

互联网行业 2025 年投资策略： 聚焦高质量发展，人工智能赋能巨头打开新增长空间

优于大市

核心观点

2024年度回顾：截止2024年12月27日，恒生科技指数今年累计涨幅20.57%。2024年恒生科技指数走势可以分为“两涨”，公司基本面、国家政策共同驱动。今年以来，国内互联网公司纷纷宣布加大回购等股东回报，利润超预期释放；国内降准、降房贷首付比例、以及创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展等政策为市场注入活力。从市盈率看，恒生科技指数估值仍处于成立以来较低值，PE-TTM为20.84x。伴随美国正式进入降息周期，同时国内经济增长动能有望开启回升的背景下，我们认为港股互联网巨头属于“进可攻，退可守”的核心资产。”

国内主要互联网公司 2024 年经营特点：1) 更加聚焦主业、发展高毛利业务；2) 通过组织架构整合提升经营效率；3) 同时增加回购和分红力度，股东回报强于多数板块。

国内互联网公司纵览：1) **腾讯控股：**业务增长质量持续提升，微信电商、和AI对广告、微信生态的赋能值得关注。2) **美团：**公司精细化运营，利润持续释放，关注出海新业务投入。3) **快手：**电商竞争加剧，关注电商GMV、销售变化情况。4) **百度集团：**广告承压，核心看AI业务进展。5) **电商板块：**直播电商行业降速，电商巨头或重回差异化 and 质价比竞争。

海外互联网公司纵览：1) **亚马逊：**电商高景气，云加速增长，AI软硬件布局进展积极，盈利持续释放。2) **META：**数据、AI算法、短视频加持下，社交广告持续跑赢大盘，公司仍将加码投入AI。3) **谷歌：**广告业务稳健，云业务高增长，AI技术与应用持续推进。4) **微软：**预计明年Azure加速增长，SaaS传统周期复苏叠加AI应用有望加速落地。5) **海外SaaS：**传统周期复苏叠加AI开启产品新周期，企业盈利增长和估值有望双向提升。

投资建议：展望 2025 年，人工智能有望赋能国内互联网巨头打开新增长空间。2024年海外科技巨头在人工智能的产业趋势下，我们观察到AI主要对巨头的业务存在三方面趋势性的影响：1) **加速企业上云趋势，拉动传统云业务增长。**整体企业上云需求呈现供不应求，增长强势且持续；2) **AI 带动数字广告行业需求增长。**主要体现在广告推荐系统精准度、和素材制作效率的提升，以及扩充原有搜索场景和功能带动广告位增长；3) **AI 编程提效空间大，Capex 或替代人工成本。**程序员作为互联网企业的核心人力资产，AI有望充分激发互联网企业加速产品开发效率，和降低开发成本。

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，宏观经济下行风险，游戏公司新产品上线或者表现不及预期风险等。

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 (港元/ 美元)	总市值 (百万港元/ 美元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
0700.HK	腾讯控股	优于大市	417.4	3,868,408	24.1	26.3	16	15
3690.HK	美团-W	优于大市	154.7	935,324	7.1	8.6	21	17
1024.HK	快手-W	优于大市	42.3	181,460	4.3	5.2	9	8
9988.HK	阿里巴巴-SW	优于大市	82.4	1,569,890	8.5	9.2	9	8
9618.HK	京东集团-SW	优于大市	135.9	432,629	14.1	15.7	9	8
PDD.O	拼多多	优于大市	97.5	135,336	21.7	23.5	8	8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

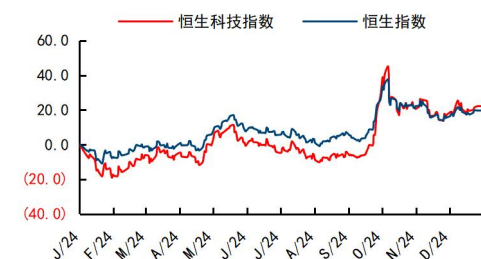
互联网

优于大市 · 维持评级

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
chenchenshuyuan@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 12 月投资策略-港股互联网估值回落，重回高胜率布局区间》——2024-12-04
《互联网行业 2024 年 11 月投资策略-业绩期将至，互联网龙头有望持续抬升盈利底部》——2024-11-11
《人工智能周报（24 年第 43 周）-海外巨头集中投资核能源以应对未来 AI 发展》——2024-10-28
《互联网行业 2024 年 10 月投资策略-互联网巨头进入高质量增长阶段，股本数量将持续下降》——2024-10-03
《人工智能周报（24 年第 38 周）-OpenAI 发布 ChatGPT 新版本，中国政府明确《人工智能伦理规范》》——2024-09-23

内容目录

2024 年度回顾	6
年度行情回顾：恒生科技累计上涨 20.57%	6
国内宏观经济展望：25 年预计国内经济重回均衡状态	8
海外流动性展望：24 年下半年美国正式进入降息周期，25 年降息存在不确定性	9
互联网行业 2024 年经营特点	10
主要互联网公司收入保持稳健增长，经调净利率逐步回升	10
越来越多互联网公司进入成熟期后逐步加大分红回购力度，股本数量进入下降期	11
国内互联网公司纵览	12
腾讯控股：业务增长质量持续提升，微信电商、AI 发展值得关注	12
美团：公司精细化运营，利润持续释放，关注新业务投入	17
快手：关注电商 GMV、销售变化情况	21
百度集团：广告承压，核心看 AI 业务进展	22
电商板块：直播电商行业降速，电商巨头或重回差异化和质价比竞争	24
海外互联网科技公司纵览	35
整体观点：云计算业务 2025 年或持续加速，AI 有望提升 SaaS 板块整体收入增速和估值	35
微软：预计明年 Azure 业务加速增长，AI 应用加速落地	41
META：数据、AI 算法、短视频加持下，社交广告持续跑赢大盘，仍将加码投入 AI	44
谷歌：广告业务稳健，云业务高增长，AI 技术与应用持续推进	47
亚马逊：电商高景气，云加速增长，AI 软硬件布局进展积极，盈利持续释放	50
海外 SaaS：传统软件周期复苏叠加 AI 产品创新周期开启，盈利与估值有望双击	52
投资建议	56
风险提示	56

图表目录

图 1: 恒生科技指数 24 年走势	6
图 2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅	7
图 3: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势	7
图 4: 2024 年至今互联网板块重点公司表现	7
图 5: 2024 年至今互联网板块涨幅 TOP 10 的股票 (%)	8
图 6: 2024 年至今互联网板块跌幅 TOP 10 的股票 (%)	8
图 7: 恒生科技指数 PE-TTM 情况	8
图 8: 中国生产法 GDP 同比一览	9
图 9: 国内实际 GDP 同比增速及预测 (%)	9
图 10: 美联储联邦基金利率变化 (%)	9
图 11: 美国 CPI 季调: 同比 (%)	9
图 12: 主要互联网公司收入 yoy 变化情况 (%)	10
图 13: 主要互联网公司经调净利率变化情况 (%)	10
图 14: 主要互联网公司销售费率变化情况 (%)	11
图 15: 主要互联网公司管理费率变化情况 (%)	11
图 16: 主要互联网公司收入员工数量 yoy 变化情况 (%)	11
图 17: 主要互联网公司收入投资活动现金流 yoy 变化情况 (%)	11
图 18: 主要互联网公司回购金额变化情况 (亿元)	11
图 19: 主要互联网公司派息及分红率变化情况 (亿元, %)	11
图 20: 主要互联网公司股本数量变化情况 (百万股)	12
图 21: 腾讯总收入及增速 (亿元, %)	12
图 22: 腾讯调整后归母净利润及净利润率 (亿元, %)	12
图 23: 腾讯高质量业务发展拆分	13
图 24: 24H1 之前视频号“全家桶”	14
图 25: 24H1 之后微信电商“全家桶”	14
图 26: 视频号/抖音电商技术服务费	15
图 27: 腾讯元宝搜索结果展示	15
图 28: ima copilot 智能写作可以用微信知识库文章	15
图 29: 微信有三“问”: 微信读书的 AI 问书、微信输入法的问 AI 和搜索里的 AI 问	16
图 30: 公众号后台的 AI 配图	16
图 31: 重要大模型八月能力测评数据 (腾讯混元 Turbo 位居第二)	16
图 32: 腾讯元宝品牌智能体首批合作伙伴	17
图 33: 腾讯 Capex 投入规模	17
图 34: 社零增速与外卖单量、aov 增速	18
图 35: 社零增速与外卖 UE 测算	18
图 36: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)	19
图 37: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)	19

图 38: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)	20
图 39: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)	20
图 40: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)	20
图 41: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)	20
图 42: 快手总收入及增速 (亿元、%)	21
图 43: 快手电商 GMV 以及增速	21
图 44: 快手各项费用率 (%)	21
图 45: 快手经调整利润以及经调整利润率 (亿元、%)	21
图 46: 快手广告业务收入及增速	22
图 47: 快手其他业务收入及增速	22
图 48: 百度集团营业收入及增速 (亿元、%)	23
图 49: 百度集团过去一年股价走势 (港股)	23
图 50: 季度线上实物消费品零售总额变化情况 (亿元、%)	24
图 51: 季度社零线上渗透率增长情况 (%)	24
图 52: 网购用户数及网民渗透率 (亿人、%)	25
图 53: 快递单包裹货值变化情况 (元、%)	25
图 54: 各平台支付 GMV 占比变化情况	26
图 55: 2024Q3 各平台平台份额情况	26
图 56: 国内电商 2024 年战略目标及业务动作	26
图 57: 国内电商 2024 年 GMV 份额测算	26
图 58: 家电补贴使用情况和实施效果 (万人、万件、亿元)	27
图 59: 国补提振 10 月家电零售同比增长 39%, 增速创今年新高	27
图 60: 各电商平台参与国补情况 (截止 2024. 12. 13)	28
图 61: 各电商平台参与国补优劣势	28
图 62: 各电商平台家电产品补贴后价格对比 (单位: 元)	28
图 63: 淘天集团业务飞轮	30
图 64: 88VIP 会员数量变化和淘天整体用户数量变化情况 (百万人)	30
图 65: 2023 年淘天/拼多多主站收入及商家情况分拆	30
图 66: 云智能集团收入及增速 (百万元、%)	30
图 67: 云智能集团经调整 EBITA 和利润率 (百万元、%)	30
图 68: 京东集团季度营业收入及增速 (百万元、%)	31
图 69: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元、%)	31
图 70: 京东集团季度分业务收入 (百万元)	32
图 71: 京东集团各业务经营利润率情况	32
图 72: 拼多多季度分部营业收入及增速 (百万元、%)	33
图 73: 拼多多经调净利变化情况 (百万元、%)	33
图 74: TEMU 全托管/半托管模式介绍	34
图 75: : 2022 年各地区跨境电商平台份额占比情况	34
图 76: 微软过去一年股价走势	35
图 77: 谷歌过去一年股价走势	35
图 78: 亚马逊过去一年股价走势	35

图 79: META 过去一年股价走势	35
图 80: 微软智能云收入与增速变化 (百万美元, %)	36
图 81: 亚马逊 AWS 收入与增速变化 (单位: 百万美元、%)	36
图 82: 谷歌云收入与增速变化 (百万美元, %)	37
图 83: 微软 Azure 收入测算季度变化情况 (百万美元, %)	37
图 84: 各互联网云厂云收入变化情况 (百万美元、%)	37
图 85: 各互联网云厂 Capex 变化情况 (百万美元、%)	37
图 86: 各互联网云厂云收入变化情况 (百万美元、%)	38
图 87: 各互联网云厂 Capex 变化情况 (百万美元、%)	38
图 88: 各互联网云厂云收入变化情况 (百万美元、%)	38
图 89: 各互联网云厂 Capex 变化情况 (百万美元、%)	38
图 90: 亚马逊 Capex 与折旧摊销占比净利润变化的情况	39
图 91: 各互联网云业务 OPM 变化情况 (%)	39
图 92: 各公司广告收入占总海外广告收入份额变化	39
图 93: 各公司广告收入同比增长变化	39
图 94: 谷歌广告收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	40
图 95: META 广告收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	40
图 96: 美股 SaaS 公司 EV/NTM 收入 (PS) 中位数历史变化	40
图 97: 美股 SaaS 公司具体 EV/收入 (PS) 估值情况	41
图 98: 微软收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	42
图 99: 微软营业利润季度变化情况 (单位: 百万美元、%)	42
图 100: 微软分业务收入占比季度变化情况 (单位: %)	42
图 101: 微软分业务收入季度变化情况 (单位: %)	42
图 102: META 各地区展示量 (Impressions) 同比变化	45
图 103: META 各地区广告均价同比变化	45
图 104: META 总收入及增速 (百万美元、%)	45
图 105: META 净利润及净利润率 (百万美元、%)	45
图 106: META FoA 业务收入及增速 (百万美元、%)	46
图 107: META RL 收入及增速 (百万美元、%)	46
图 108: 谷歌服务 (广告与其他) 收入及增速 (百万美元、%)	47
图 109: 谷歌云收入及增速 (百万美元、%)	47
图 110: 谷歌与百度 AI 搜索概览	48
图 111: 谷歌 Circle to Search 与 Lens 产品形态	48
图 112: 谷歌总收入及增速 (百万美元、%)	49
图 113: 谷歌净利润及净利润率 (百万美元、%)	49
图 122: 美股 SaaS 公司收入增速变化 (%)	53

2024 年度回顾

年度行情回顾：恒生科技累计上涨 20.57%

指数情况：截止 2024 年 12 月 27 日，恒生科技指数今年累计涨幅 20.57%。总体来说，2024 年恒生科技指数走势可以分为“两涨”，公司基本面、国家政策共同驱动：

1 月：下跌 20.1%。下跌主要系对于宏观经济的担忧。

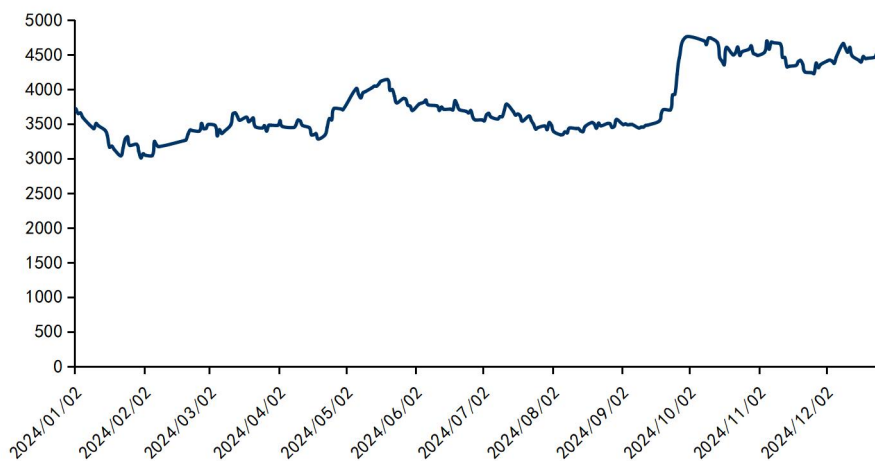
2 月-5 月 20 日：累计上涨 37.6%。主要有几方面因素影响：1) 核心标的基本面向好，利润超预期。比如互联网公司纷纷宣布加大回购等股东回报；基本面方面，比如美团宣布新业务战略性减亏，腾讯业务毛利率提升持续超预期。2) 国家政策：4 月房地产宏观调控与政策，加大楼市回暖力度。

5 月 20 日-8 月：回调震荡，累计跌幅 13.9%。

9 月-10 月 8 日：9 月底加速上涨，累计涨幅 31.9%。1) 国家政策：9 月 26 日，中共中央政治局召开会议指出，要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加大推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。2) 美联储降息：9 月 19 日，美联储意外宣布超幅度降息 50 个基点。

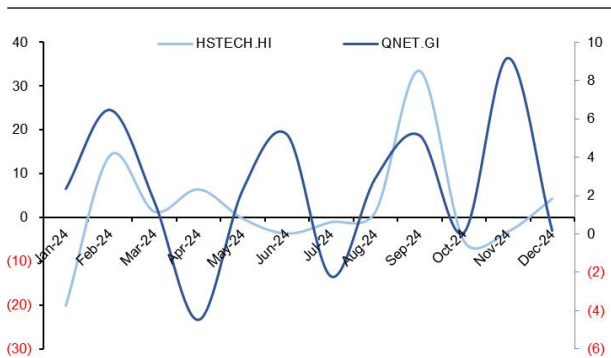
10 月 8 日-至今：回调震荡，12 月有所反弹，累计回调 3.3%。四季度宏观指引一般。12 月 11 日至 12 日召开中央经济会议，部署 2025 年经济工作，强调实施更加积极有为的财政政策和适度宽松的货币政策，推动经济高质量发展。

图1：恒生科技指数 24 年走势



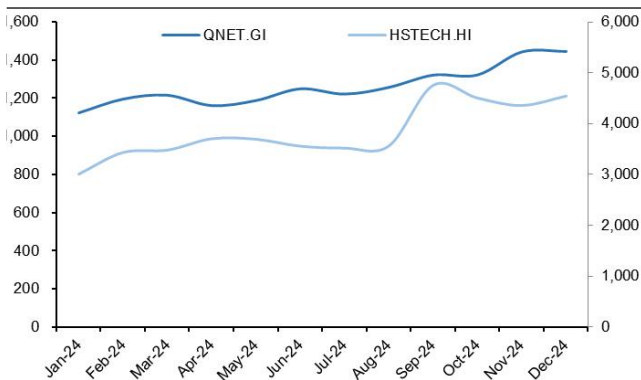
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 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：

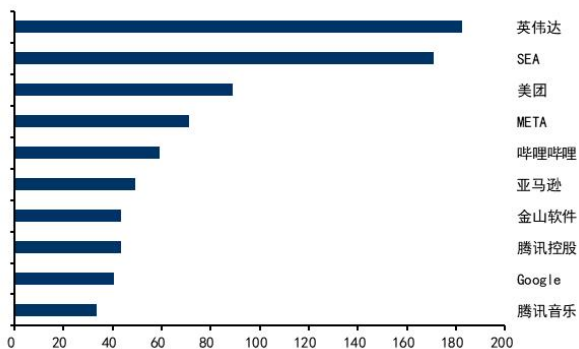
- 1) 港股方面，美团、金山软件、腾讯为年初至今表现前三的股票，累计涨幅为89%、43.5%、43.4%，跑赢恒生科技指数68pct、23pct、23pct。
- 2) 美股方面，英伟达、SEA、META、哔哩哔哩为年初至今表现靠前的股票，累计涨幅为183%、171%、71%、59%，跑赢纳斯达克指数149pct、137pct、38pct、26pct。

图4: 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	年初至今涨跌幅	与所在指数对比	收盘价	市值 (亿人民币)
文娱	0772. HK	阅文集团	-10.8	-31.4	25.9	243
	IQ. 0	爱奇艺	-56.6	-89.9	2.1	146
	9899. HK	云音乐	30.3	9.7	116.9	234
	TME. N	腾讯音乐	33.5	0.1	11.9	1,446
游戏	0700. HK	腾讯控股	43.4	22.8	417.4	35,808
	9999. HK	网易	3.6	-17.0	141.9	4,217
社区	BILI. 0	哔哩哔哩	59.1	25.7	19.4	576
	1024. HK	快手	-20.2	-40.8	42.3	1,680
	WB. 0	微博	-1.1	-34.4	9.8	169
	ZH. N	知乎	-35.9	-69.3	3.6	23
平台	BZ. 0	BOSS直聘	-17.2	-50.5	13.8	443
	BEKE. N	贝壳	17.1	-16.2	18.5	1,584
	1357. HK	美图	-14.8	-35.4	3.0	128
	3690. HK	美团	88.9	68.3	154.7	8,658
	9888. HK	百度集团	-26.8	-47.4	85.0	2,207
	META. 0	META	71.1	37.7	603.4	109,510
电商	GOOGL. 0	Google	40.5	7.2	195.6	172,743
	9988. HK	阿里巴巴	11.3	-9.3	82.4	14,532
	9618. HK	京东集团	24.2	3.6	135.9	4,005
	6618. HK	京东健康	-26.6	-47.2	28.7	850
	0241. HK	阿里健康	-19.6	-40.1	3.4	508
	PDD. 0	拼多多	-32.4	-65.8	98.9	9,872
	AMZN. 0	亚马逊	49.4	16.1	227.1	171,649
	SE. N	SEA	170.7	137.4	109.7	4,528
	VIPS. N	唯品会	-21.4	-54.7	13.6	503
	MSFT. 0	微软	17.4	-16.0	438.1	234,190
SaaS	0268. HK	金蝶国际	-22.6	-43.2	8.8	292
	3888. HK	金山软件	43.5	23.0	34.4	425
	2013. HK	微盟集团	16.3	-4.3	3.4	104
硬件	NVDA. 0	英伟达	182.6	149.3	139.9	246,383

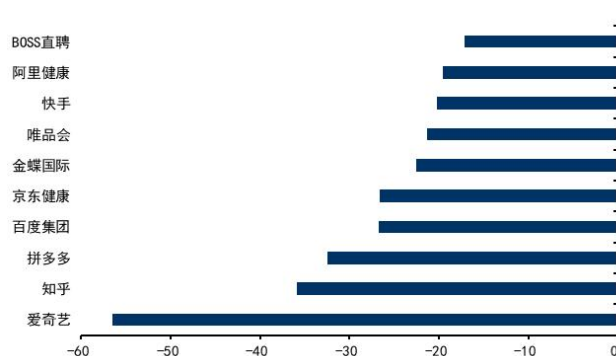
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 截至 2024/12/27

图5: 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6: 2024 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 12 月 27 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 20.84x，处于恒生科技指数成立以来较低位。

图7: 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

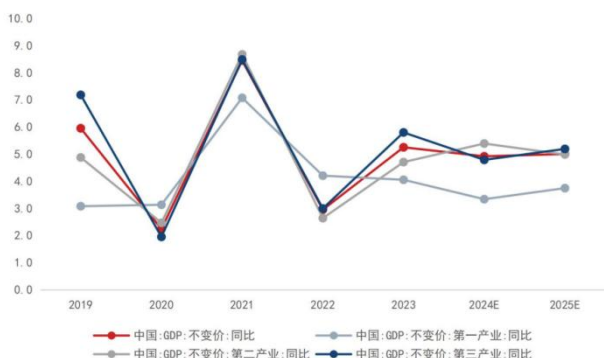
国内宏观经济展望：25 年预计国内经济重回均衡状态

宏观经济方面：2024 年前三季度中国实际 GDP 同比为 4.8%，季度间走势呈现先扬后抑格局，二季度起进入下行周期。一季度中国实际 GDP 同比增长 5.3%，二、三季度分别为 4.7%、4.6%，连续两个季度回落。

