光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

# 从美国头部科技公司 22Q4 财报看中国互联网：看好 23 年景气度提升

## ——美国互联网科技公司跟踪专题报告

## 要点

**公司 22Q4 业绩综述：Meta、亚马逊、谷歌净利润承压。1）**Meta 营业收入 22Q4 同比下降 4%，净利润 46.5 亿美元，yoy-55%。元宇宙经营亏损扩大。**2）**亚马逊净零售额 22Q4 同比增长 18.6%，营业利润同比下降 20.9%，AWS 营业收入增速放缓。**3）**谷歌 22Q4 净利润 136 亿美元，yoy-33.9%，广告收入两年来首次下滑。**微软、苹果经营业绩相对平稳。1）**微软 22Q4 净利润 164 亿美元，yoy-10%；23M2 宣布与 OpenAI 加强合作，将 GPT 技术融入 Bing。**2）**苹果 FY23Q1 净利润 300 亿美元，yoy-13.4%。供给端受疫情冲击较大。**游戏公司利润受成本提升冲击严重。1）**动视暴雪 22Q4 GAAP 净利润 4 亿美元，yoy-28.5%。**2）**Take-Two FY23Q1 实现 GAAP 净亏损 1.5 亿美元。

**行业跟踪：宏观逆风、行业竞争下，降本增效为 23 年美国科技巨头主题。1）20-21 年业务扩张抬高经营成本。**受新冠疫情以来线上经济繁荣和美联储降息影响，美国互联网行业在过去两年经历一系列业务扩张，资本支出、人员雇佣明显增加。随着宏观经济形势调整，22Q4-23Q1 美国互联网市场出清周期开启，公司开始降本增效和人员优化。**2）互联网公司在数字广告、云服务等领域竞争加剧。**数字广告巨头谷歌和 Meta 业绩承压。22Q1-Q4 谷歌广告收入同比增速从 18.3%下降至-3.7%；Meta 广告收入连续三个季度负增长。作为全球云服务行业龙头，亚马逊 AWS 业务 22Q4 首次出现营业利润同比下滑，营业利润率从 22Q1 的 35%下降至 22Q4 的 24%。**3）游戏行业消费需求受居民可支配收入下降影响而下滑。**美国游戏行业用户支出与人均可支配收入呈一定程度的正相关，对宏观经济和消费下行较敏感。**4）随着 ChatGPT 等生成式 AI 的逐渐成熟，新一轮技术与应用变革或正在酝酿。**微软深入合作 OpenAI，宣布将 GPT 技术融入搜索引擎 Bing，帮助提升搜索的准确、及时、互动性；谷歌宣布将推出可对话语言模型 LaMDA。**5）22M10-23M2 互联网公司股价波动出现分化。**Meta 因成本削减战略、微软因 chatGPT 概念涨幅高于大盘。

**从美国互联网巨头表现看中国互联网：22 年美国通胀高企、加息周期、宏观经济不确定性较强，互联网公司受多重打击。1）**宏观经济下行，消费者需求下降，公司经济活动收缩，拉低互联网行业总需求。**2）**美联储激进的加息政策使高风险的互联网科技股受压制，投资者避险情绪增加。**中美互联网公司处于不同的收入波动和成本优化周期。**22 年政策监管下，中国互联网公司较早开启裁员等成本优化过程。**看好 23 年国内宏观复苏下，中国互联网行业景气度提升。1）**随着我国宏观经济恢复活力，线下消费复苏刺激互联网广告、电商、本地生活等行业回暖。**2）**疫情过峰提振互联网消费需求，对比 21 年美国疫情影响下降后纳斯达克综合指数整体呈上涨趋势。**3）**23 年政策监管有望边际放松利好平台经济，游戏版号发放恢复常态化，游戏公司产品线库存释放。

**投资建议：**中国互联网板块估值处于低位，疫情后宏观经济向好和监管政策转暖提振市场信心；平台经济政策持续释放利好信号，看好 23 年中国互联网板块。维持互联网传媒行业“买入”评级。**1）平台经济**：23M3 全国两会召开有望释放监管积极信号，提振市场信心，推荐：腾讯控股、百度集团，关注阿里巴巴；**2）疫情后业绩提振**：受益于经济复苏，23 年业绩增速预期向好，推荐：腾讯控股、新东方在线；**3）游戏**：中国游戏市场回暖，版号放宽利好精品化游戏公司，推荐：腾讯控股、网易、三七互娱、心动公司、哔哩哔哩。

**风险提示：中美地缘政治摩擦，宏观经济不及预期，疫情潜在反复，互联网公司降本增效不及预期**

**互联网传媒**

**买入（维持）**

**作者**

**分析师：付天姿**

执业证书编号：S0930517040002

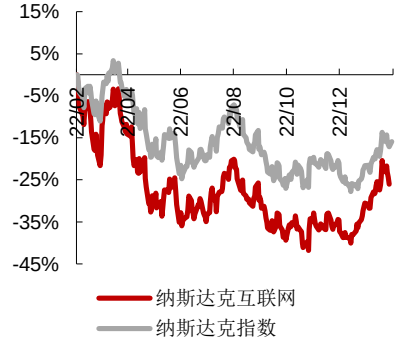
021-52523692

futz@ebscn.com

**联系人：赵越**

zhaoyue1@ebscn.com

**行业与纳斯达克指数对比图**




资料来源：Wind

# 目 录

1、经济周期和竞争影响科技巨头业绩，降本增效为 23 年主旋律 ..... 4
1.1、美股互联网公司受经济周期、行业竞争、消费疲软等多重因素影响 ..... 4
1.2、22M10-23M2 互联网公司股价波动出现分化 ..... 5
1.3、降本增效、优化经营成美股互联网公司 2023 年共同课题 ..... 6
2、从美国互联网巨头表现看中国互联网行业复苏前景 ..... 11
2.1、宏观经济下行、美联储货币政策紧缩使美股互联网板块受到多重压制 ..... 11
2.2、看好 23 年国内宏观复苏下，中国互联网行业景气度提升 ..... 12
3、投资建议 ..... 12
4、风险提示 ..... 12

