

港股互联网板块的机遇 开启新一轮上涨

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网II

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

联系人：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

- 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。
- 从24年中报来看，互联网巨头整体中报利润释放优于其他板块。由于港股互联网板块从21年初以来，已调整超过3年，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。
- 由于板块估值回落，年初以来互联网板块逐步吸引长期价值型资金配置，因此个股中期的业绩确定性和清晰度成为投资者选股的核心思路。此外，复盘互联网个股历史股价表现，常呈现为边际竞争格局发生明显变化时，估值容易发生剧烈波动。
- **投资建议：**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巴巴。
- **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，电商竞争格局恶化的风险。

➤ 腾讯控股

1. 游戏业务将保持稳健增长，存量游戏时代，游戏开发周期更长，开发难度变大，头部游戏厂商拥有全球大而全的游戏布局，长期份额稳固，将持续享受游戏行业规模增长的红利。
2. 广告业务预计将持续提升份额，主要驱动因素包含视频号广告快速增长、GenAI将更容易赋能社媒类型广告、近期微信支付与淘天互联互通可能有所促进淘天商家在腾讯体系内的广告投放、拼多多重回增长策略可能加大其在各平台的广告营销费用等。

➤ 美团

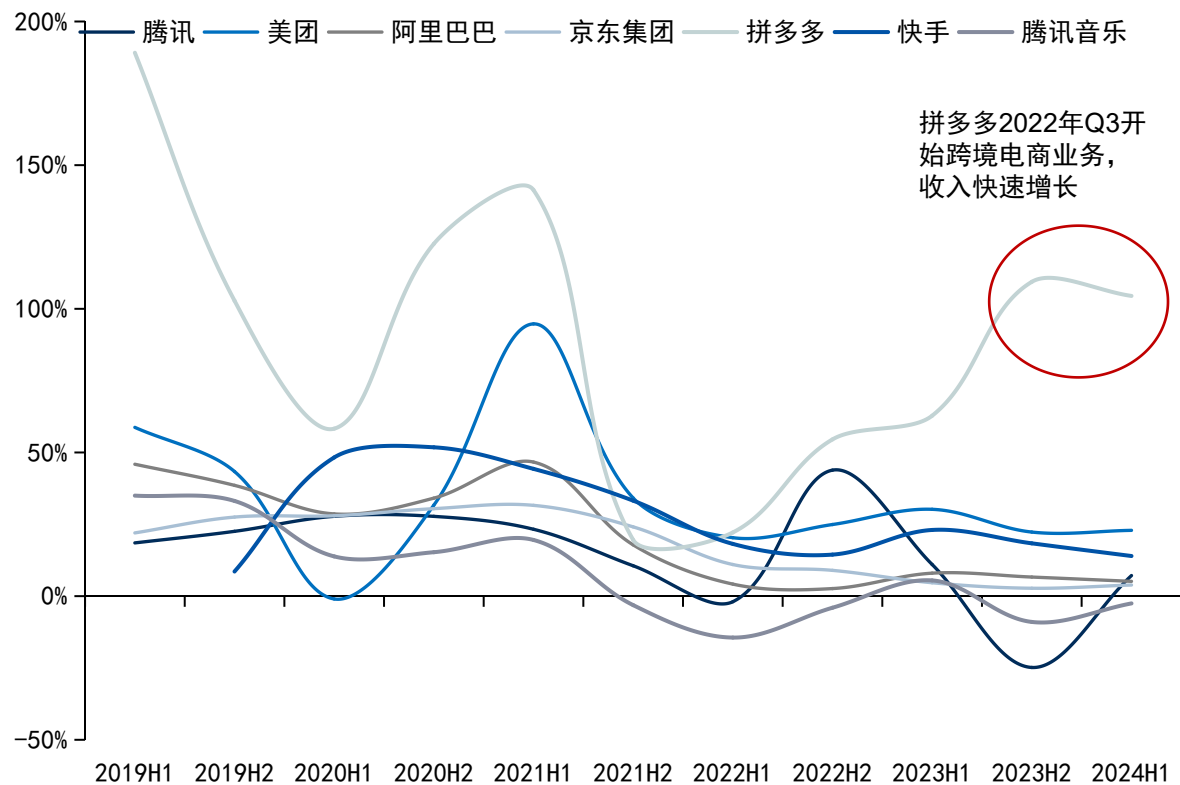
1. 即时配送业务经营壁垒显著，格局较稳健。其中外卖业务今年以来推出的拼好饭产品有望激活低线区域的外卖需求，同时闪购业务的快速增长，也将提升骑手的配送效率。
2. 今年以来打通到店到家场景后，有望持续受益于场景和流量的复用，核心本地业务提效明显。据我们跟踪，本地生活市场，与抖音的竞争边际竞争格局改善。详细参考《国信证券-美团 (0700.HK) 深度系列二：抖音竞争走出差异化趋势，到店酒旅业务盈利能力回升》。

