

## 媒体 II 行业

# 互联网行业：利润释放提速、加大股东回报、估值有望持续提升

行业评级

买入

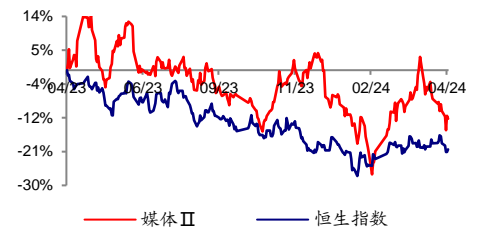
前次评级

买入

报告日期

2024-04-21

### 相对市场表现



### 核心观点：

- 收入端：互联网向高质量业务切换，聚焦核心业务，深化长期竞争力。** 24 年互联网公司在 23 年的发展策略上延续，基本上以高质量经营为核心，体现为（1）夯实核心业务的竞争力，促进核心业务的长期持续成长性。（2）收缩亏损或盈利能力不强的业务，将有限的资源赋能核心业务。从结果来看，互联网公司的收入增速虽有所放缓，但因策略更为聚焦，保证相对盈利能力更强的业务，经营杠杆仍在释放。**景气度仍较高的赛道（20%+以上增速）：**（1）直播电商/本地生活；（2）部分平台的广告业务；（3）音乐流媒体订阅收入。**稳定增长的赛道（10%+以上增速）：**（1）外卖；（2）长视频订阅收入；（3）云服务。**增长放缓的赛道：**（1）游戏：增长加速需要新品/创新驱动；（2）直播：呈现下滑态势。**受益于出海驱动的赛道：**（1）潮流玩具；（2）电商/短视频。
- 经营杠杆持续提升，高质量的经营策略带动板块利润增长可持续，24 年加大股东回馈。** 在对外部环境保持谨慎乐观的判断下，24 年大部分公司会以保利润增长为核心，促进业务的健康发展，并为长期的创新和变化囤积资本。因大部分公司的现金流和利润都在持续改善和增长，根据公司公告，24 年大部分互联网公司加大了股东回馈（回购/分红）的力度。以腾讯为代表，保持了 5% 以上的股息率。
- 投资建议。** 目前互联网的 24 年 PE 倍数普遍在 10-17x 区间，以腾讯为代表，目前交易在今年利润预期的 14xPE，我们认为互联网公司的稳定业绩结合良好现金流，加大股东回馈后，目前的定价仍具有较大的吸引。建议关注：（1）边际变化较大的，例如美团到店的竞争动态趋缓，组织架构调整带来效率提升。哔哩哔哩在 24 年的财务改善，实现盈亏平衡。（2）业务聚焦，估值具有提升空间的角度，建议关注 **爱奇艺**，目前的估值倍数较低，公司在长视频赛道保持较强的竞争力，后续内容产品周期或催化估值提升。以及具有长期高成长性的音乐流媒体，腾讯音乐和云音乐，会员增长仍有空间。（3）加大股东回馈，业务兑现稳定的标的，建议关注腾讯控股（游戏业务复苏）、快手（利润释放稳定）。（4）有出海逻辑的公司，建议关注泡泡玛特，出海持续超预期，以及积木等新品上线带来估值持续提升的机会。（5）AIGC 等新技术对业务的催化带来的重估机会，关注百度、美图等公司的 AI 大模型迭代速度和应用/商业化场景的深化带来的业绩增量。
- 风险提示。** 监管加剧、消费复苏不及预期和新业务拓展不及预期等风险。

### 相关研究：

- 媒体 II 行业：互联网 2023 年复盘和展望：顺势而为，砥砺前行 2024-01-19
- 媒体 II 行业：互联网 1Q23 总结&展望：业绩回暖信号明确，估值有望修复 2023-06-04

