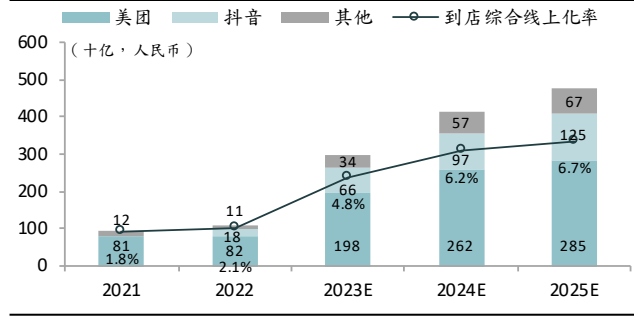
资料来源: 统计局, 公司资料, 交银国际预测

图表53: 到店餐饮业务主要玩家规模



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

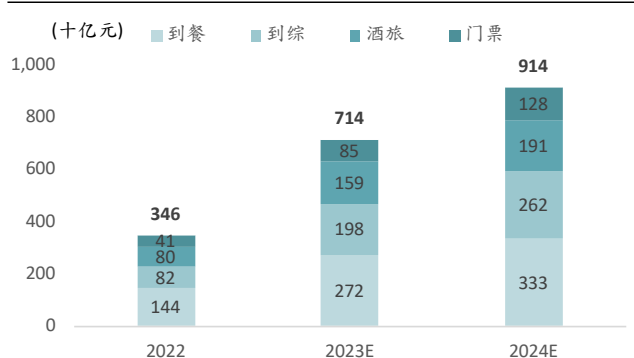
图表 54: 到店综合服务主要玩家规模



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

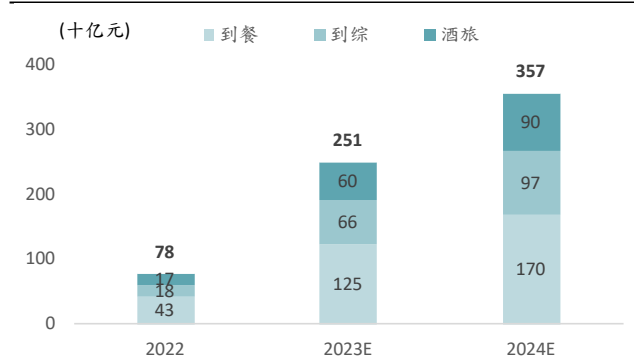
对于竞争, 我们认为美团与抖音的竞争仍呈各自差异化优势, 继续扩大市场。一方面抖音仍受益于流量优势, 可为商家创造爆品, 获客引流, 另一方面, 区别于直播电商货找人、不断创造购物需求, 可以使流量成为带动规模提升主要依据, 由于到店团购需要线下履约核销, 对商户承载能力、用户时间占用上均有较高要求, 因此我们对市场格局的判断, 仍然维持美团抖音 2:1 的判断。

图表55: 美团本地生活GMV分布



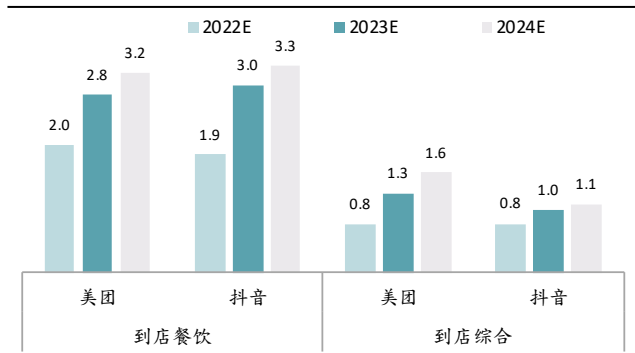
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 56: 抖音本地生活 GMV 分布



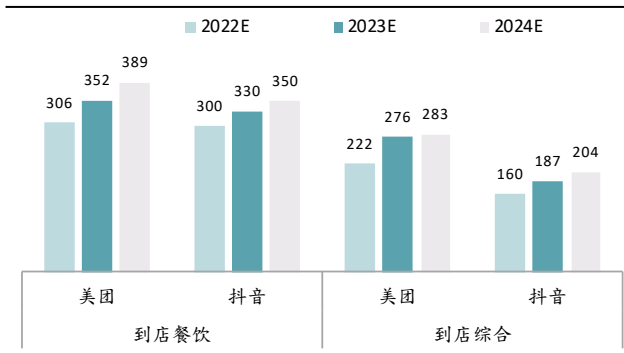
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表57:月下单频次仍呈提升趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 58: ARPU 进一步增长



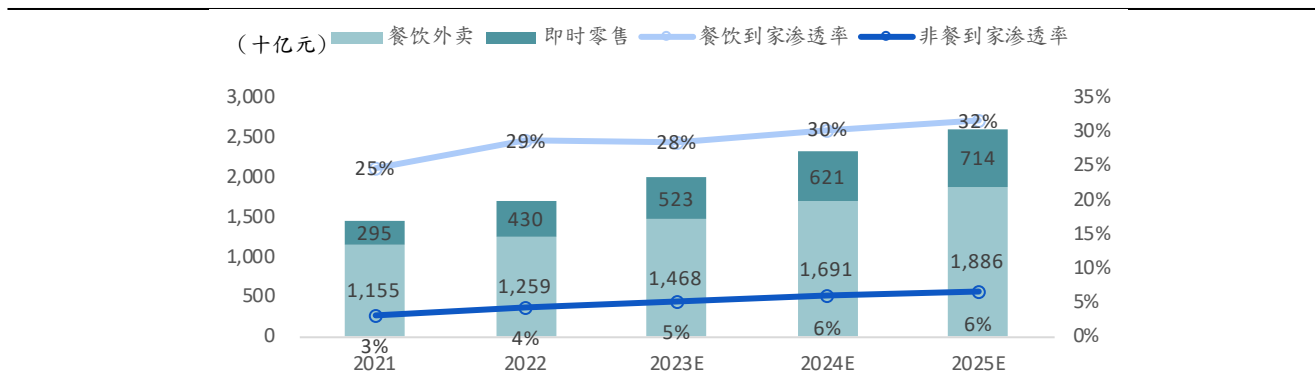
资料来源：公司资料，交银国际预测

即时零售及即时配送行业规模估算

即时零售仍然分为即时餐饮配送和非餐零售两大品类。2023 年，线下餐饮的恢复情况较好，餐饮配送行业线上化渗透率基本维持 2022 年水平，神抢手等营销活动，以及拼好饭、中小餐饮商家的恢复运营，都使得餐饮外卖单均价格有所下降，略微影响行业渗透率。

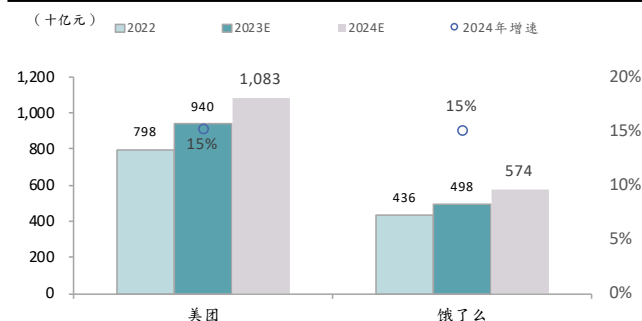
我们预计 2024 年，餐饮外卖增长仍主要依靠用户下单频次的提升拉动，从下单场景、下单时段等更多元需求入手，继续提升用户粘性。预计 2024 年 1 季度，单均价格仍然较 2023 年同期有较大下降，但 2 季度起将有所企稳，我们预计 2024 全年，餐饮外卖规模将接近 1.7 万亿元，同比增长 15%。即时零售平台，虽然由于 2023 年 1 季度的高基数原因，在 2024 年 1 季度也仍然将看到单均价格的下降以及单量或同比承压，但是，我们认为由于品类更加多元，即时零售全平台下单频次仍低，通过平台运营活动及补贴带来用户粘性增加，预计行业单量仍然呈稳定增长趋势，我们估算 2024 年行业规模增速 19%，至 6210 亿元，线上化渗透率继续提升。

图表59: 到家服务规模及线上化率



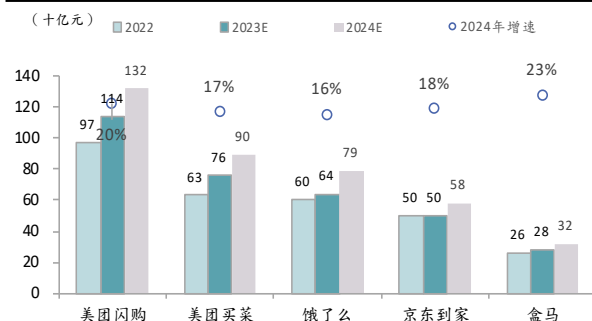
资料来源：公司资料，统计局，交银国际预测

图表 60: 餐饮外卖主要平台 GMV 预期



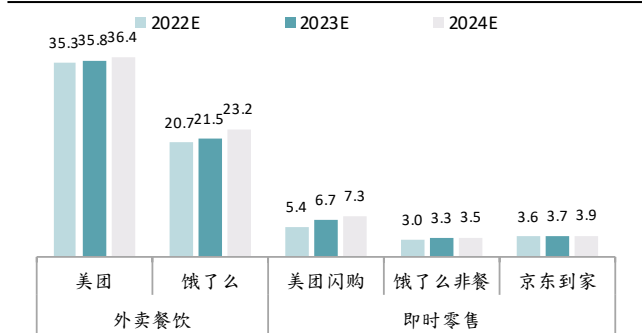
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 61: 即时零售主要平台 GMV 预期



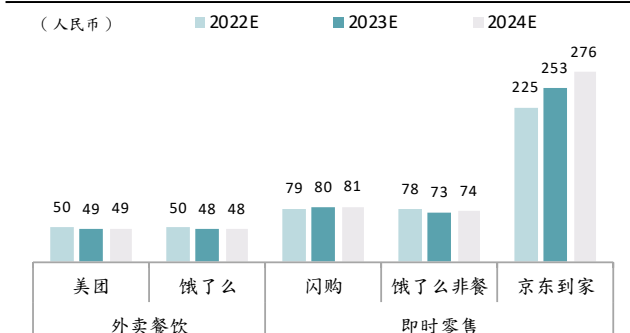
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 62: 年下单频次持续提升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 63: 餐饮 AOV 下降，零售品类拉动单价



