

互联网行业 2024 上半年回顾暨 7 月投资策略： 互联网板块筑底确认，推荐配置竞争格局清晰的互联网龙头

优于大市

核心观点

2024 上半年行情回顾：恒生科技累计下跌 5.6%，纳斯达克互联网指数累计涨幅 14%。个股方面，港股腾讯音乐、美团、腾讯控股为年初至今表现前三的股票，累计涨幅为 57%、35%、28%。美股英伟达、SEA、META 为年初至今表现前三的股票，累计涨幅为 179%、76%、42%。从市盈率看，恒生科技指数 PE-TTM 为 22.7x，处于恒生科技指数成立以来 15.12%分位点。

国内互联网公司纵览：1) **腾讯控股：**游戏业务预计将企稳回升，视频号广告开启清晰成长曲线，整体业务组合向高质量优化，利润增长持续跑赢收入增长。2) **美团：**外卖运营提效，到店业务竞争压力趋缓，经营利润率环比回升。3) **阿里巴巴：**内部战略改革，聚焦淘宝天猫发展，预计上半年收入平稳增长，GMV 份额逐步企稳。4) **拼多多：**海外 Temu 持续高增长，近期推出半托管业务，预计将持续改善利润率，主站方面仍保持健康增长。5) **京东集团：**家电类产品有望推出换新补贴，上半年收入稳健增长，利润表现亮眼。

海外互联网公司纵览：1) **微软：**AI 背景下，云业务加速增长，AI PC 助力 AI+办公发展。2) **谷歌：**广告业务稳健、云增长复苏，关注 Gemini 后续 AI 建设。3) **META：**广告稳健且成本控制良好，Reels 短视频持续拉动增长，关注宏观与 AI 技术发展。4) **亚马逊：**降本增效持续提升利润率，AWS 持续加速增长。5) **海外 SaaS：**IT 支出仍处在弱周期，AI 对板块需求带来结构化差异，AI 应用商业化进展较慢同时 AI 使得大部分 SaaS 公司重回投资周期，关注业绩加速增长的公司。

投资建议：整个上半年，港股互联网各龙头公司已表现出微观基本面筑底回升的特征，尽管宏观经济仍表现出一定压力，我们观察到腾讯的主业游戏海外流水已率先回暖、美团外卖业务每单盈利能力在 Q1 也开始环比回升、美团本地生活业务跟字节的竞争也逐步走向差异化方向等，我们认为现在正处在微观企业经营效率的小周期回升的起点，因此将推动港股互联网板块开启长期基本面修复行情。此外，各家互联网公司今年以来陆续推出大额回购计划，整个上半年腾讯、美团、快手的回购金额分别为 523 亿/77 亿/9.7 亿港元。目前港股互联网公司多数交易在 24 年经调整净利润 15-20x 水平，相比较美股纳斯达克科技巨头多数交易在 24 年 PE25-30x，整体估值较低，投资价值凸显。我们当前推荐优先配置竞争格局清晰的港股互联网龙头腾讯、美团等。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
0700.HK	腾讯控股	优于大市	379.4	3,549,273	19.5	22.2	18	16
9999.HK	网易-S	优于大市	148.9	478,086	11.2	12.0	12	12
3690.HK	美团-W	优于大市	117.1	728,968	5.8	7.9	19	14
1024.HK	快手-W	优于大市	47.0	204,909	4.0	5.7	11	8
PDD.O	拼多多	优于大市	137.3	190,734	17.9	25.9	14	10
9988.HK	阿里巴巴-SW	优于大市	72.2	1,396,744	8.0	9.2	8	7
6618.HK	京东健康	优于大市	21.6	68,892	1.3	1.6	15	13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

优于大市 · 维持

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

联系人：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海外垂类 AI 专题 (7)：美股 SaaS 一季报跟踪，AI 效果明显分化》——2024-06-19

《苹果 WWDC 大会点评-看未来端侧 AI Agent 与软件厂商的应用边界》——2024-06-13

《人工智能应用专题 (6)：2024 群雄逐鹿，人工智能的机遇与挑战》——2024-05-16

《美股科技互联网 24Q1 财报总结：云周期逐步回升，AI 促进广告加速增长》——2024-05-07

《海外垂类 AI 专题 (5)：AI 进行时，软件公司效能初显》——2024-03-28

内容目录

2024 上半年回顾	5
上半年行情回顾：恒生科技累计下跌 5.6%	5
国内互联网公司纵览	7
腾讯控股：业务组合向高质量优化，利润增长持续跑赢收入增长	7
美团：外卖业务依赖宏观环境，到店业务经营利润率环比回升	10
阿里巴巴：上半年收入平稳增长，公司大力投入电商等核心业务使得利润承压	13
京东集团：上半年收入稳健增长，利润表现亮眼	14
拼多多：主站保持高速增长，海外业务大幅减亏	15
海外互联网科技公司纵览	17
整体观点：云计算业务持续加速，AI 有望带来板块结构性变化	17
微软：云业务加速增长，AI PC 助力 AI+办公发展	19
谷歌：广告业务稳健、云增长复苏，关注 Gemini 后续 AI 建设	21
META：广告稳健且成本控制良好，关注宏观与 AI 技术发展	23
亚马逊：降本增效持续提升利润率，AWS 持续加速增长	25
海外 SaaS：股价反映了下游需求以及 AI 带来的结构性影响	27
投资建议	29
风险提示	29

图表目录

图 1: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅	5
图 2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势	5
图 3: 2024 年至今互联网板块重点公司表现	6
图 4: 2024 年至今互联网板块涨幅 TOP 10 的股票 (%)	6
图 5: 2023 年至今互联网板块跌幅 TOP 10 的股票 (%)	6
图 6: 恒生科技指数 PE-TTM 情况	6
图 7: 腾讯总收入及增速 (亿元, %)	7
图 8: 腾讯调整后归母净利润及净利润率 (亿元, %)	7
图 9: 《DNF》手游 iOS 畅销榜排名	8
图 10: 央行非金融机构存款金额及增速 (亿元、%)	9
图 11: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)	11
图 12: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)	11
图 13: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)	11
图 14: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)	11
图 15: 抖音 VS 美团到店酒旅业务市占测算 (核销前)	12
图 16: 美团到店酒旅货币化率	12
图 17: 美团到店酒旅经营利润率	12
图 18: 美团到店酒旅业务经营利润 (OP) 敏感性测算	13
图 19: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)	13
图 20: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)	13
图 21: 阿里巴巴淘天集团季度 CMR 收入及增速 (百万元, %)	14
图 22: 淘天集团经调 EBITA 及增速 (百万元, %)	14
图 23: 京东集团季度营业收入及增速 (百万元, %)	14
图 24: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)	14
图 25: 拼多多季度分部营业收入及增速 (百万元, %)	15
图 26: 拼多多季度经调净利变化情况 (百万元, %)	15
图 27: 微软智能云收入与增速变化 (百万美元, %)	17
图 28: 亚马逊 AWS 收入与增速变化 (单位: 百万美元、%)	17
图 29: 谷歌云收入与增速变化 (百万美元, %)	17
图 30: 微软 Azure 收入测算季度变化情况 (百万美元, %)	17
图 31: 各互联网与云厂 Capex 季度变化情况 (百万美元)	18
图 32: 各互联网与云厂 Capex 季度增速变化情况 (百万美元)	18
图 33: 微软收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	19
图 34: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	19
图 35: 微软分业务收入占比季度变化情况 (单位: %)	20
图 36: 微软分业务收入季度变化情况 (单位: %)	20
图 37: iPadOS 18 全新功能模块	21

图 38: 谷歌总收入及增速 (百万美元、%)	22
图 39: 谷歌净利润及净利润率 (百万美元、%)	22
图 40: 谷歌服务 (广告与其他) 收入及增速 (百万美元、%)	22
图 41: 谷歌三费占比变化 (%)	22
图 42: META 总收入及增速 (百万美元、%)	24
图 43: META 净利润及净利润率 (百万美元、%)	24
图 44: META FoA 业务收入及增速 (百万美元、%)	24
图 45: META 三费占比变化 (%)	24
表 1: 腾讯新老业务收入与利润拆分 (亿元)	9
表 2: 海外 SaaS 公司一季度业绩与公司指引汇总	27

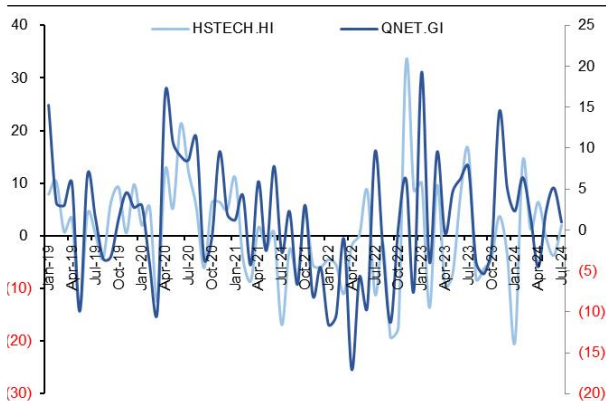
2024 上半年回顾

上半年行情回顾：恒生科技累计下跌 5.6%

指数情况：截止 2024 年 6 月 31 日，恒生科技指数今年累计跌幅为 5.6%。纳斯达克互联网指数累计涨幅 14%。

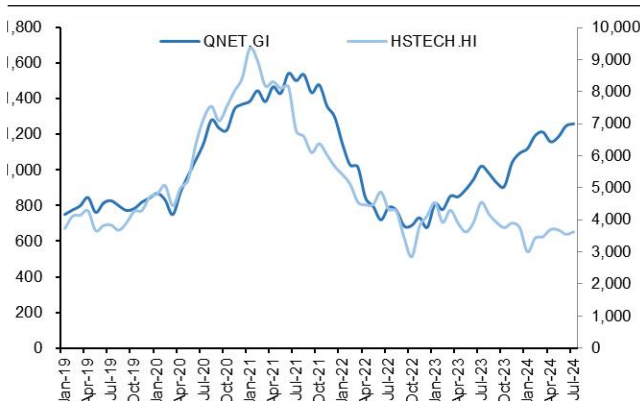
6 月恒生科技指数单月下跌 3.7%。同期，纳斯达克互联网指数 6 月录得下跌，单月跌幅为 2%。

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股方面，互联网板块股票股价涨跌不一，其中：

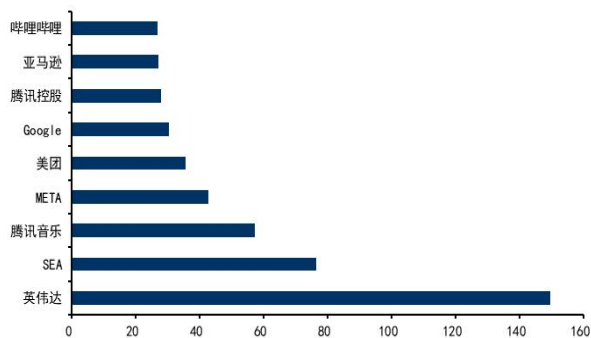
- 1) 港股方面，腾讯音乐、美团、腾讯控股为年初至今表现前三的股票，累计涨幅为 57%、35%、28%，跑赢恒生科技指数 53pct、41pct、34pct。
- 2) 美股方面，英伟达、SEA、META 为年初至今表现前三的股票，累计涨幅为 179%、76%、42%，跑赢纳斯达克指数 165pct、62pct、28pct。

图3：2024 年至今互联网板块重点公司表现

细分板块	证券代码	证券名称	月涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	收盘价	市值（亿人民币）
文娱	0772. HK	阅文集团	-4.4	-0.7	-13.43	25.2	235
	IQ. O	爱奇艺	-20.7	26.7	-24.80	3.6	248
	9899. HK	云音乐	-8.7	-5.0	11.98	98.4	193
	TME. N	腾讯音乐	-2.8	-8.7	57.36	14.4	1,775
游戏	0700. HK	腾讯控股	3.5	7.2	27.93	379.4	32,396
	9999. HK	网易	9.0	12.7	7.70	148.9	4,364
社区	BILI. O	哔哩哔哩	6.3	0.4	26.87	15.4	471
	1024. HK	快手	-16.8	-13.1	-12.84	47.0	1,870
	WB. O	微博	-13.2	-19.2	-22.78	8.1	140
	ZH. N	知乎	-16.3	-22.2	-51.41	2.7	20
	1357. HK	美图公司	-4.3	-10.2	-25.80	2.6	106
平台	BZ. O	BOSS直聘	-11.5	-17.4	13.25	18.4	587
	BEKE. N	贝壳	-16.6	-22.6	-10.52	15.1	1,351
	3690. HK	美团	5.7	9.4	35.65	117.1	6,654
	9888. HK	百度集团	-8.8	-5.1	-26.57	86.2	2,207
	META. O	META	8.1	2.2	42.74	509.5	92,134
	GOOGL. O	Google	5.7	-0.2	30.55	185.2	163,748
电商	9988. HK	阿里巴巴	-3.8	-0.1	-4.73	72.2	12,749
	9618. HK	京东集团	-9.3	-5.6	-5.59	103.3	3,002
	6618. HK	京东健康	-18.7	-15.0	-45.65	21.6	629
	0241. HK	阿里健康	-4.6	-0.9	-26.18	3.2	470
	PDD. O	拼多多	-11.2	-17.2	-9.13	133.9	13,255
	AMZN. O	亚马逊	9.5	3.6	27.19	200.0	148,380
	SE. N	SEA	5.8	-0.2	76.35	70.3	2,880
	VIPS. N	唯品会	-19.0	-24.9	-24.84	13.4	519
	MSFT. O	微软	7.7	1.7	19.29	459.3	243,352
SaaS	0268. HK	金蝶国际	-8.5	-4.8	-35.68	7.6	248
	3888. HK	金山软件	-9.8	-6.1	-5.91	21.8	266
	2013. HK	微盟集团	-6.1	-2.4	-52.08	1.4	40
硬件	NVDA. O	英伟达	12.7	6.7	149.50	122.7	215,134

