

互联网

2Q 业绩总结及选股策略更新：确定性或仍为主线

业绩后我们认为未来6个月的重要选股主线：1) 公司基本面稳健，且未来营收及盈利增长确定性较高；2) 公司有可持续的盈利能力且有意愿提升股东回报水平；3) 新业务潜在体量大、业务探索在长期有望带来可观的资本回报。若三条逻辑在个股取得一定程度的兑现，市场或将持续给予相匹配的配置和估值。短期来看，回顾行业2Q业绩，股价表现验证了我们此前的投资主线逻辑观点(报告)，即仅给出好于预期的业绩不足以拉动股价上涨，好于预期的3Q及全年展望、股东回报举措的进一步强化才是驱动个股股价增长的支撑。相较于追求成长性，目前市场依旧更偏好确定性，建议关注：1) 基本面处于向好趋势、且有望受益于入通带来增量资金的公司，如阿里巴巴(BABA US)；2) 基本面具备韧性表现，全年盈利展望有所强化、且估值在适当区间的公司，如美团(3690 HK)、携程(TCOM US)；3) 核心主业竞争格局稳固、基本面表现稳健、且有意愿提升股东回报的公司，如腾讯(700 HK)；4) 受益于新游发布带来确定性增长的哔哩哔哩(BILI US)；5) 估值相较盈利增长潜力或已超调、且具备第二增长曲线的拼多多(PDD US)。

■ **2Q 复盘：宏观逆风下精细化运营带来亮眼利润端表现。** 交易类平台(如电商、本地生活、在线旅游)利润端表现亮眼，背后底层支撑是持续进行供给端优化满足质价比和追求体验的消费需求，驱动因素为用户分层运营带动核心用户提频、精细化运营收缩低效补贴带动下行业竞争趋缓；在线广告平台营收和利润增长韧性源于持续提升商业化效率(如广告算法优化)，以及广告加载率水平提升；在线音乐平台良好的盈利增长则得益于付费率及ARPPU持续提升，以及杠杆效应释放。尽管市场开始交易降息预期、但互联网板块交易的关注重点或仍阶段性地集中在分子端而非分母端，地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的关键驱动因素，短期促消费举措的出台及实际实施效果或是驱动投资从首选高确定性的公司转向成长性公司的关键。

■ **2H24 展望：确定性或仍为主线。** 从基本面的韧性角度来看，我们相对偏好本地生活(竞争态势阶段性进一步转好，基本面支撑下股价提升或可持续)、在线游戏(1H24游戏公司基本面仍处于磨底阶段，新产品推动2H24基本面复苏)、在线旅游(国内游表现具备韧性、出境游持续恢复)。电商板块整体受到社会消费品零售总额偏弱的影响，但行业内各家均在追求高ROI的情况下开展增量投资或主要聚焦国际扩张，或无需过度担忧国内竞争格局恶化。在线广告板块，我们预计不同平台表现分化，中短视频平台广告收入增长维持韧性，传统社交媒体及搜索平台广告收入增长则相对承压，广告主预算进一步向具备高ROI解决方案的头部广告平台集中。

■ **具备吸引力且可持续的股东回报水平有望为估值提供支撑。** 以净现金/市值口径计算，中国互联网公司平均比例已经达到31.8%(图2)，在主业逐步进入成熟期后，除积极探索第二增长曲线外，提供可持续的具备吸引力的股东回报或将有助于推动市场重估账上净现金的价值、为估值提供支撑，而可持续性的支撑来自核心主业竞争格局稳固且具备稳健的增长前景。建议关注阿里巴巴、腾讯。

优于大市
(维持)

中国互联网行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

相关报告链接：

1. [快手\(1024 HK\) 2024 投资者日：驱动盈利韧性增长](#)
2. [Meituan \(3690 HK\) - An upbeat 2Q with enhanced full-year earnings outlook - 29 Aug](#)
3. [Trip.com Group \(TCOM US\) - Resilient travel demand amid peak summer season to ease market concern - 28 Aug](#)
4. [Pinduoduo \(PDD US\) - 2Q earnings beat: investment opportunities arise with overreaction on softened outlook - 27 Aug](#)
5. [Cloud Music \(9899 HK\) - Solid online music business fuels robust earnings growth - 26 Aug](#)
6. [Weibo \(WB US\) - Soft consumption sentiment continues to pressure ad revenue growth - 26 Aug](#)
7. [IQiyi \(IQ US\) - Short-term headwind continues - 26 Aug](#)
8. [NetEase \(NTES US\) - Intact quality game portfolio despite short-term growth deceleration - 23 Aug](#)
9. [Baidu \(BIDU US\) - More aggressive in Gen-AI empowered ads business transformation - 23 Aug](#)
10. [Bilibili \(BILI US\) - Strong games and ads business to pave way for breakeven in 3Q24E - 23 Aug](#)
11. [Kuaishou \(1024 HK\) - Intact earnings growth outlook: soft consumption weighs on e-commerce business - 21 Aug](#)
12. [Tongcheng Travel \(780 HK\) - Driving for balanced business growth with more controlled marketing spend - 21 Aug](#)
13. [JD \(JD US\) - Stringent ROI target on investments brings better-than-expected 2Q earnings growth - 16 Aug](#)
14. [Alibaba \(BABA US\) - Driving for monetization improvement while maintaining stabilizing market share - 16 Aug](#)
15. [Tencent \(700 HK\) - Inline 2Q24 results: games business to drive revenue growth acceleration in 2H24E - 15 Aug](#)
16. [TME \(TME US\) - Inline 2Q24 results: focus on balanced growth of music subs and ARPPU in 2H24E](#)
17. [Beike \(BEKE US\) - Solid market share gains amid uncertain environment - 13 Aug](#)
18. [互联网 - 1Q24 行业业绩总结及三条投资布局主线 - 19 Jun](#)

目录

互联网行业选股策略更新.....	3
获纳入港股通有望带来增量资金流入，为估值提供支撑	3
互联网：行业估值及基本面比较	5
细分赛道行业发展总结及未来趋势分析.....	8
本地生活：行业竞争格局进一步阶段性转好，基本面改善趋势或可持续	8
内容付费：看好在线音乐平台基本面韧性	11
在线旅游：国内业务高基数下同比增长具备韧性，出境游延续稳步恢复	13
在线游戏：新产品推动 2H24 业绩复苏	14
电商：消费复苏及股东回报或仍为关键估值驱动因素，注重 ROI 基调下国内竞争加剧或无需过度担忧	15
在线广告：广告预算份额持续向具备高 ROI 的头部广告平台集中	17

互联网行业选股策略更新

展望 2H24，综合行业景气度、公司基本面以及估值水平，我们对于板块内标的推荐排序如下：1) 阿里巴巴：变现率提升逐步进入兑现阶段、新业务运营效率提升有望支撑利润率表现、入通后有望带来增量资金；2) 美团：竞争态势阶段性进一步转好，社团业务盈利能力持续优化，其他新业务逐步进入稳定盈利期，推动基本面韧性表现及估值重估；3) 携程：基于具备黏性的核心用户群及受益于布局领先的出境游业务持续快于行业的恢复，业绩韧性及长期成长性相较同业或更优；4) 腾讯：核心主业竞争格局稳固，高毛利率业务（游戏/视频号广告/直播电商）拉动盈利稳健增长，支撑较高的股东回报水平；5) 哔哩哔哩：受益于新游戏发布，收入增长加速且盈利改善，短期业绩弹性高且有望超预期；6) 拼多多：估值相较盈利增长潜力或已超调、具备第二增长曲线。

图 1：互联网行业：子行业景气度打分

子行业	国内业务线上化渗透进一步提升的空间	营收增速	盈利增速	盈利增长确定性	行业竞争格局是否较优	抵御经济逆风的韧性程度	整体股东回报水平
本地生活	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆
在线音乐	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆
在线旅游	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★☆☆☆☆
在线游戏	★☆☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
电商	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆
在线广告	★☆☆☆☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆

资料来源：国家统计局，中国互联网络信息中心（CNNIC），艾瑞咨询，招银国际环球市场

注：本地生活/在线旅游/电商线上化渗透率提升空间基于线上 GTV 渗透率水平判断，在线广告基于线上广告收入份额判断，在线音乐/游戏基于线上用户渗透率判断；营收和盈利增速基于招银国际对 2H24 展望；行业竞争格局基于 CR5 市场份额等数据判断；韧性程度基于收入增速与 GDP 或社会零售额增速相关度等因素判断

获纳入港股通有望带来增量资金流入，为估值提供支撑

9月9日上交所及深交所发布通知，因恒生综合指数实施成份股调整，阿里巴巴、云音乐等标的被调入沪港通。入通后，增量资金流入有望提升阿里巴巴及云音乐流动性，推动估值提升。从美团/快手/哔哩哔哩历史上入通后的表现看，平均超额收益在第 11 个交易日达到峰值（+16%），日均交易额平均提升 53%。互联网板块其他未入通标的，则需要满足要求后，后续有望被纳入港股通：1) 需从二次上市状态转换为双重上市状态，如：网易、京东、携程、百度、微博；2) 提升港股流动性/市值，如：贝壳、BOSS 直聘。

