

中国互联网行业

分析师路演反馈：行百里者半九十

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

在上周上海&香港互联网行业约 20 场路演中，我们关注到投资者对板块整体反馈谨慎偏乐观，青睐板块的低估值，对 2H22E 边际改善及估值修复形成基本共识，但在拐点判断层面分歧较大(3月/5月)：一方面憧憬 1Q22 基本面触底、3 月后业绩下调风险释放、防控放松等利好，但另一方面担心 2Q22 恢复不及预期(落差较大)，需等待 5 月业绩指引后更为清晰。时点之外，投资者同时也关注长期增长性与估值逻辑的探讨，在监管新常态及互联网周期尾部，认为中长期系统性机会不明朗(行业增速换挡：<20%成为常态)，更加关注阶段性机会。叠加美国加息下的市场环境波动，导致交易区间愈窄、交易周期愈短。估值层面，投资者倾向盈利性/盈利在即的标的(P/E 估值逻辑)，对平台投入期容忍度下降，认为 P/S 估值逻辑公司较难判断估值底部。我们认为公司分化将进一步加剧，板块偏好排序(游戏+消费互联网>泛文娱>广告)投资者较为认可，重点推荐的快手及网易 LO 及 HF 基本面分歧不大，但在拼多多、美团、阿里、哔哩等标的上探讨性较强。其中，LO 偏好：快手>网易>腾讯>京东>美团；HF 偏好：快手>拼多多>网易(仅基于路演心得)。投资者对未来格局之变(非核心资产是否淡出投资视野)、巨头投资之变(CVC 收紧)、企业架构之变也进行了深度思考，理解行业转型存在阵痛期，期待板块长坡厚雪下信心的重拾。

- **政策面是否真正到底？** 投资者认可监管极端风险已消化、框架成型明朗化的观点，同时也理解新的政策法规下未来监管基调较难发生实质性放松。短期关注两会及下半年二十大政策风向。部分政策待落地，如版号、广告新政等，但整体环境逐渐趋于稳定、期待边际温和化。
- **拐点分歧：基本面何时边际改善？** 受美股加息、宏观承压、疫情反复等多重因素，市场信心仍在弱修复中。投资者虽憧憬春节行情、板块边际改善，但同时也担心腾讯减持、业绩尚未调整到位等风险。LO 考虑持仓体验，积极观望情绪偏浓厚，部分投资者倾向 3 月后甚至年中参与。南下资金及中资 LO 对部分港股标的的参与度回升明显。HF 较活跃，1 月已积极布局。
- **1Q22 是否是最差季度？** 除游戏之外，我们认为 1Q22 将是消费互联网及广告全年增速最差的季节，归因于：高基数、疫情反复及防控从严、宏观压力凸显。投资者普遍对 1Q22 业绩无期待，且认为大部分公司在 3 月业绩会后将进行 2022 年的业绩指引下调。但对于我们提出的 2Q22 开始进入边际改善存在两个维度思考：1) 如果仅仅是出于低基数，增速部分恢复，市场接受度是否打折；2) 投资者对单季度边际改善的幅度目前尚未形成一致预期，且对宏观经济复苏节奏(基于当前的定向放水)仍在密切观察。
- **增速换挡后稳态估值中枢在哪？** 我们预计 2022 年核心资产利润平均增速为 14% (vs. 此前 17%)，部分投资者对行业增速换挡、盈利能力摊薄后长期稳态估值存在疑虑(当前估值 16x FY22E P/E 是否足够吸引，未来能否回归到历史平均 21x)。我们认为 FY22 依然存在多重一次性负面因素，同时平台在当前监管指导下更加注重社会责任的承担、有意控制利润率的释放，今年的增速尚不足以代表长期利润空间(TAM 变化不大)。稳态估值未来将随着平台新业务亏损收窄、海外增量、及盈利持续性增强而逐步修复。
- **CVC 投资节奏放缓意味着外延扩张逻辑不再？** 一方面，投资者普遍担心腾讯存在进一步投资梳理及减持的计划，其中风险系数较高的标的推测为美团和拼多多(从反垄断及投资收益角度分析)，也是近期压制股价反弹的部分因素。我们认为该因素作为非基本面的一次性影响，不改变投资逻辑，只是参与的时点需要斟酌。而投资者较关心的快手和哔哩，基于其亏损情况及成长阶段，我们认为暂时不在腾讯短期减持考虑范畴。另一方面，腾讯因此凸显

