

策略动态跟踪报告

互联网板块春江水暖

证券分析师

薛威	投资咨询资格编号 S1060519090003 BQL518 XUEWEI092@pingan.com.cn
魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 BOT313 WEIWEI170@pingan.com.cn



平安观点：

■ 巨头分拆上市——业务提效，估值提升

近期阿里、京东两大互联网巨头陆续公布了分拆上市的计划。从业务角度，让培育成熟的业务独立运营，能够提升相关业务的经营效率，也能更好地适应市场竞争；虽然和集团旗下业务的关联度没有之前那么紧密，但成熟业务的独立并不会给集团旗下业务带来明显冲击，只需度过适应期即可。

从估值角度，分拆前，集团整体估值主要是以主营业务来估，一些营收占比不大的业务对集团估值影响十分有限。但在分拆上市后，原来几乎忽略不计的业务也会获得市场重估，从而给集团平台带来估值的提升。

■ 影响展望：互联网业态更趋健康，市场竞争更加有效

2021-2022年的互联网监管的一大主题就是反垄断，巨头分拆部分业务独立运营也顺应了互联网反垄断的大势，这对于不同垂类领域的市场竞争也有积极的促进作用，互联网业态也更趋健康。后续不排除更多平台巨头采取类似的业务分拆操作来提质增效。

另外，腾讯视频与抖音达成合作，长短视频联动推广、短视频二次创作等成为合作重点。这是互联网巨头旗下业务开启跨集团平台合作的示范，有利于不同集团旗下业务通过合作形成强强联合，进而提升竞争力与经营效率。

■ 冬去春来，互联网板块迎估值提升

过去两年的冬寒已经褪去，在政策支持的利好和经济修复的支撑下，互联网经营的环境正明显好转。随着部分业务的分拆上市，以及跨平台合作的展开，平台类互联网企业将迎来估值提升，同时整个互联网业态的健康化也有利于各个赛道的竞相发展，从而能够更好的服务实体产业和消费者。

另外，技术进步带来的赋能也值得关注。AI技术的突破发展给互联网用户交流、经验分享、数据挖掘、内容呈现等都带来了极大的革新，信息交互与内容创作的效率也会明显提升。当前，各大互联网公司也在集中开发与AIGC融合的新产品和新工具，率先在相关领域做出成效的公司也将在其所在的垂类赛道获得竞争优势。

对于互联网大厂而言，其在过去近二十年的发展过程中积累的数据、人才、资金、技术优势是能够在中文大模型领域做出成果的重要支撑。后续，包括百度、阿里在内的互联网大厂将加快在中文大模型领域的研发，也将提升互联网及相关领域的市场关注度。

■ 风险提示：

1) 分拆上市进程不及预期；2) 中文大模型研发进展慢于预期；3) 通胀回升迫使美欧央行收紧货币；4) 海外中概股监管趋严。

一、 巨头分拆上市——业务提效， 估值提升

2023年3月28日，阿里在公司全员信中宣布了“1+6+N”架构计划，即根据其业务领域、市场环境、客户群和发展战略等关键因素考量，把1个阿里集团整体分拆为6个细分业务集团和N家业务公司的扁平化架构。

分拆前，阿里的主营业务主要由核心商务、云计算、菜鸟物流服务、数字媒体与娱乐、创新举措等五大部分构成。据阿里2022年年报，在业务分类中，核心商务占比高达约82%，其中包含中国商业零售-客户管理、中国商业零售-其他、中国商贸批发、国际商业零售、国际商务批发、本地服务等，分别占比为37%、30%、2%、6%、2%、5%。从阿里的管理费用占总营收比来看，该指标在过去几年一直保持在5%左右，而在2020年和2021年这一比例略有下降至4%，2022年也保持在4%左右。这个指标反映了阿里公司在管理方面相对高效。

在阿里集团管辖下已趋于成熟的云智能、淘宝天猫商业、本地生活、菜鸟、国际数字商业、大文娱多个板块将在分拆后，在阿里控股和董事局主席兼首席执行官张勇的管理下分别设立董事会，作为六大业务集团和多家业务公司独立成立和运营。自公布分拆计划后，阿里港股和美股股价迎来一轮上涨。

2天后，据京东集团最新公告，在已有美国上市的京东集团和达达集团及中国香港上市的京东健康和京东物流4家上市公司的基础上，京东计划分拆旗下京东产发和京东工业两家公司，并间接持有50%以上股权，让其继续作为子公司在港交所主板独立上市，以丰富整个京东的生态体系。

