

# 互联网行业 2023 年展望：蓄势待发，迎接回暖新周期

- **互联网行业 2022 年回顾：**年初至今，中证海外中国互联网指数 YTD 收益为-19%，延续 2021 年疲软走势，较 2021 年 2 月高点跌幅达 69%，而进入 11 月份，板块反弹势头强劲。全年来看，情绪面受政策及环境影响大，板块振幅更加剧烈。板块指数全年单日涨跌幅有 5 次超 10%，24 次超 5%。我们认为，影响股价走势的主要因素包括：**1)** 疫情防控政策调整下的宏观经济复速预期；**2)** 地缘政治冲突，中概股受外资情绪扰动；**3)** 国内行业监管整顿逐步落地。我们建议逢低布局，风险逐步释放，当前估值吸引。
- **互联网行业 2023 年整体趋势展望：**基本面修复预期逐步提升，将同时带动基于业绩改善的价值重估。随着疫情防控政策调整优化和宏观经济的复苏预期改善，我们预计互联网业绩逐步回暖。短期复苏顺序来看，C 端消费复苏（泛电商）或先于 B 端广告投放和企业服务等，游戏业务受此影响相对有限；降本增效或持续，但力度较今年或有所减弱。中长期来看，中国互联网步入下半场，未来增长驱动包括消费频次的提升、出海业务拓展以及技术革新推动，如 AIGC 和 Web3.0 的探索。此外，在大盘估值快速修复背景下，价值股或超跌标的在短时期内涨幅或更加迅猛，而全年来看，业绩高增长仍是公司股价持续上涨的主要动力。
- **互联网行业 2023 年细分行业展望：**我们看好的细分板块依次为：**1) O2O：**直接受益于防疫政策调整，业绩复苏确定性高，板块配置优选；**2) 电商：**消费信心逐步回暖，性价比优势依然凸显，直播电商抢占市场份额；**3) 在线视频：**持续降本增效，短视频加速多元业务布局，关注视频号商业化进度；**4) 游戏：**版号发放趋于常态化，出海是长期驱动；**5) SaaS：**继续关注国产替代概念，适合长线布局。
- **个股方面，我们推荐美团和拼多多：**美团，线下经济复苏推动业绩增长，社区团购业务或迎扭亏；拼多多，性价比优势和品牌化战略驱动高速增长，继续抢占市场份额。此外，建议关注携程，快手。
- **投资风险：**疫情防控进度，宏观经济增速放缓，地缘政治风险，行业监管不确定性。

赵丹

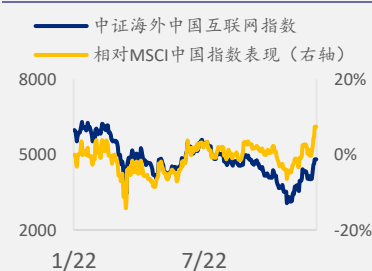
互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2022 年 12 月 09 日

## 年初至今指数表现



截至 2021 年 12 月 2 日收盘价  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 相关报告：

[中国电商行业：从五大维度看竞争环境变化对中国电商龙头的影响差异](#) (2022-09-09)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

互联网行业 2022 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 2023 年整体趋势展望 .....	12
2023 年互联网行业细分板块配置策略 .....	12
核心观点 .....	13
如何看短期业绩催化剂? .....	13
复苏顺序 .....	14
如何看中长期增长趋势? .....	18
互联网行业 2023 年细分行业展望 .....	22
O2O: 复苏确定性高，板块配置优选 .....	22
电商: 消费信心逐步回暖，性价比优势依然凸显 .....	27
泛视频: 持续降本增效，短视频加速多元业务渗透 .....	33
游戏: 版号发行趋于常态化，出海是长期驱动 .....	37
SaaS: 继续关注国产替代，适合长线布局 .....	43
浦银国际互联网行业覆盖公司 .....	46

## 图表目录

图表 1: 互联网板块 2022 年至今录得负收益, 表现优于大盘 .....	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: 互联网行业指数单日表现 .....	6
图表 4: 主要互联网公司股价表现 .....	7
图表 5: 互联网公司高点至今股价归因 .....	7
图表 6: 互联网公司年初至今股价归因 .....	7
图表 7: 主要互联网公司估值水平 .....	8
图表 8: 主要互联网公司估值百分位仍处于历史底部区间 .....	8
图表 9: 恒生科技指数远期市盈率 (倍) .....	9
图表 10: 2022 年互联网各细分板块年初至今股价变动 .....	9
图表 11: 互联网公司分板块表现及估值 .....	10
图表 12: 浦银国际 2023 互联网行业子板块配置策略 .....	12
图表 13: 主要互联网公司销售及管理 (SG&A) 费用率 .....	15
图表 14: 主要互联网公司调整后净利率 .....	15
图表 15: 主要互联网公司 3Q22 收入表现 .....	16
图表 16: 互联网公司 3Q22 调整后净利润表现 .....	16
图表 17: 互联网公司收入增速市场预期 .....	17
图表 18: 中国网民规模 .....	18
图表 19: 中国厂商出海收入排行榜 (2022 年 10 月) .....	19
图表 20: ChatGPT 协助调试代码 .....	21
图表 21: O2O 公司年初至今股价表现 .....	22
图表 22: O2O 公司远期收入市场预期 (人民币百万) .....	23
图表 23: O2O 公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万) .....	23
图表 24: 美团闪购品类订单量占比 .....	24
图表 25: 中国十一假期旅游数据 .....	25
图表 26: 中国五一假期旅游数据 .....	25
图表 27: O2O 公司表现及估值 .....	26
图表 28: 电商公司年初至今股价表现 .....	27
图表 29: 电商公司远期收入市场预期 (人民币百万) .....	28
图表 30: 电商公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万) .....	28
图表 31: 中国实物商品网上零售额增速 .....	28
图表 32: 2022 年 18 数据 .....	29
图表 33: 2022 年双 11 数据 .....	29
图表 34: 中国直播电商市场规模 .....	30
图表 35: 快手电商 GMV .....	30
图表 36: 电商公司收入对比 .....	31
图表 37: 五大维度分析四大电商平台用户体验 .....	32
图表 38: 电商公司表现及估值 .....	32
图表 39: 泛视频公司股价表现 .....	33
图表 40: 泛视频公司远期收入市场预期 (人民币百万) .....	34
图表 41: 泛视频公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万) .....	34
图表 42: 快手、哔哩哔哩 DAU 增速 .....	34

图表 43: 快手、哔哩哔哩流量增速.....	34
图表 44: 广告收入占比.....	35
图表 45: 广告收入增速.....	35
图表 46: 泛视频平台调整后季度净利率.....	36
图表 47: 在线视频公司表现及估值.....	36
图表 48: 游戏公司股价表现.....	37
图表 49: 游戏公司远期收入市场预期 (人民币百万) .....	38
图表 50: 游戏公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万) .....	38
图表 51: 中国游戏市场实际销售收入.....	38
图表 52: 游戏版号发放情况.....	39
图表 53: 腾讯、网易游戏版号获批情况.....	39
图表 54: 2022 年 1-11 月部分游戏公司版号获批数量 .....	40
图表 55: 腾讯网易海外收入占比.....	40
图表 56: 2022 年腾讯和网易部分海外游戏投资.....	41
图表 57: 游戏公司表现及估值.....	42
图表 58: SaaS 公司股价表现 .....	43
图表 59: SaaS 公司远期收入市场预期 (人民币百万) .....	44
图表 60: SaaS 公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万) .....	44
图表 61: 美国 SaaS 公司股价表现 .....	44
图表 62: SaaS 板块表现及估值 .....	45
图表 63: SPDBI 互联网行业覆盖公司 .....	46

# 互联网行业 2023 年展望： 蓄势待发，迎接回暖新周期

## 互联网行业 2022 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（2022 年 12 月 2 日），中证海外中国互联网指数（-19%）跑赢 MSCI 中国指数（-27%）。从 2021 年 2 月 17 日高点至今，互联网板块回撤幅度仍达 69%，但近期已有修复态势。

中国互联网板块在 2022 年表现依然疲软，我们认为主要影响因素包括：

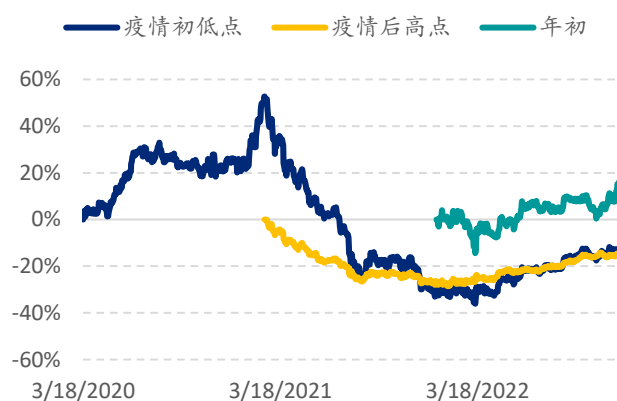
- 疫情反复导致宏观消费放缓，影响企业利润和居民消费能力；
- 地缘政治冲突，中概股受外资情绪扰动；
- 国内行业监管环境变化；

图表 1: 互联网板块 2022 年至今录得负收益，表现优于大盘



注：截至 12 月 2 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

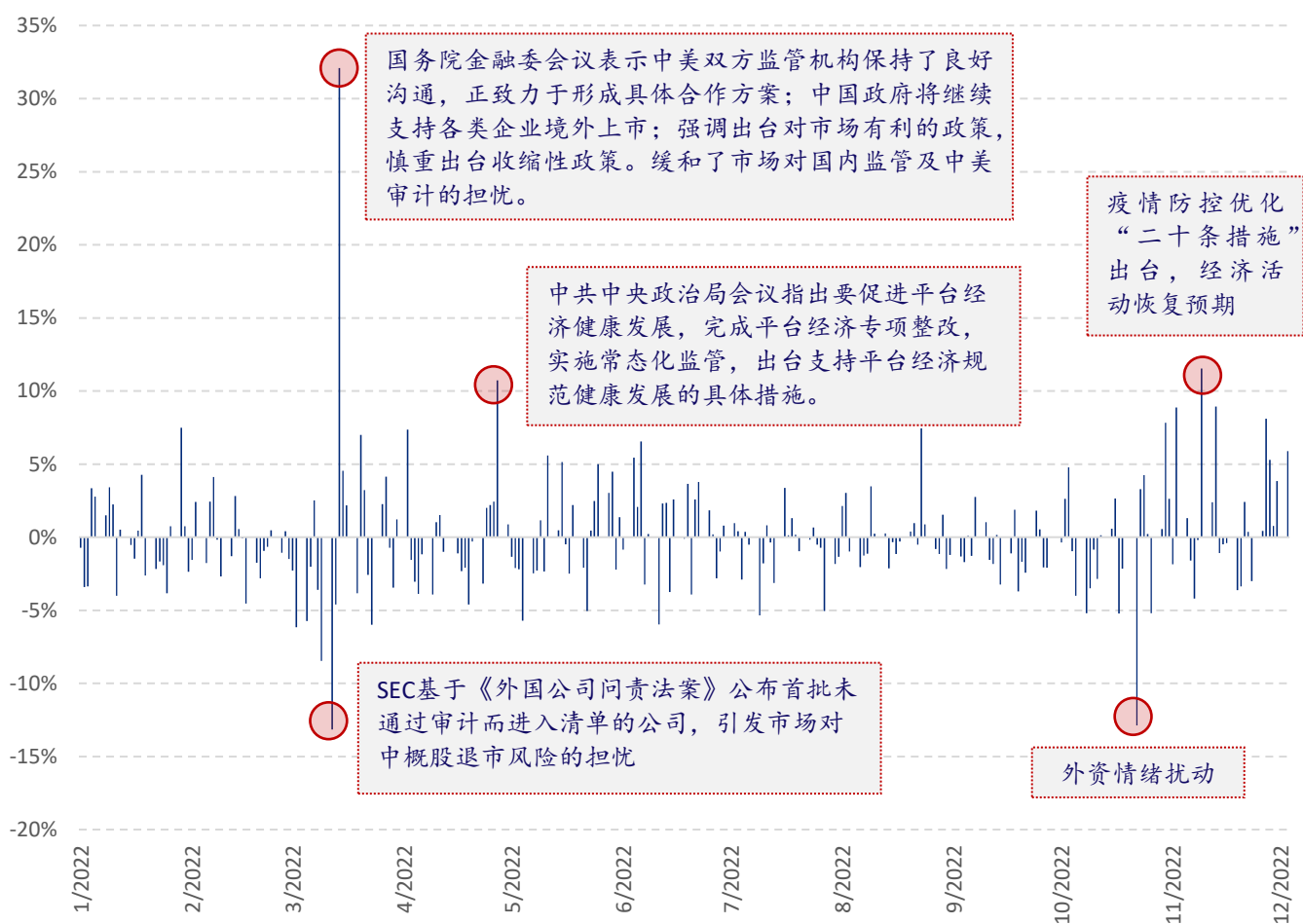
图表 2: 中证海外中国互联网指数相对 MSCI 中国指数表现



注：疫情初低点为 3/18/2021，疫情后高点为 2/17/2021，年初为 1/1/2022；截至 12 月 2 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

情绪面受政策及环境影响更大，板块整体振幅更加剧烈。中证海外中国互联网指数在全年（240 交易日，截至 12 月 2 日）单日收盘涨跌幅超过 10% 的有 5 次，超 5% 的有 24 次。整体板块情绪影响要远大于个股层面差异。全年板块股价大致呈“W”走势。

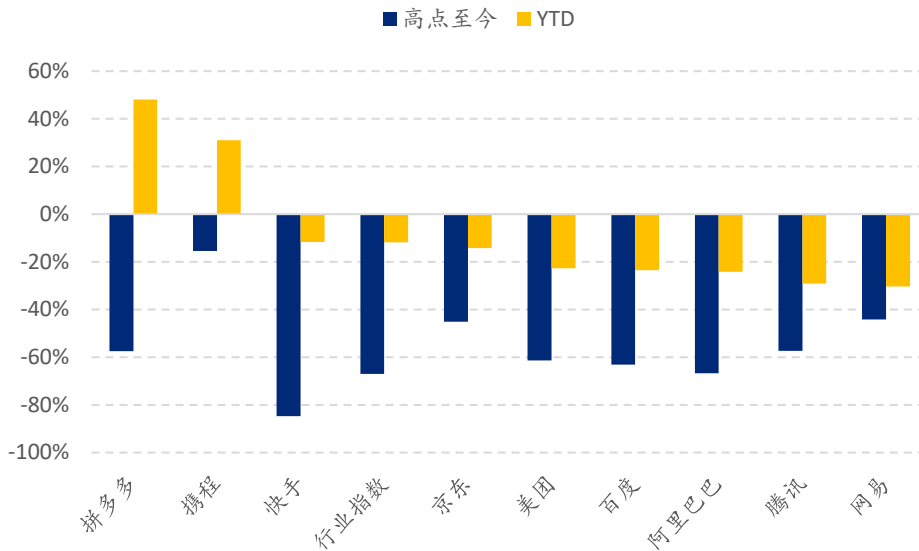
图表 3：互联网行业指数单日表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