资料来源：公司资料，交银国际预测

本地生活平台变现及盈利能力

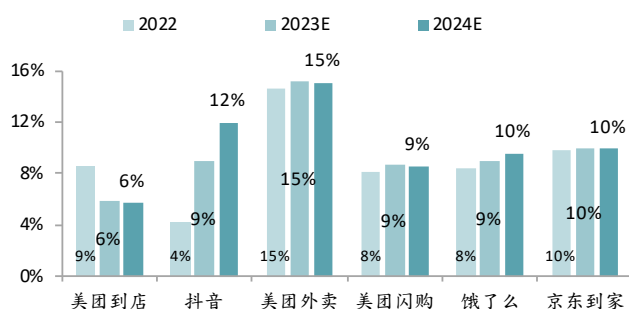
本地生活服务平台的变现能力是 2024 年关注的焦点。从变现率角度看，佣金收入的增长主要受到 GMV 增长拉动，而广告营销服务等相关变现情况，受到 1) 广告主投放意愿；2) 商户增值服务等相关变现情况，受到 1) 广告主投放意愿；2) 商户增值服务等影响。2024 年，我们预计，以美团为代表的本地生活服务平台变现率相比 2023 年企稳，但较 2022 年约 9% 仍有一定下降，主要由于美团在加速扩张进程中，面对低线城市商户的商户通会员费降费措施，以及美团在过去一年增加团购产品加速提升 GMV 及市占率，带来相对较低的货币化率。对于到家服务平台，我们预计餐饮外卖及即时零售平台的货币化率将维持相对稳定趋势。

从成本及利润趋势角度分析各平台变现能力，主要考虑补贴及地推成本的增加带来的利润率影响，以及单均配送成本对平台 UE 的优化作用。2024 年，本地生活服务平台，包括即时配送、支付、途虎汽修平台，调整后运营利润率均呈提升趋势，规模化效应持续体现。对于即时配送平台来说，随着骑手供给充足，单均配送成本也仍有优化空间，我们估算对比 2023 年，美团、饿了么单均配送成本或有 0.1 元/单下降，加上平台变现能力的提升，尤其是商户对于广告营销投放的需求提升，将缓解公司补贴力度加大和 AOV 下降带来的单均 UE 的压力。

虽然美团到店业务 2024 年利润率指引仍维持 30%-35%，低于 2022 年及以前的 40% 左右，但是从平台规模增长幅度及潜在变现带来的规模效应，以及行业的竞争格局及美团仍是商家日常运营的首选地位来看，利润率仍有机会恢复到 35% 或以上。

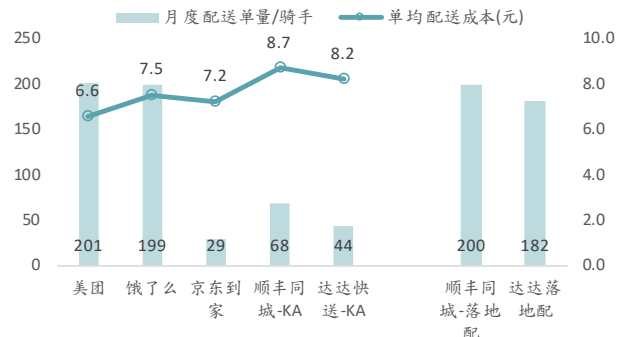
在公司的选择上，美团股价持续波动，但现价对应 2024 年市盈率仅 14 倍，我们若对标电商行业三大平台的估值水平，阿里/京东由于电商交易规模增长承压，现价对应电商业务 2024 年市盈率分别为 7-8 倍/9-10 倍，由于美团外卖、到店业务仍处于行业领先地位，虽然面临竞争，但在积极投入下，市占率已经相对稳定，考虑到美团核心业务 2024 年增速仍超 15%，我们认为给与 15 倍市盈率，对应其外卖 75% 市占率，到店 60% 市占率，仍属合理范围，最低估值水平也达到 95 港元/股，高于现价 9%。现价已是公司价值底部，未来美团股价向上空间大。

图表 64: 变现率对比



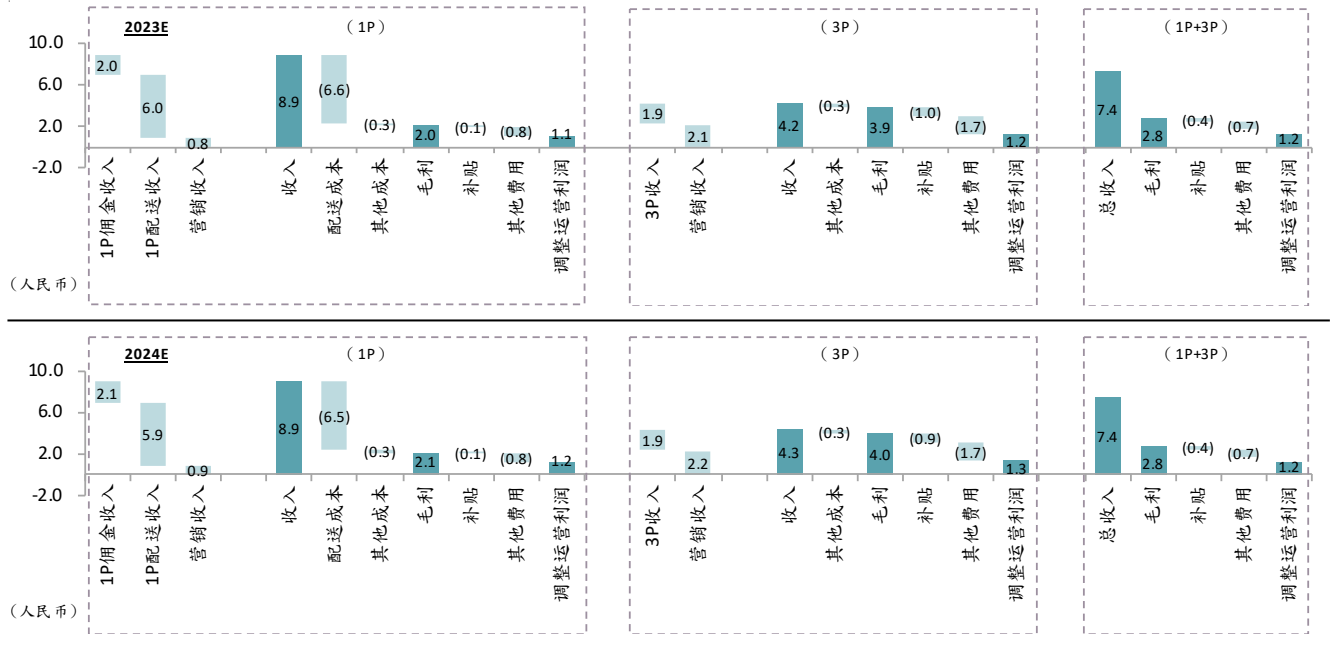
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 65: 每骑手月度单量对比



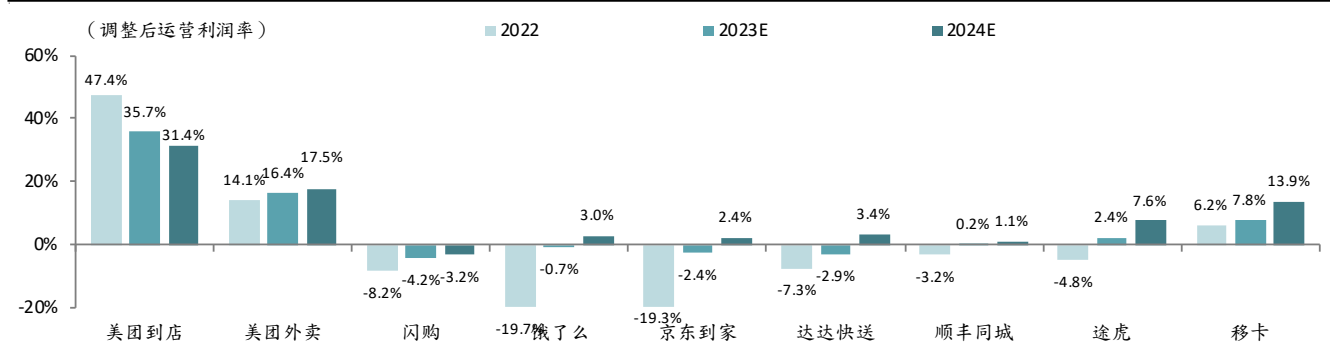
资料来源：公司资料，交银国际预测 *2023 年

图表 66: 2023-2024年，美团外卖UE估算



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 67: 2022-2024年平台经营利润率呈上升趋势，美团到店利润率先到2025年或有转机



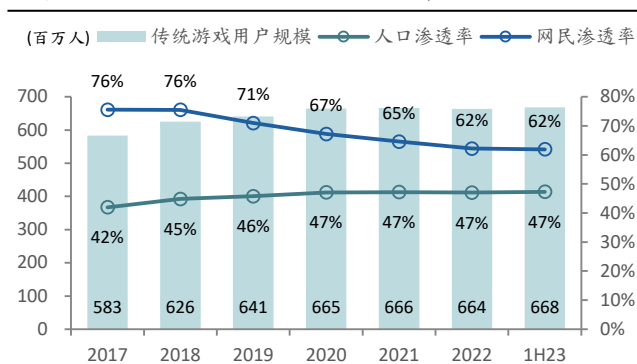
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

子行业-游戏：新游上线节奏逐渐清晰，小游戏贡献增量

行业大盘趋势

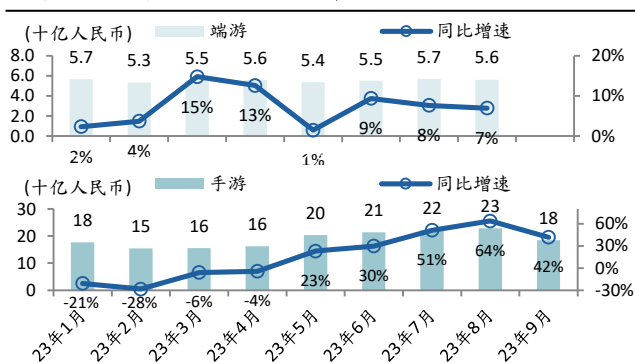
2020 年以来游戏用户规模相对持稳，本土游戏市场维持用户侧存量竞争。但新游供给增加刺激游戏支出增长，端/手游市场均维持复苏趋势。

