

## 关于政治局会议及政治局集体学习的点评

### 政治局会议表态强化国内政策托底预期，平台经济治理趋稳推动低估值边际修复，关注支持措施落实

作者

孔蓉 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521030002  
wangmengkai@tfzq.com

#### 事件:

4月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，会议强调，“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。”

4月29日，政治局就依法规范和引导我国资本健康发展进行第三十八次集体学习。总书记习近平强调依法规范和引导我国资本健康发展，发挥资本作为重要生产要素的积极作用，强调要正确处理资本和利益分配问题，要深化资本市场改革，要规范和引导资本发展，要全面提升资本治理效能，要加强资本领域反腐败。

#### 点评:

- 我们对本次政治局会议的理解：“稳增长、稳就业”背景下，决策层从防风险角度，进一步强化“促进平台经济健康发展”的预期管理；政策基调总体趋稳，支持性措施落实推进或是下阶段关注重点

1) 本次政治局会议关于平台经济治理的表态，是在“要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线”部分，与房地产政策、资本市场改革并列。整体来看，我们认为，本次政治局会议相关表述，是在“稳增长、稳就业面临新的挑战”的背景下，（具体到平台经济领域，是在2021Q4以来互联网行业基本面明显放缓，近期部分媒体报道多家大型互联网企业裁员，部分投资者产生一定疑虑，导致流入平台经济投资规模萎缩的背景下），决策层从防范短期风险的角度，进一步强化了3月16日国务院金委会确立的“促进平台经济平稳健康发展”的政策预期管理，稳定市场主体信心。我们预计平台经济政策基调或由“加强监管”转化为“常态化监管”，治理节奏有望进一步趋稳，期待未来治理体系升级或有望容纳更多“促进发展”的元素，如更加清晰的正面清单（不仅是清晰的负面清单）。

2) 根据中国人民大学副校长刘元春教授（4月29日政治局集体学习邀请的学者）的解读，在前期整顿平台经济取得阶段性成效的基础上，需要把支持平台经济规范健康发展作为未来的主题之一。本次政治局会议展示出决策层对于平台经济高度重视，将其看作数字经济发展的核心，稳增长、稳就业的重要载体，在规范中进一步发展是未来的方向，打消了市场上存在部分疑虑和错误解读。

3) 同时本次政治局会议强调了出台具体措施促进平台经济规范健康发展。3月16日国务院金委会也提出了“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。”4月11日，国家新闻出版总署批准了去年8月以来的首批游戏版号，释放积极信号。期待后续各主管部门支持性措施的落实推进，持续关注如国内游戏版号是否回归常态化发行、各项细分领域细则和负面/正面清单的明确、以及鼓励创新等方向的措施。

- 我们对本次政治局集体学习的理解：通稿题目或蕴含在规范基础上发挥资本重要作用的积极涵义；规范和引导资本健康发展、利益分配坚定共同富裕道路是长期方向；设置好政策“红绿灯”或为未来治理升级方向

1) 本次集体学习通稿的题目包括“依法规范和引导我国资本健康发展，发挥资本作为重要生产要素的积极作用”，或也一定程度反映出，在坚持规范的基础上，也会重视资本的积极作用的政策思路。

2) 从长期方向来看，要辩证地认识和把握资本作为生产要素的积极作用和消极影响同时存在，要规范和引导各类资本健康发展。在利益分配方面，注重经济发展普惠性和初次分配公平性，坚定共同富裕道路。

3) 从监管思路看，未来升级的方向或主要包括，设置好“红绿灯”，形成完整清晰的规则体系，增强资本治理的针对性、科学性、有效性。同时也提及了加强资本领域反腐败问题。

4) 21年中央经济工作会议以来，多次宏观表态已强调正确认识和把握资本的特性和行为规律，发挥生产要素作用和抑制消极作用，设置好“红绿灯”，防范政策叠加导致的非预期风险。2022年2月人民日报发文《正确认识和把握资本的特性和行为规律》，指出“防止资本无序扩张，不是不要资本，而是要资本有序发展”，引导市场主体正确看待政策，驳斥错误解读。

