



2023 年，中概互联网板块围绕宏观复苏及利率环境演绎，呈现区间震荡行情，2023 全年恒生科技/中概互联网指数累计-8.8%/-10.6%。其中，在赛道内份额稳健增长的拼多多、唯品会、网易、滴滴、贝壳、腾讯音乐等实现超额收益，2023 年累计上涨 79.4%/30.2%/25.0%/24.2%/17.4%/8.8%。展望 2024 年，我们认为互联网行业传统业务将逐步步入成熟阶段，收入端与宏观周期的相关性逐渐增加，利润率受竞争格局变化扰动。我们建议在不同经济修复程度下，优选竞争格局稳固、份额提升的头部公司。宏观经济明显改善背景下，建议关注在线招聘、广告、电商等赛道公司；宏观经济前景不确定性的背景下，建议关注在线音乐、票务平台、网络货运等赛道公司。

■ **2023 回顾：板块波动受宏观影响明显，围绕宏观复苏与利率环境演绎。**2023 年，中概互联网板块围绕宏观复苏及利率环境演绎，呈现区间震荡行情，2023 全年恒生科技/中概互联网指数累计-8.8%/-10.6%。估值层面，截至 2023 年 12 月 29 日，恒生科技指数 NTM PE 为 16x，处于上市以来最低水平。个股层面，2023 年，拼多多、唯品会、网易、滴滴、贝壳、腾讯音乐等涨幅领先，全年累计上涨 79.4%/30.2%/25.0%/24.2%/17.4%/8.8%。

■ **宏观视角：流动性改善、宏观经济修复进度决定不同的赛道偏好。**展望 2024 年，互联网行业传统业务料将逐步步入成熟阶段，收入端与宏观周期的相关性将逐渐增加，我们认为板块仍将围绕宏观交易逻辑，经济增长、降息时点仍将是影响板块走势的核心变量。根据彭博一致预期，2024 年我国实际 GDP/社零总额有望同比增长 4.5%/6.0%；根据 CME，美联储有望在明年上半年开启降息，中概互联网板块有望受益于此带来的流动性好转。外部环境的不确定性影响对不同赛道的投资偏好，弱宏观预期下，建议关注行业格局清晰、盈利能力稳健的在线音乐、网络货运及票务平台等；后续随着宏观经济修复预期进一步确认，建议关注强顺周期的在线招聘、广告、电商等。

■ **中观视角：份额提升或格局稳定公司更易受青睐。**2023 年，拼多多、网易、腾讯音乐实现超额收益，我们认为在相对不确定的外部环境下，能够实现份额稳中有升是公司治理能力和竞争实力的体现。展望后续，融资环境降温背景下，新进入者减少，已经构筑竞争壁垒、商业模式得到验证、现金流稳健的赛道龙头获得更为缓和的竞争环境，行业格局有望进一步向头部集中，垂类龙头公司有望具备更强的增长确定性。目前，行业格局较为清晰，头部公司份额稳固或持续提升的公司主要有：腾讯控股、网易、腾讯音乐、满帮集团、BOSS 直聘等。

■ **公司视角：新市场及商业模式变革将带来新机遇，同时关注股东回报的积极进展。**行业增速放缓背景下，商业模式的变革、出海等新市场的拓展是目前互联网公司寻求的主要变化，有望带来业绩与估值上的增量，主要公司包括腾讯音乐（订阅占比提升及 IOT 增量）、网易（大 R 品类向大 DAU 产品转变）、拼多多（电商出海）等。同时，股价承压背景下，积极的股东回报也将提振资本市场信心。2023 年以来，主要互联网公司股东对应年化回报约 3%-10%。2023Q3，唯品会/BOSS 直聘/满帮摊薄股数同比下降 11.5%/1.8%/1.2%，亦展现出回购的积极进展。展望后续，我们建议关注商业模式调整积极、新市场拓展进度迅速、margin 明显改善的公司：腾讯控股、网易、快手、拼多多、腾讯音乐、满帮集团、BOSS 直聘等。

■ **风险因素：**我国宏观经济增长放缓，导致电商、游戏、广告等行业增长不及预期；流动性宽松不及预期导致市场估值中枢下移；互联网公司降本增效不及预

期导致业绩回暖不及预期；新业务及新市场拓展不及预期，或投资亏损超预期；核心股东减持风险等。

投资策略：展望 2024 年，我们认为互联网板块行情仍将围绕宏观交易逻辑以及公司基本面展开演绎，其中 1) 短期业绩与经济周期相关度低，2) 竞争格局稳固，3) 业务调整积极为市场重点关注因素。我们建议优先关注同时满足三个因素的公司，包括腾讯控股、网易、腾讯音乐、满帮集团等；其次，关注满足两个因素的公司，包括拼多多、快手、BOSS 直聘、哔哩哔哩、阅文集团等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司	市值(亿美元)	估值方式	对应财务指标(净利润或营收, 百万元)			估值			评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	
腾讯控股	3,630	PE	115,649	155,006	179,930	22	16	14	买入
拼多多	1,963	PE	39,530	61,548	91,808	35	22	15	买入
京东	432	PE	28,220	33,579	39,631	11	9	8	买入
网易	618	PE	22,810	32,510	34,520	18	13	12	买入
百度	414	PE	20,700	29,800	27,700	14	10	10	买入
快手-W	287	PS	94,183	113,632	133,890	NA	23	14	买入
腾讯音乐	155	PE	4,905	6,126	6,778	22	17	16	买入
BOSS 直聘	69	PE	799	2,202	2,691	62	22	18	买入
同道猎聘	4	PE	189	123	216	14	22	13	买入
满帮集团	72	PE	1,395	2,711	3,260	36	18	15	买入
哔哩哔哩	49	PS	21,899	22,521	27,081	2	2	1	买入
	45	PE	1,284	2,785	3,686	25	12	9	增持
阅文集团	37	PE	1,348	1,528	1,736	19	17	15	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2024 年 1 月 5 日收盘价

目录

板块复盘：宏观交易逻辑明显，份额稳中有升是最强的盾	6
板块复盘：宏观交易逻辑明显，围绕宏观复苏及利率环境演绎	6
23Q3 业绩回顾：市场关注度重心从利润端转向为收入端.....	6
市场回顾：板块区间震荡，拼多多、网易明显跑赢	7
投资展望：基于宏观交易逻辑，优选格局优化标的	9
宏观视角：经济稳中求进，流动性拐点可期	9
交易视角：外资持仓低位震荡，交易情绪偏淡.....	10
行业视角：寻找弱 β 下的强 α ，优选格局优化标的.....	13
在线交易平台：电商竞争延续，垂类龙头行稳致远	14
电商：低价竞争延续，出海大势所趋	14
网络货运：线上渗透加深，行业龙头持续受益.....	18
在线招聘：中高端招聘短期承压，BOSS 直聘受益于蓝领及 SME 复苏.....	20
在线内容平台：厚积薄发，聚焦高质量增长	23
通讯社交：挖掘生态价值，驱动产业互联	23
短视频：流量增长趋稳，商业化水平深化	24
长视频：阶梯式提价打开空间，精品内容驱动付费	25
在线音乐：竞争格局改善，行业进入黄金发展期	27
在线阅读：IP 基本盘稳固，拥抱创新变革	28
社区平台：内容价值独特，关注商业化探索	29
票务平台：线下娱乐需求旺盛，内容拓展放大弹性	30
风险因素	32
投资策略	32