9 月 24 日国新办发布会提及的降准、降房贷首付比例、以及创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展等政策为市场注入活力。根据我们宏观固收团队，2025 年通过供给侧结构性改革推动工业落后低效产能出清，将有助于国内经济重回均衡状态，推动民间需求回暖。

根据我们宏观固收团队的预测，预计 2025 年中国出口、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比分别约为 1.0%、5.0%、4.5%，实际 GDP 同比维持在 5.0% 附近。

图8: 中国生产法 GDP 同比一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 国内实际 GDP 同比增速及预测 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及预测

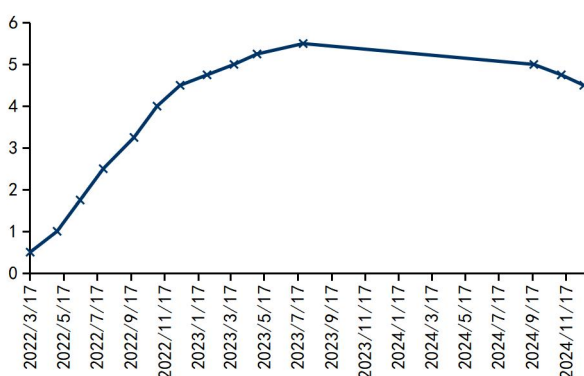
海外流动性展望: 24 年下半年美国正式进入降息周期, 25 年降息存在不确定性

2024 年美联储的降息预期经历了从谨慎观望到逐步升温, 再到部分实现的转变。

年初至年中: 美联储在 2024 年上半年维持利率不变。年中至年末: 随着经济数据的变化和市场情绪的波动, 市场对美联储降息的预期逐渐升温。特别是在 9 月和 11 月的会议上, 美联储分别降息 50 个基点和 25 个基点, 标志着美联储正式进入降息周期。

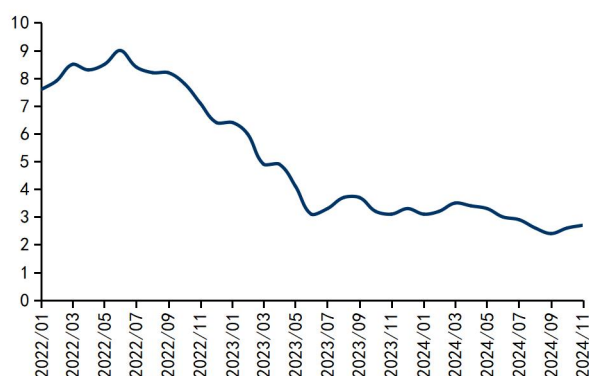
12 月 18 日, 美联储年内第三次降息, 宣布将基准利率下调 25 个基点。根据我们海外团队预测, 意料之外的再通胀将使 25 年降息不及预期。衍生品市场目前隐含的降息预期是 2024 年 12 月, 2025 年 3 月, 2025 年 6 月各降息一次; 但考虑“再通胀”可能自二季度开始, 降息窗口会在一季度后关闭。

图10: 美联储联邦基金利率变化 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 美国 CPI 季调: 同比 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

互联网行业 2024 年经营特点

今年初以来，我们判断港股互联网板块迎来明显筑底，新阶段巨头的经营特点整体呈现：

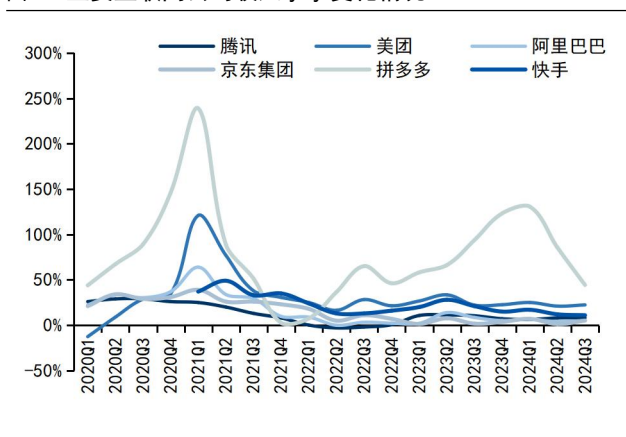
- 更加聚焦主业、发展高毛利业务；
- 通过组织架构整合提升经营效率；
- 同时增加回购和分红力度，股东回报强于多数板块。

主要互联网公司收入保持稳健增长，经调净利率逐步回升

当前互联网流量增长红利逐步消退，激烈争抢流量的时代已经过去，各家互联网公司更加聚焦主业，在 2024 年呈现稳健增长。

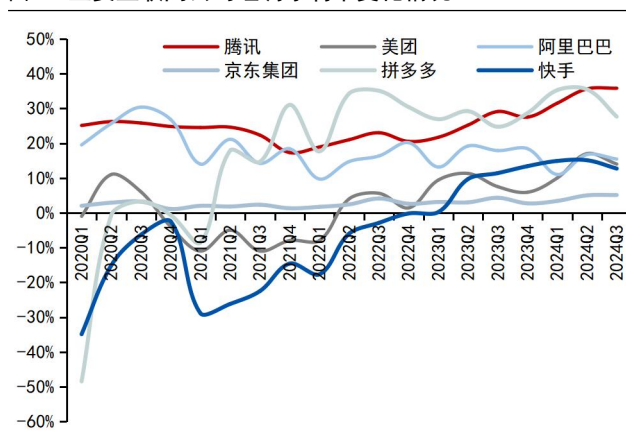
- ✓ 收入侧角度，24Q3 主要互联网公司收入增长排序为拼多多、美团、快手、腾讯、阿里巴巴、京东，收入增长分别为 44%、22%、11%、8%、5%、5%。
- ✓ 利润侧角度，主要互联网公司利润率上半年有所回升，电商公司下半年因竞争影响呈现行业波动。腾讯今年以来发展高质量业务，利润增速明显跑赢收入增速；美团进行组织调整，在竞争中找准自身优势，利润率明显回升；电商公司比如拼多多进入平台生态调整期，利润率有所波动。

图12: 主要互联网公司收入 yoy 变化情况 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 主要互联网公司经调净利率变化情况 (%)

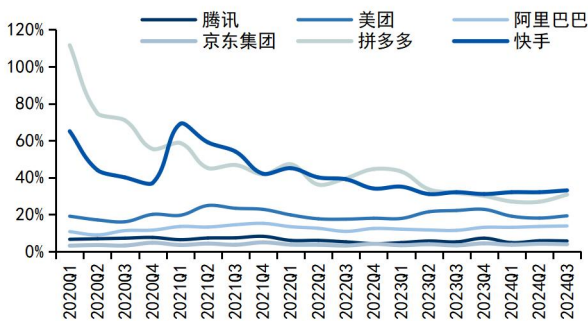


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

主要互联网公司 22 年开始降本增效，减少投资，24 年逐步恢复。24 年互联网公司利润率的提升是自身经营的结果。22 年互联网公司集体降本增效，24 年部分互联网公司已经呈现人员增加、投资增加的特点。

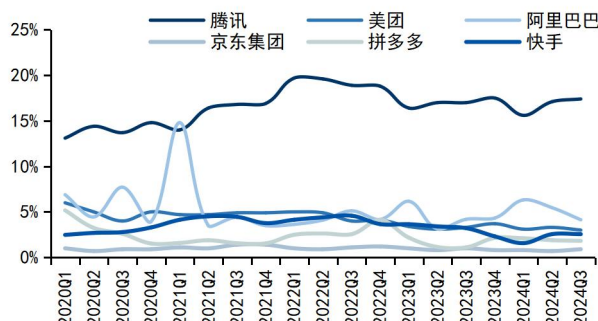
- ✓ 2024 年电商行业竞争加剧，阿里京东拼多多销售费率不同程度上升。
- ✓ 腾讯、美团、快手根据公司披露，24H1 已经呈现员工人数上涨。

图14: 主要互联网公司销售费率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 主要互联网公司管理费率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 主要互联网公司收入员工数量 yoy 变化情况 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
腾讯	16%	37%	31%	-4%	-3%	1%
美团	-7%	27%	45%	-8%	25%	15%
阿里巴巴	15%	114%	1%	-8%	-13%	-13%
京东集团	27%	38%	22%	17%	15%	
拼多多	58%	37%	22%	33%	34%	
快手			31%	-9%	4%	4%
腾讯音乐	19%	32%	25%	-3%	-11%	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 主要互联网公司收入投资活动现金流 yoy 变化情况 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
腾讯	-24%	57%	-2%	-41%	19%	-32%
美团	-57%	109%	社区团购投资较猛	-97%	68%	-21%
阿里巴巴	-28%	126%	-19%	-32%	-84%	-104%
京东集团	-3%	128%	28%	-27%	10%	45%
拼多多	275%	35%	-7%	-37%	148%	251%
快手	80%	-52%	277%	-4%	13%	47%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

越来越多互联网公司进入成熟期后逐步加大分红回购力度, 股本数量进入下降期

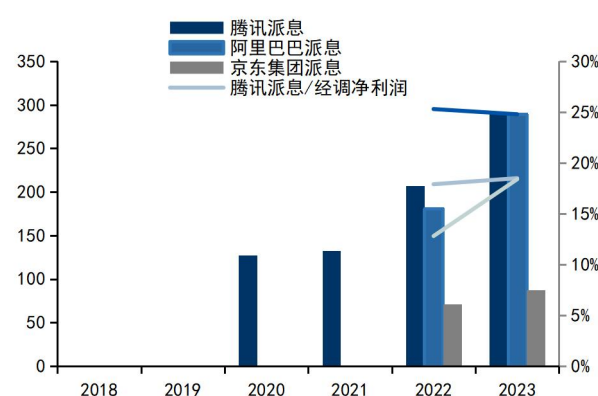
今年以来, 腾讯加大回购力度, 宣布回购 1000 亿港币, 截至 12 月 27 日, 1000 亿回购规模超额完成 (已回购 1107 亿港币), 股本减少 2.3%; 阿里巴巴也加大回购力度, 截至 12 月 27 日, 股本减少 6.4%。24 年, 美团、快手同时也宣布开始回购。

图18: 主要互联网公司回购金额变化情况 (亿元)

	2022	2023	2024M9	回购计划
回购股数 (百万)				
腾讯	107	152	250	截至12月27日, 今年1000亿回购计划超额完成, 回购1107.22亿港币
快手			91	截至12月27日, 回购金额53.93亿港币; 未来三年160亿港元股份回购计划仍有20亿美元回购额度, 截至2027年3月
阿里巴巴	130	156	194	仍有不超过46亿美元回购额度, 截至2027年8月
京东集团	5	11	143	截至12月27日, 回购金额281.58亿港币; 新增10亿美元回购计划
美团			261	
回购股份占比				
腾讯	1.1%	1.6%	2.7%	
快手			2.1%	开始回购
阿里巴巴	4.9%	6.1%	8.1%	
京东集团	0.2%	0.4%	4.5%	
美团			4.3%	开始回购

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 主要互联网公司派息及分红率变化情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图20: 主要互联网公司股本数量变化情况 (百万股)

百万	2021	2022	2023	2024
腾讯	9,608	9,569	9,483	9,268
快手	4,227	4,310	4,347	4,295
阿里巴巴	21,687	21,180	20,374	19,064
京东集团	3,159	3,180	3,183	3,183
美团	6,136	6,193	6,244	6,046

yoy	2022	2023	2024
腾讯	-0.4%	-0.9%	-2.3%
快手	2.0%	0.9%	-1.2%
阿里巴巴	-2.3%	-3.8%	-6.4%
京东集团	0.6%	0.1%	0.0%
美团	0.9%	0.8%	-3.2%

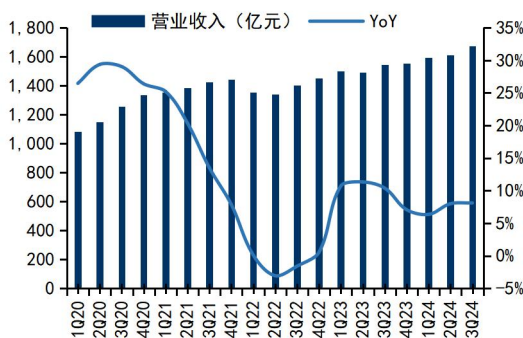
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内互联网公司纵览

腾讯控股: 业务增长质量持续提升, 微信电商、AI 发展值得关注

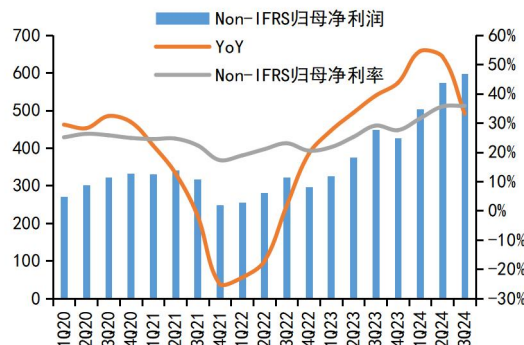
今年以来, 腾讯游戏、广告业务收入超预期, 业务组合优化以及联营公司利润贡献带来的利润大幅度超预期。我们预计 24 年腾讯收入同比增长 8.5%, 经调整利润达 2198 亿元, 同比增长 39%。

图21: 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22: 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

总体来说, 腾讯高质量业务增长拉动毛利率上升, 利润增长稳健。展望未来, 腾讯财务端表现将持续呈现 EBITDA 增速 大于 毛利增速 大于 收入增速。细拆公司收入结构, 当前利润率高、占比低、但增速快的明星业务包括视频号广告、视频号电商佣金、金融科技贷款与理财、小游戏内购分成。我们测算, 到 2025 年, 上述明星业务将贡献 10%以上的收入, 但利润贡献将提升至近 30%。

图23：腾讯高质量业务发展拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E
总收入	5,601	5,546	6,090	6,586	7,079
yoy	16%	-1%	10%	8%	7%
老业务	5,460	5,337	5,651	5,929	6,170
yoy		-2%	6%	5%	4%
新业务	141	208	439	657	909
yoy		48%	111%	50%	38%
占比	3%	4%	7%	10%	13%
adj.归母经营利润(除税前)	1,527	1,432	1,919	2,386	2,729
yoy	1%	-6%	34%	24%	14%
净经营利润率	27%	26%	32%	36%	39%
老业务	1,392	1,307	1,611	1,897	2,036
yoy		-6%	23%	18%	7%
净经营利润率	26%	24%	29%	32%	33%
新业务	135	125	308	489	693
yoy		-7%	147%	58%	42%
净经营利润率	60%	60%	70%	74%	76%
占比	9%	9%	16%	20%	25%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

但随着利润率提升速度放缓，市场担心腾讯未来发展潜力。我们认为：公司体内蕴含较大发展潜力，比如微信生态的持续变现、AI 未来的贡献。

①电商：腾讯当前整体变现比较克制，发展空间仍大。目前腾讯还未充分涉足电商、本地生活等领域，但腾讯已经展现出在这些业务的禀赋。比如 24 年微信小店大一统，生态潜力逐步释放，“送礼物”功能出圈。

②AI 方面：资本开支有所增加，“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能。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。

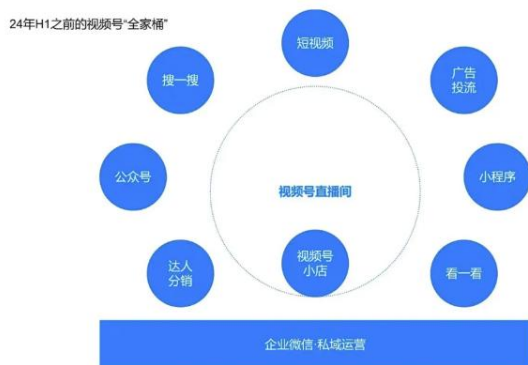
微信电商：微信小店大一统，生态潜力逐步释放

视频号在 23 年着重发展广告商业化，24 年主要在电商基建上发力。我们在今年看到视频号电商的组织调整，加大了与微信整体生态的连接。

视频号电商发展历程：调集人手，与微信生态逐步融合。2023 年：双十一前后：腾讯调整微信支付和视频号两个团队的组织架构，打通两个团队，使其协同合作，旨在将更多后期资源投入到“直播带货”方面。年底微信曾从其他交易相关部门抽调人手参与视频号直播带货的产品和规则等基建，进一步扩大视频号电商业务的队伍。

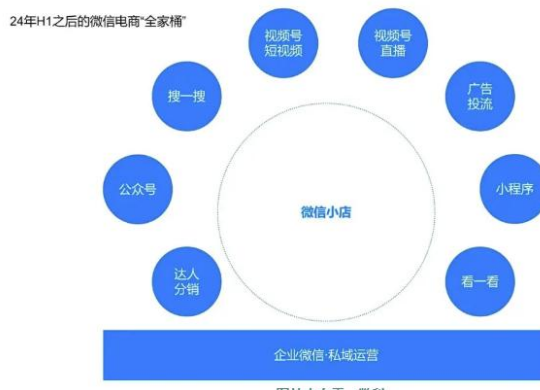
2024 年：1) 年初：腾讯调集微信支付团队参与视频号建设，主要负责运营与基建完善。2) 5 月：微信视频号直播电商团队并入微信开放平台，与小程序等交易相关的团队整合到一起，原微信视频号直播电商团队转由微信开放平台负责人负责。3) 7 月：腾讯 CDG（企业发展事业群）调整职能，视频号的带货运营和治理工作从腾讯广告移交到微信事业部。4) 8 月：腾讯将视频号小店升级为微信小店。升级后，将公众号（订阅号、服务号）、视频号（直播、短视频）、小程序和搜一搜等电商整合成微信小店。不仅可以统一微信电商供给，与此同时用户数据互相打通，盘活微信公私域流量。

图24: 24H1 之前视频号“全家桶”



资料来源：零一数科，国信证券经济研究所整理

图25: 24H1 之后微信电商“全家桶”



资料来源：零一数科，国信证券经济研究所整理

微信小店灰测“送礼物”功能，丰富消费用户画像，培养用户微信电商购买心智。12月17日，微信开启“送礼物”功能灰度测试。除珠宝、教育培训类目外，原价不超过1万元的商品，将默认支持“送礼物”功能，商品详情页会展示“支持送礼物”入口。值得注意的是，此次“送礼物”仅限于微信小店店铺。“送礼物”功能的用户破圈帮助微信沉淀用户画像和交易数据。我们认为此项动作除了拉动送礼GMV需求外，有助于帮助下单用户数据沉淀。此前，视频号电商投流ROI一般，主要系消费用户画像较少，年龄层次高。此次“送礼物”功能有利于帮助用户破圈，年轻化人群。

微信电商发展潜力大，商业化变现需耐心等待。当前微信体内各部分电商体量在万亿级别。业绩会表示，在24Q3，微信小程序季度促成的交易GMV超过了2万亿元人民币（23Q3为1.5万亿），测算同比33.3%。我们预估其中有25-30%由电商贡献，并且第三方平台（京东、拼多多等）贡献接近40%。小程序电商交易体量在万亿。视频号电商23年交易额在1000亿左右，预计24年体量在3000亿左右。我们认为未来微信电商变现主要在广告和佣金。

1) 广告方向，此前微信电商公私域飞轮转起来比较困难，受到广告用户画像不够精准的影响。若送礼物功能破圈，加入消费数据后可以期待微信电商广告ROI提升。

2) 电商佣金：此前小程序电商因为没有统一组件，基本只收支付费率。未来统一后，微信小店可以收技术服务费。但25年微信应以扶持为主，预计技术服务费有所减免。

图26: 视频号/抖音电商技术服务费

一级类目	视频号费率	一级类目	视频号费率
数码	2%	家装建材	5%
电脑办公	2%	手机通讯	2%
个人护理	5%	鞋靴	5%
家用电器	2%-3%	生鲜	2%
服饰内衣	5%	酒类	2%
美妆护肤	4%	农资园艺	1%-5%
户外运动	2%-5%	工业品	2%-5%
母婴	2%-5%	家纺	5%
食品饮料	1%-3%	家庭清洁/纸品	2.5%
生活服务	2%	鞋包皮具	5%
家居日用	5%	教育培训	2%
钟表	2%-5%	珠宝首饰	1%-5%
厨具	5%	图书	2%
玩具乐器	2%-5%	休闲旅游	2%
汽车用品	2%-5%	文玩	5%
宠物生活	2%-5%	膳食营养补充食品	3%
家具	5%	二手	2%-5%

一级类目	抖音费率	一级类目	抖音费率
服饰内衣	5%	生鲜	2%
鞋靴箱包	5%	母婴宠物	2%-5%
运动户外	2%-5%	本地生活	2%
钟表配饰	5%	虚拟充值	1%-3%
珠宝文玩	5%	玩具乐器	2%-5%
二手商品	2%-5%	图书教育	2%
美妆	4%-5%	礼品文创	5%
奢侈品	5%	3C数码家电	2%
个护家清	2.5%	原料包装	2%-5%
鲜花园艺	5%	智能家居	2%-5%
酒类	2%	汽车整车	2%
食品饮料	2%	医疗健康	3%
滋补保健	3%		

资料来源：微信视频号助手，微信视频号助手，国信证券经济研究所整理

腾讯 AI：“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能

“元宝”“ima”上线，融合了丰富的腾讯业态。5月30日，腾讯旗下基于混元大模型的C端APP腾讯元宝正式上线，具备看、听、说等多模态能力。功能角度：腾讯元宝瞄准了用户在工作效率场景中的核心需求：信息获取、处理和生产。主打AI搜索、AI总结和AI写作三大功能。生活场景，更多集中在“发现”tab，腾讯元宝还可以进行创意绘画和头像、创建智能体、获取资讯和AI识图等。11月15日，腾讯推出AI智能工作台 ima.copilot。ima更侧重于文档解读+生成+搜索的AI工具，用来收集网络上的各种信息并进行输出。除了能搜出答案，ima还可以“边问边看，边搜边记”。腾讯AI工具搜索得出的答案，除开全网信源，还打通——微信公众号文章的生态。

图27: 腾讯元宝搜索结果展示



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

图28: ima copilot 智能写作可以用微信知识库文章



资料来源：ima，国信证券经济研究所整理

微信融合 AI 小功能。根据微信派文章，2024 年关于 AI，微信表示正在背后帮助用户逐步优化体验。

- ✓ 扫一扫：外文识别和翻译、物体识别。
- ✓ 刷一刷：微信刷掌，ai 掌纹识别完成支付。
- ✓ AI 创作：微信小程序教育平台 AI 助手，生成基础代码，检查代码错误。公众号 ai 配图。秒剪，文字转视频、AI 配音、自动剪辑。
- ✓ AI 问答：微信读书的 AI 问书、微信输入法的问 AI 、搜索里的 AI 问答，答案来自微信读书的文献资料库而非普通搜索引擎。

