



互联网行业 2023 年中期展望：AIGC，能否拯救互联网的“中年危机”？

- 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-6%，延续去年疲软走势，上半年呈先上后下，一月底为分水岭，目前（截至6月21日，下同）股价较高点跌幅为25%。业绩方面，整体稳健，行业逐步回暖，复苏趋势向好；估值方面，市场情绪较2022年有所改善，但受地缘政治冲突等外部环境的影响，依然偏弱。各子板块分化明显：游戏板块显著领先，视频及直播类表现低迷。AIGC 作为上半年最大风口，对于港股及中概股互联网的提振作用远不及 A 股标的。
- 互联网行业下半年整体趋势展望：**我们认为，互联网行业在下半年机遇与挑战并存。整体而言，从现在的估值点位来看，上行空间大于下行风险，建议逢低布局。一方面，行业基本面修复预期逐步提升，或带动基于业绩改善的价值重估；另一方面，地缘政治等外部环境仍是影响下半年市场情绪的最大不确定因素。此外，下半年值得关注的趋势还包括 AIGC 大模型趋于分化和垂直场景落地，抖音多元布局带来的竞争格局扰动以及中国互联网公司出海推进对收入贡献的提升等。
- 互联网行业下半年细分行业展望：**我们看好的细分板块依次为：1) **O2O**：受去年低基数影响，O2O 仍是下半年收入增速最快的子板块，尤其是 OTA 行业；2) **电商**：随着市场回暖，竞争日益加剧，看好具有性价比优势的平台和直播电商抢占市场份额；3) **游戏**：版号发放常态化以及新游陆续上线，助推游戏回暖，看好龙头标的；4) **泛视频**：广告业务复苏以及降本增效有助于利润率持续改善，看好短视频赛道；5) **云计算**：大模型“混战”带来新契机，业绩等待复苏，看好国产替代相关标的。
- 个股方面，我们推荐拼多多、快手和同程旅行：**拼多多，性价比优势依然凸显，海外业务有序推进；快手，直播电商增长驱动，降本增效显著，利润加速释放；同程旅行，旅游需求旺盛，复苏势头强劲。此外，我们也建议关注携程、腾讯和网易。
- 投资风险：**宏观经济复苏进度，地缘政治风险，细分行业监管风险。

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

互联网助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2023 年 6 月 26 日

年初至今指数表现



注：截至 2023 年 6 月 21 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

[《互联网行业 2023 年展望：蓄势待发，迎接回暖新周期》](#)

(2022-12-09)



扫码关注浦银国际研究

目录

互联网行业 2023 年上半年回顾	4
上半年板块表现疲软，走势呈先上后下	4
互联网行业 2023 年下半年整体趋势展望	11
2023 年下半年互联网行业细分板块配置策略	11
核心观点	12
互联网行业 2023 年下半年细分行业展望	17
O2O：需求复苏强劲，低基数下高增长	17
电商：更看重性价比优势，直播电商增长强劲	21
游戏：版号发行常态化，游戏大作持续上线	26
泛视频：广告业务逐步修复，利润率有望改善	32
云计算：基础层价格战，国产替代趋势不改	36
浦银国际互联网行业覆盖公司	39

图表目录

图表 1：互联网板块 2023 年至今录得负收益，表现稍弱于大盘	4
图表 2：一季度主要公司业绩表现	5
图表 3：一季度主要公司业绩相对预期表现	5
图表 4：实物商品网上零售额增速	5
图表 5：主要互联网公司股价表现	6
图表 6：主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间	7
图表 7：主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间	7
图表 8：2023 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 2023 年下半年互联网行业子板块配置策略	11
图表 11：AIGC 对 A 股提振作用远大于港股游戏公司	13
图表 12：主要互联网公司销售及管理（SG&A）费用率	14
图表 13：主要互联网公司调整后净利率	14
图表 14：主要互联网公司 1Q23 收入表现	15
图表 15：互联网公司 1Q23 调整后净利润表现	16
图表 16：互联网公司收入增速及市场预期	16
图表 17：O2O 公司年初至今股价表现	17
图表 18：O2O 公司 1Q23 收入表现（人民币百万）	18
图表 19：O2O 公司 1Q23 调整后净利润表现（人民币百万）	18
图表 20：O2O 公司市场预期收入增速	18
图表 21：O2O 公司市场预期调整后净利润增速	18

图表 22: 中国旅游人次	19
图表 23: 中国五一假期旅游数据	19
图表 24: O2O 公司表现及估值	20
图表 25: 电商公司年初至今股价表现	21
图表 26: 电商公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)	22
图表 27: 电商公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)	22
图表 28: 电商公司市场预期收入增速	22
图表 29: 电商公司市场预期调整后净利润增速	22
图表 30: 电商公司市场预期 GMV 增速	22
图表 31: 电商公司市场预期 P/E	22
图表 32: 实物商品网上零售额	23
图表 33: 实物商品网上零售额增速	23
图表 34: Temu 全球 App Store 免费榜购物分类排名	24
图表 35: 电商公司表现及估值	25
图表 36: 游戏行业指数表现	26
图表 37: 游戏公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)	27
图表 38: 游戏公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)	27
图表 39: 游戏公司市场预期收入增速	27
图表 40: 游戏公司市场预期调整后净利润增速	27
图表 41: 中国游戏市场实际销售收入	28
图表 42: 2023 年上半年游戏大厂主要新游	28
图表 43: 《崩坏: 星穹铁道》App store 排名	29
图表 44: 《合金弹头: 觉醒》App Store 排名	29
图表 45: 2023 年腾讯游戏发布会新游	29
图表 46: 2023 年网易游戏发布会新游	30
图表 47: Cyber Manufacture 推出的 AI 产品 Quantum Engine	31
图表 48: 游戏公司表现及估值	31
图表 49: 泛视频公司股价表现	32
图表 50: 泛视频公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)	33
图表 51: 泛视频公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)	33
图表 52: 泛视频公司市场预期收入增速	33
图表 53: 泛视频公司市场预期调整后净利润 (人民币百万)	33
图表 54: 快手、哔哩哔哩 DAU 增速	34
图表 55: 快手、哔哩哔哩流量增速	34
图表 56: 广告收入增速	34
图表 57: 泛视频平台调整后季度净利率	35
图表 58: 泛视频公司表现及估值	35
图表 59: 云计算公司股价表现	36
图表 60: Model as a Service (模型及服务)	37
图表 61: 云计算板块表现及估值	38
图表 62: SPDBI 互联网行业覆盖公司	39

互联网行业 2023 年中期展望： AIGC，能否拯救互联网的“中年 危机”？

互联网行业 2023 年上半年回顾

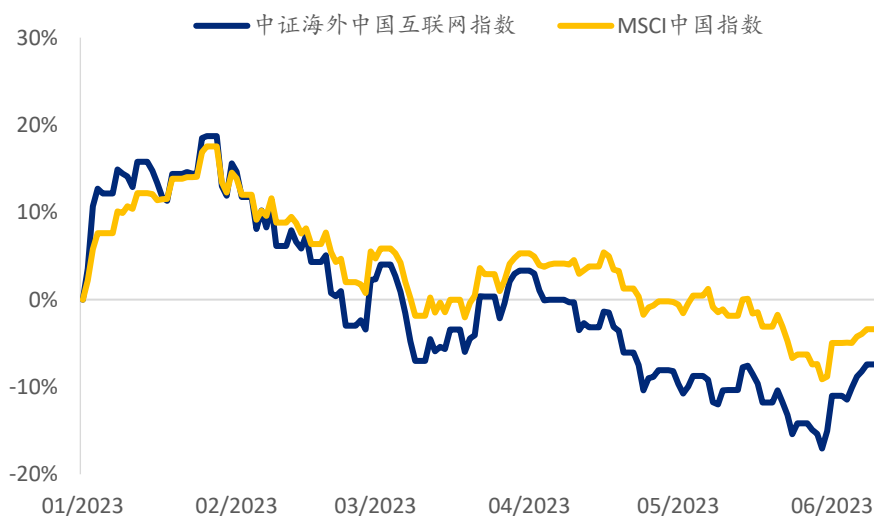
● 上半年板块表现疲软，走势呈先上后下

2023 年上半年，中国互联网行业经历了一段复杂的发展过程，整体呈先上后下趋势。年初至今（2023 年 6 月 21 日），中证海外中国互联网指数（-6%）略微跑输 MSCI 中国指数（-2%）。得益于疫情后政策的优化和宏观经济的复苏，年初板块整体反弹强劲。尤其是在 2022 年行业整体低迷的低基数下，2023 年上半年收入增速表现良好。然而，随着时间推进，外部环境的不确定性给板块走势造成了一定影响，相对于一月底的高点，互联网板块已回撤 25%。

中国互联网板块在 2023 年上半年的表现，我们认为主要影响因素包括：

- 宏观经济复苏进度，影响居民消费能力和消费信心；
- 地缘政治扰动，海外投资者对中概股观望态度；

图表 1：互联网板块 2023 年至今录得负收益，表现稍弱于大盘

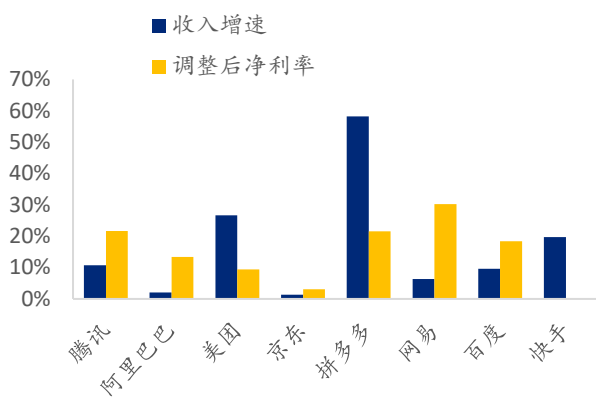


注：截至 6 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

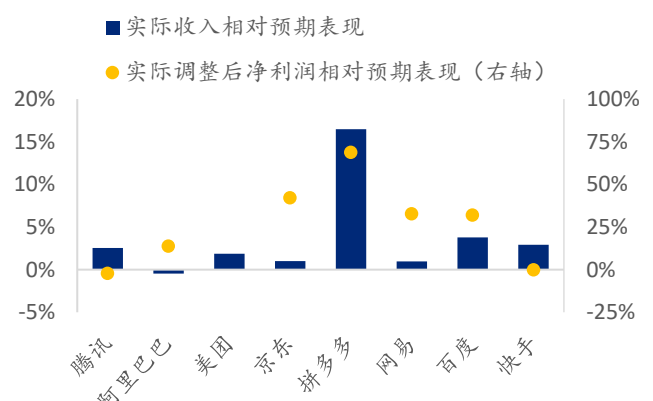
业绩稳步修复，整体普遍超预期。在 2023 年一季度财报中，互联网公司业绩表现普遍好于市场预期，尤其是利润增速显著增长，大幅超出市场预期。业绩大幅提升的主要原因是：1) 疫情管控的结束，带来了线下消费和旅游业的强劲复苏，极大提升了 OTA/本地生活相关企业收入；2) 年后经济回升，提高了商家营销意愿以及用户消费意愿，根据国家统计局披露，线上实物商品销售额增速趋势良好；3) 互联网企业降本增效的持续推进，一季度互联网公司在去年的基础上继续优化，利润增速对比收入提升更为明显，多数公司利润大幅超出市场预期。

图表 2: 一季度主要公司业绩表现



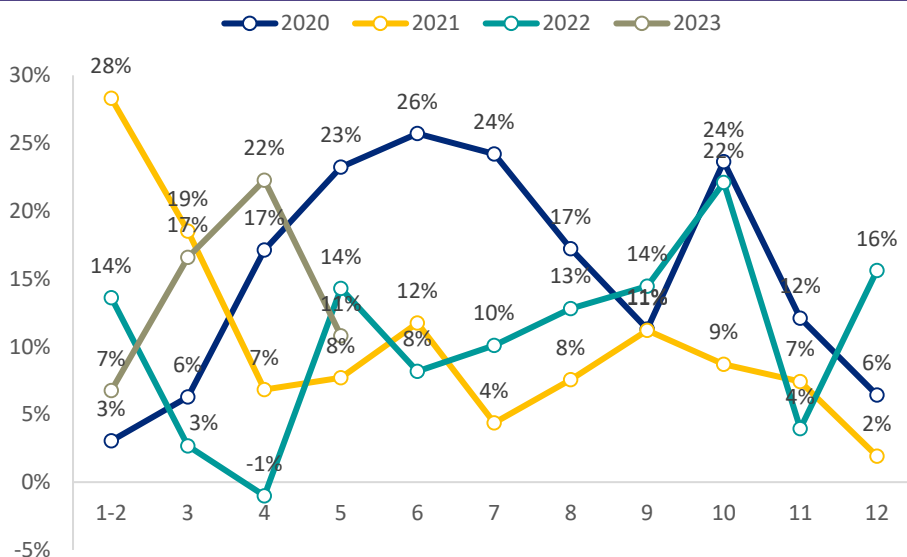
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 一季度主要公司业绩相对预期表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

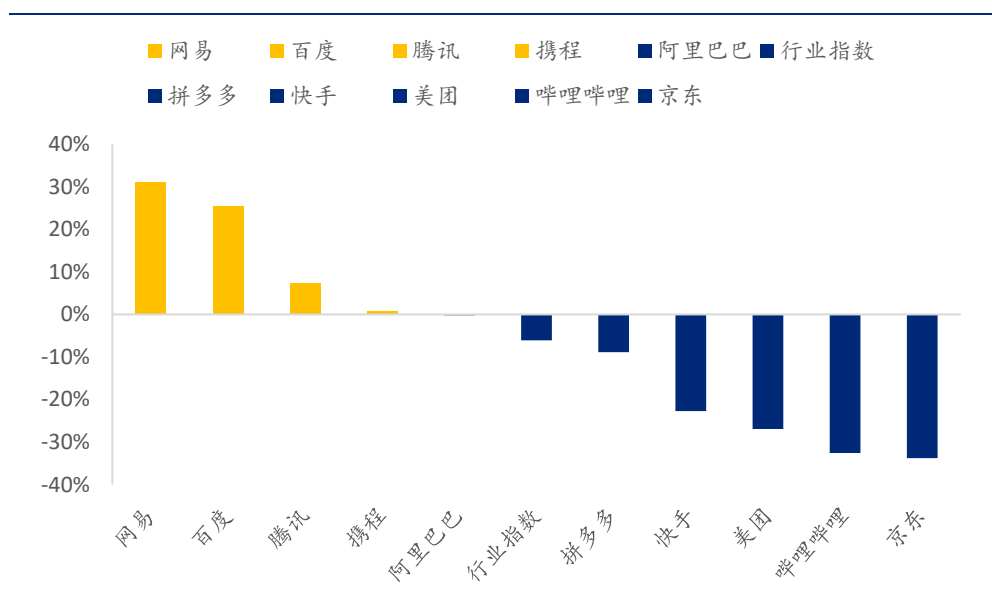
图表 4: 实物商品网上零售额增速



资料来源: Bloomberg、浦银国际

今年以来互联网公司股价多数下跌，我们认为主要原因是地缘政治等外部环境对市场情绪，以及后续行业复苏进度不确定性。网易、腾讯得益于游戏板块业务产品的稳健表现以及政策上游戏版号稳定发放的情绪回暖，以及百度受益于今年 ChatGPT 带动人工智能热潮，基于之前在 AI 领域长期的技术储备，推出了大模型产品文心一言，成为了今年少数几家取得正收益的互联网龙头。

图表 5：主要互联网公司股价表现

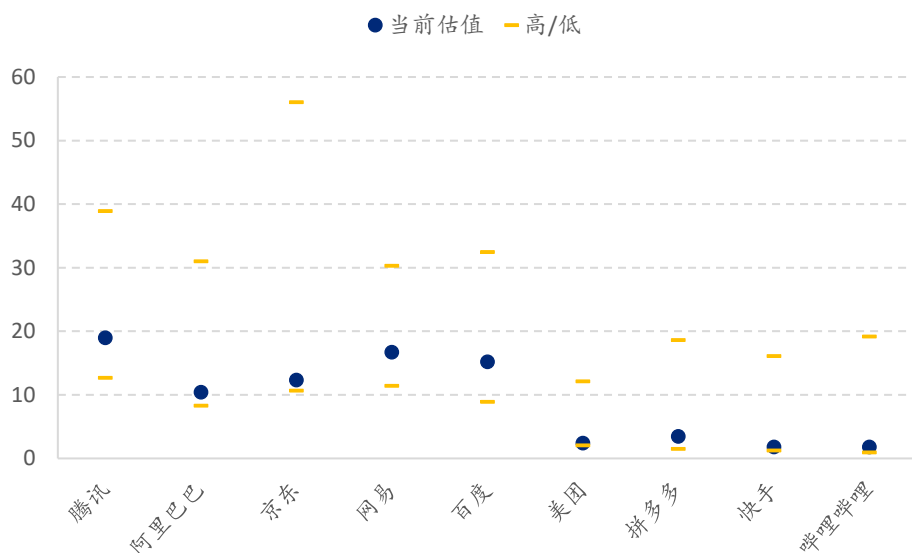


注：行业指数为中证海外互联网指数，港股截至 6 月 21 日，美股截至 6 月 20 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

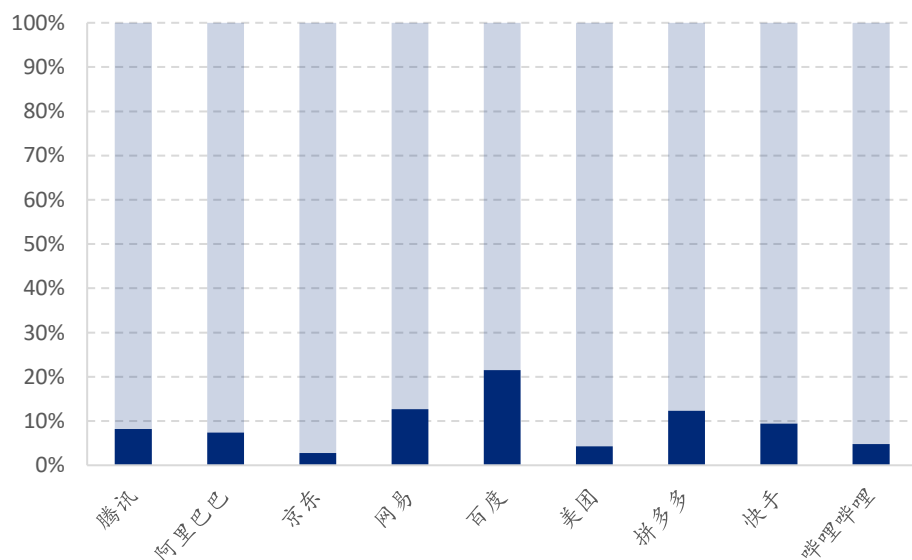
估值处于历史底部区间，静待修复。多数互联网公司估值已处于近年历史低位，以行业龙头腾讯、阿里巴巴为例，两家公司当前市盈率分别为 18.9x 和 10.4x，估值百分位则分别为 2018 年以来的 8% 和 7%。

图表 6: 主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间



注：美团、拼多多、快手、哔哩哔哩为估值远期 P/S，其余公司为远期 P/E；数据为 2018 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 21 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

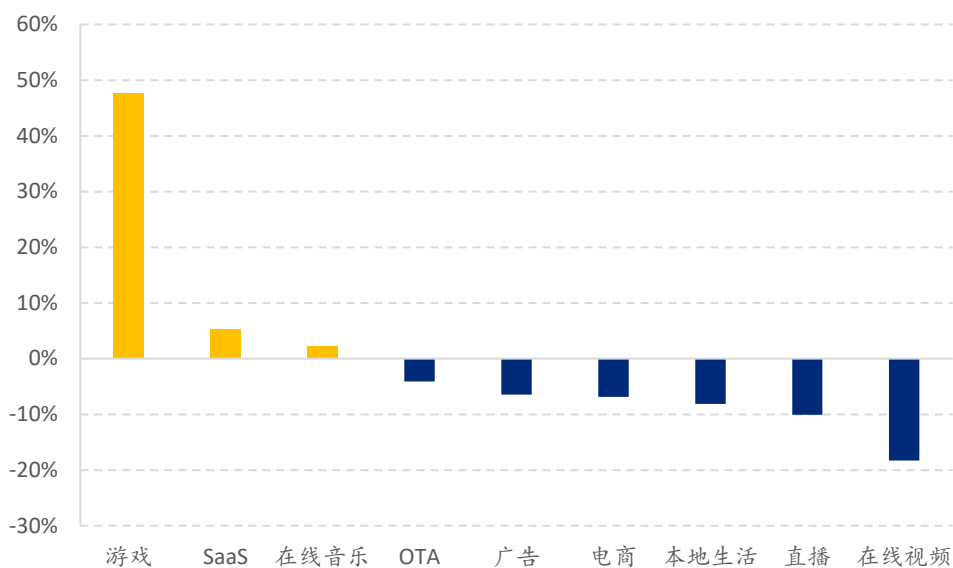
图表 7: 主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间



注：美团、拼多多、快手、哔哩哔哩为估值远期 P/S，其余公司为远期 P/E；数据为 2018 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 21 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

游戏板块显著跑赢大盘。今年以来受益于 AI 对游戏运营和开发降本增效的预期及版号稳定发放，**游戏板块**录得正收益，相对大盘和行业有显著超额收益（尤其是 A 股游戏公司）；**OTA 板块**业绩表现优异，但预期已提早反映在股价当中，同时受大盘影响，并未录得较大涨幅；**广告和电商板块**则主要由于宏观预期不确定性及行业竞争加剧而下跌。

图表 8: 2023 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：截至 6 月 21 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)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	417,387	340.4	7.3	20.6	17.4	15.4	4.8	4.3	3.9
NTES US Equity	网易	游戏	61,432	95.3	31.1	17.4	16.0	14.6	4.2	3.8	3.5
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	8,035	7.8	103.4	40.8	30.4	28.7	5.0	4.8	4.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	10,258	33.3	83.7	21.8	19.1	16.9	3.9	3.4	3.1
002624 CH Equity	完美世界	游戏	5,036	18.7	46.7	21.9	18.3	16.5	4.0	3.5	3.2
603444 CH Equity	吉比特	游戏	5,238	522.7	67.1	23.1	19.8	17.5	6.5	5.6	5.0
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	5,720	20.5	157.7	30.3	25.4	21.0	12.6	10.6	9.7
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,329	21.7	0.2	102.0	27.8	15.7	2.2	1.8	1.5
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	2,401	6.3	95.0	72.0	66.6	60.2	17.2	16.3	15.5
777 HK Equity	网龙	游戏	986	14.4	(13.8)	6.8	5.7	5.0	0.9	0.8	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	432	4.2	10.4	N/A	18.5	1,942.3	2.1	1.7	2.1
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	584	3.2	(16.3)	21.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均					47.7	34.4	24.1	195.8	5.8	5.1	4.7
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	227,304	87.9	(0.2)	10.7	9.5	8.4	1.8	1.6	1.5
JD US Equity	京东商城	电商	58,502	37.2	(33.8)	13.4	11.3	9.7	0.4	0.4	0.3
PDD US Equity	拼多多	电商	93,969	74.3	(8.9)	18.0	14.6	12.1	3.8	3.1	2.7
VIPS US Equity	唯品会	电商	9,600	17.1	25.0	9.2	8.9	8.5	0.6	0.6	0.6
9991 HK Equity	宝尊	电商	250	11.0	(16.4)	55.4	7.6	4.4	0.2	0.2	0.2
平均					(6.9)	21.3	10.4	8.6	1.3	1.2	1.0
BIDU US Equity	百度	广告	50,174	143.5	25.5	16.0	14.3	12.6	2.6	2.4	2.2
WB US Equity	微博	广告	3,383	14.4	(24.8)	6.5	5.8	5.4	1.8	1.7	1.6
ZH US Equity	知乎	广告	659	1.0	(20.0)	N/A	N/A	21.5	1.0	0.8	0.7
平均					(6.4)	11.3	10.0	13.2	1.8	1.6	1.5
1024 HK Equity	快手	在线视频	30,404	54.9	(22.7)	61.3	19.7	11.3	1.9	1.7	1.5
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	6,632	16.0	(32.6)	N/A	N/A	45.0	1.9	1.7	1.5
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	5,088	5.3	0.4	16.6	11.2	8.4	1.1	1.1	1.0
平均					(18.3)	39.0	15.5	21.6	1.7	1.5	1.3
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	12,939	7.5	(8.9)	14.1	13.0	12.0	3.1	2.9	2.7
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	2,399	88.0	13.5	151.8	29.0	17.3	1.7	1.4	1.2
平均					2.3	83.0	21.0	14.6	2.4	2.1	2.0
3690 HK Equity	美团	本地生活	101,753	127.6	(27.0)	39.3	24.0	15.4	2.6	2.1	1.8
BEKE US Equity	贝壳	本地生活	19,501	15.5	10.7	20.5	16.8	15.4	1.8	1.6	1.4
平均					(8.1)	29.9	20.4	15.4	2.2	1.9	1.6
TCOM US Equity	携程网	OTA	22,421	34.7	0.9	22.0	17.4	15.1	3.9	3.3	2.9
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	4,892	17.1	(9.1)	21.1	16.2	13.4	3.2	2.6	2.3
平均					(4.1)	21.5	16.8	14.2	3.6	3.0	2.6
YY US Equity	欢聚	直播	2,053	29.7	(6.0)	17.1	14.2	12.0	0.9	0.8	0.8
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,777	9.4	14.7	6.6	6.2	5.9	1.0	1.0	1.0
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	900	3.8	(5.1)	N/A	74.7	34.7	0.8	0.7	0.7
DOYU US Equity	斗鱼	直播	324	1.0	(27.1)	666.6	53.1	32.6	0.4	0.4	0.4
3700 HK Equity	映客	直播	176	0.7	(26.8)	2.6	2.2	1.9	0.2	0.2	0.2
平均					(10.1)	173.2	30.1	17.4	0.7	0.6	0.6

(...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)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	31,940	497.5	88.1	149.0	109.1	83.8	44.5	33.3	25.6
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	10,755	22.5	(6.8)	116.7	66.0	44.1	6.8	5.5	4.5
002410 CH Equity	广联达	SaaS	8,660	37.4	(12.7)	47.9	36.0	27.8	7.4	5.9	4.8
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	4,672	10.5	(37.2)	N/A	N/A	142.1	5.6	4.5	3.8
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	12,590	61.5	185.7	34.5	29.4	24.4	1.1	1.0	0.8
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,772	33.2	27.0	56.4	34.8	26.2	4.6	3.9	3.3
909 HK Equity	明源云	SaaS	937	3.8	(45.6)	N/A	N/A	39.0	3.4	2.8	2.4
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,953	5.1	(24.7)	14.6	11.2	9.2	0.7	0.6	0.5
KC US Equity	金山云	SaaS	1,639	6.5	68.7	N/A	N/A	N/A	1.4	1.3	1.1
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	1,375	3.9	(42.2)	N/A	1,767.8	44.2	4.2	3.4	2.9
9959 HK Equity	联易融	SaaS	806	2.8	(26.8)	19.5	7.8	6.1	4.9	4.0	3.3
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	334	0.1	(27.6)	N/A	N/A	N/A	1.6	1.5	1.3
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	459	3.1	(45.5)	N/A	N/A	N/A	0.4	0.4	0.3
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	732	3.5	(13.1)	45.0	18.0	22.5	0.7	0.5	0.5
6608 HK Equity	百融云	SaaS	630	9.8	(7.9)	15.6	12.6	9.8	1.8	1.4	1.2
平均					5.3	55.5	209.3	39.9	5.9	4.7	3.7

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 6 月 21 日，美股截至 6 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

互联网行业 2023 下半年整体趋势展望

● 2023 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依次为：1) **O2O**：受去年低基数影响，O2O 仍是下半年收入增速最快的子板块，尤其是 OTA 行业；2) **电商**：随着市场回暖，竞争日益加剧，更看好性价比优势平台，直播电商依旧火热，跨境电商高歌猛进；3) **游戏**：游戏版号常态化以及 AIGC 提振，助推游戏回暖，看好龙头标的；4) **泛视频**：广告业务复苏以及降本增效有助于利润率持续改善，看好短视频赛道；5) **云计算**：大模型混战带来新契机，业绩等待复苏，看好国产替代效应更强的相关标的。

图表 10: 浦银国际 2023 下半年互联网行业子板块配置策略

板块	2023 下半年投资策略	主要风险	建议关注
<u>O2O</u>	受益于需求释放及低基数效应，复苏确定性高，预计在线旅行板块弹性大于本地生活，业绩有望迎来快速反弹。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 出游需求不及预期； 2. 平台为争夺市场份额，或加大营销费用投入，导致短期利润率表现较弱。 	携程 同程艺龙
<u>电商</u>	在宏观不确定性下，我们认为短期电商平台的价格优势更为重要性。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 消费大盘复苏不及预期； 2. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。 	拼多多
<u>游戏</u>	游戏版号发放常态化以及 AIGC 爆发推动游戏行业回暖，版号发放数量仍相对稀缺，强研运能力的头部公司更具韧性。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 游戏新品表现不及预期； 2. 短视频继续抢占用户游戏时长。 	网易 腾讯
<u>泛视频</u>	中短视频持续抢占用户时长，流量仍保持高增长，随着广告大盘复苏及降本增效，利润率有望得到改善。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 广告主投放仍较为谨慎； 2. 直播行业内容审核趋严； 3. 视频版权问题。 	快手
<u>云计算</u>	随着经济活动恢复，行业需求有望逐步复苏，大模型“混战”带来新契机，看好国产替代标的。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企业缩减 IT 采购预算； 2. 收入增长放缓，导致利润率改善不及预期。 	金山软件 用友网络 金蝶国际

注：自上而下为我们对 2023 下半年互联网行业各细分板块的偏好顺序

资料来源：浦银国际

● 核心观点

我们认为，互联网行业在下半年机遇与挑战并存。整体而言，从现在的估值点位来看，上行空间大于下行风险，建议逢低布局。一方面，行业基本面修复预期在逐步提升，或带动基于业绩改善的价值重估，同时依赖于复苏进度。另一方面，地缘政治等外部环境仍是影响板块下半年市场情绪的最大不确定性。

除此之外，下半年值得关注的几大趋势还包括：

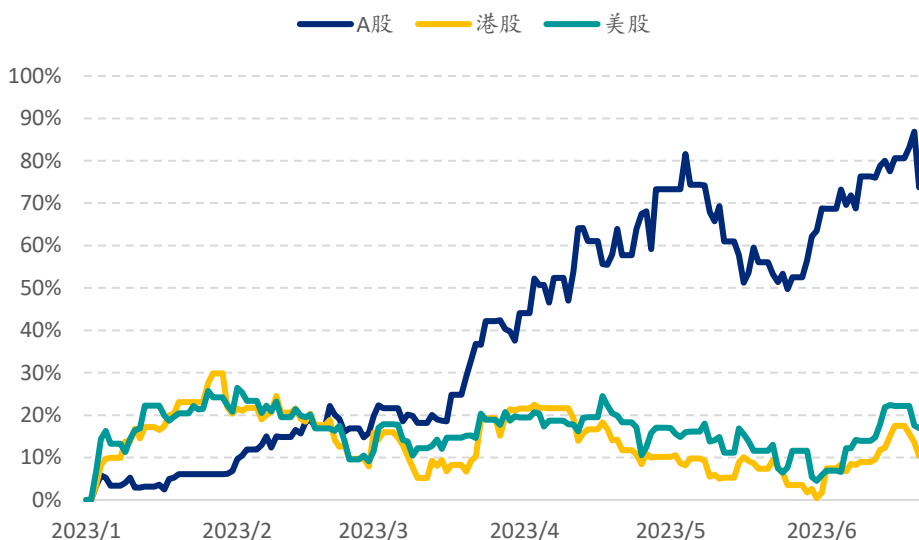
- AIGC 大模型进一步分化和场景落地；
- 抖音多元布局带来的竞争格局扰动；
- 出海积极推进，逐渐成为新的增长驱动力。

AIGC 大模型的趋于分化和垂直场景落地

AIGC 迎来爆发式发展，互联网正在步入新时代。人工智能技术的不断升级，影响并改变着互联网的获取信息和内容产出方式，AIGC 目前主要应用在文字、图像、视频、音频以及虚拟人等领域。5月18日，腾讯 CEO 马化腾在 2023 年腾讯股东大会上表示：“我们最开始以为 AI 是互联网十年不遇的机会，但是越想越觉得，这是几百年不遇的、类似发明电的工业革命一样的机遇。”IDC 预测中国人工智能市场规模在 2023 年将超过 147 亿美元，到 2026 年这一规模将超过 263 亿美元。

大模型之战或趋于分化，从“通用”迈入“垂类”。据不完全统计，截至目前中国已有 40+ 公司发布了大模型产品，包括百度“文心一言”、阿里“通义千问”、科大讯飞“星火”、昆仑万维“天工”、360“红孩儿”、商汤“日日新”、网易“玉言”等，以及计划推出的腾讯“混元”、京东“ChatJD”、华为“盘古”等。当前国内大模型主要包括两类：一类是对标 GPT 的通用大模型，注重基础架构；另一类是在开源大模型基础之上垂类大模型，聚焦垂直行业应用。从行业特征来看未来发展趋势，只有少数巨头才适合做通用大模型，因其需要具备巨大资金投入，丰富的数据资源以及相应的大模型应用场景，如百度的搜索，腾讯的社交媒体，阿里的电商业务等。随着 AIGC 技术不断升级衍变，拥有不同场景数据积累的公司会衍生出聚焦细分赛道的垂直领域模型。

图表 11: AIGC 对 A 股提振作用远大于港股游戏公司



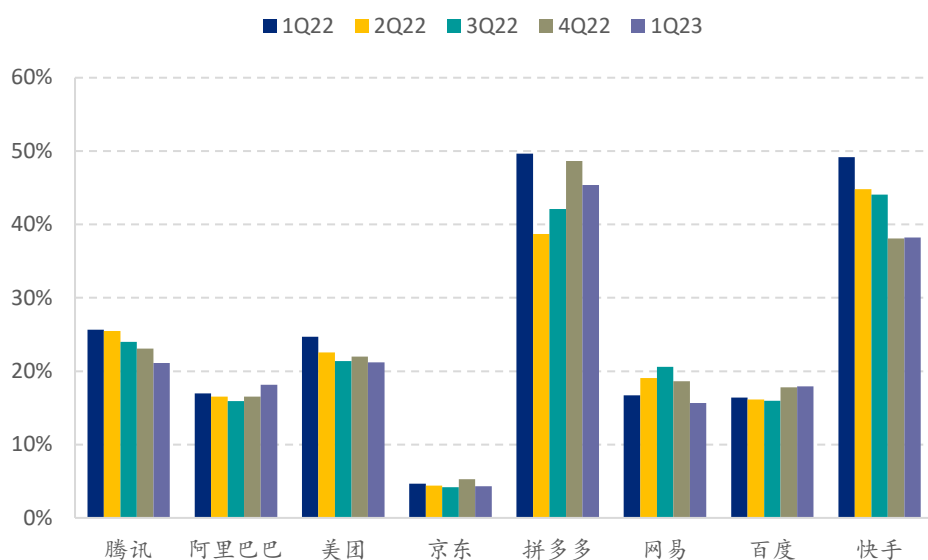
资料来源: Wind、浦银国际

抖音多元布局带来的竞争格局扰动

抖音凭借巨大的流量优势,成为诸多互联网公司不可小觑的竞争对手,并对目前多个赛道的竞争格局带来扰动。抖音除了在广告方面,不断侵蚀传统互联网广告大厂的市场份额,也在加速多元化布局变现。在整个电商大盘逐步进入存量时代的背景下,抖音直播电商 GMV 仍在保持强劲增长势头,显著跑赢大盘。此外,抖音也在加速布局本地生活业务。我们认为到家业务影响有限,流量优势更适合到店业务,尤其是品牌连锁或新店宣传推广,但整体上与传统本地生活企业仍存在一定错位竞争。

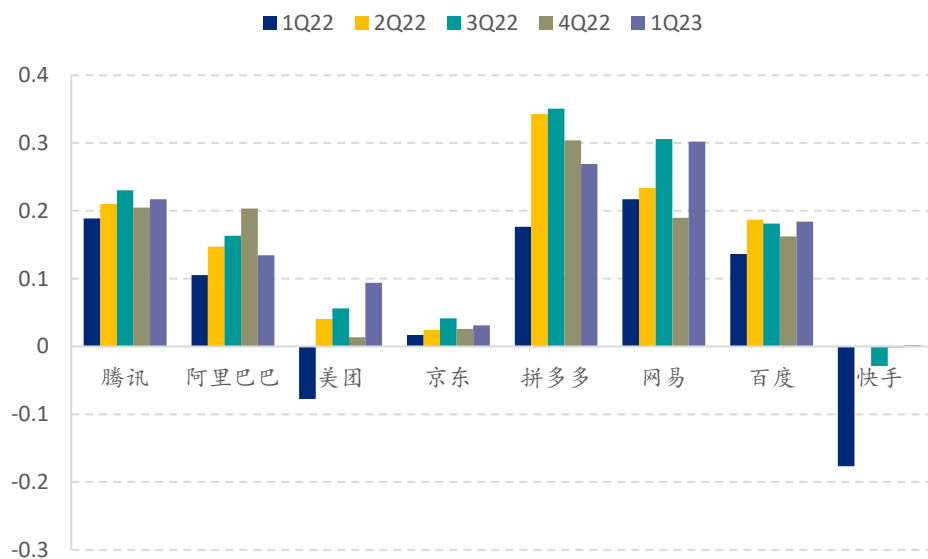
随着市场回暖以及行业竞争加剧,互联网公司普遍逐步加大市场投入,重新推动业务增长,收入和盈利有望均衡发展。由于宏观环境的影响,2022 年互联网公司普遍开启“过冬”模式,在“开源”越来越难的环境下,“节流”,即降本增效成为互联网公司的默认选择。随着宏观经济有所好转,销售费用或有一定提升,重新推动业务或收入端的增长。

图表 12: 主要互联网公司销售及管 理 (SG&A) 费用率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 主要互联网公司调整后净利率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

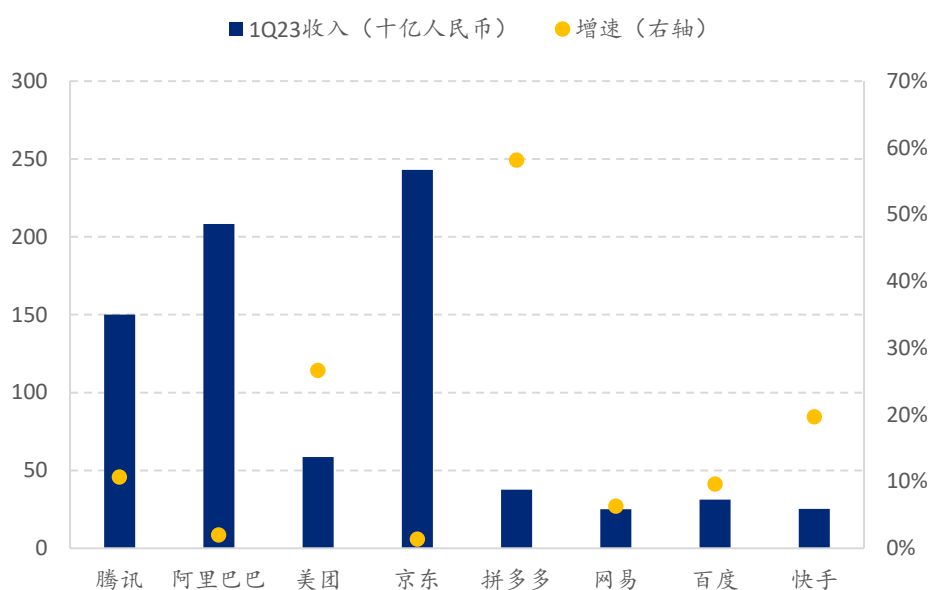
出海积极推进，逐渐成为新的增长驱动力

出海仍将是中国互联网行业未来几年的主要趋势之一，以寻找新的增长点。一方面，许多中国互联网子行业已进入相对成熟阶段，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，此前行业监管趋严，也加速了中国互联网公司出海进程。Tiktok、米哈游《原神》和 Shein 分别在短视频、游戏和跨境电商领域的成功也证明了中国互联网公司出海的可行性。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，虽然大部分中国互联网公司出海首选仍以东南亚为主，但也有不少公司发力拉丁美洲、中东甚至更为成熟的欧美市场，中国互联网企业的全球竞争力逐渐得到认可。中国互联网巨头加速出海，努力探索第二增长曲线。

1Q23 主要互联网公司业绩表现

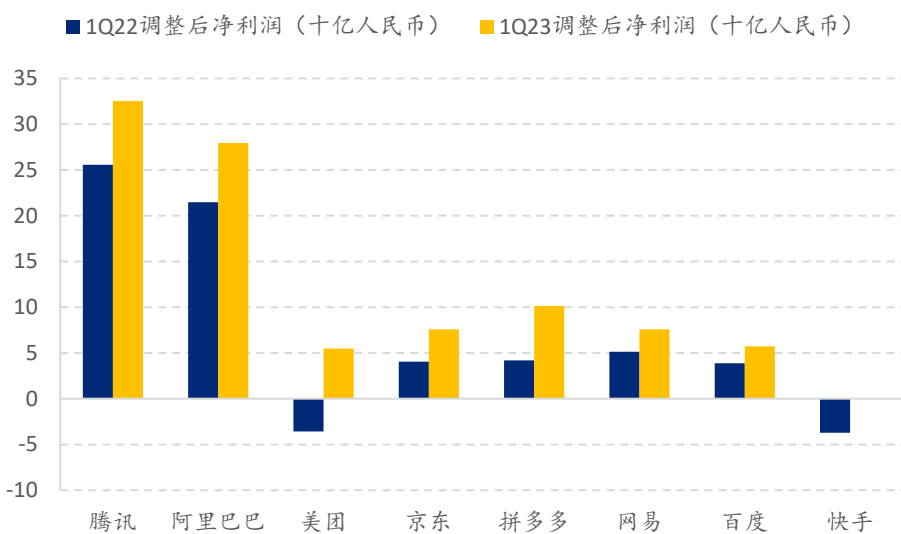
头部互联网公司中，拼多多表现依旧录得高增速，收入利润均超市场预期；美团收入增速次之，线下业务持续修复；各公司利润均有所改善。