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
猫眼娱乐	01896.HK	港元	9.60	2024/4/15	买入	15.82	0.80	0.92	10.88	9.47	5.60	4.30	9.20	9.60
阿里健康	00241.HK	港元	2.65	2023/2/25	买入	7.87	0.05	0.08	48.07	30.05	16.73	13.25	4.10	6.60
美团-W	03690.HK	港元	97.75	2024/3/24	买入	176.38	5.10	6.87	17.39	12.91	20.16	12.38	15.39	18.97
心动公司	02400.HK	港元	14.66	2023/4/3	买入	42.60	0.96	1.39	13.85	9.57	12.44	8.46	20.50	24.10
中手游	00302.HK	港元	1.02	2023/3/28	买入	3.93	0.28	0.34	3.30	2.72	5.50	5.00	10.90	11.90
泡泡玛特	09992.HK	港元	31.80	2024/3/24	买入	40.55	1.23	1.52	23.45	18.98	15.19	12.11	30.57	25.88
哔哩哔哩	BILI.O	美元	11.03	2024/3/10	买入	24.35	2.15	5.37	36.43	14.59	11.00	8.00	-2.00	1.00
	IQ.O	美元	4.17	2024/2/29	买入	8.03	3.78	4.53	7.83	6.54	1.51	1.42	16.00	20.00
网易	NTES.O	美元	89.94	2024/3/3	买入	138.20	51.68	61.78	12.36	10.34	10.00	7.80	21.40	20.80
腾讯音乐	TME.N	美元	11.27	2024/3/21	买入	13.16	4.31	5.21	18.57	15.36	2.28	1.87	16.00	17.00
BOSS直聘	BZ.O	美元	18.11	2024/3/13	买入	25.94	2.70	3.00	47.64	42.87	38.00	28.00	17.00	17.00
微博	WB.O	美元	7.77	2024/3/15	买入	15.52	1.80	2.00	4.11	4.23	4.10	3.90	6.50	6.50
腾讯控股	00700.HK	港元	304.40	2024/4/14	买入	485.88	19.26	21.47	14.34	12.86	11.30	10.00	19.30	18.40
百度	BIDU.O	美元	94.41	2024/3/1	买入	167.00	85.00	93.00	7.89	7.21	6.00	6.00	8.00	8.00
高途集团	GOTU	美元	5.87	2024/4/9	买入	8.12	0.21	0.31	198.52	134.48	-	-	1.10	1.63
满帮集团	YMM.N	美元	7.56	2024/3/11	买入	13.83	3.30	4.10	16.27	13.10	17.00	11.90	8.40	9.60
京东健康	06618.HK	港元	23.25	2024/3/27	买入	46.22	1.34	1.62	15.74	13.02	49.17	25.06	4.76	6.28
快手-W	01024.HK	港元	45.85	2024/3/22	买入	89.58	3.73	5.65	11.15	7.36	14.53	8.80	18.00	26.00
云音乐	09899.HK	港元	90.50	2024/3/3	买入	110.05	5.00	7.00	16.42	11.73	18.00	12.00	10.00	12.00
阿里影业	01060.HK	港元	0.43	2023/11/14	买入	0.85	0.02	0.03	19.28	12.85	14.92	13.30	0.05	0.05
阅文集团	00772.HK	港元	24.85	2024/3/19	买入	39.77	1.36	1.53	16.57	14.73	19.00	18.00	6.00	6.00
柠萌影视	09857.HK	港元	7.33	2024/4/15	买入	10.81	0.82	1.13	8.11	5.88	4.20	2.80	10.60	13.30
粉笔	02469.HK	港元	4.15	2024/4/3	买入	5.83	0.26	0.33	14.48	11.41	16.57	12.40	30.07	28.08
东方甄选	01797.HK	港元	16.34	2024/1/25	买入	37.51	1.00	1.10	14.82	13.47	48.00	43.00	31.60	28.00

数据：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、行业总览和个股展望.....	6
(一) 腾讯控股: 聚焦高质量增长, 利润释放稳健, 持续分红+回购.....	9
(二) 美团: 本地核心主业盈利稳健, 新业务降本增效.....	11
(三) 快手: 哺育电商生态, 经营杠杆加速释放.....	13
(四) 网易: 自研新游期待度高, 关注流水兑现情况.....	14
(五) 腾讯音乐: 音乐业务盈利性逐步增强, 长期天花板较高.....	17
(六) 云音乐: 以社区用户增长为先, 逐步夯实商业化能力.....	18
(七) : 内容 ROI 仍在提升, 产品周期带动新一轮加速.....	20
(八) 哔哩哔哩: 24 年财务改善, 增长加速.....	21
(九) 阅文集团: 新丽 IP 大年, 业绩有望释放.....	22
(十) 泡泡玛特: 出海和新品成为新的增长动量.....	23
二、投资建议.....	24
(一) 股价表现和估值倍数.....	24
(二) 投资建议.....	25
三、风险提示.....	26
(一) 监管加剧.....	26
(二) 消费复苏不及预期.....	26
(三) 新业务拓展不及预期.....	26

## 图表索引

图 1: 主要公司收入 (十亿人民币) 推移 (2022-2024E)	6
图 2: 主要公司收入同比增速推移 (2023-2024E)	6
图 3: 主要公司毛利率推移 (2022-2024E)	7
图 4: 主要公司毛利率同比变化 (Pct-%) 推移 (2023-2024E)	7
图 5: 主要公司 Opex 占收入比 (%) 推移 (2022-2024E)	7
图 6: 主要公司 NonGAAP 净利润率推移 (2023-2024E)	7
图 7: 公司回购量/交易量 (%) 的情况推移 (2022 年 1 月 1 日-2024 年 4 月 15 日)	9
图 8: 腾讯分业务收入展望 (2023-2024E)	10
图 9: 腾讯毛利率和利润率推移 (2023-2024E)	10
图 10: 腾讯回购金额 (港元) (2022 年 1 月-2024 年 4 月)	10
图 11: 腾讯回购额/成交量 (%) (2022 年 1 月-2024 年 4 月)	10
图 12: Prosus 持有腾讯股数 (百万-左轴) 和腾讯股价 (港元-右轴) 以及持股市值 (十亿美元-右轴) (2021 年 9 月 30 日-2024 年 3 月 31 日)	11
图 13: Prosus 每个季度减持腾讯股份数量 (百万) (22Q1-24Q1)	11
图 14: 美团各业务收入展望 (亿元)	12
图 15: 美团各业务利润展望 (亿元)	12
图 16: 美团回购/日交易量的情况 (24.1.2-24.4.18)	12
图 17: 美团回购股份数 (24.1.2-24.4.18)	13
图 18: 美团每天回购金额 (港元) (24.1.2-24.4.18)	13
图 19: 快手分业务收入同比增速展望 (2023-2024E)	14
图 20: 快手毛利率和经调整净利润率的展望 (2023-2024E)	14
图 21: 快手电商综合货币化率推移 (2021-2024E)	14
图 22: 快手每日回购金额 (港元) 推移 (2022 年 1 月-2024 年 4 月)	14
图 23: 网易游戏业务收入展望 (亿元)	15
图 24: 网易毛利率及调整后净利率展望 (%)	15
图 25: 腾讯音乐分业务收入展望 (2023-2024E)	17
图 26: 腾讯音乐会员数 (百万-左轴) 和 ARPU (元-右轴) 展望 (2023-2024E)	17
图 27: 腾讯音乐毛利率和经调整净利润率展望 (2023-2024E)	18
图 28: 腾讯音乐分业务运营利润拆分 (百万元) (2022-2024E)	18
图 29: 云音乐分业务收入展望 (2023-2024E)	19
图 30: 云音乐会员数 (百万-左轴) 和 ARPU (元-右轴) 展望 (2023-2024E)	19
图 31: 云音乐毛利率和经调整净利润率展望 (2023-2024E)	19
图 32: 分业务收入展望 (2023-2024E)	20
图 33: 会员数 (百万-左轴) 和 ARM (元-右轴) 展望 (2023-2024E)	20
图 34: 分业务收入展望 (2023-2024E)	21
图 35: 会员数 (百万-左轴) 和 ARM (元-右轴) 展望 (2023-2024E)	21
图 36: 哔哩哔哩分业务收入展望 (2023-2024E)	22

