



# 互联网行业 2024 年展望：波谷后的洗牌之年，在成长股和价值股间摇摆

- 互联网行业 2023 年回顾：**年初至今，中证海外中国互联网指数 YTD 收益为-12%，延续疲软表现，较 2021 年 2 月高点跌幅为 72%，多家互联网头部公司股价跌至 IPO 价。业绩方面，利润释放好于收入增长；估值方面，除上半年 AIGC 风口推升 A 股个别板块外，因外部地缘冲突、消费复苏预期调整以及行业周期影响，市场情绪依然偏弱。个股层面，拼多多和网易显著跑赢大盘。
- 互联网行业 2024 年整体趋势展望：**2024 年或成为互联网行业波谷之后的洗牌之年，互联网公司进一步向成长股和价值股做两极分化。**2024 年关键词：“出海”“瘦身”“AI”，三位一体，对应收入、利润和估值，也分别代表着中期、短期及长期战略重点。**随着疫情基数影响消失，行业回归常态化增长，目前处在移动互联网大周期的末端，而 AI 尚未真正成为行业  $\beta$  增长驱动，整体业绩将呈现“强增利，弱增收”，价值属性大于成长属性。成长更显稀缺，享受估值溢价，第二曲线则是决定能否保留成长股身份的关键，短期  $\alpha$  机会来自出海和下沉市场；**利润创造价值，提升股东回报**，子板块陆续进入全面盈利，战略收缩，韬光养晦，追求收入利润相对均衡的“高质量”发展，持续关注公司回购、派息及分拆上市等。估值方法从 P/S 向 P/E 进一步切换，外部地缘环境是影响短期 P/E 估值中枢重要因素，同时更加关注 ROE 指标。当前行业估值位于底部区间，2024 年板块反弹机会更多来自价值重估。AI，作为“全村的希望”，代表着下一个大周期即将来临，其估值提振作用大于短期业绩贡献。
- 互联网行业 2024 年细分行业展望：**我们对各细分板块推荐顺序依次为：
  - 1) **游戏：**新游储备丰富，小游戏带来增量，预计将重回健康增长；
  - 2) **电商：**消费分级持续，低价仍是王牌，出海成为第二增长曲线；
  - 3) **O2O：**行业回归常态化增长，关注竞争格局变化，出境游仍有空间；
  - 4) **泛视频：**步入全面盈利时代，付费率及 ARPU 或成未来战略重点；
  - 5) **SaaS：**需求仍受压制，国产替代趋势不改。
- 个股方面，主要覆盖公司的偏好顺序依次为：拼多多、网易、腾讯、快手、美团、阿里巴巴、京东，重点推荐拼多多。
- 投资风险：**宏观经济复苏进度，地缘政治风险，细分行业监管风险。

赵丹

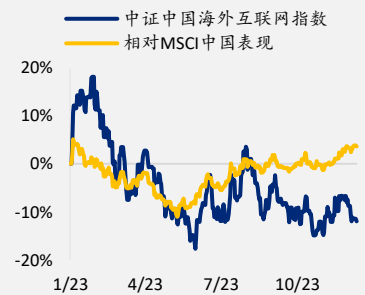
首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2023 年 12 月 13 日

## 年初至今指数表现

注：截至 2023 年 12 月 11 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

# 目录

|  |    |
|--|----|
| 互联网行业 2024 年展望：波谷后的洗牌之年，在成长股和价值股间摇摆..... | 4  |
| 互联网行业 2023 年回顾 .....                     | 4  |
| 表现疲软，股价已跌至疫情爆发前低点 .....                  | 4  |
| 互联网行业 2024 年整体趋势展望 .....                 | 10 |
| 2024 年互联网行业细分板块配置策略 .....                | 10 |
| 核心观点 .....                               | 11 |
| 个股偏好排序 .....                             | 17 |
| 互联网行业 2024 年细分行业展望 .....                 | 19 |
| 游戏：产品储备丰富，预计重回健康增长 .....                 | 19 |
| 电商：性价比仍是核心竞争力，出海成重要增量 .....              | 26 |
| O2O：回归常态化增长，出境游仍有复苏空间 .....              | 31 |
| 泛视频：步入全面盈利，更加注重付费率和 ARPU .....           | 34 |
| SaaS：需求端仍受压制，国产替代继续推进 .....              | 39 |
| 浦银国际互联网行业覆盖公司 .....                      | 42 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：互联网板块 2023 年至今录得负收益，表现疲软 ..... | 4  |
| 图表 2：互联网板块指数较疫情低点及 2021 年高点表现 ..... | 5  |
| 图表 3：多家互联网头部公司股价回到 IPO 价 .....      | 5  |
| 图表 4：2023 年互联网各细分板块年初至今股价变动 .....   | 6  |
| 图表 5：主要互联网公司股价表现 .....              | 6  |
| 图表 6：三季度主要公司业绩表现 .....              | 7  |
| 图表 7：三季度主要公司业绩相对预期表现 .....          | 7  |
| 图表 8：互联网公司分板块表现及估值 .....            | 8  |
| 图表 9：浦银国际 2024 年互联网行业子板块配置策略 .....  | 10 |
| 图表 10：互联网公司收入增速及市场预期 .....          | 12 |
| 图表 11：2023 年三季度互联网公司海外收入占比 .....    | 13 |
| 图表 12：互联网公司利润率及市场预期 .....           | 14 |
| 图表 13：主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间 .....   | 15 |
| 图表 14：主要互联网公司销售及行政费用率 .....         | 15 |
| 图表 15：主要互联网公司 2024 年预测 .....        | 17 |
| 图表 16：游戏行业指数表现 .....                | 20 |
| 图表 17：中国游戏市场实际销售收入 .....            | 20 |
| 图表 18：中国移动游戏实际销售收入 .....            | 20 |
| 图表 19：游戏公司市场预期收入增速 .....            | 21 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 20: 游戏公司市场预期调整后净利润增速 .....         | 21 |
| 图表 21: 中国游戏版号发放数量 .....               | 22 |
| 图表 22: 2023 年热门游戏产品 .....             | 22 |
| 图表 23: 游戏大厂主要产品储备 .....               | 23 |
| 图表 24: 腾讯、网易海外收入占比 .....              | 23 |
| 图表 25: 腾讯游戏地域收入增速对比 .....             | 23 |
| 图表 26: 网易自建海外工作室 .....                | 24 |
| 图表 27: 游戏公司表现及估值 .....                | 25 |
| 图表 28: 电商公司年初至今股价表现 .....             | 26 |
| 图表 29: 电商公司市场预期收入增速 .....             | 26 |
| 图表 30: 电商公司市场预期调整后净利润增速 .....         | 26 |
| 图表 31: 实物商品网上零售额 .....                | 27 |
| 图表 32: 实物商品网上零售额增速 .....              | 27 |
| 图表 33: “双十一” GMV 对比 .....             | 28 |
| 图表 34: 电商公司市场预期 GMV 增速 .....          | 28 |
| 图表 35: 主要电商 GMV 份额占比预测 (2023 年) ..... | 28 |
| 图表 36: 阿里巴巴国内和国际电商收入比较 .....          | 29 |
| 图表 37: Temu GMV (亿美元) .....           | 29 |
| 图表 38: 中国主要出海电商 .....                 | 29 |
| 图表 39: 电商公司表现及估值 .....                | 30 |
| 图表 40: O2O 公司年初至今股价表现 .....           | 31 |
| 图表 41: O2O 公司市场预期收入增速 .....           | 32 |
| 图表 42: O2O 公司市场预期调整后净利润增速 .....       | 32 |
| 图表 43: 中国旅游人次 .....                   | 32 |
| 图表 44: 中国旅游收入 .....                   | 32 |
| 图表 45: 出境团队旅游业务恢复国家和地区数量 .....        | 33 |
| 图表 46: 国际客运航班量相较 2019 年恢复情况 .....     | 33 |
| 图表 47: O2O 公司表现及估值 .....              | 33 |
| 图表 48: 泛视频公司股价表现 .....                | 34 |
| 图表 49: 泛视频公司市场预期收入增速 .....            | 35 |
| 图表 50: 泛视频公司市场预期调整后净利润 (人民币百万) .....  | 35 |
| 图表 51: 快手、哔哩哔哩 DAU 增速 .....           | 35 |
| 图表 52: 快手、哔哩哔哩流量增速 .....              | 35 |
| 图表 53: 广告收入增速 .....                   | 36 |
| 图表 54: 泛视频平台调整后季度净利率 .....            | 37 |
| 图表 55: 中国微短剧市场规模 .....                | 38 |
| 图表 56: 短剧产业链 .....                    | 38 |
| 图表 57: 泛视频公司表现及估值 .....               | 38 |
| 图表 58: SaaS 公司股价表现 .....              | 39 |
| 图表 59: 中国 SaaS 公司销售费率对比 (1H23) .....  | 40 |
| 图表 60: 中国 SaaS 公司研发费率对比 (1H23) .....  | 40 |
| 图表 61: SaaS 渗透率对比 .....               | 41 |
| 图表 62: SaaS 板块表现及估值 .....             | 41 |
| 图表 63: SPDBI 互联网行业覆盖公司 .....          | 42 |

# 互联网行业 2024 年展望：波谷后的洗牌之年，在成长股和价值股间摇摆

## 互联网行业 2023 年回顾

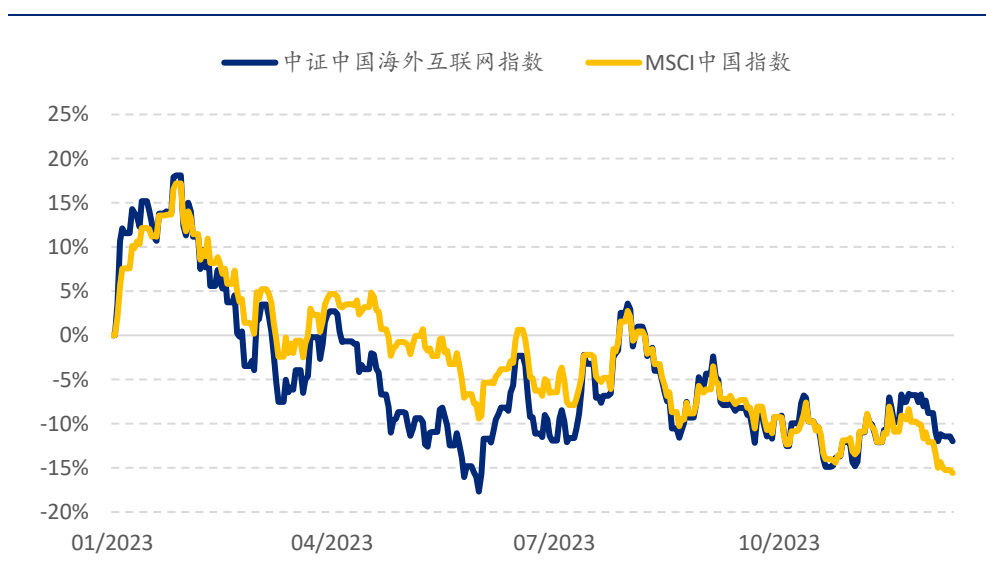
### ● 表现疲软，股价已跌至疫情爆发前低点

2023 年中国互联网行业整体表现依然疲软，整体呈先上后下趋势。年初至今（2023 年 12 月 11 日），中证海外中国互联网指数（-12%）略微跑赢 MSCI 中国指数（-16%）。得益于疫情后政策的优化和宏观经济的积极复苏预期，年初板块整体反弹强劲。然而，外部地缘环境的不确定性以及复苏预期变化给板块走势造成了负面影响，股价震荡下行。

回顾中国互联网板块在 2023 年的表现，我们认为主要影响因素包括：

- 地缘政治扰动，海外投资者对中概股持谨慎态度；
- 行业周期影响，移动互联网大周期后期，等待新技术落地；
- 宏观经济复苏面临挑战，影响居民消费能力和消费信心；

图表 1：互联网板块 2023 年至今录得负收益，表现疲软



注：截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

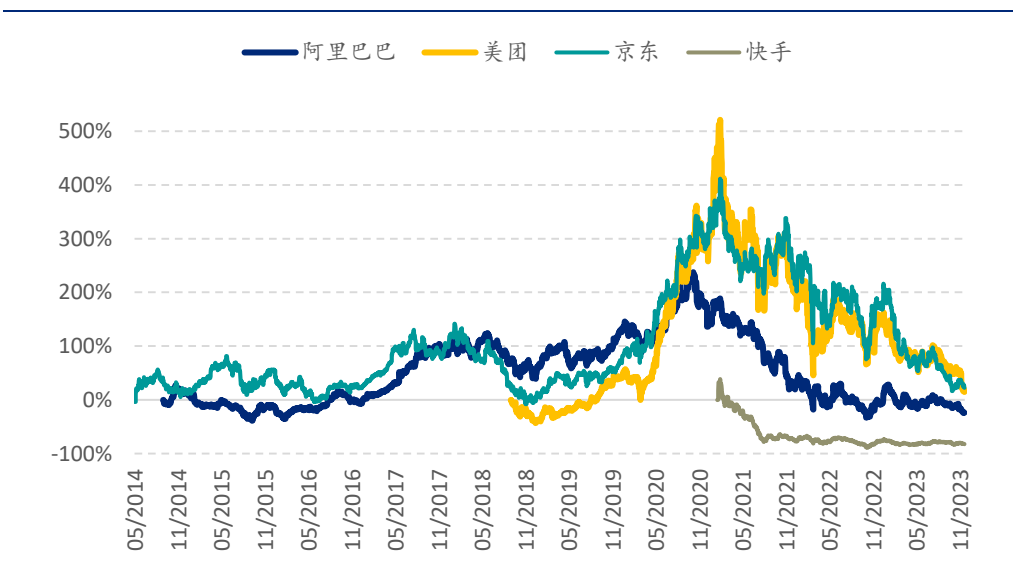
图表 2：互联网板块指数较疫情低点及 2021 年高点表现



注：截至 12 月 11 日

资料来源：Wind、浦银国际

图表 3：多家互联网头部公司股价回到 IPO 价

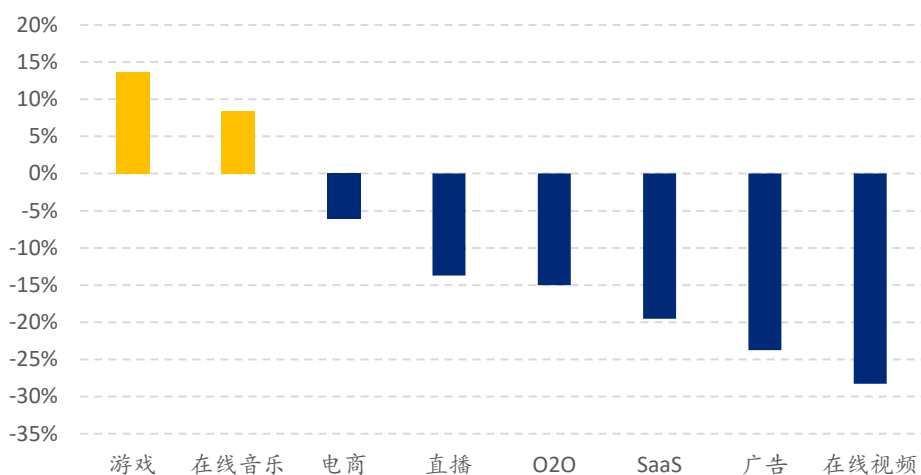


注：截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

游戏板块跑赢大盘，在线视频表现较弱。今年受益于 AI 对游戏运营和开发降本增效的预期及版号稳定发放，**游戏板块**录得正收益，相对大盘和行业有显著超额收益（尤其是 A 股游戏公司）；**在线视频板块**的表现疲弱主要由于宏观预期不确定性及尚未进入稳定盈利期。

