

媒体 II 行业

互联网行业 2025 年投资策略：聚焦效率，注入新生

核心观点：

- **数字化场景的持续渗透，结合技术驱动，互联网开始寻找新的增长点。** 过去三年，互联网增长驱动主要来自内因。一是聚焦主业的策略让长板更长，二是夯实基建和提升效率，获得了更可持续的收入增长和经营杠杆提升。在持续增厚的现金流和利润之上，逐步提高股东回报。展望 2025 年，宏观环境有望企稳向上，促经济发展的导向或成为积极的外因。公司开始寻找新的增长点，不同于过去一味收缩和降本，未来或以合理投入，积极拥抱新变化。商业模式持续进化迭代、出海以及 AI。
- **子行业趋势：(1) 社交媒体：**流量粘性强，24 年在游戏和广告业务上，腾讯和哔哩哔哩均有高于行业大盘的表现，25 年我们建议关注腾讯在电商（微信小店）和生成式 AI 落地应用场景的变化。哔哩哔哩则关注盈利后的效率提升，广告及游戏出海势能。**(2) 短视频：**商业化较为领先，从高增长过渡至平稳增长。夯实电商基建，寻找更多的新商机，本地生活、短剧以及出海，未来的收入和利润释放可能会更为均衡。**(3) 长视频：**24 年进入创作平台期，盗版和竞争带来新的挑战，25 年关注产品的创新（题材创新，形态向短迭代），以及生态融入微短剧带来的潜在积极变化。**(4) 音乐流媒体：**通过运维带动会员规模和 ARPU 的双向优化，Spotify 的商业化加速成为行业投资估值催化，TME 和网易云音乐均有较强的持续成长性。**(5) 以泡泡玛特为代表的 IP+泛消费品** 出海正盛，25 年关注北美市场的进展，以及向食品等类目拓展的协同性。阅文在 IP 衍生周边，包括卡牌等业态的进展。**(6) 本地生活：**增速保持稳定，24 年到店竞争格局逐步趋于稳定，25 年宏观弹性或带动外卖和到店板块的增长提速。持续关注出海增量。
- **投资建议。**我们认为当前市值切换 25 年盈利来看，互联网的 PE 普遍处于高个位数和低双位数区间，人民币资产长期成长性和红利回馈角度，对比全球科技资产的估值性价比来看，港股恒生科技及中概股当下具有较强的配置价值。稳定增长的价值释放标的，建议关注社交龙头腾讯控股、以及音乐流媒体腾讯音乐和网易云音乐，增长模型稳健，盈利空间仍在不断上拓。从宏观弹性来看，建议关注和经济复苏强挂钩的本地生活、电商或者以广告增长为主要利润支撑的美团、快手、哔哩哔哩、微博等。从出海超预期，以及技术迭代带来商业化新变化的标的，建议关注泡泡玛特（北美市场拓展和尺寸拓展）、百度（模型迭代+AI 商业化加速）。不同于流量生意，内容平台有自身迭代的周期，今年处于产品弱周期的网易、爱奇艺和芒果超媒，目前处于左侧，随着基数调低，较强产品管线释放和催化，有望驱动估值回暖。
- **风险提示。**监管加剧、消费复苏不及预期、新业务拓展不及预期风险。

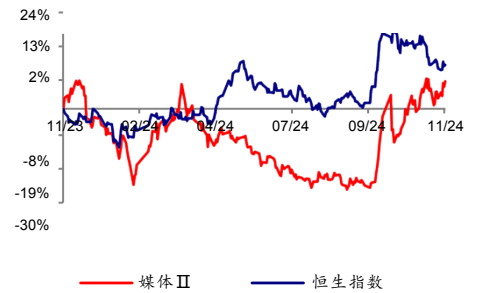
行业评级

买入

前次评级
报告日期

买入
2024-12-02

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn



分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003

SFC CE No. BJD408

010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

相关研究：

- 媒体 II 行业:互联网行业:业绩韧性凸显,加大股东回报 2024-09-25
- 媒体 II 行业:互联网行业:利润释放提速、加大股东回报、估值有望持续提升 2024-04-21
- 媒体 II 行业:互联网2023 年复盘和展望:顺势而为,砥砺前行 2024-01-19

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
哔哩哔哩	BILI.O	美元	19.17	2024/11/17	买入	20.65	-0.05	0.54	-	35.79	32.00	16.00	-7.00	1.00
哔哩哔哩-W	09626.HK	港元	149.00	2024/11/17	买入	160.71	-0.42	4.17	-	35.74	32.00	16.00	-7.00	1.00
网易	NTES.O	美元	87.48	2024/11/18	买入	114.61	6.79	7.36	12.89	11.89	8.30	7.20	19.60	18.30
网易-S	09999.HK	港元	134.40	2024/11/18	买入	178.44	10.57	11.46	12.72	11.73	7.77	6.40	21.20	19.50
腾讯音乐	TME.N	美元	11.41	2024/11/13	买入	13.75	0.65	0.78	17.49	14.62	1.89	1.55	10.00	11.00
腾讯音乐-SW	01698.HK	港元	43.85	2024/11/13	买入	53.45	2.54	3.04	17.27	14.44	1.89	1.55	10.00	11.00
百度	BIDU.O	美元	85.05	2024/11/24	买入	108.00	10.71	11.41	7.94	7.46	4.00	5.00	8.00	8.00
百度集团-SW	09888.HK	港元	81.30	2024/11/24	买入	105.00	10.42	11.10	7.80	7.33	4.00	5.00	8.00	8.00
微博	WB.O	美元	9.60	2024/11/20	买入	11.86	2.00	2.00	4.80	4.80	3.20	3.10	7.80	7.30
微博-SW	09898.HK	港元	73.65	2024/11/20	买入	92.31	15.57	15.57	4.73	4.73	3.20	3.10	7.80	7.30
滴滴出行	DIDIY.OO	美元	4.72	2024/8/27	买入	6.13	-3.00	-1.20	-	-	375.50	258.10	-0.90	-0.40
猫眼娱乐	01896.HK	港元	8.86	2024/4/15	买入	15.82	0.80	0.92	10.23	8.89	5.60	4.30	9.20	9.60
美团-W	03690.HK	港元	168.70	2024/12/1	买入	189.36	7.86	9.66	19.83	16.13	12.09	8.59	26.80	30.58
心动公司	02400.HK	港元	23.90	2024/9/1	买入	30.11	1.24	1.59	17.80	13.88	8.70	6.00	24.40	23.60
泡泡玛特	09992.HK	港元	89.85	2024/8/26	买入	57.48	1.70	2.42	48.81	34.29	21.52	15.08	20.89	21.69
爱奇艺	IQ.O	美元	2.16	2024/11/22	买入	3.30	1.82	3.00	8.53	5.18	1.08	0.98	4.00	8.00
BOSS直聘	BZ.O	美元	13.50	2024/9/2	买入	19.65	5.70	7.10	17.02	13.67	25.00	12.00	18.00	19.00
腾讯控股	00700.HK	港元	398.00	2024/11/14	买入	485.21	23.93	26.38	15.36	13.93	13.50	11.30	22.40	20.60
高途集团	GOTU	美元	2.81	2024/9/10	买入	3.84	-3.56	-2.14	-	-	-	-	-15.94	-8.71
满帮集团	YMM.N	美元	10.01	2024/8/22	买入	12.66	3.60	4.30	19.99	16.73	17.90	13.50	9.00	9.70
知乎	ZH.N	美元	3.59	2024/11/29	买入	4.87	-3.12	-2.37	-	15.81	-	-	-4.00	-2.00
有道	DAO	美元	6.72	2024/11/19	买入	6.69	-0.25	1.09	-	5.69	42.73	14.97	1.00	-6.00
美图公司	01357.HK	港元	2.90	2024/8/29	买入	2.99	0.14	0.18	19.13	14.88	12.30	7.40	13.40	15.40
京东健康	06618.HK	港元	28.35	2024/8/22	买入	35.34	0.87	1.13	30.09	23.17	21.10	14.60	5.30	6.50
快手-W	01024.HK	港元	48.20	2024/11/21	买入	71.27	4.11	5.23	10.83	8.51	13.13	9.78	24.00	26.00
网易云音乐	09899.HK	港元	118.00	2024/8/28	买入	115.12	7.00	8.00	15.57	13.62	14.00	12.00	12.00	11.00
阿里影业	01060.HK	港元	0.43	2024/11/22	买入	0.65	0.02	0.03	19.63	13.08	8.90	5.10	3.50	5.40
阅文集团	00772.HK	港元	28.30	2024/8/13	买入	32.77	1.38	1.65	18.94	15.84	18.40	14.40	7.00	7.80