# 图目录

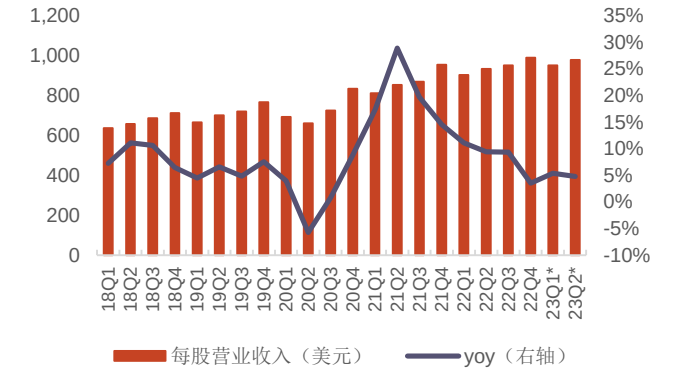
图 1：纳斯达克综合指数每股营业收入 ..... 4
图 2：纳斯达克综合指数每股盈利 ..... 4
图 3：21Q2-22Q4 谷歌、Meta 广告收入同比增速放缓（单位：亿美元，右轴为季度同比增长率） ..... 5
图 4：相对应用用户人均支出，美国游戏用户人均支出对家庭可支配收入变化更敏感 ..... 5
图 5：2022 年 10 月 3 日-2023 年 2 月 10 日美国互联网公司股价涨跌幅（以 2022 年 10 月 3 日为基准） ..... 6
图 6： 20Q1-22Q4 Meta 营业收入、净利润与同比增长率，21Q4-22Q4 净利润持续下降 ..... 7
图 7：20Q4-22Q4 Meta 分部门经营利润，Reality lab 经营亏损同比持续扩大（单位：亿美元） ..... 7
图 8：20Q1-22Q4 微软营业收入、净利润与同比增长率，21Q3-22Q4 收入增速下滑 ..... 8
图 9：增强版 Bing 嵌入问答交互功能，提供 AI 生成的个性化回答，相比传统的主动关键词搜索更能提高效率 ..... 8
图 10：20Q1-22Q4 谷歌营业收入、净利润与同比增长率，营业收入增速放缓，22Q1-22Q4 净利润持续下滑 ... 8
图 11：20Q1-22Q4 谷歌广告收入与同比增速，21Q2-22Q4 降幅连续缩窄，22Q4 出现自 20Q2 以来首次季度同比下滑 ..... 8
图 10：20Q1-22Q4 亚马逊营业收入、净利润与同比增长率，2022 年全年转为净亏损 ..... 9
图 11： 20Q1-22Q4 亚马逊营业利润、AWS 利润与同比增速，21Q3-22Q4 AWS 以外其他部门持续亏损 ..... 9
图 12：20Q1-22Q4 动视暴雪营业收入、净利润与同比增长率 ..... 10
图 13：20Q1-22Q4 Take-Two 营业收入、净利润与同比增长率 ..... 10
图 14：22M1-22M12 美国通胀率、核心通胀率、服务业通胀率，核心通胀率低于通胀率，服务业通胀率呈上升趋势 ..... 11
图 15：美国信息行业与全部行业新增非农岗位数增长率（以 2020 年 1 月为基准），信息行业增速高于平均 11

# 1、经济周期和竞争影响科技巨头业绩，降本增效为 23 年主旋律

## 1.1、美股互联网公司受经济周期、行业竞争、消费疲软等多重因素影响

**随着宏观经济形势调整，2023 年上半年美国互联网科技行业或面临业绩压力。1）20 年-21 年的业务扩张抬高了当前经营成本。**受 2020 年新冠疫情以来线上经济的繁荣影响，美国互联网科技行业经历了一系列业务扩张，资本支出、人员雇佣明显增加。亚马逊 2020-2022 年的现金资本支出分别达到 350、554、583 亿美元，谷歌 2020-2022 年的资本支出达到 223、246、315 亿美元，均呈现逐年增加态势。2021 年纳斯达克综合指数每股营业收入维持较高增速，同时每股盈利增速回落。**2）22Q4 市场出清周期开始，公司利润端受到挤压，2023 年开始降本增效，实施项目裁剪和人员裁撤。**截至 23M1，谷歌、微软、亚马逊、Meta 等美国各头部互联网公司陆续宣布裁员。行业周期对公司经营的影响逐渐显现，2023 年美国科技公司将在成本控制和效率提升上继续发力。