分拆前，京东的主营业务主要由销售电器及消费电子产品、日用百货、电子商务平台和广告服务、物流服务等四大部分构成。据京东2022年年报，京东集团收入可分为净产品收入和服务收入，其中组成净产品收入的销售电器及消费电子产品占比49.31%，日用百货占比33.37%，服务收入包括电子商务平台和广告服务及物流服务，总占比为17.31%。相较阿里，京东的管理费用占总营收比例较低，但两者都拥有相对稳定的管理费用支出。

在京东的业务领域中，京东产发和京东工业分别在定制基础设施解决方案和工业供应链技术与服务方面拥有相对优势。可以预期上市后将形成业务盈利的独立性，逐步脱离对母公司的依赖，并且更好地满足客户需求。同时，这也有利于京东在定制基础设施和工业供应链领域获得更多市场份额，推动业务的成长与发展。

从业务角度分析，在互联网行业激烈的竞争环境下，分拆出的业务将在各自领域获得更大的发展空间，且更有针对性地培养自身优势，从而重建公司估值体系，赢得更多投融资机会。同时，自主经营的业务将更有机会提升相关业务效能，更好地适应市场竞争，从而具备未来独立融资及上市的可能性，为市场创造更多专业服务及商业价值。

从估值角度分析，分拆前集团的整体估值主要以主营业务为基础评估，一些营收占比较小的业务对集团估值的影响有限，但分拆上市后，原先几乎忽略不计的业务也会获得市场重估，吸引更多投资者和资本关注，从而给平台带来估值提升，为公司未来发展奠定更加坚实的基础，并为其中长期保持领先地位提供有力支撑。

图表1 阿里巴巴主营构成(%) - 2022年报



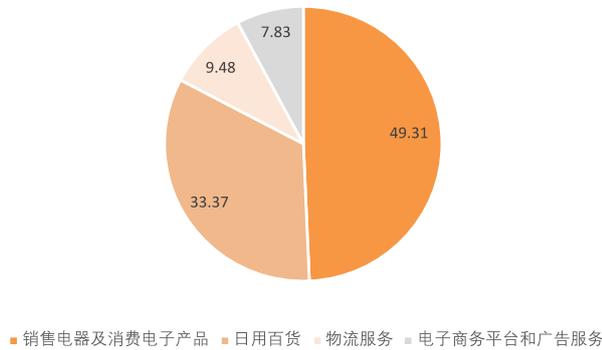
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 阿里巴巴 [9988.HK] 收盘价(港元/股)



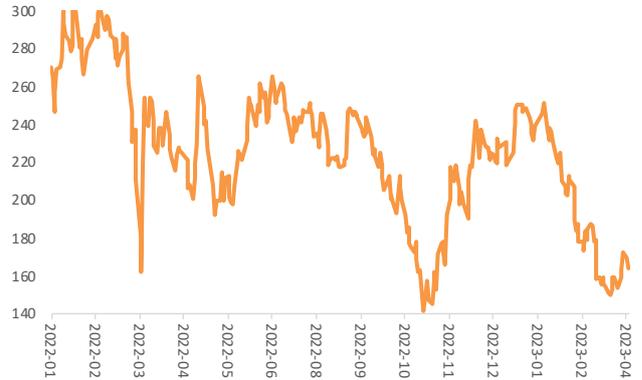
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 京东主营构成(%) - 2022 年报



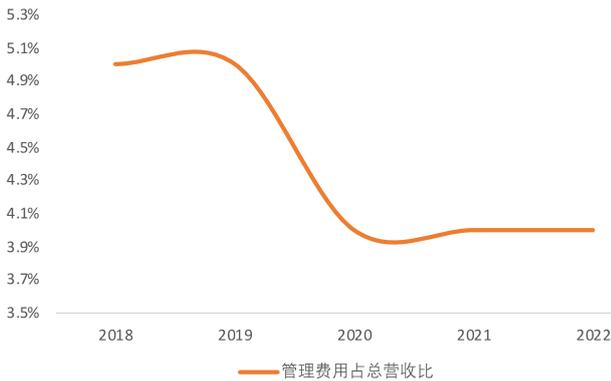
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 京东 [9618.HK] 收盘价 (港元/股)