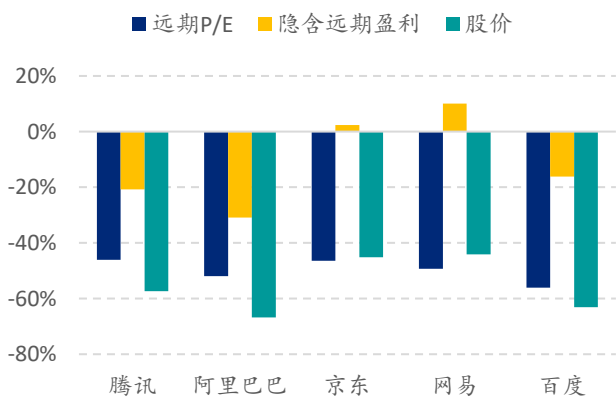
今年互联网公司股价普遍下跌，估值收缩仍是主因。而拼多多得益于收入及利润端的大幅改善，以及携程受益于疫情防控优化后业绩复苏预期，成为了今年少数取得正收益的互联网龙头。

图表 4：主要互联网公司股价表现



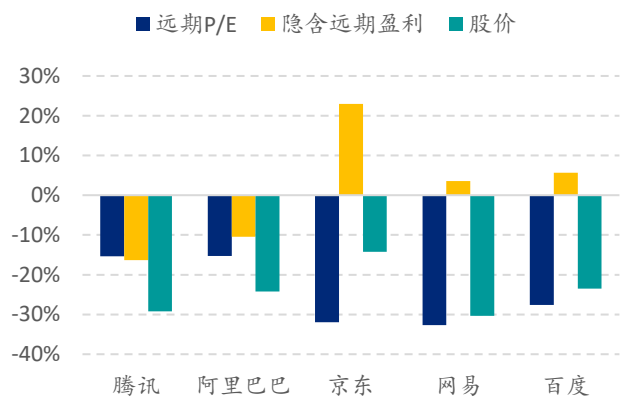
注：高点指 2021 年 2 月 17 日，行业指数为中证海外互联网指数，港股截至 12 月 5 日，美股截至 12 月 2 日；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：互联网公司高点至今股价归因



注：高点指 2021 年 2 月 17 日，港股截至 12 月 5 日，美股截至 12 月 2 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

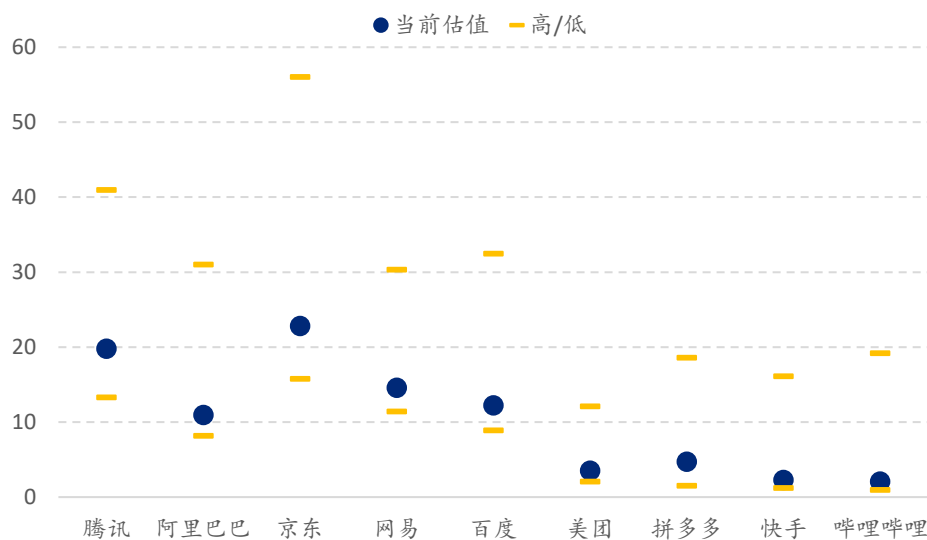
图表 6：互联网公司年初至今股价归因



注：港股截至 12 月 5 日，美股截至 12 月 2 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

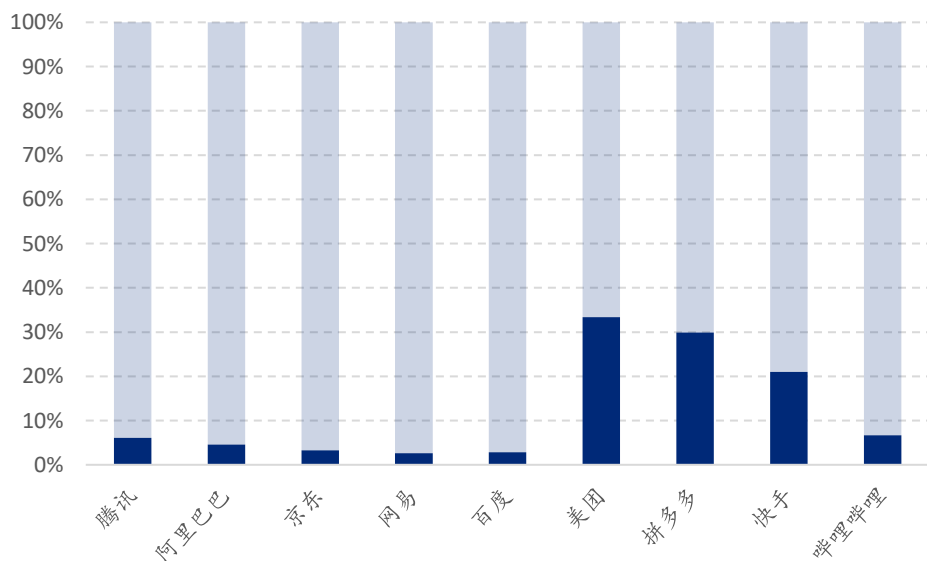
虽然板块在 11 月迎来强势反弹，但估值仍处于低位区间。多数互联网公司估值处于近年低位水平，以行业龙头为例，腾讯和阿里巴巴当前远期市盈率为 19.8x 和 10.9x，估值百分位处于 2018 年以来的 6% 和 5%，估值水平仍处于历史底部区间。

图表 7: 主要互联网公司估值水平



注：美团、拼多多、快手、哔哩哔哩估值为远期 P/S（倍），其余公司为远期 P/E（倍）；数据为 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 5 日；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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 2022 年 12 月 5 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 9: 恒生科技指数远期市盈率 (倍)

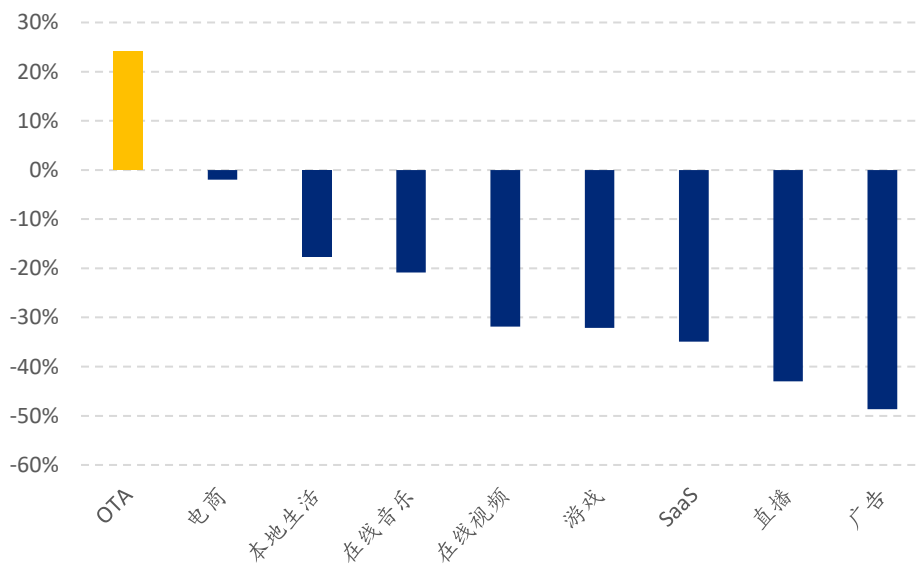


注: 截至 12 月 5 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

**OTA 显著跑赢大盘。** 受益于疫情防控优化及业绩预期反弹确定性更高，OTA 板块录得正收益，其余板块均有不同程度下跌。

图表 10: 2022 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注: 截止 12 月 5 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 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	387,449	314.0	(29.2)	23.6	19.5	16.7	4.9	4.4	3.9
NTES US Equity	网易	游戏	46,567	70.9	(30.3)	14.8	14.6	13.2	3.3	3.1	2.8
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	4,406	4.1	(51.0)	18.3	12.5	10.0	2.3	2.0	1.7
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	5,698	17.9	(33.9)	13.0	11.2	9.9	2.4	2.0	1.8
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,862	13.8	(31.9)	15.4	13.5	11.7	3.2	2.7	2.3
603444 CH Equity	吉比特	游戏	3,522	340.7	(19.2)	17.2	14.5	12.5	4.8	4.1	3.6
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	2,417	8.4	(30.0)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,383	22.4	(43.4)	N/A	NM	22.6	2.9	2.1	1.7
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,333	3.4	(30.9)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	1,132	16.3	(1.6)	6.2	5.0	4.5	1.0	0.8	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	431	4.2	(48.4)	N/A	18.1	N/A	3.0	1.6	2.4
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	729	4.0	(35.8)	N/A	32.6	12.4	1.7	1.4	1.2
<b>平均</b>					<b>(32.1)</b>	<b>15.5</b>	<b>15.7</b>	<b>12.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	238,437	90.1	(24.2)	12.7	10.9	9.1	1.9	1.7	1.6
JD US Equity	京东商城	电商	91,581	58.6	(14.2)	25.4	22.6	17.4	0.6	0.5	0.5
PDD US Equity	拼多多	电商	109,167	86.3	48.1	27.3	24.3	20.4	5.8	4.6	3.9
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,298	12.0	42.4	8.6	8.4	8.0	0.5	0.5	0.4
9991 HK Equity	宝尊	电商	295	13.0	(61.8)	11.0	6.9	4.4	0.2	0.2	0.2
<b>平均</b>					<b>(1.9)</b>	<b>17.0</b>	<b>14.6</b>	<b>11.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>
BIDU US Equity	百度	广告	39,324	113.8	(23.5)	13.5	12.2	10.6	2.2	2.0	1.8
WB US Equity	微博	广告	3,884	16.4	(47.0)	7.7	7.3	6.5	2.1	2.0	1.9
ZH US Equity	知乎	广告	874	1.4	(75.5)	N/A	N/A	N/A	1.7	1.3	1.0
<b>平均</b>					<b>(48.7)</b>	<b>10.6</b>	<b>9.7</b>	<b>8.5</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>
1024 HK Equity	快手	在线视频	35,256	63.7	(11.7)	N/A	N/A	27.7	2.6	2.3	2.0
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	7,934	19.8	(57.2)	N/A	N/A	N/A	2.5	2.0	1.7
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	2,877	3.3	(26.8)	146.9	24.8	14.5	0.7	0.7	0.6
<b>平均</b>					<b>(31.9)</b>	<b>146.9</b>	<b>24.8</b>	<b>21.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	12,699	7.4	8.0	20.1	18.3	16.3	3.1	3.0	2.8
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	2,148	79.0	(49.7)	N/A	N/A	35.8	1.6	1.3	1.1
<b>平均</b>					<b>(20.8)</b>	<b>20.1</b>	<b>18.3</b>	<b>26.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
3690 HK Equity	美团	本地生活	138,924	174.3	(22.7)	1,173.2	83.0	34.9	4.4	3.5	2.8
BEKE US Equity	贝壳	本地生活	22,266	17.6	(12.5)	97.5	33.0	29.8	2.5	2.1	1.8
<b>平均</b>					<b>(17.6)</b>	<b>635.4</b>	<b>58.0</b>	<b>32.3</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>
TCOM US Equity	携程网	OTA	20,703	32.3	31.0	147.2	31.2	19.9	7.3	4.9	3.8
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	4,848	16.9	17.0	67.8	28.3	20.8	5.2	3.8	3.1
<b>平均</b>					<b>24.0</b>	<b>107.5</b>	<b>29.8</b>	<b>20.3</b>	<b>6.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.4</b>
YY US Equity	欢聚	直播	2,116	29.9	(34.3)	13.9	13.4	10.6	0.9	0.8	0.8
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,133	5.7	(28.0)	5.0	4.6	4.3	0.6	0.6	0.6
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	702	2.9	(57.8)	N/A	N/A	29.7	0.5	0.5	0.5
DOYU US Equity	斗鱼	直播	432	1.4	(48.5)	N/A	127.8	24.6	0.4	0.4	0.4
3700 HK Equity	映客	直播	225	0.9	(46.4)	3.3	3.0	2.5	0.2	0.2	0.2
<b>平均</b>					<b>(43.0)</b>	<b>7.4</b>	<b>37.2</b>	<b>14.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>

(...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	17,016	256.5	(3.2)	99.6	71.8	53.7	29.6	22.4	17.0
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	11,440	23.2	(35.5)	150.4	90.8	60.8	7.6	6.2	5.0
002410 CH Equity	广联达	SaaS	9,681	56.5	(11.7)	68.8	50.8	39.5	9.7	8.0	6.7
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	6,827	15.3	(36.4)	N/A	N/A	910.7	9.4	7.5	6.1
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	4,896	23.3	(35.1)	14.8	12.0	10.1	0.4	0.4	0.3
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,737	27.0	(21.2)	139.7	55.2	33.1	4.3	3.6	3.2
909 HK Equity	明源云	SaaS	1,878	7.5	(57.9)	N/A	N/A	85.7	6.3	5.3	4.5
354 HK Equity	中软国际	SaaS	2,740	7.0	(30.6)	15.0	12.5	10.3	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	811	3.3	(78.9)	N/A	N/A	N/A	0.6	0.5	0.5
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	1,917	5.8	(26.0)	N/A	N/A	145.2	6.3	5.0	4.3
9959 HK Equity	联易融	SaaS	1,353	4.6	(37.4)	28.6	18.2	12.9	7.7	6.1	4.5
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	510	0.2	(60.2)	N/A	N/A	N/A	2.3	2.1	1.7
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	736	5.0	(45.0)	N/A	N/A	N/A	0.7	0.6	0.6
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	870	4.1	(40.0)	53.2	N/A	N/A	0.9	0.7	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	659	9.9	(4.8)	30.9	22.9	17.0	2.3	1.8	1.4
平均					(34.9)	66.8	41.8	125.4	5.9	4.7	4.0

