



互联网行业 2024 年中期展望：放下过去，重新定位

“不是美股 AI 买不起，而是中国互联网更具性价比”

- 互联网行业上半年回顾：“互联网=避险资产？”年初至今（2024 年 6 月 14 日），中证海外中国互联网指数 YTD 收益为 8%，触底反弹。细分赛道来看，在线音乐和 O2O 板块领跑大盘。内因——便宜是核心逻辑：1) 板块股价经历了三年漫长寒冬，估值极具性价比；2) 利润持续释放叠加回购、分红等措施提升股东回报；外因——资金流是驱动力：1) 全球市场风险偏好波动，外资回流港股；2) 证监会政策利好助推北水南下，流动性改善。
- 互联网行业下半年整体趋势展望：“不跟过去比，仍是优质资产标的”。
 - 基本面相对稳健，经济回暖或带动收入边际改善，但整体来看并无显著改变，“强增利，弱增收”仍将是下半年行业主要业绩表现；
 - 估值方法论正在逐步切换，是影响股价走势的关键，投资期缩短，市场逐渐接受从价值股维度对互联网评估筛选，放低收入增长预期，更看重“高利润率+充裕现金流+持续回购”三大优势带来的安全边际空间。经历上半年反弹，个别板块有回调压力，整体性价比依然凸显。纵向来看，估值仍处于历史低位区间，而横向比较（区域、板块）才更具参考意义，仍是低估值优质资产。此外，下半年关注重点：美国大选下的地缘政治风险、公司回购进度、潜在分拆上市机会以及 AI 大模型的应用落地进展。
- 互联网行业 2024 年下半年细分行业展望：细分板块推荐顺序依次为：
 - 游戏：基本面趋于改善，行业步入新产品周期，带动行业回暖；
 - 电商：估值仍具吸引力，注重性价比，出海打造第二增长曲线；
 - 泛视频：步入全面盈利时代，广告和电商驱动变现，直播疲软；
 - O2O：竞争缓和但并未结束，社区团购持续减亏，出境游仍有空间；
 - SaaS：需求端仍有压力，AIGC 带来新契机，中短期预期增速放缓。
- 个股方面，拼多多、腾讯为我们的行业首选：拼多多，稀缺成长股标的，持续受益于国内消费降级趋势，海外业务爆发式增长；腾讯，视频号带来业务增量，游戏业务或迎拐点，毛利率持续改善。
- 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

2024 年 6 月 17 日

年初至今指数表现



注：截至 2024 年 6 月 14 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 年上半年回顾	4
触底反弹，估值修复	4
互联网行业 2024 年下半年整体趋势展望	8
2024 年下半年互联网行业细分板块配置策略	8
核心观点	9
互联网行业 2024 年下半年细分行业展望	16
游戏：进口版号发放提速，行业进入新游周期	16
电商：低价仍是主旋律，出海是主要驱动增长	21
泛视频：利润率持续改善，注重提升用户活跃度	23
O2O：社区团购持续减亏，出境游仍有空间	26
SaaS：需求端仍有压力，AIGC 带来新契机	28
浦银国际互联网行业覆盖公司	31

图表目录

图表 1：互联网板块 2024 年至今录得强劲反弹	4
图表 2：2024 年互联网各细分板块年初至今股价变动 (%)	5
图表 3：主要互联网公司 YTD 股价表现	5
图表 4：一季度主要公司业绩表现	6
图表 5：一季度主要公司业绩相对预期表现	6
图表 6：互联网公司分板块表现及估值	6
图表 7：浦银国际 2024 年下半年互联网行业子板块配置策略	8
图表 8：互联网公司收入增速及市场预期	9
图表 9：互联网公司利润率及市场预期	10
图表 10：互联网板块指数较疫情低点及 2021 年高点表现	11
图表 11：主要互联网公司远期 P/E	11
图表 12：主要中国互联网公司下一财年预测	12
图表 13：美国互联网头部公司下一财年预测	12
图表 14：中美互联网指数表现对比	13
图表 15：主要互联网公司回购进度	13
图表 16：游戏公司年初至今股价表现	16
图表 17：中国移动游戏销售收入	17
图表 18：中国游戏版号发放数量	17
图表 19：2024 年 1-3 月 iOS 渠道下载测算	18
图表 20：2024 年已上线热门新游	18

图表 21: 游戏大厂主要产品储备	19
图表 22: 中国小游戏市场规模 (亿元)	19
图表 23: 游戏公司表现及估值	20
图表 24: 电商公司年初至今股价表现	21
图表 25: 实物商品网上零售额	21
图表 26: 2024 年一季度电商表现—行业竞争下变现率及利润率受一定影响.....	22
图表 27: 电商公司表现及估值	22
图表 28: 泛视频公司股价表现	23
图表 29: 泛视频平台调整后季度净利率	23
图表 30: 快手和哔哩哔哩流量增速	24
图表 31: 中国网络微短剧市场投流规模	24
图表 32: 泛视频公司表现及估值	25
图表 33: O2O 公司年初至今股价表现	26
图表 34: 2024 年上半年国内旅游人次和旅游金额	26
图表 35: 国际客运航班量相较 2019 年恢复情况	27
图表 36: O2O 公司表现及估值	27
图表 37: SaaS 公司股价表现	28
图表 38: 中国企业级 SaaS 市场规模	29
图表 39: AIGC+业务垂直型/行业垂直型 SaaS 的海外参考	29
图表 40: SaaS 板块表现及估值	30
图表 41: SPDBI 互联网行业覆盖公司	31

互联网行业 2024 年中期展望：放下过去，重新定位

互联网行业 2024 年上半年回顾

● 触底反弹，估值修复

2024 年上半年中国互联网行业迎来触底反弹。年初至今（2024 年 6 月 14 日），中证海外中国互联网指数（+8%）略微跑赢 MSCI 中国指数（+6%）。主要由于：

