

互联网行业策略

后疫情时代来临，短期互联网板块标的选择

策略专题

2022-10-05 星期三

➤ 港股互联网科技业仍在筑底

新冠疫情自 2020 年在全球爆发并延续至今，在很大程度上改变了人们生活和工作方式，封控政策对各行各业造成了巨大的影响和冲击，对于互联网而言同样如此，特别是整体宏观经济增长放缓，使得各类商业化工具效率降低，并逐步使得整个板块向降本增效、聚焦核心业务发展，同时也让上游开始寻求更加有效的商业化手段，包括效果广告、定制化服务、大数据、云 SaaS 等。虽然目前互联网板块变现低迷，投资者信心不足且市场流动性持续下降，但我们认为互联网技术依然在不断向前发展，越来越多的需求将被互联网技术满足，而且社会整体运行效率提升与互联网技术发展息息相关，因此依然值得逢低布局。

➤ 降本增效是多数互联网公司短期主题

面对经济增长放缓、国内疫情反复等困难挑战，今年以来，互联网企业积极降本增效，压缩营销开支、减少经营成本，提高经营效率。二季度总体互联网板块销售费用同比降低 10% 以上，同时也开始缩减人员成本，使得利润端环比同比提升。另一方面在产品结构也进行了调整，普遍提升了毛利率较高的业务占比以及收缩新业务的投入。

➤ 后疫情时代，互联网板块投资机会

我们认为随着后疫情时代来临，首先电影作为主流的线下娱乐形式，在后疫情时代板块将持续复苏。在疫情期间仍为居民参与度和期待度较高的娱乐活动，只是当前短期受制于疫情反复及内容供给不足，反弹力度并没有完全释放。此前疫情封控结束后的报复性观影行为和优质影片高票房的表现，证明了人们在观影上的需求持续存在。另外随着建设“数字经济”加快推进，未来助力实体经济数字化转型是互联网企业发展的重要方向之一。在政策影响和数字化转型需求的拉动下，“十四五”期间我国云计算仍将处于快速增长阶段，到 2025 年市场规模有望突破万亿元。由于有良好的政策环境和发展基础，云计算依然处于黄金发展期。推荐标的包括猫眼娱乐（1896.HK）、金蝶国际（268.HK）、汇通达网络（09878.HK）。

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914644

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

后疫情时代，互联网可选标的思考

1. 互联网科技板块已经接近底部

新冠疫情自 2020 年在全球爆发并延续至今，在很大程度上改变了人们生活和工作方式，封控政策对各行各业造成了巨大的影响和冲击，对于互联网而言同样如此，特别是整体宏观经济增长放缓，使得各类商业化工具效率降低，并逐步使得整个板块向降本增效、聚焦核心业务发展，同时也让上游开始寻求更加有效的商业化手段，包括效果广告、定制化服务、大数据、云 SaaS 等。

回顾疫情发生后，互联网企业以及业务端互联网水平较高的企业，在疫情之中表现出较强的灵活性与更好的适应性，使得互联网技术的价值被进一步认可。这对于未来提升产业互联网产业规模有明显激励作用。可以预期，在后疫情时代，随着经济复苏，互联网板块将获得更快的需求恢复，同时经历这一轮整体降本增效调整后，有望实现更高质量发展。

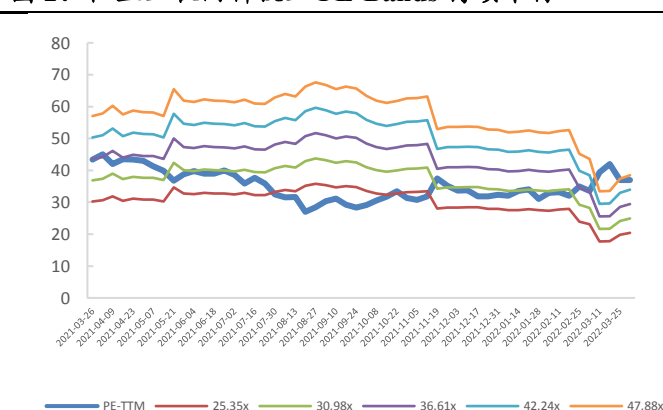
虽然目前互联网板块变现低迷，投资者信心不足且市场流动性持续下降，但我们认为互联网技术依然在不断向前发展，越来越多的需求将被互联网技术满足，而且社会整体运行效率提升与互联网技术发展息息相关，因此依然值得逢低布局。