图表 4：2023 年互联网各细分板块年初至今股价变动

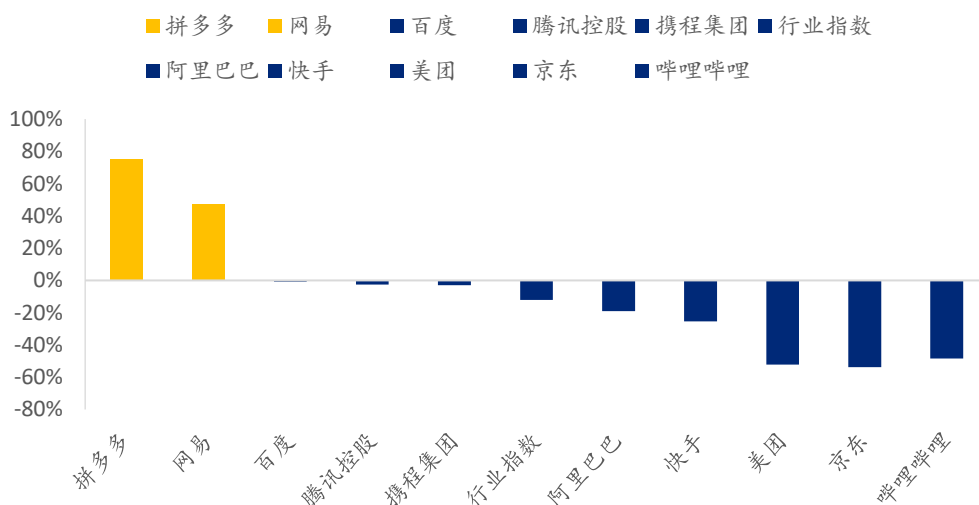


注：截至 12 月 11 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

个股表现分化，拼多多、网易相对领先；今年以来互联网公司股价多数下跌，拼多多和网易跑赢大盘。拼多多股价较年初上涨 75%，持续受益于消费分级趋势，性价比优势显著，海外业务 Temu 呈现爆发式增长；网易得益于手游的稳健表现以及政策上游戏版号稳定发放的情绪回暖，股价较年初录得 47% 涨幅。

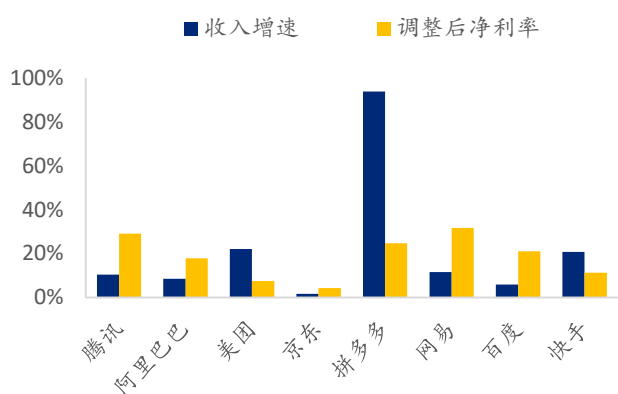
图表 5：主要互联网公司股价表现



注：行业指数为中证中国海外互联网指数，股价截至 12 月 11 日；资料来源：Wind、浦银国际

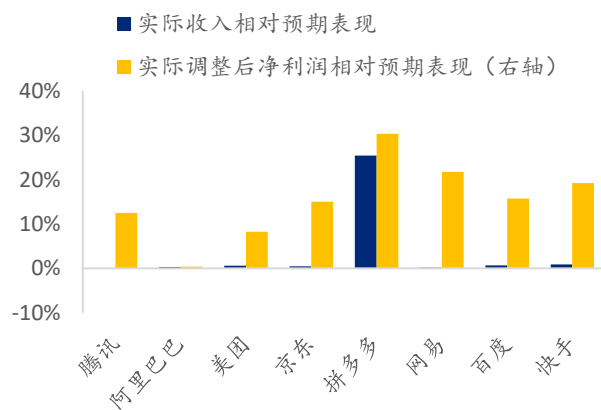
**三季度业绩复盘：收入基本符合预期，利润普遍超预期。**在 2023 年三季度财报中，除了拼多多收入远超市场预期外，其他互联网公司收入端基本符合市场预期，而利润释放表现良好，普遍好于市场预期，主要原因是：1) 商家营销意愿以及用户消费意愿仍在有序复苏中；2) 互联网公司强调“高质量增长”，降本增效继续推进，相较于此前销售费用的优化，本季度利润率改善更多来自于收入结构改善推动毛利率改善。

**图表 6：三季度主要公司业绩表现**



资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 7：三季度主要公司业绩相对预期表现**



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：互联网公司分板块表现及估值

| 股票代码             | 公司   | 行业   | 市值(百<br>万美元) | 股价(交<br>易货<br>币) | YTD 股<br>价变动<br>(%) | P/E         |             |              | ROE (%)     |             |             |
|------------------|------|------|--------------|------------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
|                  |      |      |              |                  |                     | 2023E       | 2024E       | (x)<br>2025E | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| 700 HK Equity    | 腾讯控股 | 游戏   | 377,886      | 310.2            | (2.2)               | 17.5        | 15.0        | 13.2         | 16.7        | 18.0        | 17.9        |
| NTES US Equity   | 网易   | 游戏   | 67,733       | 105.0            | 44.6                | 15.7        | 16.7        | 15.4         | 25.2        | 22.3        | 21.1        |
| 002602 CH Equity | 世纪华通 | 游戏   | 5,961        | 5.7              | 50.7                | 26.9        | 20.6        | 16.6         | 5.9         | 7.3         | 8.3         |
| 002555 CH Equity | 三七互娱 | 游戏   | 7,479        | 24.2             | 33.7                | 16.7        | 14.1        | 12.4         | 23.2        | 22.9        | 21.8        |
| 002624 CH Equity | 完美世界 | 游戏   | 3,758        | 13.9             | 9.3                 | 26.1        | 18.5        | 15.7         | 10.3        | 13.8        | 16.2        |
| 603444 CH Equity | 吉比特  | 游戏   | 2,849        | 283.8            | (9.3)               | 16.1        | 13.1        | 11.3         | 28.2        | 30.1        | 30.1        |
| 002558 CH Equity | 巨人网络 | 游戏   | 3,982        | 14.5             | 81.9                | 21.6        | 18.7        | 16.7         | 10.4        | 11.0        | 11.2        |
| 2400 HK Equity   | 心动公司 | 游戏   | 730          | 11.9             | (45.1)              | 24.9        | 13.1        | 9.4          | 9.3         | 16.2        | 18.6        |
| 300315 CH Equity | 掌趣科技 | 游戏   | 2,417        | 6.3              | 96.0                | 76.7        | 72.3        | 71.5         | 5.2         | 5.2         | 5.1         |
| 777 HK Equity    | 网龙   | 游戏   | 988          | 14.5             | (7.4)               | 7.4         | 6.5         | 5.6          | 10.3        | 11.9        | 12.7        |
| 9990 HK Equity   | 祖龙娱乐 | 游戏   | 201          | 2.0              | (48.8)              | N/A         | 60.1        | 901.0        | (0.1)       | 0.1         | 5.1         |
| 1119 HK Equity   | 创梦天地 | 游戏   | 470          | 2.3              | (39.8)              | 15.3        | 7.7         | 6.0          | 12.2        | 19.3        | 19.6        |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>13.6</b>         | <b>24.1</b> | <b>23.0</b> | <b>91.2</b>  | <b>13.1</b> | <b>14.8</b> | <b>15.6</b> |
| BABA US Equity   | 阿里巴巴 | 电商   | 181,524      | 71.4             | (19.0)              | 8.0         | 7.1         | 6.2          | 10.8        | 12.1        | 11.9        |
| JD US Equity     | 京东商城 | 电商   | 40,231       | 25.6             | (54.4)              | 8.8         | 8.2         | 7.1          | 11.1        | 11.4        | 11.7        |
| PDD US Equity    | 拼多多  | 电商   | 190,001      | 143.0            | 75.4                | 25.2        | 19.6        | 15.2         | 36.6        | 32.2        | 30.4        |
| VIPS US Equity   | 唯品会  | 电商   | 8,343        | 15.4             | 12.9                | 6.9         | 6.6         | 6.2          | 21.3        | 18.2        | 15.9        |
| 9991 HK Equity   | 宝尊   | 电商   | 166          | 7.2              | (45.4)              | N/A         | 8.1         | 4.3          | (2.5)       | 1.5         | 4.2         |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>(6.1)</b>        | <b>12.2</b> | <b>9.9</b>  | <b>7.8</b>   | <b>15.5</b> | <b>15.1</b> | <b>14.8</b> |
| BIDU US Equity   | 百度   | 广告   | 39,700       | 113.6            | (0.7)               | 10.7        | 10.7        | 9.8          | 9.2         | 8.4         | 8.4         |
| WB US Equity     | 微博   | 广告   | 2,322        | 9.6              | (46.8)              | 4.6         | 4.5         | 4.1          | 11.8        | 11.2        | 11.2        |
| ZH US Equity     | 知乎   | 广告   | 609          | 1.0              | (23.8)              | N/A         | N/A         | 29.4         | (15.7)      | (4.9)       | 3.7         |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>(23.8)</b>       | <b>7.6</b>  | <b>7.6</b>  | <b>14.4</b>  | <b>1.8</b>  | <b>4.9</b>  | <b>7.8</b>  |
| 1024 HK Equity   | 快手   | 在线视频 | 30,702       | 55.0             | (22.6)              | 25.8        | 15.4        | 10.3         | 12.0        | 20.3        | 23.6        |
| BILI US Equity   | 哔哩哔哩 | 在线视频 | 5,148        | 12.2             | (48.4)              | N/A         | N/A         | 50.1         | (31.4)      | (14.1)      | 0.3         |
| IQ US Equity     | 爱奇艺  | 在线视频 | 4,370        | 4.6              | (13.8)              | 15.1        | 11.6        | 9.6          | 26.8        | 24.8        | 23.5        |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>(28.3)</b>       | <b>20.5</b> | <b>13.5</b> | <b>23.3</b>  | <b>2.5</b>  | <b>10.3</b> | <b>15.8</b> |
| TME US Equity    | 腾讯音乐 | 在线音乐 | 14,381       | 8.4              | 1.2                 | 17.0        | 15.5        | 13.8         | 10.8        | 10.8        | 11.1        |
| 9899 HK Equity   | 云音乐  | 在线音乐 | 2,460        | 89.7             | 15.7                | 24.6        | 20.5        | 14.1         | 7.7         | 9.8         | 12.1        |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>8.5</b>          | <b>20.8</b> | <b>18.0</b> | <b>14.0</b>  | <b>9.2</b>  | <b>10.3</b> | <b>11.6</b> |
| 3690 HK Equity   | 美团   | 本地生活 | 67,721       | 84.7             | (51.5)              | 22.4        | 15.6        | 10.5         | 8.9         | 12.7        | 16.6        |
| TCOM US Equity   | 携程网  | OTA  | 21,575       | 33.4             | (2.9)               | 14.2        | 14.1        | 12.1         | 8.8         | 8.3         | 9.1         |
| 780 HK Equity    | 同程艺龙 | OTA  | 3,958        | 13.7             | (27.1)              | 15.1        | 12.6        | 10.4         | 10.1        | 11.0        | 11.8        |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>(15.0)</b>       | <b>14.7</b> | <b>13.4</b> | <b>11.2</b>  | <b>9.4</b>  | <b>9.7</b>  | <b>10.4</b> |
| YY US Equity     | 欢聚   | 直播   | 2,246        | 36.9             | 16.9                | 10.8        | 10.4        | 9.3          | 5.2         | 4.1         | 4.0         |
| MOMO US Equity   | 陌陌   | 直播   | 1,299        | 6.9              | (16.1)              | 4.7         | 4.6         | 4.4          | 17.1        | 15.4        | 14.4        |
| HUYA US Equity   | 虎牙直播 | 直播   | 807          | 3.4              | (14.2)              | 111.6       | 43.8        | 16.9         | (0.8)       | 0.6         | 2.6         |
| DOYU US Equity   | 斗鱼   | 直播   | 240          | 0.8              | (46.1)              | 16.8        | 13.5        | 11.1         | 0.9         | 0.5         | 1.1         |
| 3700 HK Equity   | 映客   | 直播   | 219          | 0.9              | (9.3)               | 3.9         | 3.5         | 3.1          | 9.7         | 9.4         | 9.5         |
| <b>平均</b>        |      |      |              |                  | <b>(13.7)</b>       | <b>29.5</b> | <b>15.2</b> | <b>9.0</b>   | <b>6.4</b>  | <b>6.0</b>  | <b>6.3</b>  |

(...接下一页)



(…接上页)

| 股票代码             | 公司   | 行业   | 市值(百<br>万美元) | 股价(交<br>易货币) | YTD 股<br>价变动<br>(%) | P/E (x) |       |       | ROE (%) |        |        |
|------------------|------|------|--------------|--------------|---------------------|---------|-------|-------|---------|--------|--------|
|                  |      |      |              |              |                     | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
| 688111 CH Equity | 金山办公 | SaaS | 21,845       | 339.5        | 28.4                | 115.2   | 84.1  | 62.3  | 14.1    | 16.6   | 19.0   |
| 600588 CH Equity | 用友网络 | SaaS | 8,579        | 18.0         | (25.5)              | 290.5   | 82.6  | 46.9  | 2.3     | 5.9    | 9.6    |
| 002410 CH Equity | 广联达  | SaaS | 4,348        | 18.7         | (56.2)              | 44.0    | 29.4  | 21.9  | 10.3    | 15.0   | 17.9   |
| 268 HK Equity    | 金蝶国际 | SaaS | 4,908        | 11.0         | (34.2)              | N/A     | N/A   | 125.1 | (4.1)   | (1.6)  | 2.6    |
| 000977 CH Equity | 浪潮信息 | SaaS | 7,377        | 36.0         | 67.1                | 28.4    | 21.3  | 17.3  | 9.6     | 11.6   | 12.9   |
| 3888 HK Equity   | 金山软件 | SaaS | 4,391        | 25.1         | (3.8)               | 50.0    | 25.1  | 19.8  | 3.0     | 5.1    | 5.8    |
| 909 HK Equity    | 明源云  | SaaS | 734          | 3.0          | (58.0)              | N/A     | N/A   | 77.5  | (5.7)   | (1.6)  | 2.6    |
| 354 HK Equity    | 中软国际 | SaaS | 2,368        | 6.3          | (6.4)               | 19.8    | 15.0  | 12.2  | 7.0     | 8.4    | 9.7    |
| KC US Equity     | 金山云  | SaaS | 1,040        | 4.1          | 7.0                 | N/A     | N/A   | N/A   | (19.1)  | (16.4) | (13.5) |
| 2013 HK Equity   | 微盟集团 | SaaS | 1,110        | 3.1          | (53.5)              | N/A     | 114.0 | 20.5  | (26.1)  | (3.4)  | 7.8    |
| 9959 HK Equity   | 联易融  | SaaS | 436          | 1.5          | (60.5)              | 30.4    | 11.2  | 7.3   | (1.3)   | (0.2)  | 0.2    |
| 8083 HK Equity   | 中国有赞 | SaaS | 243          | 0.1          | (47.4)              | N/A     | N/A   | N/A   | (0.1)   | 0.8    | 2.3    |
| VNET US Equity   | 世纪互联 | SaaS | 455          | 3.0          | (48.0)              | N/A     | N/A   | N/A   | (5.6)   | (4.8)  | (4.8)  |
| 1860 HK Equity   | 汇量科技 | SaaS | 589          | 2.9          | (29.1)              | 30.6    | 14.1  | 15.3  | 7.0     | 12.1   | 9.7    |
| 6608 HK Equity   | 百融云  | SaaS | 878          | 13.5         | 27.3                | 17.9    | 14.0  | 11.0  | 7.8     | 9.2    | 10.4   |
| 平均               |      |      |              |              | (19.5)              | 69.7    | 41.1  | 36.4  | (0.1)   | 3.8    | 6.2    |

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 互联网行业 2024 年整体趋势展望

## ● 2024 年互联网行业细分板块配置策略

我们对各细分板块推进顺序依次为：1) **游戏**：新游储备丰富，小游戏带来增量，预计将重回健康增长；2) **电商**：消费分级持续，低价仍是王牌，出海或成为第二增长曲线；3) **O2O**：行业回归常态化增长，关注竞争格局变化，出境游仍有空间；4) **泛视频**：步入全面盈利时代，付费率及 ARPU 或成未来战略重点；5) **SaaS**：需求仍受压制，国产替代趋势不改。