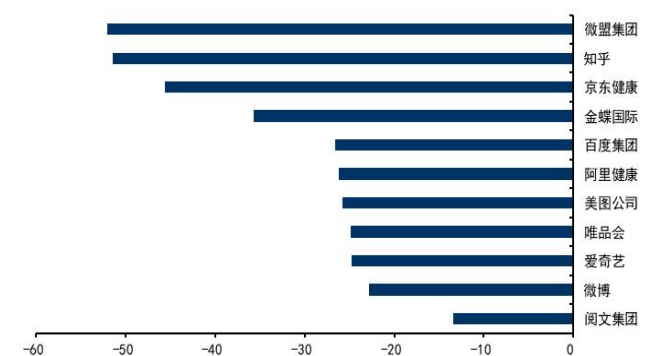
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至 2023/12/6

图4：2024 年至今互联网板块涨幅 TOP 10 的股票（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至 2023/12/6

图5：2023 年至今互联网板块跌幅 TOP 10 的股票（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至 2023/12/6

从市盈率看，恒生科技指数估值处于成立以来最低值：截至 2024 年 7 月 3 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 22.7x，处于恒生科技指数成立以来 15.12%分位点。

图6：恒生科技指数 PE-TTM 情况

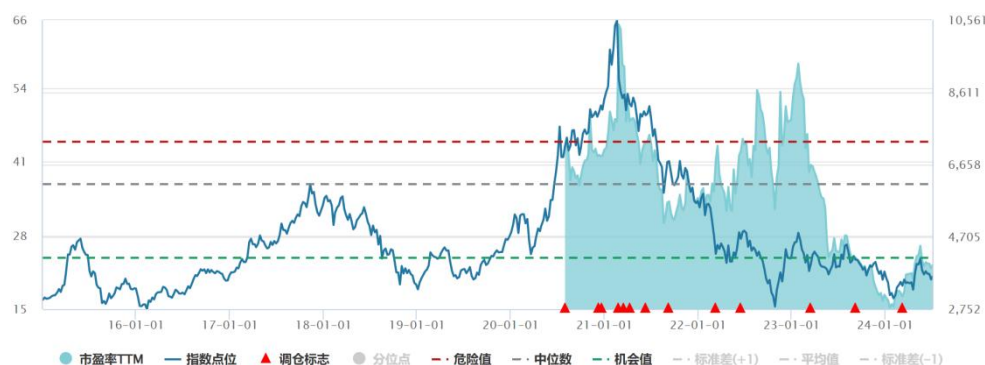
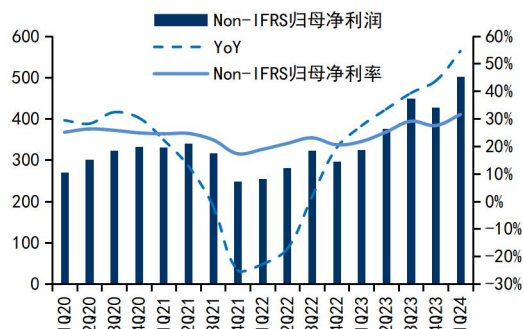


图7: 腾讯总收入及增速 (亿元, %)



图8: 腾讯调整后归母净利润及净利润率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

国内互联网公司纵览

腾讯控股：业务组合向高质量优化，利润增长持续跑赢收入增长

年初市场对腾讯业绩的主要疑问点在于：1）收入增长提速的可能性，特别是游戏业务；2）利润率提升的可持续性。

随着 23Q4、24Q1 业绩的释放，市场逐渐确认：

1) 收入增长方面，视频号预计将是相对稳定的增长来源，新游戏为潜在提速机会。广告方面，2024Q1，视频号发展带动公司网络广告收入同比增长 26%；游戏方面，24Q1 国际市场游戏总流水同比增长 34%，国内《DNF》手游 5 月 21 日上线以来表现良好，上线 45 天里有 40 天霸居 iOS 畅销榜榜首（截至 7 月 4 日）。

2) 利润方面，未来收入组合变动和经营杠杆带动下，利润率提升可持续。2024Q1，公司综合毛利率 53%，同比提升 7pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/13pct/11pct。

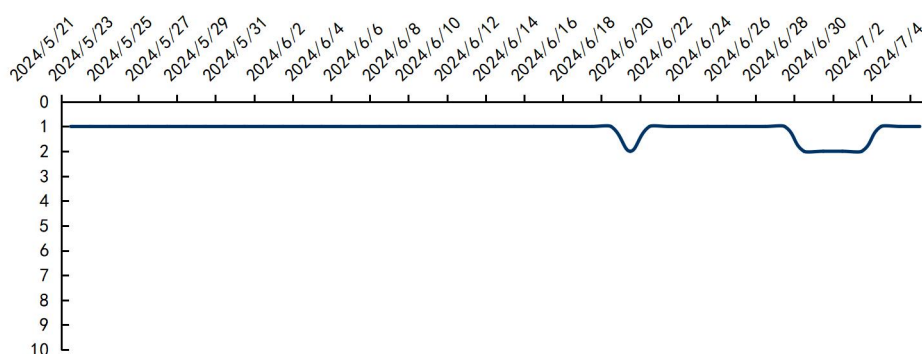
网络游戏：今年是逐季度企稳的趋势。预计随着策略调整叠加新游戏上线，公司

游戏收入 24Q2 开始恢复：

1) 国内公司重点游戏《DNF》手游预计 5 月 21 日上线。七麦数据畅销榜单，截至 7 月 4 日上线 45 天，DNF 手游连续 40 天稳居国内 iOS 游戏畅销榜榜首。根据 Sensor Tower 的数据，在 5 月上架后的 11 天里，该游戏在国内 iOS 市场的收入已经超过《王者荣耀》和《和平精英》的收入总和，使得 5 月腾讯游戏在移动端的收入实现了 12% 的增长。我们预估 DNF 手游首月流水可达 50 亿元。

2) 海外：24Q1 国际市场游戏总流水同比增长 34%，主要由于 Supercell 的游戏（尤其是《荒野乱斗》）人气回升以及《PUBG MOBILE》的用户和流水增长。根据公司财报，Supercell 的游戏实现用户量与流水的增长，《荒野乱斗》在国际市场上的日活跃账户数超过去年同期的两倍，流水超过去年同期的四倍。与此同时，5 月 29 日上线的新手游《爆裂小队》（《Squad Busters》）是 Supercell 自《荒野乱斗》以来，时隔将近 6 年之后，再次于全球正式上线的游戏。Appmagic 数据显示，Supercell 在首周收入超过 750 万美元，测算这款游戏首周总流水超过 1000 万美元。根据游戏陀螺，Supercell 首席执行官 Ilkka Paananen 表示，《爆裂小队》“不仅达到了要求，还远超预期”。

图9：《DNF》手游 iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

网络广告：视频号流量和收入高速增长。2024Q1，公司网络广告收入为 265 亿元，同比增长 26%。增长提速，主要得益于对视频号广告的强劲需求以及广告技术平台的升级。

流量增长、Adload 提升是视频号广告当前主要驱动。根据业绩会议，视频号 24Q1 总时长增长 80%，总时长是朋友圈的两倍多。我们于 4 月 2 日发布《腾讯控股（0700.HK）深度报告：视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》中测算，中期腾讯视频广告收入预计将达到 924 亿人民币，基于中期 DAU 达到 7 亿、日均时长 100 分钟、总时长 700 亿分钟/日、广告加载率 8%（23 年快手广告加载率为 9%，抖音广告加载率为 15%）等假设。

金融科技：收入侧随着宏观环境波动，毛利率逐渐提升。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务，支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 4/5 月同比分别为 0%/0%。非金融机构存款（期初期末平均值）23Q4/24Q1 同比增长 11%/5%。

毛利端：24Q1 金融科技与企业服务毛利率同比提升 11pct。1) 财富管理等高毛利业务增长：理财服务收入增长强劲，根据 24Q1 业绩，消费者越来越多地使用自己

的现金余额存入货币市场基金。财富管理收入同比增长强劲，用户数量和每个用户的平均基金投资额快速增长。2) 企业服务：24Q1 企业服务毛利润同比增长超过一倍，这主要得益于高毛利收入来源的贡献增加，以及国内外客户效率的提高。3) 高毛利的视频号带货技术服务费强劲增长。

图10: 央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

利润方面，收入组合变动和经营杠杆是长期的利润驱动力。Non-IFRS 归母净利润 503 亿元，同比增长 54%；Non-IFRS 归母净利率 31.5%，同比提升 10pct。市场担忧利润率的提升主要来自短期的降本增效，不具备可持续性。但我们认为，腾讯利润率的提升，主要来自于：

- 1) 收入组合中，视频号广告、视频号电商佣金、小游戏平台费等高利润率业务占比提升，音乐和虎牙直播、云通信转售等低利润率业务占比下降；
- 2) 战略性退出部分非核心业务和削减运营、营销、补贴的过度支出带来的一次性成本优化。

其中，战略性调整带来的一次性优化对后续年度影响有限，但随着视频号广告、视频号电商佣金、小游戏平台费等高利润率业务的持续快速增长，收入组合变动和经营杠杆的影响会持续存在，将推动腾讯利润增速跑赢收入增速。

我们将腾讯的微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费计算为新业务，我们测算预计到 25 年这些新业务在腾讯收入占比 13%，但是利润占比可达 29%。从利润增速来看，23-25 年老业务利润增速 CAGR11%，新业务利润增速 CAGR 53%。

表1: 腾讯新老业务收入与利润拆分（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E
总收入	5,601	5,546	6,090	6,671	7,224
yoy	16%	-1%	10%	10%	8%
其中：老业务收入	5,460	5,337	5,651	6,014	6,170
yoy		-2%	6%	6%	4%
其中：新业务收入	141	208	439	657	909
yoy		48%	111%	50%	38%
占比	3%	4%	7%	10%	13%
调整后归母净利润	1,238	1,156	1,577	2,024	2,299

yoy	1%	-7%	36%	28%	14%
净利润率	22%	21%	26%	30%	32%
其中：老业务调整后净利润	1,147	1,031	1,300	1,564	1,604
yoy		-10%	26%	20%	4%
净利润率	21%	20%	23%	26%	27%
其中：新业务调整后净利润	91	125	277	460	652
yoy		37%	122%	66%	42%
净利润率	65%	60%	63%	70%	72%
占比	7%	11%	18%	23%	29%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

我们认为后续腾讯股价的驱动因素将包含：

- 1) **大额回购托底股价，年内有望进一步扩大当前 1000 亿港元的回购规模。**自 3 月 20 日年报业绩会公告 1000 亿港元回购计划以来至一季报静默期，腾讯在二级市场日均回购金额为 10 亿港元。
- 2) **游戏大盘 2024 年预计将企稳回升，重拾基本盘信心。**回顾 2023 年腾讯的经营情况，当年公司游戏业务逐季度降速，导致腾讯股价从 24X PE 跌到当年 15X PE，在网易《蛋仔派对》和《逆水寒》的优秀表现背景下，市场对腾讯是否能长期守住游戏大盘的份额和增长较为担忧。我们预计腾讯游戏将于 24Q2 逐步恢复增长，全年游戏业务将呈现缓慢增速回升的经营趋势。
- 3) **高质量业务增长拉动毛利率上升，经营质量提升带动业务结构变化有望提升估值。**未来三年腾讯财务端表现将呈现经调整净利润增速 大于 毛利增速 大于 收入增速
- 4) **高质量业务中视频号广告和电商发展可能超过我们预测的增速，但需进一步观察积极信号。**我们于 4 月 2 日发布《腾讯控股（0700.HK）深度报告：视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》，报告中分析：a) 视频号当前处于类似抖快的 20 年阶段，基建架构基本搭建完善，进入精细化运营阶段，平台开始专项运营和扶持；b) 当前内容丰富程度快速完善，驱动自然流量仍在增长趋势中；c) 微信团队和广告团队进一步合作，内部业务重要性有所提升。
- 5) **AI 对腾讯广告业务的赋能，可能持续拉动广告业务毛利率提升和快速增长。**在 5 月 14 日业绩会上，管理层提及 AI 将对广告业务产生积极影响，主要体现在广告投放定位更精准、帮助广告主管理广告活动、和通过混元大模型赋能广告主创建内容。管理层认为 AI 广告最大的受益者将是拥有大量货币化时间的平台，因为人工智能的部署能够使点击率提升，这种转变在点击率较低的广告库存中最为明显，例如社交媒体广告库存。参考 Meta，旗下基于 AI 大模型技术的广告平台 Advantage+2023 年收入增长超过 100%，Advantage+ 主要根据用户偏好生成个性化广告，优化文案与展示位置、细分定位、扩展类似受众，每次点击的平均成本降低了 28%。