图 37: 哔哩哔哩毛利率和经调整净利润率展望 (2023-2024E) .....	22
图 38: 阅文分业务收入展望 (2021-2024E) .....	23
图 39: 阅文利润率展望 (2021-2024E) .....	23
图 40: 泡泡玛特分区域收入增速展望 (2023-2026E) .....	24
图 41: 泡泡玛特利润率展望 (2023-2026E) .....	24
图 42: 各公司股价 2024 年 YTD 表现.....	24
表 1: 主要互联网公司回购和分红情况 (2023-2024E) .....	8
表 2: 网易 2024 年游戏产品储备情况.....	16
表 3: 主要互联网公司彭博一致预期和估值倍数 (2024-2026E) .....	25

注：本文如无特别说明，数据信息 均为公司财报，earnings call披露资料，回购公告等。

## 一、行业总览和个股展望

**收入端：互联网向高质量业务切换，聚焦核心业务，深化长期竞争力。**24年互联网公司在23年的发展策略上延续，基本上以高质量经营为核心，体现为（1）夯实核心业务的竞争力，促进核心业务的长期持续成长性。（2）收缩亏损或盈利能力不强的业务，将有限的资源赋能核心业务。从结果来看，互联网公司的收入增速虽有所放缓，但因策略更为聚焦，保证相对盈利能力更强的业务，经营杠杆仍在释放。个股侧重点来看：腾讯以稳定游戏业务，加速发展微信商业化和金融企服为核心，广告和企业服务的毛利率持续改善。美团新业务加速减亏，囤积资源进一步稳固在外卖和到店两块业务的市占率。快手则在24年重点“培育”商家生态，以获得持续的高增长，同时海外业务持续减亏。哔哩哔哩持续增毛利减亏损。网易、 、腾讯音乐等业务更垂直的公司，则聚焦在核心业务（游戏/订阅收入）的持续提升方面，通过创新/运营提升用户付费/ARM，以巩固长期的持续的盈利增长。

图1: 主要公司收入(十亿元人民币)推移(2022-2024E)

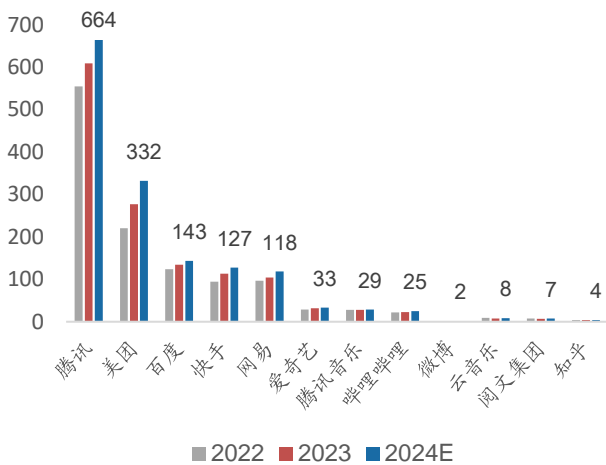
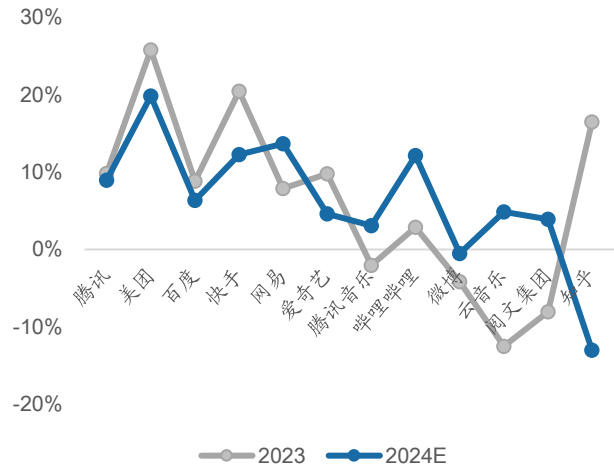


图2: 主要公司收入同比增速推移(2023-2024E)



数据：公司财报，广发证券发展研究中心；注：微博的报表单位为美元，其他公司为人民币

数据：公司财报，广发证券发展研究中心

**景气度仍较高的赛道（20%+以上增速）：** 1）直播电商/本地生活（短视频人口红利/线上化率较低）：包括抖音、快手、美团；（2）部分平台的广告业务（流量优势+AI提效）：腾讯、哔哩哔哩、快手等；（3）音乐流媒体订阅收入（会员数和提价双轮驱动）：腾讯音乐、云音乐订阅业务。