图表 9：浦银国际 2024 年互联网行业子板块配置策略

| 板块                   | 2024 年投资策略  | 主要风险   | 建议关注         |
|----------------------|---|--|--------------|
| <a href="#">游戏</a>   | 游戏版号发放常态化以及 AIGC 爆发推动游戏行业回暖，版号发放数量仍相对稀缺，强研运能力的头部公司更具韧性。 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 游戏新品表现不及预期；</li> <li>2. 短视频继续抢占用户游戏时长。</li> </ol>                  | 网易<br>腾讯     |
| <a href="#">电商</a>   | 在宏观不确定性下，我们认为短期电商平台的价格优势更为重要。                           | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 消费大盘复苏不及预期；</li> <li>2. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。</li> </ol>           | 拼多多          |
| <a href="#">O2O</a>  | 线下经济持续复苏，出境游仍有增长空间，同时关注竞争格局变化影响。                        | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 出游需求不及预期；</li> <li>2. 平台为争夺市场份额，或加大营销费用投入，导致短期利润率表现较弱。</li> </ol>  | 携程<br>美团     |
| <a href="#">泛视频</a>  | 中短视频持续抢占用户时长，流量仍保持稳健增长，随着广告大盘复苏及降本增效，利润率有望得到改善。         | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 广告主投放仍较为谨慎；</li> <li>2. 直播行业内容审核趋严；</li> <li>3. 视频版权问题。</li> </ol> | 快手           |
| <a href="#">SaaS</a> | 随着经济活动恢复，行业需求有望逐步复苏，大模型“混战”带来新契机，看好国产替代标的。              | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 企业缩减 IT 采购预算；</li> <li>2. 收入增长放缓，导致利润率改善不及预期。</li> </ol>           | 金山软件<br>金蝶国际 |

注：自上而下为我们对 2024 年互联网行业各细分板块的偏好顺序

资料来源：浦银国际

## ● 核心观点

我们认为，2024 年或成为互联网行业波谷之后的洗牌之年，互联网公司进一步向成长股和价值股做两极分化。随着疫情基数影响消失，行业回归常态化增长，处在移动互联网大周期末端，AI 尚未真正成为行业  $\beta$  增长驱动，整体业绩呈现“强增利，弱增收”，价值属性大于成长属性：成长更显稀缺，享受估值溢价，收入第二曲线则是决定能否保留成长股身份关键，短期  $\alpha$  来自出海和下沉市场；利润创造价值，提升股东回报，子板块陆续进入全面盈利，战略收缩，韬光养晦，追求收入利润相对均衡的“高质量”发展，持续关注回购、派息及分拆上市等。估值方法从 P/S 向 P/E 进一步切换，外部地缘环境是影响 P/E 估值中枢重要因素，同时更加关注 ROE 等指标。当前行业估值位于底部区间，2024 年板块反弹机会更多来自价值重估。AI，作为“全村的希望”，代表着下一个大周期的即将来临，其估值提振作用大于短期业绩贡献。

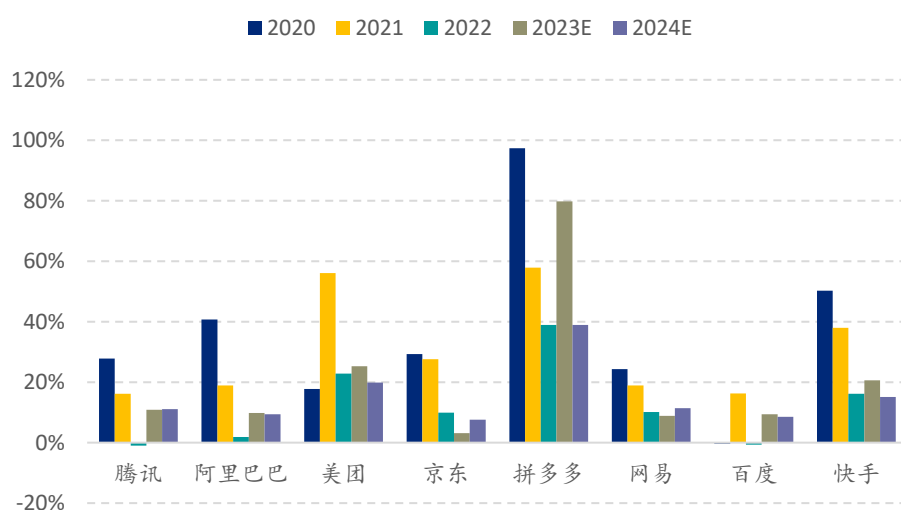
**2024 年关键词：“出海”“瘦身”“AI”三位一体，对应收入、利润和估值，也分别代表着中期、短期及长期战略重点。** 我们也将从这三大维度来探讨 2024 年互联网公司向成长股和价值股分化趋势：**拼多多一枝独秀，稀缺成长股标的，行业首选；其他互联网龙头短期价值属性高于成长属性。** 我们对竞争格局和盈利能力给予更高权重，偏好排序依次为网易、腾讯、快手、美团、阿里巴巴和京东。

- 出海——收入增长
- 瘦身——利润释放
- AI——估值提振

## 出海——收入增长

失速的互联网行业，还有多少高成长企业？主要互联网公司 2024 年市场预期收入增速平均值为 15%，增速放缓，未见显著起色。在主要互联网公司中，拼多多 2024 年预期收入同比增长近 40%，遥遥领先；美团和快手位于第二梯队，预计增速介于 15%~20%；其他互联网巨头的收入增速预计在 10%左右。

图表 10：互联网公司收入增速及市场预期



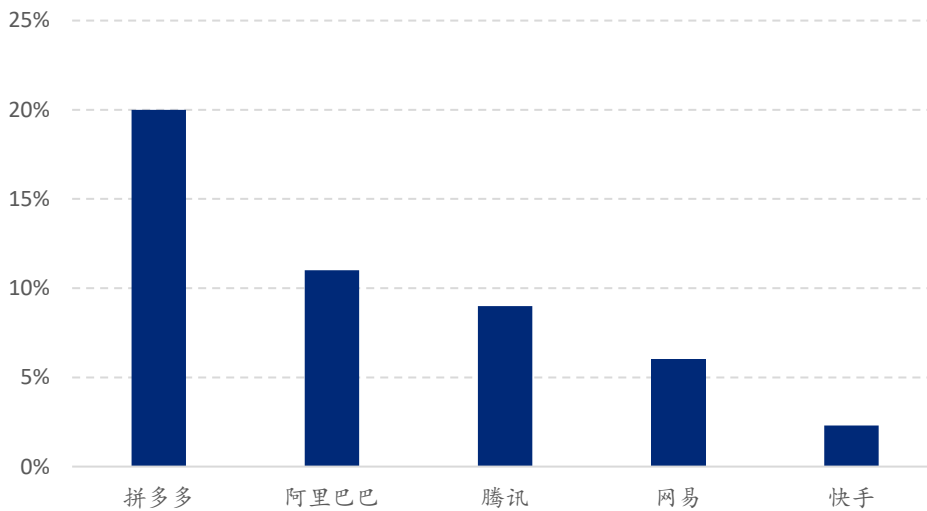
注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY21-FY25E 数据  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

由于行业处于移动互联网大周期末端，互联网增速放缓。互联网受新技术推动，常呈现跳跃式发展。互联网大周期已经历了 PC 互联网时代和移动互联网时代，行业正处在移动互联网大周期的末端。在新技术奇点到来之前，这种温和增速或仍将维持，而 AI 无疑代表着下个大周期即将来临，但对于公司业绩的实质性推动或仍需一定时间。

**出海正在成为第二增长曲线。**出海对于中国互联网企业而言，并不是新故事。随着移动互联网诸多细分赛道已进入相对成熟阶段，渗透率提升逐渐进入瓶颈期，整体收入增速趋于放缓，行业竞争愈加激烈，因此海外新兴市场成为了下一个互联网价值洼地。短视频、游戏和跨境电商领域的成功也证明了中国互联网公司出海的可行性。此外，像短剧、SaaS 等也纷纷选择出海。

以电商为例，拼多多和阿里巴巴今年的三季度业绩显示，跨境海外业务表现亮眼。拼多多海外业务相关的交易服务收入同比增长三倍；阿里巴巴海外业务收入同比增长 53%。整体而言，多数互联网公司的海外业务收入占比仍相对较小，对于整体收入增速影响仍较为有限。

**图表 11：2023 年三季度互联网公司海外收入占比**



资料来源：公司资料、浦银国际估算

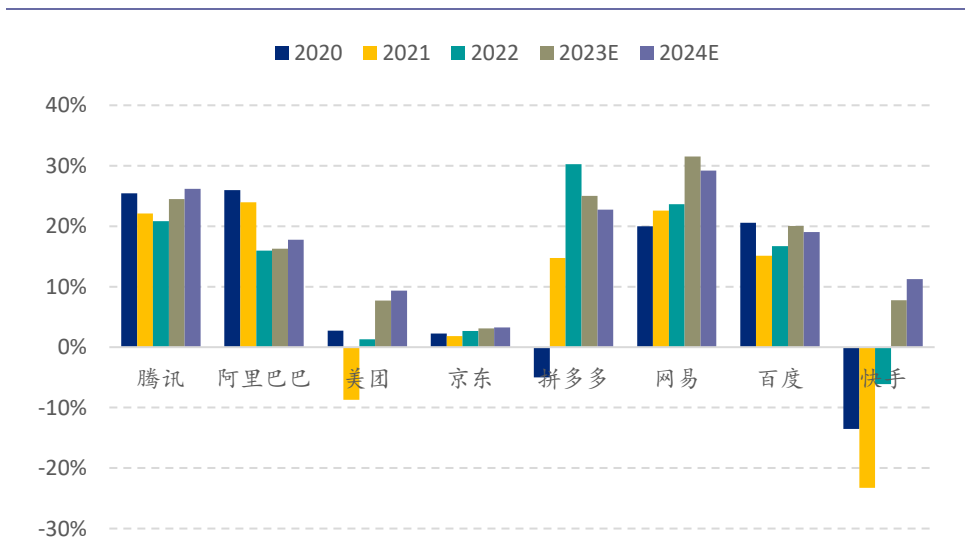
**除了出海大趋势外，国内市场对于某些细分赛道仍存在结构性机会。**下沉市场用户潜力仍有待挖掘。小游戏和短剧在下半年的火爆，侧面反映了中国消费市场的分层趋势以及下沉市场的消费潜力。比如，从用户画像来看，小程序游戏用户相对于 APP 游戏而言，下沉比例更大，三线及以下城市用户占比达 50%；年龄相对较大，40 岁以上用户群体占比 30%。而短剧的目标受众群体也主要为下沉市场用户。

## 瘦身——利润释放

降本增效，推动收入利润更加均衡的“高质量”增长。今年以来，包括腾讯、拼多多在内的多家互联网公司均表示未来将更加注重“高质量增长”，追求收入和利润更加均衡的发展模式。由于宏观环境影响以及行业红利减弱，在整体“开源”愈加艰难的环境下，“节流”，即降本增效成为互联网公司的默认选择。但相较于2022年主要依靠销售费用端的费用管控，当下的互联网更加注重毛利率层面的提升，主动优化低质量的业务项目，聚焦核心优势项目，推动高质量增长。

估值方法进一步向P/E切换。子板块陆续进入全面盈利期，转向收入利润相对均衡的“高质量”发展。行业估值方法更加统一，从P/S向P/E切换，外部地缘环境是影响P/E估值中枢的重要因素。当前估值仍位于历史底部区间，上行空间大于下行风险。

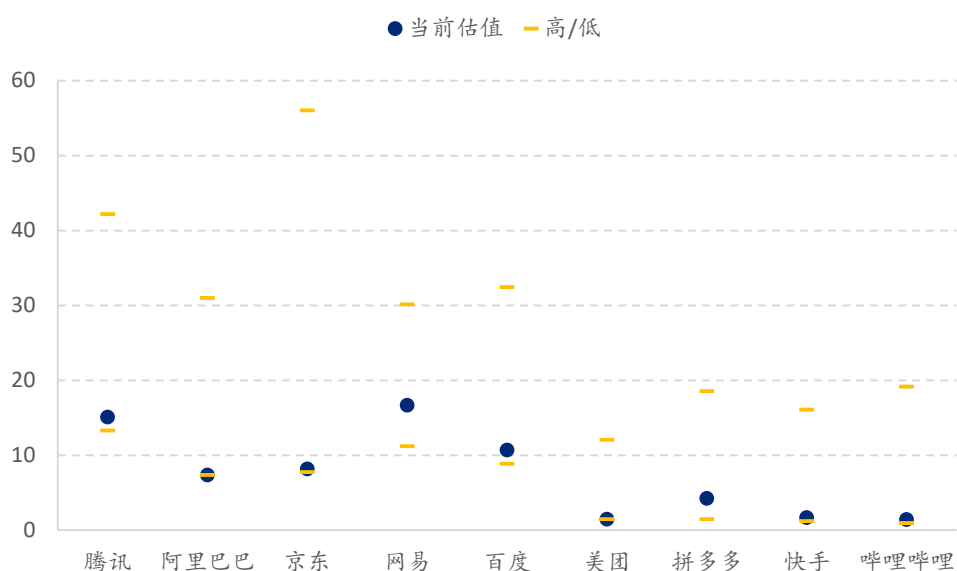
图表 12：互联网公司利润率及市场预期



注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY21-FY25E 数据  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

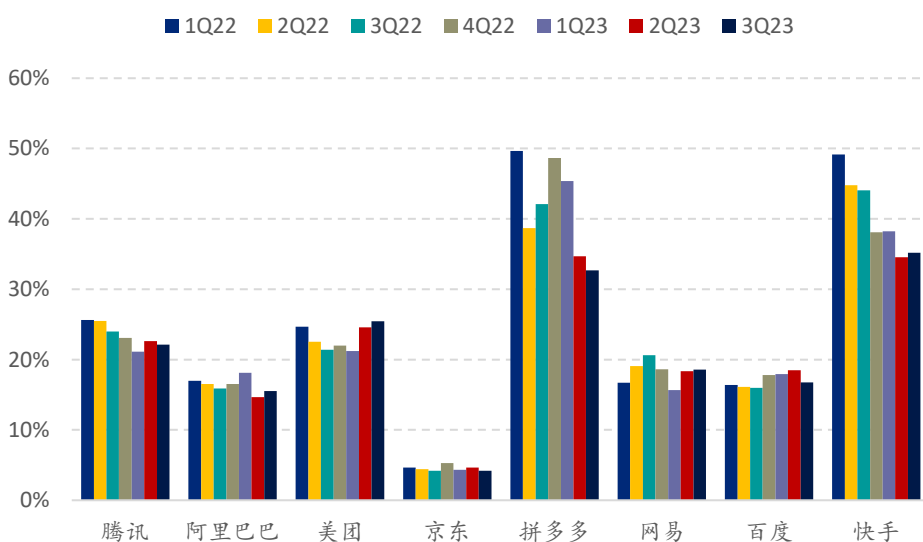
估值仍处于历史底部区间，静待修复。多数互联网公司估值已处于近年历史低位。以行业龙头腾讯、阿里巴巴为例，两家公司当前市盈率分别为 15.0x 和 7.4x，处于历史底部水平。

图表 13：主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间



注：美团、拼多多、快手、哔哩哔哩为估值远期 P/S，其余公司为远期 P/E；数据为 2018 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 11 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：主要互联网公司销售及行政费用率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

## AI——估值提振

目前来看，AI 估值提振意义大于业绩贡献。2023 年被称为 AIGC 元年，大模型也成为重中之重，其预期创新性甚至远大于移动互联网。AIGC 或进一步解放生产力，帮助企业降本增效，影响并改变着互联网的获取信息和内容产出方式。AI 推动的是长期估值，对短期业绩帮助有限。行业趋势包括：1) 大模型洗牌，行业模型或成为普及关键；2) 具身智能和多模态智能或成为下一个重点投资方向；3) 应用场景落地是关键，To B 才是主战场。

**大模型洗牌，行业模型或成为普及关键。**截至目前，中国已有百余款大模型产品。当前国内大模型主要包括两类：一类是对标 GPT 的通用大模型，注重基础架构；另一类是在开源大模型基础之上的垂类大模型，聚焦垂直行业应用。从行业特征来看未来发展趋势，只有极少数巨头才适合做通用大模型，因其需要具备巨大资金投入、丰富的数据资源以及相应的大模型应用场景，如百度的搜索，腾讯的社交媒体，阿里的电商业务等。随着 AIGC 技术不断升级行变，拥有不同场景数据积累的公司会衍生出聚焦细分赛道的垂直领域模型。垂直行业的模型未来或成为大模型加速普及的关键，通用公域数据叠加行业数据，共同构成产业大模型的训练数据来源。行业大模型的未来趋势特点还包括：场景集成化、AI 原生化以及部署工业化等方面。

**具身智能和多模态智能或成为下一个重点投资方向。**中美大模型差异：国内企业在底层模型方面仍需提高，优势在于应用生态。业内普遍认为，中美大模型目前仍存在一定距离，不过国内公司正在迎头赶上。一方面，大模型一定要有充足的算力作为基础；另一方面，在数据层面，中文语料的复杂性及质量参差，也对国内大模型研发带来了挑战，后期高质量的数据才是大模型不断优化关键。同时，美国限芯对于国产大模型算力方面或带来一定影响。目前互联网大模型龙头公司的芯片储备较为充足，同时也在寻求国产替代方案。多模态智能是具身智能的必经之路。除了在计算机视觉、自然语言处理等特定领域模型的发展，多模态大模型的进一步交叉融合或将成为未来重要的应用方向。

**未来更加关注应用场景落地。**能否应用落地并且具备商业化能力，是检验大模型成功与否的标准。不同于传统 C 端消费互联网，B 端产业互联网才是大模型的主战场。随着模型不断细分至垂直行业乃至特定场景，或推动应用落地加速。此外，大模型进行大规模推广落地所需具备的条件，即标准化、可靠化、大批量部署以及价格相对低廉，仍有待改善。AI 产品落地，或优先从内部推广，结合自身已有产品提供增值服务，再逐步向外部商业化。



## ● 个股偏好排序

### 成长股 vs 价值股

拼多多一枝独秀，稀缺成长股标的。考虑到当前互联网行业正处于移动互联网大周期的末端，成长性显得相对稀缺，尤其是收入端。我们仍然偏好收入高增速的股票，而对于多数企业“强增利、弱增收”的可持续性存在一定担忧。“走出去、沉下去”仍存在结构性机会，因此海外市场和下沉市场收入占比较高的公司更容易寻找α机会。我们梳理主要互联网公司2024年收入增速预期（基于彭博市场一致预期），以20%作为基准的话，目前只有拼多多符合条件，预期收入增长近40%，而当前市盈率低于20x，估值仍具吸引力。其他主要互联网公司的2024预期增速分别为：美团19%、快手15%、腾讯11%、网易11%、阿里巴巴9%和京东8%。

其他龙头公司，价值属性或高于成长属性。我们对竞争格局和盈利能力给予更高权重，排序为网易、腾讯、快手、美团、阿里巴巴和京东。如何界定价值股相对复杂。如果单从股价和市盈率角度来看，目前多数互联网公司的估值均处于底部区间。我们除了需要比较市盈率和ROE等指标外，也需要综合考虑公司所处赛道的竞争环境变化。

- 首先，我们更偏好盈利能力强且竞争格局相对稳定的公司，如网易和腾讯。
- 其次，我们也建议关注利润率仍存改善空间的公司，如快手和美团。
- 而对于阿里巴巴和京东，最大的吸引力则在于估值“便宜”，市盈率低于10x，除依赖消费大盘复苏外，未来分拆上市机会也有望推动估值提升。

图表 15：主要互联网公司 2024 年预测

| 公司   | 收入增速 | 调整后净利润增速 | 调整后净利率 | P/E | ROE |
|------|------|----------|--------|-----|-----|
| 拼多多  | 40%  | 30%      | 23%    | 19x | 32% |
| 网易   | 11%  | 4%       | 28%    | 17x | 22% |
| 腾讯   | 11%  | 19%      | 27%    | 15x | 18% |
| 快手   | 15%  | 65%      | 11%    | 15x | 20% |
| 美团   | 19%  | 45%      | 9%     | 16x | 13% |
| 阿里巴巴 | 9%   | 7%       | 17%    | 7x  | 12% |
| 京东   | 8%   | 11%      | 3%     | 9x  | 11% |

资料来源：Bloomberg 一致预期，浦银国际

### **拼多多 (PDD.US): “买入”评级, 目标价 173 美元**

拼多多业绩连续大超市场预期, 增速远超大盘。公司受益于消费分级趋势, 性价比优势显著。海外业务 Temu 保持高速增长, 成为公司第二增长曲线。目标价 173 美元, “买入”评级。

### **网易 (9999.HK/NTES.US): “买入”评级, 目标价 207 港元/133 美元**

手游保持强劲增长势头, 新上线游戏表现亮眼。新游产品储备丰富, 继续推动游戏业务持续增长。此外, 《蛋仔派对》和《巅峰极速》海外测试表现不错, 明年有望逐步推向更多主流市场。目标价 207 港元/133 美元, “买入”评级。

### **腾讯 (700.HK): “买入”评级, 目标价 424 港元**

国内游戏因新游发布有所回暖, 预计公司游戏收入保持稳健增长态势; 视频号变现仍有很大提升空间, 为公司带来新的增量; 高质量增长的战略稳步推进, 各分部毛利率均有所改善。目标价 424 港元, “买入”评级。

### **快手 (1024.HK): “买入”评级, 目标价 80 港元**

快手有望在 2023 年实现首个集团年度盈利。内循环仍是广告增长主要驱动, 外循环广告仍在逐步修复。电商业务保持高速增长, 泛货架电商带来增量。目标价 80 港元, “买入”评级。

### **美团 (3690.HK): “买入”评级, 目标价 125 港元**

美团核心业务持续复苏, 毛利率有所改善。到店酒旅复苏强劲, 针对抖音入局本地生活, 公司表示将加大市场投入以巩固市场地位, 短期来看或对利润率带来压力。目标价 125 港元, “买入”评级。

### **阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): “买入”评级, 目标价 97 港元/100 美元**

国内业务在逐步复苏, 用户数和订单量保持同比正增长。海外业务增长亮眼, 成为重要驱动之一, 带动公司国际商业和菜鸟收入高增长。新业务亏损继续收窄, 公司表示将更加注重资本回报率。目标价 97 港元/100 美元, “买入”评级。

### **京东 (780.HK): “买入”评级, 目标价 162 港元/42 美元**

零售业务同比持平, 略显疲软, 核心优势品类市场地位稳固; 3P 生态建设稳步推进, 长期来看, 3P 商家贡献占比或将超过自营, 目标价 162 港元/42 美元, “买入”评级。

# 互联网行业 2024 年细分行业展望

## ● 游戏：产品储备丰富，预计重回健康增长

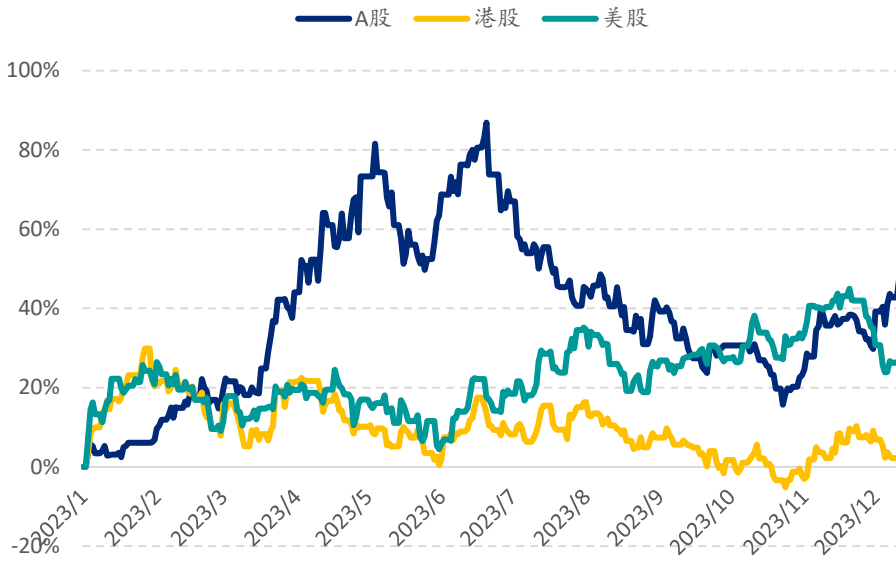
### 2024 年展望

游戏版号发放进入常态化，供给端压力得到释放。今年上线的热门新游以及各大厂商丰富的产品储备预计将推动行业 2024 年重回健康增长。游戏出海仍是重要增量来源，小游戏有望创造新红利。AIGC 的爆发助力游戏行业提高效率，有望提升行业利润率。目前版号数量仍相对有限，我们认为具备强研发能力、拥有头部游戏产品、布局海外市场的游戏厂商有较大优势。建议关注网易、腾讯等。

### 2023 年回顾

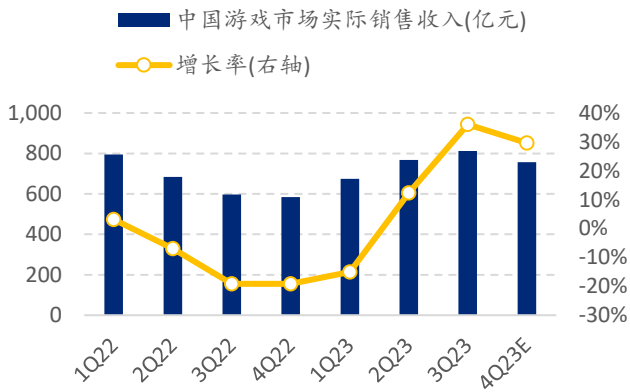
2023 年游戏板块整体表现领先市场大盘，截至 2023 年 12 月 11 日，网络游戏指数 A 股/美股/港股分别上涨 48%/27%/3%。版号常态化后年内游戏大厂产品储备逐步释放，包括《崩坏：星穹铁道》、《逆水寒》手游等热门游戏上线，推动游戏行业快速回暖。根据伽马数据，2023 年上半年中国游戏市场实际销售收入为人民币 1443 亿元，同比下降 2.39%，环比提升 22.2%；其中移动游戏收入回暖势头明显，进入 5 月后实现快速复苏，暑期档产品投放意愿较大。我们预计 2023 年中国游戏市场收入有望弥补 2022 年下滑并突破人民币 3000 亿元，同比增长超 13%。

图表 16: 游戏行业指数表现



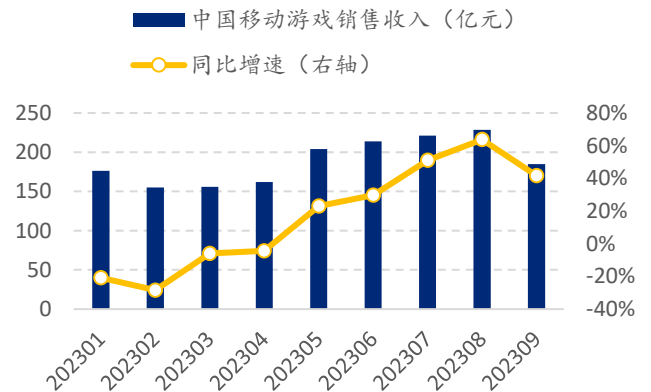
资料来源: Wind、浦银国际

图表 17: 中国游戏市场实际销售收入



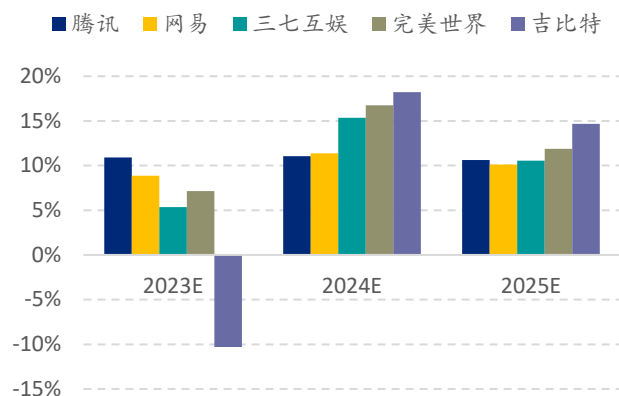
资料来源: 伽马数据、浦银国际预测

图表 18: 中国移动游戏实际销售收入



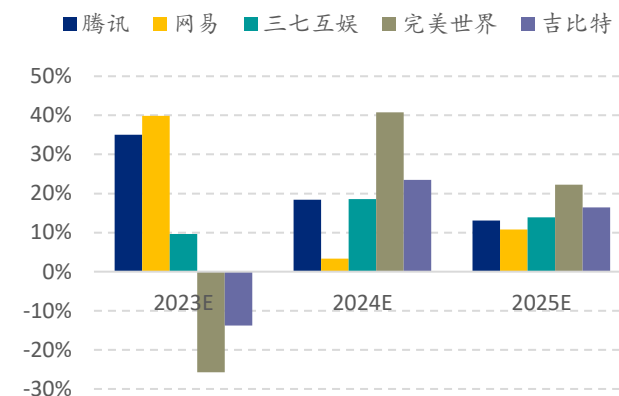
资料来源: 伽马数据、浦银国际预测

图表 19：游戏公司市场预期收入增速



资料来源：Bloomberg 一致预期、浦银国际

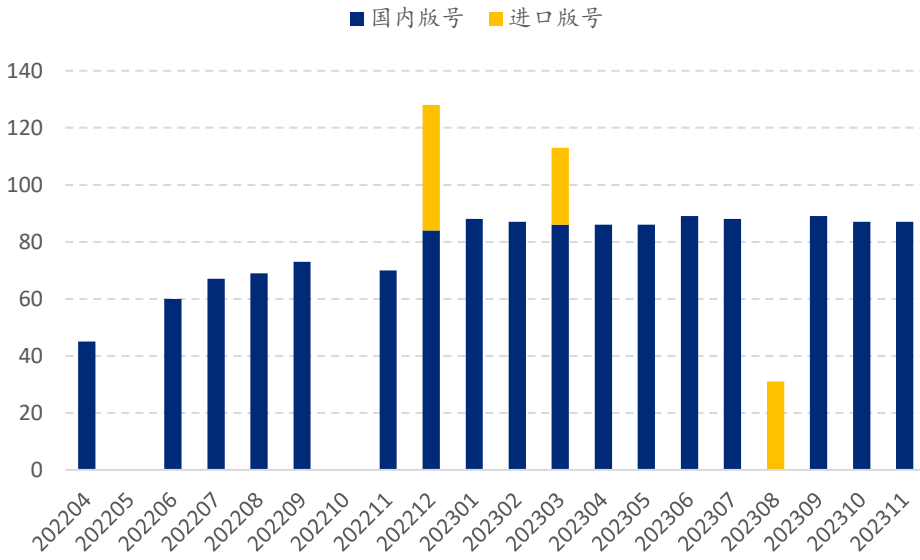
图表 20：游戏公司市场预期调整后净利润增速



资料来源：Bloomberg 一致预期、浦银国际

版号发放维持稳定，游戏大厂储备丰富。当前游戏版号已常态化发放，前 11 个月累计发放 873 款国内游戏版号，58 款进口游戏版号，平均每月获批 80 余款版号，全年版号发放量有望实现翻倍增长，供给端瓶颈得到一定释放。2023 年内已上线《崩坏：星穹铁道》、《逆水寒》手游等爆款游戏，以及游戏大厂仍拥有《元梦之星》、《燕云十六声》、《绝区零》等热门游戏储备，预计将推动明年游戏行业稳步增长。

图表 21：中国游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

图表 22：2023 年热门游戏产品

| 名称       | 公司   | 上线/预期时间 | 类型      |
|----------|------|---------|---------|
| 三国志·战棋版  | 灵犀互娱 | 3 月     | SLG 战棋  |
| 合金弹头：觉醒  | 腾讯   | 4 月     | 横板动作    |
| 崩坏：星穹铁道  | 米哈游  | 4 月     | 回合制 RPG |
| 巅峰极速     | 网易   | 6 月     | 竞速赛车    |
| 逆水寒手游    | 网易   | 6 月     | 武侠开放世界  |
| 无畏契约     | 腾讯   | 7 月     | 射击      |
| 晶核       | 朝夕光年 | 7 月     | RPG     |
| 命运方舟     | 腾讯   | 7 月     | MMORPG  |
| 冒险岛：枫之传说 | 腾讯   | 8 月     | MMORPG  |
| 全明星街球派对  | 网易   | 8 月     | 篮球竞技    |
| 重生边缘     | 腾讯   | 9 月     | TPS     |
| 星球：重启    | 朝夕光年 | 11 月    | 射击      |

资料来源：浦银国际整理

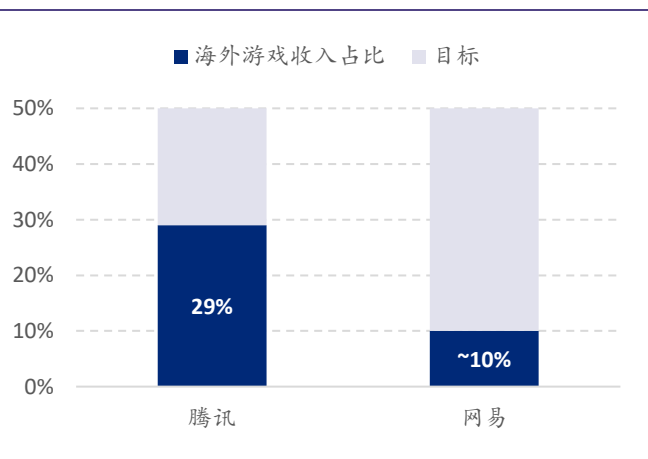
图表 23：游戏大厂主要产品储备

| 公司  | 游戏名      | 类型      |
|-----|----------|---------|
| 腾讯  | 元梦之星     | 派对闯关    |
|     | 地下城与勇士手游 | ARPG    |
|     | 二之国：交错世界 | MMO     |
|     | 星之破晓     | 格斗      |
|     | 无畏契约手游   | 射击      |
|     | 彩虹六号：围攻  | FPS     |
|     | 王者荣耀：世界  | 开放世界    |
| 网易  | 射雕       | RPG     |
|     | 零号任务     | 竞技      |
|     | 永劫无间手游   | 竞技      |
|     | 代号：无限大   | 二次元开放世界 |
|     | 燕云十六声    | 武侠开放世界  |
| 米哈游 | 绝区零      | ARPG    |

资料来源：浦银国际

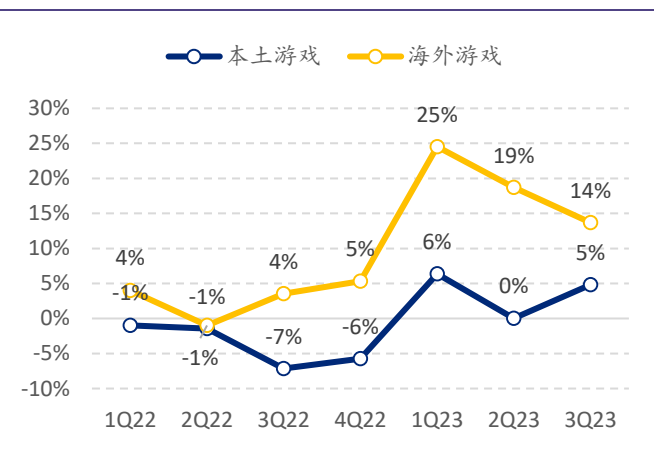
出海仍是未来重要增量来源。由于国内游戏版号的减少对游戏产品发行节奏造成了较大影响，游戏大厂纷纷将海外市场视为未来发展重点，如腾讯、网易均表示未来将大力发展海外游戏业务，目标将海外游戏收入占总游戏收入比提升至 50%。近年多家厂商成立全球品牌，如腾讯 Level Infinite、米哈游 HoYoverse、莉莉丝 Farlight Games 等。同时厂商也通过对外投资、自建工作室等方式布局海外，以加速全球化步伐。预计海外市场仍是未来游戏大厂重要的收入增量来源。

图表 24：腾讯、网易海外收入占比



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 25：腾讯游戏地域收入增速对比



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 26：网易自建海外工作室

| 时间          | 工作室                        | 地区      | 游戏类型  |
|-------------|----------------------------|---------|-------|
| 2019 年 7 月  | 蒙特利尔工作室                    | 加拿大     | 主机/PC |
| 2020 年 6 月  | 樱花工作室                      | 中国、日本   | 主机/PC |
| 2022 年 1 月  | 名越工作室                      | 日本      | 主机/PC |
| 2022 年 5 月  | Jackalope Games            | 美国      | 主机/PC |
| 2022 年 7 月  | Jar of Spark               | 美国      | 主机/PC |
| 2022 年 11 月 | GTPRACK50                  | 日本      | 主机/PC |
| 2023 年 2 月  | Spliced                    | 全球远程工作室 | 主机/PC |
| 2023 年 4 月  | Anchor Point Studios       | 西班牙、美国  | 主机/PC |
| 2023 年 5 月  | Bad Brain Game Studios     | 加拿大     | 主机/PC |
| 2023 年 5 月  | PinCool                    | 日本      | 主机/PC |
| 2023 年 8 月  | T-Minus Zero Entertainment | 美国      | 主机/PC |

资料来源：公司资料、浦银国际

### 抖音收缩游戏业务对行业的影响？

游戏作为“现金牛”业务，过去持续吸引着互联网大厂进入。然而在降本增效的大环境下，聚焦主业、收缩非核心业务成为行业主旋律。近期字节跳动正收缩或将剥离游戏业务，旗下朝夕光年表示会对业务方向和组织进行调整，聚焦部分创新型游戏研发。我们认为互联网大厂逐步转向聚焦主业，在一定程度上有利于缓解游戏行业内卷化竞争。

宣发渠道是字节跳动在游戏领域的核心优势之一。朝夕光年今年推出的《晶核》和《星球：重启》，配合抖音庞大的流量宣发优势，取得了亮眼表现。字节跳动退出游戏业务，或将更好地发挥抖音在游戏宣发中的作用。同时，由于避免了直接竞争，腾讯和字节跳动在游戏业务方面有望进一步加强合作。因版权问题，抖音上无法直播英雄联盟、王者荣耀等腾讯头部电竞游戏。随着彼此合作加深，抖音有望获得更多腾讯游戏直播版权，但与此同时，腾讯系直播平台或将面临更大的竞争。

### 小游戏有望挖掘行业新红利。

小游戏经过多年的发展，已成为中国最大的休闲游戏平台。腾讯二季度业绩会披露，微信小游戏 MAU 超过 4 亿，累计用户量突破 10 亿，开发者规模超过 30 万，上百款小游戏二季度收入超过千万元。小游戏具有轻量级、简单易上手等特性，降低了开发及使用门槛，适合快速消遣和社交分享。对于游戏 APP 开发者，小游戏也有助于触达更广泛的用户群。我们认为小游戏依托庞大的用户基础，有望进一步挖掘以往不玩 APP 游戏的用户，为行业带来新红利，预计三季度微信小游戏市场规模约 50 亿元。



图表 27：游戏公司表现及估值

| 股票代码             | 公司   | 行业 | 市值(百<br>万美元) | 股价<br>(交易<br>货币) | YTD 股<br>价变动<br>(%) | P/E (x) |       |       | P/S (x) |       |       |
|------------------|------|----|--------------|------------------|---------------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                  |      |    |              |                  |                     | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E | 2025E |
| 700 HK Equity    | 腾讯控股 | 游戏 | 377,886      | 310.2            | (2.2)               | 17.5    | 15.0  | 13.2  | 4.4     | 4.0   | 3.6   |
| NTES US Equity   | 网易   | 游戏 | 67,733       | 105.0            | 44.6                | 15.7    | 16.7  | 15.4  | 4.6     | 4.2   | 3.8   |
| 002602 CH Equity | 世纪华通 | 游戏 | 5,961        | 5.7              | 50.7                | 26.9    | 20.6  | 16.6  | 3.1     | 2.8   | 2.5   |
| 002555 CH Equity | 三七互娱 | 游戏 | 7,479        | 24.2             | 33.7                | 16.7    | 14.1  | 12.4  | 3.1     | 2.7   | 2.4   |
| 002624 CH Equity | 完美世界 | 游戏 | 3,758        | 13.9             | 9.3                 | 26.1    | 18.5  | 15.7  | 3.3     | 2.8   | 2.5   |
| 603444 CH Equity | 吉比特  | 游戏 | 2,849        | 283.8            | (9.3)               | 16.1    | 13.1  | 11.3  | 4.4     | 3.7   | 3.3   |
| 002558 CH Equity | 巨人网络 | 游戏 | 3,982        | 14.5             | 81.9                | 21.6    | 18.7  | 16.7  | 9.0     | 7.9   | 7.1   |
| 2400 HK Equity   | 心动公司 | 游戏 | 730          | 11.9             | (45.1)              | 24.9    | 13.1  | 9.4   | 1.3     | 1.1   | 1.0   |
| 300315 CH Equity | 掌趣科技 | 游戏 | 2,417        | 6.3              | 96.0                | 76.7    | 72.3  | 71.5  | 17.3    | 16.9  | 16.5  |
| 777 HK Equity    | 网龙   | 游戏 | 988          | 14.5             | (7.4)               | 7.4     | 6.5   | 5.6   | 1.0     | 0.9   | 0.8   |
| 9990 HK Equity   | 祖龙娱乐 | 游戏 | 201          | 2.0              | (48.8)              | N/A     | 60.1  | 901.0 | 1.4     | 1.0   | 0.9   |
| 1119 HK Equity   | 创梦天地 | 游戏 | 470          | 2.3              | (39.8)              | 15.3    | 7.7   | 6.0   | 1.3     | 1.0   | 0.9   |
| 平均               |      |    |              |                  | 13.6                | 24.1    | 23.0  | 91.2  | 4.5     | 4.1   | 3.8   |

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 电商：性价比仍是核心竞争力，出海成重要增量

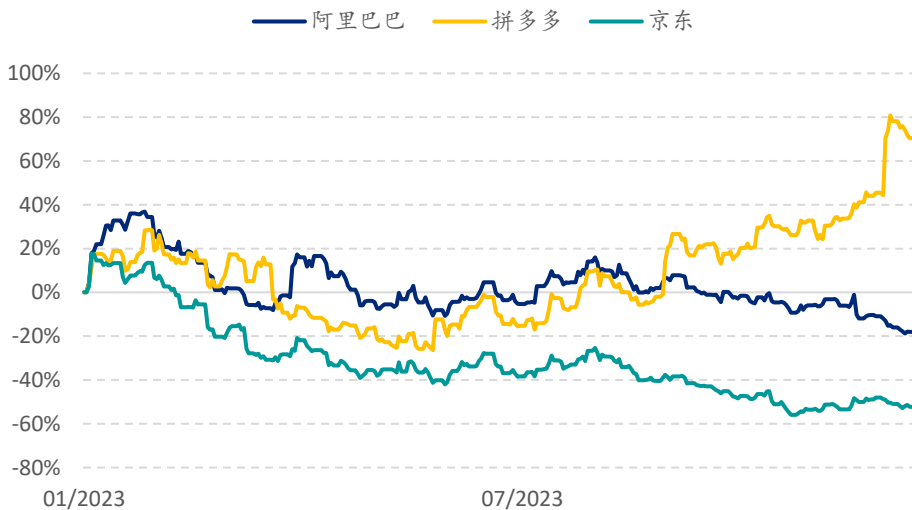
### 2024 年展望

在宏观经济温和复苏的背景下，消费分级趋势或将持续，性价比仍是行业核心竞争力；直播电商进一步抢占市场份额，但增速有所放缓；跨境电商市场空间广阔，保持强劲增长势头，已成为重要增量。建议关注拼多多。

### 2023 年回顾

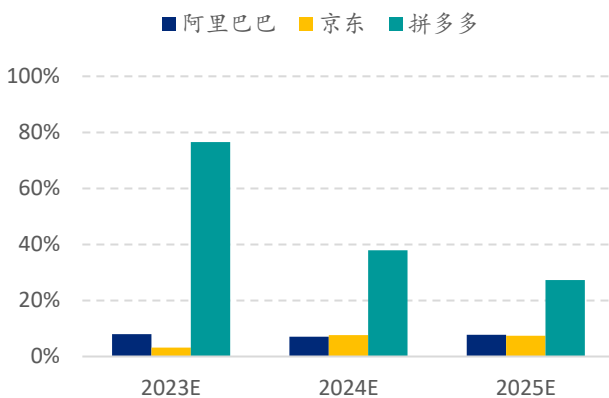
2023 年电商行业整体表现呈现分化，拼多多一枝独秀。阿里巴巴、拼多多、京东股价分别-19%、75%、-54%。

图表 28: 电商公司年初至今股价表现



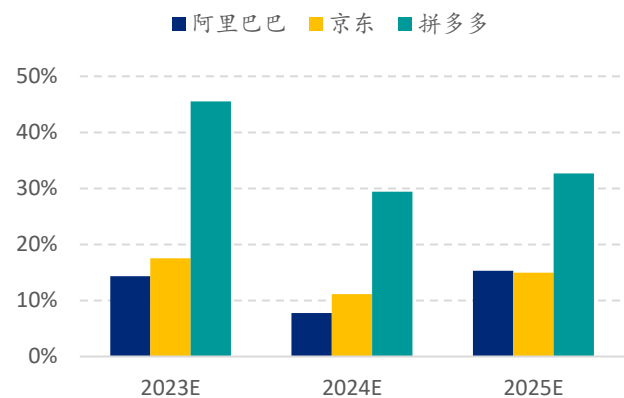
资料来源: Wind、浦银国际

图表 29: 电商公司市场预期收入增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

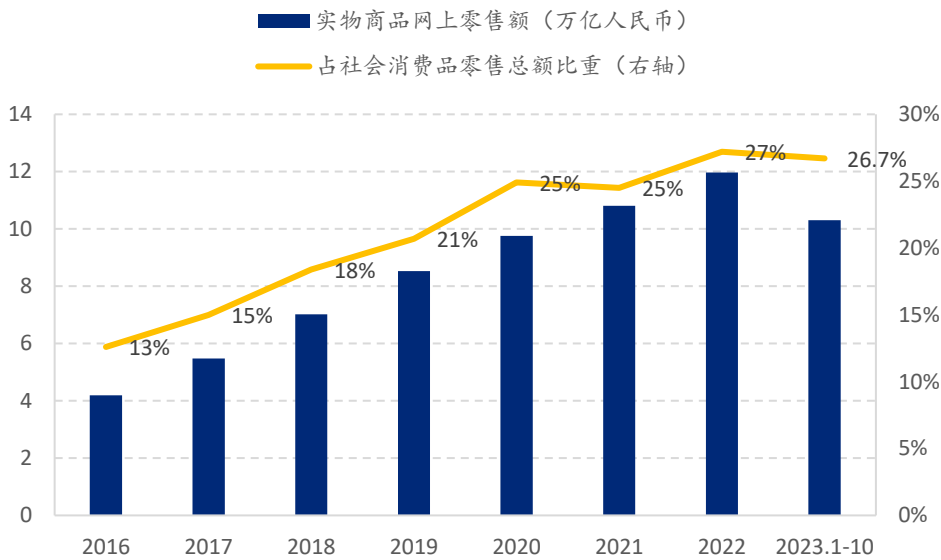
图表 30: 电商公司市场预期调整后净利润增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

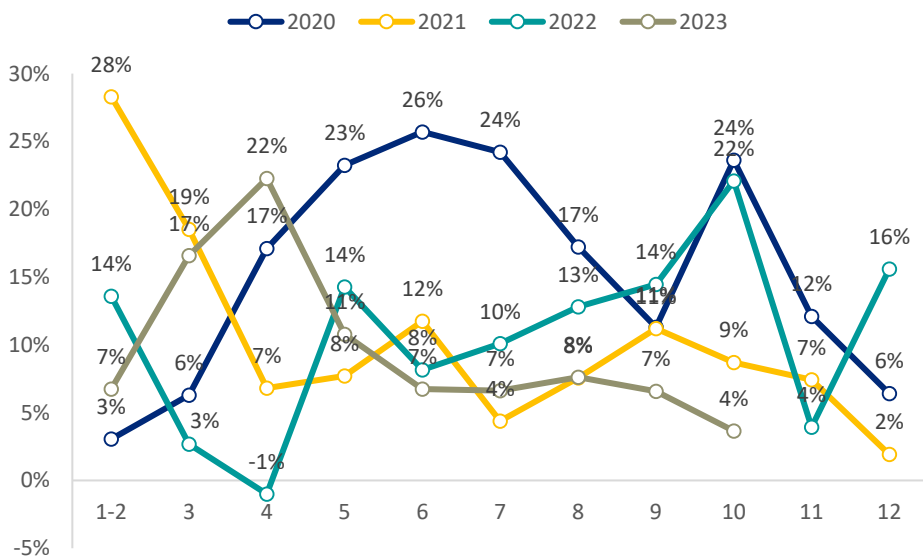
线上消费逐步复苏。2023年1-10月社会消费品零售总额同比增长6.9%，实现了稳步复苏，其中，全国网上零售额同比增长11.2%，快于大盘增速。1-10月实物商品网上零售额同比增长8.4%，占社零消费总额比重由去年同期的26.2%提升至26.7%，其中吃/穿/用类商品分别增长11.3%/7.6%/8.2%。

图表 31: 实物商品网上零售额



资料来源: Bloomberg、浦银国际

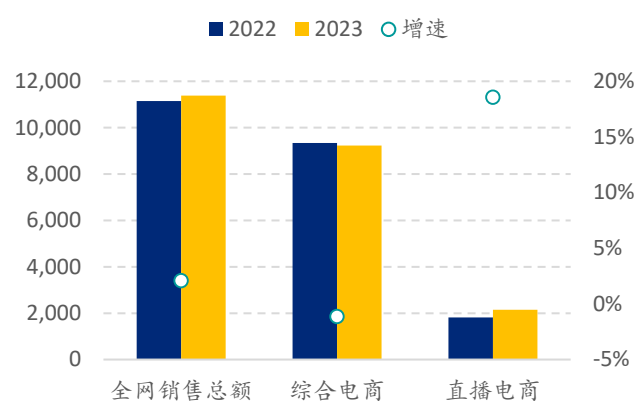
图表 32: 实物商品网上零售额增速



资料来源: Bloomberg、浦银国际

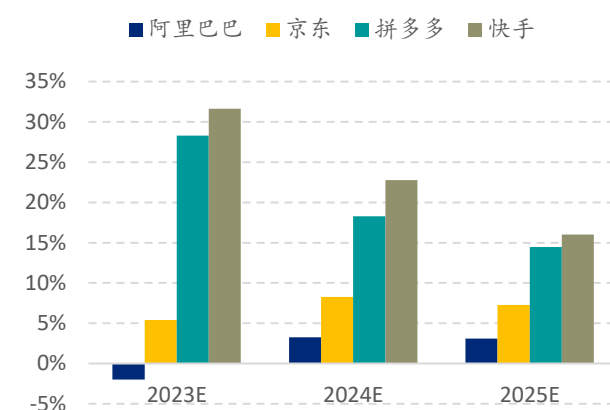
性价比仍是核心竞争力，直播电商持续蚕食市场份额。在宏观经济温和恢复下，我们认为“价格/性价比”仍是当前电商平台更为重要的核心竞争力。头部电商平台均将“低价”作为核心卖点之一，一定程度上加剧了行业竞争，预计将影响行业利润率水平。短视频平台凭借强大的流量优势，持续推动直播电商的快速增长，市场份额不断扩大，“双十一”GMV增长显著优于行业大盘。此外，短视频平台也积极拓展货架电商作为补充，传统综合电商平台份额或受到进一步挤压。

图表 33：“双十一”GMV 对比



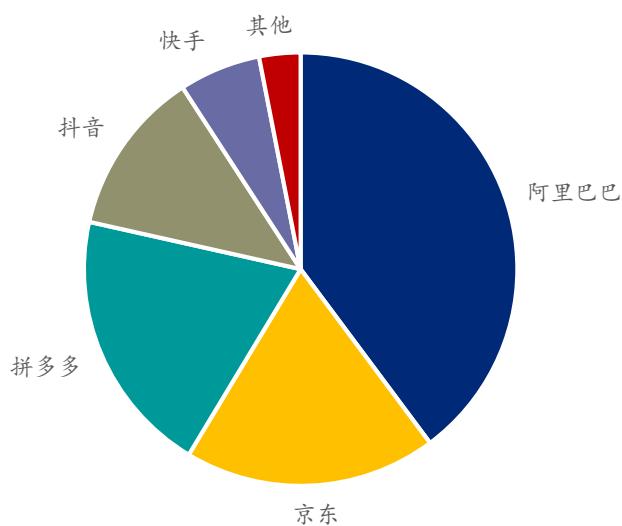
资料来源：星图数据、浦银国际

图表 34：电商公司市场预期 GMV 增速



资料来源：Bloomberg 一致预期、浦银国际

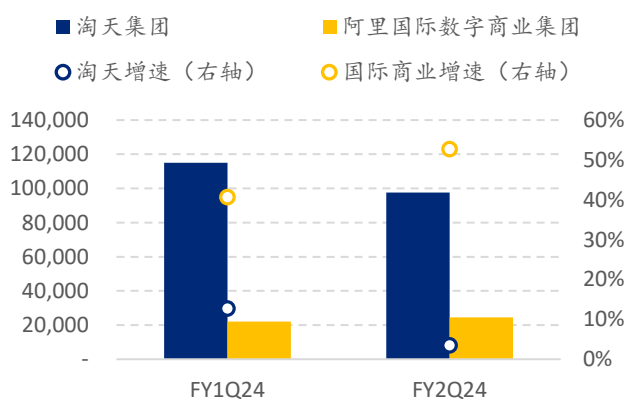
图表 35：主要电商 GMV 份额占比预测（2023 年）



资料来源：浦银国际预测

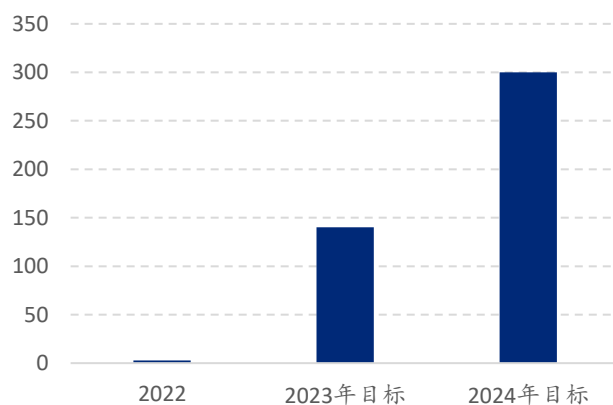
**海外市场贡献增量。**在国内电商行业红利消退及竞争加剧下，海外市场成为中国厂商下一重要战场。阿里巴巴方面，尽管淘天集团增长面临较大压力，但阿里国际业务保持高速增长态势，过去几个季度均实现双位数增长，FY2Q24 同比增速达到 53%，Lazada, AliExpress, Trendyol 增长强劲。阿里巴巴仍在为阿里国际数字商业集团对外融资做准备，以支持其业务扩张，预计国际商业将会是公司重要增长点之一。拼多多海外业务品牌 Temu 已成为公司第二增长曲线。2023 年 Temu 加速扩张，平台显示已在 48 个国家/地区开通站点，占据数十个国家和地区 App Store 购物类免费榜前列。随着公司业务持续扩张，市场空间有望进一步打开，预计 Temu 将成为公司未来重要增量。海外市场为中国电商平台提供了广阔的市场空间，但在开拓海外市场的过程中，也需要关注各国监管政策变化。

图表 36：阿里巴巴国内和国际电商收入比较



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 37：Temu GMV (亿美元)



资料来源：YipitData、晚点、浦银国际

图表 38：中国主要出海电商

| 公司  | 简介   |
|---|--|
|  AliExpress  | 中国主要出海电商平台之一，拥有广泛的商品品类，覆盖全球 200 多个国家和地区。               |
|  Shein       | 覆盖地区广泛，在服装领域具备优势，供应链能力强。                               |
|  TikTok Shop | 背靠 TikTok 强大流量优势，复刻国内直播/短视频电商模式，当前主要在东南亚市场，同时向欧美等地区扩张。 |
|  Temu        | 业务发展迅速，定位为全品类性价比平台，以全托管模式为特点。北美为当前主要地区，业务覆盖仍在快速扩张。     |

资料来源：浦银国际整理

图表 39：电商公司表现及估值

| 股票代码           | 公司   | 行业 | 市值(百<br>万美元) | 股价<br>(交易<br>货币) | YTD 股<br>价变动<br>(%) | P/E (x) |       |       | P/S (x) |       |       |
|----------------|------|----|--------------|------------------|---------------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                |      |    |              |                  |                     | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E | 2025E |
| BABA US Equity | 阿里巴巴 | 电商 | 181,524      | 71.4             | (19.0)              | 8.0     | 7.1   | 6.2   | 1.4     | 1.3   | 1.2   |
| JD US Equity   | 京东商城 | 电商 | 40,231       | 25.6             | (54.4)              | 8.8     | 8.2   | 7.1   | 0.3     | 0.2   | 0.2   |
| PDD US Equity  | 拼多多  | 电商 | 190,001      | 143.0            | 75.4                | 25.2    | 19.6  | 15.2  | 5.8     | 4.2   | 3.3   |
| VIPS US Equity | 唯品会  | 电商 | 8,343        | 15.4             | 12.9                | 6.9     | 6.6   | 6.2   | 0.5     | 0.5   | 0.5   |
| 9991 HK Equity | 宝尊   | 电商 | 166          | 7.2              | (45.4)              | N/A     | 8.1   | 4.3   | 0.1     | 0.1   | 0.1   |
| 平均             |      |    |              |                  | (6.1)               | 12.2    | 9.9   | 7.8   | 1.6     | 1.3   | 1.1   |

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● O2O：回归常态化增长，出境游仍有复苏空间

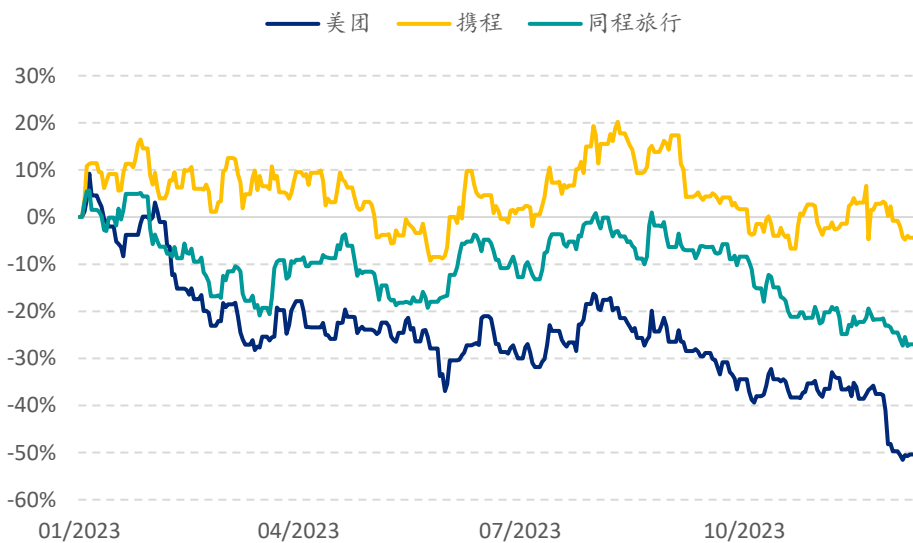
### 2024 年展望

随着疫情低基数影响消失，行业将回归常态化增长：OTA 受益于国内及出境旅游出行需求释放，预计仍将实现较高增速；短视频加码本地生活，行业竞争仍较激烈，行业利润率或受影响。建议关注携程、美团。

### 2023 年回顾

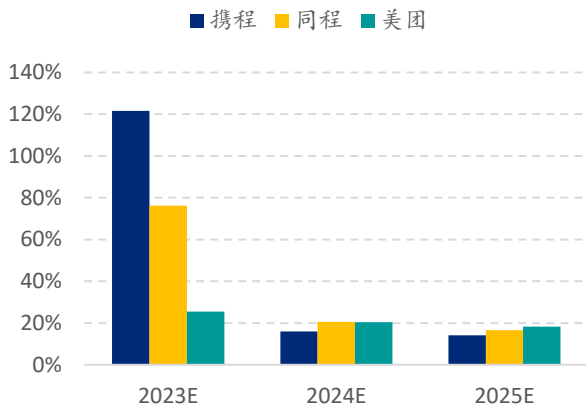
美团股价表现相对疲弱，年初至今累计下跌 52%，这主要是由于行业需求放缓以及抖音布局本地生活加大行业竞争。随着线下活动恢复，OTA 公司业绩强劲复苏，但由于疫情低基数影响逐渐消失，在线旅行板块股价表现一般，携程和同程股价涨跌幅分别为-3%和-28%。

图表 40：O2O 公司年初至今股价表现



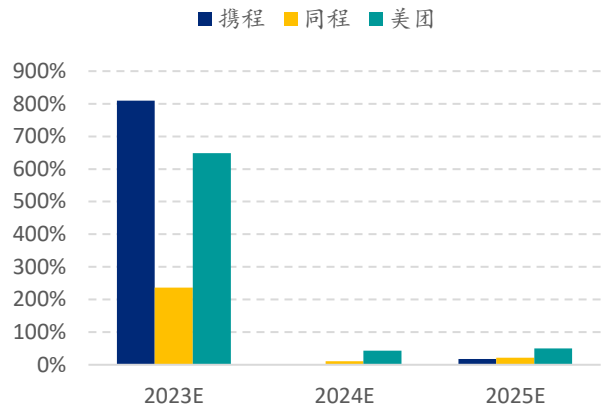
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 41: O2O 公司市场预期收入增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

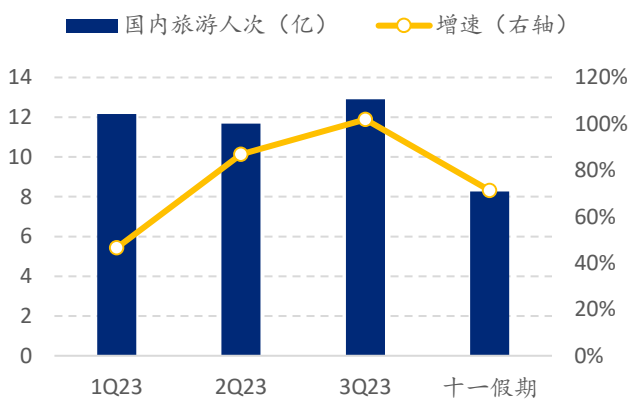
图表 42: O2O 公司市场预期调整后净利润增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

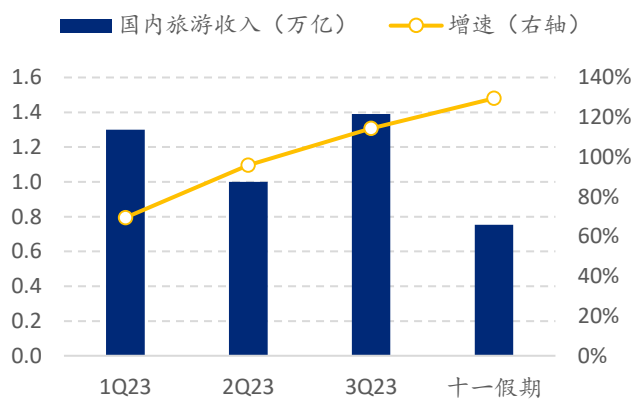
**国内出行需求强劲, 加速回暖至疫情前水平:** 随着线下活动恢复及利好政策推动, 今年旅游出行需求加速释放, 旅游人次及收入逐步恢复, 并超过 2019 年水平。根据文化和旅游部数据中心测算, 2023 年国庆假期国内旅游出游人次达到 8.26 亿, 按可比口径同比增长 71.3%, 较 2019 年增长 4.1%; 国内旅游收入 7534.3 亿元, 按可比口径同比增长 129.5%, 较 2019 年增长 1.5%。消费意愿亦逐步回升。按文旅部数据计算, 国庆期间人均消费金额为 912 元, 较 2019 年增长 9.8%。我们预计全年国内出游人次超过 51 亿, 旅游收入超过 5 万亿元, 分别恢复至 2019 年的 85% 和 75% 以上。

图表 43: 中国旅游人次



资料来源: 文旅部、浦银国际

图表 44: 中国旅游收入

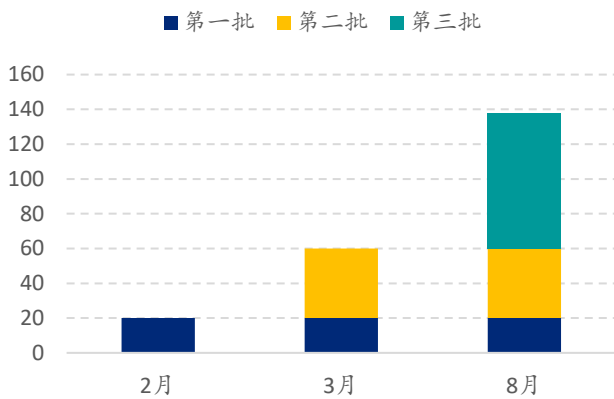


资料来源: 文旅部、浦银国际



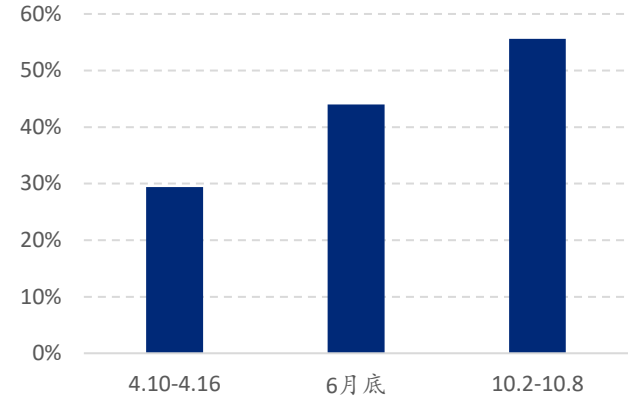
出入境政策持续利好，出境游仍有复苏空间。自 2 月 6 日出境跟团游业务恢复以来，出境游业务迎来恢复性增长。随着文旅部第三批恢复出境游国家和地区的发布，出境跟团游国家和地区已拓展至 138 个，基本覆盖全球主要旅行目的地。根据民航局数据，10 月 2 日至 10 月 8 日国际定期客运航班恢复至 4,240 班，约为 2019 年的 55.6%。随着国际航班量增多和签证政策优化，出境游有望持续复苏，预计明年底恢复至 2019 年同期水平。

图表 45：出境团队旅游业务恢复国家和地区数量



资料来源：文旅部、浦银国际

图表 46：国际客运航班量相较 2019 年恢复情况



资料来源：民航局、浦银国际

**抖音持续加码本地生活服务。**依托强大的流量宣发优势，抖音持续加大投入本地生活服务。**外卖业务方面**，目前抖音仍依赖第三方物流配送。由于外卖的高履约要求以及仍需培养用户心智，我们预计外卖竞争格局短期仍将保持稳定。**到店业务方面**，抖音的视频营销模式能够激起用户囤货团购需求，且具备流量优势，但与此同时，美团也转守为攻，不断加大补贴，大力投入直播、团购等业务以巩固市场份额，行业竞争仍较为激烈。**酒旅业务方面**，抖音加速布局，将酒店旅游升级为生活服务下的一级部门，并逐步提升了酒店预订核销等服务能力，但目前整体后台预订能力距离 OTA 仍有一定差距。OTA 平台强大的供应链及完善的服务构建了竞争壁垒，预计短期行业竞争格局保持相对稳定。

图表 47：O2O 公司表现及估值

| 股票代码           | 公司   | 行业  | 市值(百万美元) | 股价 (交易货币) | YTD 股价变动 (%) | P/E (x) |       |       | P/S (x) |       |       |
|----------------|------|-----|----------|-----------|--------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                |      |     |          |           |              | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E | 2025E |
| TCOM US Equity | 携程网  | O2O | 67,721   | 84.7      | (51.5)       | 22.4    | 15.6  | 10.5  | 1.8     | 1.5   | 1.2   |
| 780 HK Equity  | 同程旅行 | O2O | 21,575   | 33.4      | (2.9)        | 14.2    | 14.1  | 12.1  | 3.5     | 3.0   | 2.6   |
| 3690 HK Equity | 美团   | O2O | 3,958    | 13.7      | (27.1)       | 15.1    | 12.6  | 10.4  | 2.5     | 2.0   | 1.8   |
| 平均             |      |     |          |           | (15.0)       | 14.7    | 13.4  | 11.2  | 3.0     | 2.5   | 2.2   |

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 泛视频：步入全面盈利，更加注重付费率和 ARPU

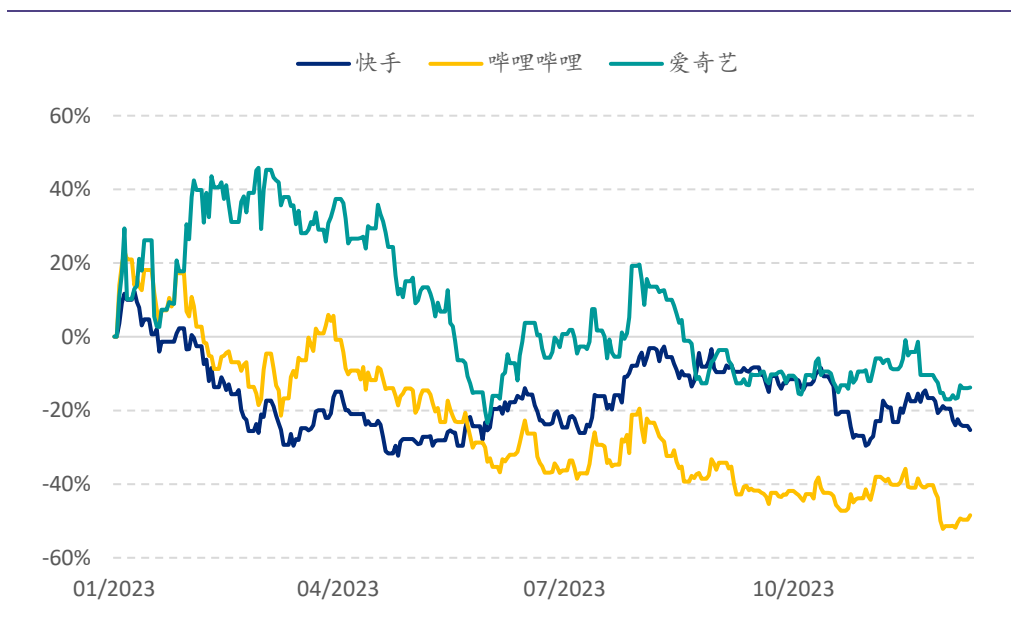
### 2024 年展望

泛视频公司利润率有望持续改善，长中短视频或进入全面盈利时代，估值体系向 P/E 进一步调整；随着中期用户目标达成，各平台战略目标或逐渐由用户数向付费率以及 ARPU 侧重；微短剧火爆带来新增量，行业整顿促进健康增长。我们看好短视频赛道的流量增长及用户粘性，并凭借其流量优势加速多元商业化布局，建议关注快手。

### 2023 年回顾

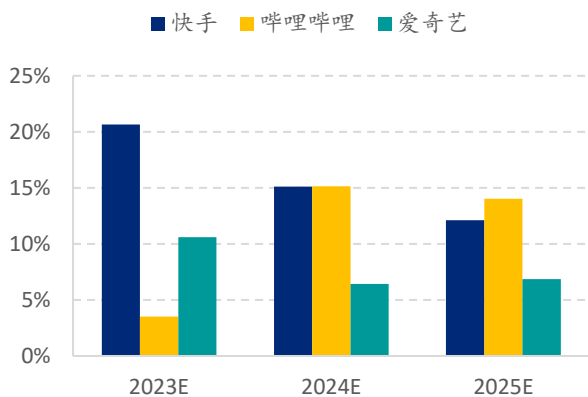
快手、爱奇艺和哔哩哔哩股价年初至今（12 月 11 日）涨跌幅分别为-25%、-14%和-48%。公司利润率方面，快手已连续数个季度实现集团层面调整后盈利；哔哩哔哩仍处于亏损状态，但亏损率逐步收窄；爱奇艺已实现相对稳定盈利。

图表 48：泛视频公司股价表现



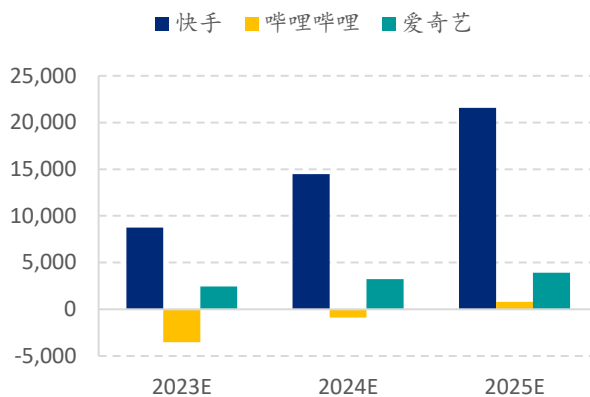
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 49: 泛视频公司市场预期收入增速



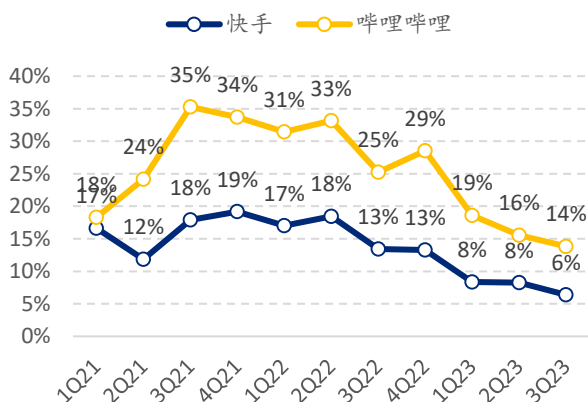
资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

图表 50: 泛视频公司市场预期调整后净利润 (人民币百万)



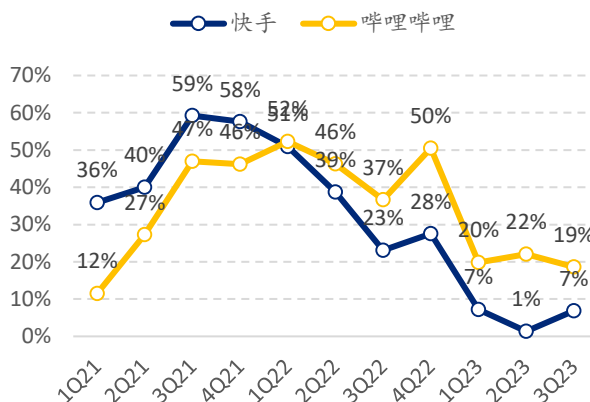
资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

图表 51: 快手、哔哩哔哩 DAU 增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

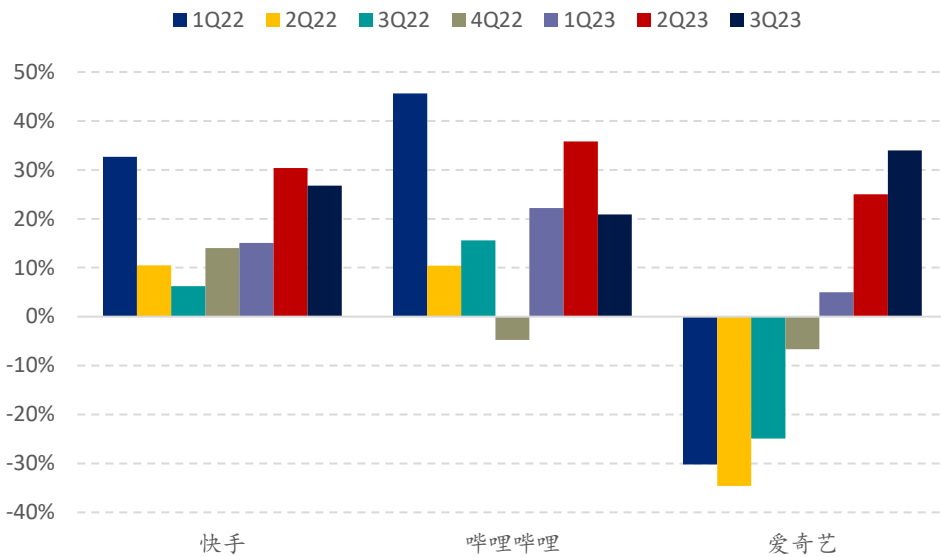
图表 52: 快手、哔哩哔哩流量增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

运营或更加注重付费率和 ARPU，经济复苏或推动广告回暖。随着中短视频的用户逐渐达到中期目标，各平台的运营策略或逐渐由用户数向付费率以及 ARPU 做进一步的倾斜。随着消费逐步复苏，广告大盘有望回暖，泛视频整体广告收入增速或有所改善。

图表 53: 广告收入增速

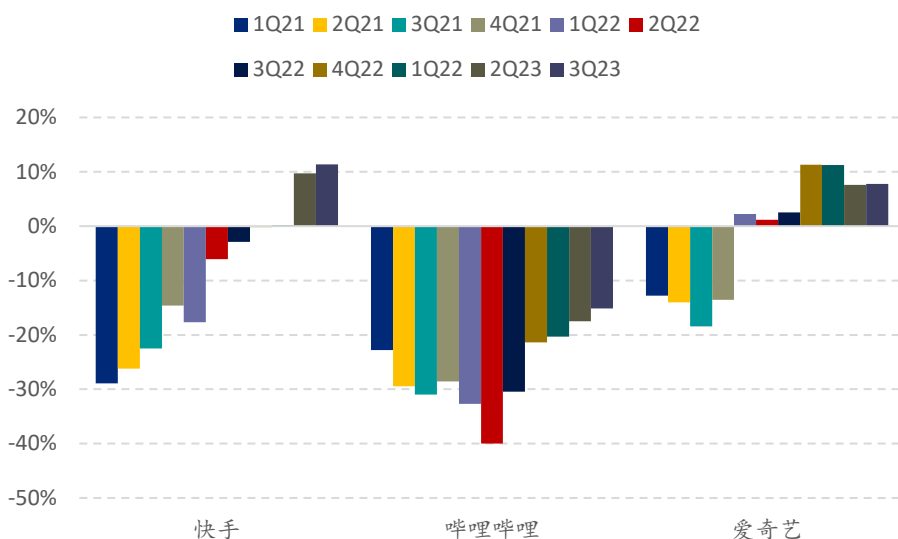


资料来源: Bloomberg、浦银国际

泛视频利润率持续改善:

- **快手:** 我们预计公司在 2023 年实现集团层面年度调整后盈利。相比于此前在销售费用端的降本增效，快手三季度业绩显示毛利率端得到显著改善，自建 IDC 使得带宽成本下降，预计毛利率将持续优化。
- **哔哩哔哩:** 公司坚定“增毛利，减亏损，保增长”战略目标。盈利是公司未来重点目标之一，亏损已持续收窄，我们预计公司在 2024 年下半年或实现调整后季度盈亏平衡。
- **爱奇艺:** 公司已实现相对稳定盈利水平，3Q23 利润率至 7.8%。

图表 54：泛视频平台调整后季度净利率

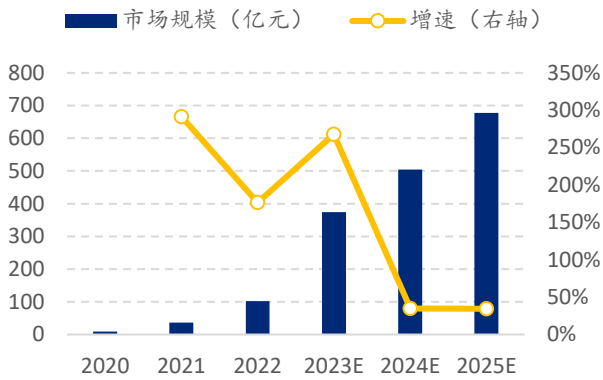


资料来源：公司财报，浦银国际

**微短剧特点鲜明，迎合碎片化时间。**微短剧，每集时长大约 1-2 分钟，剧情结构极快，反转情节成为核心。微短剧多为战神、逆袭、穿越等题材，作为文化“快餐”——爽剧，迎合了用户碎片化时间，力求以最强情感冲击吸引用户付费。微短剧目标受众通常为下沉市场 35-55 岁之间的人群。微短剧制作周期短，拍摄成本低，资金回本时间也相对更短，主要盈利方式为会员付费，用户付费 1-2 元就可以解锁单集，平均近百集，此外还包括广告植入等方式。