回顾近一年板块表现，虽然港股市场和美股市场持续下行，但科技互联网股票整体跌幅大于大盘。我们认为原因主要是此前互联网板块在疫情初期变现出较强的韧性，使得板块被资金青睐，不断推高估值。而当整体经济下行时，商业化工具效率下降，使得业绩增速下滑，因此开始经历估值下行-业绩下行-估值下行，是典型的戴维斯双杀。

图 1：恒生互联网科技业指数近一年走势弱于大势



图 2：恒生互联网科技业 PE-Bands 持续下行



资料来源：wind，国元证券经纪(香港)整理

资料来源：wind，国元证券经纪(香港)整理

根据万德数据显示，恒生互联网科技业动态 PE 目前处于历史区间的合理偏高水平。这主要是由于互联网行业发展依然受到当下宏观经济环境下行影响。同时政策方面，反垄断监管落地头部企业盈利能力受到制约。个人信息保护法及互联网广告法规出台使得互联网企业货币化能力降低。游戏版号审批停止让部分游戏公司收入及盈利下滑。因此业绩的倒退让整体动态估值在行业持续下行的过程中依然处于高位，但是未来一旦疫情得到控制，经济开始复苏，互联网板块业绩反转弹性较高，行业的高成长型将会使得情况瞬间反转。

2. 降本增效是多数互联网公司短期主题

面对经济增长放缓、国内疫情反复等困难挑战，今年以来，互联网企业积极降本增效，压缩营销开支、减少经营成本，提高经营效率。例如第二季度，腾讯主动退出非核心业务，收紧营销开支，削减运营费用，在收入承压的情况下实现非国际财务报告准则盈利环比增长。通过持续改善运营效率和优化成本，阿里巴巴在自然年 2022 年二季度关键战略业务均出现亏损收窄。其中淘特实现亏损同比和环比收窄，淘菜菜亏损环比大幅收窄，饿了么单位经济效益改善。拼多多第二季度综合毛利率和费用率也都得到明显改善。二季度总体互联网板块销售费用同比降低 10% 以上，同时也开始缩减人员成本，使得利润端环比同比提升。另一方面在产品结构也进行了调整，普遍提升了毛利率较高的业务占比以及收缩新业务的投入。

图 3：主要互联网公司收入总和及增速（亿元、%）

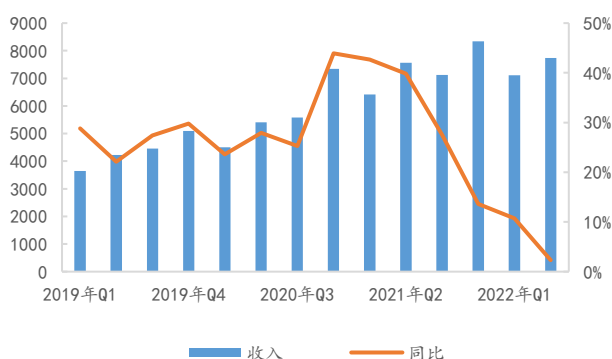
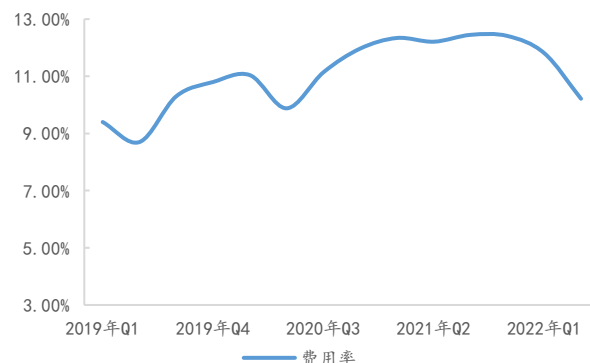