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 12 月 5 日，美股截至 12 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 互联网行业 2023 年整体趋势展望

## ● 2023 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**：直接受益于防疫政策调整，业绩复苏确定性高，板块配置优选；2) **电商**：消费信心逐步回暖，性价比优势依然凸显，直播电商抢占市场份额；3) **在线视频**：持续降本增效，短视频加速多元业务布局，关注视频号商业化进度；4) **游戏**：版号发放趋于常态化，出海是长期驱动；5) **SaaS**：继续关注国产替代概念，适合长线布局。

图表 12: 浦银国际 2023 互联网行业子板块配置策略

板块	2023 年投资策略	主要风险	建议关注
<b>O2O</b>	直接受益于疫情防控优化措施,复苏确定性高,预计在线旅行板块弹性大于本地生活;在线旅行由于低基数效应,业绩有望迎来快速反弹,跨境防控政策变化有望成为又一催化剂。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 疫情影响恶化,或导致防控政策调整;</li> <li>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。</li> </ol>	携程 同程艺龙 美团
<b>电商</b>	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;长期关注价格和供应链能力。	<ol style="list-style-type: none"> <li>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;</li> <li>2. 疫情防控措施导致线下物流和仓储受阻</li> <li>3. 直播电商和小程序电商继续分食传统电商大盘。</li> </ol>	拼多多 京东 阿里巴巴
<b>泛视频</b>	持续抢占用户时长,流量仍保持高增长,在广告大盘承压的环境下,中短视频广告业务表现更具韧性。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 受宏观环境影响,广告主或缩减预算,广告大盘整体承压;</li> <li>2. 直播行业内容审核趋严;</li> <li>3. 视频版权问题。</li> </ol>	快手 哔哩哔哩
<b>游戏</b>	在游戏版号稀缺的背景下,公司的研发运营能力更为凸显,积极迈向出海的公司有望开拓新的增量。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 国内游戏版号审批发放进度不如预期;</li> <li>2. 短视频继续抢占用户游戏时长。</li> </ol>	网易 腾讯
<b>SaaS</b>	随着经济活动恢复,行业明年需求有望逐步复苏,To B 企业服务的复苏进度或慢于 To C 业务;数字化转型和国产替代长期趋势不变,当前估值已接近底部,适合长线布局。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 中小微企业生存环境面临挑战,或缩减 IT 采购预算;</li> <li>2. 收入增长放缓,导致利润率改善不及预期。</li> </ol>	用友网络 金蝶国际 金山软件

注:自上而下为我们对 2023 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

总体而言，行业基本面修复预期逐步提升，或同时带动基于业绩改善的价值重估。随着疫情防控政策的优化和宏观经济的复苏，互联网公司 2023 年业绩或逐步回暖，而复苏进度仍取决于疫情防控政策，我们预计下半年前景更加明朗。尤其是在 2022 年行业整体低迷的低基数下，2023 年收入增速或有相对不错的表现。目前，行业风险基本释放，整体估值仍在低位，建议布局。

按电商、广告和游戏这三大商业模式的复苏顺序来看，C 端消费复苏（泛电商）或先于 B 端广告投放和企业服务等，游戏业务受此影响相对有限。降本增效或持续，但力度较 2022 年或有所减弱，收入端的提振或一定程度上抵消销售费率的回升。

短期看，尤其是在行业大盘估值快速修复的背景下，价值股或超跌标的，在突发政策利好的情况下，短时期内涨幅或更加迅猛。而从中长期或全年的维度来看，公司基本面及业绩增长仍是公司股价长期增长的主要动力。此外，我们认为将有更多的互联网公司选择在港双重上市，若能满足相关要求，进入港股通，将有助于流动性的提升。

## ● 如何看短期业绩催化剂？

对比 2021 年的最大风险——行业监管，在 2022 年，中国互联网面对的外部环境更加复杂，包括：

- 疫情反复导致宏观消费放缓，影响企业利润和居民消费能力；
- 地缘政治冲突，中概股受外资情绪扰动；
- 国内行业监管环境变化。

我们认为，互联网板块股价最大的催化剂是国内疫情防控政策调整优化以及受此影响的宏观经济复苏预期改善。尤其是进入 2022 年 12 月以来，国内各地政策不断优化，成为推动板块新一轮上涨的主要动力。O2O 行业，尤其是在线旅游行业是防疫政策优化的直接受益标的。随着生产生活逐步回归常态，居民消费能力预期也将逐步复苏。

而 2021 年的最大风险因素——行业监管目前已逐步进入尾声，政府在上半年不断释放利好政策，给出积极信号，支持平台经济健康发展，行业最大的不确定性有望消除。此外，对于中概股风险而言，2022 年 8 月 26 日，中国证监会、财政部与美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）签署审计监管合作协议，就双方对相关会计师事务所合作开展监管检查和调查活动作出了明确约定，形成了符合双方法规和监管要求的合作框架，是中美双方监管机构在解决审计监管合作这一共同关切问题上迈出的重要一步。

## ● 复苏顺序

在疫情防控政策不断优化以及宏观经济复苏预期趋于改善的大背景下，不同商业模式的复苏进度或有所差异，按电商、广告和游戏这三大商业模式来看，C端消费复苏（泛电商）或先于B端广告投放和企业服务等，游戏业务受此影响相对有限。

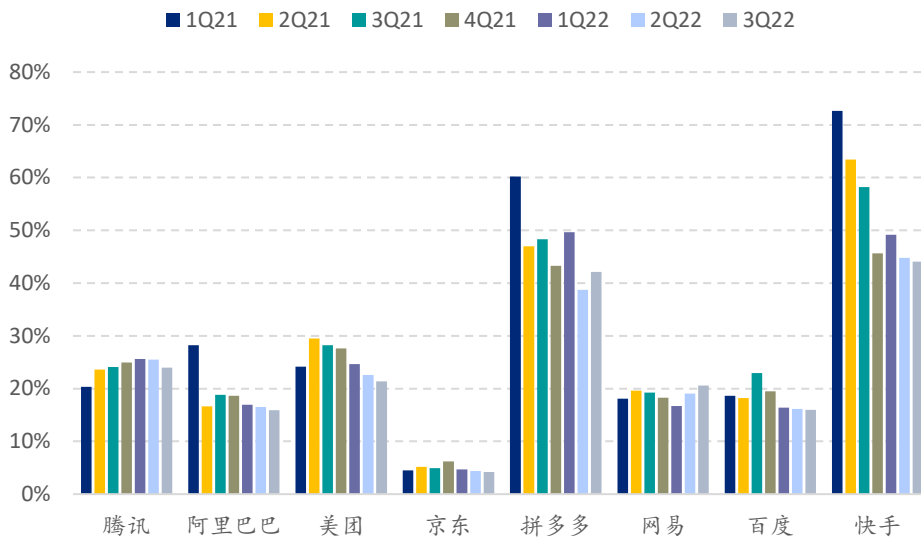
**电商**——电商受疫情影响较大：一方面因为线下物流供应链受疫情影响中断；另一方面，居民消费意愿降低，尤其是可选消费品类受影响更大。我们预计疫情缓解后，各地物流体系逐步恢复正常，电商赛道会率先回暖。

**广告**——广告行业是宏观经济的晴雨表，受宏观环境影响，广告主大幅收缩广告预算，广告大盘承压。互联网公司降本增效大背景下，广告营销费用严格管控。据 QuestMobile《2022 中国移动互联网秋季大报告》显示，2022 年三季度中国互联网广告市场规模为 1663.3 亿元，同比增长 5.1%，相较而言，2022 年一季度增速为 3.9%、二季度则同比下降 7.6%。随着 C 端消费意愿的复苏，或带动广告投放的增加，但广告行业恢复速度或慢于电商。

**游戏**——相比于电商和广告，游戏行业对于宏观经济的敏感性相对较弱，游戏行业作为高性价比的娱乐方式，具备一定抗周期性，甚至一定程度上还受益于疫情下的“宅经济”。游戏相对独立的周期更多取决于政策版号、硬件技术升级以及游戏玩法创新等因素所影响。

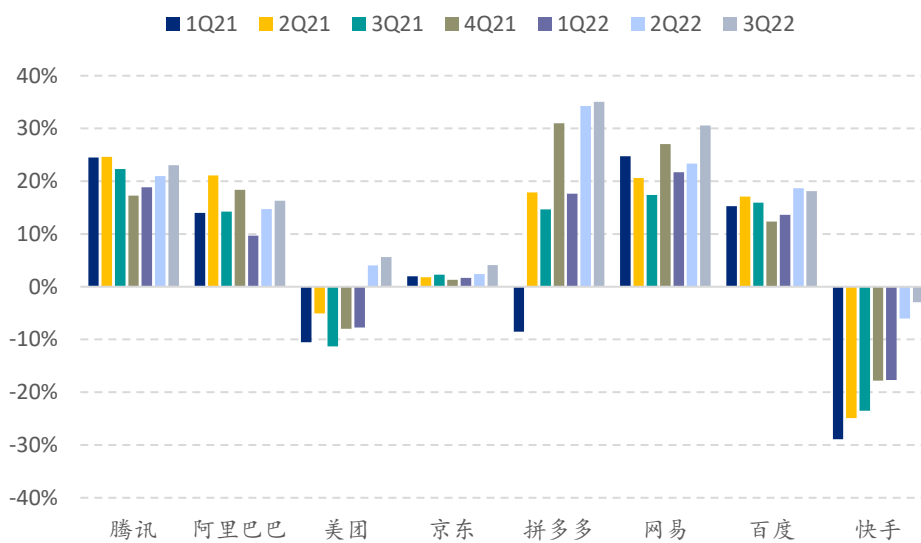
我们预计 2023 年互联网公司降本增效力度或有所减弱，重新推动业务增长，收入和盈利有望均衡发展。由于宏观环境的影响，2022 年互联网公司普遍开启“过冬”模式，在“开源”越来越难的环境下，“节流”，即降本增效成为互联网公司的默认选择。互联网企业严格控制成本费用，尤其是用于用户拉新补贴的销售费用开支，此外也逐步收缩非主营业务外的战略布局，向核心业务靠拢，从而保障公司的持续运营。随着宏观经济有所好转，我们预计，互联网公司的明年的降本增效力度或有所减弱，最艰难的时刻已经度过，销售费用或有一定提升，重新推动业务或收入端的增长。

图表 13: 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 14: 主要互联网公司调整后净利率

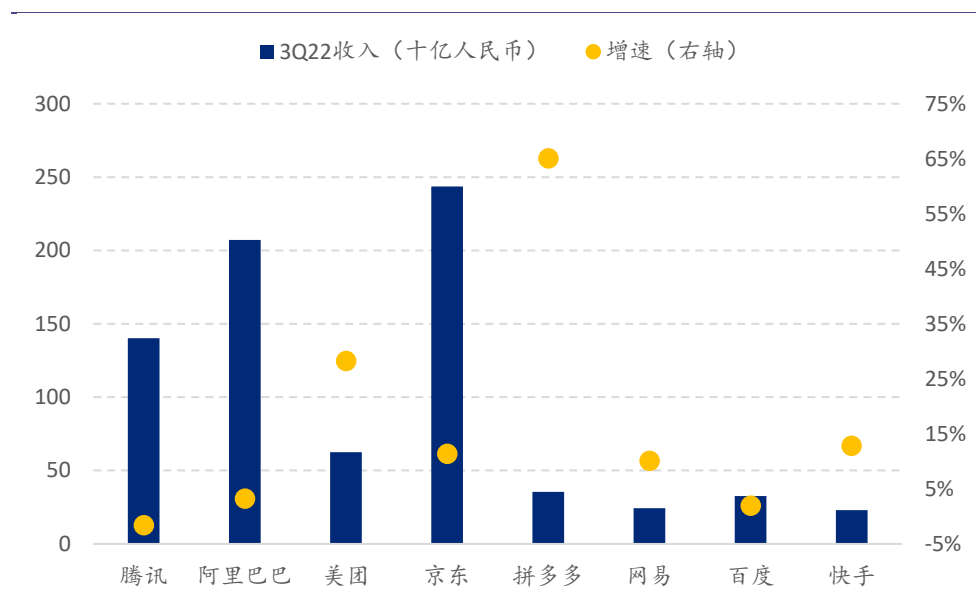


资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 3Q22 主要互联网公司业绩表现

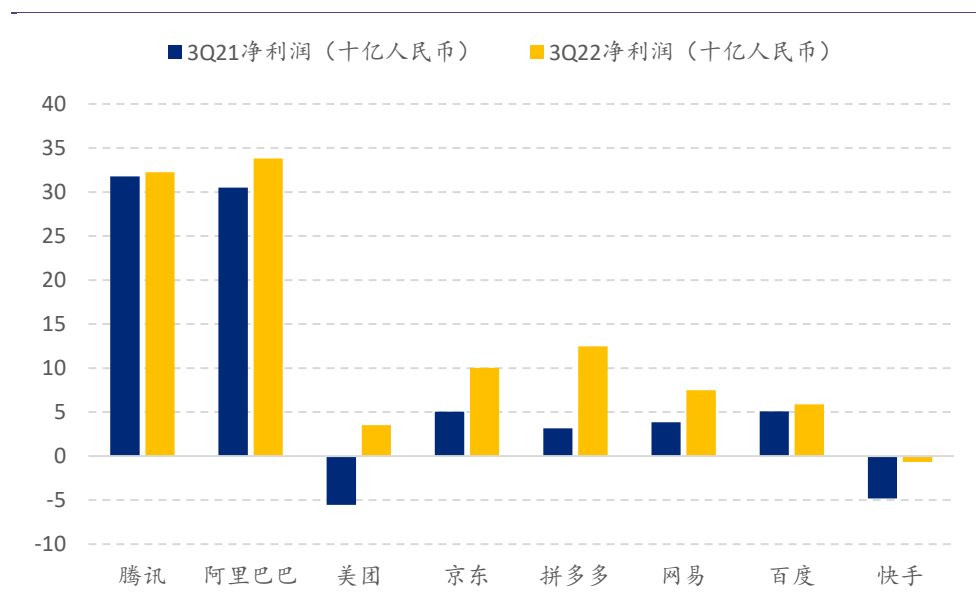
头部互联网公司中，拼多多表现一骑绝尘，在收入和利润端均大超市场预期；美团收入增速其次，仍维持高增长，同时利润端也有明显改善；老牌互联网 BAT 则受宏观影响较大，表现相对疲弱。