**微短剧爆发带来增量，行业整顿促进健康发展。**根据艾媒咨询数据显示，2023 年中国网络微短剧市场规模达 373.9 亿元，同比上升 268%，预计 2024 年同比增长 35%。2023 年第三季度中国网络微短剧发行量达 150 部，接近 2022 年全年总和的 2 倍。现在短剧行业入局者越来越多，内容同质化严重且参差不齐。11 月 15 日，广电总局宣布将多措并举持续开展网络微短剧治理工作，各大播出平台也积极响应。行业整顿有助于推动短剧从野蛮增长回归至健康发展。

图表 55：中国微短剧市场规模



资料来源：艾媒预测、浦银国际

图表 56：短剧产业链

| 公司    | 简介                        |
|-------|---------------------------|
| IP、剧本 | 阅文集团、中文在线、掌趣科技、游族网络、腾讯等   |
| 短剧制作  | 九州文化、华策影视、中文在线、华谊兄弟、芒果超媒等 |
| 分发    | 爱奇艺、优酷、腾讯、抖音、快手、芒果TV等     |

资料来源：浦银国际

图表 57：泛视频公司表现及估值

| 股票代码           | 公司   | 行业   | 市值(百万美元) | 股价(交易货币) | YTD 股价变动 (%) | P/E (x) |       |       | P/S (x) |       |       |
|----------------|------|------|----------|----------|--------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                |      |      |          |          |              | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E | 2025E |
| 1024 HK Equity | 快手   | 在线视频 | 30,702   | 55.0     | (22.6)       | 25.8    | 15.4  | 10.3  | 1.9     | 1.7   | 1.5   |
| BILI US Equity | 哔哩哔哩 | 在线视频 | 5,148    | 12.2     | (48.4)       | N/A     | N/A   | 50.1  | 1.6     | 1.4   | 1.3   |
| IQ US Equity   | 爱奇艺  | 在线视频 | 4,370    | 4.6      | (13.8)       | 15.1    | 11.6  | 9.6   | 1.0     | 0.9   | 0.9   |
| 平均             |      |      |          |          | (28.3)       | 20.5    | 13.5  | 23.3  | 1.5     | 1.3   | 1.2   |

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● SaaS：需求端仍受压制，国产替代继续推进

### 2024 年展望

短期来看，宏观环境仍是制约 SaaS 行业需求的最大因素，企业盈利预期调整导致 IT 采购预算受限，行业仍面临一定挑战。但 AI 大模型给行业带来新的机遇，加速数字化转型，长期增长潜力依旧值得期待。选股方面，我们建议继续关注国产替代概念，如金山软件，金蝶国际等。

### 2023 年回顾

SaaS 板块在 2023 年仍未走出寒冬，板块普跌。一方面，由于宏观环境影响，市场对于 SaaS 行业的增速预期在不断下调；另一方面，SaaS 仍未解决“盈利难”的问题，景气度下降，行业投融资环境恶化，一级市场投融资笔数和金额不断下滑。

图表 58：SaaS 公司股价表现

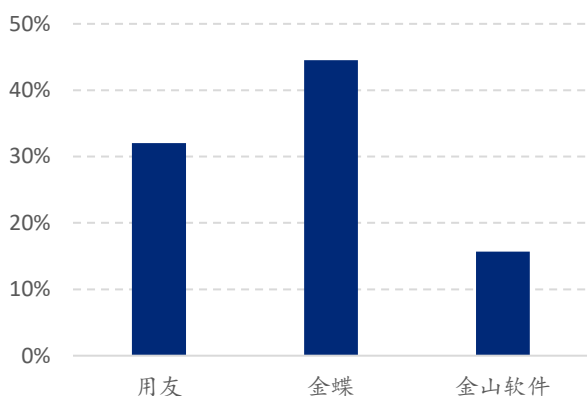


资料来源：Bloomberg、浦银国际

中国 SaaS 行业尚未走出阵痛期，等待需求释放。中国企业的整体 IT 预算支出，决定了中国 SaaS 行业的市场需求规模。根据国家统计局数据，今年 1-10 月份全国规模以上工业企业利润下降 7.8%，企业利润收缩也将影响 IT 采购，SaaS 的市场需求也明显减弱。此外，阿里云，作为国内最大的云计算服务商，被视为整个中国 SaaS 市场的晴雨表，今年前三季度收入同比增速降至低单个位数，一定程度上反映出下游需求相对疲软。

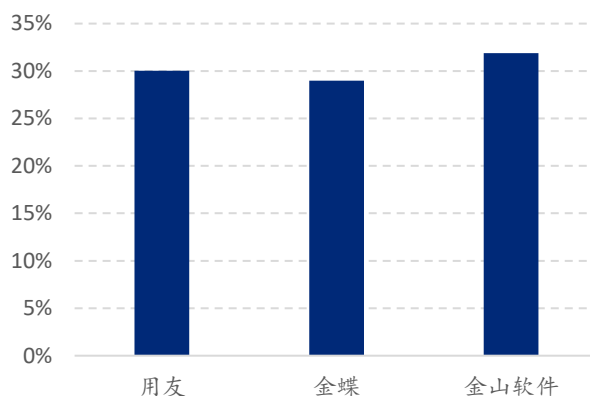
目前，中国大部分 SaaS 企业盈利能力仍然偏弱，主要因为市场费用和研发投入高企。一方面，SaaS 在中国还处于发展早期，产品优化及丰富度等仍需大量研发投入。另一方面，中小企业过于分散，获客成本相对较高。再加上需求端压制影响收入，盈利释放对于大部分 SaaS 企业而言仍然存在困难。

图表 59：中国 SaaS 公司销售费率对比（1H23）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 60：中国 SaaS 公司研发费率对比（1H23）



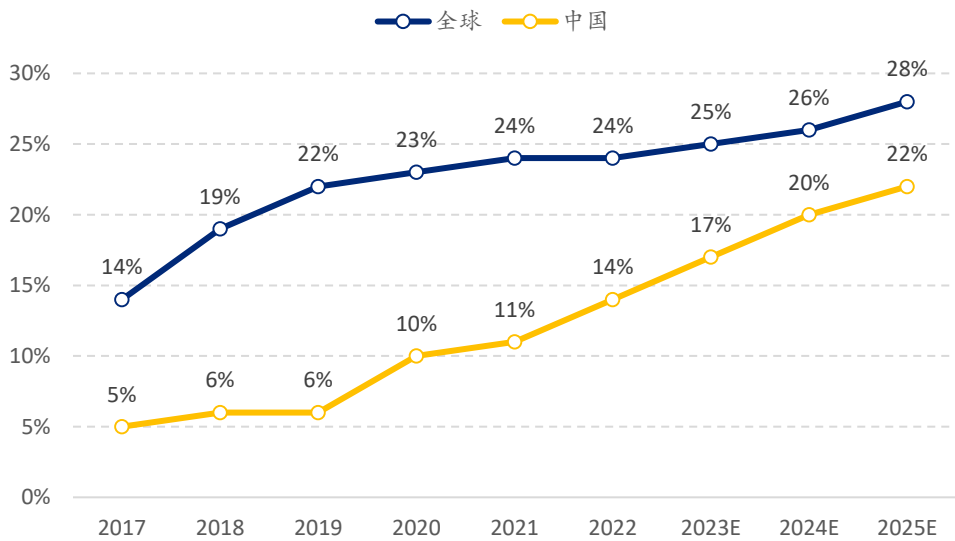
资料来源：公司资料、浦银国际

**AI 带来新的机遇，加速数字化转型。** SaaS 和 AI 相结合是长期趋势，AI 将加速行业重构，提升其内容生成、数据分析与决策的能力。此外，MaaS（模型即服务）的理念，也提出了以人工智能模型为核心的开发范式，搭建云计算技术和服务架构，以此向大模型初创企业和开发者开放。MaaS 允许开发人员将机器学习模型部署到应用程序中，并提供自动化方式来进行包括模型训练、推理、部署、精调、测评、产品化落地等在内的全方位服务。MaaS 的出现或进一步降低使用门槛，提升大模型普及率。

**竞争格局变化，继续看好国产替代标的：**在中美竞争的大背景下，企业级软件国产替代的进程将会继续推进。华为 MetaERP 或将对市场竞争格局带来新的变量。华为 MetaERP 主要定位在 SAP、Oracle 长期占据的高端市场，会对国内的 ERP 产品和服务有新的认知，客户以央企和国企为主，有利于国产 ERP 的持续渗透。此外，今年 12 月 18 日，托管在阿里云上面的 Salesforce 产品将正式上线。目前 Salesforce 在中国的主要客户仍是大量跨国公司的中国分公司，而在中国本土企业中进展并不乐观，主要由于本地化“水土不服”和价格昂贵等问题，以及大型企业对于数据安全方面的考量。



图表 61: SaaS 渗透率对比



资料来源: Mob 研究院预测、浦银国际

图表 62: SaaS 板块表现及估值

| 股票代码             | 公司   | 行业   | 市值(百万美元) | 股价(交易货币) | YTD 股价变动 (%) | P/E (x) |       |       | P/S (x) |       |       |
|------------------|------|------|----------|----------|--------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                  |      |      |          |          |              | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E | 2025E |
| 688111 CH Equity | 金山办公 | SaaS | 21,845   | 339.5    | 28.4         | 115.2   | 84.1  | 62.3  | 33.3    | 25.2  | 19.1  |
| 600588 CH Equity | 用友网络 | SaaS | 8,579    | 18.0     | (25.5)       | 290.5   | 82.6  | 46.9  | 5.9     | 4.9   | 4.1   |
| 002410 CH Equity | 广联达  | SaaS | 4,348    | 18.7     | (56.2)       | 44.0    | 29.4  | 21.9  | 4.4     | 3.8   | 3.3   |
| 268 HK Equity    | 金蝶国际 | SaaS | 4,908    | 11.0     | (34.2)       | N/A     | N/A   | 125.1 | 6.1     | 5.0   | 4.1   |
| 000977 CH Equity | 浪潮信息 | SaaS | 7,377    | 36.0     | 67.1         | 28.4    | 21.3  | 17.3  | 0.7     | 0.7   | 0.6   |
| 3888 HK Equity   | 金山软件 | SaaS | 4,391    | 25.1     | (3.8)        | 50.0    | 25.1  | 19.8  | 3.7     | 3.1   | 2.6   |
| 909 HK Equity    | 明源云  | SaaS | 734      | 3.0      | (58.0)       | N/A     | N/A   | 77.5  | 3.2     | 2.9   | 2.5   |
| 354 HK Equity    | 中软国际 | SaaS | 2,368    | 6.3      | (6.4)        | 19.8    | 15.0  | 12.2  | 0.9     | 0.7   | 0.6   |
| KC US Equity     | 金山云  | SaaS | 1,040    | 4.1      | 7.0          | N/A     | N/A   | N/A   | 1.0     | 1.0   | 0.8   |
| 2013 HK Equity   | 微盟集团 | SaaS | 1,110    | 3.1      | (53.5)       | N/A     | 114.0 | 20.5  | 3.2     | 2.7   | 2.3   |
| 9959 HK Equity   | 联易融  | SaaS | 436      | 1.5      | (60.5)       | 30.4    | 11.2  | 7.3   | 3.7     | 3.1   | 2.6   |
| 8083 HK Equity   | 中国有赞 | SaaS | 243      | 0.1      | (47.4)       | N/A     | N/A   | N/A   | 1.2     | 1.1   | 1.1   |
| VNET US Equity   | 世纪互联 | SaaS | 455      | 3.0      | (48.0)       | N/A     | N/A   | N/A   | 0.4     | 0.4   | 0.4   |
| 1860 HK Equity   | 汇量科技 | SaaS | 589      | 2.9      | (29.1)       | 30.6    | 14.1  | 15.3  | 0.5     | 0.5   | 0.4   |
| 6608 HK Equity   | 百融云  | SaaS | 878      | 13.5     | 27.3         | 17.9    | 14.0  | 11.0  | 2.4     | 1.9   | 1.6   |
| 平均               |      |      |          |          | (19.5)       | 69.7    | 41.1  | 36.4  | 4.7     | 3.8   | 3.1   |

注: E=Bloomberg 一致预测; 股价截至 12 月 11 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 浦银国际互联网行业覆盖公司

图表 63: SPDBI 互联网行业覆盖公司

| 股票代码             | 公司   | 现价<br>(交易货币) | 评级 | 目标价<br>(交易货币) | 评级/目标价/预测<br>发布日期 | 行业     |
|------------------|------|--------------|----|---------------|-------------------|--------|
| 9988 HK Equity   | 阿里巴巴 | 68.80        | 买入 | 97.00         | 17/11/2023        | 电商     |
| BABA US Equity   | 阿里巴巴 | 71.37        | 买入 | 100.00        | 17/11/2023        | 电商     |
| 9618 HK Equity   | 京东   | 98.25        | 买入 | 162.00        | 16/11/2023        | 电商     |
| JD US Equity     | 京东   | 25.60        | 买入 | 42.00         | 16/11/2023        | 电商     |
| PDD US Equity    | 拼多多  | 143.01       | 买入 | 173.00        | 29/11/2023        | 电商     |
| VIPS US Equity   | 唯品会  | 15.40        | 持有 | 16.00         | 15/11/2023        | 电商     |
| 9878 HK Equity   | 汇通达  | 26.50        | 买入 | 37.00         | 30/8/2023         | 电商     |
| 9991 HK Equity   | 宝尊   | 7.17         | 持有 | 21.00         | 9/9/2022          | 电商     |
| BZUN US Equity   | 宝尊   | 2.85         | 持有 | 8.00          | 9/9/2022          | 电商     |
| 700 HK Equity    | 腾讯   | 307.20       | 买入 | 424.00        | 16/11/2023        | 游戏、社交  |
| NTES US Equity   | 网易   | 105.02       | 买入 | 133.00        | 17/11/2023        | 游戏     |
| 9999 HK Equity   | 网易   | 164.30       | 买入 | 207.00        | 17/11/2023        | 游戏     |
| 9626 HK Equity   | 哔哩哔哩 | 93.10        | 买入 | 113.00        | 30/11/2023        | 游戏、中视频 |
| BILI US Equity   | 哔哩哔哩 | 12.22        | 买入 | 14.50         | 30/11/2023        | 游戏、中视频 |
| 777 HK Equity    | 网龙   | 13.62        | 买入 | 20.00         | 11/9/2023         | 游戏     |
| 2400 HK Equity   | 心动   | 11.80        | 买入 | 20.00         | 11/9/2023         | 游戏     |
| 799 HK Equity    | IGG  | 3.21         | 买入 | 4.00          | 11/9/2023         | 游戏     |
| 1119 HK Equity   | 创梦天地 | 2.32         | 买入 | 3.70          | 17/10/2023        | 游戏     |
| HUYA US Equity   | 虎牙   | 3.39         | 持有 | 2.60          | 11/9/2023         | 游戏直播   |
| DOYU US Equity   | 斗鱼   | 0.76         | 持有 | 1.00          | 11/9/2023         | 游戏直播   |
| 3690 HK Equity   | 美团   | 83.50        | 买入 | 125.00        | 29/11/2023        | 本地生活服务 |
| 1024 HK Equity   | 快手   | 53.05        | 买入 | 80.00         | 22/11/2023        | 短视频    |
| 780 HK Equity    | 同程旅行 | 13.56        | 买入 | 20.00         | 22/11/2023        | OTA    |
| 8083 HK Equity   | 中国有赞 | 0.10         | 持有 | 1.20          | 12/8/2021         | SaaS   |
| 2013 HK Equity   | 微盟   | 3.09         | 买入 | 4.80          | 17/8/2023         | SaaS   |
| 3888 HK Equity   | 金山软件 | 25.15        | 买入 | 36.00         | 22/11/2023        | SaaS   |
| 600588 CH Equity | 用友网络 | 18.06        | 买入 | 21.00         | 21/8/2023         | SaaS   |
| 268 HK Equity    | 金蝶   | 11.22        | 买入 | 15.00         | 21/8/2023         | SaaS   |
| 909 HK Equity    | 明源云  | 2.87         | 买入 | 28.00         | 14/12/2021        | SaaS   |
| SE US Equity     | Sea  | 37.87        | 持有 | 41.00         | 15/11/2023        | 电商、游戏  |

注：股价截至 12 月 11 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

