



互联网行业 2022 年中期展望：政策渐明朗，业绩待复苏

- 互联网行业上半年回顾：**年初至今，中证海外中国互联网指数 YTD 收益为-21%，与 MSCI 中国指数基本一致，市场表现较我们年初预期更为悲观。虽然受到利好政策提振，互联网板块在“3.16”、“4.29”和“5.17”迎来三波反弹，但整体来看，上半年板块依然延续了 2021 年疲软走势，并呈现更大震荡，主要扰动因素包括：**1）国内行业监管整顿逐步落地；2）疫情扰动下的宏观环境不确定性；3）地缘冲突导致中概股风险上升；4）加息预期背景下，美股互联网新兴赛道龙头业绩不达标，股价大幅回落，如 SaaS，元宇宙及流媒体等。**
- 互联网行业下半年展望：**1) **估值面 (Multiples)：**关注板块估值修复机会，上升空间大于下行风险。市场最担忧的国内监管逐步进入收尾阶段，行业最大不确定性有望消除，市场情绪回暖，市场关注点重回基本面。但仍需警惕外围市场扰动带来的系统性风险或影响板块修复进度。2) **业绩面 (Earnings)：**整体有待复苏，下半年或环比改善，全年增速预期较年初下调。**收入端，**趋势向好，逐步恢复，而复苏进度仍依赖于疫情防控，影响较大方面包括线下经济活动、B 端广告投放和 C 端消费能力等；**利润端，**降本增效或持续，向核心业务靠拢，上半年人员优化效果或逐步显现，一定程度上降低对利润端的压力。
- 互联网行业下半年细分行业展望：**我们相对看好的细分板块包括**短视频和 O2O**。1) **泛视频：**广告大盘承压下，短视频存结构性机会，中期目标扭亏；2) **O2O：**疫情受控后，业绩修复确定性高，本地生活服务恢复或先于旅游出行；3) **游戏：**游戏版号重启，带动产业链回暖，出海仍是最大催化剂；4) **电商：**关注竞争格局变化，供应链价值凸显；5) **SaaS：**估值降温，短期阵痛，加速行业洗牌。
- 个股方面，我们建议重点关注快手和京东：**快手，变现模式多元，结构优化，更具韧性；京东，竞争格局利好，物流优势更加凸显。
- 投资风险：**疫情防控进度，宏观经济增速放缓，地缘政治风险。

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

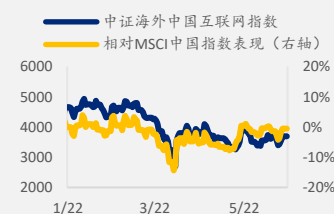
林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2022 年 06 月 01 日

年初至今指数表现



截至 2022 年 5 月 30 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《[快手科技 \(1024.HK\)：各业务线表现出色，成本优化效果显著](#)》
(2022-05-25)

《[腾讯 \(700.HK\)：业绩仍承压，政策渐明朗](#)》(2022-05-19)



扫码关注浦银国际研究

目录

互联网行业上半年回顾	5
受多重因素影响，板块延续疲软，呈震荡下行	5
互联网行业 2022 年下半年整体展望	11
2022 年下半年互联网行业细分板块配置策略	11
核心观点	12
估值面：监管步入尾声，关注估值修复	12
业绩面：整体有待复苏，持续降本增效	19
长期来看，互联网是否还有投资价值？	21
互联网行业下半年细分行业展望	23
泛视频：中期目标扭亏，短视频继续抢占用户时长	23
O2O：短期仍受疫情影响，复苏趋势确定	27
游戏：版号重启，行业回暖，出海为未来主要驱动	30
电商：关注竞争格局变化，供应链价值更加凸显	34
SaaS：估值降温，短期阵痛，加速行业洗牌	38
互联网行业覆盖公司	41
腾讯（700.HK）	41
哔哩哔哩（9626.HK/BILI.US）	41
快手（1024.HK）	42
阿里巴巴（9988.HK/BABA.US）	42
同程旅行（780.HK）	42
Sea（SE.US）	42
微盟（2013.HK）	42
金山软件（3888.HK）	43
金蝶国际（268.HK）	43
用友网络（600588.CH）	43
明源云（909.HK）	43
美团（3690.HK）	43
中国有赞（8083.HK）	43

图表目录

图表 1: 互联网板块 2022 年至今录得负收益, 与大盘表现基本持平	5
图表 2: 中证海外中国互联网指数相对 MSCI 中国指数表现	5
图表 3: 主要互联网公司估值水平	6
图表 4: 主要互联网公司当前所处的 2018 年以来估值百分位	6
图表 5: 互联网公司股价 2021 年高点至今回撤幅度	7
图表 6: 互联网公司股价回撤归因 (1)	7
图表 7: 互联网公司股价回撤归因 (2)	7
图表 8: 2022 年互联网各细分板块年初至今股价变动	8
图表 9: 互联网公司分板块表现及估值	9
图表 10: 浦银国际 2H22 互联网行业子板块配置策略	11
图表 11: “3.16 会议”针对市场担忧均给出积极信号	13
图表 12: 利好政策出台后当日主要互联网企业涨幅	14
图表 13: 两地上市 (港股美股) 互联网公司成交额占比	15
图表 14: 主要互联网公司上市情况	16
图表 15: 美股 SaaS 公司股价表现	17
图表 16: 美股元宇宙概念公司股价表现	17
图表 17: 美股流媒体公司股价表现	18
图表 18: 主要互联网公司 1Q22 收入表现大多符合或高于预期	19
图表 19: 互联网公司 1Q22 净利润表现	20
图表 20: 互联网公司收入增速表现	20
图表 21: 中国数字经济总体规模	21
图表 22: 消费互联网与产业互联网对比	22
图表 23: 中国移动网民 APP 每日使用时长占比	23
图表 24: 中国短视频市场规模 (按变现模式, 十亿人民币)	24
图表 25: 中国互联网各类型广告市场份额	24
图表 26: 典型媒介类型投放费用增长趋势	25
图表 27: 抖音典型消费行业直播销售额占比 (2022 年 2 月)	25
图表 28: 快手典型消费行业直播销售额占比 (2022 年 2 月)	25
图表 29: 在线视频公司表现及估值	26
图表 30: 中国清明假期旅游数据	27
图表 31: 中国五一假期旅游数据	27
图表 32: 中国在线旅游市场份额 (2021 年)	28
图表 33: 中国网上外卖用户规模及使用率	28
图表 34: 在线外卖收入占全国餐饮业收入比重	28
图表 35: 中国即时零售市场规模 (亿)	29
图表 36: 2020 年中国即时零售前十大品类 (调研)	29
图表 37: 万得网络游戏指数表现	30
图表 38: 万得网络游戏指数表现	30
图表 39: 中国游戏市场实际销售收入	31
图表 40: 游戏版号数量	32
图表 41: 中国自研游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)	32
图表 42: 中国自研游戏海外地区收入占比 (2021 年)	32

图表 43: 2022 年中国手游出海收入排名	33
图表 44: 游戏公司表现及估值	33
图表 45: 中证电商指数表现	34
图表 46: 中证电商指数表现	34
图表 47: 中国实物商品网上零售额	35
图表 48: 实物商品网上零售额增速	35
图表 49: 实物商品网上零售额同比增速 (1Q22)	35
图表 50: 电商公司收入对比	36
图表 51: 三大电商年度活跃买家数	36
图表 52: 电商公司表现及估值	37
图表 53: 万得 SaaS 指数表现	38
图表 54: 万得 SaaS 指数表现	38
图表 55: 中国 SaaS 市场规模	39
图表 56: SaaS 板块表现及估值	40
图表 57: SPDBI 互联网行业覆盖公司	41

互联网行业 2022 年中期展望： 政策渐明朗，业绩待修复

互联网行业上半年回顾

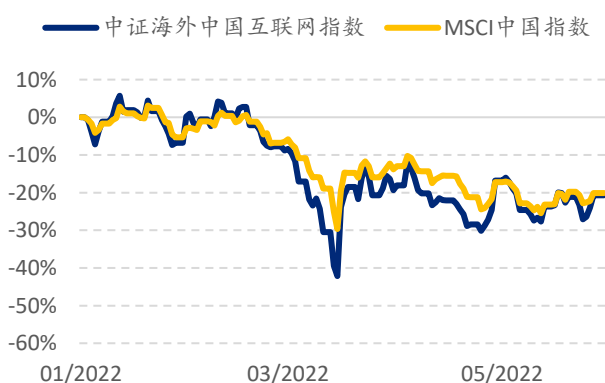
● 受多重因素影响，板块延续疲软，呈震荡下行

年初至今（截至 2022 年 5 月 30 日），中证海外中国互联网指数（-21%），与 MSCI 中国指数（-20%）表现基本持平。从 2021 年 2 月 17 日高点来看，至今互联网板块回撤幅度达 70%。

今年上半年互联网板块表现依然疲软，除了国内监管环境外，今年面临的市场环境更为复杂：

- 疫情反复导致宏观经济及消费复苏放缓，影响企业利润和居民消费能力；
- 大量中概股被列入预摘牌名单，存在退市风险；
- 美股流动性收缩导致美股互联网龙头股价回调，影响板块估值。

图表 1: 互联网板块 2022 年至今录得负收益，与大盘表现基本持平



注：截至 5 月 30 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

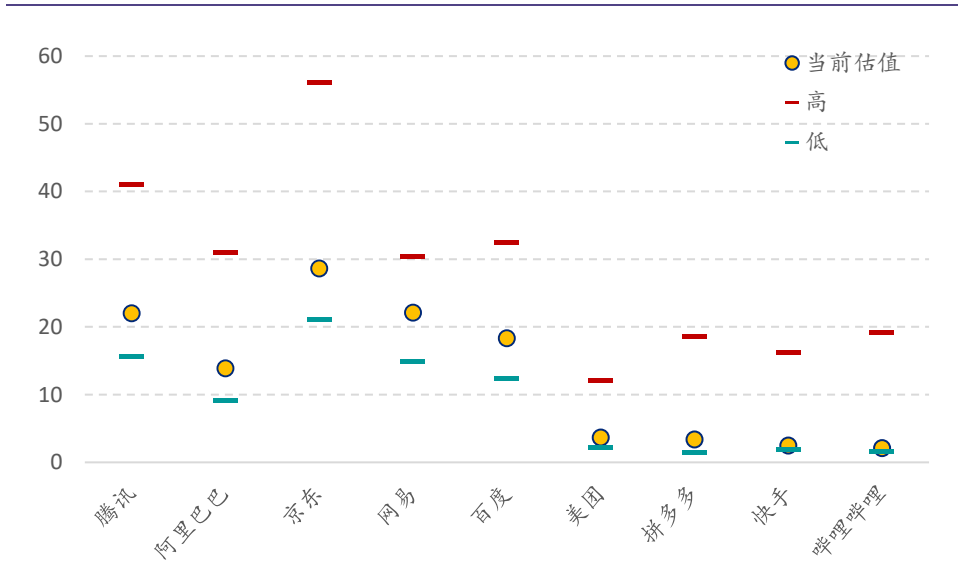
图表 2: 中证海外中国互联网指数相对 MSCI 中国指数表现



注：疫情初低点为 3/18/2020，疫情后高点为 2/17/2021，年初为 1/1/2022；截至 5 月 30 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

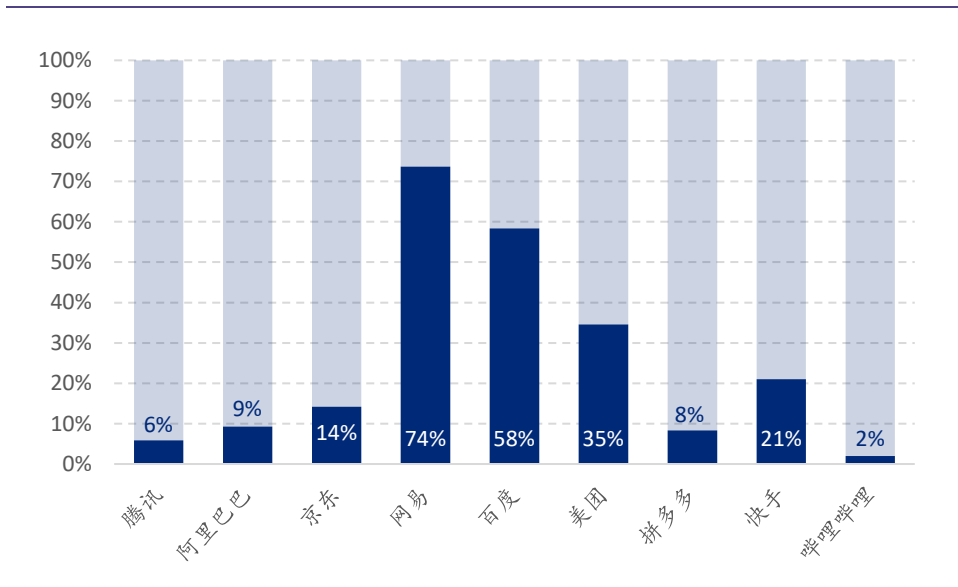
整体互联网公司估值仍处于低位。多数互联网公司估值处于 2018 年以来低位水平,以行业龙头为例,腾讯和阿里巴巴当前远期市盈率为 22.0x 和 13.9x,估值百分位处于 2018 年以来的 6%和 9%,估值水平极具吸引力。

图表 3: 主要互联网公司估值水平



注:美团、拼多多、快手、哔哩哔哩为远期 P/S,其余公司为远期 P/E, Bloomberg 一致预期;数据为 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 5 月 30 日,高/低分别表示其间估值水平的最高/低值
资料来源: Bloomberg、浦银国际

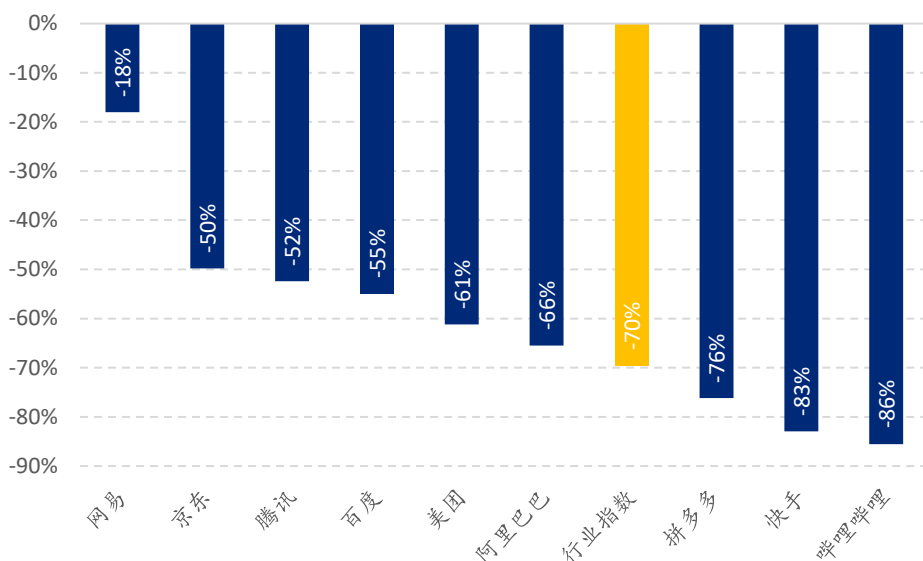
图表 4: 主要互联网公司当前所处的 2018 年以来估值百分位



注:美团、拼多多、快手、哔哩哔哩为远期 P/S,其余公司为远期 P/E, Bloomberg 一致预期;数据为 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 5 月 30 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