图29: 微信有三“问”：微信读书的 AI 问书、微信输入法的问 AI 和搜索里的 AI 问



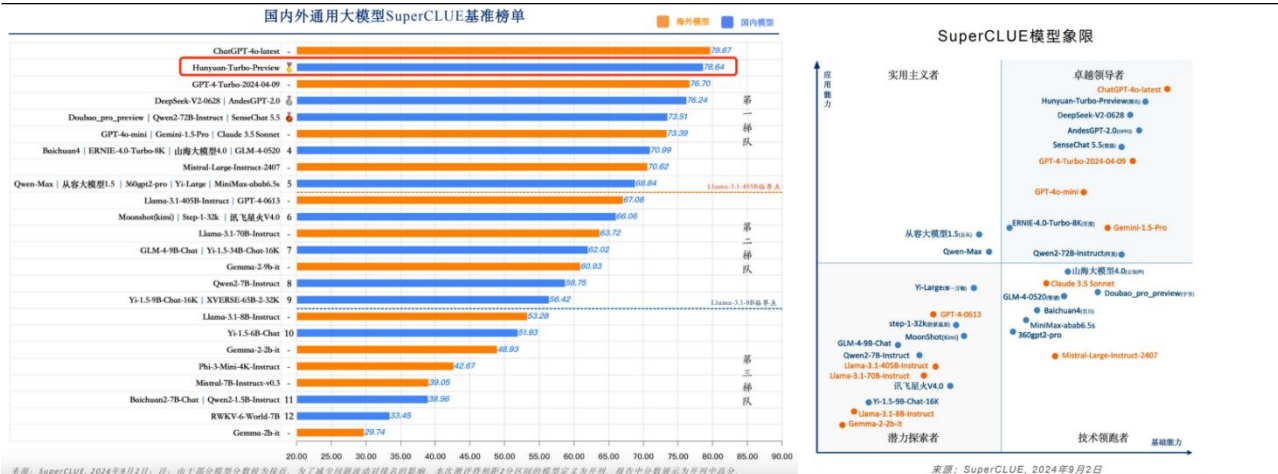
资料来源：微信派，国信证券经济研究所整理



资料来源：微信派，国信证券经济研究所整理

腾讯 AI 能力在国内处于第一梯队：混元 Turbo 模型第三方测评在国内位居第一，在中文场景可对标 GPT-4o。9月5日，腾讯在全球数字生态大会上，发布新升级的混元 Turbo 大模型。目前，腾讯的混元大模型已经落地到腾讯 700 多个业务场景中，同时该模型在最新的《中文大模型基准测评 2024 年 8 月报告》中，位居第二，仅次于 GPT-4o。其中从细分能力测评中，腾讯混元 Turbo 在 12 项中有 8 项夺得了国内中文大模型的魁首。

图31: 重要大模型八月能力测评数据（腾讯混元 Turbo 位居第二）



资料来源：SuperCLUE，国信证券经济研究所整理

腾讯 AI 优势在于自身生态以及众多合作伙伴支持。云计算与平台软件技术是腾讯的强项，从服务海量用户的后台技术，到实现速度快、体验好的前端交互能力，到无缝接入微信生态的生产工具，腾讯都有丰富的技术和经验积累。腾讯云的成功不仅在于技术，更在于其生态系统和合作伙伴的支持。我们认为腾讯在 AI 时代下依靠底层大模型提供多元化的基础服务，将推动 AI 应用端的发展与互联。

图32: 腾讯元宝品牌智能体首批合作伙伴



资料来源: 腾讯元宝, 国信证券经济研究所整理

业绩兑现角度: 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。在腾讯业绩会上, 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%。除此以外, 7 月以来, 腾讯广告 3.0 系统上线, 腾讯广告投放正在逐步进入以算法智慧替代人工经验的“模型时代”。我们预计系统上线后, 腾讯广告在 CTR 方面有望提升约 5-10%。

资本开支角度, 24Q3 腾讯同比增长 114%。随着芯片等 AI 投入, 腾讯 24 年资本开支有所增加。24Q3, 腾讯单季度资本开支 171 亿元, 同比增长 114%, 占当期经营利润 32%。

图33: 腾讯 Capex 投入规模

百万人民币	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
收入	135,471	134,034	140,093	144,954	149,986	149,208	154,625	155,196	159,501	161,117	167,193
YOY	0.1%	-3.1%	-1.6%	0.5%	10.7%	11.3%	10.4%	7.1%	6.3%	8.0%	8.1%
经营利润 (新口径)				29,163	38,042	36,283	44,348	41,401	52,556	50,732	53,333
OP Margin				20.1%	25.4%	24.3%	28.7%	26.7%	33.0%	36.3%	31.9%
Capex	6,971	3,015	2,377	5,651	4,411	3,953	8,005	7,524	14,359	8,729	17,094
Capex YOY	-10%	-57%	-66%	-52%	-37%	31%	237%	33%	226%	121%	114%
Capex / 经营利润				19%	12%	11%	18%	18%	27%	17%	32%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理测算

美团: 公司精细化运营, 利润持续释放, 关注新业务投入

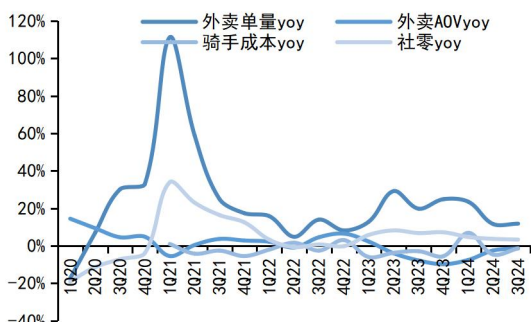
美团当前市场的核心关注点主要包括: 1) 外卖大盘的增速预期以及单均盈利提升情况; 2) 到店业务与抖音的竞争: 货币化率与经营利润率回升趋势; 3) 新业务投入以及减亏幅度。我们主要就以上三点进行探讨。

美团外卖：壁垒相对较深，单量增长依赖宏观环境。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，今年以来美团单量增速较为平缓，24Q3 餐饮外卖订单量同比提升 12%。24Q2-Q4 外卖单量增速较为类似，存在一定韧性，主要系拼好饭快速起量。据公司披露，Q3 拼好饭单日订单量峰值已突破 900 万单。

单均盈利超预期释放，显示出美团利润调控能力。外卖 UE 提升主要靠补贴优化和提高广告 take rate。我们测算美团 24Q2 餐饮外卖单均 UE 达到 1.8 元，同比提升 0.3 元，达到历史峰值，主要由于广告收入提升以及单均配送成本下降。我们观察外卖 UE：受到宏观环境和公司策略影响，整体有季节性波动。

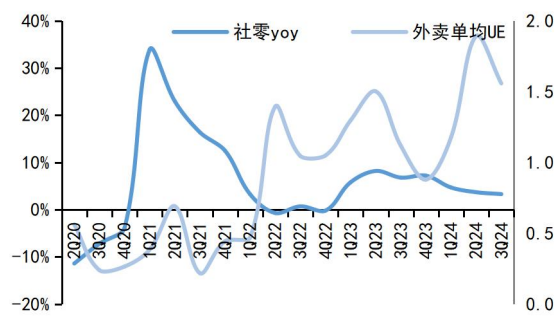
- 1) 客单价 AOV 受到宏观环境正相关影响并呈现一定滞后性，比如 23H2、24 年受到宏观环境以及公司策略发展拼好饭影响。
- 2) 骑手成本：与宏观环境呈现一定负相关，有季节性波动。24Q2 骑手供给增多，公司可以通过算法优化等方式优化骑手成本。季节波动：Q4、Q1 受到冬天以及春节影响，骑手成本较高。
- 3) 补贴：与公司策略相关。比如 23Q4 经济环境弱，公司加大补贴，促进单量增长；24Q2 同样经济环境弱，但今年以来美团逐步降低外卖端用户补贴。根据 24Q3 业绩会，公司将提供补贴以支持商家的进一步发展和业务创新，初步总金额为 10 亿元人民币。

图34：社零增速与外卖单量、aov 增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图35：社零增速与外卖 UE 测算



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

闪购业务接力外卖业务，成为到家第二增长曲线。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。24Q3 闪购订单量同比增长 36%，经营利润连续三个季度转正，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36: 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37: 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: 竞争趋缓, 美团开始关注经营利润绝对值增长。前期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。24Q1 到店业务 OPM 企稳回升。24 年以来, 竞争放缓。24 年抖音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。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。我们测算 24Q3 公司到店酒旅收入同比增长 24%, 经营利润率为 34%。公司在经营利润层面表示, 未来关注营业利润增长而不是营业利润率。营业利润率受到跨品类和城市层级的各种因素以及季节性的影响。我们预计 25 年美团到店业务经营利润率在 35%左右。

24 年整合到家到店, 整合平台流量。24 年 2 月, 美团到家事业群、到店事业群、美团平台、基础研发等事业群调整为共同向 S-team 成员王莆中汇报。1) 整合平台流量, 提升商家广告投放 ROI。2) 探索更加结构化的补贴推广方式。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。我们预计, 组织调整带来的协同需要更长期看到对收入和利润的影响, 当前引流协同是神会员, 从到家向到店、从到店到到家都有进展, 到家往到店导流占到店用户比例高个位数。

图38: 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39: 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。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。24Q3 新业务收入同比增长 29%至 242 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快速增长。24Q3 新业务经营亏损收窄至 10 亿元。经营亏损率 4%, 环比收窄 2pct, 同比收窄 23pct。我们测算美团优选亏损 17 亿, 其他业务盈利 6-7 亿, 目前优选不关注市占, 主要集中在商品品质差异化, 考虑优选 Q4 年货节有前置投入, 以及 Q4 Keeta 沙特投入将有所增加, 我们预计新业务 24 年全年亏损 72 亿元。

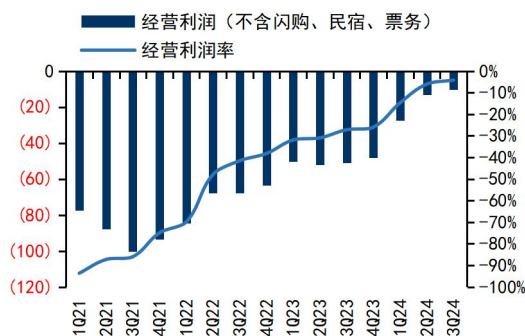
新业务: 关注海外外卖以及小象超市业务发展以及投放情况。1) keeta 在 2022 年 9 月成立, 23 年 5 月进入中国香港, 并于 23 年底中国香港市占第一 (提前半年完成目标), 订单量份额 44%。24 年 9 月, 在中东开城, 目前覆盖阿尔卡吉、利雅得。开城需要短期投入, 但海外外卖利润率更高。中东外卖盈利模型优于国内, 利润率 (利润/GTV) 可达到 6-7% (国内为 3%)。2) 小象超市出海: 24 年 12 月小象超市开启出海, 首站落地沙特阿拉伯。我们预计 25 年美团出海业务投入在 30-40 亿元左右。预计美团新业务总计亏损在 50 亿左右。

图40: 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41: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)



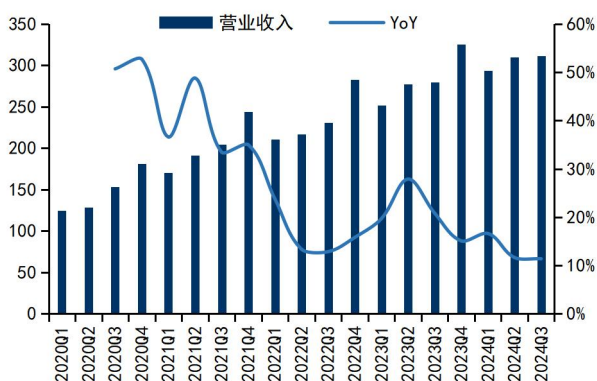
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

快手：关注电商 GMV、销售变化情况

电商业务以及销售费用受到行业竞争影响。拆分快手业务，电商（其他收入+内循环广告）贡献的收入在 42%。今年以来，电商行业竞争加剧，快手电商 GMV 仍超过行业增长，但是增速较 23 年有所放缓。

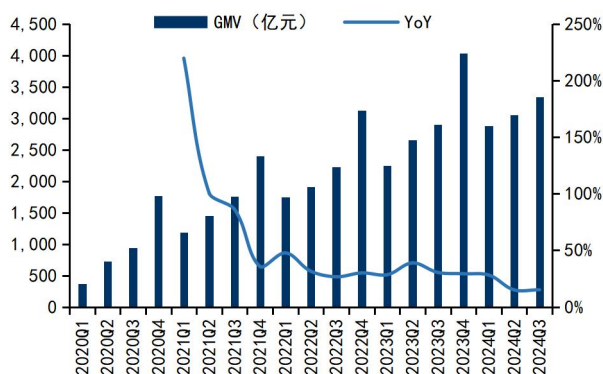
- ✓ 24Q3 电商 GMV3342 亿元，同比+15%。当前公司电商业务核心驱动为付费用户数的提升，24Q3 月活跃买家数同比增长 11%至 1.33 亿，月活跃用户渗透率增长至 18.6%。公司电商补贴金额绝对值有所提升，但补贴金额占 GMV 的比例仍然处于行业相对较低的水平。考虑到宏观环境以及公司策略问题，我们预计 24Q4 公司电商 GMV 增长 14%。
- ✓ 销售费用来看，24Q3 快手销售费用绝对值为 104 亿元，同比+16%。销售费率 33%，同比上涨 1pct。我们预计四季度销售费用 114 亿元，同环比提升主要系公司加大线上营销服务和电商业务（短剧等）补贴。

图42: 快手总收入及增速（亿元，%）



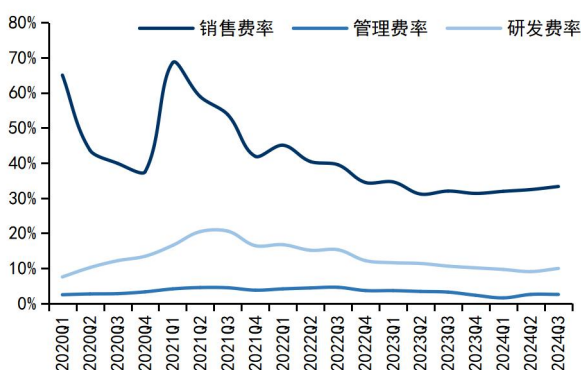
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图43: 快手电商 GMV 以及增速



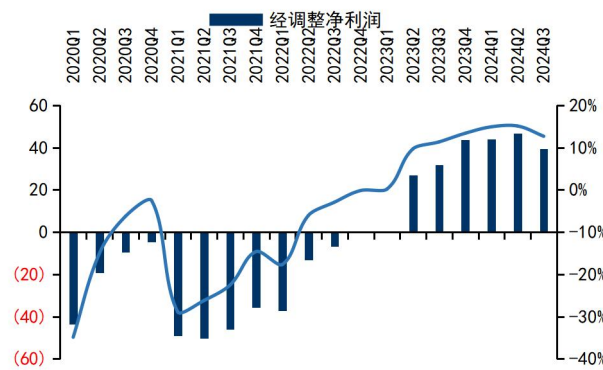
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图44: 快手各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

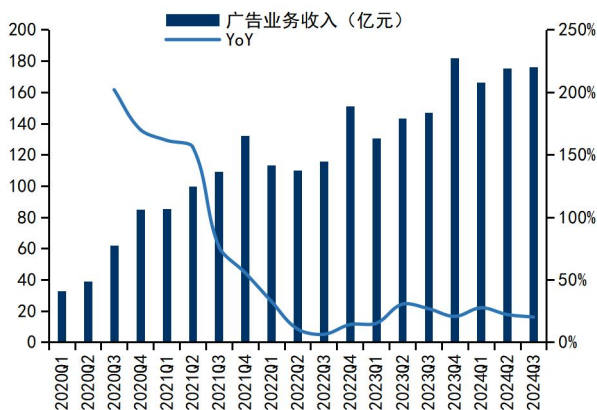
图45: 快手经调整利润以及经调整利润率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

当前外循环广告增势较好。24Q3，快手广告收入 176 亿元，同比+20%。其中，外循环广告增长较好，我们测算 24Q3 外循环广告同比增速可达 30%。根据业绩会，短剧行业的营销预算增长成为拉动线上营销业务大盘增长的重要驱动力，公司将重点发力包括短剧、快手小游戏和小说等在内的原生内容型广告。

图46: 快手广告业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图47: 快手其他业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

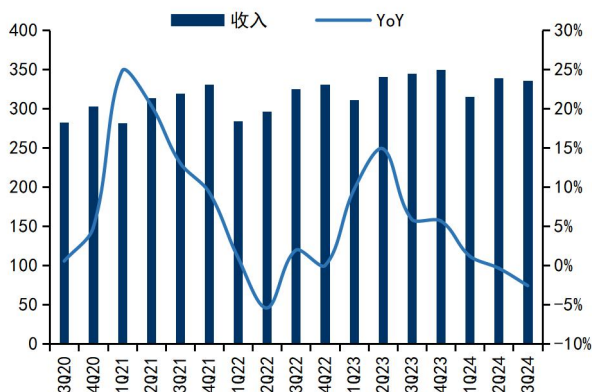
总体来说，快手利润释放空间主要依赖经营杠杆的释放。但当前直播电商业务受到行业竞争影响，仍需观察电商业务增速情况以及补贴对利润的影响。

百度集团：广告承压，核心看 AI 业务进展

复盘过去一年，百度的股价受到 AI 大模型进展和核心业绩表现共同驱动：

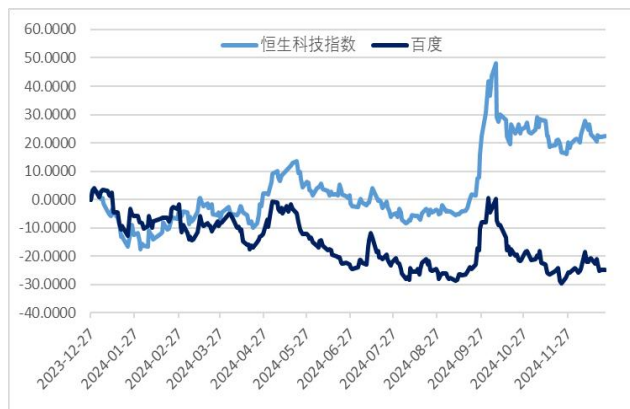
- 2024 年 1 月-2024 年 5 月，百度集团股价累计跌幅 1%，跑输恒生科技指数 11pcts，主要由于弱宏观下市场对于广告业务的低预期。
- 2024 年 6 月-2024 年 9 月，百度集团股价累计跌幅 29%，跑输恒生科技指数 14pcts。虽有 AI 云的业务的的增长，但在线营销收入的持续的宏观逆风导致百度核心广告收入下滑明显，同时公司业绩会不断下修今年收入与利润预期，市场担忧百度核心业绩表现。
- 2024 年 9 月-2024 年 10 月中旬，百度集团股价累计涨幅 30%，跑输恒生科技指数 22pct，受到经济政策刺激 β 行情显著拉动股价，但由于市场对百度核心业绩增长的信心较弱、股价弹性略低。
- 2024 年 10 月下旬-2024 年 12 月，百度集团股价累计跌幅 25%，跑赢生科技指数 5pct。广告需求承压，三季度财报显示核心广告收入下滑幅度增加，搜索广告与云业务中生成式 AI 占比持续增长。

图48: 百度集团营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 百度集团过去一年股价走势 (港股)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

百度 AI 进展

(一) 模型层面

2024年6月28日, 文心大模型 4.0 Turbo 正式发布。在 WAVE SUMMIT 深度学习开发者大会上, 文心大模型 4.0 Turbo 版本正式亮相。相较于前一版本, 文心 4.0 Turbo 在性能上实现了显著提升, 其上下文输入长度从 2K tokens 增加至 128K tokens, 这使得它能够一次性处理更大量的数据, 阅读更多文件或网址。同时, Turbo 版本在内容生成速度和条理性方面也有所提高, 能够更迅速地产出逻辑清晰的内容。此外, Turbo 版本在成本效益上也更具优势, 其输入输出价格分别降至 0.03 元/千 Tokens 和 0.06 元/千 Tokens, 相较于 4.0 版本, 价格降低了 70%。

2024年8月30日, 百度推出 ERNIE Speed Pro 和 ERNIE Lite Pro 两款增强的轻量级模型。ERNIE Speed Pro 适合作为基础模型进行微调, 处理特定场景问题, 支持 128K 上下文长度, 推理性能优于 ERNIE-Speed-128K。ERNIE Lite Pro 同样支持 128K 上下文长度, 效果优于 ERNIE Lite, 适合低算力 AI 加速卡推理。

截止 2024 年 11 月 12 日, 文心大模型日均调用量已超过 15 亿, 文心一言用户规模已达 4.3 亿。根据 2024 年 11 月 12 日在上海举办的以“应用来了”为主题的百度世界 2024 上, 百度创始人李彦宏当天宣布, 百度文心大模型日均调用量已超过 15 亿, 文心一言用户规模达到 4.3 亿。

2024 年 11 月 12 日, 百度文心大模型已发布 100 大产业应用。这些应用广泛覆盖了制造、能源、交通、政务、金融、汽车、教育、互联网等多个行业。

(二) 算力层面

2024 年 9 月 25 日, 百度智能云宣布将百舸 AI 异构计算平台全面升级至 4.0 版本。升级后的百舸, 围绕落地大模型全旅程的算力需求, 在集群创建、开发实验、模型训练、模型推理四大方面, 为企业提供“多、快、稳、省”的 AI 基础设施。

(三) 应用层面

截止 2024 年 10 月, 百度文库 AI 用户数累计超过 2.3 亿。百度文库依托文心大模型, 于 2023 年 8 月上线了 PPT 智能生成、文档智能生成、智能编辑、智能辅助阅

读 4 个 AI 能力，迭代为“一站式智能文档平台”。

2024 年 11 月 12 日，百度发布无代码编程工具“秒哒”。“秒哒”是一个基于大模型和智能体技术的零代码 AI 开发平台，给予用户无需编写代码即可构建软件的能力。用户可以通过无代码编程、多智能体协作和规模化工具调用，轻松实现各种创意和想法。

