

2024年12月6日



# 中美互联网的平行时空：割裂与摩擦 ——当前时点，如何选择？

**超配****首次覆盖**

地缘政治博弈下，中美互联网逐渐衍变成两个风格迥异的平行世界，双边整体割裂，伴随局部摩擦。两者仍在持续分化，当前主要差异包括：1) AI 战略方向；2) 全球化布局；3) 短视频红利分配等。从估值（远期市盈率）来看，中国互联网行业（12x）显著低于美国互联网（26x），存在明显折价。中国互联网的投资机会主要来自于政策驱动下的估值修复行情，美国互联网则更依赖 AI 业绩驱动。AI 仍然是 2025 年最值得关注的投资方向之一，全球 AI 应用或迎来爆发，而美股行情或率先启动。我们正式覆盖美股互联网龙头标的，均给予“买入”评级，推荐顺序依次为 Meta (META.US)、Amazon (AMZN.US) 和 Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US)。

赵丹（首席互联网分析师）  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超，CFA（互联网分析师）  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

<b>中美互联网的平行时空：割裂与摩擦——当前时点，如何选择？</b> .....	<b>3</b>
中美互联网对比 .....	8
AI 战略方向：美国企业 AI 投入更加激进 .....	10
全球化布局：中国出海动了谁的蛋糕？ .....	14
短视频：新巨头和老玩家的红利分配 .....	16
主要细分行业增长对比 .....	17
附录：美股互联网巨头 3Q24 业绩概览 .....	21
浦银国际互联网行业覆盖公司 .....	22
<b>Meta (META.US)：看 AI “疗效”，也看广告</b> .....	<b>23</b>
高筑社交护城河，广告基本盘焕发生机 .....	25
另辟蹊径开源模型，加大资本开支 .....	28
XR 亏损扩大，价格昂贵的期权 .....	29
财务分析及预测 .....	32
估值分析与预测 .....	33
投资风险 .....	35
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	36
<b>Amazon (AMZN.US)：守播之战，胜算几何？</b> .....	<b>38</b>
全球电商龙头：中国电商出海带来冲击？ .....	41
云计算领导者：能否捍卫云计算霸主地位？ .....	44
财务分析及预测 .....	47
估值分析与预测 .....	48
投资风险 .....	50
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	51
<b>Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US)：风险尚存，但机会大于风险</b> .....	<b>53</b>
GPT 是否会取代传统搜索引擎？ .....	57
反垄断带来不确定性，结果或相对温和 .....	59
财务分析及预测 .....	60
估值分析与预测 .....	61
投资风险 .....	63
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	64



# 中美互联网的平行时空：割裂与摩擦——当前时点，如何选择？

- 中国互联网投资机会或主要来自于政策驱动下的估值修复，美国互联网则更依赖 AI 业绩驱动。年初至今（2024 年 12 月 4 日），中美互联网指数涨幅分别为 16% 和 36%，均取得不错收益，其中中国互联网行业波动幅度更大。以过去五年为周期来看，美股互联网指数（道琼斯）上涨 84%，中国互联网指数（中证）下跌 26%。两者股价在 2021 年和 2023 年分化严重。从估值（2025E 市盈率）来看，中国互联网行业（12x）显著低于美国互联网（26x），存在明显折价。AI 仍然是 2025 年最值得关注的投资方向之一，全球 AI 应用或迎来爆发，美股行情或率先启动。
- 地缘政治博弈下，中美互联网逐渐衍变成两个风格迥异的平行世界，双边整体割裂，伴随局部摩擦。虽然同处在移动互联网末端的大周期，但中美互联网行业仍在持续分化，各自特色更加鲜明，主要差异包括：
  - 1) AI 战略方向：**中美互联网龙头持续加码 AI，但投资力度差异明显。美国企业在 AI “军备竞赛” 中更加激进，开足马力，重注 AI 基建；由于市场估值低迷，中国互联网企业更倾向将现金用于派息及回购。相较于美国，中国互联网在 AI 底层模型层面仍需提高，而优势则在于应用生态场景。
  - 2) 全球化布局：**美国互联网龙头海外收入占比更高（约 50%），中国互联网企业海外收入普遍低于 20%，正加速出海。特朗普 2.0 或加剧地缘政治风险，给出海（美国市场）带来不确定性。中国出海对于美国企业影响不尽相同：加剧行业竞争的同时，海外营销需求也给广告平台带来增量。
  - 3) 短视频红利分配：**短视频的火爆在中国造就了独角兽企业字节跳动（未上市），对传统互联网巨头影响深远，流量重新分配，在广告、电商等行业重塑竞争格局。美国短视频爆发略迟于中国，仍处于红利期，TikTok 发展受限，短视频红利或被多家企业瓜分。
- 我们正式覆盖美股互联网龙头标的，均给予“买入”评级，推荐顺序为 Meta (META.US)、Amazon (AMZN.US) 和 Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US)。
- 投资风险：**地缘政治风险，人工智能落地不及预期。

赵丹

 首席互联网分析师  
 dan\_zhao@spdbi.com  
 (852) 2808 6436

杨子超, CFA

 互联网分析师  
 charles\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6409

2024 年 12 月 6 日

**Meta (META.US)**

目标价 (美元)	763
潜在升幅/降幅	+24%
目前股价 (美元)	613.8

**买入****Amazon (AMZN.US)**

目标价 (美元)	263
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (美元)	218.2

**买入****Alphabet (GOOGL.US)**

目标价 (美元)	202
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (美元)	174.4

**买入****Alphabet (GOOG.US)**

目标价 (美元)	202
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (美元)	176.1

**买入****年初至今指数表现**
 注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘  
 资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 中美互联网的平行时空：割裂与摩擦 ——当前时点，如何选择？

## ● 中美互联网股价复盘

年初至今，中美互联网指数涨幅分别为 16% 和 36%，其中中国互联网行业股价表现呈现更大波动。两者均取得可观收益，尤其是下半年，主要由于：

- 中国政府在九月底开始连续出台一系列刺激经济政策，提振经济复苏预期，市场情绪重燃，中国互联网行业股价在两周上涨 40%（2024 年 9 月 24 日至 10 月 2 日）。
- 美股市场受美联储降息预期影响，流动性释放带来利好。

图表 1：YTD 中美互联网股价走势



注：截至 2024 年 12 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中美互联网股价在 2021 年和 2023 年分化严重。拉长时间维度来看，以 2020 年初为起点，在过去五年时间里，美股互联网指数（道琼斯）上涨 84%，中国互联网指数（中证）下跌 26%。而造成股价分化的主要因素包括：地缘政治风险、国内行业监管以及 AI 提振效果。

2020 年：2020 年初，由于新冠疫情影响，全球流动性释放叠加疫情助推线上经济发展，中美互联网在 2020 年都迎来牛市。

2021-2022 年：2021 年成为中美互联网分化的第一个节点：受国内监管以及外部地缘政治风险影响，中国互联网指数自 2021 年 2 月进入了长达两年的下行周期，底部（2022 年 10 月）较最高点跌幅超七成；而美股互联网指数，受美联储加息预期影响，在 2021 年 11 月开始进入回调期，为期一年时间。

2022 年，中美互联网都出现了大幅回调。

2023-2024 年：2023 年成为中美互联网分化的第二个节点。2022 年底，ChatGPT 横空出世，AIGC 点燃了美股市场情绪，美股互联网 2023 年初开启修复周期。而中国互联网企业受此提振作用相对有限（除 A 股游戏板块外）。

2024 年（截至 12 月 4 日），中美互联网指数涨幅分别为 16% 和 36%。

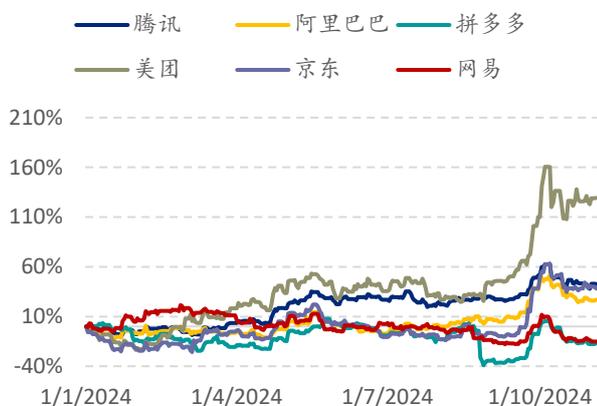
图表 2：近五年中美互联网股价走势



注：截至 2024 年 12 月 4 日

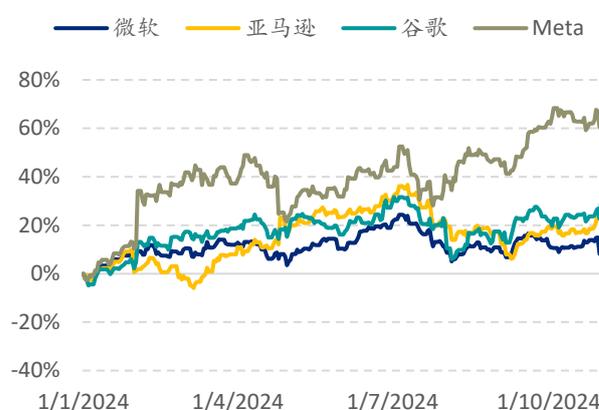
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 中国互联网巨头 YTD 股价表现



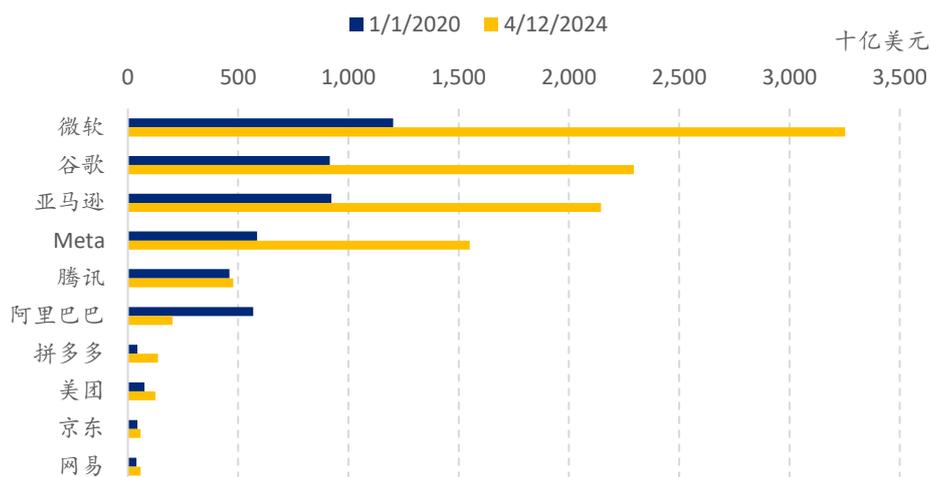
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美国互联网巨头 YTD 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

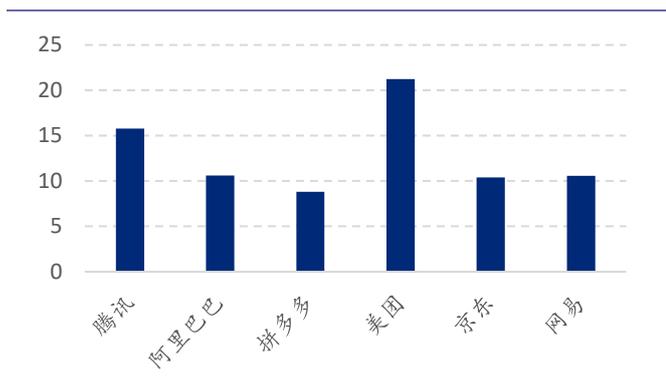
图表 5: 中美互联网龙头市值排序 (2020.01.01 vs 2024.12.04)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

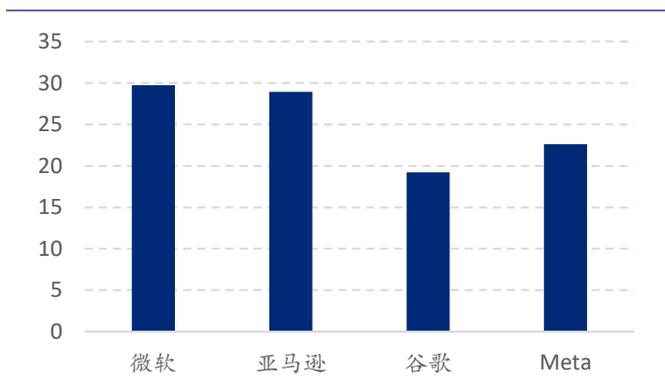
中国互联网的投资机会主要来自于政策驱动下的估值修复行情，美国互联网则更依赖 AI 业绩驱动。从估值来看，中国互联网显著低于美股互联网，存在明显折价。目前，美股互联网龙头的平均市盈率在 26x，而中国互联网龙头的市盈率均值 12x。是美股高估？还是中国互联网低估？除两边市场差异外，考虑到潜在市场规模以及在 AI 技术差异，美股互联网龙头作为全球龙头，享受一定估值溢价，但目前两者估值差价仍然较大。

图表 6：中国互联网远期市盈率



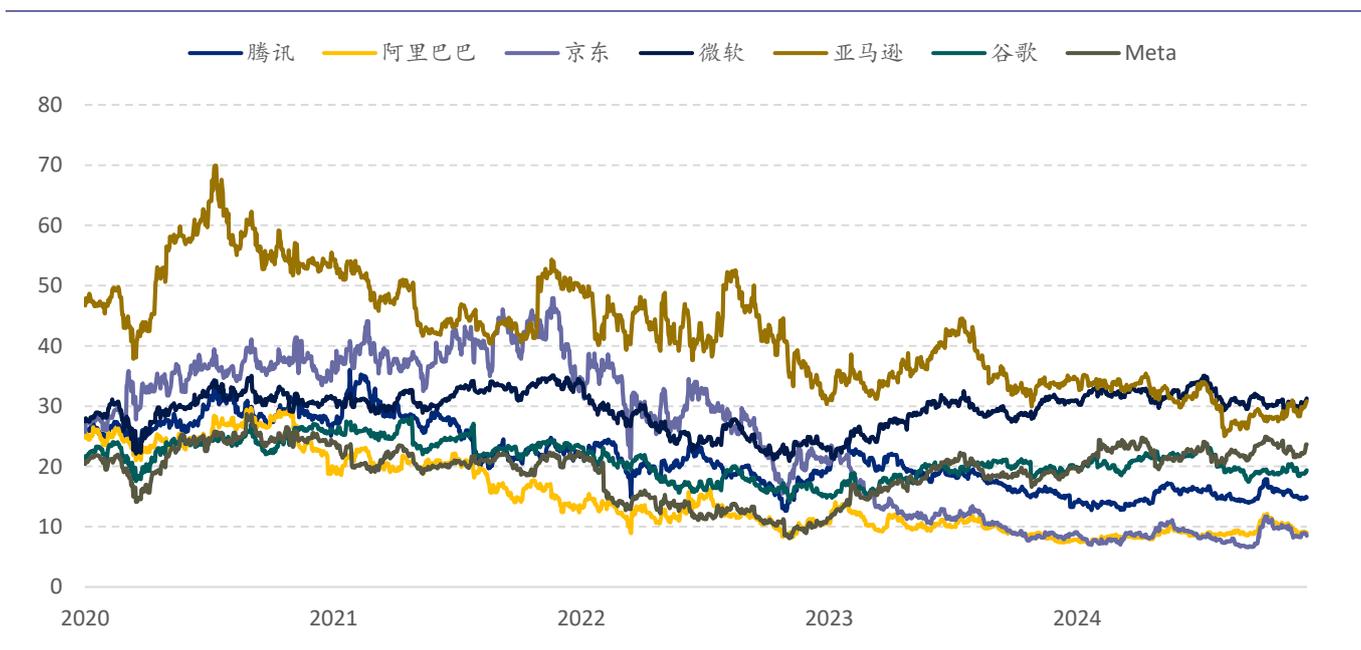
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：美国互联网龙头远期市盈率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：中美互联网龙头远期市盈率



注：截至 2024 年 12 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 中美互联网对比

在地缘政治博弈影响之下，中国和美国的互联网环境逐渐衍变成两个不同的平行世界，双边整体割裂，同时伴随着局部冲突摩擦。

而从大的技术发展阶段来看，两者又都处于相同的技术周期——移动互联网周期末端，而疫情加速线上化，渗透率进一步提升，行业逐渐从增量市场变为存量市场，中美互联网都将希望寄托在 AI 新技术迭代推动新周期的到来。

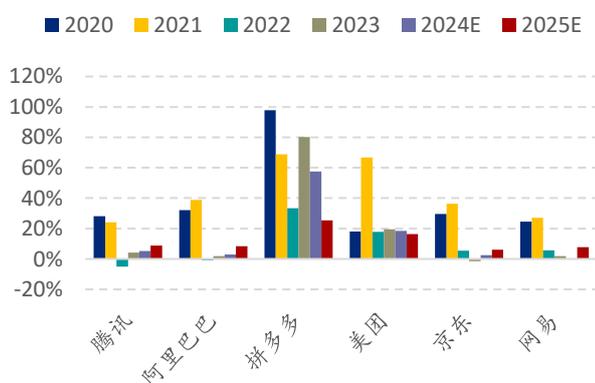
我们认为，中美互联网行业仍在持续分化，各自特色更加鲜明，当前主要体现在三方面：

- 差异一：AI 投入力度；
- 差异二：全球化布局；
- 差异三：短视频红利。

从收入来看，移动互联网行业已步入成熟期，由于渗透率趋于见顶，整体收入增速逐渐放缓。中国互联网龙头的 2025 年预期平均增速为 12%；美国互联网龙头的 2025 年预期平均增速为 14%。

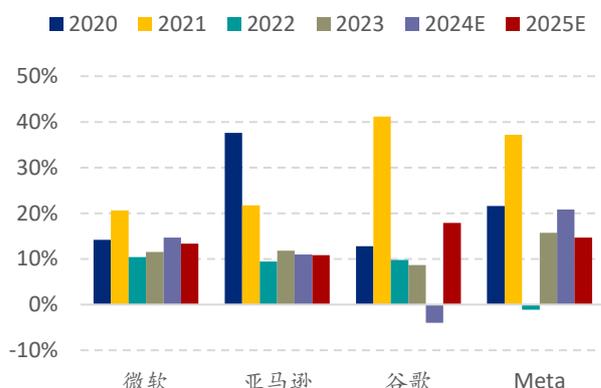
从利润率来看，由于轻资产商业模式特点，互联网公司利润率整体上高于传统行业，提供充足现金流。随着流量趋于见顶，开源转向节流，在过去几年，中美互联网都采取不同程度的降本增效措施。中国互联网企业近几年逐步放慢对于新业务的投资力度，聚集核心业务，推动毛利率稳步提升；美国互联网龙头持续加大 AI 投入，短期利润率或有波动。

图表 9：中国互联网收入增速



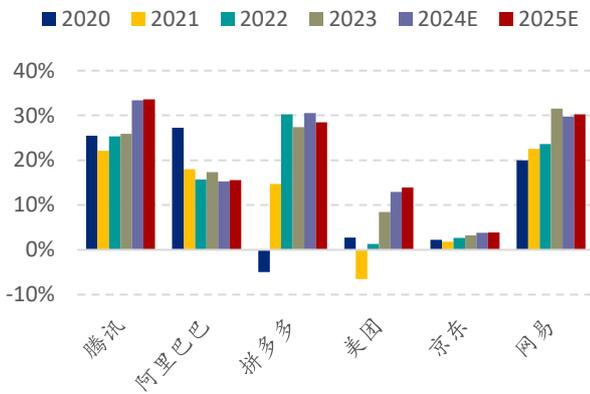
E=Bloomberg 一致预期  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：美国互联网龙头收入增速



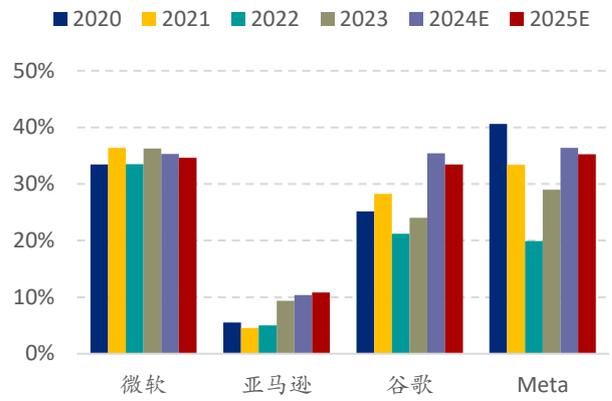
E=Bloomberg 一致预期  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11: 中国互联网利润率



E=Bloomberg 一致预期  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 美国互联网龙头利润率



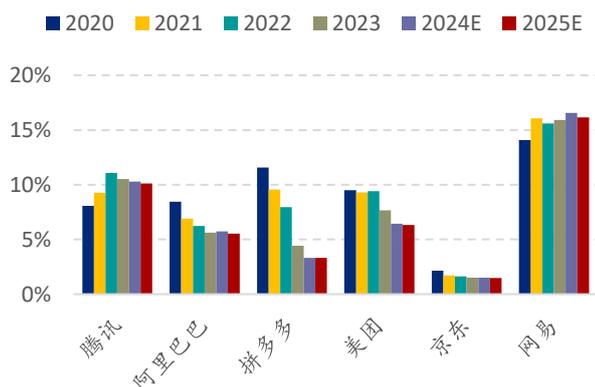
E=Bloomberg 一致预期  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