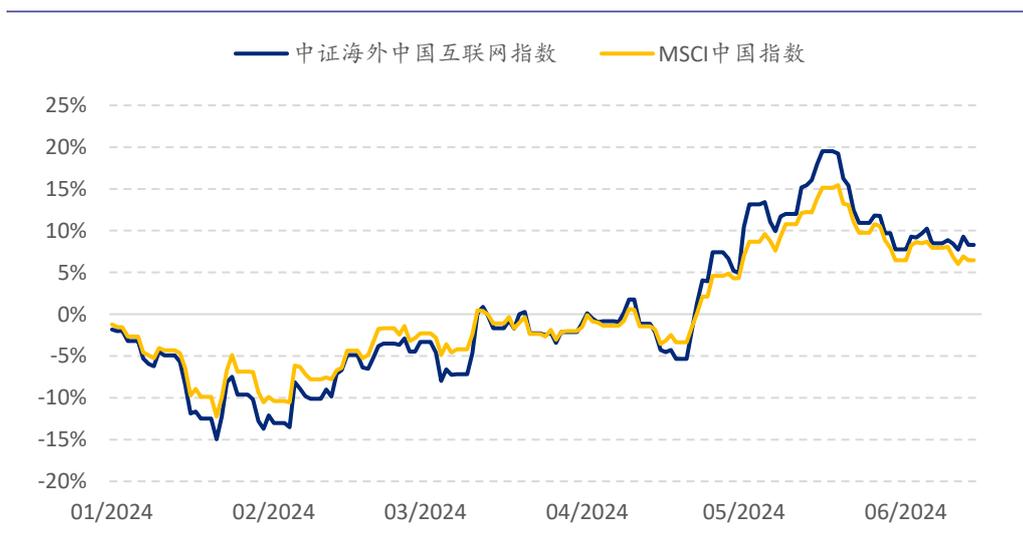
内因——便宜是核心逻辑：

- 1) 板块股价经历了三年漫长寒冬，估值极具性价比；
- 2) 利润持续释放叠加回购、分红等措施提升股东回报；

外因——资金流是驱动力：

- 1) 全球市场风险偏好波动，外资回流港股；
- 2) 证监会政策利好助推北水南下，流动性改善。

图表 1：互联网板块 2024 年至今录得强劲反弹

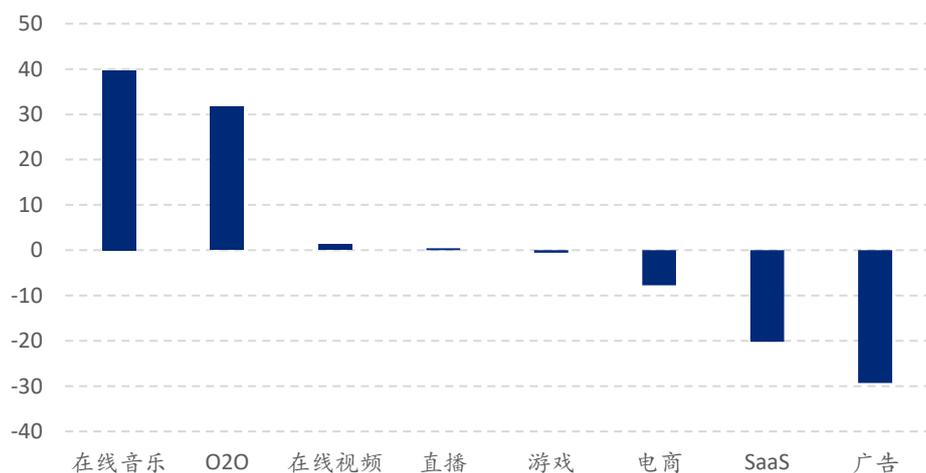


注：截至 6 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

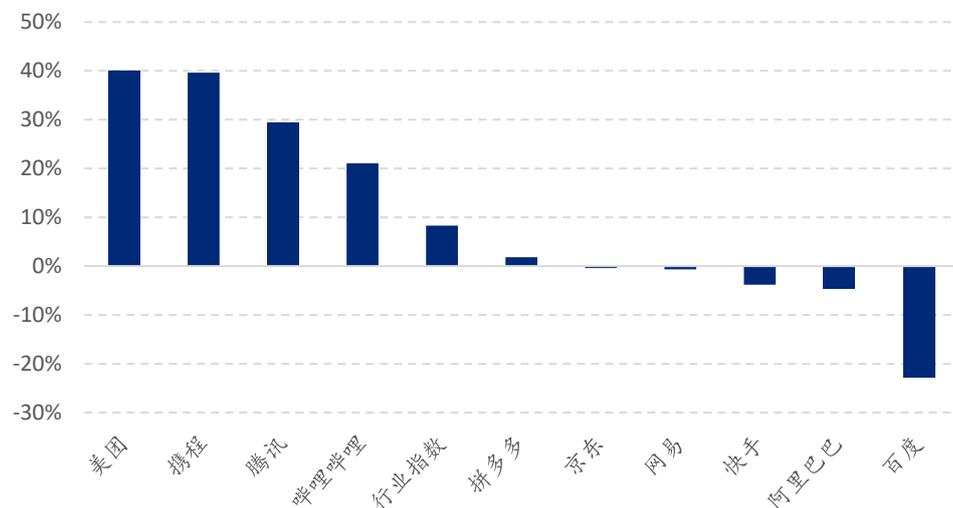
在线音乐和 O2O 板块领跑大盘。在线音乐板块相对大盘和行业有显著超额收益 (+40%)，主要得益于竞争格局改善，推动利润释放好于预期；O2O 板块反弹强劲 (+32%)，线下出行需求持续复苏，出境游保持高速增长，本地生活竞争有所缓和。此外，腾讯在龙头股中表现出色 (+29%)，毛利率持续优化，视频号广告带来增量，游戏业务迎来拐点。

图表 2：2024 年互联网各细分板块年初至今股价变动 (%)



注：截至 6 月 14 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

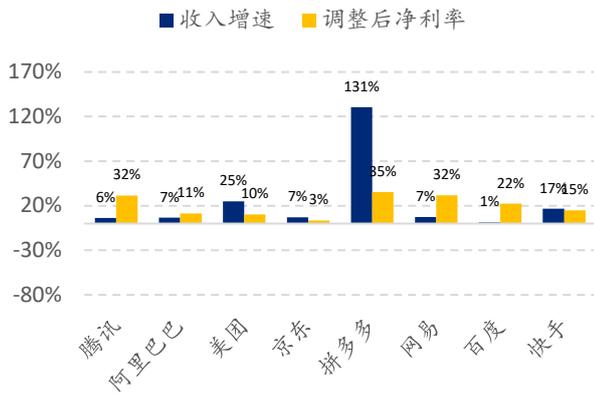
图表 3：主要互联网公司 YTD 股价表现



注：行业指数为中证中国海外互联网指数，股价截至 6 月 14 日；
资料来源：Wind、浦银国际

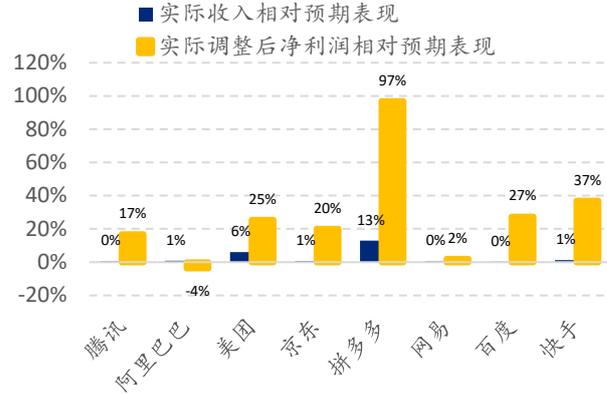
一季度业绩复盘：收入基本符合预期，利润普遍超预期。在 2024 年一季度财报中，除了拼多多收入远超市场预期外，其他互联网公司收入端整体基本符合市场预期，而整体利润释放表现良好，普遍好于市场预期，降本增效继续推进，尤其是收入结构改善推动毛利率改善。

图表 4：一季度主要公司业绩表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：一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 6：互联网公司分板块表现及估值

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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	460,118	379.8	29.4%	17.3	15.4	13.7	18.2	17.8	17.2
NTES US Equity	网易	游戏	59,684	92.5	-0.7%	12.9	12.1	11.4	22.5	21.4	20.3
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	3,698	3.6	-30.2%	11.8	9.1	7.2	8.4	9.9	11.5
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	4,233	13.9	-26.4%	9.5	8.3	8.0	21.4	21.1	21.0
002624 CH Equity	完美世界	游戏	2,262	8.5	-28.5%	15.6	12.1	11.7	11.1	13.7	19.3
603444 CH Equity	吉比特	游戏	1,828	184.1	-24.9%	12.6	10.9	9.7	21.3	21.8	22.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	2,761	10.2	-8.9%	13.5	12.0	10.8	11.4	11.7	11.8
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,259	20.4	100.0%	21.9	15.9	13.7	16.6	20.0	19.0
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,709	4.5	-12.2%	45.4	37.8	N/A	5.5	5.8	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	845	12.4	0.3%	6.1	5.2	4.8	17.3	19.2	20.5
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	138	1.4	-31.1%	41.8	12.5	10.5	1.0	3.4	3.9
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	601	3.0	31.2%	18.6	8.7	7.3	12.3	21.4	20.2
799 HK Equity	IGG	游戏	450	3.0	-6.8%	6.6	6.6	4.4	18.2	16.2	22.5
平均					-0.7%	18.0	12.8	9.4	14.2	15.6	17.5
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	177,374	73.4	-4.5%	9.1	7.8	6.9	10.8	11.8	11.3
JD US Equity	京东	电商	44,025	28.8	-0.4%	9.6	8.6	7.8	11.6	12.0	13.4
PDD US Equity	拼多多	电商	206,899	149.0	1.8%	12.7	9.9	8.1	45.7	38.1	38.9
VIPS US Equity	唯品会	电商	8,167	15.1	-15.2%	6.2	5.8	5.5	20.6	18.5	17.3
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,808	25.5	-16.1%	22.9	18.6	15.0	7.4	8.2	9.2
9991 HK Equity	宝尊	电商	149	6.2	-11.7%	15.9	5.5	3.6	(1.9)	0.5	2.9
平均					-7.7%	12.7	9.4	7.8	15.7	14.9	15.5

(……接下页)

(……接上页)

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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
BIDU US Equity	百度	广告	32,257	92.0	-22.8%	8.4	8.0	7.2	9.1	8.8	8.8
WB US Equity	微博	广告	1,965	8.1	-18.6%	4.5	4.2	3.9	10.9	10.8	10.0
ZH US Equity	知乎	广告	300	3.0	-46.6%	N/A	33.9	25.2	(8.5)	1.5	4.0
平均					-29.3%	6.5	15.4	12.1	3.8	7.0	7.6
1024 HK Equity	快手	在线视频	28,517	51.0	-3.8%	11.6	8.7	6.8	27.1	27.0	25.6
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	6,205	14.7	21.0%	N/A	44.7	22.6	(9.8)	1.2	7.3
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	3,963	4.1	-15.4%	10.3	7.2	7.5	22.2	21.4	20.0
平均					0.6%	10.9	20.2	12.3	13.2	16.5	17.6
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	25,398	14.8	64.3%	23.9	19.6	16.8	11.6	12.7	13.1
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	2,833	103.0	14.8%	19.8	15.8	13.7	10.9	11.9	12.5
平均					39.5%	21.8	17.7	15.3	11.2	12.3	12.8
3690 HK Equity	美团	O2O	93,408	114.7	40.0%	19.2	14.1	11.2	16.9	19.9	20.1
TCOM US Equity	携程网	O2O	32,482	50.3	39.6%	16.7	14.7	12.8	10.4	10.6	11.0
780 HK Equity	同程旅行	O2O	4,775	16.7	15.8%	14.0	11.4	9.3	11.7	13.2	14.2
平均					31.8%	16.6	13.4	11.1	13.0	14.6	15.1
YY US Equity	欢聚	直播	1,713	28.2	-29.1%	7.9	7.1	6.3	3.7	4.0	4.3
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,090	5.8	-8.3%	5.6	4.4	4.3	10.3	12.0	11.6
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	963	4.2	35.0%	24.2	15.0	11.6	2.5	4.5	5.7
DOYU US Equity	斗鱼	直播	325	10.2	6.9%	N/A	118.3	109.2	(2.8)	(1.2)	0.3
3700 HK Equity	映客	直播	199	0.9	2.4%	3.8	3.6	3.6	8.4	8.0	7.6
平均					1.4%	10.4	29.7	27.0	4.4	5.5	5.9
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	16,535	259.7	-17.9%	71.8	53.9	41.5	15.2	17.4	19.2
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	5,117	10.9	-39.0%	312.6	79.3	43.2	1.0	3.8	6.6
002410 CH Equity	广联达	SaaS	2,464	10.7	-37.3%	35.7	23.5	19.0	8.3	11.5	13.5
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	3,585	8.2	-27.9%	N/A	93.9	42.3	(0.4)	2.7	5.6
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	7,365	36.3	9.4%	24.7	20.1	16.7	10.7	11.9	12.7
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,304	26.5	10.0%	26.6	20.3	16.8	4.8	5.6	6.6
909 HK Equity	明源云	SaaS	507	2.2	-22.7%	N/A	N/A	N/A	(2.9)	(0.9)	0.9
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,568	4.4	-24.4%	12.9	10.1	8.1	7.3	8.4	9.5
KC US Equity	金山云	SaaS	741	2.9	-22.8%	N/A	N/A	N/A	(13.4)	(11.6)	(12.1)
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	603	1.5	-46.5%	201.7	17.9	10.0	(6.2)	4.8	9.0
9959 HK Equity	联易融	SaaS	582	2.1	32.3%	156.4	21.6	16.3	(0.1)	0.7	2.4
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	346	0.1	-42.4%	N/A	76.2	19.0	5.3	4.1	4.6
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	579	2.3	-21.6%	429.6	47.5	129.6	(0.8)	(0.4)	1.8
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	562	2.8	-3.4%	13.2	10.5	11.1	14.9	19.3	12.0
6608 HK Equity	百融云	SaaS	579	9.3	-31.6%	10.3	8.1	6.4	8.6	10.2	12.4
平均					-19.1%	117.8	37.1	29.2	3.5	5.8	7.0