插图目录

图 1: 2021 年至今恒生科技指数复盘	6
图 2: 主要互联网公司 2023Q3 收入超彭博一致预期幅度	7
图 3: 互联网公司 2023Q3 Non-GAAP 利润超彭博一致预期幅度	7
图 4: 恒生科技指数 Forward PE (未来 12 个月)	8
图 5: 纳斯达克指数 Forward PE (未来 12 个月)	8
图 7: 近期恒生科技指数与美元走势强相关	10
图 8: 美联储降息利率概率表 (12 月 11 日更新)	10
图 9: 港股市场投资者结构	11
图 10: 近 30 日北向资金单日净流入 (亿元, 截至 12 月 7 日)	11
图 11: 近 30 日南向资金单日净流入 (亿元, 截至 12 月 7 日)	11
图 12: 港股卖空成交量占市场成交总量百分比	12
图 13: 未平仓卖空数占总股本比例	12
图 14: 卖空量占成交量比率 (月)	12
图 15: 主要互联网公司回购计划余额及在市值占比	13
图 16: 腾讯今年以来单日回购金额 (亿港元)	13
图 17: 网易季度股利 (美元/ADS)	13
图 18: 主要互联网公司 2023Q3 摊薄股数同比变化	13
图 19: 互联网投融资季度情况	14
图 20: 互联网单均投融资金额 (万美元) 及同比增速	14
图 21: 实物商品网上零售额 (调整后当月值) 增速	15
图 22: 规模以上快递业务量 (亿件) 及同比增速	15
图 23: 电商件单价 (元) 及同比增速	15
图 24: 主要电商平台季度 GMV 同比增速	16
图 25: 主要电商平台季度 GMV 份额	16
图 26: 主要货架电商平台 take rate	17
图 27: Temu 全球站点	17
图 28: 中国公路货运量 (亿吨) 及同比增速	19
图 29: 中国公路物流运价指数及同比增速	19
图 30: 满帮平均发货货主 MAU (百万) 及同比增速	20
图 31: 满帮履约订单数 (百万) 及同比增速	20
图 32: 满帮季度营收 (百万元) 及同比增速	20
图 33: 满帮季度净利润 (百万元) 及利润率	20
图 34: 国内城镇调查失业率	21
图 35: 国内就业人员调查失业率 (16-24 岁人口)	21
图 36: 全国平均招聘薪酬及同比增速	21
图 37: 2023Q3 招聘薪酬同比增速 TOP10 行业	21
图 38: 招聘指数 (周)	21
图 39: BOSS 直聘付费企业用户数 (百万) 及同比增速	22
图 40: 猎聘验证企业用户数 (百万) 及同比增速	22
图 41: BOSS 直聘和猎聘收入 (百万元) 及增速	22
图 42: BOSS 直聘现金收入 (百万元) 及增速	22
图 43: BOSS 直聘和猎聘净利润 (Non-GAAP, 百万元) 及利润率	23

图 44: 微信与 QQ 月活跃用户数量 (亿)	23
图 45: 23Q3 主要小程序生态活跃用户数量 (亿)	23
图 46: 主要短视频平台 DAU 变化 (亿)	24
图 47: 主要短视频平台单日每人使用时长变化 (分钟)	24
图 48: 快手电商分季度 GMV	25
图 49: 快手电商分季度广告业务收入	25
图 50: 快手分季度成本费用率	25
图 51: 快手分季度调整后净利润	25
图 52: 长视频平台 DAU 数量 (万)	26
图 53: 长视频平台 MAU 数量 (亿)	26
图 54: 长视频平台单日每人使用时长变化 (分钟)	26
图 55: 付费会员数量 (百万) 及 ARM (元) 情况	26
图 56: 分平台全网剧集有效播放量 (亿)	27
图 57: 分平台全网综艺有效播放量 (亿)	27
图 58: 在线音乐平台 MAU 数量 (亿)	27
图 59: 2022 年中国在线音乐市场份额 (以 MAU 计)	27
图 60: TME 与云音乐付费会员数 (百万) 与付费率变化	28
图 61: TME 与云音乐月 ARPPU (元) 变化	28
图 62: TME 与云音乐毛利率变化	28
图 63: 付费阅读平台 DAU (万)	29
图 64: 免费阅读平台 DAU (万)	29
图 65: 重点社区平台 DAU 数量 (亿)	29
图 66: 重点社区平台 MAU 数量 (亿)	29
图 67: 重点社区平台单日人均时长 (分钟)	30
图 68: 重点社区平台单日启动次数 (次)	30
图 69: 中国累计电影票房 (亿元)	31
图 70: 中国累计电影观影人次 (亿人次)	31
图 71: 中国累计电影平均票价 (元)	31
图 72: 中国电影票房分线城市占比	31