图表 15: 主要互联网公司 3Q22 收入表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

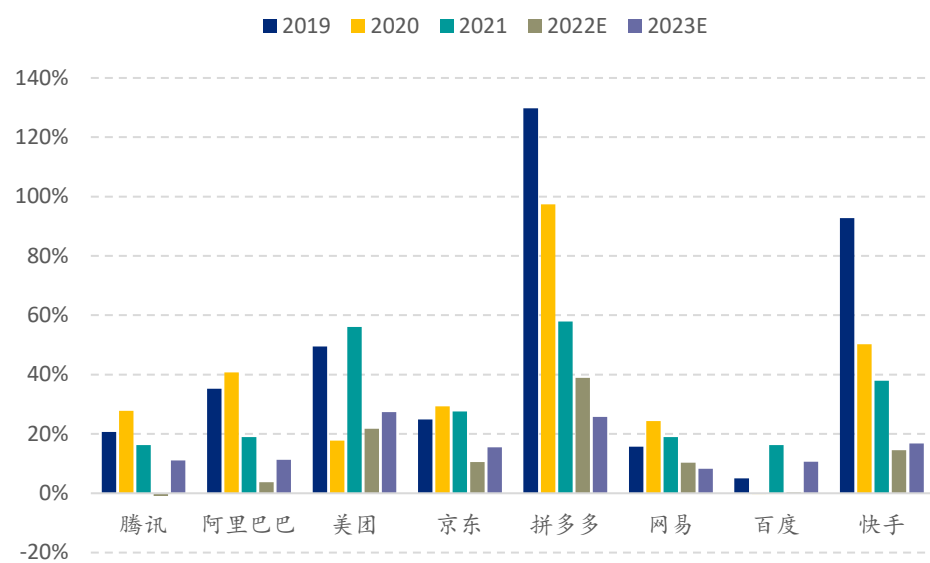
图表 16: 互联网公司 3Q22 调整后净利润表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 17: 互联网公司收入增速市场预期



注: E 为 Bloomberg 一致预测值, 阿里巴巴为 FY20-FY24E 数据  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

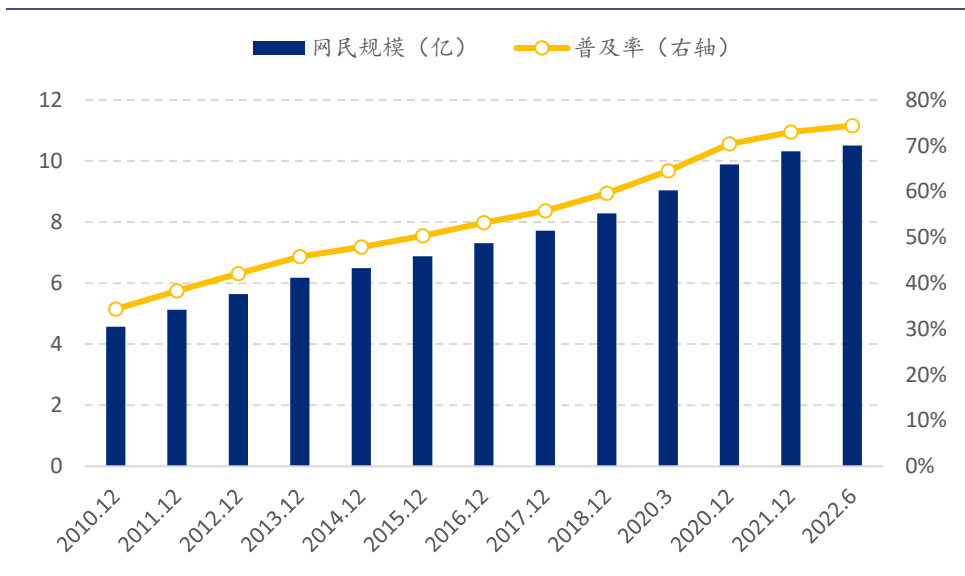
## ● 如何看中长期增长趋势？

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。但我们认为中国互联网行业仍存在成长空间，主要基于以下几个方面：

### 1. 人口红利消退，但人均价值有提升空间

互联网行业中长期增长将更多来自于 ARPU 的提升。随着用户的逐步见顶，互联网企业将更加重视对老用户的深度挖掘，提升留存率、消费频次或会员价格等，从而推动收入的持续增长。我们以电商为例，未来增长更依赖消费频次提升。一方面，随着“Z世代”步入社会，消费能力逐步提升，将进一步带动网购频次的提升；另一方面，银发族越来越习惯网购生活必需品。而从货的角度来看，目前中国实物商品线上渗透率约为 25%，像生鲜等品类线上销售渠道占比仍较低，不足 10%，仍有很大提升空间。

图表 18: 中国网民规模



资料来源：CNNIC、浦银国际

## 2. 出海，寻找新的人口红利和更广阔的市场

虽然中国互联网公司出海已被提及多年，2022 年可以算作是全面出海的一年，主要由于：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。此外，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。

我们认为，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：**1)** 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；**2)** 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。美团在香港地区试水外卖业务，拼多多在北美上线跨境电商 Temu，中国互联网巨头都在海外市场努力探索第二增长曲线。

图表 19：中国厂商出海收入排行榜（2022 年 10 月）

排名	游戏厂商	非游戏厂商
1	三七互娱	字节跳动
2	米哈游	欢聚集团
3	腾讯	腾讯
4	IM30	睿琪软件
5	莉莉丝	美图
6	Habby	爱奇艺
7	壳木游戏	微派网络
8	沐瞳科技	合合信息科技有限公司
9	网易	畅读科技
10	友塔游戏	赤子诚科技

资料来源：data.ai、浦银国际

### 3. 技术升级革新，推动行业持续衍变

**AIGC (人工智能自动生成内容) 或迎来爆发式增长。**随着人工智能技术不断升级，也将继续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。在 AI 绘画热潮之后，AI 问答再次火爆。近日由 OpenAI 发布的全新的聊天机器人模型 ChatGPT，因其高质量的内容回答迅速出圈，其内容涵盖写诗、检查代码和提出建议方案等，火爆程度不亚于当年的 AlphaGo。12 月 5 日，ChatGPT 上线不到一周时间，已经达到了百万用户。

**ChatGPT 核心优势在于自然语言理解能力、丰富的知识储备和强大的学习能力，极大地提升了交互体验。**ChatGPT 本质上是一款基于人工智能技术的聊天机器人软件，它能够与用户进行智能化的聊天对话，帮助用户解决日常生活中的问题，并为用户提供丰富的信息和服务。ChatGPT 架构主要包括三部分：自然语言处理模块、知识库模块和学习模块。自然语言处理模块是 ChatGPT 的核心部分，它主要负责理解用户的言语表达，并根据用户的语境和场景来推断用户的需求，从而生成合适的回答内容。知识库模块是 ChatGPT 的辅助部分，它主要负责存储大量的知识信息，包括日常生活中的常识性问题、新闻资讯、娱乐资讯等，并能够根据用户的需求提供丰富的信息服务。学习模块是 ChatGPT 的重要部分，它主要负责不断地学习用户的语言表达方式和交流习惯，并以此为基础来构建对话模型，从而不断优化自身的对话能力。相比传统搜索引擎或 Siri 而言，一方面，ChatGPT 可以联系上下文，实现连续完整对话；另一方面，ChatGPT 的回答具备一定逻辑条理，更加全面，语言也更加专业化。当然，由于训练样本相对有限，ChatGPT 目前某些具体领域的知识准确度以及时效性方面还有很大提升空间。

此外，Web 3.0 也代表着新一代互联网探索的方向，它是去信任、去中介和数字资产化为理念，以区块链为底层关键技术，以数字生产和数字消费为主要经济形态。Web1.0 为“可读”，Web2.0 为“可读+可写”，而 Web3.0 将是“可读+可写+拥有”，强调“数字资产化”和“去中心化”。尤其是区块链技术极大地推动了 Web3.0 的发展，作为一种高级数据存储方式，能够实现透明共享信息，其去中心化和不可变性，解决了交互中的信任问题，能够协助打造稳定透明的营商环境，提升经济运营效率。准确来说，Web3.0 不是一个行业，而是代表一种模式，可和各种传统行业相结合，衍生出“Web3.0+”，进而实现商业落地。Web3.0 尚处于摸索阶段，长期价值仍值得期待。

图表 20: ChatGPT 协助调试代码

USER

this code is not working like i expect — how do i fix it?

```
resultWorkerErr := make(chan error)
defer close(resultWorkerErr)
go func() {
    defer cancel()
    resultWorkerErr <- b.resultWorker(ctx)
}()

err := b.worker(ctx)
cancel()
if err == nil {
    return <-resultWorkerErr
}
return multierror.Append(err, <-resultWorkerErr)
```

CHATGPT

It's difficult to say what's wrong with the code without more context. Can you provide more information about what the code is supposed to do and what isn't working as expected? Also, is this the entire code or just a part of it?

USER

just part of it — the error never surfaces. I think there is something wrong with the channel

CHATGPT

It's difficult to say without more information about what the code is supposed to do and what's happening when it's executed. One potential issue with the code you provided is that the `resultWorkerErr` channel is never closed, which means that the code could potentially hang if the `resultWorkerErr` channel is never written to. This could happen if `b.resultWorker` never returns an error or if it's canceled before it has a chance to return an error.

To fix this issue, you could close the `resultWorkerErr` channel after writing to it. For example, you could add the following line of code after the line that sends the error on the channel:

```
close(resultWorkerErr)
```

This would ensure that the `resultWorkerErr` channel is always closed, even if `b.resultWorker` never returns an error. Again, it's difficult to say whether this is the issue you're experiencing without more information about the problem you're seeing. Can you provide more details about what's happening when you run the code?

资料来源: ChatGPT、浦银国际

# 互联网行业 2023 年细分行业展望

## ● O2O：复苏确定性高，板块配置优选

### 2023 年展望

当前线下经济活动短期仍受到疫情影响，但近期随着防疫政策的优化调整，线下活动复苏趋势向好。2023 年 O2O 公司业绩增速有望在低基数上迎来反弹，复苏确定性高，但复苏进度仍取决于疫情防控及消费复苏：餐饮外卖仍有提升空间，即时零售保持高增长；社区团购两强格局稳定，2023 年或实现盈亏平衡；在线旅游需求旺盛，预计明年下半年复苏更加明朗。

### 2022 年回顾

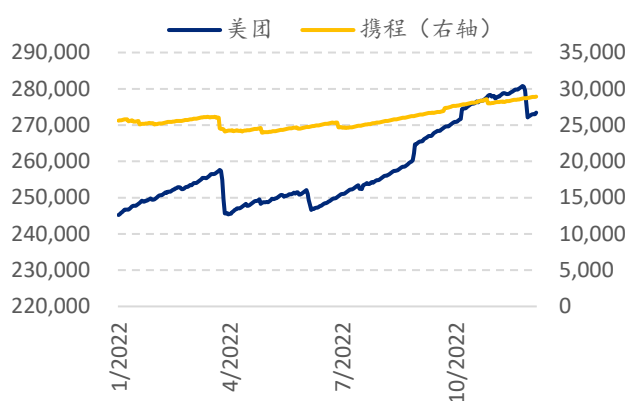
美团股价表现相对疲弱，年初至今（12 月 5 日）累计下跌 23%，但基本面仍保持稳健；随着疫情防控不断优化，市场预期在线旅行板块业务将得到快速复苏，年初至今携程和同程旅行股价分别提升至 31% 和 17%，是互联网行业中少数表现优异的子板块之一。

图表 21: O2O 公司年初至今股价表现



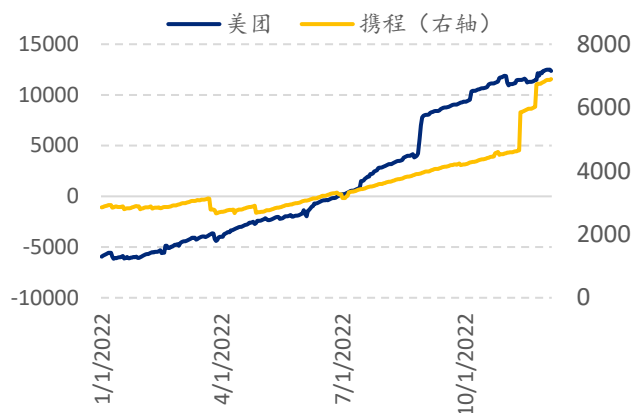
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22: O2O 公司远期收入市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

图表 23: O2O 公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

## 餐饮外卖仍有提升空间, 非餐饮外卖保持高速增长

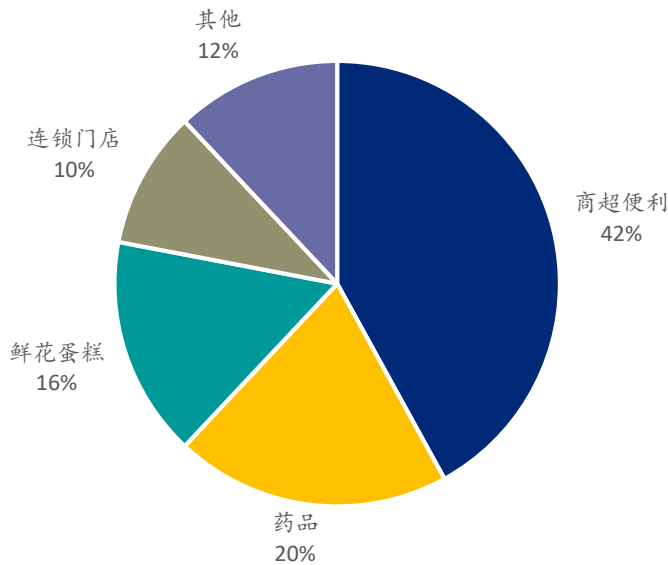
### 1. 餐饮外卖仍有提升空间

根据我们渠道调研数据 (2022 年 10 月), 从商户角度来看, 目前餐饮外卖在高线城市渗透率约 55%, 低线城市约 35%, 未来仍有很大提升空间。一方面是来自商户覆盖的增加: 新增小食快餐、甜点饮料等基本都会选择上线外卖平台; 其次是连锁化率的增加也会推动外卖渗透率的提升, 当前, 我国餐饮的连锁化率约 17%, 对比美国连锁化率 60%+ 还比较低。另一方面则是来自消费频次的提升: 如果按我国人均每月外卖 2.1 次来看, 外卖占比仅为 2%, 预计下午茶、午晚餐等都有很大提升空间。

### 2. 闪购业务或保持高速增长

美团闪购定位小时达超市, 未来主力仍然在商超便利, 订单量占比 40-45%, 此外, 美团买药 20%, 鲜花蛋糕 16-17%, 连锁和门店 10%+。相对于社区团购而言, 闪购这种即时零售模式在一、二线城市会更受欢迎, 单价高, 频次高, 且以年轻用户为主, 用户更看重服务体验和时效性。竞争格局方面, 相对于京东, 美团品类覆盖比较全, 日均订单量约 460-470 万, 但客单价相对较低, 闪购单均 70 元左右, 更像非餐饮外卖。京东订单量不及美团, 客单价高, 180-190 元, 更像电商模式。京东在即时零售的优势在于的商超覆盖, 全国头部连锁商超约 80% 和京东有合作, 京东用户部分属于囤货型需求。