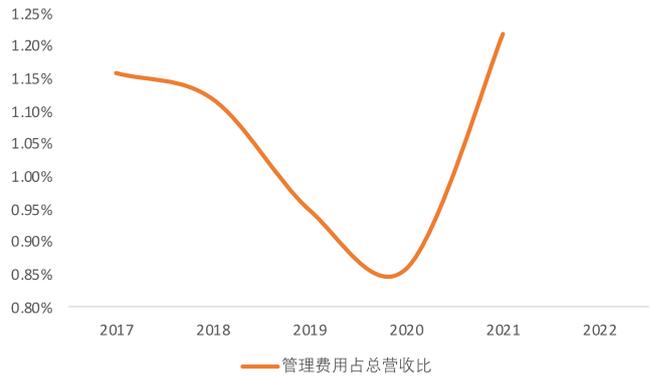
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 阿里巴巴管理费用占营收比例



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 京东管理费用占营收比例



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、 影响展望：互联网业态更趋健康，市场竞争更加有效

2020 年 11 月 10 日，国家市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，旨在加强对互联网巨头涉嫌垄断的调查和监管。随着意见稿颁布，各部委陆续要求进一步规范互联网行业并加大反垄断监管力度，港股互联网巨头股价在 2021 年年初触顶后集体大跌。但监管在 2022 年下半年开始迎来缓和，互联网板块也获得了困境反转的发展机遇。

同时，国内移动互联网流量红利已经见顶，截止 2022 年末，中国网民规模高达 10.67 亿，互联网普及率约为 75.6%。数据表明，互联网行业发展已经进入成熟期，过往集中式大规模投放资源的模式已不能顺应当下的新环境。随着流量红利见顶，以及政策监管的逐渐规范化，各互联网巨头转换思路，采取分拆业务的方式来提升运营效率，以此获取更高的竞争优势。在相对独立的细分业务赛道，赋予一线业务部门更多决策权已逐步成为众多互联网公司的共识。

部分互联网巨头开启了组织架构调整，以阿里为例，本次架构调整细分至 6 个业务板块，在相应的垂类领域都起到了积极的提效作用。

阿里云智能板块：

阿里云智能作为全球第三、亚太第一的云服务商，其主要竞争对手为亚马逊 AWS、微软 Azure、谷歌云、腾讯云、华为云、移动云、天翼云等海内外知名平台。

相较于国内竞争对手，阿里云智能主要优势在于市场份额较高，品牌认可度更大。基于 2022 年中国云市场数据，国内云服务销售总额已高达 303 亿美元，同比增长 10%；其中，阿里云、华为云、腾讯云和百度人工智能云的总增长率为 9%，占市场份额的 79%，阿里云约占 36%，排名第一，收入约为 109.08 亿美元。阿里云服务涵盖了云计算、大数据分析、人工智能、物联网和安全合规等多个领域，能帮助企业实现数字化转型和智能化升级。得益于阿里云智能产品和服务的丰富种类，以及强大的技术创新能力，阿里云能为诸多客户提供定制化创新解决方案，尤其是在人工智能、大数据分析、物联网等领域。此外，得益于头部优势，阿里云与阿里巴巴集团内其他业务紧密结合，构建了一个庞大的生态系统，能够为客户提供一站式服务。尽管如此，相较于国内其他云智能产品，阿里云智能也有一些劣势：阿里云的产品和服务价格高于同业水平，价格竞争力相对较弱；阿里云在特定技术层面存在对外依赖，受到国际关系影响，某些关键领域的竞争力存在不确定性。

在海外市场布局上，阿里云已在多个国家与地区设立数据中心，服务地区包括北美、欧洲、亚洲、澳洲等，通过提供多元化的云服务产品，来获取境外市场占有率并提升企业声誉，从而提升整体营收。截至 2022 年末，阿里云已在海外市场取得一定成功，但相较于亚马逊 AWS、微软 Azure 等海外本土企业，阿里云市场份额仍处劣势，未来面对的竞争压力不容小觑。本次内部的业务分拆将会更有利于阿里云智能业务提升自主决策权，更好地进行市场份额的扩张。

淘宝天猫商业板块：

作为中国最大的电商平台，淘宝天猫商业板块的主要竞争对手有京东、拼多多等。京东作为中国第二大电商平台，与淘宝天猫在规模上相差不大，同时也拥有自己的物流体系和支付系统；拼多多作为一家以低价拼团模式为特征的电商平台，其主要用户群体是下沉市场，其极致低价带来的超高性价比也吸引了不少用户。其他传统电商平台主要是盯住垂类产品或特定用户群体，包括唯品会、苏宁易购、小红书、当当网、网易严选等。