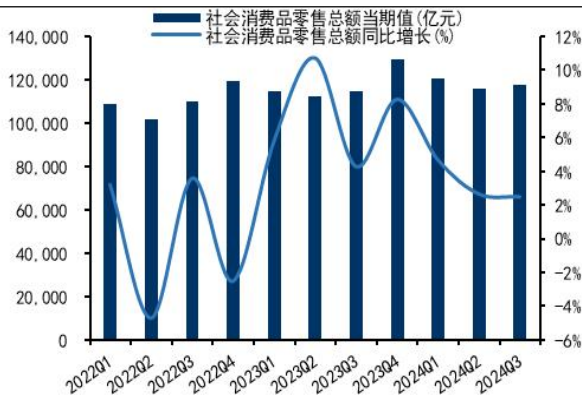
我们认为，公司的核心广告和传统智能云业务的需求侧疲弱已经基本被股价体现，接下来重点关注 AI 对于核心业务的拉动作用，特别是实际业绩兑现情况。其中，广告业务关注 AI 改造进展与商业化情况，24Q3 搜索结果中 20%是由生成式 AI 来实现的，70%的月活用户使用了生成式搜索；AI 对智能云的收入贡献占比 24Q3 达到 11%，使得智能云维持双位数增长。

电商板块：直播电商行业降速，电商巨头或重回差异化和质价比竞争

◆ 国内电商市场概览：前三季度电商 yoy +8.6%，电商单均价持续走弱

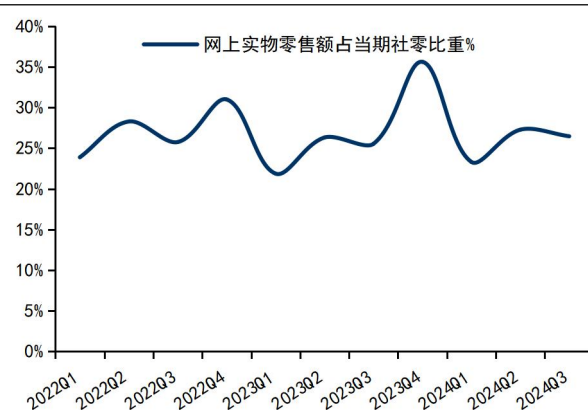
2024 年前三季度线上实物零售增速高个位数，从趋势看，24Q1 受去年同期低基数影响实现两位数增长，此后增速逐步放缓，消费复苏进程缓慢，预计 24Q4 增速环比持续放缓。整体规模和增速看，24 年前三季度国内社会零售额 35.4 万亿，同比增长 3.3%；线上渗透看，前三季度线上实物零售额 9.1 万亿，同比增速 7.9%，增速快于社零大盘，实物线上渗透率 25.7%，同比提升 1.1pct，社零线上渗透率持续提升趋势延续。预计 2025 年线上渗透率持续提升，线上社零增速持续跑赢线下。

图50: 季度线上实物消费品零售总额变化情况 (亿元, %)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图51: 季度社零线上渗透率增长情况 (%)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

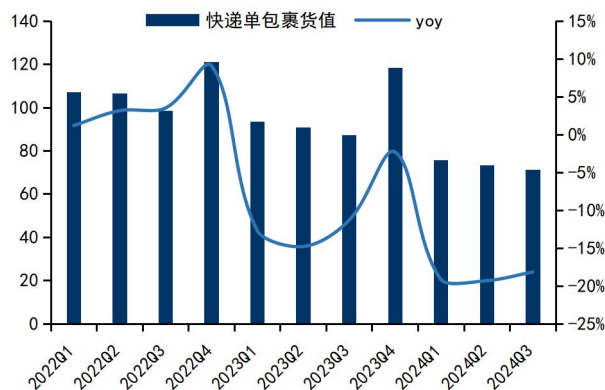
2024 年前三季度电商零售额增长主要由用户购物频次增加驱动，目前国内电商购物用户数基本见顶，用户消费更加谨慎，前三季度电商单均价同比下降 19%至 73 元。用户对于“省”的需求更加强烈，各家平台着力提升价格力、引入中小卖家丰富低价商品供给。具体看，淘系从追求 GMV 增长转向追求订单量增长，强调核心用户购物体验，同时大力推广全站推提升平台货币化率；京东强调供应链能力和开放生态；拼多多推进高质量发展，打造健康可持续的平台生态，同时投入 100 亿降低优质商户交易费用；抖快电商回归内容场，提升电商流量占比以及补贴力度。我们认为短期消费仍将延续缓慢复苏趋势，预计 2025 年国内消费持续缓慢复苏，线上单均价下滑趋势将持续，下滑幅度可能在国家刺激消费政策下有所收窄。

图52: 网购用户数及网民渗透率 (亿人, %)



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图53: 快递单包裹货值变化情况 (元, %)



资料来源: 国家邮政局, 国信证券经济研究所整理

◆ 格局演变: 京东多多直播电商份额增长, 直播电商增速出现放缓趋势

市场份额看, 各家 GMV 增速持续分化, 前三季度阿里、京东份额下滑, 拼多多和抖快份额提升明显。按市场份额排序, 国内头部 6 家电商相应 GMV 同比增速分别为阿里+7% (估算)、京东+6% (估算)、拼多多+22% (估算)、抖音电商+34% (估算)、快手电商+19%和唯品会 1%。从各家目标及结果看:

- **淘天** 2024 年首要任务是 GMV 增长、订单增长、用户粘性、GMV 市场份额, 追求巩固甚至增长的市场份额, 2024 年上半年目标基本实现, 下半年起由于受大盘增速放缓以及平台开始收取 0.6% 软件服务费影响, 淘天 GMV 增速回落, 预计今年份额仍小幅下降;
- **京东** 今年目标是保证利润额双位数增长, 内部考核重点为 GMV、利润和现金流, 预计今年京东集团利润目标达成, 京东带电品类 GMV 占比过半, 24Q3 起受益于家电数码以旧换新政策, GMV 增长提速至高个位数, 预计京东下半年 GMV 份额企稳回升;
- **拼多多主站** 今年战略方向从“持续提升货币化率, 为 TEMU 提供充足弹药”转向“投资供应链效率提升, 打造健康可持续平台生态”, 主要受年中公布的《网络反不正当竞争暂行规定》影响 (平台经营者不得对商品的价格、销售对象、销售区域或者销售时间进行不合理的限制; 不得合理设定扣取保证金, 削减补贴、优惠和流量资源等限制), 下半年起主站开始改善平台商家生态, 简化商家入驻和产品上市流程, 投入 100 亿降低优质商户交易费用并由平台出资承担“电商西进”履约费用, 整体看 2024 年拼多多在货架电商里增速最快, 主要受益于性价比电商定位, 在消费承压环境下更受消费者欢迎;
- **抖快** 代表的直播电商增速有所下滑但仍快于大盘平均增速, 抢占份额速度减弱, 其中抖音今年战略方向从年初“全面学习拼多多, 提升用户体验、做低价”转向“回归 GMV 增长, 弱化高价率和用户体验提升”, 回归内容场, 增加电商流量占比和补贴力度, 快手电商持续大力发展货架场, 引入更多低价供给, 持续完善货架场的营销玩法;

展望 2025 年, 预计淘天份额接近大盘但小幅回落; 京东持续受益于国补政策份额小幅提升; 拼多多进入平台生态调整期, 增速可能放缓但受益于性价比定位, 预计 GMV 增速仍快于大盘; 预计抖快电商流量持续加码, 内容场带动下 GMV 增速持

续快于大盘。

图54: 各平台支付 GMV 占比变化情况

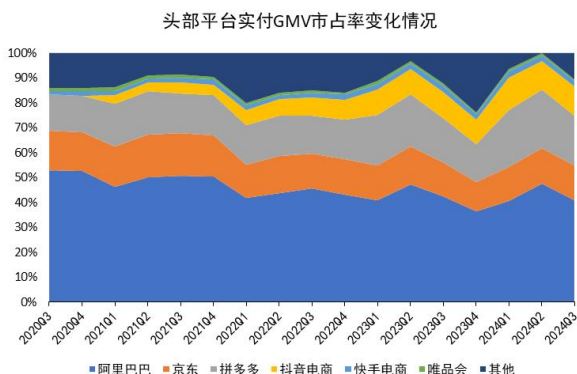
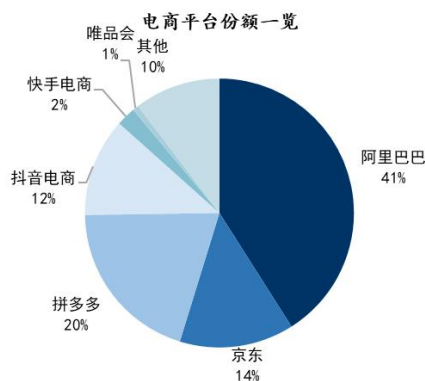


图55: 2024Q3 各平台平台份额情况



资料来源: 公司公告, 晚点 LatePost, 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

图56: 国内电商 2024 年战略目标及业务动作

	2024 年战略目标 (年中, 标红为调整部分)	近期业务动作 (年中, 标红为调整部分)
阿里	首要任务是 GMV 增长、订单增长、用户粘性、GMV 市场份额, 追求巩固甚至增长的市场份额	4 月开启全站推广广告工具、9 月向商家收取 0.6% 软件服务费
京东	今年保证利润额双位数增长, 考核 GMV、利润和现金流, 缺一不可	携手超 100 个品牌在 20 个省市发放以旧换新补贴; 东哥 AI 数字人直播
拼多多	主站投资供应链效率提升, 打造健康可持续平台生态	简化商家入驻和产品上市流程; 投入 100 亿降低优质商户交易费用
抖音电商	回归 GMV 增长, 弱化高价率和用户体验提升	提升电商流量占比以及补贴力度
快手电商	大力发展商城 (货架场)	关注货架电商功能和营销玩法建设, 如百亿补贴/万人团等, 引入低价供给
	2024 年战略目标 (年初)	业务动作 (年初)
阿里	首要任务是 GMV 增长、订单增长、用户粘性、GMV 市场份额, 追求巩固甚至增长的市场份额	88VIP 权益升级, 退货包运费不限次
京东	今年保证利润额不跌, 多的利润投入换增长	携手超 100 个品牌在 20 个省市发放以旧换新补贴; 东哥 AI 数字人直播
拼多多	主站持续提升货币化率, 为 TEMU 提供充足弹药	-
抖音电商	全面学习拼多多, 提升用户体验&做低价	推出抖音商城 App, 承接低端人群和被清退的中小商家货架
快手电商	大力发展商城 (货架场)	关注货架电商功能和营销玩法建设, 如百亿补贴/万人团等, 引入低价供给

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图57: 国内电商 2024 年 GMV 份额测算

亿元	2022			2023			2024			
	GMV	yoy	份额	GMV	yoy	份额	2024E	yoy	份额	份额变化
网上零售额	137,853	4.0%	100.0%	154,264	11.9%	100.0%	169,690	10.0%	100.0%	0.0pct
阿里巴巴	60,617	-7.7%	44.0%	63,972	5.5%	41.5%	67,170	5.0%	39.6%	-1.9pct
京东集团	19,698	6.3%	14.3%	20,409	3.6%	13.2%	21,634	6.0%	12.7%	-0.5pct
拼多多	21,915	19.7%	15.9%	27,783	26.8%	18.0%	33,340	20.0%	19.6%	1.6pct
抖音电商	9,860	125.9%	7.2%	15,580	58.0%	10.1%	20,254	30.0%	11.9%	1.8pct
快手电商	4,070	33.0%	3.0%	5,359	31.7%	3.5%	5,627	5.0%	3.3%	-0.2pct
唯品会	1,150	-17.5%	0.8%	1,345	16.9%	0.9%	1,237	-8.0%	0.7%	-0.1pct
其他	20,542	3.5%	14.9%	19,816	-3.5%	12.8%	20,428	3.1%	12.0%	-0.8pct

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算 备注: 各家均折合为实付 GMV 方便与网上社零匹配计算份额。

◆ 家电以旧换新国补政策：2024 年 8 月底启动，促进线上家电为主的带电品类购买力释放，预计明年补贴政策仍将持续

2024 年 8 月底以来，国补已撬动家电品类 2000 亿销售额。截至 12 月 6 日，单个消费者使用国补政策购买的家电数量为 1.5 台，产生较好连带效应，商务部表示将继续指导地方抢抓岁末年末消费旺季，充分释放家电以旧换新补贴杠杆效应。

以旧换新带动下，9-10 月家电家居增速同环比明显拉升。家电家具类目零售额同比增速 6 月为-7.6%，7 月为-2.4%，国补政策落地后 9 月和 10 月大幅改善，10 月家电同比增速高达 39%，家具类目因其比家电类目政策落实时间慢增速仅略有增长。10 月家电家具零售同比增速均达到 2024 年以来新峰值。

国补政策持续性看，预计明年品类和范围将进一步扩充，以旧换新政策持续加力。11 月 8 日财政部部长表示 2025 年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”。12 月 9 日政治局会议指出“当前要持续巩固消费回暖势头，推动汽车、家电等消费回升向好”。部分省份政策规划长远，如湖北省已开启 2025 年商户报名。我们预计消费品以旧换新政策未来有望延续，线上渠道与补贴对象将扩围扩容。

图58: 家电补贴使用情况和实施效果 (万人、万件、亿元)

披露时间	参与人数	销售件数	撬动销售额	中央补贴使用率
9月25日	386	520	243	9%
10月16日	1,082.6	1,564	733.6	28%
11月8日	2,025.7	3,045.8	1,377.9	53%
12月6日	2,963.8	4,585	2,019.7	-

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理 注：假设家电补贴共计 500 亿（占比 30%）；补贴使用率=补贴金额/500 亿

图59: 国补提振 10 月家电零售同比增长 39%，增速创今年新高



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

各平台国补参与情况看，京东自营占比大优势明显，淘天多多主要为平台合作参与度较低。1) 京东覆盖地区最全，开始时间最早；淘天覆盖地区和开始时间紧跟京东，有自营但业务占比较小；拼多多、抖音参与程度较低，上线时间晚且覆盖省市少；2) 京东家电自营 GMV 占比超 50%优势明显，完善的自营体系和强大供应链能力便于与政府合作，且京东在家电领域拥有庞大用户基础，取旧、换新服务完善，商家审核较严格导致参与商家数量较少；淘天自营业务占比小以品牌为主，宽松的商家审核政策使得商家资源丰富，以分公司和代理商为主；拼多多、抖音平台模式导致合作政府获取补贴较难，拼多多窜货破价品较多，与品牌商家关系不佳合作阻碍大。

图60: 各电商平台参与国补情况 (截止 2024. 12. 13)

平台	开始时间	覆盖地区	覆盖商家类型
京东	8.26	14个省、11个市(6省)、4个自治区、4个直辖市	自营、第三方商家
淘天	8.31	15个省、14个市(3省)、2个自治区、3个直辖市	自营、第三方商家(天猫优品自营、喵速达官方自营)
拼多多	10.22	4个省、2个市(1省)、1个直辖市	第三方商家
抖音	10.10	17个市(6省)、2个直辖市	第三方商家

资料来源: 京东 APP, 淘宝 APP, 拼多多 APP, 抖音 APP, 国信证券经济研究所整理

图61: 各电商平台参与国补优劣势

平台	优势	劣势
京东	自营体系完善; 与政府对接合作较紧密; 拥有强大家电用户份额; 具备供应链能力和履行基础设施	对商家审核较严格; 价格管控严格
淘天	商家审核较宽松	自营业务占比较小
拼多多	价格管控较宽松	无自营业务较难获取地方政府资金; 因平台特性与品牌商家合作不佳
抖音	推广能力强	无自营业务较难获取地方政府资金

资料来源: 京东 APP, 淘宝 APP, 拼多多 APP, 抖音 APP, 国信证券经济研究所整理

线上各平台国补效果: 京东参与国补 SKU 最多, 拼多多同款商品价格更低, 我们认为在考虑买大件高货值商品时消费者除价格因素外也会考虑售后保证和官方背书, 京东在本次以旧换新活动中仍有可能获得更多增量市场份额。1) 各平台家电品类比价情况看, 京东与淘天均受价格管控影响金额基本一致, 拼多多价格普遍较低, 推测可能由于窜货或者平台加大补贴力度所致; 2) 参与国补 SKU 数量看, 京东淘天品牌与型号较全, 拼多多抖音存在型号缺失, 尤其是抖音电商, 较多商品并未参与国补。

图62: 各电商平台家电产品补贴后价格对比 (单位: 元)

品类	型号	京东	淘天	拼多多	抖音	京东/拼多多	淘天/拼多多	抖音/拼多多
空调	格力大1匹云佳	2079.2	2079	-	-			
	华凌大1.5匹	1599.2	1599.2	1411.2	1599.2	113%	113%	113%
	TCL大1.5匹	1519.2	1519.2	1376 (无国补)	-	110%	110%	
电视	VIDDA	4799	4799	4959	4319	97%	97%	87%
	雷鸟鹤6pro 65英寸	2799	2799	2479	2799	113%	113%	113%
	TCL电视超旗舰 75英寸	13879	13879	12998	15999 (无国补)	107%	107%	123%
洗碗机	华凌VIE6PRO	1839	1839	1783	1839	103%	103%	103%
	美的GX1000max	5279	5039	4371	5609	121%	115%	128%
	海尔W30pro	3199	2398 (无国补)	2250	3399 (无国补)	142%	107%	151%
微波炉	美的寻味pro2.0	3199.2	3199.2	2799 (无国补)	3999 (无国补)	114%	114%	143%
	小米P1	479	479	479	564 (无国补)	100%	100%	118%
	松下四合一	3959	3959	3535.1	3999 (无国补)	112%	112%	113%
饮水机	美的1000pro	1892	1439	1279	1879	148%	113%	147%
	华凌800G	1118	1039	952	1365 (无国补)	117%	109%	143%
	沁园UR-A51041	1679	1679	1435	1679	117%	117%	117%

资料来源: 京东 APP, 淘天 APP, 拼多多 APP, 抖音 APP, 国信证券经济研究所整理及测算

◆ **阿里巴巴: 蒋凡分管国内电商后有望提升淘天利润率, 淘天以外业务降本增效成效显著**

今年以来, 阿里淘天集团强调用户体验与货币化率提升, 非核心业务持续减亏, 预计 FY2025 年阿里收入 yoy+5%, 经调整净利润 yoy-6%, 国内电商 GMV yoy+4%。此外公司持续回购并派发年度股息, 2023 年回购和股息共计 1195 亿人民币 (折合 165 亿美金), 股东回报率 8%, 2024 年前三季度已回购 1064 亿人民币 (折合 147 亿美金), 目前公司仍有 220 亿美元回购额度 (截至 2027 年 3 月), 管理层承诺考虑股权激励稀释后每年股份净减少 3%, 未来仍将持续回馈股东。

表1: 阿里淘天集团与其他业务经营情况对比 (百万元, %)

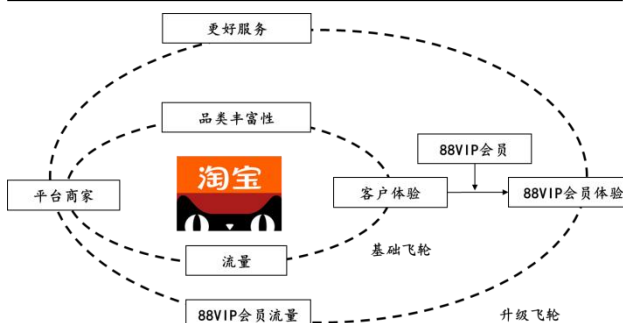
淘天集团	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25E	4QFY25E
收入	97,654	129,070	93,216	113,373	98,994	131,889	95,205
YoY	n. a	2%	4%	-1%	1%	2%	2%
占比	43%	50%	42%	47%	42%	48%	40%
CMR	68,661	92,113	63,574	80,115	70,364	95,798	66,117
YoY	n. a	0%	5%	1%	2%	4%	4%
经调整 EBITA	47,077	59,930	38,501	48,810	44,590	57,282	38,275
利润率	48%	46%	41%	43%	45%	43%	40%
除淘天外其他业务							
收入	127,136	131,278	128,658	129,863	137,509	144,601	140,531
YoY	n. a	9%	9%	9%	8%	10%	9%
占比	57%	50%	58%	53%	58%	52%	60%
经调整 EBITA	-4,232	-7,087	-14,532	-3,775	-4,029	-3,075	-6,188
利润率	-3%	-5%	-11%	-3%	-3%	-2%	-4%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

市场对于淘天集团主要关注点集中在 GMV 增速 (市场份额变化)、平台货币化率以及淘天利润改善上。

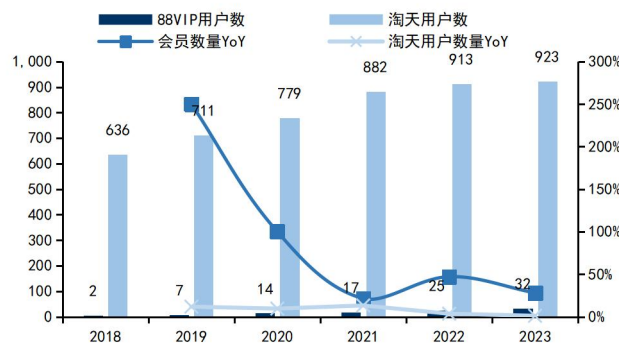
- **依赖会员体系和营销补贴实现 GMV 增长:** 发挥“万能的淘宝”的优势, 通过 88VIP 丰富的购物权益提升核心优质用户钱包份额, 带动 GMV 增长。我们预计淘天 FY25 额外拿约 2% 收入做 GMV 增长 (90-100 亿), 其中 88VIP 会员新增亏损 53 亿, 预计 FY25 带动 GMV YoY+2%, 剩下 40-50 亿元投入全域用户补贴和商家激励补上 GMV 增速缺口。长期看, 单会员消费水平会随着会员进入时间提升而提升, 88VIP 带来的 GMV 增量扩大, 短期拉动 GMV 增长的券补和商家激励将大幅下降, 同时平台会将部分 88VIP 会员成本转移给商家和品牌, 单个会员盈亏改善, 飞轮自发转动, 平台利润率企稳回升。
- **借助全站推广和 0.6% 的软件服务费实现平台货币化率提升:** 全站推广面向新手商家和放量遇到瓶颈的商家, 流量池更大且极致自动化。我们认为全站推主要靠提升付费商家渗透率带动平台收入提升: 1) 头部商家普遍精细化运营, 仅将全站推广作为投放链路中一个环节提升效率, 增量价值有限; 2) 中小商家相对粗放, 全站推广可以有效扩大流量池并降低人工成本, 增量价值更高。测算得悲观/中性/乐观假设下 FY2027 淘天货币化率提升至 3.92%/4.02%/4.12%, 预计未来两年 CMR CAGR 分别为 10%/11%/12%。值得一提的是, 外部竞争缓和利于商家广告预算回流淘天, 利于淘天平台收入提升。
- **预计蒋凡上台后将集中改善成本核算和补贴使用效率, 提升淘天利润率。** 1) 将会员补贴集中在核心高复购会员群体内, 增加忠诚、高复购会员补贴, 减少薅羊毛会员用户的券和权益, 筛选优质会员并建立更高的会员忠诚度; 2) 弱化并整合非核心频道, 提升全人群补贴 ROI, 将天天热卖等一批用户心智不强、差异不大的频道整合或取消, 保留并强化核心的聚划算、百亿补贴等频道, 提升资源使用效率、优化补贴效果。