表格目录

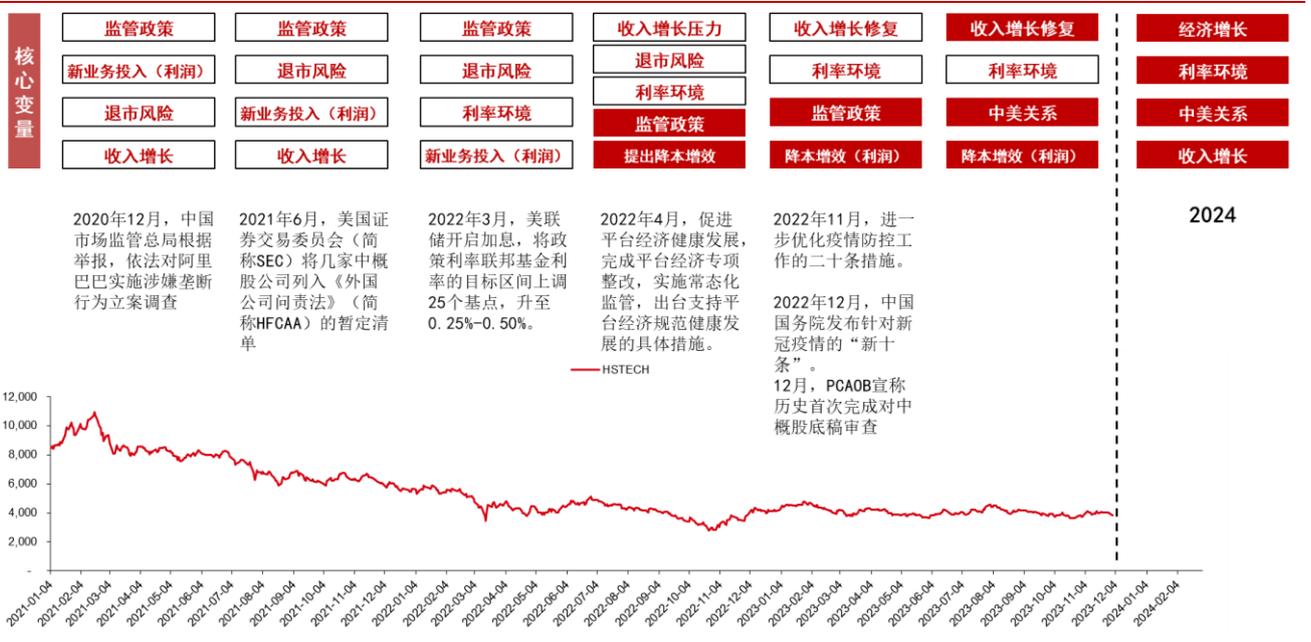
表 1: 主要互联网公司发布 2023Q3 财报后涨跌幅 (截至 2023 年 12 月 11 日)	7
表 2: 互联网行业重点公司近期涨跌幅 (截至 2024 年 1 月 2 日)	8
表 4: 国内宏观经济及消费预期 (12 月 8 日更新)	9
表 3: 主要互联网公司收入同比增速	9
表 5: 主要互联网公司回购计划	12
表 6: 互联网主要子赛道重点公司相对份额变化	14
表 7: 主要电商平台收入增速	18
表 8: 主要电商平台利润率	18
表 9: 2023 年票房排名前 15 大电影	31
表 10: 互联网板块重点跟踪公司盈利预测	32

■ 板块行情复盘：宏观交易逻辑明显，份额稳中有升是最强的盾

板块行情复盘：宏观交易逻辑明显，围绕宏观复苏及利率环境演绎

复盘 2021 年以来恒生科技指数的走势，行情基本围绕监管政策、中美关系、经济及业绩改善、利润释放等因素演绎，而在不同阶段，不同因子以不同权重影响板块行情演绎。随着行业整体流量红利触顶及外部环境变化，板块的宏观交易逻辑逐渐强化。展望 2024 年，我们认为板块行情仍将围绕宏观复苏及利率环境演绎，经济增长、降息时点、中美关系、各公司业绩增长仍将是影响板块行情走势的核心变量。

图 1：2021 年至今恒生科技指数复盘

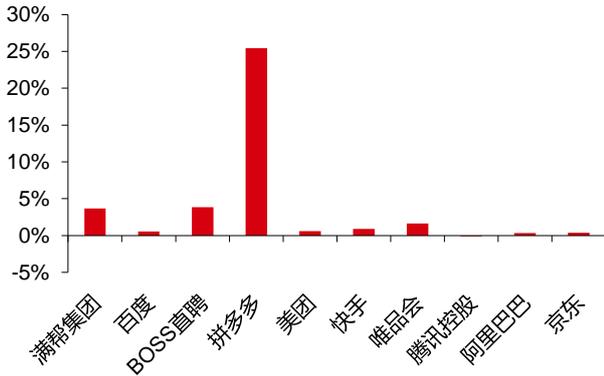


资料：Wind，中国市场监管总局，美国证监会，美联储，中国政府网，中信证券研究部

23Q3 业绩回顾：市场关注度重心从利润端转向为收入端

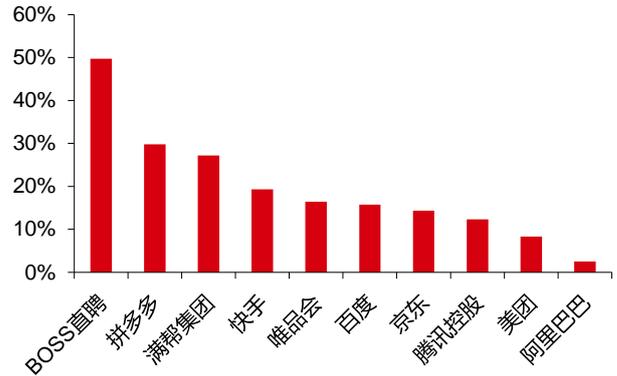
拼多多业绩大幅超出一致预期，其他主要互联网公司收入略超预期，利润大幅超预期。回顾主要互联网公司 2023Q3 业绩，拼多多表现最为亮眼，2023Q3 实现收入 688 亿元（yoy+94%），超出彭博一致预期 25%；实现 Non-GAAP 净利润 170 亿元（yoy+36.8%），超出彭博一致预期 30%。其他主要互联网公司收入大多超出彭博一致预期低个位数水平，而得益于经营效率的持续提升，利润端均有较大幅度超预期表现。业绩催化下行情分化，拼多多股价自发布财报后至 12 月 11 日累计上涨 21%。

图 2：主要互联网公司 2023Q3 收入超彭博一致预期幅度



资料：各公司公告，彭博一致预期，中信证券研究部

图 3：互联网公司 2023Q3 Non-GAAP 利润超彭博一致预期幅度



资料：各公司公告，彭博一致预期，中信证券研究部

表 1：主要中概互联网公司发布 2023Q3 财报后涨跌幅（截至 2024 年 1 月 5 日）

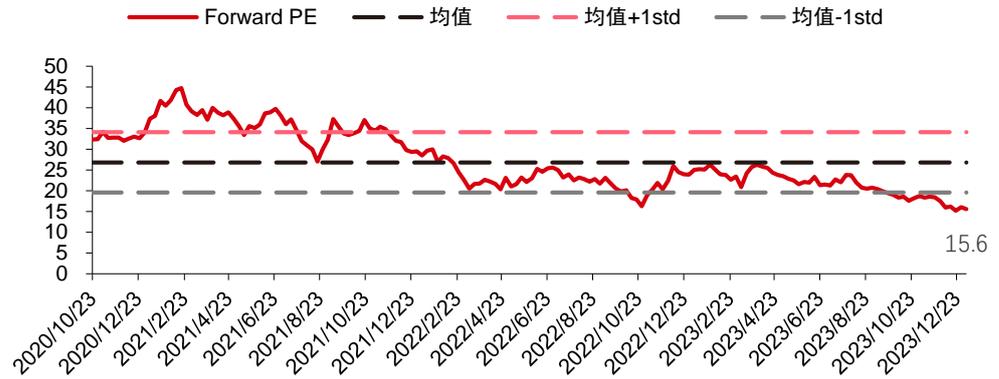
	财报当日	财报后 5 日	财报后至今
拼多多	18%	23%	24%
腾讯音乐	3%	13%	19%
唯品会	3%	9%	16%
百度	2%	11%	6%
BOSS 直聘	5%	10%	2%
京东	7%	7%	0%
满帮集团	15%	11%	-4%
腾讯控股	5%	6%	-5%
阿里巴巴	-9%	-9%	-10%
快手	-3%	-1%	-16%
网易	-2%	1%	-20%
美团	-5%	-19%	-28%

资料：Wind，中信证券研究部

市场回顾：板块区间震荡，拼多多、网易明显跑赢

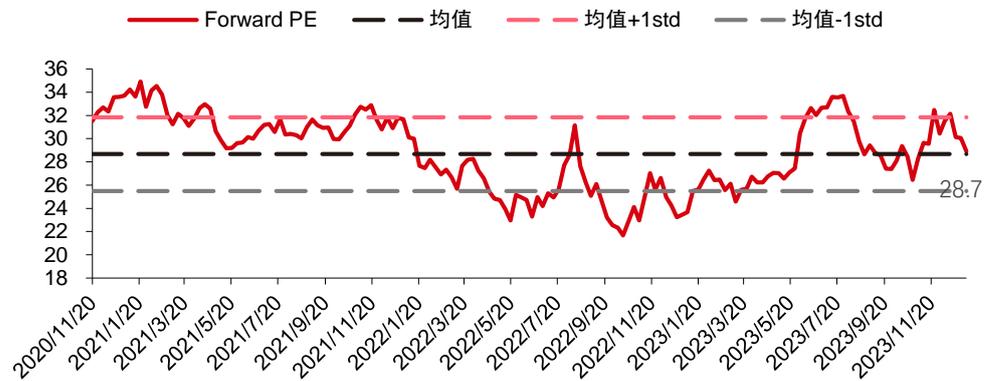
2023 年，中概互联网板块呈现区间震荡行情，全年恒生科技/中概互联网指数累计 -8.8%/-10.6%。估值层面，截至 1 月 5 日，恒生科技指数 NTM PE 为 15.6x，低于 3 年历史平均值 1 个标准差，达到上市以来最低水平。个股层面，2023 年拼多多、唯品会、网易、贝壳、腾讯音乐跑赢板块，分别实现涨幅 77.5%/30.2%/25.0%/17.4%/8.8%。

图 4：恒生科技指数 Forward PE（未来 12 个月）



资料：彭博（含预测），中信证券研究部

图 5：纳斯达克指数 Forward PE（未来 12 个月）



资料：彭博（含预测），中信证券研究部

表 2：互联网行业重点公司近期涨跌幅（截至 2024 年 1 月 2 日）

	近 5 日	近 1 个月	近 2 个月	近 6 个月	2023 年涨跌幅
纳斯达克指数	-1.6%	4.1%	9.6%	8.1%	43.4%
恒生科技指数	-3.1%	-3.0%	-7.4%	-6.5%	-8.8%
中概互联网指数	-3.4%	-3.2%	-4.6%	-5.1%	-10.6%
拼多多	-0.5%	2.0%	36.9%	108.1%	79.4%
唯品会	-2.2%	13.6%	11.9%	7.7%	30.2%
网易	4.9%	-11.5%	-14.4%	0.9%	25.0%
滴滴	-2.3%	2.4%	10.3%	28.7%	24.2%
贝壳	-3.0%	0.5%	3.0%	11.0%	17.4%
腾讯音乐	-3.1%	5.3%	16.6%	20.4%	8.8%
百度	-3.1%	1.4%	5.2%	-19.2%	4.1%
腾讯控股	2.4%	-5.1%	-0.7%	-8.0%	-6.8%
美团	-1.6%	7.6%	-3.8%	-7.0%	-7.9%
满帮	-5.8%	-6.5%	-8.2%	-4.2%	-12.4%
BOSS 直聘	-5.8%	10.8%	2.8%	6.9%	-17.5%
快手-W	-1.6%	-5.2%	-4.9%	-0.8%	-25.5%
中国有赞	-18.8%	13.6%	3.5%	-15.2%	-26.5%
猎聘	-2.9%	-3.9%	0.7%	-25.1%	-37.1%
微博	-3.8%	9.5%	-13.3%	-21.1%	-39.1%

	近 5 日	近 1 个月	近 2 个月	近 6 个月	2023 年涨跌幅
京东	-5.5%	2.4%	3.1%	-21.1%	-48.2%
哔哩哔哩	-4.6%	0.7%	-21.0%	-22.1%	-48.6%
美团-W	-4.8%	-9.8%	-29.7%	-34.5%	-53.1%
微盟	-6.2%	-15.9%	-20.1%	-25.6%	-56.8%

资料：Wind, 中信证券研究部

■ 投资展望：基于宏观交易逻辑，优选格局优化标的

宏观视角：经济稳中求进，流动性拐点可期

我们认为，当前影响互联网板块的核心因素依然为 1) 经济及业绩预期，影响折现分子；2) 利率环境，影响折现分母；3) 行业监管、中美关系等，影响板块风险溢价。从经济预期来看，根据彭博一致预期，2023/2024 年我国实际 GDP 有望同比增长 5.2%/4.5%，社零总额有望同比增长 7.6%/6.0%。从利率环境来看，根据 CME，美联储有望在明年上半年开启降息，中概互联网板块有望受益于此带来的流动性好转。此外，互联网监管脉络的明晰亦有望进一步释放板块的估值压力。

表 3：国内宏观经济及消费预期（1 月 7 日更新）

	2023E	2024E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
实际 GDP 同比	5.2%	4.5%	4.5%	6.3%	4.9%	5.2%	4.2%	4.7%	4.5%	4.5%
社零总额同比	7.6%	6.0%	5.8%	10.7%	4.2%	9.0%	5.0%	6.1%	6.5%	6.0%

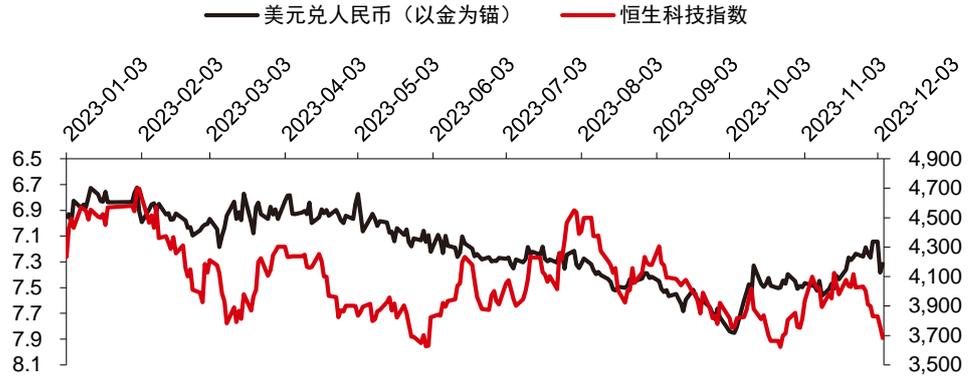
资料：彭博一致预期，中信证券研究部

表 4：主要互联网公司收入同比增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023E	2024E
腾讯控股	10.7%	11.3%	10.4%	9.6%	8.5%	10.5%	10.5%	11.5%	10.5%	10.9%
京东	1.4%	7.6%	1.7%	2.0%	6.0%	6.2%	7.8%	7.3%	3.2%	7.2%
拼多多	58.2%	66.3%	93.9%	99.4%	75.3%	54.0%	26.8%	26.3%	82.4%	39.2%
美团	26.7%	33.4%	22.1%	20.4%	19.8%	16.7%	18.6%	21.0%	25.2%	20.1%
百度	9.6%	14.9%	5.9%	7.7%	6.5%	7.6%	9.1%	9.8%	9.4%	8.2%
快手	19.7%	27.9%	19.8%	15.4%	15.3%	13.7%	15.9%	13.4%	20.3%	15.1%
唯品会	9.1%	13.6%	5.3%	4.3%	3.5%	3.4%	4.7%	3.7%	7.9%	4.9%
BOSS 直聘	12.3%	33.8%	36.3%	42.0%	23.8%	22.7%	27.7%	31.7%	31.0%	27.0%
同道猎聘	-22.5%	-18.4%	-12.9%	-5.7%	-1.9%	2.8%	6.1%	9.3%	-15.0%	5.5%
满帮集团	27.7%	23.5%	25.2%	19.3%	20.6%	19.7%	19.8%	26.0%	23.6%	22.5%
腾讯音乐	5.4%	5.5%	-10.8%	-9.7%	-7.9%	-4.6%	9.7%	12.7%	-2.7%	2.2%
合计	7.9%	15.1%	11.7%	11.3%	11.6%	11.1%	11.5%	11.2%	11.5%	12.3%

资料：各公司公告，Visible Alpha 一致预期，中信证券研究部

图 6：近期恒生科技指数与美元走势强相关



资料：Wind, 中信证券研究部

图 7：美联储降息利率概率表（1 月 7 日更新）

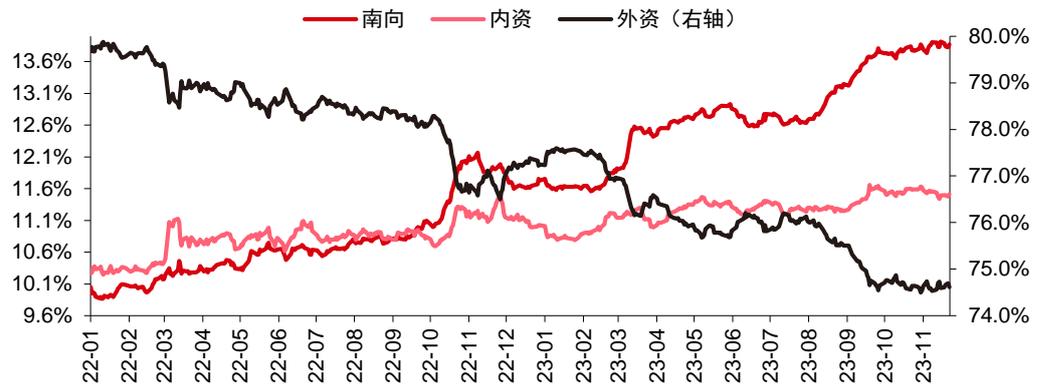
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

资料：CME, 中信证券研究部

交易视角：外资持仓低位震荡，交易情绪偏淡

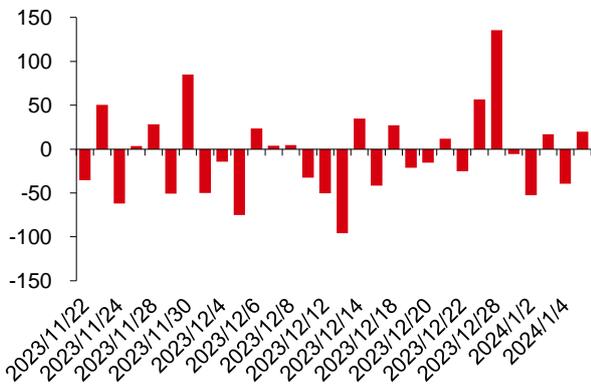
外资持仓低位震荡，市场交易偏淡。近期，港股市场外资投资者占比保持低位震荡，11 月 24 日，港股市场外资投资者占比为 74.6% (yoy-2.2pcts)。北向及南向交易均较为平淡，截至 1 月 5 日，近 30 日北向累计净流出 165.2 亿元，近 30 日南向资金累计净流入约 261.8 亿元。

图 8：港股市场投资者结构



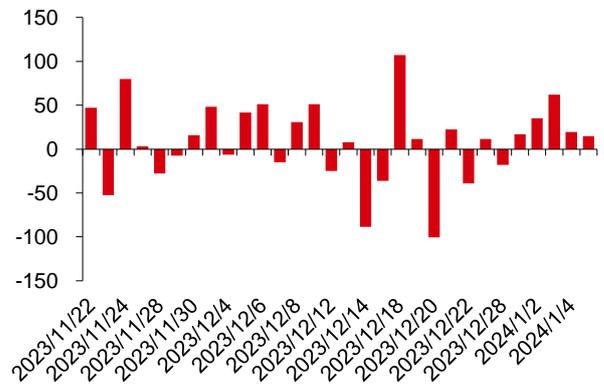
资料：Wind, 港交所中央结算中心, 中信证券研究部

图 9：近 30 日北向资金单日净流入（亿元，截至 1 月 5 日）



资料：Wind, 中信证券研究部

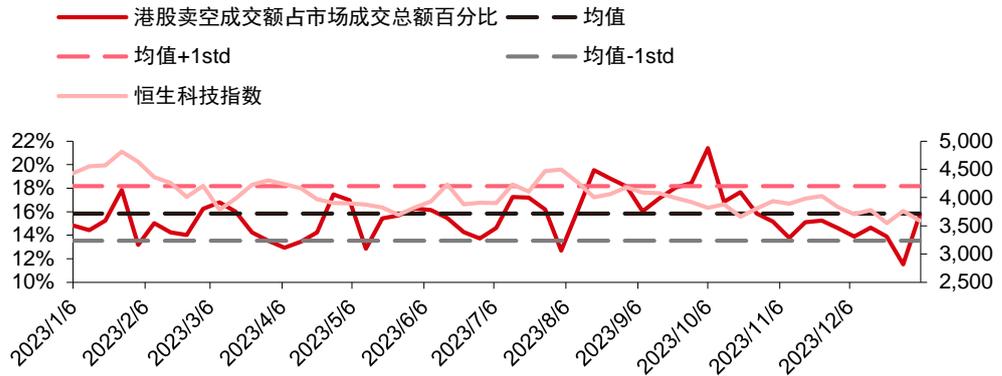
图 10：近 30 日南向资金单日净流入（亿元，截至 1 月 5 日）



资料：Wind, 中信证券研究部

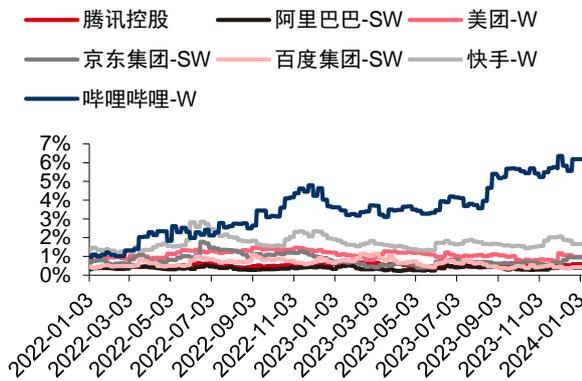
港股市场卖空成交占比回落。近期，港股市场做空交易回落，1 月 5 日，港股卖空成交额在市场成交总额占比为 15.7%，处于低于历史均值水平。分个股看，截至 1 月 5 日，腾讯/美团/京东/百度/快手/哔哩哔哩未平仓卖空数占总股本比例为 0.6%/1.0%/0.9%/0.4%/1.6%/6.2%。

图 11: 港股卖空成交量占市场成交总量百分比



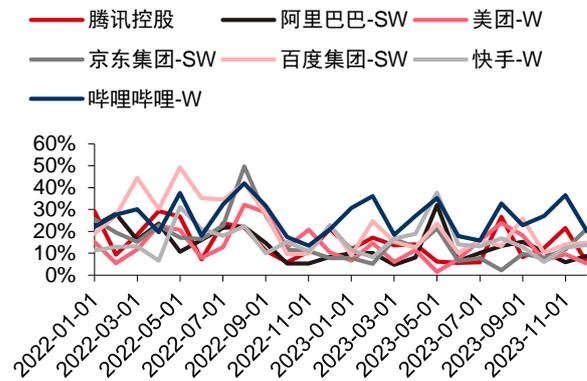
资料 : Wind, 中信证券研究部

图 12: 未平仓卖空数占总股本比例



资料 : Wind, 中信证券研究部

图 13: 卖空量占成交量比率 (月)



资料 : Wind, 中信证券研究部

多公司强化回购及分红, 提升股东回报。中概互联网板块外部环境整体承压的情况下, 多家公司持续强化回购及分红以提升股东回报。截至 2023Q3, 唯品会/满帮回购余额为 5.5/3.5 亿美元, 在当前市值占比达 6.7%/4.7%; 截至 12 月 12 日, 腾讯 2023 年以来累计回购 426.1 亿港元, 对应年化回报约 1.6%。此外, 11 月 16 日, 网易宣布 2023Q3 股利, 为每 ADS 0.495 美元, 对应股息率约 1.9%; 11 月 14 日, BOSS 直聘宣布上市后首次派息, 派息金额为每 ADS 0.18 美元, 约合 8000 万美元 (对应收益约 1%)。从摊薄股数来看, 2023Q3 腾讯、唯品会、BOSS 直聘、满帮同比均有一定下降, 展现出回购的积极进展, EPS 也有望展现更大弹性。

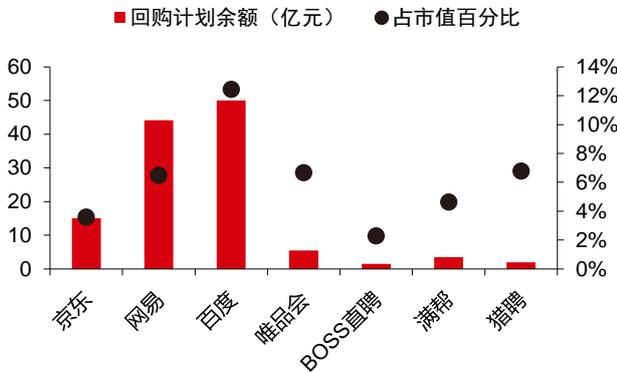
表 5: 主要互联网公司回购计划

	开始时间	结束时间	回购总额度	已回购金额	未回购金额	假设全部回购对应年化回报
京东	2021.12.29	2024.3.17	30 亿美元	15 亿美元	15 亿美元	2.6%
网易	2023.1.10	2026.1.10	50 亿美元	5.9 亿美元	44.1 亿美元	3.0%
百度	2023.2.22	2025.12.31	50 亿美元	0	50 亿美元	5.9%
唯品会	2023.3.30	2025.3.31	10 亿美元	4.5 亿美元	5.5 亿美元	5.1%
BOSS 直聘	2023.3	2024.3	1.5 亿美元	0	1.5 亿美元	2.2%
满帮	2023.3.13	2024.3.13	5 亿美元	1.5 亿美元	3.5 亿美元	6.9%

	开始时间	结束时间	回购总额度	已回购金额	未回购金额	假设全部回购对应年化回报
同道猎聘	2023.3.31	2024.3.31	3 亿港元	1.1 亿港元	1.9 亿港元	6.1%

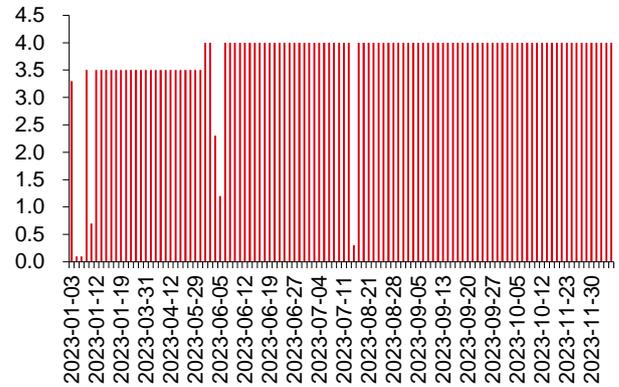
资料：各公司公告，中信证券研究部（含假设）

图 14：主要互联网公司回购计划余额及在市值占比



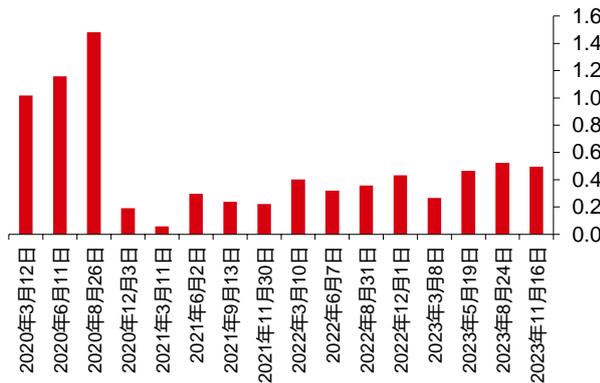
资料：各公司公告，Wind，中信证券研究部 注：猎聘为港元，其他为美元；市值统计截至 2023 年 12 月 6 日

图 15：腾讯 2023 年以来单日回购金额（亿港元）



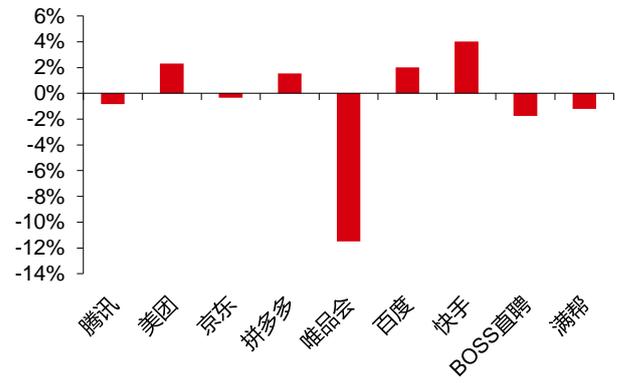
资料：Wind，中信证券研究部

图 16：网易季度股利（美元/ADS）



资料：网易公告，中信证券研究部

图 17：主要互联网公司 2023Q3 摊薄股数同比变化

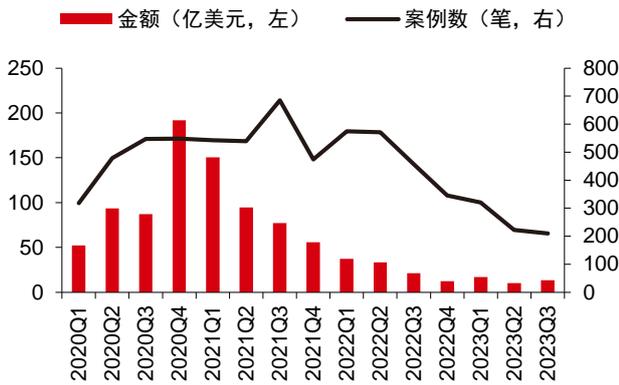


资料：各公司公告，中信证券研究部

行业视角：寻找弱 β 下的强 α ，优选格局优化标的

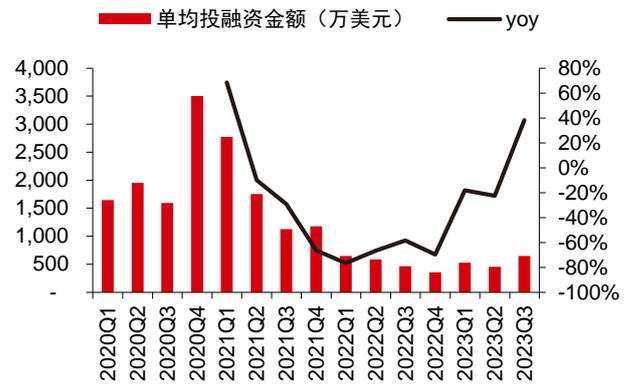
2021 年以来，国内互联网融资环境持续降温，2023Q3，互联网投融资规模为 13.6 亿美元 (yoy-36.4%)，投融资案例数为 210 笔 (yoy-54.0%)，单均投融资金额 648 万美元 (yoy+38.3%)。融资环境降温背景下，新进入者减少，已经构筑竞争壁垒、商业模式得到验证、现金流稳健的赛道龙头获得更为缓和的竞争环境，行业格局有望向头部集中。回顾 2023 年，在赛道内持续获得份额增长的拼多多、网易均实现了明显的超额涨幅。展望 2024 年，尽管宏观经济预期给互联网公司盈利预测带来了一定的不确定性，但我们认为，行业格局清晰、份额稳中有升、盈利能力稳健的龙头公司仍然具有较强的增长确定性。

图 18: 互联网投融资季度情况



资料 : 中国信通院, 中信证券研究部

图 19: 互联网单均投融资金额及同比增速



资料 : 中国信通院, 中信证券研究部

表 6: 互联网主要子赛道重点公司相对份额变化

	GMV/收入 (百万元)	GMV/收入 (百万元)					相对份额				
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024E	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4E	2024E
电商	淘宝天猫	1,551,800	1,984,700	1,797,089	2,331,913	7,928,656	43.6%	44.2%	41.2%	41.1%	37.6%
	拼多多	777,608	911,039	1,012,948	1,182,654	4,574,153	21.8%	20.3%	23.2%	20.9%	21.7%
	京东	740,516	975,339	849,708	1,075,909	3,923,244	20.8%	21.7%	19.5%	19.0%	18.6%
	快手	224,767	265,456	290,240	406,478	1,472,242	6.3%	5.9%	6.7%	7.2%	7.0%
	抖音	266,700	350,880	412,404	675,040	3,220,000	7.5%	7.8%	9.5%	11.9%	15.2%
游戏	腾讯	48,300	44,500	46,000	44,174	197,574	70.6%	70.3%	67.9%	66.7%	68.2%
	网易	20,066	18,799	21,780	22,017	92,114	29.4%	29.7%	32.1%	33.3%	31.8%
	完美世界	1,713	1,944	1,631	1,608	7,990	2.3%	2.8%	2.2%	2.2%	2.5%
	三七互娱	2,333	2,488	2,721	2,699	11,599	3.2%	3.6%	3.7%	3.8%	3.7%
招聘	吉比特	1,144	1,205	958	1,073	4,956	1.6%	1.7%	1.3%	1.5%	1.6%
	BOSS 直聘	1,278	1,488	1,607	1,536	7,502	71.7%	71.6%	74.2%	70.8%	74.9%
在线音乐	猎聘	503	590	559	635	2,511	28.3%	28.4%	25.8%	29.2%	25.1%
	腾讯音乐	3,501	4,249	4,553	4,830	21,013	78.1%	80.3%	80.2%	81.1%	80.9%
音乐	云音乐	981	1,041	1,123	1,122	4,960	21.9%	19.7%	19.8%	18.9%	19.1%