除了上述的货架电商平台之外，近年来兴起的内容电商模式也给电商业务带来了新的发展机遇，不仅抖音、快手、视频号等短视频平台在内容电商展开了激烈角逐，阿里系的淘宝天猫、小红书等也在内容电商大力布局。以直播电商为代表的 content 电商与传统的货架电商的“人找货”模式不同，其通过直播形式进行推广，不仅能利用主播的娱乐互动丰富用户的购买体验和参与度，还可以通过用户的观看时长、次数、购买交易数据来更好获得用户群体画像，提升电商业务运营效率。内容电商利用其实时性、互动性和社交性给传统货架电商带来了一定的冲击。在当前竞争加剧的格局下，用户获取成本逐渐提高，淘宝天猫也在不断优化产品和服务，以吸引和留住用户。

另外，随着内容电商的快速发展，相应的监管政策也在不断加强，应对监管压力，并确保直播电商业务的合规性也是需要时刻关注的。作为阿里巴巴旗下的核心业务，淘宝天猫商业板块当前仍拥有强大的品牌影响力和市场份额，加上阿里巴巴集团拥有的技术优势，淘宝天猫的内容电商业务也获得了强有力的支持。在货架电商与内容电商均日益激烈的竞争格局下，淘宝天猫需要不断创新和提高服务质量，才能在竞争中获得优势，本次架构调整也是旨在应对不断变化的市场环境，提升电商业务的竞争力。

物流板块：

作为阿里集团物流业务的主要平台，菜鸟驿站主要竞争对手包括顺丰、圆通、中通等快递公司旗下的自提业务以及京东的自提柜业务等。相较于其他传统快递公司，菜鸟驿站在业务模式和服务范围上有所区别。传统快递公司主要依赖自有的快递车队和快递员来完成配送业务，而菜鸟驿站则通过建立一个开放式的物流配送平台来实现物流配送的智能化、自动化以及网络化。此外，菜鸟的服务范围不仅限于物流配送，还包括了仓储、包装、订单管理、数据分析等，从而提供了全方位的供应链解决方案。

在垂类市场对比来看，菜鸟驿站主要有以下四个优势：第一、菜鸟是快递行业唯一一家千亿级平台型物流服务商，规模占优，已在全国设立了 3 个产业园，在国内 30 个城市布局了 50 余个物流园区，并已在海外建设了多个物流园区和物流枢纽；第二、菜鸟广泛遍布于各个社区，市占率近 70%，规模效应显著，这主要得益于菜鸟驿站在智能快递柜领域的技术和服务优势，以及阿里巴巴的资源和品牌影响力。此外，菜鸟驿站还在全球范围内积极扩展，目前已经进入了东南亚、南美洲等

多个国家和地区，市场未来发展空间广阔；第三、菜鸟的安全性上也相对较强，菜鸟驿站可以确保快递在自提点妥善保存，降低丢失和损坏的风险；第四、消费者可以选择在方便的时间自行取件，避免快递投递时间与个人时间的冲突。得益于本次拆分，菜鸟的自提业务和“网格化”物流网络将获得更广泛的发展空间，也将有利于提高行业整体的物流效率和服务质量，从而为消费者提供更加便捷的物流服务。

本地生活板块：

阿里本地生活业务的主要竞争对手是美团。在本地生活板块中，饿了么作为阿里巴巴集团旗下的互联网 O2O 生活服务平台，提供了网上订餐、线下团购、同城快送等服务。饿了么作为国内目前第二大的网上订餐外卖平台，市占率约为 30%，但相较于行业龙头美团外卖约 70% 的市占率还存在着较大差距。另外，饿了么和美团在营收模式上存在着较大差异，饿了么依赖于外卖业务的佣金收入，而美团外卖则通过酒店预订、团购等多元化业务丰富营收模式，减轻了其对外卖业务的过度依赖。

在 2022 年，本地生活服务呈现出了群雄并起的格局：不仅有拼多多、京东的强力加入，还有流量平台抖音的意外杀入。作为短视频的行业巨头，抖音跨界进入本地生活领域，这也使得本地生活业务竞争强度飙升，饿了么面临的局势更为严峻。2023 年 3 月 22 日，高德内部召开会议，宣布和阿里本地生活旗下的到店业务正式合并，阿里旗下所有的本地生活到店业务将统一整合在高德地图的入口中；随着饿了么到店和高德的合并，阿里的本地生活版图将再次发生改变。这也表明了阿里集团对本地生活板块的重视，本次拆分也将为本地生活板块的发展带来新的动力。