图表 68: 传统游戏用户规模相对持稳



资料来源: 伽马数据, 统计局, CNNIC, 交银国际

图表 69: 大盘呈现复苏趋势

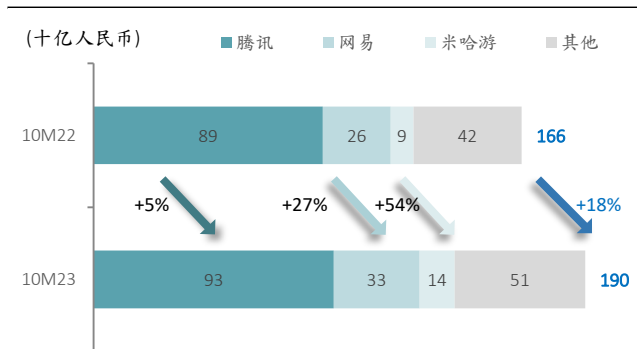


资料来源: 伽马数据, 交银国际

根据我们对手游大盘和头部公司重点手游跟踪数据, 1-10 月: 米哈游/网易增速领先 54%/27%, 主要受到新游《逆水寒》/《崩坏: 星穹铁道》的拉动, 这两款游戏均登 1-10 月 Top 10 流水榜单。腾讯流水增长主要集中在 1 季度和 3 季度, 季节性相对明显, 3 季度收入恢复正增长, 主要因《王者荣耀》等老游戏实现流水增长, 体现了运营强化下老游戏的稳定表现。

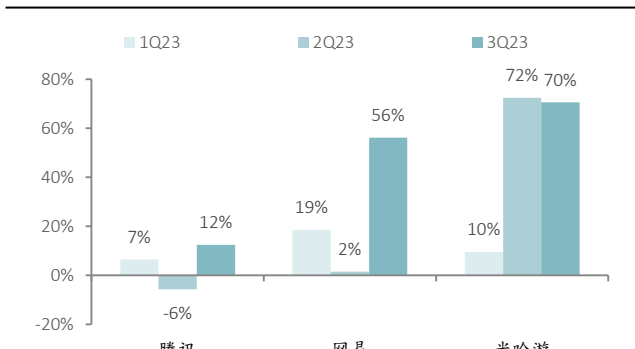
基于各公司 12 月及明年游戏上线计划, 如网易《燕云十六声》/《射雕》, 腾讯《元梦之星》/《三角洲行动》等, 我们预计新游增量贡献仍有望带动市场实现健康增长, 但考虑 2023 年重点游戏上线高基数, 预计增速将有所放缓, 我们预计 2024 年本土手/端游大盘增 8%/5%。

图表 70: 10M23 流水增速



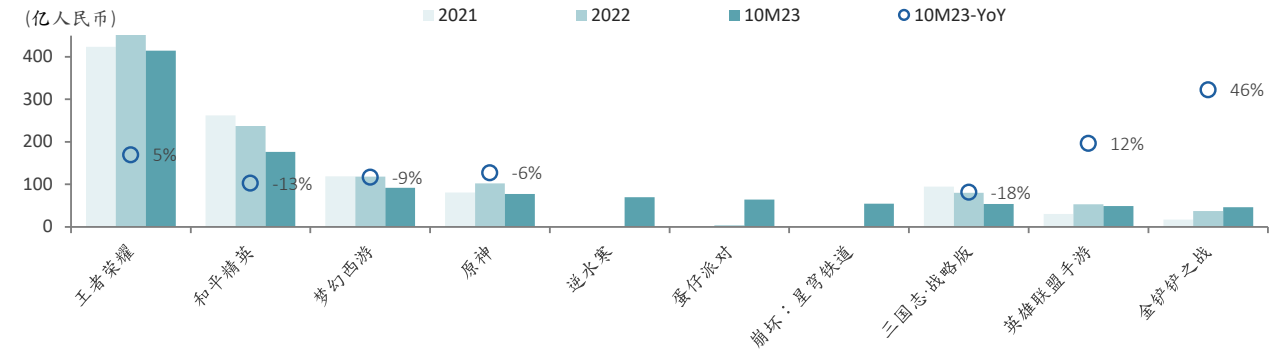
资料来源: 伽马数据, 七麦, Sensor Tower, 交银国际

图表 71: 新游驱动网易/米哈游流水加速增长



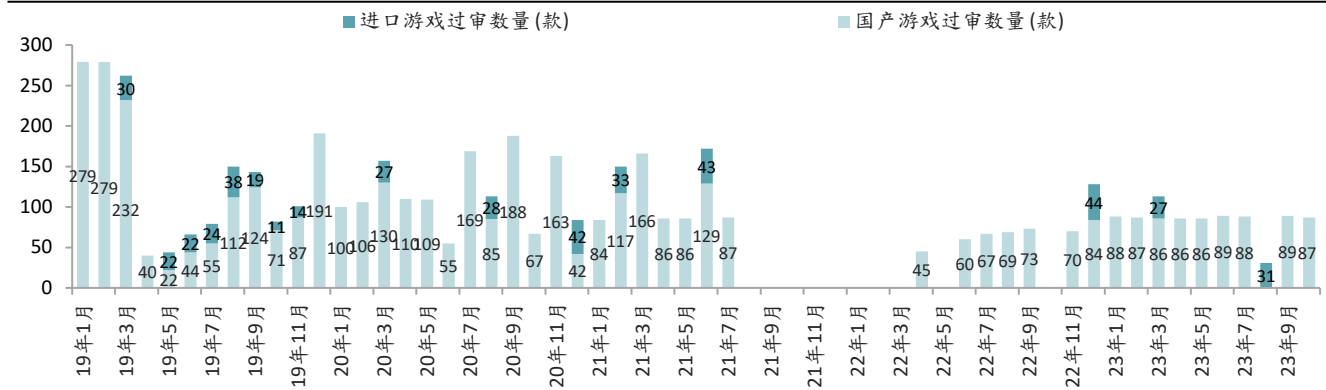
资料来源: 七麦, Sensor Tower, 交银国际

图表 72: 1-10 月流水排名前 10 手游



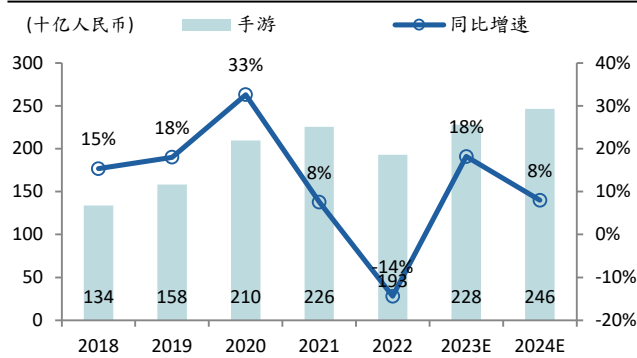
资料来源: Sensor Tower, 七麦, 伽马数据, 交银国际 * 《蛋仔派对》同比增 52 倍, 《崩坏：星穹铁道》2023 年 4 月上线, 《逆水寒》2023 年 6 月上线

图表 73: 游戏版号常态化发放趋势不变



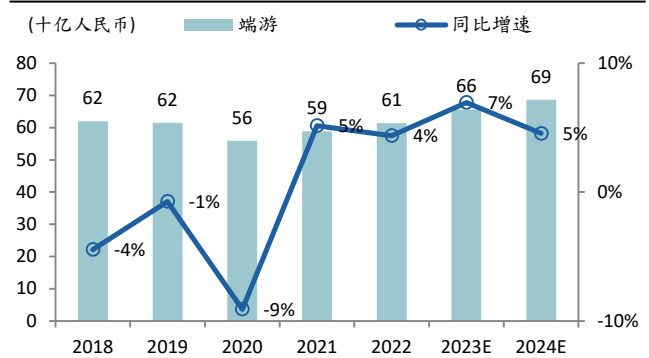
资料来源: 国家新闻出版署, 交银国际

图表 74: 预计本土手游市场 2024 年增 8%



资料来源: 伽马数据, Sensor Tower, 交银国际预测

图表 75: 预计本土端游市场 2024 年增 5%



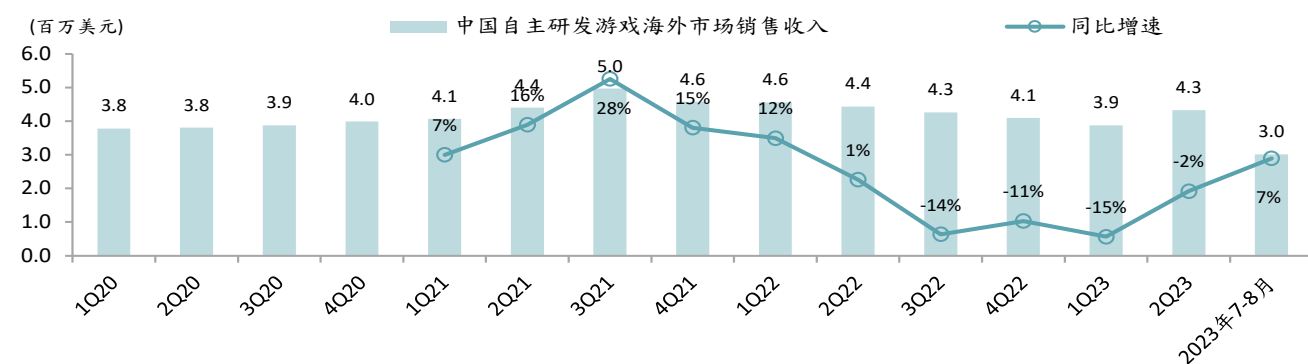
资料来源: 伽马数据, Sensor Tower, 交银国际预测

出海及小游戏拓展新增量

⑨ 2024 年，出海或延续增长趋势

7-8 月，海外恢复常态运营满 1 年，受新游拉动重启同比增长，3 季度腾讯、网易海外收入分别贡献公司收入 29%/5%，重点公司海外布局稳步推进，我们预计 2024 年出海收入将延续增长趋势。

图表 76: 中国游戏厂商出海收入重启同比增长



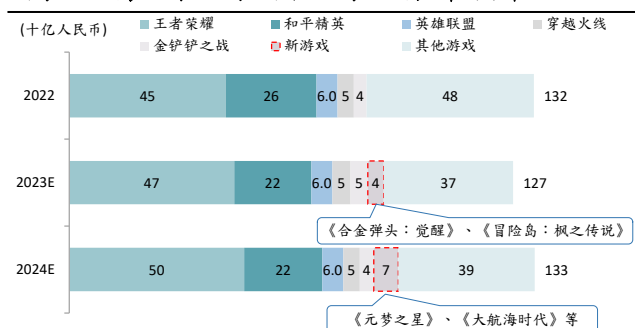
资料来源: 伽马数据, 交银国际

看好腾讯新游上线带动的估值回调机会，网易业绩仍有确定性

我们预计腾讯/网易 2023 年游戏收入分别增 7%/12%，其中腾讯海外游戏贡献相对稳定（29%），网易海外占比仍小。

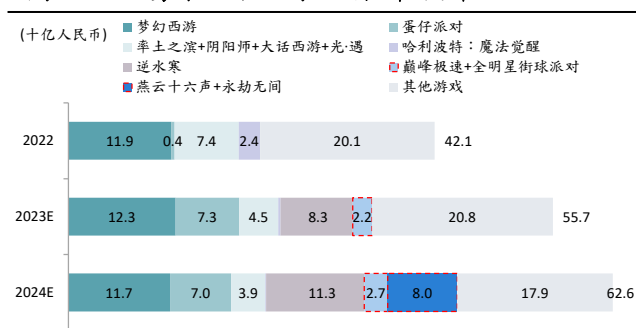
本土游戏市场，我们更看好网易的增长确定性。按 3 季度业绩各公司披露新游管线及苹果应用商店显示预计上线时间，网易《燕云十六声》/《射雕》/《零号任务》已获版号，将在 2024 年 2 季度前上线，2024 年或带来 80 亿元收入增量。腾讯老游戏表现稳定，新游中《大航海时代:海上霸主》/《元梦之星》或于年内上线，《王者荣耀:世界》等新游或定档明年，但新游需达到一定数量才可拉动公司游戏业务的整体增长，我们预计 2024 年增量 60 亿元，同比增 5%。