美团：外卖业务依赖宏观环境，到店业务经营利润率环比回升

美团当前市场的核心关注点主要包括：1) 外卖大盘的增速预期：关注宏观环境；2) 到店业务与抖音的竞争：货币化率与经营利润率回升趋势；3) 优选等新业务减亏幅度。我们主要就以上三点进行探讨。

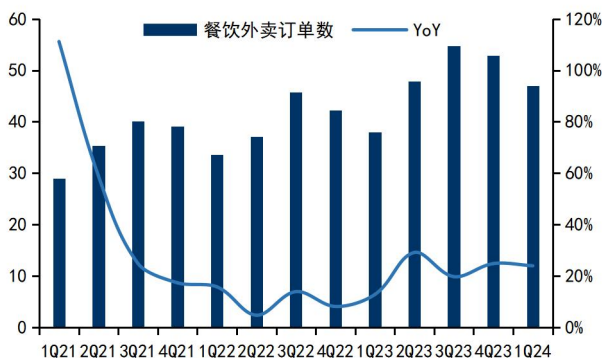
美团外卖：壁垒相对较深，单量增长依赖宏观环境。外卖对应的主要是三餐刚需，天然对时效性要求更高，配送效率非常关键。美团通过多年骑手配送团队搭建，配送效率已经领先。宏观环境较弱情况下，消费者变得更加谨慎，也在决策中关

注性价比，故会影响外卖单量增速以及客单价。外卖客单价经历 2023 年通缩环境后，但 24Q1 有企稳趋势。24Q1 AOV 同比下滑 5%，预计 24Q2 在 5%以内。

公司 24Q1 外卖单均盈利环比有所回升，显示出利润调控能力。外卖 UE 提升主要靠补贴优化和提高广告 take rate。前期外卖 UE 下降主要系经济环境差，外卖客单价下降以及公司增加补贴。24Q1 单均 UE 1.18 元环比提升主要系广告变现能力提高和规模经济，预计二季度单均盈利持续优化。

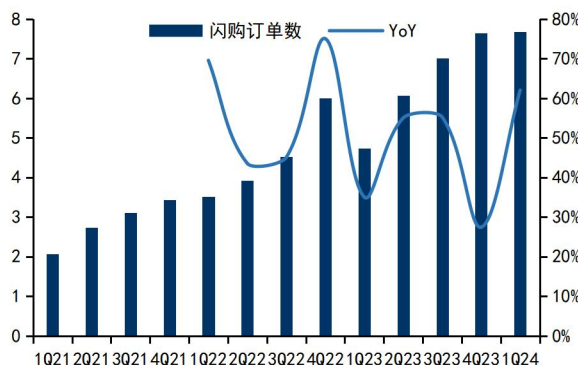
闪购业务接力外卖业务，成为到家第二增长曲线。我们预计 2024 年外卖日均单量增速降至 15%左右，亟需第二曲线支撑发展。目前闪购日均单量约占美团整体即时配送约 12%，单量增速是外卖的两倍以上，目前仍处于快速发展阶段，是美团增长最快的业务。24Q1 闪购订单量同比增长 60%。利润方面，24Q1 闪购由亏转盈，主要由于补贴下降以及货币化率提升。目前闪购的外卖用户渗透率 60%+，以高精致人群和年轻人为主，业务价值排序为“快多好省”，依托外卖稳定的运力壁垒和用户心智，未来 3-4 年增长驱动因素为外卖用户渗透率提升以及用户应急场景进一步覆盖，我们预计 2027 年闪购 GTV 可达 4258-6815 亿，4 年 CAGR 20%-35%。

图11：美团餐饮外卖订单数及增速（亿笔、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图12：美团闪购订单数及增速（亿笔、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

到店业务：受到竞争问题扰动。前期由于看不清竞争市场给不了高估值。抖音的迅猛发展引发市场对于美团本地生活领域龙头地位的担忧。抖音本地生活 GTV 由 2022 年 770 亿增长至 2023 年近 3000 亿。23Q2 以来美团主动补贴出击，测算到店酒旅业务经营利润率由 23Q1 48%下跌到 23Q4 29%，抖音竞争问题成为影响美团股价的重要因素。

图13：美团到店酒旅收入及增速（亿元、%）

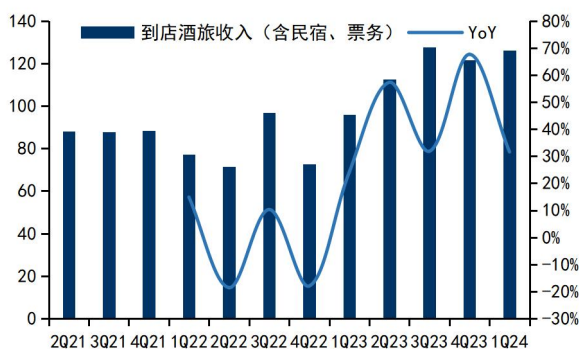
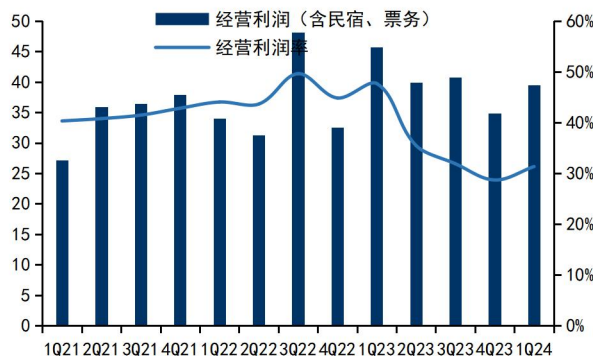


图14：美团到店酒旅经营利润及经营利润率（亿元、%）

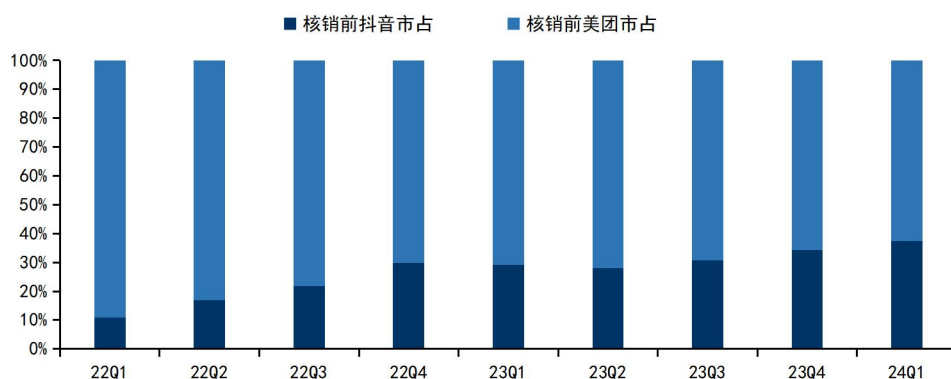


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

24Q1 到店酒旅业务盈利能力回升。实际情况是，24Q1 到店业务 OPM 企稳回升。抖音 23 年在 GTV 增长势头极好的背景下，年底更换本地生活负责人为蒲燕子，24 年内部整体策略转变为考核核销后 GTV，重视商业化变现和利润增长。1-6 月以来，美团抖音本地生活份额未发生明显变化。根据美团财报，我们测算当前美团：抖音 GTV=2:1，测算核销后 GTV 美团：抖音=7:3。

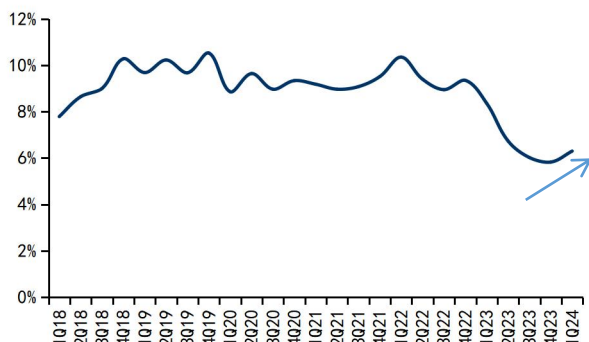
图15：抖音 VS 美团到店酒旅业务市占测算（核销前）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

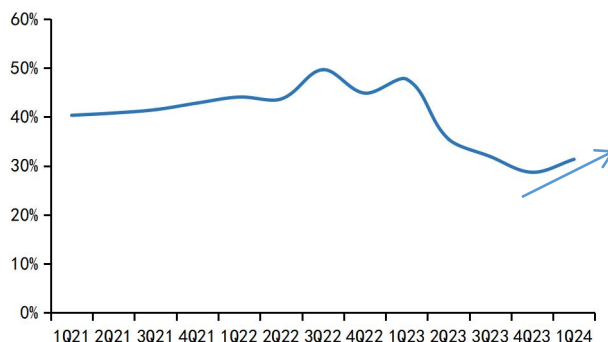
走出差异化竞争，预计利润率回升趋势延续。24Q1 抖音与美团都进行了组织调整。美团 24Q1 业绩会表示，随着行业竞争发展到一定阶段，主要参与者将逐渐从补贴驱动型增长战略转向理性的投资回报率驱动型增长战略。美团战略重点是巩固长期竞争优势，而非仅仅追求市场份额。我们认为今年以来，抖音 GTV 增长相对疲软，不仅仅是组织调整带来的短暂阵痛期，更多是基于发展阶段做出的正确策略。随着商家渗透逐步完成，抖音拥抱自身产品优势，探索出差异化新业务，而不是通过价格战赢得竞争。24Q1 我们看到美团到店酒旅业务经营利润率环比提升，我们预计这一趋势将在 24Q2 延续。

图16：美团到店酒旅货币化率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图17：美团到店酒旅经营利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

我们对美团到店酒旅业务经营利润进行敏感性测算：中性预期下美团到店酒旅业务经营利润 23-25E CAGA 为 17%。

1) 货币化率角度：本地生活领域，团购的引流属性强于交易属性。团购对商家看重的是引流和营销价值。故抖音承接了部分商家的品宣需求。但美团 23Q2 以来持续对 B 端补贴带来了货币化率下降，随着补贴收窄，货币化率有望回升。

2) 经营利润率 OPM：随着到店到家组织融合，美团对于 C 端的补贴效率有望提升，费用端有望收窄。比如 5 月中旬公司升级神会员福利，使用场景从外卖扩展到店内、酒店和旅游服务。

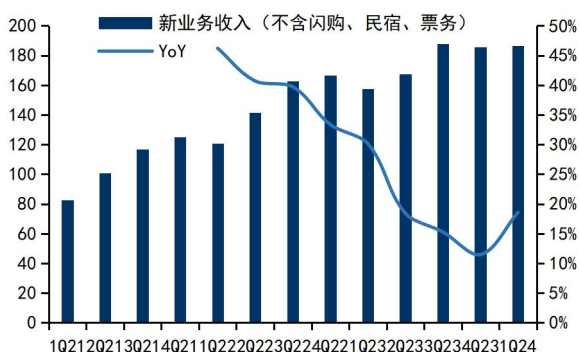
图18: 美团到店酒旅业务经营利润（OP）敏感性测算

悲观角度	2023	2024E	2025E	中性角度	2023	2024E	2025E	乐观角度	2023	2024E	2025E
GTV (亿元)	6898	8967	10761	GTV (亿元)	6898	9174	11560	GTV (亿元)	6898	9174	11560
yoy		30%	20%	yoy		33%	26%	yoy		33%	26%
货币化率	6.5%	6.0%	5.6%	货币化率	6.5%	6.0%	6.0%	货币化率	6.5%	7.0%	7.5%
OPM	35.2%	30%	29%	OPM	35.2%	31.5%	31.5%	OPM	35.2%	33.0%	35.0%
总OP (亿元)	160	161	175	总OP (亿元)	160	173	218	总OP (亿元)	160	212	303
23-25E CAGR			4%	23-25E CAGR			17%	23-25E CAGR			38%