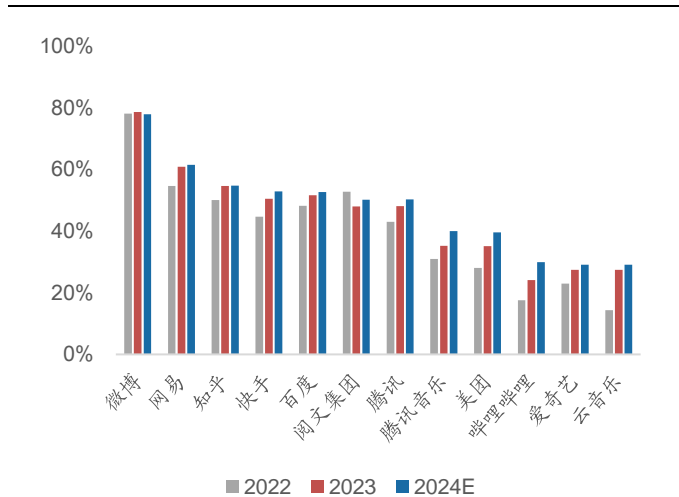
**稳定增长的赛道（10%+以上增速）：** 1）外卖：美团、饿了么；（2）长视频平台的会员订阅收入： 、芒果超媒（长期有提价逻辑）；（3）部分平台的云服

务：百度、腾讯。

**增长放缓的赛道：** 1) 游戏：整体大盘保持平稳，增长加速需要新品/创新驱动；  
 (2) 娱乐直播：呈现下滑态势。

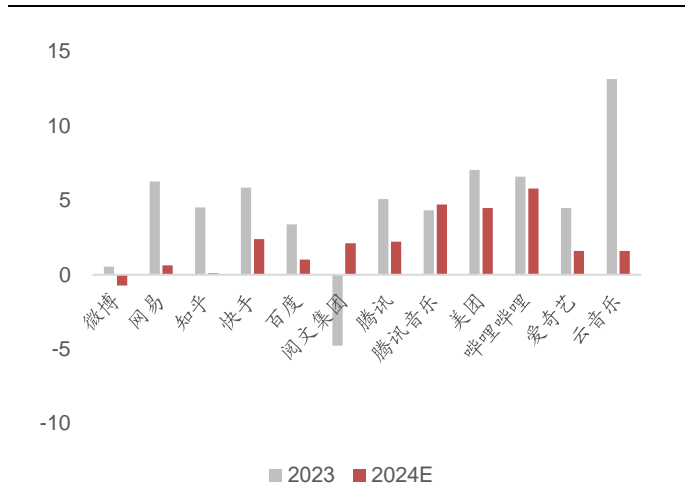
**受益于出海驱动的赛道：** 1) 潮流玩具：泡泡玛特；(2) 电商/短视频：拼多多、字节跳动、快手。

图3: 主要公司毛利率推移 (2022-2024E)



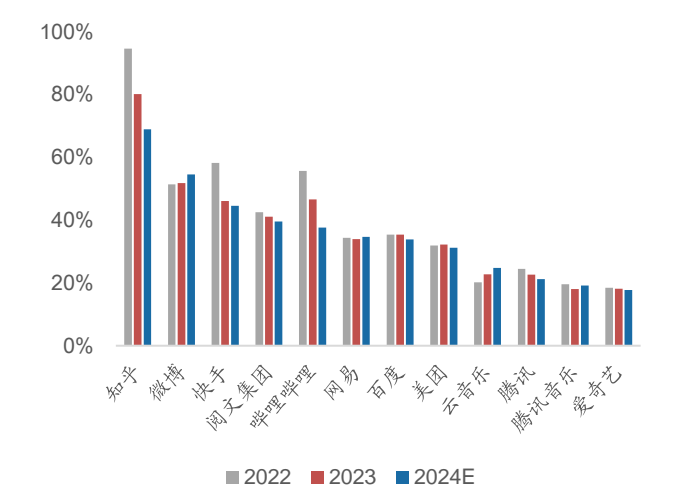
数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图4: 主要公司毛利率同比变化 (Pct-%) 推移 (2023-2024E)



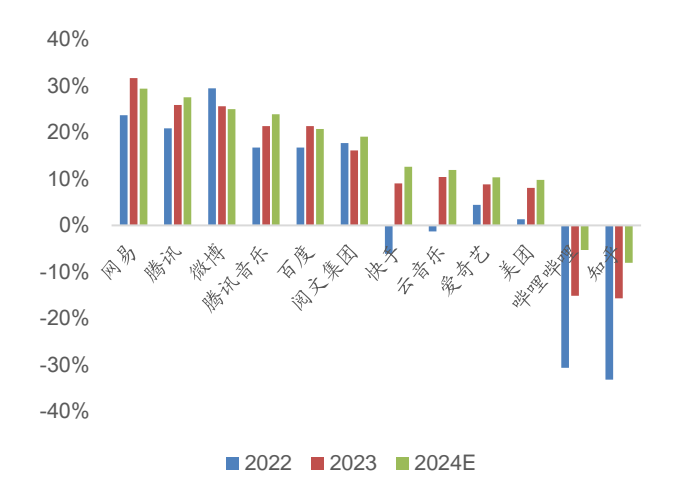
数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图5: 主要公司Opex占收入比 (%) 推移 (2022-2024E)



数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图6: 主要公司NonGAAP净利润率推移 (2023-2024E)