➤ 阿里巴巴&电商板块

1. 外部竞争环境发生明显变化：今年以来，我们观察到直播电商需求接近饱和，抖/快/淘头部达播GMV腰斩。此外，各家电商平台在今年中以后，从年初的追求性价比策略，逐步转向为差异化竞争，抖音和拼多多为过去三年电商板块份额侵蚀能力最强的玩家，也在面临自身经营放缓的问题。
2. 结束反垄断&内部改革进行时，阿里迎来增长新阶段：8月30日，市场监管总局宣布督导阿里巴巴集团控股有限公司正式完成三年整改，也标志着阿里三年多以来的反垄断监管正式告一段落。去年以来，阿里巴巴明确聚焦淘天主业和云业务发展，并于中报业绩会明确表示未来两年所有业务将扭亏为盈，预计将进入到增长新阶段。此外，阿里24H1共回购约760亿元，股本数量进一步下降。

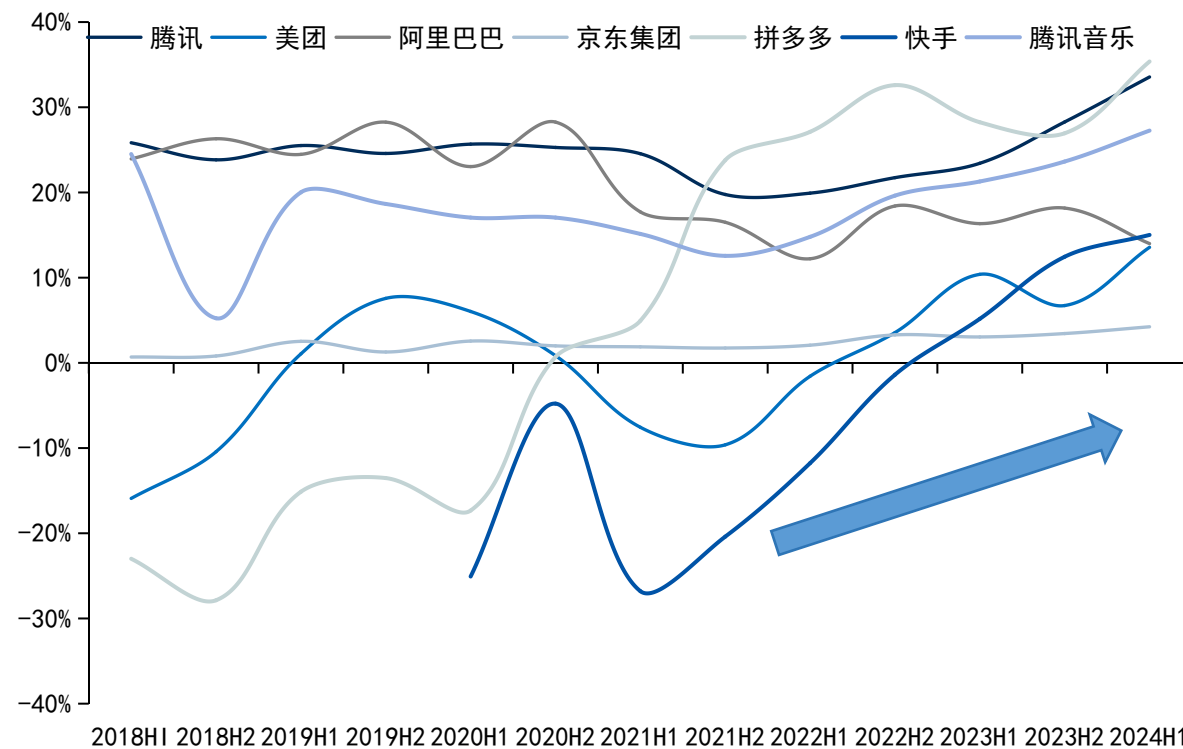
主要互联网公司收入保持稳健增长，经调净利率逐步回升

图：2019H1-2024H1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