资料来源：国信证券经济研究所整理测算

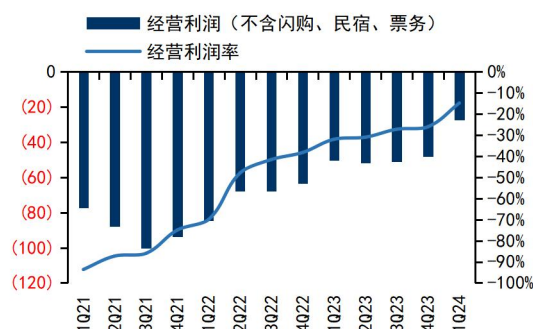
新业务：优选减亏表现亮眼。公司在 23Q4 业绩会表示，社区团购市场比预期更艰难，2024 年将进行战略调整，目标是大幅减少经营亏损。2024Q1，新业务经营亏损收窄至 28 亿元。经营亏损率 15%，环比收窄 11pct，同比收窄 17pct。我们测算美团优选亏损 29 亿，其他业务微亏或已盈利，减亏主要由于美团优选提升单均价、降低用户补贴，经营效率持续改善，我们预计新业务全年亏损 97 亿元。

图19: 美团新业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 美团新业务经营利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

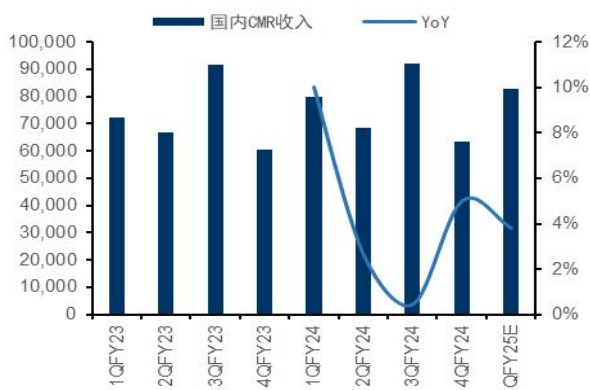
阿里巴巴：上半年收入平稳增长，公司大力投入电商等核心业务使得利润承压

Q1 淘天集团收入同比+4%至 932 亿元，其中零售客户管理收入同比+5%，直营及其他收入同比-2%，批发商业同比+20%。行业看，本季度全国线上实物零售额同比+11.6%，线上渗透率 23.3%；公司经营看，公司主要关注 GMV 增长、用户体验等指标，本季度 GMV 增速两位数增长，与 CMR 增速差距进一步拉大。公司已推出新的广告产品“全站推广”，有助于中小商家获取更多流量、平台提升货币化率，管理层预计 2024 年 12 月季度将看到成效。值得一提的是，88VIP 会员数本季度同比两位数增长，超过 3500 万人。

Q1 淘天经调 EBITA 利润率从 43% 降至 41%，主要原因是公司持续投入用户，销售费率持续提升。

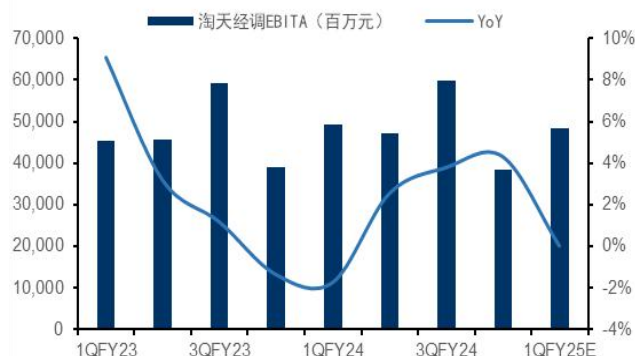
Q2 前瞻：我们观察到 Q2 淘天推出 88VIP 无限次退货包邮政策、8.8 元即可开通 88VIP 购物月卡，持续补贴核心用户提升消费体验。**我们预计二季度电商 GMV 两位数增长，份额企稳，CMR 增速与 GMV 增速差距仍然存在，**淘天经调整 EBITA 利润率小幅下降，主要用于提升用户购物体验 and 商品价格力。

图21：阿里巴巴淘天集团季度 CMR 收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：淘天集团经调 EBITA 及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

京东集团：上半年收入稳健增长，利润表现亮眼

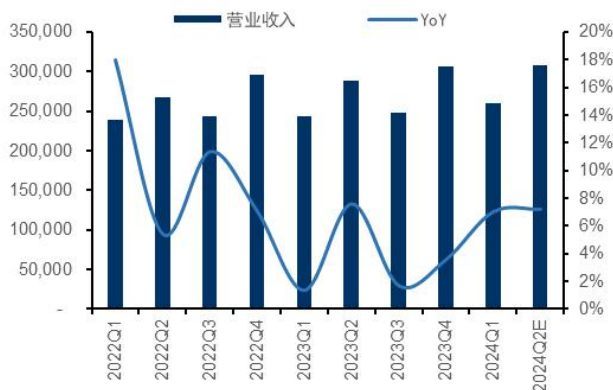
一季度公司实现营业收入 2600 亿元，同比+7.0%，分拆看，1）一季度京东零售收入 2268 亿元，同比+6.8%，我们测算自营业务收入同比中高个位数增长，其中带电品类收入增速 5%，商超品类收入增速 8.6%，增速持续回升；POP 模式收入低个位数增速，主要原因是佣金部分受免佣高基数影响，平台本季度活跃用户数、购物频率以及订单量均实现两位数增长，商业化变现不是目前首要任务。2）京东物流收入 471 亿元，同比+16.2%；3）新业务收入同比+41.2%，主要原因是达达并表。

一季度公司 non-GAAP 净利润 89 亿元，non-GAAP 净利率 3.4%，与去年同期相比提升 0.3pct。分业务看，零售经营利润率小幅下降，主要受免佣门槛降低、大促营销费用增加影响，物流经营利润率同比提升 3.6pct，新业务经营利润率从去年同期-5%扩大至至-14%，主要由于并入达达。

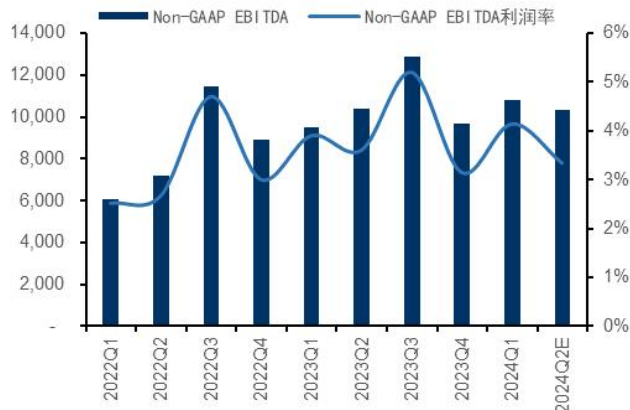
Q2 前瞻：我们观察到京东零售收入表现整体稳健，据京东黑板报，618 期间超 5 亿用户在京东下单，成交额和订单量齐创新高，公司坚持有纪律的投放，预计 Q2 集团及零售业务利润表现亮眼。

图23：京东集团季度营业收入及增速（百万元，%）

图24：京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拼多多：主站保持高速增长，海外业务大幅减亏

一季度公司营业收入 868 亿元，同比增长 131%，其中广告营销收入 424 亿元，yoy +56%；支付通道收入 443 亿元，yoy +327%，主要由 TEMU 快速增长拉动。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q1 公司主站 GMV 增速为 25%-30%，广告增速超 GMV 增速体现主站变现能力不断加强，除了受益于消费降级趋势外，也与平台高质量发展战略初见成效有关；支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，我们认为支付通道收入的快速增长主要由 TEMU 拉动，据测算，TEMU Q1 GMV 超过 130 亿美元，按 58%计入收入，贡献约 352 亿人民币收入。

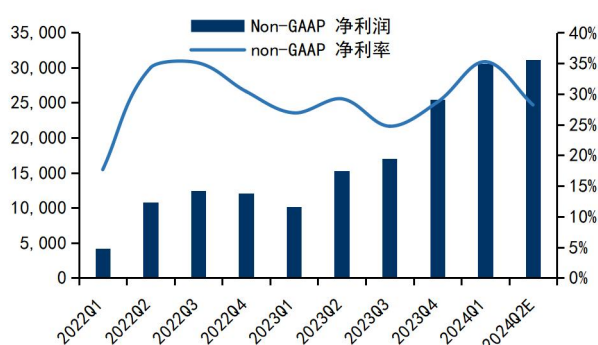
一季度公司 non-GAAP 净利润 306 亿元，yoy+202%，non-GAAP 净利率 35%，净利率同比提升 8pct，我们认为净利率大幅提升的主要原因是 TEMU 大幅减亏。本季度公司毛利率 62%，同比下降 8pct，主要由于 TEMU 模式较重，跨境履约费用（TEMU 物流费用计入成本）较高拉低毛利率；规模效应下各项费率显著下降，本季度公司销售费用同比提升 44%，销售费率同比下降 16pct 至 27%；管理费用同比上升 123%，管理费率同比基本持平，研发费用同比上升 16%，研发费率同比下降 3.3pct 至 3.4%，公司费用投放更加高效。我们预计本季度海外业务亏损 34 亿人民币。

Q2 前瞻：我们观察到拼多多 Q2 主站 GMV 保持高速增长，海外 TEMU 进展顺利，半托管业务有序开展，预计收入利润持续高速增长。

图25: 拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



图26: 拼多多季度经调净利变化情况（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外互联网科技公司纵览

整体观点：云计算业务持续加速，AI 有望带来板块结构性变化

云计算业务：开支优化告一段落，AI 促进业绩加速增长。微软、谷歌和亚马逊建议重点关注 AI 对于云计算业务的拉动情况。一季度已经明显观测到整体云计算业务的增速加速增长。云业务的变化一方面是 IT 支出弱周期已到尾声，另一方面 CSP 受益于大模型训练和推理需求，AI 对云业务的需求拉动逐步体现到业绩端。

Azure (Microsoft)：AI 对收入提振明显，传统云业务增速企稳。Azure (Microsoft)：一季度收入约 190 亿美元，增速 31% YoY（上季度为 30%）。本季度 Azure 收入的 7%来自 AI 贡献（上季度贡献 6%），Azure AI 部分收入占比持续增加。电话会表示“我们预计，在云和人工智能基础设施投资的推动下，资本支出将环比大幅增加。随着需求的不断增长，我们不断扩大人工智能投资规模，我们将继续扩大产能。目前，近期人工智能需求略高于我们的可用能力。”

AWS (Amazon)公司已完成了优化工作，AI 带来新需求。一季度收入 250 亿美元，增速 17% YoY（上季度为 13%），开始加速。电话会表示“我们现在看到了一些趋势。首先，公司已基本完成了大部分成本优化，并将注意力转向更新的举措。在大流行之前，公司正在努力实现基础设施现代化，从本地基础设施迁移到云，以节省资金，以更快的速度进行创新，并提高开发人员的生产力。随后的大流行和不确定的经济分散了这一势头，但它正在再次回升。公司正在实现基础设施现代化，追求这一相对容易实现的目标。”

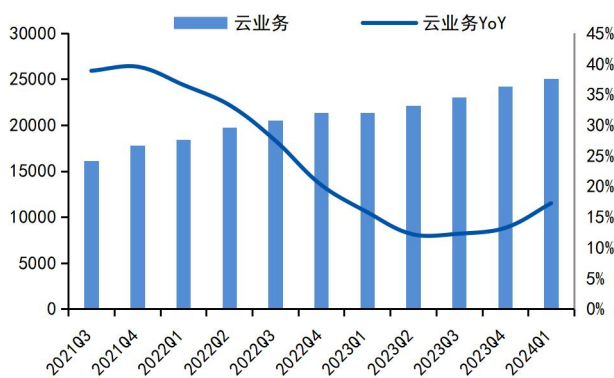
Google Cloud 开始加速增长。一季度收入 95 亿美元，增速 28% YoY（上季度为 26%）。

图27：微软智能云收入与增速变化（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

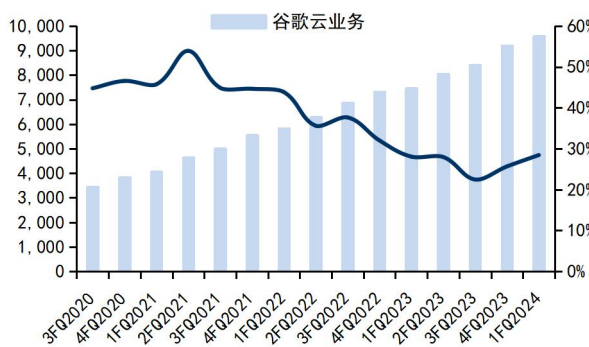
图28：亚马逊 AWS 收入与增速变化（单位：百万美元、%）



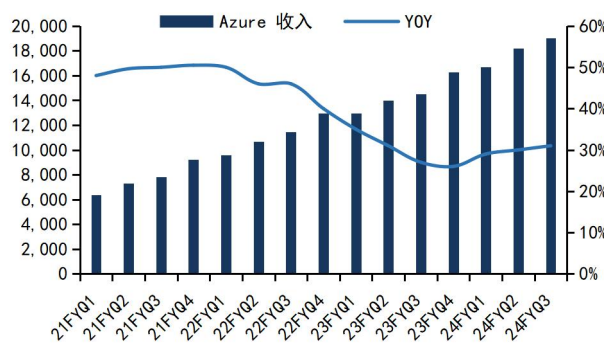
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图29：谷歌云收入与增速变化（百万美元，%）