柠萌影视	09857.HK	港元	3.10	2024/4/15	买入	10.81	0.82	1.13	3.49	2.53	4.20	2.80	10.60	13.30
粉笔	02469.HK	港元	2.67	2024/4/3	买入	5.83	0.26	0.33	9.48	7.47	16.57	12.40	30.07	28.08
东方甄选	01797.HK	港元	14.72	2024/1/25	买入	37.51	1.00	1.10	13.59	12.36	48.00	43.00	31.60	28.00

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、互联网：效率优先，技术带来新生	6
二、社交媒体：交易生态的发展决定了商业化空间	11
（一）社交媒体广告保持高于行业速度增长：库存释放+效率驱动	11
（二）游戏产品迎来向上的周期	12
（三）发展交易生态成为下一阶段的重点	13
三、短视频：商业化程度领先，寻找新的增长点	15
（一）电商：内容场域仍是最核心的阵地，均衡内容场和货架场的发展	15
（二）短剧：满足用户时长消耗，带动外循环广告的加速增长	16
（三）本地生活：可能是继电商之后，短视频平台重点运营的业务，但需要平衡投入产出比	17
四、长视频：高门槛的长剧是基石，兼容微短剧	18
（一）盗版和短剧，成为长视频的新挑战	18
（二）优化内容供给：长剧为核心，提高微短剧内容供给形成防御	18
（三）家庭套餐：打击共享账号，提高付费敏感群体的转化率	19
五、音乐流媒体：通过运营稳定增长，细水长流	21
（一）SPOTIFY：提价策略见效，带动盈利起飞	21
（二）TME：通过提高 SVIP 规模，继续提升 ARPU	22
（三）网易云音乐：定位差异化，短期策略重心放在订阅用户规模的增长	23
六、IP+业态：产品延展+海外渠道扩张	24
（一）原创 IP+产品延展是核心内生动力	24
（二）自营渠道扩张：海外单一市场的门店数量仍较低，未来可期	24
七、本地生活：增速总体保持稳定，到店竞争趋缓，出海贡献增量	25
八、投资建议	28
九、风险提示	29
（一）监管加剧	29
（二）消费复苏不及预期	29
（三）新业务拓展不及预期	29

图表索引

图 1: 中国移动互联网月活跃用户规模 (亿-左轴) 和同比增速 (右轴) (24 年 1 月-24 年 9 月)	6
图 2: 互联网用户按城市等级分布 (占比-左轴) 和同比净增 (万-右轴) (2024 年 9 月 vs.2023 年 9 月)	6
图 3: 国内生产总值同比增速 (20Q1-24Q3)	6
图 4: 社会零售额同比增速推移 (22 年 9 月-24 年 10 月)	6
图 5: 实物商品网上零售额累计值 (亿元-左轴) 和社会消费品零售额累计值 (亿元-左轴) 及同比增速和线上/整体渗透率 (右轴) 推移 (2024vs2023 年 1-10 月)	7
图 6: 互联网广告市场规模 (亿元人民币-左轴) 和同比增速 (右轴) 推移 (21Q1-24Q3)	7
图 7: 腾讯金融和企业服务收入 (百万元-左轴) 和同比增速 (右轴) 推移 (2022-24E)	8
图 8: 快手电商 GMV (百万元-左轴) 和同比增速 (右轴) 推移 (2022-24E)	8
图 9: 主要媒体平台的广告收入份额推移 (2020-24E)	9
图 10: 主要媒体平台的广告收入同比增速推移 (2022-24E)	9
图 11: 主要媒体平台的收入/MAU (元) 推移 (2022-24E)	9
图 12: 主要互联网公司的毛利率减去 Opex 费用率的 OPM 推移 (2023-24E)	9
图 13: 腾讯资本开支 (百万元-左轴) 及同比增速 (右轴) 推移	10
图 14: 百度资本开支 (百万元-左轴) 及同比增速 (右轴) 推移	10
图 15: 腾讯在线营销业务收入同比增速 (23Q1-24Q4E)	11
图 16: 哔哩哔哩网络广告同比增速 (23Q1-24Q4E)	11
图 17: 微博广告收入 (亿元 人民币) 推移 (2020-24E)	12
图 18: 微博广告客户行业分布 (22Q1-24Q3)	12
图 19: 不同平台游戏收入 (百万元) 对比 (2022-24E)	13
图 20: 不同平台游戏收入增速对比 (2022-24E)	13
图 21: 微信小程序 GMV (万亿元 人民币)	13
图 22: 微信小店成为微信电商生态的核心载体	14
图 23: 快手电商交易的不同场域占比推移 (2024Q2-2024Q3)	15
图 24: 快手电商 GMV 同比增速和月付费买家同比增速推移 (23Q1-24Q3)	16
图 25: 快手月付费买家/MAU 渗透率推移 (23Q1-24Q3)	16

图 26: 快手广告按内循环和外循环收入 (百万元) 的拆分 (2020-2024E) ..	16
图 27: 快手外循环广告中短剧投流的占比 (2024E)	16
图 28: 红果短剧的 APP 下载排名 (总榜-免费)	18
图 29: 爱奇艺近期上线的“微剧场”和“短剧场”	19
图 30: Spotify 的 MAU、会员数 (百万-左轴) 和付费率 (右轴) 推移 (21Q1-24Q3)	21
图 31: Spotify 会员 ARPU (欧元) 推移 (21Q1-24Q3)	21
图 32: Spotify 的订阅收入增长驱动因子拆解 (21Q1-24Q3)	21
图 33: Spotify 毛利率和运营利润率推移 (21Q1-24Q3)	21
图 34: TME 的 MAU、会员数 (百万-左轴) 和付费率 (右轴) 推移 (21Q1-24Q3)	

.....	22
图 35: TME 会员 ARPU (人民币) 推移 (21Q1-24Q3)	22
图 36: TME 的订阅收入增长驱动因子拆解 (21Q1-24Q3)	22
图 37: TME 毛利率和运营利润率推移 (21Q1-24Q3)	22
图 38: 网易云音乐的 MAU、会员数 (百万-左轴) 和付费率 (右轴) 推移 (21Q1-24Q3)	23
图 39: 网易云音乐会员 ARPU (人民币) 推移 (21Q1-24Q3)	23
图 40: 网易云音乐的订阅收入增长驱动因子拆解 (21Q1-24Q3)	23
图 41: 网易云音乐毛利率和运营利润率推移 (21Q1-24Q3)	23
图 42: 社会消费品零售总额: 餐饮收入当月值 (左轴-亿元) 和同比增速 (右轴)	26
.....	26
图 43: 美团餐饮外卖交易数 (百万笔-左轴) 和同比增速 (右轴) 推移	26
图 44: 美团系 APP2018-2024.10 月活用户数 (万)	26
图 45: 美团系商家端 APP2018-2024.10 月活用户数 (万)	26
图 46: 美团众包 (万-左轴) 和美团骑手 (万-右轴) APP2018-2024.10 月活用户数	27
.....	27
图 47: 饿了么 APP2018-2024.10 月活用户数 (万)	27
图 48: 美团即时配送订单量增长 (百万)	28
图 49: 美团本地核心商业收入增长 (百万人民币)	28
图 50: 美团核心本地商业利润增长 (百万人民币, %)	28
图 51: 美团新业务减亏情况 (百万人民币, %)	28
表 1: 主要长视频平台会员定价和权益一览	20
表 2: 泡泡玛特分产品类别收入表现 (千元人民币) (23H1-24H1)	24
表 3: 泡泡玛特海外门店数统计	24
表 4: 泡泡玛特分区域收入表现 (千元人民币) (23H1-24H1)	25