# AI 战略方向：美国企业 AI 投入更加激进

## ● 中美互联网龙头在资金使用方面存在分歧

美国互联网龙头在 AI “军备竞赛” 中，投入更加激进，重点跟踪资本支出。随着 ChatGPT 在 2022 年底的横空出世，AI 凭借大模型再一次回归到全球聚光灯下。AI 也被认为是未来十年不可错过的投资方向之一，有望开启一个新的大技术周期。中美互联网巨头也开启了新一轮的 AI 投资热潮，尤其是在大模型方面，从全球领先的 AI 独角兽 OpenAI、Anthropic，再到国内“百模大战”。它们的共同特点是，投入了大量研发资源，尤其是 AI 基础设施建设方面，通过资本投入来保持技术领先。相对而言，美国互联网龙头在这场 AI “军备竞赛” 中，投入更加激进。根据 CB Insights 数据，2023 年中国 AI 市场的总投资额只有美国的 12% 左右。

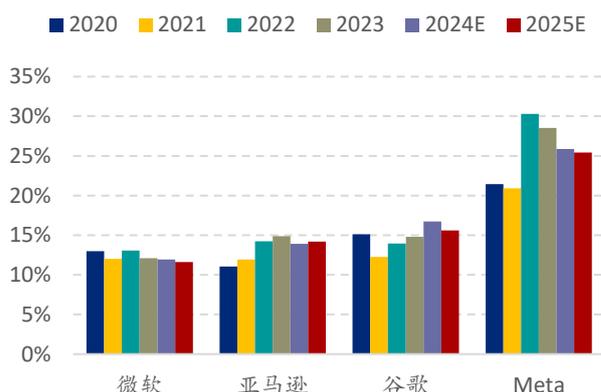
图表 13：中国互联网龙头研发费率对比



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

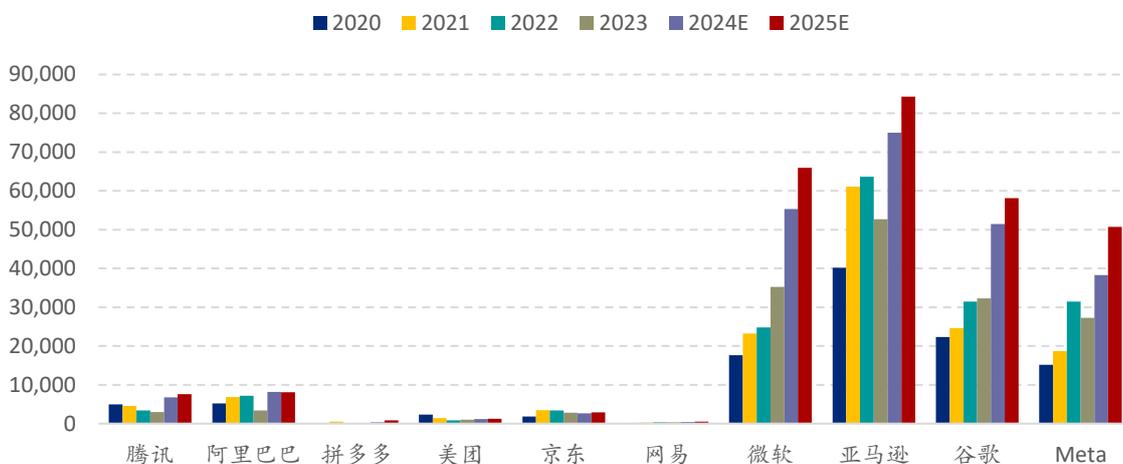
图表 14：美国互联网龙头研发费率对比



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15: 中美互联网龙头 Capex 对比 (百万美元)

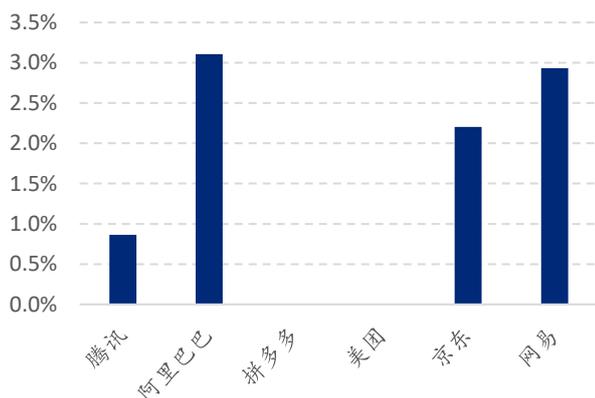


E=Bloomberg 一致预期

资料来源: Bloomberg、浦银国际

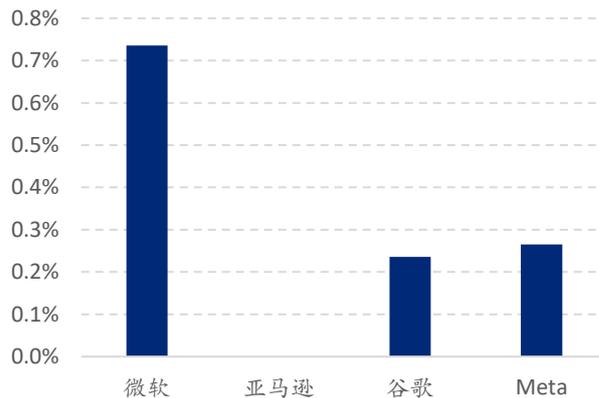
除了 AI 投入外，中国互联网巨头倾向于派息和回购。在过去几个季度中，中国互联网巨头除了加大在 AI 方面投入外，也倾向于加大派息和回购。因为从估值点位来看，在过去一年的时间周期，中国互联网公司多数处在估值底部区间。从股息率来看，互联网行业的整体股息率一直处在较低的水平。而随着增长乏力，越来越多的互联网公司开始选择派息以及回购等措施，来提升股东回报，价值股属性不断提升。

图表 16: 中国互联网股息率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 美国互联网龙头股息率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

**当前 AI 是否出现过度建设？**当前全球 AI 发展日新月异，但尚未出现“杀手级”应用。美国互联网巨头普遍认为，必须要加大 AI 投资，一旦掉队可能面临被颠覆的风险。在 AI 大模型尚未分出胜负之前，互联网巨头在 AI “基建”上的投资力度或仍将保持高位，而投资者也非常关注巨额投资下的资产回报率。目前看来，AI 对于互联网公司的业绩提升有所推动，但尚未有显著的提升，仍处于早期投入阶段。

**图表 18：中美互联网 AI 投资布局**

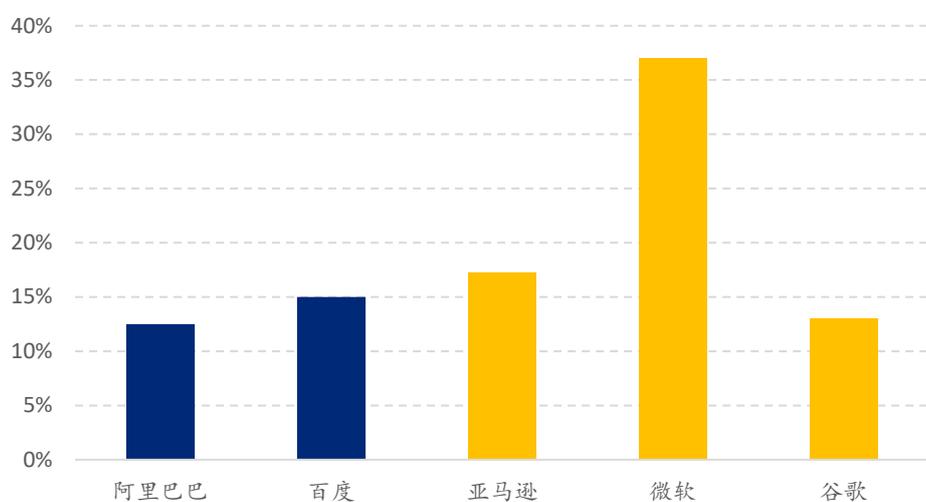
公司	AI 领域产品及布局
微软	Azure AI、Copilot、Bing，投资 OpenAI
谷歌	Gemini 大模型、DeepMind、TensorFlow，投资 Anthropic、Runway
亚马逊	Olympus 大模型，投资 Anthropic 少数股权
Meta	Llama 大模型、XR
阿里巴巴	通义大模型、云计算、达摩院，投资智谱 AI、百川智能、零一万物、MiniMax 等
腾讯	混元大模型、优图，投资百川智能、MiniMax、智谱 AI、月之暗面等
百度	文心大模型、文心智能体、飞桨、自动驾驶，投资生数科技、智元机器人等
字节跳动	豆包大模型

资料来源：浦银国际整理

## ● 云计算，是中美差异较大的细分行业之一

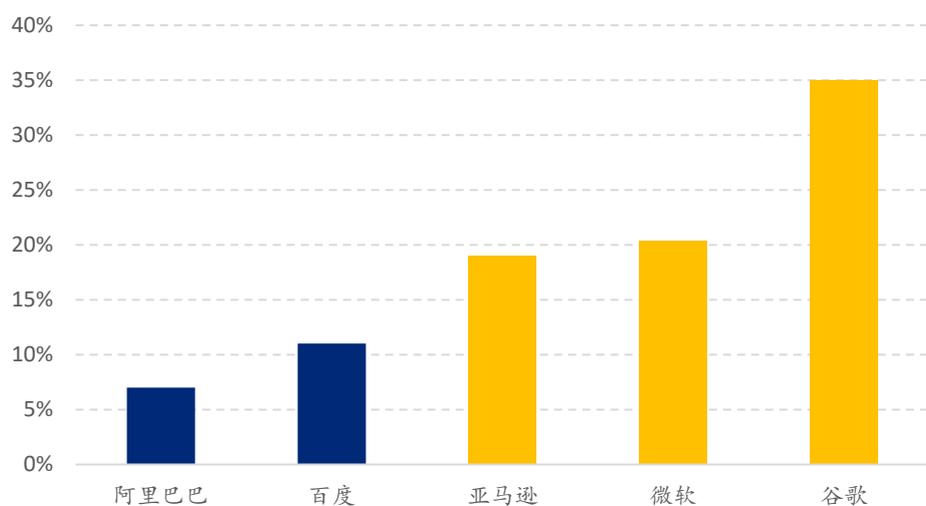
中美互联网的云业务发展日趋分化。除芯片等基础层外，云计算是目前明显受益于大模型的业务。AIGC 需要大量计算、存储资源，绕不开云服务厂商，这为云服务带来新的业务增量。美国互联网公司的 AI 相关的收入主要集中在云业务，云计算也成为增速最快的细分赛道之一。而国内的互联网巨头的云业务增速逐步放缓，并未像美国市场出现“爆炸性”增长，一方面，在国内竞争格局方面，中国运营商的云业务强势崛起，市场份额不断扩大；另一方面，在 ToB 企业服务方面，中美仍存在很大差距，SaaS 生态系统在中国并不像美国市场那么活跃。

图表 19：中美互联网云业务收入占比（3Q24）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 20：中美互联网云业务收入增速对比（3Q24）

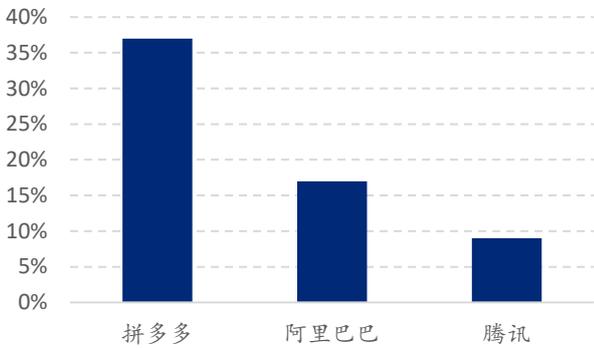


资料来源：公司资料、浦银国际

# 全球化布局：中国出海动了谁的蛋糕？

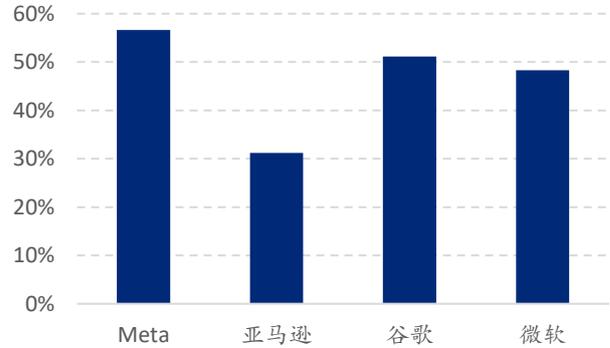
美国互联网龙头海外收入占比更高。全球化程度差异是中美互联网行业的另一大不同。目前，美股互联网巨头海外收入普遍占比在 50% 上下，国际化程度更高。全球化的优势在于：一方面，进一步开拓潜在用户及市场空间；另一方面，降低单一市场集中度，具有更好的抗周期性。根据 2024 年三季度财报数据，谷歌“海外”收入占比 51%；微软“海外”收入占比 48%；Meta “美加”外收入占比 57%；亚马逊“北美”外电商收入占比 31%。

图表 21：中国互联网海外收入占比（3Q24）



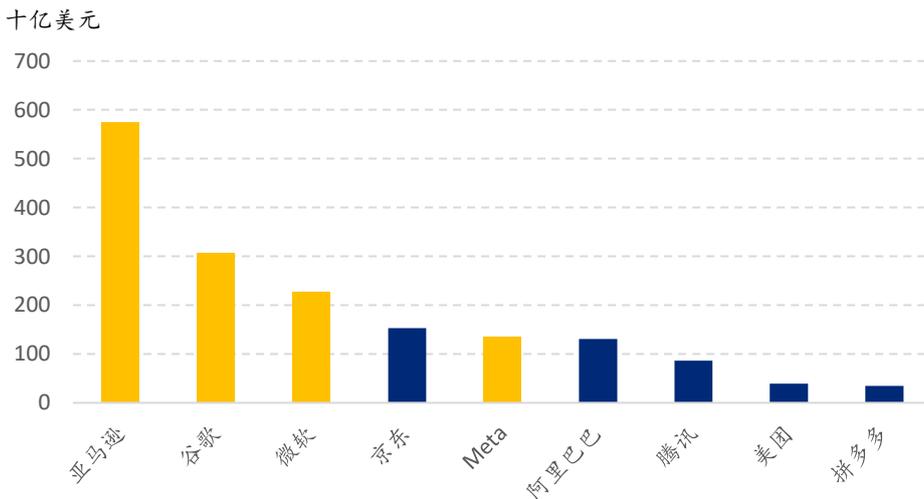
资料来源：公司资料、浦银国际估算

图表 22：美国互联网龙头海外收入占比（3Q24）



注：Meta 为“美加”外，亚马逊为“北美”外  
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 23：中美互联网龙头收入体量排序（2023）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

**中国互联网加速出海，努力探索第二增长曲线。**一方面，随着中国互联网子行业进入相对成熟阶段，竞争愈加激烈，海外新兴市场成为了下一个互联网价值洼地；另一方面，2020-2022年国内行业监管趋严，也加速了中国互联网公司出海进程。出海赛道更加多元，由原来的工具型APP边缘赛道逐渐延伸至电商、娱乐甚至社交等更加主流的赛道；出海区域更加广泛，大部分中国互联网公司出海首选仍以东南亚为主，但也有不少公司逐步发力拉丁美洲、中东以及更为成熟的欧美市场。

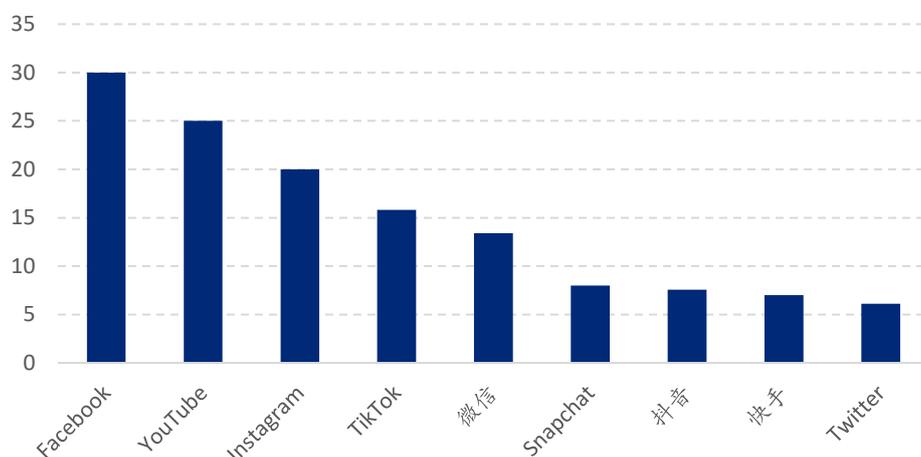
**出海“广阔天地，大有可为”，但特朗普 2.0 带来不确定性。**地缘政治仍是出海企业不可忽视的风险之一，特朗普 2.0 或对中国企业出海，尤其是中国企业在美国市场的扩张，带来不确定性。TikTok 在美国遭遇封禁危机，博弈结果也将左右其它中国出海企业在海外的战略方向。不少出海企业也在加速全球化区域分布，积极拓展欧洲、中东、日韩等市场，从而进一步降低集中度过高的风险。

**中国企业出海对于美国互联网企业的影响不尽相同。**一方面，目前，跨境电商成为当前中国出海的主力军之一，如 Temu 等，加剧了美国电商行业的竞争，给美国电商龙头 Amazon 造成一定压力；另一方面，中国企业出海，也为美国广告平台带去了巨额的广告营销预算，推动短期业绩增长。根据 Meta 2023 年财报披露，2023 年中国广告主的收入增长成为业绩的主要推动因素之一，贡献总收入的十分之一，尤其是电商和游戏行业。

## 短视频：新巨头和老玩家的红利分配

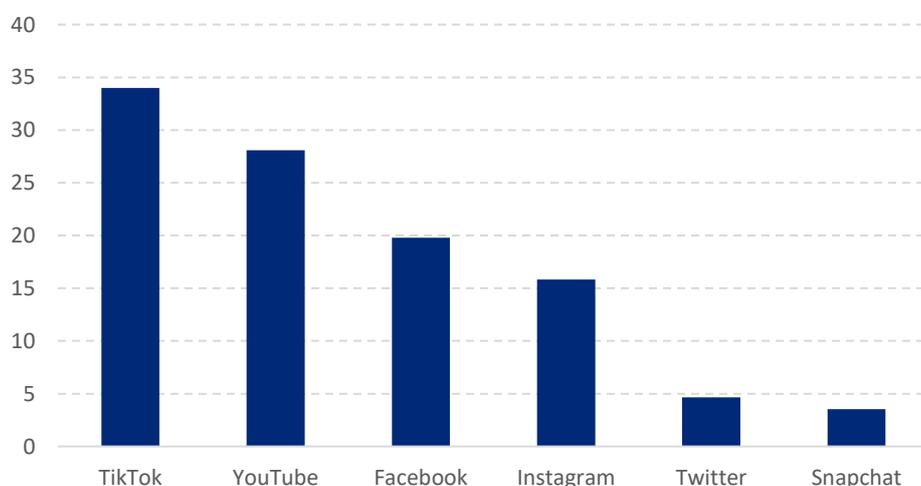
短视频红利的分配是中美互联网的另一大差异。短视频的火爆在中国造就了巨无霸企业字节跳动的诞生。虽然字节跳动暂未上市，当前估值约为 3000 亿美元，但对于已上市的传统互联网巨头，如 BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）等，影响巨大，包括在广告、电商以及本地生活等领域，打破了原有的竞争格局。而美国市场虽然也出现短视频热潮，但远未像大洋彼岸的中国如此火热，也并未引爆直播带货等新业态。同时，TikTok 在美国发展受限，各家美国互联网龙头的即时跟进调整，包括 Instagram 的 Reels，以及 Youtube Shorts 等新产品，带来新的增量。

图表 24：全球社交媒体 MAU（百万，2024 年 4 月）



资料来源：Statista、浦银国际

图表 25：全球社交媒体人均每月使用时长（小时）



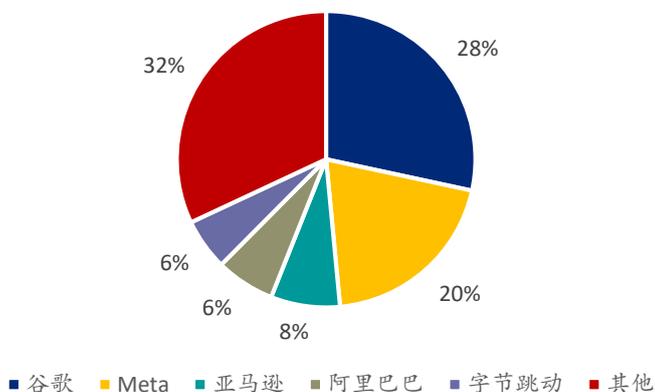
资料来源：We Are Social (Jan 2024)、浦银国际

# 主要细分行业增长对比

## ● 数字广告

**全球数字广告市场增速及竞争格局。**根据 Grand View Research 预测，全球数字广告行业规模将以每年 15.5% 的速度增长，从 2023 年的 4206 亿美元增至 2030 年的 1.1 万亿美元。从竞争格局来看，根据 eMarketer 数据，2023 年 Google 和 Meta 两家流量大户占据了全球数字广告领域 48% 的市场份额，其中 Google 占比为 28%，Meta 占比为 20%。