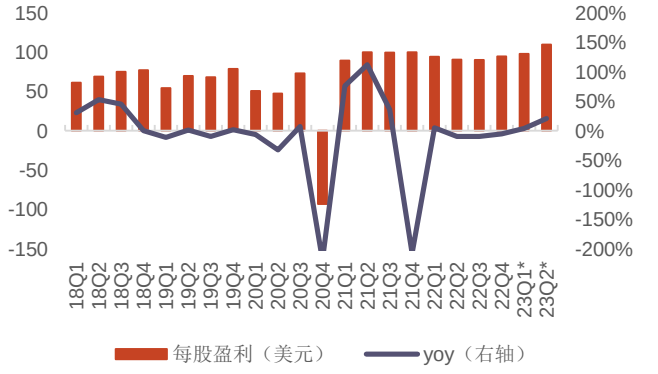
**图 1：纳斯达克综合指数每股营业收入**




资料来源：彭博，光大证券研究所整理

注：23Q1、23Q2 为彭博一致预期

**图 2：纳斯达克综合指数每股盈利**



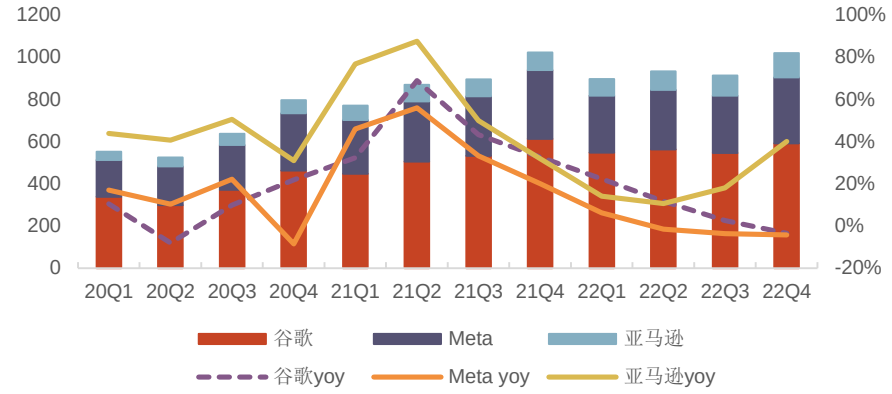

资料来源：彭博，光大证券研究所整理

注：23Q1、23Q2 为彭博一致预期

### 广告市场：行业集中度呈现下降趋势

**2022 年美国广告市场整体维持增长韧性，但伴随着竞争加剧、反垄断调查，谷歌和 Meta 广告收入 22Q4 同比下滑。**根据 Statista，2022 年美国数字广告市场规模同比增长 9%。22Q1-22Q4 谷歌广告收入同比增速分别为 18.3%、10.4%、2.5%、-3.7%，Meta 广告收入连续三个季度同比负增长；亚马逊广告同比增速持续上升。**1）广告市场逐渐多元化，谷歌、Meta 面临竞争压力。**亚马逊发挥平台优势不断扩大零售广告份额，苹果、微软通过自有流量接口实现商业化，Tiktok、Netflix 等流媒体广告业务加快增长。eMarketer 预测，2023 年苹果、亚马逊广告收入增速将达到 26%、19%，而谷歌、Meta 的广告收入基本维持稳定。**2）头部公司受反垄断调查限制。**22M12 Meta 被告知违反了欧盟反垄断规则；23M1 美国司法部以“垄断数字广告技术”为由起诉谷歌。

**图 3：21Q2-22Q4 谷歌、Meta 广告收入同比增速放缓（单位：亿美元，右轴为季度同比增长率）**

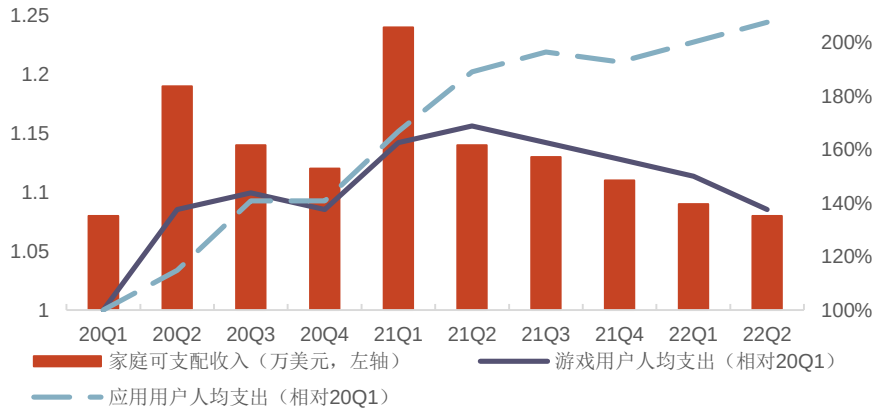



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

## 游戏市场：消费需求受可支配收入下降影响

**受宏观经济等因素影响，2022 年美国游戏用户消费较为不及预期。**随着疫情宅经济红利消退，2022 年美国游戏消费继续降温。**1）美国移动端用户单位时间平均支出下降。**根据 data.ai，2022 年美国移动端用户总支出 422 亿美元，同比下降 1.9%，日均使用时长 4.4 小时，同比增长 4.8%。**2）全球游戏市场规模下降，美国游戏市场降幅缩小。**根据 Newzoo，2022 年北美游戏市场规模约 484 亿美元，同比下降 5.1%。2021-2022 年美国游戏收入分别同比下降 7.2%、5.1%，降幅均大于全球市场。**3）美国游戏用户支出与人均可支配收入呈一定程度的正相关，显示出美国游戏行业对宏观经济和消费下行较为敏感。**根据 OECD 和 data.ai，21Q1-22Q2 美国家庭平均可支配收入下滑，比起应用支出，游戏支出拥有更强的非必需品消费性质，随着可支配收入下降而下降。

**图 4：相对应用用户人均支出，美国游戏用户人均支出对家庭可支配收入变化更敏感**




资料来源：data.ai，OECD，光大证券研究所整理

## 1.2、22M10-23M2 互联网公司股价波动出现分化

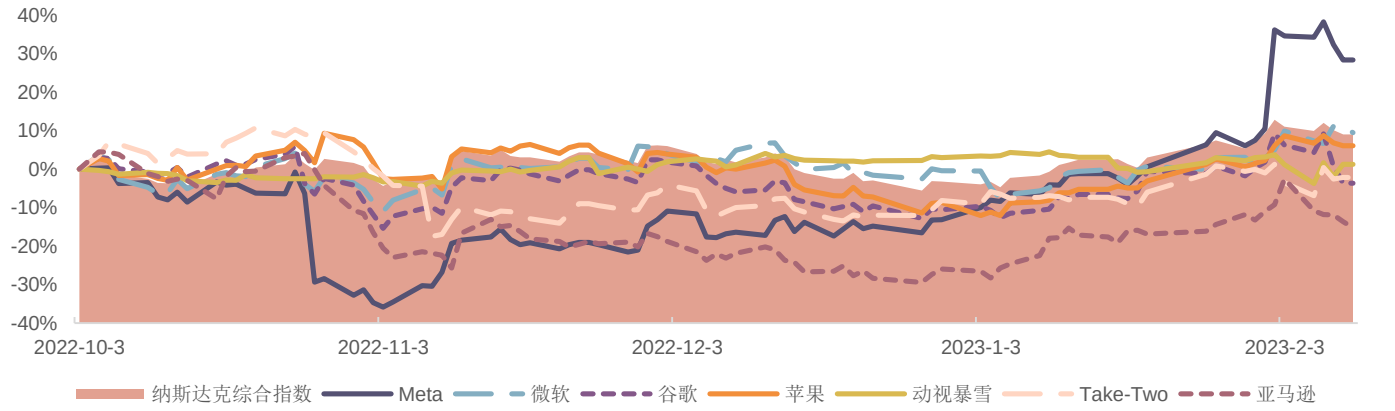
2022 年 10 月 3 日-2023 年 2 月 10 日纳斯达克综合指数上涨 9%，Meta、微软涨幅高于大盘，谷歌、亚马逊、苹果、动视暴雪、Take-Two 涨幅低于大盘。

**1）Meta 股价波动主要受季度业绩公布影响。**10 月 26 日 Meta 公布 22Q3 业绩，净利润低于预期、元宇宙业务持续亏损下，公司仍强调将继续加大元宇宙业务投入，盘后股价下跌 20%；22M11-23M1 Meta 股价在低基数下增速整体高于大盘，于 1 月 26 日追上大盘涨幅。2 月 1 日 Meta 公布 22Q4 业绩，虽然净利润维持下滑趋势，但公司强调将积极推进成本优化，盘后股价上涨超 20%。