尚未稳定盈利的成长型公司股价回撤幅度更大。互联网板块高点（2021年2月17日）以来，主要互联网公司回撤幅度达18%~86%，中位数为61%。由于市场存在诸多不确定性因素以及流动性收缩预期，市场对于公司中短期盈利能力也更加关注，以P/S为估值方法的尚未稳定盈利的成长型互联网公司的股价回撤幅度更大，如哔哩哔哩、快手和拼多多等从高点回撤幅度均超80%。头部互联网公司中，网易的股价跌幅相对较小。

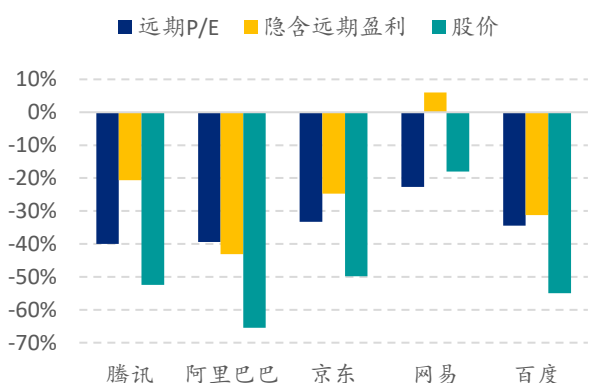
图表 5：互联网公司股价 2021 年高点至今回撤幅度



注：行业指数为中证海外互联网指数，截至5月30日收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

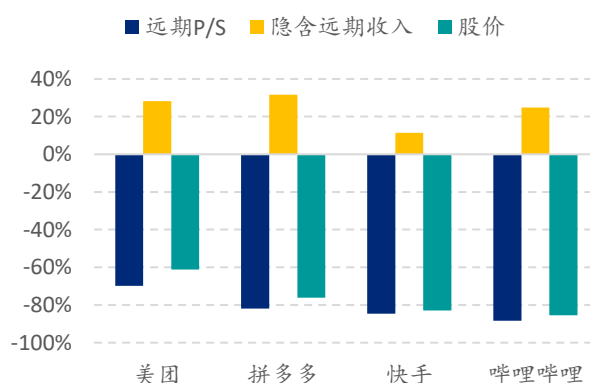
估值收缩大于业绩恶化。在互联网监管趋严的背景下，去年以来，多数互联网公司的盈利能力有所下降，但估值收缩是互联网公司股价下跌更主要的驱动因素。

图表 6：互联网公司股价回撤归因（1）



注：数据为2021年2月17日至2022年5月30日 Bloomberg 一致预测值
资料来源：Bloomberg、浦银国际

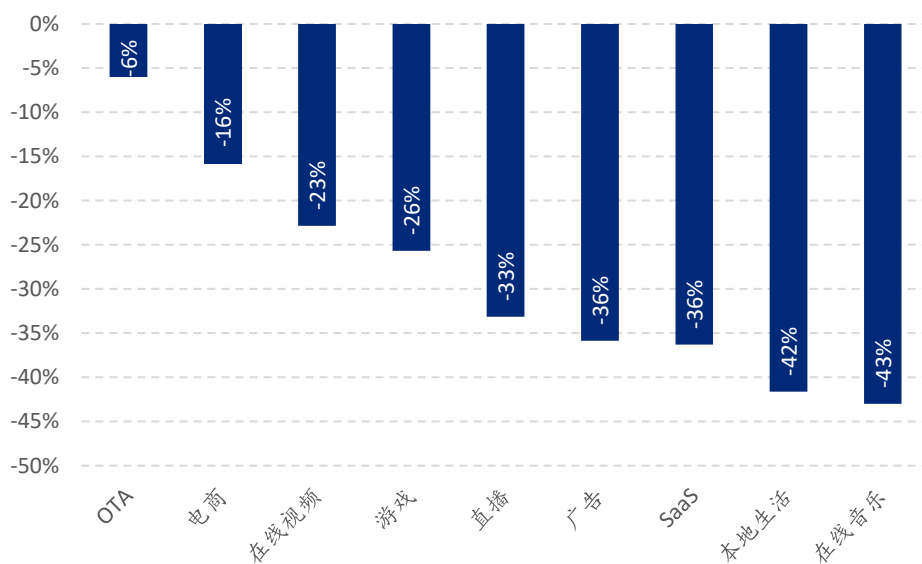
图表 7：互联网公司股价回撤归因（2）



注：数据为2021年2月17日至2022年5月30日 Bloomberg 一致预测值
资料来源：Bloomberg、浦银国际

板块整体下跌，OTA 相对稳健。面对更为复杂的外部环境，各板块均有不同程度下跌，而同板块中不同公司的股价下滑幅度也呈现较大差异。整体来看，OTA 板块跌幅较小，疫情后业绩反弹确定性更高。

图表 8: 2022 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：截止 5 月 30 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百 万美元)	股价(交 易货币)	YTD 股价 变动 (%)	P/E (x)			P/S (x)		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	428,604	350.0	(21.1)	23.9	19.7	16.6	4.8	4.2	3.7
NTES US Equity	网易	游戏	68,307	104.0	2.2	23.6	20.3	17.4	4.6	4.1	3.7
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	5,085	4.6	(45.8)	9.5	7.8	N/A	N/A	N/A	N/A
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	6,842	20.6	(23.9)	13.7	12.0	10.6	2.4	2.1	1.8
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,811	13.1	(35.5)	13.7	12.0	10.5	2.6	2.2	2.0
603444 CH Equity	吉比特	游戏	3,453	320.4	(24.0)	14.0	11.8	10.3	4.4	3.7	3.3
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	2,653	8.7	(27.0)	15.3	14.3	N/A	4.3	6.6	N/A
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,334	21.8	(44.8)	N/A	N/A	27.7	2.7	2.1	1.6
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,265	3.1	(37.0)	18.9	25.5	20.4	7.0	6.2	5.6
777 HK Equity	网龙	游戏	1,072	15.6	(8.8)	5.7	5.0	4.7	0.9	0.8	0.8
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	675	6.5	(18.8)	13.9	7.7	N/A	2.2	1.5	N/A
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	865	4.8	(23.5)	41.9	18.5	14.5	1.9	1.3	1.0
平均					(25.7)	17.6	14.0	14.7	3.4	3.2	2.6
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	253,226	93.4	(21.4)	13.3	10.3	8.6	1.9	1.6	1.5
JD US Equity	京东商城	电商	83,835	53.7	(21.5)	34.6	22.9	17.0	0.5	0.4	0.4
PDD US Equity	拼多多	电商	61,070	48.3	(17.2)	31.3	22.0	15.7	3.7	3.0	2.5
VIPS US Equity	唯品会	电商	5,977	9.1	8.5	7.6	6.9	6.4	0.4	0.4	0.3
9991 HK Equity	宝尊	电商	641	24.8	(27.2)	16.3	9.0	6.5	0.4	0.4	0.3
平均					(15.7)	20.7	14.2	10.8	1.4	1.2	1.0
BIDU US Equity	百度	广告	48,063	139.1	(6.5)	20.6	15.8	13.0	2.5	2.2	1.9
WB US Equity	微博	广告	5,204	22.0	(29.0)	8.4	7.3	6.6	2.2	2.0	1.9
ZH US Equity	知乎	广告	1,011	1.6	(72.0)	N/A	N/A	N/A	1.6	1.1	0.8
平均					(35.8)	14.5	11.6	9.8	2.1	1.8	1.5
1024 HK Equity	快手	在线视频	38,571	70.9	(1.6)	N/A	N/A	27.7	2.7	2.2	1.9
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	8,300	21.3	(54.2)	N/A	N/A	N/A	2.3	1.8	1.4
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	3,428	4.0	(12.7)	N/A	69.3	15.0	0.8	0.7	0.7
平均					(22.8)	N/A	69.3	21.3	1.9	1.6	1.3
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	6,933	4.1	(40.3)	14.4	13.1	10.7	1.7	1.6	1.5
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	2,256	85.3	(45.7)	N/A	N/A	13.4	1.6	1.2	1.0
平均					(43.0)	14.4	13.1	12.1	1.6	1.4	1.2
3690 HK Equity	美团	本地生活	137,947	175.1	(22.3)	N/A	112.4	35.1	4.1	3.2	2.5
DIDI US Equity	滴滴出行	本地生活	9,757	2.0	(59.6)	N/A	N/A	197.1	0.5	0.4	0.3
BEKE US Equity	贝壳	本地生活	14,528	11.5	(42.9)	33.7	20.1	16.8	1.2	1.0	0.9
平均					(41.6)	33.7	66.2	83.0	1.9	1.5	1.3
TCOM US Equity	携程网	OTA	13,669	21.3	(13.5)	86.5	17.8	13.3	4.5	2.9	2.4
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	4,143	14.7	1.5	33.8	19.2	14.7	4.0	2.9	2.4
平均					(6.0)	60.2	18.5	14.0	4.3	2.9	2.4
YY US Equity	欢聚	直播	2,844	40.1	(11.7)	19.1	14.3	11.9	1.0	0.9	0.8
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,095	5.5	(30.6)	4.4	3.9	3.8	0.5	0.5	0.5
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	953	4.0	(42.4)	N/A	N/A	17.5	0.6	0.6	0.6
DOYU US Equity	斗鱼	直播	403	1.3	(51.9)	N/A	N/A	N/A	0.4	0.3	0.4
3700 HK Equity	映客	直播	304	1.2	(29.2)	3.2	2.4	1.9	0.2	0.1	0.1
平均					(33.1)	8.9	6.8	8.8	0.5	0.5	0.5

(...接下页)

(…接上页)

股票代码	公司	行业	市值(百万美元)	股价(交易货币)	YTD 股价变动 (%)	P/E (x)			P/S (x)		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	13,855	200.4	(24.4)	68.6	51.8	39.3	21.8	16.5	12.6
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	9,592	18.6	(48.1)	79.2	56.6	42.1	6.0	4.8	3.9
002410 CH Equity	广联达	SaaS	9,119	51.1	(20.2)	61.6	45.8	35.8	8.8	7.2	6.0
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	6,471	14.6	(39.1)	N/A	N/A	191.1	8.4	6.6	5.3
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	5,289	24.3	(32.3)	14.5	11.8	9.9	0.4	0.4	0.3
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,513	25.9	(24.5)	60.3	36.4	23.7	3.8	3.1	2.7
909 HK Equity	明源云	SaaS	2,327	9.3	(47.7)	71.0	34.0	27.9	6.1	4.8	3.8
354 HK Equity	中软国际	SaaS	2,773	7.1	(29.9)	13.8	11.1	8.8	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	1,025	4.2	(73.3)	N/A	N/A	N/A	0.7	0.5	0.5
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	1,429	4.4	(44.2)	N/A	N/A	29.9	3.1	2.6	2.1
9959 HK Equity	联易融	SaaS	1,972	6.7	(7.8)	39.4	25.2	17.3	8.7	6.6	5.2
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	261	0.1	(79.4)	N/A	N/A	N/A	1.1	0.9	0.7
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	813	5.5	(39.2)	N/A	N/A	538.3	0.7	0.6	0.5
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	995	4.7	(31.3)	N/A	20.1	N/A	0.9	0.6	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	652	10.1	(3.1)	37.2	22.4	15.6	2.2	1.7	1.4
平均					(36.3)	49.5	31.5	81.6	4.9	3.8	3.2

注：E=Bloomberg 一致预测；截至 5 月 30 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

互联网行业 2022 年下半年整体展望

• 2022 年下半年互联网行业细分板块配置策略

我们相对看好的细分板块包括短视频和 O2O：1) 泛视频：广告大盘承压下，短视频存结构性机会，中期目标扭亏；2) O2O：疫情受控后，业绩修复确定性高，本地生活服务恢复或先于旅游出行；3) 游戏：游戏版号重启，带动产业链回暖，出海仍是最大催化剂；4) 电商：关注疫情后物流仓储恢复进度，供应链价值凸显；5) SaaS：估值降温，短期阵痛，加速行业洗牌。

图表 10: 浦银国际 2H22 互联网行业子板块配置策略

板块	2H22 投资策略	主要风险	建议关注
<u>泛视频</u>	看好中短视频赛道：1) 继续抢占用户时长，变现模式多元化，更具韧性；2) 在广告大盘承压的环境下，短视频广告存在结构性机会	1. 受宏观环境影响，广告主或缩减预算，广告大盘整体承压 2. 直播行业内容审核趋严 3. 视频版权问题	*快手 哔哩哔哩
<u>O2O</u>	疫情后业绩复苏确定性更高；国内旅游业预计在三季度末恢复正增长，低线城市表现或优于大盘；本地生活服务复苏进度或先于旅游出行。	1. 疫情防控政策的不确定性 2. 若政府出台服务业相关纾困举措，或对平台佣金率有一定影响 3. 新业务投入或导致利润率承压	同程艺龙 美团
<u>游戏</u>	建议关注：1) 研发能力强，符合游戏精品化长期趋势；2) 游戏 IP 和版号储备丰富；3) 游戏出海，海外市场布局广	1. 线下经济恢复，“宅经济”带来的红利逐渐减弱 2. 国内游戏版号审批发放进度不如预期 3. 短视频继续抢占用户游戏时长	网易 腾讯
<u>电商</u>	重点看好：1) 供应链优势显著，有效应对疫情影响；2) 生态完善，估值修复空间大；3) 全球化布局，尤其是享受东南亚市场红利	1. 宏观经济增速放缓，导致整体消费大盘承压，消费者信心有待恢复 2. 疫情反复，导致线下物流和仓储受阻 3. 竞争日趋激烈，直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘	*京东 SEA 阿里巴巴
<u>SaaS</u>	建议关注产品迭代能力强且以大中型优质客户为主的 SaaS 公司，面对宏观环境不确定，更具防御性	1. 疫情反复，中小微企业生存环境面临挑战，或缩减 IT 采购预算 2. 美股 SaaS 龙头标的股价大幅回调，行业估值中枢下移 3. 研发费用进一步增加，导致利润率改善不及预期	用友网络 金蝶国际 金山软件