图表 77: 腾讯本土手游收入表现分拆-按年



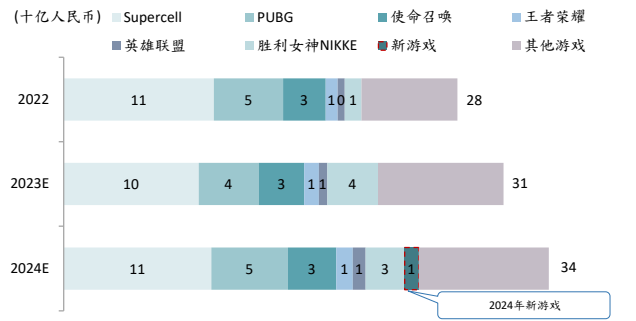
资料来源: 伽马数据, Sensor Tower, AppAnnie, 七麦, 交银国际预测

图表 78: 网易本土收入表现分拆-按年



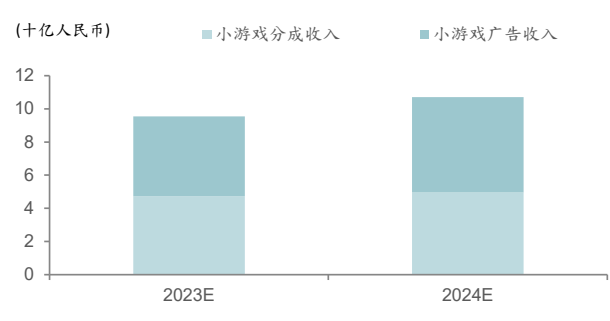
资料来源: 伽马数据, Sensor Tower, AppAnnie, 七麦, 交银国际预测

图表 79: 腾讯海外手游收入表现分拆-按年



资料来源：伽马数据，Sensor Tower，AppAnnie，七麦，交银国际预测

图表 80: 腾讯小游戏收入预期



资料来源：伽马数据，Sensor Tower，AppAnnie，七麦，交银国际预测

图表 81: 覆盖公司本土游戏发行计划

公司	游戏	游戏类型	是否拿到版号	预约人数 (万)	上线时间	公司	游戏	游戏类型	是否拿到版号	预约人数 (万)	上线时间
腾讯	地下城与勇士手游	ARPG	是	6,000		网易	燕云十六声(PC+手游)	武侠 RPG	是	NA	2Q23 前
	元梦之星	休闲派对	是	4,156	2023/12/15		射雕	武侠	是	NA	2Q23 前
	白荆回廊	战斗 RPG	是	1,275	2024/1/12		零号任务	对战	是	NA	2024/1/31*
	冲呀！饼干人:王国	模拟经营	是	NA	2023/12/30*		指环王：纷争	SLG	是	NA	
	饥荒：新家园	生存	是	NA	2023/12/31*		月神的迷宫	冒险	是	NA	
	星之破晓	格斗	是	NA			泰坦黎明	SLG	是	NA	
	手工星球	沙盒	是	528			幻想生活	模拟经营	是	NA	
	王者万象棋	自走棋	是	129			劲舞团:全民派对	音乐舞蹈	是	NA	
	大航海时代:海上霸主	模拟经营	是	NA			九畿：岐风之旅	冒险	是	NA	
	宝可梦大集结	策略对战	是	NA			突袭：暗影传说	策略 RPG	是	NA	
	彩虹坠入	解谜	是	NA			龙之灵域	MMORPG	是	NA	
	金属对决	格斗	是	NA			代号 56	冒险射击	是	NA	
	文明火种	模拟经营	是	NA			蒸汽战机：联盟	策略	是	NA	
	银之守墓人:对决	卡牌	是	NA			梦幻西游:时光(PC)	MMO	是	NA	
	二之国：交错世界	冒险 MMO	是	NA			七日世界(PC)	开放世界	是	NA	
	暗夜破晓:契约	冒险	是	NA			永劫无间手游	动作竞技	否	NA	
	愤怒的小鸟:梦幻岛	消除	是	NA			代号：无限大	开放世界	否	NA	
	航海王：壮志雄心	RPG	是	NA			世界之外	无限流	否	NA	
	无畏契约手游	射击	否	NA			代号：ATLAS	MMO	否	NA	
	王者荣耀:世界	开放世界	否	NA			阴阳师偶像企划	恋爱养成	否	NA	
	代号:致金庸	武侠	否	NA							
	彩虹六号:围攻	射击	否	NA							
	极地诡梦	策略	否	NA							
	我叫 MT5	MMORPG	否	NA							

资料来源：各家公司资料，国家新闻出版署，交银国际 *为 App Store 显示预计上线时间

子行业-电商：价格力竞争持续，拼多多仍有优势

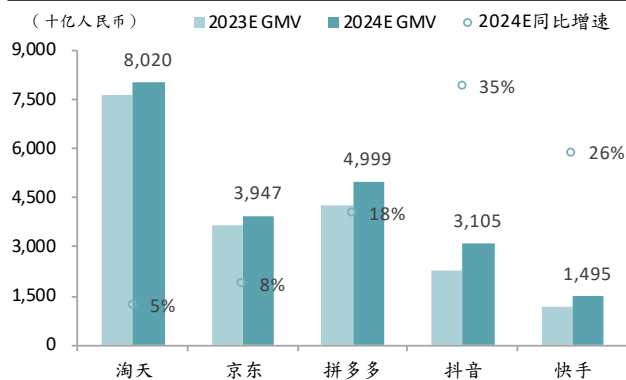
电商行业竞争持续激烈，货架电商增量来自下单频次

我们预计 2024 年电商行业，淘天/京东平台 GMV 增速呈现恢复趋势，预计同比增 5%/8%，对比 2023 年的 2%/5%，主要受到平台提升价格力战略下，用户回流、拉动下单频次提升、部分品类 2023 年消化囤货高基数的影响及业务健康度调整结束（京东）。

预计电商行业拼多多/抖音/快手持续提升市占率，2024 年 GMV 增速为 18%/35%/26%，达到 5 万亿元/3.1 万亿元/1.5 万亿元，预计抖快合计 GMV 市占率提升 3 个百分点（2023 年为 5 个百分点）至 21%。我们认为直播电商对经济恢复、满足消费者需求、拉动就业具有重要意义，预计直播电商行业治理将规范行业健康增长，对店播占比更大的平台影响更小。

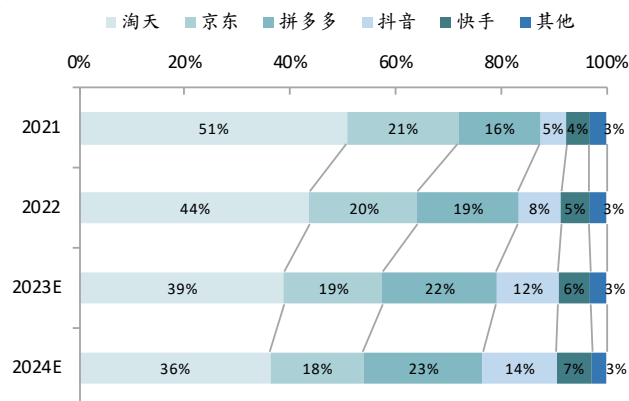
预计货架电商 GMV 增长主要动力来自频次提升拉动 ARPU，而直播电商平台用户渗透率仍有提升空间。预计行业建设价格力用户心智的战略将会继续，除拼多多外，多数平台客单价将呈现下降趋势，订单量增长将快于 GMV 增长。

图表 82: 预计 2024 年淘天/京东/拼多多/抖音/快手 GMV 增速 5%/8%/18%/35%/26%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *拼多多数据包括买菜业务

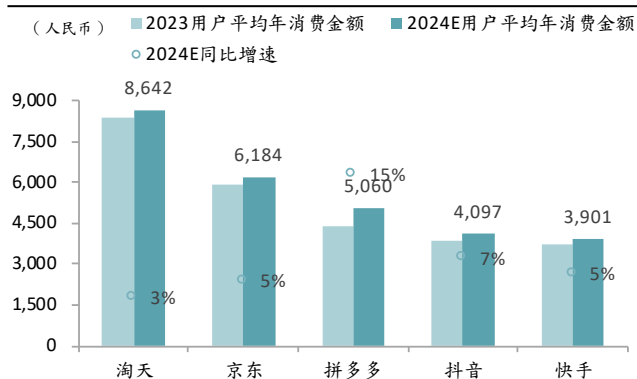
图表 83: 预计 2024 年抖快合计 GMV 市占率提升 3 个百分点至 21%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

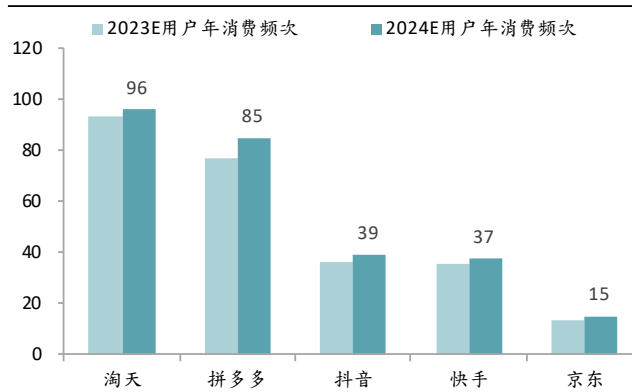
图表 84: 预计 2024 年淘天/京东/拼多多/抖音/快手用户平均年消费金额达

8642/6184/5060/4097/3901 元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 85: 预计 2024 年淘天/拼多多/抖音/快手/京东用户平均年消费频次达 96/85/39/37/15 次