**2）随着 ChatGPT 受到广泛关注，微软、谷歌股价产生波动。**1 月 10 日微软宣布投资 ChatGPT 100 亿美元，股价从低谷回升；2 月 7 日微软召开发布会，推出基于 AI 技术改进的新版 Bing，并宣布与 OpenAI 加深合作，股价上涨 4%。2 月 2 日谷歌公布 22Q4 财报，广告收入与净利润下滑，但强调了公司在 AI 领域的技术优势，股价未出现明显波动；2 月 8 日谷歌发布会上 AI 演示出现失误，AI 技术产品化进度不及预期，两天内股价下跌 12%。

**3）亚马逊、Take-Two，22Q3、22Q4 净利润低于预期，导致股价涨幅持续弱于大盘。**动视暴雪股价受微软收购案、暴雪与网易终止合作等事件影响产生小幅波动，22Q4 股价整体较为平缓。10 月 27 日苹果公布 FY22Q4 业绩，股价上涨 7.6%，22M11-23M1 苹果股价受高层人事变动影响产生波动；同时位于中国的工厂受疫情冲击，导致 IPhone14 等机型供应短缺，影响市场预期。

**图 5：2022 年 10 月 3 日-2023 年 2 月 10 日美国互联网公司股价涨跌幅（以 2022 年 10 月 3 日为基准）**




资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 1.3、降本增效、优化经营成美股互联网公司 2023 年共同课题

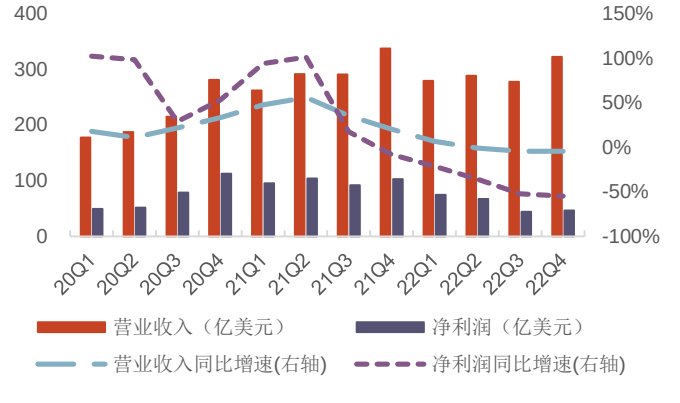
### Meta 利润端持续承压，积极推进成本优化

美国东部时间 2 月 1 日，Meta 公布 22Q4 业绩，实现营业收入 321.7 亿美元，同比下降 4%；净利润 46.5 亿美元，同比下降 55%。**净利润持续五个季度同比下滑，主营业务经营收入下降，元宇宙业务经营亏损扩大。**21Q4-22Q4 公司净利润分别同比下滑 8.3%、21.4%、35.7%、52.2%、54.8%，元宇宙部门 Reality Lab 经营亏损同比分别增加 57.4%、62.0%、15.4%、39.6%、29.5%。

**平台用户数据和成本削减策略提振市场信心。**2 月 1 日盘后 Meta 股价大幅上涨 20%至 183 美元。**1）各项用户指标仍保持健康增长。**22Q4 公司旗下 Facebook、Instagram 等平台日活跃用户达 29.6 亿，维持 21Q1 以来的环比正增长趋势。单用户平均收入达 8.63 美元，环比增长 14.6%，同比下降 8%。**2）人员结构和成本优化有望驱动 2023 年净利润修复。**2023 管理主题是“效率年”，公司将 2023 年成本指引从 940-1000 亿美元下调至 890-950 亿美元。公司将更换效率

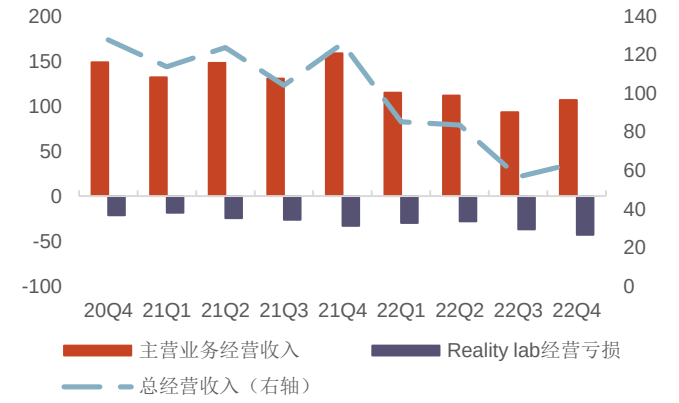
更高的数据中心架构，2023 年资本支出指引下调至 300-330 亿美元。2022 年 11 月 10 日 Meta 宣布大规模裁员 11999 人，约占员工总数的 13%，2023 年将继续优化组织结构，解雇部分中间管理层。同时，Meta 将积极主动地削减表现不佳的项目，部署人工智能工具以提升工作效率。

**图 6： 20Q1-22Q4 Meta 营业收入、净利润与同比增长率，21Q4-22Q4 净利润持续下降**




资料来源：Meta 公司公告，光大证券研究所整理

**图 7：20Q4-22Q4 Meta 分部门经营利润，Reality lab 经营亏损同比持续扩大（单位：亿美元）**



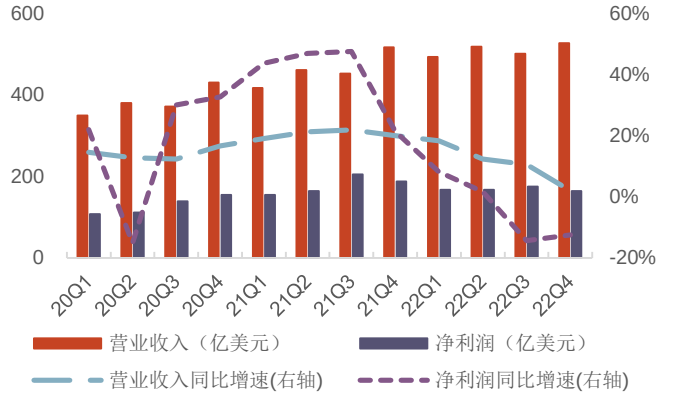

资料来源：Meta 公司公告，光大证券研究所整理

## 微软与 OpenAI 加深合作，布局 AI 技术产品化路线

美国东部时间 1 月 25 日，微软公布 22Q4 业绩，实现营业收入 527 亿美元，同比增长 2%；经营利润 204 亿美元，同比下降 8%；净利润 164 亿美元，同比下降 12%。**1）Office 收入 ToB 端维持增长，ToC 端小幅下降。**商业 Office 产品和云服务收入同比增长 7%，LinkedIn 收入同比增长 10%，Dynamic 365 收入同比增长 21%；**2）云服务收入增长稳健。**22Q4 服务器和云服务收入同比增长 20%，主要由 Azure 等云服务收入同比增长 31%驱动。