图30：微软 Azure 收入测算季度变化情况（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

互联网和云厂对 Capex 以及投资 AI 的计划积极，预估云厂端今年 capex 增速有 25%+级别的上修，其中预计大头用于 AI 芯片：

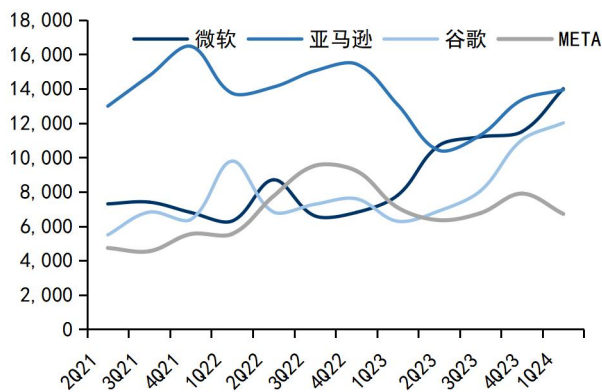
微软：资本支出（含融资租赁）140 亿美元（上季度为 120 亿美元），预计 2025 财年 Capex 将高于 2024 财年，而 Capex 在 24 财年季度环比持续上升。过去四季度累计 474 亿美元，预计 24 财年 510 亿美元。

谷歌：Q1 120 亿超过预期，财报会预计全年的季度资本支出将大致达到或高于第一季度的水平。23 年 323 亿美元，预计 24 年 500 亿左右。

Meta：一季度资本支出（含融资租赁）67 亿美元，上调 2024 年资本开支至 350-400 亿美元（前值 300-370 亿美元），同比+13%-40%。23 年为 281 亿美元，24 年指引 350-400 亿美元。

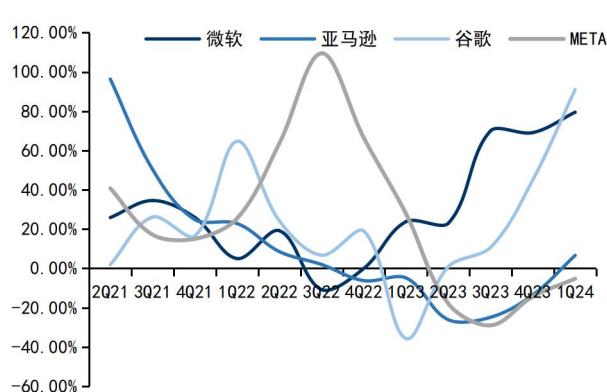
AMZN：四季度资本支出（含融资租赁）139 亿美元，同比+7%。财报会表示与 24Q1 相比 24Q2-Q4 的资本支出更高。23 年为 481 亿美元，24 年预计 580 亿美元。

图31：各互联网与云厂 Capex 季度变化情况（百万美元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图32：各互联网与云厂 Capex 季度增速变化情况（百万美元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

美股 SaaS 板块今年涨幅跑输大盘，反映了下游需求复苏不及预期和 AI 带来的结构性影响。今年宏观经济的不确定性影响了企业客户开支计划，IT 支出仍处在弱周期，AI 对业绩带来的提振作用较弱，同时 AI 使得大部分 SaaS 公司重回投资周期。疫情后周期背景下，去年企业大规模进行 IT 支出优化，海外 SaaS 公司主营

业务持续承压。今年持续的高通胀、高利率给企业特别是中小企业经营带来压力，部分下游客户仍在降本增效的周期。MDB 与 NOW 的业绩会均表示了需求环境尚未出现大的改善，宏观环境比预期的更加具有挑战性。同时，AI 应用的落地和商业化变现较慢，如 Elastic 业绩会表示年度指引不预期 GenAI 对收入的贡献。AI 进展较快的如 DataDog 管理层表示一季度 3.5% 的收入来自 AI 原生客户。未来随着 AI 传导到应用端，AI 浪潮助力 SaaS 公司进行产品升级、扩展 SKU，同时提升产品的渗透率与商业化水平，有望带来新增长。

营收加速明确、AI 产品进展乐观的公司值得重点关注。2024 年我们认为 AI 应用将迎来更加全面和广泛的使用，明确营收与指引加速明确，AI 产品进展乐观、受益明显的公司值得重点关注，如办公领域微软 Azure 云服务、数据安全领域 Palantir、CrowdStrike 和企业服务领域 ServiceNow。

微软：云业务加速增长，AI PC 助力 AI+办公发展

业绩重点：公司整体保持稳健增长，本年度业绩贡献营收增长和营业利润提升均贡献明显。后续展望角度，成本侧完成第一轮降本增效，成本率已经是历史低位，关注后续 AI 对于产品和业绩的提升。

1) 生产力与商业流程 (Office 等)：需求方面，软件与云主要面临高利率高基数环境下的企业 IT 支出优化压力，一季度收入 196 亿美元同比+12%，达到上季度指引上限，其中 Office365 商业版收入同比+15%。

2) 智能云 (Azure 等)：一季度收入为 267 亿美元，同比+21%，显著高于上季度指引，其中 Azure 和其他云业务同比+31%，AI 贡献了其中的 7 个点（上个季度为 6 个点）。本季度商业新增订单同比+31%cc，相比此前季度约中双位数的增速提升明显，公司表示新增订单主要由于大型、长期的 Azure 合同驱动。同时指引 FY24Q4 智能云收入 284-287 亿美元 (同比+18-20%，其中 Azure 指引+30%-31%cc)。

IT 优化背景下，智能云刨去 AI 的传统业务仍然有压力，预计后续增速仍可能承压放缓，但 AI 云需求旺盛，后续应用侧起量后有望加速增长，AI 云需求是核心驱动。

更多个人计算 (windows、PC、Bing)：PC 周期库存修正，触底反弹，一季度收入为 156 亿美元同比+17%，显著高于上季度指引。

图33: 微软收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)

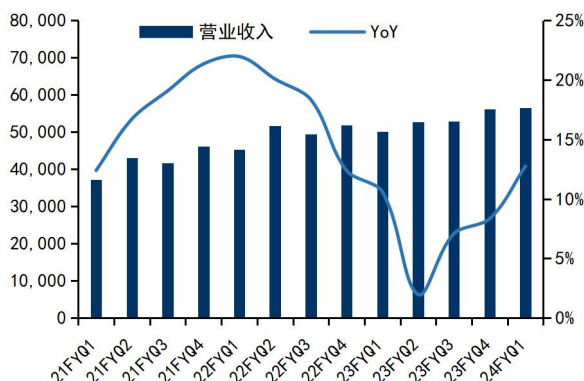
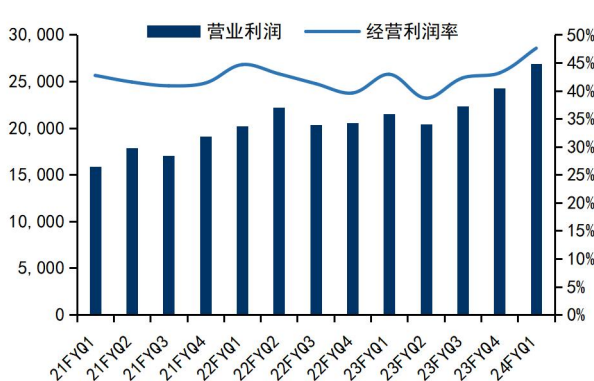
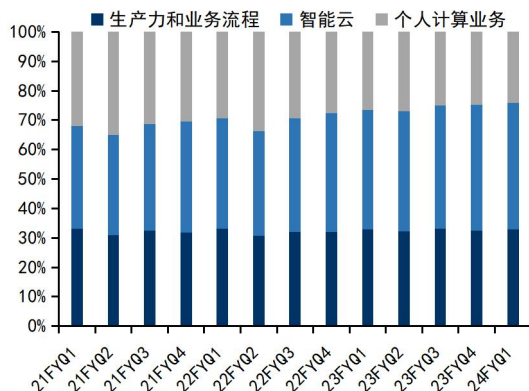


图34: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

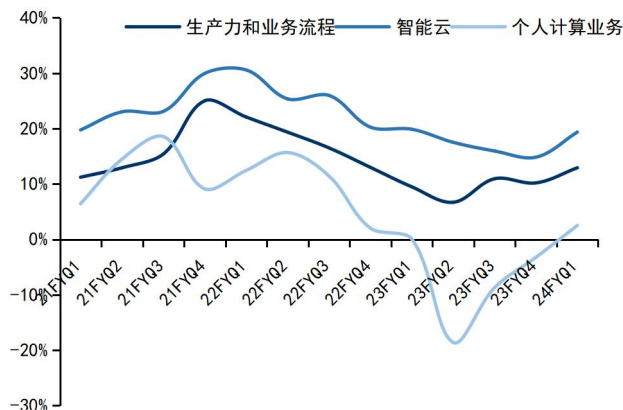
图35：微软分业务收入占比季度变化情况（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图36：微软分业务收入季度变化情况（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

微软 AI 进展：首发 AI PC 系列，助力 AI+办公发展

（1）微软发布了强大的 AI PC 产品「Copilot+PC」。未来最直观的变化，就是新的键盘上会有一个 Copilot 键，用户只要按下按钮就能召唤 Copilot，开启人工智能辅助功能——这也是微软近三十年来首次调整键盘布局。PC 中引进了“Recall”和对屏幕动态进行实时交互等 AI 功能。其中，Surface Laptop 搭载高通骁龙 X Elite 芯片，端侧设备实现低能耗高性能要求。与此同时，ARM 应用生态得到爆发。Windows on ARM 平台已经能够原生支持或通过模拟技术运行包括“微软全家桶”（如 Edge 浏览器、Teams、Office、Xbox 等）在内的多种应用。

（2）微软 Phi-3-vision 基准测试表现卓越。微软在 Build 2024 大会上推出了 Phi-3-vision，一款专注于视觉能力的多模态小型语言模型（SLM），具备 42 亿参数和 128k token 的上下文长度，旨在为本地 AI 场景提供支持。根据最新论文，Phi-3-vision 在性能上与 Claude 3-haiku 和 Gemini 1.0 Pro 相当，甚至在多个项目中超越竞品模型。目前，该模型已上传至 Hugging Face，供研究者和开发者使用。

（3）微软发布 VASA-1 模型，图+音频可生成短视频。微软亚洲研究院 (Microsoft Research Asia) 近日发表论文，介绍了全新的 VASA-1 模型，该模型能够自动让图片中的人物自动说话，模拟自然的面部表情、各种情绪和唇部同步，支持离线 batch 处理模式和在线直播模式，生成分辨率为 512*512 的动态短视频，延迟仅为 170ms，且只需要一台配备英伟达 RTX 4090 显卡的电脑上就能处理。

OpenAI AI 进展：GPT-4o 与 Sora 模型独占鳌头

（1）OpenAI 在春季更新活动中发布了新旗舰模型 GPT-4o，这是一个多模态模型，能够实时对音频、视觉和文本进行推理。GPT-4o 能够处理 50 种不同的语言，并且在图像和音频理解方面表现出色。以往，OpenAI 发布新版 ChatGPT 模型时，通常会将其置于付费墙之后。不过这次 GPT-4o 将免费提供给所有用户，付费用户则可以享受五倍的调用额度。

