

互联网行业 2024 上半年回顾暨 9 月投资策略： 中报再次验证互联网龙头处于经营提效阶段，估值仍处于历史较低位

优于大市

核心观点

8月行情回顾：8月恒生科技单月上涨1.2%，同期纳斯达克互联网指数单月上涨2.9%。个股方面，互联网多数股价录得上涨，港股方面，京东健康、美团、腾讯控股为本月表现前三的股票。美股方面，SEA、META、贝壳为本月表现前三的股票，单月涨幅为19.2%、9.8%、7.1%。从市盈率看，截至2024年9月3日，恒生科技指数PE-TTM为20.79x，处于恒生科技指数成立以来18.78%分位点。

国内互联网公司中报纵览：1) **腾讯控股：**游戏业务企稳回升，视频号广告持续拉动份额增长，整体业务组合高质量优化，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：**公司持续投入核心电商，其他亏损业务预计1-2年内扭亏为盈。4) **拼多多：**国内主站和海外健康增长，预计将加大投入商家生态和提效供应链。5) **京东集团：**GMV低个位数增长，同时关注GMV、现金流和利润。

海外互联网公司纵览：1) **微软：**业绩稳健，AI折摊压力逐步增加，关注Copilot变现潜力。2) **谷歌：**云增速持续提升，广告业务在宏观承压下保持稳健。近期发布Pixel 9系列手机，并对搜索算法进行更新。3) **META：**营收利润达指引上限，AI驱动广告效率持续提升。4) **亚马逊：**云业务持续加速，国际零售竞争增加，营收指引低于预期。AI助手开启商业化尝试。

投资建议：如我们一季报总结所展望，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，在宏观承压的背景下，互联网企业通过聚焦优势业务发展和调整组织架构提效，整体中报利润释放优于其他板块。典型案例包括腾讯中报收入增速虽在个位数增长，但过去两年公司通过聚焦高毛利业务发展（视频号广告等），利润端保持在双位数增长。此外，美团也是本次中报季表现非常亮眼的公司，年初以来公司通过整合到店到家两大事业群，有效实现资源和流量的互补，带动外卖和到店业务的盈利能力提升，同时后续有望通过神会员等策略，持续拉动核心本地业务增长。我们认为互联网板块处于长期企业经营效率回升的起点，互联网龙头企业的经营可持续性将推动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、阿里的回购金额换算分别为476亿/139亿/767亿元人民币。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，和边际竞争格局改善的阿里。

风险提示：政策风险，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	372.8	3,482,892	24.2	26.3	16	14
3690.HK	美团-W	优于大市	119.2	741,606	6.1	8.1	18	14
9988.HK	阿里巴巴-SW	优于大市	80.1	1,549,573	8.1	7.6	9	8
PDD.O	拼多多	优于大市	92.8	128,808	22.2	26.0	8	6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

互联网

优于大市 · 维持

证券分析师：张伦可 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004
联系人：王颖婕 0755-81983057
wangyingjie1@guosen.com.cn

证券分析师：陈淑媛 021-60375431
chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003
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

《互联网行业 2024 年 8 月投资策略-互联网中报即将发布，推荐布局绩优标的》——2024-08-05
《人工智能周报(24年第29周)-微软 AI 设计应用全平台上线，阿里云开源两款新语音基座模型》——2024-07-23
《人工智能周报(24年第27周)-世界人工智能大会点燃模型发布热潮，文生图及文生视频模型多家布局》——2024-07-09
《人工智能周报(24年第25周)-华为云首发 AI 原生应用引擎，Qwen2 成斯坦福大模型榜单最强开源模型》——2024-06-23
《互联网行业 2024 年 8 月投资策略-互联网中报即将发布，推荐布局绩优标的》——2024-08-05

内容目录

行情回顾：8月恒生科技单月上涨1.2%	5
国内互联网公司纵览	7
腾讯控股：宏观压力下显现增长韧性	7
美团：经营效率优秀带动利润释放	9
阿里巴巴：公司持续投入核心电商，其他亏损业务预计1-2年内扭亏为盈	11
京东集团：收入稳健增长，费用投放克制，利润表现亮眼	12
拼多多：利润表现亮眼，公司将加大投入商家生态	13
海外互联网科技公司纵览	14
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	14
微软：业绩稳健，AI折摊压力逐步增加，关注Copilot变现潜力	16
谷歌：云增速持续提升，广告业务在宏观承压下保持稳健	18
META：营收利润达指引上限，AI驱动广告效率持续提升	20
亚马逊：云业务持续加速，国际零售竞争增加，营收指引低于预期	22
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

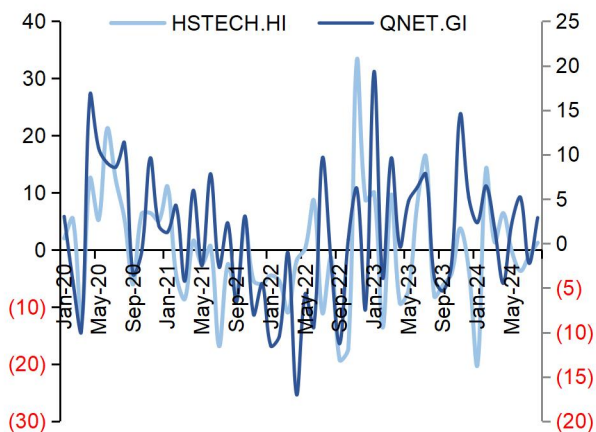
图 1: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅	5
图 2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势	5
图 3: 8 月互联网板块重点公司表现	6
图 4: 2024 年 8 月互联网板块股价下跌的股票 (%)	6
图 5: 2024 年 8 月互联网板块上涨的股票 (%)	6
图 6: 恒生科技指数 PE-TTM 情况	7
图 7: 腾讯总收入及增速 (亿元, %)	8
图 8: 腾讯调整后归母净利润及净利润率 (亿元, %)	8
图 9: 《DNF》手游 IOS 畅销榜排名	8
图 10: 央行非金融机构存款金额及增速 (亿元、%)	9
图 11: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)	10
图 12: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)	10
图 13: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)	10
图 14: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)	10
图 15: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)	11
图 16: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)	11
图 17: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)	11
图 18: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)	11
图 19: 京东集团季度营业收入及增速 (百万元, %)	13
图 20: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)	13
图 21: 拼多多季度分部营业收入及增速 (百万元, %)	14
图 22: 拼多多季度经调净利变化情况 (百万元, %)	14
图 23: 微软智能云收入与增速变化 (百万美元, %)	15
图 24: 亚马逊 AWS 收入与增速变化 (单位: 百万美元、%)	15
图 25: 谷歌云收入与增速变化 (百万美元, %)	15
图 26: 微软 Azure 收入测算季度变化情况 (百万美元, %)	15
图 27: 各互联网与云厂 Capex 季度变化情况 (百万美元)	16
图 28: 各互联网与云厂 Capex 季度增速变化情况 (百万美元)	16
图 29: 微软收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	17
图 30: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	17
图 31: 微软分业务收入占比季度变化情况 (单位: %)	17
图 32: 微软分业务收入季度变化情况 (单位: %)	17
图 33: 谷歌总收入及增速 (百万美元、%)	19
图 34: 谷歌净利润及净利润率 (百万美元、%)	19
图 35: 谷歌服务 (广告与其他) 收入及增速 (百万美元、%)	19
图 36: 谷歌三费占比变化 (%)	19
图 37: META 总收入及增速 (百万美元、%)	21

图 38: META 净利润及净利润率 (百万美元、%)	21
图 39: META FoA 业务收入及增速 (百万美元、%)	21
图 40: META 三费占比变化 (%)	21

行情回顾：8月恒生科技单月上涨1.2%

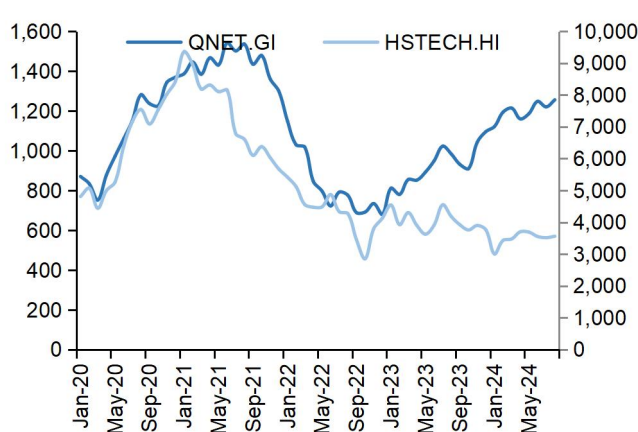
指数情况：8月恒生科技指数单月上涨1.2%。同期，纳斯达克互联网指数8月上
涨2.9%。