数据：公司财报，广发证券发展研究中心

在对外部环境保持谨慎乐观的判断下，24年大部分公司仍会以保利润增长为核心，促进业务的健康发展，并为长期的创新和变化囤积资本。23年开始，互联网公司的经营杠杆更多是通过增加业务毛利率带来的提升，而非控制费用，23年大部分公司

对AIGC等新技术均有所布局，21-22年开始的降本增效基本上已经进入平稳期，短期成本不会大幅增长，但也不会有太多收缩的空间。我们认为24年各公司的毛利率仍有提升潜力，主要来自于业务结构的持续优化，结合费用保持平稳，opex占收入比有望进一步收窄，整体业务的净利润率仍有提升空间，

因板块大部分公司的现金流和利润都在持续改善和增长，根据公司公告，24年大部分互联网公司均加大了股东回馈的力度。23年，根据Wind统计，腾讯用494亿港元进行股票回购，根据公司公告，快手23年5月发布了40亿港元的回购计划。24年，腾讯在23Q4财报中披露将计划用1000亿港币进行股票回购，较23年的金额有所翻倍，并发放320亿港元现金分红。美团也发布了10亿美元的回购预算。

表1: 主要互联网公司回购和分红情况 (2023-2024E)

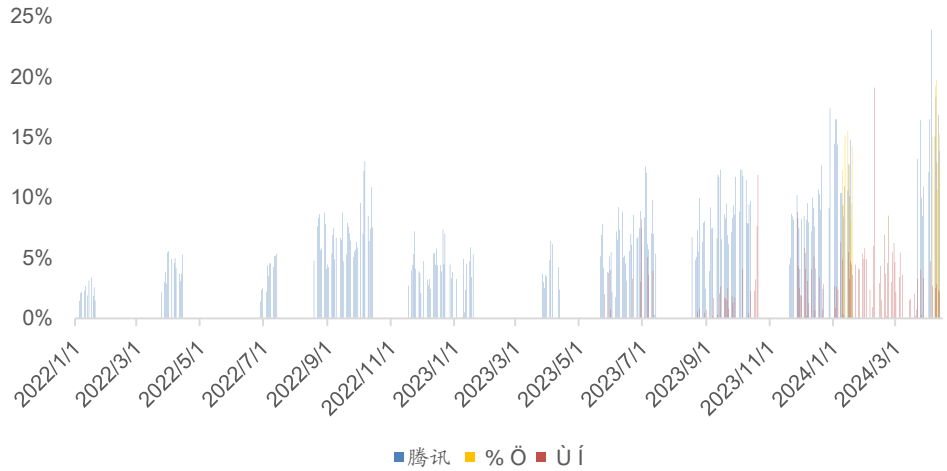
单位: 百万港元	2023	2024E
<b>腾讯控股</b>		
回购	48,429	100,000
分红	159,400	32,000
总回报	207,829	132,000
总回报/NonGAAP 净利润	120%	66%
总回报/总市值	7.3%	4.6%
<b>美团</b>		
回购		7,830
回购/NonGAAP 净利润		24%
回购/总市值		1.4%
<b>快手</b>		
回购	1,420	
回购/NonGAAP 净利润	14%	
回购/总市值	0.9%	

