

中国互联网行业

新加坡分析师路演反馈：春暖花开时

在 12 月中旬新加坡路演中，我们关注到投资者对中国互联网行业整体反馈**偏积极**，青睐板块的低估值，对 2023 年防疫放开后板块盈利及估值双重修复形成基本共识，但在布局时点、细分赛道偏好以及长期增长空间方面看法多样：**1) 时点**：部分对冲基金在 10 月及 11 月板块反弹阶段已充分参与、仓位较满，头部电商标的的反弹较多后会考虑切换至广告标的(放开受益子版块)，但整体仓位或将保持；多数外资长线基金互联网依然处于低配状态，自 4Q22 开始板块关注度及需求提升，但加仓为渐进式，希望等待板块良性回调窗口(或为 1Q23，在于 3 月业绩较差、病例+居家尚需消化)；**2) 细分赛道偏好**：关注度集中在**电商和广告**两个复苏主题子版块，长线基金对消费互联网长逻辑更为青睐；此外，OTA 是防疫放开直接受益标的，虽然部分投资人担心当前股价对应估值较满(2023 年利润尚未释放)，但普遍认为入境隔离放开后仍有阶段性行情；**3) 长期成长性**：相比其他放开受益赛道，多数投资人认为互联网具备低估值、高弹性优势，当前估值对应 14x FY23E P/E，仍有上修空间(~20%)。持续反弹需看到更多行业政策春风及宏观复苏。部分偏谨慎投资人认可 2023 年行业反弹上行及蜜月期观点，但对长期 3-5 年增长逻辑有顾虑(国内流量红利到顶、低基数效应过后行业增速换挡、宏观经济挑战)。标的层面，投资人认为从“买中国”逻辑出发，阿里巴巴弹性较大，长期增长逻辑维度偏好拼多多、美团；其中快手、哔哩、百度、网易探讨性较强。**长线基金偏好：拼多多>阿里>腾讯>美团>快手**；**对冲基金偏好：阿里>腾讯>快手>Boss 直聘>爱奇艺**，拼多多对冲基金已参与(仅基于路演心得)。投资者对未来外资长线基金回流、海外布局、企业创始人退休也进行了深度思考，期待明年暖风徐来。

- **互联网监管政策：边际放松的力度会有多大？** 行业监管触底后，12 月“支持社交电商、网络直播等多样化经营模式”“支持民营经济，推动中美审计合作”等多部门发文均助于提振市场信心。在互联网历经两年严监管期，进入“验收期”，投资人期待明年板块监管边际放松，认为 PCAOB 认定报告、头部游戏版号发放为短期利好，而实质性放松、吸引外资长线基金加速回流的关键信号在于蚂蚁及滴滴事件进展(如：蚂蚁征信及金控牌照出现进展)。目前市场对蚂蚁牌照有所期待，对于蚂蚁、滴滴上市预期较低，较为关注字节上市节奏及 Tiktok 地缘政治风险。投资人普遍认可“在政策框架下，政府支持互联网良性发展并发挥其经济促活的效能”观点，但同时存在部分担忧：包括政策稳定性及可预见性，“共同富裕”大基调下长期用户变现潜力、消费者信心、头部平台长期利润率限制。
- **回调分歧：年初病例高峰与 3 月业绩窗口是否会带来阶段性回调？** 基于当前中国病例快速上升，多数投资人认为全国性疫情降温或提前到达，1 月入境隔离放开为积极信号。4Q22 及 1Q23 经济及行业存在阵痛期，但市场已有预期，部分投资人认为会有盘整、但回撤幅度较小(超过 15% 回撤有加仓意向)，且憧憬 2Q23E 两会后政策蜜月期+放开后经济修复+低基数。当前对冲基金、南下资金、中资长线基金较为活跃，外资长线基金倾向阶段性回调后参与。
- **上行空间：盈利和估值修复空间如何？** 我们预计 2023 年核心资产利润平均增速反弹至 19% (vs. 2022 10%)，投资人认为低基数效应下该增速可预见性较高。但担心 2022 年降本增效之后 2023 年利润率持续提升空间有限，且部分公司收入反弹取决于消费回暖程度(非一蹴而就)，故而认为利润进一步上调概率较低。更认可估值修复逻辑，预计行业估值仍有至少 20% 上修空间，其中阿里等低估值标的弹性更大。
- **行业反弹中，赛道和标的选择？** 投资人偏好排序：重点关注消费互联网、广告，而游戏更多为交易性机会。消费互联网和广告排序层面存在分歧，部分

优于大市
(维持)

互联网行业

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

投资者看好电商和本地生活长期韧性增长及降本增效逻辑，可布局标的较多；但另一部分投资人认为大电商近期涨幅已充分反应放开预期，待线下活动恢复反而会存在短期电商/外卖渗透率下降，故而偏好广告渐进式修复逻辑(受益于复工复产企业端市场推广预算增加、宏观回暖)。核心标的层面，拼多多、阿里、腾讯投资者分歧不大 (consensus long)，但在美团、快手、网易、京东、百度等标的上探讨性较强。中腰部公司关注度部分排序：哔哩哔哩>Boss 直聘>贝壳>爱奇艺>唯品会>微博。