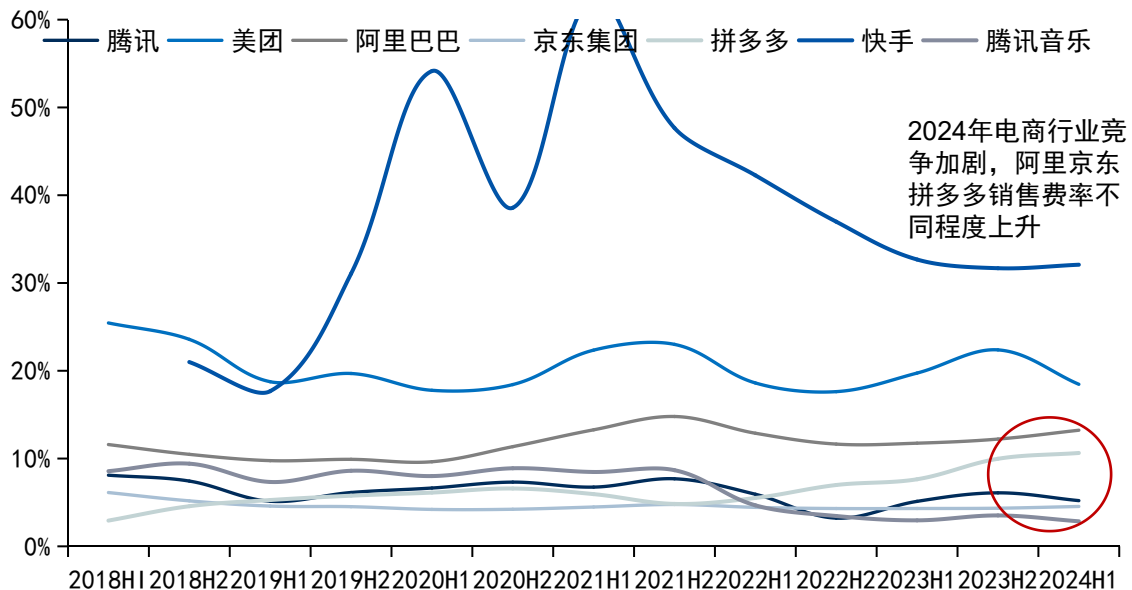
图：2019H1-2024H1主要互联网公司经调净利率变化情况（%）



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2022年开始降本增效，减少投资，24年逐步恢复

图：2019H1-2024H1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

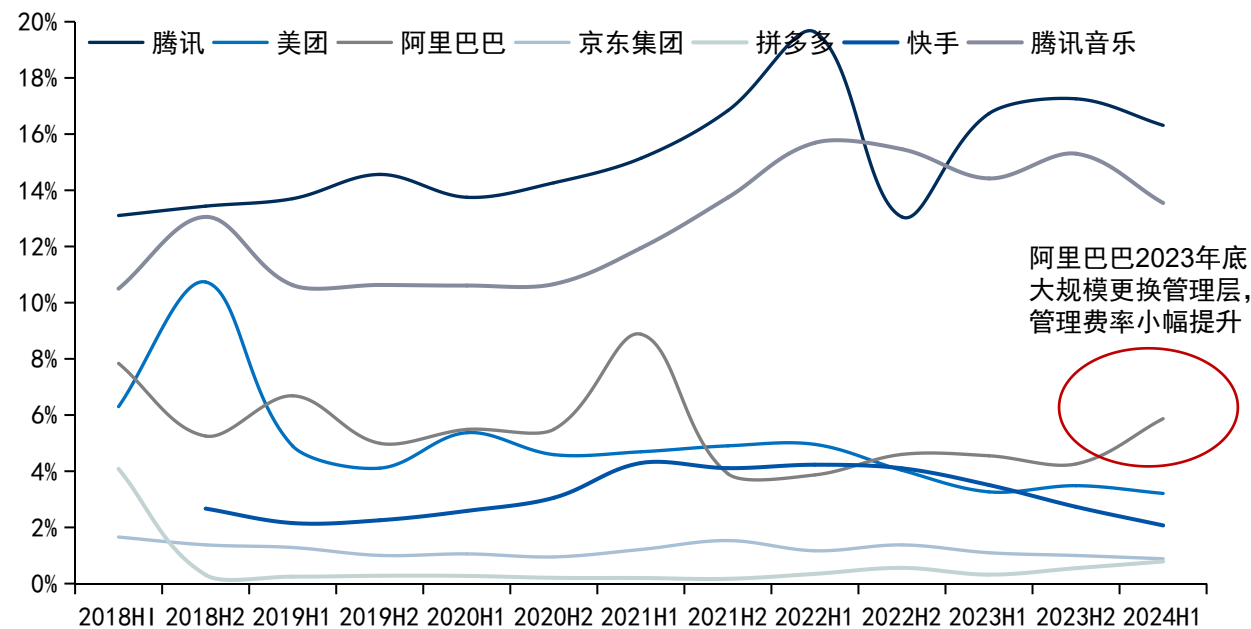
图：主要互联网公司收入员工数量yoy变化情况（%）

	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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2019H1-2024H1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