图63: 淘天集团业务飞轮



资料来源: 阿里巴巴官网, 国信证券经济研究所整理

图64: 88VIP 会员数量变化和淘天整体用户数量变化情况 (百万人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 2022-2023 淘天用户数量为测算数字

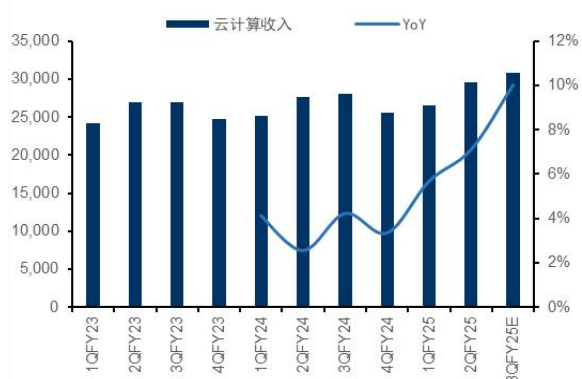
图65: 2023 年淘天/拼多多主站收入及商家情况分拆

	淘天		拼多多
	天猫	淘宝	
流量分发逻辑	商家平均年GMV	670万元	27万元
商家经营情况	头部商家年GMV	官方旗舰店为主, 百亿量级	C店为主, 单店亿级
	商家画像	品牌、大经销商为主	中小商家为主, GMV分散
收费情况	佣金率	~2%	0
	广告费率	4.5%	~4%
	整体货币化率	6.5%	1.1%
	客户管理收入 (亿元)	2600	440
			1628

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理及测算 注: 表中的商家按入驻主体区分, 每个商家可能有多个店铺。

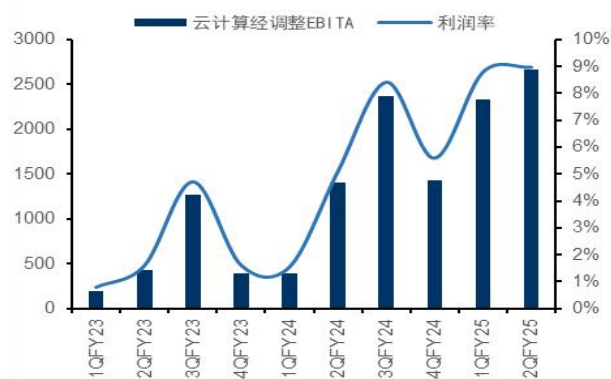
2024Q3 云业务收入同比+7%至 296 亿元, 经调整 EBITA 利润率从 5%提升至 9%。本季度公共云业务收入维持双位数增长, 其中 AI 相关收入连续五个季度实现三位数增长, 预计快速增长趋势将持续。经调 EBITA 利润率提升主要由于 AI 产品和解决方案的需求强劲, 公司不断加大对云基础设施投资以更好满足客户需求。

图66: 云智能集团收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图67: 云智能集团经调整 EBITA 和利润率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

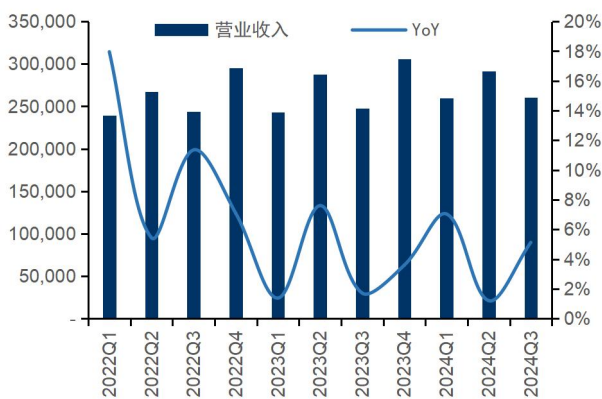
其他业务：除淘天外其他业务持续降本增效，管理层表示非核心业务未来 1-2 年内将实现盈亏平衡的目标。

◆ **京东集团：利润表现亮眼，下半年受益于以旧换新政策 GMV 增长加速**

今年以来，京东集团强调利润释放与 GMV 增长，下半年受益于家电数码以旧换新政策 GMV 增速持续提升，预计 2024 年京东集团收入 yoy+5%，经调整净利润 yoy+27%，国内电商 GMV yoy+6%。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。2023 年京东集团回购和分红共计 16 亿美金（折合人民币 113 亿元），股东回报率 3%，2024 年前三季度共计回购 36 亿美金（折合人民币 261 亿元），公司仍有不超过 50 亿美元回购额度，截至 2027 年 8 月，预计公司未来仍将持续回馈股东。

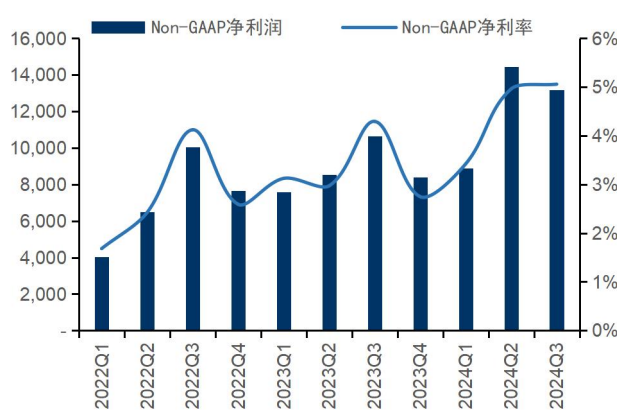
京东零售：市场主要关注电商业务 GMV 份额以及业务利润率变化情况。今年下半年起，受益于家电以旧换新国家补贴政策，京东 GMV 实现高个位数增长，由于京东自营为主的业务模式，参与方少且在各地方有分公司，与地方政府沟通渠道顺畅，平台与地方政府洽谈补贴进展较快，最早落实线上平台国补且接入省市最多，充分享受国补政策红利，此外，京东带电类目占整体 GMV 比例超过一半，国补刺激对大盘带动作用明显，以三季度为例，24Q3 京东零售收入 2250 亿元，同比+6.1%，我们测算自营业务收入同比中个位数增长，其中带电品类收入增速 3%，商超品类收入增速 8%；POP 模式下收入高个位数到两位数增速，本季度平台活跃用户数以及 DAU 均实现两位数增长；24Q3 零售经营利润率同比持平，毛利率提升被营销投入增加以及采销人员工资提升抵消，管理层表示随着消费逐步复苏，公司会在考虑 ROI 基础上加大用户投入。

图 68: 京东集团季度营业收入及增速（百万元，%）



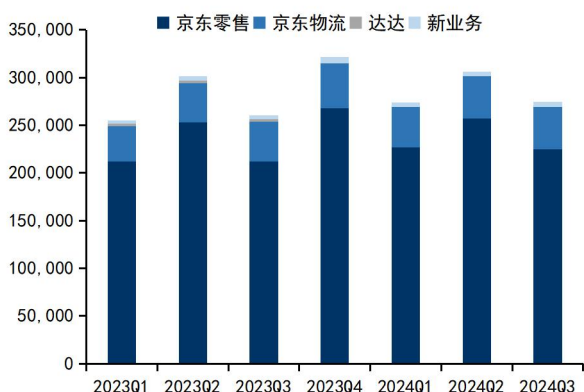
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 69: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



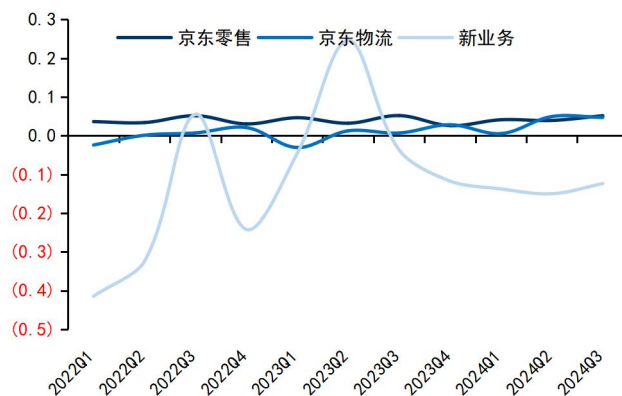
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图70: 京东集团季度分业务收入 (百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 未披露达达经营利润情况

图71: 京东集团各业务经营利润率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 23Q4 起未披露达达经营利润情况

◆ 拼多多: 公司加大商户佣金减免, 受竞争影响未来利润可能承压

今年以来, 拼多多强调利润释放与 GMV 增长, 下半年受益于家电数码以旧换新政策 GMV 增速持续提升, 预计 2024 年公司收入 yoy+58%, 经调整净利润 yoy+75%, 国内电商 GMV yoy+21%。管理层表示, 由于竞争和全球不确定性, 长期看公司收入增速不可持续, 盈利能力降低趋势不可避免, 且拼多多仍处于投资期, 在可预见的未来几年内不会进行回购或分红。

主站: 市场主要关注竞争加剧环境下多多主站市场份额、货币化率提升进展以及利润释放情况。主站受年中公布的《网络反不正当竞争暂行规定》影响(平台经营者不得对商品的价格、销售对象、销售区域或者销售时间进行不合理的限制; 不得对不合理设定扣取保证金, 削减补贴、优惠和流量资源等限制), 下半年起调整方向为加大投资, 打造健康可持续的平台生态, 以 24Q3 业绩为例:

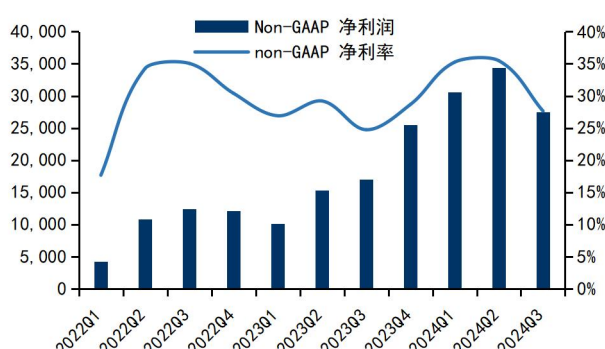
- **收入端:** 据我们测算, Q3 公司主站 GMV 增速为 20%左右, 广告与 GMV 增速 GAP 同环比均收窄, 仍保持货币化率提升趋势; 本季度支付通道收入增速同环比显著下滑(去年同期 yoy+315%、24Q2 yoy+234%), 我们认为支付通道收入增速下滑主要原因为公司投入平台生态建设、主动下调国内主站佣金, 24Q3 公司推出“百亿费用减免计划”, 包括服务费返还、降低“先用后付”服务费用等, 目前已覆盖平台所有产品品类, 计划未来一年减免费用超 100 亿元。
- **利润端:** 本季度公司毛利率 60%, 同比下降 1pct, 主要由于平台全额承担西部地区订单运费, 以及高毛利的佣金占比下滑导致的毛利率结构性下降; 公司仍保持相对高效的费用投放效率, 本季度费用率合计 35.6%, 同比下降 1.2pct, 其中销售费用同比提升 40%, 销售费率同比下降 1pct 至 31%, 部分受国内电商竞争加剧影响; 管理费用同比上升 138%, 管理费率同比提升 1pct; 研发费用同比上升 8%, 研发费率同比下降 1pct 至 3.1%。我们预计本季度海外业务亏损 26 亿人民币。值得一提的是, 管理层表示由于受限于第三方平台运营的模式、以及团队老化能力有限, 公司错失了家电以旧换新的国家补贴政策, 导致为了维持同样的商品竞争力, 平台需要付出相比同行更大的费用, 可能影响未来一段时间的盈利水平。

图72: 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73: 拼多多经调净利变化情况 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

跨境电商业务: 目前 TEMU 跨境业务分为全托管和半托管业务, 预计今年实现 GMV 550 亿美元, 其中半托管业务 GMV 占比超 20%。

- **半托管业务模式介绍:** 今年 3 月起 TEMU 上线半托管业务, 美国/加拿大/英国/德国/法国/意大利/西班牙/新西兰/澳大利亚已上线开售, 陆续开放全球。与全托管相比, 半托管平台介入环节更少, 可以扩大品类宽度、降低平台关税风险、优化履约时效, 商家有更大灵活度和更高毛利: 1) 售前流程: 免选品免寄样, 商家提报供货价, 平台负责广告投放&运营&客服; 2) 售后流程: 商家自主发货和逆向物流, 平台考核时效 (以美国为例, 要求 2 天内发货, 5 个工作日收货)。
- **平台收费模式:** 跨境业务目前平台收入计入支付通道费, 目前全托管/半托管业务佣金率 (佣金/GMV) 分别为 50%/10%, 相比半托管模式, 全托管模式下平台额外负责商品小包仓储、跨境履约和逆向物流, 平台分摊成本更高, 抽佣更高, 半托管模式平台仅负责核价、前端引流以及客服, 模式更轻抽佣更低。
- **业务近期挑战:** 目前 TEMU 出海业务受到竞争加剧以及海外政策风险两方面挑战, 1) **竞争加剧:** 亚马逊今年下半年在欧美等发达地区推出低价商店, 针对 20 美金以下轻小件白牌商品, 对标 TEMU 全托管模式, 中国区仓库小包直发, 商家不需要履约和投流, 可能会对 TEMU 货盘和流量产生一定影响; 在东南亚等发展中市场, 本土产品生产成本低比中国生产更低, 跨境电商相较 Shopee 等本土电商平台价格优势不明显, 进入当地电商市场遇到挑战; 2) **政策风险:** 北美地区关税有大幅提高风险; 2024 年 12 月 5 日, 越南工贸部要求拼多多旗下跨境电商平台 Temu 暂停在越南的业务, 主要由于 TEMU 在进入越南市场前未向工贸部进行运营注册并依法设立代表机构或指定授权代表。

受制于品类限制、本地企业的保护政策等因素, 跨境平台依靠商品出海天花板有限, 纳入当地商家商品、充分本土化才能有所突破。观察各国电商市场格局, 各地市场的头部玩家基本为本地平台, 只有 Amazon、eBay 等少数外来平台在部分国家可以跻身 TOP5。我们认为在跨境电商面临诸多挑战的情况下, 未来 TEMU 也将逐步走向本土化以突破商品出海天花板。

图74: TEMU 全托管/半托管模式介绍



资料来源：TEMU 官网、国信证券经济研究所整理

图75: 2022 年各地区跨境电商平台份额占比情况

中国	份额	美国	份额	英国	份额	法国	份额	拉丁美洲	份额	东南亚	份额
1. 阿里	40%	1. Amazon	31%	1. Amazon	24%	1. Amazon	20%	1. MercadoLibre	27%	1. Sea	42%
2. 京东	35%	2. CVS	7%	2. eBay	6%	2. E Leclerc	9%	2. Magazine Luiza	6%	2. Alibaba	18%
3. 拼多多	9%	3. 沃尔玛	6%	3. J Sainsbury	5%	3. Casino	7%	3. Americanas	6%	3. Tokopedia	16%
.....		.....		.....		.....		4. Amazon	6%	4. Bukalapak	5%
7. 沃尔玛	1%	6. eBay	3%	.....		13. Alibaba	2%	7. Walmart Inc	3%	5. Tiktok	4%
.....		.....		.....		.....		9. Sea	2%	.....
20. Amazon	0%	34. Newegg	0%	19. Alibaba	1%	19. eBay	1%	12. Alibaba	2%	.....

资料来源：eMarketer、欧睿、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 2025 年或持续加速，AI 有望提升 SaaS 板块整体收入增速和估值

2024 年走势复盘，今年纳斯达克 100 涨幅 30%，其中：

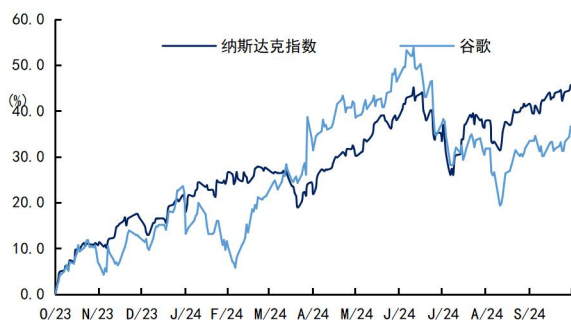
- **微软**：今年涨幅 18%，目前 BF12M PE 31x，估值水平处于过去五年均值上 0.5 个标准差水平，公司业绩稳健，同时明年云业务加速叠加 SaaS 传统周期复苏，对增长预期形成支撑；
- **谷歌**：今年涨幅 36%，目前 BF12M PE 21x，估值水平处于过去五年均值水平；
- **Meta**：今年涨幅 66%，目前 BF12M PE 22x，估值水平处于过去五年均值上 0.5 个标准差水平；
- **亚马逊**：今年涨幅 48%，目前 BF12M PS 32x，估值水平低于过去五年均值下 1 个标准差水平，公司处于重资产公司利润率较低表现 PE 偏高，近年持续释放利润后消化高估值。

图76: 微软过去一年股价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图77: 谷歌过去一年股价走势



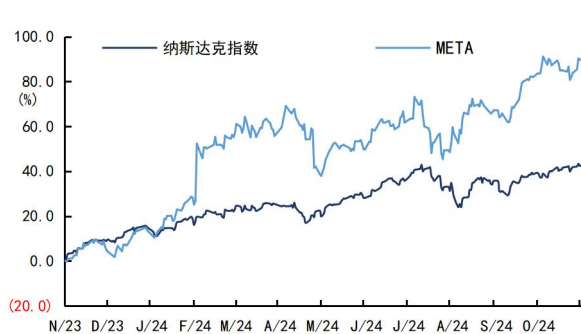
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图78: 亚马逊过去一年股价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图79: META 过去一年股价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

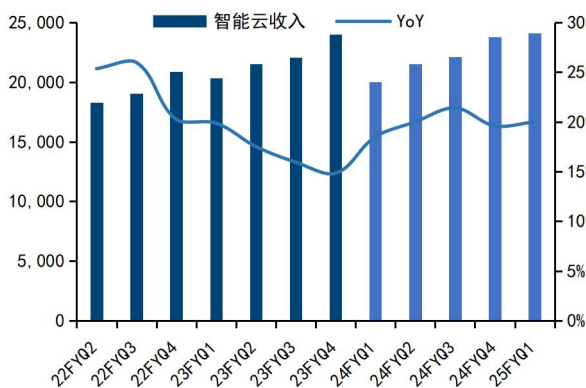
云计算业务：AI 云需求与资本开支持续，AI 带动各家云业务加速并保持高增速，AWS 与谷歌云在高增速下规模效应明显，通过降本增效显著提升利润率。同时，伴随 AI 云占比提升，投资周期折旧摊销压力逐步增加。三季度已经观测到整体云计算业务的增速显著受到 AI 的需求拉动，尽管微软受限于算力中心搭建增速企稳，但指引明年继续加速。云业务利润率的提升，一方面是 AI 需求提升带来的规模效应，另一方面亚马逊等也得益于服务器折旧摊销周期延长带来的利润率同比提高。

Azure (Microsoft)：AI 对收入提振明显，驱动云业务持续增长。三季度收入为 241 亿美元，同比+20%。其中 Azure 同比+33%(同口径下环比-1pct)，其中 AI 贡献了其中的 12 个点（上个季度为 8 个点）。三季度电话会表示：“受大客户订单等因素影响订单增长率的季度波动性增加。我们预计 Azure 的连续收入将超过历史上任何一个季度，鉴于持续的承载能力限制以及一些供给从 Q2 和 H2 转移出去，我们仍然预计 Azure 的增长将从 25H1 开始加速。”

AWS (Amazon)增速底部企稳，机器学习与 GenAI 功能领先。三季度收入 275 亿美元，同比+19%，增速环比持平，三季度电话会表示：“在过去 18 个月里，AWS 发布的机器学习和 Gen AI 功能几乎是其他领先云提供商总和的两倍。AI 业务目前是数十亿美元的营收体量，但增速快、年增长率达到三位数。”

Google Cloud AI 产品组合促进收入增速持续增长。三季度收入 113.5 亿美元，同比+35%，环比+10%，增速环比+6pcts，继续加速增长。三季度电话会表示：“AI 产品组合吸引了新客户和更大规模交易，为客户更好地实现业务效益，包括降低成本、提高用户参与度、更快的响应时间和更好的收入转化。”

图80: 微软智能云收入与增速变化（百万美元，%）



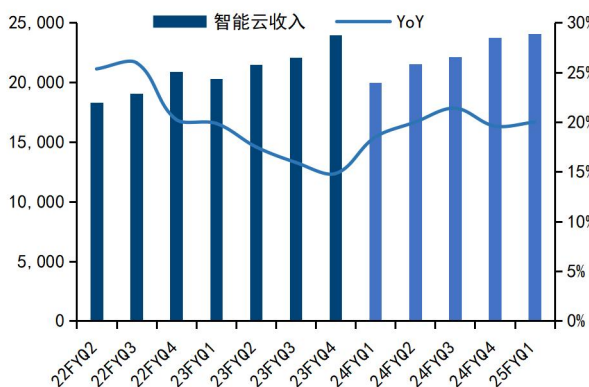
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图81: 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82: 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83: 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

资本开支: 受益于 AI 需求, 预计云计算巨头 24 年 Capex 投入增长在 40%以上, 预计 25 年仍有 20%-25%的同比增长。

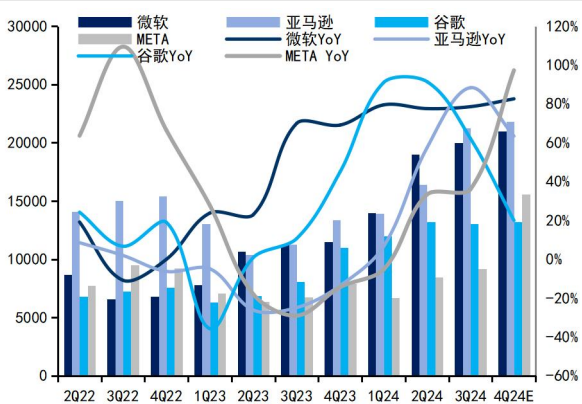
① **微软:** 1FQ25 资本支出 (含融资租赁) 200 亿美元 (同比+79%)。24 财年 557 亿美元, 预计 24 自然年超 700 亿美元, 预计 25 财年超 700 亿美元。