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：

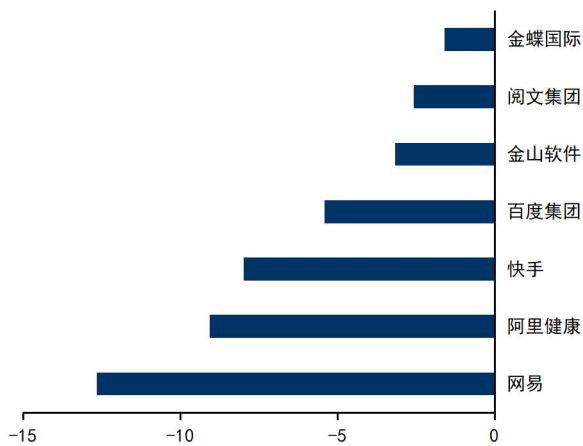
- 1) 港股方面，京东健康、美团、腾讯控股为本月表现前三的股票，单月涨幅为8.3%、8.1%、5.5%，跑赢恒生科技指数7.1pct、6.9pct、4.3pct。
- 2) 美股方面，SEA、META、贝壳为本月表现前三的股票，单月涨幅为19.2%、9.8%、7.1%，跑赢纳斯达克指数16.3pct、6.9pct、3.2pct。

图3: 8月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	-2.6	-3.8	-18.48	24.9	232
	IQ.O	爱奇艺	-35.4	-36.1	-59.43	2.2	147
	9899.HK	云音乐	2.9	1.7	26.06	95.3	187
	TME.N	腾讯音乐	-26.4	-27.0	27.24	10.4	1,246
游戏	0700.HK	腾讯控股	5.5	4.2	22.32	378.2	32,227
	9999.HK	网易	-12.7	-13.9	15.31	123.3	3,611
社区	BILI.O	哔哩哔哩	-5.1	-5.7	-39.30	14.4	436
	1024.HK	快手	-8.0	-9.2	-43.28	38.9	1,538
	WB.O	微博	-3.1	-3.8	-54.18	7.5	128
	ZH.N	知乎	0.3	-0.3	-57.56	3.3	22
平台	BZ.O	BOSS直聘	-8.2	-8.9	-38.14	12.5	383
	BEKE.N	贝壳	7.1	6.5	10.15	14.8	1,290
	3690.HK	美团	8.1	6.9	-32.34	118.9	6,747
	9888.HK	百度集团	-5.4	-6.7	-25.74	81.3	2,079
	META.O	META	9.8	9.1	334.09	521.3	93,800
	GOOGL.C	Google	-4.8	-5.4	85.39	163.4	143,732
电商	9988.HK	阿里巴巴	5.4	4.1	-2.19	80.1	14,133
	9618.HK	京东集团	3.1	1.8	-49.22	104.9	3,046
	6618.HK	京东健康	8.3	7.0	-66.99	23.3	678
	0241.HK	阿里健康	-9.1	-10.3	-54.74	2.9	430
	PDD.O	拼多多	-25.4	-26.1	17.85	96.1	9,493
	AMZN.O	亚马逊	-4.5	-5.2	112.50	178.5	133,248
	SE.N	SEA	19.2	18.5	50.51	78.3	3,199
	VIPS.N	唯品会	-8.1	-8.7	-5.75	12.5	476
	MSFT.O	微软	-0.1	-0.8	76.44	417.1	220,528
SaaS	0268.HK	金蝶国际	-1.6	-2.8	-63.14	6.1	200
	3888.HK	金山软件	-3.2	-4.4	-17.00	20.8	253
	2013.HK	微盟集团	4.1	2.9	-80.93	1.3	36
硬件	NVDA.O	英伟达	2.0	1.4	717.29	119.4	208,261

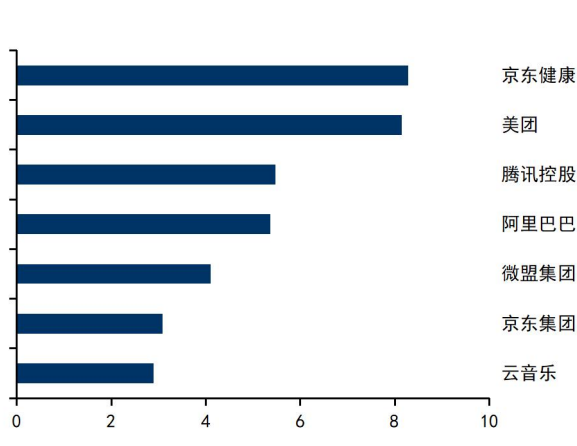
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2024年8月互联网板块股价下跌的股票 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

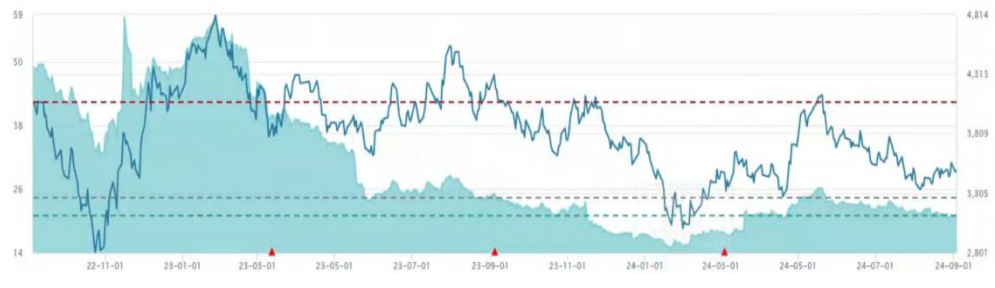
图5: 2024年8月互联网板块上涨的股票 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市盈率看, 恒生科技指数估值基本持平, 截至2024年9月3日, 恒生科技指数PE-TTM为20.79x, 处于恒生科技指数成立以来18.78%分位点。

图6: 恒生科技指数 PE-TTM 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内互联网公司纵览

腾讯控股：宏观压力下显现增长韧性

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；3) 宏观扰动因素。

随着 24Q1、24Q2 业绩的释放，市场逐渐确认：

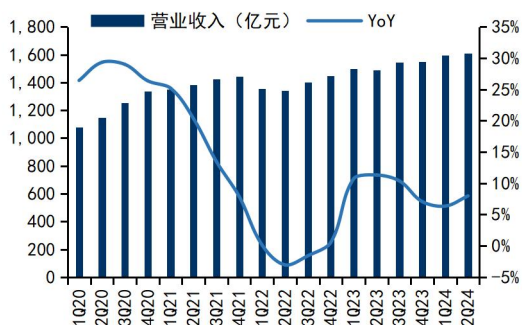
1) 收入增长方面，视频号预计将是相对稳定的增长来源，新游戏为潜在提速机会。广告方面 2024Q2，公司网络广告收入为 299 亿元，同比增长 19%，公司表示可能从释放更多的广告库存中受益（特别是视频号），8 月 25 日起，正式支持商家将视频号小店升级成微信小店，店铺信息可以在多个微信场景内流通；游戏方面，24Q2 网络游戏业务收入为 485 亿元，同比上升 9%。本土市场游戏收入同比上升 9%，主要系《无畏契约》的收入增长及《DNF》手游的成功发布。

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。2024Q2，2024Q2，公司综合毛利率 53%，同比提升 6pct。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/7pct/9pct。公司业绩会表示，毛利润增长速度将继续快于收入增长速度，**但展望未来有可能是 1 倍多，而不是 2 倍多。**

除此以外，非国际财务报告准则分估联营公司及合营公司盈利由 24Q1 的 55 亿元增长至 24Q2 99 亿元（去年同期为 39 亿元），主要系若干国内联营公司及若干海外游戏工作室联营公司的业务表现提升。

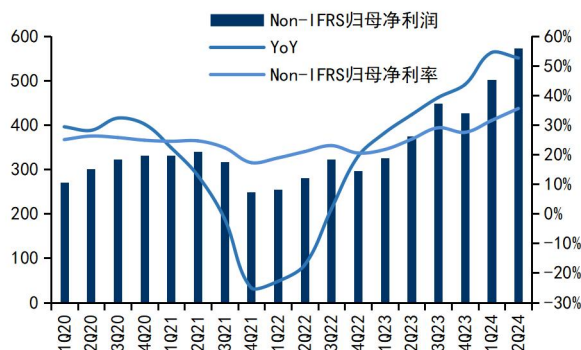
3) 宏观扰动来看，公司存在韧性。收入端来看，公司广告业务、金融科技业务受到宏观影响。但公司广告业务库存释放、技术升级有望带来广告增长韧性。金融科技业务中占收入大头的支付业务收到宏观影响，但理财等高毛利业务健康增长。除此以外，视频号电商的持续发展也带来电商广告、技术服务费收入增长。