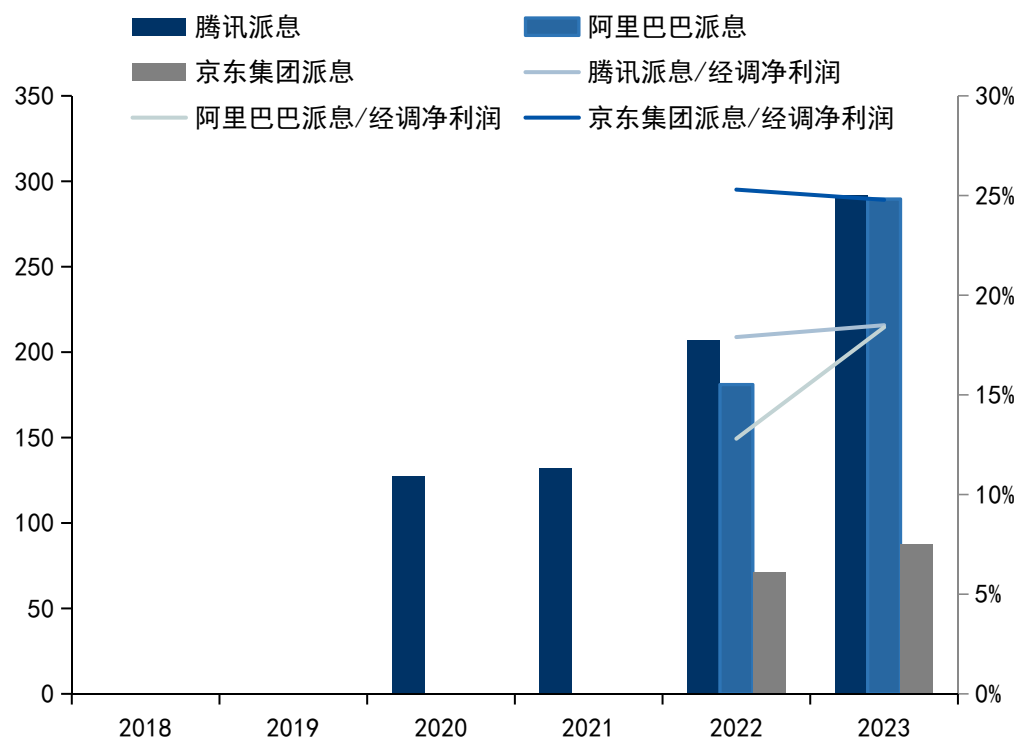
图：主要互联网公司收入投资活动现金流yoy变化情况（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
腾讯	-24%	57%	-2%	-41%	19%	-46%
美团	-57%	109%	社区团购投资较猛	-97%	68%	171%
阿里巴巴	-28%	126%	-19%	-32%	-84%	-69%
京东集团	-3%	128%	28%	-27%	10%	-12%
拼多多	275%	35%	-7%	-37%	148%	108%
快手	80%	-52%	277%	-4%	13%	211%
腾讯音乐	581%	75%	-58%	-76%	29%	

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

图：2019-2023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：2019-2024H1主要互联网公司回购金额变化情况（亿元）

	2022	2023	2024H1	回购计划
回购股数（百万）				
腾讯	107	152	240	截至6月30日，今年1000亿回购计划，剩余约477亿港元
快手			89	未来三年160亿港元股份回购计划
腾讯音乐			7	仍有3.255亿美元回购额度，截至2025年3月
阿里巴巴	130	156	142	仍有247亿美元回购额度，截至2027年3月
京东集团	5	11	112	仍有不超过50亿美元回购额度，截至2027年8月
美团			258	仍有20亿美金回购计划；新增10亿美元回购计划
回购股份占比				
腾讯	1.1%	1.6%	2.6%	仅半年回购股份已经超过去年全年
快手			2.1%	开始回购
腾讯音乐			0.2%	开始回购
阿里巴巴	4.9%	6.2%	5.9%	
京东集团	0.3%	0.7%	7.4%	
美团			4.1%	开始回购

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：回购股份占比采用当期回购股数除以当期末股本数量

越来越多互联网公司回购力度加大后，股本数量进入下降期

图：2021-2024H1主要互联网公司股本数量变化情况（百万股）

百万	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
腾讯	9,608	9,569	9,483	9,574	9,355
快手	4,227	4,310	4,347	4,336	4,338
腾讯音乐	3,390	3,432	3,432		
阿里巴巴	21,687	21,180	20,374	20,526	19,345
京东集团	3,159	3,180	3,183		
美团	6,136	6,193	6,244	6,242	6,221

yoy	2022	2023	2024H1
腾讯	-0.4%	-0.9%	-2.3%
快手	2.0%	0.9%	0.1%
腾讯音乐	1.2%	0.0%	美股披露不完全
阿里巴巴	-2.3%	-3.8%	-5.8%
京东集团	0.6%	0.1%	美股披露不完全
美团	0.9%	0.8%	-0.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内电商行业：线上大盘渗透不断提升，拼多多/抖音份额增长较快