② **谷歌:** 24Q3 资本支出 130 亿美元 (同比+62%、环比持平), 公司指引 Q4 环比持平。预计 24 年约 510 亿左右。

③ **Meta:** 24Q3 资本支出 92 亿美元, 同比+36%。上调 2024 年资本开支至 380-400 亿美元 (前值 370-400 亿美元), 指引 2025 年资本支出将大幅增长以支持 AI 研究和产品开发。24 年预计 390 亿美元。

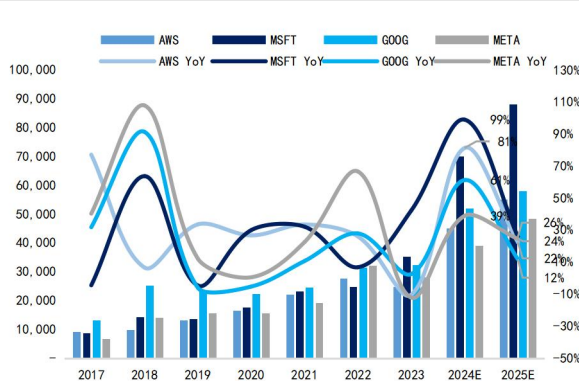
④ **亚马逊:** 24Q3 资本支出 (含融资租赁) 213 亿美元, 同比+88%。24 年预计 750 亿美元。

图84: 各互联网云厂云收入变化情况 (百万美元, %)



资料来源: 公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图85: 各互联网云厂 Capex 变化情况 (百万美元, %)



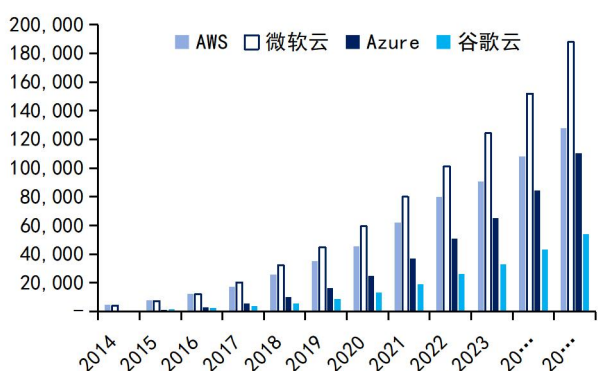
资料来源: 公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

微软资本开支积极，有望将在未来云市场抢夺更多份额。复盘过去 10 年的云计算市场投入，AWS 分别在 17 年和 20 年经历快速扩张，同期微软投资较稳健，但 23 年从 OpenAI 引发的全球生成式 AI 浪潮开启后，微软 Capex 增速和量级显著领先，有望在未来云市场抢夺更多份额。

资本开支虽短期带来压力，但长期来看规模效应以及 AI 云对利润的拉动作用更明显。从业务结构看微软云 SaaS 业务占比超 50%，对比亚马逊 IaaS 为主（占比 60%）；微软 SaaS 毛利更高，但 IaaS 的效率和规模不如 AWS。

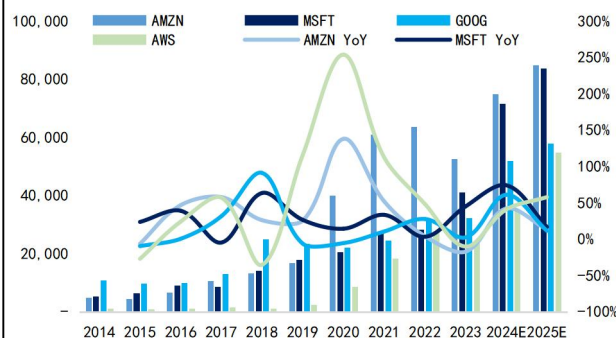
- ① 微软：本轮 AI 云 Capex 投入积极，全面争夺 AI 云龙头地位。
- ② 谷歌：云具备明显的规模效应。19 年谷歌云体量从前两者收入的 1/3 不到持续加速增长，OPM 从-50%连续 5 年提升至当前的 17%。
- ③ 亚马逊：亚马逊作为重资产公司，通过缩减履约开支、24 年 1 月延长服务器折摊周期短期提升 OPM 2pcts（而微软从 22 年 7 月即微软 23 财年开始调整服务器折旧摊销周期，谷歌从 23 年 1 月开始）。

图86: 各互联网云厂云收入变化情况（百万美元、%）



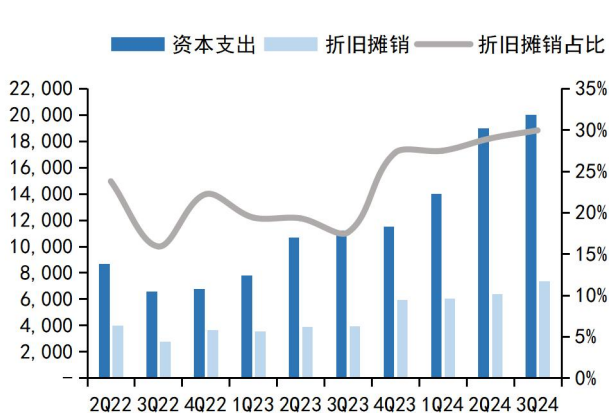
资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图87: 各互联网云厂 Capex 变化情况（百万美元、%）



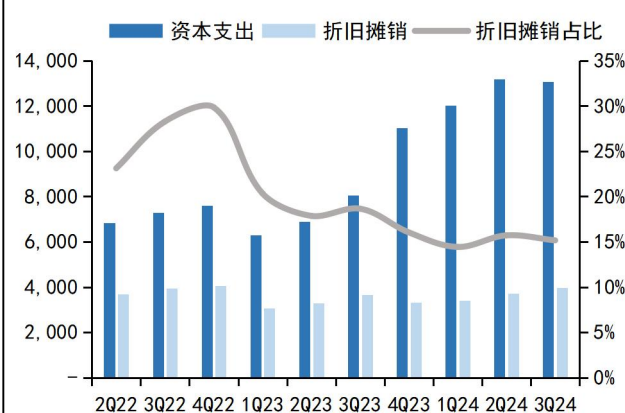
资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图88: 各互联网云厂云收入变化情况（百万美元、%）



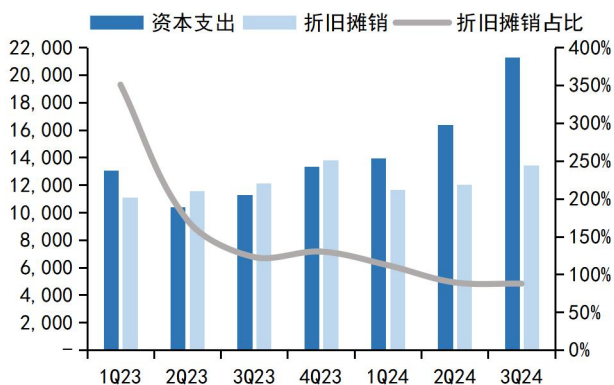
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图89: 各互联网云厂 Capex 变化情况（百万美元、%）



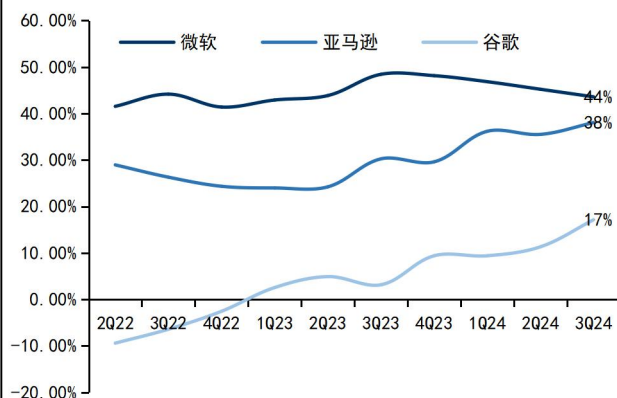
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图90: 亚马逊 Capex 与折旧摊销占比净利润变化的情况



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图91: 各互联网云业务 OPM 变化情况 (%)

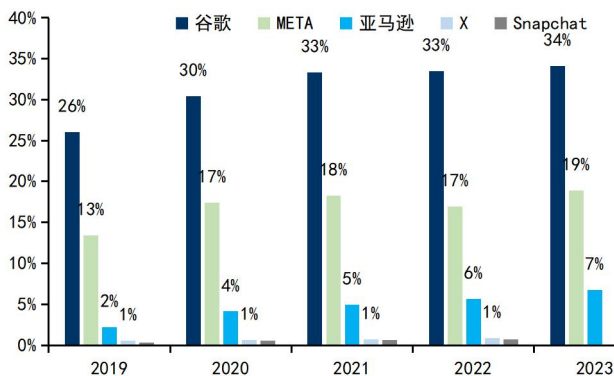


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

广告行业: 数字媒体广告平台集中持续提升, 谷歌、Meta 和亚马逊三巨头从 2019 年海外广告市场 (不包含中国区) 占比 41% 增长到 2023 年的 60%。媒体端经历了从门户时代到信息流广告的变迁, 从早期产品创新竞争再到大型渠道平台形成, 这一过程中流量和市场份额向头部平台集中。同时, 大平台凭借着技术优势、规模效应和产品壁垒进一步加剧了集中化趋势。根据麦格纳统计, 2019 年至 2023 年全球广告收入 5980 亿美元增长至 8427 亿美元 (+40%), 其中数字媒体广告份额占比从 51% 提升至 75%。数字广告的强劲表现受益于移动形式的快速普及, 以及社交、视频和搜索等领域的快速增长。

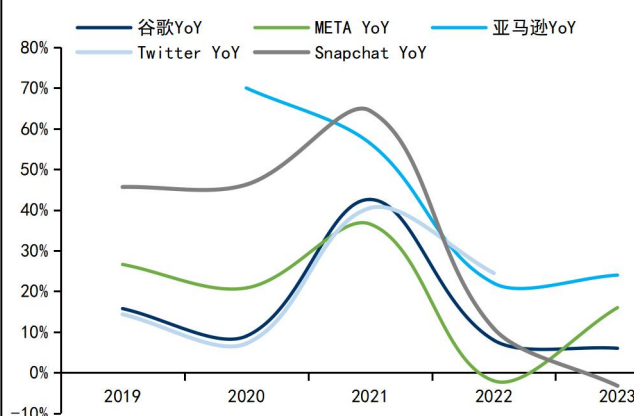
META 作为社交媒体龙头, 显著受益于数字广告崛起以及短视频功能 Reels 带来的流量红利。META 在海外广告市场占比从 19 年的 13% 增长至 23 年的 19%, 23 年增速显著回升。META 作为社交媒体龙头在经历 22 年苹果 IDFA 隐私政策限制、TikTok 竞争影响收入负增长后, 凭借强产品壁垒和新短视频功能 Reels 在 23 年增速重新超过谷歌。

图92: 各公司广告收入占总海外广告收入份额变化



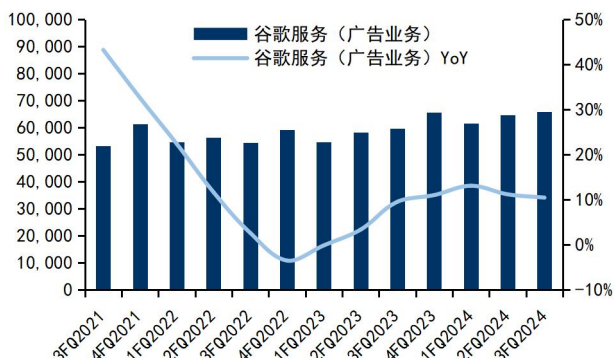
资料来源: MAGNA、各公司财报、国信证券经济研究所整理 注: 全球总广告收入与中国区域广告收入采用 MAGNA 统计数据

图93: 各公司广告收入同比增长变化



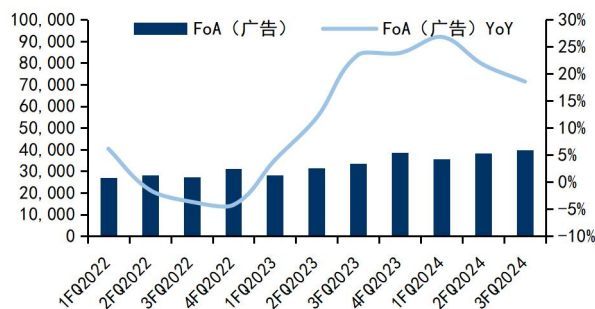
资料来源: 各公司财报、国信证券经济研究所整理 注: Twitter 2022 年退市

图94: 谷歌广告收入季度变化情况 (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95: META 广告收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



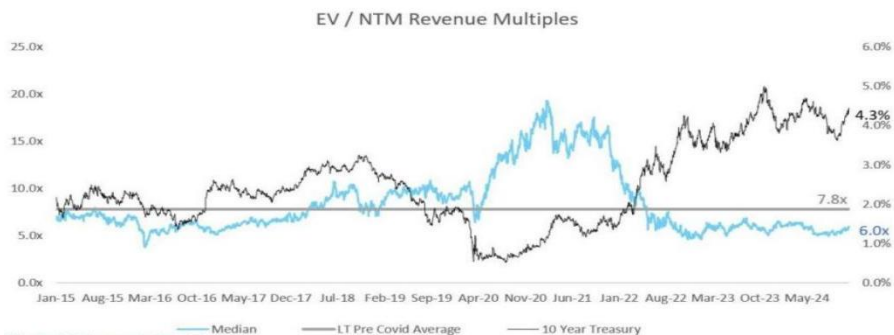
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

SaaS 板块传统需求回暖, 24Q3 业绩与指引积极, 净新增 ARR 同比增长近三年最高。SaaS 板块上一轮收入增速的高峰期出现在疫情后的 21 年二季度, 主要受益于疫情促进线上化办公, 加速企业 SaaS 需求快速释放。从 21Q2 至 24Q1, SaaS 企业整体收入增速处于放缓阶段, 主要由于企业在大量采购后进行云资源优化, 同时叠加加息周期, 企业对新 IT 开支持谨慎态度。在 21 年后疫情时代 (特点是高利率), SaaS 板块整体估值下跌近 60%。高通胀下联储进入加息周期, 中小企业经营压力大、限制 IT 开支, 周期底部磨底近两年直至 2024 年中需求预期转向积极。

SaaS 公司经营质量改善, 川普政府宽松货币政策与减税预期下有望助推 SaaS 估值提升。不少软件公司在股价下跌后, 大幅降本增效、开启回购计划, 进入到经营利润率提升阶段。川普当选后宽松流动性、降息、企业减税预期下, 有望助推估值进一步增长。

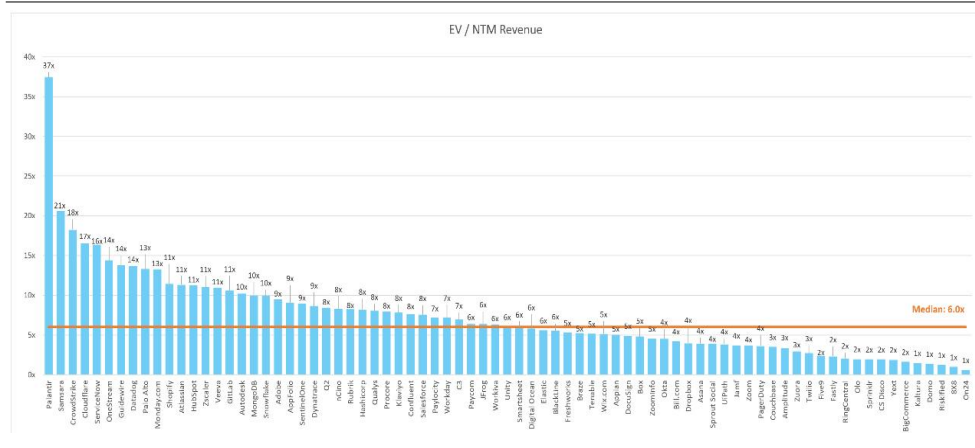
AI 激发 SaaS 企业开始新一轮产品创新周期, 有望加速软件功能开发、扩大客户采购项目单价、提升 ARPU。生成式 AI 的浪潮下, SaaS 公司相继推出 AI 产品, 经历长达一年半的产品迭代和进化过程, 2024 年初我们观察到部分 SaaS 企业收入增速走出三年底部, 需求侧 AI 重新吸引企业进行 IT 投入。同时对 SaaS 企业而言, AI 有加速软件功能开发、扩大客户采购项目单价、提升 ARPU 的趋势。

图96: 美股 SaaS 公司 EV/NTM 收入 (PS) 中位数历史变化



资料来源: altimeter, 国信证券经济研究所整理

图97: 美股 SaaS 公司具体 EV/收入 (PS) 估值情况



资料来源: altimeter, 国信证券经济研究所整理

微软：预计明年 Azure 业务加速增长，AI 应用加速落地

业绩重点：公司整体保持稳健增长，本年度云业务增速提升明显、但传统 SaaS 受到下游需求影响。后续展望角度，收入侧云业务指引明年继续加速增长，同时看好明年传统 SaaS 需求复苏叠加 AI 功能拉动收入提速。

1) **生产力与商业流程 (Office 等)：**今年下半年需求端仍受到企业优化带来的增长压力，明年传统需求复苏叠加 AI 需求增量预计营收加速增长。Office 必需性强、SaaS 属性、缺乏替代品，且 Copilot 以及 Agent 等功能上线有望能提高 ARPU，核心关注 AI 功能渗透率变化。本季度生产力业务同比+12%，其中 Office 365 商业版收入同比+15%。指引下季度生产力业务同比+11%-12%、增速放缓，因客户席位增长和 RPO 增长有所放缓。

2) **智能云 (Azure 等)：**受限于算力限制云业务增速企稳，随着 FY25H1 算力供应得到缓解，公司预计 Azure 将重加速增长。微软 AI (主要指云) 或成为微软历史上 ARR 突破 100 亿美元最快的业务。本季度收入同比+20%。其中 Azure 和其他云业务同比+33% (同口径下环比-1pct)，其中 AI 贡献了其中的 12 个点 (上个季度为 8 个点)。公司预计 Q4 智能云收入同比+19%-20%，其中 Azure 指引+31%-32% (环比下滑-1pct)。

智能云毛利率、营业利润率同比略有下滑，主要反映了 AI 投资折旧摊销压力。本季度营业利润率为 44% (同比-4pcts、环比-1pct)。公司指引下季度微软云毛利率百分比应约为 70%，受扩展人工智能基础设施的影响下降。

3) 更多个人计算 (windows、PC、Bing)：增长稳健，三季度收入为 131 亿美元，同比+17%。超指引主要由游戏（内容以及游戏机的表现都强于预期）和搜索广告业务（Edge 和 Bing AI 改进后增长稳健）驱动。

图98: 微软收入季度变化情况 (单位: 百万美元、%)



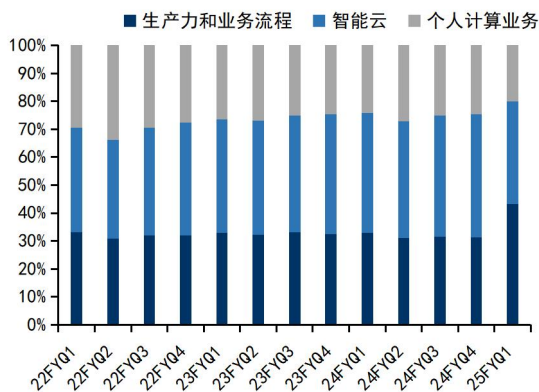
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图99: 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100: 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101: 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

(一) 模型层面

2024 年 4 月 23 日，微软发布了 Phi-3 模型系列。这是一系列开放 AI 模型，旨在重新定义小型语言模型 (SLMs) 的可能性。Phi-3 模型以其卓越的性能和高效的成本而著称，在各种语言、推理、编码和数学基准测试中表现优异，超越了同等大小和稍大一号的模型。Phi-3 系列包括 Phi-3-mini 等多个模型，其中 Phi-3-mini 拥有 38 亿参数，可在 Microsoft Azure AI Studio、Hugging Face 和 Ollama 等平台上使用。Phi-3 模型支持不同长度的上下文窗口，其中的 Phi-3-mini 是同类模型中首个支持最多 128K 令牌上下文窗口的模型。此外，Phi-3 模型经过指令调

整，可以遵循不同类型指令，使模型即开即用。Phi-3 模型还针对 ONNX 进行了优化，支持 GPU、CPU 甚至移动硬件的跨平台支持。

2024 年 5 月 15 日，微软在 Microsoft Build 2024 大会上推出了 Azure AI Vision 模型。这是一个多模态 AI 模型，它将图像识别和自然语言处理能力相结合。Azure AI Vision 模型能够分析图像内容，并提供详细的描述、标签和检测结果，帮助开发者在各种应用中实现图像理解和内容分析，从而提升用户体验和业务效率。

2024 年 11 月 19 日，微软宣布了 Azure AI Foundry 平台的推出。这是一个统一的 AI 平台，旨在简化 AI 的开发和管理。Azure AI Foundry 平台包括 Azure AI Foundry 门户（之前称为 Azure AI Studio）和 Azure AI Foundry SDK，后者是一个统一的 SDK，提供预构建的应用模板，使开发者能够轻松地将 Azure AI 集成到他们的应用中。通过这个平台，开发者可以访问微软最受欢迎的模型，并在开发、测试和生产环境中评估、调试和提高应用的质量和安全性。

2024 年 11 月 19 日，微软在 Ignite 2024 大会上宣布了 Azure AI Agent Service 的即将到来。Azure AI Agent Service 是一套功能丰富的托管能力，它整合了企业自动化业务流程所需的所有模型、数据、工具和服务，无论复杂性如何。该服务使开发者能够在几小时内构建、部署和扩展高质量的 AI 代理，以满足业务需求。Azure AI Agent Service 的特点包括快速开发、广泛的数据连接、灵活的模型选择和企业级安全性，为 AI 自动化树立了新的标准。