其稳健性及防御性。长期来看，我们认为平台投资节奏放缓将是行业普遍现象，以此配合监管基调，该导向下，平台也将更加注重内功修炼、而非外延扩张。

- **行业分化后，赛道和标的选择？** 我们认为公司分化将进一步加剧，板块偏好排序(游戏+消费互联网>泛文娱>广告) 投资者较为认可，重点推荐的快手及网易投资者分歧不大，但在拼多多、美团、阿里、哔哩等标的上探讨性较强。其中，**LO 偏好：快手>网易>腾讯>京东>美团；HF 偏好：快手>拼多多>网易** (仅基于路演心得)。快手是 LO 和 HF 近期一致预期选股，兼具弹性与稳健性，源于：1) 管理层调整反馈正面；2) 4Q21E 及 FY22E 增速稳健且利润率向好 (FY22E 预测广告+32% YoY, 电商 GMV+39% YoY, 国内业务实现扭亏为盈)；3) 估值吸引 (3x FY22E P/S)。此外，网易和腾讯是稳健性首选 (弹性较低)，拼多多在 LO/HF 中分歧较大、但弹性高。
- **电商：2022 电商大盘增速指引是否乐观？** 我们预测 2022 年电商大盘 GMV 增速约 14% (阿里/京东/拼多多/快手/头条分别为 4%/20%/20%/39%/50%)。投资者虽然同意在当前公司指引下 bottom-up 参考性较强，但认为 14% 增速与今年实体消费增长预期 (中单位数) 差距较大，尤其注意到 2021 年 12 月实体消费与网上消费增速同步。投资者普遍对抖快 GMV 增速信心充足，认为传统三家电商平台或存在进一步下调指引的可能 (行业增速趋向<10%)，其中阿里和拼多多受宏观及直播电商冲击更为明显，京东防御性较高但预期较满、2H22 或面临苏宁增量效应不再而增速下滑的风险。标的排序：快手 > JD > 美团 > PDD > BABA。
- **本地生活：外卖增速放缓是长期趋势还是阶段性波动？利润释放节奏如何看？** 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，源于其赛道成长性及高护城河 (竞争压力较小)。LO 及 HF 投资者信仰依旧，认可其长期逻辑不变、TAM 不改，但对美团短期外卖增速放缓、盈利波动、抖音竞争提出顾虑。一方面，在美团 4Q21E 外卖单量指引增速放缓到 15%-17% 后，1Q22 及 FY22 单量增速大概率 < 20%，未来能否回到 20% 以上、以及客单价是否能持续上行是一个问号。另一方面，抖音在到店的激进布局 (大部分投资者尚未意识到) 对竞争格局影响仍需观察。我们认为短期 4Q21 及 1Q22 业绩承压、腾讯潜在减持是股价波动主因，待市场进一步消化、2022 年业绩指引下调整后，美团的边际改善程度将更为明显、弹性更大，而增速换挡更多来自监管侧考量、非需求端问题。投资者对外卖利润的担忧，我们认为也是公司综合考量政策导向、社会责任/社保等而有意放慢利润释放，并非长期盈利能力有变 (每单盈利 RMB1)。投资者对我们 2025 年每单盈利 RMB0.8 的预测接受度较高，2022 年每单盈利 RMB0.4-0.5 市场也在逐步消化中。
- **游戏：市场对版号重启的预期在哪里？** 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版号放开时点。与 2H21 不同的是，市场对版号重启节奏预期有所降低，从此前的“憧憬下个月”已逐渐考虑年中乃至二十大之后。我们认为低预期反而利于板块筑底，且头部两平台腾讯、网易防御性凸显 (版号储备强、新游+出海增量可期)。目前市场对网易逻辑普遍认可，且认为是头部公司中少有的在 2022 年实现利润加速增长、催化剂贯穿全年的标的。而腾讯虽然业绩缺乏亮点 (预计 2022 收入/净利润+11%/6% YoY, 较投资者预期偏保守)，但市场预期足够低，且回购释放积极信号 (过往 11 年 6 次回购半年涨幅均>20%，最大回撤<13%)，也是部分投资者偏爱的稳健性标的。
- **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？** 泛文娱 (非游戏) 板块竞争加剧、抖快分流抢时趋势已成共识，长视频、音频、传统直播赛道市场关注度降低，引发投资者对非抖快标的的终局思考。我们认为抖快 3 年内增势持续性依旧较强，其他子版块较难实现系统性反弹，多采取稳增长、控成本策略。非抖快中，哔哩、知乎市场关注度较高、观点不一：1) 哔哩因利润率承压后进入估值回调通道，当前 LO 对潜在 opex 投入收缩基调持积极态度 (类比快手逻辑)，但毛利率拐点及扭亏为盈时点不清晰短期抑制加仓意向；HF 对哔哩空仓逐渐覆盖，认为当前估值下行空间有限。2) 知乎因所处广告变现赛道、仍在投入中 (P/S 估值)，前期错杀严重，投资者对 2022 年新的增速指引 (60%+) 普遍反馈向好，用户指引尚可接受，但在亏损绝对值扩大、盈利时点推后分歧较大，部分投资者认同公司投入策略与快手哔哩的差异化 (知乎现金 70 亿+)，足以支撑 5 年+ 的投入，不同于快手哔哩年度亏损 50-200 亿)，而少数投资者对加大投入、毛利率下行存在担忧。

- **广告: 广告新政量化影响、需求端盘点及复苏推演?** 我们预测 2022 在线广告大盘增速约 10% (腾讯/快手/哔哩哔哩/知乎+0%/32%/50%/60%+), 其中 1H22 承压、2H22E 边际复苏, 头部平台受宏观、PIPL 冲击较大, 中型平台量化影响可控。部分投资者对大盘增速持谨慎态度, 尤其考虑腾讯 2022 广告或存在持平或同比下降的风险。但我们认为目前大部分投资者对头条(TOP1)的增势尚未考虑, 从而影响大盘增速判断。时点层面, 投资者普遍对 1Q22 增速最差已有预期, 我们认为 3 月释放 1Q22 指引对股价影响有限。政策面, PIPL 影响预计为单位数, 11 月打标新政或对 CTR 及 CPM 形成局部负面影响, 但同时倒逼平台优化算法能力。需求端, 预计电商、F&B、奢品广告投放稳健, 汽车、航空/OTA、金融投放需求走弱, 游戏增量广告取决于版号节奏。

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于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

招银国际证券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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在变幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际证券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。招银国际证券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证券编写，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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。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。招银国际证券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，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有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，都应仅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。