### 海外中概股审计监管不确定性短期仍存，但中美沟通或有望迎来新进展

4月2日，中国证监会就修订《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》公开征求意见，包括1)增加程序性要求，明确企业保密责任；2)修改境外检查规定，明确境外有关监管机构对境内企业等调查取证应当通过跨境监管合作机制进行，证监会或有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助。

4月9日，中国证监会主席易会满表示，将抓紧研究推出新一轮自主开放务实举措，稳步扩大沪深港通标的范围，加快推动企业境外发行上市监管新规落地，保持境外上市渠道畅通，支持我国企业依法合规利用两个市场、两种资源更好发展。按照“尊重国际惯例、遵守国内法规”的原则，推动中美审计监管合作取得成果。

4月21日，在博鳌亚洲论坛2022年年会期间，中国证监会副主席方星海表示，美国证监会和PCOB的主席新换之后，中美的谈判进展非常顺利，基本每隔一周就会视频谈判一次，进行细节落地工作。有信心在不久的将来，中美双方谈出一个合作协议，相关不确定性很快就会消除。

4月29日，根据彭博报道，中美两国监管机构据悉正就落实中概股审计底稿现场检查等相关事宜进行积极沟通以避免摘牌，知情人士称双方就如何让美国PCAOB到访中国等细节进行磋商。

### 中国互联网企业基本面：基本面预期或于22Q2筑底，下半年业绩修复以及2023年增速回升值得期待

目前30家中国互联网企业FY2022-2023年收入增速为14%/17%（整体法），调整后净利润增速为12%/39%（整体法）（见表1）。市场预期已盈利企业2023年业绩弹性有望迎来明显改善，暂时亏损企业2023年有望迎来break-even或亏损明显改善，基本面预期改善趋势相对明确。边际层面，彭博预期30家中国互联网企业22Q1/22Q2整体收入增速为8%/9%（整体法），对比21Q4收入增速为13%（整体法）（见表2）。随局部疫情得到控制以及经济稳增长政策逐步发力，基本面预期大概率有望于22Q2筑底。

#### 投资建议：

目前30家中国互联网企业2022-2023年彭博预测整体PS分别为2.0x/1.7x，整体预测PE分别为23x/17x，正数PE分别为18x/16x。纵向比较，估值处于低位，腾讯/阿里的12个月前PE相较于5年均值折让23%/47%，美团12个月前PS相较于上市以来均值折让30%。

本次政治局会议表态促进平台经济健康发展，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，政治局集体学习表态依法规范和引导我国资本健康发展，发挥资本作为重要生产要素的积极作用。我们认为，将会进一步强化了国内互联网政策托底、基调趋稳的预期，有助于缓解市场担忧，叠加中美审计监管沟通有望迎来新进展，短期受压制的市场情绪和估值或迎来边际修复。后续关注具体措施的推进，期待更清晰的清单出台，增强政策可预期性和市场信心。

我们认为，中国互联网企业内生发展动能较强，出海、ToB、以及部分ToC场景线上化仍具备较强成长潜力。短期虽然受外部宏观因素和局部疫情拖累，22H1基本面存在一定压力。后续随着经济稳增长发力、局部疫情影响减弱、前期政策影响边际趋稳、以及基数调整后，22Q3开始基本面有望回温，22H2以及2023年业绩弹性复苏有望推动估值进一步修复。

建议关注：1)各地陆续发放消费券，本地服务和电商零售企业或可在稳增长、稳就业中发挥平台价值，建议关注有望随局部疫情减弱，基本面边际修复的平台，如美团、京东、拼多多、阿里巴巴；2)游戏行业向好，供给改善叠加“宅家红利”，短期基本面韧性较强，关注网易、腾讯；3)线上广告行业静待需求改善，关注结构性份额增长的平台，如快手、哔哩哔哩等。

风险提示：国内经济增长短期放缓；局部疫情影响本地生活、电商及广告行业；美国处于加息周期；中美审计监管存在不确定性。

## 附录

表 1：中国互联网企业 2022-2023 年彭博预期收入及调整后净利润

公司	代码	预测收入 (亿元/亿美元)		预测收入 yoy		预测调整后净利润 (亿元/亿美元)		预测调整后净利润 yoy	
		FY 2022E	FY 2023E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2022E	FY 2023E
腾讯控股	700 HK	6183	7111	10%	15%	1275	1573	3%	23%
阿里巴巴*	BABA US	9591	10862	13%	13%	1425	1666	7%	17%
美团-W	3690 HK	2266	2967	27%	31%	-85	95		
京东集团	JD US	11245	13294	18%	18%	187	285	9%	52%
网易	NTES US	993	1128	13%	14%	204	235	3%	15%
拼多多	PDD US	1117	1390	19%	24%	167	252	21%	51%
百度	BIDU US	1321	1501	6%	14%	153	211	-19%	38%
快手	1024 HK	990	1210	22%	22%	-109	-9		
京东健康	6618 HK	430	582	40%	35%	13	22	-62%	63%
贝壳集团	BEKE US	785	924	-3%	18%	27	56	19%	103%
携程集团	TCOM US	205	311	2%	52%	13	55		322%
哔哩哔哩	BILI US	254	330	31%	30%	-57	-40		
BOSS 直聘	BZ US	65	106	52%	63%	13	27	85%	112%
阿里健康*	241 HK	269	346	31%	29%	-3	-1		
腾讯音乐	TME US	293	315	-6%	8%	38	44	-12%	14%
万国数据	GDS US	95	117	22%	23%	-16	-15		
满帮集团	YMM US	60	106	29%	76%	7	34		409%
微博公司*	WB US	24	26	5%	9%	7	7	-9%	14%
唯品会	VIPS US	1158	1242	-1%	7%	59	65	-2%	10%
阅文集团	772 HK	95	106	10%	11%	14	17	14%	22%
汽车之家	ATHM US	70	75	-3%	8%	20	23	-22%	13%
爱奇艺	IQ US	305	327	0%	7%	-16	-4		
欢聚集团*	YY US	29	32	10%	11%	2	3	62%	44%
明源云	909 HK	25	32	16%	26%	2	4		121%
达达集团	DADA US	102	146	48%	43%	-11	7		
微盟集团	2013 HK	30	37	13%	22%	-4	-0.3		
心动公司	2400 HK	33	43	23%	30%	-4	-0.1		
知乎	ZH US	47	70	58%	50%	-12	-8		
虎牙	HUYA US	106	112	-6%	5%	-2	1	-144%	
金山软件	KC US	103	131	13%	27%	-13	-10		
<b>整体</b>		<b>38584</b>	<b>45304</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>3340</b>	<b>4652</b>	<b>12%</b>	<b>39%</b>

资料来源：彭博、天风证券研究所；注：1) 阿里巴巴和阿里健康表中所列财务周期为 FY2023-FY2024；2) 微博和欢聚的彭博预测收入及调整后净利润的货币单位为美元，其余为人民币。

表 2：中国互联网企业 22Q1/22Q2 彭博预期收入及调整后净利润

公司	代码	预测收入			预测收入 yoy			预测调整后净利润			预测调整后净利润 yoy		
		21Q4A	22Q1E	22Q2E	21Q4A	22Q1E	22Q2E	21Q4A	22Q1E	22Q2E	21Q4A	22Q1E	22Q2E
腾讯控股	700 HK	1,442	1,417	1,474	8%	5%	7%	249	261	287	-25%	-21%	-16%
阿里巴巴*	BABA US	2,426	2,014	2,230	10%	7%	8%	240	192	344	-60%	-32%	-25%