注：自上而下为我们对 2H22 互联网行业各细分板块的偏好顺序；*为细分板块重点关注 资料来源：浦银国际

● 核心观点

估值面 (multiples)

关注下半年板块估值修复机会，上升空间大于下行风险。市场最担忧的**国内监管**逐步进入收尾阶段，行业最大的不确定性有望消除，市场情绪回暖，市场关注点重回基本面，行业估值或逐步回归理性。仍需留意外围市场扰动带来的系统性风险或影响板块修复进度。

业绩面 (earnings)

整体有待复苏，下半年或环比改善，全年增速预期较年初有所下调。**收入端**，趋势向好，逐步恢复，而复苏进度仍依赖于国内疫情防控，主要影响包括电商物流供应、B端广告投放和C端消费能力等；**利润端**，降本增效或将持续，向核心业务靠拢，上半年人员优化效果或逐步显现，一定程度上降低对利润端的压力。

● 估值面：监管步入尾声，关注估值修复

过去一年多，互联网板块受内外双重打压，股价表现极为疲弱。在外部环境存在诸多不确定性因素的情况下，市场情绪恐慌，估值中枢持续下跌。正如我们上文所提，不确定性风险主要分为国内和国外两方面：

国内因素：

- 国内行业监管整顿逐步落地；
- 疫情扰动下的宏观环境不确定性；

国外因素：

- 地缘冲突导致中概股风险上升；
- 加息预期背景下，美股互联网新兴赛道龙头业绩不达标，股价大幅回落，如 SaaS，元宇宙及流媒体等。

市场最担忧的国内监管逐步进入收尾阶段，行业最大的不确定性有望消除

政府在上半年不断释放利好政策，给出积极信号，其中主要包括 3.16、4.29 和 5.17 的三次重要会议讲话。总体而言，政策释放重大利好，有助于消除恐慌情绪，重筑中长期市场信心。随着环境不确定性减弱，市场关注点或重回基本面，行业估值或回归理性，持续修复。

3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，会议中强调，有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。

图表 11：“3.16 会议”针对市场担忧均给出积极信号

不确定性风险	“3.16 会议”相关信号	解读
国内监管的不确定性	“关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。”	会议强调平台经济整改目标，“促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力”；虽然目前整改工作尚未结束，但“尽快完成”也给予市场一定程度的时间预期，我们预计随着各监管政策的持续出台，下半年或逐步进入收尾阶段。随着靴子落地，行业面临的最大风险有望释放。
外国市场影响，尤其是中概股面临的地缘政治风险	“关于中概股，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市。”	“中国政府继续支持各类企业到境外上市”表明基本立场，消除了此前市场对于大方向上的担忧；“已取得积极进展”则是针对近期中概股审计问题的沟通进度，但目前尚未达成具体合作方案，仍需密切观察后续动向。
宏观环境影响，叠加人口红利减弱，业绩面临压力	“关于宏观经济，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。”	稳增长仍然是重要目标，经济复苏有助于带动公司业绩回暖，而行业的复苏进度仍有待观察。此前政府工作报告中提出全年5.5%的GDP增长目标，也需要互联网行业有所贡献，或推动平台经济整改工作的加速完成。

资料来源：浦银国际整理

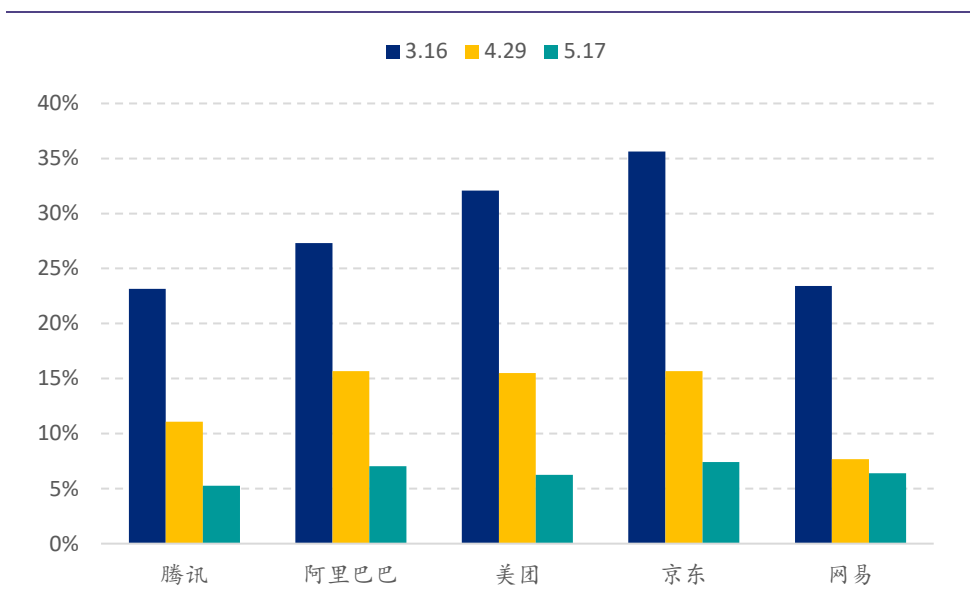
4月29日，中共中央政治局召开会议，会议指出：要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

5月17日，全国政协召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会。国务院副总理刘鹤指出，要努力适应数字经济带来的全方位变革，打好关键核心技术攻坚战，支持平台经济、民营经济持续健康发展，处理好政府和市场关系，支持数字企业在国内外资本市场上市，以开放促竞争，以竞争促创新。

政策底预期基本形成，提振效用边际减弱

政府多次表示支持平台经济，强监管或逐步进入收尾阶段。我们通过复盘 3.16、4.29 和 5.17 三次政策对板块股价的影响来看，边际效用逐渐减弱。这主要是由于：**1）**三次政策前日对应的估值点位有所不同，呈逐步改善；**2）**市场上对政策底的预期已基本形成，抑制估值修复的最大风险逐步消除。我们认为，在当前时点来看，未来监管政策（除非出台具体专项扶持或刺激经济措施）将更多地起到股价底部支撑作用，而非向上推动作用，股价主要上涨动力仍来自于公司业绩层面。

图表 12: 利好政策出台后当日主要互联网企业涨幅



资料来源：Wind、浦银国际

外围市场干扰因素仍需谨慎

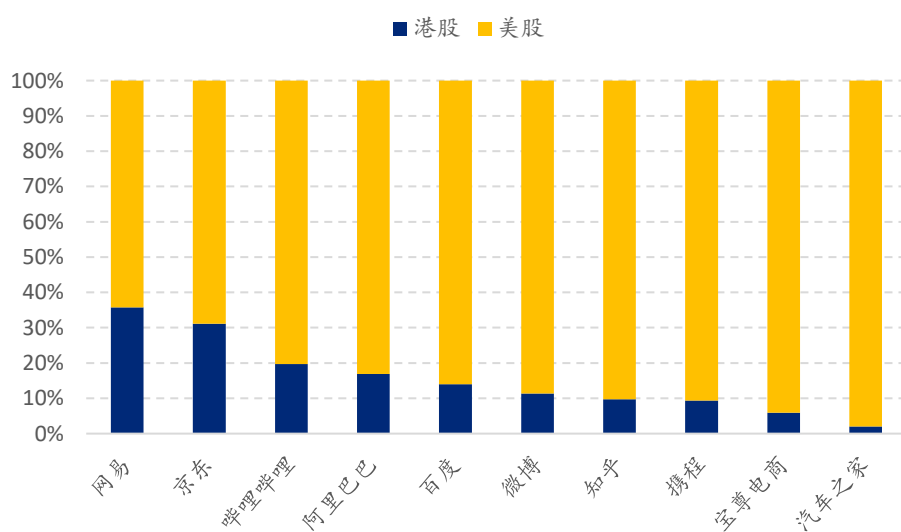
地缘冲突导致中概股风险上升，密切关注谈判进展。2022 年 3 月 8 日以来，美国证监会根据《外国公司问责法案》，以美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）审计监管要求为由，先后将累计百余家中概股列入预摘牌及确定摘牌名单，中概股面临从美国退市的风险。**中国政府表达了积极寻求沟通解决分歧的立场：**2022 年 3 月 16 日，金融稳定发展委员会专题会议强调，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市。截至目前，分歧尚未得到妥善解决，我们仍需关注后续谈判进展。

截至5月30日，已有128家公司进入确定摘牌清单，20家公司进入预摘牌清单：

- 3月8日：第一批5家，包括百济神州、百胜中国等；
- 3月23日：第二批1家，微博；
- 3月30日：第三批5家，包括百度、爱奇艺等；
- 4月12日：第四批12家，包括搜狐等；
- 4月21日：第五批17家，包括贝壳、知乎等；
- 5月4日：第六批88家，包括京东、网易、B站、拼多多等；
- 5月9日：第七批11家，包括滴滴、叮咚买菜、趣头条等；
- 5月13日：第八批1家，包括纬丰科技；
- 5月20日：第九批8家，包括寺库、医美国际等。

对于两地上市的互联网公司而言，市场交易额仍集中在美股市场。虽然已有不少公司在香港完成两地上市，但从成交额的角度来看，美股的资金量及市场活跃度不容忽视，美股市场交易额仍占很大比重，但未来环境的不确定性仍然对互联网板块的估值修复带来一定阻力。

图表 13: 两地上市（港股美股）互联网公司成交额占比



注：知乎为20日日均成交额，其余为三个月日均成交额，截至5月30日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

除牌风险或推动中概股回港主要上市。过去几年，多数大型中概股互联网公司都已选择回港进行第二上市。目前互联网中概股中，仅有知乎实现两地（中国香港和美国）主要上市，哔哩哔哩为首家拟申请由香港第二上市转换为主要上市的公司。若中美审计沟通未能取得良好进展，其余互联网公司或将考虑在香港实现主要上市，以应对在美股的除牌危机。此外，选择主要上市的公司，未来或成为港股通标的，有利于提升交易活跃度和市场流动性。

图表 14: 主要互联网公司上市情况

公司	港股	美股	市值 (百万美元)
腾讯	◆ 主要上市	/	428,636
美团	◆ 主要上市	/	137,958
快手	◆ 主要上市	/	38,574
金山软件	◆ 主要上市	/	4,513
阅文集团	◆ 主要上市	/	4,278
同程旅行	◆ 主要上市	/	4,143
明源云	◆ 主要上市	/	2,328
微盟集团	◆ 主要上市	/	1,429
心动	◆ 主要上市	/	1,334
知乎	◆ 主要上市	◆ 主要上市	983
哔哩哔哩	◇ 二次上市, 拟申请转换为主要上市	◆ 主要上市	8,300
阿里巴巴	◇ 二次上市	◆ 主要上市	253,226
京东	◇ 二次上市	◆ 主要上市	83,835
网易	◇ 二次上市	◆ 主要上市	68,307
百度	◇ 二次上市	◆ 主要上市	48,063
携程	◇ 二次上市	◆ 主要上市	13,669
宝尊电商	◇ 二次上市	◆ 主要上市	8,099
微博	◇ 二次上市	◆ 主要上市	5,204
汽车之家	◇ 二次上市	◆ 主要上市	4,270
拼多多	/	◆ 主要上市	61,070
腾讯音乐	/	◆ 主要上市	6,933
唯品会	/	◆ 主要上市	5,977
爱奇艺	/	◆ 主要上市	3,428
欢聚	/	◆ 主要上市	2,844
挚文集团	/	◆ 主要上市	1,095
金山云	/	◆ 主要上市	1,025
虎牙直播	/	◆ 主要上市	953
有道	/	◆ 主要上市	607
斗鱼	/	◆ 主要上市	403

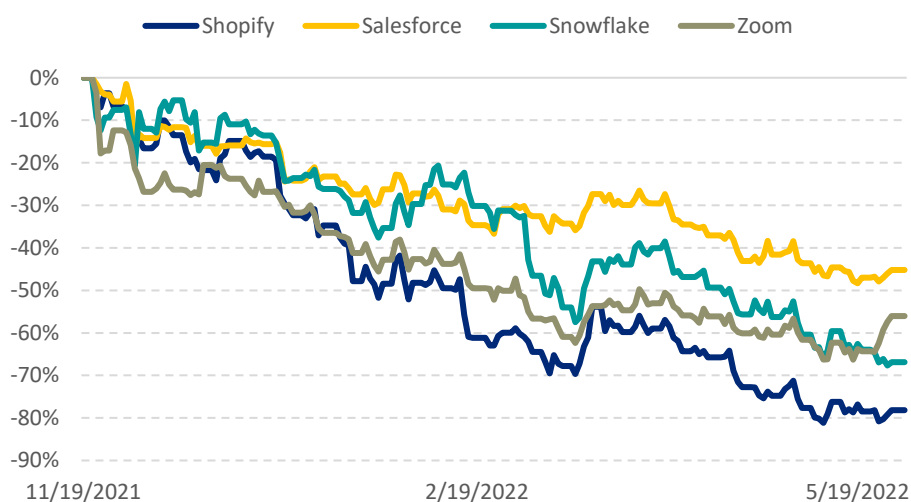
注: ◆ = 主要上市 ◇ = 二次上市, 数据截至 5 月 30 日

资料来源: Wind、浦银国际

加息预期背景下，美股互联网新兴赛道龙头业绩不达标，股价大幅回落，如 SaaS，元宇宙及流媒体等

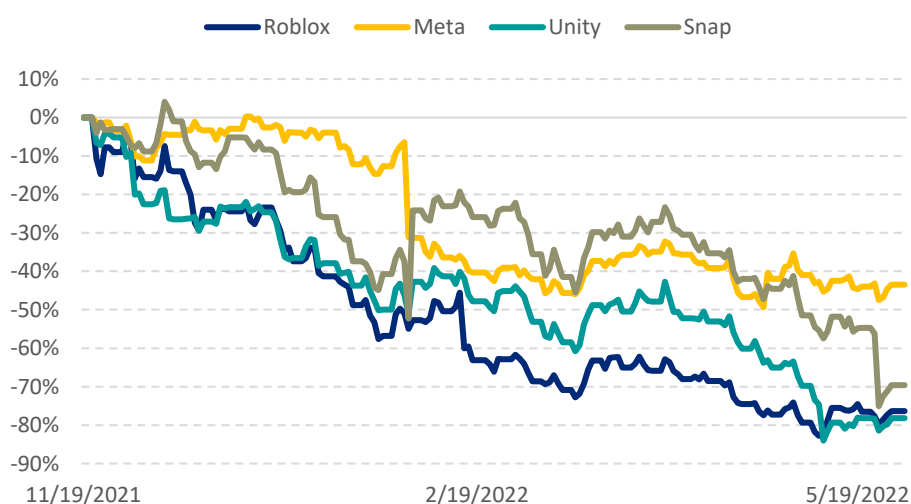
在过去半年里，美股新兴赛道龙头股价出现大幅回撤，导致细分板块估值中枢也随之下滑。虽然，国内相关标的在此前（2021 年）已经有大幅回调，但未来估值修复空间仍会参照龙头锚定标的，景气度或受到一定影响。