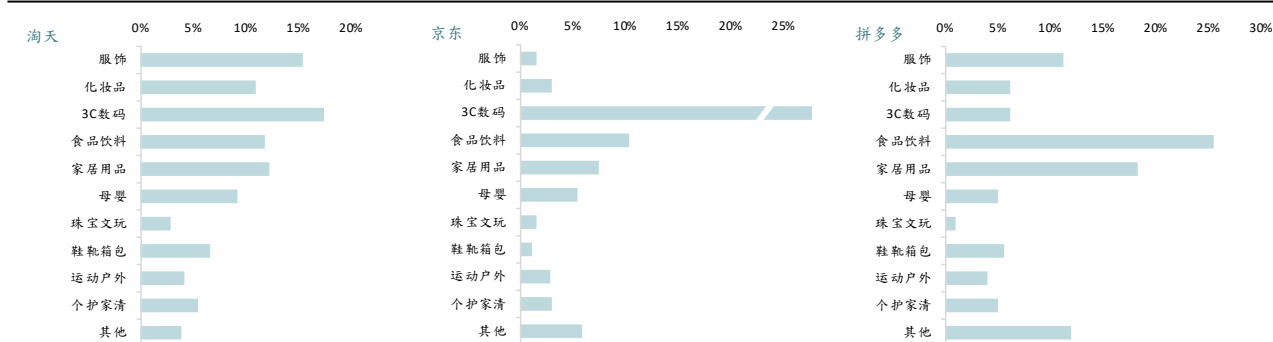


资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *拼多多数据不包括买菜业务

淘天重点电商品类市占仍承压

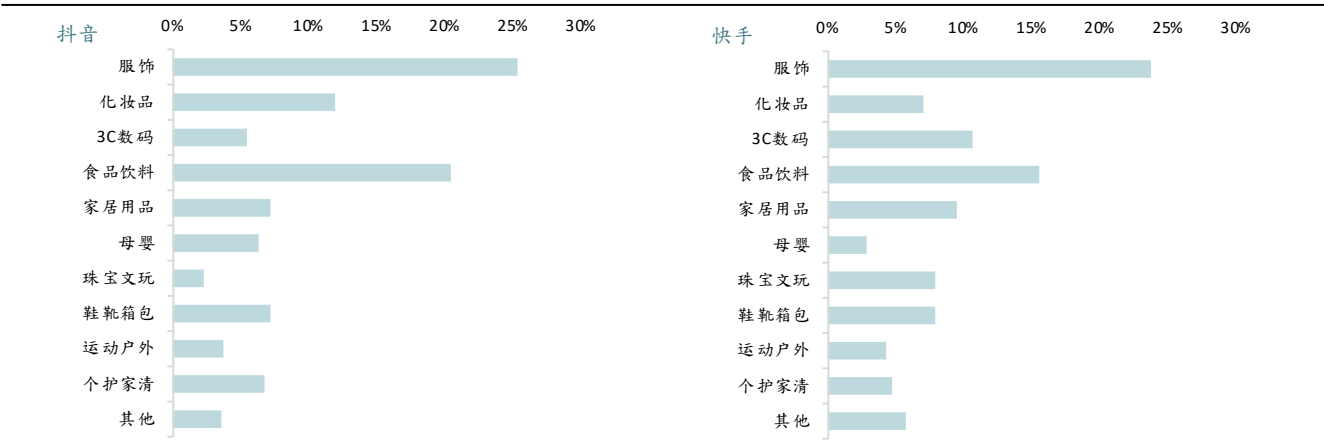
我们分析了电商各品类的竞争格局变动趋势, 从品类来看, 预计 2024 年抖音及快手线上渗透率中: 服饰 (38%) > 珠宝文玩 (36%) > 鞋靴箱包 (28%) > 化妆品 (27%) > 食品饮料/个护家清 (25%) > 运动户外 (22%), 相较之下, 母婴 (16%)、家居用品 (14%)、3C 数码 (8%) 有更大的提升空间。预计直播电商对线上品类渗透率持续提升, 考虑品类结构差异, 对淘天的冲击大于对京东的冲击 (京东在 3C 数码线上市占率较稳定), 但随着淘天战略调整, 边际效应有望减弱。

图表 86: 货架电商平台 GMV 品类分布 (2024 年预测)



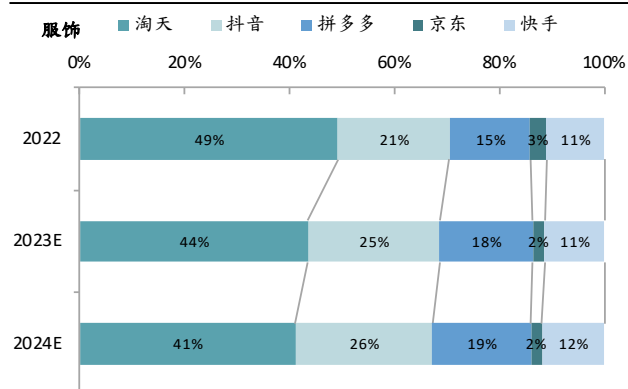
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 交银国际预测

图表 87: 直播电商平台 GMV 品类分布 (2024 年预测)



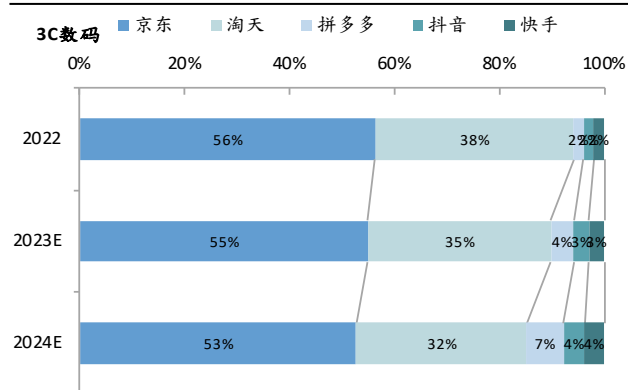
资料来源：魔镜市场，公司资料，交银国际预测

图表 88: 预计 2024 年线上服饰品类 GMV：直播电商渗透率提升 2 个百分点达到 38%



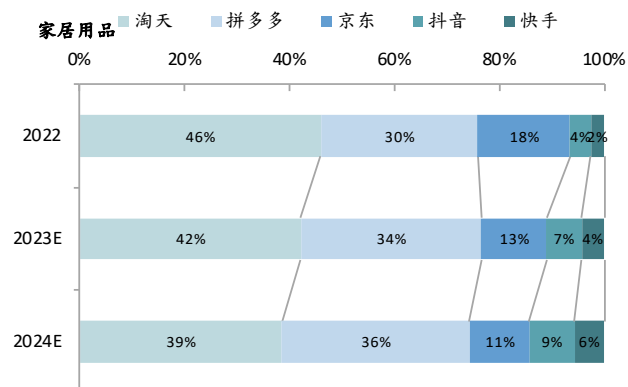
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 90: 预计 2024 年线上 3C 数码品类 GMV：直播电商渗透率提升 2 个百分点达到 8%



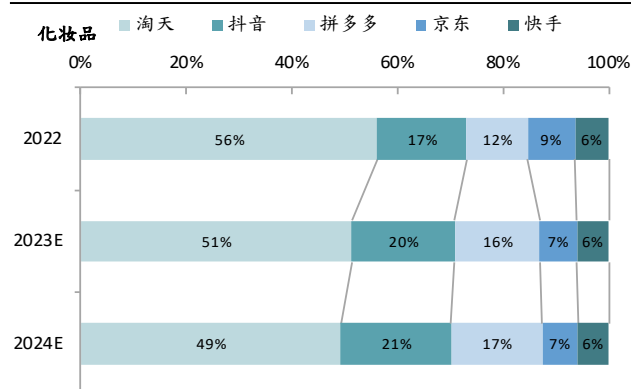
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 92: 预计 2024 年线上家居用品品类 GMV：直播电商渗透率提升 3 个百分点达到 14%



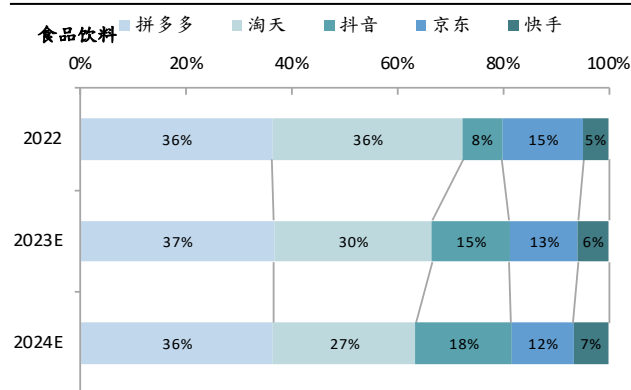
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 89: 预计 2024 年线上化妆品品类 GMV：直播电商渗透率提升 1 个百分点达到 27%



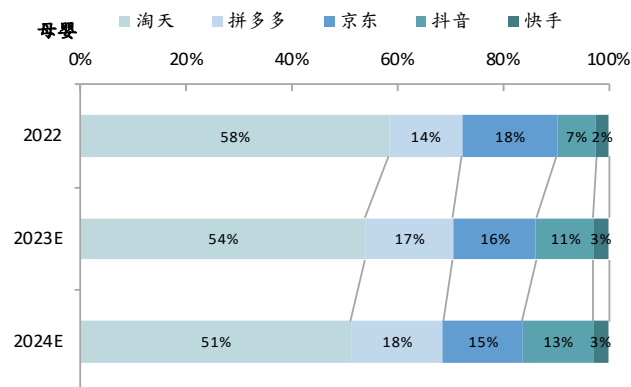
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 91: 预计 2024 年线上食品饮料品类 GMV：直播电商渗透率提升 5 个百分点达到 25%



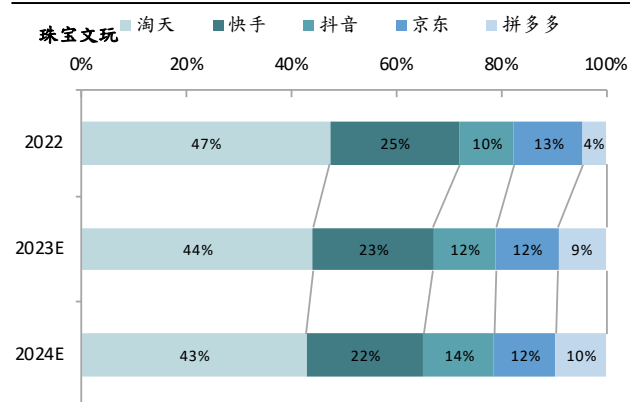
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 93: 预计 2024 年线上母婴品类 GMV：直播电商渗透率提升 2 个百分点达到 16%



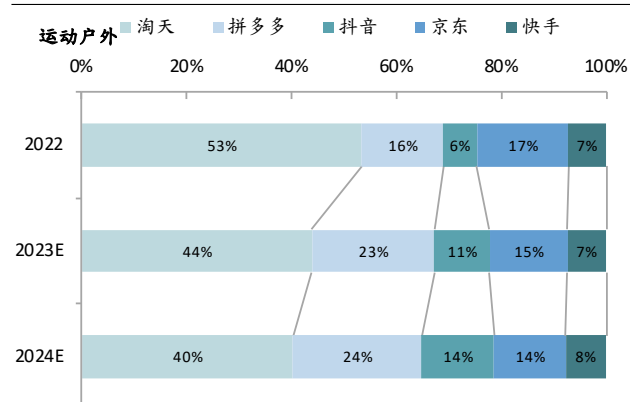
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 94: 预计 2024 年线上珠宝文玩品类 GMV：直播电商渗透率提升 1 个百分点达到 36%



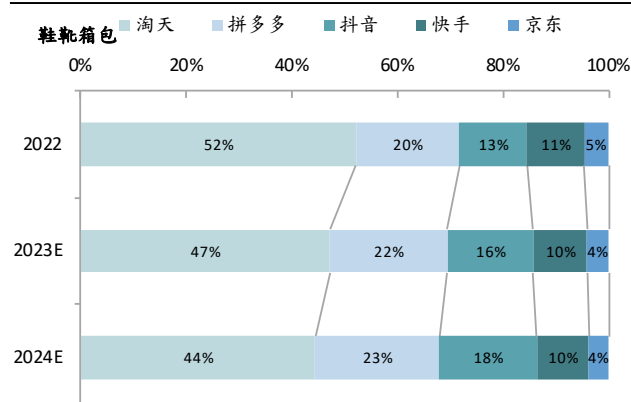
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 96: 预计 2024 年线上运动户外品类 GMV：直播电商渗透率提升 4 个百分点达到 22%



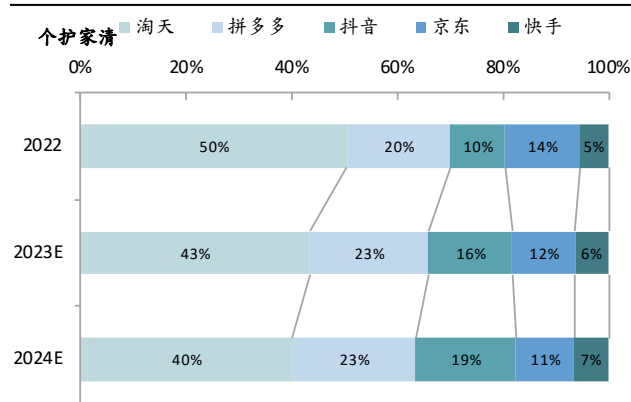
资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 95: 预计 2024 年线上鞋靴箱包品类 GMV：直播电商渗透率提升 1 个百分点达到 28%



资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

图表 97: 预计 2024 年线上个护家清品类 GMV：直播电商渗透率提升 4 个百分点达到 26%



资料来源: 魔镜市场, 公司资料, 飞瓜数据, 交银国际预测

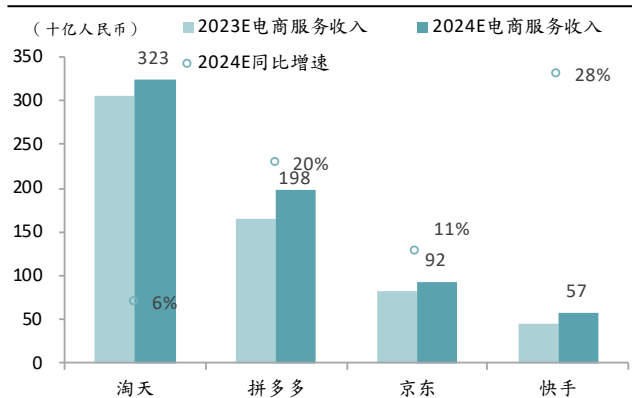
电商平台变现分析：拼多多增速最快

随着用户回流/活跃度提升、新广告产品（淘天）/生态改善（京东）拉动广告主数量增长及投放意愿提升，预计 2024 年广告货币化率呈现提升趋势。由于平台对中小商家提升扶持力度、白牌等商品占比提升，预计淘天、京东佣金率呈现下降趋势，佣金收入或有小幅下降，但会被广告收入的增长所弥补，整体广告+佣金变现率呈上升趋势，我们预计淘天/京东平台广告+佣金收入实现高个位数/低双位数增长。

预计 2024 年拼多多电商平台收入（广告+佣金）收入增 20%，高于淘天及京东，变现率提升较 2023 年的边际效益将减弱，拼多多业绩增长受 GMV 拉动更为明显。预计 2024 年行业竞争虽仍然激烈，但在规模效应、业务健康度提升（缩减亏损业务）、ROI 驱动下的营销投入的带动下，预计电商平台利润率保持稳中提升的趋势，预计 2024 年淘天/京东零售/拼多多主站利润增长 8%/10%/25%，分别达到 2140 亿元/400 亿元/1080 亿元，淘天或在 2024 年难以扭转其低于电商大盘增速的局面，但在商家服务体系以及盈利规模上仍然在内地电商行业具备重要地位和长期价值。

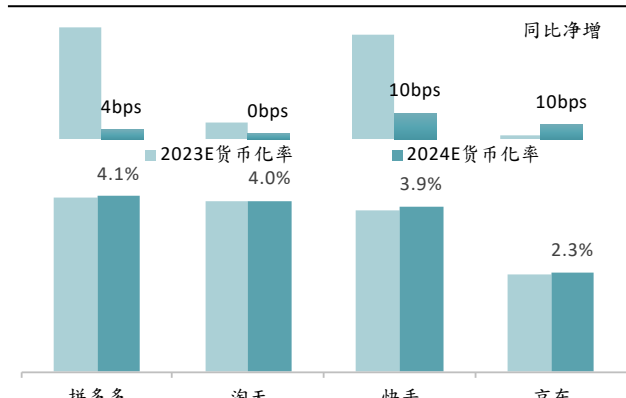
电商行业我们仍偏好拼多多，当前预期仍有上调空间，在我们的乐观假设下，考虑商家在寻求业务增量的环境下对拼多多平台的广告投放意愿有望进一步提升，主站收入/利润增速有望上调至 25-30%/30%+，好于目前预期的 20%/25%，若主站广告增速持续高于 20%，主站市盈率有望从当前 15 倍上调至 20 倍，对应乐观情境下目标价 219 美元。

图表 98: 预计 2024 年淘天/京东/拼多多/快手电商服务收入（广告+佣金）增 6%/11%/20%/28%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 99: 预计 2024 年拼多多/京东/快手电商货币化率提升 4 个/10 个/10 个基点，淘天保持稳定

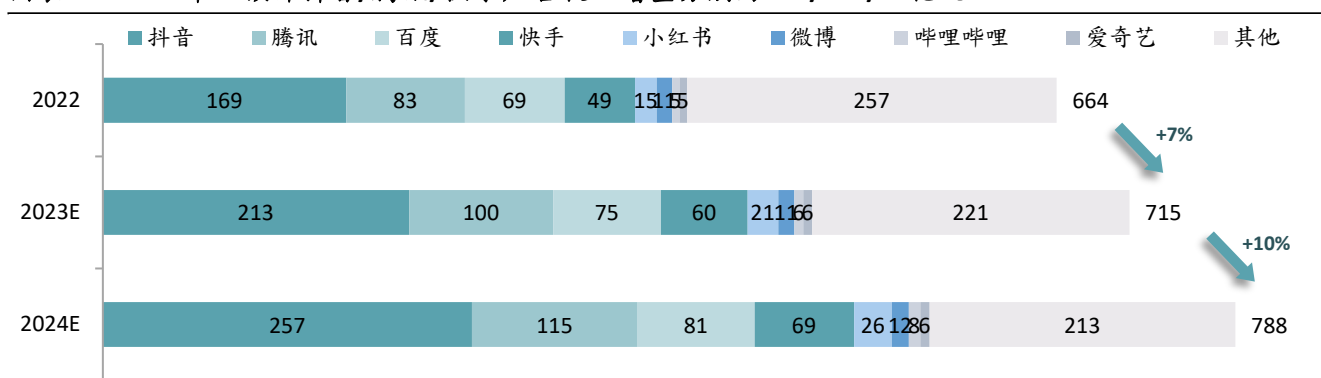


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

子行业-广告：预计市场 2024 年增 10%，短视频及腾讯贡献最大增量

2023 年广告行业表现不一，增量主要来自 1) 线下活动恢复；2) 短视频电商营销增长；3) 新增广告库存拉动，如微信视频号、哔哩哔哩。随宏观经济逐渐恢复，我们认为广告行业仍将持续稳定增长，预计 2024 年，互联网广告行业增量 740 亿元，总市场规模达到 7,880 亿元，增量最大贡献仍来自短视频平台广告，及加快视频号变现、完善生态闭环的腾讯。

图表100: 2024 年，预计抖音/腾讯/快手广告收入增量分别为440/150/90亿元

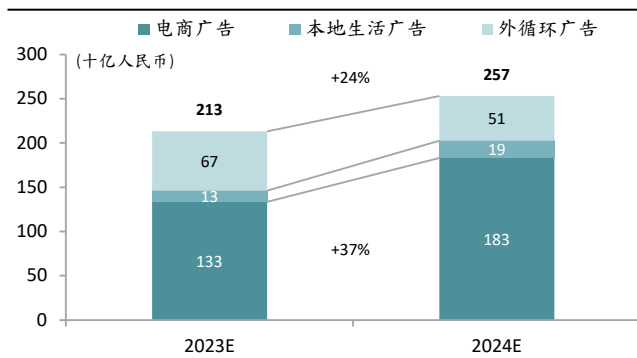


资料来源: QuestMobile, 彭博, 36氪, 晚点, 公司资料, 交银国际预测

短视频平台贡献主要增量，继续关注内循环电商、微信视频号

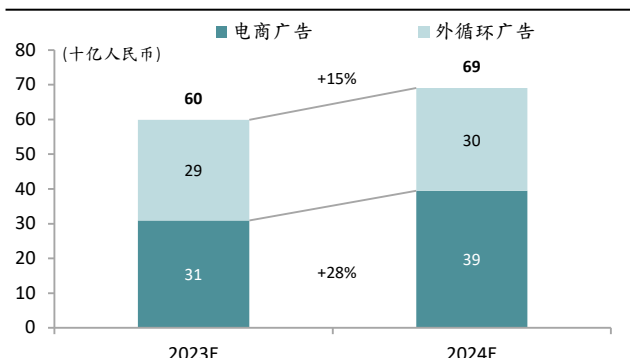
短视频平台广告增量仍主要来自内循环广告增长，继续受其电商交易规模增长带动。2024 年，我们预计抖音、快手广告收入分别增长 21%/15%，其中内循环广告增速 37%/28%，分别达到 1830/390 亿元，对应电商 GMV 变现率为 6%/3%。

图表101: 抖音广告增长受电商及本地生活拉动



资料来源: 36氪, 晚点, 交银国际预测

图表 102: 电商内循环广告驱动快手广告增长

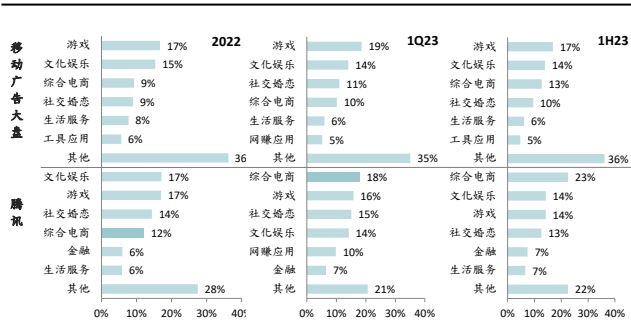


资料来源: 36氪, 晚点, 交银国际预测

2023 年腾讯广告收入增速 21%，领先行业，一方面受到互联互通，电商广告投放加大，以及微信视频号变现加速，小程序流量拉动广告转化，另一方面受到广告联盟的恢复拉动。2024 年，我们认为，腾讯广告收入增速由于基数效应减

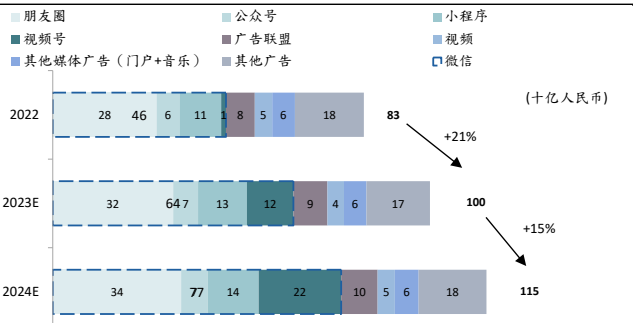
弱，相较 2023 年增速会有所放缓，约 15%。但是在微信视频号产品上，对比其他短视频平台，仍有较大增量，微信搜索或在更长期成为广告增量的主要动力。对于 AIGC 的应用，我们认为 AI 混元大模型将对有利于腾讯内容投放的精准性，提升用户活跃度，同时有效提升广告产品投放转化。

图表 103: 腾讯广告主行业 - 电商贡献大幅提升



资料来源：App Growing，交银国际

图表 104: 腾讯广告及微信生态广告



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 105: 微信视频号广告收入长期增长空间

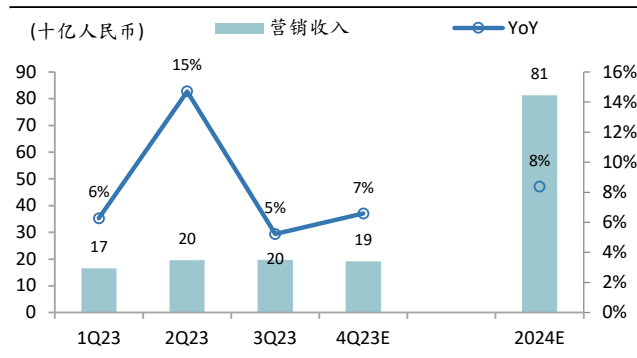
	视频号		抖音	快手
	2023E	长期	2023E	2023E
MAU，百万	1,330	1,330	1,016	676
视频号用户渗透率	80%	80%		
视频号 MAU	1,064	1,064		
a. DAU，百万	612	639	628	380
DAU/MAU	58%	60%	62%	56%
b. 日均观看广告个数	2	7	38	21
日均时长，分钟	45	70	111	124
单视频时长，分钟	0.8	0.7	0.4	0.5
广告加载率	55	105	317	245
日均观看视频个数	3%	7%	12%	9%
c. eCPM，人民币	30	35	24	20
流量开放比例	84%	100%	100%	100%
广告收入，百万人民币(=a*b*c*365/1000)	12,387	59,955	213,175	58,850
占腾讯广告收入	24%			

资料来源：公司资料，QuestMobile，交银国际预测

AIGC 对广告营销工具的加持，或重塑广告平台结构，带动收入增长

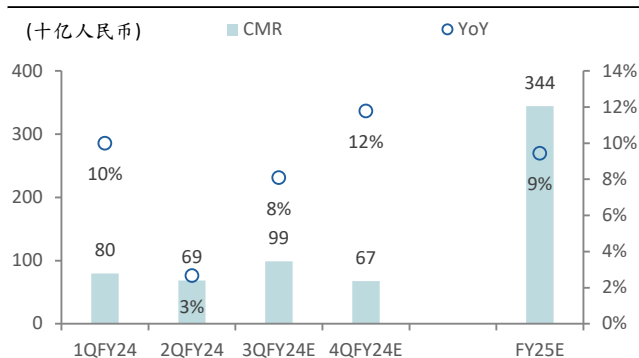
虽然其他广告平台增速及增量贡献较小，但我们也看到与腾讯广告一致的趋势，随着各互联网公司 AI 大模型发布并加速升级/重塑现有产品架构，AI+广告产品的升级将是最先落地的变现产品之一，例如百度轻艇、阿里万象台，均是 AIGC 营销方案工具，帮助广告主优化广告投放方案并提升转化效率，让营销、经营更简单，有效解决中小广告主痛点。随着互联网平台通过内容、流量运营提升平台活跃度，随着 AI+工具的落地，预计将逐渐体现在广告收入的企稳回升。

图表 106: 预计 2024 年百度广告收入增 8%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 107: 预计 2024 年阿里巴巴电商 CMR 增 9%



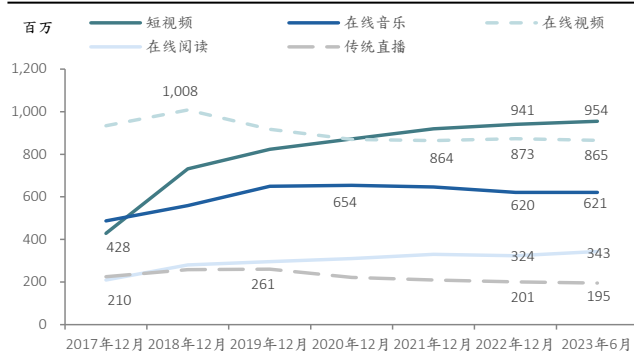
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

子行业-文娱：短视频、在线音乐持续释放变现潜力

持续看好短视频、在线音乐变现增长潜力

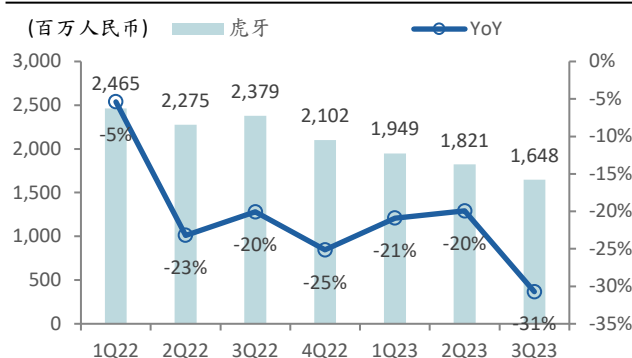
- ⊕ **短视频**：MAU 仍有小幅增长，收入主要受电商 GMV 增长驱动的内循环广告变现及佣金率变现驱动。（详见前文电商及广告部分）
- ⊕ **传统直播**平台受玩法调整及短视频平台竞争影响，持续面临用户流失及变现下滑。如虎牙 3 季度收入同比降 31%，持续下降趋势（图表 109）。
- ⊕ **在线视频**：用户企稳，但付费用户仍面临短期增长瓶颈（1.2-1.3 亿）。通过减促及增加高阶会员占比，有望收窄 ARM 与刊例价差，驱动长期收入及利润增长。
- ⊕ **在线阅读**：免费阅读拉动 MAU 正向增长，并部分冲击付费阅读变现。短剧加速发展，或将盘活阅读平台中长尾内容价值。
- ⊕ **在线音乐**：我们维持云音乐首次覆盖报告中观点，预计音乐 MAU 应维持在 6.2 亿或有小幅增长。腾讯音乐/云音乐通过付费墙、权益提升等运营手段，付费会员有望维持增势，预计 2024 年季度会员增量 300 万/130 万，另外，ARPPU 亦有望在减促及高级会员驱动下进一步提升。

图表 108: 文娱子行业 MAU 趋势



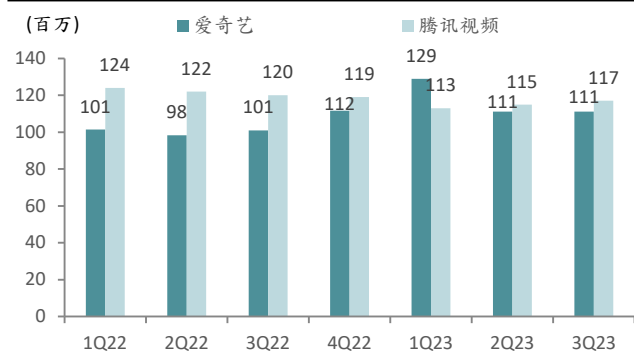
资料来源: QuestMobile, 交银国际预测

图表 109: 虎牙收入持续下滑趋势



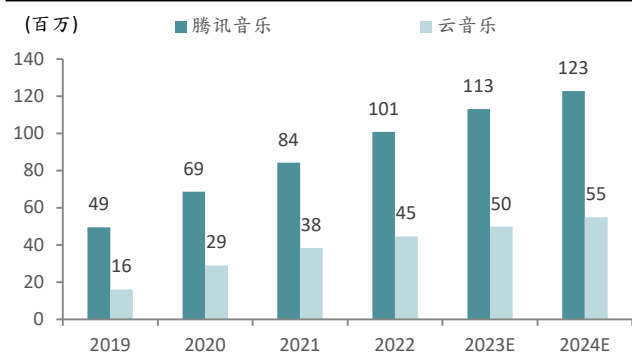
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 110: 在线视频面临短期会员增长瓶颈



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 111: 音乐付费维持增势



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

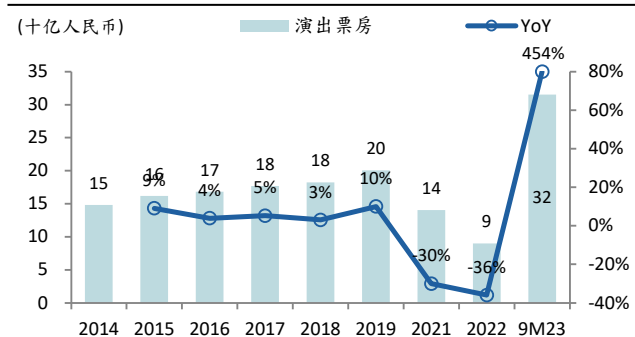
文娱新趋势：线下演出、短剧市场是新增量，AIGC 内容创作提效大

④ 线下演出需求维持强劲，并呈现地域下沉趋势

1-9 月，线下演出票房同比增 454%，并已超 2019 年全年 57%。根据图表 113，电影演出类 APP 用户中，四线及以下城市用户占比持续提升至 19%（QuestMobile，7 月），显示下沉市场用户需求持续释放，同时在促消费、拉动旅游需求的大背景下，地方政府/企业也在积极吸引音乐节/演唱会合作。

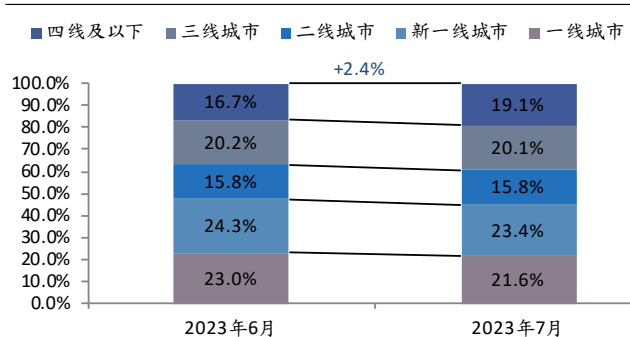
公司侧，将持续利好以大麦为代表的线下演出票务平台，另外，拥有丰富音乐人资源的音乐平台，如腾讯音乐，也有望通过加大线下演出布局，提振招商收入增长。

图表 112: 1-9 月线下演出票房同比增 4.5 倍



资料来源: 中国演出行业协会, 交银国际

图表 113: 电影演出类 APP 在下沉市场用户占比提升



资料来源: QuestMobile, 交银国际

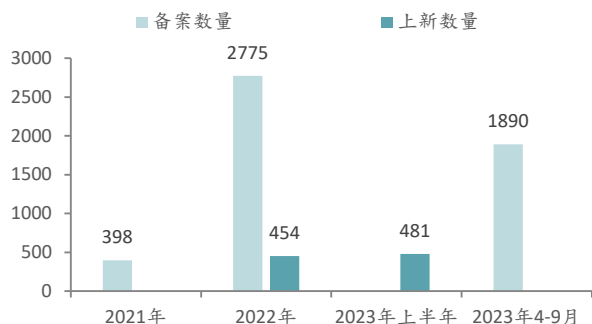
④ 短剧市场快速发展，利好上游网文平台及下游营销分发平台

短剧市场供给持续增长，监管引导发展与治理并重。 2023 年月均备案、上新短剧数量较 2022 年均大幅提升（图表 114）。各平台加强短剧治理，预计行业将迈向精品化健康发展趋势。

短剧受众粘性高。 短剧满足碎片化时间 PGC 内容观看需求，契合短视频用户内容消费习惯。另外对比长视频 DAU/MAU 约 17-18%（QuestMobile，2023 年 6 月），微短剧每天观看用户占比 36%，用户粘性是长视频的 2 倍。

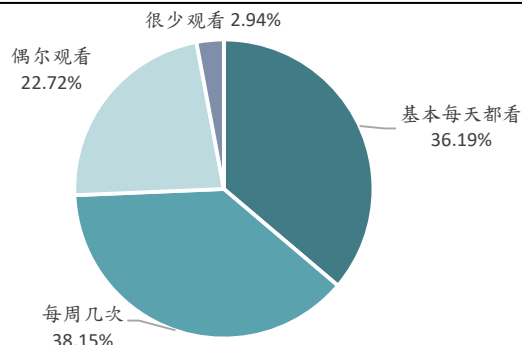
短剧用户画像偏下沉及大龄。 据巨量引擎数据，短剧用户画像与在线小说相近。鉴于视频化内容消费较文字内容门槛更低，我们认为长期短剧用户结构较网络文学或将更加下沉及大龄化。

图表 114: 微短剧供给侧持续增长



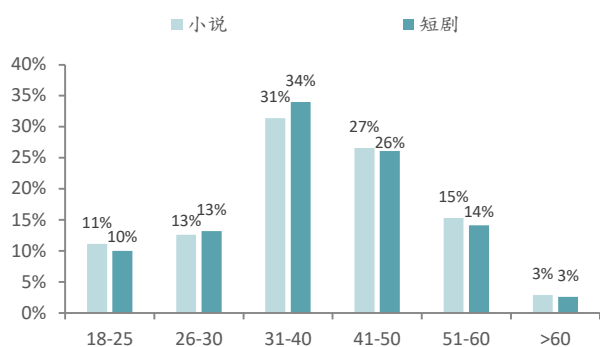
资料来源:广电总局, 德塔文, 交银国际

图表 115: 2023 年微短剧网民观看频率



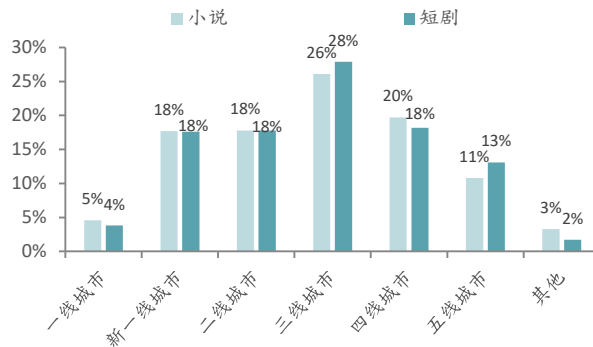
资料来源: 艾媒咨询, 交银国际

图表 116: 抖音端短剧与小说用户年龄分布相近



资料来源: 巨量引擎, 交银国际

图表 117: 抖音端短剧与小说用户城市分布相近



资料来源: 巨量引擎, 交银国际

短剧加速网络文学平台中长尾内容变现。产业链公司中, 我们认为上游 IP 方, 如阅文等有望释放中长尾内容改编价值。公司此前介绍平台上仅不到 1% 的内容进行精品剧集改编, 对应阅文平台 1600 万作品库, 仍有大量内容存在开发机会。

平台方: 短视频平台短剧投放消耗快速增长。长视频平台将更多专注精品化短剧, 满足平台用户多元化需求。抖音、快手、视频号等短视频平台契合短剧用户碎片化观看需求, 用户基数大, 使用频次高, 可通过投量助力付费短剧触达更多用户。根据快手 3 季度业绩介绍, 2022 年下半年起, 付费短剧在快手的投放消耗逐月提升, 2023 年 3 季度投放消耗同比增 300%+, 环比增近 50%。

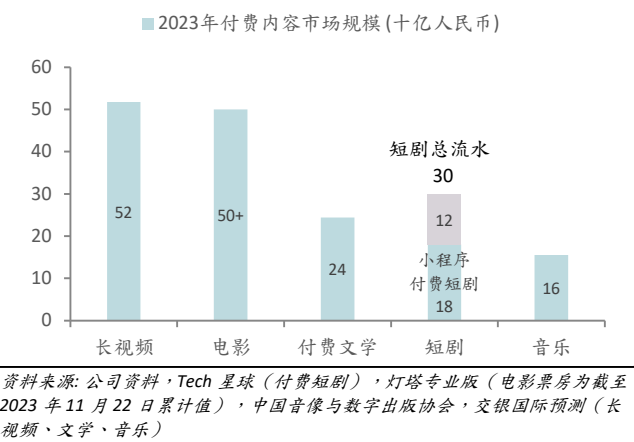
根据 Tech 星球数据, 2023 年短剧市场规模或达 300 亿元, 其中小程序付费短剧为 180 亿元, 基于 6% 的制作方分成及 1.1-1.5ROI, 测算付费短剧投流规模为 115-155 亿元。估算快手平台付费短剧投流或占外循环广告收入低个位数。

图表 118: 短剧产业链



资料来源: 公开资料, 交银国际

图表 119: 付费内容市场规模



⊕ AIGC 应用在内容制作、产品功能等场景加速落地

1) 内容制作：基于 AI 大模型等技术能力加速内容制作周期，拓展产能，降低成本，促进收入、利润双增长。如网络文学方面，阅文推出网文大模型“妙笔”，通过内容灵感、知识服务辅助作家创作；华策影视成立 AIGC 应用研究院，基于大模型训练，探索影视生产、宣发全流程应用；2) 用户体验：基于大模型能力满足个性化使用需求。如爱奇艺上线 AI 搜索，基于“剧情搜索”功能通过 AI 视频理解能力实现一键直达搜索剧情。

图表 120: 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	116.77	166.00	42.2%	2023 年 10 月 19 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	11.51	15.00	30.3%	2023 年 11 月 30 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	8.43	9.00	6.8%	2023 年 11 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	88.05	99.00	12.4%	2023 年 09 月 26 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.40	6.90	56.8%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	57.20	90.00	57.3%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	37.20	39.00	4.8%	2023 年 12 月 01 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.55	9.50	45.0%	2023 年 09 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.80	36.00	34.3%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	145.27	161.00	10.8%	2023 年 11 月 29 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.99	117.00	58.1%	2023 年 11 月 27 日	电商
JD US	京东	中性	27.16	30.00	10.5%	2023 年 11 月 16 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.86	3.10	8.4%	2023 年 11 月 29 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	64.65	70.00	8.3%	2023 年 11 月 29 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	12.21	14.40	17.9%	2023 年 11 月 29 日	教育
DAO US	有道	买入	4.17	6.30	51.1%	2023 年 11 月 29 日	教育
NTES US	网易	买入	109.38	135.00	23.4%	2023 年 11 月 17 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	319.00	401.00	25.7%	2023 年 11 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.48	20.00	38.1%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	25.50	31.00	21.6%	2023 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	87.90	173.00	96.8%	2023 年 11 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	33.00	43.00	30.3%	2023 年 11 月 09 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.29	14.60	57.2%	2023 年 11 月 16 日	物流
DADA US	达达集团	买入	3.27	7.00	114.1%	2023 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.78	11.70	19.6%	2023 年 08 月 11 日	物流
9923 HK	移卡	买入	14.08	21.00	49.1%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.20	38.00	30.1%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	269.20	365.00	35.6%	2023 年 09 月 06 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	14.18	22.00	55.1%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 12 月 1 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**

2023 年 12 月 4 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关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及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。

本研究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】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

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、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、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、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司及富景中国控股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Interra Acquisition Corp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，或可能以受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，在参与有关报告内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。