美团-W	3690 HK	495	456	529	31%	23%	21%	-39	-45	-17			
京东集团	JD US	2,759	2,369	2,919	23%	17%	15%	36	26	41	49%	-34%	-11%
网易	NTES US	244	228	235	23%	11%	15%	66	48	47	313%	-5%	10%
拼多多	PDD US	272	209	255	3%	-6%	10%	84	24	42			2%
百度	BIDU US	331	279	309	9%	-1%	-1%	41	16	34	-41%	-63%	-36%
快手	1024 HK	244	207	227	35%	21%	19%	-36	-45	-34			
贝壳集团	BEKE US	178	123	178	-22%	-40%	-26%	0	-4	5			-67%
携程集团	TCOM US	47	39	40	-6%	-6%	-33%	-2	-3	-3	-119%		-138%
哔哩哔哩	BILI US	58	54	60	51%	39%	33%	-17	-13	-14			
BOSS直聘	BZ US	11	11	16	69%	42%	37%	2	0	3			
腾讯音乐	TME US	76	67	71	-9%	-15%	-11%	9	9	10	-36%	-29%	-10%
万国数据	GDS US	22	22	23	34%	30%	24%	-3	-4	-4			
满帮集团	YMM US	14	11	14	68%	26%	24%	2	-0	1			
微博公司	WB US	6	5	6	20%	3%	2%	2	1	2	-8%	-19%	-8%
唯品会	VIPS US	341	258	273	-5%	-9%	-8%	18	13	14	-30%	-22%	-5%
汽车之家	ATHM US	17	14	17	-32%	-23%	-10%	5	4	5	-59%	-41%	-32%
爱奇艺	IQ US	74	72	74	-1%	-9%	-3%	-18	-5	-4			
欢聚集团	YY US	7	6	7	16%	-5%	4%	1.0	0.2	0.4			
达达集团	DADA US	20	20	23	1%	20%	59%	-5	-5	-3			
知乎	ZH US	10	7	10		51%	56%	-4	-4	-4			
虎牙	HUYA US	28	24	27	-6%	-7%	-10%	-3	0	0		-85%	-92%
金山软件	KC US	27	21	24	38%	15%	11%	-5	-4	-4			
<b>整体</b>		<b>9,221</b>	<b>7,994</b>	<b>9,113</b>	<b>13%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>640</b>	<b>469</b>	<b>761</b>	<b>-41%</b>	<b>-30%</b>	<b>-18%</b>