图2：互联网行业：股东回报统计

公司	股票代码	上市地	港股通	收盘价 (交易货币)	市值 (百万美元)	现金流水平			股东回报				股息			股份回购		
						FY23净现金 (US\$m)	自由现金流/ 市值 FY24E	净现金/市值 FY23	股息+回购- 股权激励 FY24E	股息率 FY24E	回购金额/ 市值 FY24E	股权激励/ 市值 FY24E	每股股息 (交易货币) FY24E	股息支付率 FY23	股息支付率 FY24E	股份回购 (百万美元) FY24E	FY23	FY22
中国																		
唯品会	VIPS US	ADR	否	12.9	6,898	3,549	12.3%	51.5%	12.5%	3.8%	11.8%	-3.2%	0.50	0.43	24.3%	(815)	(699)	(931)
京东	JD US	二次上市	否	26.9	42,849	28,524	12.5%	66.6%	10.2%	2.8%	9.1%	-1.7%	0.75	0.76	26.5%	(3,900)	(356)	(271)
微博	WB US	二次上市	否	7.4	1,808	520	24.9%	28.8%	5.1%	7.5%	3.2%	-5.7%	0.56	0.82	42.6%	(58)	NA	(58)
阿里巴巴	BABA US	双重上市	是	84.7	203,069	81,186	10.5%	40.0%	3.6%	0.9%	5.0%	-2.3%	0.73	-	12.0%	(10,226)	(10,909)	(9,542)
网易	NTES US	二次上市	否	77.0	49,459	14,961	9.6%	30.2%	3.3%	2.3%	2.0%	-1.0%	1.78	2.60	27.6%	(989)	(739)	(1,238)
腾讯	700 HK	港股上市	是	380.0	455,173	1,115	5.8%	0.2%	3.1%	1.2%	2.8%	-0.9%	4.49	2.40	20.0%	(12,820)	(6,190)	(4,787)
腾讯音乐	TME US	二次上市	否	9.5	16,303	3,691	6.5%	22.6%	2.9%	0.7%	2.9%	-0.6%	0.06	-	10.7%	(465)	NA	(465)
美团	3690 HK	港股上市	是	128.6	100,281	11,905	3.5%	11.9%	2.1%	0.0%	3.5%	-1.4%	0.21	-	0.0%	(3,500)	-	-
贝壳	BBKE US	双重上市	否	13.8	16,847	5,056	7.4%	30.0%	1.4%	1.5%	2.7%	-2.8%	0.21	-	34.6%	(458)	(719)	(196)
Boss直聘	BZ US	双重上市	否	12.4	5,599	1,779	6.5%	31.8%	1.1%	0.5%	2.4%	-1.8%	0.06	-	11.0%	(137)	NA	(137)
金山软件	3888 HK	港股上市	是	21.8	3,734	2,961	11.4%	79.3%	0.3%	0.9%	0.7%	-1.3%	0.19	0.13	20.3%	(28)	(31)	(24)
快手	1024 HK	港股上市	是	40.2	22,314	3,838	11.2%	17.2%	0.1%	0.0%	2.6%	-2.5%	-	-	0.0%	(589)	(182)	-
云音乐	9899 HK	港股上市	是	90.8	2,511	1,338	6.7%	53.3%	-0.4%	0.0%	0.1%	-0.5%	-	-	0.0%	(2)	-	(5)
阅文集团	772 HK	港股上市	是	25.3	3,319	845	4.7%	25.5%	-0.6%	0.0%	0.0%	-0.6%	-	-	0.0%	-	-	-
携程	TCOM US	二次上市	否	46.7	31,887	1,939	7.0%	6.1%	-0.9%	0.0%	0.1%	-0.9%	-	-	0.0%	(26)	(224)	-
同程旅行	780 HK	港股上市	是	13.9	4,155	863	12.8%	20.8%	-1.0%	0.7%	0.0%	-1.7%	0.10	-	10.9%	-	-	-
拼多多	PDD US	ADR	否	98.4	136,627	29,156	16.2%	21.3%	-1.1%	0.0%	0.0%	-1.1%	-	-	0.0%	-	-	-
百度	BIDU US	二次上市	否	85.4	29,942	15,393	11.3%	51.4%	-1.5%	0.0%	1.6%	-3.1%	-	-	0.0%	(478)	(669)	(286)
哔哩哔哩	BILI US	双重上市	是	15.1	6,378	1,068	-1.1%	16.7%	-2.1%	0.0%	0.8%	-2.9%	-	-	0.0%	(52)	NA	(52)
美国																		
Alphabet	GOOG US	NA	NA	160.3	1,973,047	82,049	5.4%	4.1%	2.7%	0.4%	3.4%	-1.1%	0.60	-	7.8%	(67,004)	(62,187)	(71,821)
Apple	AAPL US	NA	NA	216.8	3,296,105	38,169	2.2%	1.1%	2.7%	0.5%	2.5%	-0.3%	0.99	0.94	14.7%	(83,400)	(76,600)	(90,200)
Microsoft	MSFT US	NA	NA	435.2	3,234,487	(22,309)	2.3%	-0.7%	1.1%	0.7%	0.7%	-0.3%	3.18	2.72	24.0%	(23,217)	(18,400)	(28,033)
Meta	META US	NA	NA	536.3	1,356,779	27,479	3.4%	2.1%	0.9%	0.4%	1.8%	-1.2%	2.00	-	9.4%	(23,980)	(20,030)	(27,930)
Nvidia	NVDA US	NA	NA	115.6	2,835,423	14,928	2.2%	0.5%	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.4%	0.04	0.16	1.6%	(8,560)	(10,040)	(7,060)
Tesla	TSLA US	NA	NA	227.9	727,963	19,521	0.3%	3.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	-0.3%	-	-	0.0%	-	-	-
Amazon	AMZN US	NA	NA	186.9	1,961,412	(67,776)	2.6%	-3.8%	-1.2%	0.0%	0.2%	-1.4%	-	-	0.0%	(3,000)	-	(6,000)

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场

注：1) FY24E 回购金额预估基于 FY23 以及 FY22 年股份回购金额的均值或我们的预估；2) FY24E 净现金/现金流/每股股息基于彭博一致预期或我们的预估

图3：互联网行业：入通后交易数据趋势

	-60D	入通日	+11D	+20D	+40D	+60D
超额收益 (相较恒生科技)						
美团	36%	2%	3%	5%	1%	-10%
快手	-42%	4%	24%	7%	21%	14%
哔哩哔哩	-5%	8%	20%	5%	-4%	-17%
均值	-4%	4%	16%	6%	6%	-5%
交易额 (百万港元)						
美团	1,727	3,656	2,351	2,349	2,153	2,205
快手	1,809	3,670	3,191	2,378	2,137	2,105
哔哩哔哩	631	1,325	926	812	564	484
交易额变化						
美团		112%	36%	36%	25%	28%
快手		103%	76%	31%	18%	16%
哔哩哔哩		110%	47%	29%	-11%	-23%
均值			53%	32%	11%	7%
港股通持股比例 (%)						
美团			1.34	1.92	2.87	3.49
快手			0.91	1.07	2.42	3.97
哔哩哔哩			3.43	4.63	6.19	7.05
市值加权均值			1.33	1.82	2.89	3.85

资料来源：Wind，招银国际环球市场

参考美团、快手、哔哩哔哩市值加权计算下的港股通持股比例，在入通第 11 天/20 天/40 天/60 天，南下资金持股分别为 1.33/1.82/2.89/3.85%，截至 2024 年 9 月 10 日腾讯/美团南下资金的持股比例分别为 10.0%/14.4%。若我们假设中长期阿里巴巴南下资金的持股比例达到与腾讯持平的 10%，则对应入通前一天的阿里巴巴市值计算，南下资金将有望流入 197 亿美元。