资料 : 各公司公告, Visible Alpha 一致预期, 中信证券研究部 注: 电商平台统计电商 GMV, 腾讯、网易统计游戏收入, BOSS 直聘、猎聘统计收入, 腾讯音乐、云音乐统计在线音乐收入; 相对份额测算方式为该玩家业务体量/行业内头部玩家规模之和; 标灰为年内实现相对份额提升的公司

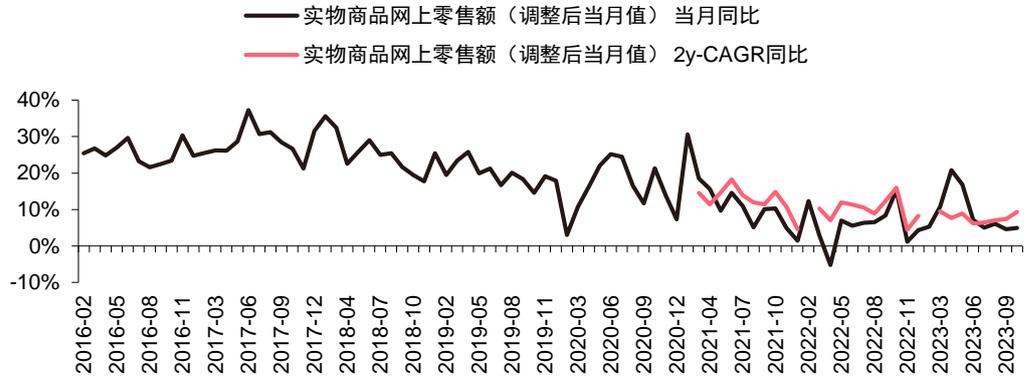
■ 在线交易平台：电商竞争延续，垂类龙头行稳致远

电商：低价竞争延续，出海大势所趋

大盘之变：消费温和复苏，性价比趋势凸显。2023 年，消费大盘温和复苏，截至 10 月，2023 年社零总额累计值 38.5 万亿元，同比增长 6.9%，2 年 CAGR 为 3.7%。得益于线上消费的性价比优势，网零渗透率仍在提升，截至 10 月，2023 年实物商品网零总额累计值为 10.3 万亿元，同比增长 8.4%，2 年 CAGR 为 10.1%，网零渗透率达 32%。拆分

来看，2023 年以来，单月快递量同比增速始终快于网零大盘，我们测算 2023Q3 网零件单价约 111 元（yoy-8%），展现出消费者对性价比消费的偏好增强。

图 20：实物商品网上零售额（调整后当月值）增速



资料：国家统计局，中信证券研究部

图 21：规模以上快递业务量及同比增速



资料：国家统计局，中信证券研究部

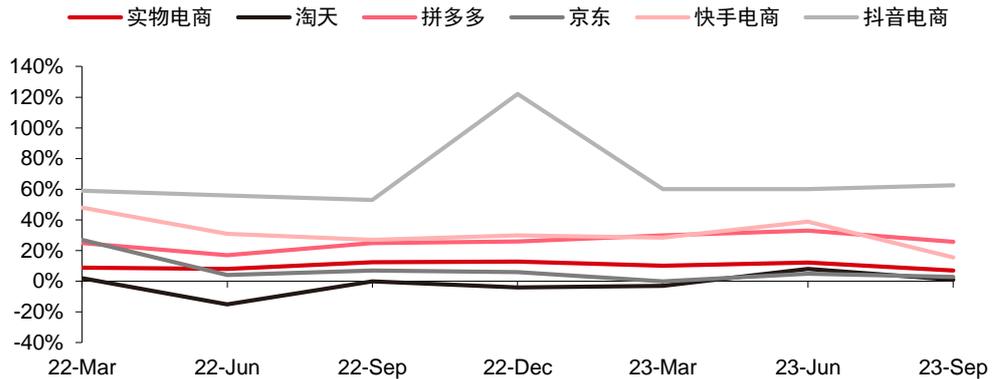
图 22：电商件单价及同比增速



资料：国家统计局，中信证券研究部测算

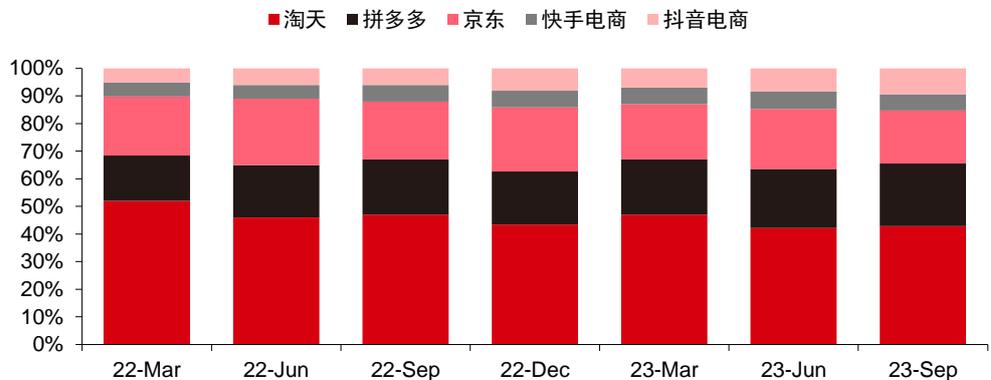
格局之变：低价供给及流量优势平台份额持续增长。2023 年以来，具备低价供给及流量优势的电商平台 GMV 仍然实现了显著高于实物电商大盘的超额增长，持续获得份额提升。我们测算拼多多 2023Q3 GMV 同比增速约 24%；根据公司公告，快手 2023Q3 GMV 同比增长 30%。而传统货架电商平台增长仍然略落后于实物电商大盘，根据公司公告，2023Q3 淘宝天猫线上 GMV（剔除未支付订单）同比略有下滑；我们测算 2023Q3 京东 GMV 同比约低个位数增长。

图 23：主要电商平台季度 GMV 同比增速



资料：国家统计局，各公司公告，中信证券研究部测算

图 24：主要电商平台季度 GMV 份额



资料：各公司公告，中信证券研究部测算

平台之变：国内货币化率提升，出海大势所趋。

国内：货币化率提升，流量竞争驱动广告增长快于佣金。受益于流量增长、商家投放意愿回升以及广告产品效率提升，我们测算淘宝天猫和拼多多 take rate 均有一定提升，从而驱动电商收入实现高于 GMV 的增长。拆分来看，一方面，大盘消费力趋紧背景下，商家流量竞争加剧；另一方面，淘宝天猫、京东等对于新进入商家均提供佣金减免等扶持政策，共同驱动广告收入增长快于佣金。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/148012022114006024>