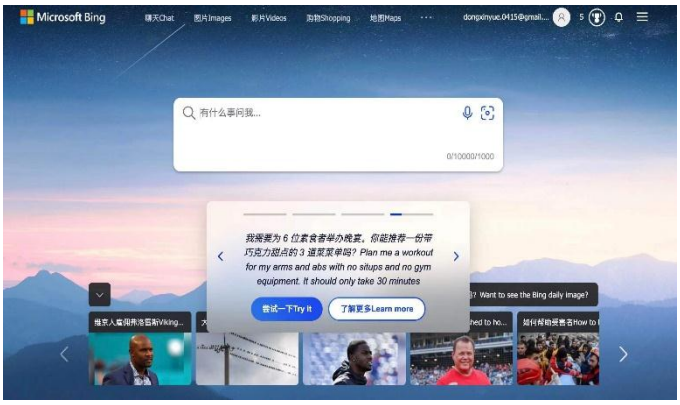
**微软与 OpenAI 加深合作，AI 技术助力新一代搜索引擎发展。**2 月 7 日微软举行发布会，宣布推出结合 AI 技术的新版 Bing。**1）通过 ChatGPT 类 AI 文本生成模型改进 Bing 搜索引擎功能，有望创造长期竞争优势，增加市场份额。**根据 Statcounter，2022 年 Google 占全球搜索引擎市场份额的 90%以上。基于生成 AI 的搜索引擎提升相关性和准确性，能创造产品区分度。**2）搜索引擎融入被动获取信息的过程，改善用户使用体验。**增强版 Bing 嵌入问答交互功能，提供 AI 生成的个性化回答。通过 AI 提供用户需求外的信息，相比传统的主动关键词搜索更能提高效率。**3）微软与 OpenAI 将加深其它领域的合作**，包括加强数据安全，打击虚假信息，利用 AI 技术屏蔽有害内容等。

图 8：20Q1-22Q4 微软营业收入、净利润与同比增长率，21Q3-22Q4 收入增速下滑




资料来源：微软公司公告，光大证券研究所整理

图 9：增强版 Bing 嵌入问答交互功能，提供 AI 生成的个性化回答，相比传统的主动关键词搜索更能提高效率




资料来源：微软官网

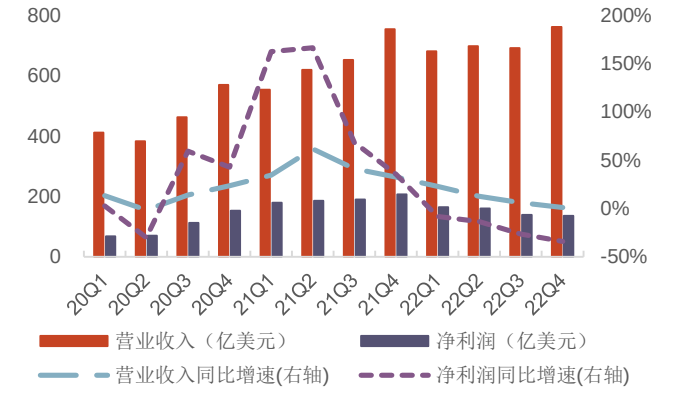
## 谷歌广告业务收入下滑，技术优势驱动预期修复

美国东部时间 2 月 2 日谷歌公布 22Q4 业绩，实现营业收入 761 亿美元，同比下降 0.9%；净利润 136 亿美元，同比下降 33.9%。2022 年全年实现营业收入 2828 亿美元，同比上升 10%；净利润 600 亿美元，同比下降 21%。

**谷歌广告业务收入自 20Q2 以来首次季度同比下滑。**22Q4 谷歌广告收入同比下降 3.7%，Youtube 收入同比下降 7.8%。主要原因：**1）广告业务受宏观经济下行影响较大。**美元汇率波动也影响了谷歌的海外广告收入。**2）市场竞争加剧。**亚马逊等电商平台、TikTok 等流媒体平台对谷歌的广告业务形成挤压。3）**反垄断部门的严格监管限制了谷歌广告业务的扩张。**

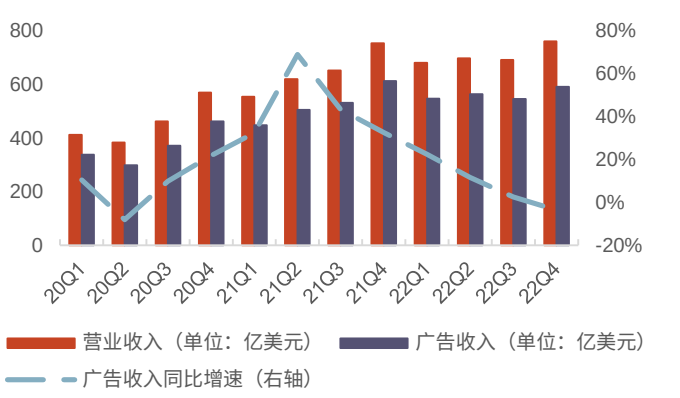
**AI 技术与搜索引擎结合前景广阔，有利于中长期提振市场信心。**2 月 7 日微软发布会推出的新版 Bing 利好 ChatGPT 概念股，微软、谷歌股价上涨超 4%。**谷歌在 AI 领域的技术积累深厚，同时能否将技术积累转化为有竞争力的产品将是增长的关键。**面对广告业务日益加剧的竞争环境和 ChatGPT 等生成 AI 对搜索业务的挑战，谷歌强调将扩展 AI 业务，计划推出可对话语言模型 LaMDA 等 AI 业务增长群并嵌入现有的搜索引擎，加快将 AI 技术积累转化为消费产品。