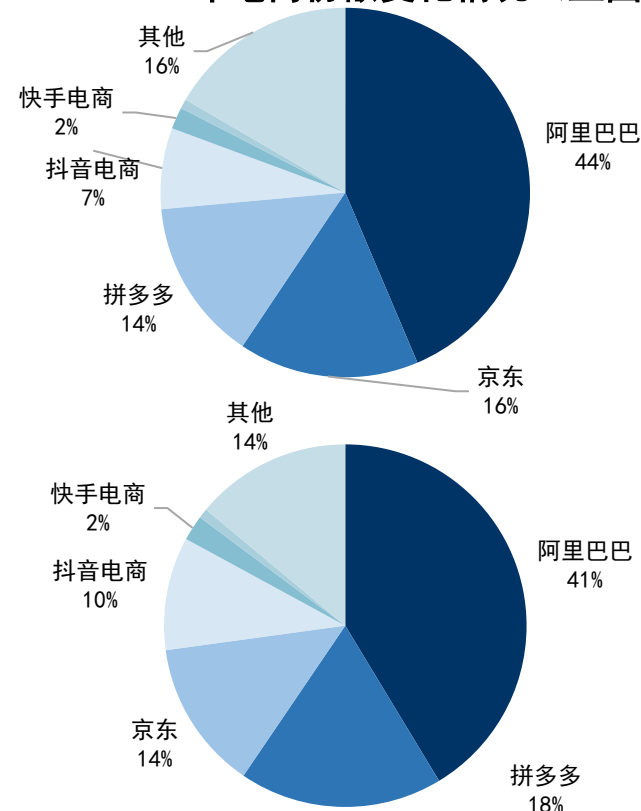
国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 社零低个位数增长，线上大盘渗透率不断提升。1) 社零规模看，2023年国内社会零售额47万亿，YoY+7.2%，两年CAGR+3.4%；2) 线上渗透看，2023年实物商品线上渗透率27.6%，同比提升0.4pct，电商增长主要依靠用户数提升和提频，单均价下滑明显，消费向性价比方向转移。
- 2023年电商格局从“一超两强两追赶”演变为“一超一强两追赶”，拼多多、抖音电商份额显著提升。

图：电商行业发展概况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
GMV (亿元)	71,751	90,065	106,324	117,601	130,884	137,853	154,264
yoy	39%	26%	18%	11%	11%	5%	12%
- 实物 (亿元)	54,806	70,198	85,240	97,590	108,042	119,642	130,174
yoy	31%	28%	21%	14%	11%	11%	9%
- 非实物 (亿元)	16,945	19,867	21,085	20,011	22,841	18,211	24,090
yoy	76%	17%	6%	-5%	14%	-20%	32%
日均实物订单量 (亿件)	1.10	1.39	1.74	2.28	2.97	3.03	3.62
yoy	28%	27%	25%	31%	30%	2%	19%
实物单均价 (元/件)	137	138	134	117	100	108	99
yoy	2%	1%	-3%	-13%	-15%	8%	-9%
AAC (亿)	5.33	6.10	7.10	7.82	8.42	8.45	9.15
yoy	14%	14%	16%	10%	8%	0%	8%
ARPPU (元)	13,454	14,762	14,970	15,031	15,543	16,314	16,859
yoy	22%	10%	1%	0%	3%	5%	3%
单用户年订单量 (件)	98	107	112	128	156	151	171
yoy	19%	8%	5%	15%	21%	-3%	13%
实物ARPPU (元)	10,276	11,506	12,001	12,473	12,830	14,159	14,227
yoy	14%	12%	4%	4%	3%	10%	0%
实物单用户年订单量 (件)	75	83	89	107	129	131	144
yoy	12%	11%	8%	19%	21%	2%	10%

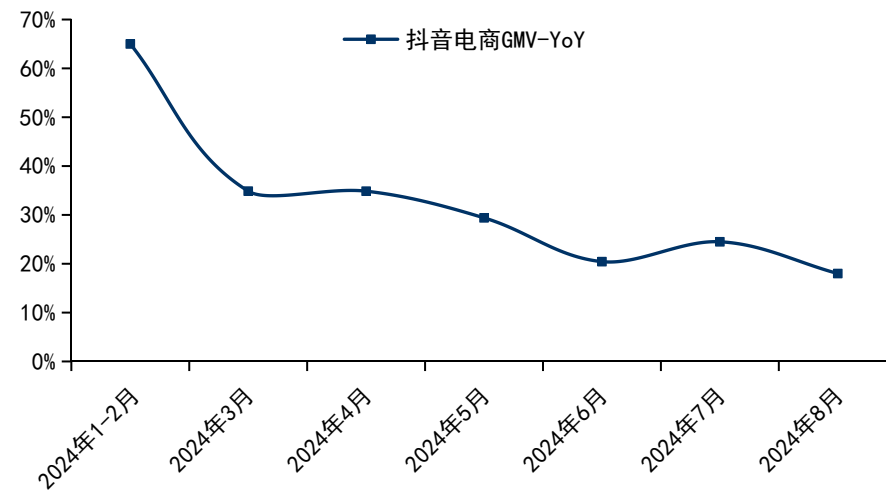
图：2022-2023年电商份额变化情况（上图为2022年）



2024年电商竞争格局变化

- 直播电商需求接近饱和，抖/快/淘头部达播GMV腰斩。以抖音为例，2024上半年内容场增速跌至个位数，货架场缺乏独立造血能力，整体GMV增速从60%+下滑至20%左右。消费者直播电商需求逐步饱和，流量下降，单个达人带货能力下滑，同时平台流量成本增加、品牌推广费率被压低，达人生存空间被压缩。
- 各平台差异化竞争，下半年拼多多加大主站投入，行业竞争可能加剧：
 - 1) 发现低价和用户体验不能带来GMV增长，反而因为商家以次充好压低价格导致消费者体验下降，抖音降低价格和用户体验优先级，重回GMV增长导向；
 - 2) 淘天淡化内容直播和价格力，重视核心用户体验以及商品丰富度。
 - 3) 拼多多24Q2业绩会上表示，未来公司高收入增速、高利润率不可持续，将加大主站商家生态和供应链投入，打造健康平台生态。