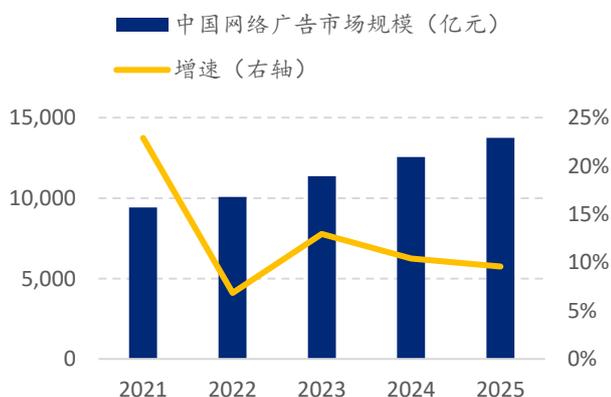
图表 26：全球数字广告市场份额（2023）



资料来源：eMarketer、浦银国际

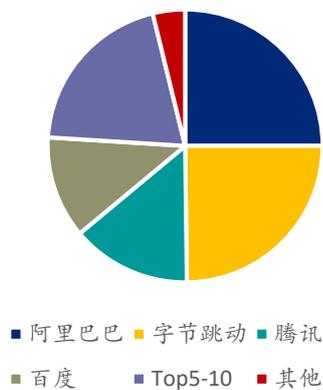
**中国数字广告市场增速及竞争格局。**根据艾瑞咨询，中国网络广告行业规模 2023-2025E 将以每年 10% 的速度增长。从竞争格局来看，按广告收入计，2023 年阿里巴巴和字节跳动各占据约 1/4 的份额，其次为腾讯和百度。

图表 27：中国网络广告市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询预测、浦银国际

图表 28：中国互联网公司广告收入（2023）

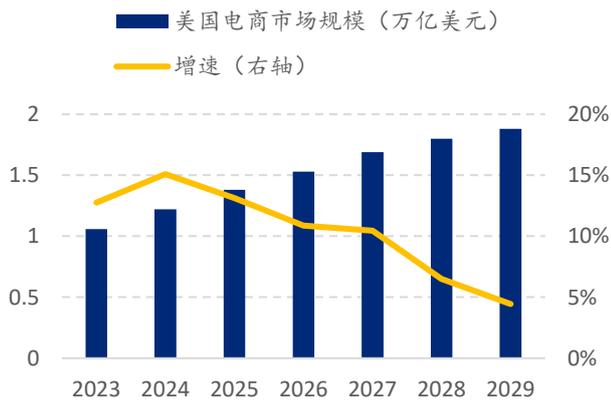


资料来源：中关村互动营销实验室、汇量科技、浦银国际

## ● 电商

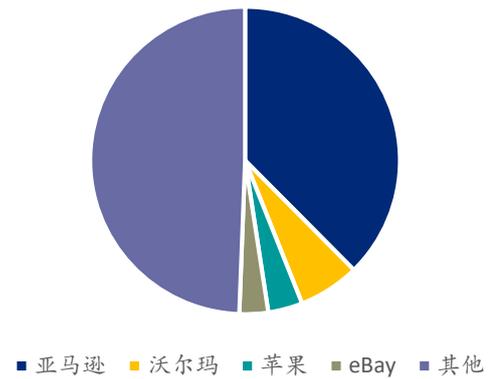
**美国电商行业增速及竞争格局。**根据 Statista 的数据：2024—2029 期间，美国电商市场将保持 9% 的复合年增长率。2023 年亚马逊是美国电商行业龙头，市占率 37.6%，其次为沃尔玛的 6.4%。

图表 29：美国电商市场规模



资料来源：Statista 预测、浦银国际

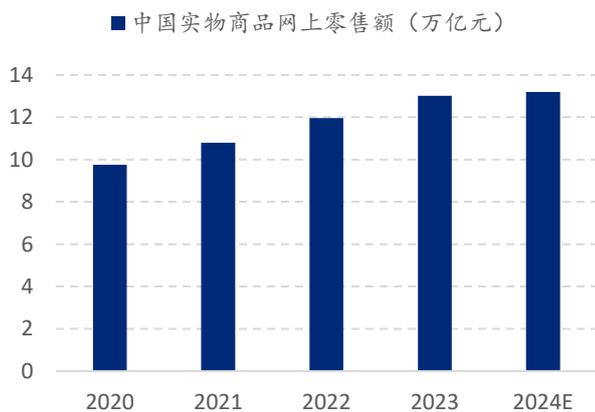
图表 30：美国电商市场份额（2023）



资料来源：Statista、浦银国际

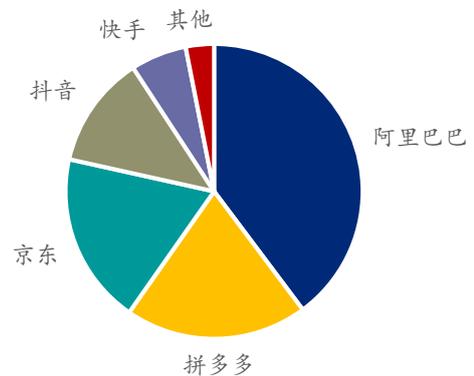
**中国电商行业增速及竞争格局。**根据国家统计局数据，2024 年 1-10 月实物商品网上零售额为 10.33 万亿元，同比增长 8.3%，占社会消费品零售总额的 25.9%。从市场份额看，阿里巴巴（40%）、拼多多（20%）、京东（19%）占据市场大头，以抖音、快手为代表的直播电商占据约 20% 的份额。

图表 31：中国电商市场规模



资料来源：国家统计局、Wind、浦银国际预测

图表 32：中国电商市场份额（2023）



资料来源：Bloomberg、浦银国际估算

## ● 云服务

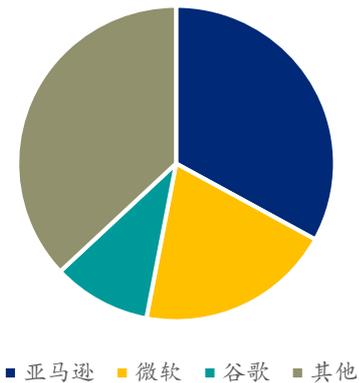
**全球云服务市场增速及竞争格局。**根据 Statista，全球 IaaS 行业市场规模 2024-2026 年均复合增速将超过 20%。根据 Canalys 数据，2Q24 亚马逊为行业龙头，占据约 1/3 的市场份额，微软占据约 20%，谷歌占据约 10%。

图表 33：全球 IaaS 市场规模



E=Statista 预测  
资料来源：Statista、浦银国际

图表 34：全球云计算市场份额（2Q24）



资料来源：Canalys、浦银国际

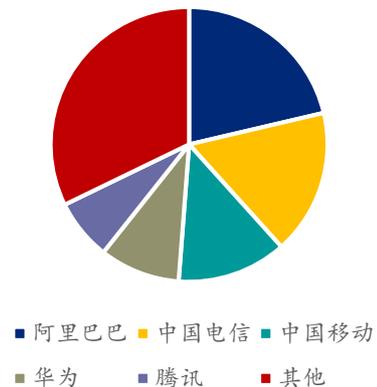
**中国云服务市场增速及竞争格局。**根据信通院数据，中国云计算市场保持高活力，预计 2023-2027E 年均增速达到 37%，大幅高于全球增速。公有云 IaaS 方面，2023 年阿里云、天翼云、移动云、华为云、腾讯云占据市场份额前五。

图表 35：全球 IaaS 市场规模



资料来源：信通院预测、浦银国际

图表 36：中国公有云 IaaS 市场份额（2023）

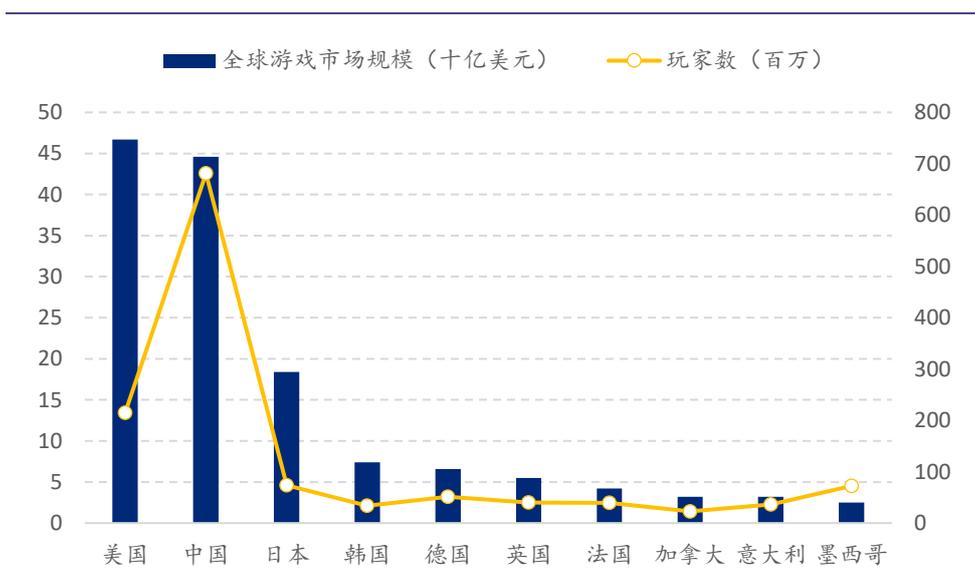


资料来源：信通院、浦银国际

## ● 游戏

**全球游戏市场增速及竞争格局。**根据 Newzoo 数据，2023 年全球游戏市场规模为 1839 亿美元，其中，中国市场规模为 446 亿美元，占比 24%。按地区来看，美国、中国、日本为全球前三大游戏市场，市场规模占比分别为 25%、24%和 10%；随后为韩国以及德英法等欧美国家。

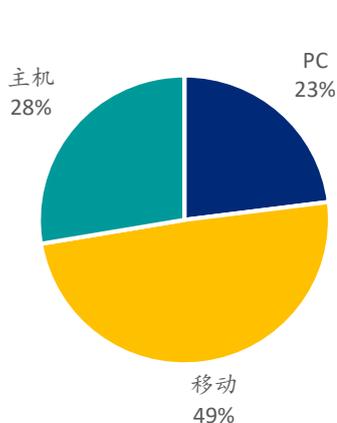
图表 37: 全球各国游戏市场规模及玩家人数 (2023 年)



资料来源: Newzoo, 浦银国际

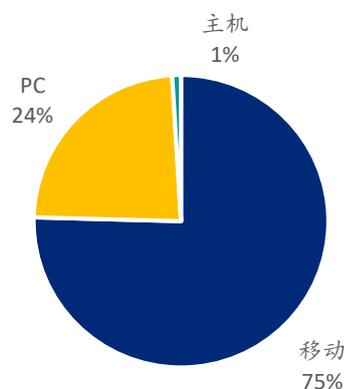
得益于移动设备的高普及率及易访问性，移动游戏占据全球约一半的市场份额。由于玩家习惯差异，中国移动游戏占比更是高达 3/4。

图表 38: 全球游戏细分市场占比 (2024)



资料来源: Newzoo 预测、浦银国际

图表 39: 中国游戏细分市场占比 (2023)



资料来源: 游戏工委、浦银国际

## 附录：美股互联网巨头 3Q24 业绩概览

从收入增速来看，Meta > 微软 > Alphabet > 亚马逊；

从净利润率来看，Meta > 微软 > Alphabet > 亚马逊；

从净利润增速来看，亚马逊 > Meta > Alphabet > 微软；

从 CapEx 来看，亚马逊 > 微软 > Alphabet > Meta

图表 40：美股互联网业绩概览（3Q24）

（百万美元）	微软	亚马逊	Alphabet	Meta
收入	65,585	158,877	88,268	40,589
收入增速	16.04%	11.04%	15.09%	18.87%
净利润	24,667	15,328	26,301	15,688
净利润增速	10.66%	55.16%	33.58%	35.44%
净利率	37.61%	9.65%	29.80%	38.65%
CapEx	14,923	22,620	13,061	8,258
FCF	19,257	4,693	17,637	16,466

资料来源：Visble Alpha、浦银国际

# 浦银国际互联网行业覆盖公司

图表 41: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	84.00	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	84.93	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	142.40	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	35.73	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	98.71	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.26	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	18.94	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.90	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.45	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	403.20	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	90.79	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	141.70	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	150.00	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.17	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.28	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	24.00	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.80	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.61	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.28	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	12.13	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	165.20	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	47.30	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.64	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.56	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.80	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.60	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.98	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.92	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	117.41	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	26.34	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	437.42	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	373.70	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	218.16	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	174.37	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	176.09	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	613.78	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交

注：股价截至 2024 年 12 月 4 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际



# Meta (META.US): 看 AI “疗效”，也看广告

- 高筑社交护城河，广告基本盘焕发生机：**Meta 是全球最大的社交媒体平台，截至 2024 年 9 月，Meta 日活跃用户达到 32.9 亿。公司依托庞大用户基础及强社交粘性，构建护城河，通过广告模式变现，广告贡献总收入 98%。广告业务焕发生机，主要得益于：1) 短视频产品 Reels 用户时长不断提升；2) AI 提高广告精度和用户匹配率；3) 海外广告主（中国出海）投放需求增加。此外，WhatsApp 和 Threads 长期变现率仍有很大提升空间。我们预计公司 2025 年广告收入将同比增长 15%。
- 另辟蹊径开源大模型，加大资本开支：**关于大模型“开源还是闭源”，目前仍存有争议，但 Meta 的 Llama 大模型是目前公认的最强开源大模型之一。公司推出的智能聊天助手 Meta AI，目前月活跃用户约 5 亿，仍保持高速增长，公司预计到今年年底将成为全球使用最广泛的人工智能助手。公司继续押注 AI，加大投入，我们预计 2024 年资本支出 380~400 亿美元，2025 年或达 500 亿美元。
- Reality Lab，价格昂贵的期权：**Meta 股价一路高歌（两年增长超五倍），元宇宙故事渐行渐远。根据 Counterpoint 统计，Meta 在 XR（VR 和 AR）领域位居全球第一，2Q24 市场份额为 74%。公司 Reality Labs 收入主要依赖 Quest 系列 VR 头戴设备和 Ray-Ban Meta 智能眼镜，但收入占比不到 2%，亏损仍在持续，我们预计 2024 年亏损约 180 亿美元，业绩贡献或仍需等待。
- 首予“买入”评级，目标价为 763 美元。**我们看好公司社交护城河依然稳固，广告业务显著受益于 AI 赋能，首予“买入”评级。目标价 763 美元，对应 FY25E/FY26E 30x/27x P/E。若扣除 XR 业务亏损，则对应 FY26E 市盈率为 22x。
- 投资风险：**用户增长不及预期；竞争加剧；投入加大或导致利润下滑；AI 落地不及预期；反垄断监管风险。

图表 42：盈利预测和财务指标

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	116,609	134,902	163,023	187,592	210,241
经营利润	28,944	46,751	66,186	76,852	87,040
净利润	23,200	39,098	59,070	66,093	73,984
目标 PE (x)			33.6	30.0	26.8

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 12 月 6 日

**Meta (META.US)**

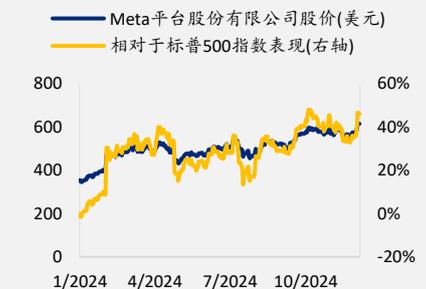
目标价 (美元)	<b>763</b>
潜在升幅/降幅	<b>+24%</b>
目前股价 (美元)	613.8
52 周内股价区间 (美元)	315.39-617.78
总市值 (百万美元)	1,550,036
近 3 月日均成交额 (百万)	6,881

注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>收入</b>	<b>116,609</b>	<b>134,902</b>	<b>163,023</b>	<b>187,592</b>	<b>210,241</b>
收入成本	(25,249)	(25,959)	(30,236)	(35,912)	(39,315)
<b>毛利润</b>	<b>91,360</b>	<b>108,943</b>	<b>132,788</b>	<b>151,680</b>	<b>170,926</b>
研发费用	(35,338)	(38,483)	(43,419)	(49,758)	(56,765)
销售费用	(15,262)	(12,301)	(11,391)	(12,756)	(13,666)
管理费用	(11,816)	(11,408)	(11,793)	(12,314)	(13,455)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>经营利润</b>	<b>28,944</b>	<b>46,751</b>	<b>66,186</b>	<b>76,852</b>	<b>87,040</b>
其他利润	(125)	677	1,096	-	-
<b>税前利润</b>	<b>28,819</b>	<b>47,428</b>	<b>67,282</b>	<b>76,852</b>	<b>87,040</b>
所得税	(5,619)	(8,330)	(8,211)	(10,759)	(13,056)
<b>净利润</b>	<b>23,200</b>	<b>39,098</b>	<b>59,070</b>	<b>66,093</b>	<b>73,984</b>

### 现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>23,200</b>	<b>39,098</b>	<b>59,070</b>	<b>66,093</b>	<b>73,984</b>
折旧及摊销	8,686	11,178	14,935	18,811	23,731
其他调整项	12,906	17,001	16,926	18,126	20,365
营运资金变动	5,683	3,836	(2,699)	(3,106)	(3,481)
<b>经营现金流</b>	<b>50,475</b>	<b>71,113</b>	<b>88,232</b>	<b>99,924</b>	<b>114,599</b>
固定资产	(31,186)	(27,045)	(40,000)	(50,631)	(56,744)
收购	(1,312)	(629)	-	-	-
其他投资现金流	3,528	3,179	(3,000)	(3,000)	(3,000)
<b>投资现金流</b>	<b>(28,970)</b>	<b>(24,495)</b>	<b>(43,000)</b>	<b>(53,631)</b>	<b>(59,744)</b>
债务	9,921	8,455	10,000	-	-
股份及股息	(27,956)	(19,774)	(45,000)	(45,000)	(45,000)
其他融资现金流	(4,101)	(8,181)	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>(22,136)</b>	<b>(19,500)</b>	<b>(35,000)</b>	<b>(45,000)</b>	<b>(45,000)</b>
汇率变动影响	(638)	113	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(1,269)</b>	<b>27,231</b>	<b>10,232</b>	<b>1,293</b>	<b>9,855</b>
年初现金及现金等价物	16,865	15,596	42,827	53,059	54,352
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>15,596</b>	<b>42,827</b>	<b>53,059</b>	<b>54,352</b>	<b>64,207</b>

### 资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	14,681	41,862	52,094	53,387	63,242
应收款项	13,466	16,169	19,068	22,404	26,143
短期投资	26,057	23,541	26,541	29,541	32,541
其他流动资产	5,345	3,793	3,793	3,793	3,793
<b>流动资产合计</b>	<b>59,549</b>	<b>85,365</b>	<b>101,496</b>	<b>109,125</b>	<b>125,719</b>
固定资产	79,518	96,587	121,652	153,472	186,485
无形资产	21,203	21,442	21,442	21,442	21,442
证券投资及权益投资	6,201	6,141	6,141	6,141	6,141
其他非流动资产	19,256	20,088	20,088	20,088	20,088
<b>非流动资产合计</b>	<b>126,178</b>	<b>144,258</b>	<b>169,323</b>	<b>201,143</b>	<b>234,156</b>
<b>资产总计</b>	<b>185,727</b>	<b>229,623</b>	<b>270,819</b>	<b>310,268</b>	<b>359,874</b>
应付账款	6,107	1,623	1,623	1,623	1,623
其他流动负债	20,919	30,337	30,537	30,767	31,025
<b>流动负债合计</b>	<b>27,026</b>	<b>31,960</b>	<b>32,160</b>	<b>32,390</b>	<b>32,648</b>
长期借款	9,923	18,385	28,385	28,385	28,385
其他非流动负债	23,065	26,110	26,110	26,110	26,110
<b>非流动负债合计</b>	<b>32,988</b>	<b>44,495</b>	<b>54,495</b>	<b>54,495</b>	<b>54,495</b>
<b>负债总计</b>	<b>60,014</b>	<b>76,455</b>	<b>86,655</b>	<b>86,885</b>	<b>87,143</b>
<b>权益总额</b>	<b>125,713</b>	<b>153,168</b>	<b>184,164</b>	<b>223,383</b>	<b>272,731</b>