图表 14: 主要互联网公司 1Q23 收入表现



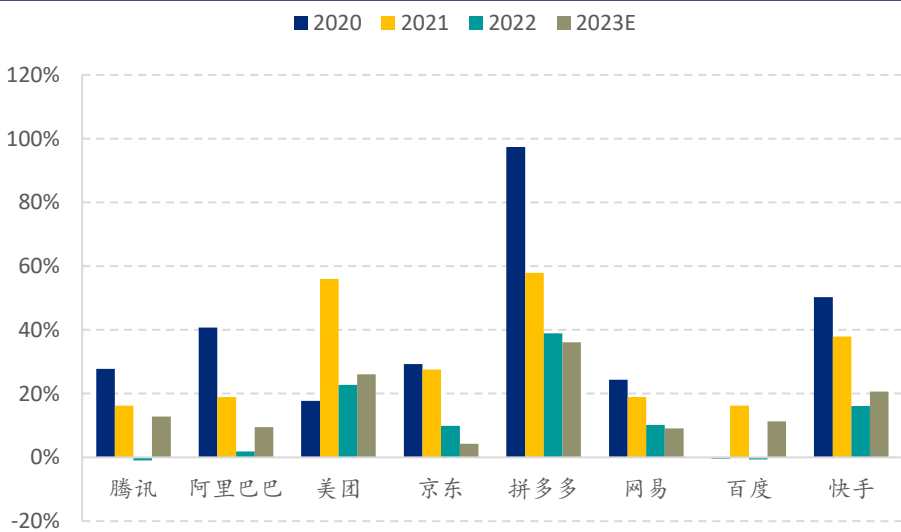
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 互联网公司 1Q23 调整后净利润表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 互联网公司收入增速及市场预期



注: E 为 Bloomberg 一致预测值, 阿里巴巴为 FY21-FY24E 数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网行业 2023 年下半年细分行业展望

● O2O：需求复苏强劲，低基数下高增长

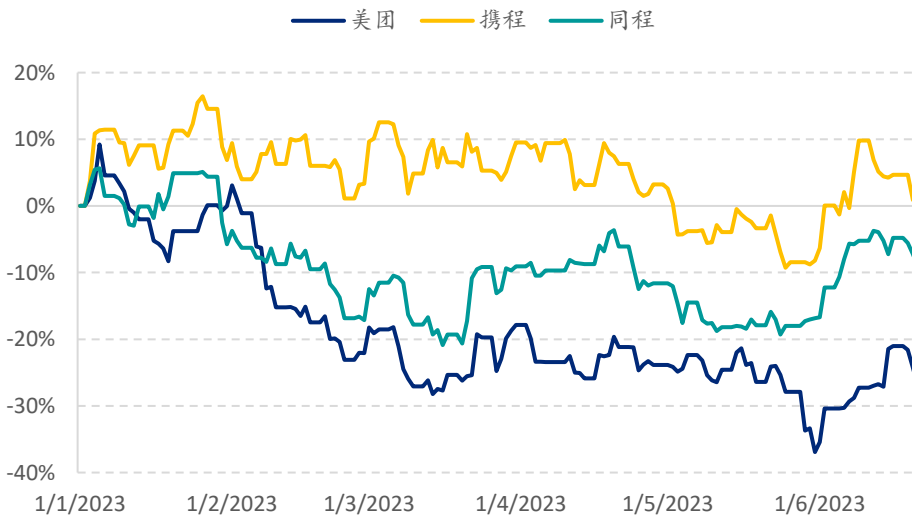
2H23 展望

随着线下经济活动持续复苏，预计 O2O 公司业绩仍将在去年低基数下实现强劲反弹：餐饮外卖格局保持相对稳定；OTA 受益于旅游出行需求的强劲释放，将成为互联网行业中高增长赛道之一；短视频入局本地生活，或加剧行业竞争，影响利润率。建议关注携程、同程旅行。

1H23 回顾

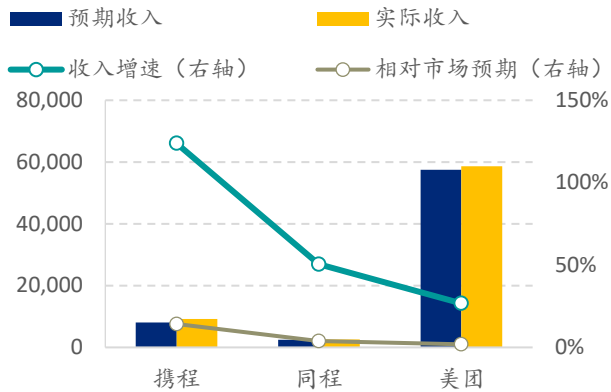
美团股价表现相对疲弱，年初至今累计下跌 27%，主要是由于抖音本地生活竞争以及大股东减持压力，基本面仍保持相对稳健。随着线下活动恢复，OTA 公司业绩强劲复苏，但由于市场已部分提前反映复苏预期（2022 年携程股价上涨 40%，同程上涨 30%），上半年在线旅行板块股价表现一般，携程和同程股价涨跌幅分别为 1%和-9%。

图表 17: O2O 公司年初至今股价表现



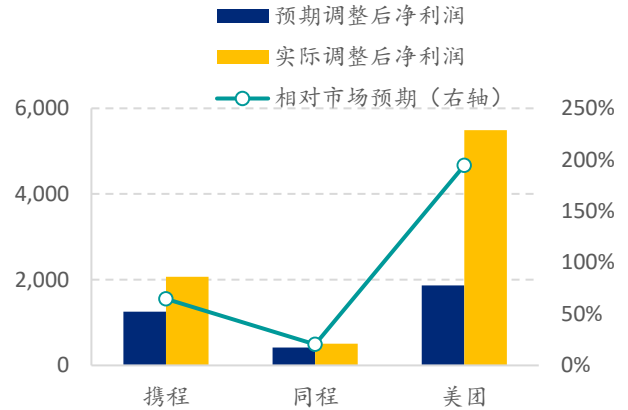
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 18: O2O 公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)



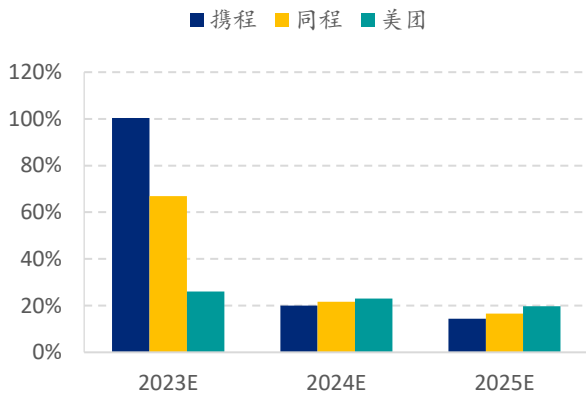
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 19: O2O 公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)



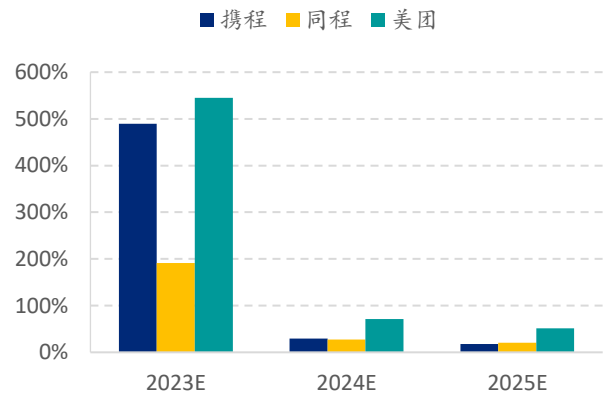
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: O2O 公司市场预期收入增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

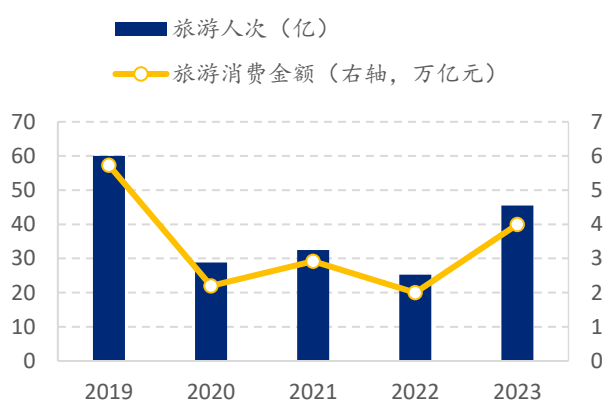
图表 21: O2O 公司市场预期调整后净利润增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

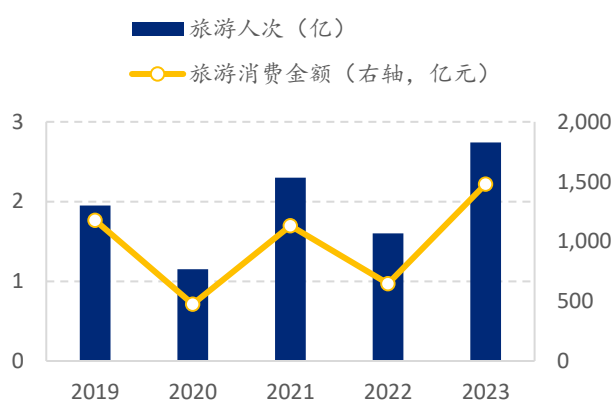
一季度“旅多游少”，复苏势头依然强劲：根据中国旅游研究院，今年一季度旅游市场持续复苏，整体呈现“旅多游少”的特征，即商务旅行先复苏，休闲旅游相对较少。而随着五一假期及暑期的到来，休闲旅游迎来强劲反弹。经文化和旅游部数据中心测算，2023年五一假期全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。文旅部3月末预计，2023年我国国内旅游人数将达到约45.5亿人次，同比增长约80%，将实现国内旅游收入约4万亿元，同比增长约95%。

图表 22: 中国旅游人次



资料来源：文旅部、浦银国际

图表 23: 中国五一假期旅游数据



资料来源：文旅部、浦银国际

携程：2023年第一季度国内外业务继续呈现强劲复苏态势：国内的酒店预订量同比增长超过100%；本地游酒店预订量较2019年疫情前同比增长150%；出境酒店和机票预订量恢复到2019年疫情前同期水平的40%以上，尽管整体出境航空市场仅恢复到15%；公司国际OTA平台的机票预订量同比增长超过200%，较2019年疫情前同比增长超过100%。

劳动节假期期间，国内酒店日均预订量与2019年同期相比增长超过70%，国内机票预订量增长25%。出境酒店和机票的平均预订量分别恢复到2019年水平的80%和60%左右。国内旅游市场已经完全恢复，并超过了2019年疫情前的水平。出境航班的运力已从4月份的30%左右稳步上升到最近的50%左右，根据已公布的夏秋两季的航班时刻表，在未来几个月可能会达到2019年的60%左右的水平。

同程旅行：一季度住宿业务表现强劲，收入和间夜量均创历史新高，间夜数相较2019年增长了130%以上。与2019年相比，五一期间公司的酒店间夜数增长了150%以上，机票预订量与2019年相比增长了30%以上。五一假期及520期间，平台酒店间夜量同比分别增长150%和250%，增长迅猛。

美团：公司第一季度到店酒旅 GTV 同比增长超过 52%，三月份的 GTV 超过 100%。间夜量和交易额在 2023 年第一季度实现强劲增长，与 2022 年和 2019 年同期相比，今年春节期间的间夜量增长超过 40%。

短视频入局本地生活，预计外卖格局稳定，到店业务存在变数。抖音不断加码本地生活服务。用户流量是抖音的重要优势，能够吸引商家做品牌宣传，如全国连锁或网红店铺。此外在到店业务存在一定优势，但目前体量相对较小。由于用户心智和消费习惯差异，目前抖音以团购配送及到店业务为主，物流方面则依赖第三方物流配送平台，仍与传统外卖平台存在一定错位竞争。餐饮外卖作为即时需求，对线下履约要求高，我们认为短期外卖竞争格局将保持稳定。

图表 24：O2O 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 (x)			P/S (x)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
TCOM US Equity	携程网	OTO	22,421	34.7	0.9	22.0	17.4	15.1	3.9	3.3	2.9
780 HK Equity	同程旅行	OTO	4,892	17.1	(9.1)	21.1	16.2	13.4	3.2	2.6	2.3
3690 HK Equity	美团	OTO	101,753	127.6	(27.0)	39.3	24.0	15.4	2.6	2.1	1.8
平均					(11.7)	27.5	19.2	14.6	3.3	2.7	2.3

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 6 月 21 日，美股截至 6 月 20 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 电商：更看重性价比优势，直播电商增长强劲

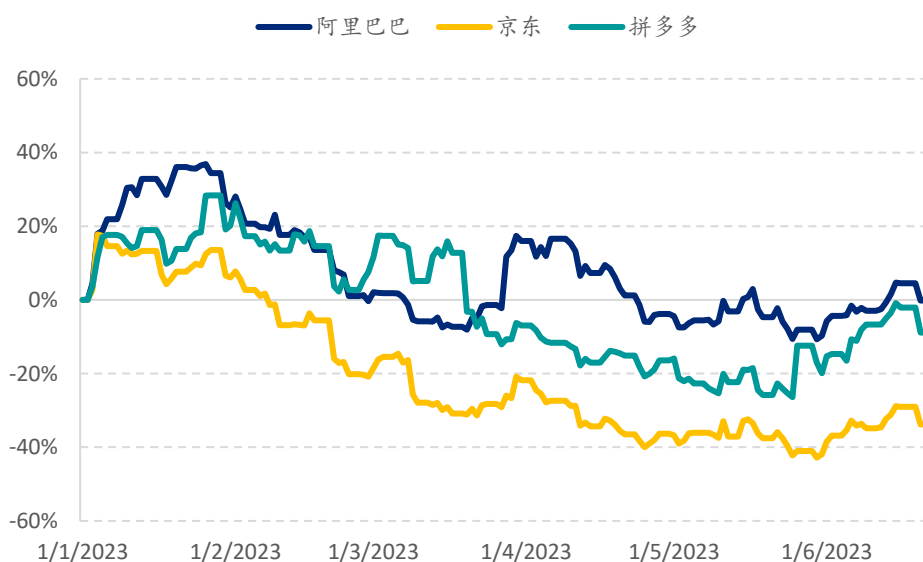
2H23 展望

随着市场逐步复苏，行业竞争加剧，百亿补贴力度持续加大；电商平台的性价比优势更凸显；直播电商增长势头强劲，跨境电商高歌猛进。建议关注拼多多。

1H23 回顾

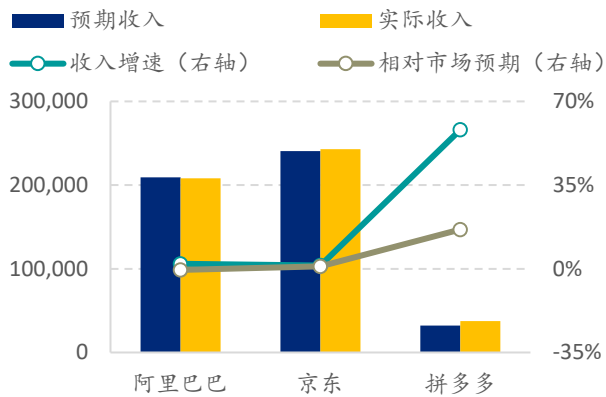
上半年电商行业整体表现较弱，我们认为主要是受外部环境不确定性以及行业竞争加剧的影响。阿里巴巴、拼多多、京东股价分别下跌 2%、9%、34%。

图表 25: 电商公司年初至今股价表现



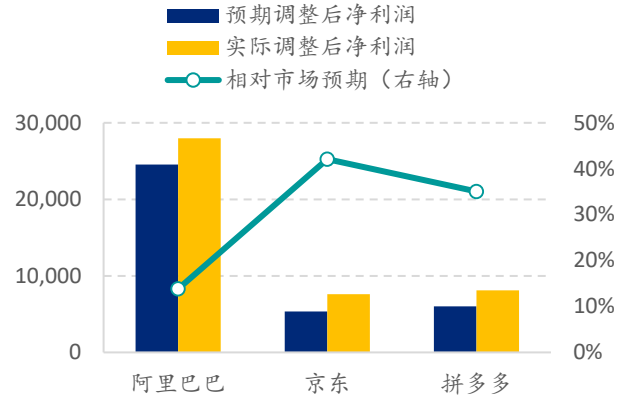
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 26: 电商公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)



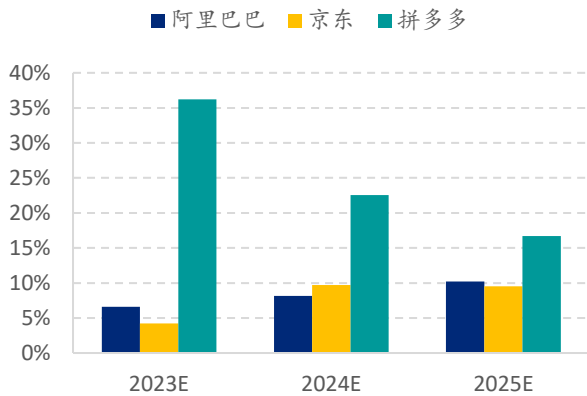
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 27: 电商公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)



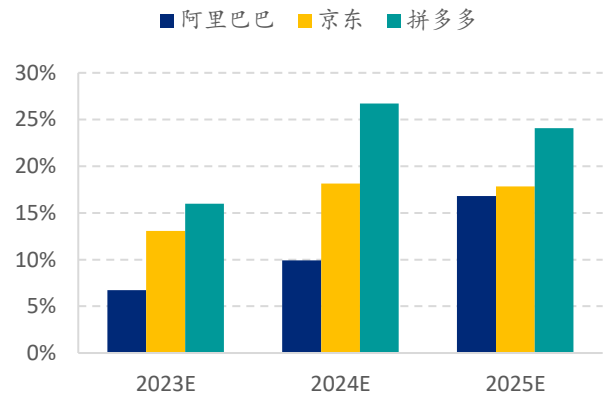
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 28: 电商公司市场预期收入增速



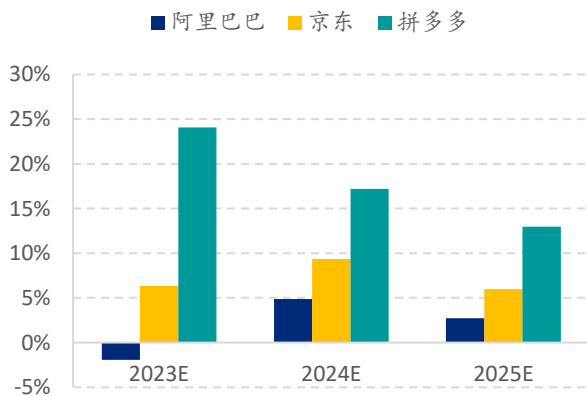
资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

图表 29: 电商公司市场预期调整后净利润增速



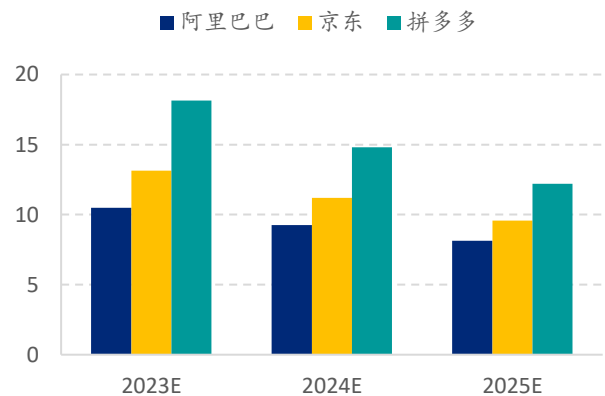
资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

图表 30: 电商公司市场预期 GMV 增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

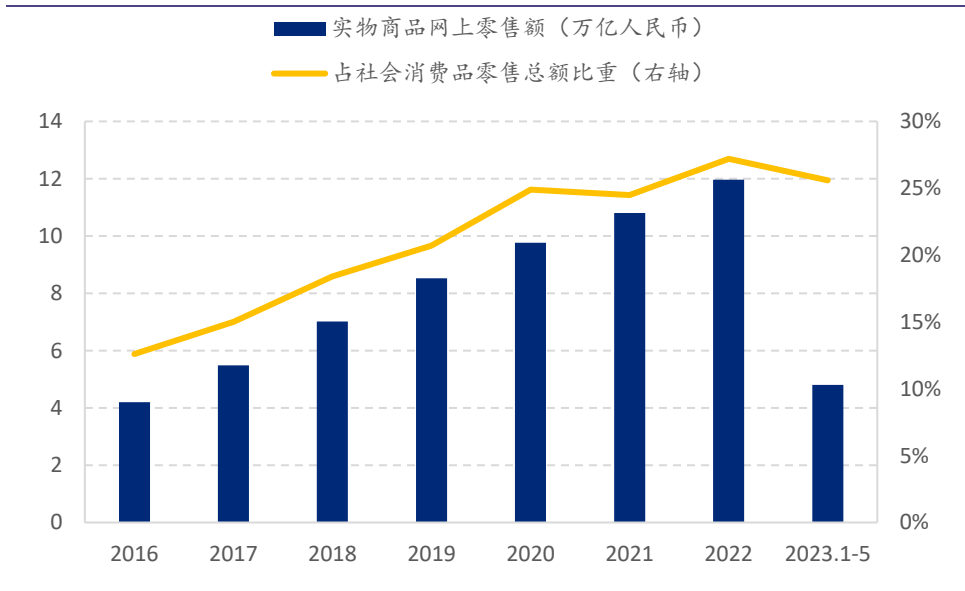
图表 31: 电商公司市场预期 P/E



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

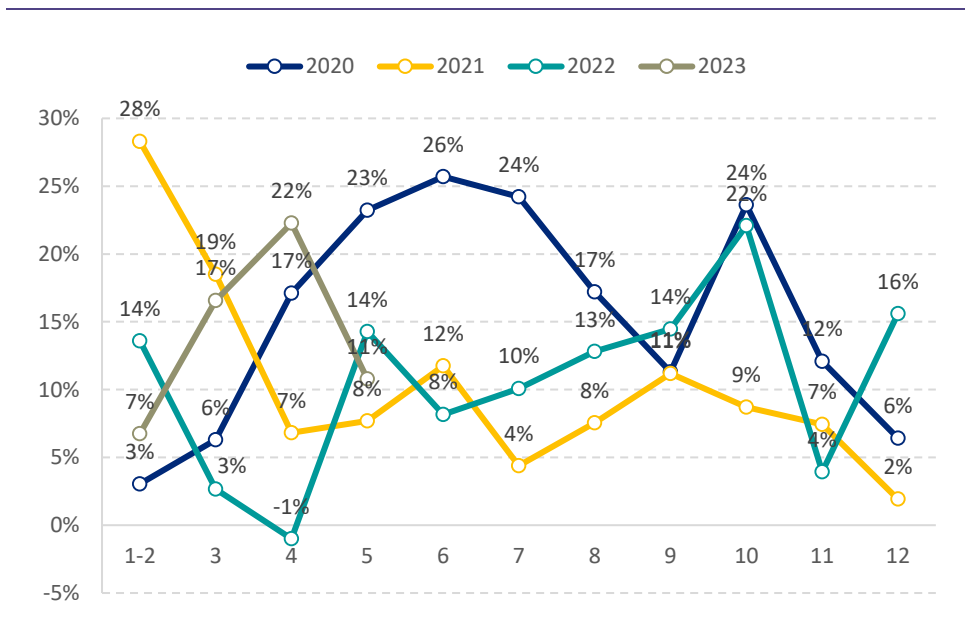
线上消费逐步复苏。2023年1-5月社会消费品零售总额同比增长9.3%，实现了快速复苏，其中商品零售同比增长7.9%，餐饮收入同比增长22.6%；全国网上零售额同比增长13.8%，高于大盘增速，其中实物商品网上零售额同比增长11.8%，占社零消费总额比重由去年同期的24.9%提升至25.6%。

图表 32: 实物商品网上零售额



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 33: 实物商品网上零售额增速



资料来源: Bloomberg、浦银国际

行业竞争加剧，补贴力度加大。我们认为“价格/性价比”仍将是消费者考量的重要因素。2023年3月，京东推出百亿补贴计划，以打造用户对京东建立起每日低价的心智，缓解大促期间供应链的压力，提高运营效率。我们认为，补贴力度加大将在一定程度上影响电商公司利润率。

巨头相继出海，寻求新增量。在国内行业大盘增长放缓及竞争加剧下，巨头纷纷出海寻求新增量，寻求行业增长红利。阿里国际业务表现亮眼，CY1Q23国际商业收入同比增长29%，国际零售商业同比增长41%，主要由Trendyol、Lazada和速卖通的收入增长推动，订单量同比增加15%。同时阿里巴巴宣布国际商业集团计划对外融资，以支持业务扩张，预计国际商业仍将是重要增长点之一。而拼多多海外业务品牌 Temu 被公司视为重要战略业务板块。2023年 Temu 加速扩张，平台显示已在17个国家和地区开通站点，长期占据多个国家和地区 App Store 免费榜前列。公司海外业务有望进一步打开市场空间，成为未来新增量。

图表 34: Temu 全球 App Store 免费榜购物分类排名

排名	地区	数量
1	美国 #1	24
	安提瓜和巴布达 #1	
	多米尼加共和国 #1	
	圣基茨岛和尼维斯 #1	
	牙买加 #1	
	比利时 #1	
	瑞典 #1	
	英国 #1	
	澳大利亚 #1	
	百慕大 #1	
	格林纳达 #1	
	特克斯和凯科斯群岛 #1	
	英属维尔京群岛 #1	
	德国 #1	
	瑞士 #1	
	密克罗尼西亚联邦 #1	
	加拿大 #1	
伯利兹 #1		
墨西哥 #1		
委内瑞拉 #1		
奥地利 #1		
法国 #1		
意大利 #1		
新西兰 #1		
2 - 10	阿根廷 #8	69
	巴哈马 #2	
	玻利维亚 #5	
	哥伦比亚 #8	
	洪都拉斯 #2	
	尼加拉瓜 #3	
	圣文森特和格林纳丁斯 #2	
	危地马拉 #6	
	冰岛 #8	
	卢森堡 #4	
	摩尔多瓦共和国 #7	
	西班牙 #8	
	斐济 #3	
	阿尔及利亚 #10	
	佛得角 #6	
	加纳 #10	
	黎巴嫩 #10	
	马里 #7	
	尼日尔 #6	
	塞内加尔 #8	
	斯威士兰 #7	
	波斯尼亚和黑塞哥维那 #10	
	加蓬 #6	
	安圭拉 #2	
	巴拉圭 #6	
	多米尼克 #2	
	哥斯达黎加 #7	
	开曼群岛 #2	
	萨尔瓦多 #5	
	苏里南 #6	
	阿尔巴尼亚 #7	
	波兰 #2	
马其他 #10		
葡萄牙 #3		
巴基斯坦 #9		
尼泊尔 #5		
贝宁 #8		
冈比亚 #4		
津巴布韦 #6		
利比里亚 #4		
毛里求斯 #6		
尼日利亚 #9		
塞舌尔 #7		
乍得 #4		
喀麦隆 #7		
汤加 #2		
巴巴多斯 #2		
巴拿马 #3		
厄瓜多尔 #4		
圭亚那 #4		
秘鲁 #9		
圣卢西亚 #2		
特立尼达和多巴哥 #2		
爱尔兰 #5		
荷兰 #4		
马其顿 (前南斯拉夫) #6		
乌克兰 #10		
不丹 #4		
帕劳 #3		
布基纳法索 #10		
刚果共和国 #7		
肯尼亚 #8		
马拉维 #5		
毛里塔尼亚 #8		
塞拉利昂 #7		
圣多美和普林西比 #4		
阿富汗 #3		
科特迪瓦 #7		
瓦努阿图 #2		

资料来源：七麦数据，浦银国际

图表 35：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 (x)			P/S (x)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	227,304	87.9	(0.2)	10.7	9.5	8.4	1.8	1.6	1.5
JD US Equity	京东商城	电商	58,502	37.2	(33.8)	13.4	11.3	9.7	0.4	0.4	0.3
PDD US Equity	拼多多	电商	93,969	74.3	(8.9)	18.0	14.6	12.1	3.8	3.1	2.7
VIPS US Equity	唯品会	电商	9,600	17.1	25.0	9.2	8.9	8.5	0.6	0.6	0.6
9991 HK Equity	宝尊	电商	250	11.0	(16.4)	55.4	7.6	4.4	0.2	0.2	0.2
平均					(6.9)	21.3	10.4	8.6	1.3	1.2	1.0

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 6 月 21 日收盘价，美股截至 6 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 游戏：版号发行常态化，游戏大作持续上线

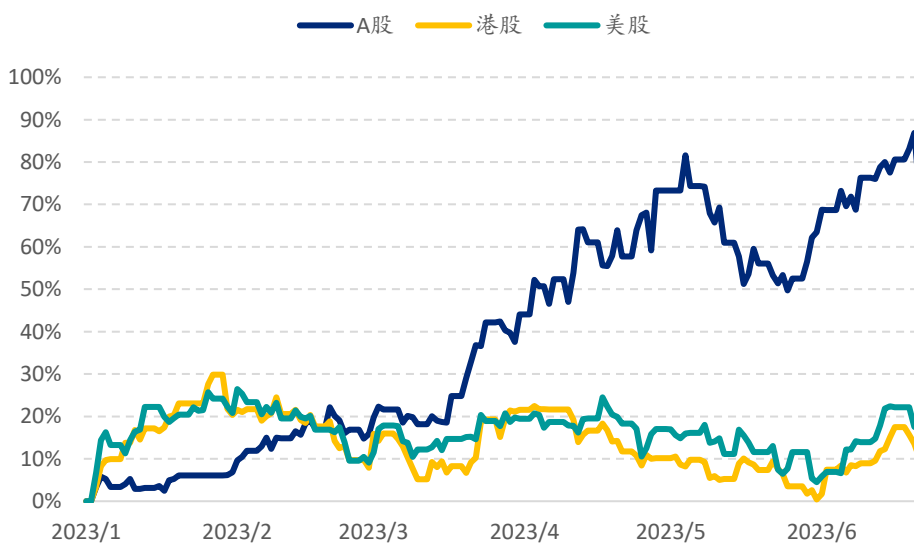
2H23 展望

游戏版号发放进入常态化，多款大作上线/计划上线，预计下半年仍将继续复苏；AIGC 的爆发助力游戏行业提高效率，有望提升行业利润率。目前版号数量仍相对有限，我们认为具备强研发能力及拥有头部游戏产品的游戏厂商有较大优势。同时，拥有即将上线游戏大作储备的中小厂商业绩或具备较大弹性。建议关注网易、腾讯等。

1H23 回顾

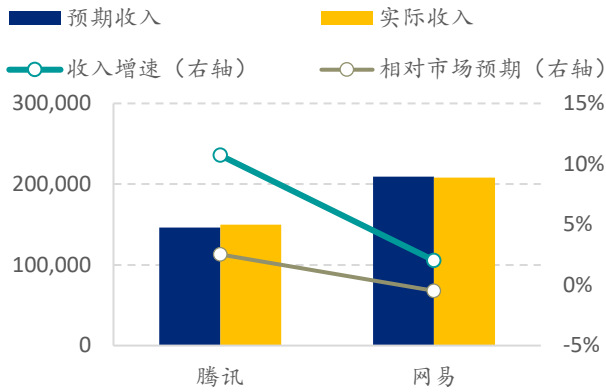
游戏板块是互联网上半年优势板块，上半年有多款热门游戏上线，包括《崩坏：星穹铁道》、《合金弹头》等大作。同时在 ChatGPT/AIGC 的爆发推动下，整体游戏板块录得不错涨幅，其中 A 股游戏公司表现显著优于港美股，万得网络游戏行业 A 股指数增长 79%，港股增长 10%，美股增长 14%。其中，腾讯和网易股价表现分别上涨 19%和 7%。

图表 36: 游戏行业指数表现



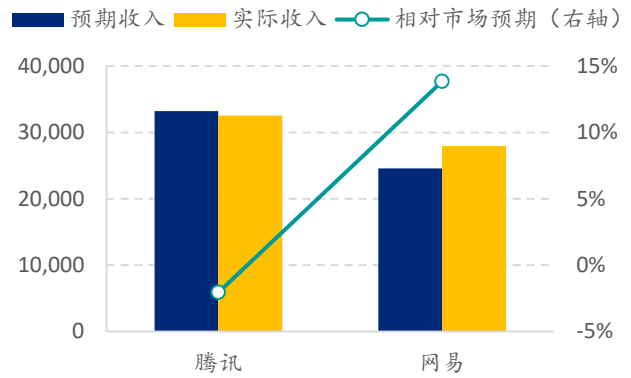
资料来源：Wind、浦银国际

图表 37: 游戏公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)



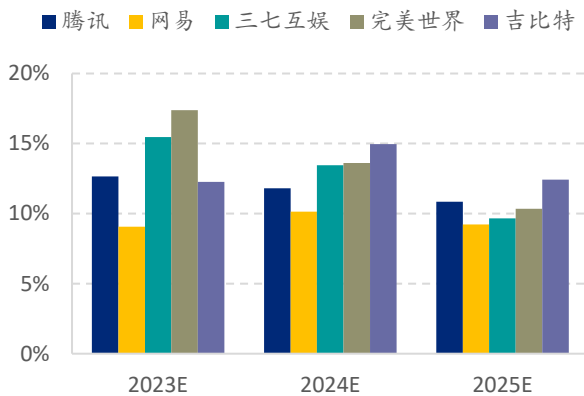
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 游戏公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)



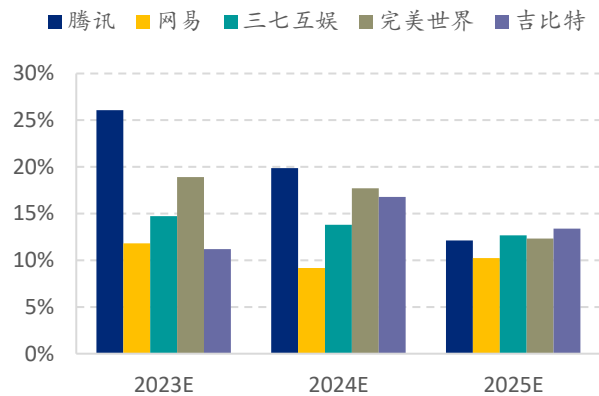
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 39: 游戏公司市场预期收入增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

图表 40: 游戏公司市场预期调整后净利润增速

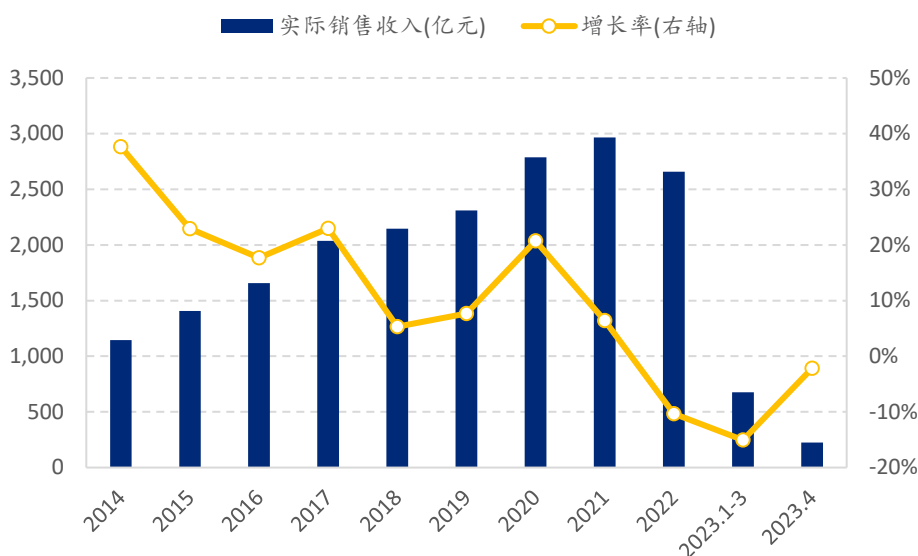


资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

上半年仍处于修复阶段，下半年有望加速复苏。根据伽马数据，2023 年一季度中国游戏市场实际销售收入为 675 亿元，同比下降 15.06%，环比提升 15.61%，环比上升主要是由于春节假期用户活跃度及付费意愿提升，以及一季度新品流水推动。4 月实际销售收入为 224.94 亿，同比下滑 2.16%，降幅已明显修复，主要由新品推动。

年内游戏版号已常态化发放，每月发放 80 余款版号，上半年已上线《崩坏：星穹铁道》、《合金弹头：觉醒》等游戏。当前仍有各游戏大厂拥有多款热门游戏储备，我们预计下半年游戏市场有望实现实际销售收入正增长。

图表 41: 中国游戏市场实际销售收入



资料来源: 伽马数据、浦银国际

游戏版号发放常态化,多款游戏大作预备上线。今年游戏已恢复常态化发放,每月有 80 余款发放,1-6 月共发放 522 款国内游戏版号及 27 款进口游戏版号。2023 年前 6 月发放总数已超过 2022 年全年数量,预计 2023 年全年版号供给将实现同比大幅增长。

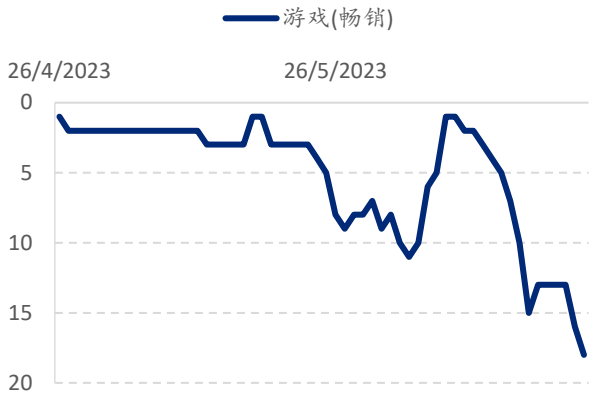
今年已有多款游戏大作上线,如腾讯《黎明觉醒:生机》、《合金弹头:觉醒》、网易《大话西游:归来》、米哈游《崩坏:星穹铁道》等游戏上线。此外年内有《无畏契约》、《逆水寒》等游戏开启测试。我们认为多款热门游戏的上线将推动行业恢复正增长。

图表 42: 2023 年上半年游戏大厂主要新游

游戏名	公司	游戏进展
黎明觉醒:生机	腾讯	2 月上线
大话西游:归来	网易	3 月上线
三国志战棋版	灵犀互娱	3 月上线
合金弹头:觉醒	腾讯	4 月上线
崩坏:星穹铁道	米哈游	4 月上线
无畏契约	腾讯	6 月测试
逆水寒	网易	6 月测试

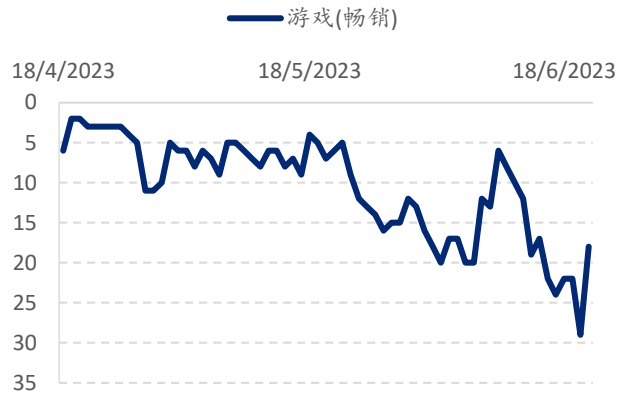
资料来源: 腾讯游戏、竞核研究组、浦银国际

图表 43: 《崩坏: 星穹铁道》App store 排名



资料来源: 七麦数据、浦银国际

图表 44: 《合金弹头: 觉醒》App Store 排名



资料来源: 七麦数据、浦银国际

图表 45: 2023 年腾讯游戏发布会新游

游戏名	游戏进展
无畏契约	6 月 8 日内测
全境封锁 2	体验服不删档测试进行中
命运方舟	今年夏天开放
二之国:交错世界	6 月开启国服共研测试
冲呀!饼干人:王国	官网预约开启
七人传奇:光与暗之交战	5 月 30 日开启终测
冒险岛:枫之传说	今秋上线
大航海时代:海上霸主	年内不删档上线
白荆回廊	5 月 24 日开启“巡声测试”
白夜极光	定档 6 月 13 日
塔瑞斯世界	6 月远征测试
代号:破晓	4 月进行了测试
重生边缘	夏季上线
劲乐幻想	7 月全平台首发
创造吧!我们的星球	6 月 15 日“开星测试”
战地无疆	第三季度首发
新天龙八部	开启公测预约

资料来源: 腾讯游戏、浦银国际

图表 46：2023 年网易游戏发布会新游

游戏名	游戏进展
逆水寒手游	6 月 30 日开启全平台公测
巅峰极速	公测定档 6 月 20 日
射雕	预约招募中
九畿:岐风之旅	官网预约开启
超凡先锋	6 月 8 日全平台上线
全明星街球派对	6 月 16 日开测
突袭:暗影传说	官网预约开启
零号任务	“零号共创团”测试招募
代号 56	7 月开启首测
龙之灵域	4 月进行了首测,全平台预约开启
三国诛将录	7 月开启正式公测,5.18 计费删档测

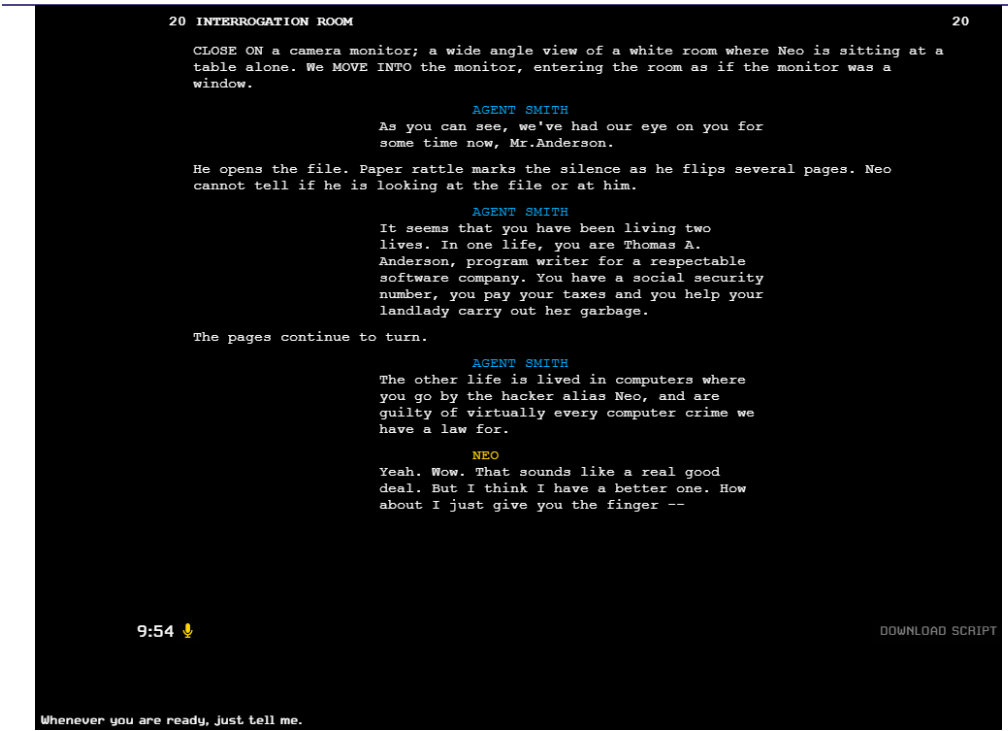
资料来源：腾讯游戏、浦银国际

AIGC 赋能游戏行业。游戏作为数字内容产业或许是 AIGC 发展过程中最大的受益领域之一。AIGC 能够在降低游戏美术成本，提升游戏设计，创造新玩法等方面提供帮助。

降低游戏美术成本。过往游戏美术师可能需要数小时来生成高质量图片，而 AI 可以通过学习游戏美术师的艺术风格，在人物、场景、关卡等方面快速生成大量内容，能够显著降低美术成本及提高创作效率。

提高游戏的可玩性。Cyber Manufacture 推出的 AI 产品 Quantum Engine 能够将纯文本输入转成交互环境和动态角色的可玩性叙事。在其发布的演示中，玩家可以扮演黑客帝国中的角色，与 NPC 进行交互，AI 会根据故事设定的世界观进行相应的回答并推动剧情的发展。目前仍处于较为早期的阶段，第一步基本实现了用户与 AI 对话驱动游戏剧情发展，然后是要实现 AI 游戏实时交互与视觉画面的结合，最终发布游戏成品。AI 赋能下的 NPC，可以根据玩家行动而做出不同的反应，提高游戏的可玩性和游戏体验。

图表 47: Cyber Manufacture 推出的 AI 产品 Quantum Engine



资料来源: Quantum Engine、浦银国际

图表 48: 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 (x)			P/S (x)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	417,387	340.4	7.3	20.6	17.4	15.4	4.8	4.3	3.9
NTES US Equity	网易	游戏	61,432	95.3	31.1	17.4	16.0	14.6	4.2	3.8	3.5
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	8,035	7.8	103.4	40.8	30.4	28.7	5.0	4.8	4.1
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	10,258	33.3	83.7	21.8	19.1	16.9	3.9	3.4	3.1
002624 CH Equity	完美世界	游戏	5,036	18.7	46.7	21.9	18.3	16.5	4.0	3.5	3.2
603444 CH Equity	吉比特	游戏	5,238	522.7	67.1	23.1	19.8	17.5	6.5	5.6	5.0
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	5,720	20.5	157.7	30.3	25.4	21.0	12.6	10.6	9.7
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,329	21.7	0.2	102.0	27.8	15.7	2.2	1.8	1.5
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	2,401	6.3	95.0	72.0	66.6	60.2	17.2	16.3	15.5
777 HK Equity	网龙	游戏	986	14.4	(13.8)	6.8	5.7	5.0	0.9	0.8	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	432	4.2	10.4	N/A	18.5	1,942.3	2.1	1.7	2.1
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	584	3.2	(16.3)	21.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均					47.7	34.4	24.1	195.8	5.8	5.1	4.7

注: E=Bloomberg 一致预测; A 股、港股截至 6 月 21 日收盘价, 美股截至 6 月 20 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 泛视频：广告业务逐步修复，利润率有望改善

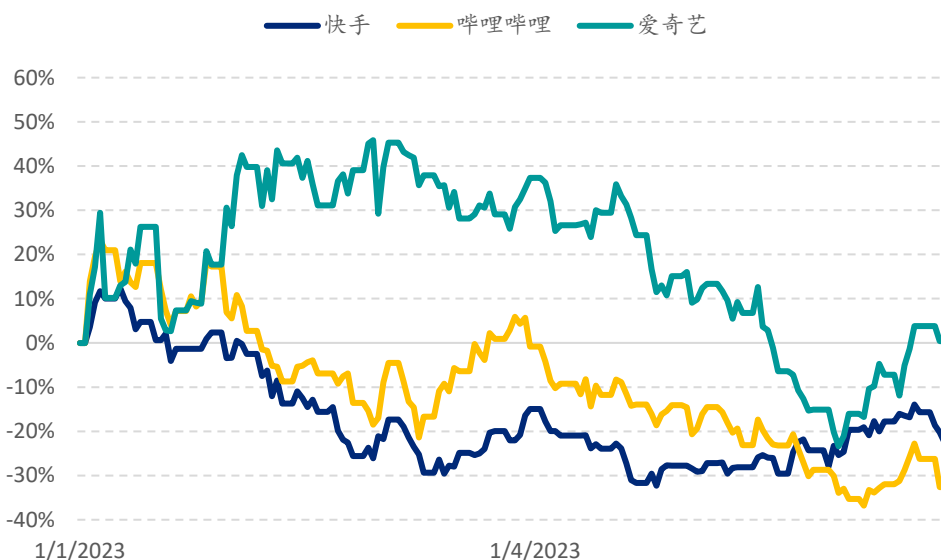
1H23 展望

泛视频公司降本增效取得成效，利润率有望持续改善；广告大盘回暖推动业绩复苏。我们看好短视频赛道的高流量增长及用户粘性，并凭借其流量优势加速多元商业化布局。建议关注快手。

2H23 回顾

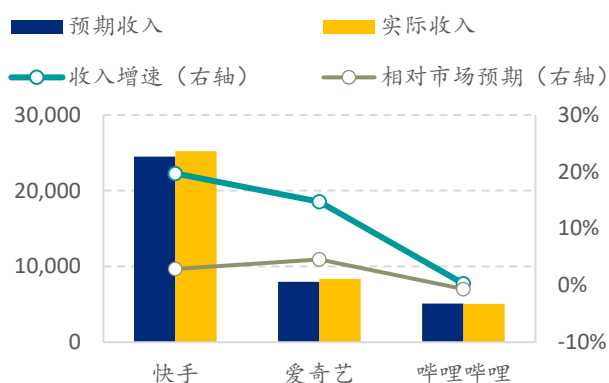
快手、爱奇艺和哔哩哔哩股价年初至今涨跌幅分别为-23%、0%和-33%。公司利润率方面，快手一季度提前实现集团层面调整后盈利；爱奇艺已实现稳定盈利；哔哩哔哩仍处于亏损，但亏损率逐步改善。

图表 49：泛视频公司股价表现



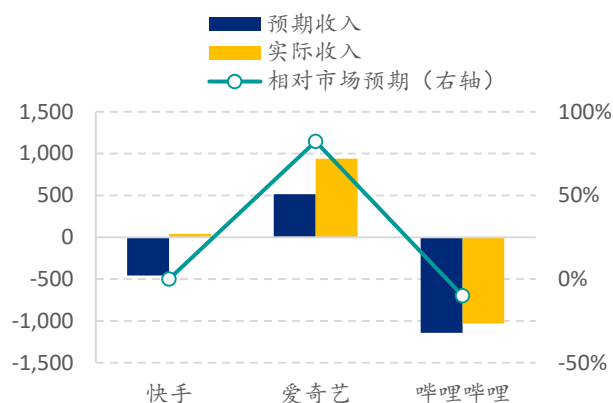
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 50: 泛视频公司 1Q23 收入表现 (人民币百万)



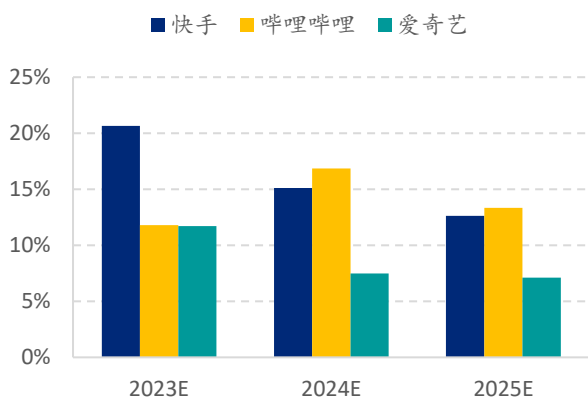
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 51: 泛视频公司 1Q23 调整后净利润表现 (人民币百万)



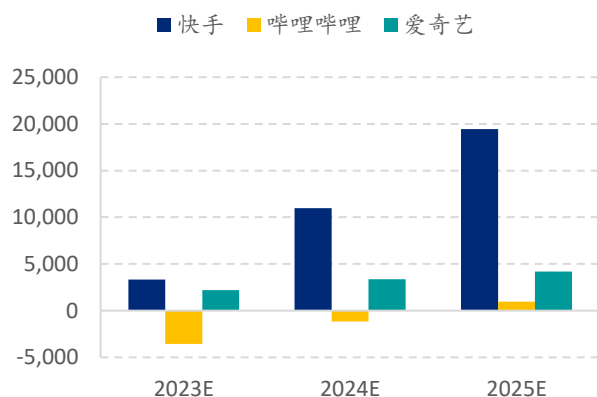
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 泛视频公司市场预期收入增速



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

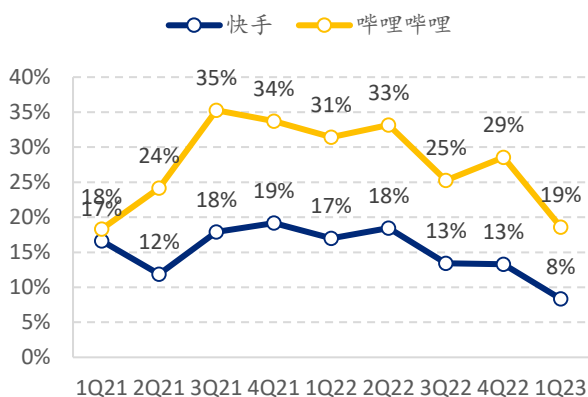
图表 53: 泛视频公司市场预期调整后净利润 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

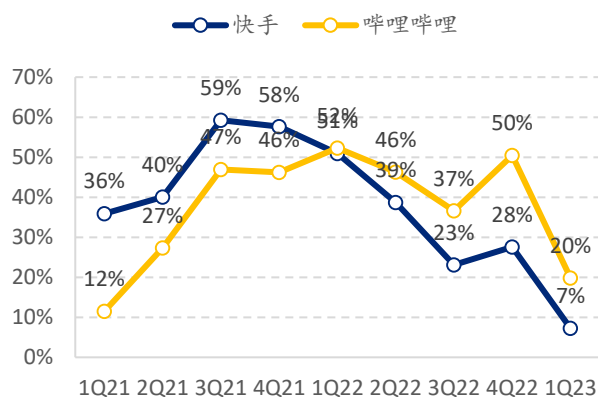
中短视频流量保持稳健增长。尽管互联网流量红利消退，中短视频赛道日活仍呈现快速增长态势，中短视频的高用户粘性推动着快手和哔哩哔哩流量规模稳定增长。

图表 54: 快手、哔哩哔哩 DAU 增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

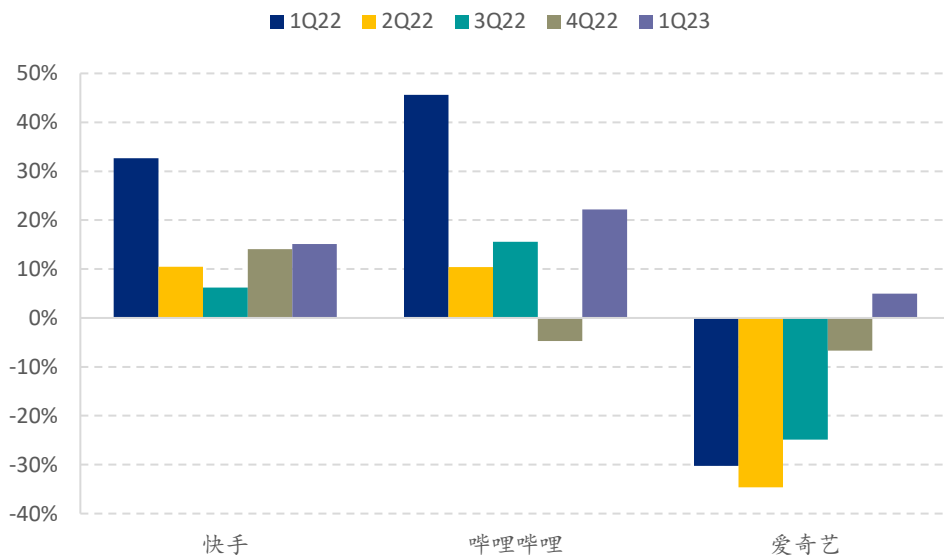
图表 55: 快手、哔哩哔哩流量增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

广告大盘回暖推动业务复苏。随着线下经济活动重启，广告大盘呈现复苏台式，泛视频整体广告收入增速环比有明显提升，有望推动公司收入恢复增长。

图表 56: 广告收入增速

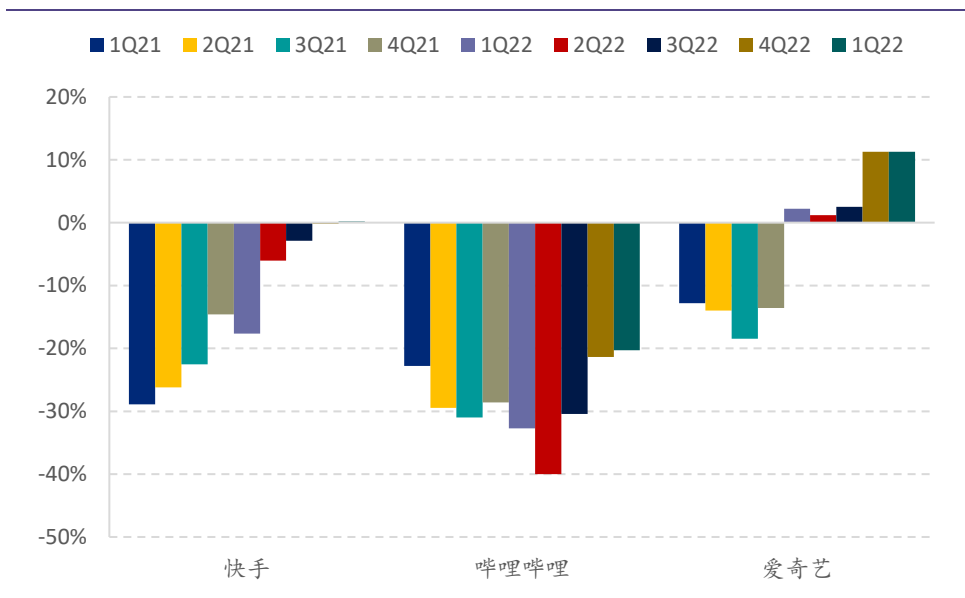


资料来源: Bloomberg、浦银国际

泛视频利润率持续改善：

- **快手：**2023 年一季度已实现集团层面调整后盈利，在公司降本增效有效实施下，预计公司利润率有望持续改善。
- **哔哩哔哩：**盈利是公司未来重点目标之一，亏损已持续同比环比收窄，公司目标 2024 年内实现调整后盈亏平衡。
- **爱奇艺：**2022 年一季度起已连续实现五个季度调整后盈利，1Q23 利润率增长至 11.3%。

图表 57：泛视频平台调整后季度净利率



资料来源：公司财报，浦银国际

图表 58：泛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 (x)			P/S (x)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
1024 HK Equity	快手	在线视频	30,404	54.9	(22.7)	61.3	19.7	11.3	1.9	1.7	1.5
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	6,632	16.0	(32.6)	N/A	N/A	45.0	1.9	1.7	1.5
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	5,088	5.3	0.4	16.6	11.2	8.4	1.1	1.1	1.0
平均					(18.3)	39.0	15.5	21.6	1.7	1.5	1.3

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 6 月 21 日收盘价，美股截至 6 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 云计算：基础层价格战，国产替代趋势不改

2H23 展望

宏观环境仍是短期影响行业需求的最大制约，复苏进度或慢于C端消费。长期来看，在数字化转型大背景下，云计算行业的增长潜力依旧值得期待，尤其是上层应用。当前估值已接近底部，适合长线布局。公司选择方面，我们建议继续关注国产替代概念，如金山软件、金蝶国际、用友网络等。

1H23 回顾

金山软件受益于AIGC趋势，股价录得27%的涨幅，而SaaS ERP公司录得一定下滑，用友、金蝶股价分别下跌7%、37%。

图表 59: 云计算公司股价表现

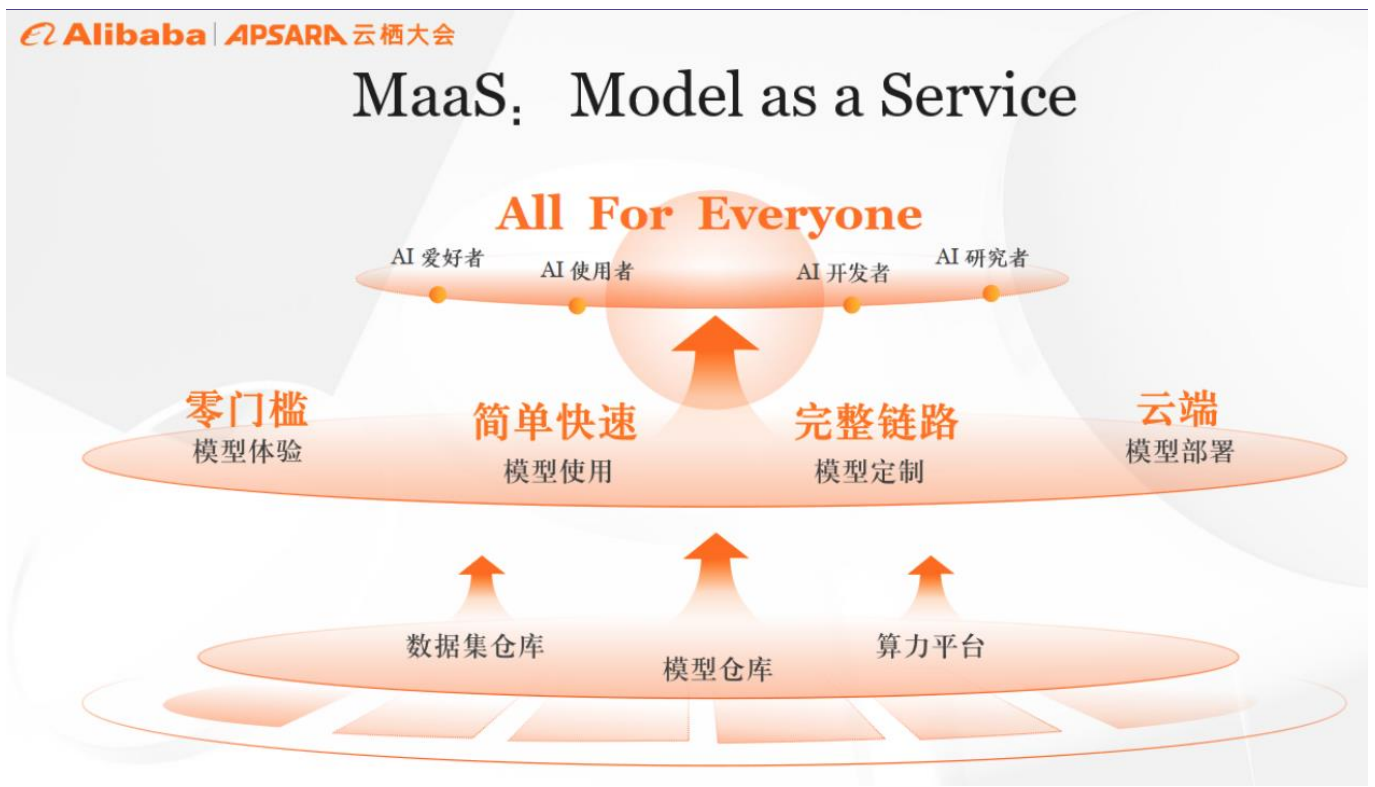


资料来源：Bloomberg、浦银国际

阿里云降价引发降价潮，有利于行业渗透率提升。4月26日，在2023阿里云合作伙伴大会上，阿里云宣布启动史上最大规模降价，核心产品价格全线下调15%-50%，存储产品最高降50%，此次价格调整已于5月7日生效。5月16日，腾讯云亦宣布对多款核心云产品下调价格，最高降幅达40%。我们认为，此轮降价潮将拉低中小企业上云门槛，有利于推动各行业数字化升级渗透率的提升。

AI MaaS 或成为行业又一核心商业模式。百度创始人李彦宏在“文心一言”发布会上提出 MaaS (Model as a Service) 模型及服务，并表示大模型时代下，将会产生新型云计算公司，主流商业模式也或从 IaaS 变为 MaaS。MaaS 允许开发人员将机器学习模型部署到应用程序中，而无需拥有专业机器学习技能或知识，并提供了自动化方式来进行创建、训练和部署相关模型。MaaS 的出现或将改变现有云格局并进一步推动行业普及率。

图表 60: Model as a Service (模型及服务)



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 61：云计算板块表现及估值

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)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688111 CH Equity	金山办公	云计算	31,940	497.5	88.1	149.0	109.1	83.8	44.5	33.3	25.6
600588 CH Equity	用友网络	云计算	10,755	22.5	(6.8)	116.7	66.0	44.1	6.8	5.5	4.5
002410 CH Equity	广联达	云计算	8,660	37.4	(12.7)	47.9	36.0	27.8	7.4	5.9	4.8
268 HK Equity	金蝶国际	云计算	4,672	10.5	(37.2)	N/A	N/A	142.1	5.6	4.5	3.8
000977 CH Equity	浪潮信息	云计算	12,590	61.5	185.7	34.5	29.4	24.4	1.1	1.0	0.8
3888 HK Equity	金山软件	云计算	5,772	33.2	27.0	56.4	34.8	26.2	4.6	3.9	3.3
909 HK Equity	明源云	云计算	937	3.8	(45.6)	N/A	N/A	39.0	3.4	2.8	2.4
354 HK Equity	中软国际	云计算	1,953	5.1	(24.7)	14.6	11.2	9.2	0.7	0.6	0.5
KC US Equity	金山云	云计算	1,639	6.5	68.7	N/A	N/A	N/A	1.4	1.3	1.1
2013 HK Equity	微盟集团	云计算	1,375	3.9	(42.2)	N/A	1,767.8	44.2	4.2	3.4	2.9
9959 HK Equity	联易融	云计算	806	2.8	(26.8)	19.5	7.8	6.1	4.9	4.0	3.3
8083 HK Equity	中国有赞	云计算	334	0.1	(27.6)	N/A	N/A	N/A	1.6	1.5	1.3
VNET US Equity	世纪互联	云计算	459	3.1	(45.5)	N/A	N/A	N/A	0.4	0.4	0.3
1860 HK Equity	汇量科技	云计算	732	3.5	(13.1)	45.0	18.0	22.5	0.7	0.5	0.5
6608 HK Equity	百融云	云计算	630	9.8	(7.9)	15.6	12.6	9.8	1.8	1.4	1.2
平均					5.3	55.5	209.3	39.9	5.9	4.7	3.7

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 6 月 21 日收盘价，美股截至 6 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际互联网行业覆盖公司

图表 62: 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)	评级及目标价发布 日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	84.70	买入	118.00	22/5/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	87.93	买入	121.00	22/5/2023	电商
9618 HK Equity	京东	142.60	买入	171.00	12/5/2023	电商
JD US Equity	京东	37.17	买入	44.00	12/5/2023	电商
PDD US Equity	拼多多★	74.32	买入	106.00	31/5/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	17.05	持有	16.00	28/2/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.30	买入	42.00	30/3/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	10.98	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	4.33	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	340.40	买入	424.00	18/5/2023	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	127.60	买入	180.00	31/5/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手★	54.90	买入	85.00	24/5/2023	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	122.30	买入	146.00	2/6/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	15.97	买入	19.00	2/6/2023	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行★	17.08	买入	22.00	29/5/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.14	持有	1.20	12/8/2021	云计算
2013 HK Equity	微盟	3.85	买入	4.80	16/5/2023	云计算
3888 HK Equity	金山软件	33.15	买入	36.00	25/5/2023	云计算
600588 CH Equity	用友网络	22.52	买入	26.00	2/5/2023	云计算
268 HK Equity	金蝶	10.52	买入	19.00	16/3/2023	云计算
909 HK Equity	明源云	3.82	买入	28.00	14/12/2021	云计算
SE US Equity	Sea	61.21	买入	83.00	17/5/2023	电商、游戏

注: ★为行业首推;

资料来源: Bloomberg、浦银国际。港股截至 6 月 21 日收盘价, 美股截至 6 月 20 日收盘价

拼多多 (PDD.US): “买入”评级, 目标价 106 美元

拼多多业绩再度大超市场预期, 增速远超大盘。公司看好消费市场前景, 将加码补贴, 助力消费复苏, 同时继续注重高质量发展, 提升供应链能力, 对优质商家加大扶持力度。我们仍看好公司凭借性价比优势继续跑赢同业。海外业务 Temu 稳步推进, 平台显示已经开通 16 个国家/地区站点, 有望成为新增量。目标价 106 美元, “买入”评级。

快手 (1024.HK): “买入”评级, 目标价 85 港元

快手一季度首次实现集团盈利, 其中国内业务连续四个季度实现调整后营业利, 海外经营亏损持续收窄。内循环仍是广告增长主要驱动, 外循环广告或下半年恢复正增长。电商业务保持高速增长, 变现率持续改善, 泛货架电商带来增量。目标价 85 港元, “买入”评级。

同程旅行 (780.HK): “买入”评级, 目标价 22 港元

同程业绩强劲反弹, 对公司下半年复苏趋势保持乐观。公司表示看好行业复苏态势, 会逐步加大投放, 来把握行业复苏机会。我们认为, 在线旅游行业复苏势头强劲, 公司凭借低线优势, 有望进一步抢占市场份额, 维持“买入”评级。目标价 22 港元, “买入”评级。

美团 (3690.HK): “买入”评级, 目标价 180 港元

美团核心业务持续复苏, 预计二季度随着消费复苏及叠加去年低基数影响, 公司二季度收入有望实现加速复苏。针对抖音入局本地生活, 公司表示将加大市场投入以巩固市场地位。我们认为短期来看或对利润率带来压力, 美团到店业务收入端受影响或相对有限, 基于 LBS 模式的美团用户使用目的性更强, 而抖音凭借大流量, 更适合前期品牌宣传, 两者之间仍存在一定错位竞争。新业务盈利大幅改善, 推动公司重回盈利轨道。外卖业务渗透持续增加, 未来增长确定性较高。目标价 180 港元, “买入”评级。

腾讯 (700.HK): “买入”评级, 目标价 424 港元

腾讯业务全面回归增长轨道。国内游戏业务复苏, 海外游戏实现高增长; 视频号助力广告业务, 将成为重要增长引擎; 云计算降价对公司整体影响有限。目标价 424 港元, “买入”评级。

阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): “买入”评级, 目标价 118 港元/121 美元

阿里巴巴国内业务稳步复苏, 二季度 GMV 有望恢复正增长。国际商业增长亮眼, 成为重要驱动之一。公司宣布国际商业集团计划对外融资, 以支持业务扩张, 我们预计国际商业仍将保持较快增速。多个业务板块将寻求上市, 有望推动集团估值修复。目标价 118 港元/121 美元, “买入”评级。

京东 (9618.HK/JD.US): “买入”评级, 目标价 171 港元/44 美元

京东利润释放超预期, 零售业务二季度有望加速复苏。公司进行了组织架构调整, 新的组织架构更加扁平化, 经营单元拥有更大的经营决策权, 考核目标与经营业绩更相关, 将有助于激发一线团队的创业精神, 并与股东利益保持一致。公司加大 3P 生态建设, 我们认为 3P 业务将会是公司 1P 业务的有效补充, 数码家电等核心优势品类或仍将以 1P 为主, 3P 业务则有助于公司丰富商品品类及下沉市场的渗透, 成为新增量。预计短期 3P GMV 增速将快于 1P, 财报收入增长或受一定影响, 但 GMV 和利润率有望得到改善。公司持续巩固其供应链能力, 其高品质定位为其打造差异化优势。公司发力即时零售业务, 目标渗透 50% 的京东用户, 有望成为公司第二增长曲线。目标价 171 港元/44 美元, “买入”评级。

哔哩哔哩 (9626.HK/BILI.US): “买入”评级, 目标价 146 港元/19 美元

哔哩哔哩持续降本增效推动亏损改善。广告业务受益于大盘回暖快速回升, 游戏储备丰富推动下半年业务增长。目标价 146 港元/19 美元, “买入”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个人。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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