图：抖音电商2024年3月起GMV增速逐步回落



资料来源：晚点LatePost，国信证券经济研究所整理及测算

图：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)	近期业务动作 (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盘
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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

腾讯控股 (700. HK) 盈利预测

(亿元CNY)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	1,355	1,340	1,401	1,450	1,500	1,492	1,546	1,552	1,595	1,611	5,546	6,090	6,610	7,108	7,567
YoY	0%	-3%	-2%	1%	11%	11%	10%	7%	6%	8%	-1%	10%	9%	8%	6%
1. 增值服务	727	717	727	704	793	742	757	691	786	788	2,876	2,984	3,194	3,387	3,519
YoY	0%	0%	-3%	-2%	9%	4%	4%	-2%	-1%	6%	-1%	4%	7%	6%	4%
-网络游戏	436	425	429	418	483	445	460	409	481	485	1,707	1,797	1,975	2,092	2,201
YoY	0%	-1%	-4%	-2%	11%	5%	7%	-2%	0%	9%	-2%	5%	10%	6%	5%
占比					32%	30%	30%	26%	30%	30%	31%	30%	30%	29%	29%
本土游戏	330	318	312	279	351	318	327	270	345	346	1,238	1,266	1,380	1,449	1,507
YoY	-1%	-1%	-7%	-6%	6%	0%	5%	-3%	-2%	9%	-4%	2%	9%	5%	4%
海外游戏	106	107	117	139	132	127	133	139	136	139	468	531	595	642	694
YoY	4%	-1%	4%	5%	25%	19%	14%	1%	3%	9%	3%	13%	12%	8%	8%
-社交网络	292	292	298	286	310	297	297	282	305	303	1,169	1,186	1,219	1,295	1,317
YoY	1%	1%	-2%	-2%	6%	2%	0%	-2%	-2%	2%	0%	2%	3%	6%	2%
2. 网络广告	180	186	214	247	210	250	257	298	265	299	827	1,015	1,199	1,379	1,572
YoY	-18%	-18%	-5%	15%	17%	34%	20%	21%	26%	19%	-7%	23%	18%	15%	14%
占比					14%	17%	17%	19%	17%	19%	15%	17%	18%	19%	21%
3. 金融科技及企业服务	428	422	448	472	487	486	520	544	523	504	1,771	2,038	2,119	2,225	2,336
YoY	10%	1%	4%	-1%	14%	15%	16%	15%	7%	4%	3%	15%	4%	5%	5%
占比					32%	33%	34%	35%	33%	31%	32%	33%	32%	31%	31%
4. 其他业务	20	15	11	26	10	14	11	19	21	20	72	54	97	117	140
YoY	-2%	-1%	-20%	-6%	-50%	-10%	3%	-26%	110%	46%	-6%	-25%	80%	20%	20%
毛利率	42%	43%	44%	43%	45%	47%	49%	50%	53%	53%	43%	48%	54%	55%	56%
增值服务	50%	51%	52%	50%	54%	54%	56%	54%	57%	57%	51%	54%	57%	59%	60%
网络广告	37%	41%	46%	44%	42%	49%	52%	57%	55%	56%	42%	51%	57%	58%	59%
金融科技及企业服务	32%	33%	33%	34%	34%	38%	41%	44%	46%	48%	33%	40%	48%	49%	50%
其他业务	15%	-5%	-45%	-1%	-10%	-8%	-25%	-16%	23%	15%	-4%	-15%	23%	23%	23%
销售费率	5.9%	5.9%	5.1%	4.2%	4.7%	5.6%	5.1%	7.1%	4.7%	5.7%	5%	6%	6%	6%	6%
管理费率(含研发)	19.7%	19.6%	18.9%	18.8%	16.4%	17.0%	17.0%	17.5%	15.6%	17.1%	19%	17%	17%	16%	16%
Non-IFRS经营利润-新口径				364	450	461	517	496	587	584					
yoy								36%	30%	27%					
Non-IFRS归母净利润	255	281	323	297	325	375	449	427	503	573	1,156	1,577	2,218	2,499	2,750
yoy					27%	33%	39%	44%	54%	53%	-7%	36%	41%	13%	10%
Non-IFRS归母净利率	19%	21%	23%	20%	22%	25%	29%	28%	32%	36%	21%	26%	34%	35%	36%
分占联营及合营公司盈利	-62.8	-44.6	-36.97	-16.92	0.8	11.59	20.98	24.63	21.86	77.2					
Non-IFRS下分占联营及合营公司盈利	-22	-10	24	31	1	39	48	45	55	99					