### 主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	-1.1%	15.7%	20.8%	15.1%	12.1%
毛利润增速	-4.1%	19.2%	21.9%	14.2%	12.7%
经营利润增速	-38.1%	61.5%	41.6%	16.1%	13.3%
净利润增速	-41.1%	68.5%	51.1%	11.9%	11.9%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	78.3%	80.8%	81.5%	80.9%	81.3%
经营利润率	24.8%	34.7%	40.6%	41.0%	44.2%
净利率	19.9%	29.0%	36.2%	35.2%	36.1%
<b>每股指标 (美元)</b>					
基本EPS	8.6	15.2	23.4	26.1	29.3
摊薄EPS	8.6	14.9	22.7	25.4	28.5
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	0.0%	0.0%	53.8%	11.9%	11.9%
摊薄EPS增速	0.0%	0.0%	52.2%	11.9%	11.9%
<b>估值 (倍)</b>					
目标P/E			33.6	30.0	26.8
目标P/S			11.8	10.3	9.2
目标P/B			10.5	8.6	7.1

E=浦银国际预测

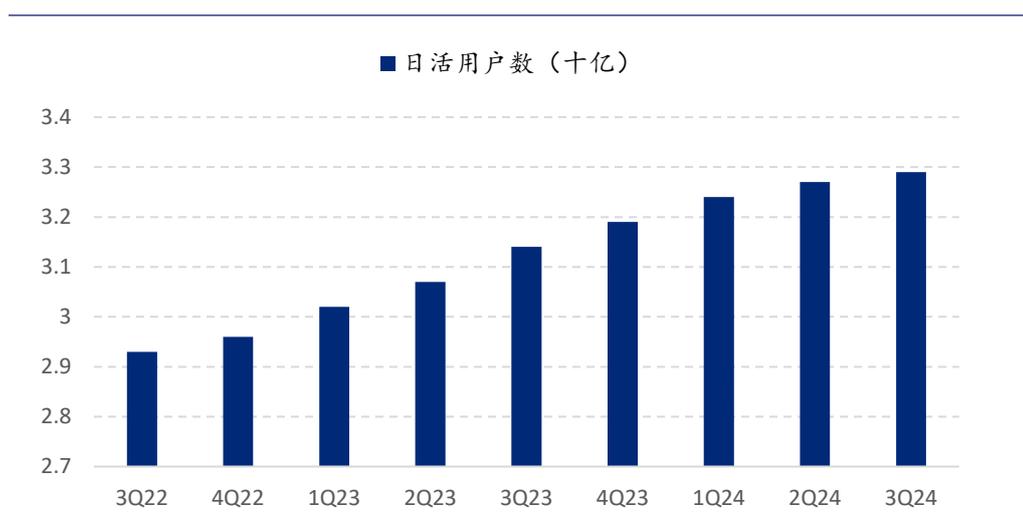
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# Meta (META.US): 看 AI “疗效”，也看广告

## 高筑社交护城河，广告基本盘焕发生机

Meta 依靠其庞大的用户基础的社交平台，高筑护城河。Meta 是全球最大的社交媒体平台，截至 2024 年 9 月，Meta 的日活跃用户达到 32.9 亿，Meta 的 App 家族包括 Facebook、Instagram、Messenger 和 WhatsApp。新产品 Threads，被视为 Twitter 的竞品，于 2023 年 7 月上线，目前月活跃用户数也已达到 2.75 亿。公司依托庞大用户基础及强社交粘性，构建护城河，通过广告模式变现，广告贡献公司总收入 98%。

图表 43: Meta 日活用户



资料来源：公司资料、浦银国际

受美国大选和体育赛事拉动，2024 为强广告周期，2025 大盘或相对稳健。广告是宏观经济的晴雨表，与经济周期性息息相关。根据 eMarketer 预测，美国 2024 年数字广告市场增幅将达 10.6%。另据 Cognitive Market Research 预测，美国数字广告市场规模 2024-2031 年复合增速为 7%，全球数字广告市场规模 2024-2031 年复合增速为 9%。

我们看好 Meta 广告收入增速持续跑赢大盘，市场份额继续提升，主要得益于：短视频用户使用时长提升、AI 赋能广告精准营销、海外广告投放需求增加。

## ● 短视频产品 Reels 带来增量

短视频产品 Reels 对广告收入的推动作用显著。Reels 广告收入的增长主要得益于其用户时长增长和参与度的提升，目前主要嵌入 Instagram 和 Facebook 平台，商业化进展迅速。Reels 不仅吸引了大量用户，还显著提升了广告投放的效果。从行业趋势来看，社交媒体短视频广告占比逐渐扩大。目前，TikTok 仍然是美国最受欢迎的短视频平台之一，但受制于地缘政治原因，仍未完全脱离泥沼，而 Meta 旗下的短视频产品 Reels 正虎视眈眈，期望坐收渔翁之利。

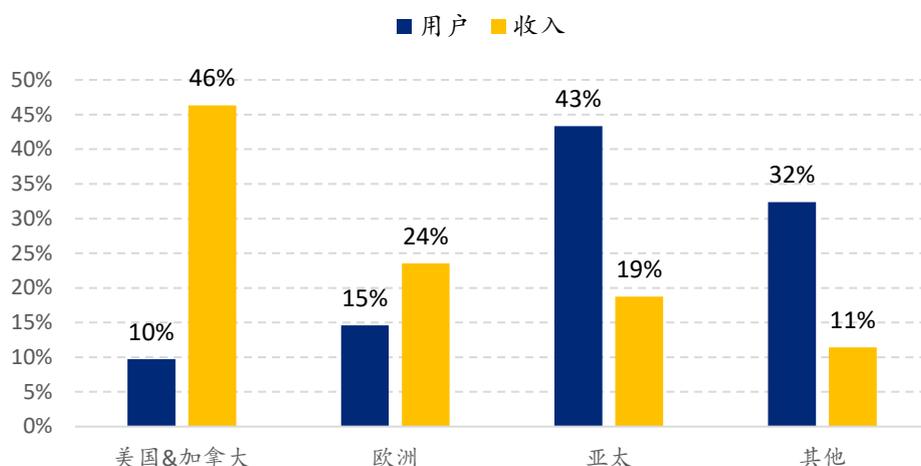
## ● AI 赋能广告精准营销

AI 对于广告赋能显著。Meta 通过 AI 技术不断优化广告投放的精准性和效率，同时提高了用户互动性，有助于提升广告主的投资回报率。2024 年，Meta 通过 AI 优化广告内容推荐，广告效果大幅提升，Meta 的生成式 AI 广告创意工具使得点击率提升 11%，转化率上升 7.6%。

## ● 海外客户营销需求强劲

中国出海客户的广告投放量显著增长。2023 年，来自中国广告主的收入占 Meta 总营收的 10%，主要来自跨境电商和游戏等行业。随着中国企业出海战略的持续推进，我们预计来自中国企业客户的广告投放需求保持强劲，但同时也需注意从 4Q24 开始，低基数影响或逐渐减小。从区域分布来看，4Q23 美国&加拿大和欧洲是 Meta 收入的基本盘，贡献收入约 70%，亚太和世界其他地区是未来增长驱动。目前，亚太用户占比约为 43%。但只贡献了 19% 的收入，仍有很大提升空间。

图表 44: Meta 区域分布 (4Q23)



资料来源: 公司资料、浦银国际

**WhatsApp 货币化率仍有很大空间:** Meta 在社交媒体的广告收入, 大部分来自 Facebook 和 Instagram, 而 WhatsApp 目前拥有超 20 亿月活, 货币化率相对谨慎, 专注于保持用户体验和隐私保护。公司表示将继续在使用率较高的市场(如巴西)扩大 WhatsApp 点击广告的规模, 这在未来还有很大增长空间。

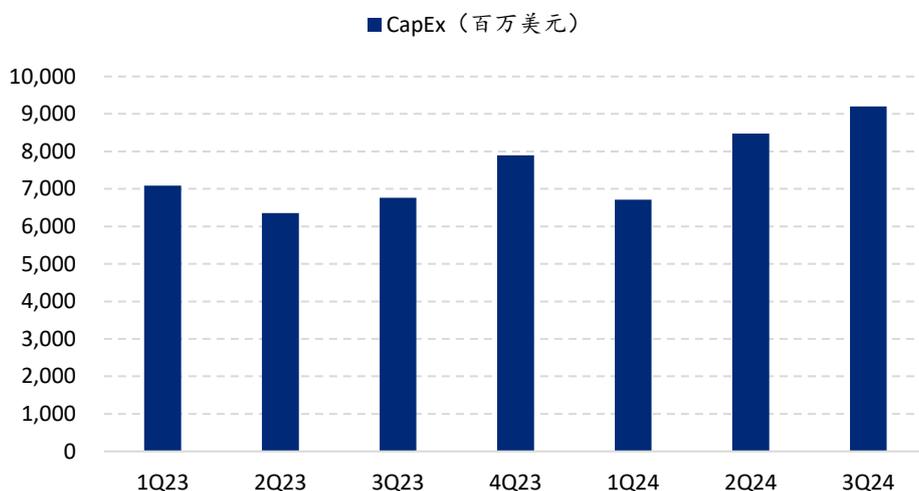
## 另辟蹊径开源模型，加大资本开支

开源模型被寄予厚望。关于大模型“开源还是闭源”，目前仍存有争议，但 Meta 的 Llama 是目前公认的最强开源大模型之一。开源社区的优势在于有助于推动技术更新迭代以及打造更加丰富的产品生态。通过开源战略，Llama 大模型迅速抢占市场份额，跻身第一梯队，并通过低参数优表现和特定领域微调能力构筑竞争优势。目前，Meta 通过 AI 主要赋能内容创作、用户助手、广告推荐、客服等业务领域。

**Meta AI 加速渗透。** Meta AI 是 2023 年 9 月推出的智能聊天助手，能帮助搜信息、回答问题、创作内容等，这使得 Meta AI 快速融入 Meta 的生态系统，为用户提供更加丰富的交互体验。目前，Meta AI 已明确覆盖 43 个国家，月活用户数达 5 亿，仍在保持高速增长，公司认为它有望在今年年底前成为全球使用最广泛的人工智能助手。

**加速资本开支，全面布局 AI。** AI 是公司当前战略重点，将继续加大投入，2024 年的资本支出将在 380 亿至 400 亿美元之间，主要用于服务器、数据中心和网络基础设施的投资。公司表示 2025 年资本开支仍将有显著增长，支持公司的长期增长战略。我们预计公司 2025 年资本开支达到 500 美元。

图表 45: Meta 的 Capex



资料来源：公司资料、浦银国际

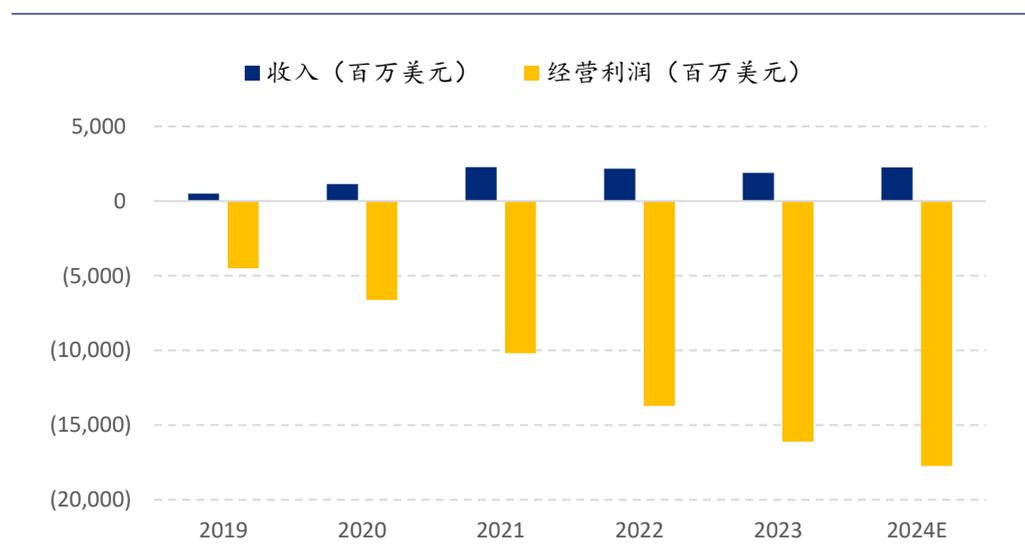
**Meta 入局视频生成赛道。** Meta 于 2024 年 10 月 4 日首次推出 Meta Movie Gen，是目前最先进的媒体基础模型之一。Movie Gen 具有视频生成、个性化视频生成、精确视频编辑和音频生成四大功能。相对于竞品而言，Movie Gen 的创新点在于能直接生成带精准配乐的视频，并且能够根据用户的需求生成不同长宽比的高清视频。

## XR 亏损扩大，价格昂贵的期权

XR 业务亏损仍在扩大，爆发或仍需等待。对于 Meta 而言，AI 是当前最重要的战略方向，这在一定程度上稍微放缓了在 XR 领域的投入力度，但 XR 仍被视为长期方向之一。XR 业务今年预计亏损约 180 亿美元，从 2020 年起，已累计亏损约 600 亿美元。

我们认为，XR 业务的大规模爆发仍需等待，主要由于 XR 技术上有待完善，内容生态相对匮乏，而相对于并不太亲民的价格，性价比不高，因此其仍被当做是“高档玩具”。Meta 希望打造一个沉浸式虚拟社交的元宇宙，但可能不会那么快到来。

图表 46: Meta 的 XR 业务每年收入&亏损

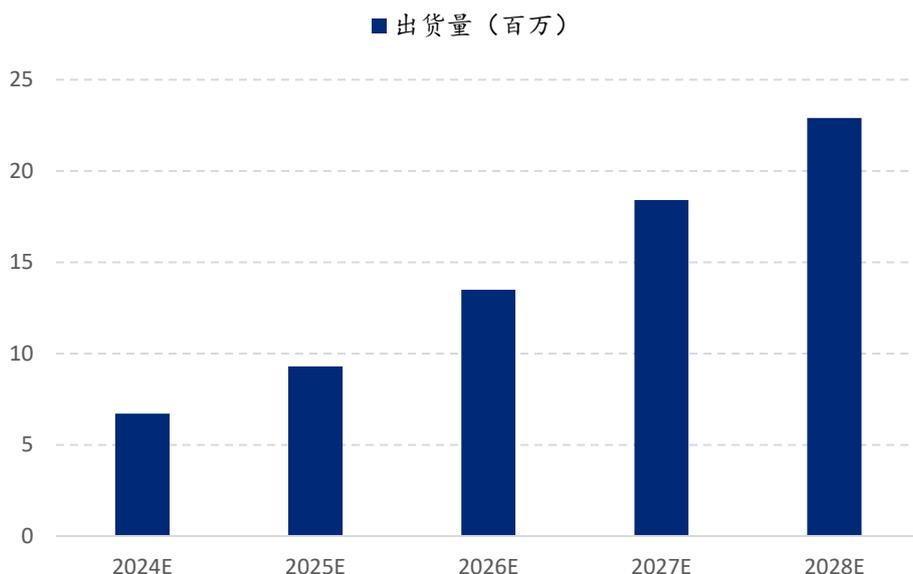


E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

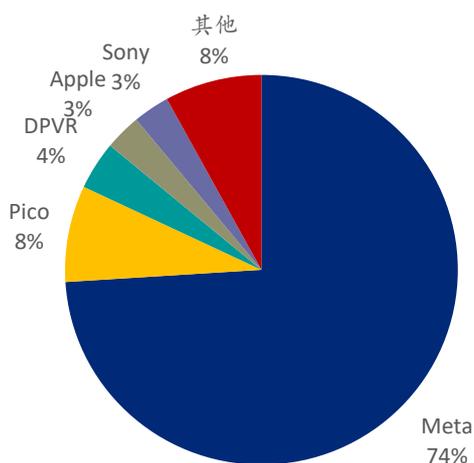
**Meta 是全球 XR 市场领导者。**根据 IDC 发布的全球增强现实和虚拟现实头显季度跟踪报告显示,预计行业出货量将从 2024 年的 670 万台增长到 2028 年的 2290 万台,年均复合年增长率为 36.3%。另外,根据 Counterpoint 的数据,Meta 在 XR (VR 和 AR) 领域一直是全球领导者,2024 年第二季度约占 74% 市场份额,位居第一。

**图表 47: 全球 AR/VR 出货量**



资料来源: IDC 预测、浦银国际

**图表 48: Meta 全球 XR 市场份额 (2Q24)**



资料来源: Counterpoint、浦银国际

**XR 业务产品矩阵，仍在逐步完善：**Reality Labs 的收入目前主要依赖于 Quest 系列 VR 头戴设备和 Ray-Ban Meta 智能眼镜的销售。但整体收入占比很低，不到 2%。Meta 今年的三款新产品包括头显 Quest3S、AR 眼镜 Orion（尚未量产）和 AI 眼镜 Ray-Ban Meta。

Quest3S 主要定位于入门级头显，通过低价和苹果的 Vision 相竞争。Meta Quest 3S 售价 299.99 美元，与去年同期 Quest 3 相比，降低 200 美元。作为一款廉价 VR 眼镜，Quest 3S 以低价带动 VR 眼镜普及。

AR 眼镜 Orion 作为前沿概念产品，并不对外开售。Orion 无法完全单独工作，需要搭配一个腕带、一个计算主体进行协同。从功能上看，根据演示视频，戴上 Orion，可以刷网页、看短剧，听音乐、接视频电话，玩一些简单的 3D 游戏。目前 Orion 眼镜仅用作演示和内部开发套件，大约仅生产 1000 副，并不对外开售。据 Meta 介绍，每副眼镜的生产成本大约 1 万美元（约人民币 7 万元），二代版本将于未来几年推出。

Ray-Ban Meta 二代 AI 眼镜。功能上增加了 AI，实现实时人工智能图像识别功能等，用户还可以通过眼镜扫描二维码并拨打视线中看到的电话号码。Ray-Ban Meta 支持类似智能手机的提醒功能，加入实时语言翻译，以及音乐流媒体应用程序的集成等。

**图表 49：Quest 3S**



资料来源：公司资料、浦银国际

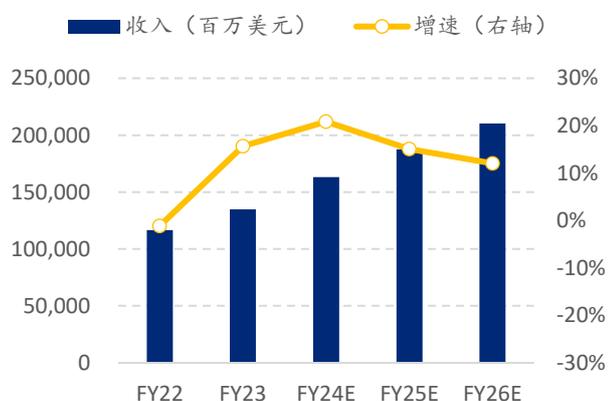
**图表 50：Ray-Ban Meta**



资料来源：公司资料、浦银国际

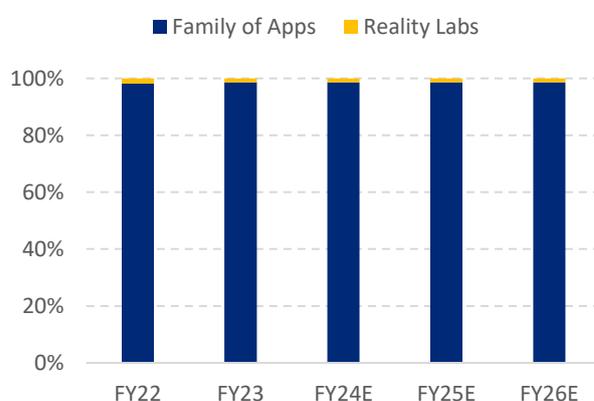
# 财务分析及预测

图表 51: Meta 收入预测



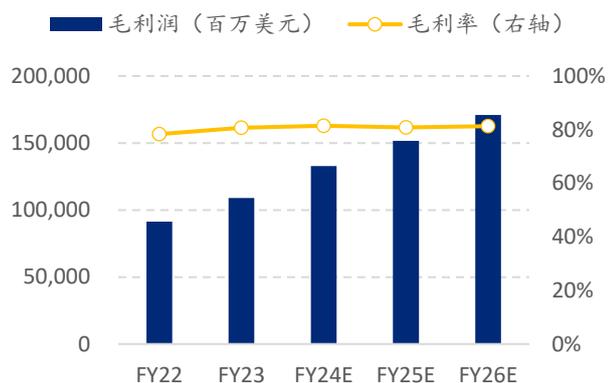
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 52: Meta 分部业务收入占比预测



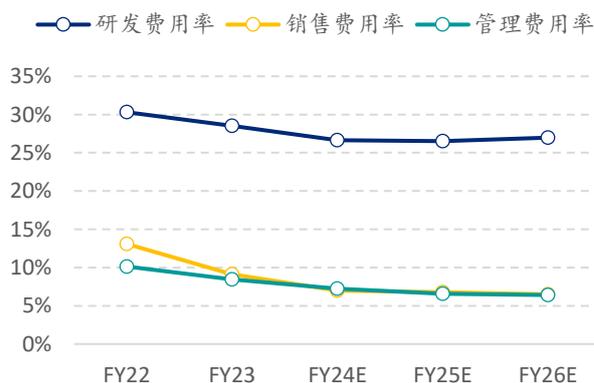
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 53: Meta 毛利润预测



