



移动互联网服务

优于大市（维持）

证券分析师

赵伟博

资格编号：S0120521090001

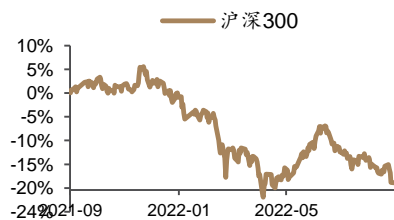
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

许悦

邮箱：xuyue@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《快手-W(1024.HK)二季报点评：业绩稳健优于预期，有望均值回归》，2022.8.29
- 2.《美团-W(3690.HK)二季报点评：业绩稳健，3Q22 受益消费修复及低基数弹性有望释放》，2022.8.28
- 3.《行业点评：互联网板块的交易逻辑与分歧》，2022.6.28
- 4.《拼多多：在用户心智与品牌升级的平衡中寻求成长》，2022.2.21
- 5.《互联网行业点评：监管步入“新常态”阶段，业绩复苏尚需时日》，2022.1.19

互联网板块的交易逻辑与观点更新

投资要点：

- **2Q22 前的板块交易逻辑缘何变化：**6月市场主要交易上海疫情缓解后的经济复苏预期，但随着6月底、7月初局部地区疫情再度反复，消费复苏的预期再度被压制，泛消费板块由乐观者定价转向悲观者定价，投资人主要担忧疫情蔓延带来防控措施升级，此外疫情下企业、居民的现金流存在较大压力，这对中长期消费中枢产生影响，市场预期可能从V形复苏转向L形复苏。
- **板块间走势分化的原因：**新能源指数在7-8月继续走强，主要在于其仍处于渗透快速提升的阶段，且光伏业绩中部分来自出口，对应外需，而外需在8月前持续超预期走强。走势变化在于8月中下旬，行业内龙头开始纵向延伸布局，引发市场对价格战的担忧，另外随着外需回落，明年业绩的不确定性重新提升。这一趋势在8月底、9月初发生变化，原因在于地产销量数据不及预期，引发市场对地产复苏的担忧提升，在此之下，新能源景气度的相对优势明显，因而在流动性宽裕的环境下行情重启。互联网受地产-消费复苏缓慢及疫情短期压制影响，未来几个季度业绩的可见度仍然很低，且较消费指数而言额外受汇率拖累，因而绝对跌幅大于白酒指数。
- **8月底以来主要板块回调的原因：**8月底以来我们看到以上4个板块指数均出现回调，这与前述景气度优势逻辑有所不同，原因在于市场预期“流动性宽裕环境”可能发生变化。银行间资金利率在8月底后趋势性向上。市场的预期来自汇率压力，出口和利差是人民币汇率的重要支撑，而随着外需回落，市场预期出口增速将逐步下行；另一方面美联储持续大幅加息导致人民币-美元利差走阔，这二者均对人民币的汇率产生较大压力。此外，生猪价格回升趋势可能对后续通胀产生压力。如果选择保汇率、控通胀，那么资金利率可能有所提升，这也是资金利率上行反映的市场预期。
- **展望后市：**在流动性紧缩预期下，短久期的权益资产更加受益，而互联网板块本身作为长久期资产仍存在一定压力，且互联网较白酒等消费指数额外受汇率下行影响，跌幅更甚。**流动性层面的转机**可能来自①供应链限制放宽，出口订单的交付确定性提升；②通胀压力缓解。**基本面维度看**，疫情反复情况下长修复周期的业务持续遭到压制，在前景不明朗情况下企业、商户投放广告的收益并不确定，其更珍视现金流和利润修复，因而广告在疫情反复下表现疲软。交易（电商零售、本地生活）等短周期的行为的恢复基本随疫情压力变化而变化，疫情压力较小时恢复速度较快，反之则较慢。
- **投资建议：**我们在二季报点评中提到3Q22 受益低基数效应及消费复苏，部分公司存在一个短周期的反弹机会，尽管8月下旬以来确实走出了一个小幅反弹，但8月底以来疫情、通胀、中美关系等方面压力不减反增，总体上的这一反弹的幅度和持续时间与我们此前的判断并不一致。我们认为，就互联网板块而言，国内通胀及流动性对估值的影响相对有限，主要由于南向资金持股占比仍然较低，核心问题在于疫情及中美关系，偏低基本面的波动可能来自非基本面因素，例如政治因素，这类类似于3月份俄乌冲突下外资出于恐慌情绪和互相制裁导致的流动性危机，因而不计成本地大量抛售权益资产，而一旦双方分歧控制在谈判桌前，市场又将重归理性，因此我们仍然建议密切关注超跌后的反弹机会。维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**经济复苏不及预期、流动性紧缩超预期、政策监管趋严。