- **电商：GMV 反弹已成共识，货币化率及利润率空间还有多少？** 我们预测 2023 年电商大盘 GMV 增速约 12% (阿里/京东/拼多多/快手/头条分别为 2%/12%/17%/25%/30%)。投资者对板块 GMV 反弹已有共识，各标的 GMV 增速区间分歧较小，但认为明年货币化率提升空间及利润率改善幅度较难判断，且放开后线上渗透率下降(不利)与物流恢复(有利)双重因素下的短期走势存在不明朗性。当前股价标的关注度排序：阿里巴巴/拼多多>快手>京东。阿里为多数投资人标配，认为将受益于政策温和化(绿灯概念股)、服饰品类回暖(阿里占比最高)，是当前估值最低、弹性最大的标的 (10x FY24E P/E, 乐观情绪下向 15x 修复，中性假设下预计修复至 13x)。拼多多在近两月反弹 1x 后，多数投资人认为未来 2-3 个季度仍有业绩支撑及上行动力，且是当前为数不多的第二增长曲线清晰、有长逻辑的头部标的(海外电商 GMV 及估值待释放)；极少数投资人考虑获利了结，担心 TEMU 投入摊薄利润、增量资金有限、潜在腾讯减持。京东稳健性较强、但弹性较弱，观点存在分歧，部分投资人认为或受益于放开后消费升级、市场预期未打满、利润率改善预见性高，是中长期配置标的；而少数投资人认为其外围增量因素不再(如苏宁等)，抖快布局大件 SKU 及品牌化推进或形成一定冲击，且 JD Retail 利润率已达峰值。

- **本地生活：外卖增速能否重回 20%？长期利润是否突破 RMB1.0？到店竞争格局如何演进？** 我们认为美团是当前核心资产中最具备长期投资空间的标的之一，源于其赛道成长性及高护城河。长线基金信仰依旧，认可其长期逻辑不变、TAM 不改，外卖利润释放好于预期 (认为明年外卖每单利润有望超 RMB1.0, 利好估值提升)，但对放开后外卖渗透率波动、抖音竞争提出一定顾虑。部分长线基金期待 3 月被腾讯派息后良性回调创造买点。小部分对冲基金当前对美团观点较为中性，认为当前估值缺乏吸引力，担心外卖单量增速较难回到 20%、社保因素待反应及抖音到店竞争影响盈利能力。

- **游戏：头部新游发放节奏如何看？版号总量控制及海外放缓是否制约长期增长空间？** 投资人认为游戏赛道未来将以交易性机会为主，长期增长空间有限 (CAGR <15%) 将导致估值中枢较难上调。鉴于游戏格局较为清晰、影响因子较少、流水可溯，当前投资者重心聚焦头部重度新游版号发放节奏。市场对 2023 年游戏表现预期较低，认为 DNF 手游、永劫无间手游为腾讯、网易新游增量关键。腾讯目前是一致预期选股之一(南下资金最为青睐)，绝大多数投资人看好其利润拐点+广告拐点，认为下行空间有限；少数投资人认为其弹性较弱、估值缺乏吸引力。网易当前关注度有所减弱，在于 1H23E 尚在减速通道，部分投资人认为高基数效应下当前新游储备中缺乏与哈利波特及暗黑同级产品，且未有防疫放开受益属性；但仍有部分长线基金认为网易市场预期足够低、前期反弹较少，利于估值筑底，不失为稳健性标的选择之一。

- **泛文娱：抖快对其他平台分流抢时的空间还有多大？盈利性和增长性对估值的影响权重？** 投资人依旧看好抖快市占率提升趋势，且看好明年抖快广告复苏，对于直播带货长期 TAM 有较多思考(期待“商城”功能打开 AAC 天花板，但认为 4-5 万亿较难突破)。标的偏好：快手>哔哩哔哩>TME>爱奇艺>微博。多数投资人看好快手盈利拐点、广告复苏、电商韧性增长逻辑，估值仍有修复空间，但持续上涨需要更多催化剂(如 PE 退出压力出清)。少数投资人担心 CFO 变动、海外数据不清晰、视频号分流。哔哩哔哩投资人观点不一，部分对冲基金认为哔哩哔哩加快降本增效体现利润率改善拐点，尚无 2023 年 CB 压力，Story mode 和放开对明年广告复苏有推动力，认为其深跌后弹性较大；长线

基金对哔哩哔哩兴趣度待提升，对其长期变现能力及扭亏为盈节奏持疑，在同估值下更偏好快手。与过去变化较大的是，部分非抖快标的近期兴趣度显著上升，包括 TME、爱奇艺、微博等，其中 TME 大家看好其竞争格局改善、利润释放，但担心短期增量资金有限（近期涨幅已把估值阶段性打满）；爱奇艺对冲基金兴趣度较大，看好近期剧集表现对广告会员的拉动、盈利稳定，且将受益于放开及内容监管边际放松，部分长线基金对其 CB 仍有担忧，且认为 PE 估值下上行空间有限。

- **广告及其他：放开后需求端盘点及复苏推演？** 投资人普遍认可广告 2023 年渐进式修复逻辑，且已预期 1Q23E 短期承压，认为 2023 年在线广告大盘增速 10%-15%，但担心中腰部平台复苏偏慢、且需求端盘点增量有限。其中泛文娱广告修复弹性更强，包括字节（买方广告预期增长>20%）、腾讯（12%-15%）、快手（20%）、哔哩哔哩（分歧较大：15%-30%）、爱奇艺（低单位数增长）、微博。投资人普遍认为百度搜索广告 2023 年恢复正增长预见性高，估值仍有修复空间，但对长期增长逻辑仍有分歧：部分投资人看好云业务及智能驾驶长期潜力，认为当前估值尚未反应；少数投资人担心云业务增速放缓、智能驾驶业务释放显著收入尚需时间。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给他们其他人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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。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，都应通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。