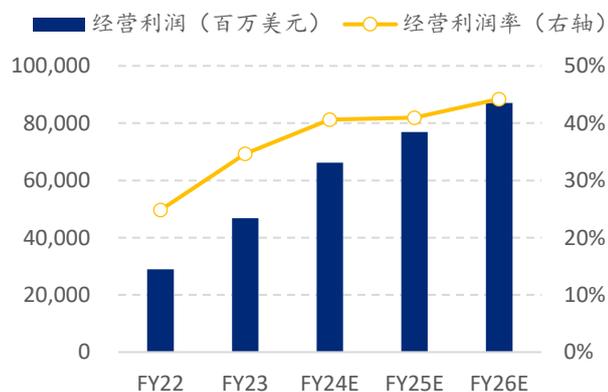
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 54: Meta 营业费用率预测



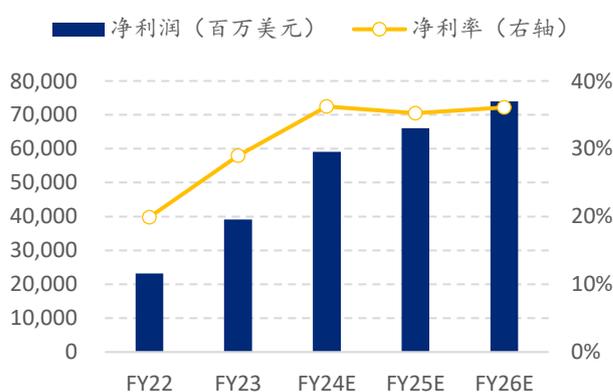
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 55: Meta 经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 56: Meta 净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

# 估值分析与预测

## 首予“买入”评级，目标价 763 美元

我们看好公司社交护城河依然稳固，广告业务显著受益于 AI 赋能，首予“买入”评级。由于广告收入贡献公司总收入的 98% 以上，我们采用市盈率对 Meta 进行估值，参考可比公司估值，目标价 763 美元，对应 FY25E/FY26E 30x/27x P/E。若扣除 XR 业务亏损，则对应 FY26E 市盈率为 22x。

图表 57：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E (市盈率)			P/S (市销率)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
MSFT US Equity	Microsoft	3,252,166	437.4	35.5	31.7	27.3	12.5	11.0	9.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,144,725	176.1	21.4	19.2	16.5	7.3	6.2	5.6
AMZN US Equity	Amazon	2,293,955	218.2	34.2	30.6	25.6	3.6	3.2	2.9
META US Equity	Meta	1,550,036	613.8	26.4	23.5	20.7	9.5	8.3	7.4
ORCL US Equity	Oracle	521,486	188.2	31.6	28.0	24.2	9.4	8.4	7.4
SAP US Equity	SAP	311,561	253.6	53.3	36.8	27.4	8.7	7.9	7.0
CRM US Equity	Salesforce	352,052	367.9	37.1	33.2	29.7	9.3	8.6	7.9
ADBE US Equity	Adobe	236,163	536.5	29.1	25.9	22.9	10.9	9.8	8.9
<b>平均</b>				<b>33.6</b>	<b>28.6</b>	<b>24.3</b>	<b>8.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.1</b>

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 12 月 4 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：浦银国际目标价：Meta (META.US)



注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘

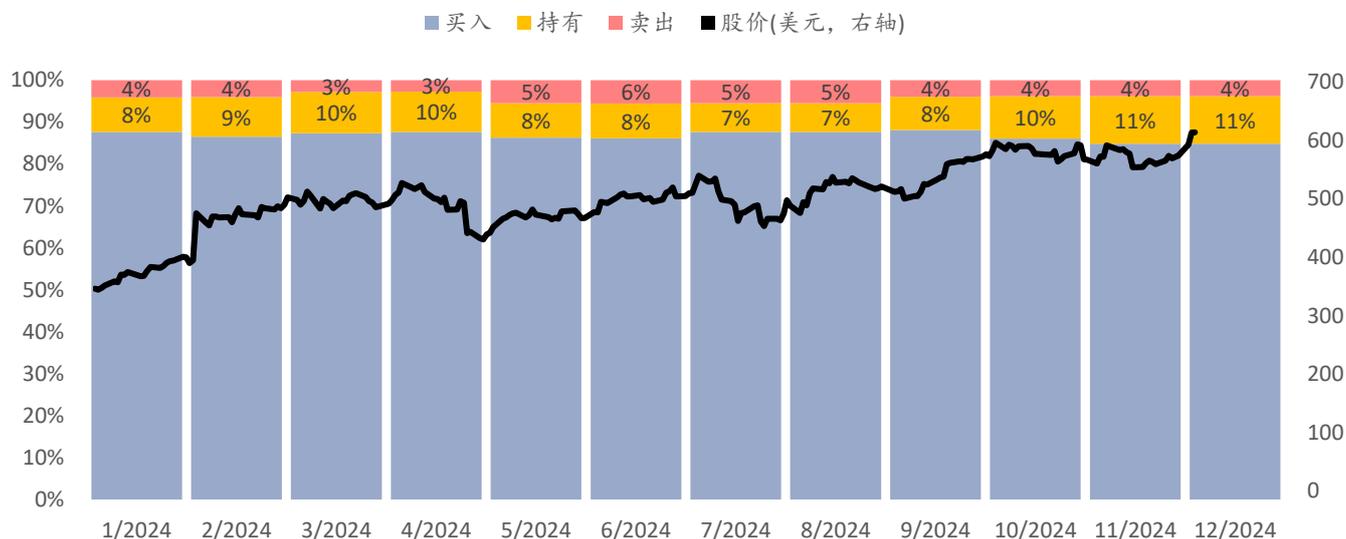
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

## 投资风险

- 用户增长不及预期,若整体用户增速明显下滑,或影响公司的整体流量;
- 投入加大或导致利润下滑,公司表示将持续加大投入,可能对短期利润率带来波动;
- 行业竞争加剧,目前短视频竞争依然激烈,或带来一定不确定性;
- 人工智能对于业务增长推动不及预期,AI前期投入可能需要一定时间,不能及时推动公司广告业务的正面反馈;
- 反垄断政策监管风险。

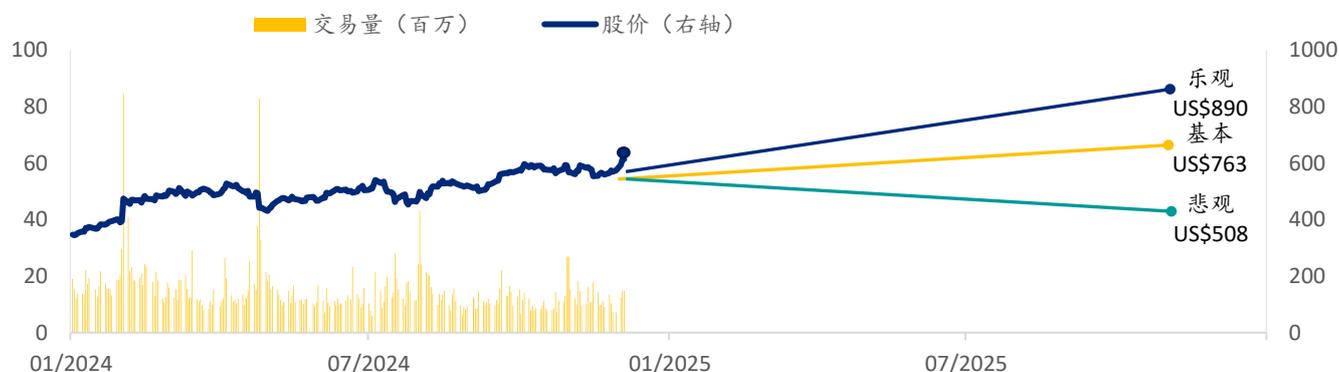
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 59: 市场普遍预期: Meta (META.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 60: SPDBI 情景假设: Meta (META.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期 (概率: 20%)	悲观情景: 公司收入利润不及预期 (概率: 20%)
目标价: 890 美元	目标价: 508 美元
<ul style="list-style-type: none"> <li>广告增长优于预期;</li> <li>XR 业务增长优于预期;</li> <li>AI 商业化加速。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>广告业务增长不及预期;</li> <li>投入加大导致利润率不及预期;</li> <li>AI 商业化进度不及预期。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际预测

图表 61: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	84.00	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	84.93	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	142.40	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	35.73	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	98.71	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.26	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	18.94	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.90	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.45	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	403.20	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	90.79	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	141.70	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	150.00	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.17	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.28	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	24.00	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.80	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.61	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.28	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	12.13	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	165.20	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	47.30	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.64	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.56	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.80	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.60	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.98	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.92	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	117.41	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	26.34	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	437.42	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	373.70	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	218.16	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	174.37	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	176.09	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	613.78	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交

注: 股价截至 2024 年 12 月 4 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际



# Amazon (AMZN.US): 守擂之战，胜算几何？

我们首次覆盖 Amazon (亚马逊, AMZN.US)，给予“买入”评级。亚马逊是全球最大的电商龙头和云计算领导者。公司凭借自建物流仓储，高筑护城河，Prime 会员体系提升用户粘性，竞争优势依然显著。云业务 AWS 全球市占率第一，AI 收入贡献持续提升，盈利能力强劲，利润率屡创新高 (3Q24: 38%)。目标价为 263 美元，潜在升幅 21%。

- 中国电商出海，对亚马逊带来多大影响？** 亚马逊是全球最大的电商平台，2023 年在美国电商的市场份额约 37.6%，位居第一。亚马逊凭借自建物流仓储，构建护城河，Prime 会员体系进一步提升用户粘性，电商收入约占公司总收入的八成。根据 Statista，美国电商行业未来五年 (2024E-2029E) 年均复合增速预计为 9%，电商渗透率或将持续提升。近两年，以 Temu 为代表的中国跨境电商高歌猛进，依靠低价优势快速打开美国中低端消费市场，一定程度上加剧了美国电商市场竞争，但尚未威胁到亚马逊的基本盘，市场定位和目标用户存在明显差异。我们预计公司 2025 年电商收入同比增长 9%。
- AWS 能否捍卫全球云计算霸主地位？** 亚马逊旗下 AWS 是云基础设施的全球领导者，2024 年第二季度全球市场份额为 33%，其次为微软 Azure 的 20% 和谷歌云的 10%。而从收入增速 (3Q24) 来看，AWS 增速 19%，落后于两者。我们认为 AI 将是决定云计算市场份额争夺的关键点，亚马逊 AI 起步稍晚，正在发力追赶。AWS 盈利能力强劲，是公司主要利润来源，受益于规模效应，AWS 利润率持续改善，至 38%，营业利润贡献占比约 60%。公司预计 2024 年的资本支出将达到约 750 亿美元，环比持续增加。我们预计 AWS 2025 年收入同比增长 19%，经营利润同比增长 14%。
- 首予“买入”评级，目标价为 263 美元：** 我们看好亚马逊在全球电商和云计算的领导者地位，护城河依然稳固，AI 投入或进一步巩固龙头地位。首予“买入”评级。我们采取分部估值法，得到目标价 263 美元，对应 FY25E/FY26E 39x/35x P/E。
- 投资风险：** AI 落地不及预期；投入加大或导致利润下滑；电商行业竞争加剧；反垄断监管风险。

图表 62: 盈利预测和财务指标

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	513,983	574,785	637,395	705,710	778,240
经营利润	12,248	36,852	66,206	85,837	100,004
净利润	(2,722)	30,425	54,297	71,489	81,003
目标 PE (x)			51.9	39.4	34.7

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 12 月 6 日

## Amazon (AMZN.US)

目标价 (美元)	263
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (美元)	218.2
52 周内股价区间 (美元)	143.13-220
总市值 (百万美元)	2,293,955
近 3 月日均成交额 (百万)	7,465

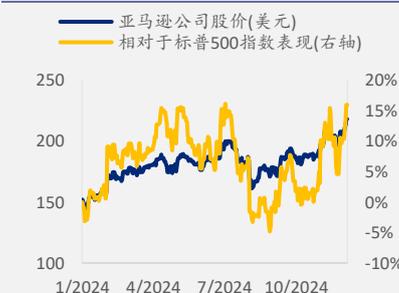
注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘价

## 市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



## 财务报表分析与预测

### 利润表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>收入</b>	<b>513,983</b>	<b>574,785</b>	<b>637,395</b>	<b>705,710</b>	<b>778,240</b>
收入成本	(288,831)	(304,739)	(326,626)	(353,164)	(385,229)
<b>毛利润</b>	<b>225,152</b>	<b>270,046</b>	<b>310,769</b>	<b>352,546</b>	<b>393,011</b>
研发费用	(73,213)	(85,622)	(89,313)	(100,473)	(110,510)
销售费用	(42,238)	(44,370)	(44,263)	(47,485)	(52,142)
管理费用	(11,891)	(11,816)	(11,772)	(12,895)	(13,619)
其他费用	(84,299)	(90,619)	(98,627)	(105,857)	(116,736)
<b>经营利润</b>	<b>12,248</b>	<b>36,852</b>	<b>66,206</b>	<b>85,837</b>	<b>100,004</b>
其他利润	(16,806)	938	(2,718)	-	-
<b>税前利润</b>	<b>(5,936)</b>	<b>37,557</b>	<b>65,081</b>	<b>85,837</b>	<b>100,004</b>
所得税	3,217	(7,120)	(10,703)	(14,348)	(19,001)
<b>净利润</b>	<b>(2,722)</b>	<b>30,425</b>	<b>54,297</b>	<b>71,489</b>	<b>81,003</b>

### 现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>(2,722)</b>	<b>30,425</b>	<b>54,297</b>	<b>71,489</b>	<b>81,003</b>
折旧及摊销	41,921	48,663	53,214	58,892	65,697
其他调整项	25,847	18,848	28,305	29,099	32,177
营运资金变动	(18,294)	(12,990)	(3,188)	(3,530)	(3,893)
<b>经营现金流</b>	<b>46,752</b>	<b>84,946</b>	<b>132,628</b>	<b>155,950</b>	<b>174,983</b>
固定资产	(58,321)	(48,133)	(75,000)	(85,000)	(90,000)
收购	(8,316)	(5,839)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资现金流	29,036	4,139	2,000	2,000	2,000
<b>投资现金流</b>	<b>(37,601)</b>	<b>(49,833)</b>	<b>(78,000)</b>	<b>(88,000)</b>	<b>(93,000)</b>
债务	15,718	(15,879)	(10,000)	(8,000)	(8,000)
股份及股息	(6,000)	-	-	-	-
其他融资现金流	-	-	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>9,718</b>	<b>(15,879)</b>	<b>(10,000)</b>	<b>(8,000)</b>	<b>(8,000)</b>
汇率变动影响	(1,093)	403	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>17,776</b>	<b>19,637</b>	<b>44,628</b>	<b>59,950</b>	<b>73,983</b>
年初现金及现金等价物	36,477	54,253	73,890	118,518	178,468
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>54,253</b>	<b>73,890</b>	<b>118,518</b>	<b>178,468</b>	<b>252,452</b>

### 资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	53,888	73,387	118,015	177,965	251,949
应收款项	42,360	52,253	61,510	71,760	83,063
短期投资	16,138	13,393	11,393	9,393	7,393
其他流动资产	34,405	33,318	31,765	30,086	28,254
<b>流动资产合计</b>	<b>146,791</b>	<b>172,351</b>	<b>222,683</b>	<b>289,204</b>	<b>370,659</b>
固定资产	186,715	204,177	225,963	252,071	276,374
无形资产	20,288	22,789	27,789	32,789	37,789
其他非流动资产	108,881	128,537	128,537	128,537	128,537
<b>非流动资产合计</b>	<b>315,884</b>	<b>355,503</b>	<b>382,289</b>	<b>413,397</b>	<b>442,700</b>
<b>资产总计</b>	<b>462,675</b>	<b>527,854</b>	<b>604,972</b>	<b>702,601</b>	<b>813,359</b>
应付账款	79,600	84,981	91,050	97,770	105,180
预收收入	13,227	15,227	15,227	15,227	15,227
其他流动负债	62,566	64,709	64,709	64,709	64,709
<b>流动负债合计</b>	<b>155,393</b>	<b>164,917</b>	<b>170,986</b>	<b>177,706</b>	<b>185,116</b>
长期借款	67,150	58,314	48,314	40,314	32,314
其他非流动负债	94,089	102,748	102,748	102,748	102,748
<b>非流动负债合计</b>	<b>161,239</b>	<b>161,062</b>	<b>151,062</b>	<b>143,062</b>	<b>135,062</b>
<b>负债总计</b>	<b>316,632</b>	<b>325,979</b>	<b>322,048</b>	<b>320,768</b>	<b>320,178</b>
<b>权益总额</b>	<b>146,043</b>	<b>201,875</b>	<b>282,924</b>	<b>381,833</b>	<b>493,181</b>

### 主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	9.4%	11.8%	10.9%	10.7%	10.3%
毛利润增速	14.0%	19.9%	15.1%	13.4%	11.5%
经营利润增速	-50.8%	200.9%	79.7%	29.7%	16.5%
净利润增速	NM	NM	78.5%	31.7%	13.3%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	43.8%	47.0%	48.8%	50.0%	50.5%
经营利润率	2.4%	6.4%	10.4%	12.2%	12.9%
净利率	-0.5%	5.3%	8.5%	10.1%	10.4%
<b>每股指标 (美元)</b>					
基本EPS	-0.3	3.0	5.2	6.8	7.7
摊薄EPS	-0.3	2.9	5.1	6.7	7.6
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速			75.1%	31.7%	13.5%
摊薄EPS增速			74.4%	31.7%	13.5%
<b>估值 (倍)</b>					
目标P/E			51.9	39.4	34.7
目标P/S			4.3	3.9	3.5
目标P/B			9.7	7.2	5.6

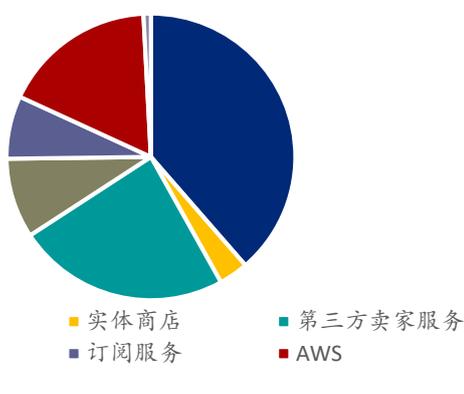
E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# Amazon (AMZN.US): 守擂之战, 胜算几何?