数据 : 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心



近期，腾讯、美团的日回购金额/成交量已经高达20%以上。

图7：公司回购量/交易量（%）的情况推移（2022年1月1日-2024年4月15日）



数据：Wind，广发证券发展研究中心

（一）腾讯控股：聚焦高质量增长，利润释放稳健，持续分红+回购

24年整体营收表现：（1）基于微信的视频号、小程序等广告、电商佣金和小游戏抽成业态的收入保持强劲的增长，长期空间较高。

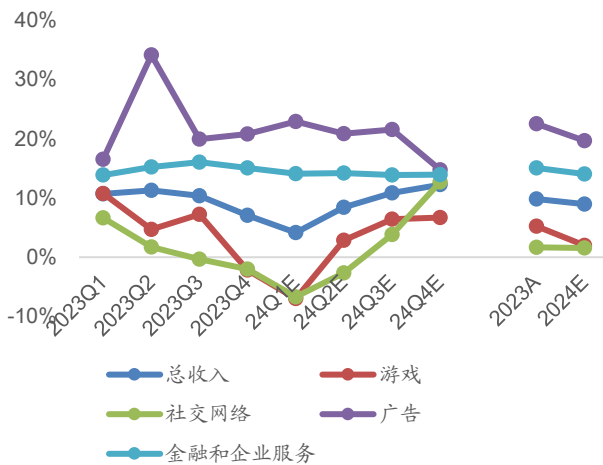
（2）金融服务收入24年预计保持稳定增长：！

3）社交网络：！  
4）游戏：3• „- 24Q1季度承压，随着商业化策略的优化，新产品的上线，Q2开始预计将会回复增长，下半年有望加速。

广告和金融业务的稳健增长促进毛利率提升，经营杠杆持续释放。} „ü~7 Ò  
24年公司毛利润增长快于收入增长，净利润增长快于毛利润增长，经营杠杆持续释放。

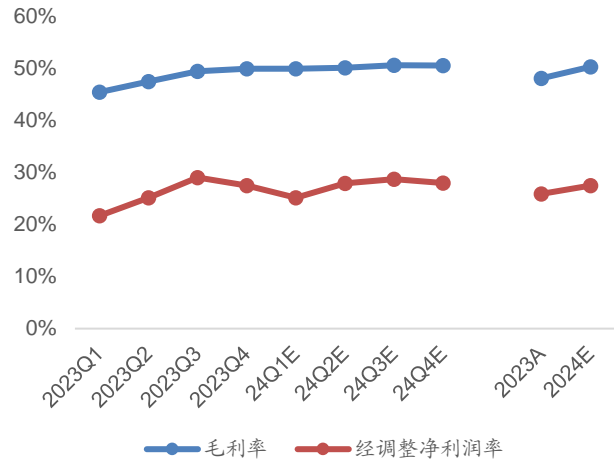
24年的关注点或估值催化：（1）游戏产品周期！w •L0 ¶Í xG™} 24Q2 上线，上线后的流水表现值得关注。（2）微信生态商业模式的持续迭代！24年加大直播电商的投入，直播电商的进展值得关注，AI对广告系统的提效也可能进一步通过业绩的兑现得到市场认可。（3）微信商业化和金融企服增长对利润增长带来的贡献。A, Ç&¶à¶ ‘\_ „ !6;Y ç G Q g s•?}€i hä!  
œ`h l ú £(Ûÿ )YN)oV t7 Ê "´} „¶£ 9  
m g)ç ä ¶d ¹¶•Mœ`—ìÛNF.Òç™) ÿOd

图8: 腾讯分业务收入展望 (2023-2024E)



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

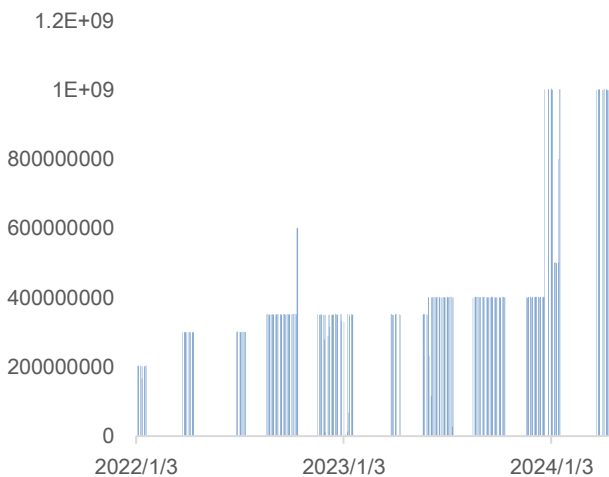
图9: 腾讯毛利率和利润率推移 (2023-2024E)



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

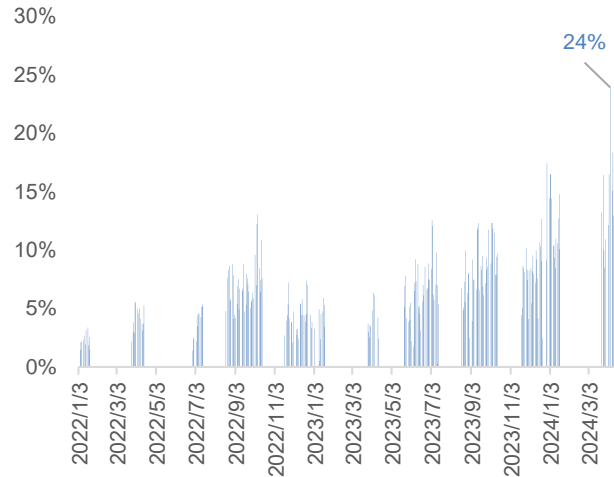
良好的现金流储备和持续健康增长的利润, 公司24年进一步加大了回购力度, 23-24年均保持了较高的股息率。24年腾讯将回购金额从23年的480亿+港元提升到1000亿港元。日均回购额上升至10亿港元, 近期的回购/日成交量来看, 已经高达24%。我们认为公司的利润的持续健康增长可以在未来持续支撑“高股息”策略。

图10: 腾讯回购金额 (港元) (2022年1月-2024年4月)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

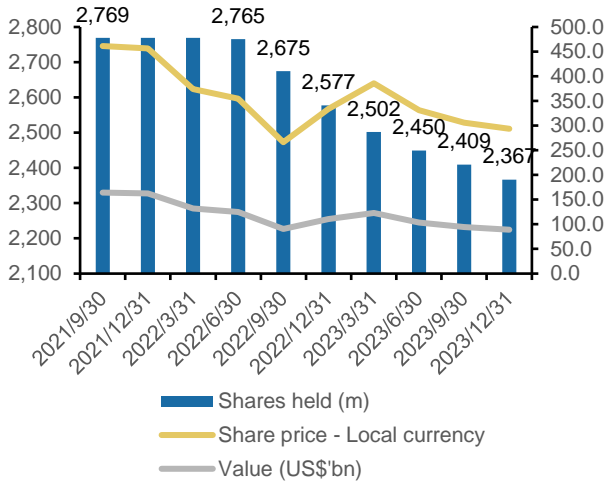
图11: 腾讯回购额/成交量 (%) (2022年1月-2024年4月)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

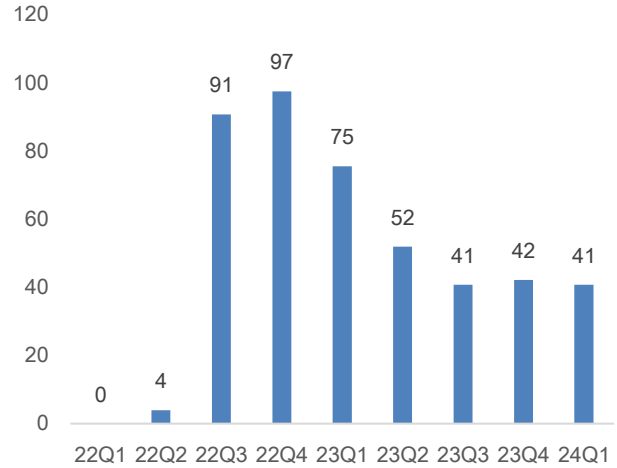
一方面, 腾讯加大了自身股票的回购力度, 另一方面, 去年对公司股价影响较大的来自南非大股东Prosus的减持, 在近期力度也较去年同期有所放缓。