注：E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2024 年 6 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

互联网行业 2024 年下半年整体趋势展望

● 2024 年下半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：基本面趋于改善，行业步入新产品周期，带动行业回暖；2) 电商：估值仍具吸引力，注重性价比，出海打造第二增长曲线；3) 泛视频：步入全面盈利，广告电商成变现驱动，直播疲软；4) O2O：竞争缓和但并未结束，社区团购持续减亏，出境游仍有空间；5) SaaS：短期需求仍有压力，AIGC 带来新契机，长期看好国产替代。

图表 7：浦银国际 2024 年下半年互联网行业子板块配置策略

板块	2024 年下半年投资策略	主要风险	建议关注
游戏	游戏版号发放常态化及新游上线推动游戏行业回暖，行业竞争激烈，内容质量不断提升，强研运能力的头部公司更具韧性。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 游戏新品表现不及预期； 2. 短视频继续抢占用户游戏时长。 	腾讯(700.HK) 网易(NTES.US / 9999.HK)
电商	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"> 1. 消费大盘复苏不及预期； 2. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。 	拼多多 (PDD.US)
泛视频	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"> 1. 广告主投放仍较为谨慎； 2. 直播行业内容审核趋严； 3. 视频版权问题。 	快手(1024.HK)
O2O	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"> 1. 出游需求不及预期； 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。 	携程(TCOM.US / 9961.HK) 同程旅行 (780.HK)
SaaS	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"> 1. 企业缩减 IT 采购预算； 2. 收入增长放缓，导致利润率改善不及预期。 	金山软件 (3888.HK) 金蝶国际 (268.HK)

注：自上而下为我们对 2024 年下半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

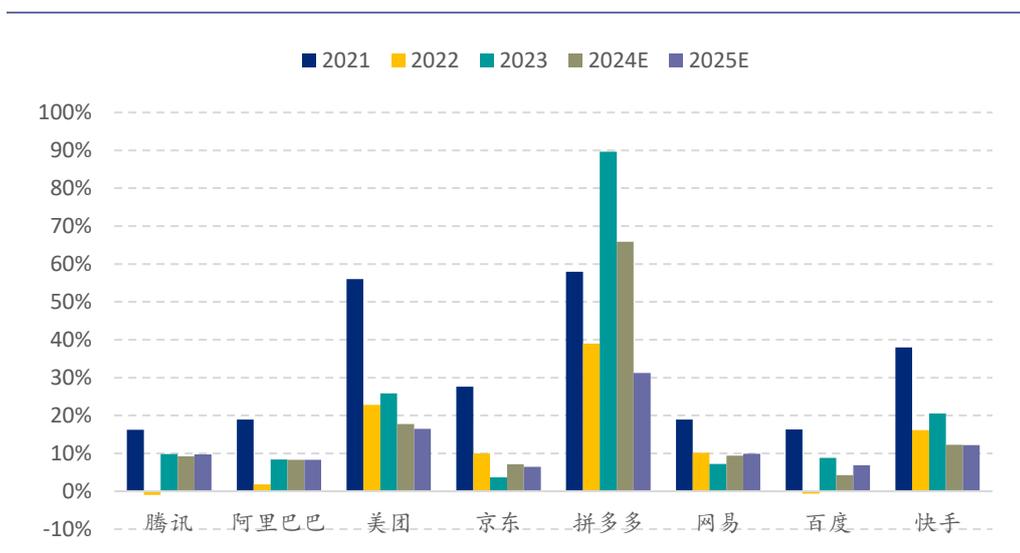
互联网行业下半年展望：1) 基本面相对稳健，整体来看并无显著变化，“强增利，弱增收”仍将是下半年业绩表现的主旋律；2) 估值方法论正发生改变，是影响股价走势的关键因素，市场正在逐渐接受从价值股维度来评估互联网公司，价值属性大于成长属性。经历了上半年强势反弹，个别板块存在回调压力，但整体估值仍位于历史低位，性价比优势依然存在，上行空间大于下行风险。此外，下半年仍需重点关注：美国大选对地缘政治风险影响、公司回购进度及潜在分拆上市机会以及 AI 大模型对中美互联网公司的加持差异。

短期业绩——“强增利，弱增收”

收入：放低成长预期。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：“走出去、沉下去”仍存在结构性机会，因此海外市场 and 下沉市场收入占比较高的公司更容易寻找 α 机会。主要互联网公司 2024 年市场预期收入增速平均值约为 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 70%，遥遥领先；美团预期收入增速接近 20%；其他互联网巨头的预期收入增速在 4%-12%。

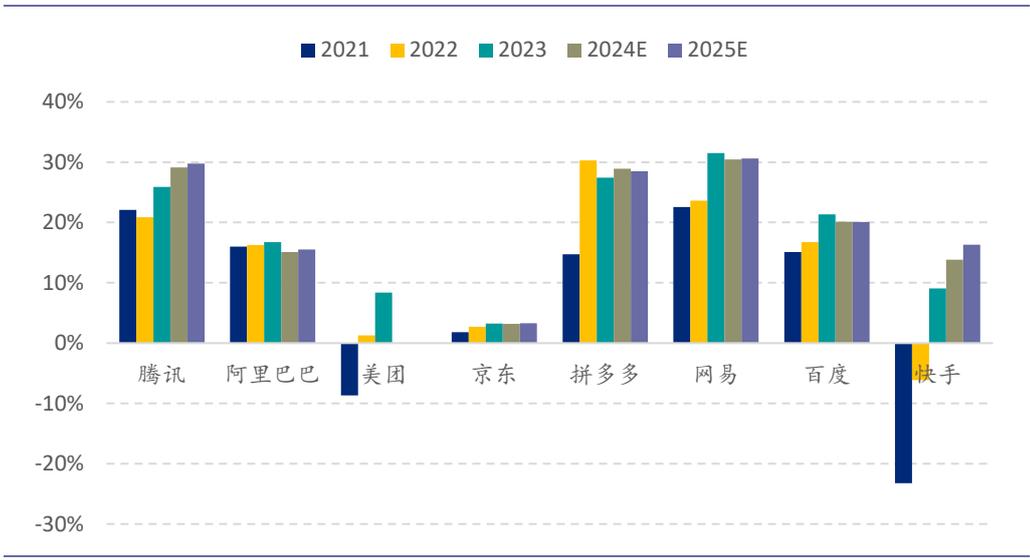
图表 8：互联网公司收入增速及市场预期



注：E 为 Bloomberg 一致预测值，阿里巴巴为 FY22-FY26E 数据
资料来源：Bloomberg、浦银国际

利润：毛利率改善推动利润释放。互联网公司继续践行降本增效，带来利润率稳步提升。与 2023 年相比，当下互联网公司利润率的提升含金量更高，更多来自于毛利率层面的提升，而非销售费用的控制。我们认为下半年互联网企业将持续优化业务结构，聚焦核心优势项目，推动公司高质量增长。

图表 9：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 FY22-FY26E 数据
资料来源：Bloomberg、浦银国际

估值：估值方法论正发生改变，是影响股价走势的关键因素。市场正在逐渐接受从价值股维度来评估互联网公司，价值属性大于成长属性。

纵向来看，整体估值仍位于历史低位。经历了上半年强势反弹，个别板块存在回调压力，但整体估值仍位于底部区间，性价比优势依然存在，上行空间大于下行风险。在经历上半年的一波反弹之后，当前板块指数较 2021 年 2 月高点仍下跌 68%，尚未回到疫情前水平（2020 年初）。

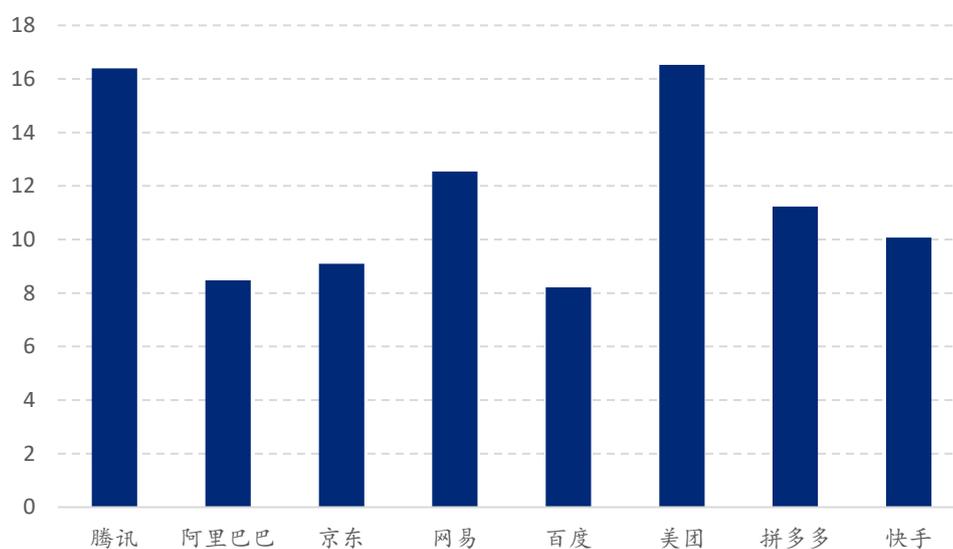
图表 10: 互联网板块指数较疫情低点及 2021 年高点表现



注: 截至 6 月 14 日

资料来源: Wind、浦银国际

图表 11: 主要互联网公司远期 P/E



资料来源: Bloomberg、浦银国际

横向来看，相对于美股互联网龙头，中国互联网龙头估值存在明显折价。美国互联网巨头收入保持在中双位数增长，略高于中国互联网板块。中美互联网指数在 2021 年初开始出现分歧，在 2023 年分化加剧。就目前估值水平来看，中国互联网公司估值更具性价比优势。此外，互联网公司不断加大回购力度，也为股价提供有力支撑。