（2）OpenAI 推出了多模态大模型 Sora。Sora 是 OpenAI 使用超大规模视频数据，

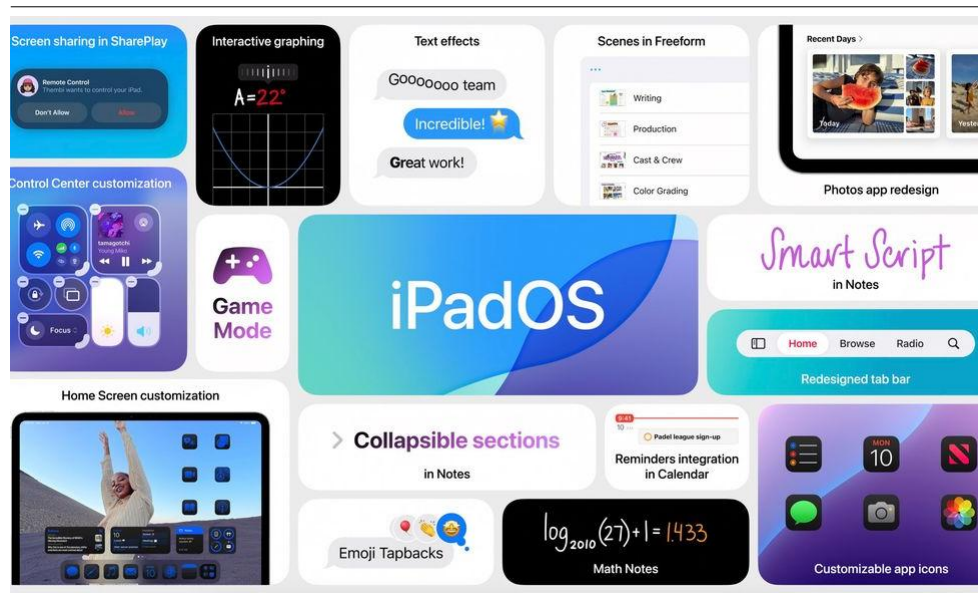
训练出的一个通用视觉模型，可以理解和模拟运动中的物理世界，生成不同时间、纵横比和分辨率的视频，最大版本的 Sora 能够生成长达一分钟的高保真视频。

(3) **OpenAI 的 CEO 山姆·阿尔特曼近期积极谈判涉及数十亿美元的投资计划。**这个计划旨在与一家全球领先的芯片制造商合作，如软银集团和阿布扎比的 G42 等，目标是建立一个国际级的人工智能芯片生产网络，以应对人工智能领域所面临的关键挑战，包括 ChatGPT 和 DALL-E 等 AI 模型所需的高性能处理器，满足公司对半导体的不断增长需求，并减少对英伟达的依赖。

(4) **OpenAI 在 1 月 11 日宣布正式推出 GPT 商店 (GPT Store) 和 ChatGPT Team 服务。**用户可在平台上买卖和分享基于 OpenAI 先进语言模型打造的聊天机器人 (GPT)，开发者的收益将依赖于其 GPT 被使用的频次。“GPT 商店”将设有搜索功能，便于用户寻找所需的聊天机器人；同时，一个排行榜会展示最受欢迎的 GPT，OpenAI 也将特别关注那些被认为极具价值的用户创造内容。

(5) **苹果在 WWDC24 上重磅公布了 Apple Intelligence (苹果智能)，端侧+云的 AI 支持，云端与 OpenAI 合作。**在设备端通过其先进的苹果硅芯片 (如 A17 Pro 和 M 系列芯片) 提供 AI 功能支持。同时，苹果与 OpenAI 合作，将 ChatGPT 集成到 Siri 中，使其能够在云端处理更复杂的问题，并在查询之前征求用户许可。

图37: iPadOS 18 全新功能模块



资料来源：IT 之家，国信证券经济研究所整理

谷歌：广告业务稳健、云增长复苏，关注 Gemini 后续 AI 建设

业绩重点：宏观景气广告业务强劲，云业务加速增长，降本增效营业利润率持续提升。公司对广告业务保持乐观预期，YouTube 和搜索广告商支出持续稳定，云业务已经走出周期底部。24Q1 营业利润 255 美元 (OPM32%，同比+10pcts，环比+5pcts)，优化办公支出、法律费用降低、持续裁员，遣散费等环比上季度减少 13 亿美元。同时公司积极推动 AI 基础设施优化、AI 新功能和产品 (Gemini、Gemma、DuetAI 等) 落地，关注后续 AI 对于产品和业绩的提升。

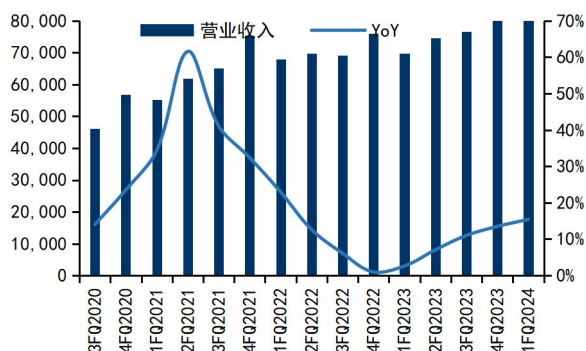
1) 谷歌广告业务保持稳健：宏观景气，搜索广告业务持续呈现增长趋势，YouTube 广告业务表现良好。24Q1 谷歌服务收入 704 亿美元（同比+13.6%），营业利润率为 40%。其中包括：谷歌搜索广告收入 462 亿美元（同比+14%），主要零售业务领跑（特别是亚太区从 23 年二季度持续到一季度的强劲增长），YouTube 广告收入 81 亿美元（同比+21%）。谷歌网络联盟收入 74 亿美元（同比-1%），其他非广告业务收入 87 亿美元（同比+18%）。

2) 云业务加速增长：谷歌云收入 96 亿美元（同比+28%，环比+4%），反应了 AI 和 workspace 的增长。同比增速较上季度上升，营业利润率为 9.4%（与上季度持平）。

3) 分红回购：本季度首次宣布派发每股 0.20 美元的股息，将于 2024 年 6 月 17 日开始（每年约 100 亿美元）。公司授权再回购至多 700 亿美元，共计剩余约 930 亿美元。

4) 资本开支：谷歌 24Q1 资本支出 120 亿美元（同比+91%、环比+9%），其中最大的部分是服务器，其次是数据中心。财报会预计全年的季度资本支出将大致达到或高于第一季度的水平。

图38：谷歌总收入及增速（百万美元、%）



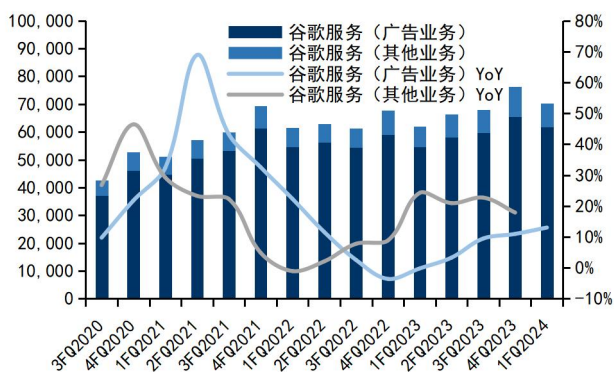
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39：谷歌净利润及净利率（百万美元、%）



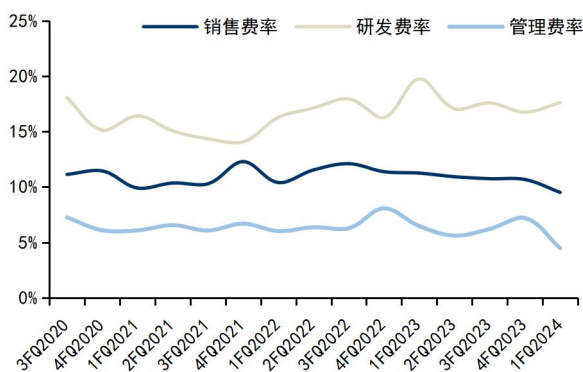
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：谷歌三费占比变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

谷歌 AI 进展：Gemini 大模型奋力追赶

(1) 谷歌面向全球研究人员和开发人员发布 Gemma 2 大语言模型，共有 90 亿参数 (9B) 和 270 亿参数 (27B) 两种大小。Gemma 2 大语言模型相比较第一代，推理性能更高、效率更高，并在安全性方面取得了重大进步。谷歌在新闻稿中表示，Gemma 2-27B 模型的性能媲美两倍规模的主流模型，而且只需要一片英伟达 H100 tensor Core GPU 或 TPU 主机就能实现这种性能，从而大大降低了部署成本。Gemma 2-9B 模型优于 Llama 3 8B 和其他类似规模的开源模型。谷歌还计划在未来几个月发布参数为 26 亿的 Gemma 2 模型，更适合智能手机的人工智能应用场景。

(2) 谷歌正在基于明星和 YouTube 网红构建新的 AI 聊天机器人。爆料称，谷歌的明星网红 AI 聊天机器人将由该公司的 Gemini 大语言模型提供支持。该公司还在尝试与有影响力的明星网红建立合作伙伴关系，并且还在开发一项功能，让人们只需描述自己的个性和外表就可以创建自己的聊天机器人，类似 Character.ai 的做法。

(3) 谷歌 Gemini 1.5 Pro 性能比肩 GPT-4，中文表现卓越。谷歌在 I/O 2024 大会上宣布，Gemini 1.5 Pro 的上下文窗口增至 200 万个 tokens，其性能经 Arena Elo 系统评估，与 GPT-4o 不相上下。特别是在中文处理上，Gemini 1.5 Pro 在“hard prompts”类别中表现出色，与 GPT-4o 极为接近。Arena Elo 系统通过用户投票客观衡量 LLMs 技能，确保评价结果的公正性。

(4) Opera 携手谷歌云，AI 助手 Aria 接入 Gemini 大模型。Opera 宣布与谷歌云合作，将谷歌的 Gemini 大模型集成至其原生浏览器 AI 助手 Aria 中。Aria 由 Opera 的 multi-LLM Composer AI 引擎驱动，提供多种大模型选择。此次集成旨在提升 Aria 的图像生成和文本转语音功能。

(5) 谷歌推出 Veo 文生视频模型。模型生成视频时长超 1 分钟、最高 1080P，支持电影手法。在 2024 I/O 开发者大会上，谷歌推出了对标 sora 的产品——Veo，可以生成长度超过 1 分钟，分辨率最高 1080P 的“高质量”视频，并具有多种视觉和电影风格。

(6) Android 15 和 TPU Trillium。在 I/O 大会上，谷歌也发布了 Android 生态系统的更新，并介绍了第六代 TPU——Trillium，其峰值计算性能较 v5e 高出 4.7 倍。

META：广告稳健且成本控制良好，关注宏观与 AI 技术发展

业绩重点：主营广告业务营收利润增速稳定，关注 AI 布局发展，指引今年 Capex 投入与 RL 亏损增加。本年度宏观顺风广告营收增速稳定，降本增效且成本控制良好。24Q1 营收 365 亿美元（同比+27%），公司指引 20%-29%。其中广告收入 356 亿美元（同比+27%）。营业利润率 38%（同比+13pcts、环比-3pcts），净利润为 124 亿美元（同比+117%）。

1) 广告业务稳健，高基数下同比增速逐渐放缓：24Q1 广告收入 356 亿美元（同比+27%）。低基数结束后预计今年广告收入增长区间在 15%-20%。

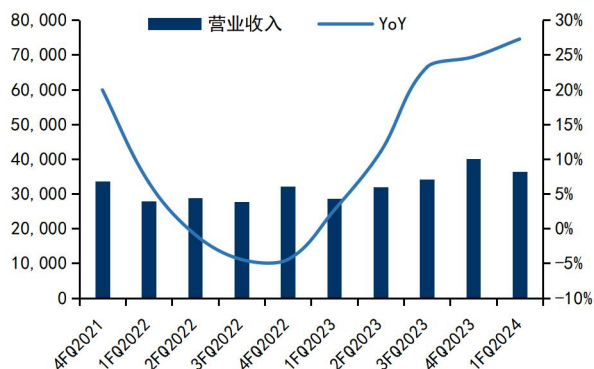
2) AI 技术进展不断，加大 AI 与 RL 业务投入：META 最新发布开源 Llama3 模型，

其不同的参数大小适用于不同需求。同时 AI 助手 META AI 已经嵌入应用家族各个产品如 Facebook、Instagram 等中。Quest 3 以及 Ray-Ban Meta 智能眼镜作为智能硬件终端都内置 Meta AI 助手。广告方面，META Advantage+ 提供更多的自动化设置来提高效果和营销效率，META 将在广告和产品中越来越多使用 AI 技术。

3) 资本开支与业绩指引：一季度资本支出（含融资租赁）67.2 亿美元，上调 24 年资本支出为 350-400 亿美元（前值 300-370 亿美元），同比+13%-40%。公司指引预计 2Q24 收入 365-390 亿美元，同比+14%-22%（BBG 一致预期 20%）。预计全年总费用将在 960-990 亿美元（前值为 940-990 亿美元），RealityLabs 预计运营亏损将逐年显著增加。

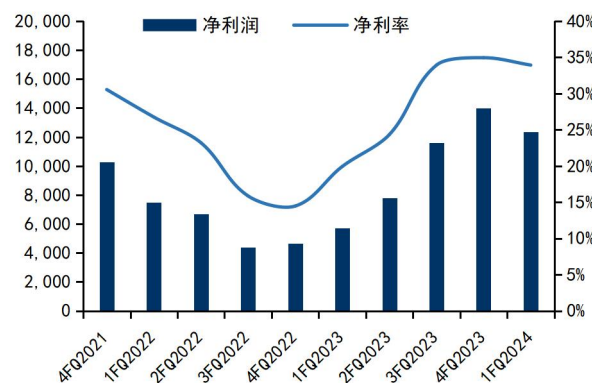
4) 分红回购：24Q1 回购 146.4 亿美元，派息 12.7 亿美元。剩余 809 亿美金回购额度，季度股息每股 0.5 美元，首次于 24 年 3 月 26 日分配，每年约 50.74 亿美元分红。