互联网：行业估值及基本面比较

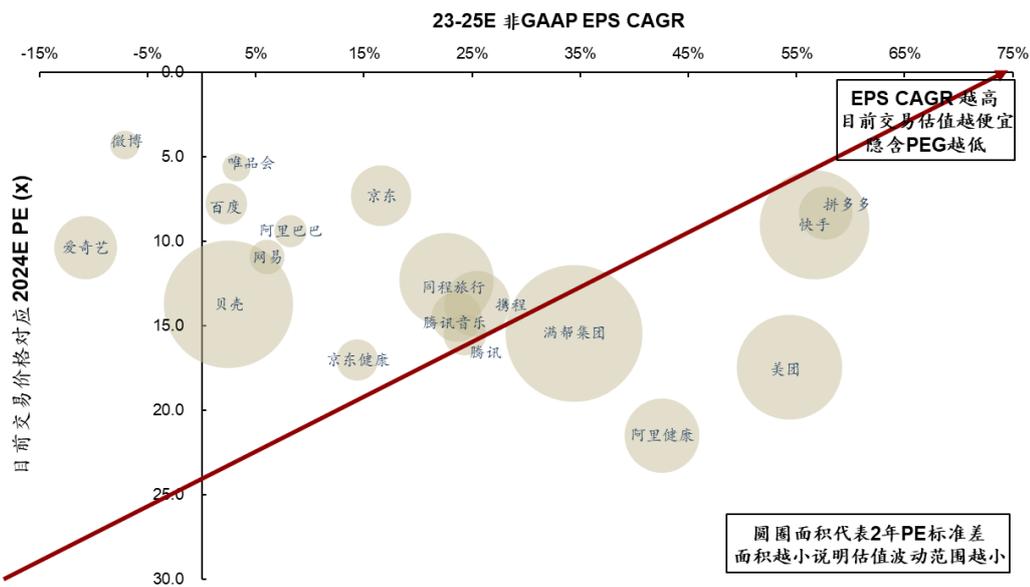
图 4：互联网行业：估值水平

公司	股票代码	市价 (交易货币)	市值 (百万美元)	PE (x)		PS (x)		PEG 2024E	EPS CAGR 23-25E	ROE 2024E
				2024E	2025E	2024E	2025E			
腾讯	700 HK	377.8	455,499	15.5	13.9	4.9	4.5	0.6	24%	20%
阿里巴巴	BABA US	84.7	203,059	9.4	8.4	1.4	1.3	1.1	8%	11%
拼多多	PDD US	98.4	136,627	8.3	6.9	2.4	1.9	0.1	58%	45%
美团	3690 HK	126.5	100,574	17.5	14.0	2.1	1.8	0.3	54%	20%
网易	NTES US	77.0	49,674	10.9	10.0	3.3	3.0	1.8	6%	23%
京东	JD US	26.9	43,615	7.3	6.9	0.3	0.3	0.4	17%	14%
携程	TCOM US	46.7	30,143	13.7	12.7	4.1	3.5	0.5	25%	12%
百度	BIDU US	85.4	29,942	7.8	7.7	1.6	1.5	3.4	2%	9%
快手	1024 HK	39.9	22,330	9.0	7.1	1.2	1.1	0.2	57%	27%
贝壳	BEKE US	13.8	16,849	13.7	11.9	1.4	1.2	NA	2%	9%
腾讯音乐	TME US	9.5	16,303	14.5	12.4	4.1	3.7	0.6	24%	12%
新东方	EDU US	61.3	10,137	25.7	18.4	2.4	1.9	0.4	70%	12%
京东健康	6618 HK	22.5	9,497	17.0	15.3	1.2	1.0	1.2	14%	7%
满帮集团	YMM US	7.5	7,864	15.4	12.0	5.3	4.4	NA	34%	9%
唯品会	VIPS US	12.9	6,898	5.6	5.5	0.5	0.4	NA	NA	20%
哔哩哔哩	BILI US	15.1	6,378	NA	28.4	1.7	1.5	NA	NA	-8%
阿里健康	241 HK	2.8	5,884	21.5	21.5	1.3	1.3	0.5	43%	11%
Boss 直聘	BZ US	12.4	5,560	15.7	13.4	5.3	4.5	0.7	21%	15%
商汤	20 HK	1.1	4,960	NA	NA	7.9	6.1	NA	NA	-20%
同程旅行	780 HK	14.2	4,158	12.3	10.2	1.7	1.5	0.5	23%	11%
金山软件	3888 HK	21.5	3,737	20.9	17.1	2.7	2.4	0.3	65%	6%
阅文集团	772 HK	25.4	3,321	16.9	15.1	3.1	2.9	0.9	18%	6%
云音乐	9899 HK	91.1	2,511	13.5	11.9	2.2	2.0	0.2	55%	14%
爱奇艺	IQ US	2.1	1,967	10.4	6.9	0.5	0.4	NA	-11%	9%
微博	WB US	7.4	1,803	4.3	4.1	1.0	1.0	NA	-7%	11%
平安健康	1833 HK	9.5	1,371	NA	NA	2.1	1.9	NA	NA	1%
宝尊	BZUN US	2.6	154	NA	8.8	0.1	0.1	NA	NA	-2%
平均				13.4	12.5	2.5	2.2			
Microsoft	MSFT US	435.2	3,234,487	36.8	33.0	13.2	11.5	2.2	17%	32%
NVIDIA	NVDA US	115.6	2,835,423	NA	40.8	47.8	22.6	NA	194%	94%
Alphabet	GOOGL US	159.3	1,967,006	20.2	17.9	6.1	5.6	1.0	21%	30%
Amazon	AMZN US	186.9	1,961,412	32.7	28.0	3.1	2.8	1.0	32%	19%
Meta	META US	536.3	1,356,942	24.8	21.7	8.4	7.4	0.9	29%	32%
Tesla	TSLA US	227.9	727,963	NA	NA	7.3	6.3	NA	1%	11%
Netflix	NFLX US	706.9	303,381	36.8	30.8	7.8	7.0	1.0	37%	37%
Salesforce	CRM US	255.2	243,962	31.1	25.3	7.0	6.4	0.7	43%	14%
Adobe	ADBE US	515.0	228,364	28.2	25.1	10.6	9.6	2.1	14%	43%
ServiceNow	NOW US	885.8	182,481	NA	NA	16.7	13.9	NA	26%	25%
Intuit	INTU US	644.8	180,738	38.3	33.3	11.2	9.9	2.3	17%	25%
Uber	UBER US	72.8	152,906	NA	29.4	3.5	3.0	NA	83%	19%
PANW	PANW US	337.9	110,030	NA	NA	13.8	12.1	NA	21%	34%
Shopify	SHOP US	74.5	96,151	NA	NA	11.1	9.2	NA	40%	10%
Workday	WDAY US	248.1	65,752	43.2	35.4	9.1	7.8	1.1	41%	14%
平均				32.5	29.2	11.9	9.1			

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至9月17日收盘；盈利预测数据基于彭博一致预期

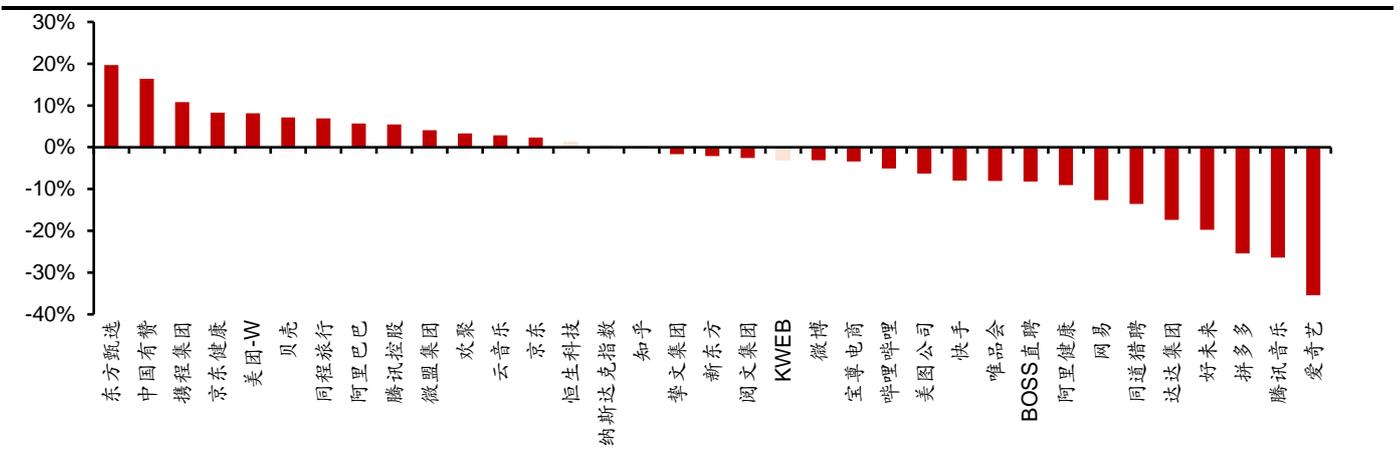
图 5: 互联网行业: 估值、利润增速、估值波动率比较



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场
注: 截至9月17日收盘

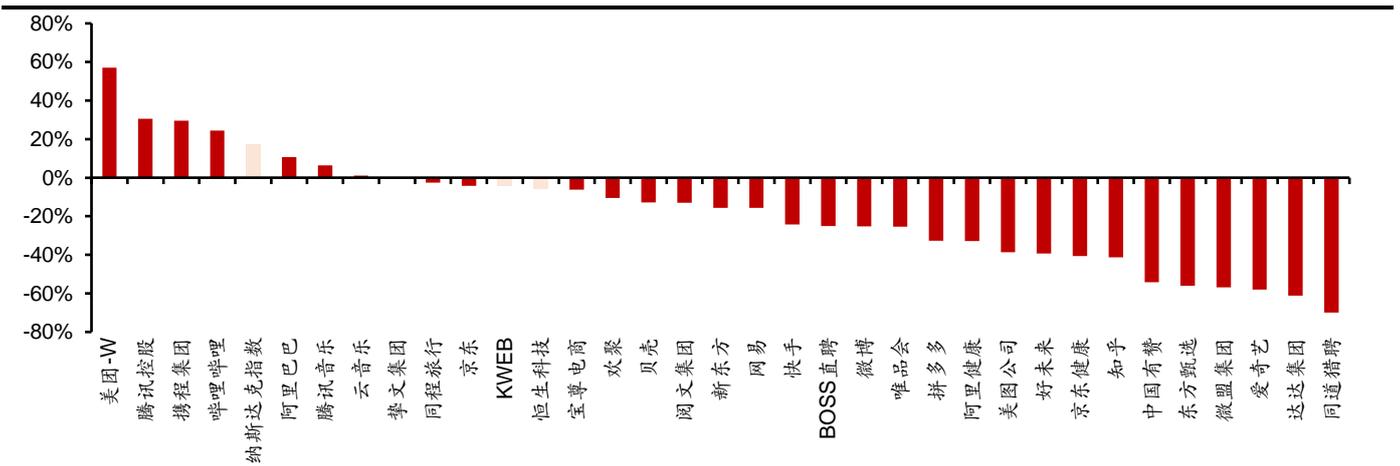
尽管市场开始交易降息预期，但港股市场的关注重点仍阶段性的集中在分子端而非分母端，地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的关键驱动因素，短期促消费举措的出台及实际实施效果或是带来市场情绪催化的关注重点。回顾8月，整体行业股价表现验证我们此前观点，即仅给出好于预期的2Q业绩表现或不足以拉动股价上涨，好于预期的3Q展望及股东回报举措的进一步强化才是驱动个股股价增长的主要支撑，携程、美团、阿里巴巴、腾讯等跑赢大盘。展望9月，在市场交易风格仍偏保守的情况下，我们仍建议关注：1) 基本面处于向好趋势、且有望受益于入通带来增量资金的公司，如阿里巴巴；2) 基本面具备韧性表现，而全年盈利展望有所强化的公司，如美团、携程；3) 受益于新游发布的哔哩哔哩；4) 核心主业竞争格局稳固、基本面表现稳定、且有意愿提升股东回报的公司，如腾讯。此外仍建议关注估值相较盈利增长潜力或已超调、且具备第二增长曲线的拼多多。

图6：8月互联网板块股价表现



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图7：YTD 互联网板块股价表现



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

注：截至9月17日收盘

细分赛道行业发展总结及未来趋势分析

本地生活：行业竞争格局进一步阶段性转好，基本面改善趋势或可持续

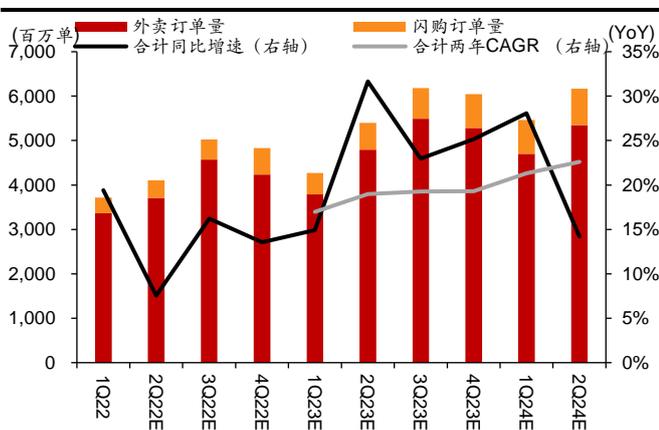
相较 1Q24, 2Q24 整体本地生活行业仍受益于较低的线上渗透率和持续推进的低线城市扩张策略而维持较快速的 GTV 增长, 我们预期趋势有望在 3Q24 延续, 美团到店 (除酒旅) GTV 或仍有望维持 40% 以上的同比增长。与此同时, 我们观察到整体本地生活板块呈现竞争边际持续趋缓的态势, 我们认为背后的主要支撑来自: 1) 到店板块, 短视频平台流量及用户使用时长增长趋缓, 在存量流量分配逻辑驱动下, 更精细化运营及提升流量变现效率或逐步成为重点; 2) 外卖板块, 宏观逆风环境下行业内玩家持续精细化用户运营并收缩低效补贴。我们认为基本面改善趋势或有望在 3Q 持续, 全年盈利展望或有望进一步阶段性转好。

2Q24 我们在本地生活行业相关公司业绩中观察到: 1) 外卖: 行业整体用户端补贴下降, 行业玩家关注盈利能力提升致使竞争格局改善, 同时外卖商户端更激烈的争夺线上流量, 推动外卖平台广告变现提升、主要外卖平台单均盈利 (UE) 同比均有明显改善或提升; 2) 到店: 尽管抖音季环比加大补贴力度但效果弱于市场预期, 美团核心到店类目核销后市占在旺季企稳且甚至部分品类市占有所回升缓解市场担忧, 到店业务利润率 2Q 环比上行速度好于市场预期; 3) 社区团购及其他: 关注经营效率背景下社区团购行业整体盈利能力优化, 而对美团而言, 其他新业务整体逐步进入稳定盈利期或有望推动市场重新审视新业务估值, 带动整体公司估值重估。

外卖业务盈利能力层面, 我们估算美团 2Q24 外卖业务单均盈利达到历史新高, 主要得益于: 1) 外卖和美团闪购业务的收入中配送相关成本的百分比降低; 2) 收入结构的变化, 且广告变现率提升; 3) 用户补贴优化。此外, 2Q24 阿里巴巴本地生活集团 (主要营收及亏损贡献板块为饿了么) 亏损也显著收窄, 其 2Q24 录得人民币 4 亿元亏损, 相较 2Q23 的 20 亿显著减亏。

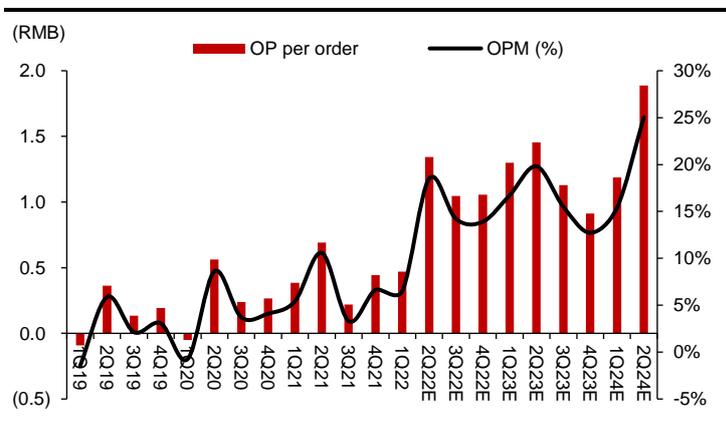
我们认为本地生活行业整体线上渗透率或仍有较大提升空间, 尽管行业常态化竞争及美团代理转直营的举措导致中长期到店板块利润率展望有所下调, 但随着较高速的 GMV 增长及变现率逐步企稳, 美团到店业务经营利润仍有望维持稳健增长。同时, 得益于外卖业务补贴优化及广告业务货币化提升支撑下的即时配送业务单位经济效益 (UE) 的前景改善, 及美团优选由于运营效率提升及业务调整优化推动业务减亏好于预期, 我们对美团 2024 年的净利润增长前景更为乐观。美团交易现价对应 17.5x 2024E PE, 对比 2023-2026E 集团整体 37% non-GAAP 净利润 CAGR 及核心本地商业 20% 的经营利润 CAGR 或仍具吸引力。

图 8: 美团: 到家业务合计单量及增长趋势



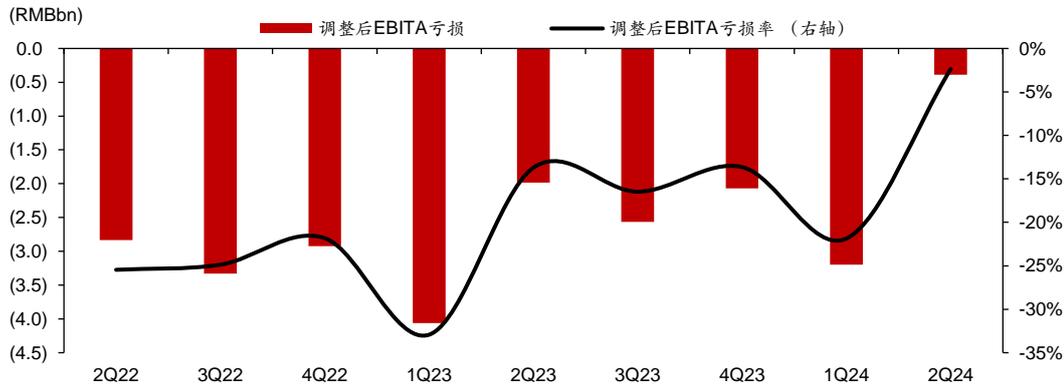
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场估算

图 9: 美团: 外卖单均盈利估算



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场估算

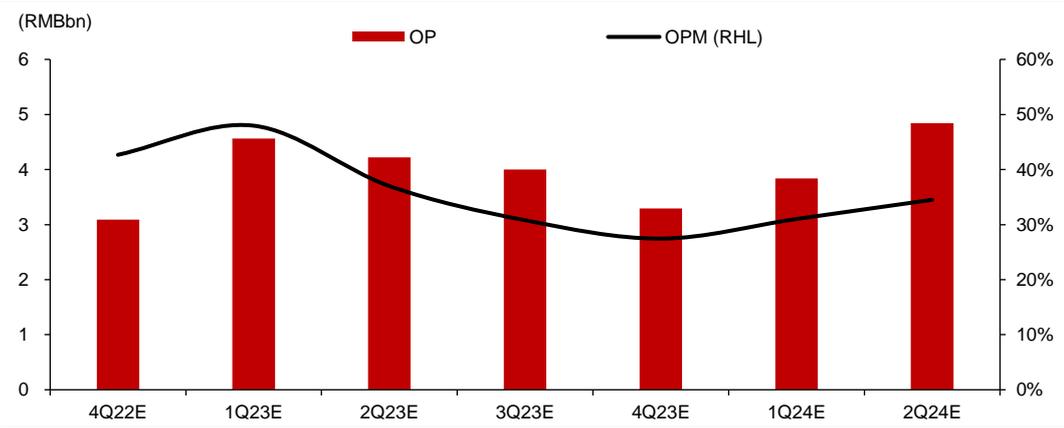
图 10: 阿里巴巴本地生活集团: 调整后 EBITA 亏损及亏损率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

到店板块的竞争层面, 我们观察到美团到店酒旅业务利润率 2Q24 环比上行速度好于市场预期, 整体行业竞争相较市场预期更为缓和。

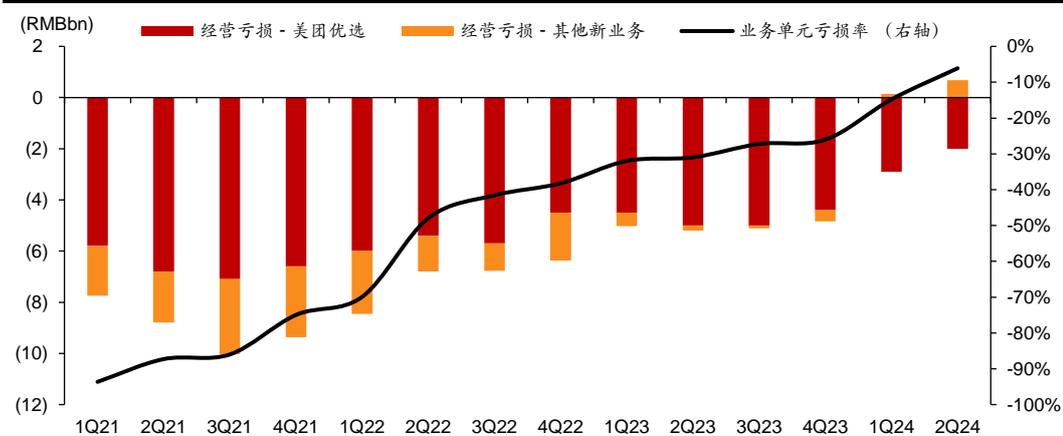
图 11: 美团: 到店酒旅板块利润及利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场估算