图7: 腾讯总收入及增速 (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

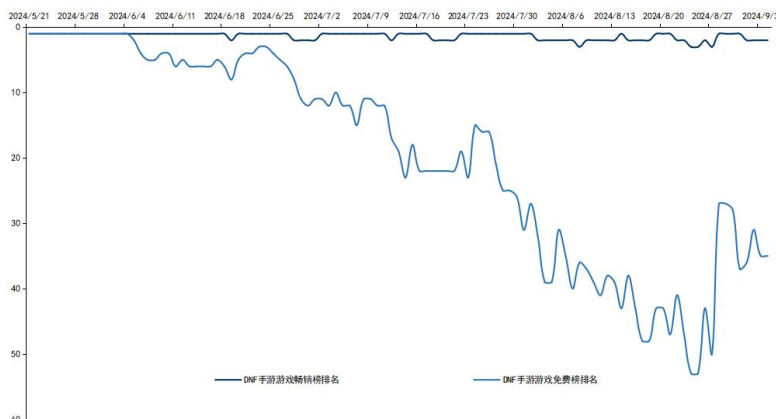
网络游戏：今年是逐季度企稳的趋势，预计下半年加速。在流水递延以及低基数下，我们预计网络游戏收入下半年加速增长：

1) 24Q2 本土市场游戏收入同比上升 9%，主要系《无畏契约》的收入增长及《DNF》手游的成功发布。《王者荣耀》及《和平精英》，两者于 24Q2 流水均恢复同比增长。我们认为《DNF》手游有望成为下一款长青热门游戏。

2) 国际市场游戏收入同比增长 9%，主要由于 Supercell 的游戏（尤其是《荒野乱斗》）人气回升以及《PUBG MOBILE》表现强劲。根据 sensor tower 数据, Supercell 24H1 收入同比增长 70%。

新游戏方面，下半年重点关注《三角洲行动》，预计九月上线。《三角洲行动》由腾讯天美工作室琳琅天上团队研发的射击游戏。

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：视频号广告库存逐步释放。2024Q2，公司网络广告收入为 299 亿元，同比增长 19%。增长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。

1) 广告系统方面，公司升级了广告技术平台，使其能够分析更长周期的用户兴趣，以及更高频地处理用户信号。这使公司能够获得更深入的用户洞察，并提供更精

准的广告推荐。

2) 公司表示可能从释放更多的广告库存中受益（特别是视频号）。随着内循环电商发展，公司将受益于微信内广告的混合转变。8月25日起，腾讯正式支持商家将视频号小店升级成微信小店。微信小店将进一步简化商家入驻流程，升级品牌认证和店铺命名体系，降低入驻门槛及保证金，并支持店铺及商品信息在公众号（订阅号、服务号）、视频号（直播、短视频）、小程序、搜一搜等多个微信场景内流转，助力商家更好地满足用户消费需求。

金融科技：收入侧随着宏观环境波动。拆解腾讯金融科技大盘，个位数同比增长，主要是宏观影响。1) 商业支付交易数量继续以健康的速度同比增长，但由于消费者支出缓慢，每笔支付交易的平均价值同比下降。2) 理财服务同比双位数增长；3) 消费贷款服务收入同比下降，主要系微众银行和腾讯根据消费趋势采取了更谨慎的信贷政策；4) 企业服务收入同比十几个点增长，主要系得益于云服务收入的增加以及视频号电商发展带来的技术服务费用的增加。

从当前非金融机构存款金额增速来看，三季度预计收入侧继续受到宏观压力。7月支付机构备付金同比上升1.1%。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7月达23198亿元，同比上升1.1%，环比下降0.4%。

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

美团：经营效率优秀带动利润释放

餐饮外卖：订单量同比增长12%，UE持续提升。1) 单量端，我们测算本季度公司餐饮外卖订单量同比提升12%，受益于高粘性用户下单频次稳步增长以及拼好饭快速起量，据财报披露，Q2拼好饭单日订单量峰值已突破800万单。2) 收入端，我们测算外卖收入增速14%，本季度餐饮外卖take rate提升，主要驱动因素为广告收入增长。3) 利润端，我们测算本季度单均UE 1.8元，同比提升0.3元，主要由于广告收入提升以及单均配送成本下降。

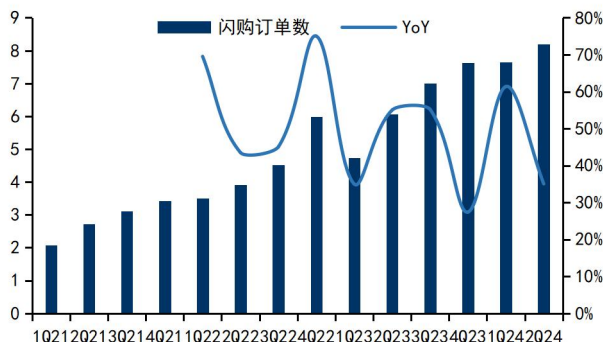
闪购订单量同比增长35%，经营利润连续两个季度转正。收入方面，我们测算本季度闪购佣金广告收入增长约37%。利润方面，本季度闪购利润环比提升，主要由于品牌商家入驻take rate提升以及履约成本下降。

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

到店酒旅 GTV 增长约 35%，神会员预计将促进核心本地业务增长。根据业绩会，2024Q2 到店酒旅订单量同比增长超过 60%，公司表示第二季度的竞争格局保持相对稳定。在组织架构方面，公司利用核心本地商业内的协同效应，例如在会员升级计划中通过即时配送服务引导高频流量至到店服务，从而增加交易频率。公司于 7 月份在全国推广神会员计划，美团神会员把原来仅限于外卖服务的权益体系拓展到了美团平台上的吃喝玩乐各大消费场景，包括外卖、美食团购、酒店住宿、休闲玩乐等。一方面，增加用户交易频次，为餐饮商户带来了销售增量；另一方面，用户会员也能获得更多物超所值的商品选择。

公司建议更多关注营业收入的稳定增长。我们测算二季度公司到店酒旅收入同比增长 25%，经营利润率为 34%。收入侧，公司表示将看到更正常的货币化率。收入增长和 GTV 增长之间的差距将继续缩小。在盈利能力方面，营业利润率不是公司关注的焦点，主要系受到不同类别、不同城市 and 不同收入组合的 GTV 贡献以及季节性的影响。公司建议更多关注营业收入的稳定增长。

图13: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

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

新业务: 优选减亏表现亮眼。本季度新业务收入同比增长 29%至 216 亿元。高速增长主要由于小象超市和快驴快速增长。

本季度新业务经营亏损收窄至 13 亿元。经营亏损率 6%，环比收窄 9pct，同比收窄 25pct。我们测算美团优选亏损 20 亿，其他业务盈利 6-7 亿，减亏主要由于美团优选提升件单价、降低用户补贴，经营效率持续改善，我们预计新业务全年亏

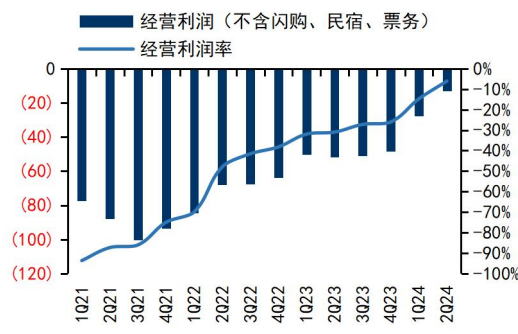
损 71 亿元。

图15: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)



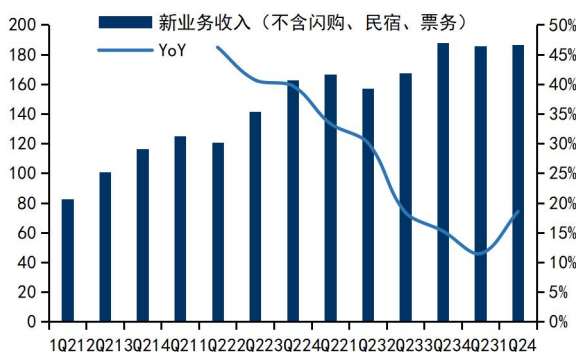
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)



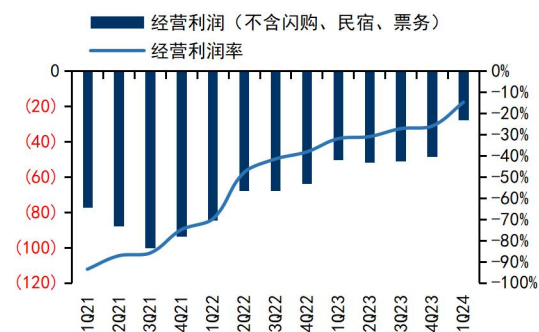
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 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18: 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: 公司持续投入核心电商, 其他亏损业务预计 1-2 年内扭亏为盈

二季度淘天集团收入同比-1%至 1134 亿元, 其中零售客户管理收入同比+1%, 直营及其他收入同比-9%, 批发商业同比+16%。行业看, Q2 全国网上零售额同比+7.6%, 线上渗透率 27.3%; 公司经营看, 除了公司主动收缩直营业务外, 本季度 GMV 增速高个位数增长, 与平台 CMR 增速差距进一步拉大: 1) 公司在直播、百亿补贴、秒杀场上让利商家与消费者, 商业化进展较慢; 2) 公司 4 月推出的新广告产品“全站推广”需要 6 个月以上广告算法和用户数据优化, 预计在推出 6-12 个月才能看到效果。此外公司计划 9 月开始向淘天商家收取 0.6% 软件服务费, 也将帮助平台提升 take rate。公司指引未来几个季度 CMR 增速将逐渐匹配 GMV 增速。

二季度淘天经调 EBITA 利润率维持在 43%, 利润 yoy-1%, 主要原因是公司持续投入用户体验及科技基础设施, 部分被一些业务亏损收窄抵消。值得一提的是, 88VIP 会员数本季度超过 4200 万人, 环比增长 700 万人。

Q3 前瞻：公司计划 9 月起向淘天商家收取 0.6% 软件服务费，预计将小幅提升平台货币化率水平，我们预计三季度电商 GMV 高个位数增长，份额企稳，CMR 增速与 GMV 增速差距仍然存在但有收窄趋势，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。

表1: 阿里淘天集团与其他业务经营情况对比（百万元，%）

淘天集团	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25
收入	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373
YoY	n.a	n.a	2%	4%	-1%
占比	49%	43%	50%	42%	47%
CMR	n.a	68,661	92,113	63,574	80,115
YoY	n.a	n.a	0%	5%	1%
经调整 EBITA	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810
利润率	43%	48%	46%	41%	43%
除淘天外其他业务					
收入	119,203	127,136	131,278	128,658	129,863
YoY	n.a	n.a	9%	9%	9%
占比	51%	57%	50%	58%	53%
经调整 EBITA	-3,948	-4,232	-7,087	-14,532	-3,775
利润率	-3%	-3%	-5%	-11%	-3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：公司于 FY2024Q2 调整分部披露口径，此前数据与当前口径不可比。

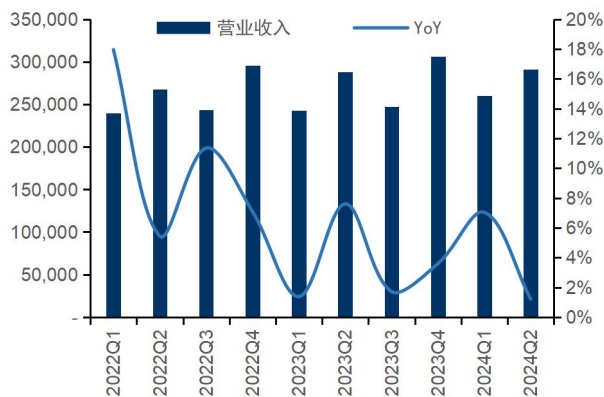
京东集团：收入稳健增长，费用投放克制，利润表现亮眼

本季度公司实现营业收入 2914 亿元，同比+1.2%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 2571 亿元，同比+1.5%，我们测算自营业务收入同比低个位数增长，其中带电品类收入增速-5%，商超品类收入增速 8.7%，增速持续回升；POP 模式收入中低个位数增速，主要原因是目前以培养平台商家生态为主，商业化变现不是首要任务。平台本季度活跃用户数以及订单量均实现两位数增长。2) 京东物流收入 442 亿元，同比+15.2%；3) 新业务收入同比+7.4%。

公司 non-GAAP 净利润 145 亿元，non-GAAP 净利率 5.0%，与去年同期相比提升 2.0pct。其中经调 EBITDA 利润率从 3.6% 提升至 4.6%，其他收入贡献约 1pct 的经调净利率提升，公司表示超过一半的其他收入影响可延续至下半年。分业务看，零售经营利润率提升 0.7pct，主要受免邮门槛低基数消失、毛利率提升影响，物流经营利润率同比提升 3.7pct，新业务经营利润率从去年同期 25% 转变为亏损 15%，主要由于并入达达。公司管理层表示长期集团经调净利率可以达到高个位数水平，主要得益于平台模式拓展、商超品类占比提升以及各品类提效提升毛利率。

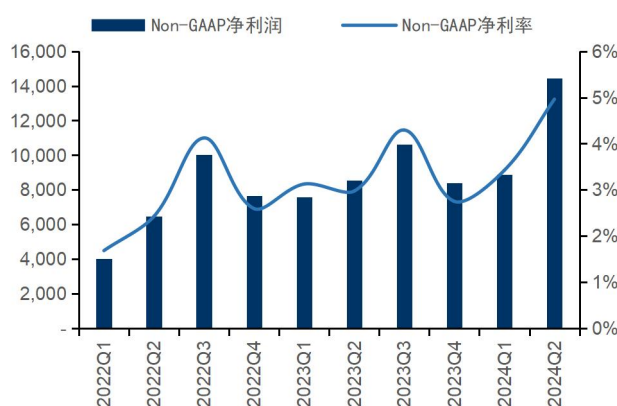
Q3 前瞻：我们观察到京东零售收入表现整体稳健，公司坚持有纪律的投放，同时关注现金流、利润和 GMV，预计 Q3 京东零售 GMV 增速低个位数、集团及零售业务利润表现亮眼。

图19: 京东集团季度营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 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

拼多多: 利润表现亮眼, 公司将加大投入商家生态

本季度公司营业收入 970 亿元, 同比增长 85%, 其中广告营销收入 490 亿元, yoy +29%; 支付通道收入 479 亿元, yoy +234%, 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, Q2 公司主站 GMV 增速为 20%, 广告增速超 GMV 增速体现主站变现能力不断加强, 公司表示由于外部竞争加剧、消费者更加理性, 未来将坚定投资供应链效率提升: 1) 一方面降低优质商家交易费用, 目前计划第一年降低 100 亿; 2) 一方面开启新一轮运营和研发投资, 以简化商家入驻流程和上市流程, 积极识别并取缔不良商家, 逐步提升平台商品质量和商家经营环境; 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 Q2 GMV 超过 130 亿美元, 按 50% 计入收入(收入占比下降主要由于抽佣率更低的半托管 GMV 占比逐步提升), 贡献约 471 亿人民币收入。公司认为未来运营将越来越受到非商业因素影响, 竞争也将更加激烈, 收入增速和盈利能力未来可能承压。

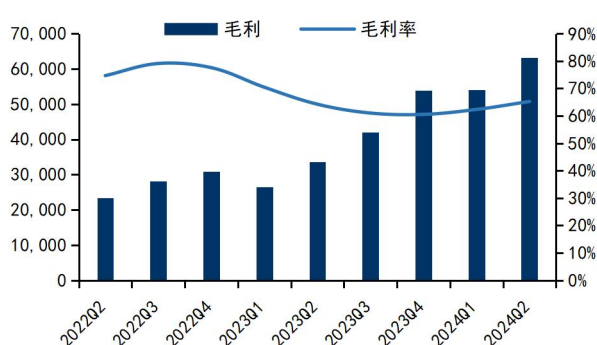
本季度公司 non-GAAP 净利润 343 亿元, yoy+125%, non-GAAP 净利率 35%, 净利率同比提升 6pct, 我们认为净利率大幅提升主要原因是 TEMU 大幅减亏。本季度公司毛利率 65%, 同比提升 1pct; 规模效应下各项费率显著下降, 本季度公司销售费用同比提升 48%, 销售费率同比下降 7pct 至 27%; 管理费用同比上升 208%, 管理费率同比提升 1pct, 研发费用同比上升 6%, 研发费率同比下降 2.2pct 至 3.0%, 公司费用投放更加高效。我们预计本季度海外业务亏损 23 亿人民币。值得一提的是, 管理层表示公司仍面临多条线的激烈竞争和外部环境的不确定性, 未来几年暂时不会回购和分红。

图21: 拼多多季度分部营业收入及增速 (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: 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

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

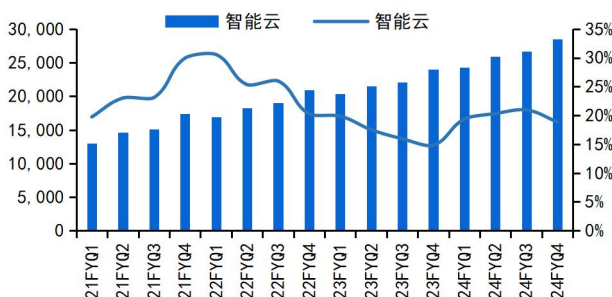
云计算业务: 传统需求筑底企稳, AI 驱动云业务加速。微软、谷歌和亚马逊建议重点关注 AI 对于云计算业务的拉动情况。二季度已经明显观测到整体云计算业务的增速加速增长。云业务的变化一方面是 IT 支出弱周期已到尾声, 另一方面 CSP 受益于大模型训练和推理需求, AI 对云业务的需求拉动逐步体现到业绩端。