图表 12：主要中国互联网公司下一财年预测

公司	收入增速	调整后净利润增速	P/E	除现金 P/E	自由现金流率	股息率
阿里巴巴	+8%	-8%	9x	5x	16%	1.3%
腾讯	+9%	+25%	17x	15x	33%	0.9%
美团	+19%	+52%	19x	14x	13%	0%
京东	+7%	+6%	10x	4x	4%	2.6%
百度	+4%	-2%	9x	5x	19%	0%
网易	+9%	+3%	13x	9x	32%	2.1%
拼多多	+69%	+83%	13x	9x	38%	0%

资料来源：Bloomberg 一致预期，浦银国际

图表 13：美国互联网头部公司下一财年预测

公司	收入增速	调整后净利润增速	调整后净利率	P/E	YTD 股价
微软	+16%	+22%	36%	37x	+18%
谷歌	+14%	+33%	34%	23x	+27%
亚马逊	+11%	+4%	9%	41x	+21%
Meta	+18%	+39%	34%	25x	+42%
Netflix	+15%	+41%	21%	35x	+37%

注：截至 6 月 14 日

资料来源：Bloomberg 一致预期，浦银国际

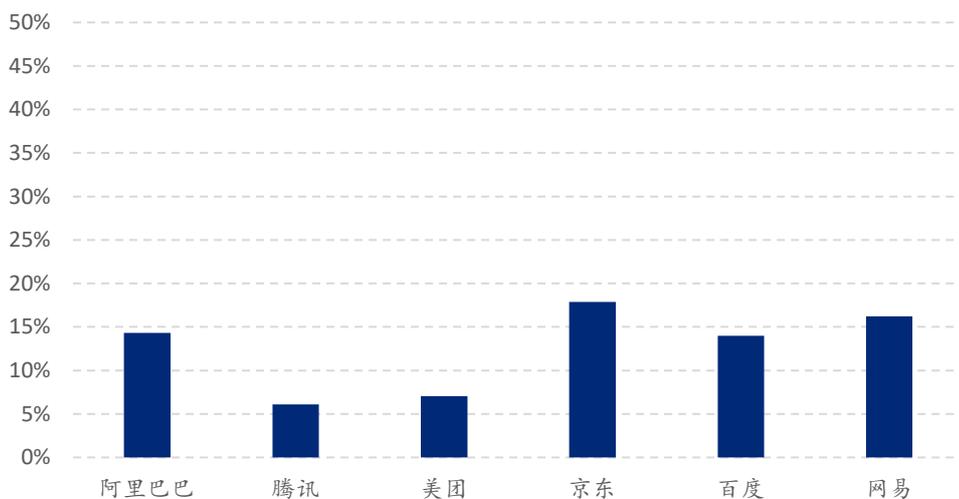
图表 14：中美互联网指数表现对比



注：截至 2024 年 6 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15：主要互联网公司回购进度



注：截至 6 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

长期趋势——大模型价格战加速洗牌，商业落地仍在探索

国内大模型能力预计年底追上 GPT4。目前，国内已发布超过 200 家大模型，现在头部模型基本超过 GPT3.5 水平，相较于去年有了很大提升，但仍在努力向 GPT4.0 追赶。国内大模型的参数也越来越大，已有 300-400B 的模型。国内大模型加速迭代，和 GPT4.0 的差距在逐步缩小。在某些具体任务上，国内大模型可能会相对领先，比如中文的 NLP 理解上，但整体而言，在复杂推理方面和 GPT4.0 还存在较大差距，国内大模型预计今年年底有望追上 GPT4.0。

大模型价格战，加速行业洗牌。大模型价格战比预期来得更早，也更猛烈。整体来看，大模型价格降幅 90% 以上。能够降价的主要原因包括：1) 模型架构变动使得成本下降，现在模型运算大多转向 MoE 模型，调用比较少量参数进行推理，这使推理成本已经大幅下降。2) 工程优化，机器负载能够更加平衡，能够承载更多流量，使用量级提升之后，能够平摊成本。3) 需求端逐渐起来，推理端流量增加，厂家之间会有一些竞争，用低价来吸引客户。整体费用降价后，很多公司尝试使用大模型的意愿增强。价格战对于中小型大模型公司会有一定打击，变现更加困难。创业公司的重心可能会往 C 端倾斜，做用户增量产品，通过流量变现。短期来看，各家公司会寻求维持一定的毛利率，因而进一步降价空间有限，除非算力端或者芯片端有比较大的变革。

商业化进程及市场规模展望：根据量子位《中国 AIGC 应用全景报告》，2024 年我国 AIGC 应用市场规模预计将达到 200 亿元，预计到 2026 年，中国 AI 市场规模将达千亿级别。到 2030 年，我国 AIGC 应用将成为万亿规模市场，五年（2024-2028 年）平均复合增长率超过 30%。AIGC 商业化进程可分为三个阶段：“第一阶段为 2024 年到 2027 年，主要为产品落地阶段；第二阶段为 2028 年到 2029 年，进入商业模式发展成熟阶段；第三阶段即 2030 年以后，进入规模化盈利阶段。”

更加关注应用场景落地。AIGC 产品应用落地的首要因素是场景与技术的匹配，而技术成熟度则决定落地速度。大模型的三大维度，包括精度、成本和效率，是影响技术变现的关键因素。根据量子位报告，AIGC 应用有七大赛道值得关注，包括两大类：一是技术相对成熟、商业模式清晰且营收可观的营销、零售、教育、影视、办公协同等领域；二是技术尚不成熟但潜力巨大的游戏、医疗领域。

B 端变现模式更为清晰：国内现阶段，B 端产品占比约三分之一，其收入模式包括会员订阅、按需付费或交付项目等，商业模式较为清晰。C 端产品占比 50% 以上，大多数产品还处于免费阶段，尚未形成明确的收入模式，而已有的收费模式主要围绕生成内容收费、订阅付费等。C 端产品以智能助手以及图像生成类的工具为主，用户量大，但整体留存率偏低。根据 QuestMobile 数据（2024 年 1 月），头部 AIGC 产品运营数据活跃率较低，均在 20% 以下；用户粘性方面，3 日留存率均在 50% 以下。此外，软硬件结合可能会有更大机会，比如具身智能方向，将智能模型移植到机器人，替代人力完成部分任务，潜在受众群体相对更广。

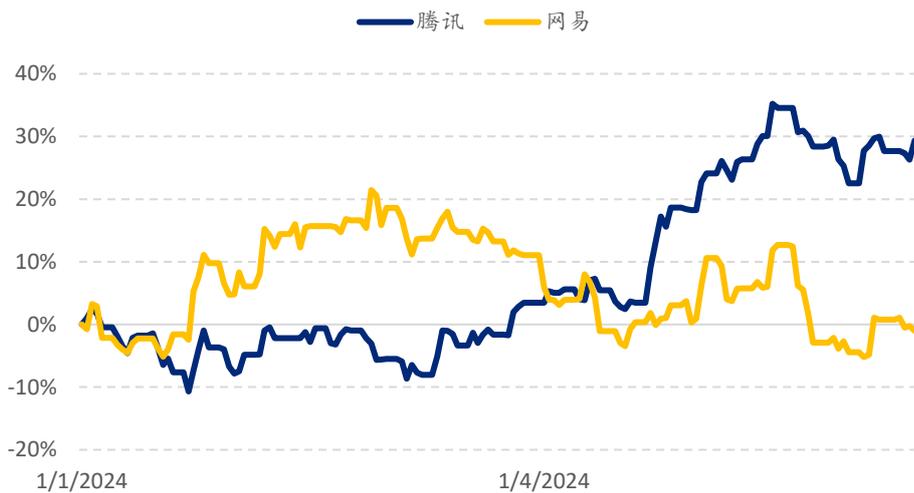
互联网行业 2024 年下半年细分行业展望

● 游戏：进口版号发放提速，行业进入新游周期

2024 年下半年展望：游戏版号延续常态化，进口版号数量发放提速。全年大厂重要储备上线相对靠后，年中起陆续释放，预计将为游戏行业下半年带来重要支撑。小游戏快速发展，小游戏+APP 多端发行有望为行业带来新红利。由于玩家对内容及玩法要求日益增加，我们仍然相对看好具备强研发能力及丰富游戏产品组合的头部公司，建议关注腾讯、网易等。

年初至今，中国游戏板块表现不一，港股表现较优，A 股表现疲软。截至 2024 年 6 月 14 日，腾讯上涨 29%，网易下跌 1%，A 股头部厂商普遍下跌。

图表 16：游戏公司年初至今股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

2024 年 1-4 月中国游戏行业销售收入为 950.7 亿元，同比增长 5.6%，同比增量主要来自于移动游戏市场，同期移动游戏市场收入增长 6.0%，占总市场收入比 72.4%。移动游戏的增长主要受益于春节期间部分游戏产品积极运营推动流水收入增长，同时新游也贡献了部分增量。