图表 24: 美团闪购品类订单量占比



资料来源: 浦银国际调研 (2022 年 10 月)

### 社区团购两强格局稳定, 2023 年或迎来扭亏

规模扩张不再是社区团购行业重点, 更强调降本增效。根据我们的渠道调研, 从公司业绩考核上看, 逐渐由原来的市场占有率和单量等, 转变为更看重成本控制、履约率以及消费者体验等。这主要是由于目前社区团购已经发展到一定规模, 此外, 当前的宏观环境下, 企业难以承受大幅亏损, 未来盈利有赖于优化采购渠道提高毛利, 我们预计 2023 年社区团购业务或实现扭亏。此外, 我们预计今年行业增速约 50% 左右, 较之前几何式增长有所放缓。但社区团购作为性价比很高的渠道, 特别是下沉市场以及经济不景气时仍将受到消费者青睐, 我们相信未来两到三年还是持续 30%+ 的增长态势。

竞争方面, 拼多多和美团两强的格局或相对稳定, 其中拼多多稍稍领先, 美团则有收缩防御状态。社区团购以生鲜为主流入口, 由于市场规模庞大, 未来预计不太可能会呈现一家独大。此外, 由于各自侧重区域略有不同, 社区电商将不会出现太多的直接竞争。

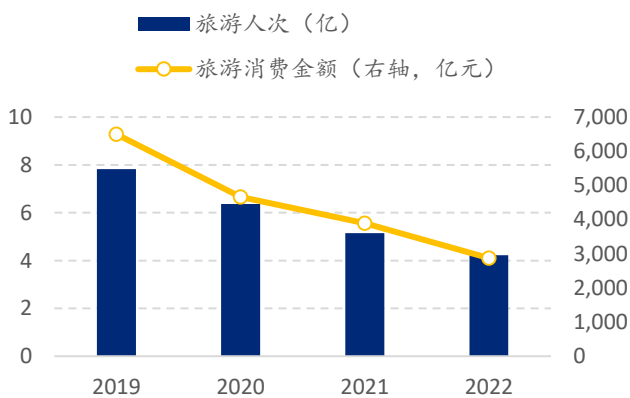


## 旅游需求旺盛，直接受益于疫情政策优化

疫情政策优化直接受益标的，在线旅游或迎来全面复苏。受疫情反复影响，今年旅游行业再次受挫。整体来看，低线城市受影响相对较小，高线城市商旅需求受影响则相对较大。交通业务比酒店住宿业务受影响更大，主要是因为旅游出行仍以本地游和周边游为主。自疫情以来，旅游需求长期受到压制，随着近期疫情防控政策不断优化调整，在线旅游或在经历三年“寒冬”迎来全面复苏，跨省游，跨境游限制或将逐步放开。

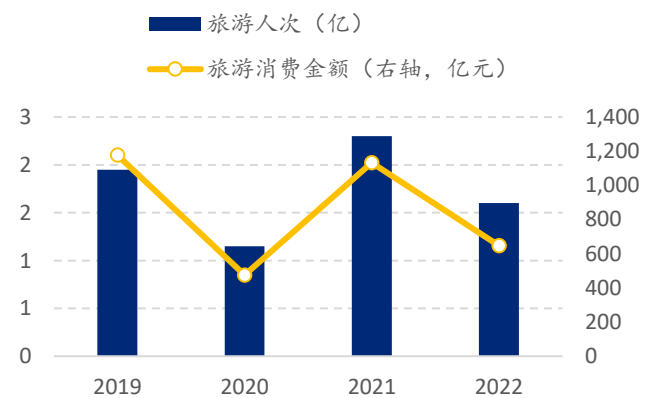
**旅游需求旺盛。**2022 年全年来看，利好政策陆续出台：6 月 28 日，国务院疫情联防联控机制综合组公布了《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，提出将密接者及入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离+7 天居家监测”调整为“7+3”。6 月 29 日，工信部宣布通信行程卡取消“星号”标记，这也将加速释放国内旅行需求。同程旅行大数据显示，取消“星号”消息发布半小时内，平台机票搜索量较前日同一时段上涨 180%，酒店搜索量较前日同一时段上涨 220%。11 月 11 日，疫情优化“二十条”措施进一步强调精准防控，将“7+3”调整为“5+3”，同时取消了入境航班熔断机制。12 月 1 日消息，广州部分区域日前发布通告，解除临时管控区。消息发布后，大量游客登陆同程旅行平台搜索广州出发的旅行产品。截至当天下午 15 点，广州出港机票搜索量较前日同一时段上涨 4 倍，机票订单量较前日时段增长 126%。广州出发的火车票搜索量上涨超过 300%。

图表 25: 中国十一假期旅游数据



资料来源：文旅部、浦银国际

图表 26: 中国五一假期旅游数据



资料来源：文旅部、浦银国际

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%。

十一假期，2022年国庆节假期7天，全国国内旅游出游4.2亿人次，同比减少18%，按可比口径恢复至2019年同期的61%。实现国内旅游收入2872.1亿元，同比减少26%，恢复至2019年同期的44%。

### 字节跳动布局本地生活业务的行业影响

8月19日，抖音和饿了么宣布合作拓展本地生活业务。但据我们的调研，目前来看效果一般。

抖音到家业务影响仍有限，主要由于即时需求的行业壁垒较高。餐饮外卖对履约要求高，而刷短视频更多是基于兴趣，在业务覆盖不够广的情况下，要满足用户刷视频的同时找到想点的外卖，且商家还在周边的三重条件并非易事。

抖音到店业务的表现则相对较好，或会对行业产生一定影响。抖音主打低价路线，并找达人来带货，将短视频变为兴趣电商，而美团点评的目的性则比较强。抖音上全国连锁和网红店的效果比较好，把本地生活服务变成本地生活电商，可以卖团购券，对商家来说回血比较快。但这个模式非常依赖代理商，目前商家普遍的反馈是虽然抖音的流量很大，但转化率比较低。

图表 27: 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)		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
TCOM US Equity	携程网	OTA	20,703	32.3	31.0	NM	31.2	19.9	7.3	4.9	3.8
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	4,848	16.9	17.0	NM	28.3	20.8	5.2	3.8	3.1
3690 HK Equity	美团	本地生活	138,924	174.3	(22.7)	NM	NM	34.9	4.4	3.5	2.8
平均					8.4	NM	29.8	25.2	5.6	4.1	3.2

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 12 月 5 日，美股截至 12 月 2 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 电商：消费信心逐步回暖，性价比优势依然凸显

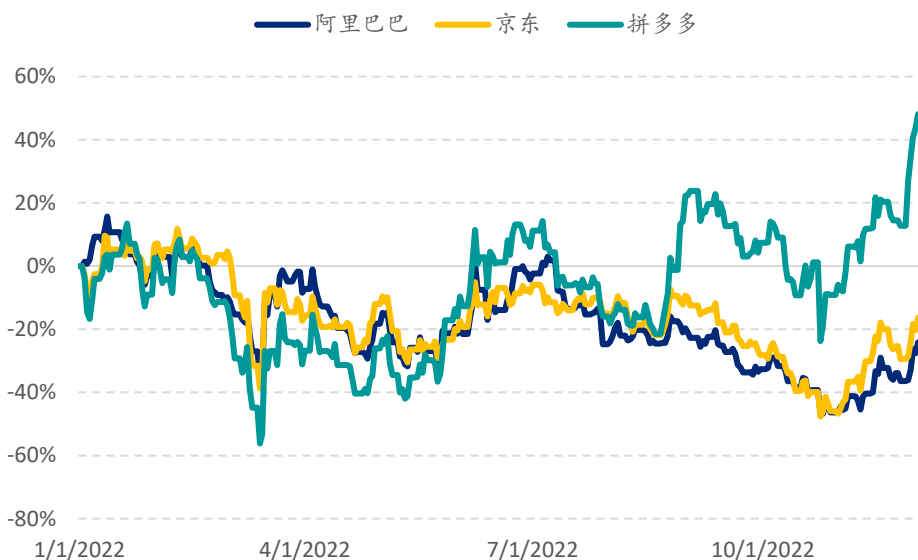
### 2023 年展望

尽管整体消费增长放缓，线上消费仍保持良好增长，随着疫情防控政策不断优化以及宏观经济复苏预期的改善，居民消费信心也有望复苏；直播电商或维持强劲增长势头，继续分食电商大盘；电商平台的价格优势将更加凸显，**建议关注拼多多（PDD.US，目标价 US\$108）。**

### 2022 年回顾

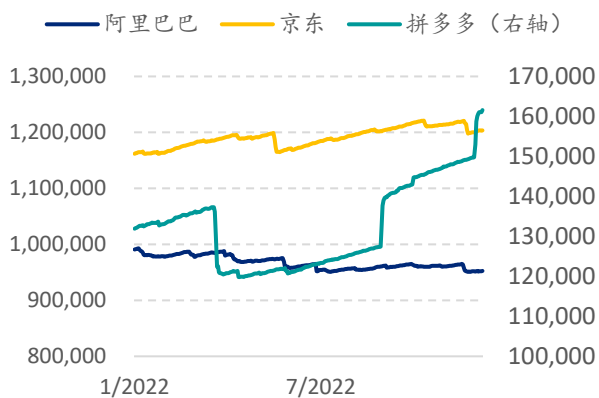
阿里巴巴作为电商行业龙头，受宏观经济、行业监管、竞争格局等多重压力，全年股价走势较为疲软，截至 12 月 2 日累计下跌 24%；京东股价走势与阿里巴巴相近，下跌 16%；拼多多股价上半年与行业走势趋同，但下半年凭借着连续两季度财报大超预期而实现股价大幅上涨，成为电商行业乃至头部互联网中表现最好的公司。

图表 28: 电商公司年初至今股价表现



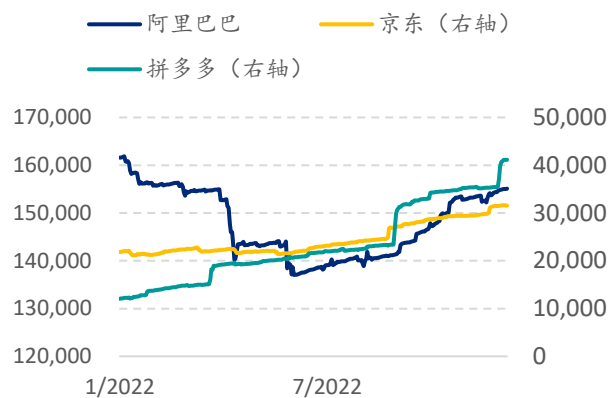
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 29: 电商公司远期收入市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

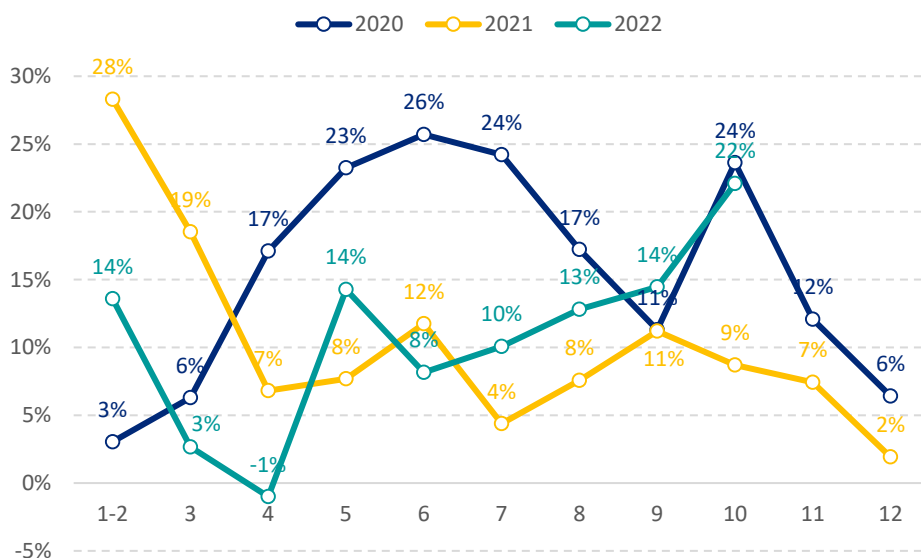
图表 30: 电商公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

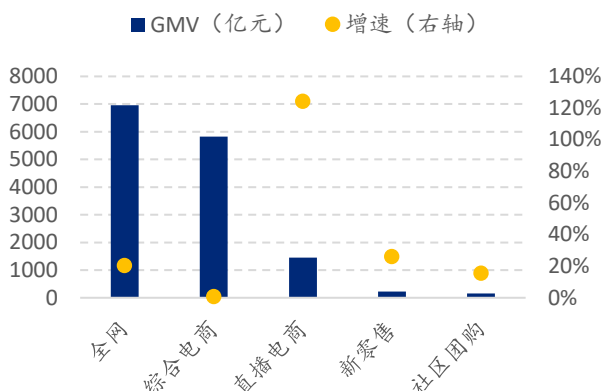
线上消费占比进一步提升。根据国家统计局数据, 2022 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 0.6%, 表现相对疲软, 然而实物商品网上零售额实现 7.2% 的增长, 自 5 月以来录得持续增长态势, 线上经济占比进一步提高, 达到 26.2%, 创历史新高。