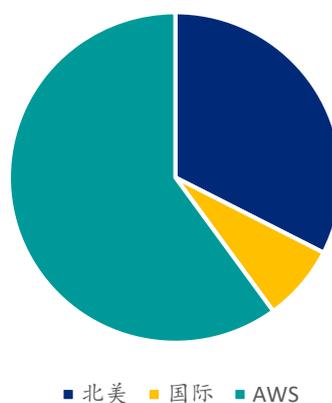
电商+云计算是公司的核心支柱。亚马逊是全球最大的电商平台,也是全球云计算龙头。从公司收入结构(根据3Q24财报)来看,在线商店业务(电商自营板块)是公司最大收入构成(占比39%),其次是第三方卖家服务(24%)和AWS(17%)。如果从经营利润来看的话,AWS贡献营业利润的60%,主要由于AWS的利润率达到38%,远高于电商的5.3%(北美5.9%,国际3.6%)。

图表 63: 收入结构 (3Q24)



资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 64: 利润结构 (3Q24)



资料来源: 公司财报、浦银国际

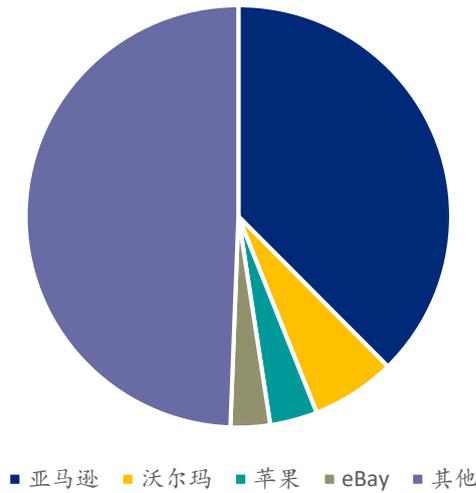
亚马逊的具体业务主要包括以下部分:

1. 网上商店: 亚马逊电商平台自营业务, 为公司主要收入来源;
2. 实体店: 线下实体店销售产品, 包括商超类、医药类等实体零售;
3. 第三方卖家服务: 向第三方卖家提供的交易展示、产品推广、物流履约等平台服务, 并从中收取销售佣金、FBA 运费及相关服务费。
4. 广告服务: 向第三方卖家、供应商、出版商等提供广告推广服务;
5. 订阅服务: 从亚马逊 Prime 会员和其他数字产品中收取的定期费用;
6. Amazon Web Services (AWS): 提供云计算服务, 如计算、存储、网络等。

# 全球电商龙头：中国电商出海带来冲击？

**市场份额：**稳居龙头，自建物流仓储+会员体系打造护城河。根据 Statista 的数据，2023 年亚马逊在美国电商市场的份额为 37.6%，位居第一，其次为沃尔玛的 6.4%。亚马逊多年来稳居龙头，其自建物流仓储提供即时快速配送服务，高筑护城河，而 Prime 会员体系也进一步提升了用户粘性。

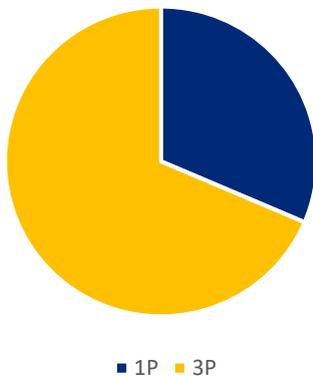
图表 65：美国电商市场份额（2023）



资料来源：Statista、浦银国际

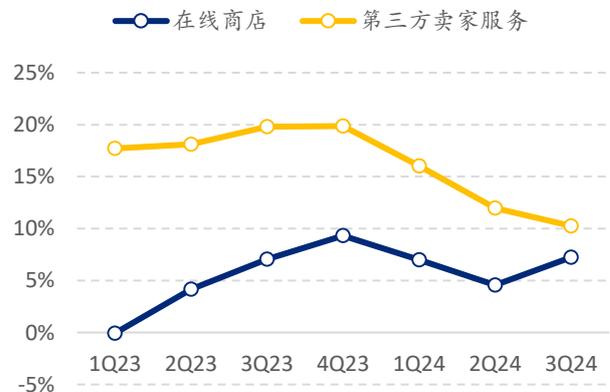
**商业模式：**亚马逊平台兼具自营模式（1P）及平台模式（3P）。目前 3P 的 GMV 占主体，1P 模式为主要收入来源。据 Marketplace Pulse 数据，2023 年亚马逊 1P 和 3P GMV 分别占比约 31%和 69%。收入端来看，3Q24 线上商店销售收入占比为 39%；3P 卖家服务收入增长迅猛，收入比重提升至 24%。

图表 66：1P vs 3P GMV 占比（2023）



资料来源：Marketplace Pulse、浦银国际

图表 67：1P vs 3P（同比增速）

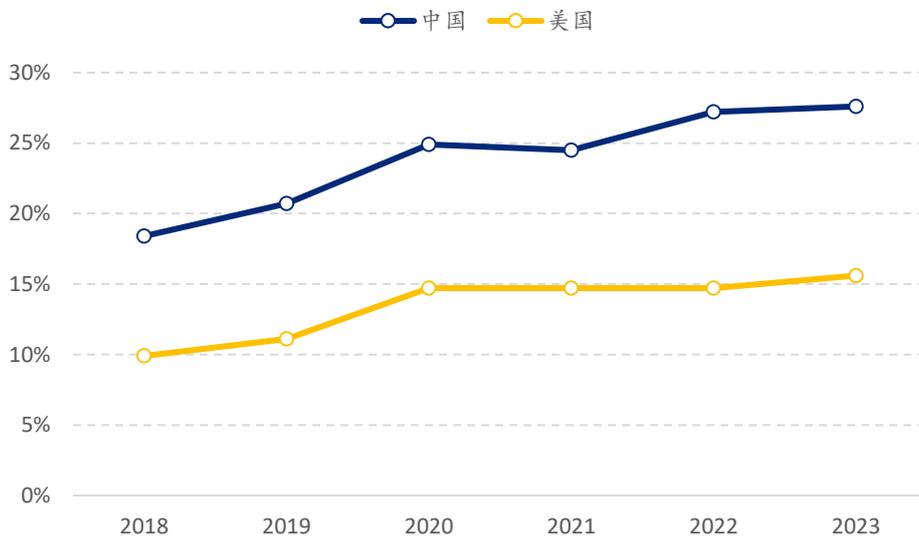


资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 中美电商行业差异

美国电商渗透率低于中国，物流成本是主要影响因素之一。2023 年，美国网络零售额占零售总额比重为 15.6%，低于我国电商渗透率（27.6%）。这主要是由于地理环境及人口密度差异导致美国物流配送效率相对较低，而人力贵又导致物流履约成本更高，尤其是最后一公里。此外，美国线下实体零售业发展更为成熟，较为便捷。品牌独立站也是美国电商市场的重要组成部分，独立站主要满足品牌需求度更高的用户；而综合电商平台则提供更加丰富的商品选择。

图表 68：中美电商渗透率比较



资料来源：国家统计局、eMarketer、浦银国际

**亚马逊 3P 佣金率明显高于中国电商平台：**亚马逊 3P 商品佣金率主要集中在 8%~15%。而国内电商平台的佣金率普遍较低（不到 5%），国内平台电商竞争格局较为分散，并长期维持激烈的竞争态势，电商平台通过降低佣金模式来吸引商家和消费者。

## ● 中国跨境电商出海影响？

自 2022 年 9 月，Temu 依靠低价优势快速打开美国中低端消费市场，从当前市场竞争来看，Temu 增速较快，但在交易额体量方面，差距较大。根据我们测算，Temu 2023 年 GMV 约 140 亿美元，2023 年亚马逊总 GMV 在 7000 亿美元，是 Temu 的 50 倍。此外，两者在市场定位、目标客群和履约时效等方面存在较大差异。

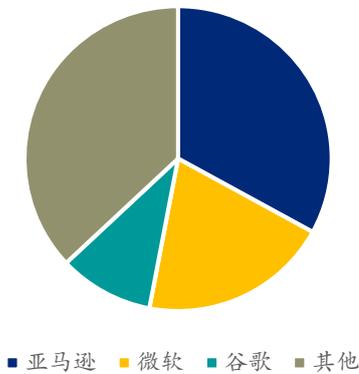
**亚马逊和 Temu 在市场定位上有存在明显差异。**亚马逊以提供多样化的商品选择和高效的物流服务为主要市场定位，面向全方位的消费群体，更加注重消费者的购物体验 and 用户满意度。而 Temu 的市场定位主要以超低价吸引中低收入消费群体，更强调性价比。Temu 在价格方面更受欢迎，而亚马逊在物流速度和产品种类方面更胜一筹。此外，Temu 与亚马逊都拥有大量中国卖家，在货源及第三方卖家方面存在较高重叠度。根据 Marketplace Pulse 测算，中国卖家几乎占据了美国亚马逊头部卖家的 50%，并且可能贡献了接近一半的第三方 GMV。

**物流履约是亚马逊核心优势：**面对 Temu 低价竞争，亚马逊也推出多项优惠措施吸引消费者，但整体仍然以保障用户体验优先。自建仓储物流的护城河短时期难以被挑战，“多、快、好”的竞争优势依然突出。Temu 在全托管模式下的物流时效大致为 7 到 10 天，而亚马逊仅需 2 至 5 天，而对于 Prime 会员而言，甚至能实现 2 日内送达。

# 云计算领导者：能否捍卫云计算霸主地位？

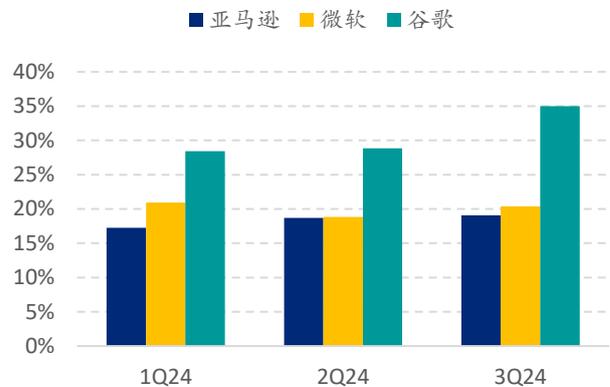
亚马逊 AWS 是云基础设施的全球领导者。亚马逊 AWS 是全球最全面、应用最广泛的云服务提供商之一，拥有数百万客户，提供超过 200 项功能齐全的服务，从计算、存储和数据库等基础设施技术，到机器学习、人工智能、数据湖和分析以及物联网等新兴技术。亚马逊 AWS 在 2024 年第二季度的市场份额为 33%，微软 Azure 和谷歌云紧随其后，市场份额分别为 20% 和 10%。但从云业务收入增速来看（根据 3Q24 财报），谷歌云增速最快，同比增长 35%；其次是微软云的 20%（Azure 为 33%），以及 AWS 的 19%。

图表 69：全球云计算市场份额（2Q24）



资料来源：Canalys、浦银国际

图表 70：全球云计算龙头收入增速对比



资料来源：公司资料、浦银国际

## ● AWS 能否捍卫住市场份额？

我们认为，AI 将是决定市场份额争夺的关键因素。亚马逊由于发力 AI 稍晚，导致短期增速相对落后，正在发力追赶。目前 AWS AI 业务收入数十亿美元，同比增速达到三位数。美国“三朵云”的各自特点如下：

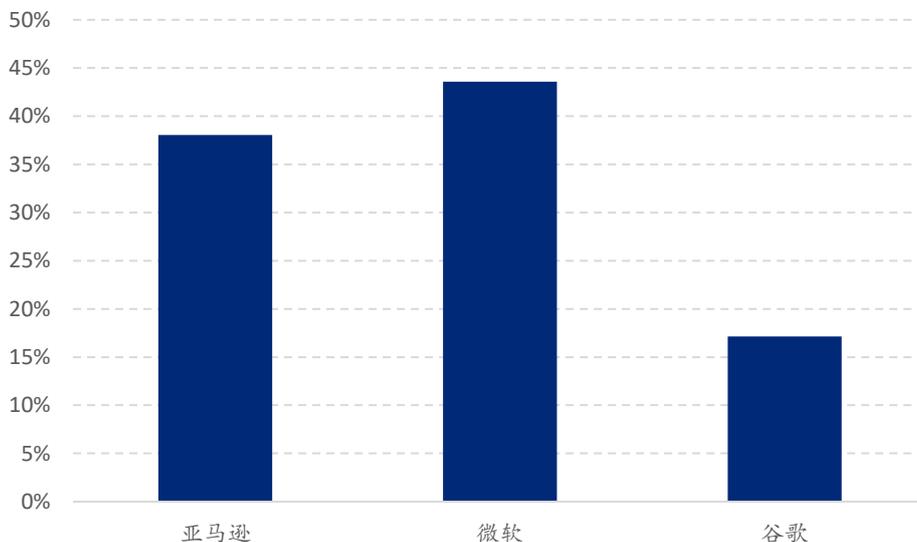
- AWS 的优势在于其服务的广泛性和成熟的生态系统。AWS 的 IaaS 关键性能领先，功能更加丰富灵活。此外，AWS 在数据传输速度和稳定性上更具优势，客户覆盖类型更加全面。
- 微软 Azure 提供全面的大数据平台，提供集成的解决方案来处理、分析和获得洞察力。Azure 的优势在于其与企业级应用的良好兼容性，尤其是对于依赖 Microsoft 生态系统的企业而言。
- Google Cloud Platform (GCP) 的特点在于其先进的机器学习和 AI 工具，可以帮助企业在大数据中发掘更深层次的洞察。目前，GCP 市场份额上较小，可能影响其在特定区域的合作伙伴和支持网络。

## ● 中美云厂商利润率差异明显

在美国云服务商中,亚马逊 AWS 和微软 Azure 利润率长期维持在 30% 以上,而国内云服务商目前则刚刚实现盈亏平衡。AWS 也是亚马逊营业利润的主要来源,3Q24 贡献约六成营业利润,经营利润率达到 38%。中美云厂商的利润率差异主要由于:

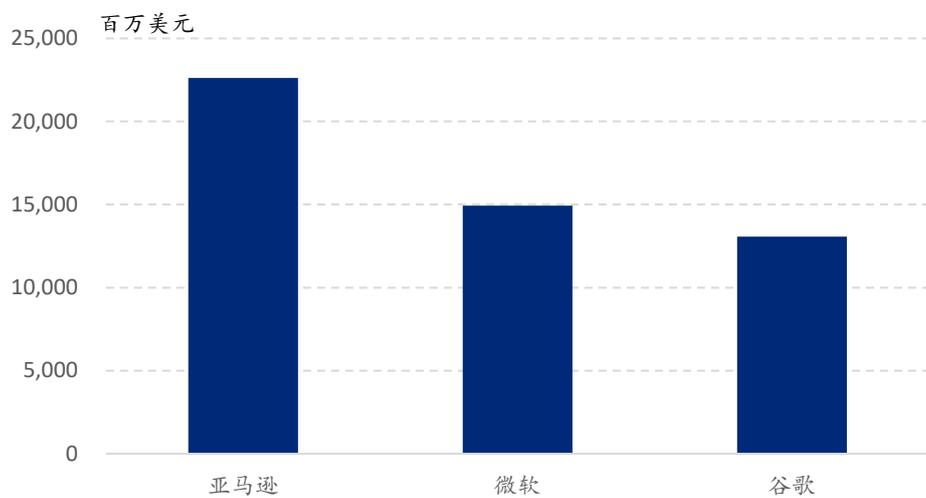
- 1) 以 AWS 为代表的美国云厂商起步较早,占据先发优势,使得 AWS 能够建立庞大的基础设施,后期实现规模经济,单位成本会显著下降。
- 2) 产品构成差异:云计算服务可以简单分为公有云、混合云,私有云三大类。我国目前私有云占比仍达 43%;而美国以公有云为主,占比接近 70%。公有云可以通过标准化更好地实现规模效益。
- 3) 成本结构差异:IDC 是云业务的主要成本之一,包括带宽以及机架成本,国内云厂商需要缴纳巨额带宽使用费给运营商,而海外云厂商可以自建网络,降低成本。

图表 71: 全球云计算龙头的利润率对比 (3Q24)



资料来源: 公司资料、浦银国际

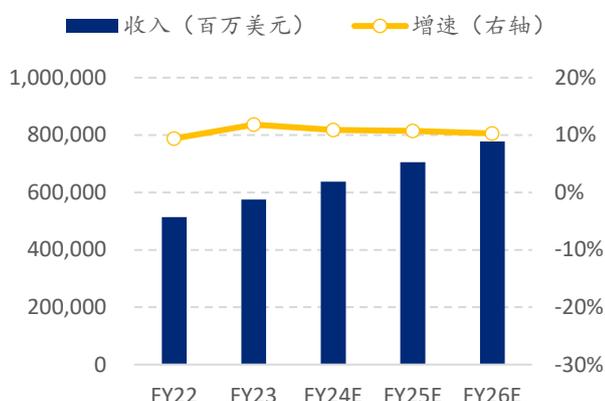
图表 72：全球云计算龙头的资本开支比较（3Q24）



资料来源：公司资料、浦银国际

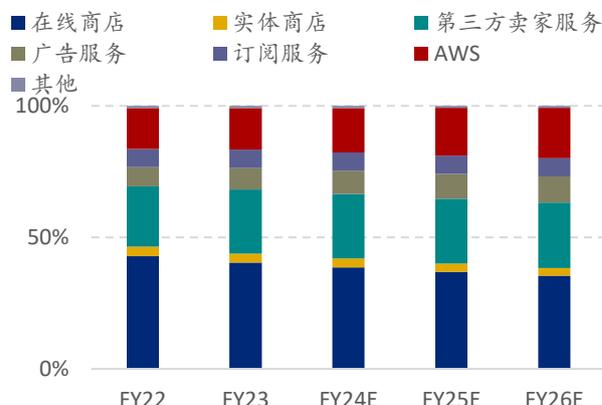
# 财务分析及预测

图表 73: 亚马逊收入预测



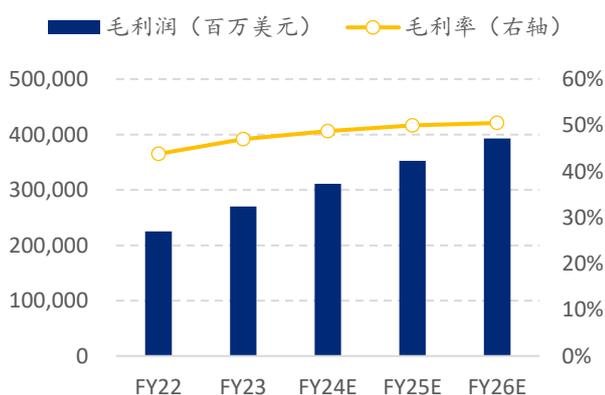
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 74: 亚马逊分部业务收入占比预测



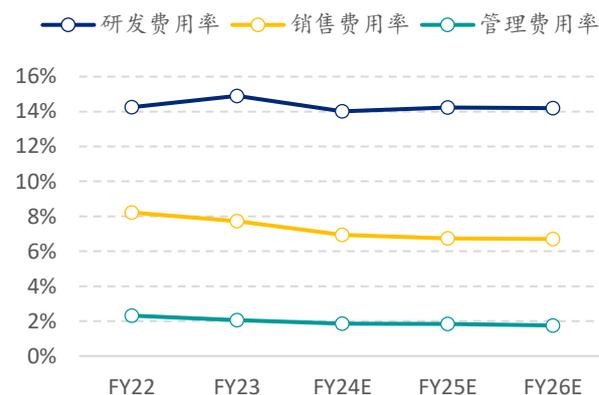
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 75: 亚马逊毛利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 76: 亚马逊营业费用率预测



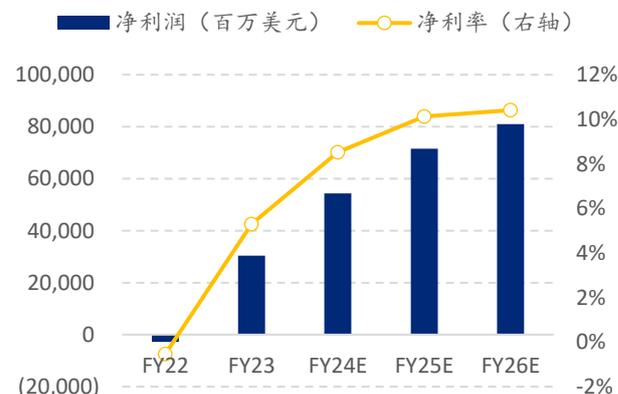
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 77: 亚马逊经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 78: 亚马逊净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

# 估值分析与预测

## 首予“买入”评级，目标价 263 美元

我们使用 SOTP 估值法对亚马逊进行估值，参考可比公司估值，分别给予零售业务/云业务 25x/40x P/E，得到目标价 263 美元，对应 FY25E/FY26E 39x/35x P/E，首次覆盖亚马逊，给予“买入”评级。

图表 79：亚马逊估值-分部加总法

业务 (美元百万)	FY25E 收入	FY25E 经营利润	P/E (x)	估值
零售	577,698	41,033	25	1,025,824
AWS	128,012	44,804	40	1,792,162
<b>市值(美元百万)</b>				<b>2,817,986</b>
<b>股数(百万)</b>				<b>10,735</b>
<b>目标价(美元)</b>				<b>263</b>

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 80：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E (市盈率)			P/S (市销率)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
MSFT US Equity	Microsoft	3,252,166	437.4	35.5	31.7	27.3	12.5	11.0	9.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,144,725	176.1	21.4	19.2	16.5	7.3	6.2	5.6
AMZN US Equity	Amazon	2,293,955	218.2	34.2	30.6	25.6	3.6	3.2	2.9
META US Equity	Meta	1,550,036	613.8	26.4	23.5	20.7	9.5	8.3	7.4
ORCL US Equity	Oracle	521,486	188.2	31.6	28.0	24.2	9.4	8.4	7.4
SAP US Equity	SAP	311,561	253.6	53.3	36.8	27.4	8.7	7.9	7.0
CRM US Equity	Salesforce	352,052	367.9	37.1	33.2	29.7	9.3	8.6	7.9
ADBE US Equity	Adobe	236,163	536.5	29.1	25.9	22.9	10.9	9.8	8.9
<b>平均</b>				<b>33.6</b>	<b>28.6</b>	<b>24.3</b>	<b>8.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.1</b>

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 12 月 4 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 81：浦银国际目标价：Amazon (AMZN.US)