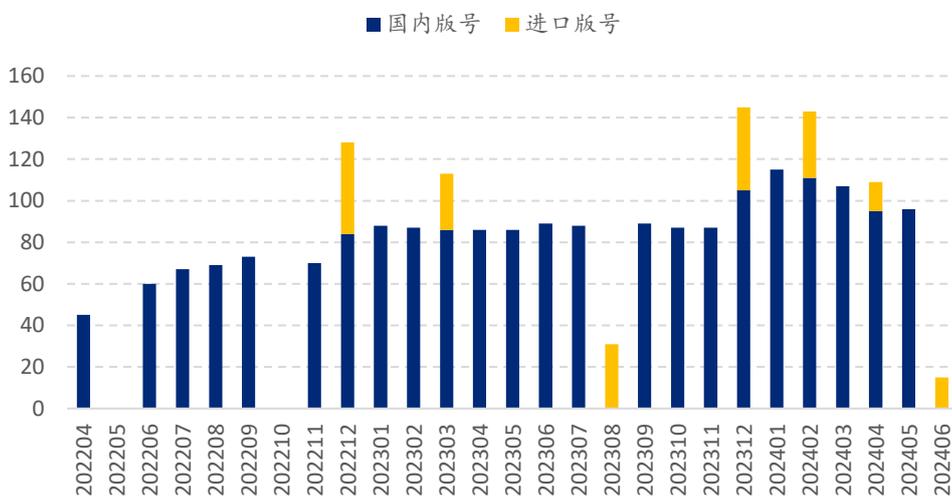
图表 17：中国移动游戏销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

游戏版号发放维持稳定，进口游戏版号数量提升。年初至6月14日累计发放 585 款游戏版号，版号发放数量同比增长 27%，其中 524 款国内游戏版号，61 款进口游戏版号，平均每月获批百款左右，供给端压力已不是行业发展主要矛盾。

图表 18：中国游戏版号发放数量



注：数据截至 2024 年 6 月 14 日

资料来源：国家新闻出版署、浦银国际

2024 年上半年游戏市场仍主要依靠老游戏和次新游运营贡献，大体量重磅新游上线相对较少。根据伽马数据 1-3 月 iOS 下载量测算，《元梦之星》《蛋仔派对》《王者荣耀》《和平精英》《金铲铲》之战排名前五，年内上线的《恋与深空》和《世界之外》分别位列第六和第八。

图表 19：2024 年 1-3 月 iOS 渠道下载测算

排名	游戏	类型
1	元梦之星	休闲
2	蛋仔派对	休闲
3	王者荣耀	MOBA
4	和平精英	射击
5	金铲铲之战	自走棋
6	恋与深空	剧情互动
7	开心消消乐	消除
8	世界之外	剧情互动
9	地铁跑酷	跑酷
10	贪吃蛇大作战	休闲

资料来源：伽马数据、浦银国际

进入年中，大厂年度重磅新游陆续上线，有望迎来新一轮产品周期。腾讯的《地下城与勇士：起源》已于 5 月上线，首周流水预估超过 10 亿元，呈现强劲的爆发力；网易的《永劫无间手游》及《燕云十六声》计划于 7-8 月上线；米哈游的《绝区零》计划于 7 月开启公测。随着大厂储备的陆续上线及暑期档的到来，预计行业下半年将迎来进一步增长。

图表 20：2024 年已上线热门新游

名称	类型	公司
恋与深空	剧情互动	叠纸
世界之外	剧情互动	网易
射雕	MMORPG	网易
白荆回廊	策略类	烛龙
仙境传说：爱如初见	MMORPG	骏梦游戏、欢乐互娱
女神异闻录：夜幕魅影	回合制 RPG	完美世界
出发吧麦芬	角色扮演	心动
地下城与勇士：起源	横版格斗	腾讯
鸣潮	开放世界	库洛

资料来源：浦银国际整理

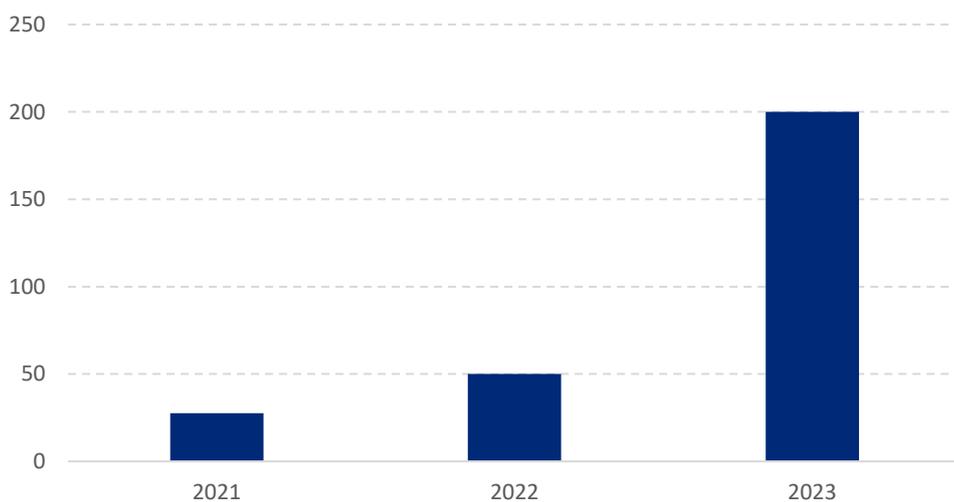
图表 21：游戏大厂主要产品储备

公司	游戏名	类型
腾讯	瑞塔斯世界	MMORPG
	极品飞车：集结	赛车竞技
	NBA2K All Star	体育竞技
	三角洲行动	射击
	王者荣耀：世界	开放世界
	星之破晓	格斗
网易	永劫无间手游	竞技
	燕云十六声	武侠开放世界
	七日世界	开放世界生存
	漫威争锋	射击
米哈游	绝区零	ARPG

资料来源：浦银国际整理

小游戏延续高速发展态势，流水突破百亿元。根据游戏工委数据，2023 年中国小游戏市场规模已达到 200 亿元，同比增长 300%。除了原生小游戏外，不少厂商也将其手游 APP 产品移植到小游戏，以及推出包括小游戏在内的多端发行，以获取更加广泛的用户群。小游戏的轻量化及社交属性，有助于进一步触达非 APP 玩家，为行业贡献增量。

图表 22：中国小游戏市场规模（亿元）



资料来源：游戏工委、浦银国际

图表 23：游戏公司表现及估值

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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	460,118	379.8	29.4%	17.3	15.4	13.7	18.3	17.9	17.3
NTES US Equity	网易	游戏	59,684	92.5	-0.7%	12.9	12.1	11.4	22.5	21.4	20.3
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	3,698	3.6	-30.2%	11.8	9.1	7.3	8.4	9.9	11.5
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	4,233	13.9	-26.4%	9.4	8.3	7.9	21.4	21.1	21.0
002624 CH Equity	完美世界	游戏	2,262	8.5	-28.5%	15.6	12.1	11.7	11.1	13.7	19.3
603444 CH Equity	吉比特	游戏	1,828	184.1	-24.9%	12.6	10.9	9.7	21.3	21.8	22.2
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	2,761	10.2	-8.9%	13.5	12.0	10.8	11.4	11.7	11.8
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,259	20.4	100.0%	22.0	16.0	13.7	16.6	20.0	19.0
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,709	4.5	-12.2%	45.4	37.8	N/A	5.5	5.8	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	845	12.4	0.3%	6.0	5.1	4.7	17.3	19.2	20.5
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	138	1.4	-31.1%	41.2	12.4	10.3	1.0	3.4	3.9
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	601	3.0	31.2%	18.6	8.7	7.4	12.3	21.4	20.2
799 HK Equity	IGG	游戏	450	3.0	-6.8%	6.6	6.5	4.4	18.2	16.2	22.5
平均					-0.7%	17.9	12.8	9.4	14.2	15.7	17.5

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 6 月 14 日

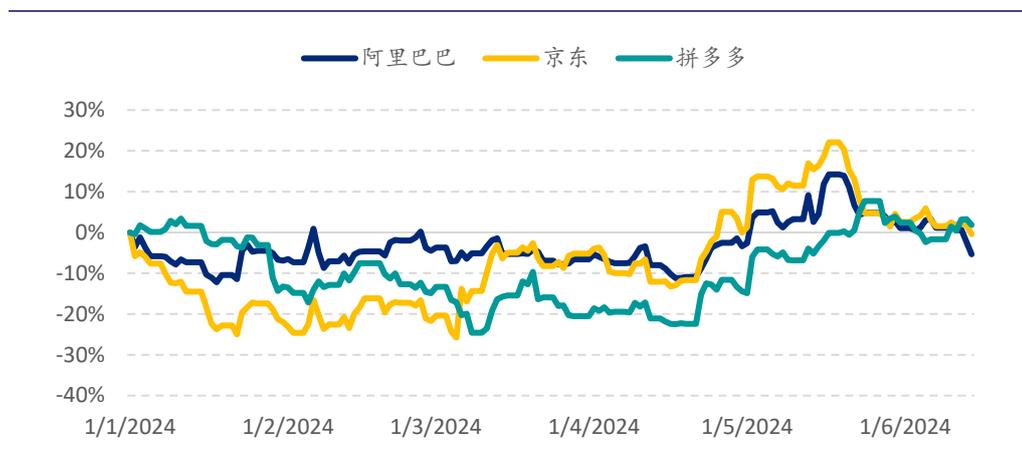
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 电商：低价仍是主旋律，出海是主要驱动增长

2024 年下半年展望：在宏观经济温和复苏的背景下，消费分级趋势或将持续，电商行业竞争依然激烈，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。

随着线上大盘逐步复苏，2024 年上半年电商行业整体有所增长，截至 2024 年 6 月 14 日，阿里巴巴/拼多多/京东股价涨跌幅分别为-5%/+2%/-0%。

