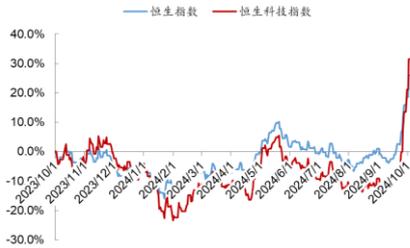


业绩韧性持续验证，关注估值修复机会

行业评级：增持

报告日期：2024-10-03

恒生指数与恒生科技指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 1.Snapchat 与谷歌合作，关注华为、信创主线 2024-09-30
- 2.OpenAI o1 模型上线，关注华为、信创主线 2024-09-17
- 3.OpenAI 今年启动 GPT Next 计划，数据安全草案通过 2024-09-08

主要观点：

● 24Q2 业绩持续验证经营韧性，受益于宏观预期修复。

按照我们覆盖的港股互联网标的，24Q2 财季，80%的互联网公司收入高于市场一致预期，实现了高于行业增速的增长，体现了互联网公司对经济的拉动作用；90%的互联网公司的利润超出市场预期，体现了互联网公司严格的经营纪律、快速调整能力，及增长飞轮带来的优势。随着头部电商平台低价策略的调整，24H2 相较于 24H1 竞争有望趋缓，经营效率有望提升；腾讯、哔哩哔哩新游强劲，有望为 24H2 贡献增量业绩；美团、携程等垂直领域公司行业积累深厚，经营能力持续验证，我们在 24Q2 业绩后上调其 2024 年利润预测。后续随着预期回暖，互联网公司的 EPS 或具备较大弹性。

● 政策预期稳定，互联互通持续打通，有望助力互联网公司弥补短板，进一步提高经营效率。

8月30日，国家市场监督管理总局正式宣布“阿里巴巴完成三年整改”，同时提到公司“认真落实平台主体责任，健全企业合规管理制度，提升平台内商家和消费者服务水平，合规整改工作取得良好成效”。体现了在由治促兴背景下对平台经济重要意义的肯定，稳定了政策预期。同时，9月27日起，淘宝已正式接入微信支付，此前淘宝亦在微信进行广告投放。同时，淘宝天猫即将正式接入京东物流，预计于10月中旬上线，京东也将接入菜鸟速递和菜鸟驿站。京东同时也将正式接入支付宝支付，预计在双11前夕推出。互联网互联互通的进一步推进，有助于在更加市场化竞争的环境下，为企业提高经营效率和提供新的增长入口，同时促进平台生态长期健康发展。

● 通过回购和分红，持续加大股东回报。

根据 Wind 数据，腾讯控股年初至 2024 年 9 月 26 日，累计回购 882 亿港币股票，累计回购股本数 2.49 亿股；美团-W 年初至 2024 年 9 月 26 日，累计回购 281 亿港币股票，累计回购股本数 2.61 亿股；快手-W 年初至 2024 年 9 月 23 日，累计回购 39.8 亿港币股票，累计回购股本 9111 万股。按照 2024 年 10 月 2 日收盘市值估算，美团、腾讯、快手 YTD 回购金额占市值比例分别为 2.3%/2.0%/1.5%。阿里巴巴-W、京东集团-SW 等均有完善的股票回购计划，提供稳定的股东回报。其他互联网公司也在逐步启动股票回购，增厚股东回报。

● 生成式 AI 领域积极布局，充分发挥技术积累优势，有望受益大模型机遇，开启新产品周期。

我们复盘 Microsoft、Google 等海外相关领域公司，均通过不断上线新产品和迭代新科技持续延长公司的生命周期。而对于国内头部互联网平台而言，我们认为在过去的发展过程中，互联网公司在数据、算

法、技术、组织、经营能力等多方面长时间积累了优势，将充分受益生成式 AI 周期。如腾讯自 2016 年成立 AI Lab 推动人工智能基础研究和应用，其混元大模型持续迭代，并多场景应用；阿里巴巴自 2017 年成立达摩院以来在 AI、ML、NLP、CV 领域持续探索，阿里巴巴在其 CY24Q2 的财报会上表示，AI 产品收入持续实现三位数增长。其他互联网公司在 AI 大模型或者应用领域亦有所布局。

● 投资建议

目前重点互联网公司大多处在 25 年 10-20xPE 之间。其中泛本地生活类公司建议关注赛道头部公司，美团-W、携程集团-S，根据 2024 年 10 月 2 日收盘价，其 2025 年 PEG 分别为 0.59/0.75；短视频领域建议关注经营能力持续提升，内容及货架双轮驱动短视频电商发展的快手-W，根据 2024 年 10 月 2 日收盘价，其 2025 年 PE 为 10x；同时建议关注预计 2025 年经调整归母净利润扭亏为盈，且今年受到游戏产品催化的哔哩哔哩-W；AI 领域建议关注小米集团-W，有望受益于 AI 手机，同时汽车业务在 2025 年将维持高速发展；及 AI 功能提升付费转化率的美图公司；价格策略调整有望减缓电商竞争，建议关注 9 月纳入港股通的阿里巴巴-W。

● 风险提示

消费恢复不及预期风险、用户增长不及预期风险、行业竞争格局剧变风险、宏观经济波动风险、政策及监管趋严风险、科技创新落地进展不及预期风险。

图表 1 重点公司盈利预测 (百万元)

(mn CNY, 特殊标注除外)

公司名称	股票代码	营业收入				利润				利润口径	市值 (亿港元, 2024年10月2日收盘价)	PE-25	PEG-25	预测机构	盈利预测日期	备注
		2024E	YoY	2025E	YoY	2024利润 预期	2024利润 预期YoY	2025利润 预期	2025利润 预期YoY							
美团-W	3690.HK	334,413	21%	388,917	16%	38,622	66%	52,239	35%	经调整净利润	12,000	20.75	0.59	华安证券	2024/8/29	
腾讯控股	0700.HK	659,167	8.23%	715,454	8.54%	211,577	34.17%	237,304	12.16%	归母净利润(Non-IFRS)	43,912	16.71	1.37	华安证券	2024/8/27	
携程集团-S	9961.HK	52,152	17.00%	59,965	15.00%	16,400	25.50%	19,882	21.20%	归母净利润(NON-IFRS)	3,517	15.98	0.75	华安证券	2024/8/29	
小米集团-W	1810.HK	343,629	26.80%	402,549	17.10%	21,407	11.10%	23,690	10.70%	经调整净利润	5,988	22.83	2.13	华安证券	2024/8/27	
阿里巴巴-W (财年)	9988.HK	1,006,178	6.90%	1,087,118	8.00%	150,815	-4%	169,590	12%	Non-GAAP净利润	22,098	11.77	0.98	华安证券	2024/8/21	2024E为FY2025,2025E为FY2024
快手-W	1024.HK	127,058	12%	139,828	10%	17,581	71%	23,598	34%	归母净利润 (NON-GAAP)	2,587	9.90	0.29	华安证券	2024/8/21	
哔哩哔哩-W	9626.HK	26,241	16%	29,293	12%	-24	NA	2,034	NA	经调整归母净利润	995	44.18	NA	华安证券	2024/8/28	
美团公司	1357.HK	3,535	31.10%	4,577	29.50%	604	64.10%	828	37.00%	归母净利润 (NON-IFRS)	147	16.07	0.43	华安证券	2024/8/29	
港币兑人民币 (2024-10-3)		0.9032														
美元兑人民币 (2024-10-3)		7.0185														

资料来源: Wind, 华安证券研究所预测

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。