国际数字商业板块：

在国际数字商业板块，阿里国际数字商业的主要竞争对手包括亚马逊、谷歌、Facebook 等跨国科技巨头。这些公司在人工智能、云计算、物联网等领域都有着强大的技术和资源优势，并且在数字商业领域方面也有着一定的建树。此外，还有一些新兴公司和创业企业在不断涌现，成为了阿里国际数字商业的竞争对手，比如拥有强大社交网络的 Snap、社交电商平台 Pinterest 等。另一方面，人工智能的迅速发展也将给数字化领域带来全新的竞争环境。当前谷歌母公司 Alphabet 收购英国人工智能公司 DeepMind，微软投资 OpenAI 公司研发 ChatGPT，甚至改变了科技行业格局。

综上所述，阿里本次拆分业务将给不同垂类领域的市场竞争起到一定的促进意义，从而让互联网业态更趋健康；此外，京东也迅速展开了业务拆分。不能排除后续会有更多平台巨头采取类似的业务分拆操作来提质增效。

图表7 阿里巴巴[9988.HK]“1+6+N”分拆业务模式

“1”	
阿里巴巴集团	
“6”	
云智能集团	张勇兼任CEO
淘宝天猫商业集团	戴珊（苏荃）任CEO
本地生活集团	俞永福担任CEO
国际数字商业集团	蒋凡任CEO
菜鸟集团	继续由万霖担任CEO
大文娱集团	樊路远（木华黎）担任CEO
“N”	
阿里健康、高鑫零售、银泰商业、盒马、夸克等	

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 京东[9618.HK]分拆旗下两项业务

京东集团分拆业务汇总	
2014年5月	京东集团
2020年6月	达达集团
2020年12月	京东健康
2021年5月	京东物流
最新业务分拆	
2023年3月	京东产发
	京东工业

资料来源：WIND，平安证券研究所

另外，腾讯视频与抖音达成合作，长短视频联动推广、短视频二次创作等成为合作重点。这是互联网巨头旗下业务开启跨集团平台合作的示范，有利于不同集团旗下业务通过合作形成强强联合，进而提升竞争力与经营效率。

三、 冬去春来，互联网板块迎估值提升

在政策支持的呵护和经济修复的支撑下，互联网经营的环境正迎来困境反转。随着巨头部分业务的分拆上市，互联网行业的发展也进入了一个新的阶段，业务的提质增效有利于平台类互联网企业的估值提升。同时，整个互联网业态的健康化也为各个赛道的竞相发展提供了机遇。互联网领域不同的垂类赛道参与者，也将针对各自资源禀赋与用户需求开展产品服务的创新和业务拓展。这也将进一步推动互联网与实体产业的深度融合，为消费者提供更多元化的服务。

另外值得关注的是，伴随着近期 AIGC 和 ChatGPT 技术的重大突破，互联网用户交流、经验分享、数据挖掘、内容呈现等都将迎来极大革新，信息交互与内容创作的效率也会明显提升。比如 AIGC 技术可以根据用户的兴趣、偏好、行为等数据，生成个性化的内容，提高用户的体验感受，从而提升用户的满意度和忠诚度；AIGC 技术还能加快数据挖掘、提高精准性，这可以大大提高内容的生产效率，减少人力成本。

当前各大互联网公司纷纷投入大量资源进行 AI 大模型的研发和应用，以提高自身在相关领域的竞争力。AI 大模型的应用能帮助企业提高生产效率、降低成本、提高用户体验等，为互联网行业带来广泛的应用前景。同时，随着 AI 大模型的不断发展和创新，将会诞生更多新产品和新工具，带来更多的商业机会和市场需求。

在这种情况下，率先在 AIGC 技术应用领域做出成效的公司将在其所在的垂类赛道获得竞争优势。这些公司将能够快速获得更多用户和市场份额，并在技术创新方面走在前列。同时，这些公司还可以吸引更多的投资和人才，为企业的未来发展奠定坚实基础。

四、风险提示

- 1) 分拆上市进程不及预期；
- 2) 中文大模型研发进展慢于预期；
- 3) 通胀回升迫使美欧央行收紧货币；
- 4) 海外中概股监管趋严。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033