美团 (3690. HK) 盈利预测

单位: 百万元	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、核心本地商业收入	43,473	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626	60,682	68,683	160,759	206,907	250,038	296,533	342,254
YoY	17%	25%	39%	25%	27%	27%	19%	19%	18%	29%	21%	19%	15%
核心本地商业经营利润	7,215	9,445	11,139	10,096	8,019	9,699	15,234	13,694	29,503	38,699	50,481	63,976	78,514
经营利润率	17%	22%	22%	17%	15%	18%	25%	20%	18%	19%	20%	22%	23%
其中:													
1. 餐饮外卖收入	31,994	29,471	35,358	39,988	37,688	36,250	40,398	45,285	116,801	142,506	165,122	183,005	197,131
YoY	17%	22%	22%	17%	15%	18%	25%	20%	21%	22%	16%	11%	8%
餐饮外卖日均订单量 (万)	4599	4215	5268	5955	5742	5149	5879	6645	4350	5301	6023	6764	7285
YoY	8%	13%	29%	20%	25%	24%	12%	12%	11%	22%	14%	12%	8%
餐饮外卖UE (元/单)	1.05	1.30	1.50	1.12	0.88	1.18	1.89	1.30	1.01	1.18	1.37	1.33	1.33
餐饮外卖经营利润	4,440	4,921	7,203	6,126	4,644	5,519	10,128	7,944	15,975	22,894	30,205	32,924	35,595
YoY	156%	212%	39%	28%	5%	12%	41%	30%	159%	43%	32%	9%	8%
经营利润率	14%	17%	20%	15%	12%	15%	25%	18%	14%	16%	18%	18%	18%
2. 闪购收入	4,220	3,825	4,576	4,921	5,272	5,858	6,251	7,028	12,110	18,594	26,752	36,252	49,036
YoY	105%	67%	74%	66%	25%	53%	37%	43%	69%	54%	44%	36%	35%
闪购日均订单量 (万)	651	526	667	762	830	840	900	1029	491	697	973	1,304	1,695
YoY	75%	35%	55%	55%	27%	61%	35%	35%	58%	42%	40%	34%	30%
闪购UE (元/单)	-0.8	-0.1	-0.1	-0.15	-0.15	0.37	0.4	0.1	-0.59	-0.13	0.23	1.05	1.67
闪购经营利润	-480	-47	-61	-105	-115	283	328	95	-1,065	-328	808	4,984	10,336
经营利润率	-1.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	0.5%	0.5%	0.1%	-9%	-2%	3%	14%	21%
2. 到店酒旅收入	7,152	9,374	11,160	12,580	11,815	12,398	13,303	16,068	31,450	44,930	56,603	75,325	93,941
YoY	-18%	23%	58%	31%	65%	32%	19%	28%	-3%	43%	26%	33%	25%
到店酒旅GTV	76,522	112,167	165,707	209,031	202,893	174,264	216,844	265,183	332,792	689,798	904,844	1,162,408	1,397,574
YoY	-17%	52%	120%	95%	165%	55%	31%	27%	-6%	107%	31%	28%	20%
到店酒旅经营利润	3,121	4,586	3,995	4,065	3,403	3,960	4,120	5,594	14,726	16,049	18,752	26,029	32,540
YoY	-14%	34%	28%	-15%	7%	-15%	20%	39%	6%	11%	21%	34%	25%
经营利润率	45%	48%	35%	32%	29%	31%	34%	35%	47%	36%	33%	35%	35%
二、新业务收入	16,656	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650	21,569	23,520	59,196	69,838	87,479	96,548	108,859
YoY	33%	30%	18%	15%	11%	19%	29%	25%	39%	18%	25%	10%	13%
新业务经营利润	-6,365	-5,029	-5,193	-5,112	-4,833	-2,757	-1,314	-1,830	-28,379	-20,166	-7,108	0	6,532
经营利润率	-38%	-32%	-31%	-27%	-26%	-15%	-6%	-8%	-48%	-29%	-8%	0%	6%
总营收	60,129	58,617	67,965	76,467	73,696	73,276	82,251	92,203	219,955	276,745	337,517	393,081	451,113
YoY	21%	27%	33%	22%	23%	25%	21%	21%	23%	26%	22%	16%	15%
经调整利润	829	5,491	7,660	5,727	4,375	7,488	13,606	9,918	2,827	23,253	38,214	50,072	58,424
YoY	-121%	-253%	272%	62%	428%	36%	78%	73%		722%	64%	31%	17%