图 10：20Q1-22Q4 谷歌营业收入、净利润与同比增长率，营业收入增速放缓，22Q1-22Q4 净利润持续下滑




资料来源：谷歌公司公告，光大证券研究所整理

图 11：20Q1-22Q4 谷歌广告收入与同比增速，21Q2-22Q4 降幅连续缩窄，22Q4 出现自 20Q2 以来首次季度同比下滑




资料来源：谷歌公司公告，光大证券研究所整理

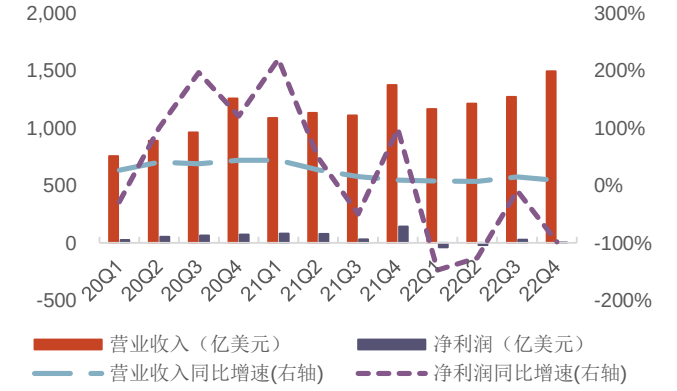
## 亚马逊 AWS 营业利润首次同比下滑，降本增效成为 2023 年主题

美国东部时间 2 月 2 日 Amazon 公布 22Q4 业绩，净零售额同比增长 18.6%，营业利润同比下降 20.9%；2022 全年营业利润 123 亿美元，同比下降 50.8%，净亏损 27.2 亿美元。

**AWS 部门零售额增速放缓，营业利润首次出现同比下滑。**22Q4 AWS 零售额同比增长 20.4%，低于上季度增速 27.5%；AWS 营业利润同比下降 1.7%，首次出现下滑。**1）AWS 作为公司客户的云服务提供商，大量客户为中小型科技公司，受宏观经济不确定性影响更大，**因此 AWS 的收入规模增速放缓明显。同时，AWS 面对微软、谷歌等云服务竞争对手，营业利润进一步压缩，22Q1-22Q4 AWS 营业利润率从 35%下降至 24%。**2）亚马逊扩大对 AWS 的投资，资本支出同比上升。**2022 年亚马逊现金资本支出 583 亿美元，同比增长 5.2%，主要用于 AWS 技术设施投资、物流能力建设等。在宏观经济下行、利率攀升背景下，亚马逊利润率、现金流短期内受到影响。

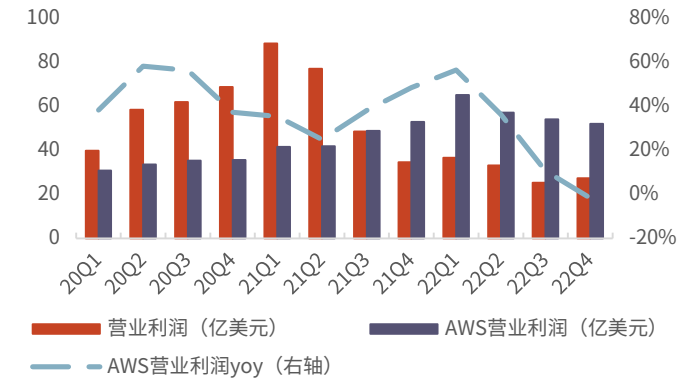
**降本增效、优化支出是亚马逊 2023 财年的主题。1）2022 年亚马逊积极控制成本、提高经营效率。**2022 年初亚马逊关闭了实体书店并降低新仓库的开设速度；23M1 亚马逊宣布裁员 18000 人。**2）疫情以来的各类扩张性投资推高了亚马逊的支出。**高通胀下不断提高的物流和人工成本压缩亚马逊的盈利能力，长期作为较强增长动力的 AWS 增速也逐渐放缓，亚马逊将重新调整业务策略以获得长期成本竞争力。

**图 12：20Q1-22Q4 亚马逊营业收入、净利润与同比增长率，2022 年全年转为净亏损**




资料来源：亚马逊公司公告，光大证券研究所整理

**图 13： 20Q1-22Q4 亚马逊营业利润、AWS 利润与同比增速，21Q3-22Q4 AWS 以外其他部门持续亏损**




资料来源：亚马逊公司公告，光大证券研究所整理

## 苹果供给端受疫情冲击，服务收入增长稳健

美国东部时间 2 月 2 日，苹果公布 FY23Q1 业绩。**1）营业收入自 FY19Q2 以来首次季度同比下滑，部分细分市场表现良好。**FY23Q1 公司实现营业收入 1172 亿美元，同比下降 5.5%；其中销售额 964 亿美元，同比下降 7.7%。iPhone 销售额在加拿大、意大利、西班牙等地创造记录；新兴市场活跃 iPhone 安装数增长了两位数百分比。**2）公司服务收入高于预期。**服务收入 208 亿美元，同比增长 6.4%，创下历史新高；平台付费订阅人数超过 9.35 亿，FY22Q1-FY23Q1 增加 1.5 亿。**3）净利润创下自 FY19Q2 以来最大季度同比降幅。**FY23Q1 公司净利润 300 亿美元，同比下降 13.4%，主要系研发成本同比上升 22.2%所致。

**苹果生态持续健康发展，短期供应链冲击不影响长期优势。**发布财报后第二日 Apple 上涨 4.5%，在收入、净利润下滑情况下出现逆势上涨，主要原因：**1）固定汇率下 22Q4 收入同比基本持平。**根据公司公告，美元外汇逆风对 FY23Q1 收