内容目录

1. 板块交易逻辑梳理	4
2. 风险提示	7

图表目录

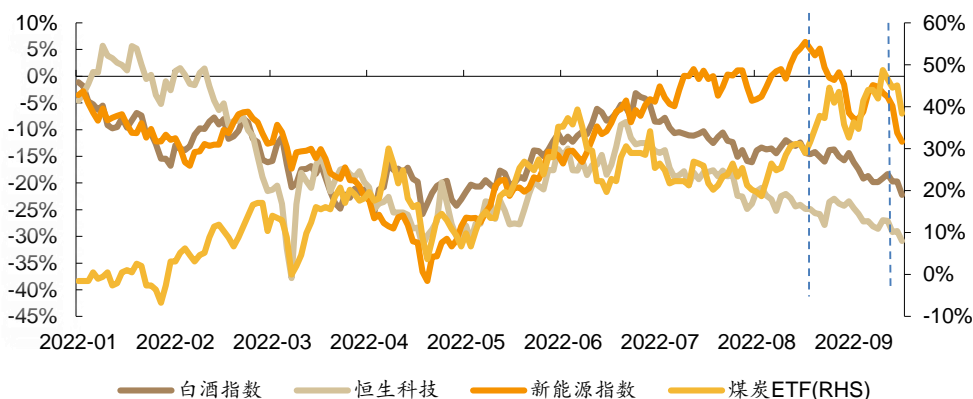
图 1: 白酒指数、恒生科技与新能源指数、煤炭 ETF 年内涨跌幅走势 (%)	4
图 2: 隔夜/7 日回购利率在 8 月底有所回升, 反映资金面边际收紧预期	5
图 3: CPI 与生猪均价情况	5
图 4: 央行近期公开市场操作净回笼少量资金	5
图 5: 10 年期国债利率自 8 月下旬有所回升	6

1. 板块交易逻辑梳理

回顾 2Q 以前的板块交易逻辑，我们在上一篇《互联网板块的交易逻辑与分歧》有所提及，主要是上海疫情缓解后市场做多经济复苏，但随着 6 月底、7 月初局部地区疫情再度反复，消费复苏的预期再度被压制，泛消费板块由乐观者定价转向悲观者定价，投资人主要担忧疫情蔓延带来防控措施升级，此外疫情下企业、居民的现金流存在较大压力，这对中长期消费中枢产生影响，市场预期可能从 V 形复苏转向 L 形复苏。值得注意的是，新能源指数在 7-8 月继续走强，主要在于其仍处于渗透快速提升的阶段，且光伏业绩中部分来自出口，对应外需，而外需在 8 月前持续超预期走强。走势变化在于 8 月中下旬，行业内龙头开始纵向延伸布局，引发市场对企业利润率的担忧，另外随着外需回落，明年业绩的不确定性重新提升。

回到互联网板块，以上板块指数趋势在 8 月底、9 月初发生变化，原因在于地产销量数据不及预期，引发市场对地产复苏的担忧提升，在此之下，新能源景气度的相对优势明显，因而在流动性宽裕的环境下行情重启。互联网受地产-消费复苏缓慢及疫情短期压制影响，未来几个季度业绩的可见度仍然很低，且较消费指数而言额外受汇率拖累，因而绝对跌幅大于白酒指数。

图 1：白酒指数、恒生科技与新能源指数、煤炭 ETF 年内涨跌幅走势 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

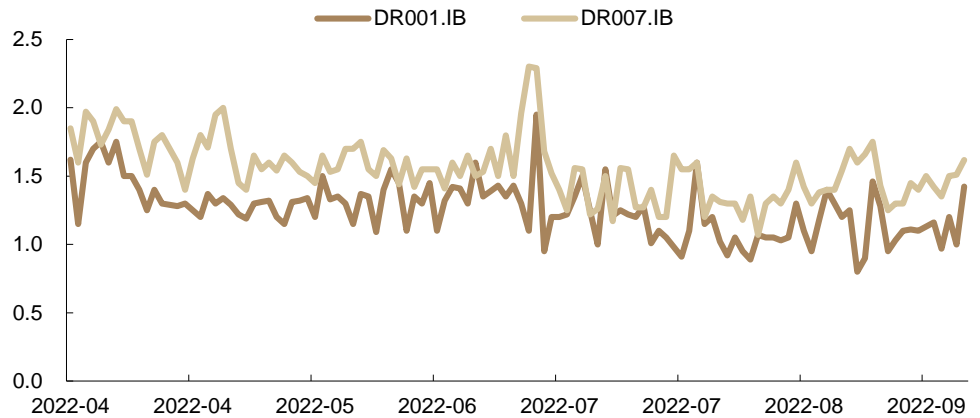
8 月底以来我们看到以上 4 个板块指数均出现回调，这与前述景气度优势逻辑有所不同，原因在于市场预期“流动性宽裕环境”可能发生变化。如下图，银行间资金利率在 8 月底后趋势性向上。

市场的预期来自汇率压力，出口和利差是人民币汇率的重要支撑，而随着外需回落，市场预期出口增速将逐步下行；另一方面美联储持续大幅加息导致人民币-美元利差走阔，二者均对人民币的汇率产生较大压力。此外，生猪价格回升趋势可能对后续通胀产生压力。如果选择保汇率、控通胀，那么资金利率可能有所提升，这也是资金利率上行反映的市场预期。

之所以是交易预期而非实际现状，是因为当前央行资金面收紧幅度较小，近两周（2022/9/9 及 2022/9.16 当周）分别净回笼 20 亿资金。我们认为，这反映了央行的纠结心态，一方面希望维持流动性宽松降低资金成本，支持实体经济；另

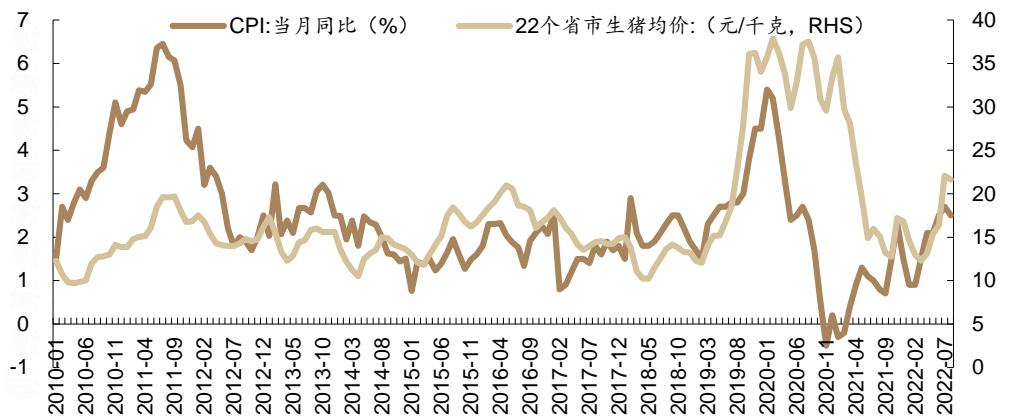
一方面通胀压力即将显现，持续维持低利率可能导致滞涨。

图 2：隔夜/7 日回购利率在 8 月底有所回升，反映资金面边际收紧预期



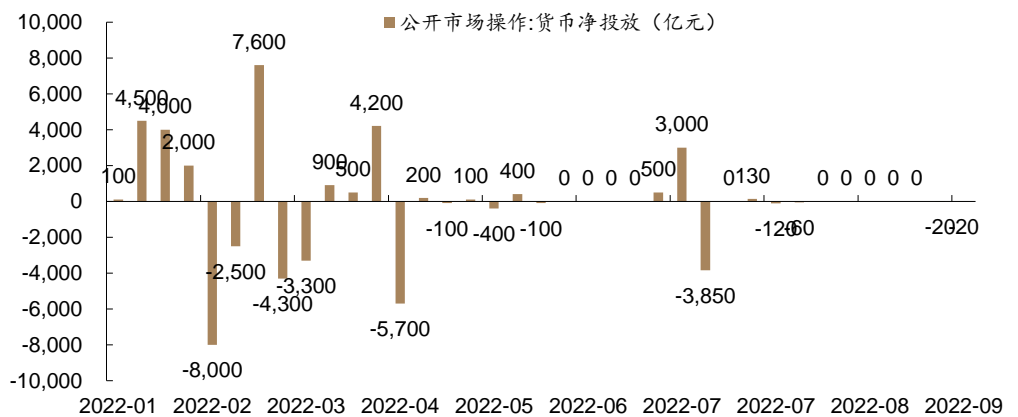
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：CPI 与生猪均价情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：央行近期公开市场操作净回笼少量资金