阿里巴巴 (9988.HK) 盈利预测

(CNY, 百万)		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25E
总收入		941,168	999,269	1,094,060	1,201,777	234,156	224,790	260,348	221,874	243,236	239,248
	YoY	8%	6%	9%	10%	14%	9%	5%	7%	4%	6%
毛利		354,845	367,609	404,669	446,915	91,809	85,126	104,134	73,776	97,130	89,407
	毛利率	38%	37%	37%	37%	39.2%	37.9%	40.0%	33.3%	39.9%	37.4%
研发费用		-52,256	-59,876	-67,148	-73,759	-10,465	-14,218	-13,488	-14,085	-13,373	-15,970
	研发费率	-6%	-6%	-6%	-6%	-4.5%	-6.3%	-5.2%	-6.3%	-5.5%	-6.7%
销售费用		-115,141	-130,861	-137,851	-151,424	-27,047	-25,485	-33,783	-28,826	-32,696	-28,824
	销售费率	-12%	-13%	-13%	-13%	-11.6%	-11.3%	-13.0%	-13.0%	-13.4%	-12.0%
管理费用		-41,985	-49,199	-54,703	-60,089	-7,297	-9,408	-11,261	-14,019	-13,280	-9,934
	管理费费率	-4%	-5%	-5%	-5%	-3.1%	-4.2%	-4.3%	-6.3%	-5.5%	-4.2%
经调整EBIT A		165,028	184,968	205,486	226,854	45,371	42,845	52,843	23,969	45,035	43,886
	经调整EBIT A率	19%	21%	24%	26%	19.4%	19.1%	20.3%	10.8%	18.5%	18.3%
	yoy	11.6%	12.1%	11.1%	10.4%	31.8%	18.5%	1.5%	-5.2%	-0.7%	2.4%
净利润, non-GAAP		157,479	147,112	172,087	182,619	44,922	40,188	47,951	24,418	41,246	37,237
	净利润率	16.7%	14.7%	15.7%	15.2%	19.2%	17.9%	18.4%	11.0%	17.0%	15.6%
	yoy	11.4%	-6.6%	17.0%	6.1%	48.5%	18.8%	-4.0%	-10.8%	-8.2%	-7.3%
淘天集团		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25E
收入		434,893	449,161	489,063	533,088	114,953	97,654	129,070	93,216	113,373	100,656
	YoY	5%	3%	9%	9%	n.a	n.a	n.a	n.a	-1%	3%
	占比	46%	45%	45%	44%	49%	43%	50%	42%	47%	42%
CMR		304,009	322,019	358,380	398,333	79,661	68,661	92,113	63,574	80,115	72,094
	YoY	n.a	6%	11%	11%	n.a	n.a	n.a	n.a	1%	5%
经调整EBIT A		194,827	194,381	211,649	234,559	49,319	47,077	59,930	38,501	48,810	46,411
	利润率	44.8%	43.3%	43.3%	44.0%	42.9%	48.2%	46.4%	41.3%	43.1%	46.1%
	yoy	3.0%	-0.2%	8.9%	10.8%	9.1%	3.2%	1.2%	-1.4%	-1.0%	-1.4%
阿里国际数字商业集团		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25E
收入		102,598	136,541	177,756	225,306	22,123	24,511	28,516	27,448	29,293	31,817
	YoY	46%	33%	30%	27%	n.a	n.a	n.a	n.a	32%	30%
	占比	11%	14%	16%	19%	9%	11%	11%	12%	12%	13%
经调整EBIT A		-8,035	-16,576	-21,579	-22,531	-420	-384	-3,146	-4,085	-3,706	-3,818
	利润率	-7.8%	-12.1%	-12.1%	-10.0%	-1.9%	-1.6%	-11.0%	-14.9%	-12.7%	-12.0%
云智能集团		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25E
收入		106,432	115,436	129,288	146,096	25,123	27,648	28,066	25,595	26,549	29,860
	YoY	4%	8%	12%	13%	n.a	n.a	n.a	n.a	6%	8%
	占比	11%	12%	12%	12%	11%	12%	11%	12%	11%	12%
经调整EBIT A		5,592	14,466	18,787	13,149	387	1,409	2,364	1,432	2,337	3,583
	利润率	5%	13%	15%	9%	1.5%	5.1%	8.4%	5.6%	8.8%	12.0%
非核心业务		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25E
收入		297,245	298,131	297,952	297,287	71,957	74,977	74,696	75,615	74,021	76,915
	YoY	5%	0%	0%	0%	-76%	4%	0%	1%	-2%	4%
	占比	32%	30%	27%	25%	31%	33%	29%	34%	30%	32%
经调整EBIT A		-27,356	-7,302	-3,371	1,677	-3,915	-5,257	-6,305	-11,879	-2,406	-2,290
	利润率	-9%	-2%	-1%	1%	-5%	-7%	-8%	-16%	-3%	-3%

- **政策风险：**游戏、支付等赛道，均与政策强相关，政策的收紧对于业务开展具有较大的影响。
- **宏观经济疲软的风险：**广告、支付、电商等业务为顺周期业务，若宏观经济疲软，将对经营情况产生负面影响。
- **竞争的风险：**
 - ✓ 广告行业竞争激烈的风险；
 - ✓ 目前国内电商市场上拼多多、抖快发展较快，在用户时长、钱包份额和商家品牌商业投放上都会有争夺，可能对公司国内电商业务产生影响；
 - ✓ 即时零售面临激烈市场竞争，竞争加剧可能降低公司市场份额及盈利能力，同时，随着用户对服务和产品的创新需求的提升，技术创新也可能对公司竞争地位产生一定影响。
- **投资减值的风险：**互联网公司对外有大量的战略投资，且公开信息较少，该部分业务盈利状况难以预测，可能会导致公司的净利润不及预期。

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.GSI）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±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±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

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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