图表 31: 中国实物商品网上零售额增速



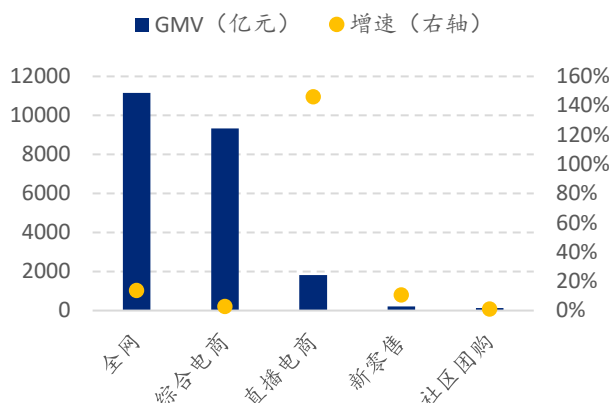
资料来源: 国家统计局、浦银国际

图表 32: 2022 年 18 数据



资料来源：星图数据、浦银国际

图表 33: 2022 年双 11 数据



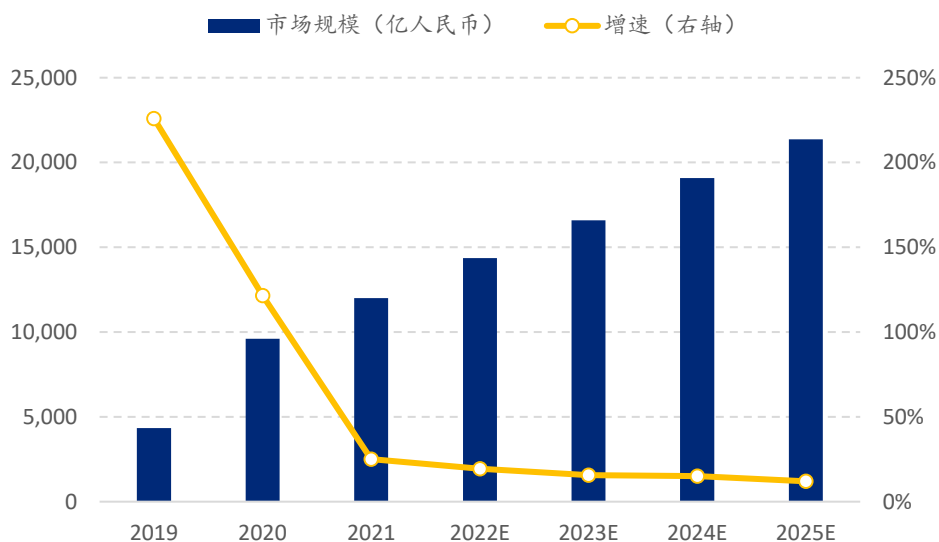
资料来源：星图数据、浦银国际

**存量竞争下的结构变化：**中国零售电商经过近二十年衍变发展，逐渐由增量步入存量时代，我们预计未来实现稳健增长。电商核心要素包括：人、货、场，而行业迭代的本质也是围绕三要素的重构：**下沉用户争夺、近场电商崛起以及去中心化下的渠道多元化**是中国电商行业的三大主题：

- 从“人”的角度来看，短期看下沉市场争夺，中长期增长更依赖消费频次提升。虽然下沉市场红利有所减弱，仍是主要用户增量；
- 从“货”的角度来看，近场电商为行业带来增量，社区团购和即时零售业务迅速崛起。2021 年中国实物商品线上渗透率有约 25%。从细分品类来看，生鲜因其易损属性，“上线”速度远落后其他品类，低于 10%。随着供应链基础设施的完善，未来渗透率仍有很大上升空间；
- 而从“场”的角度来看，去中心化推动渠道多元化，行业竞争加剧。私域电商和直播带货高速增长，打破传统电商的原有竞争格局。直播带货高增长，分食传统电商大盘，助推洗牌，然而直播带货对特卖电商冲击或更为明显，成为品牌商清理库存的渠道之一；头部主播变动极大地影响了各平台带货交易额的博弈。

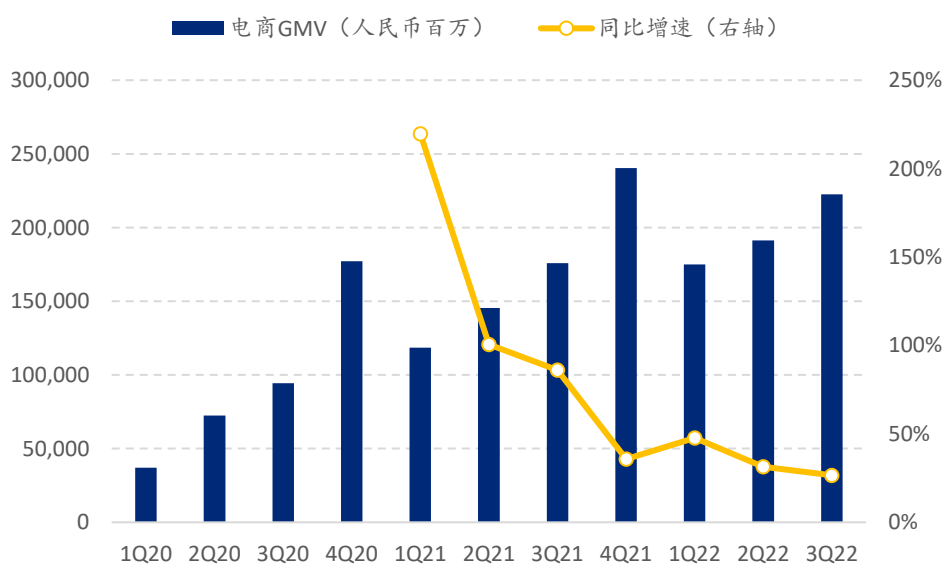
直播带货继续分食电商大盘。过去几年，中国直播电商行业高速发展，市场规模已达到万亿级别，成为电商行业重要的营销渠道之一。根据艾媒数据，2021年中国直播电商市场规模为1.2万亿元人民币，同比增长25%，预计2025年市场规模突破2万亿。

图表 34: 中国直播电商市场规模



E=艾媒预测，  
资料来源：艾媒、浦银国际

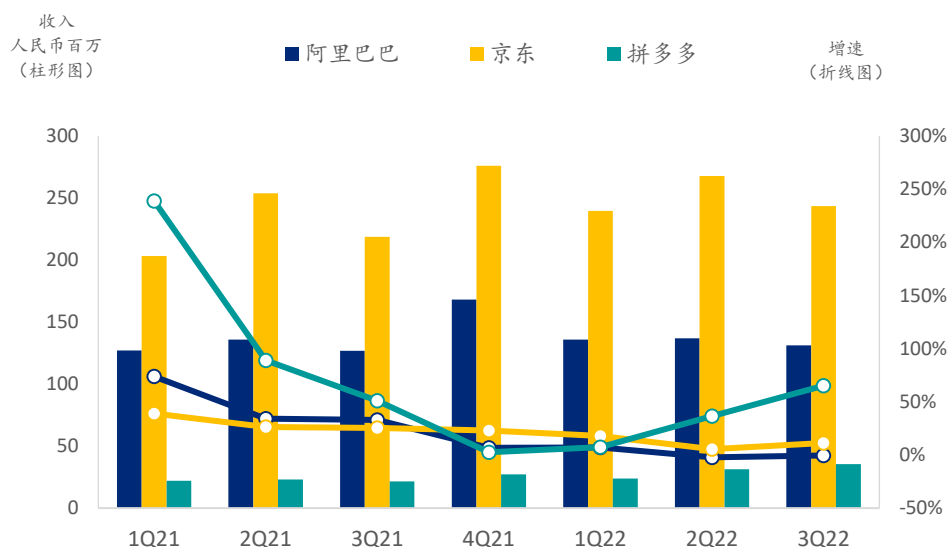
图表 35: 快手电商 GMV



资料来源：公司财报，浦银国际

**结构化消费降级，看重商品性价比。**消费者在当下外部世界的不确定、经济增速放缓的情况下，倾向于购买能让人短暂愉悦、但价格不高消费品的诉求。为了应对未来不确定性，人们消费趋于理性，呈现结构化消费降级，更加看重商品的性价比。而拼多多以低价著称，在整体电商行业疲弱下，收入呈现加速增长态势。我们认为，未来一段时间内结构化消费降级仍将持续，平台的价格优势更加凸显。

**图表 36: 电商公司收入对比**



注：阿里巴巴中国零售商业收入  
资料来源：公司财报，浦银国际

图表 37：五大维度分析四大电商平台用户体验



资料来源：浦银国际

图表 38：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)		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	238,437	90.1	(24.2)	12.7	10.9	9.1	1.9	1.7	1.6
JD US Equity	京东商城	电商	91,581	58.6	(14.2)	25.4	22.6	17.4	0.6	0.5	0.5
PDD US Equity	拼多多	电商	109,167	86.3	48.1	27.3	24.3	20.4	5.8	4.6	3.9
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,298	12.0	42.4	8.6	8.4	8.0	0.5	0.5	0.4
9991 HK Equity	宝尊	电商	295	13.0	(61.8)	11.0	6.9	4.4	0.2	0.2	0.2
平均					(1.9)	17.0	14.6	11.8	1.8	1.5	1.3

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 12 月 5 日收盘价，美股截至 12 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



## ● 泛视频：持续降本增效，短视频加速多元业务渗透

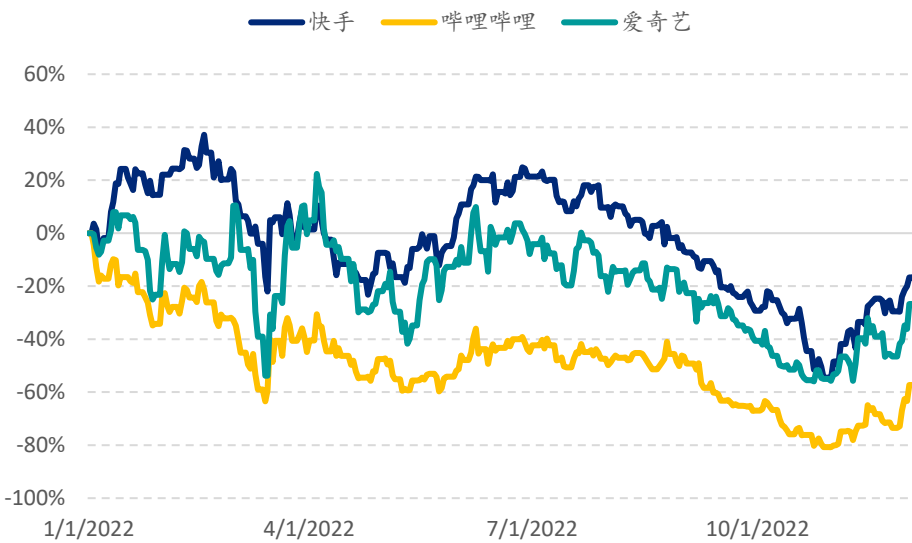
### 2023 年展望

降本增效已初步取得成效，利润率预期仍将持续改善。广告大盘疲软使得变现短期承压。我们仍看好短视频赛道在用户流量端的增长态势，并凭借流量优势加速向其他业务的渗透。

### 2022 年回顾

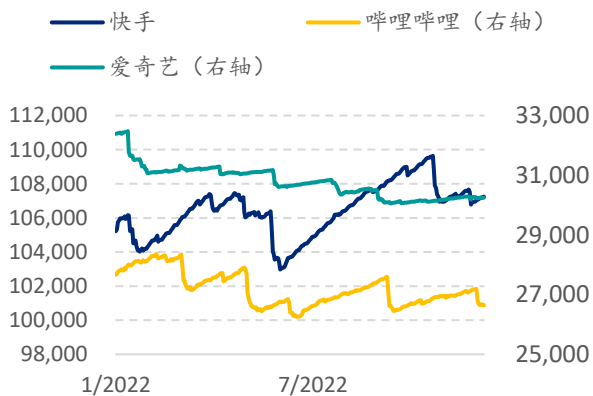
快手二季度提前实现国内业务调整后盈利，股价表现相对较好，年初至今下跌 12%，优于大盘。爱奇艺已连续实现三季度盈利，但受广告大盘影响，收入端承压，股价累计下跌 31%；哔哩哔哩仍处于亏损当中，股价变现相对较弱，累计下跌 58%。

图表 39: 泛视频公司股价表现



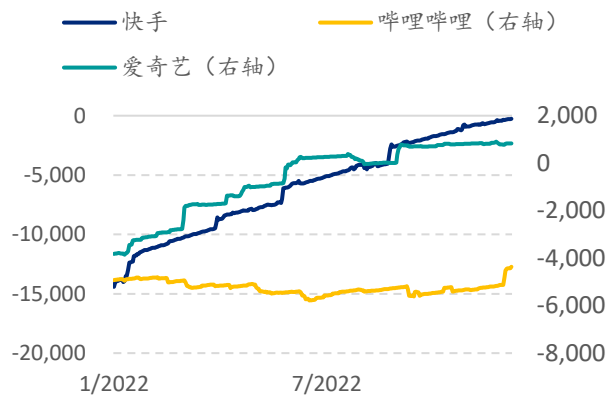
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 40: 泛视频公司远期收入市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

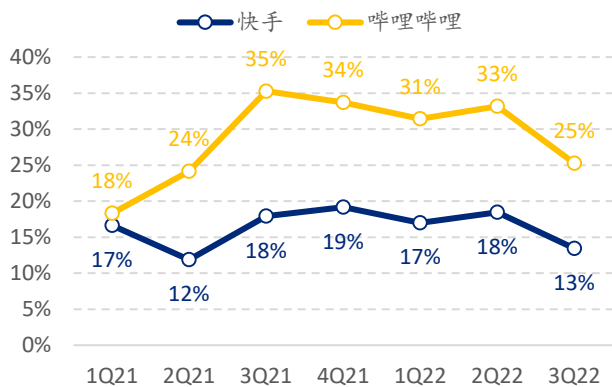
图表 41: 泛视频公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

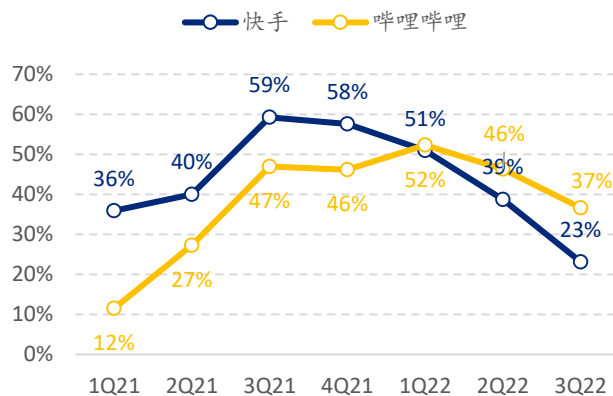
流量仍保持高速增长。尽管整体互联网流量红利消退，中短视频赛道活跃度及流量仍呈现快速增长态势，年内快手和哔哩哔哩流量规模均保持着双位数增长。

图表 42: 快手、哔哩哔哩 DAU 增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

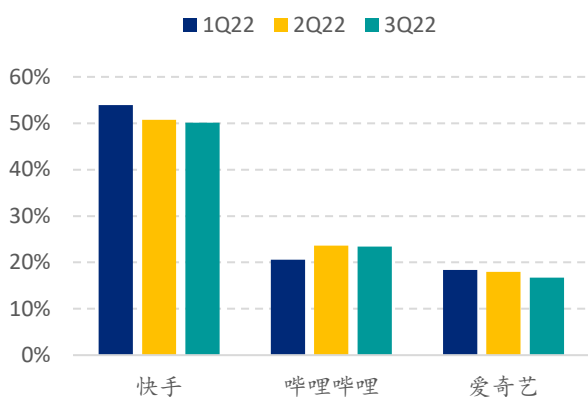
图表 43: 快手、哔哩哔哩流量增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