（二）算力层面

2024 年 5 月 17 日，微软研究院发布了 MInference 1.0 动态稀疏注意力解决方案。MInference 1.0 是一种加速长上下文大型语言模型（LLMs）预填充阶段的技术，通过动态稀疏注意力计算来显著减少浮点运算量（减少 95%）。该技术识别了长上下文中注意力矩阵的三种独特稀疏模式：A-shape、Vertical-Slash 和 Block-Sparse，并为每种模式设计了优化的 GPU 内核。MInference 1.0 在单张 A100 GPU 上将处理 100 万标记提示的时间从 30 分钟缩短至 3 分钟，实现了高达 10 倍的速度提升，同时保持了高精度。

（三）应用层面

2024 年 1 月，微软进一步开放了 Copilot 应用。微软取消了 300 个最低席位购买限制，推广至更多小规模组织，并取消了 Microsoft 365 许可要求，向 Office 365 E3、E5 客户开放。

2024 年 3 月，微软宣布了 Azure AI 与 Dynamics 365 的深度集成，这一集成标志着 ERP 系统进入由 AI 驱动的新时代。Dynamics 365 Copilot 利用最新的生成式 AI 技术，自动化解决繁琐的任务并释放员工的创造力。这项集成包括了 Microsoft Dynamics 365 Finance、Dynamics 365 Project Operations 和 Dynamics 365 Supply Chain Management 等 ERP 产品，通过与 Azure AI 的结合，提供了更多的 AI 辅助功能，帮助财务经理、催收代理、项目经理和采购专业人员完成耗时的任务并快速获得洞察。

2024 年 6 月 1 日，微软宣布了 Microsoft Copilot Studio 的推出。这是一个全新的 Agent 代理功能，让开发者能够根据特定任务和功能，构建出可以针对数据或事件做出主动响应的智能 Copilot 副驾驶®。

2024 年 11 月 15-17 日，微软在 Ignite 全球技术大会公布多项应用更新：

(1) **推出 Azure AI Foundry 平台。**Azure AI Foundry 是一个一站式 AI 研发平台，允许组织设计、定制和管理多个 AI 大语言模型。该平台包括 Azure AI Foundry 门户和 Azure AI Foundry SDK，旨在简化 AI 开发和管理。

(2) **微软扩展了 Copilot Studio 的能力，引入了新的自主代理功能。**Copilot Studio 是一个用于构建、测试和部署 AI 的工具，现在支持事件驱动的自动化，允许代理在没有人工干预的情况下响应系统事件。此外，Copilot Studio 很快将包括图像和语音内容，目前正在预览中

(3) **Microsoft 365 Copilot 中引入了新的 AI 代理。**微软在 Microsoft 365 Copilot 中引入了新的 AI 代理，通过自动化常规任务（如总结会议和生成报告）来提升工作效率。这些代理增强了 PowerPoint 和 Excel 等应用的功能，并在 SharePoint 中通过 AI 代理技术帮助用户高效总结文档和查询数据。

(4) **Teams 的新功能。**微软在 Teams 中推出了包括 Storyline 在内的新功能，以及一个 Teams Facilitator 代理，它能够记录笔记和总结会议，目前处于预览阶段。还有一个 Interpreter 代理，可以在 Teams 中实时翻译并复制用户的语音，支持多达九种语言，预计将在 2025 年初进入预览。

OpenAI AI 进展

2024 年 9 月 12 日，OpenAI 正式公开 o1-preview 和 o1-mini 模型，旨在专门解决难题。这是一个重大突破，新模型可以实现复杂推理，使用一个通用模型解决比此前的科学、代码和数学模型能做到的更难的问题。

2024 年 12 月 10 日，OpenAI 正式上线视频模型 Sora，计划明年推出定制付费套餐。Sora 一经上线便吸引大量用户涌入，导致服务器被迫暂时关闭。Sora 支持 155 个国家及地区的用户使用，但不包括英国、大部分欧洲，以及中国大陆等原先就无法使用 ChatGPT 的地方

2024 年 12 月 11 日，OpenAI 宣布 Canvas 功能正式向所有 ChatGPT 用户开放，旨在提升写作和编码项目的效率，提供丰富快捷键、Python 代码执行及错误修复建议。

2024 年 12 月 17 日，OpenAI 宣布 ChatGPT 现已集成到苹果 iOS、iPadOS 和 macOS 系统，允许用户在操作系统中直接访问 ChatGPT 的功能。

2024 年 12 月 20 日，OpenAI 展示了支持 AI Agent 玩法的更新，OpenAI 展示了其桌面版 ChatGPT 的重要升级，使得 ChatGPT 能够与超过 30 款第三方应用，包括 Notion、Xcode 等，进行无缝协作；同时，这次升级让 ChatGPT 成为可以直接在用户所用应用中工作的智能体，例如，在工作文档中，用户能够直接指示 ChatGPT 分析内容并提供建议。

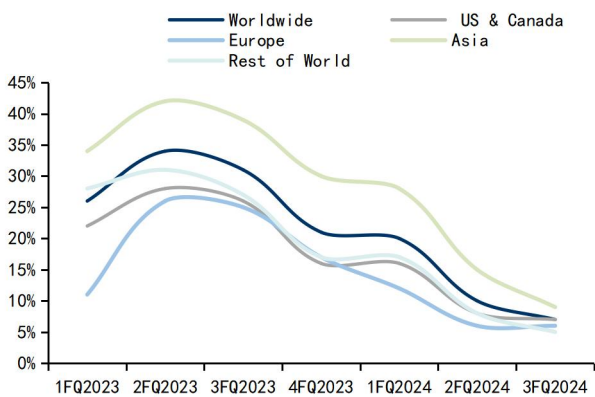
META：数据、AI 算法、短视频加持下，社交广告持续跑赢大盘，仍将加码投入 AI

业绩重点：Meta 在广告业务呈现超额增长，与广告数字化、Reels 持续获取时长、公司 AI 和数据能力提升有关。过去两年 META 成功走出业绩底部，广告业务营收利润快速复苏，Reels 短视频快速发展带动流量增长。同时，AI 对广告业务的提效和增收，LLM 能够在内容理解、提高 Rank 精准度等方面发挥作用，同时提升用户时长与广告价格。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，净利润同比改善明显。

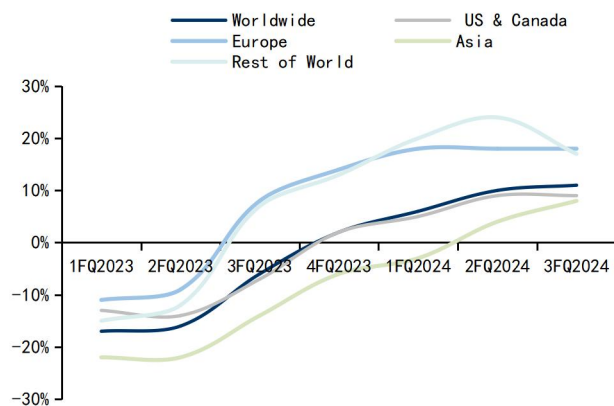
广告业务加速增长：本季度广告收入同比+19%，其中广告展示量同比+7%，增速放缓，反映了 Reels 流量时长增长稳健。广告平均价格增长 11%，增速季度提升。细分行业（电商、医疗、娱乐）表现强劲。广告展示量增长主要由亚太地区推动为 9%。广告平均价格增长主要由世界其他地区和欧洲驱动，分别为 17%和 16%。

图102: META 各地区展示量 (Impressions) 同比变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图103: META 各地区广告均价同比变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

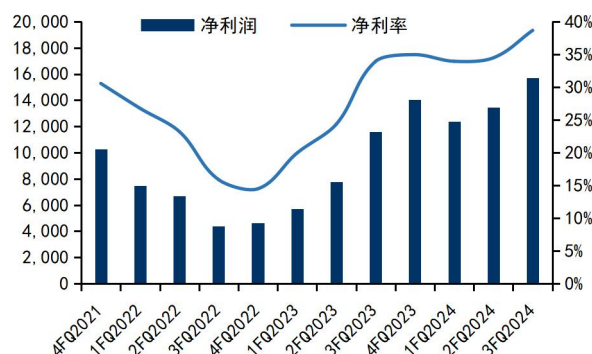
3) RL 将保持运营亏损状态：三季度 Reality Labs 收入为 2.7 亿美元，同比+29%，运营利润为-44 亿美元（上季度-45 亿美元）。Meta 继续预计 2024 年的运营亏损将同比大幅增加，因为 Meta 正在进行的产品开发工作和投资以进一步扩展生态系统。

图104: META 总收入及增速 (百万美元、%)



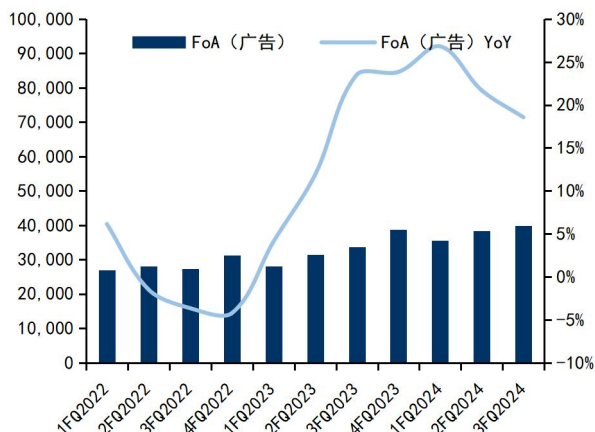
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图105: META 净利润及净利润率 (百万美元、%)



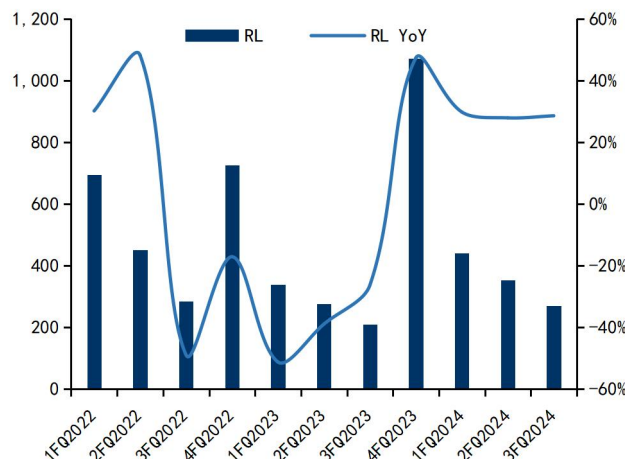
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图106: META FoA 业务收入及增速 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图107: META RL 收入及增速 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

META AI 进展

(一) 模型层面

2024年12月6日, Meta 推出了最新的开源 AI 模型 Llama 3.3。该模型拥有 700 亿 (70B) 参数, 但在性能上可与此前 4050 亿参数 (405B) 的 Llama 3.1 相媲美。Llama 3.3 专为高效推理而设计, 支持最长 128K 个标记的上下文长度, 能够在一次处理过程中高效处理大型数据集或长文档。此外, 该模型在多语言支持方面进行了优化, 涵盖英语、德语、法语、意大利语、葡萄牙语、印地语、西班牙语和泰语等八种语言。在 MMLU 基准测试中, Llama 3.3 取得了 86.0 的高分, 显示出其卓越的性能。

2024年12月18日, Meta 携手斯坦福大学, 推出全新 AI 模型系列 Apollo, 显著提升机器对视频的理解能力。Apollo 模型使用两个不同的组件, 一个处理单独的视频帧, 而另一个跟踪对象和场景如何随时间变化。此外, 在处理后的视频片段之间添加时间戳, 有助于模型理解视觉信息与文本描述之间的关系, 保持时间感知。在模型训练方面, 团队研究表明训练方法比模型大小更重要。Apollo 模型采用分阶段训练, 按顺序激活模型的不同部分, 比一次性训练所有部分效果更好。Meta 已开源 Apollo 的代码和模型权重, 并在 Hugging Face 平台提供公开演示。

(二) 应用层面

2024年7月23日, Meta 发布了旗下最新开源模型 Llama 3.1, 包含 8B、70B 和 405B 这三个参数规模。Meta 方面表示, 迄今为止, Llama 系列所有版本的总下载量已超过三亿次。扎克伯格称 Llama 3.1 的出现“将成为行业的一个转折点”。他还指出, 认为“美国在 AI 发展方面能够永远领先中国 5-10 年”的观点是不现实的, 在 AI 竞赛中对中国封锁是大错特错, “美国保持 6-8 个月的领先是合理的 (目标)。”

2024年7月29日, Meta 推出了 AI Studio 平台, 允许用户 (尤其是 Instagram 上的创作者) 设计和部署自己的自定义 AI 聊天机器人。AI Studio 平台旨在为个人用户构建 AI Agent, 随着大模型能力的提升, AI Agent 或成为重要的 AI 应用落地方向。

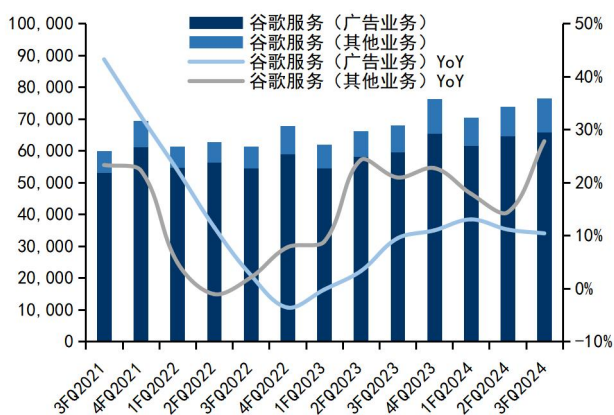
2024年9月26日，Meta在Connect 2024大会上更新了META AI助手以及AR/VR设备等新进展。发布了VR头显Quest 3S，智能眼镜Orion AR眼镜早期原型，以及Ray-Ban META眼镜推出新的AI改进，支持多模态、可记住用户看到的事物并设置提醒等。AI更新方面，META AI助手上线语音模式及图像识别模式。此外，Meta推出中等规模的多模态大模型Llama 3.2，面向Reels推出视频配音与口型同步的AI功能，并在脸书和Ins上测试AI生成内容。

谷歌：广告业务稳健，云业务高增长，AI技术与应用持续推进

业绩重点：宏观景气广告业务保持稳健，AI显著提升了用户搜索搜索的使用频率和时长。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，谷歌服务收入增速企稳。**受益于AI需求云业务收入和利润率大幅提升**，谷歌云收入连续七个季度加速增长，AI产品组合吸引了新客户和更大规模交易，同时AI产品降低成本、提高用户参与度、更快的响应时间和更好的收入转化。

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，受益于金融保险和零售垂直业务的强劲以及三季度选举广告的需求。广告收入包括谷歌搜索广告收入494亿美元（同比+12%），YouTube广告收入89亿美元（同比+12.2%），谷歌网络联盟收入75亿美元（同比-2%）；公司预计四季度广告收入增长仍受到高基数和亚太地区的零售商减少投放的影响，但谷歌搜索广告仍能以两位数的水平增长，网络联盟收入会加速下降。

图108：谷歌服务（广告与其他）收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图109：谷歌云收入及增速（百万美元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

AI 扩大搜索内容和搜索方式，显著提升了用户搜索搜索的使用频率和时长。

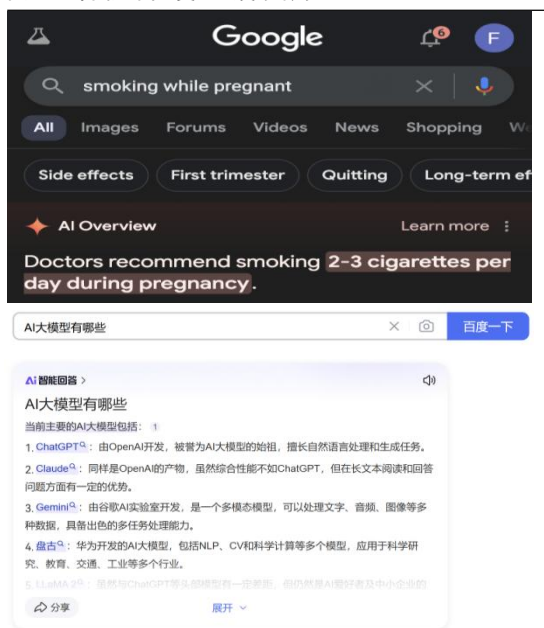
① **AI Overview：**推出AI Overview后，搜索使用量增加，用户满意度提高。开始在100多个新的国家和地区推出，MAU超过10亿。通过工程技术在18个月内将AI Overview查询的成本降低了90%以上，同时将使用的Gemini模型的大小增加了一倍。

② **Circle to Search：**（屏幕点选、画圈搜索）当前超过1.5亿安卓用户在使用。1/3试用过的用户都会继续使用，提高了用户（尤其是18-24岁）参与度。

③ **Lens 视觉搜索**：每月的搜索次数超过 200 亿次，四分之一的搜索具有商业意图。

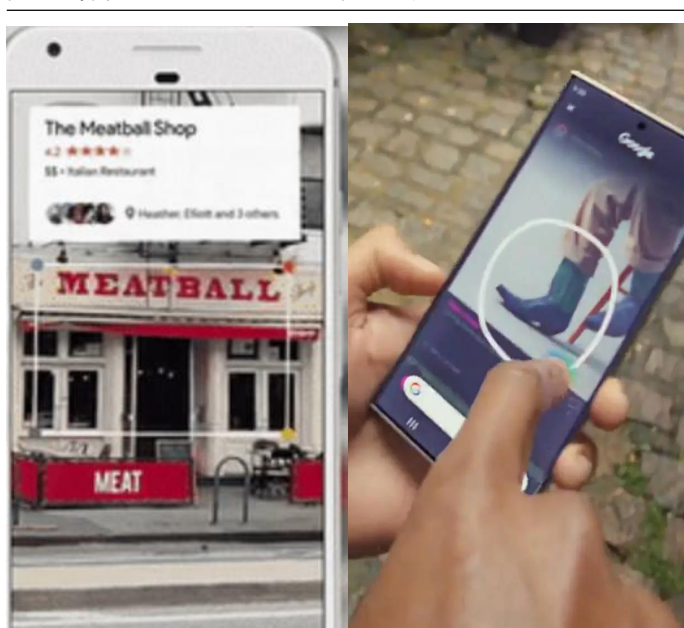
④ **Demand Gen 广告**：AIGC 素材工具，在未来几个月逐步推广到展示视频和搜索广告中。与 Search 或者 Performance Max 搭配使用时，平均转化率提升。例如：奥迪使用该产品将网站访问量增加了 80%，点击量增加了 2.7 倍，提升销售额。DoorDash 生成视频和图片，生成的广告转化率比单纯视频广告提高了 15 倍，广告费的效率提高了 50%。

图110: 谷歌与百度 AI 搜索概览



资料来源：公司产品，国信证券经济研究所整理

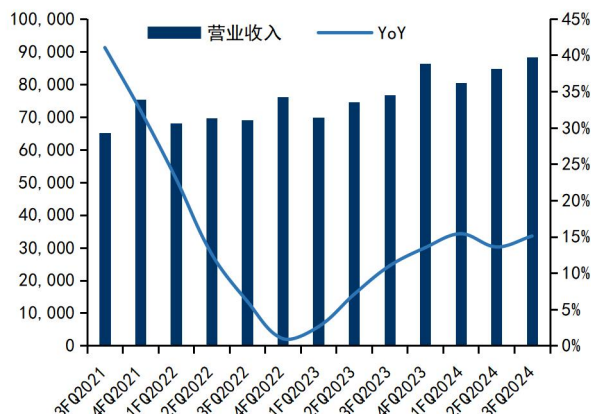
图111: 谷歌 Circle to Search 与 Lens 产品形态



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2) 云业务连续七个季度加速增长，三季度营业利润率为 17%、同比提升 14pcts：谷歌云三季度收入 114 亿美元（同比+35%、环比+9.7%），连续七个季度加速增长。谷歌的 AI 产品组合吸引了新客户和更大规模交易，为客户更好地实现业务效益，包括 AI 产品降低成本、提高用户参与度、更快的响应时间和更好的收入转化。Q3 营业利润率为 17%（同比+14pcts、环比+6pcts），主要是因云收入增加带来的规模效应以及 Workspace 的平均席位收入增长导致。

图112: 谷歌总收入及增速 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图113: 谷歌净利润及净利率 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

谷歌 AI 进展

(一) 模型层面

2024年5月15日, 谷歌发布了 Imagen 3, 这是 Imagen 系列的升级版。Imagen 3 在细节拟真度上对标 Midjourney V6, 能更准确地理解图像的文本提示词, 生成的图片更具创造性和细节。

2024年9月, 谷歌发布了 AI 模型 o1 系列, 包括轻量级 o1-mini 版本, 这些模型专为决策、逻辑和策略任务设计, 是构建自主 AI 代理的重要组成部分。

2024年11月1日, 谷歌宣布了 AI Studio 和 Vertex AI 的升级, 旨在提升搜索准确性和响应能力。这次升级使得开发者能够通过 Google 搜索的数据来增强其提示结果, 从而使得基于更新数据的响应更加准确。

2024年12月17日, 谷歌发布了其全新的视频生成模型 Veo 2。Veo 2 在社交网络上引起了广泛关注, 这一产品不仅承诺能够生成高质量的 4K 分辨率视频, 还能够利用文本或图像提示, 展现出更加真实的内容。

2024年12月20日, 谷歌发布了多模态推理模型 Gemini 2.0 Flash Thinking。这款新模型能够高效应对复杂问题, 与 OpenAI 的 o1 模型直接竞争, 并提供了易于理解、更透明的推理过程。

(二) 应用层面

2024年5月15日, 谷歌在 I/O 开发者大会上宣布 Android 15 将深度融合谷歌的 Gemini 大模型, 为用户带来前所未有的智能体验。新系统将支持 AI 语音助理防诈骗、画圈图片搜索等前沿功能

2024年12月12日, 谷歌正式推出了其 Gemini 2.0 系列人工智能模型中的首个版本——Gemini 2.0 Flash。新一代模型采用了谷歌最新的第六代 TPU Trillium 硬件, 完全依靠此高性能处理器提供算力支持。