图表 15: 美股 SaaS 公司股价表现



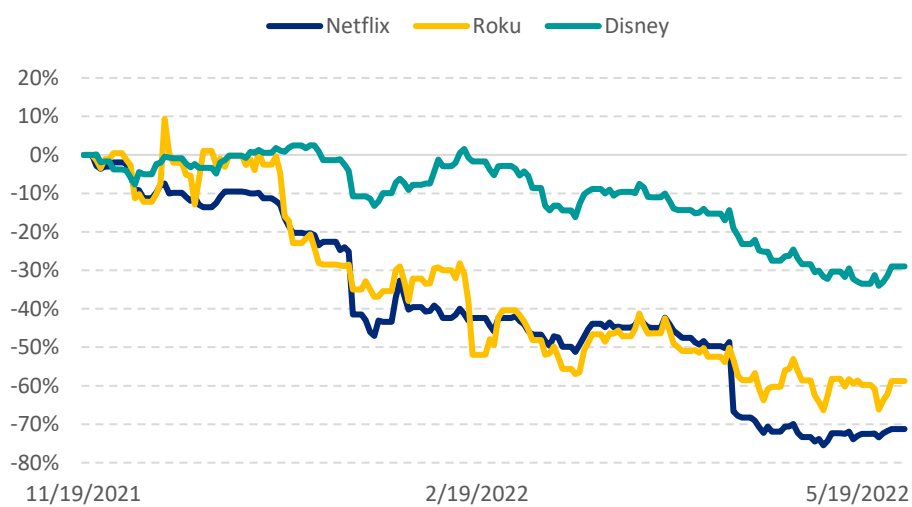
注：股价截至 5 月 30 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 16: 美股元宇宙概念公司股价表现



注：股价截至 5 月 30 日
资料来源：Wind、浦银国际

图表 17: 美股流媒体公司股价表现



注: 股价截至5月30日
资料来源: Wind、浦银国际

● 业绩面：整体有待复苏，持续降本增效

整体有待复苏，下半年或环比改善，全年增速预期下调

股价或震荡上行，我们预计等二季度业绩期（2022年8月）过后，利空因素释放，股价上行压力减小，反弹确定性更高，有望迎来业绩和估值双重修复。

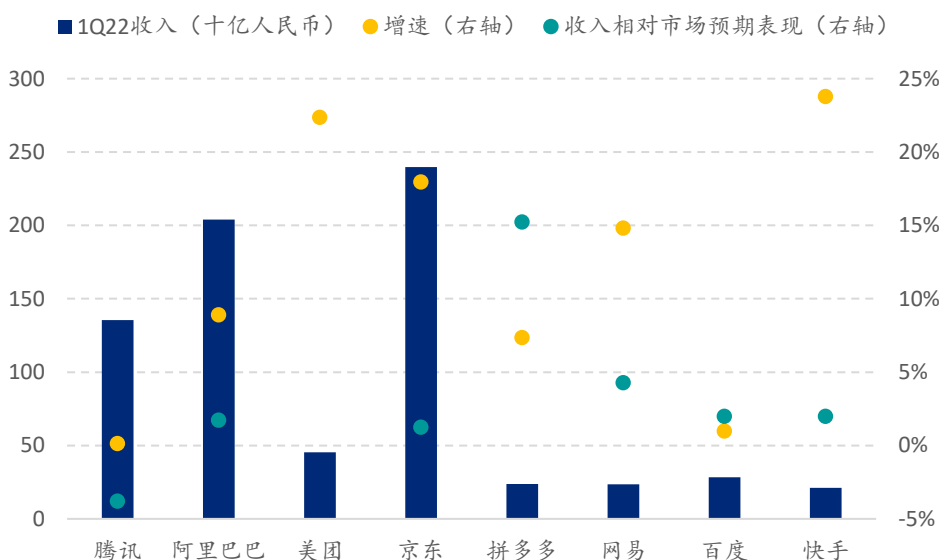
● 收入端

趋势向好，疫情反复延缓经济复苏进度。互联网行业公司二季度业绩普遍受到疫情影响，尤其是广告大盘以及电商线下物流等因素，同时经济活动受阻也会进一步影响居民消费意愿。我们预计二季度业绩增速或为全年低点，尤其是四月份或面临较严峻的挑战，目前来看，经济活动正陆续恢复，但恢复进度仍依赖于疫情防控。

● 利润端

降本增效或延续，上半年成本优化效果或逐步显现，一定程度上降低对利润端的压力。同时，互联网巨头或逐步收缩非主营业务外的战略布局，向核心业务靠拢，从而保障公司的持续运营。

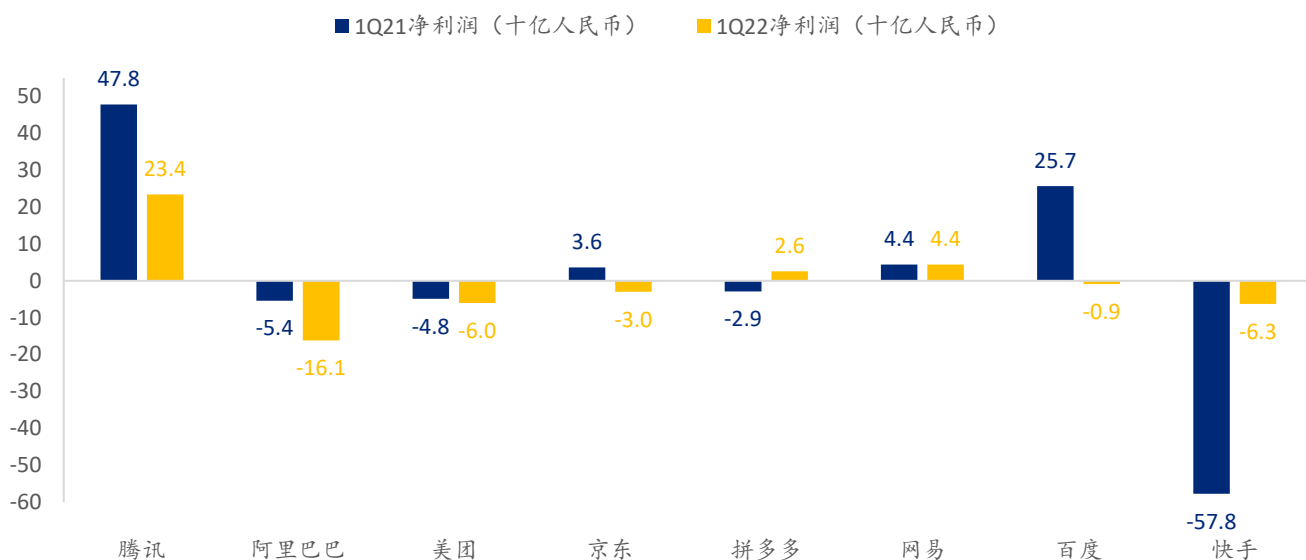
图表 18: 主要互联网公司 1Q22 收入表现大多符合或高于预期



注：美团 1Q22 收入为 Bloomberg 一致预测值

资料来源：Bloomberg、浦银国际

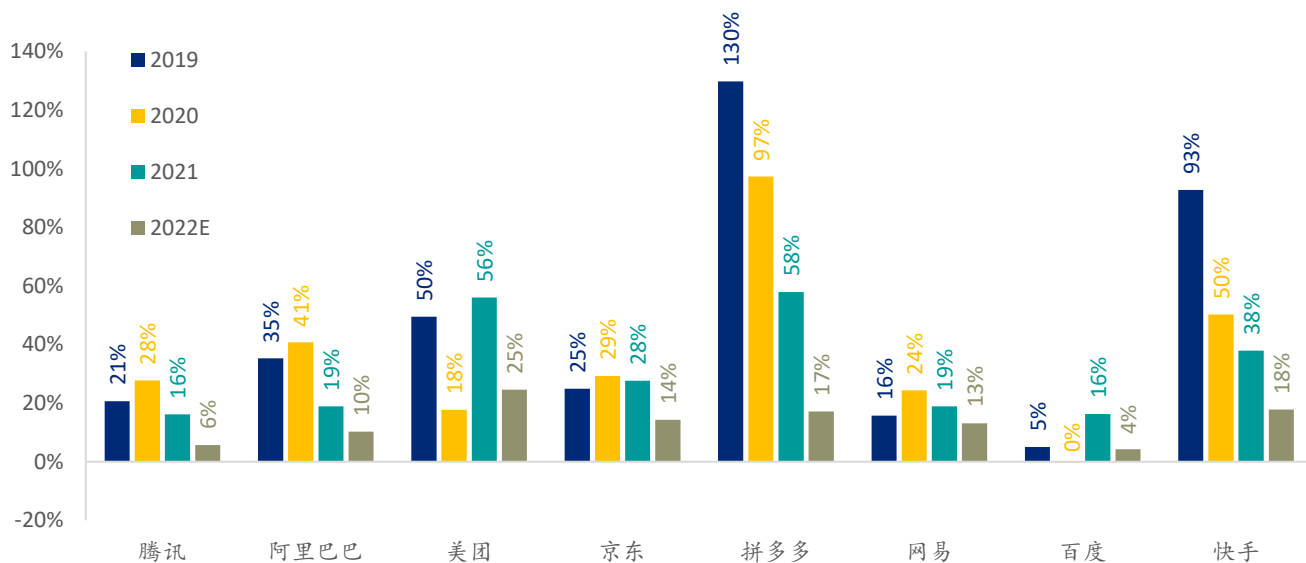
图表 19: 互联网公司 1Q22 净利润表现



注: 美团 1Q22 净利润为 Bloomberg 一致预测值

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: 互联网公司收入增速表现



注: 2022E 为 Bloomberg 一致预测值

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 长期来看，互联网是否还有投资价值？

不可否认的是，近几年，随着人口红利的减弱，互联网，尤其是移动互联网，已经过了高速发展的黄金时期，行业收入增速趋于放缓，因此，由于高增长带来的估值溢价也将随之下降。长期来看，估值中枢（如市盈率）也会出现自然回落，但从 PE/G 角度来看或相对稳定。

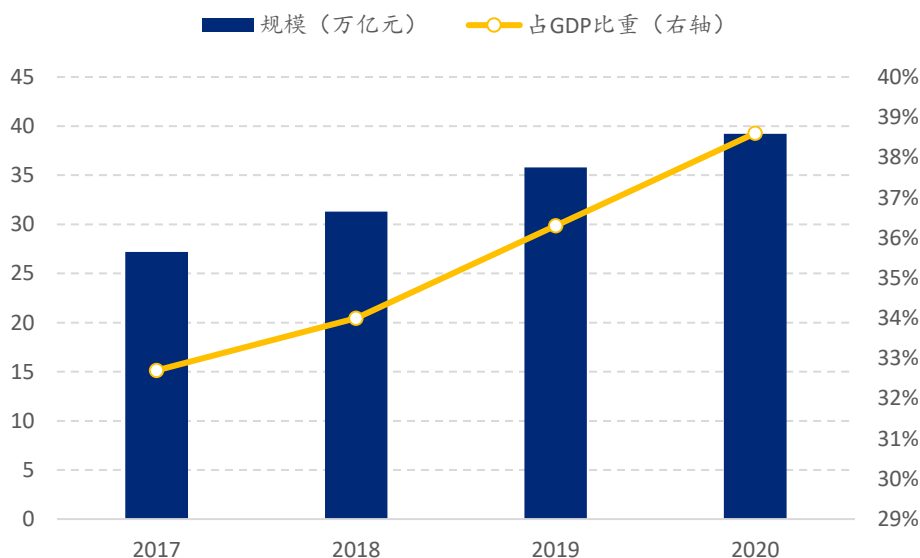
人口红利消退，但人均价值有提升空间

作为互联网的原住民，“Z 世代”是伴随着互联网成长的一代人，对互联网有着先天依赖且深受互联网影响。“Z 世代”拥有更大的付费习惯，随着越来越多的“Z 世代”陆续步入职场，付费能力也在逐步提升，也将成为未来的主要消费驱动。

互联网作为社会生活的基础设施，在数字经济中扮演着重要角色

在疫情影响下，互联网加速渗透到我们日常生活中：线上娱乐、餐饮外卖、社区团购、买菜跑腿、无现金支付、在线政务、在线问诊、在线课堂、远程办公等等，覆盖线上线下。特别在疫情防控期间，互联网为社会经济活动及居民生活的正常运行起到了至关重要的作用。预计互联网仍将受益于数字经济的快速发展。

图表 21: 中国数字经济总体规模



资料来源：信通院，浦银国际

互联网行业创新力强，不断有新模式出现，存在结构性机会

过去二十年，互联网经历了高速发展，是最具活力的行业之一，持续创新是互联网的最大特点。例如，电商行业由传统的货架电商孕育出私域电商、直播电商、短视频电商、种草电商等新电商形态；游戏行业创造了大逃杀、开放世界、二次元等新玩法。

消费互联网向产业互联网转移

随着互联网人口红利逐渐减弱，互联网企业从服务 C 端向赋能 B 端转移。产业互联网已成为互联网行业重点领域，根据 CNNIC 数据，企业服务是投融资笔数最多的细分领域。互联网巨头发力于云计算、产业数字化等领域，寻求新增长曲线。

图表 22: 消费互联网与产业互联网对比

	消费互联网	产业互联网
用户	消费者	产品服务提供者
涉及领域	衣食住行	研发、制造、营销、售后、融资
发展意义	居民日常生活方便快捷	提升产品创新与服务能力
基础设施	云计算、大数据、移动互联网	物联网、智能制造、云计算、大数据、移动互联网