一、互联网：效率优先，技术带来新生

人口红利衰竭，数字经济对消费场景渗透的不断扩宽，互联网用户规模仍稳中有进，整体用户时长增长快于用户增长。根据QM的数据，24年9月全网月活跃用户规模达到12.44亿，同比增长1.7%，在流量红利衰退后，整体用户规模仍保持稳中有进，数字经济对用户的消费场景仍在不断提升渗透的广度和深度。结构上来看，一线城市和新一线成熟用户占比提升较快。24年9月，全网月均使用时长同比增长4.3%。

图 1：中国移动互联网月活跃用户规模（亿-左轴）和同比增速（右轴）（24年1月-24年9月）

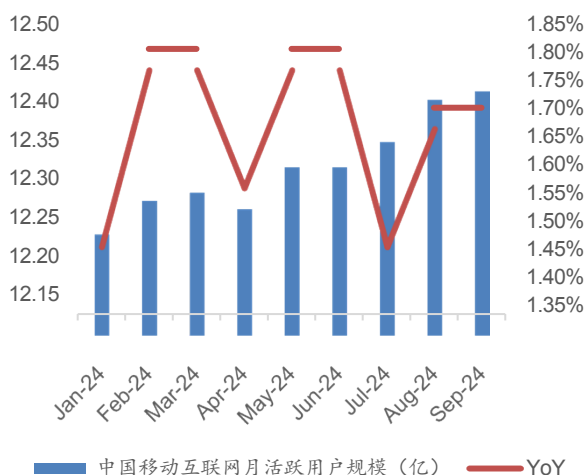
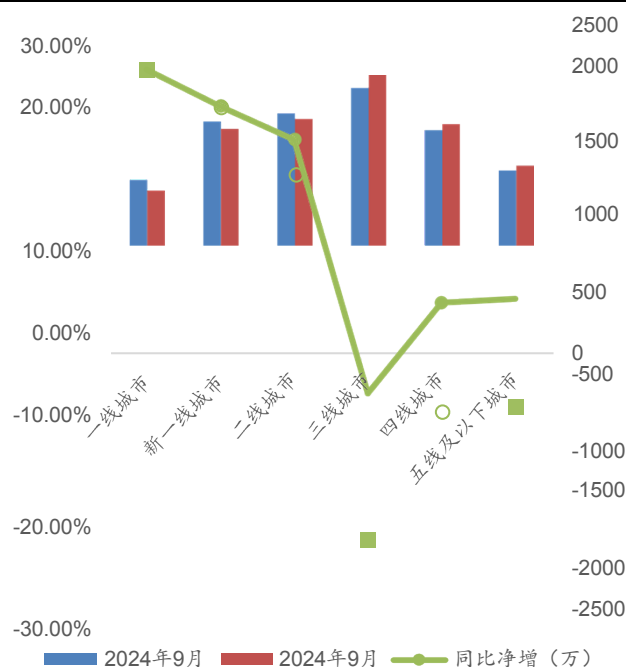


图 2：互联网用户按城市等级分布（占比-左轴）和同比净增（万-右轴）（2024年9月vs.2023年9月）

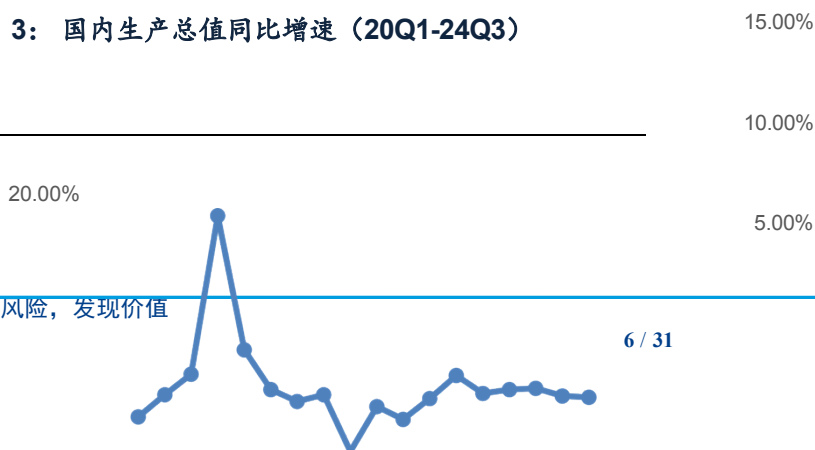


数据来源：QM，广发证券发展研究中心

数据来源：QM，广发证券发展研究中心

24年宏观整体承压，居民消费意愿较为低迷，在9月底促经济发展的系列举措下，10月社零总额同比增速有所回暖。10月应该是一个积极的信号，后续的上行斜率仍有待观察。如果后续的经济增长速率保持稳中有升，社零增长的速度有所提速，或带动整体互联网业绩的向上提振。

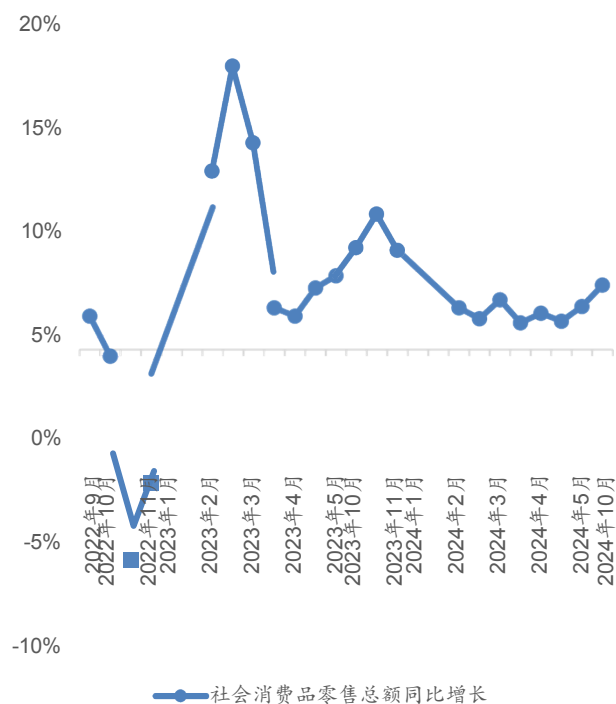
图 3：国内生产总值同比增速（20Q1-24Q3）





数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 4：社会零售额同比增速推移（22年9月-24年10月）