注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘

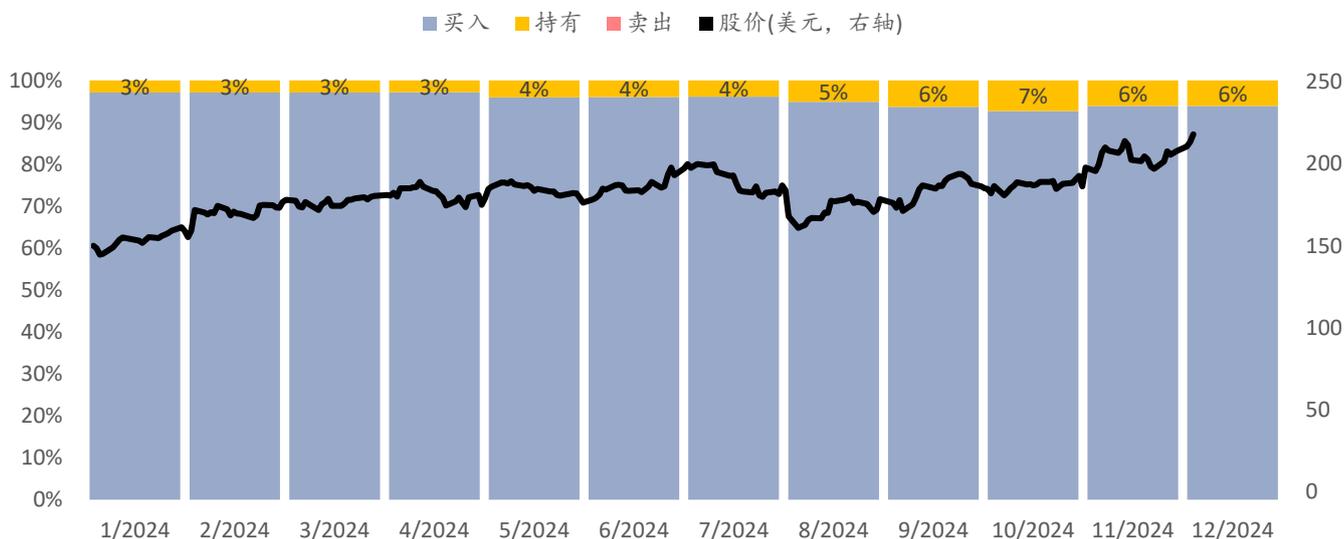
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

## 投资风险

- 投入加大或导致利润下滑，公司表示将持续加大投入，可能对短期利润率带来波动；
- 行业竞争加剧，目前中国电商出海加剧市场竞争，或带来一定不确定性；
- 人工智能对于业务增长推动不及预期，AI 前期投入可能需要一定时间，不能及时推动业绩的正面反馈；
- 反垄断政策监管风险。

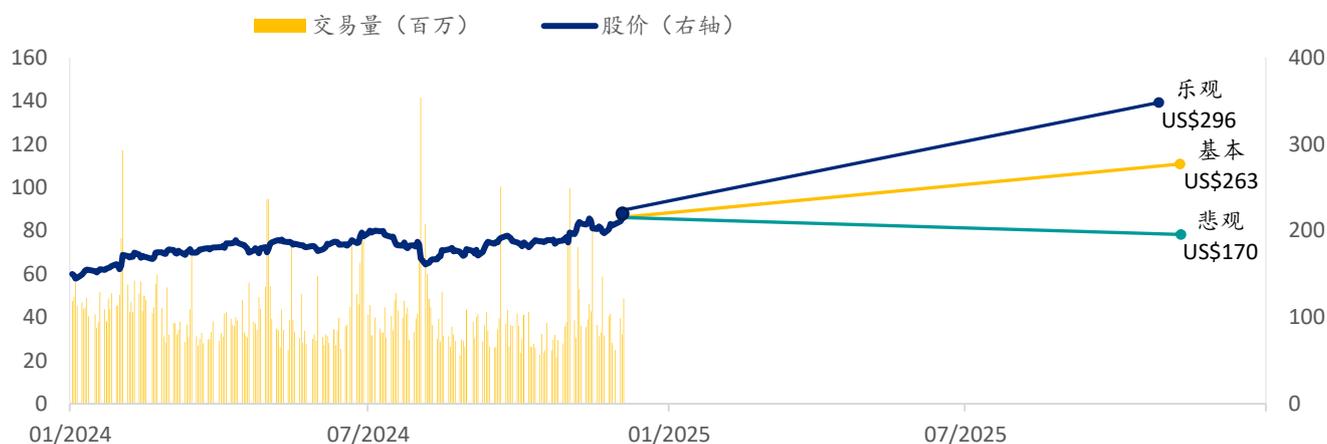
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 82: 市场普遍预期: Amazon (AMZN.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 83: SPDBI 情景假设: Amazon (AMZN.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期  
(概率: 20%)

目标价: 296 美元

- 云业务增长优于预期;
- 利润率持续扩张;
- AI 商业化加速。

悲观情景: 公司收入利润不及预期  
(概率: 20%)

目标价: 170 美元

- 云业务增长不及预期;
- 投入加大导致利润率不及预期;
- AI 商业化进度不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 84：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	84.00	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	84.93	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	142.40	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	35.73	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	98.71	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.26	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	18.94	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.90	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.45	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	403.20	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	90.79	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	141.70	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	150.00	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.17	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.28	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	24.00	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.80	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.61	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.28	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	12.13	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	165.20	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	47.30	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.64	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.56	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.80	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.60	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.98	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.92	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	117.41	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	26.34	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	437.42	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	373.70	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	218.16	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	174.37	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	176.09	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	613.78	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交

注：股价截至2024年12月4日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际



# Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US): 风险尚存，但机会大于风险

我们首次覆盖 Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US)，首予“买入”评级，目标价为 202 美元/202 美元，潜在升幅 16%/15%。

AI 之于搜索，是赋能？还是颠覆？谷歌（贡献母公司 Alphabet 超过 99% 的收入）是全球最大的数字广告平台，2023 年市场占有率约 28%。在当前数字广告中，搜索广告仍是最主要的广告形式之一。竞争格局来看，谷歌搜索市占率全球第一，搜索广告贡献公司一半以上收入。随着 ChatGPT 横空出世，市场担心 AI 是否会取代传统搜索。我们认为，GPT 对于搜索的影响是多方面：一方面，确实存在部分用户转向 GPT，代替传统搜索功能；另一方面，谷歌也在加速 AI 和搜索的融合，提升传统搜索的用户体验。目前看来，GPT “AI 幻觉”问题仍有待完善，可信度有待提升。谷歌在搜索引擎市场份额依然稳固，约九成，传统搜索依然难以被取代。除搜索外，谷歌还拥有相对完善的业务生态，包括浏览器、YouTube、邮箱、安卓系统以及谷歌云等，为 AI 落地提供丰富应用场景。我们预计谷歌服务 2025 年收入 3328 亿美元，同比增长 9%，保持稳健增长。

反垄断诉讼带来不确定性，结果或相对温和：2024 年 10 月，美国司法部考虑要求谷歌出售部分业务 (Chrome)，以解决“非法垄断地位”，此次反垄断诉讼始于 2020 年。Chrome 浏览器是谷歌重要流量入口，对其意义重大，分拆不确定性对短期估值带来压力。按照程序，可重点关注 2025 年 4 月的听证会以及 2025 年 8 月的最终裁决，特朗普或成为关键因素之一。参考过往案例以及特朗普近期表态，最终结果可能会相对温和，例如取消部分独家协议等措施。即使法院采纳分拆建议，谷歌也可通过上诉方式延迟。

首予“买入”评级，目标价为 202 美元。虽然相对于其他美国互联网巨头，谷歌短期面临更高不确定性，但当前低估值已充分反映潜在市场风险。谷歌核心搜索业务龙头地位依然稳固，首予“买入”评级。根据 SOTP 估值，得到目标价 202 美元，对应 FY25E/26E 25x/22x P/E。

投资风险：AI 落地不及预期；投入加大或导致利润下滑；反垄断监管风险；广告需求依赖经济周期。

图表 85：盈利预测和财务指标

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	282,836	307,394	350,326	389,918	432,976
经营利润	74,842	84,293	112,096	123,445	143,748
净利润	59,972	73,795	99,045	101,225	116,436
目标 PE (x)			25.4	24.8	21.6

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2024 年 12 月 6 日

**Alphabet  
(GOOGL.US)**

目标价 (美元)	202
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (美元)	174.4
52 周内股价区间 (美元)	128.2-191.7
总市值 (百万美元)	2,144,725
近 3 月日均成交额 (百万美元)	4,317

注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘价

市场预期区间



**Alphabet  
(GOOG.US)**

目标价 (美元)	202
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (美元)	176.1
52 周内股价区间 (美元)	129-193
总市值 (百万美元)	2,144,725
近 3 月日均成交额 (百万美元)	2,999

市场预期区间



股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>收入</b>	<b>282,836</b>	<b>307,394</b>	<b>350,326</b>	<b>389,918</b>	<b>432,976</b>
收入成本	(126,203)	(133,332)	(146,340)	(163,766)	(179,252)
<b>毛利润</b>	<b>156,633</b>	<b>174,062</b>	<b>203,987</b>	<b>226,153</b>	<b>253,724</b>
研发费用	(39,500)	(45,427)	(49,275)	(56,538)	(59,751)
销售费用	(26,567)	(27,917)	(28,381)	(30,521)	(33,772)
管理费用	(15,724)	(16,425)	(14,235)	(15,649)	(16,453)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>经营利润</b>	<b>74,842</b>	<b>84,293</b>	<b>112,096</b>	<b>123,445</b>	<b>143,748</b>
其他利润	(3,514)	1,424	6,154	-	-
<b>税前利润</b>	<b>71,328</b>	<b>85,717</b>	<b>118,250</b>	<b>123,445</b>	<b>143,748</b>
所得税	(11,356)	(11,922)	(19,205)	(22,220)	(27,312)
<b>净利润</b>	<b>59,972</b>	<b>73,795</b>	<b>99,045</b>	<b>101,225</b>	<b>116,436</b>

### 现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>59,972</b>	<b>73,795</b>	<b>99,045</b>	<b>101,225</b>	<b>116,436</b>
折旧及摊销	15,928	11,946	15,669	19,848	24,218
其他调整项	17,830	19,850	24,651	25,233	28,204
营运资金变动	(2,235)	(3,845)	(8,170)	(9,094)	(10,098)
<b>经营现金流</b>	<b>91,495</b>	<b>101,746</b>	<b>131,194</b>	<b>137,212</b>	<b>158,760</b>
固定资产	(31,485)	(32,251)	(51,500)	(57,320)	(63,650)
投资	16,567	6,734	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他投资现金流	(5,380)	(1,546)	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(20,298)</b>	<b>(27,063)</b>	<b>(61,500)</b>	<b>(67,320)</b>	<b>(73,650)</b>
债务	(1,196)	(760)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
股份及股息	(68,596)	(71,341)	(70,000)	(70,000)	(70,000)
其他融资现金流	35	8	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>(69,757)</b>	<b>(72,093)</b>	<b>(71,000)</b>	<b>(71,000)</b>	<b>(71,000)</b>
汇率变动影响	(506)	(421)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>934</b>	<b>2,169</b>	<b>(1,306)</b>	<b>(1,108)</b>	<b>14,110</b>
年初现金及现金等价物	20,945	21,879	24,048	22,742	21,635
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>21,879</b>	<b>24,048</b>	<b>22,742</b>	<b>21,635</b>	<b>35,745</b>

### 资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	21,879	24,048	22,742	21,635	35,745
应收款项	40,258	47,964	56,891	66,827	77,860
短期投资	91,883	86,868	96,868	106,868	116,868
其他流动资产	10,775	12,650	12,650	12,650	12,650
<b>流动资产合计</b>	<b>164,795</b>	<b>171,530</b>	<b>189,151</b>	<b>207,979</b>	<b>243,123</b>
固定资产	112,668	134,345	170,176	207,649	247,080
无形资产	31,044	29,198	29,198	29,198	29,198
证券投资及权益投资	30,492	31,008	31,008	31,008	31,008
其他非流动资产	26,265	36,311	36,311	36,311	36,311
<b>非流动资产合计</b>	<b>200,469</b>	<b>230,862</b>	<b>266,693</b>	<b>304,166</b>	<b>343,597</b>
<b>资产总计</b>	<b>365,264</b>	<b>402,392</b>	<b>455,845</b>	<b>512,145</b>	<b>586,720</b>
应付账款	5,128	7,493	8,250	9,092	10,027
其他流动负债	64,172	74,321	74,321	74,321	74,321
<b>流动负债合计</b>	<b>69,300</b>	<b>81,814</b>	<b>82,571</b>	<b>83,413</b>	<b>84,348</b>
长期借款	14,701	13,253	12,253	11,253	10,253
其他非流动负债	25,119	23,946	23,946	23,946	23,946
<b>非流动负债合计</b>	<b>39,820</b>	<b>37,199</b>	<b>36,199</b>	<b>35,199</b>	<b>34,199</b>
<b>负债总计</b>	<b>109,120</b>	<b>119,013</b>	<b>118,770</b>	<b>118,612</b>	<b>118,547</b>
<b>权益总额</b>	<b>256,144</b>	<b>283,379</b>	<b>337,075</b>	<b>393,533</b>	<b>468,173</b>

### 主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	9.8%	8.7%	14.0%	11.3%	11.0%
毛利润增速	6.8%	11.1%	17.2%	10.9%	12.2%
经营利润增速	-4.9%	12.6%	33.0%	10.1%	16.4%
净利润增速	-21.1%	23.0%	34.2%	2.2%	15.0%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	55.4%	56.6%	58.2%	58.0%	58.6%
经营利润率	26.5%	27.4%	32.0%	31.7%	44.2%
净利率	21.2%	24.0%	28.3%	26.0%	36.1%
<b>每股指标 (美元)</b>					
基本EPS	4.6	5.8	8.1	8.2	9.5
摊薄EPS	4.6	5.8	8.0	8.2	9.4
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	-19.4%	27.3%	37.9%	2.2%	15.0%
摊薄EPS增速	-18.8%	27.3%	37.5%	2.2%	15.0%
<b>估值 (倍)</b>					
目标P/E			25.4	24.8	21.6
目标P/S			7.1	6.4	5.7
目标P/B			7.4	6.3	5.3

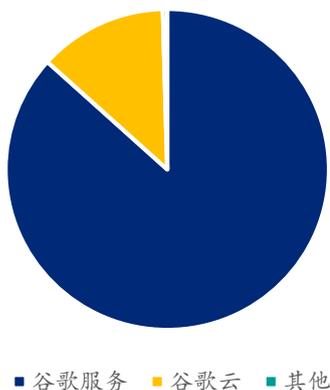
E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# Alphabet (GOOGL.US/GOOG.US): 风险尚存，但机会大于风险

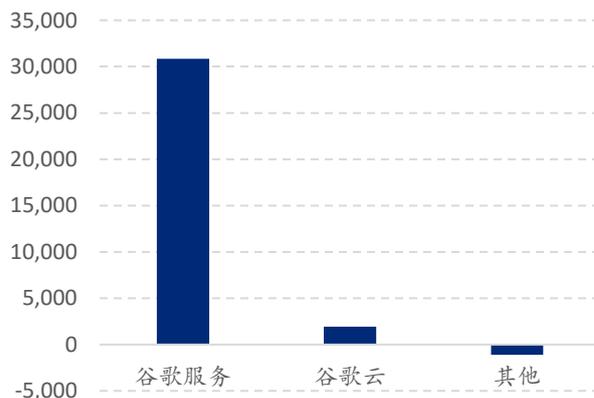
谷歌是全球最大的数字广告平台，市占率约 28%。谷歌服务（以广告为主）是公司最主要的收入来源，3Q24 贡献 87% 的公司收入，2023 年市场份额约 28%；其次是云计算业务，收入占比为 13%，另外还有其他创新业务，目前收入贡献相对有限。三大分部业务中，谷歌服务经营利润率约为 40%；谷歌云业务从 1Q23 起扭亏，持续改善，目前经营利润率达到 17%，相对于同业，仍有很大提升空间。

图表 86：谷歌收入结构（3Q24）



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 87：谷歌利润结构（百万美元，3Q24）

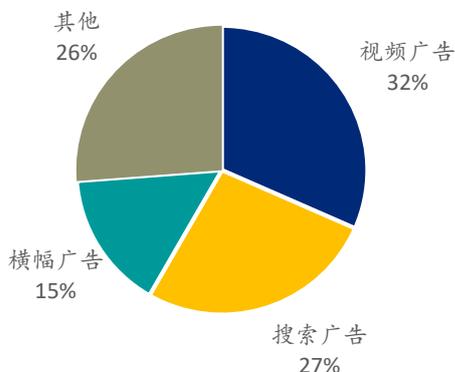


资料来源：公司财报、浦银国际

谷歌生态布局日趋完善，在多个细分赛道均处于龙头地位。

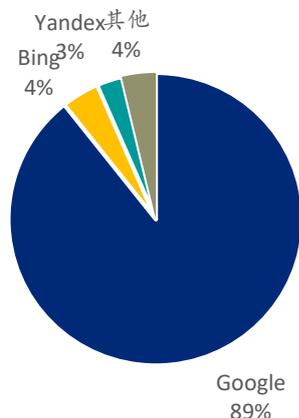
- 谷歌搜索，2024 年在所有平台上的搜索市场份额约为九成，其次为 Bing，市占率约 4%。
- 谷歌 Chrome 浏览器，根据 2024 年 11 月数据，占据全球三分之二市场份额，其次是 Safari 市占率为 18%。
- YouTube，是全球最大的在线视频平台之一，目前拥有 27 亿月活跃用户。
- 安卓手机操作系统，2024 年全球手机中七成以上使用安卓系统，其次是 iOS 市占率为 27%。
- 谷歌云 2Q24 市场份额排名第三，仅次于亚马逊 AWS 和微软 Azure。

图表 88：全球数字广告形式占比（2023）



资料来源：Statista、浦银国际

图表 89：全球搜索市场份额（2024.10）



资料来源：statcounter、浦银国际

- 1) **广告是公司现金牛业务**:根据 3Q24 财报,广告收入占公司总收入的 75%。其中,谷歌搜索和其他广告占据公司整体收入的 56%,YouTube 广告占据 10%,谷歌联盟等占据 9%。

——谷歌搜索及其他:包括 Google 搜索、浏览器工具栏等的分发合作伙伴产生的流量收入以及谷歌服务中的其他产品如 Gmail、Google Maps 和 Google Play 产生的广告收入;

——YouTube 广告,YouTube 是当今全球最受欢迎的社交媒体之一,通过多样化内容创作激励,打造具有良好盈利能力的内容生态闭环。YouTube 通过 YPP (YouTube 合作伙伴计划) 与内容创作者共享 YouTube 在其内容上所赚取的广告收入,以此激励内容创作。

——Google Network:包括参与 AdMob、AdSense 和 Google Ad Manager 的 Google Network 媒体资源产生的收入。

- 2) **谷歌其他**:Google Play 中第三方应用程序销售所得的部分收入、谷歌硬件收入、YouTube 中的非广告收入,如 YouTube Premium 订阅费。
- 3) **云计算服务成为主要增长驱动**:谷歌云则包括基础云平台 (GCP) 和 Workspace。基础云平台属于 IaaS 和 PaaS 业务,提供网络安全技术、数据、分析、AI 和机器学习等云服务。Workspace 属 SaaS 业务,提供易于使用且安全的通信和协作工具,包括 Calendar、Gmail、Docs、Drive 和 Meet 等应用,用于在混合办公场景下提高工作效率。

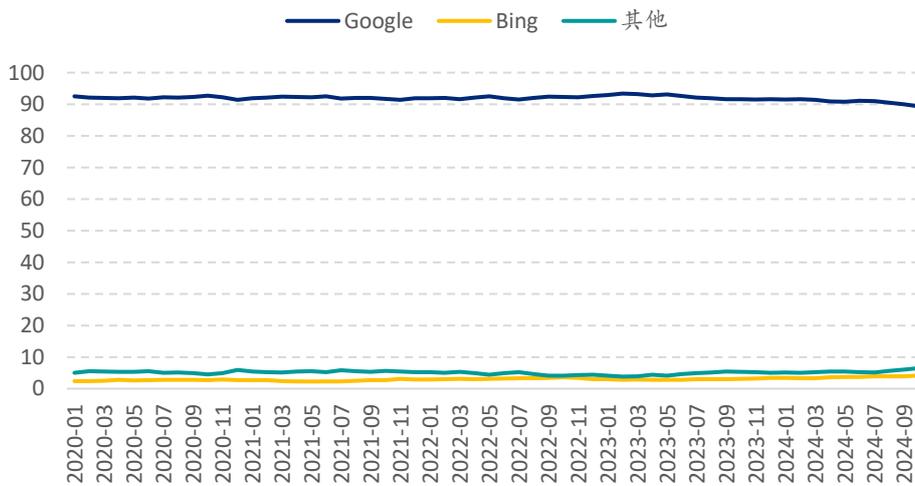
## GPT 是否会取代传统搜索引擎？

GPT 对于搜索的影响是多方面的。一方面，确实存在部分用户转向 ChatGPT，来替代传统搜索的使用功能；另一方面，谷歌也在加速 AI 和搜索的融合，提升传统搜索的用户体验。

GPT 的“AI 幻觉”问题仍有待完善，可信度有待提升。目前的 GPT 答案参差不齐，既可以给出准确答案，也会出现“一本正经地胡说八道”。而且 GPT 知识库的时效性也一定程度上限制了提供实时信息的能力，有待进一步优化。

搜索引擎市场依然稳固。尽管面临来自 ChatGPT 和 Meta 等新兴对手的竞争，谷歌在搜索引擎市场的地位依然稳固。市场格局方面，谷歌搜索市占率全球第一，是目前绝对的行业霸主，传统搜索依然不可替代，整体市场份额基本维持 90% 左右。