资料来源：浦银国际

3D 互联网正在走来，或将迎来互联网的第三次黄金时代

元宇宙，作为目前互联网最受关注的领域，或将推动互联网走进下一个时代。尽管目前仍处于早期阶段，时间上不会那么快，但仍值得期待。

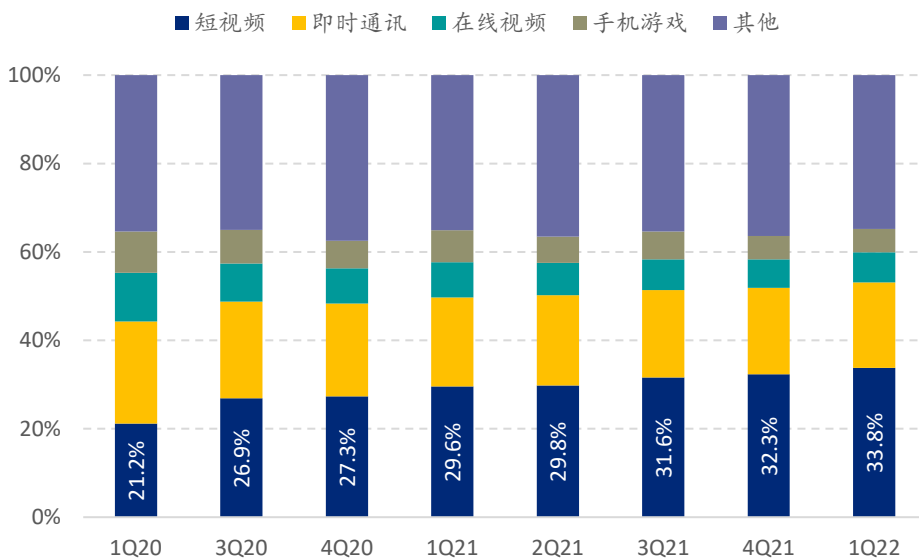
互联网行业下半年细分行业展望

● 泛视频：中期目标扭亏，短视频继续抢占用户时长

2022 年下半年展望：我们看好短视频赛道，是目前少有的仍享有用户时长红利增长的细分赛道之一。短视频变现模式多元化，更具韧性，在广告大盘承压的环境下，短视频广告存在结构性机会。降本增效仍将是行业主题之一，预计亏损率继续收窄。首选短视频行业龙头快手（1024.HK），同时建议关注哔哩哔哩（9626.HK/BILI.US）。

短视频用户时长占比持续提升。根据月狐数据显示，短视频移动网民使用时长占比在高基数的情况下再次得到扩大，1Q22 增长至 33.8%，同比和环比分别增长 4.2 和 1.5 个百分点，短视频是目前少数保持增长态势的细分赛道，用户粘性仍在不断提升。

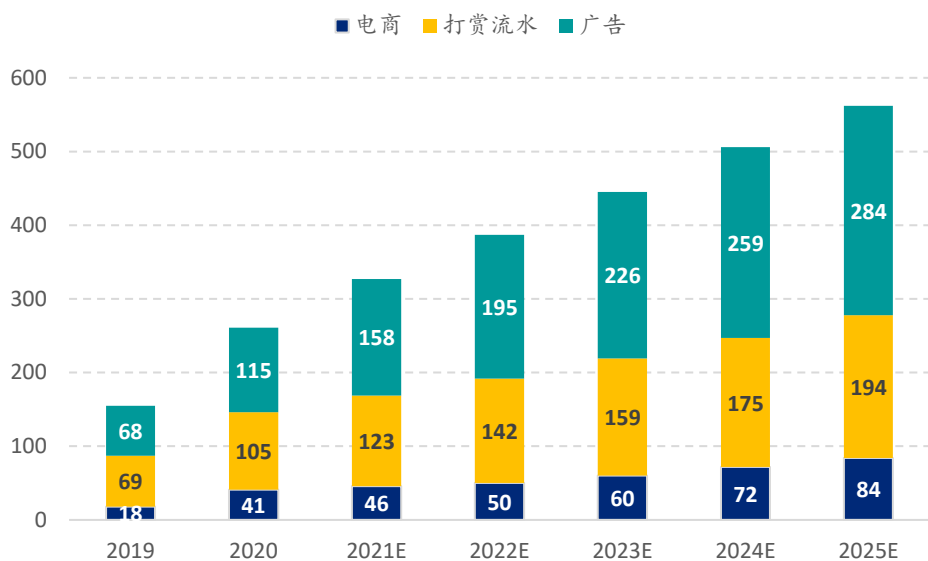
图表 23：中国移动网民 APP 每日使用时长占比



资料来源：极光大数据、月狐 iAPP、浦银国际

从变现模式来看，短视频长期增长靠广告和电商变现驱动。艾瑞预计中国短视频市场规模 2021-2025E 年均复合增长 14.5%。艾瑞预计 2021 年短视频广告规模为 1580 亿，占比近 50%，未来四年复合增速 15.8%。此外，随着短视频交易产业链进一步完善，以及用户习惯的养成，直播电商已成为新兴购物方式，艾瑞预计未来四年复合增速达到 16.2%。直播打赏模式较为成熟，增速继续放缓，艾瑞预计未来四年复合增速达到 12.1%。

图表 24: 中国短视频市场规模 (按变现模式, 十亿人民币)

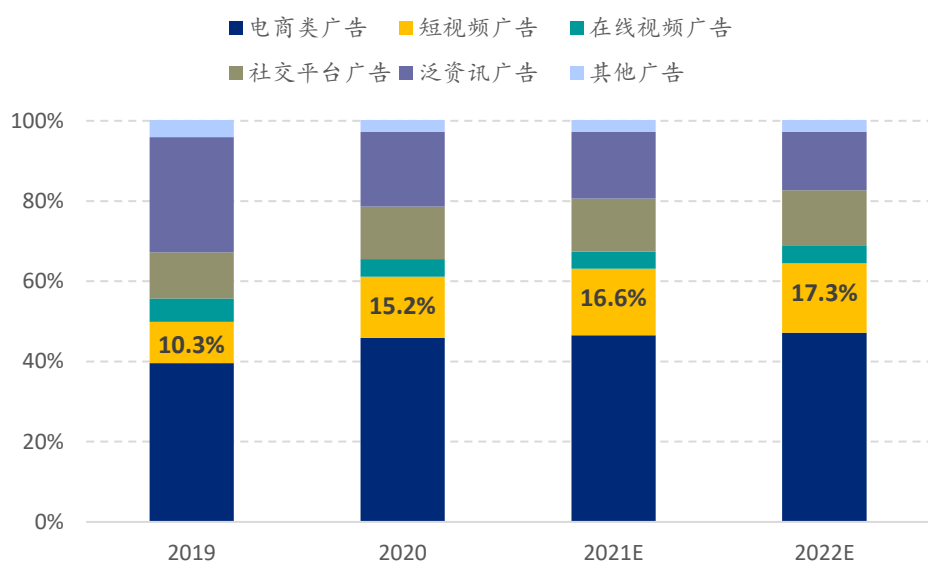


E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞、浦银国际

短期广告大盘承压, 短视频广告存在结构性机会。受行业需求疲弱影响, 整体广告行业增速放缓。而凭借着高速增长的用户流量, 短视频广告存在结构性机会, 已成为了重要的广告形态, 且持续抢占传统互联网广告的市场份额。

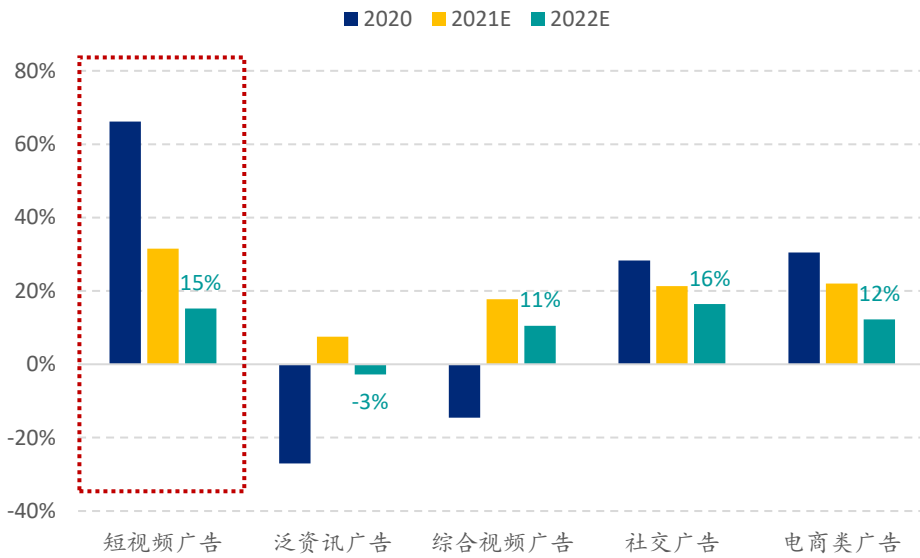
图表 25: 中国互联网各类型广告市场份额



E=QuestMobile 预测

资料来源: QuestMobile、浦银国际

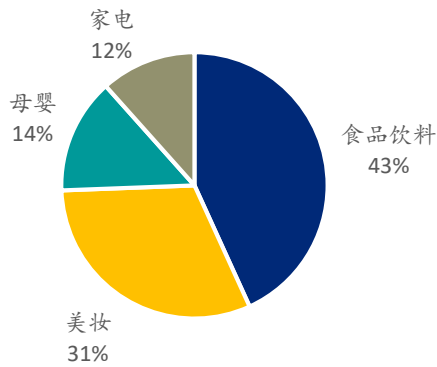
图表 26: 典型媒介类型投放费用增长趋势



E= QuestMobile 预测

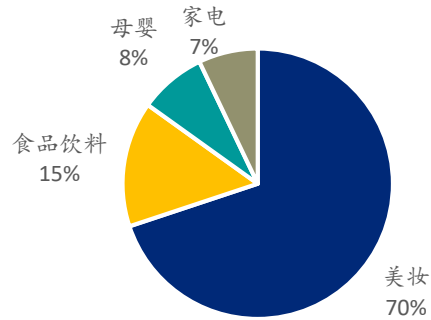
资料来源: QuestMobile、浦银国际

图表 27: 抖音典型消费行业直播销售额占比 (2022年2月)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

图表 28: 快手典型消费行业直播销售额占比 (2022年2月)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

得益于降本增效，盈利拐点可期：随着变现率提升以及有效的成本管控，今年上半年泛视频公司陆续表示未来盈利预期时点。长视频过去长期亏损，主要因为巨额的内容成本；而中短视频的亏损则主要因为用于拉新推广的销售费用较大。我们认为泛视频亏损状态在 2022 年或仍将持续，而整体亏损或有所收窄。

爱奇艺：2022 年一季度首次实现季度盈利，公司目标全年尽早实现调整后运营层面盈亏平衡；

哔哩哔哩：在 2022 年开始全年调整后运营亏损率同比收窄，中期目标于 2024 年实现调整后盈亏平衡；

快手：2022 年一季度亏损率同比大幅收窄，此前表示预期实现 2022 年内季度国内业务调整后净利润转正。

图表 29：在线视频公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百万美元)	股价(交易货币)	YTD 股价变动 (%)	P/E			P/S		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1024 HK Equity	快手	在线视频	38,571	70.9	(1.6)	N/A	N/A	27.7	2.7	2.2	1.9
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	8,300	21.3	(54.2)	N/A	N/A	N/A	2.3	1.8	1.4
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	3,428	4.0	(12.7)	N/A	69.3	15.0	0.8	0.7	0.7
平均					(22.8)	N/A	69.3	21.3	1.9	1.6	1.3

注：E=Bloomberg 一致预测；截至 5 月 30 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● O2O：短期仍受疫情影响，复苏趋势确定

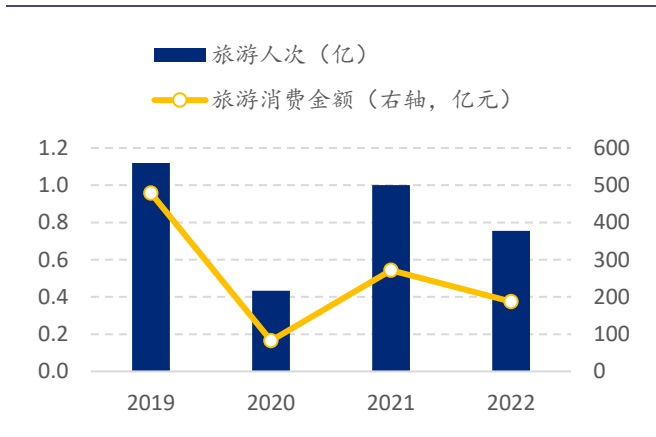
2022 年下半年展望：线下经济活动短期仍受疫情影响，但业绩复苏确定性高，疫情受控后，业绩或迎反弹；国内旅游业或在今年三季度末恢复正增长，本地生活服务复苏进度或先于旅游出行。建议关注同程艺龙（780.HK）、携程（9961.HK/TCOM.US）、美团（3690.HK）。

旅游行业再受挫，出行需求受压制：受疫情反复影响，各地收紧防控措施，今年上半年旅游行业再次受挫。自疫情以来，旅游需求长期受到压制，我们期待疫情防控放开后迎来复苏。

根据文旅部数据，今年清明假期，国内旅游出游 7541.9 万人次，同比减少 26%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 68%；国内旅行收入 187.8 亿元，同比下降 31%，恢复至 2019 年同期的 39%。

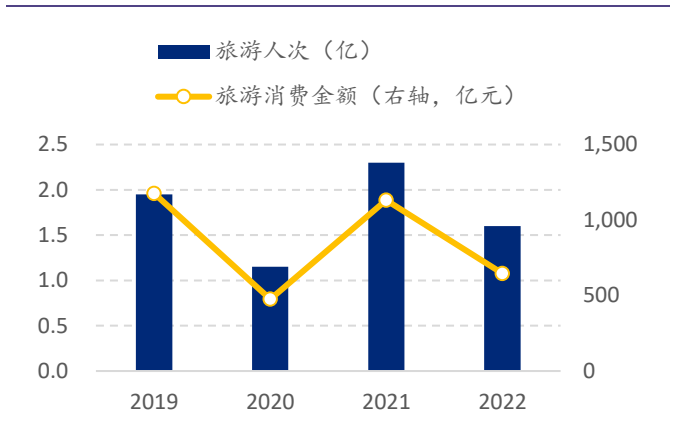
五一假期，国内旅游出游 1.6 亿人次，同比减少 30%，恢复至 2019 年同期的 67%；国内旅行收入 646.8 亿元，同比下降 43%，恢复至 2019 年同期的 44%。

图表 30：中国清明假期旅游数据



资料来源：文旅部、浦银国际

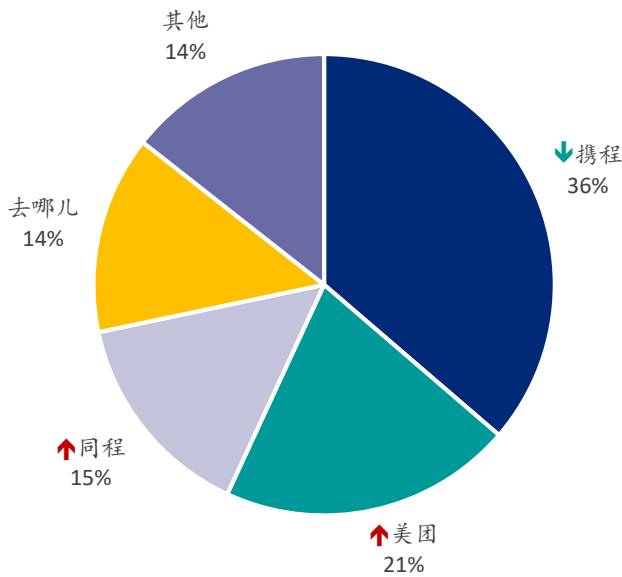
图表 31：中国五一假期旅游数据



资料来源：文旅部、浦银国际

“一超多强”竞争格局，差距逐渐缩小。据 Fastdata 统计，2021 年中国在线旅游(OTA)市场中，携程位居榜首，市场占比达 36.3%，若包括去哪儿，则合计份额超过五成(2020 年近六成)；美团旅行位列第二，市场占有率为 20.6% (2020 年为 18.9%)；同程旅行位列第三，占比约 15% (2020 年为 10%)。同程艺龙依靠在低线城市的优势，继续抢占市场份额。

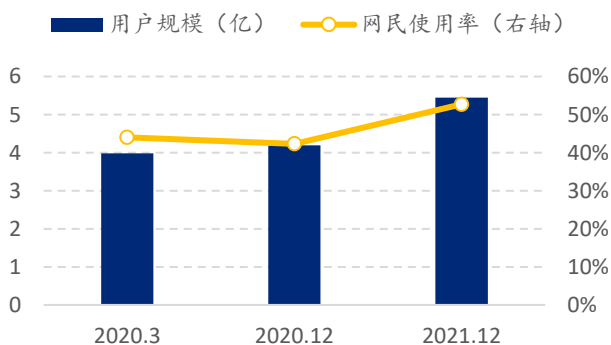
图表 32: 中国在线旅游市场份额 (2021 年)



注: ↑=市场份额较 2020 年提高 ↓=市场份额较 2020 年下降
资料来源: Fastdata, 浦银国际

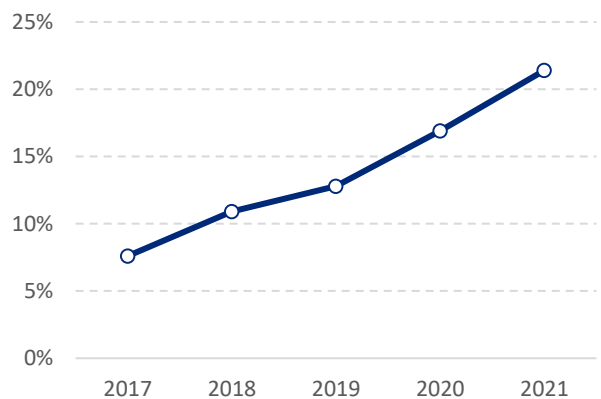
外卖渗透率进一步提升。餐饮外卖受益于“宅经济”，2021 年外卖用户规模达到 5.4 亿，同比增长 30%，网民渗透率提升至 52.7%。在线外卖收入占全国餐饮业收入比重亦得到了快速提升，从 2019 年的 12.8% 提升至 2021 年的 21.4%，成为了餐饮业的重要销售渠道。今年上半年国内疫情多地蔓延，部分地区阶段性暂停堂食，外卖的重要性再次得到凸显。例如，北京市在五一期间暂停堂食服务，根据美团数据，北京市餐饮外卖订单量同期相比增长约三成。

图表 33: 中国网上外卖用户规模及使用率



资料来源: CNNIC、浦银国际

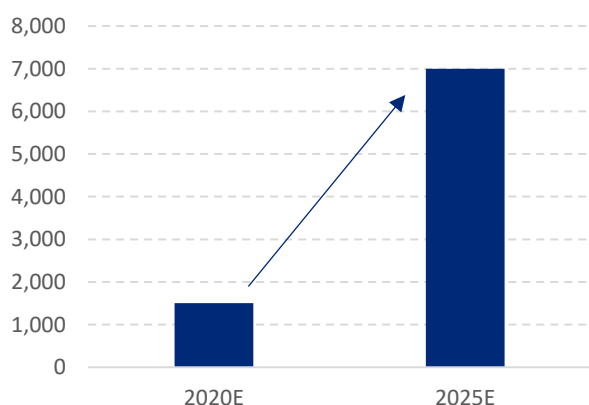
图表 34: 在线外卖收入占全国餐饮业收入比重



资料来源: 国家信息中心分享经济研究中心、浦银国际

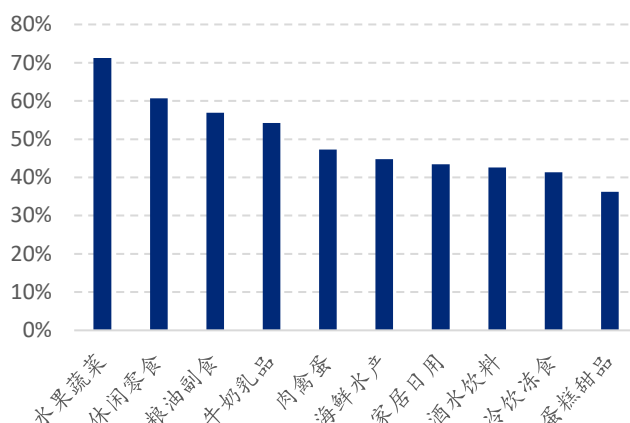
即时零售增长迅猛，市场空间广阔。近年来，随着“最后一公里”物流体系的逐步完善，品类覆盖逐渐从餐饮外卖向其他商品延伸，即时零售正在迅速崛起。根据美团商业分析团队的测算，2020年即时零售的相关市场规模约为1500亿元，占2020年全国实物商品网上零售额的比重达到1.5%。预计到2025年，即时零售行业相关市场规模将超过7000亿元，预计即时零售相关市场在2019-2025年之间的年复合增长率将超过38.3%，行业整体具有强劲的增长动力和巨大的增长空间。

图表 35: 中国即时零售市场规模 (亿)



E=美团测算
资料来源：美团、浦银国际

图表 36: 2020年中国即时零售前十大品类 (调研)



资料来源：艾瑞、浦银国际

● 游戏：版号重启，行业回暖，出海为未来主要驱动

2022 年下半年展望：随着游戏版号重启，行业回暖，业绩面或迎来修复；精品化游戏是大趋势，游戏大厂优势强者恒强；出海是未来行业增长的主要驱动，海外收入占比或逐步提升。建议关注腾讯（700.HK）、网易（9999.HK/NTES.US）。

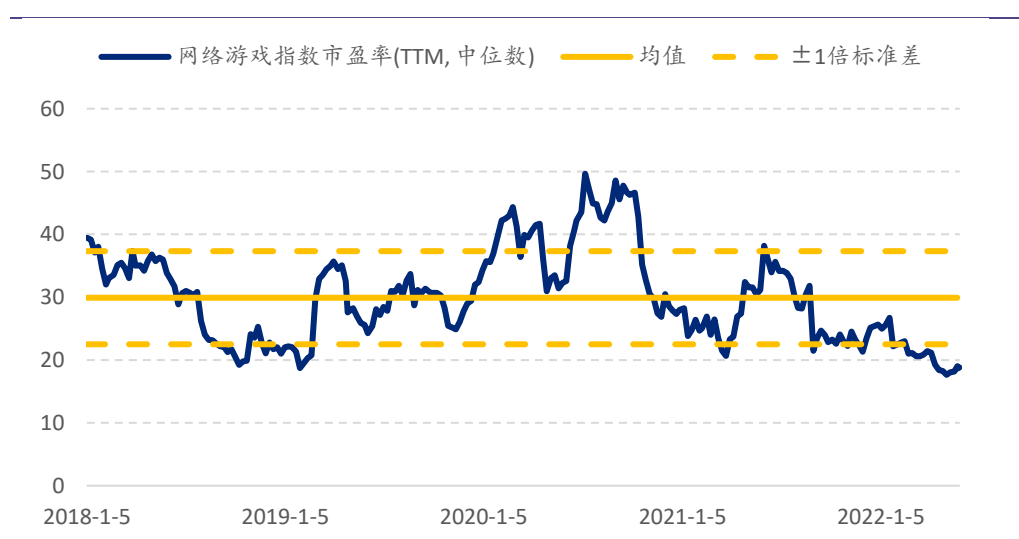
年初至今，万得网络游戏指数累计下跌 25%，市盈率中位数为 18.8x，位于 2018 年以来均值一个标准差以下。

图表 37: 万得网络游戏指数表现



资料来源：Wind，浦银国际

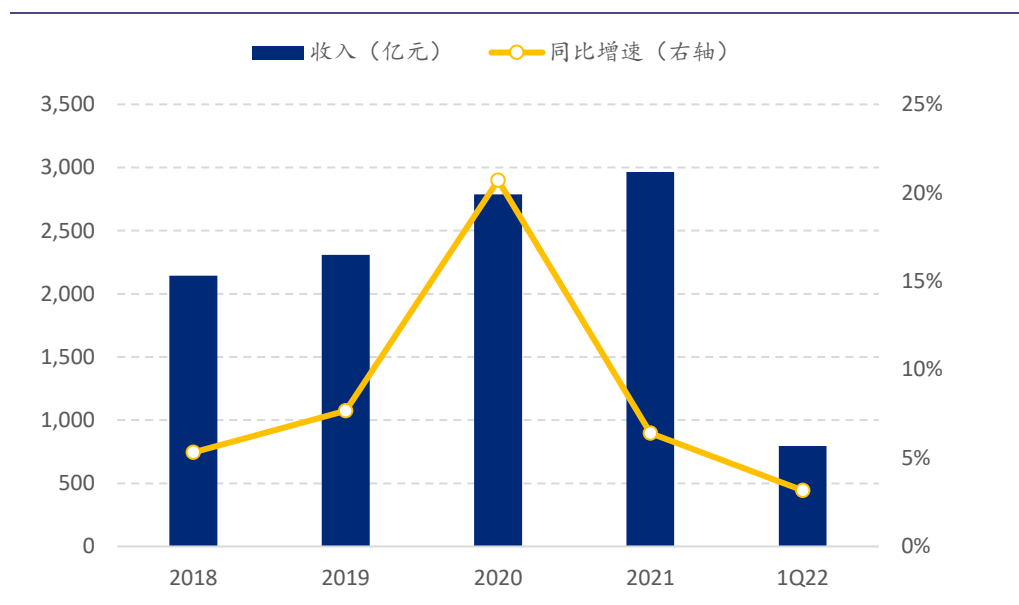
图表 38: 万得网络游戏指数表现



资料来源：Wind，浦银国际

线下经济复苏，一季度游戏行业增速回落。根据伽马数据，1Q22 中国游戏市场实际销售收入为 794 亿元，同比增长 3.2%；中国自研游戏海外收入为 45.5 亿美元，同比下降-0.5%。出海游戏收入有所下滑主要是由于海外防疫措施放开后经济活动恢复，使得用户游戏消费的减少。

图表 39: 中国游戏市场实际销售收入



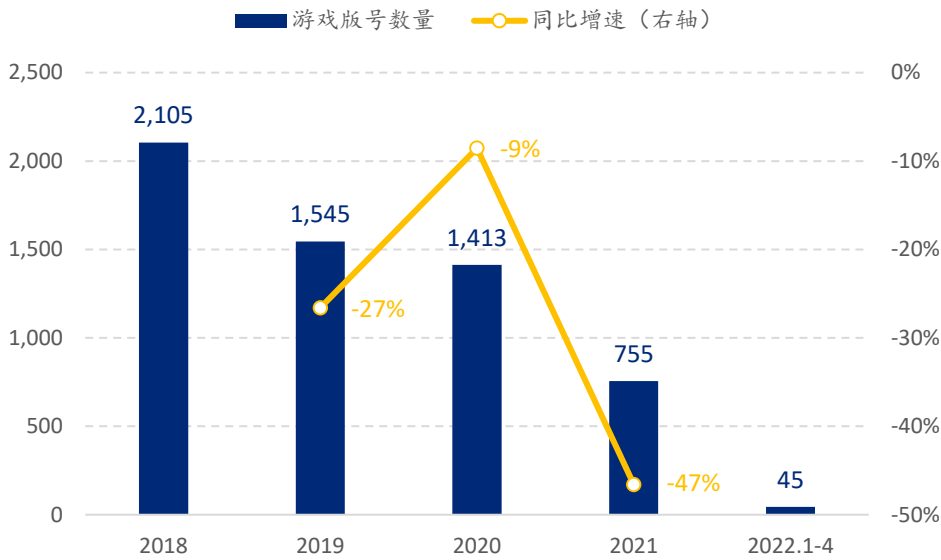
资料来源：伽马数据、浦银国际

未成年防沉迷影响逐步消化。2021 年 8 月 30 日，针对未成年人游戏防沉迷保护，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，严格限制了未成年人游戏时长。随着相关整改持续落地，游戏行业用户结构优化，预计到今年下半年，未成年防沉迷影响将逐步得到消化，有望得到同比改善。

游戏版号恢复发放，游戏产品走向精品化。2022 年 4 月 10 日，国家新闻出版署公布 2022 年 4 月国产网游游戏审批信息，共有 45 款游戏获批，是游戏版号自 2021 年 7 月起，时隔八个月后重启发放。游戏版号审批恢复释放积极信号，或预示着游戏行业整改已取得阶段性进展，有助于行业走向健康发展。

由于游戏版号发放数量大幅收缩，我们认为这将逐步淘汰低质量游戏产品，推动行业走向精品化发展，重质而不重量，对于具备强大游戏研发能力的公司而言是相对利好；同时，由于新游戏审批时间存在更大不确定性，现有已上线强力游戏产品的公司能够提供更大的防御性。

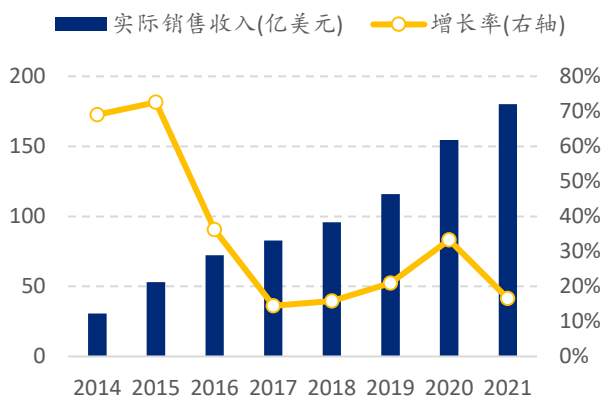
图表 40: 游戏版号数量



资料来源: 国家新闻出版署, 浦银国际

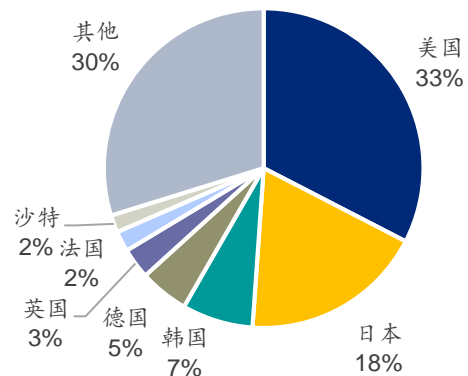
海外市场有望成为主要增长点。行业监管的加强使得国内游戏行业增长承压, 海外市场成为许多游戏厂商未来投入重点。根据伽马数据, 2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 180 亿美元, 同比增长 16.6%, 仍保持高速增长势头。从海外收入贡献占比来看, 美国、日本和韩国是主要市场, 合计占比 58%, 但比例呈现下降趋势, 说明中国自研游戏在不断向其他地区扩张。