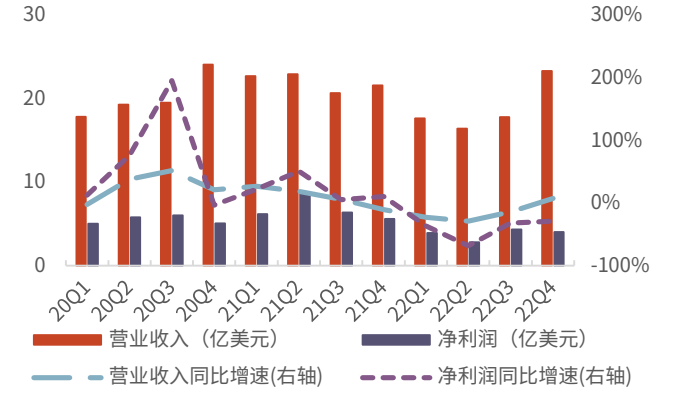
入产生了近 8%的影响。**2）iPhone14 等产品供应预期较快修复。**22M12 中国新冠管控措施严重影响 IPhone14 相关机型的供应，随着中国疫情管控放松，位于中国的工厂将逐步恢复生产，缓解供给不足的问题。**3）与 Meta、谷歌、亚马逊不同，苹果在销售额放缓的压力下避免了大幅度裁员。**

## 游戏巨头：动视暴雪净利润收窄，Take-Two 将实施成本削减计划

美国东部时间 2 月 6 日动视暴雪公布 22Q4 业绩，实现 GAAP 净营收 23.3 亿美元，同比增长 7.9%；GAAP 净利润 4.0 亿美元，同比降低 28.5%，主要系游戏开发、发行及销售成本提升。**1）22Q4 净预定额创历史新高，月活跃用户维持增长韧性。**动视暴雪旗下产品 MAU 3.9 亿，同比增长 4.9%，其中动视、暴雪、King 三大游戏工作室的 MAU 分别占比 28.5%、11.6%、59.9%。22Q4 净预定额 35.7 亿美元，同比增长 43%。**2）三大游戏工作室净营收增长强劲，动视净营收占比超过 50%，暴雪驱动公司净营收增长。**22Q4 三大游戏工作室 GAAP 净收入 33.7 亿美元，动视、暴雪、King 净收入占比分别为 54.9%、23.5%、21.6%，净收入同比增长率分别为 37.5%、47.2%、5.9%。 **3）暴雪短期内返回中国市场可能性较低，或将影响 2023 年营收。**23M1 暴雪正式结束与网易的合作。由于寻找新代理、审批海外版号需要时间，短期内很难重返中国市场。

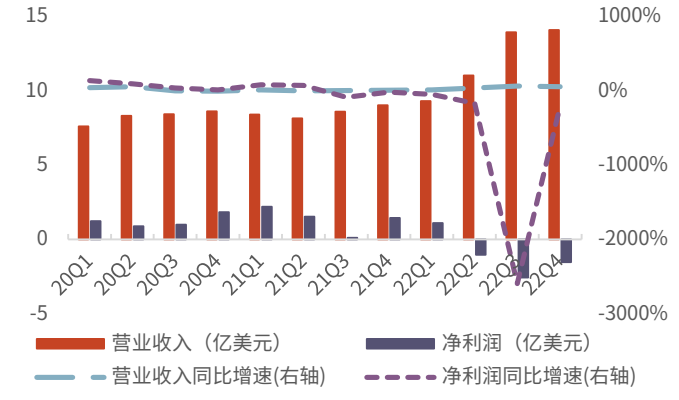
美国东部时间 2 月 6 日 Take-Two 公布 FY23Q3 业绩，实现 GAAP 净收入 14.1 亿美元，同比增长 55.9%；GAAP 净亏损 1.5 亿美元。**1）FY2023 预估净收入同比增长，手游产品线储备丰富。**公司预估 FY2023（22M4-23M3）收入 52.4-52.9 亿美元，同比增长 49.5%-50.9%。公司更加重视手游战略，22M5 收购手游制作商 zynga 后，FY23-FY25 将推出《侠盗猎车手：三部曲》等 38 部手游，占游戏产品线的 44%。**2）2023 财年净亏损高于预期，采取成本削减计划应对经营费用率上升。**公司预估 FY2023 净亏损 7.0-7.2 亿美元，低于 FY23Q2 的指引 6.3-6.7 亿美元。经营费用占流水比例 77%，同比上升 13pct。针对显著上升的经营费用率，公司已着手实施每年节省约 5000 万美元的成本削减计划，包括人员结构、流程、基础设施优化等。

**图 14：20Q1-22Q4 动视暴雪营业收入、净利润与同比增长率**




资料来源：动视暴雪公司公告，光大证券研究所整理

**图 15：20Q1-22Q4 Take-Two 营业收入、净利润与同比增长率**




资料来源：Take-Two 公司公告，光大证券研究所整理

# 2、从美国互联网巨头表现看中国互联网行业复苏前景

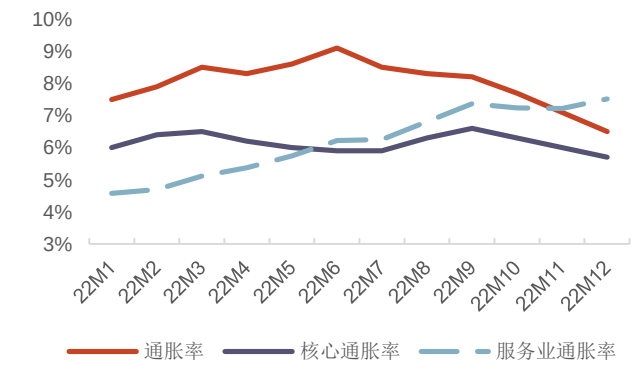
## 2.1、宏观经济下行、美联储货币政策紧缩使美股互联网板块受到多重压制

**美股互联网公司 22Q4 收入增速、净利润等指标不及预期，主要由于美国充满挑战的宏观经济环境和外汇逆风。**食品、能源价格上涨压缩弹性消费需求，民众对于经济衰退的预期促使消费缩减，互联网行业需求侧受打击。**1）受新冠疫情后供应链中断、俄乌地缘政治冲突等因素影响，2022 年食品、能源价格大幅上涨。**22M6-22M12 核心通胀率始终低于通胀率，表明通胀率提升更多由食品、能源推动。**2）对宏观经济的悲观预期推高个人储蓄率。**22M9-22M12 美国个人储蓄率分别为 2.4%、2.5%、2.9%、3.4%，呈现上升趋势。储蓄率上升和刚性消费上升的双重影响下，平台消费需求缩减。**3）外汇逆风导致美国互联网公司国际业务收入下降。**宏观经济下行、美联储持续加息加剧了美元外汇逆风，2022 年 11 月 1 日、2023 年 1 月 31 日美元兑人民币汇率分别为 7.32、6.75。

