

## 互联网行业

### 双十一数据：淘天表现好于预期，全行业 4 季度呈恢复趋势

- ④ 电商平台各自战略重点分别发布战报，2023 年双十一活动期间，我们估算 **GMV 增速**：抖音（60%+）>快手（50%+）>拼多多（30-40%+）>阿里/京东（0-6%），分别占 4 季度 GMV 比例 28%/28%/25%/21.8%/34.7%。对比邮政快递揽收日均单量同比增 23%、2 年复合增速 6%。
- ④ **阿里、京东**运营重点在于用户规模、订单规模的增长，其中阿里实现超 8 亿累计访问用户，创历史新高，下沉市场新增 2000 万用户/1.4 亿订单，同时，阿里实现高粘性用户交易额快速增长，如 88VIP（3200 万）成交、商家会员老客复购均实现双位数增长。在用户回流、活跃度提升的带动下，阿里平台商家运营积极性和广告付费意愿亦实现回升。
- ④ **京东**继续推进“春晓计划”扶持商家，商家数量、新商家成交实现提升，仍在丰富商品供给的阶段。京东采销直播间实现较好营销效果，观看人数突破 3.8 亿，有利于提升其同品低价心智的建立，百亿补贴频道商品数量较 618 期间增 2 倍，该频道用户规模环比上月同期增 5 倍。
- ④ **拼多多**多品类实现翻倍增长，如小家电、美妆、海鲜/水果等，且“百亿补贴”频道用户数突破 6.2 亿。
- ④ **抖音**继续培养货架电商消费心智，商城消费人数同比增 111%。定金预售商品整体支付 GMV 是去年同期的 1.6 倍，飞瓜数据显示，抖音 3C 数码、母婴宠物和运动户外翻倍增长，服饰、家居、美妆、食品饮料增速在 50-100%。
- ④ **快手**实现 50%+单量增长，继续拓展品牌、泛货架用户消费，数码电子、家用电器品类 GMV 实现约 3 位数增长。
- ④ **电商公司将陆续发布 3 季度业绩，我们认为 3 季度增长仍然受淡季影响。**预计 **京东**剔除业务调整影响，GMV 高个位数增长；**阿里** GMV 低个位数增速，CMR 增速近 5%；**拼多多**消费心智继续强化，GMV 增速 25-30%；**快手**短视频/泛货架拉动 GMV（+30%）及内循环广告增长（+54%）。
- ④ **投资启示**：双十一数据来看，我们认为淘天平台表现好于我们预期，用户数、下沉市场、88VIP 会员交易均证明了淘天平台用户活跃度及新老用户的下单、复购意愿，将有利于淘天平台商家的广告投放意愿，预计 4 季度阿里电商 GMV 增速或超 5%，新广告产品在双十一的全面上线，也将拉动 CMR 增速达到 8-10%，对比 VisibleAlpha（“VA”）一致预期的 8% 增速有一定上调空间。我们预计，京东目前仍在商户拓展中，前期对平台 GMV 拉动仍有限，预计 4 季度 GMV/1P 增速 6%/-1%（VA 预期：5%/0%）。拼多多 4 季度 GMV 增速加速（预计 30%+，VA 预期 24%），预计业务仍将保持稳定增长趋势，并持续释放盈利；直播电商平台推进泛货架布局。我们维持行业偏好：**拼多多（PDD US/买入）>阿里（BABA US/9988 HK，买入）>京东（JD US/9618 HK，中性）**。

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

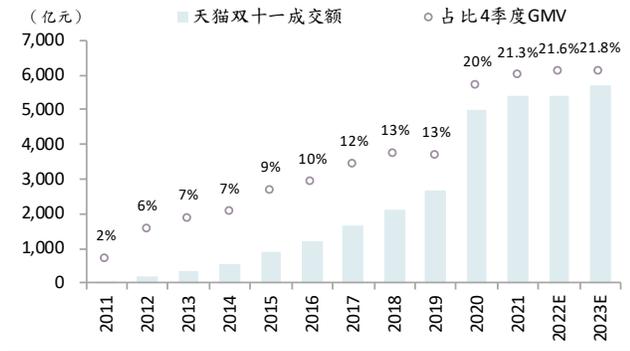
赵丽, CFA

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

蔡涵

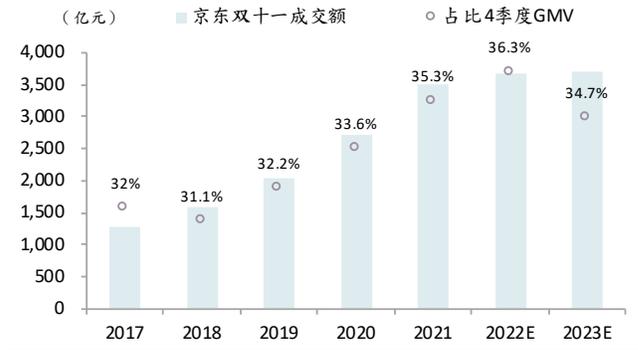
hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

图表 1: 2023 年淘天双十一成交额同比应为正增长，估算占比 4 季度 GMV 21.8%



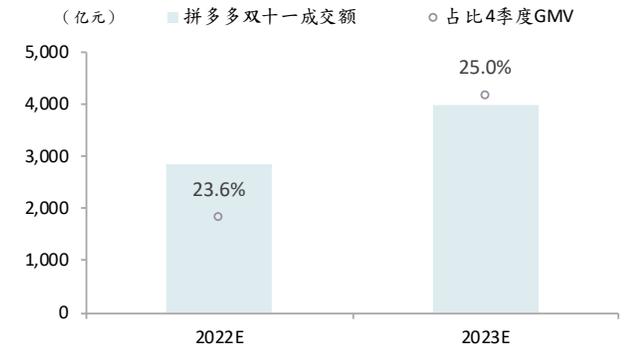
资料来源: 公司资料, 公开资料, 交银国际预测

图表 2: 2023 年京东双十一成交额创新高，估算占比 4 季度 GMV 35%



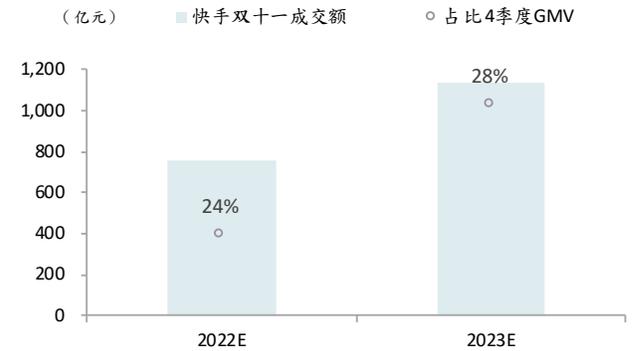
资料来源: 公司资料, 公开资料, 交银国际预测

图表 3: 2023 年拼多多双十一成交额占当季 25%



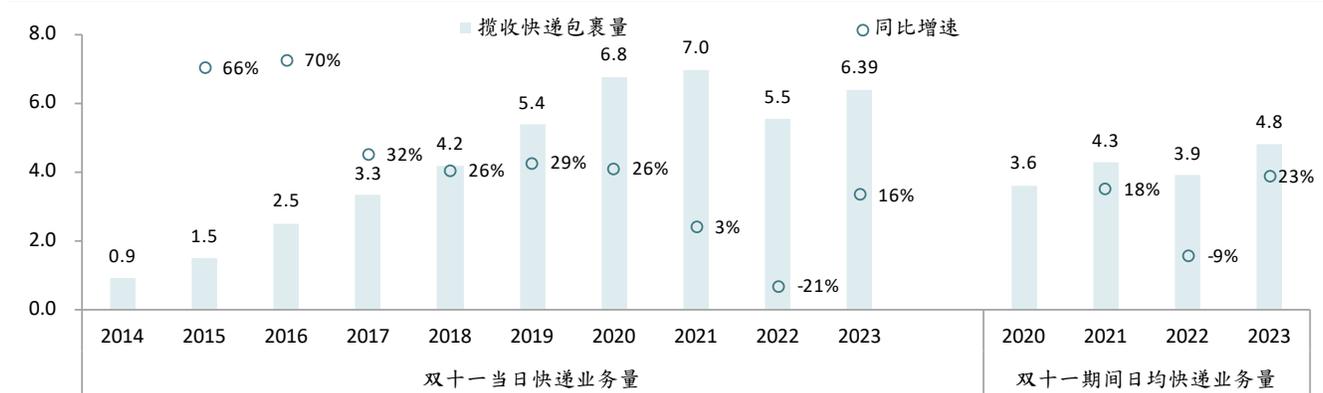
资料来源: 交银国际预测

图表 4: 2023 年快手双十一单量同比增超 50%



资料来源: 公司资料, 公开资料, 交银国际预测

图表 5: 双十一快递揽收日均包裹量同比增 23%，2 年复合增速 6%



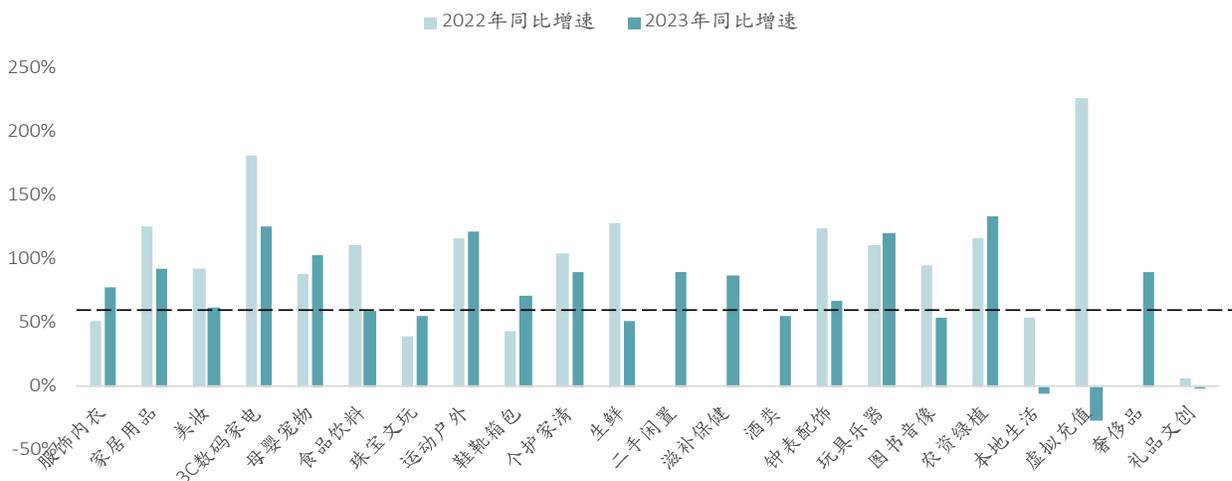
资料来源: 国家邮政局, 交银国际

图表 6: 2023 年双十一各平台数据

	淘系电商	京东	拼多多	抖音	快手
<b>平台整体</b> (交易规模、用户)	<ul style="list-style-type: none"> <li>·用户规模、商家规模、订单量、成交总额全面增长</li> <li>·全周期累计访问用户 8 亿+, 历史最高</li> <li>·88VIP 用户规模突破 3200 万, 历史新高, 88VIP 成交同比增双位数</li> <li>·三线及以下新增 2000 万+买家, 新增 1.4 亿订单</li> <li>·11.11 日百亿补贴成交额/购买用户同比 +699%/386%</li> <li>·新增商家会员 1 亿+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·成交额、订单量、用户数创新高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·品牌数量、商品数量创新高</li> <li>·“百亿补贴”用户突破 6.2 亿, 一线城市订单量 +113%, 四五线下单金额 +167%</li> <li>(10 月 20 日-10 月 22 日)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·商城 GMV+119%, 商城消费人数+111%</li> <li>·平台动销商家数量 +91%</li> <li>·定金预售商品整体支付 GMV 是去年同期的 1.6 倍</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·单量+50%</li> <li>·品牌 GMV+155%</li> <li>·消费电子行业品牌 GMV+624%, ASP+96%</li> <li>·泛货架 GMV+160%, 短视频 GMV+139%, 搜索成交 GMV+146%</li> <li>·1 亿消费者和 100 万+商家/达人参与 11.11</li> <li>·参与大牌大补的买家 +180%</li> </ul>
<b>平台整体-2022 年同期</b>	成交额同比持平	超越行业增速, 零售购物用户数创新纪录	NA	参与双十一商家数量同比增 86%; 货架电商带动日均销量同比增 156%	电商短视频订单量同比增 515%+, 买家数同比增 40%+, 搜索订单量增 70%+
<b>品类/品牌</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·402 个品牌成交过亿 (234 个国货品牌)</li> <li>·周主动运营商家同比增 150%/日均广告付费商家同比双位数增长</li> <li>·商家会员订单保持快速增长, 老客复购订单实现双位数增长, 服饰、快消、运动户外、食品等行业多日订单增 45%+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·60 个品牌成交破 10 亿, 300+品牌销售过亿, 2 万个品牌成交同比增 3 倍</li> <li>·新商家成交单量环比增 5 倍, 11.11 期间新老商家数量同比增 1.5 倍</li> <li>·服装产业带、家电家具产业带、五金城产业带商家数量+248%、141%、150%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·海鲜、水果、运动、美妆、小家电、电动车、学习机等销量同比+110%+</li> <li>·家具、家居、新能源汽车配件等销量+320%+</li> <li>·宠物品牌销售额+600%</li> <li>·家居家纺部分类目销量 +800%+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·服饰: 26 个品牌成交破亿, 159 个店铺破千万, 成交破百万的单品近 1000 个</li> <li>·美奢生活行业 (美妆、个护家清、珠宝首饰) 成交额 +99%, 珀莱雅、欧莱雅、韩束、雅诗兰黛 8 个品牌破亿</li> <li>·河北清河羊绒, 广东东莞毛织, 江苏南通家纺等产业带快速增长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·数码 (iPhone 15 ProMax, 小度学习平板, VIVO Y100, 华为 Mate60, 荣耀 Play8T) GMV +121%</li> <li>·家用电器 (慕思床垫、追觅扫地机、海尔洗烘一体机、TCL 智能电视、安吉尔净水器) GMV+96%</li> <li>·生鲜 (美享时刻肥牛卷、大嘴鳄烤肠、阿克苏苹果、涟涟鱼虾滑、云南冰糖橙) GMV+50%</li> </ul>
<b>直播</b>	58 个直播间破亿, 38 个是品牌店播 451 个/159 个店播/达人直播间成交破千万	“京东采销”直播间观看人数 3.8 亿	NA	累计直播时长 5827 万小时	NA

资料来源: 公开资料, 交银国际

图表7: 抖音平台重点品类增速: 3C数码、母婴宠物和运动户外翻倍增长, 服饰、家居、美妆、食品饮料增速在50-100%



资料来源: 飞瓜数据, 交银国际预测\*2022年双11活动为10月24-11月11日, 2023年为10月20日-11月11日\*虚线为抖音全平台平均增速, 交银国际预估值

图表8: 2023年3季度业绩发布时间-2023年11月13-2023年11月17日

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
11月13日	11月14日	11月15日	11月16日	11月17日
	<p>7PM 腾讯音乐(TME US): <a href="#">网络</a> <a href="#">腾讯会议</a>: #485-287-819</p> <p>8PM 虎牙(HUYA US): <a href="#">网络</a> <a href="#">腾讯会议</a>: #843-961-213</p>	<p>9:30AM 达达(DADA US): <a href="#">注册/网络</a> 电话拨入: 中国香港 800 906 986 / 中国内地 4000 483 168 参会密码: 4028398</p> <p>7PM 京东物流(2618 HK) 电话拨入: 中国香港 852 3005 1355/ 中国内地 400 810 8228 参会密码: 197343</p> <p>8PM 腾讯(700 HK): <a href="#">网络</a> <a href="#">腾讯会议</a>: #686-467-680</p> <p>8PM 京东(JD US/9618 HK): <a href="#">注册/网络</a> 电话拨入: 中国香港 800 930 639/ 中国内地 400 120 9216 会议 ID: 10034774</p>	<p>6PM 有道(DAO US): <a href="#">网络</a> 电话拨入: 中国香港 800 905 945/中国内地 400 120 1203 会议 ID: 9098188</p> <p>8PM 网易(NTES US/9999 HK): <a href="#">网络</a> 电话拨入: 1 914 202 3258 会议 ID: 10034483</p> <p>8:30PM 阿里(BABA US/9988 HK): <a href="#">注册/网络</a> 电话拨入: 中国香港 800 906 986/中国内地 4000 483 168 参会密码: 8526431</p>	

资料来源: 各家公司资料, 彭博, 交银国际 \*北京时间(GMT+8:00), TBC为彭博预测日期

图表 9: 2023 年公司收入增速及利润率 vs. 彭博一致预期

公司	会议时间		收入同比预测		运营利润率预测		净利润率预测	
	日期	时间	交银国际	彭博	交银国际	彭博	交银国际	彭博
腾讯音乐	11-14-2023	7PM	-14%	-13%	19%	21%	22%	22%
虎牙*	11-14-2023	8PM		-36%		-11%		-4.1%
达达	11-15-2023	9:30AM	20%	20%	-1.1%	-0.9%	-0.5%	-0.3%
京东物流	11-15-2023	7PM	13%	13%	1.3%	0.6%	1.2%	0.9%
京东	11-15-2023	8PM	1.1%	1.3%	3.8%	3.7%	3.6%	3.8%
腾讯	11-15-2023	8PM	10%	11%	33%	28%	25%	26%
有道*	11-16-2023	6PM		2%		-6.3%		-7.3%
网易	11-16-2023	8PM	13%	12%	28%	25%	25%	26%
阿里巴巴	11-16-2023	8:30PM	8.2%	8.1%	19%	15%	19%	18%

资料来源: 彭博, 交银国际预测 \* 星标为未覆盖公司; 北京时间(GMT+8:00); 截至 11 月 10 日确定公布业绩报告公司

图表 10: 交银国际互联网行业覆盖公司

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	105.94	166.00	56.7%	2023 年 10 月 19 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.16	16.00	13.0%	2023 年 10 月 25 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	97.00	99.00	2.1%	2023 年 09 月 26 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.83	6.90	42.9%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	7.37	8.70	18.0%	2023 年 08 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	57.25	90.00	57.2%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.94	9.50	36.9%	2023 年 09 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	29.65	36.00	21.4%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	41.26	35.00	-15.2%	2023 年 08 月 30 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	109.04	132.00	21.1%	2023 年 10 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	82.75	128.00	54.7%	2023 年 02 月 24 日	电商
JD US	京东	中性	25.76	29.00	12.6%	2023 年 10 月 13 日	电商
NTES US	网易	买入	113.88	124.00	8.9%	2023 年 10 月 24 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	309.80	399.00	28.8%	2023 年 07 月 19 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.20	20.00	40.8%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	30.75	31.00	0.8%	2023 年 08 月 23 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	33.20	43.00	29.5%	2023 年 11 月 09 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	111.60	220.00	97.1%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.25	14.30	54.6%	2023 年 10 月 13 日	物流
DADA US	达达集团	买入	3.66	7.20	96.7%	2023 年 08 月 11 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	7.89	11.70	48.3%	2023 年 08 月 11 日	物流
9923 HK	移卡	买入	15.76	21.00	33.2%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	31.85	38.00	19.3%	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	14.48	22.00	51.9%	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 11 月 13 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11月13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有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；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、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、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及山西省安装集团股份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，或可能以委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，并可能受递送延误、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，而并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，在参与有关报告中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。