图表 41: 中国自研游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)



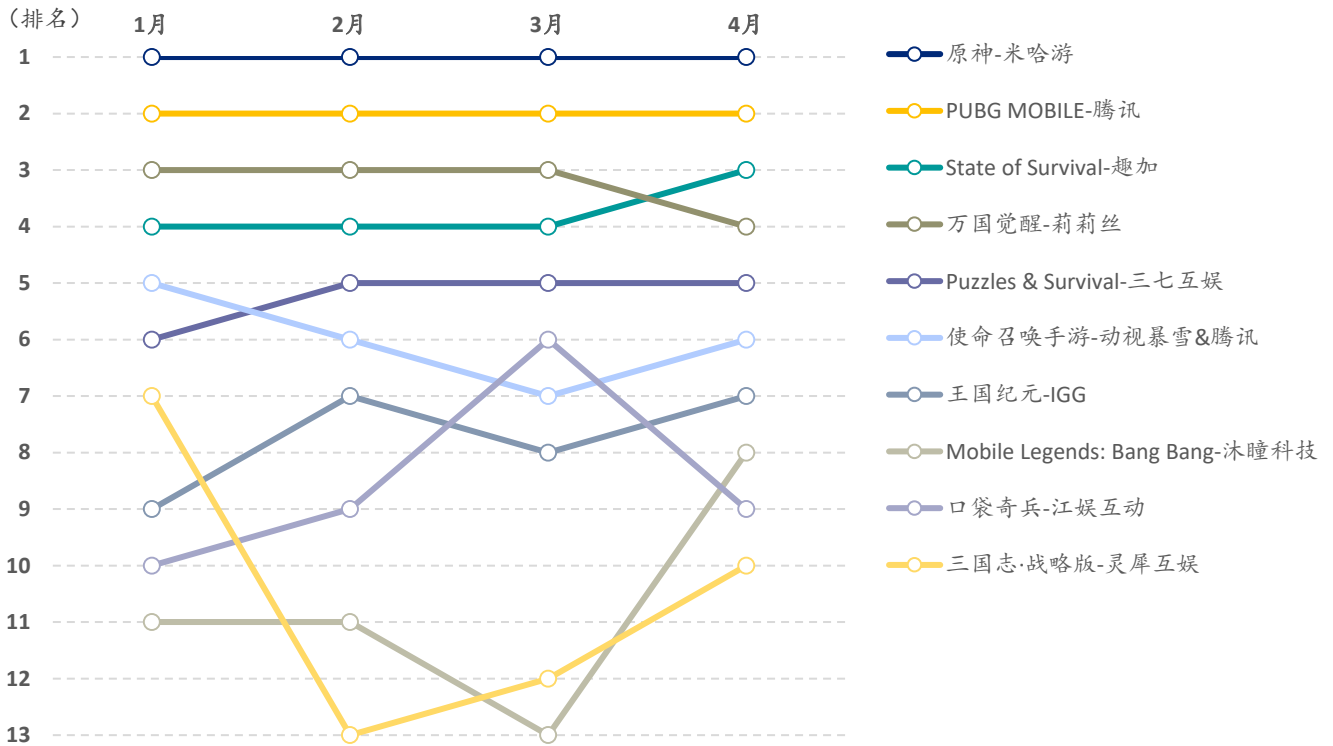
资料来源: 中国音数协游戏工委等、浦银国际

图表 42: 中国自研游戏海外地区收入占比 (2021 年)



资料来源: 中国音数协游戏工委等、浦银国际

图表 43: 2022 年中国手游出海收入排名



资料来源: Sensor Tower, 浦银国际

图表 44: 游戏公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百万美元)	股价(交易货币)	YTD 股价变动 (%)	P/E			P/S		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	428,604	350.0	(21.1)	23.9	19.7	16.6	4.8	4.2	3.7
NTES US Equity	网易	游戏	68,307	104.0	2.2	23.6	20.3	17.4	4.6	4.1	3.7
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	5,085	4.6	(45.8)	9.5	7.8	N/A	N/A	N/A	N/A
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	6,842	20.6	(23.9)	13.7	12.0	10.6	2.4	2.1	1.8
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,811	13.1	(35.5)	13.7	12.0	10.5	2.6	2.2	2.0
603444 CH Equity	吉比特	游戏	3,453	320.4	(24.0)	14.0	11.8	10.3	4.4	3.7	3.3
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	2,653	8.7	(27.0)	15.3	14.3	N/A	4.3	6.6	N/A
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,334	21.8	(44.8)	N/A	N/A	27.7	2.7	2.1	1.6
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,265	3.1	(37.0)	18.9	25.5	20.4	7.0	6.2	5.6
777 HK Equity	网龙	游戏	1,072	15.6	(8.8)	5.7	5.0	4.7	0.9	0.8	0.8
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	675	6.5	(18.8)	13.9	7.7	N/A	2.2	1.5	N/A
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	865	4.8	(23.5)	41.9	18.5	14.5	1.9	1.3	1.0
平均					(25.7)	17.6	14.0	14.7	3.4	3.2	2.6

注: E=Bloomberg 一致预测; 截至 5 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 电商：关注竞争格局变化，供应链价值更加凸显

2022 年下半年展望：虽然疫情影响线下物流，行业增速短期有所放缓，但从长期来看作为预见性较高的细分行业，电商板块当前估值水平已具备吸引力，建议长期投资者可择机增持。此外，对于电商企业而言，供应链竞争力将更加凸显。建议重点关注京东（9618.HK/JD.US），建议关注阿里巴巴（9988.HK/BABA.US）、拼多多（PDD.US）。

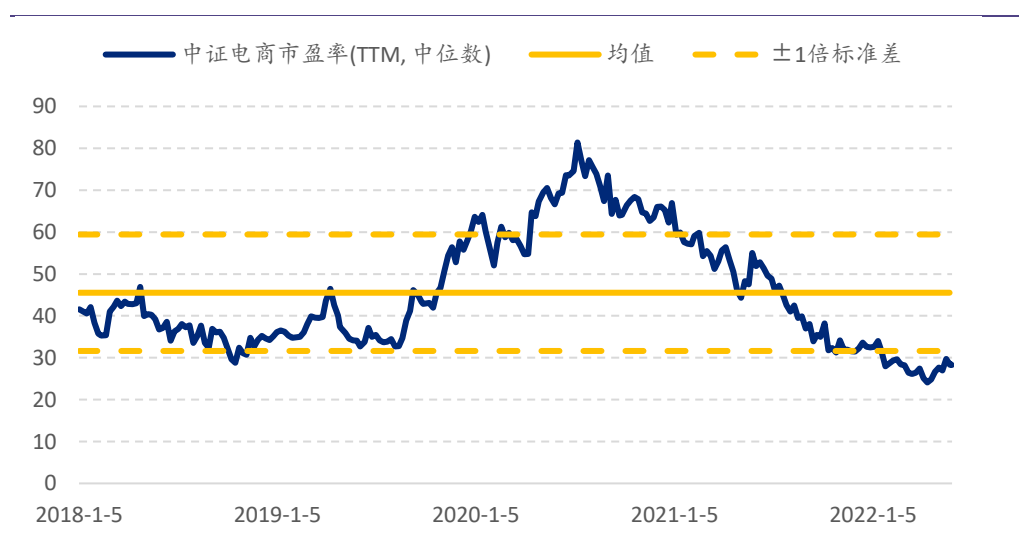
年初至今，中证电商指数累计下跌 24%，市盈率中位数为 28.2x，位于 2018 年以来均值一个标准差以下。

图表 45: 中证电商指数表现



资料来源：Wind，浦银国际

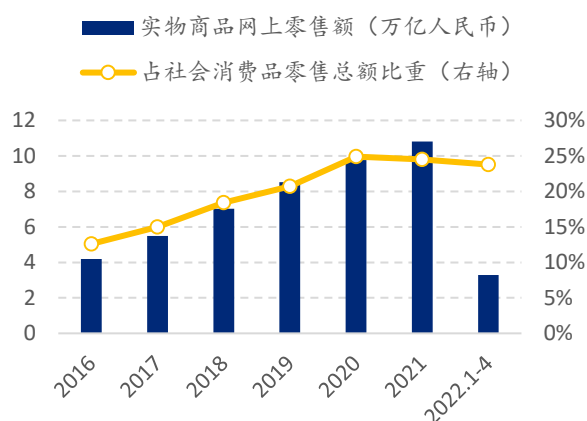
图表 46: 中证电商指数表现



资料来源：Wind，浦银国际

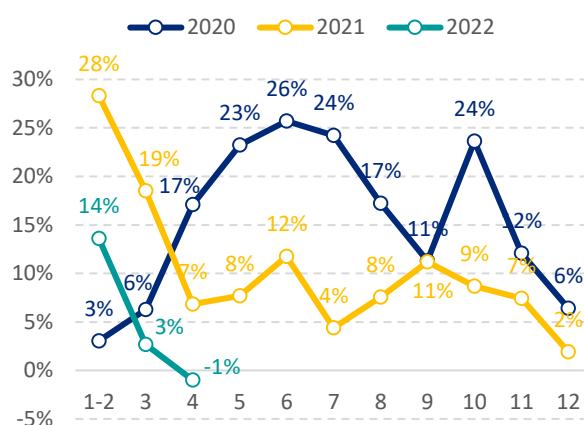
受疫情影响，短期增速放缓，有待复苏。根据国家统计局数据，2022年1-4月社会消费品零售总额同比下降0.2%，整体经济活动放缓。由于疫情防控要求使得部分消费需求由线下转线上，线上消费仍保持了正增长。同期实物商品网上零售额同比增长5.2%，渗透率同比提升1.6个百分点至23.8%。受疫情影响，二季度业绩仍然承压。而从商品品类来看，由于疫情后用户倾向于必需品消费，减少不必要开支，食品和日用同比增长13.5%和10.6%，而服饰类基本持平，同比增长0.9%，我们预计该趋势在二季度仍将持续。进入五月份，线下物流仓储正在逐步复工，而消费者信心恢复或仍需时日。

图表 47: 中国实物商品网上零售额



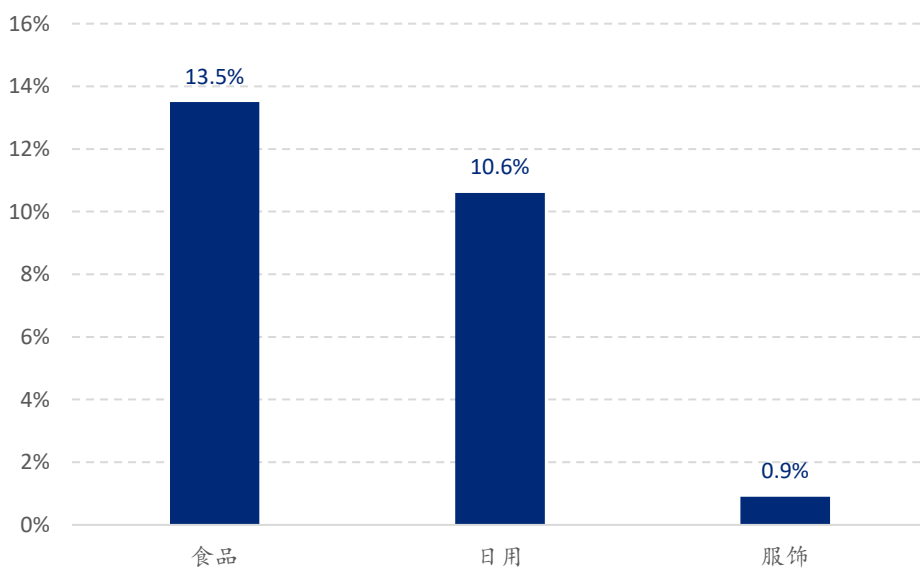
资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 48: 实物商品网上零售额增速



资料来源：国家统计局、浦银国际

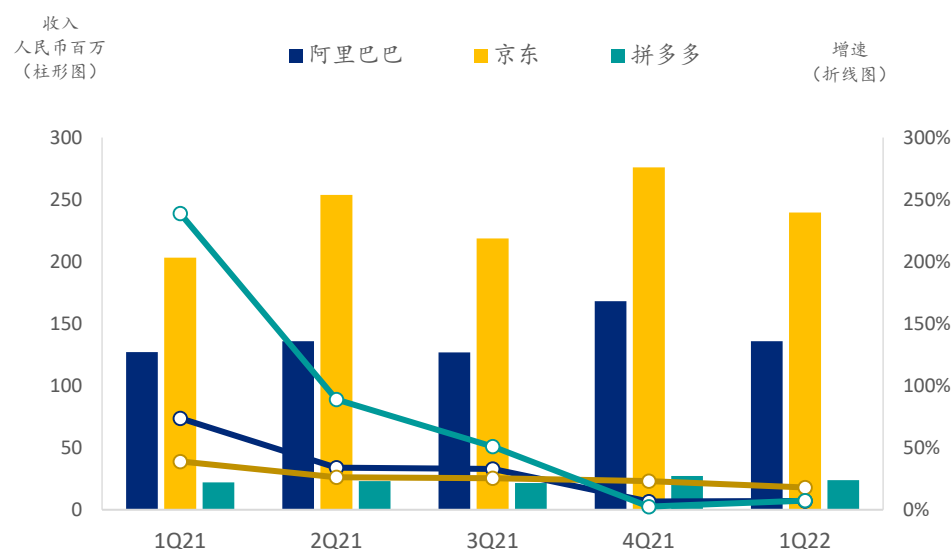
图表 49: 实物商品网上零售额同比增速 (1Q22)