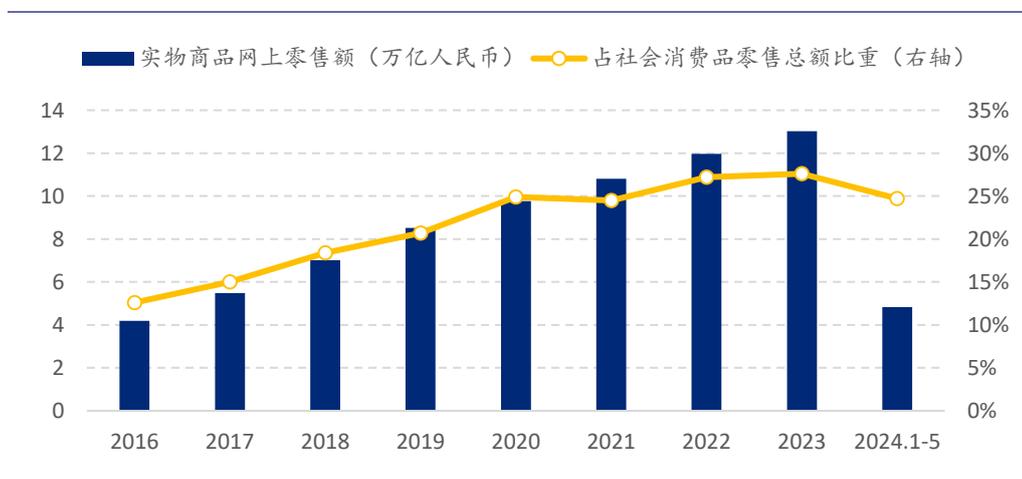
图表 24：电商公司年初至今股价表现



注：数据截至 2024 年 6 月 14 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

2024 年 1-5 月社会消费品零售总额同比增长 4.1%，其中，全国实物商品网上零售额同比增长 11.5%，占社会消费品零售总额的比重为 24.7%，其中吃/穿/用类商品分别增长 19.6%/9.0%/10.8%。

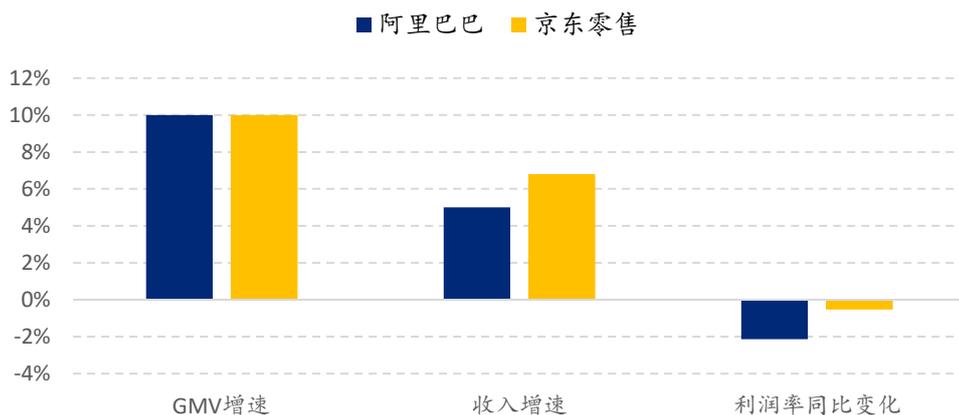
图表 25：实物商品网上零售额



资料来源：Bloomberg、浦银国际

电商平台实现稳步复苏，低价仍是主旋律。2024 年一季度，阿里巴巴 GMV 实现双位数增长，价格较低的淘宝增速快于天猫；京东订单量继续同比双位数增长，低线城市小额订单量增长迅速；主打低价心智的拼多多延续高速增长态势。在当前的宏观环境下，价格力预计仍将是消费者考虑的重要因素。价格竞争仍然激烈，头部电商不断加大对用户体验端投入。

图表 26：2024 年一季度电商表现—行业竞争下变现率及利润率受一定影响



资料来源：公司财报，浦银国际估算

直播电商持续扩张，不断拓宽货架场景。快手 2024 年一季度 GMV 同比增长 28%，增速远快于大盘，泛货架、短视频电商等购物场景持续丰富，泛货架 GMV 占比约 25%。抖音也上线了抖音商城独立 App，加大货架电商建设。直播电商平台已逐步构建起内容场+货架场双轮驱动，满足用户兴趣购物及主动购物需求，凭借强大的流量优势，或将进一步挤压传统货架电商空间。

海外市场持续为国内电商平台带来新增量。阿里巴巴国际数字商业集团 2024 年一季度收入同比增长 45%，整体订单量同比增长 20%，主要受益于速卖通 Choice 业务的强劲表现。Choice 占速卖通整体订单约 70%。拼多多 Temu 持续快速扩张，除了北美和欧洲外，也在挖掘拉美和东南亚等市场，平台网页版显示已覆盖 69 个国家和地区，不断拓宽市场空间。

图表 27：电商公司表现及估值

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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	177,374	73.4	-4.5%	9.1	7.8	6.9	10.8	11.8	11.3
JD US Equity	京东	电商	44,025	28.8	-0.4%	9.6	8.6	7.8	11.6	12.0	13.4
PDD US Equity	拼多多	电商	206,899	149.0	1.8%	12.7	9.9	8.1	45.7	38.1	38.9
VIPS US Equity	唯品会	电商	8,167	15.1	-15.2%	6.2	5.8	5.5	20.6	18.5	17.3
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,808	25.5	-16.1%	22.5	18.4	14.8	7.4	8.2	9.2
9991 HK Equity	宝尊	电商	149	6.2	-11.7%	15.9	5.5	3.6	(1.9)	0.5	2.9
平均					-7.7%	12.7	9.3	7.8	15.7	14.9	15.5

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 6 月 14 日

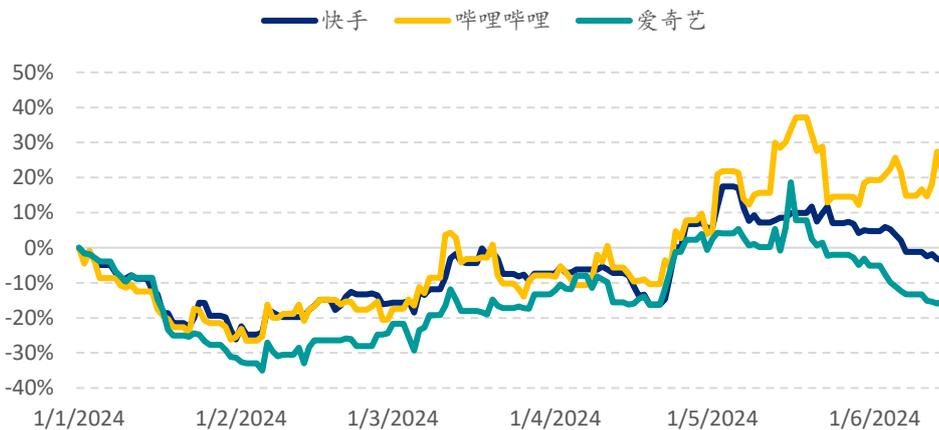
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 泛视频：利润率持续改善，注重提升用户活跃度

2024 年下半年展望：泛视频公司利润率有望持续改善，长中短视频将在下半年进入全面盈利时代；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。

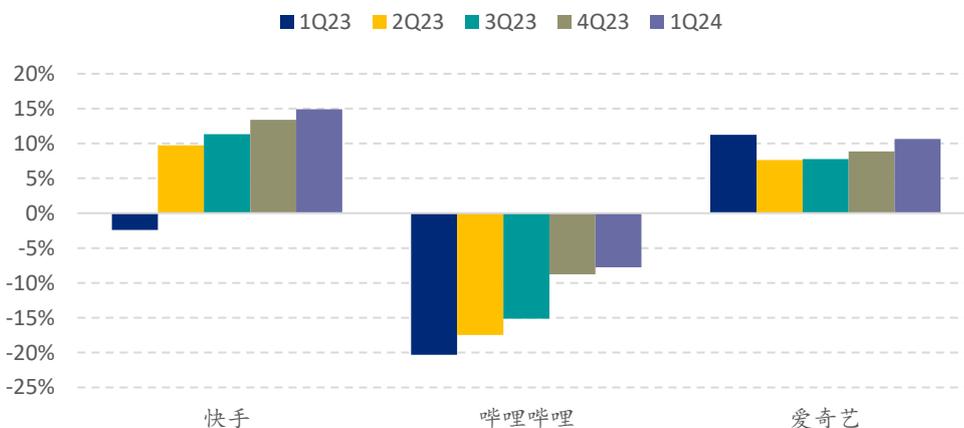
截至 6 月 14 日，快手、爱奇艺和哔哩哔哩股价涨跌幅分别为-4%、+21%和-15%。各平台利润率持续改善，一季度快手利润率提升至 14.9%，爱奇艺利润率为 10.7%，哔哩哔哩亏损率收窄至 7.8%，目标三季度实现盈亏平衡。

图表 28：泛视频公司股价表现



注：数据截至 2024 年 6 月 14 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

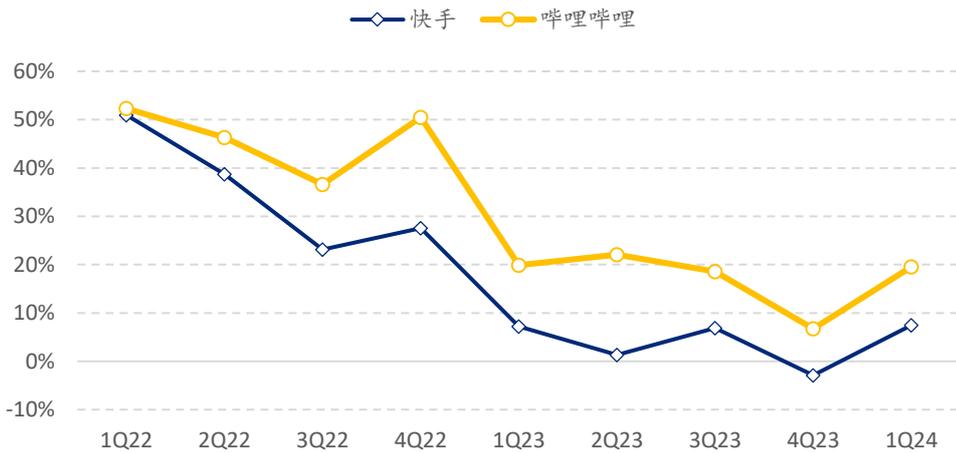
图表 29：泛视频平台调整后季度净利率



资料来源：公司财报，浦银国际

更加注重提升用户活跃度。用户端，一季度，快手 MAU 达到 6.97 亿，DAU 达到 3.94 亿，日均使用时长达到 130 分钟，总流量同比增长 7%；哔哩哔哩 MAU 达到 3.42 亿，DAU 为 1.02 亿，日均使用时长 105 分钟，总流量同比增长 20%。随着用户规模的提升，预计视频平台将更加注重用户活跃度，包括 DAU 和 ARPU 增长。