资料来源：彭博、天风证券研究所；表格中所列阿里巴巴3个财报季为FY2022Q3-FY2023Q1

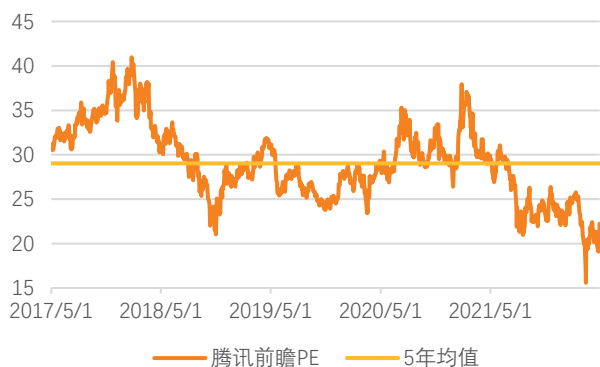
表 3：中国互联网企业彭博预测 PS/PE

公司	代码	市值 (亿元)		预测收入 (亿元)		预测 PS		预测调整后净利润		预测 PE	
		(HKD/USD)	(RMB)	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
腾讯控股	700 HK	32663	27584	6,183	7,111	4.5	3.9	1275	1573	22	18
阿里巴巴	BABA US	2464	16331	9,591	10,862	1.7	1.5	1425	1666	11	10
美团-W	3690 HK	9205	7774	2,266	2,967	3.4	2.6	-85	95	/	82
京东集团	JD US	901	5972	11,245	13,294	0.5	0.4	187	285	32	21
网易	NTES US	613	4059	993	1,128	4.1	3.6	204	235	20	17
拼多多	PDD US	480	3180	1,117	1,390	2.8	2.3	167	252	19	13
百度	BIDU US	417	2760	1,321	1,501	2.1	1.8	153	211	18	13
快手	1024 HK	2613	2207	990	1,210	2.2	1.8	-109	-9	/	/
京东健康	6618 HK	1497	1264	430	582	2.9	2.2	13	22	94	58
贝壳集团	BEKE US	161	1064	785	924	1.4	1.2	27	56	39	19
携程集团	TCOM US	143	948	205	311	4.6	3.0	13	55	73	17
哔哩哔哩	BILI US	87	574	254	330	2.3	1.7	-57	-40	/	/
BOSS直聘	BZ US	85	565	65	106	8.7	5.3	13	27	44	21
阿里健康	241 HK	545	460	269	346	1.7	1.3	-3	-1	/	/
腾讯音乐	TME US	69	457	293	315	1.6	1.4	38	44	12	10
万国数据	GDS US	56	374	95	117	3.9	3.2	-16	-15	/	/
满帮集团	YMM US	55	367	60	106	6.1	3.5	7	34	55	11

微博公司*	WB US	50	333	24	26	2.1	1.9	7	7	8	7
唯品会	VIPS US	47	313	1,158	1,242	0.3	0.3	59	65	5	5
阅文集团	772 HK	313	265	95	106	2.8	2.5	14	17	19	15
汽车之家	ATHM US	35	231	70	75	3.3	3.1	20	23	11	10
爱奇艺	IQ US	29	191	305	327	0.6	0.6	-16	-4	/	/
欢聚集团*	YY US	28	187	29	32	1.0	0.9	2	3	16	11
明源云	909 HK	186	157	25	32	6.2	4.9	2	4	87	39
达达集团	DADA US	16	109	102	146	1.1	0.7	-11	7	/	15
微盟集团	2013 HK	111	94	30	37	3.1	2.5	-4	0	/	/
心动公司	2400 HK	89	75	33	43	2.3	1.8	-4	0	/	/
知乎	ZH US	10	68	47	70	1.4	1.0	-12	-8	/	/
虎牙	HUYA US	9	61	106	112	0.6	0.5	-2	1	/	51
金山软件	KC US	9	60	103	131	0.6	0.5	-13	-10	/	/
<b>整体法</b>						<b>2.0</b>	<b>1.7</b>			<b>23</b>	<b>17</b>
<b>正数市盈率</b>										<b>18</b>	<b>16</b>
<b>平均数</b>						<b>2.7</b>	<b>2.1</b>			<b>33</b>	<b>22</b>
<b>中位数</b>						<b>2.2</b>	<b>1.8</b>			<b>19</b>	<b>15</b>

资料来源：彭博、天风证券研究所；注：1）阿里巴巴和阿里健康表中所列财务周期为 FY2023-FY2024；2）微博和欢聚的彭博预测收入及调整后净利润的货币单位为美元，其余为人民币；3）市值截止 2022/4/28。

图 1：腾讯 12 个月前 PE 及历史均值



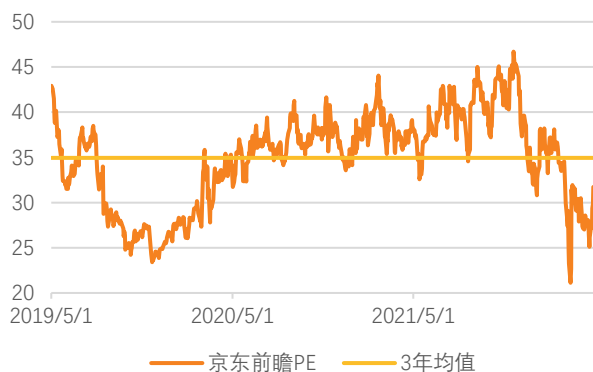
资料来源：彭博、天风证券研究所

图 2：阿里 12 个月前 PE 及历史均值



资料来源：彭博、天风证券研究所

图 3：京东 12 个月前 PE 及历史均值



资料来源：彭博、天风证券研究所

图 4：美团 12 个月前 PS 及历史均值



资料来源：彭博、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com