Azure (Microsoft): AI 对收入提振明显, 传统云业务增速企稳。 Azure (Microsoft): 二季度智能云收入为 285 亿美元, 同比+19%, 略低于上季度公司指引上限+20%。其中 Azure 和其他云业务同比+29%, 其中 AI 贡献了其中的 8 个点(上个季度为 7 个点)。Azure AI 部分收入占比持续增加。电话会表示“AI 平台的转变与云类似, 既涉及知识密集型投资, 也涉及资本密集型投资。我们专注于两件基本的事情: 首先, 推动跨基础设施和应用程序的产品组合的创新, 继续扩大我们的云业务。其次, 利用客户需求信号和价值实现时间来动态管理我们的成本结构, 并产生持久的长期运营杠杆。”

AWS (Amazon) 公司已完成了优化工作, AI 带来新需求。 二季度 AWS 收入 263 亿美元 (同比+19%), 高于一致预期 17%, 也高于上季度增速 17%。电话会表示“增长主要受三个宏观趋势推动: 企业完成成本优化、基础设施现代化 (从本地迁移到云端)、以及对人工智能 (AI) 的利用。”

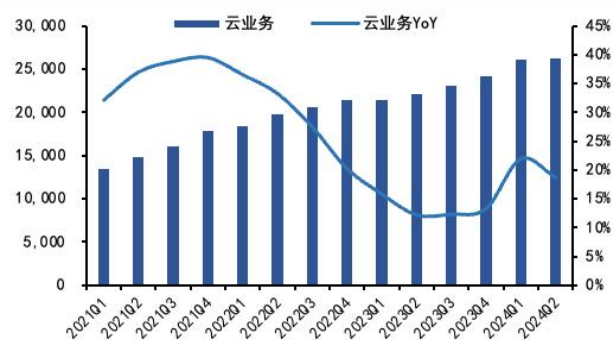
Google Cloud 持续加速增长。 二季度收入 103.5 亿美元 (同比+29%, 环比+8%), 相比上季度 28% 增速加速, 营业利润率为 11.3% (同比+6pcts、环比+2pcts)。电话会表示“对我们来说, 投资不足的风险远远大于过度投资的风险, 即使在最终证明我们过度投资的情况下。”

图23: 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24: 亚马逊 AWS 收入与增速变化 (单位: 百万美元、%)



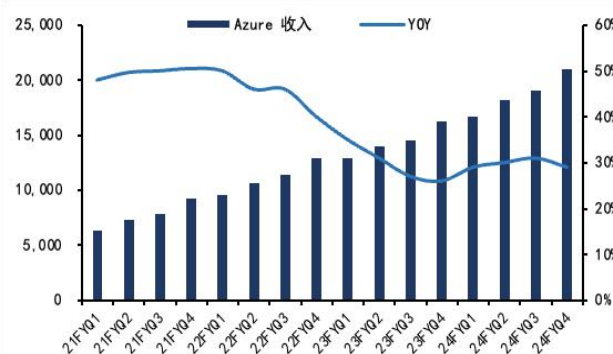
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图25: 谷歌云收入与增速变化 (百万美元, %)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图26: 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

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 35%+级别的上修, 其中预计大头用于 AI 芯片:

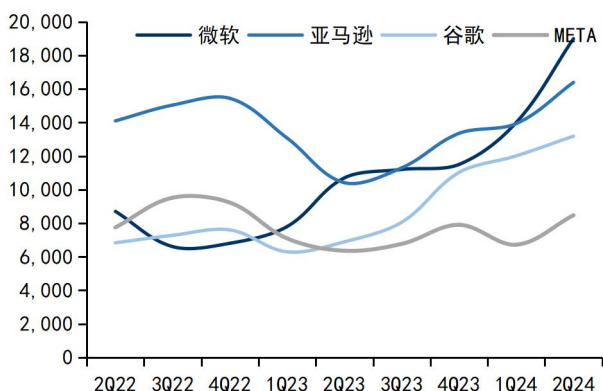
微软: 资本支出 (含融资租赁) 140 亿美元 (上季度为 120 亿美元), 预计 2025 财年 Capex 将高于 2024 财年, 而 Capex 在 24 财年季度环比持续上升。过去四季度累计 474 亿美元, 预计 24 财年 510 亿美元。

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。

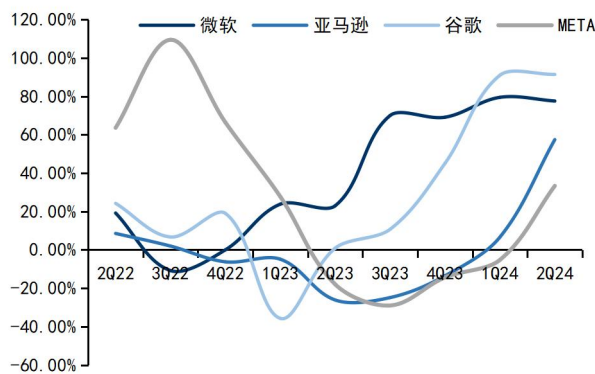
AMZN: 四季度资本支出 (含融资租赁) 139 亿美元, 同比+7%。财报会表示与 24Q1 相比 24Q2-Q4 的资本支出更高。23 年为 481 亿美元, 24 年预计 580 亿美元。

图27: 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28: 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

微软: 业绩稳健, AI 折摊压力逐步增加, 关注 Copilot 变现潜力

业绩重点: 公司整体保持稳健增长, 本季度毛利率、营业利润率与净利率环比均有所下滑, 主要反映了投资周期折旧摊销压力的增加, AI 折摊对利润率负面影响逐步提升。AI 贡献占比持续提升, 公司预计 FY25 下半年 Azure 重新加速增长。生产力业务增长超指引, M365 Copilot 有望扭转 M365 增长降速的趋势。

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, 二季度收入 203 亿美元, 同比+11%, 超过上季度指引上限。包括 Office365 商业版收入同比+14%, LinkedIn 收入同比+10%, Dynamics 收入同比+16%, 其中 Dynamics 365 收入同比+19%。

2) 智能云 (Azure 等): 二季度本季度收入为 285 亿美元, 同比+19%, 略低于上季度公司指引上限+20%。其中 Azure 和其他云业务同比+29%, 其中 AI 贡献了其中的 8 个点 (上个季度为 7 个点), Azure 格局和 AI 竞争地位优势依旧显著领先。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)。

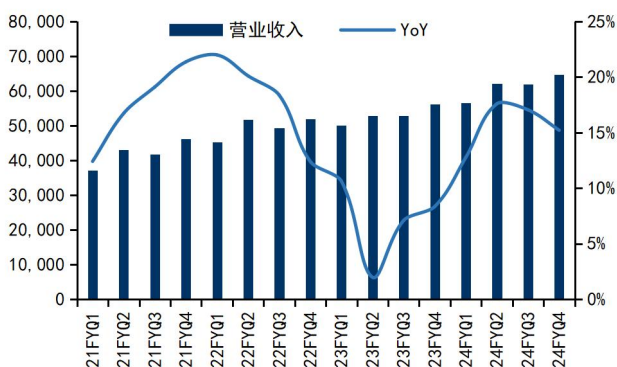
IT 优化背景下, 智能云刨去 AI 的传统业务仍然有压力, 预计后续增速仍可能承压放缓, 但 AI 云需求旺盛, 后续应用侧起量后有望加速增长, AI 云需求是核心驱动。

更多个人计算 (Windows、PC、Bing): 本季度收入为 159 亿美元, 同比+14%。其中 Windows OEM 同比+4%, Windows 商业产品和云服务收入增长 11%; 搜索和新闻广告收入 (不含流量采集费用) 增长 19%; Xbox 内容和服务收入增长 61%, 其中新收购的动视暴雪贡献 58%。

公司预计下季度智能云收入 286-289 亿美元 (其中 Azure 指引+28%-29%cc), 生产力和商业业务 203-206 亿美元 (其中 Office 365 商业版指引+14%cc), 个人计算收入指引 149-153 亿美元。

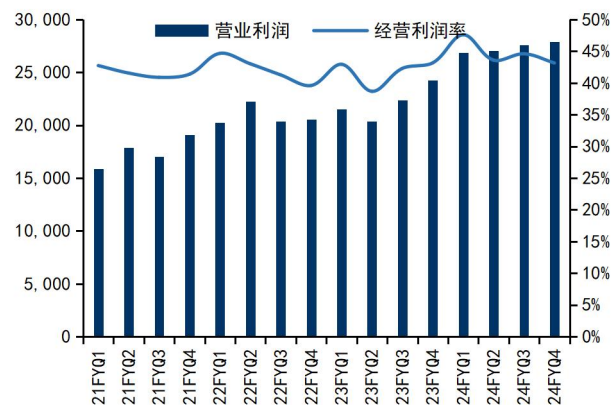
微软 AI 进展：持续迭代小模型，推出虚拟人功能

图29：微软收入季度变化情况（单位：百万美元、%）



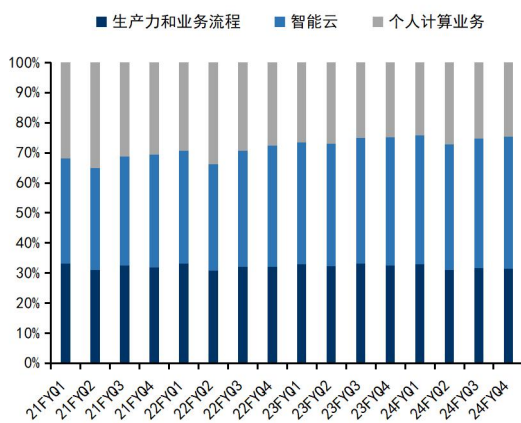
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图30：微软营业利润季度变化情况（单位：百万美元、%）