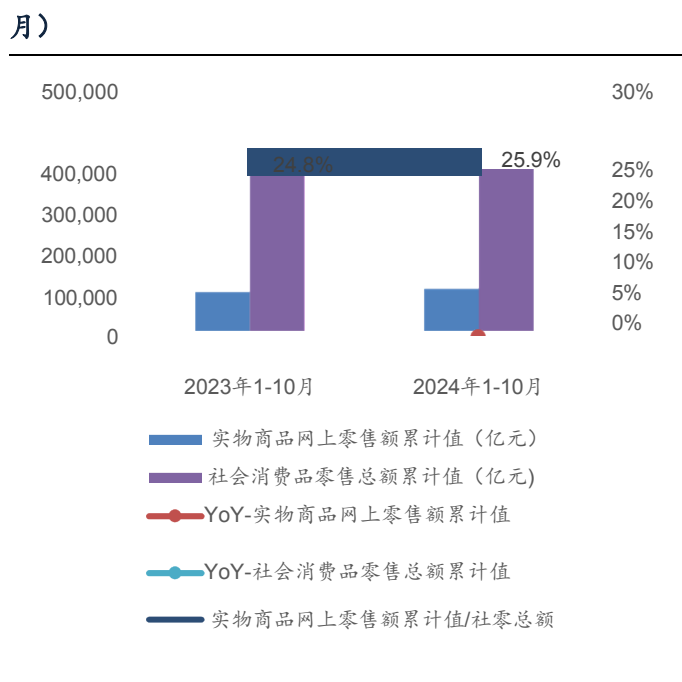


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

互联网业态中和宏观经济趋势较为挂钩的板块包括电商、本地生活、金融支付和广告等，在宏观环境承压的影响下，大盘都面临不同程度的增长压力。

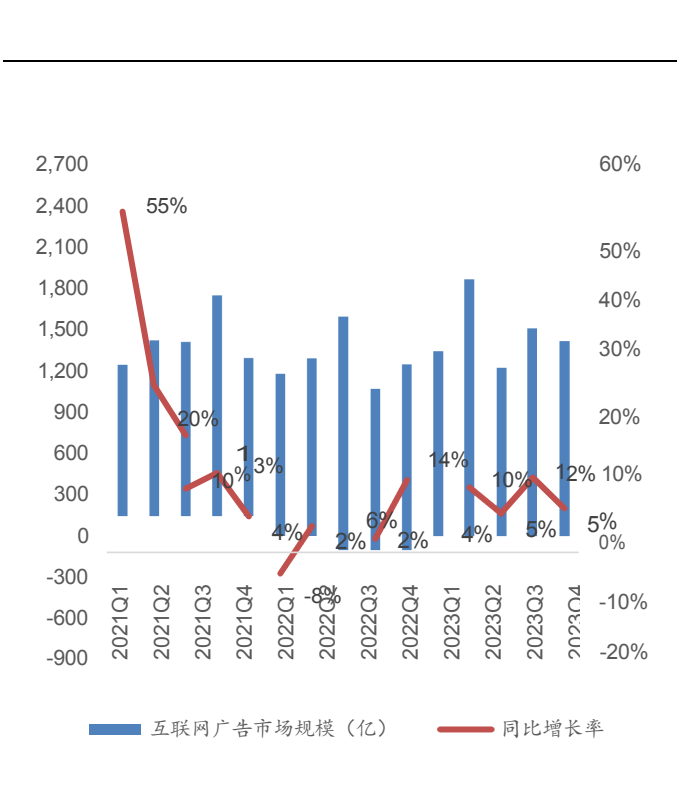
电商竞争格局渐趋稳健，过去三年短视频/直播电商大幅摄取行业份额的趋势已经显著平缓，未来投资逻辑和行业贝塔更为挂钩。（1）2024年1-10月社会消费品零售总额累计值达到39.8960万亿元人民币，同比增长3.5%；2024年1-10月实物商品网上零售额累计值达10.330万亿元人民币，同比增长8.3%，线上渗透率达到25.9%，较去年同期有1.1pct的提升。线上仍在提升渗透率，但社零大盘增长放缓仍制约了整体电商板块的增速。（2）考虑直播电商红利放缓，平台补贴竞争愈发激烈，快手的电商GMV增速也从过去的接近30%放缓至15%的水平。（3）未来行业的竞争或更在于内在效率的释放，补贴效率，获客效率，综合售后服务能力等。

图 5：实物商品网上零售额累计值（亿元-左轴）和社会消费品零售额累计值（亿元-左轴）及同比增速和线上/整体渗透率（右轴）推移（2024vs2023年1-10月）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 6：互联网广告市场规模（亿元人民币-左轴）和同比增长率（右轴）推移（21Q1-24Q3）



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

金融支付业态和用户消费交易大盘增长的趋势挂钩，24年腾讯金融支付业务的增长也受来自消费收紧的压力。24年用户选择购入理财产品，而非将钱包中的钱进行提现和消费。随着刺激消费举措的落地，居民有更强的意愿进行消费，这部分业务后续的增长弹性较大。

图 7：腾讯金融科技与企业服务收入（百万元-左轴）和同比增速（右轴）推移（2022-24E）

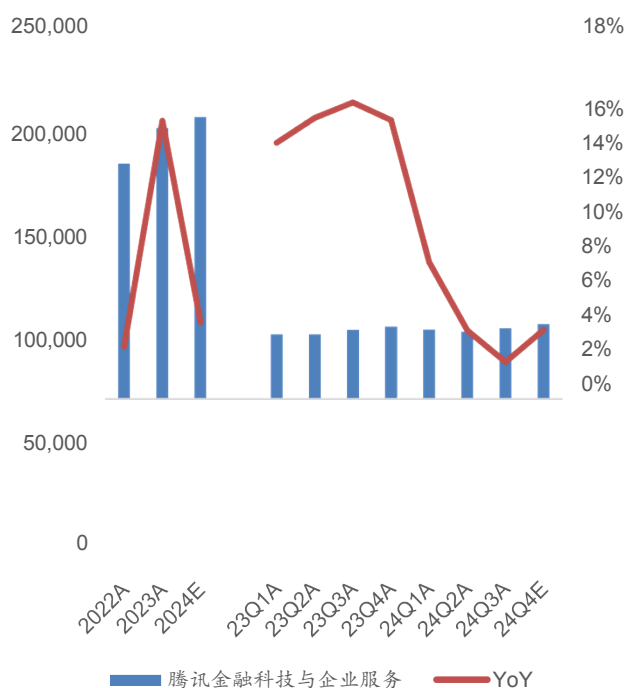
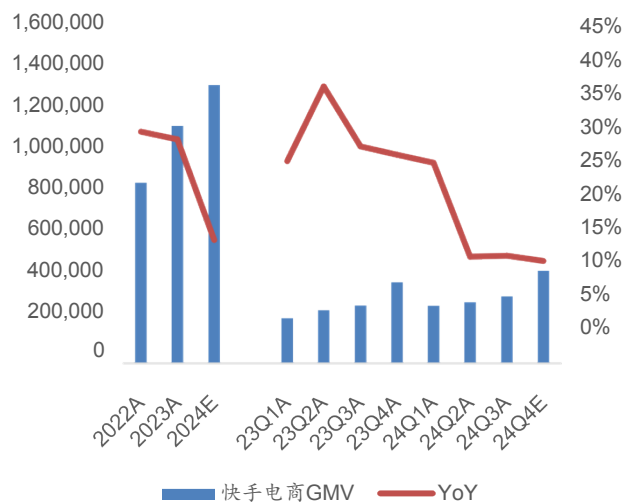


图 8：快手电商GMV（百万元-左轴）和同比增速（右轴）推移（2022-24E）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

互联网广告市场增长较为平缓，行业增长的拐点应在经济增长加速后有一定的周期滞后性，（1）过去两年，有流量红利和投放效率提升趋势的“效果广告”平台在获取互联网广告市场大盘份额。在广告主整体预算收紧的环境下，因效果广告仍有一定的交易转化作为结果，整体效果广告仍保持较健康的增长，这其中，有流量红利和投放效率红利的广告媒体在获取份额，例如腾讯（视频号放库存、AIGC驱动精准匹配）、快手（电商内循环，短剧投流带来增量）和哔哩哔哩（人群标签，基建提升，库存释放）都保持了较快的增速。