图 4 主要互联网公司销售费用率不断下降 (%)



资料来源：wind、国元证券经纪(香港)整理

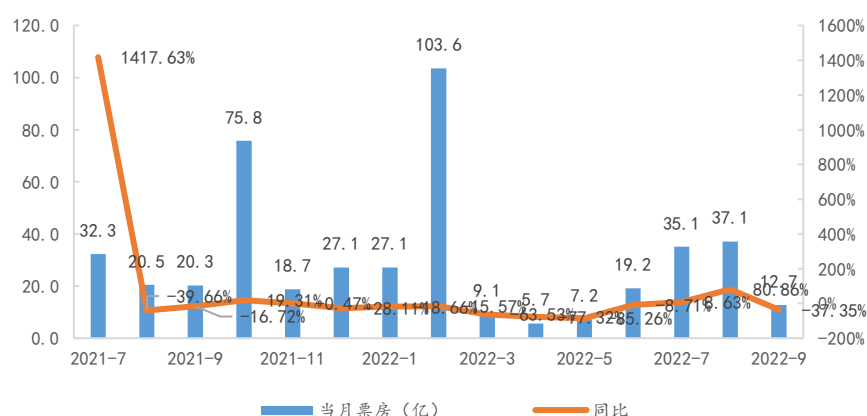
资料来源：wind、国元证券经纪(香港)整理

3. 后疫情时代，互联网板块投资机会

后疫情时代影业复苏

受疫情影响，今年中国影视票房数据一季度便重回 2021 年低谷，这一阶段全国电影行业基本处于半封闭状态。随着疫情持续反复清明、五一等重大档期出品方制片方选择或者被动集体撤档，根据猫眼数据，4 月、5 月，全国总票房单日最低值低至 600 万，清明端午仅超过 1 个亿的票房，五一档五天总票房仅 3 亿，同比减少 82%，行业基本面依然没有好转。但是进入 8 月以来，全国票房持续回暖，票房均同比增长。同时 2022 年暑期档同比增长 33.9%，创疫情以来最佳成绩。虽然此前的元旦档、春节档、清明档、五一档、端午档和中秋档 6 个档期票房都不如去年同期。但从趋势来看，清明档之后的五一档、端午档和中秋档票房同比下降得越来越少，电影市场正逐步恢复，但是 9 月疫情有所反复，影响了票房恢复的步伐。

图 5：中国当月票房收入 5 月开始有明显复苏（亿元、%）



资料来源：wind、国元证券经纪(香港)整理

电影作为主流的线下娱乐形式，在后疫情时代板块将持续复苏。在疫情期间仍为居民参与度和期待度较高的娱乐活动，只是当前短期受制于疫情反复及内容供给不足，反弹力度并没有完全释放。此前疫情封控结束后的报复性观影行为和优质影片高票房的表现，证明了人们在观影上的需求持续存在。

相关推荐标的——猫眼娱乐（1896.HK）

猫眼娱乐的在线票务及宣发业务会随着影视板块复苏而恢复增长，同时影视剧投资业务打开收入增长天花板。随着疫情将得到更加有效控制，对影视行业的束缚将逐渐解绑，优质内容将陆续上线。公司宣发能力的