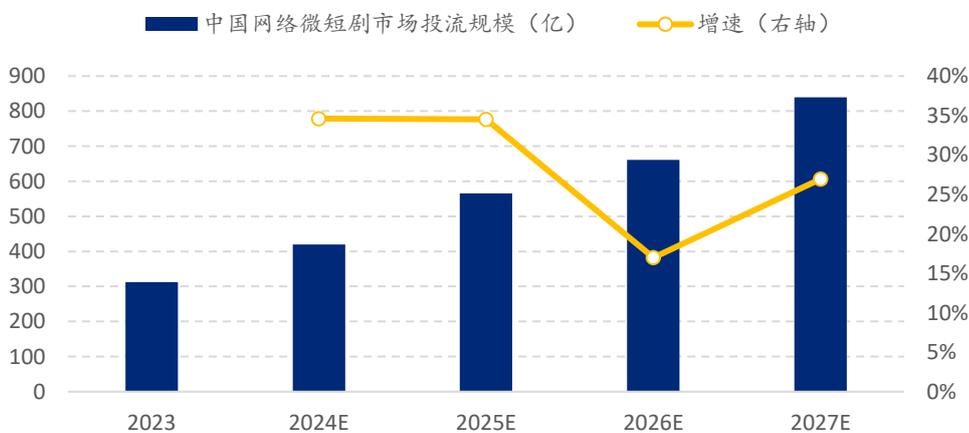
图表 30：快手和哔哩哔哩流量增速



资料来源：公司资料、浦银国际

随着短剧的持续火爆，各平台也纷纷推出自制短剧吸引用户群。一方面通过品牌植入、品牌冠名向 B 端收费，另一方面通过付费观看向 C 端收费。同时，作为流量平台，短剧也为短视频平台贡献大量投流需求。短剧的整体投入成本中，投流为成本大头，预算远大于内容制作。根据 DataEye 数据，2023 年微短剧投流规模约达 312 亿元，预计 2024 年将达到 420 亿元。短视频平台有望多方面受益于短剧行业的发展。

图表 31：中国网络微短剧市场投流规模



E=DataEye 预测

资料来源：DataEye, 浦银国际

图表 32：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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1024 HK Equity	快手	在线视频	28,517	51.0	-3.8%	11.5	8.7	6.7	27.1	27.0	25.6
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	6,205	14.7	21.0%	N/A	44.7	22.6	(9.8)	1.2	7.3
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	3,963	4.1	-15.4%	10.3	7.2	7.5	22.2	21.4	20.0
平均					0.6%	10.9	20.2	12.3	13.2	16.5	17.6

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 6 月 14 日

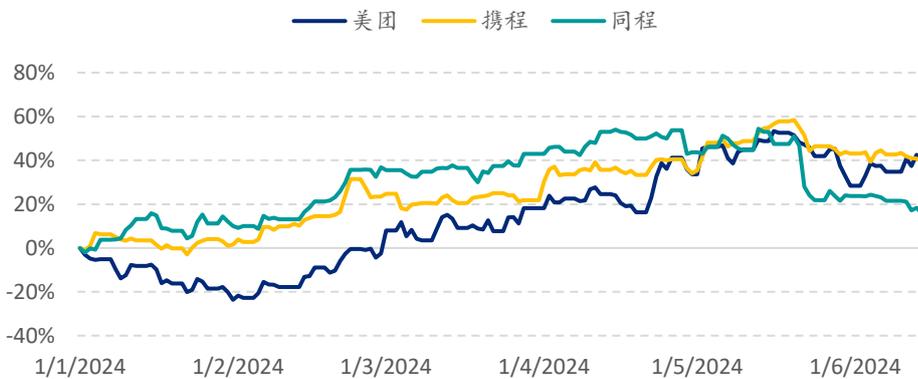
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● O2O：社区团购持续减亏，出境游仍有空间

2024 年下半年展望：到店业务竞争或趋于缓和，但并未结束，竞争格局仍存在不确定性；社区团购业务或继续大幅减亏，预计 2025 年实现盈利；OTA 受益于多元化出行需求释放，出境游或保持高增长。建议关注携程、美团。

得益于行业需求复苏，年初至今 O2O 板块表现亮眼，优于行业大盘。截至 6 月 14 日，携程、同程旅行股价分别上涨 40% 和 16%，主要得益于旅游出行需求强劲；而随着行业需求回暖以及行业竞争格局好转，美团股价上涨 40%。

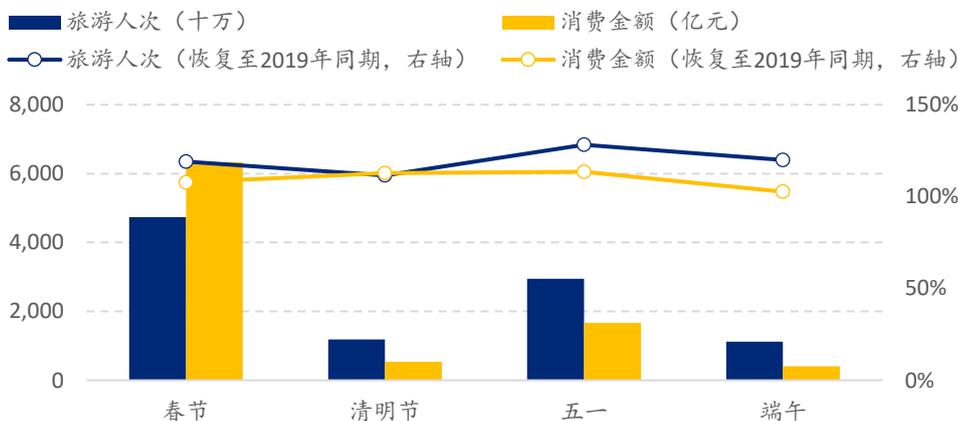
图表 33：O2O 公司年初至今股价表现



注：数据截至 2024 年 6 月 14 日 资料来源：Bloomberg、浦银国际

上半年国内出行需求依旧强劲，假期数据全面超越 2019 年水平。尽管整体人均消费金额有所降低，但 2024 年上半年主要节假日假期旅行人次实现快速增长，推动行业规模提升。根据文旅部数据，2024 年春节/清明/五一期间国内消费金额分别恢复至 2019 年可比口径的 107.7%/112.7%/113.5%。

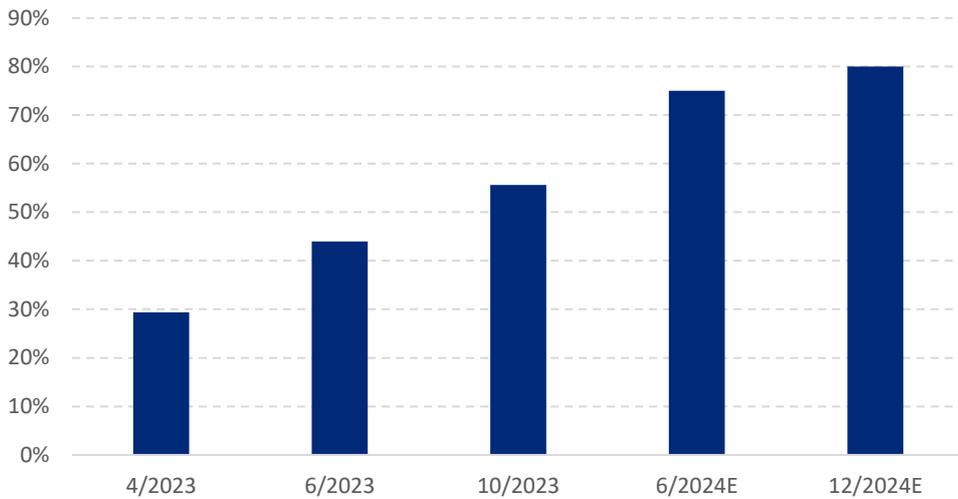
图表 34：2024 年上半年国内旅游人次和旅游金额



资料来源：文旅部、浦银国际

随着国际航班运力恢复以及互免签证国家数量的增多，出境游有望进一步复苏。今年五一期间出入境人次同比增长 35.1%，出入境目的地多集中于港澳地区、日韩、东南亚等。当前复航国家数量基本恢复至疫情前水平，而航班数量仍有提升空间。根据航旅纵横预计，2024 年端午假期国际航班客运量将恢复至 2019 年同比约 75%，民航局目标 2024 年底国际定期客运航班有望恢复至 6000 班，约为 2019 年的 80%。随着签证简化和出入境便利，出境游仍有复苏空间。

图表 35：国际客运航班量相较 2019 年恢复情况



资料来源：文旅部、航旅纵横、浦银国际

图表 36：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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
3690 HK Equity	美团	O2O	93,408	114.7	40.0%	19.3	14.2	11.3	16.9	19.9	20.1
TCOM US Equity	携程网	O2O	32,482	50.3	39.6%	16.7	14.7	12.8	10.4	10.6	11.0
780 HK Equity	同程旅行	O2O	4,775	16.7	15.8%	13.9	11.3	9.2	11.7	13.2	14.2
平均					31.8%	16.6	13.4	11.1	13.0	14.6	15.1