资料来源：QuestMobile、浦银国际

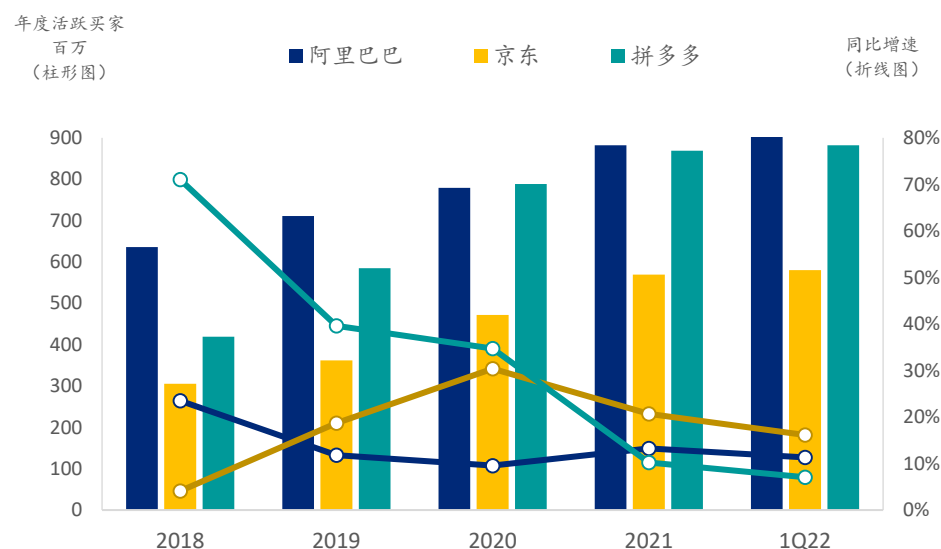
供应链价值逐步凸显。由于疫情防控要求，部分地区供应链等环节受到较大影响。一季度中国实物商品网上零售额同比增长 8.8%，而京东零售收入同比增长 17.1%，显著高于大盘及同业，体现了强供应链能力在应对复杂外部环境时的优势。

图表 50: 电商公司收入对比



注：阿里巴巴的收入数据为中国零售商业收入
资料来源：公司财报，浦银国际

图表 51: 三大电商年度活跃买家数



注：阿里巴巴为中国零售市场数据；
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 52: 电商公司表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百 万美元)	股价(交 易货 币)	YTD 股 价变动 (%)	P/E			P/S		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	253,226	93.4	(21.4)	13.3	10.3	8.6	1.9	1.6	1.5
JD US Equity	京东商城	电商	83,835	53.7	(21.5)	34.6	22.9	17.0	0.5	0.4	0.4
PDD US Equity	拼多多	电商	61,070	48.3	(17.2)	31.3	22.0	15.7	3.7	3.0	2.5
VIPS US Equity	唯品会	电商	5,977	9.1	8.5	7.6	6.9	6.4	0.4	0.4	0.3
9991 HK Equity	宝尊	电商	641	24.8	(27.2)	16.3	9.0	6.5	0.4	0.4	0.3
平均					(15.7)	20.7	14.2	10.8	1.4	1.2	1.0

注: E=Bloomberg 一致预测; 截至 5 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● SaaS：估值降温，短期阵痛，加速行业洗牌

2022年下半年展望：SaaS行业短期经历阵痛，加速洗牌；从长期来看，在数字化转型大背景下，SaaS行业的增长潜力依旧值得期待，估值接近底部，适合长线布局；竞争激烈，持续分化，主打中小微客户的公司或面临更大压力。建议关注金蝶（268.HK）、用友（600588.CH）、金山软件（3888.HK）。

年初至今，万得SaaS指数累计下跌23%，市盈率为43.9x，接近2018年以来均值一个标准差以下。

图表 53：万得SaaS指数表现



资料来源：Wind，浦银国际

图表 54：万得SaaS指数表现



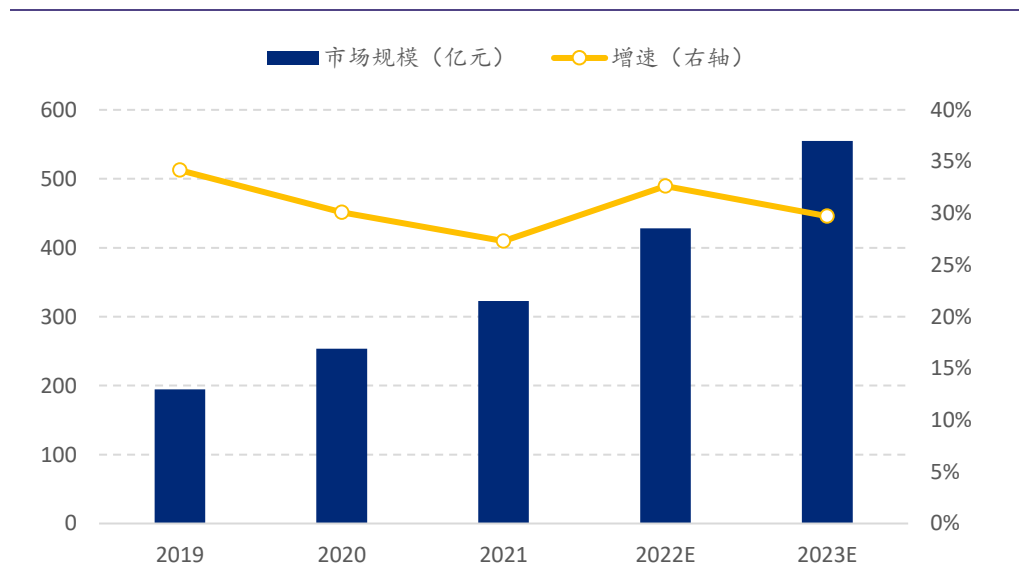
资料来源：Wind，浦银国际

加息预期背景下，美股龙头锚定股股价大幅回落，估值中枢下移。过去半年，受流动性收缩预期以及疫情带来数字化“红利”消退影响，美股 SaaS 板块出现大幅回调，从高点跌幅超 50%，其中 Shopify 跌幅达 80%（图表 15）。虽然国内互联网服务板块下半年估值修复前景较为明朗，但对标的美股市场龙头估值下移，对上行修复带来一定压力。

短期经历阵痛，加速行业洗牌。短期来看，SaaS 行业面临一些挑战：一方面，疫情反复导致宏观经济增速放缓，多数企业生存环境面临挑战，尤其是数量众多的中小微企业，对于 IT 决策会更加慎重，或缩减相应预算；另一方面，当前市场情绪偏弱，对于企业的盈利指标会更加关注，而作为高成长的 SaaS 公司，大部分仍处于早期非盈利状态，就需要在收入增长和利润率改善之间做出一定取舍，增速或有所放缓。行业竞争日趋激烈，加速洗牌，以中小微企业客户为主的 SaaS 公司，或面临更大压力，我们更看好龙头公司强大的研发能力和优质的客户群体，抗周期性更强。从长期来看，无论是以何种客户为主，提升收入留存率仍是关键。

长期来看，中国 SaaS 行业仍然潜力巨大。根据艾媒咨询数据，2021 年中国 SaaS 市场规模为 323 亿，同比增长 27%，未来两年中国 SaaS 市场规模仍将保持 30% 以上增速。

图表 55: 中国 SaaS 市场规模



E=艾媒咨询预测

资料来源：艾媒咨询、浦银国际

图表 56: SaaS 板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百 万美元)	股价(交 易货 币)	YTD 股 价变动 (%)	P/E			P/S		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	13,855	200.4	(24.4)	68.6	51.8	39.3	21.8	16.5	12.6
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	9,592	18.6	(48.1)	79.2	56.6	42.1	6.0	4.8	3.9
002410 CH Equity	广联达	SaaS	9,119	51.1	(20.2)	61.6	45.8	35.8	8.8	7.2	6.0
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	6,471	14.6	(39.1)	N/A	N/A	191.1	8.4	6.6	5.3
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	5,289	24.3	(32.3)	14.5	11.8	9.9	0.4	0.4	0.3
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,513	25.9	(24.5)	60.3	36.4	23.7	3.8	3.1	2.7
909 HK Equity	明源云	SaaS	2,327	9.3	(47.7)	71.0	34.0	27.9	6.1	4.8	3.8
354 HK Equity	中软国际	SaaS	2,773	7.1	(29.9)	13.8	11.1	8.8	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	1,025	4.2	(73.3)	N/A	N/A	N/A	0.7	0.5	0.5
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	1,429	4.4	(44.2)	N/A	N/A	29.9	3.1	2.6	2.1
9959 HK Equity	联易融	SaaS	1,972	6.7	(7.8)	39.4	25.2	17.3	8.7	6.6	5.2
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	261	0.1	(79.4)	N/A	N/A	N/A	1.1	0.9	0.7
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	813	5.5	(39.2)	N/A	N/A	538.3	0.7	0.6	0.5
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	995	4.7	(31.3)	N/A	20.1	N/A	0.9	0.6	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	652	10.1	(3.1)	37.2	22.4	15.6	2.2	1.7	1.4
平均					(36.3)	49.5	31.5	81.6	4.9	3.8	3.2

注: E=Bloomberg 一致预测; 截至 5 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网行业覆盖公司

图表 57: 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 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	350.00	买入	450.00	19/5/2022	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	94.90	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	93.41	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	175.10	持有	202.00	23/2/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	★快手	70.90	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	173.80	买入	308.00	7/3/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	21.25	买入	39.00	7/3/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	14.66	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.40	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	25.85	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友	18.62	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	14.62	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	9.28	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	82.86	买入	140.00	18/5/2022	海外电商、游戏

注: ★=浦银国际互联网行业首选; 截至5月30日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

**腾讯 (700.HK): 广告需求疲弱, 游戏出海成重点, 视频号商业化潜力可期;
“买入”评级, 目标价 450 港元**

受监管及疫情影响, 公司短期游戏及广告业务均面临一定压力, 但政策面日渐明朗或带动长期估值修复。随着未成年人游戏防沉迷机制完善, 其影响预计将于下半年消退; 公司加大游戏出海力度, 计划未来两年于国际市场推出大预算游戏, 预计海外贡献将逐步提升。微信生态持续完善, 视频号商业化有望推动广告业务恢复。目标价 450 港元, “买入”评级。(1Q22 业绩点评)

哔哩哔哩 (9626.HK/BILI.US): 用户持续增长, 加速商业化进程; “买入”评级, 目标价 308 港元/39 美元

随着用户增长和内容出圈, 平台影响力不断提升。公司在追求用户增长的同时, 亦加速其商业化进程, 看好公司长期变现效率的提升。目标价 308 港元/39 美元, “买入”评级。(近期报告)

快手 (1024.HK): 用户流量高速增长, 发力电商业务; “买入”评级, 目标价 100 港元

短视频仍是互联网行业增速领先的细分赛道, 快手应用总用户流量保持强劲增长。在广告行业整体承压的环境下, 短视频广告存在结构性机会, 公司广告收入显著优于大盘。快手电商实现闭环, 信任电商模式推动复购率提升; 同时公司大力发展快品牌, 帮助新兴品牌触达买家及提高转化效率, 推动电商 GMV 增长。目标价 100 港元, “买入”评级。(1Q22 业绩点评)

阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): 淘特持续贡献新增量, 云业务有望成为重要驱动; “买入”评级, 目标价 146 港元/150 美元

短期受经济放缓影响, 电商 GMV 增长仍面临压力; 淘特用户突破 3 亿, 为淘系电商带来新增量; 云业务实现年度盈利, 保持国内市场份额领先地位, 收入组成趋向多元化, 随着各行业数字化转型, 云业务或成为未来收入增长重要推动力。目标价 146 港元/150 美元, “买入”评级。(近期报告)

同程旅行 (780.HK): 挖掘下沉市场红利, 期待疫情后复苏; “买入”评级, 目标价 20 港元

受上半年疫情反复影响, 旅游出行再次受到干扰。得益于微信平台的稳定流量贡献以及公司加大线下获客, 月活及付费率均不断提升。公司不断拓展下沉市场, 已取得一定竞争优势, 下沉市场在线渗透率仍处于较低水平, 增长潜力巨大, 公司有望受益于此。短期旅行需求仍较疲软, 但当疫情形式稳定后, 相信公司将受益于行业需求的强劲复苏。目标价 20 港元, “买入”评级。(近期报告)

Sea (SE.US): 预计 2023 年底核心区电商实现盈利, 游戏仍承压; “买入”评级, 目标价 140 美元

我们看好东南亚市场红利以及公司全球化战略布局。公司预计 2022 年电商收入为 85~91 亿, 中位数对应增长 71.8%, 保持高速增长。随着规模效应提升, 公司预计东南亚及中国台湾地区的电商业务将于 2023 年底实现调整后 EBITDA 转正。我们对游戏业务相对谨慎, 进展仍有待观望。目标价为 140 美元, “买入”评级。(1Q22 业绩点评)

微盟 (2013.HK): 看好私域电商趋势, 拓展国际业务; “买入”评级, 目标价 10.2 港元

看好私域电商长期趋势以及公司全渠道布局能力。同时, 公司持续推进国际化业务布局, 随着企业出海带来跨境电商 SaaS 机遇, 国际业务有望公司未来增长重要引擎。目标价 10.2 港元, “买入”评级。

金山软件 (3888.HK): 游戏版号获批, 有望提振收入增速; “买入”评级, 目标价 28 港元

WPS 作为国产办公软件稀缺标的, 金山软件持有股份相对 A 股金山办公有较大折价; 游戏版号恢复发放, 公司《剑网 3 缘起》获批, 有望提振公司游戏业务增速; 值得期待。目标价 28 港元, “买入”评级。([近期报告](#))

金蝶国际 (268.HK): 云转型进展顺利, 受益于国产化替代趋势; “买入”评级, 目标价 31 港元

公司云转型进展顺利, 云业务收入保持强劲增长, 助力大企业国产化替代。随着云转型已达到一定成效, 预期未来投入将有所放缓, 利润端有望得到改善。目标价 31.0 港元, “买入”评级。

用友网络 (600588.CH): 加速云转型, 持续突破头部客户; “买入”评级, 目标价 24 元人民币

公司继续加速云转型战略, 且不断突破头部客户, 受益于企业数智化转型和信创国产化机遇, 云业务有望保持高速增长。目标价 24 元人民币, “买入”评级。([1Q22 业绩点评](#))

明源云 (909.HK): 品牌战略升级, 覆盖不动产生态链, 有望创造新增长点; “买入”评级, 目标价 28 港元

受行业政策及经济放缓影响, 房地产行业持续走弱。公司已进行品牌战略升级, 业务从住宅开发拓展至不动产生态链, 覆盖产业建设、产业运营等领域, 进一步拓展了客户群体, 有望创造新增长点。目标价为 28 港元, “买入”评级。

美团 (3690.HK): 业绩有待复苏, 短期盈利承压; “持有”评级, 目标价 202 港元

外卖业务成本端压力仍未释放, 社区团购等新业务仍需较大投入, 预计短期利润端仍将承压。目标价 202 港元, “持有”评级。

中国有赞 (8083.HK): 收入增长受阻, 发力门店 SaaS 业务; “持有”评级, 目标价 1.2 港元

由于快手电商闭环建设, 过去公司 GMV 增长受阻, 预计下半年此影响将逐步消退。公司大力发展门店 SaaS 业务, 其贡献占比不断提高。降本增效为今年首要目标, 公司预计全年收入或于去年持平, 但仍需警惕宏观消费疲弱影响。目标价 1.2 港元, “持有”评级。

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在过去 12 个月内并没有任何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

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