（2）展望未来，效果类广告比拼的是极致的转化效率，所有平台都在提升产品能力，以对标抖音。品牌广告随着宏观经济的复苏，或在未来实现预算扩张，利好偏品牌广告阵地的长视频（爱奇艺、芒果超媒）和微博。效果广告最后竞争的都是转化效果，那么抖音的算法和匹配效率仍是市场最为领先的平台，后续所有的效果类广告都在对标抖音的转化效果来提升竞争力。对于社交媒体平台来说（腾讯、哔哩哔哩、小红书），还有一部分增量在于通过电商内循环规模的起量，通过交易转化以获得电商客户的预算。品牌广告因与宏观强相关，这两年，以品牌为主的广告平台，都面临下滑或不增长的状态，后续随着宏观复苏，品牌预算扩张，可能对低基数的长视频、微博等平台的广告业绩带来较强的向上驱动。

图 9：主要媒体平台的广告收入份额推移（2020-24E）

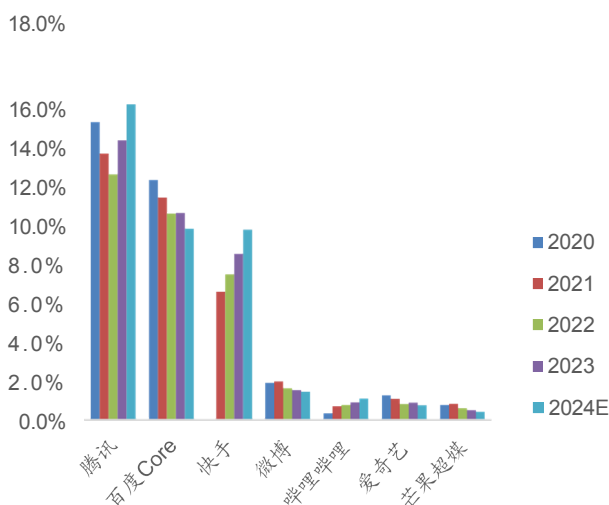
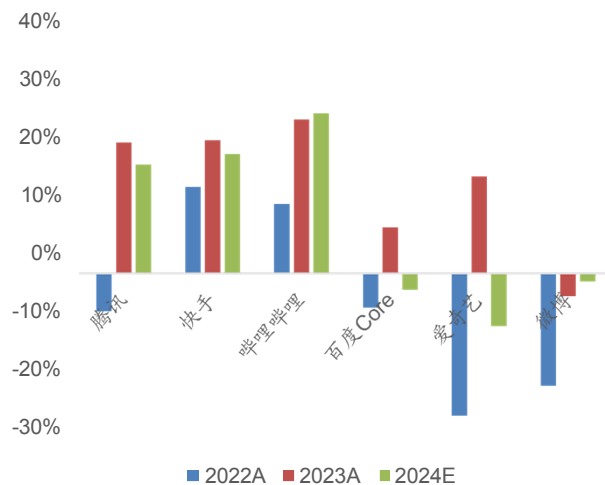


图 10：主要媒体平台的广告收入同比增速推移（2022-24E）

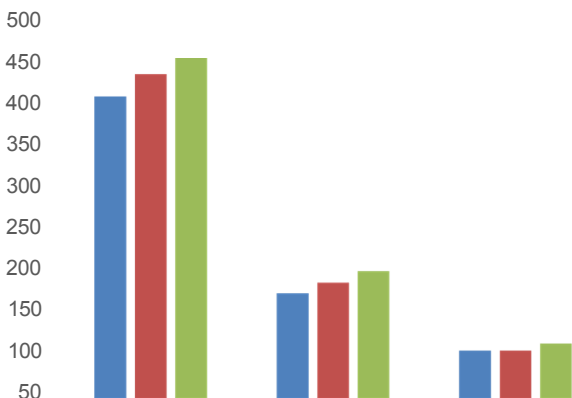


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，QM，广发证券发展研究中心；注：我们用各家广告收入/QM预测的广告大盘收入进行份额推演，但这里面大盘应不包含电商广告，其中快手的广告收入里面有比较大的电商广告贡献。

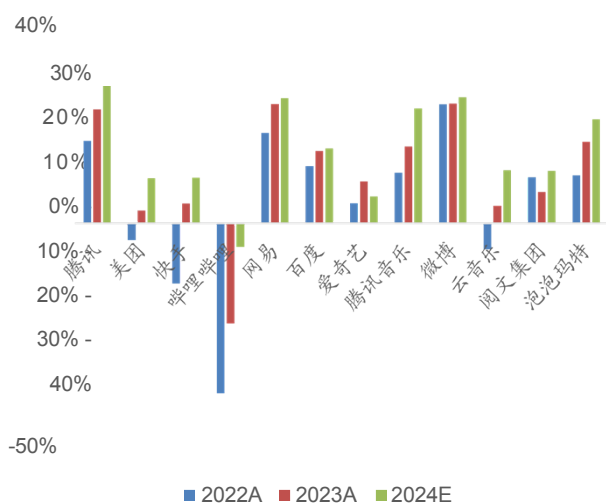
在缺乏外部因素助力的环境下，流量驱动的平台经济模型，通过提升效率，人均收入和平台的经营杠杆仍在稳步优化。24年我们看到的是在宏观承压的环境下，互联网平台模型通过提升变现效率带来的人均创收和经营杠杆的持续提升，这是平台自身通过努力可以持续获得的业绩增量，我们认为未来，这个趋势仍会持续，通过生成式AI等技术的迭代和渗透提升，以及平台效率的优化，会持续带动经营杠杆的释放。

图 11：主要媒体平台的收入/MAU（元）推移（2022-24E）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 主要互联网公司的毛利率减去Opex费用率的OPM推移 (2023E-24E)

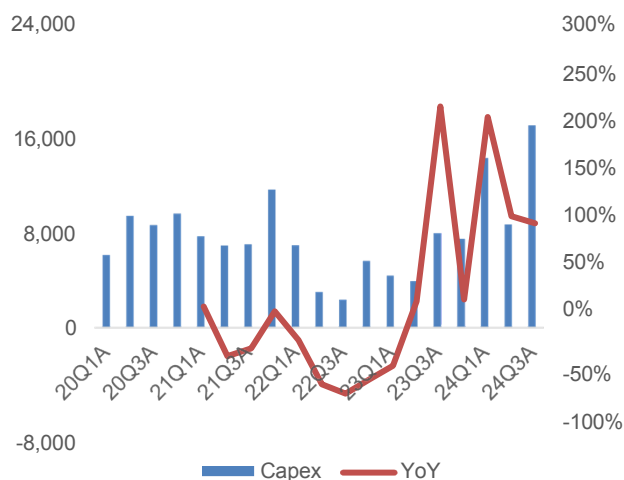


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

内容驱动的商业模型，业绩表现和经营杠杆较为依赖内容供给及产品周期，具有一定的不确定性。以游戏和长视频为代表的內容产品平台，呈现产品组合表现的周期性波动，例如23年，网易的游戏进入大产品周期，24年腾讯和哔哩哔哩则有更强劲的单品表现，带动业绩预期和估值的反转。长视频领域，23年爱奇艺有超级爆款带动业绩提振，24年腾讯视频等其他平台的内容表现则更为领先。但整体来看，需求和供给仍是在一个稳定区间波动，我们认为内容平台的投资逻辑并不应因短期竞争结果不利而过度悲观，后续产品超预期即能带来估值催化，建议在预期较低的左侧布局。

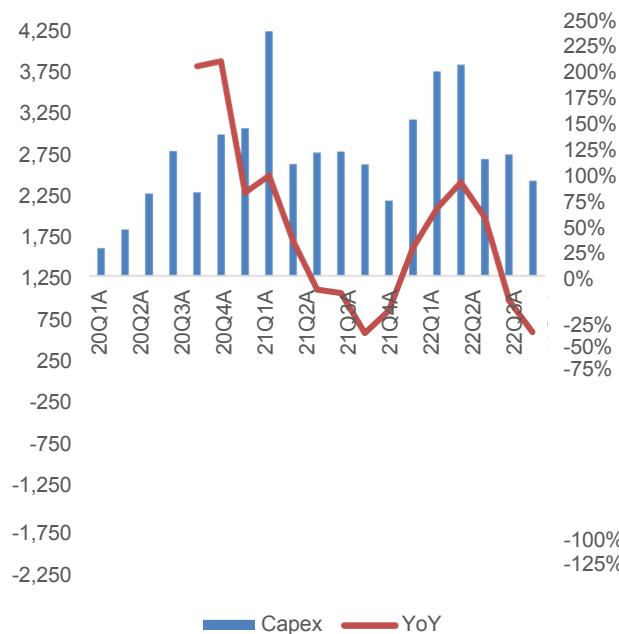
AI展望：AI原生应用近期的增长较24H1有一定的放缓，但仍是移动互联网垂类中，增长较快的新品类，目前缺乏现象级的杀手应用，但后续可能会迎来受益于技术和成本出现拐点的奇点时刻。24年来看，腾讯持续稳步加大了资本开支的投入，主要的投资方向即在AI大模型的基础能力上的持续升级。百度的资本开支较23年的较高投入有一定的放缓趋势，但预计25年公司会在大模型产品上进行新的迭代，随着AI用例的持续提升，后续商业化的拐点也值得关注。

图 13：腾讯资本开支（百万元-左轴）及同比增速（右轴）推移



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14：百度资本开支（百万元-左轴）及同比增速（右轴）推移



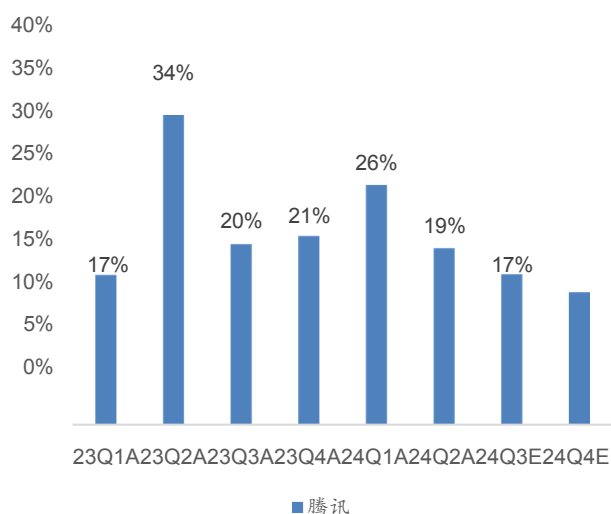
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、社交媒体：交易生态的发展决定了商业化空间

（一）社交媒体广告保持高于行业速度增长：库存释放+效率驱动

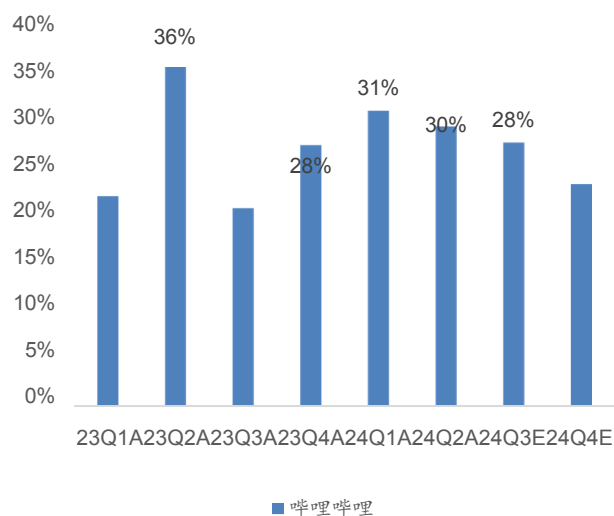
社交媒体因流量的粘性较强，有效果广告库存释放驱动的腾讯和哔哩哔哩都保持了高于互联网广告行业大盘的增速。社交流量的粘性为平台构筑了较强的壁垒，腾讯和哔哩哔哩的广告收入过去2年都保持高于行业大盘的增速，一方面，整体平台的广告库存仍有待提升，变现率较抖音这类相对商业化做的比较激进的平台仍有很大的发掘空间。另一方面，社交平台的广告产品对标纯粹的效果广告产品仍有较大的效率提升空间，腾讯通过大模型能力不断地赋能广告产品的商品识别和匹配能力，以进一步提高转化率，释放广告价值。B站则通过人群的差异化和稀缺性，吸引了电商、游戏和快消行业的广告主投放，未来在广告主行业渗透方面，仍有较大的进步空间。

图 15：腾讯在线营销业务收入同比增速（23Q1-24Q4E）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16：哔哩哔哩网络广告同比增速（23Q1-24Q4E）

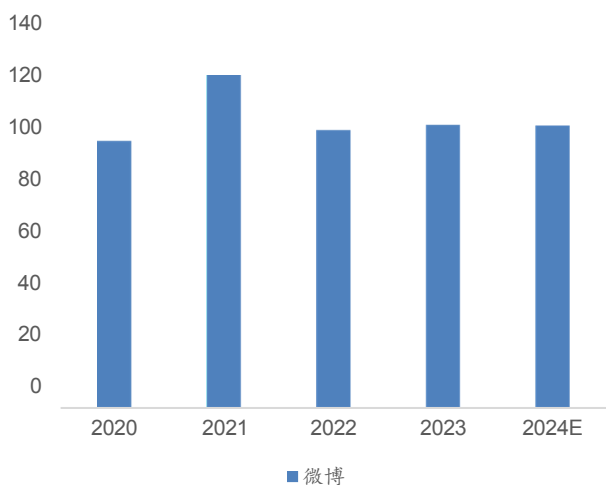


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

以微博为代表的社交平台，品牌广告预算受宏观冲击，且流量竞争加剧的环境下，仍然守住了广告收入的大盘，强化“新品投放的心智”，在不同的行业中寻找增量。

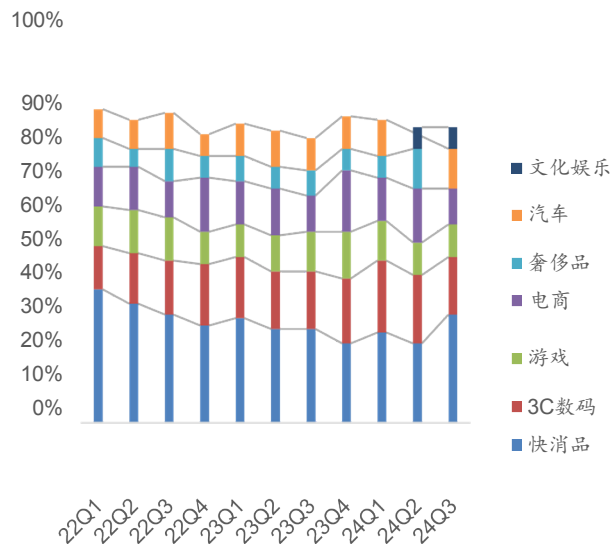
近两年来，快消品类广告主在微博的投放有所缩减，受美妆行业本身经营困境和外部平台竞争加剧影响。但公司有效抓住了新能源汽车、文化娱乐等行业的增量预算，持续强化新品投放和事件性营销的特性，有效抵御了外部环境的负面影响。微博广告收入和宏观复苏有较强的强关联，后续宏观改善带来的潜在弹性也较大。

图 17: 微博广告收入 (亿元 人民币) 推移 (2020-24E)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 微博广告客户行业分布 (22Q1-24Q3)