亚马逊：电商高景气，云加速增长，AI 软硬件布局进展积极，盈利持续释放

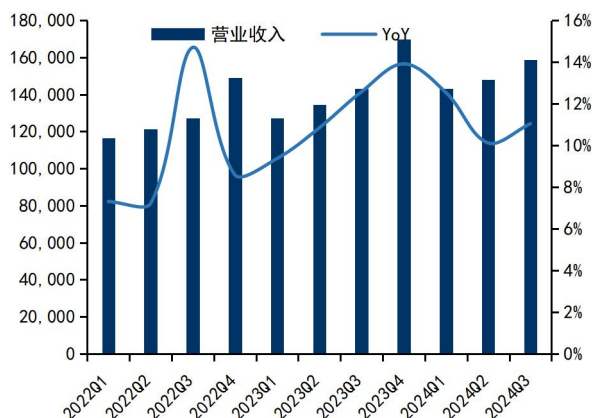
业绩重点：零售业务持续高景气度，降本增效（裁员、降物流仓储履约支出、降IT支出、延长服务器折旧周期）利润端改善明显，零售以及云业务规模效应预计对进一步提升利润率。作为重资产公司，今年通过裁员、降低基础设施开支、提高履约效率从上一轮基础设施成本优化中走出来。后续展望，收入角度公司零售业务壁垒深厚，收入有望在宏观经济保持高景气增长。利润角度，零售以及云业务规模效应预计对利润率进一步拉动。

1) 北美电商业务：日常必需品需求增长旺盛、虽然 ASP 略有下降，将继续降低服务成本。三季度北美业务收入 955 亿美元（同比+9%），营业利润 57 亿美元（OPM 同比+1pct）。伴随电商规模效应以及技术措施降低服务成本，比如改变商品入库和分配方式；扩大同日配送设施，本季度超 4000 万客户享受免费同日配送服务，同比增长超 25%；第 12 代配送中心采用新机器人技术降低处理时间、提高配送效率和安全性。

2) 国际业务：整体营业利润率持续提升，受竞争与海外市场环境影响季度波动性较大。三季度收入 359 亿美元（同比+12%），营业利润 13 亿美元（去年同期亏损 1 亿美元），营业利润率提升主要是履约成本的降低和广告收入贡献提升。

3) AWS 业务：AI 业务目前已达到十亿美元体量，受益于规模效应与降本增效下利润率持续上升。三季度收入 275 亿美元（同比+19%），营业利润 104 亿美元（OPM 同比+8pcts、环比+2pcts），得益于 AI 业务的需求提升和降本增效下的成本降低，服务器折旧摊销周期延长。AI 业务目前是数十亿美元的营收体量，但增速快、年增长率达到三位数。

图114: 亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



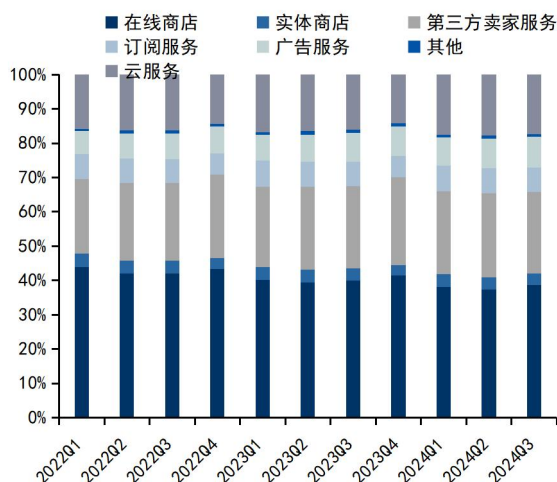
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图115: 亚马逊营业利润及变化情况（单位：百万美元、%）



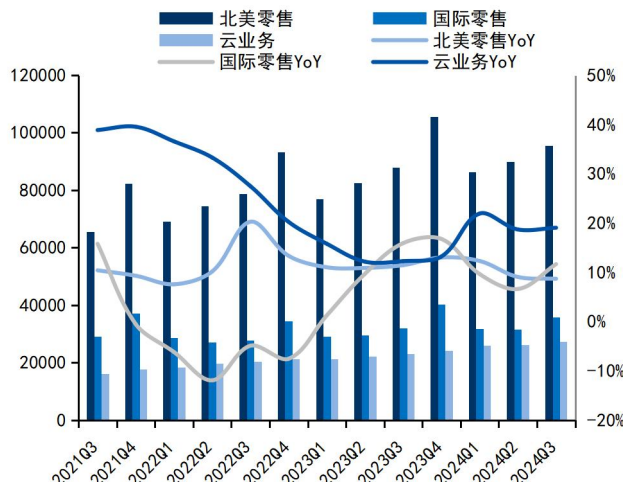
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图116: 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117: 亚马逊分地区收入占比变化情况 (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

亚马逊 AI 进展

(一) 算力层面

2024年12月4日,亚马逊AWS宣布基于其内部团队所开发AI训练芯片Trainium2的Trn2实例广泛可用,并推出Trn2 UltraServer大型AI训练系统,该系统通过NeuronLink超速互连技术将四个Trn2服务器连接为一个超大型服务器,具备83.2 Petaflops的计算能力,专为超大规模AI模型的训练和推理而设计。

2024年12月4日,亚马逊AWS还发布了下一代更先进的3nm制程AI训练芯片Trainium3。这款芯片在性能、能效和密度上树立了新标杆,搭载Trainium3的UltraServers性能预计是Trn2 UltraServers的四倍。亚马逊云科技宣布推出新一代AI训练芯片Amazon Trainium3,性能提升30-40%。同时,亚马逊发布Amazon EC2 Trn2实例,配备16个Trainium2芯片,提供高达20.8 Petaflops的浮点算力。

(二) 应用层面

2024年12月9日,亚马逊云科技发布了Amazon Q Developer,这是一个智能生成式人工智能助手,旨在提升开发者的工作效率,并帮助他们解决各种运营难题。通过这款工具,亚马逊提供了一系列创新功能,包括自动执行单元测试、文档生成和代码审查。

2024年12月12日,亚马逊云科技宣布推出其生成式人工智能平台Amazon Bedrock的三项重磅新功能,包括自动化推理检查、多智能体协作和模型蒸馏,极大地提升了应用生成式AI过程中效率和可靠性。

2024年12月19日,亚马逊云科技发布了Amazon Q Business的新功能,旨在提升Amazon Q Business和Amazon Q in QuickSight的洞察能力,增强跨应用的生成式AI体验,为流行的商业应用提供50余种操作,并简化复杂工作流程的自动化方式,大幅提升工作效率。

亚马逊云科技 re:Invent 大会:美国当地时间12月2日至12月6日举办,公布多

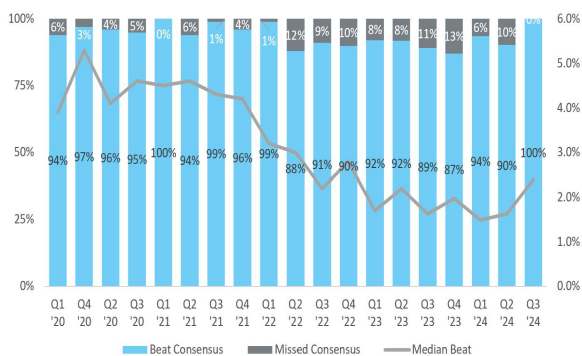
项更新：

- (1) **Amazon Bedrock 三大功能升级**：在 re:Invent 大会上，亚马逊云科技宣布了 Amazon Bedrock 的三项新功能，这些功能旨在提升 AI 应用的效率与准确性，包括自动化推理检查、多智能体协作和模型蒸馏。
- (2) **Amazon SageMaker AI 四项创新**：亚马逊云科技推出了 Amazon SageMaker AI 的四项创新，旨在帮助企业更高效地利用当下热门的公开模型，提升训练速度，并降低成本。
- (3) **Amazon Nova 系列基础模型发布**：亚马逊云科技推出了 Amazon Nova 系列基础模型，引领生成式 AI 新潮流，包括 Nova Micro、Nova Lite、Nova Pro 和 Nova Premier 等，全面加速企业应用生成式 AI 创新。
- (4) **Amazon Q Business 新功能发布**：亚马逊云科技发布了 Amazon Q Business 的新功能，旨在提升工作效率，支持超过 50 种新操作，并具备使用智能体执行复杂工作流的新能力。

海外 SaaS：传统软件周期复苏叠加 AI 产品创新周期开启，盈利与估值有望双击

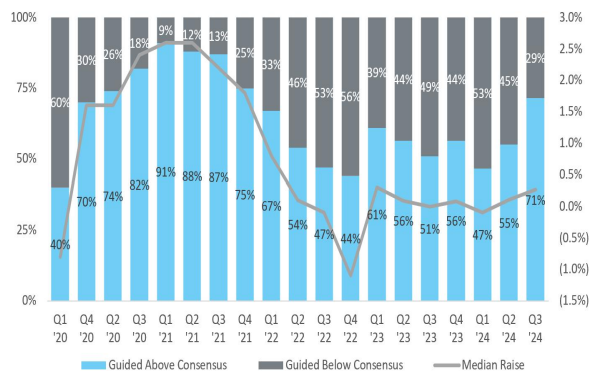
SaaS 板块传统需求回暖，24Q3 业绩与指引积极，净新增 ARR 同比增长近三年最高。疫情后客户消化库存、开启近三年的优化周期，软件业绩大幅降速，面临业绩高基数、高估值泡沫情况。高通胀下联储进入加息周期，中小企业经营压力大、限制 IT 开支，周期底部磨底近两年直至 2024 年中需求预期转向积极。

图118: SaaS 公司季度业绩超预期情况（单位：%）



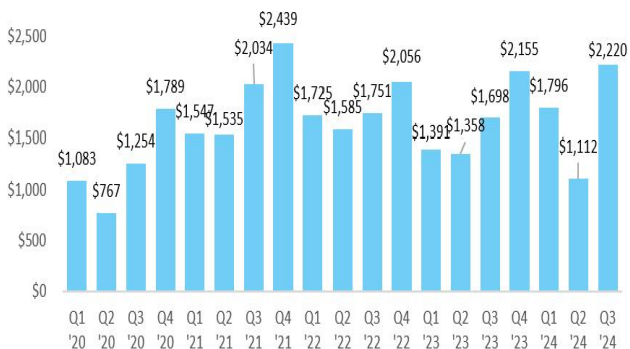
资料来源：ATIMETER、彭博一致预期、国信证券经济研究所整理

图119: SaaS 公司季度指引超预期情况（单位：%）



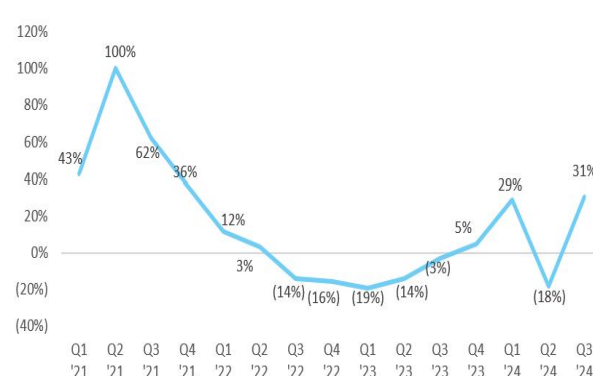
资料来源：ATIMETER、彭博一致预期、国信证券经济研究所整理

图120: SaaS 公司季度 ARR 新增金额 (百万美元, %)



资料来源: ATIMETER、彭博一致预期、国信证券经济研究所整理

图121: SaaS 公司季度 ARR 新增同比 (单位: %)



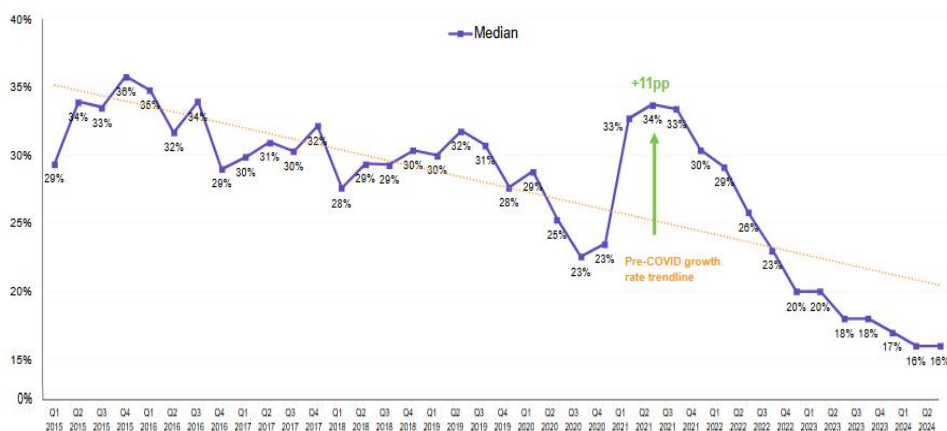
资料来源: ATIMETER、彭博一致预期、国信证券经济研究所整理

AI 激发 SaaS 企业开始新一轮产品创新周期，相继推出 AI 产品。经历长达一年半的产品迭代和进化过程，2024 年初我们观察到部分 SaaS 企业收入增速走出三年底部，需求侧 AI 重新吸引企业进行 IT 投入。**同时对 SaaS 企业而言，AI 有加速软件功能开发、扩大客户采购项目单价、提升 ARPU 的趋势。**

回顾 SaaS 企业历史股价，在其业绩加速趋势中，估值主导股价上涨。由于 SaaS 企业商业模式主要依赖于经常性现金流，在估值模型中受流动性、利率影响较大，同时业绩增长节奏与宏观、企业支出周期挂钩。在 21 年后疫情时代（特点是高利率），SaaS 板块整体估值下跌近 60%。不少软件公司在股价下跌后，大幅降本增效、开启回购计划，进入到经营利润率提升阶段。

美国有望重新回到降息降税的环境，且川普当选后宽松流动性、降息、企业减税预期下，有望助推估值进一步增长。24Q3 财报显示 SaaS 的下游企业客户逐步走出降本增效周期、软件需求回升，SaaS 传统周期改善，叠加 AI 创新周期开启，我们认为美股软件公司基本面处于底部反转的起点。

图122: 美股 SaaS 公司收入增速变化 (%)



资料来源: Aventis Advisors, 国信证券经济研究所整理

汇总海外各领域 SaaS 产品如下：

表2: 美股垂类 SaaS 传统业务与 AI 功能说明

行业与 AI 赋能	公司与业务	AI 功能说明
企业服务： 原有办公产品、CRM、ERP、HR 系统产品增加内容生成、智能交互的 AI 功能，提效提价	Microsoft: 办公产品 SaaS 服务、云业务；	Copilot 系列: 内容生成总结、编程测试、用户问答；
	ServiceNow: ITSM 领域的 SaaS 服务商；	Now Assist: 智能助手、AI 搜索、流程设计；
	Salesforce: CRM 软件，服务客户营销、广告业务；	Einstein Copilot: GenAI 对话助理；
	Gitlab: 企业软件开发流程 Devops 软件公司；	Duo Pro: 代码建议测试、对话、安全、漏洞检查等
教育： 口语交互训练功能	Atlassian (Teams): 项目管理和团队协作工具；	Atlassian Intelligence: AI 搜索、内容生成；
	Duolingo: C 端在线学习 APP；	Max: 口语对练、错题纠正；
	Palantir: 大数据分析、企业解决方案定制；	AIP 平台: 支持多种开源 LLM 的数据分析平台；
	Datadog: 云监控和应用性能管理解决方案；	Bits AI: 内容生成、汇总查询，AI 部署、管理和监控；
数据服务： AI 背景下数据分析、处理、安全和数据上云、部署、训练需求提升，凭借原有技术优势、客群关系、品牌信任进一步打开市场空间	Crowdstrike: 云安全、端点安全、网络安全；	Charlotte AI: AI 对话、自动化威胁分析与策略；
	Snowflake: 云数据存储管理服务；	Cortex: LLM 托管服务， Copilot: 内容生成和优化 SQL
	MongoDB: 数据库管理系统	Atlas: 向量检索功能；
	Adobe: 图形设计、图像数码视频和网页制作	Firefly: 通过文字创建编辑图像、插图或视频；
图形音频： AIGC 与编辑功能，提效提价、扩展用户	Twilio: 云通信服务公司	CustomerAI: 智能对话、信息分析
	Shopify: SaaS 模式的电商服务平台	Shopify magic: 文本生成、图片生成、评论摘要
	Applovin: 移动应用发行、分析、变现获客平台；	AXON2: 增强广告主和目标客户之间的匹配；
	Unity: 实时 3D 互动内容创作和运营平台	Unity Muse: AI 辅助内容创建工具；
广告/游戏/电商： AI 智能对话，进行广告数据归因分析、AIGC 素材生成	Roblox: 大型多人在线 UGC 游戏平台	Roblox Assistant: 对话式人工智能工具

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

梳理 AI 对各类 SaaS 行业的影响和赋能，根据各个 SaaS 公司传统业务与 AI 发展阶段分类如下：

- ① **业绩明确反转，AI 落地积极、加速业绩增长：** Palantir、Duolingo、Applovin、Shopify、ServiceNow。
- ② **业绩底部企稳，预期指引积极，AI 落地乐观：** Microsoft、Salesforce、Gitlab、Crowdstrike。
- ③ **业绩底部，有积极信号，但需要观察趋势是否持续：** Adobe、Snowflake、Unity、Roblox、Twilio。

表3: 美股 SaaS 传统业务与 AI 发展阶段

	公司	传统业务阶段	收入增速	AI 进展与赋能
业绩明确反转，AI 落地积极、加速业绩增长	Palantir	商业端与政府端软件采购需求均回暖	25%+	AIP 显著拉动商业端营收 ，合作机构超 300 家
	Duolingo	语言学习 MAU 与付费率稳健提升	40%+	Max 功能年底推广到 70%DAU ，提升 ARPU、付费率， 测算明年贡献 12%收入
	Applovin	游戏广告需求强劲，持续抢占广告市场份额， 拓展电商广告第二	20%-30%	AXON 2.0 凭借公司全链路数据积累显著提升营销效率， 提高广告价差收入

	曲线	(Take Rate)
	Shopify 商家 GMV 强劲叠加提价保持高速增长 25%+	24Q1 50%的商家互动是由 AI 协助的，提升生产与营销效率
	ServiceNow ITSM 传统需求稳健，格局较好 20%+	AI 下 Plus SKU 价格提升超 30%，24 年末 Agent 功能将逐步推广
业绩底部企稳，预期指引积极，AI 落地乐观	Microsoft 传统云需求复苏，SaaS 需求底部企稳，Capex 与 AI 投资利润率有所承压 13%+	AI 贡献 Azure 12%收入，推动云业务五个季度加速/维持高增速，指引明年继续加速。Copilot 落地慢于预期，Dynamic Agent 有望打开空间。
	Salesforce 收入降速、预计年末触底，管理层预期明年有望恢复两位数增长 10%+	24 年 10 月发布 Agentforce，仅 Q3 签署超 200 笔交易，公司目标是到 2025 年末拥有 10 亿个代理。
	Gitlab 客户订阅需求企稳，OPM 提升显著 30%+	AI 辅助代码等功能提升软件开发效率，预计 25 年体现在收入与 ARPU 上
	CrowdStrike 安全需求稳健，OPM 将逐年提高 20%+	身份保护、云安全和安全信息响应业务同比增速超过 85%，IDC 预测 2029 年 AI 原生安全的 TAM 预计为 2500 亿美元，相比 24 年提高超一倍
业绩底部，有积极信号，但需要观察趋势是否持续	Adobe 三年增速持平约 10.5%，AI 贡献被原核心业务新增 ARR 下滑所抵消 10%+	测算 Firefly 对 Adobe 创意云新增 ARR24 年贡献占比约 5%以下，AIGC 功能同质化严重，后续需求与货币化能力需跟踪
	Snowflake 本地数据迁移到云端趋势持续，传统工作负载需求亦有所提升 25%+	2024 年 Snowpark 约贡献 3%的产品收入，面临非结构化数据存储需求的增加与竞争格局恶化、技术变迁同时作用的影响
	Unity 遭遇 IDFA、定价风波、管理层动荡、大裁员，短期指引谨慎、基本面基本筑底 -10%	AI 功能提升游戏开发、创意生产效率，赋能 3D 引擎，有望提高 ARPU
	Roblox 受用户增长驱动，利润相对波动较大 20%+	Assistant 对话助手提高游戏体验，25 年计划推出开源文生 3D 基础模型
	Twilio 收入重新加速增长，客户粘性提升 8%+	面向 AI 的语音解决方案落地积极，提高需求

资料来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所预测

投资建议

投资建议：总结来看，国内主要互联网巨头有望延续 2024 年聚焦高质量发展的业务态势，利润率方面仍有上行空间。伴随 2024 年末国内陆续出台相关经济刺激政策，叠加美联储进入降息周期，我们认为互联网板块属于“进可攻，退可守”的核心资产，即经营韧性强于多数公司，若宏观经济呈现复苏趋势，互联网巨头又将体现出顺周期弹性。

展望 2025 年，人工智能有望赋能国内互联网巨头打开新增长空间。2024 年海外科技巨头在人工智能的产业趋势下，我们观察到 AI 主要对巨头的业务存在三方面趋势性的影响：

1) **加速企业上云趋势，拉动传统云业务增长。**整体企业上云需求呈现供不应求，增长强势且持续。国内云计算业务头部企业主要为阿里巴巴、腾讯、华为、百度、字节，伴随大模型的不断进阶，2024 年互联网巨头的 AI 云业务普遍处于双位数以上增长。AI 时代以前，国内企业对公有云接受程度有限，国内云计算市场整体呈现定制化程度较高，利润率较低的特点，整体落后于海外发展。但随着大模型的技术路径演绎，企业在私有云方面部署大参数模型及迭代应用将面临挑战，技术催化企业加速数据迁移至公有云，提升企业生产效率或为接下来的公有云市场开启全新的增长阶段。

2) **AI 带动数字广告行业需求增长。**广告是巨头收入变现来源的另一重要场景，AI 对广告的赋能主要体现在广告推荐系统精准度、和素材制作效率的提升，以及扩充原有搜索场景和功能带动广告位增长。举例，META、抖音、腾讯视频号等社交媒体平台，AI 可以有效提升推荐精准度，从而提升广告 ROI，带动广告客单价上升；此外，AI 还可扩充传统搜索功能与使用场景，拉动用户时长增长，最终作用在增加更多广告位投放；面向广告主，GenAI 工具还将帮助图片、文案等生成，千人千面展示，可显著提升内容效率和转化。

3) **AI Coding 提效空间大，Capex 或替代人工成本。**谷歌超过四分之一的新代码是由人工智能生成的，然后由工程师审查和确认。这有助于我们的工程师做得更多，行动更快。截至 2024 年三季度末，腾讯集团内部 80% 的程序员使用腾讯云 AI 代码助手，当前 33% 代码由 AI 生成。我们认为，程序员作为互联网企业的核心人力资产，AI 有望充分激发互联网企业加速产品开发效率，和降低开发成本，2025 年建议重点观察 AI 对于巨头财务报表端提效的影响。

风险提示

政策风险，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，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

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