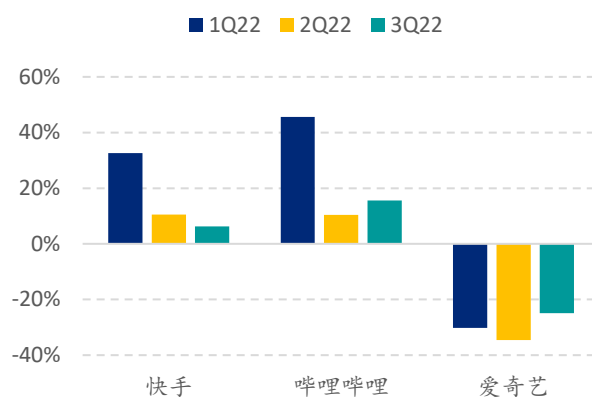
广告业务整体疲软是短视频最大压力。广告变现是视频平台的重要变现方式之一，受广告业务整体承压影响，短视频广告收入增速亦将有所放缓。但由于其流量优势，我们预计随着广告业务整体回升，短视频广告收入能够恢复高增长，持续抢占市场份额。

图表 44: 广告收入占比



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 45: 广告收入增速



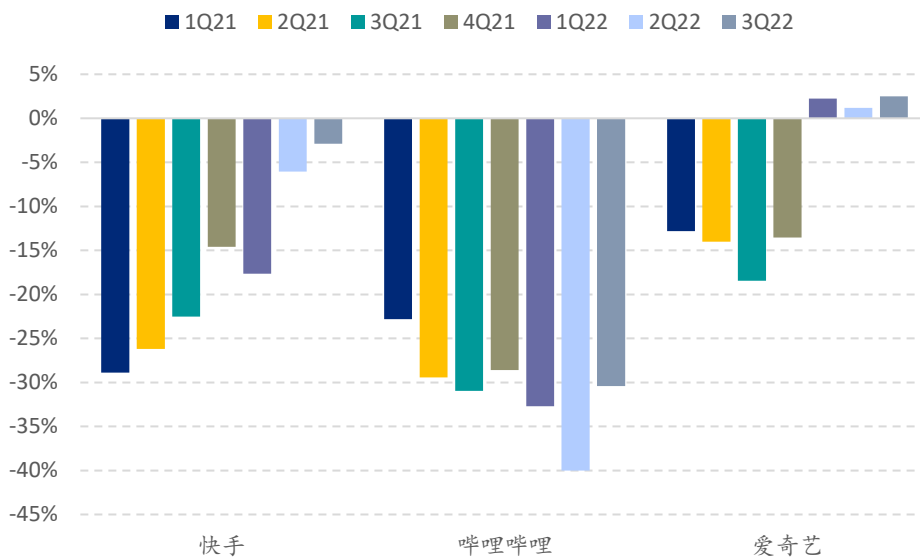
资料来源：公司资料、浦银国际

视频号或成行业最大变数。2022年7月，视频号推出信息流广告，加速商业化进程。微信视频号活跃度不断提升，二季度总用户时长已超朋友圈总时长的80%，总播放量同比增长超过200%。凭借微信的社交优势，我们认为视频号用户数有望实现后来居上，但用户时长上仍需内容充裕度和算法方面的提升。此外，依托微信生态，视频号亦可与小程序和公众号产生协同，视频号还蕴含很大的变现空间，有望为行业带来增量。

得益于降本增效，泛视频整体利润端大幅改善：

- **快手：**2022 年二季度起已提前实现国内业务调整后盈利的目标，公司整体亏损也呈现快速收窄趋势，预计公司短期内将实现整体调整后盈利。
- **哔哩哔哩：**公司已将盈利作为未来重点目标之一，预计未来费用率能有收窄趋势，公司重申 2024 年内实现调整后盈亏平衡目标。
- **爱奇艺：**2022 年一季度起已连续实现三个季度调整后盈利，预期全年实现调整后盈亏平衡。

图表 46：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 47：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 (x)			P/S (x)		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1024 HK Equity	快手	在线视频	35,256	63.7	(11.7)	N/A	N/A	27.7	2.6	2.3	2.0
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	7,934	19.8	(57.2)	N/A	N/A	N/A	2.5	2.0	1.7
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	2,877	3.3	(26.8)	NM	24.8	14.5	0.7	0.7	0.6
平均					(31.9)	NM	24.8	21.1	1.9	1.7	1.4

注：E=Bloomberg 一致预测；A 股、港股截至 12 月 5 日收盘价，美股截至 12 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 游戏：版号发行趋于常态化，出海是长期驱动

### 2023 年展望

游戏版号发放逐步进入常态化，明年或受益于低基数恢复正增长；由于行业逆风，游戏公司研运能力的重要性更为凸显，我们维持对头部游戏厂商的偏好，建议关注腾讯（700.HK）以及网易（NTES.US/9999.HK）。

### 2022 年回顾

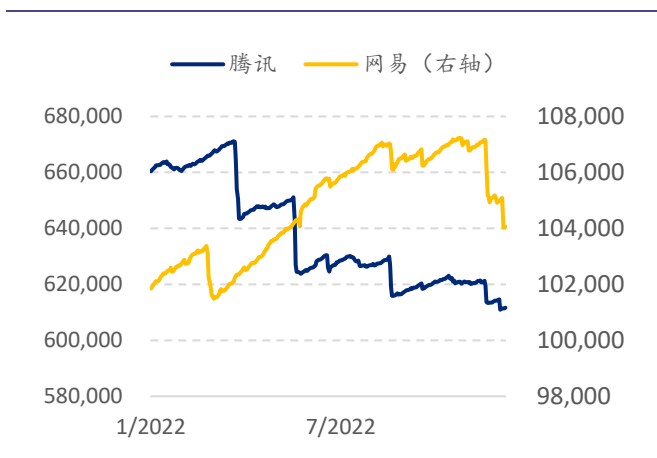
腾讯、网易股价表现相近，分别下跌 33%和 30%，游戏版号是主要制约因素之一，前 11 个月获批版号数量仅分别为 1 个和 2 个。

图表 48: 游戏公司股价表现



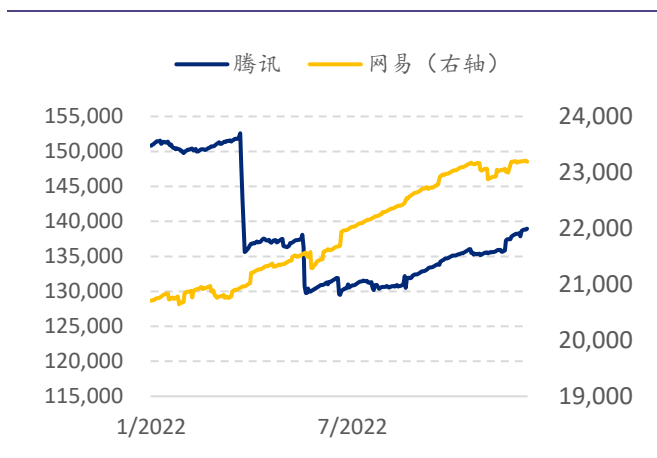
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 49: 游戏公司远期收入市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

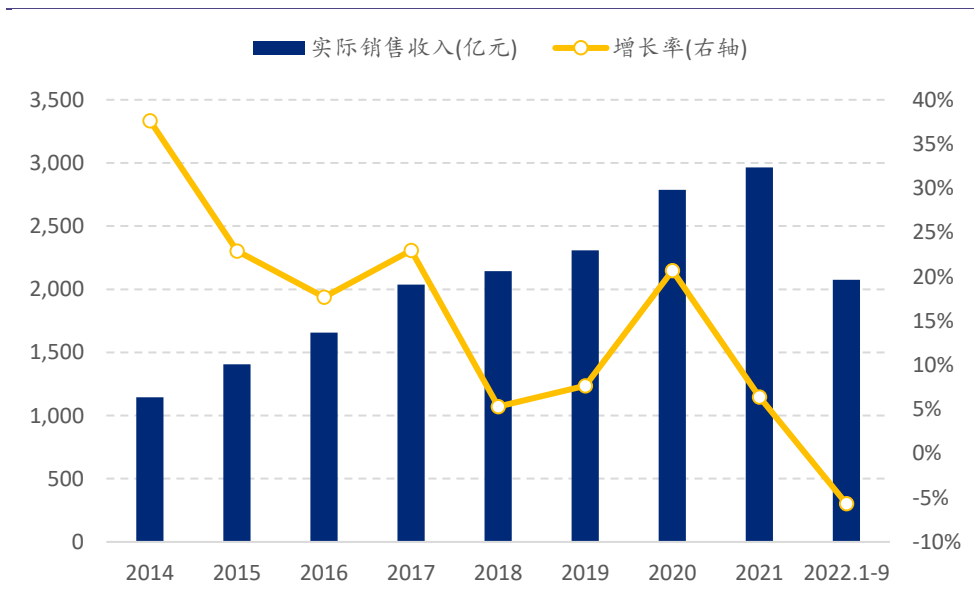
图表 50: 游戏公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

受版号收缩和线下经济复苏影响, 2022 年游戏行业收入预计下滑。根据伽马数据, 2022 年前三季度中国游戏市场实际销售收入为 2,075 亿元, 同比下降 5.7%, 主要是由于游戏版号的大幅收缩以及线下经济复苏; 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, 主要是由于疫情后经济活动恢复, 使得用户游戏消费的减少。

图表 51: 中国游戏市场实际销售收入

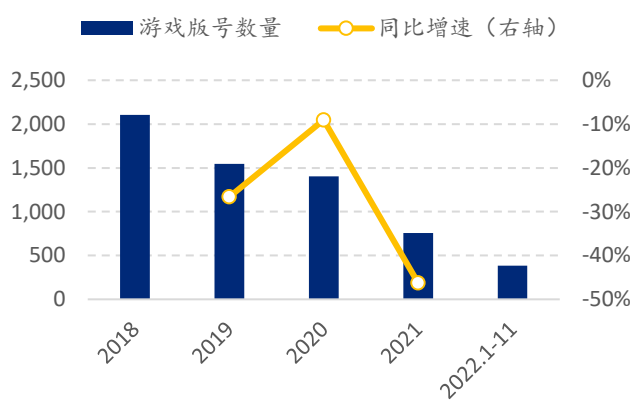


资料来源: 伽马数据、浦银国际

游戏版号发放数量收缩，版号发放向中小厂商倾斜。自 2022 年 4 月版号恢复发放以来，截至 11 月底共有 384 款游戏获批版号，其中有 5 个月未发放版号，发放数量再度大幅收缩。近月每批版号数量在 70 个左右，按此趋势推算，2022 年全年游戏版号数量或在 450 个左右，相比 2021 年 46% 的收缩后或再度下跌 40%。

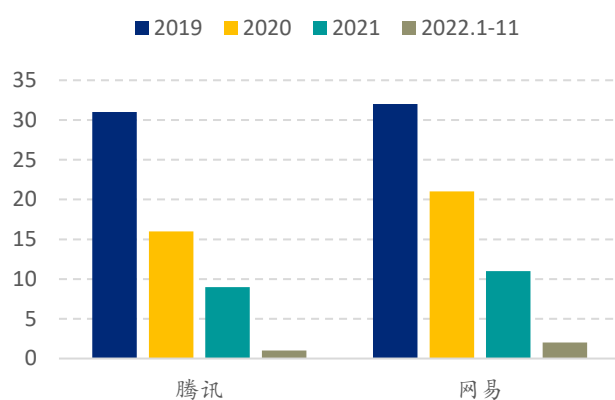
游戏版号发放上更多向中小厂商倾斜。截至 11 月底，腾讯、网易今年仅分别获批版号 1 款和 2 款，其余大厂版号数量同样多为中低个位数，从比例上来看，中小厂商获取版号占比有所提升。

图表 52: 游戏版号发放情况



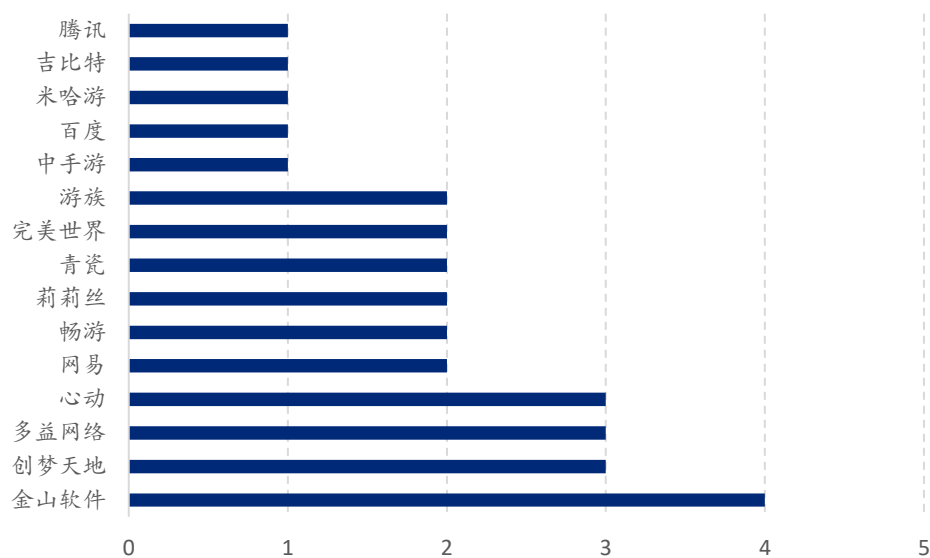
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 53: 腾讯、网易游戏版号获批情况



资料来源：公开资料、浦银国际

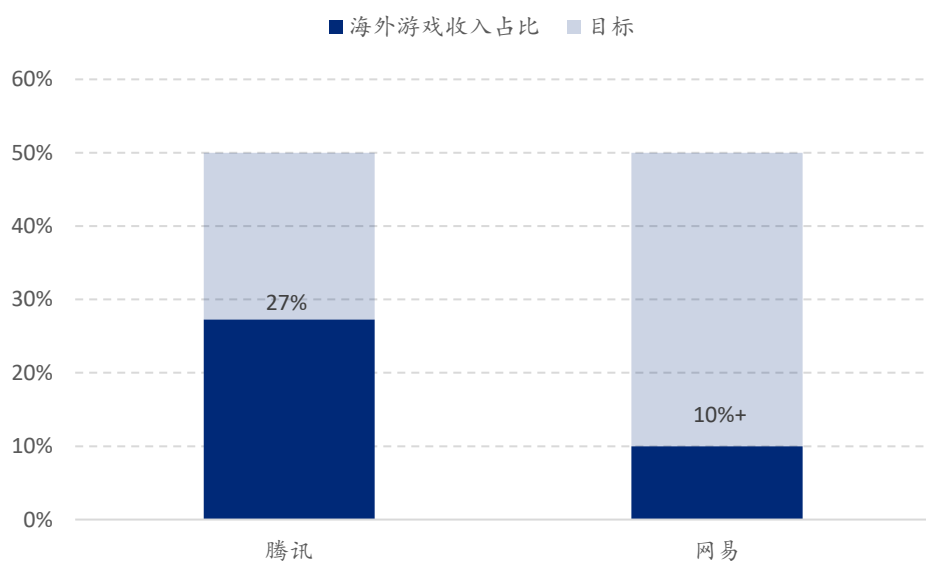
图表 54: 2022 年 1-11 月部分游戏公司版号获批数量



资料来源: 国家新闻出版署, 浦银国际

**出海成为游戏大厂必选项。**国内游戏版号的减少对游戏公司产品发行节奏造成了较大影响, 因此多数游戏厂商将视线瞄准海外, 甚至将海外市场视为未来重点。游戏出海基本已成为游戏大厂的必选项, 如腾讯、网易均表示未来将大力发展海外游戏业务, 目标将海外游戏收入占比提升至 50%, 仍有很大提升空间。