图12: Prosus持有腾讯股数(百万-左轴)和腾讯股价(港元-右轴)以及持股市值(十亿美元-右轴)(2021年9月30日-2024年3月31日)



数据 : Prosus 官网, 广发证券发展研究中心

图13: Prosus每个季度减持腾讯股份数量(百万)(22Q1-24Q1)



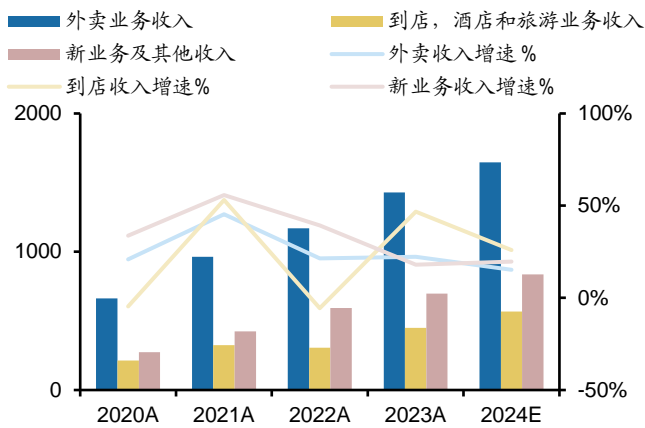
数据 : Prosus 官网, 广发证券发展研究中心

## (二) 美团: 本地核心主业盈利稳健, 新业务降本增效

**24年整体营收和利润表现:** (1) 到家业务单量保持稳健增长, 单均盈利稳定保证外卖整体OP增速。公司到家业务的效率和市占相较于竞对有明显的优势, 根据美团季报, 2023Q4实现了即时配送订单60.46亿单, 同比增长25.2%, Q1-Q4即时配送订单增速分别为14.9%/31.6%/23%/25.2%, 主要系年内有季节性波动, 同时全年增速较快也有22年同比低基数的影响。我们认为, 今年到家业务单量增长压力主要

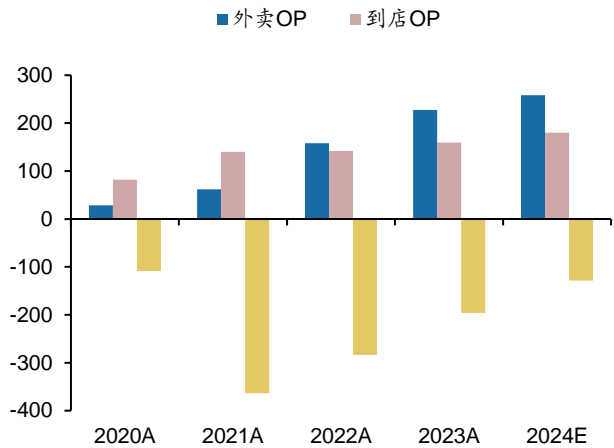
于外部经济环境, 竞对竞争并非主要矛盾。因此在宏观经济承压背景下, 全年单量增长将以进一步补贴和刺激老用户交易频次, 挖掘低价需求两方面展开。这两个思路也会影响到客单价进而影响单均盈利水平, 因此我们判断到家业务整体盈利增速基本和单量增速维持同步。(2) 到店业务竞争态势判断总体趋于缓和, 但还是会根据竞对动作动态调整。公司在2023年开始加大团购券补贴强化用户低价心智, 加强直播板块建设, 以及年末开始将到店的代理城市转为直营, 由此有效稳定了到店业务GTV市占率。从到店业务线上化整体规模来看, 在美团和竞对的用户心智培养下, 本地生活线上化率进一步提升, 2023年抖音和美团双双完成年初制定目标, 预计本地生活市场线上规模已经超万亿元。我们认为, 公司到店业务GTV今年还会维持较高的增速, 2024年一季度GTV增速为50%, 预计全年增速将略低于一季度增速。今年公司到店业务也会追求更高质量的增长, 也会对一些低效GTV做出调整和收缩, 因此到店业务利润绝对值将会保持健康增长。(3) 新业务大幅度减亏趋势明确, 美团优选将不追求规模绝对增长。由于社区团购行业增速开始放缓, 美团和竞对都开始追求经营效率的提升, 自上而下的减亏目标也进一步明确。过去社区团购的低价策略将产品以显著低于其他零售渠道的价格销售, 因此未来在毛利率上仍有提升空间, 另一方面, 公司也在调整商品结构, 提升客单价, 减少低效补贴。除了社区团购之外的其他新业务基本已经可以打平。

图14: 美团各业务收入展望 (亿元)



数据 : 美团 20-23 季报, 广发证券发展研究中心

图15: 美团各业务利润展望 (亿元)