新业务方面, 2Q24 美团新业务分部产生的收入为 216 亿元人民币, 同比增长 29%, 由小象超市和快驴的强劲收入增长推动, 而新业务的营业亏损为 13 亿元人民币, 亏损率显著缩窄至 6.1% (2Q23: 亏损率为 31.0%), 这得益于零售业务和其他业务 (如共享单车) 在有利的季节效应中好于预期的表现。美团优选产生的营业亏损为 20 亿元人民币, 相比 2Q23/1Q24 的 50 亿元/ 29 亿元进一步收窄。得益于管理层驱动运营效率进一步提升的举措, 我们预测 3Q24 美团优选将进一步减亏至 18 亿元人民币 (3Q23: 50 亿元), 且预期其他新业务在相对淡季中维持盈亏平衡水平。我们认为除美团优选外其他新业务整体逐步进入稳定盈利期或有望推动市场重新审视新业务估值, 带动整体公司估值重估。

图 12: 美团: 新业务板块经营亏损及亏损率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场估算

内容付费：看好在线音乐平台基本面韧性

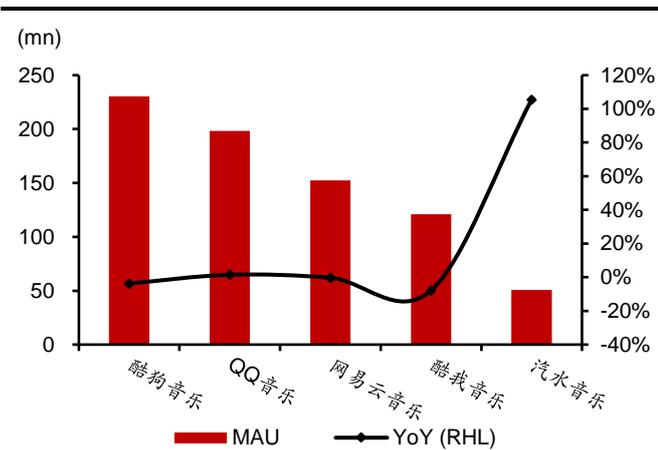
宏观顺风环境下，在线音乐行业下半年景气度及竞争格局仍然稳定，我们看好在线音乐平台维持良好的收入及利润增长前景，但收入增长的驱动因素将由付费用户数增长转向付费用户数以及 ARPPU 的平衡增长，我们预计下半年头部在线音乐平台的音乐收入同比增速维持在 15-25%，同时伴随利润率的提升，主要得益于运营杠杆效应以及自制内容占比提升。在线视频行业下半年竞争仍然激烈，存量付费用户市场中，在线视频平台需要持续投入内容以维持市场份额，平台的基本面及股价表现将跟随内容表现出现较大波动，若内容表现不及预期，平台收入以及利润均面临较大压力，我们预计下半年爱奇艺收入及运营利润均同比下滑。

估值层面看，我们预计腾讯音乐（14.5x FY24E PE）相较云音乐（13.5x FY24E PE）的估值溢价或有所收窄，主因：1）部分投资人担忧腾讯音乐短中期付费用户增长前景，导致腾讯音乐估值承压；2）云音乐 9 月 10 日入通，股票流动性改善，一定程度消除此前流动性问题导致的估值折让。爱奇艺短期估值或将持续承压，估值的修复需待内容表现及基本面的恢复。

在线音乐：头部音乐平台流量优势仍然较为稳固，2024 年 6 月腾讯音乐旗下酷狗音乐/QQ 音乐/酷我音乐用户数量分别为 2.30/1.98/1.21 亿，网易云音乐用户数量为 1.52 亿，用户数维持相对稳定。字节旗下汽水音乐用户数实现较快增长，2024 年 6 月用户数同比增长 106% 至 5083 万，但相较头部平台仍有差距，相当于酷狗音乐/QQ 音乐/网易云音乐/酷狗音乐的 22/26/33/42%。

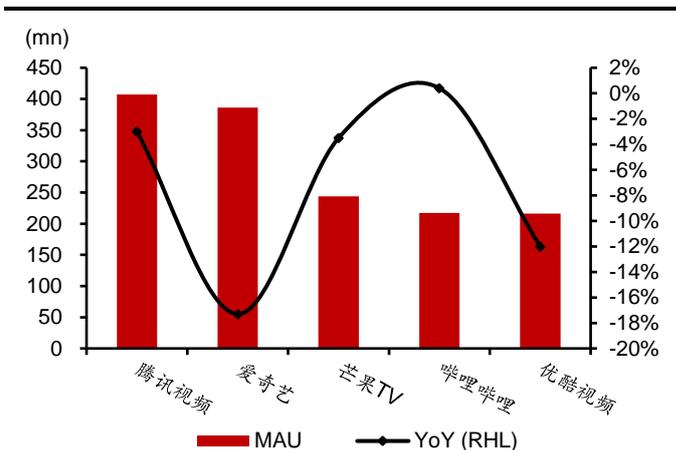
在线视频：头部视频平台流量表现分化，由于内容表现较为平淡，2024 年 6 月爱奇艺/优酷视频用户数分别同比下降 17/12% 至 3.86/2.16 亿。腾讯视频/哔哩哔哩流量表现相对平稳，2024 年 6 月用户数分别稳定在 4.07/2.17 亿。

图 13：中国：在线音乐用户趋势（2024 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，招银国际环球市场

图 14：中国：在线视频用户趋势（2024 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，招银国际环球市场

在线音乐：宏观顺风环境下，我们看好在线音乐平台仍然能维持良好的收入及利润增长趋势，业绩增长具备较高确定性，推荐腾讯音乐、云音乐。回顾 2Q24 在线音乐平台表现，我们观察到：1）毛利率仍将持续改善，主要得益于运营杠杆效应、自制内容占比提升以及内容成本合理化；2）音乐付费用户数仍有增长空间，但增长节奏或有所放缓，头部平台更加注重提升 ARPPU，音乐平台 ARPPU 相较其他付费内容形式仍有较大提升空间。

分平台看：1) 腾讯音乐 2Q24 在线音乐收入同比增长 28%至 54.2 亿元，其中会员/非会员收入分别同比增长 29%/24%。2Q24 付费用户数同比增长 18%至 1.17 亿，环比净增 350 万，月度 ARPPU 同比增长 10%至 10.7 元。展望 2H24，我们预计音乐付费用户净增速度将有所放缓（每季度净增 150-200 万用户），但 ARPPU 环比将持续改善，主要得益于高单价超级 VIP 会员的增长，我们预计腾讯音乐 2H24 在线音乐收入同比增长 22%。2) 云音乐 1H24 在线音乐收入同比增长 27%至 25.6 亿元，其中会员订阅收入同比增长 25%至 21.4 亿元，主要受月付费用户数增长的推动。展望 2H24，我们预计云音乐在线音乐收入同比增长 16%，主要由付费用户增长所驱动。

在线视频：在线视频行业竞争仍然激烈，平台持续投资于内容以维持竞争优势，导致利润率处于较低水平，内容表现超预期或不及预期均会导致平台业绩出现较大波动。爱奇艺 2Q24 总收入同比下降 5%至 74 亿元，非 GAAP 营业利润同比下降 36%至 5.01 亿元，主因部分剧集表现不佳和激烈的竞争。展望 3Q24，我们预计会员和广告收入增长将持续面临压力，内容表现的改善需要时间才能反映在公司财务表现上。因此我们预计 3Q24 总收入将同比下降 9%至 73 亿元，非 GAAP 营业利润同比下降 63%至 3.35 亿元。

图 15：中国内容付费平台季度趋势

会员收入 (百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯音乐	1,993	2,107	2,249	2,352	2,599	2,890	3,193	3,417	3,618	3,740
云音乐	885	899	953	962	996	1,026	1,145	1,185	1,273	1,287
爱奇艺	4,471	4,285	4,211	4,744	5,547	4,947	5,012	4,809	4,799	4,495
哔哩哔哩 (增值服务)	2,052	2,103	2,210	2,350	2,156	2,302	2,595	2,857	2,529	2,566
快手 (直播)	7,842	8,565	8,947	10,034	9,319	9,968	9,719	10,048	8,575	9,302

同比增速	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯音乐	18%	18%	18%	21%	30%	37%	42%	45%	39%	29%
云音乐	16%	6%	11%	17%	13%	14%	20%	23%	28%	25%
爱奇艺	4%	7%	-2%	15%	24%	15%	19%	1%	-13%	-9%
哔哩哔哩	37%	29%	16%	24%	5%	9%	17%	22%	17%	11%
快手	8%	19%	16%	14%	19%	16%	9%	0%	-8%	-7%

付费会员数 (百万)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯音乐	80	83	85	89	94	99	103	107	114	117
云音乐	37	38	39	39	41	43	45	48	51	54
哔哩哔哩 (增值服务)	27	28	29	28	29	26	29	28	29	29
快手 (直播)	57	54	60	58	60	55	59	59	58	55

月度 ARPPU (元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯音乐 (音乐会员)	8.3	8.5	8.8	8.9	9.2	9.7	10.3	10.7	10.6	10.7
云音乐 (音乐会员)	8.0	7.8	8.2	8.2	8.2	8.0	8.4	8.3	8.4	8.0
哔哩哔哩 (增值服务)	25.1	25.5	25.8	27.9	24.8	29.5	29.8	34.0	29.1	29.5
快手 (直播)	46.3	52.7	50.0	57.3	51.7	60.4	54.9	57.1	49.4	56.0

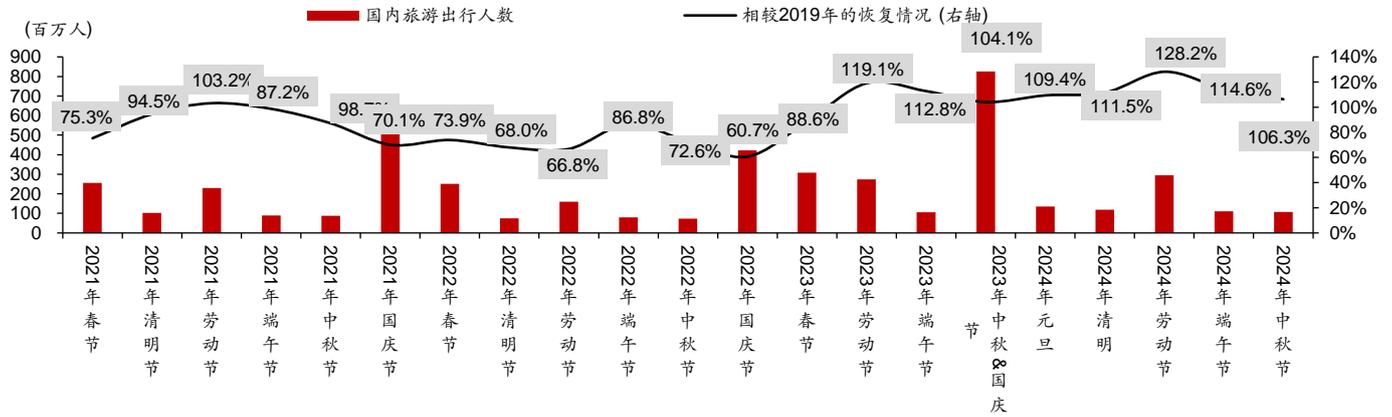
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：爱奇艺未披露付费会员数和月度 ARPPU 数据

在线旅游：国内业务高基数下同比增长具备韧性，出境游延续稳步恢复

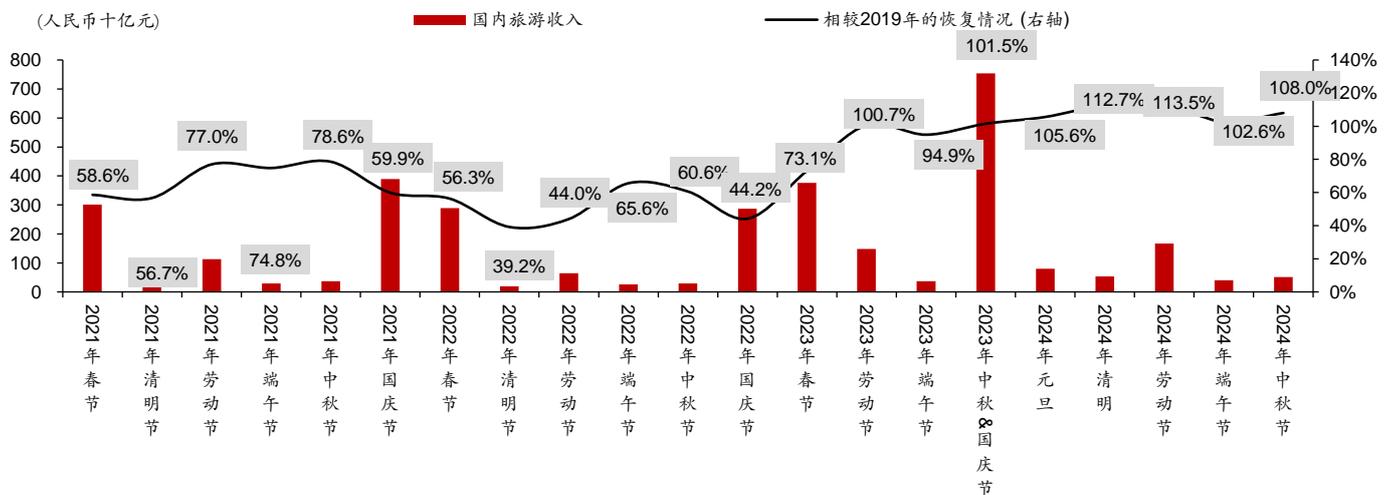
2Q24 节假日出游预订数据显示高基数下国内出游维持温和健康增长，而出境游业务的恢复处于正轨，3Q24 行业重点公司预订量表现均好于市场此前因担忧通缩而给出的较弱预期，或预示业绩表现具备韧性。

图 16: 主要节假日国内旅游人次及相较 2019 年的恢复情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

图 17: 主要节假日国内旅游收入及相较 2019 年的恢复情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

携程国内机票 3Q 或有望维持中高单位数同比增长，国内酒店预订量有望维持 15% 以上的同比增长；出境层面，2Q 行业出境游整体恢复至疫情前 75% 的水平、3Q 或有望进一步恢复至疫情前的 80-90%，而携程出境机票及酒店预订量恢复程度仍有望较行业高出 20-30 个百分点。同程旅行 3Q 国内国际机票合计预订量增速或有望维持 20% 以上的区间，酒店间夜量国内国际合计或有望达到 15% 的水平。此外，我们认为行业竞争趋缓情况下用户端补贴的收缩及酒店 take rate 的提升或有望支撑盈利增长：我们预测携程 3Q24 营收将同比增长 13.4% (2Q24: 13.6%) 至 156 亿元人民币，非 GAAP 经营利润将同比增长 16.6% 至 52 亿元；我们预测同程旅行 3Q24 核心 OTA 业务营收将同比增长 20% 至 40 亿元，集团非 GAAP 净利润将同比增长 50% 至 8.54 亿元。

携程国内游及出境游业务有望维持稳健营收增长，且借助其一站式平台、强大的移动端体验、优秀的客户服务能力和不断强化的供应链能力，携程有能力开拓在其他在线渗透率仍较低的国际市场，助力长期营收和盈利增长。公司目前交易现价对应 13.7/12.7x 2024/2025E PE，公司 2024 年非 GAAP 经营利润有望同比增长 26%，2023-2025E CAGR 有望达到 19%，估值或仍有进一步提升空间。

在线游戏：新产品推动 2H24 业绩复苏

据游戏工委，1H24 中国游戏市场收入同比增长 2% 至 1473 亿元，移动游戏市场收入同比增长 1% 至 1075 亿元，主要得益于《地下城与勇士：起源》《三国：谋定天下》等热门游戏上线后的强劲表现，部分被常青游戏收入下滑所抵消。上半年游戏监管环境逐步常态化，1H24 国家新闻出版署共发放 733 个国产游戏版号，同比增长 38%。

1H24 游戏公司基本面仍处于磨底阶段，下半年行业景气度有望改善，重点新产品的收入贡献预计将在 2H24 业绩中进一步体现，我们看好 2H24 维持强劲业绩增长或具备优质游戏产品储备的游戏公司，包括腾讯（预计 2H24 游戏收入同比增长 15%）、哔哩哔哩（预计 2H24 游戏收入同比增长 55%）、网易（短期游戏收入增长承压，2H24 具备优质游戏储备）：

1) 腾讯 2Q24 游戏收入同比增长 9% 至 485 亿元。国内游戏/海外游戏收入分别同比增长 9%，且流水增长快于收入增长。国内游戏收入增长主要得益于《无畏契约》及《地下城与勇士：起源》的增量贡献，《无畏契约》在国内上线满一年后已快速成长为国内收入最高的 PC 游戏，而《地下城与勇士：起源》手游强劲流水表现仅部分反映到 2Q24 收入增长。在常青游戏收入复苏及《地下城与勇士：起源》增长的带动下，我们看好腾讯下半年游戏收入加速增长，我们预计 2H24 腾讯游戏收入同比增长 15%。

2) 哔哩哔哩 2Q24 手游收入同比增长 13% 至 10 亿元，主要由于《三国：谋定天下》的成功上线，《三谋》上线后强劲的流水表现推动 2Q24 递延收入余额环比增长 7.38 亿元，且由于《三谋》上线时间在 2Q24 末段（6 月 13 日）以及游戏收入递延周期约 3 个月，《三谋》上线后的强劲流水表现将支撑公司下半年游戏收入的强劲增长。我们预计 2H24 哔哩哔哩游戏收入同比增长 55%。

3) 网易 2Q24 游戏及相关增值服务收入同比增长 7% 至 201 亿元，主要得益于《第五人格》和《梦幻西游》手游等老游戏的稳健表现，部分被《梦幻西游》端游调整、《蛋仔派对》未成年人保护措施调整和《逆水寒》手游收入常态化所影响。展望下半年，由于部分游戏调整，我们预计网易 2H24 游戏收入增长短期承压，但部分新游戏的表现值得期待，有望拉动公司后续业绩及估值修复：1) 《漫威争锋》（定档 12 月 6 日上线）封闭测试首日 Steam 同时在线玩家峰值突破 5 万，预约玩家数量突破百万，排名 Steam 预约榜前 5；2) 《燕云十六声》9 月 1 日完成双端互通测试，游戏有望在 2024 年内上线。