图表 55: 腾讯网易海外收入占比



资料来源: 公司资料, 浦银国际



图表 56: 2022 年腾讯和网易部分海外游戏投资

时间	目标公司	轮次	金额
<b>腾讯</b>			
20/9/2022	Triternion	战略投资	未透露
1/9/2022	From Software	战略投资	未透露
28/6/2022	Sybo	收购	未透露
17/3/2022	Tequila Works	战略投资	未透露
26/2/2022	1C Entertainment	收购	数千万美元
23/2/2022	Inflexion Games	收购	数百万美元
<b>网易</b>			
23/11/2022	Rebel Wolves	战略投资	未透露
9/10/2022	渲奇	战略投资	未透露
1/9/2022	Quantic Dream	收购	未透露
6/7/2022	Something Random	种子轮	数百万美元
7/5/2022	AccelByte	B 轮	6000 万美元
10/3/2022	Lightforge Games	A 轮	1500 万美元

资料来源: IT 桔子、浦银国际

**社会舆论边际改善，预期明年行业能够有所回暖。**随着近年来的强监管，游戏行业已基本实现规范化发展，社会舆论对游戏行业的看法有边际改善趋势，开始关注游戏行业带来的正面价值，我们相信这将有助于游戏行业长期健康增长。由于今年的低基数效应，我们预期明年游戏行业收入能够有所回升。

**行业逆风下，建议关注头部游戏厂商。**游戏版号的发放收紧，使得游戏厂商收缩研发产线，淘汰低质游戏，强调游戏精品化，更多关注游戏产品研发的成功率。我们认为，在游戏精品化大趋势下，游戏厂商研发能力的重要性将更为凸显；同时行业的存量竞争或加剧，强大运营能力同样是成功的关键；此外，由于游戏版号获取的不确定性，强大的现有游戏产品矩阵将为公司提供防御性。因此，我们建议关注腾讯、网易等头部游戏厂商。

图表 57: 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)		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	387,449	314.0	(29.2)	23.6	19.5	16.7	4.9	4.4	3.9
NTES US Equity	网易	游戏	46,567	70.9	(30.3)	14.8	14.6	13.2	3.3	3.1	2.8
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	4,406	4.1	(51.0)	18.3	12.5	10.0	2.3	2.0	1.7
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	5,698	17.9	(33.9)	13.0	11.2	9.9	2.4	2.0	1.8
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,862	13.8	(31.9)	15.4	13.5	11.7	3.2	2.7	2.3
603444 CH Equity	吉比特	游戏	3,522	340.7	(19.2)	17.2	14.5	12.5	4.8	4.1	3.6
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	2,417	8.4	(30.0)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,383	22.4	(43.4)	N/A	NM	22.6	2.9	2.1	1.7
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,333	3.4	(30.9)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	1,132	16.3	(1.6)	6.2	5.0	4.5	1.0	0.8	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	431	4.2	(48.4)	N/A	18.1	N/A	3.0	1.6	2.4
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	729	4.0	(35.8)	N/A	32.6	12.4	1.7	1.4	1.2
平均					(32.1)	15.5	15.7	12.6	2.9	2.4	2.2

注: E=Bloomberg 一致预测; A 股、港股截至 12 月 5 日收盘价, 美股截至 12 月 2 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## ● SaaS：继续关注国产替代，适合长线布局

### 2023 年展望

宏观环境不确定性仍是短期影响行业需求的最大制约，我们看好明年行业需求逐步复苏，但 ToB 企业服务的复苏进度或慢于 ToC 业务；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。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，如金蝶国际，用友网络和金山软件等。

### 2022 年回顾

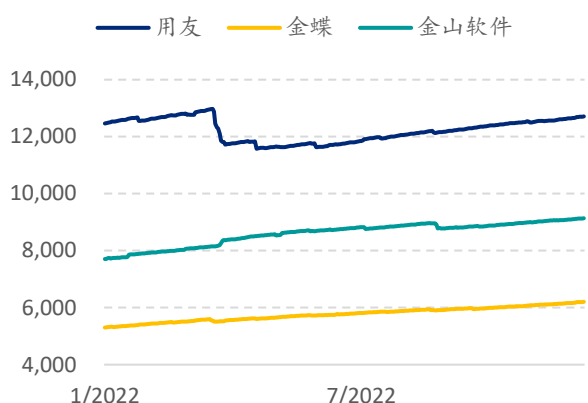
由于 SaaS 行业的高估值属性，在板块下行期估值收缩更为严重，用友金蝶下跌约 35%，金山软件下跌 21%。

图表 58: SaaS 公司股价表现



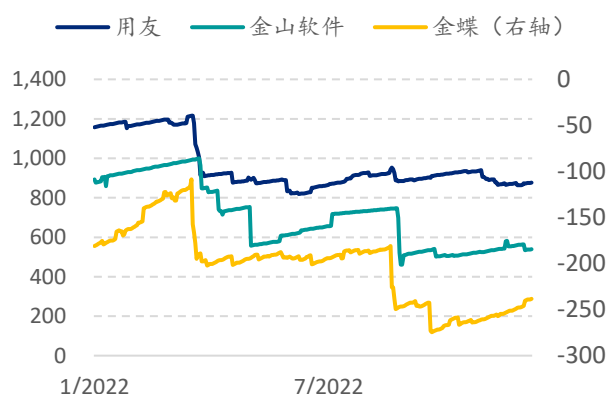
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 59: SaaS 公司远期收入市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

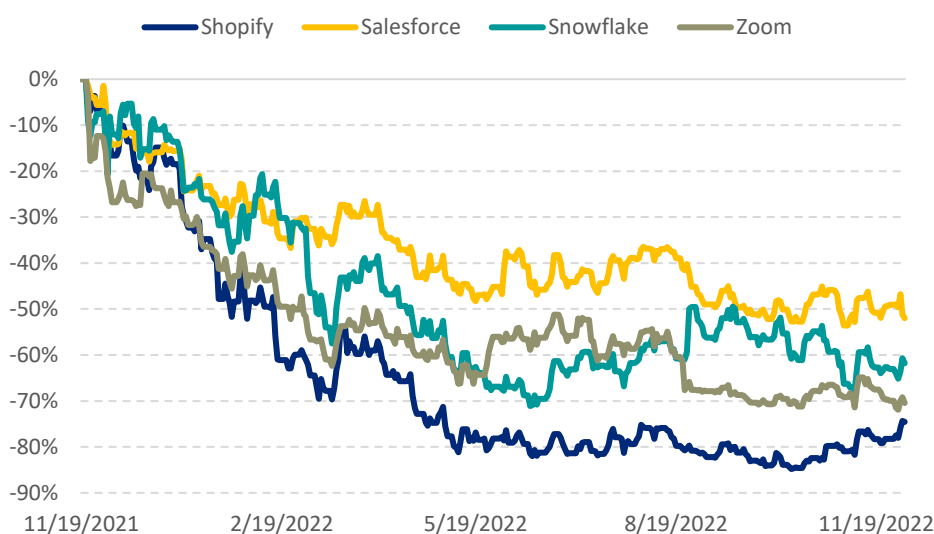
图表 60: SaaS 公司远期调整后净利润市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg 一致预期、浦银国际

估值持续修复, 美股龙头仍是估值锚定。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, 目前估值仍处于低位区间, 适合长线布局。中国 SaaS 企业和美国 SaaS 龙头仍存在一定差距, 未来上升空间巨大。这主要是由于国内和美国 To B 市场的环境差异, 处于不同发展阶段。国内 To B 业务, 尤其是 SaaS 赛道还处于在早期市场培育阶段, 尤其是不同客户流程标准化还存在很大改善空间, 除了 SaaS 产品外, 相应的增值服务也格外重要。在估值方面, 中国 SaaS 公司的估值也仍会以美股龙头为估值锚定。今年上半年, 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%, 下半年相对企稳。

图表 61: 美国 SaaS 公司股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 62: 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 (x)			P/S (x)		
						2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	17,016	256.5	(3.2)	99.6	71.8	53.7	29.6	22.4	17.0
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	11,440	23.2	(35.5)	150.4	90.8	60.8	7.6	6.2	5.0
002410 CH Equity	广联达	SaaS	9,681	56.5	(11.7)	68.8	50.8	39.5	9.7	8.0	6.7
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	6,827	15.3	(36.4)	N/A	N/A	910.7	9.4	7.5	6.1
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	4,896	23.3	(35.1)	14.8	12.0	10.1	0.4	0.4	0.3
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,737	27.0	(21.2)	139.7	55.2	33.1	4.3	3.6	3.2
909 HK Equity	明源云	SaaS	1,878	7.5	(57.9)	N/A	N/A	85.7	6.3	5.3	4.5
354 HK Equity	中软国际	SaaS	2,740	7.0	(30.6)	15.0	12.5	10.3	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	811	3.3	(78.9)	N/A	N/A	N/A	0.6	0.5	0.5
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	1,917	5.8	(26.0)	N/A	N/A	145.2	6.3	5.0	4.3
9959 HK Equity	联易融	SaaS	1,353	4.6	(37.4)	28.6	18.2	12.9	7.7	6.1	4.5
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	510	0.2	(60.2)	N/A	N/A	N/A	2.3	2.1	1.7
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	736	5.0	(45.0)	N/A	N/A	N/A	0.7	0.6	0.6
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	870	4.1	(40.0)	53.2	N/A	N/A	0.9	0.7	N/A
6608 HK Equity	百融云	SaaS	659	9.9	(4.8)	30.9	22.9	17.0	2.3	1.8	1.4
平均					(34.9)	66.8	41.8	125.4	5.9	4.7	4.0

注: E=Bloomberg 一致预测; A 股、港股截至 12 月 5 日收盘价, 美股截至 12 月 2 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 63: 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	92.65	买入	124.00	9/9/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	90.06	买入	127.00	9/9/2022	电商
9618 HK Equity	京东	241.60	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	58.64	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多★	86.34	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	11.96	持有	11.00	9/9/2022	电商
9878 HK Equity	汇通达	34.05	买入	50.00	9/9/2022	电商
9991 HK Equity	宝尊	13.00	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	5.08	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	314.00	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团★	174.30	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手★	63.65	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	172.00	买入	259.00	14/6/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.84	买入	33.00	14/6/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	16.90	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.22	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	5.84	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	27.00	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	23.16	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	15.26	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	7.47	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	61.38	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

注: ★为行业首推; 资料来源: Bloomberg、浦银国际。港股截至 12 月 5 日收盘价, 美股截至 12 月 2 日收盘价

## 拼多多 (PDD.US): “买入”评级, 目标价 108 美元

拼多多近两个季度业绩均大超市场预期, 在收入及利润端都呈现强大能力。公司表示未来将继续加大对供应链和农业数字业务的投入, 目前的高利润率或难以持续, 但我们认为虽然未来几个季度利润率或有所波动, 公司核心盈利能力并未改变。

考虑到当前宏观经济环境, 我们认为, 消费者在进行消费决策时会更加倾向于考虑商品性价比, 拼多多的低价优势将收益于此。另外, 品牌上行也是公司未来的重要增长驱动。公司通过百亿补贴等活动持续丰富品牌商品, 据我们渠道调研, 平台上品牌商品 GMV 占比已超过 50%。品牌商家入驻和品牌

占比提升，有助于继续带动客单价及变现率的提升。此外，海外业务或进一步打开市场空间，但目前尚属早期，未来表现值得关注。目标价 108 美元，“买入”评级。

#### **美团 (3690.HK): “买入”评级，目标价 233 港元**

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 233 港元，“买入”评级。

#### **快手 (1024.HK): “买入”评级，目标价 100 港元**

公司总用户流量仍保持强劲增长。随着短视频的流行，公司广告收入显著优于大盘，广告市场份额有望持续增长；快手电商 GMV 增速同样显著优于行业，公司大力发展快品牌，电商生态有望不断完善；国内业务已提前实现调整后盈利，我们预期公司不久即将实现全面盈利。目标价 100 港元，“买入”评级。

#### **同程旅行 (780.HK): “买入”评级，目标价 20 港元**

得益于微信平台的稳定流量贡献以及公司低线城市战略，过去公司运营表现持续优于行业。随着防控措施的不断优化，不断有政策出台缩短隔离时间及出行限制，旅游出行有望迎来快速复苏。目标价 20 港元，“买入”评级。

#### **腾讯 (700.HK): “买入”评级，目标价 427 港元**

随着疫情防控不断优化，线下经济活动有望迎来复苏，推动广告大盘回暖，同时视频号开启商业化进程，有望推动公司广告业务回升。公司现有游戏矩阵仍保持强大的市场地位，随着游戏版号发放的常态化，有望推动游戏业务复苏；游戏出海为公司未来重点，公司目标未来海外游戏贡献占比提升至 50%。目标价 427 港元，“买入”评级。

#### **京东 (9618.HK/JD.US): “买入”评级，目标价 291 港元/75 美元**

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 291 港元/75 美元，“买入”评级。

### 阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): “买入”评级, 目标价 124 港元/127 美元

随着经济活动恢复, 电商有望恢复增长态势。云业务持续实现调整后 EBITA 盈利, 市场份额维持领先; 公司目前估值具备吸引力。目标价 124 港元/127 美元, “买入”评级。

### 哔哩哔哩 (9626.HK/BILI.US): “买入”评级, 目标价 170 港元/22 美元

公司月活用户规模已达到 3.33 亿, 公司重申 2023 年 4 亿 MAU 目标, 同时表示用户增长重心由 MAU 转向 DAU, 更加看重用户质量和可持续性, 我们认为这将加速推进公司商业化变现, 挖掘单用户价值, 同时由于获客不再是首要目标, 我们预计未来营销费用将得到改善。公司自研游戏业务将聚焦核心赛道, 增加自研产品的成功率, 我们预期未来公司研发费率将有所收缩。提升盈利是公司当前首要任务, 公司维持 2024 年内实现扭亏目标。公司多项举措致力于降本增效, 我们预计成效将于 2023 年得以显现。目标价 170 港元/22 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人士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(汇通达 9878.HK)在过去 12 个月内有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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