图表 90：全球搜索市场份额（%）



资料来源：statcounter、浦银国际

## 谷歌相对完善的业务生态，为 AI 落地提供丰富应用场景

- 1) 整体来看，在大模型 Gemini 加持下，谷歌 AI 布局得到进一步的提升，并且能够赋能生态体系中的其他应用，带来协同效应。目前 AI 帮助谷歌大幅提效，公司超 25% 新代码是由 AI 编写。此外，在广告领域，谷歌也利用 AI 驱动广告创新，推出 Gen AI 赋能的广告工具，大幅提升广告转化率。
- 2) 在核心搜索领域，谷歌加速 AI 搜索产品的探索，推出 AI Overview 和 Circle to Search，将 Gen AI 与搜索相关产品深度融合，提升单次搜索带来的价值。目前，AI Overviews 功能已经覆盖超 100 个国家和地区，月活跃用户超 10 亿人次，提升了搜索使用量以及用户满意度。与此同时，谷歌也将 AI 概览的查询成本，在 18 个月内降低了 90% 以上。Circle to Search 已在超 1.5 亿台 Android 设备上推出，三分之一使用过的用户每周都会使用。
- 3) 在云计算领域，Gemini 有望推动谷歌云业务的增长，包括在基于算力的 IaaS 业务、大模型 API 调用的 MaaS 业务以及 SaaS 办公套件等。在办公领域，谷歌将大模型能力 Gemini for Workspace 整合进 Workspace 办公套件，对标微软 Copilot。

## 反垄断带来不确定性，结果或相对温和

2024 年 11 月，美国司法部正式向法院请求分拆谷歌，出售 Chrome 浏览器业务，以削弱其在搜索引擎领域的市场垄断地位。除了 Chrome 业务外，美国司法部提出的整改方案还包括：禁止谷歌与苹果、三星等公司达成排他性协议；限制在其他产品中优先推荐自家搜索服务；要求每月向技术委员会报告搜索广告拍卖变动情况；设置为期 10 年的整改监督期。这是自 2001 年微软反垄断案以来，美国监管机构对科技巨头提出的最严厉处罚建议。

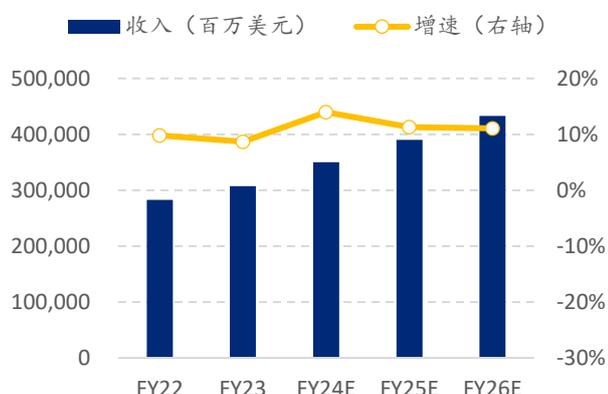
**Chrome 对于谷歌意义重大。**Chrome 浏览器是谷歌最重要的流量入口，谷歌搜索则是 Chrome 浏览器的默认搜索引擎。根据 Statcounter 统计，2024 年 Chrome 在全球浏览器市场的份额高达三分之二，是用户的主要访问入口。Chrome 带来巨大的搜索流量，也帮助谷歌收集海量数据用于广告投放。

按照程序，美国司法部计划在 2025 年 3 月再次修改其观点，然后在 2025 年 4 月举行为期两周的听证会，预计在 2025 年 8 月做出最终裁决。参考美国过往案件，多数反垄断案件的尘埃落定会耗时数年。即使法院采纳这一提议，由于美国司法系统缓慢进程，预计 2026 年之前不会发生重大改变，并且，谷歌也可以通过上诉等方式延迟。

**参考过往案例以及特朗普近期表态，最终结果可能会相对温和**，例如取消部分独家协议等措施。20 年前微软被联邦法院判定为存在垄断，最终与司法部达成和解；在支付了高达 18 亿美元和解费的基础上，微软被免于拆分，但同时被禁止参与可能损及竞争对手的排他性交易，并被要求开放部分源码。上一个真正被美国司法部要求执行拆分的企业，还要追溯到 1984 年的 AT&T。此外，特朗普或成为本案的关键因素之一。尽管此案最初由特朗普政府提起，但特朗普此前曾对拆分谷歌持担忧态度，他曾在今年 10 月表示，拆分谷歌可能会“摧毁该公司”，并认为“在不破坏它的情况下，你能做的就是确保它更加公平”。

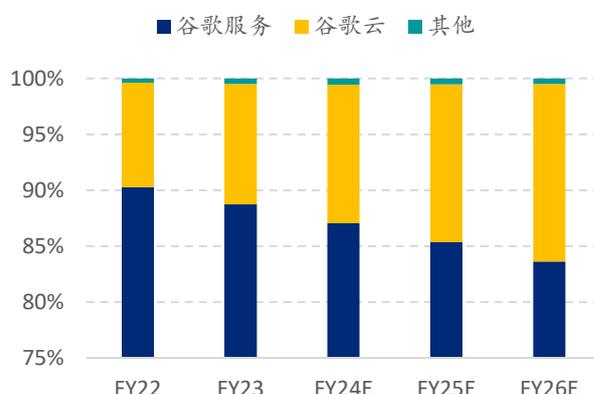
# 财务分析及预测

图表 91: Alphabet 收入预测



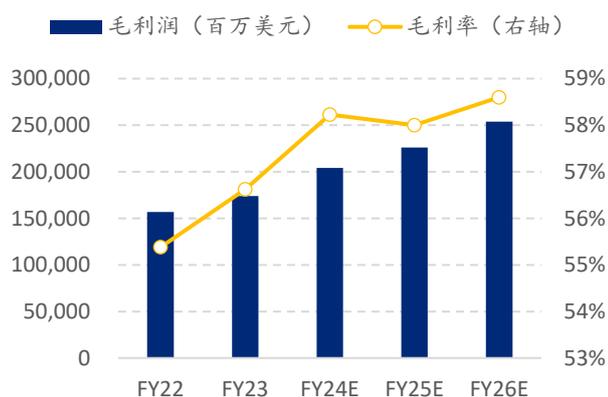
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 92: Alphabet 分部业务收入占比预测



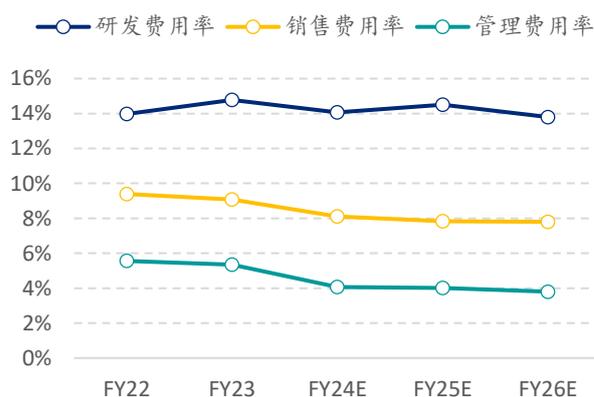
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 93: Alphabet 毛利润预测



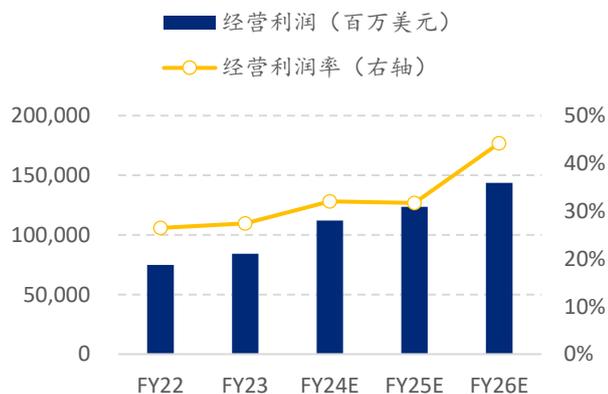
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 94: Alphabet 营业费用率预测



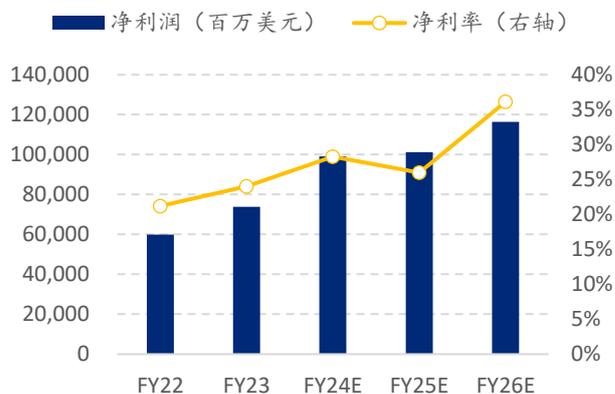
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 95: Alphabet 经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 96: Alphabet 净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

## 估值分析与预测

### 首予“买入”评级，目标价 202 美元

我们使用 SOTP 估值法对 Alphabet 进行估值，参考可比公司估值，分别给予谷歌服务/谷歌云业务 2025E 17x/30x P/E，得到目标价 202 美元，对应 FY25E/2026E 25x/22x P/E，首次覆盖谷歌，给予“买入”评级。

图表 97: Alphabet 估值-分部加总法

业务 (美元百万)	FY25E 收入	FY25E 经营利润	P/E (x)	估值
谷歌服务	332,817	130,634	17	2,220,775
谷歌云	55,066	9,684	30	290,524
<b>市值(美元百万)</b>				<b>2,511,299</b>
<b>股数(百万)</b>				<b>12,419</b>
<b>目标价(美元)</b>				<b>202</b>

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 98: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E (市盈率)			P/S (市销率)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
MSFT US Equity	Microsoft	3,252,166	437.4	35.5	31.7	27.3	12.5	11.0	9.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,144,725	176.1	21.4	19.2	16.5	7.3	6.2	5.6
AMZN US Equity	Amazon	2,293,955	218.2	34.2	30.6	25.6	3.6	3.2	2.9
META US Equity	Meta	1,550,036	613.8	26.4	23.5	20.7	9.5	8.3	7.4
ORCL US Equity	Oracle	521,486	188.2	31.6	28.0	24.2	9.4	8.4	7.4
SAP US Equity	SAP	311,561	253.6	53.3	36.8	27.4	8.7	7.9	7.0
CRM US Equity	Salesforce	352,052	367.9	37.1	33.2	29.7	9.3	8.6	7.9
ADBE US Equity	Adobe	236,163	536.5	29.1	25.9	22.9	10.9	9.8	8.9
<b>平均</b>				<b>33.6</b>	<b>28.6</b>	<b>24.3</b>	<b>8.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.1</b>

注: E=Bloomberg 一致预期, 股价截至 2024 年 12 月 4 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 99：浦银国际目标价：Alphabet (GOOGL.US)



注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 100：浦银国际目标价：Alphabet (GOOG.US)



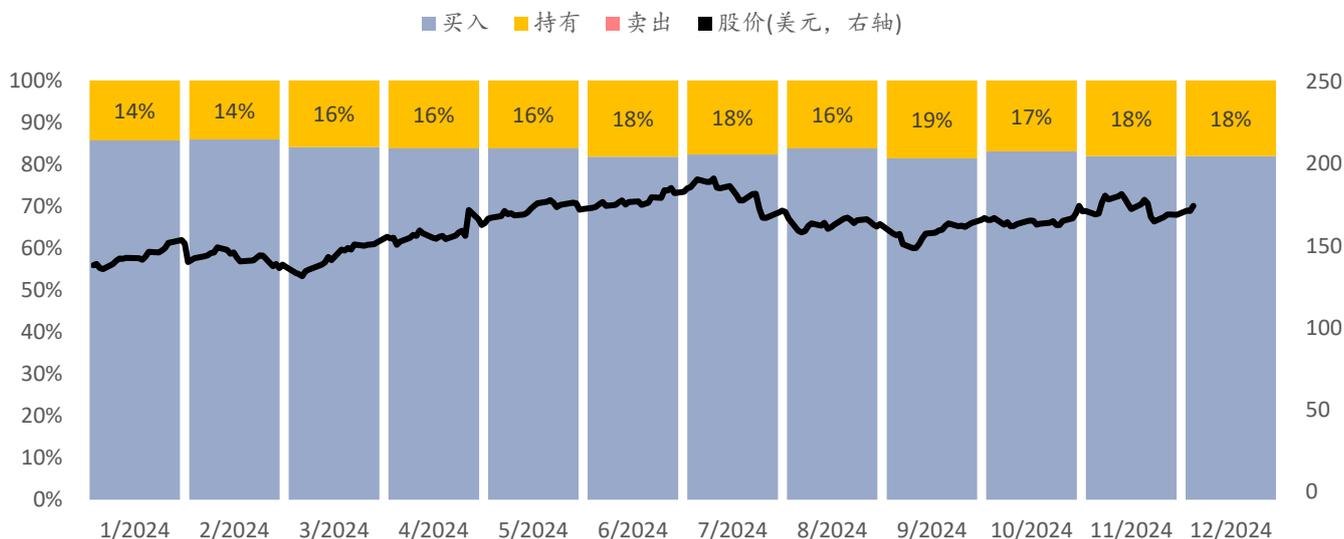
注：截至 2024 年 12 月 4 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

## 投资风险

- 投入加大或导致利润下滑，公司表示将持续加大投入，可能对短期利润率带来波动；
- 广告需求依赖经济周期，若宏观经济不及预期，或影响广告主的预算；
- 人工智能对于业务增长推动不及预期，AI 前期投入可能需要一定时间，不能及时推动业绩的正面反馈；
- 反垄断政策监管风险。

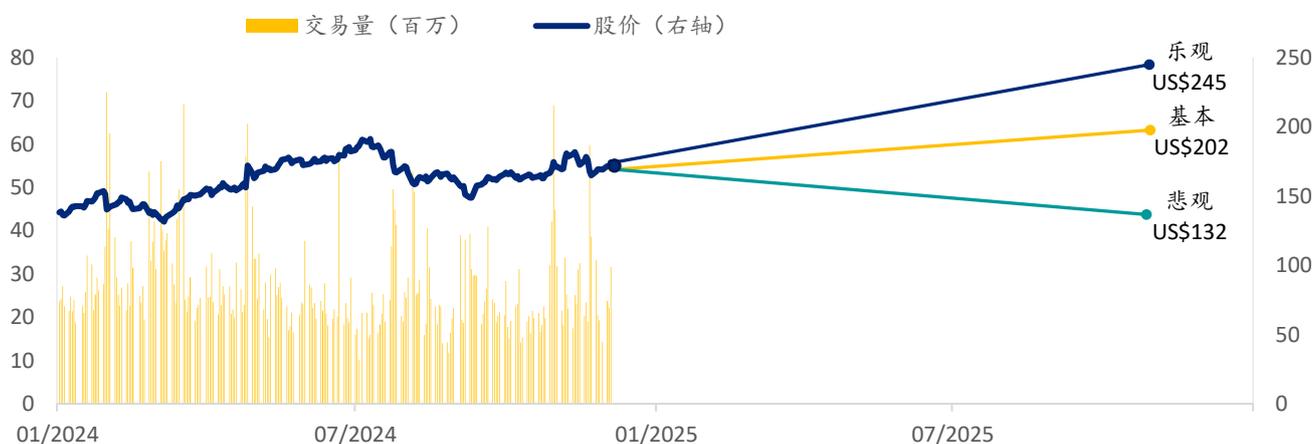
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 101: 市场普遍预期: Alphabet (GOOGL.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

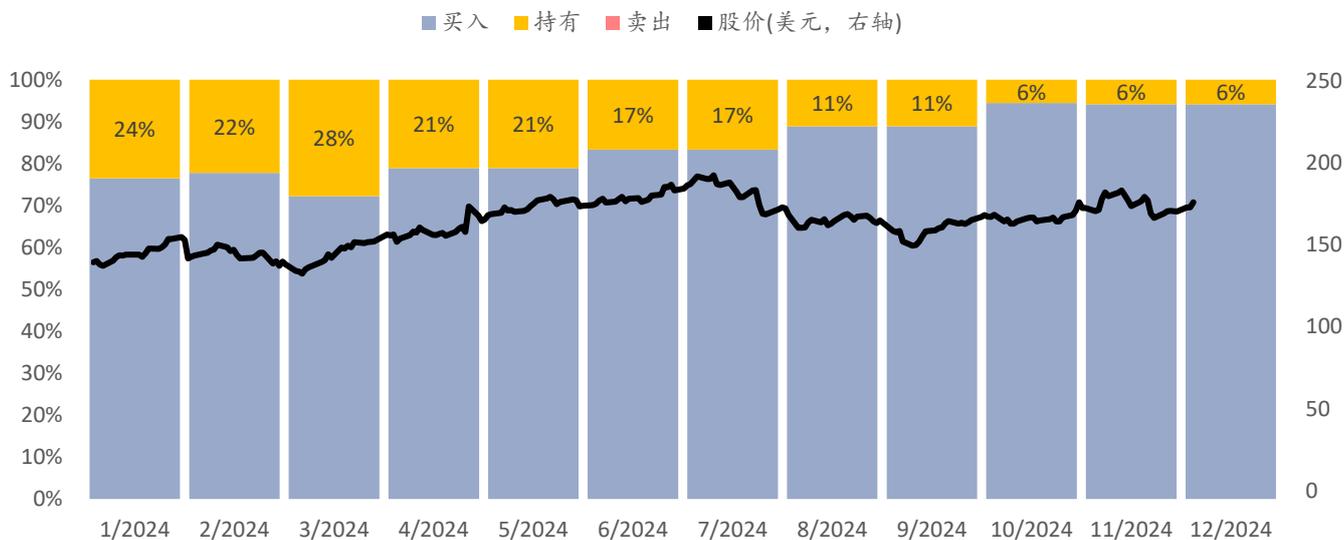
图表 102: SPDBI 情景假设: Alphabet (GOOGL.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期 (概率: 20%)	悲观情景: 公司收入利润不及预期 (概率: 20%)
目标价: 245 美元	目标价: 132 美元
<ul style="list-style-type: none"> <li>云业务增长优于预期;</li> <li>利润率持续扩张;</li> <li>AI 商业化加速。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>云业务增长不及预期;</li> <li>投入加大导致利润率不及预期;</li> <li>AI 商业化进度不及预期。</li> </ul>

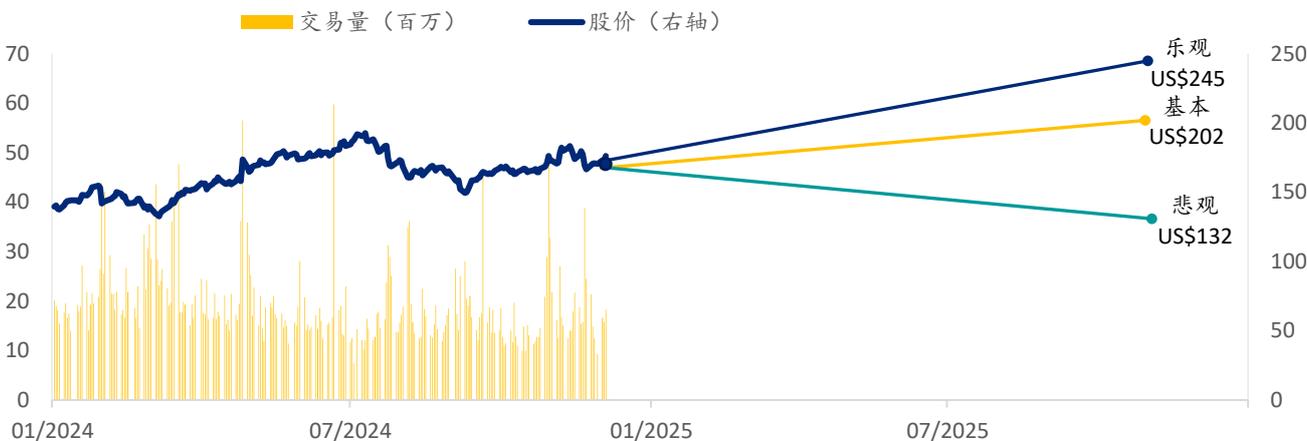
资料来源: 浦银国际预测

图表 103: 市场普遍预期: Alphabet (GOOG.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 104: SPDBI 情景假设: Alphabet (GOOG.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期  
(概率: 20%)

目标价: 245 美元

- 云业务增长优于预期;
- 利润率持续扩张;
- AI 商业化加速。

悲观情景: 公司收入利润不及预期  
(概率: 20%)

目标价: 132 美元

- 云业务增长不及预期;
- 投入加大导致利润率不及预期;
- AI 商业化进度不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 105：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	84.00	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	84.93	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	142.40	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	35.73	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	98.71	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.26	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	18.94	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.90	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.45	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	403.20	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	90.79	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	141.70	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	150.00	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.17	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.28	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	24.00	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.80	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.61	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.28	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	12.13	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	165.20	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	47.30	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.64	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.56	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.80	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.60	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.98	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.92	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	117.41	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	26.34	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	437.42	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	373.70	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	218.16	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	174.37	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	176.09	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	613.78	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交

注：股价截至 2024 年 12 月 4 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