注：E=Bloomberg 一致预测；股价截至 6 月 14 日

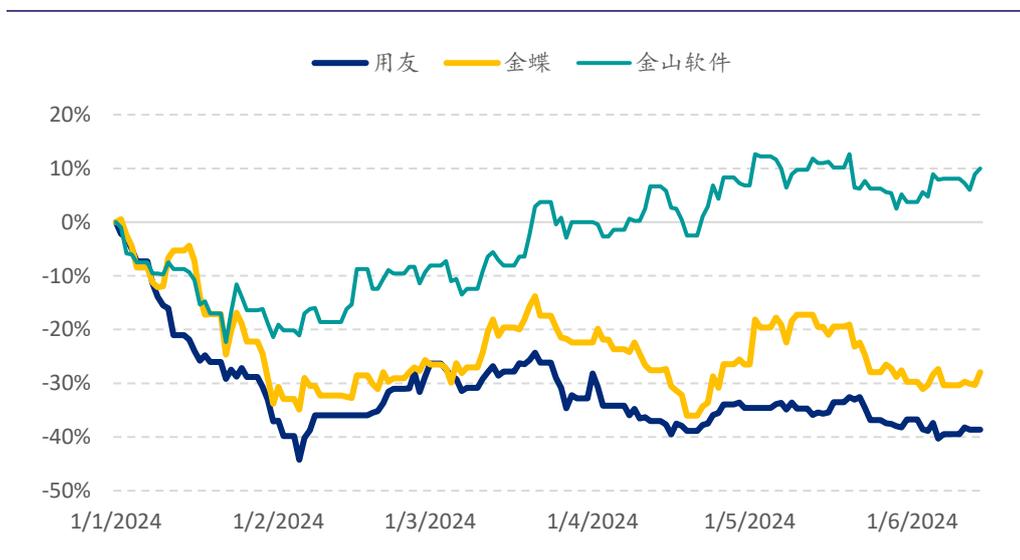
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● SaaS：需求端仍有压力，AIGC 带来新契机

2024 年下半年展望：短期来看，宏观环境仍是制约 SaaS 行业需求的主要因素之一，行业仍面临一定挑战。随着经济逐步回暖，企业 SaaS 相关预算有望改善。此外，SaaS 和 AIGC 相结合成为行业关注点，带来新契机。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。

2024 年上半年 SaaS 板块表现仍相对疲软。需求端，由于宏观环境影响，SaaS 的企业需求仍受到压制；供给端，SaaS 企业“盈利难”问题仍未解决，降本增效，产品研发力度有所影响。

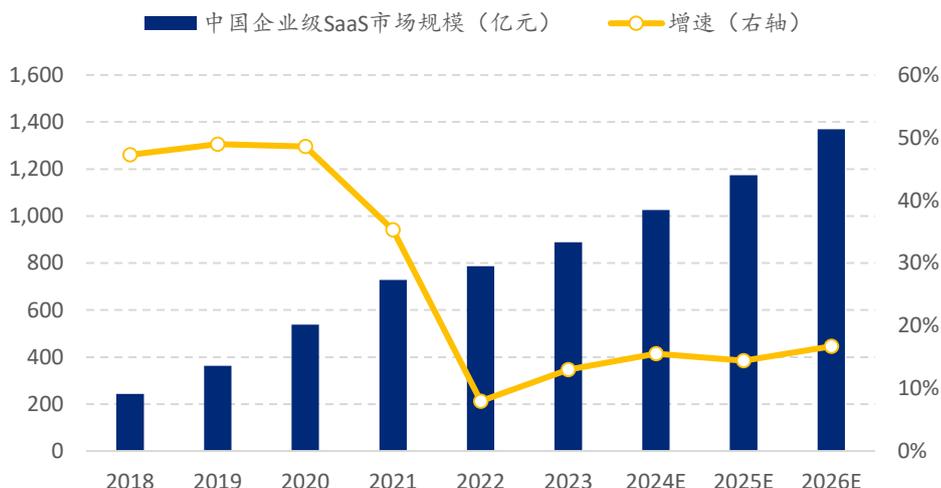
图表 37：SaaS 公司股价表现



注：数据截至 2024 年 6 月 14 日
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，2024 年一季度，全国规模以上工业企业实现利润总额 15055.3 亿元，同比增长 4.3%，在逐步恢复过程中。2023 年我国企业级 SaaS 市场规模 888 亿元，同比增长 13%，预计未来三年复合增速在 15%，市场预期减弱。

图表 38：中国企业级 SaaS 市场规模



注：E=艾瑞预测
资料来源：艾瑞、浦银国际

SaaS 与 AIGC 相结合成为行业关注热点。SaaS 和 AIGC 相结合是长期趋势，AIGC 将加速行业重构，提升其内容生成、数据分析与决策的能力。AIGC 赋能 SaaS 升级，并通过垂直大模型聚焦业务场景应用。SaaS 对 AIGC 的应用，通过自然语言、数据等内容处理，服务于医疗、电商等场景。

图表 39：AIGC+业务垂直型/行业垂直型 SaaS 的海外参考

赋能业务垂直型	赋能行业垂直型
着重工具属性，增强专业性软件服务能力	聚焦特定场景，赋能业务流程
<p>» CRM：客户管理场景</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Salesforce CRM生成式AI，汇集多平台数据，基于大模型训练实现分析。整合销售、营销、服务的一体化智慧CRM <p>» 内容创意：多媒体内容生成，涵盖图文、视频等</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Adobe 满足自动化营销需求、批量内容生成需求 <p>» 协同办公：服务于公司业务流程的产品</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Zoom、Atlassian 运用AI生成能力：生成会议纪要、聊天机器人、会议重点识别 信息整理：上下文思路梳理、快速搜索，即时对话摘要、研究工具和写作帮助等 <p>» 数据工具：基于云的数据库平台/开源社区，驱动决策分析</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Snowflake 支持向量搜索、数据流处理、文本生成、对话搜索，满足金融、医疗、能源、零售、建筑等行业需求 	<p>» 人力资源：文件起草、绩效评估、团队财务流程结算</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Workday 全天候、自动化执行重复性工作，安排数字员工解答员工重复性问题，自动识别高频关键词 基于绩效数据帮助企业优化绩效管理，识别员工优势与劣势，推动组织学习与发展迭代 <p>» 电商：简化经营流程，应用自动机器人提升消费者体验</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Shopify Shopify Magic自动化生成对商品的描述、推文介绍、营销邮件 为厂商提供销售策略建议，生成可视化图表 有智能客服为消费者实时解答，提升用户体验，增强粘性和付费转化率 <p>» 医疗：为医疗团队提供大数据决策</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表厂商：Veeva 聊天机器人解答对医院、医生信息及诊疗流程等问题的询问，帮助医疗团队提高工作效率，还可个性化推送服务

资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 40: 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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	16,535	259.7	-17.9%	71.3	53.5	41.2	15.2	17.4	19.2
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	5,117	10.9	-39.0%	313.7	79.6	43.4	1.0	3.8	6.6
002410 CH Equity	广联达	SaaS	2,464	10.7	-37.3%	35.6	23.4	19.0	8.3	11.5	13.5
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	3,585	8.2	-27.9%	N/A	94.3	42.5	(0.4)	2.7	5.6
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	7,365	36.3	9.4%	24.8	20.1	16.7	10.7	11.9	12.7
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,304	26.5	10.0%	26.4	20.2	16.6	4.8	5.6	6.6
909 HK Equity	明源云	SaaS	507	2.2	-22.7%	N/A	N/A	N/A	(2.9)	(0.9)	0.9
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,568	4.4	-24.4%	12.8	10.0	8.1	7.3	8.4	9.5
KC US Equity	金山云	SaaS	741	2.9	-22.8%	N/A	N/A	N/A	(13.4)	(11.6)	(12.1)
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	603	1.5	-46.5%	200.4	17.8	9.9	(6.2)	4.8	9.0
9959 HK Equity	联易融	SaaS	582	2.1	32.3%	155.6	21.5	16.2	(0.1)	0.7	2.4
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	346	0.1	-42.4%	N/A	76.2	19.0	5.3	4.1	4.6
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	579	2.3	-21.6%	429.6	47.5	129.6	(0.8)	(0.4)	1.8
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	562	2.8	-3.4%	13.1	10.4	11.1	14.9	19.3	12.0
6608 HK Equity	百融云	SaaS	579	9.3	-31.6%	10.3	8.2	6.4	8.6	10.2	12.4
平均					-19.1%	117.6	37.1	29.2	3.5	5.8	7.0

注: E=Bloomberg 一致预测; 股价截至 6 月 14 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 41: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	72.80	持有	85.00	16/5/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	73.35	持有	87.00	16/5/2024	电商
9618 HK Equity	京东	113.90	持有	122.00	17/5/2024	电商
JD US Equity	京东	28.77	持有	31.00	17/5/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	148.98	买入	185.00	23/5/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.06	持有	18.00	23/5/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	25.50	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.20	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.36	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	379.80	买入	460.00	16/5/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	92.54	买入	111.00	24/5/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	144.10	买入	173.00	24/5/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	117.10	买入	131.00	24/5/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.73	买入	16.80	24/5/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.42	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	20.40	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.02	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	3.03	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	4.23	买入	6.90	21/5/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	10.16	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	114.70	持有	121.00	7/6/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	50.95	买入	71.00	23/5/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	16.72	买入	24.00	22/5/2024	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	1.54	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
2013 HK Equity	微盟	26.50	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	10.92	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	8.20	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	2.15	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
909 HK Equity	明源云	0.08	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	74.42	买入	84.00	23/5/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	16.40	买入	31.00	10/5/2024	软件

注：股价截至 2024 年 6 月 14 日；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个人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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