图42: META 总收入及增速（百万美元、%）



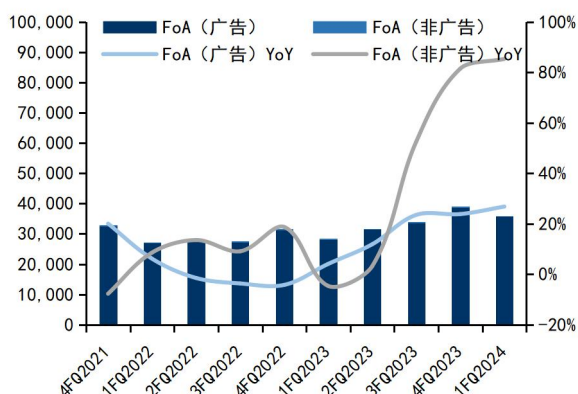
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: META 净利润及净利润率（百万美元、%）



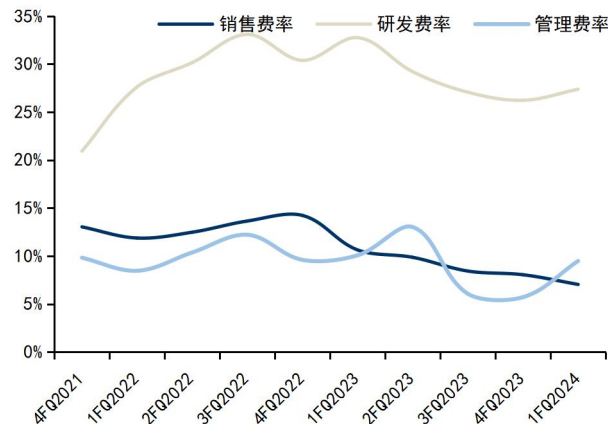
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: META FoA 业务收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45: META 三费占比变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

META AI 进展：开源 Llama 模型欲建立自有生态

(1) **Meta 发布新一代 AI 训练与推理芯片，性能为初代芯片三倍。**Meta Platforms 在当地时间 4 月 10 日推出了其人工智能专用芯片系列 MTIA 的升级版。新一代 MTIA 在性能上有显著提升，有助于优化内容排名和广告推荐系统。新芯片的设计注重计算能力、内存带宽与容量的平衡，旨在提高 AI 模型的训练和推理效率。Meta 计划将 MTIA 芯片的应用范围扩展到生成式 AI，例如其 Llama 语言模型。新一代 MTIA 芯片采用台积电 5nm 工艺，拥有 256MB 片上内存和 1.35GHz 主频，相比上一代的 128MB 和 800MHz 有大幅度提升。初步测试表明，新芯片的性能是前代的三倍，目前已在数据中心投入运行，服务于 AI 应用。

(2) **Meta 发布 Llama 3 开源大语言模型。**Meta 公司发布了下一代大语言模型 Llama 3，共有 80 亿和 700 亿参数两种版本。Llama 3 的性能优于 Claude Sonnet、Mistral Medium 和 GPT-3.5。Meta 开源了 Llama 3 的 80 亿参数版本，让所有人都能接触最前沿的人工智能技术。Llama 3 树立了新的标准，显示出惊人的推理能力和更强的服从指令能力。Meta 还发布了新的信任和安全工具，包括 Llama Guard 2、Code Shield 和 CyberSec Eval 2。Meta 即将在 Facebook、Instagram、WhatsApp 等应用中整合 Llama 3，为用户带来更卓越的 AI 体验。Llama 3 不只是能处理文本，还能理解图片和视频。Meta 公司还在训练更大的模型，拥有超过 4000 亿参数。

(3) **Meta 在 HuggingFace 上公开了 LLM 编译器的 7B 和 13B 模型，采用宽松的许可协议，允许用于研究和商业用途。**Meta 官方在 X 平台宣布推出 LLM 编译器，这是一个基于 Meta Code Llama 构建的模型家族，具有额外的代码优化和编译器功能。这些模型可以模拟编译器，预测代码大小的最佳传递，并可反汇编代码，可以针对新的优化和编译器任务进行微调。

(4) **Meta 新建两座数据中心集群：含超 4.9 万块英伟达 H100 GPU，专门训练 Llama3。**Meta 通过官方新闻稿公布两座新数据中心集群，公司希望通过英伟达 GPU，在 AI 开发中脱颖而出。这两座数据中心的唯一目的是在消费者特定应用领域（包含声音或图像识别）中进行 AI 研究和大语言模型的开发，每个集群包含了 24576 块英伟达 H100 AI GP。Meta 计划在 7 月推出 Llama 3，继续做开源 AI。

(5) **Meta 将其 Ray-Ban 智能眼镜推出一系列多模态 AI 功能，包括翻译、物体识别、动物及景物识别等。**用户可通过语音激活内置 AI 助手，眼镜内置扬声器进行回应。随后 Meta 对 Ray-Ban 智能眼镜再次进行更新。本次更新后视频录制时长提升至 3 分钟，还引入了对 Calm 和亚马逊音乐等应用的支持，进一步扩充了 Ray-Ban Meta 的功能性。

亚马逊：降本增效持续提升利润率，AWS 持续加速增长

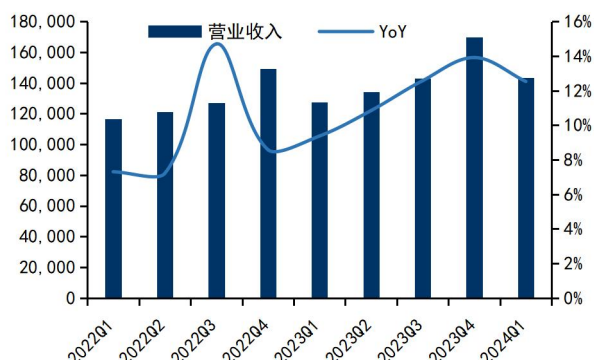
业绩重点：降本增效（裁员、降物流仓储履约支出、降 IT 支出）利润端持续改善，经济景气零售业务营收增长稳健，今年预计增加资本开支加码 AI。亚马逊 24Q1 OPM 为 11%（同比+7.3pcts，环比+3pcts），净利润 104 亿美元（去年同期净利润为 32 亿美元）。作为重资产公司降本增效周期较长，通过裁员、降低基础设施开支、提高履约效率对利润率的改善明显。一季度资本支出（含融资租赁）139 亿美元，同比+7%。财报会表示与 24Q1 相比 24Q2-Q4 的资本支出更高。

1) 零售业务增长稳健，利润同比提升明显：24Q1 北美业务收入 863 亿美元（同比+12%），营业利润 50 亿美元（去年同期 9 亿美元）；国际业务收入 319 亿美元（同比+10%），营业亏损 9 亿美元（去年同期亏损 12 亿美元）。

2) 云业务持续加速增长：24Q1 AWS 业务收入 250 亿美元（同比+17%），营业利润

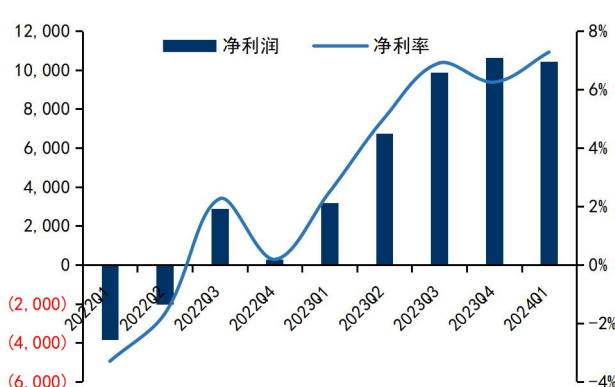
94 亿美元（去年同期 51 亿美元）。

图46: 亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



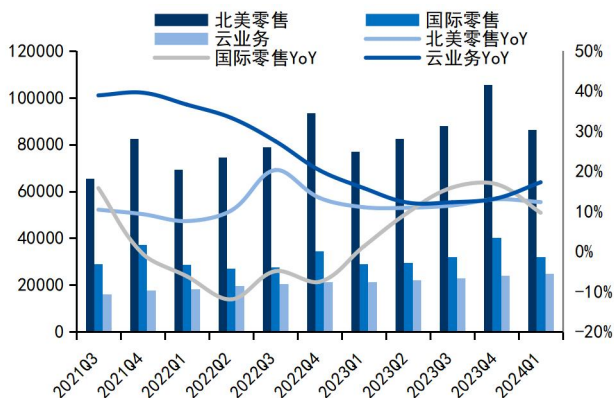
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图47: 亚马逊净利润及变化情况（单位：百万美元、%）



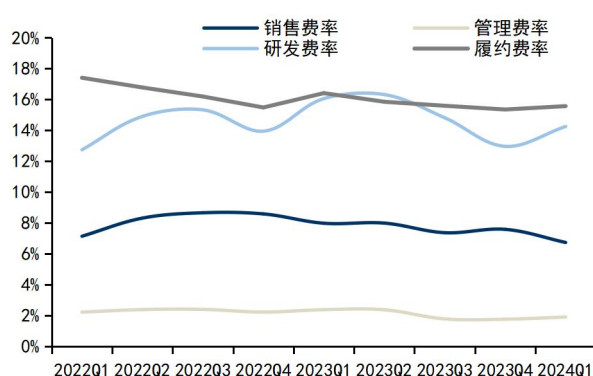
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图48: 分业务收入及变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图49: 亚马逊三费变化情况（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

亚马逊 AI 进展：助力 AI+X 应用，推动云服务发展

(1) **Amazon Bedrock 和 Amazon Titan 模型发布**：亚马逊推出了 Amazon Bedrock，这是一项新服务，允许用户通过 API 访问来自不同供应商的基础模型，包括 AI21 Labs、Anthropic、Stability AI 和亚马逊自家的模型。Amazon Titan 是 Amazon Bedrock 上的两个全新的大语言模型，一个用于生成文本，另一个用于文本嵌入。

(2) **科技巨头亚马逊正在秘密研发一款人工智能聊天机器人，代号为“Metis”**，目标直指 OpenAI 旗下的知名产品 ChatGPT。Metis 能够以一种智能对话的方式回答文本和图像相关的问题，并提供相应的信息来源链接，推荐后续查询，甚至生成图像。更重要的是，亚马逊希望 Metis 能够利用一种名为“检索增强生成”（retrieval-augmented generation）的人工智能技术，这将使其能够获取超出其训练数据之外的信息，从而生成最新的信息。

(3) **亚马逊推出 AI 购物助手 Rufus**，可回答商品信息、提出建议等。2 月 2 日消息，亚马逊推出了一款新的生成式 AI 工具，帮助改善客户的购物体验。该 AI 助手被命名为 Rufus，定位是一名专业的购物助理，可以回答问题、提出建议并

提供商品比较, 引导客户完成在线购物之旅。据亚马逊官方介绍, Rufus 已经接受了产品目录、客户评论、社区问答论坛和其他在线来源的培训, 它可以与客户进行对话, 在各个阶段为他们提供帮助。

(4) **Anthropic 推出了 Claude 3 模型系列**, 包括 Claude 3 Haiku、Claude 3 Sonnet 和 Claude 3 Opus 三个型号, 这些模型在智能、速度和成本效益方面提供了不同的平衡。

海外 SaaS: 股价反映了下游需求以及 AI 带来的结构性影响

海外 SaaS 公司: 宏观经济的不确定性影响了企业客户开支计划, IT 支出仍处在弱周期, AI 对业绩带来的提振作用较弱, 同时 AI 使得大部分 SaaS 公司重回投资周期。疫情后周期背景下, 去年企业大规模进行 IT 支出优化, 海外 SaaS 公司主营业务持续承压。未来 AI 传导到应用端, AI 浪潮助力 SaaS 公司进行产品升级、扩展 SKU, 同时提升产品的渗透率与商业化水平, 有望带来新增长。

① **传统 SaaS 业务的企业开支复苏低于预期, 年初宏观经济的不确定性影响了企业客户开支计划。**高通胀、高利率给企业特别是中小企业经营带来压力, 部分下游客户仍在降本增效的周期。MDB 与 NOW 的业绩会均表示了需求环境尚未出现大的改善, 宏观环境比预期的更加具有挑战性。CRM 表示相比去年四季度需求强劲, 但一季度销售艰难。

② **SaaS 企业需求因为 AI 技术发展呈现结构性变化。**CSP 受益于大模型训练和推理需求恢复超预期, 云端服务、安全、数据服务类 SaaS 在 AI 背景下也催生新的需求、业绩普遍超公司指引, 但传统订阅类 SaaS 业务如 Office、CRM 业绩普遍承压。