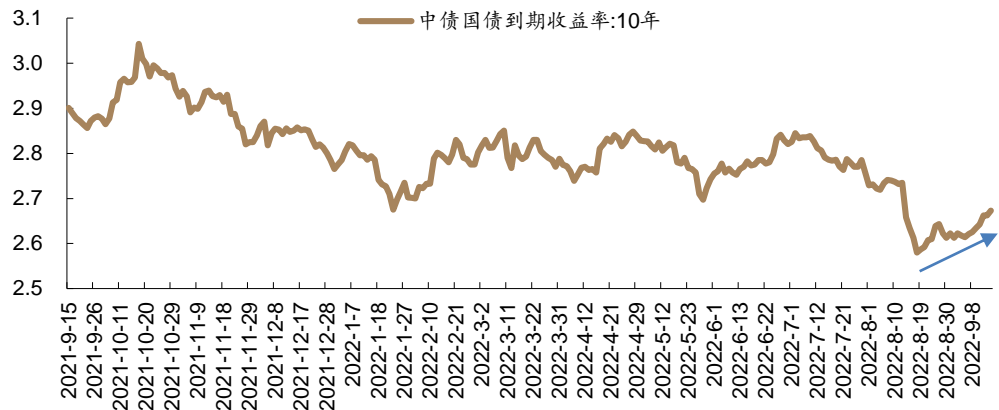


资料来源：Wind，德邦研究所

因此，我们认为近期市场的回调主要受流动性边际收紧的预期影响，而这一预期主要来自出口增速下行，利差（内需）走弱，为保护汇率下限，不至于引发信

用风险而做出取舍。出口增速对应外需，主要是欧美的经济周期，随着欧美央行抗击通胀进入紧缩周期，出口增速的下行是趋势性的，很难预期在几个季度内回到年内高点，因此核心仍回归内需，疫情、地产、消费压力如能缓解，则利差压力有望减轻，从而缓解流动性紧缩的压力。

图 5：10 年期国债利率自 8 月下旬有所回升



资料来源：Wind，德邦研究所

展望后市，在流动性紧缩预期下，短久期的权益资产更加受益，而互联网板块本身作为长久期资产仍存在一定压力，且互联网较白酒等消费指数额外受汇率下行影响，跌幅更甚。流动性层面的转机可能来自①供应链限制放宽，出口订单的交付确定性提升；②通胀压力缓解。基本面维度看，疫情反复情况下长修复周期的业务持续遭到压制，在前景不明朗情况下企业、商户投放广告的收益并不确定，其更珍视现金流和利润修复，因而广告在疫情反复下表现疲软。交易（电商零售、本地生活）等短周期的行为的恢复基本随疫情压力变化而变化，疫情压力较小时恢复速度较快，反之则较慢。

此前，我们在二季报点评中提到 3Q22 受益低基数效应及消费复苏，部分公司存在一个短周期的反弹机会，尽管 8 月下旬以来确实走出了一个小幅反弹，但 8 月底以来疫情、通胀、中美关系等方面压力不减反增，总体上的这一反弹的幅度和持续时间与我们此前的判断并不一致。我们认为，就互联网板块而言，国内通胀及流动性对估值的影响相对有限，主要由于南向资金持股占比仍然较低，核心问题在于疫情及中美关系，偏低基本面的波动可能来自非基本面因素，例如政治因素，这类似于 3 月份俄乌冲突下外资出于恐慌情绪和互相制裁导致的流动性危机，因而不计成本地大量抛售权益资产，而一旦双方分歧控制在谈判桌前，市场又将重归理性，因此我们建议密切关注超跌后的反弹机会。维持“优于大市”评级。

2. 风险提示

经济复苏不及预期：经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，同时疫情下仍有防疫重任，多重约束下发展经济的难度很大，过于乐观的复苏预期可能难以实现。

流动性紧缩超预期：美国商品消费需求有所回落，但服务消费可能仍在上升阶段，住房销售及房租的攀升可能引致粘性通胀，导致流动性的超预期收缩，我们不认为当前市场具备准确预期通胀走势的能力，尤其是当前的变化可能是非线性的，预期的频繁变化可能会导致市场情绪的宽幅波动。

政策监管趋严：互联网板块的常态化监管仍有趋严的可能性，当前的边际宽松预期主要出于“稳就业”优先级提升的定调，而经济复苏后监管趋势尚不确定。

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博，德邦证券研究所计算机行业首席分析师。中国人民大学金融学硕士及经济学学士，曾就职于东北证券、华泰证券。深耕计算机行业数年，致力于用扎实、严谨、客观的深度研究服务产业发展及广大客户，对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链等行业主要领域均有深入理解。

许悦，南洋理工大学硕士，2021 年 3 月加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。