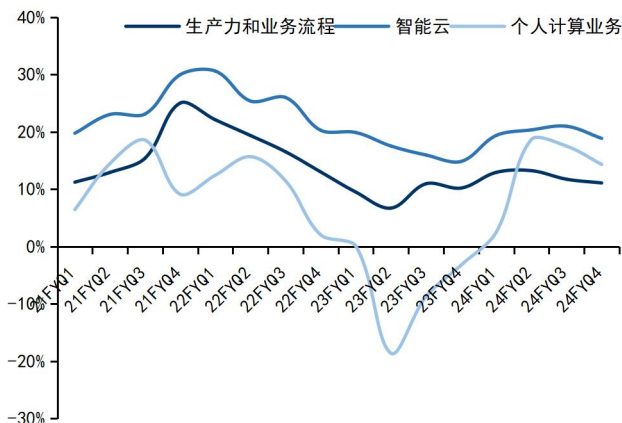
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图31：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

图32：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

(1) 微软在 2024 年 8 月推出了 Phi-3.5 系列的 AI 模型，其中包括 Phi-3.5-mini-instruct 模型。这个模型是微软最新发布轻量级 AI 模型，专为内存和算力受限的环境设计，支持 128K 的上下文长度，适合进行基础快速推理任务，如代码生成、数学问题解决和逻辑推理等。

(2) 微软宣布调整部分业务部门结构，并更新财报展望。微软宣布调整其部分业务部门的结构，并将 Microsoft 365 商用组件的收入汇总到生产力和业务流程部门，将 Copilot Pro 人工智能生产力工具的收入转移到更多个人计算部门。这些变化反映了微软对 AI 技术的重视和对未来发展方向的预期。

(3) 微软 Azure AI 语音服务允许开发者构建多语言生成式 AI 语音应用，Azure AI 语音服务最新推出了文本到语音虚拟人功能，可以将简单的文本转换为人类自然说话视频。定价方面，文本转视频服务的收费将根据视频输出的长度计算并按秒收费。该服务现已在东南亚、北欧、西欧、瑞典中部、美国中南部和

美国西部地区推出。

OpenAI AI 进展：“草莓”项目浮出，GPT 模型现可定制微调

(1) OpenAI 正开发“草莓”项目：前身为神秘 Q * 算法，最快今年秋季推出。“草莓”项目旨在增强 OpenAI 的模型的推理能力，处理复杂科学和数学问题的能力，让大模型不仅能生成查询答案，还能提前规划，以便自主、可靠地浏览互联网，进行 OpenAI 定义的“深度研究”。

(2) OpenAI 宣布将允许企业客户使用自己公司的数据对最强大的模型 GPT-4o 进行定制化处理，这通常被称为“微调”。这项新功能预计将在 8 月推出，旨在帮助企业展示人工智能投资的收益，并提升特定任务或主题领域的人工智能模型表现。

(3) OpenAI 与新闻集团 (News Corp) 达成多年期协议，将获得主要新闻和信息出版物的当前和存档内容，包括《华尔街日报》《巴伦周刊》《纽约邮报》《泰晤士报》《太阳报》等。这些内容将用于 ChatGPT 中显示新闻集团旗下媒体的内容并用于回答用户的问题。此次合作为期五年，交易价值可能超过 2.5 亿美元

(4) OpenAI 宣布 DALL-E 3 模型向 ChatGPT 免费用户开放，但每天只能生成两张图片。今年 4 月，OpenAI 宣布 DALL-E 3 引入全新的编辑界面，在基于用户文本生成图片之后，可以继续根据用户描述精细化调整已生成的图片。此外，用户也可以在 ChatGPT 中跨 Web、iOS 和 Android 使用 DALL-E 生成图像。

谷歌：云增速持续提升，广告业务在宏观承压下保持稳健

业绩重点：广告业务受宏观经济影响增速放缓，搜索广告整体稳健。本季度谷歌基本盘广告业务稳健，受宏观因素影响，总体增速放缓，广告收入同比 11%（环比-2pcts）。云业务连续六个季度加速增长，AI 贡献占比增加，谷歌云收入同比增速+28.8%，连续六个季度加速增长，季度收入首次超过 100 亿美元。降本增效持续提升利润率，预计后续折旧摊销压力下利润率有所下滑。良好的利润表现支持谷歌持续加大投资 AI 基础设施。谷歌 24Q2 资本支出 131.86 亿美元（同比+91%、环比+10%），其中最大的部分是服务器，其次是数据中心。持续增加的折旧摊销压力将会影响后续季度的利润率，公司指引 24 年全年的营业利润率将高于 2023 年（27.4%），因今年一二季度的 OPM 强劲（32%），则三四季度 OPM 预计有所下滑。

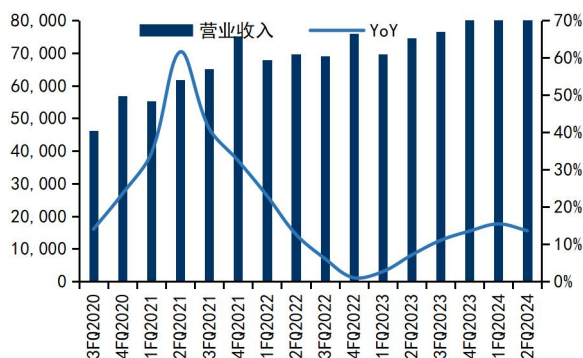
1) **广告业务持续加速增长：**广告收入同比 11%（环比-2pcts），北美二季度零售环比增长低于预期、消费者信心逐月下滑。而受益于零售垂直业务和金融服务的强劲，谷歌搜索广告增长依然稳健。谷歌服务收入 739 亿美元（同比+11.5%），其中包括谷歌广告收入 646 亿美元（同比+11.13%）和其他非广告业务收入 93 亿美元（同比+14.4%）。广告收入包括谷歌搜索广告收入 485.1 亿美元（同比+13.8%），YouTube 广告收入 86.6 亿美元（同比+13%），谷歌网络联盟收入 74 亿美元（同比-5.2%）。

2) **云增速恢复，利润率显著提升：**收入 103.5 亿美元（同比+28.8%，环比+8%），同比增速较上季度上升，反应了 AI 和 Workspace 的增长，主要是由每个 seat 平均收入增长推动。营业利润率为 11.3%（同比+6pcts、环比+2pcts）。

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 9 月 9 日开始（每年约 100 亿美元）。

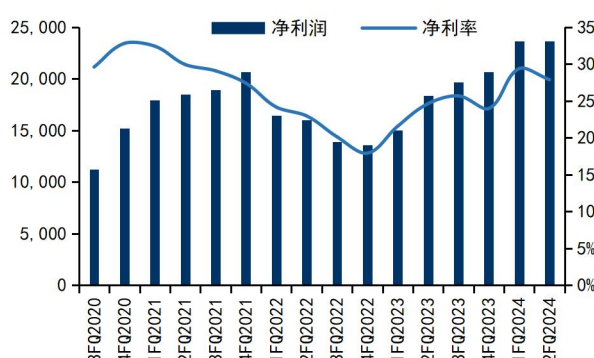
4) **资本开支**：谷歌 24Q2 资本支出 131.86 亿美元（同比+91%、环比+10%），其中最大的部分是服务器，其次是数据中心；资本开支或将达到全年 500 亿美元的水平。

图33: 谷歌总收入及增速（百万美元、%）



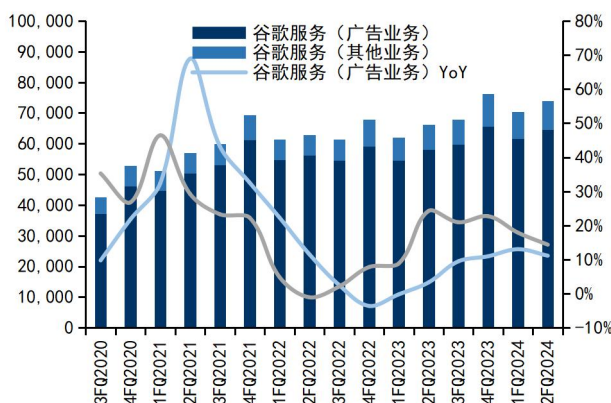
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34: 谷歌净利润及净利率（百万美元、%）



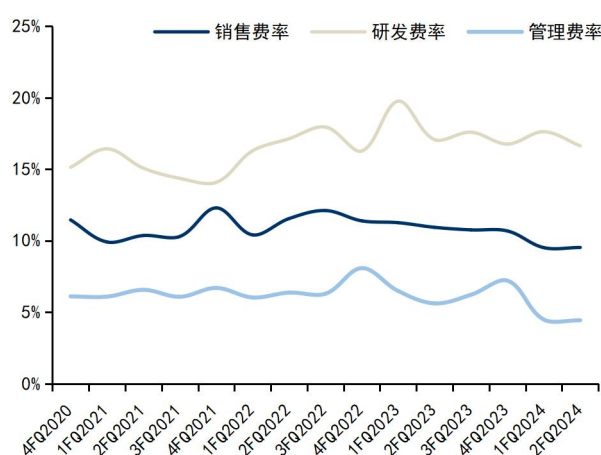
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35: 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36: 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：发布 Pixel 9 系列手机，并对搜索算法进行更新

(1) 8月5日，美国哥伦比亚特区法院的联邦法官裁决谷歌违反了美国反垄断法《谢尔曼法案》第二条，主要指向谷歌搜索引擎分销协议。法院认为谷歌向苹果、三星等支付分成，以成为默认搜索引擎，并要求不得预装和推广竞品搜索引擎，非法阻碍竞争。这一裁决可能会改变谷歌与分销商的合作协议，并可能要求浏览器提供搜索引擎选择，但分拆可能性较小。

(2) **谷歌发布 pixel 9 系列手机**。谷歌发布了最新款的 Pixel 9 系列手机，包括 Pixel 9、Pixel 9 Pro 和 Pixel 9 Pro XL，以及全新的可折叠手机 Pixel 9 Pro Fold。这些新款手机深度融合了人工智能技术，特别是 AI 大模型 Gemini，它能够在生活的各个方面为用户提供帮助，如通过 Gemini 对正在观看的 YouTube 视频提问，生成并拖放图像到 Gmail 或 Google Messages 中，甚至还能帮助管理电子

邮件等任务。

(3) 8月15日，谷歌推出了2024年8月核心更新，这是一次重大的算法变化，旨在提升搜索结果的质量，优先展示用户认为真正有用的内容。这次更新考虑了小型和独立网站的利益，以及网站所做的积极改变。谷歌也更新了有关核心更新的帮助页面，提供了更详细的指导。

META：营收利润达指引上限，AI 驱动广告效率持续提升

业绩重点：主营广告业务营收利润增速强劲，关注 AI 布局发展，本季度资本开支持续提升，上调全年资本开支下限。二季度营收 391 亿美元（同比+22%），公司指引 14%-22%，BBG 一致性预期 20%。营业利润 149 亿美元，营业利润率 38%（同比+9pcts、环比持平），净利润为 135 亿美元（同比+73%），净利率 34.5%。财报会表示二季度广告收入中，在线商务同比增长贡献最大，其次是游戏、娱乐和媒体。

1) 二季度广告营收利润超预期强劲，在线商务需求旺盛：24Q1 广告收入 383 亿美元（同比+22%），本季度 Ad impressions 同比+10%，广告平均价格（Average Price Per Ad）同比+10%，连续第六个季度增速提升，反映了客户需求与广告 ROI 的增长。

1) 2) AI 技术进展不断，加大 AI 与 RL 业务投入：

AI 在广告领域的应用：业绩会表示希望未来朝着统一的推荐系统迈进，涵盖所有内容（图文、视频等）。Facebook 已上线一站式的播放界面和推荐系统，将所有视频类型集成到了一个播放界面和系统中。

Advantage+：继续提高广告个性化投放程度，adv+工具持续优化。美国广告客户在采用 Advantage+ 购物活动后，广告支出回报率提高了 22%。在 Advantage+ 中推出生成式 AI 广告功能，如图像扩展、背景生成和文本生成，已被超过一百万广告商使用。

Llama 大模型：Llama 3.1 可能成为转折点，开源 AI 可能开始成为行业标准，类似于 Linux 在操作系统领域的地位。Llama 4 已开始推动，目标是在明年成为业内最先进的模型。正在规划未来几年所需的计算集群和数据。训练 Llama4 所需的计算量很可能是训练 Llama3 所需的计算量的 10 倍以上，且未来将继续增长。

Meta AI：快速提升其智能和功能。提供了实用的用例，比如搜索信息和模拟对话，以及创造性的用途，如“想象你自己”（Imagine Yourself）功能让用户创造不同风格自己的图像。

3) 资本开支与业绩指引：二季度资本支出 84.7 亿美元，同比 33.4%，资本支出占当季营业利润比率 57%。主要是对服务器、数据中心的投资。上调 2024 年资本支出将在 370-400 亿美元（前值 350 -400 亿美元），同比+19%-40%。预计 2025 年资本支出将大幅增长以支持 AI 研究和产品开发。

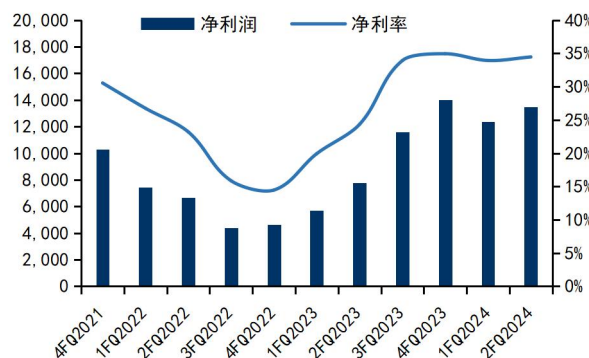
4) 分红回购：24Q2 回购 63.2 亿美元，派息 12.7 亿美元，季度股息每股 0.5 美元。

图37: META 总收入及增速 (百万美元、%)



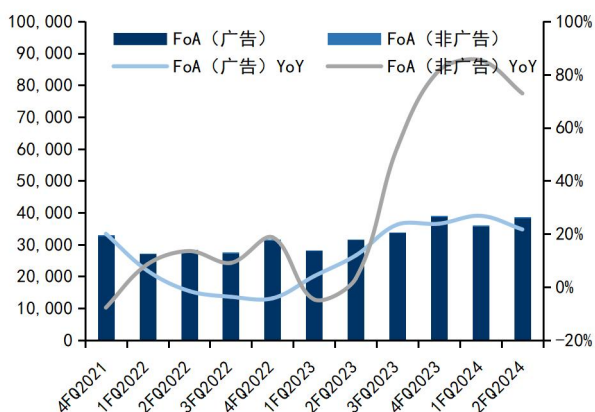
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: META 净利润及净利率 (百万美元、%)



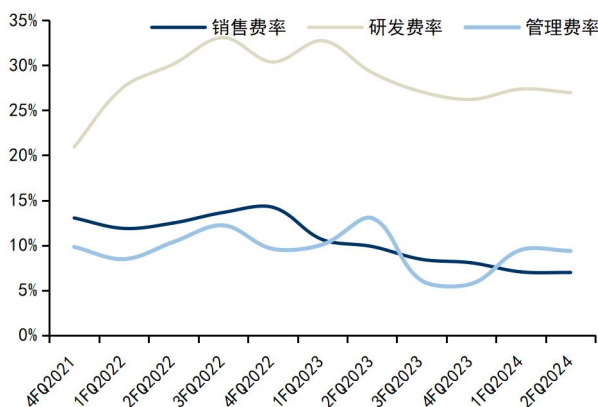
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 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40: 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: 发布各类衍生模型, 推动 AI+应用落地

(1) Meta 公司决定关闭 Spark 平台, 该平台主要服务于第三方创作者, 让其构建各种增强现实 (AR) 特效。“我们对参与 Meta Spark 旅程的创作者、企业和其他关键利益相关者社区深表感谢。七年前, 当我们首次推出这个平台时, 对于大多数消费者来说, 增强现实技术带来的体验还很陌生。从那时起, 我们 AR 创作者社区的想象力、创新力和创造力帮助 Meta 平台上的数亿人接触到了 AR。” Meta 公司表示关闭 Spark 的决定是“经过全面评估后”做出的, 此举将让 Meta “优先考虑我们认为最能满足消费者和企业未来需求的产品”。

(2) Meta Reality 实验室最新推出了名为 Sapiens 的 AI 视觉模型, 适用于二维姿势预估、身体部位分割、深度估计和表面法线预测 4 种以人为中心的基本视觉任务。这些模型的参数数量各不相同, 从 3 亿到 20 亿不等。它们采用视觉转换器架构, 任务共享相同的编码器, 而每个任务有不同的解码器头。

➤ **二维姿势预估:** 这项任务包括检测和定位二维图像中人体的关键点。这些关

关键点通常与肘、膝和肩等关节相对应，有助于了解人的姿势和动作。

- **身体部位分割**：这项任务将图像分割成不同的身体部位，如头部、躯干、手臂和腿部。图像中的每个像素都被归类为属于特定的身体部位，这对虚拟试穿和医学成像等应用非常有用。
- **深度估计**：这项任务是估算图像中每个像素与摄像头的距离，从而有效地从二维图像中生成三维图像。这对增强现实和自动驾驶等应用至关重要，因为在这些应用中，了解空间布局非常重要。
- **表面法线预测**：这项任务是预测图像中表面的方向。每个像素都会分配一个法向量，表示表面朝向的方向。这些信息对于三维重建和了解场景中物体的几何形状非常有价值。