**美联储激进的加息政策使得高风险的互联网板块股价受打击，高利率使得投资者减持高风险科技股。1)**为缓解高通胀率，22M3-23M2 美联储加息七次至 4.75%，达到 2008 年以来的最高点，23M2 美联储主席鲍威尔强调将谨慎降息，优先保证通胀缓解。**2）**经济增长相对放缓时，科技股的成长性受到投资者青睐，但在利率较高时科技股风险被放大，投资者转向公用事业、必需品消费等防御型股票。

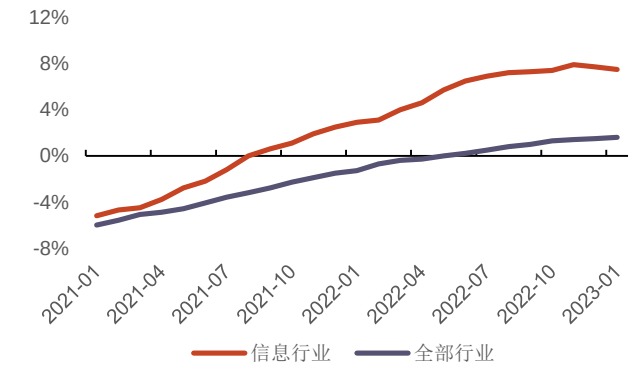
**美国劳动力市场强劲，加重了市场对于服务业通胀和继续加息的担忧。1）疫情结束后美国劳动力市场需求修复快于供给修复，推高平均工资水平。**22M12 服务业通胀率达 75%，环比增长 0.3pct，相比 22M6 增长 1.3pct。劳动力市场强劲削弱了市场对于美联储降息的预期，进一步利空高风险科技股。23M1 美国失业率达 54 年来新低，新增岗位 51.4w 大幅超预期，平均时薪、每周工作时长均环比上升。**2）头部互联网公司裁员潮未对劳动力市场产生明显影响，互联网公司更重视降本增效，展望长期业绩修复。**22M11-23M1 Meta、亚马逊、谷歌、微软等公司宣布进行大规模裁员，以应对疲软的宏观经济形势和内部经营压力。23M1 信息行业新增岗位数虽环比下滑，但以 2020 年 1 月为基准的增长率仍高于其它行业。多家互联网公司表明 2023 年将持续优化人员结构，通过削减项目、关停门店等方式提高工作效率。

**图 16：22M1-22M12 美国通胀率、核心通胀率、服务业通胀率，核心通胀率低于通胀率，服务业通胀率呈上升趋势**




资料来源：美国劳工统计局，光大证券研究所整理

**图 17：美国信息行业与全部行业新增非农岗位数增长率（以 2020 年 1 月为基准），信息行业增速高于平均**




资料来源：华尔街日报，光大证券研究所整理

## 2.2、看好 23 年国内宏观复苏下，中国互联网行业景气度提升

**宏观经济风险短期内难以缓解，美国互联网公司业绩或将继续承压。**2023 年初美股科技板块上涨更多源于投资者和美联储的加息博弈，市场押注美联储在较短时间内降息，推动高风险板块股价走高。根据 CME Group 预测，23M1 就业数据公布后，市场预期 23M3、23M5 美联储加息概率分别为 97.4%、63%，2023 年最后一次政策会议前，市场预期利率低于 4.75%的概率为 51.6%。将近半数投资者对 2023 年降息持悲观态度，较高的利率使高风险科技股面临更大压力。

**由于宏观经济形势和疫情政策不同，中美互联网公司处于不同的收入波动和成本优化周期。1）**疫情以来美国互联网公司持续扩张，各项成本水涨船高。22M6 以来受宏观经济下行和加息的双重影响，互联网需求受损，成本优化速度落后于营收下滑，导致业绩承压。**2）**2020-2021 年中国新冠疫情冲击较为平缓，互联网行业于 2022 年受到较大压制，对平台经济、游戏行业的政策监管带来压力，使中国互联网公司较早开启裁员等成本优化过程，各公司利润端逐步实现优化。展望疫情过峰后和监管放松后中国互联网公司业绩有望恢复弹性。

**看好 2023 年中国互联网行业复苏。1）2023 年中国宏观经济增速预期修复。**根据彭博一致预期，2023 年中国 GDP 增速有望达到 4.8%，高于美国的 2023 年 GDP 增速 0.4%。随着我国宏观经济恢复活力，线下消费有望复苏刺激互联网广告、电商、本地生活等行业回暖。**2）疫情结束提振互联网消费需求。**2021 年初，随着疫苗在美国普及，学校、公司恢复线下，以及美国政府实施一系列实体经济和供应链支持政策，疫情对美国的影响逐渐降温。2021 年纳斯达克综合指数整体呈上涨趋势，互联网公司股价增长整体较强。2023 年中国疫情结束后有望驱动互联网行业需求端修复。**3）23 年政策监管有望边际放松利好平台经济。**游戏版号发放基本恢复常态化，游戏公司产品线库存积压释放，有望驱动互联网行业供给端修复。

# 3、投资建议

中国互联网板块估值处于低位，疫情过峰后消费复苏和监管政策持续向好提振市场信心；平台经济政策有望再度释放利好信号，看好 23 年互联网板块估值和业绩的双重修复。关注平台经济、互联网金融等监管政策进展，重点关注 23M3 全国两会召开。维持互联网传媒行业“买入”评级。

**1）平台经济：**2023 年平台经济有望成为经济发展的主题之一，23M3 两会或将迎来监管利好，有望提振市场信心，推荐：腾讯控股、百度集团，关注阿里巴巴；

**2）疫情后业绩恢复：**受益于经济复苏下广告、电商等板块顺周期恢复，23 年业绩增速预期提振，推荐：腾讯控股、新东方在线；

**3）游戏：**关注中国游戏市场复苏，版号放宽利好精品化游戏公司，头部厂商出海拓份额，降本增效下内容厂商工业化产出能力提升，推荐：腾讯控股、网易、三七互娱、心动公司、哔哩哔哩。

# 4、风险提示

中美地缘政治摩擦、宏观经济不及预期、疫情潜在反复、互联网公司降本增效不及预期

## 行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

**上海**
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

**北京**
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

**深圳**
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

**香港**
**中国光大证券国际有限公司**
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

**英国**
**Everbright Securities(UK) Company Limited**
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE