

互联网

NBS 数据或预示 2Q 电商 GMV 表现有望好于预期

据国家统计局，5M24 网上零售额/实物商品网上零售额达人民币 5.8 万亿元/4.8 万亿元，同比增长 12.4%/11.5%，对应两年 CAGR 为 13.1%/11.6%，网上零售额增速持续超过实物商品网上零售额增长。单 5 月份实物商品网上零售额增速 12.9%，环比上月的 9.6% 进一步加速，较高基数下稳健增长趋势延续且好于市场预期，直播电商及即时零售持续渗透、购物体验提升下消费者购买习惯持续向线上迁移或为主要支撑。电商平台围绕高频及核心会员用户展开补贴和驱动用户体验提升的投资有望支撑高效增长，基于较为稳定的利润水平提升股东回报或有望为估值水平提供支撑，而未来消费复苏或有望支撑更进一步的估值重估。我们维持拼多多 (PDD US)、阿里巴巴 (BABA US)、京东 (JD US) 的买入评级。

- **消费小幅复苏，但低于市场预期。** 据国家统计局，5M24 社会消费品零售总额同比增长 4.1%，两年年均复合增长率小幅回升至 6.7% (4M24 两年 CAGR: 6.3%)，但整体恢复速度仍略慢于 Wind 一致预期，单 5 月份社会消费品零售总额同比增长 3.7%，弱于 Wind 市场一致预期的 4.5%。线下消费活动维持健康增长，5 月餐饮收入为人民币 4,274 亿元，+5.0% YoY (4 月: 4.4%)，两年复合年增长率为 19.1%。
- **尽管 2Q 面临高基数，实物商品网上零售额同比增速 5 月环比进一步加速。** 5M24 实物商品网上零售额 4.8 万亿元，同比增长 11.5% (4M24: 11.1%; 5M23: 11.8%)，据数据测算单 5 月份实物商品网上零售额增速 12.9% (2M24/2024 年 3 月/4 月: 14.4%/6.8%/9.6%)，增速环比上月进一步加速，两年 CAGR 维度环比上月基本持平，4-5 月合计实物商品网上零售额同比增速为 11.4% (1Q24: 11.6%)，或预示电商平台 2Q GMV 表现有望好于市场预期。按消费类型划分，5M24 吃/穿/用类网上零售额同比增长 19.6%/9.0%/10.8%，两年复合年增长率为 13.9%/11.8%/11.1%。因电商大促季到来，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重环比提升至 24.7% (4M24: 23.9%)。
- **天天低价心智持续渗透及取消预售机制助推下购物节 GMV 在 2Q GMV 中的占比或有望逐步下降。** 回顾 2018-2019 年，京东 618 购物节 GMV (6 月 1 日-18 日合计) 在 2Q 平台中的 GMV 占比约为 36-37%。尽管近年来 618 购物节的周期相较几年前有所拉长，但随着电商平台更加注重天天低价的心智渗透及取消预售机制，购物节 GMV 在 2Q 平台整体 GMV 中的占比或有望在中长期呈现下降趋势。
- **服务及虚拟商品网上零售额增速仍快于实物商品网上零售额。** 5M24 网上零售额 (实物+虚拟及服务商品) 为 5.8 万亿元，+12.4% yoy，增速持续优于实物商品网上零售额 (11.5%)，或仍受益于在线旅游等服务商品表现较强所推动；二者增速差距 0.9pp 相较上月 0.4pp 有所扩大。
- **提高股东回报率的举措有望为估值提供支撑。** 基于较为稳定的利润水平，领先的电商公司正在提高股东回报率，我们认为这有望为估值水平提供支撑。阿里巴巴计划于 2027 年 3 月前，每年减少至少 3% 流通股，而京东宣布将于 2027 年 3 月前的 36 个月内回购至多价值 30 亿美元股票，此外两家

优于大市
(维持)

中国 互联网 行业

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶治
franktao@cmbi.com.hk

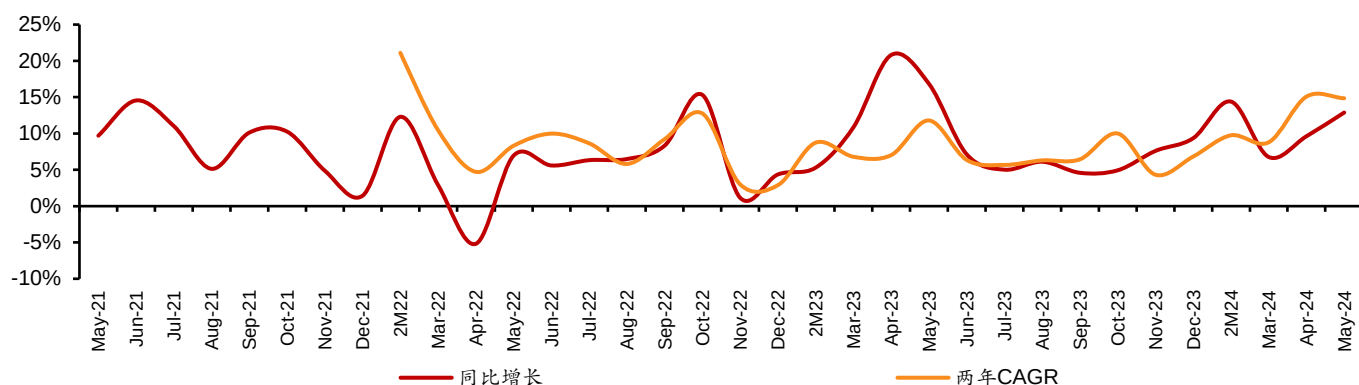
陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

相关报告链接

1. [Halfway into the year: Observations of consumption trends from DBF holiday – 17 Jun](#)
2. [Meituan \(3690 HK\) - 1Q results pointed to a better full-year earnings growth outlook – 7 Jun](#)
3. [PDD Holdings \(PDD US\) - Increased monetization drove a strong beat on results – 23 May](#)
4. [JD \(JD US\) - Entering into a clean base for growth – 17 May](#)
5. [Alibaba \(BABA US\) - Business adjustment shows greater visibility in delivering results – 15 May](#)
6. [Alibaba \(BABA US\) - Driving long-term growth while enhancing shareholder return – 11 Apr](#)
7. [Meituan \(3690 HK\) - Expect significant loss reduction for new businesses – 25 Mar](#)
8. [Pinduoduo \(PDD US\) - Still has potential to improve monetization – 21 Mar](#)
9. [E-commerce - 2M24 online retail sales recap – 19 March](#)
10. [JD.com \(JD US\): Driving growth in a more ambitious way – 7 Mar](#)

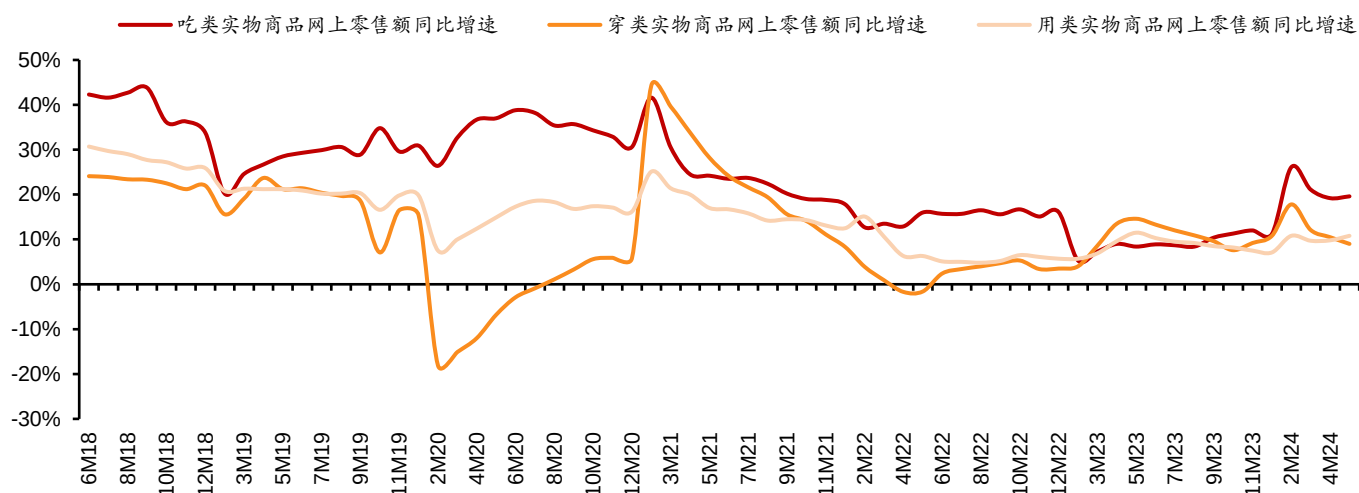
公司亦通过可转债计划筹措增量资金以进一步提升股东回报水平。股东回报水平的改善将为电商公司的估值提供支撑，然而进一步重新估值或仍取决于消费复苏。拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品来支撑稳健的 GMV 增长，在“百亿补贴”计划佣金率的提高和新广告产品推出的帮助下，拼多多或仍有进一步推动主站货币化率提升的空间，海外扩张仍有望支持拼多多的长期收入和盈利增长。

图 1：单月实物商品网上零售额同比增速



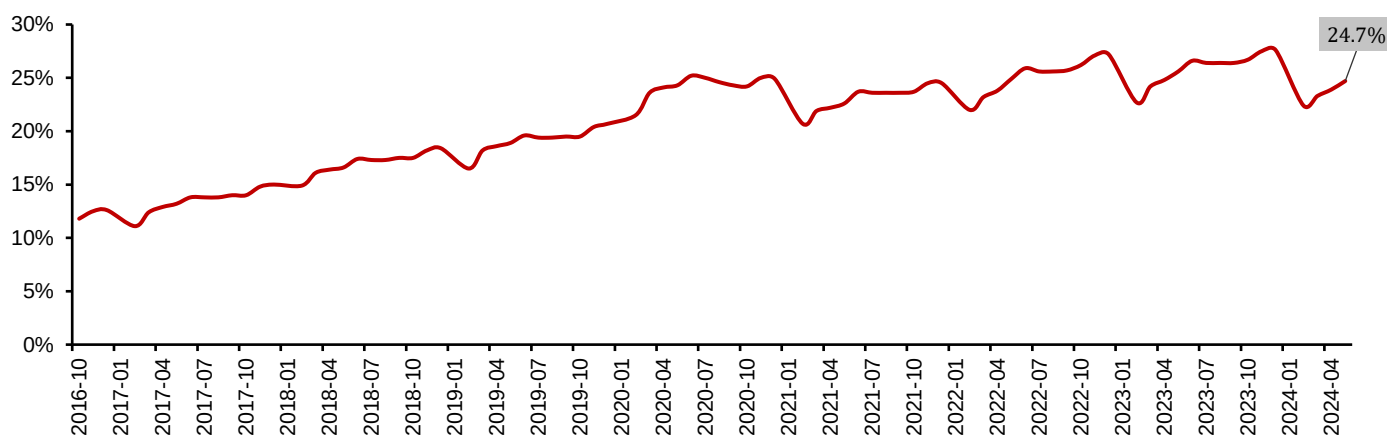
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 2：吃/穿/用类商品网上零售额同比增速



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 3：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比例



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

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。本报告中所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关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。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。