③ **应用商业化进展缓慢, 对业绩端提振作用较弱。**从 AI 进展来看, 大模型技术尚不完善, AI 应用的落地和商业化变现较慢, 如 Elastic 业绩会表示年度指引不预期 GenAI 对收入的贡献。AI 进展较快的如 DataDog 管理层表示一季度 3.5% 的收入来自 AI 原生客户, Snowflake 预计 25 财年有 3 个百分点的产品收入将来自 Snowpark, 我们维持今年 AI 对 SaaS 贡献收入低个位数的判断。

④ **AI 使得大部分 SaaS 公司重回投资周期, 从而短期影响收益率。**如 CSP 厂商纷纷上调 Capex 预算金额。SNOW 大力投资训练 LLM 模型 Arctic 以及相关技术, 因此将今年的 Non-GAAP 营业利润率指引从 6% 下调至 3%。Elastic 业绩会也表示今年是投资的年景。

⑤ **AI 的变化让客户更加谨慎, 硬件需求对软件预算也产生了挤出效应。**AI 带来了多方面的不确定性, 包括产品 ROI、投资规模和订单周期, 在技术和产品快速变迁时企业倾向以更灵活和谨慎的预算方式。同时, AI 对硬件算力的巨大需求也影响 IT 预算分配。

⑥ **尽管短期面临上述不利因素, 但当前业界对 AI 发展预期依旧积极, AI 传导到应用端是必然之势。**GPT-5 为代表的先进大模型仍在持续训练、能力有望进一步提升, GPT-4o 为代表的性价比更高的小模型也持续推出, 有望降低成本门槛推动 AI 产品广泛落地与商业化。同时近期 SaaS 相关股价与预期大幅回调, 也为后续行情空间蓄势。

表 2: 海外 SaaS 公司一季度业绩与公司指引汇总

业务	公司名称	收入（百万美元）						Beat/Miss	24Q2公司指引		2024公司指引
		2022	2023	2024E	24Q1	24Q1公司指引					
云业务	AWS	80096	90757	106754	25037		Beat		预测17%	一季度Capex139亿美元, 23年Capex 481亿美元, 根据公司口径预计24年同比+20%到580亿美元。	
	YoY	29%	13%	18%	17%	15%					
	Google云	26280	33088	41611	9574		Beat		预测25%	一季度Capex120亿美元, 23年Capex 322亿美元, 根据公司口径预计24年同比+55%到500亿美元。	
	YoY	37%	26%	26%	28%	26%					
	微软智能云	81772	96213	116470	26708		Beat		18%-20%	一季度Capex 140亿美元, 23年Capex 412亿美元, 根据公司口径预计24年同比+33%到550亿美元。	
	YoY	21%	18%	21%	21%	18%					
微软Azure	51275	65714	84771	19000		Beat		30%-31%			
YoY		28%	29%	31%	28%						
云数据存储	Snowflake	2,000	2,740	3,430	829	745-750	Beat	订阅805-810	上调2025财年产品订阅收入33亿美元（同比+24%，前值32.5），Non-GAAP毛利率75%，Non-GAAP营业利润率3%（前值6%）		
	YoY	64%	37%	25%	33%	26%-27%			19.4%-20.2%		
数据库服务	MongoDB	1,250	1,650	1,910	451	436-440	Beat	460-464	下调指引25财年18.8-19.9亿美金（+14%，前值19-19.3），下调指引Non-GAAP营业利润指引1.68-1.83亿美元（前值1.86-2.01）。		
	YoY	43%	32%	16%	22%	19%			19%		
云数据监控	Datadog	1,680	2,130	2,600	611	587-591	Beat	620-624	上调2024财年收入25.9亿美元-26.1亿美元（+21.6%-22.5%，前值25.55-25.75亿美元）。Non-GAAP营业利润5.85亿美元-6.05亿美元（前值5.35-5.55%）。指引二季度Non-GAAP营业利润1.34亿美元-1.38亿美元。		
	YoY	63%	27%	22%	27%				21.6%-22.5%		
内容制作设计	Adobe	17,610	18,580	21,650	5310	5250-5300	Beat	5330-5380	Adobe 24Q2（截止5月31日）数字媒体业务净新增ARR 4.87亿美元，高于此前业绩会指引4.4亿美元。Adobe指引24Q3数字媒体净新增ARR约4.6亿美元。		
	YoY	12%	6%	17%	10%				9%-10%		
企业服务订阅SaaS	微软Office	65856	73648	82486	19570		in-line		9%-10%, M365 +14%CC	公司指引25财年（24年6月30-25年6月30）微软收入双位数增长，经营利润双位数增长。	
	YoY		12%	12%	12%	11%-12%					
	Salesforce	31,000	34,560	37,670	9130	9120-9170	in-line	9200-9250	维持25财年收入指引为377-380亿美元，同比+8%-9%，并将25财年订阅收入下调至略低于10%（前值10%），全年GAAP OPM指引下调至19.9%（前值20.4%），并将Non-GAAP OPM指引维持在32.5%		
	YoY	17%	11%	9%	11%	11%			7%-8%		
	ServiceNow	7,250	8,970	10,900	2600	2510-2515	Beat	2525-2530	维持2024全年指引订阅收入为 105.6-105.75 亿美元（+21.5%-22%），Non-GAAP订阅毛利84.5%（持平），Non-GAAP营业利润率29%。指引Q2 Non-GAAP营业利润率25%（环比-5ppts）。		
YoY	23%	24%	22%	25%	24%-24.5%			21.5%-22%			
数据搜索、安全	Elastic	1,190	1,400	1,630	335	328-330	Beat	25FYQ1 343-345	2025财年预计总收入在14.68亿至14.8亿美元之间，同比+16%。预计Non-GAAP运营利润率约为11.7%-12.3%。25FYQ1（截至2024年7月30日）Non-GAAP运营利润率在9.2%至9.4%之间。		
	YoY	18%	18%	16%	20%	18%			17%		
网络与终端安全	Crowdstrike	2,170	2,990	3,880	921	902-906	Beat	958-961	上调FY2025收入预计在39.76-40.11亿美元（同比约+17.8%，前值为39.2-39.9亿美元），二季度Non-GAAP运营收入2.08-2.11亿美元之间。		
	YoY	50%	38%	30%	33%						
网络安全	Palo Alto Networks	6,040	7,420	8,390	1980	1950-1980	in-line	2150-2170	FY24全年收入由之前的79.5-80亿美元小幅上调至79.9-80.1亿美元增长16%，Billings由之前的101-102亿美元上调至101.3-101.8亿美元。		
	YoY	27%	23%	13%	15%				10%-11%		
数据分析	Palantir	1,910	2,230	2,700	634		Beat	649-653	上调24年营收26.77-26.89亿美元（同比+20%-20.4%，前值26.5-26.7亿美元）。上调美国商业收入超过6.61亿美元（前值6.4亿美元），增长率至少为45%。运营利润上调至8.68-8.8亿美元（前值为8.34亿至8.5亿美元）。调整后自由现金流为8亿美元-10亿美元。		
	YoY	24%	17%	21%	21%	17%-17.5%			21.5%-22.4%		

资料来源：公司财报与业绩会、公司官网、国信证券经济研究所整理

投资建议

互联网板块内部，关注公司如下。1) **腾讯控股**：随着腾讯 23Q4、24Q1 业绩的释放逐渐确认：1) 收入增长方面，视频号预计将是相对稳定的增长来源，新游戏为潜在提速机会。游戏方面，24Q1 国际市场游戏总流水同比增长 34%，国内《DNF》手游 5 月 21 日上线以来表现优秀。2) 利润方面，未来收入组合变动和经营杠杆带动下，利润率提升可持续。我们将腾讯的微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费计算为新业务；测算预计到 25 年新业务在腾讯收入占比 13%，但是利润占比可达 29%。2) **美团**：当前市场的核心关注点主要包括：1) 外卖的增速预期：需关注宏观环境；但公司 24Q1 外卖单均盈利环比有所回升，显示出利润调控能力；闪购业务有望接力外卖业务，成为到家第二增长曲线；2) 到店业务与抖音的竞争：受到竞争问题扰动，有望走出差异化竞争，24Q1 到店酒旅业务盈利能力回升，预计利润率回升趋势延续；3) 优选等新业务减亏表现亮眼。3) **阿里巴巴**：公司大力投资核心业务，电商份额趋于稳定，我们预计云业务、电商收入有望重回增长轨道，非核心业务如淘天自营、大文娱等收入将逐步收缩，加大投资可能影响公司利润释放。4) **拼多多**：公司国内电商业务市场地位稳固，收费能力逐步提升，海外业务带动支付通道收入高速增长。2024 年公司海外业务的半托管模式进展顺利，继续保持高速增长，海外业务减亏明显。

海外互联网和科技板块，建议重点关注云业务需求变化趋势、AI Capex 投入以及 AI 领域建设情况。科技巨头云计算业务增速已经开始加速增长。云业务的变化一方面是 IT 支出弱周期基本结束，另一方面 AI 对云业务的需求拉动逐步体现到业绩端。此外，互联网和云厂对 Capex 以及投资 AI 的计划积极，预估云厂端今年 capex 增速有 25%+级别的上修，其中预计大头用于 AI 芯片。

此外，美股 SaaS 板块受到宏观经济的不确定性的影响，企业支出仍处在弱周期，AI 对业绩带来的提振作用较弱，同时 AI 使得大部分 SaaS 公司重回投资周期。疫情后周期背景下，去年企业大规模进行 IT 支出优化，海外 SaaS 公司主营业务持续承压。未来 AI 传导到应用端，AI 浪潮助力 SaaS 公司进行产品升级、扩展 SKU，同时提升产品的渗透率与商业化水平，有望带来新增长。建议关注业绩加速增长、AI 逻辑明确的公司。

整个上半年，港股互联网各龙头公司已表现出微观基本面筑底回升的特征，尽管宏观经济仍表现出一定压力，我们观察到腾讯的主业游戏海外流水已率先回暖、美团外卖业务每单盈利能力在 Q1 也开始环比回升、美团本地生活业务跟字节的竞争也逐步走向差异化方向等，我们认为现在正处在微观企业经营效率的小周期回升的起点，因此将推动港股互联网板块开启长期基本面修复行情。此外，各家互联网公司今年以来陆续推出大额回购计划，整个上半年腾讯、美团、快手的回购金额分别为 523 亿/77 亿/9.7 亿港元。目前港股互联网公司多数交易在 24 年经调整净利润 15-20x 水平，相比较美股纳斯达克科技巨头多数交易在 24 年 PE25-30x，整体估值较低，投资价值凸显。我们当前推荐优先配置竞争格局清晰的港股互联网龙头腾讯、美团等。

风险提示

政策风险

互联网行业的不同细分赛道均受到政策的强监管，包括个性化广告、直播、餐饮

外卖、网络游戏、支付、AI 应用等。

游戏行业：未成年人防沉迷和版号数量大幅减少的风险。2021 年 8 月 30 日，国家新闻出版署发布《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。同时，2021 年 8 月至 2022 年 3 月期间游戏版号停发。尽管 2022 年 4 月版号重启、发放趋于常态化，但版号数量较暂停之前减少，后续审批及发放节奏仍然存在不确定性。

支付行业：费率风险。2021 年 6 月 18 日，国务院常务会议上提出，要采取将网络支付商户手续费降低 10% 等减费措施，帮助小微企业、个体工商户降低成本。第三方支付可能会面临费率难以提升的风险。同时，数字人民币也在稳步推荐试点，且定位为等同于现金，可能会对现有第三方支付的竞争格局、收单模式产生影响。

外卖：骑手保障和抽成比例风险。2021 年 7 月，人社部、最高院等 8 部门发布《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，提出明确劳动者权益保障责任、补齐劳动者权益保障短板等多项指导意见。2022 年 2 月 18 日，国家发改委等 14 部门发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，提出引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本。外卖平台可能面临抽成比例行政指导化的风险。

AI 应用：数据安全和个人隐私风险。继今年 4 月网信办就《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》公开征求意见后，7 月 13 日，网信办等七部门正式发布了《生成式人工智能服务管理暂行办法》（下文简称“《办法》”），该办法自 2023 年 8 月 15 日起施行，AI 应用相关公司训练模型数据来源的安全性和合法性受到一定监管。

短视频行业竞争格局恶化的风险

微信视频号自 2020 年推出以来，活跃用户数和用户时长持续增长，我们判断，微信视频号已经成为短视频行业面临的变量。视频号所独具的社交关系链，让内容消费者、内容创作者顺利完成了冷启动的阶段。此外，B 站、小红书等新兴内容社区也开始布局短视频。由于短视频行业不具备绝对垄断性，短视频用户的时长是排他的，新的短视频平台发展壮大，可能会对现有平台的增长产生不利影响。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032