图 18：中国：游戏市场季度收入趋势

(人民币十亿元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
游戏市场收入	79.5	68.3	59.7	58.4	67.5	76.8	84.2	74.5	72.6	74.6
移动游戏市场收入	60.4	50.0	41.6	40.9	48.7	58.0	64.9	55.1	52.9	54.6
出海游戏市收入（十亿美元）	4.6	4.4	4.3	4.1	3.9	4.3	4.3	3.9	4.1	4.5
YoY - 游戏市场	3%	-7%	-19%	-19%	-15%	12%	41%	28%	8%	-3%
YoY - 移动游戏市场	3%	-10%	-25%	-26%	-19%	16%	56%	35%	9%	-6%
YoY - 海外游戏市场	12%	1%	-14%	-11%	-15%	-2%	0%	-5%	5%	3%

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯游戏收入	43.6	42.5	42.9	41.8	48.4	44.5	46.0	40.9	48.1	48.5
网易游戏收入	18.6	18.1	18.7	19.1	20.1	18.8	21.8	20.9	21.5	20.1
哔哩哔哩游戏收入	1.4	1.0	1.5	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
YoY - 腾讯	0%	-1%	-5%	-2%	11%	5%	7%	-2%	-1%	9%
YoY - 网易	16%	15%	9%	2%	8%	4%	16%	10%	7%	7%
YoY - 哔哩哔哩	16%	-15%	6%	-12%	-17%	-15%	-33%	-12%	-13%	13%

资料来源：游戏工委，公司资料，招银国际环球市场

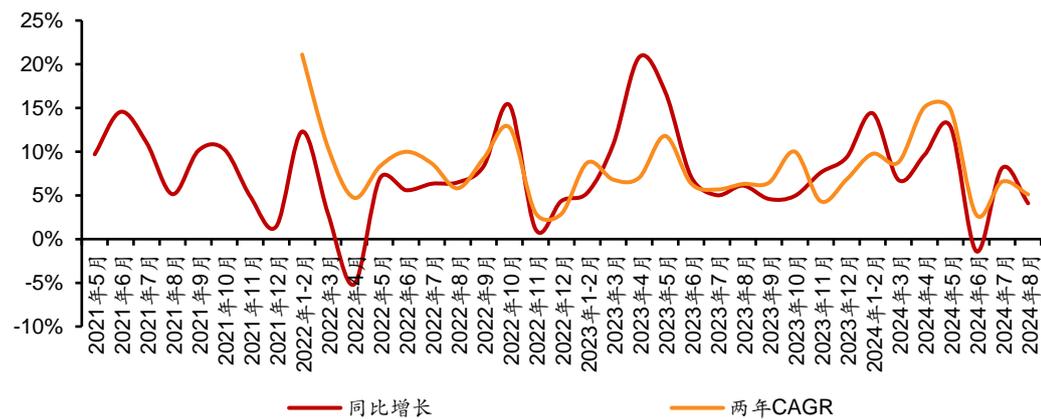
电商：消费复苏及股东回报或仍为关键估值驱动因素，注重 ROI 基调下国内竞争加剧或无需过度担忧

7月实物商品网上零售额同比增速环比回升缓解市场对于消费过度弱化的担忧，但同比增速8月再次下探，增速月环比仍较为波动，展现消费整体复苏动能仍不强。2Q24 电商平台业绩表明，尽管龙头玩家均指引为驱动 GMV 增长而持续投资，但整体均较为注重 ROI，因此我们认为国内电商行业竞争格局或不会过度恶化。基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。而估值水平的进一步重估或将取决于消费能否进一步稳步复苏。海外扩张仍是电商平台长期营收和盈利增长的关键推动力。我们维持阿里巴巴、拼多多、京东的买入评级。

■ 8月实物商品网上零售同比增速环比再度下探，全年消费复苏或仍面挑战

因更多电商平台选择5月开启618购物节现货销售，更多的6月电商销售额被虹吸至5月导致6月实物商品网上零售额增速相较5月显著放缓，虽然趋势符合预期，但回落幅度大于我们预期，我们认为数据或可被整体社会消费品零售总额增长弱于预期所部分解释，但也引起市场对于消费过度弱化的担忧。7月实物商品网上零售额同比增速回升部分缓解市场担忧，但8月增速及两年CAGR再度下探，展现消费整体复苏动能或仍较弱。

图 19：中国：实物商品网上零售额同比增速及两年 CAGR

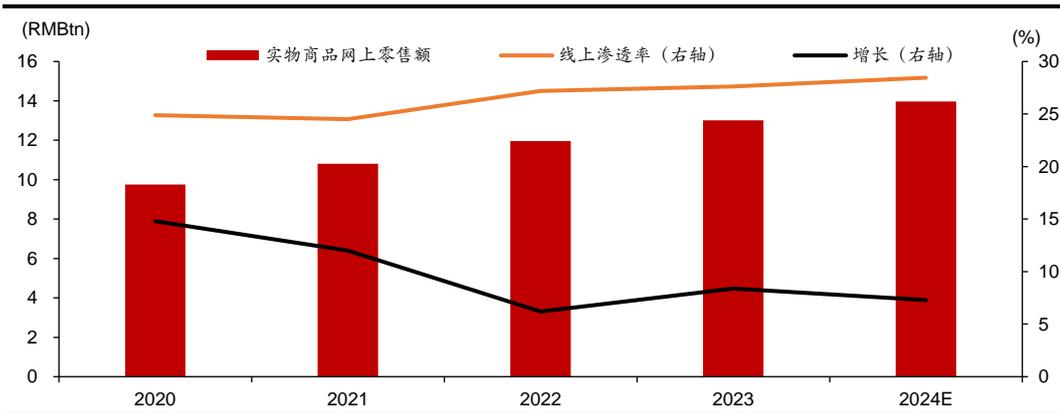


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

展望全年，消费复苏整体或仍面临挑战，消费促进举措的实际实施效果及可持续性仍是短期关注点，而地产风险化解支撑下的长周期消费复苏或仍是板块估值中枢中长期提升的关键驱动因素。

据国家统计局，8M24 实物商品网上零售额为 8.0 万亿元人民币，同比增长 8.1%（7M24：8.7%；8M23：9.5%），我们据数据估算单 8 月份实物商品网上零售额增速 4.1%（2M24/2024 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月：14.4/6.8/9.6/12.9/-1.4/8.1%），增速在 618 购物节虹吸效应过后正常化，但 8 月再度下探；8M24 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.6%（8M23：26.4%；7M24：25.6%）。基于 2024 年 4.1% 的万得一致预期社会消费品零售总额同比增速，我们将全年实物商品网上零售额增长预测下调至 7.3%（前值：8.4%）。

图 20：中国：实物商品网上零售额增长预测



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

■ 直播电商给传统货架电商带来的冲击或边际转弱

我们观察到整体直播电商 GMV 同比增速季度环比呈现下降趋势，给传统货架电商带来的竞争影响或边际转弱。据晚点 Latepost 和易观数据，抖音电商 GMV 同比增速 2M24/2024 年 3 月/4-5 月/618 购物节分别为 60%+/40%以下/30%以下/超过 20%，呈现逐月下降趋势。快手电商 GMV 增长亦较预期更弱，1Q24 及 2Q24 GMV 分别同比增长 28% 和 15%，其中 2Q GMV 增速弱于市场一致预期的 24%。我们认为直播电商增速放缓或主因：1) 宏观消费疲软下冲动型消费受到更大影响；2) 直播电商流量及时长逐步见顶（在缺乏增量流量的情况下，平台给予商家端的支持举措或不可持续）；3) 缺乏基础设施支持下直播电商平台的货架电商业务用户心智培养弱于预期；及 4) 平台流量成本较高，较难支持低价策略的执行及与同业的竞争。

■ 电商公司 2Q24 业绩均展现投资驱动增长中较高的 ROI 标准和纪律性，或无需过度担忧竞争格局恶化

电商 2Q24 业绩层面，尽管头部电商平台此前均指引将持续投入于用户体验提升和驱动 GMV 增长，但龙头公司均较为注重 ROI，注重消费者的分层运营（如专注核心会员群体、老客激活及提频等）、从流量分发逻辑及供应链端着手优化提升平台质价比/性价比心智以推动高效增长，故而我们尚未看到低效且不顾利益的竞争、电商公司核心国内电商平台的利润表现均好于市场预期。展望 2H24，在目前宏观环境下，低效进行新客获取及补贴竞争存量用户或并不是高效的运营策略，尽管拼多多业绩会中管理层展望未来进一步投入或将引起盈利能力下调引发市场担忧，但我们认为在整体追求 ROI 的背景下投资或更多去向国际业务，或无需过度担忧竞争格局恶化。

从 2Q24 业绩看，京东零售利润好于市场预期（主因较为严格的 ROI 指标下市场营销及销售费用投放低于预期），积极投入用户体验提升且通过一部分长期现金激励替代股权激励的情况下阿里巴巴淘天集团调整后 EBITA 利润同比仅下滑 1%（好于市场预期），拼多多

整体利润亦好于市场预期（我们估算除国际业务减亏好于预期外，国内电商主业盈利好于预期亦带来部分贡献），快手电商在2Q GMV 弱于预期的情况下亦未给出激进的下半年增长指引，我们预测其3-4Q 电商 GMV 增速或基本与2Q 一致，意味着公司业务运营时仍追求较高的 ROI，在宏观逆风情况下并不追求无效投入以盲目重振 GMV 增长。

■ 基于较为稳定的盈利水平提升股东回报或有望为估值水平提供支撑

基于较为稳定的利润水平，电商平台提升股东回报或有望为估值水平提供支撑。除拼多多外，阿里巴巴及京东均致力于持续提升股东回报：1) 阿里巴巴：2Q24（即1QFY25，财年结于3月）回购了7700万股ADS，总计58亿美元，合计回购净注销的股份数占截至2024年3月31日流通股数量的2.3%；2) 京东：①截至2024年6月30日的3个月/6个月，京东回购的股份总数约为截至2024年3月31日/2023年12月31日的普通股总数的4.5%/7.1%，②2024年8月27日宣布新的3年50亿美元回购额度，年均额度占目前市值比例为4.4%。

■ 电商服务商：多电商渠道拓展、减亏持续推进

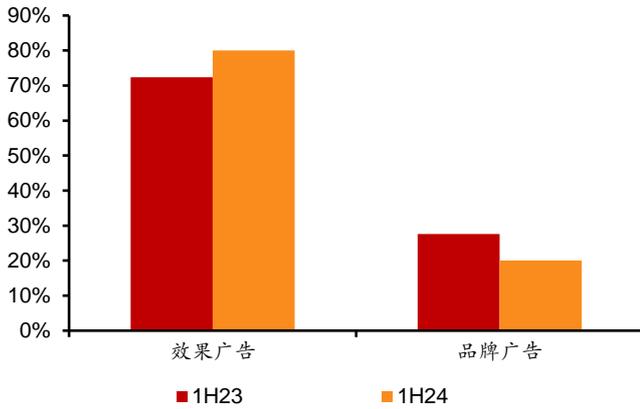
宝尊电商2Q24总收入为24亿元人民币，同比增长3%，由服务收入同比增长9%驱动；Non-GAAP 归母净亏损为390万元人民币，较2Q23的440万元收窄，好于市场一致预期的1660万元亏损。宝尊电商（BEC）的营业收入在连续10个季度的同比下降后转为同比增长，管理层认为这一趋势在2024年下半年将得到维持，得益于抖音相关业务的强劲增长（占BEC收入的约5%，但同比增长三位数），以及总代分销服务的推出。尽管整体线下流量的减弱可能会影响宝尊品牌管理（BBM）的亏损减少轨迹，但管理层已注意到改善迹象，GAP业务的营收同比增速在2024年8月转正，而且BEC可能比预期更好的营业利润（OP）应该能够缓冲BBM可能比预期更大的亏损，宝尊仍在努力实现2024年全年营业亏损的减少。

在线广告：广告预算份额持续向具备高ROI的头部广告平台集中

在宏观及消费较弱的大环境下，下半年在线广告行业增长或有所放缓，但不同平台表现分化，广告预算进一步向具备高ROI广告解决方案的头部平台集中，中短视频平台广告收入增长仍然维持韧性，传统社交媒体以及搜索平台广告收入增长则相对承压。展望2H24，我们预计腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续跑赢大盘（+13/19/25% YoY），主要得益于广告商业化基础设施的持续完善、电商相关广告收入的持续增长以及小游戏&短剧等行业的增量广告预算贡献。

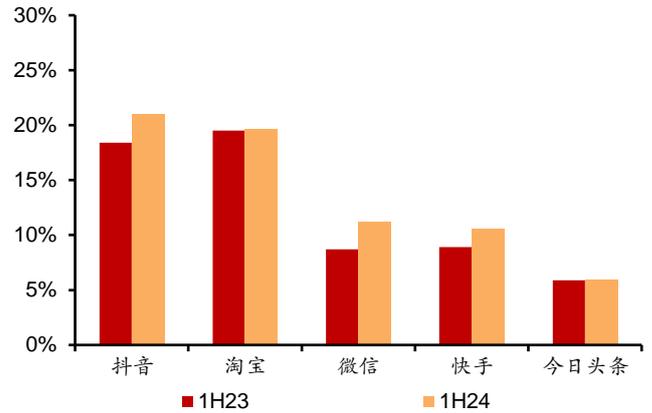
据QuestMobile数据，1H24效果类广告预算占比同比提升7.6个百分点至80.0%，在消费情绪疲软的环境下，广告主更加注重广告ROI以及转化效果；1H24头部短视频及社交媒体广告预算份额进一步提升，抖音/微信/快手广告预算份额同比提升2.6/2.5/1.7个百分点至21.0/11.2/10.6%，前五大平台合计份额同比提升6.9个百分点至68.3%。

图 21: 中国: 广告投放费用类型分布



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 22: 中国: 广告投放费用媒介分布



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

1) 腾讯 2Q24 在线广告收入同比增长 19% 至 299 亿元, 主要由于视频号 and 长视频广告收入的强劲增长, 部分被广告联盟收入下降所抵消。视频号广告收入 2Q24 同比增长超 80%, 主要得益于用户活跃度提升和视频号内直播推广的强劲需求。展望 2H24, 为驱动微信平台上电商生态的发展, 视频号将进一步增加广告库存, 帮助平台内中小商家获取流量, 同时推动腾讯广告收入增长, 我们预计 2H24 腾讯广告收入同比增长 13%。

2) 哔哩哔哩 2Q24 广告收入同比增长 30% 至 20 亿元, 主要得益于效果广告收入的强劲增长。在广告投放系统升级和转化能力提高的支持下, 1H24 平台上广告主数量同比增长超 50%。展望 2H24, 随着哔哩哔哩持续完善平台广告商业化基础设施, 提升广告转换效率, 我们预计 2H24 哔哩哔哩广告收入同比增长 25%。

3) 快手 2Q24 在线营销服务收入同比增长 22% 至 175 亿元, 其中外循环及内循环广告收入均实现稳健增长。2Q24 外循环广告收入同比增长进一步加速, 主要受益于媒体、电商、本地生活行业广告主的强劲需求。展望 2H24, 受益于外循环广告的持续复苏及内循环广告的稳健增长, 我们预计 2H24 快手广告收入同比增长 19%。

图 23: 中国在线广告平台季度收入趋势

广告收入 (人民币十亿元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯	17,988	18,638	21,443	24,660	20,964	25,003	25,721	29,794	26,506	29,871
百度	15,592	17,074	18,696	18,018	16,568	19,586	19,672	19,154	17,008	19,164
快手	11,352	11,006	11,589	15,094	13,064	14,347	14,690	18,203	16,650	17,515
美团	7,019	7,317	8,663	8,138	7,783	10,307	11,439	10,159	9,877	12,360
小米	4,500	4,500	4,700	4,700	4,400	5,100	5,400	4,913	5,131	6,000
微博	2,708	2,583	2,695	2,734	2,434	2,731	2,784	2,911	2,474	2,702
哔哩哔哩	1,041	1,158	1,355	1,512	1,272	1,573	1,638	1,929	1,669	2,037
汽车之家	1,471	1,733	1,843	1,893	1,534	1,833	1,906	1,911	1,609	1,873
爱奇艺	1,337	1,194	1,247	1,554	1,404	1,495	1,674	1,651	1,482	1,461

YoY	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
腾讯	-17.6%	-18.4%	-4.7%	14.6%	16.5%	34.2%	20.0%	20.8%	26.4%	19.5%
百度	-3.6%	-10.1%	-3.6%	-5.5%	6.3%	14.7%	5.2%	6.3%	2.7%	-2.2%
快手	32.6%	10.5%	6.2%	14.0%	15.1%	30.4%	26.8%	20.6%	27.4%	22.1%
美团	23.9%	1.4%	8.0%	-0.6%	10.9%	40.9%	32.0%	24.8%	26.9%	19.9%
小米	15.4%	0.0%	-2.1%	-4.1%	-2.2%	13.3%	14.9%	4.5%	16.6%	17.6%
微博	5.6%	-20.9%	-22.9%	-22.1%	-10.1%	5.7%	3.3%	6.5%	1.7%	-1.0%

哔哩哔哩	45.6%	10.4%	15.6%	-4.7%	22.2%	35.8%	20.9%	27.6%	31.2%	29.5%
汽车之家	-20.1%	-10.6%	4.5%	11.8%	4.2%	5.8%	3.4%	1.0%	4.9%	2.2%
爱奇艺	-30.2%	-34.6%	-24.9%	-6.7%	5.0%	25.3%	34.3%	6.2%	5.6%	-2.3%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 24: 中国：在线广告市场收入趋势

(人民币十亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国社会零售额	44,082	43,973	47,150	49,601	51,982
同比增速	13%	0%	7%	4%	5%
中国线上实物商品零售额	10,804	11,964	13,017	14,110	15,169
同比增速	11%	6%	8%	7%	8%
在线广告市场收入	905	918	1,047	1,172	1,272
同比增速	18%	2%	14%	12%	9%
社交媒体&搜索平台 - 广告收入					
腾讯	88.7	82.7	101.5	118.9	137.4
快手	42.7	49.0	60.3	7327%	84.5
微博	12.8	10.7	10.8	1061%	11.1
爱奇艺	7.1	5.3	6.2	6.3	6.7
哔哩哔哩	4.5	5.1	6.4	8.2	9.3
百度	73.6	69.4	75.0	74.3	79.7
电商 - 广告收入					
阿里巴巴(仅 CMR 收入)	228.5	210.1	216.5	224.8	236.7
拼多多	72.6	102.9	153.5	203.1	225.9
京东	46.9	57.7	61.4	68.9	72.0
美团	29.1	30.8	40.5	49.9	55.9
社交媒体&搜索平台 - YoY					
腾讯	8%	-7%	23%	17%	16%
快手	95%	15%	23%	22%	15%
微博	11%	-16%	1%	-2%	4%
爱奇艺	4%	-25%	17%	2%	6%
哔哩哔哩	146%	12%	27%	27%	14%
百度	12%	-6%	8%	-1%	7%
电商 - YoY					
阿里巴巴(仅 CMR 收入)	3%	-8%	3%	4%	5%
拼多多	51%	42%	49%	32%	11%
京东	49%	23%	6%	12%	4%
美团	54%	6%	32%	23%	12%

资料来源：国家统计局，公司资料，艾瑞咨询，招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。