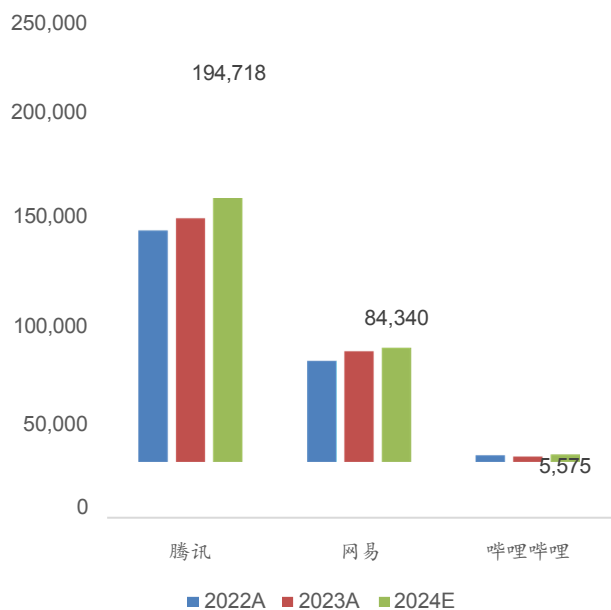


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 游戏产品迎来向上的周期

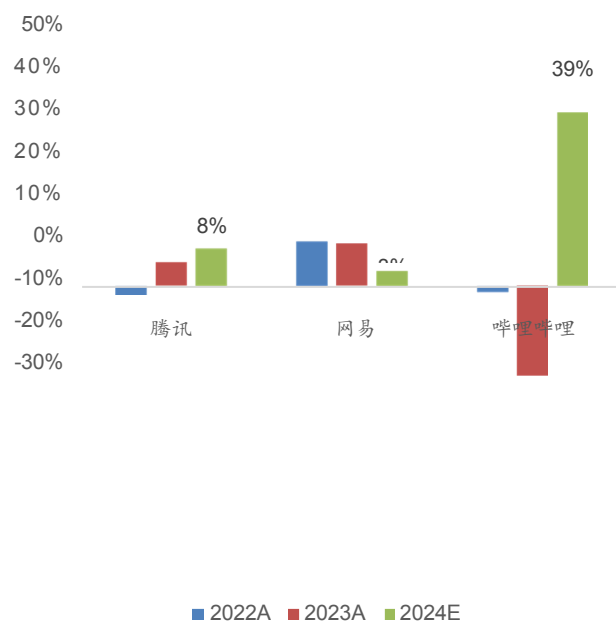
24年腾讯和哔哩哔哩游戏均有超预期的大单品出现, 25年我们认为公司的策略在于维持游戏的长线运营能力, 提升长期收入的稳定性。腾讯在24年上线的《地下城与勇士: 起源》, 该项目通过将经典IP《地下城与勇士》进行手游化, 获得了超预期的表现。腾讯游戏致力于维持和增加常青款游戏的数量, 同时促进常青游戏流水表现的稳定性。24年的腾讯游戏新品中, 《地下城与勇士: 起源》和《三角洲行动》有望成为新的常青款。哔哩哔哩通过代理发行了《三国谋定天下》这款SLG产品, 通过将老的游戏品类年轻化, 获得了市场成功, 公司一方面希望将该游戏运营成为长线品类, 看至少5年周期的产品, 同时也规划了将该项目逐步推广到海外市场。通过突破二次元品类, 做游戏品类年轻化的策略, 哔哩哔哩后续或进一步在其他垂直游戏赛道寻找更多的代理发行和自研项目机会。网易游戏则受去年多个爆款带来的流水高基数影响, 今年一方面新品数量较少, 另一方面, 新品的市场表现较为中规中矩, 导致流水增长承压, 25年随着高基数的消化, 新品有积极变化的情况下, 或提升市场信心。

图 19：不同平台游戏收入（百万元）对比（2022-24E）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 20：不同平台游戏收入增速对比（2022-24E）



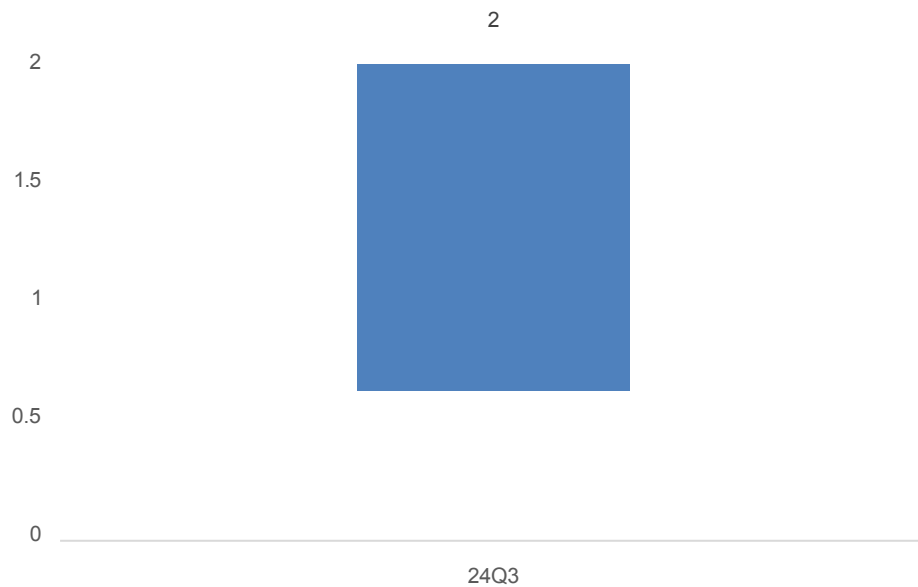
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）发展交易生态成为下一阶段的重点

微信小程序的交易生态已经非常可观，24Q3单季度GMV达到2万亿元人民币，超过国内中型电商平台的全年交易水平，场景越来越丰富，微信未来可以基于丰富的交易生态形成更多元的变现。根据腾讯财报的披露，24Q3小程序交易额已经达到了2万亿元人民币，这里面大部分是生活服务类的成交额，也有部分实物电商类交易。而对于微信来说，已经具备了非常丰富的交易场景，积累了不同品类的商家，未来，如何通过更好的服务体系，实现交易额的更好变现，值得观望。

图 21：微信小程序GMV（万亿元 人民币）

2.5



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

微信小店成为微信电商的重要载体，目前仍在提升基建。24年微信电商的重点产品从直播电商向微信小店转型，公司希望通过小店这个产品来承接整个微信电商的发展，一方面将微信小店和微信整个生态流量打通，包括视频推广、直播带货，以及微信不同入口的转化。另一方面，公司仍在完善小店产品的基础建设，用户端则是对整个购买和售后流程的服务体系完善，商家端则是通过数据产品能力为商家提供获客和转化的服务。

图 22：微信小店成为微信电商生态的核心载体



数据来源：微信官方文档，广发证券发展研究中心

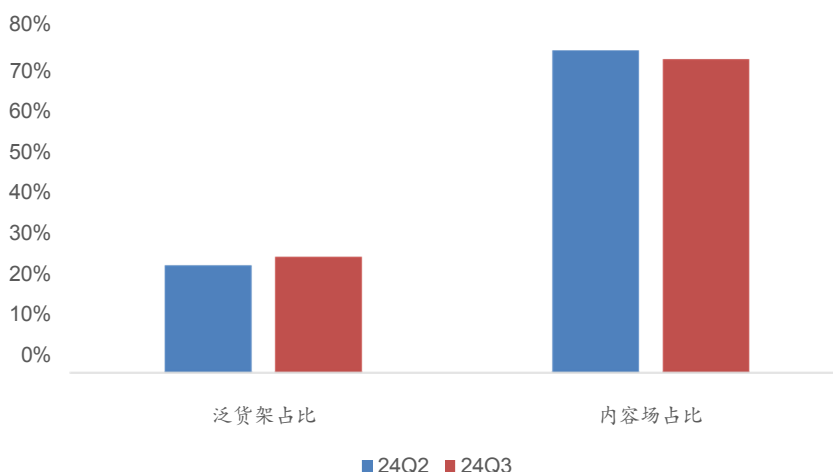
B站目前仍聚焦于开环电商的策略，视频带货是短期的发力点。B站目前的电商策略仍是以开环生态为主，站内提升视频带货的渗透率，直播带货出现了一些标杆案例，但规模化的推进仍需要一些时间。

三、短视频：商业化程度领先，寻找新的增长点

（一）电商：内容场域仍是最核心的阵地，均衡内容场和货架场的发展

因24Q2电商GMV增长不及预期，短视频将运营的重心重新调整，以合理的资源提升货架场域的贡献，但更为重视内容（直播、视频）场域的核心优势阵地的的发展。抖音电商先开拓了货架场域的建设，快手随后也跟进了建设货架电商的策略，主要是在站内给予入口导流进入货架界面，但和传统货架电商相比，短视频平台的货架主要是通过导流效应带来的购物转化，在价格力和售后服务体系上，仍需要强化用户心智的建设。24年下半年，短视频电商将运营的重心重新调整回到擅长的内容场域，通过直播运营和短视频带货的运营提升，带动电商业绩的增长，而对于货架场域仍会重视均衡发展，目前货架场的增长仍保持较快速度。

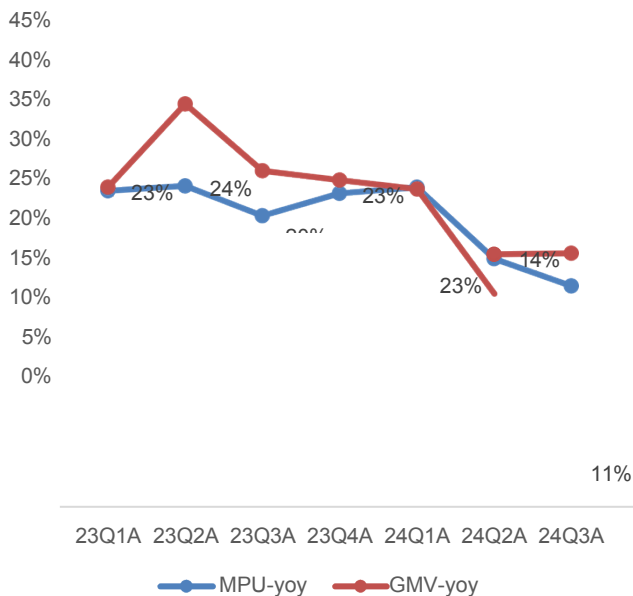
图 23：快手电商交易的不同场域占比推移（2024Q2-2024Q3）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

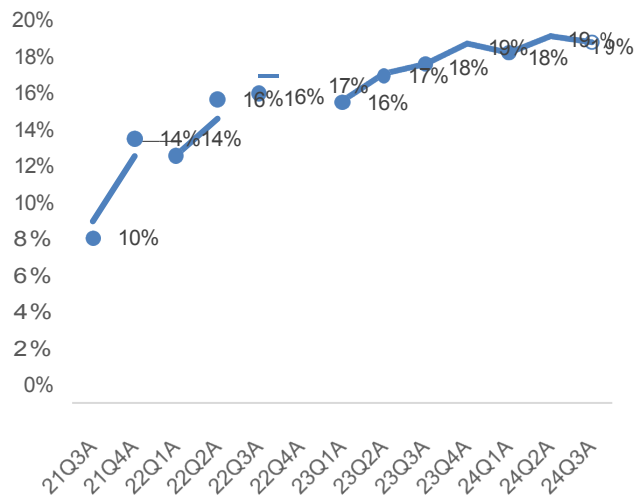
快手的买家数仍在保持健康增长，对大盘用户的渗透率逐步提升。目前来看，GMV增长和买家数增长的趋势较为同步。

图 24: 快手电商GMV同比增速和月付费买家同比增长推移 (23Q1-24Q3)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 25: 快手月付费买家/MAU渗透率推移 (23Q1-24Q3)

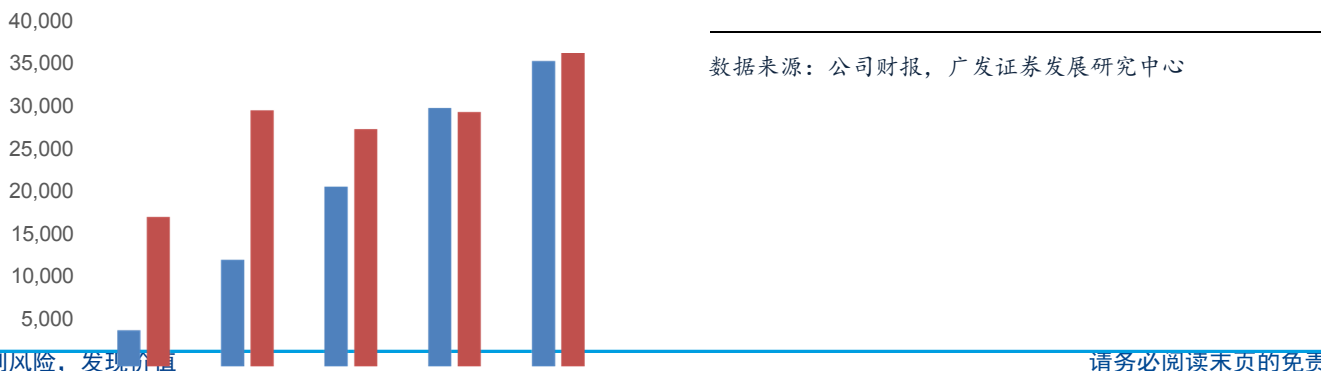


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 短剧: 满足用户时长消耗, 带动外循环广告的加速增长

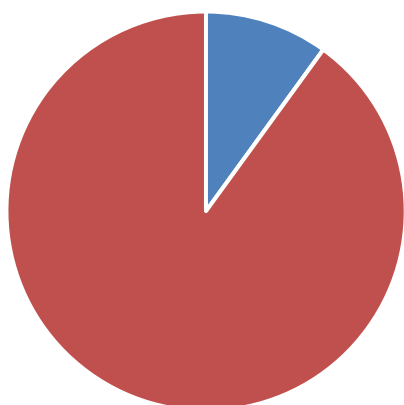
24年电商广告增长有所放缓, 但外循环广告增长有所加速, 内外循环体系轮番为广告业绩提供安全垫。短剧投流成为驱动快手外循环广告增长加速的核心动因, 我们预计外循环广告中有10%来自于短剧的投流, 贡献了24年快手外循环广告最主要的增量。过去两年, 外循环广告增长承压的阶段, 电商内循环广告的高速增长托底了快手的广告业绩, 今年外循环广告加速, 内循环有所放缓, 但我们看到在两条驱动因素的轮流轮动下, 整体短视频的广告表现较为稳健。

图 26: 快手广告按内循环和外循环收入 (百万元) 的拆分 (2020-2024E)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27：快手外循环广告中短剧投流的占比（2024E）



■ 短剧投流广告 ■ 其他

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）本地生活：可能是继电商之后，短视频平台重点运营的业务，但需要平衡投入产出比

后续短视频平台电商增长放缓后，可能会持续加码本地生活业态的建设，快手也开始逐步增加对这块业务的补贴投入。从抖音电商在24年逐步放缓的节奏来看，后续可能还会持续加码运营的业态可能还是在本地生活领域。快手24Q3的销售费用增加，主要考虑在短剧、本地生活和电商补贴方面给予了更多的支持和投入，或意味着前期通过流量红利快速增长和释放利润的阶段已经过去，后续短视频平台在新业务扩张方面需要投入较过去更多的资源，以驱动未来的持续相对快速的增长。但考虑到短视频电商和广告主业增长趋缓，参考抖音的业务扩张和收缩情况，短视频龙头对于新业务探索总体是审慎积极，重点考虑投入产出比。

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/827144043145010004>