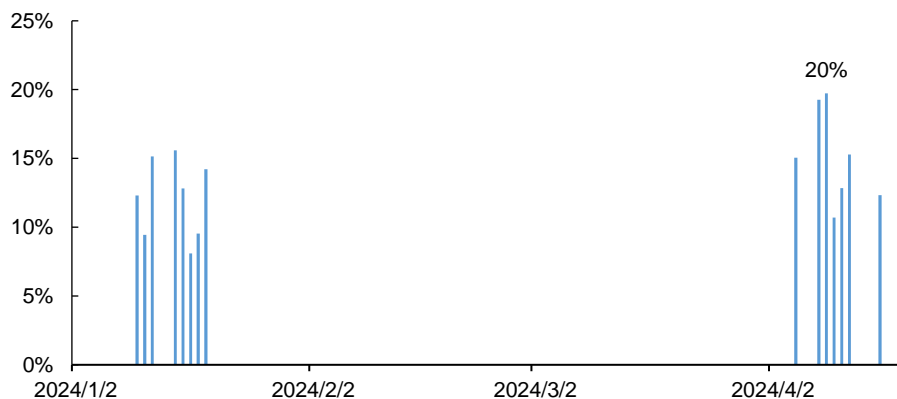


数据 : 美团 20-23 季报, 广发证券发展研究中心

**24年的关注点或估值催化:** (1) 到家业务关注焦点在于未来还能通过精细化运营释放多少单量势能, 4月初美团进行了一次外卖业务组织结构调整, 撤销直营业务部统管决策这一中间架构, 提升了每个直营城市决策自主性和灵活性。如何在刺激单量增长的同时维持客单价下滑幅度, 以及提升补贴效率也是市场关注的因素。(2) 到店业务的关注焦点依然 于外部竞争, 尽管今年美团到店业务还会面临竞争, 但从竞对年初以来组织结构调整的动作可以看出, 抖音以往通过流量扶持和低价补贴的策略在受到美团顽强防御之后也开始追求盈亏平衡, 到店业务的利润率在竞争缓和情况下还有进一步提升的空间。(3) 新业务主要关注社区团购减亏进展, 以及该业务实现盈亏平衡的节奏。

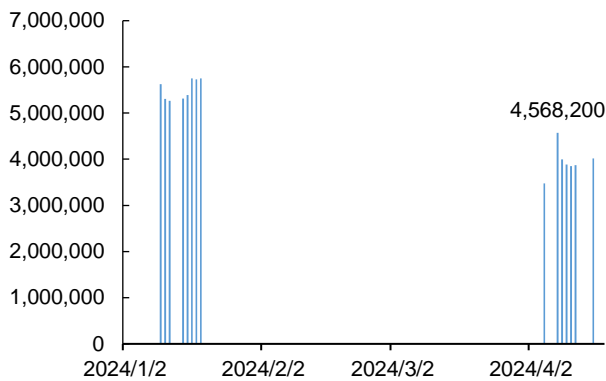
**股份回购情况:** 根据美团2023年11月29日发布的公告, 公司自2023年12月1日起不时在公开市场购回总金额不超过10亿美元的本公司股份。截止2024年4月18日, 公司共回购了15次, 共计7576万股, 合计64亿港元。按照公司公告回购金额上限, 按照4月18日美元兑港币汇率换算, 未来还有14.34亿港币可回购资金。

图16: 美团回购/日交易量的情况 (24.1.2-24.4.18)



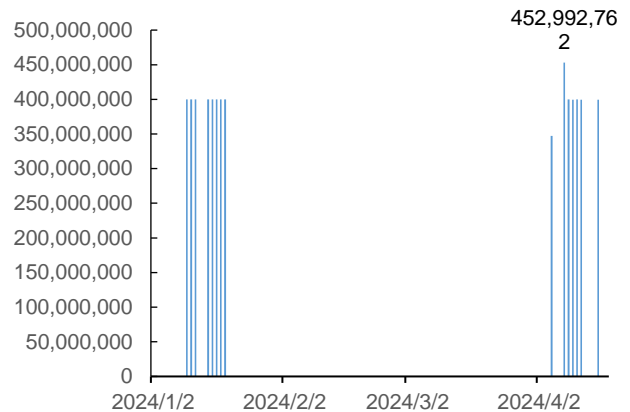
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 美团回购股份数 (24.1.2-24.4.18)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 美团每天回购金额 (港元) (24.1.2-24.4.18)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 快手: 哺育电商生态, 经营杠杆加速释放

**24年核心广告和电商业务保持较高增速。** (1) 广告预计24年同比增长21%: 内循环和外循环共同驱动高增长, 其中, 预计内循环电商广告增速更快, 外循环受短剧等行业的提升驱动持续的复苏。(2) 24年电商佣金收入预计同比保持30%的增速, 驱动电商佣金增长的主要动因来自于电商交易额的持续高增, 预计24年扶持中小商家、做大货架电商规模等举措, 会对未来电商业务的持续繁荣打下良好基础, 短期货币化率的提升或进入平稳期, 但对比同业, 快手的电商综合货币化率仍有进一步提升的空间。(3) 直播打赏收入预计24年同比下滑8%, 主要受生态治理影响, 但因直播业务的毛利率较低, 营收小幅下滑对利润表现影响较小。

**电商和广告收入高速增长带动毛利率持续提升, 23-25年净利润保持较高复合增速。** 快手的三个业务组合来看, 直播打赏毛利率相对较低, 广告和电商抽佣的毛利率较高, 随着核心的广告和电商抽佣收入保持年对年较快增长, 业务组合毛利率仍会快速提升, 预计24年毛利率达到53%, 同比提升2pct。考虑到整体运营费用的增长速度放缓, 24年公司的经调整净利润率仍会继续优化, 预计24年NonGAAP净利润同增57%。

**24年的关注点和估值催化:** (1) 电商业务的迭代: 在货架电商方面的表现, 以及扶持中小商家带来的电商增长加速, 或催化公司长期增长中枢。(2) 回购。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/028124047061006061>