(3) **Meta 公司发布 Imagine Yourself：无需为特定对象微调的个性化图像生成 AI 模型。** Imagine Yourself 模型不需要针对特定用户微调，通过单一模式能够满足不同用户的需求。该模型解决了现有方法的不足之处，如倾向于毫无变化地复制参考图像，从而为更通用、更方便用户的图像生成流程铺平了道路。Imagine Yourself 在保存身份、视觉质量和及时对齐等关键领域表现出色，大大优于之前的模型。

(4) **Meta AI 公司最新推出了 Transfusion 新方法，可以结合语言模型和图像生成模型，将其整合到统一的 AI 系统中。** Transfusion 结合了语言模型在处理文本等离散数据方面的优势，以及扩散模型在生成图像等连续数据方面的能力。Meta 解释说，目前的图像生成系统通常使用预先训练好的文本编码器来处理输入的提示词，然后将其与单独的扩散模型结合起来生成图像。许多多模态语言模型的工作原理与此类似，它们将预先训练好的文本模型与用于其他模态的专用编码器连接起来。不过 Transfusion 采用单一、统一的 Transformer 架构，适用于所有模式，对文本和图像数据进行端到端训练。文本和图像使用不同的损失函数：文本使用下一个标记预测，图像使用扩散。

亚马逊：云业务持续加速，国际零售竞争增加，营收指引低于预期

业绩重点：

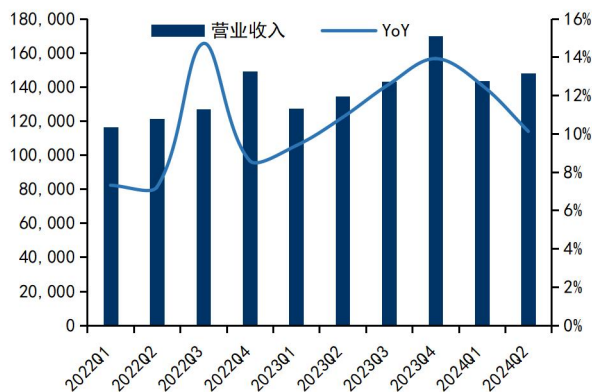
零售整体稳健，国际零售面临低价竞争压力 二季度北美业务收入 900 亿美元（同比+9%），7 月初虽面临高基数但 Prime day 整体反馈较为积极。国际业务收入 317 亿美元（同比+7%），低于 11% 的一致性增长预期，二季度亚马逊海外业务受外汇与低价竞争等因素增长承压。公司通过裁员、降低履约成本的降本措施告一段落，后续将继续通过自动化、扩大 prime 会员群体等方法提效。

云业务收入加速恢复，成长空间巨大，预计显著增加资本支出。 本季度 AWS 业务收入同比+19%、持续加速增长，也高于市场一致性预期 17%。财报会表示 AI 已经贡献了数十亿美元的营收，并积极看好 AWS 未来成长空间。公司将在 2024 年显著增加资本支出，预计将影响 AWS 的运营利润率，但随着 AWS 的业务增长、规模效应提升、业务效率优化，也将抵消部分影响。

1) 零售业务增长稳健： 网上商店收入 554 亿美元（同比+6%），实体店收入 52 亿美元（同比+4%），第三方卖家服务收入 109 亿美元（同比+13%）。按地区分：北美业务收入 900 亿美元（同比+9%），营业利润 51 亿美元（去年同期 32 亿美元）；国际业务收入 317 亿美元（同比+7%），营业扭亏为盈 3 亿美元（去年同期亏损 9 亿美元）。

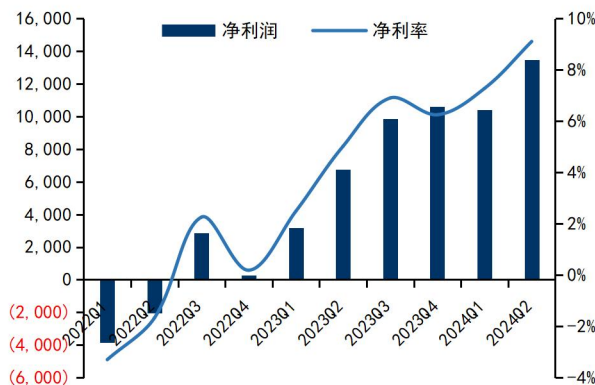
2) 云业务持续加速增长: 24Q2 AWS 业务收入 263 亿美元 (同比+19%), 营业利润 93 亿美元 (去年同期 54 亿美元)。

图41: 亚马逊收入变化情况 (单位: 百万美元、%)



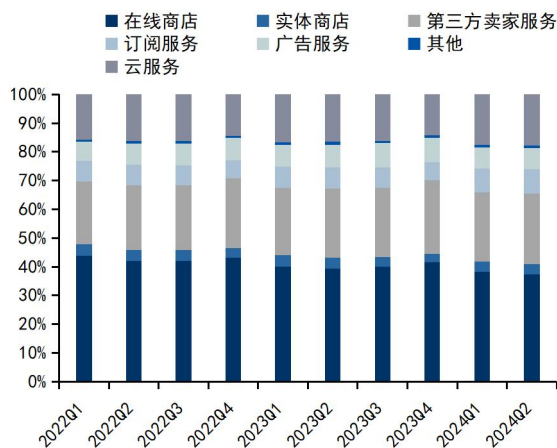
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图42: 亚马逊净利润及变化情况 (单位: 百万美元、%)



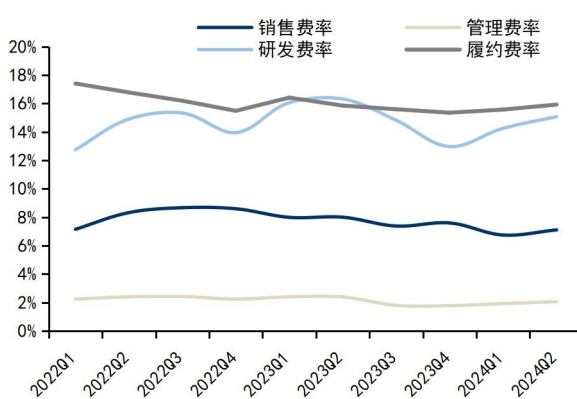
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图43: 分业务收入及百分比占比 (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44: 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: AI 助手开启商业化尝试

(1) 有报道称亚马逊正在研发名为“Remarkable Alexa”的全新 AI 模型, 代号为“Project Banyan”, 预计将于 2024 年 10 月发布。该 AI 模型将帮助客户策划、总结和探索头条、感兴趣的资讯等内容, 并将采用订阅制, 月费约为 10 美元。

(2) 亚马逊 CEO 安迪·贾西昨天在其领英主页发帖称, 将亚马逊的生成式 AI 开发助手“Amazon Q”集成到内部系统后, 利用新的代码转换功能, Amazon Q 将应用程序升级到 Java 17 的平均时间从开发人员的 50 天左右缩短到了几个小时, 估计节省了约 4500 个开发人员一年的工作量。

(3) 亚马逊已达成协议, 以 8000 万美元现金收购芯片制造商和 AI 模型压缩公司 Perceive, 后者是上市公司 Xperi 位于加州圣何塞的子公司。Perceive 是一家开发突破性神经网络推理解决方案的公司, 专注于在边缘设备上提供大型人工

智能模型的技术。

(4) TikTok 宣布与亚马逊进行合作，用户无需离开短视频应用即可从亚马逊购买商品。用户将在“为你 (For You)”中看到亚马逊商品推荐，可以通过“一次性、安全、快速、简便”的设置，将 TikTok 账户与亚马逊账户相关联。一旦账户关联，用户就可以在不离开 TikTok 应用的情况下，通过产品广告完成在亚马逊的消费，实现更快、更顺畅的体验。

投资建议

如我们一季报总结所展望，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，在宏观承压的背景下，互联网企业通过聚焦优势业务发展和调整组织架构提效，整体中报利润释放优于其他板块。典型案例包括腾讯中报收入增速虽在个位数增长，但过去两年公司通过聚焦高毛利业务发展（视频号广告等），利润端保持在双位数增长。此外，美团也是本次中报季表现非常亮眼的公司，年初以来公司通过整合到店到家两大事业群，有效实现资源和流量的互补，带动外卖和到店业务的盈利能力提升，同时后续有望通过神会员等策略，持续拉动核心本地业务增长。我们认为互联网板块处于长期企业经营效率回升的起点，互联网龙头企业的经营可持续性将推动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、阿里的回购金额换算分别为 476 亿/139 亿/767 亿元人民币。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，和边际竞争格局改善的阿里。

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最大的变量。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提及的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