建设也取得显著成果，公司建有独特的宣发产品体系，形成了宣发服务矩阵，为全行业提供各类宣发服务，相关宣发产品已拥有业内领先的服务覆盖率并持续创新。

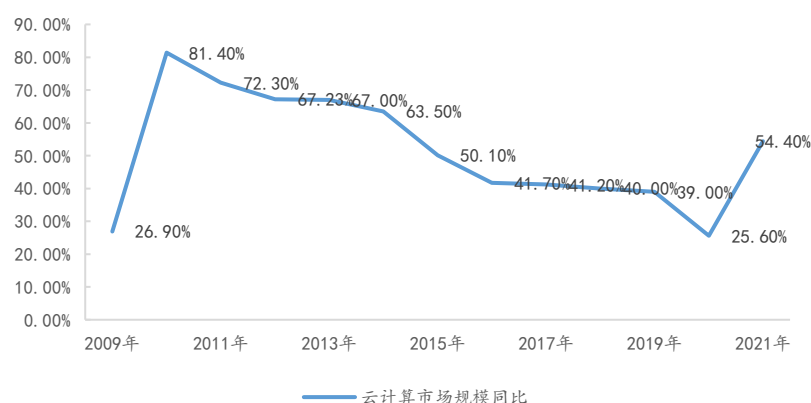
后疫情时代互联网科技企业复苏

随着建设“数字经济”加快推进，未来助力实体经济数字化转型是互联网企业发展的重要方向之一。当前中国制造业增加值占全球比重达30%，面临着数字化转型的重任，这对于互联网企业来说是一个重要机遇，利用数字技术更好赋能传统产业，推动传统产业转型升级，目前这个市场存在巨大红利有待挖掘。例如一些线下行业受到疫情的冲击，开始增加云计算投入，需要把很多线下业务进行云化，而通过技术升级使得业务在疫情下更具韧性。

根据中国信通院发布的《云计算白皮书（2022年）》显示，我国云计算市场持续高速增长。2021年中国云计算总体处于快速发展阶段，市场规模达3229亿元，较2020年增长54.4%。其中，公有云市场继续高歌猛进，规模增长70.8%至2181亿元，有望成为未来几年中国云计算市场增长的主要动力；与此同时，私有云市场突破千亿大关，同比增长28.7%至1048亿元。另外IaaS、PaaS、SaaS均保持高速增长，2021年，公有云IaaS市场规模增速80.4%，PaaS同比增长90.7%，SaaS市场增速为32.9%，

我们预计，在政策影响和数字化转型需求的拉动下，“十四五”期间我国云计算仍将处于快速增长阶段，到2025年市场规模有望突破万亿元。由于有良好的政策环境和发展基础，云计算依然处于黄金发展期。

图6：云计算市场依然处于发展黄金期（%）



资料来源：wind、中国信通院、国元证券经纪(香港)整理

疫情爆发前，云 IaaS、PaaS、SaaS 均保持高速增长。但由于疫情的原因，许多云计算项目交付效率受到影响，大面积出现递延，使得相关技术企业收入增长、利润及现金流均有所承压。但随着后疫情时代来临，相关企业将重新享受行业高增长的红利有望在未来数年内随着数字化转型重启增长态势。根据埃森哲全球调研数据，2018~2021 年，全球 8300 家标杆企业中，全面拥抱数字技术的前 10% 企业相比后 25% 企业，营收增速快了 5 倍，因为未来实体经济必将走向数字化、智能化。

相关推荐标的——金蝶国际（268.HK）

金蝶今年不断加强项目交付能力，目前有 2400 多名交付人员，在人数上足够支持公司进行大项目的交付工作，专业能力的提升也显著提高了交付效率，部分大企业在半年内就能够完成交付工作，因此疫情得到控制后恢复的效率也会处于行业领先地位，进一步提升市场份额。公司以长期战略布局为优先，短期内财务上或将有所承压，但作为公司核心业务的云订阅服务当前收入情况及长期增长潜力都保持在较好水平。

相关推荐标的——汇通达网络（09878.HK）

汇通达网络是国内 2B 端领先的企业客户智能平台，通过数字化技术、供应链、SaaS 等服务为赋能下沉市场夫妻店等一级小店，解决传统零售市场数字化滞后，供应链不完善等短板问题。对于下沉市场而言，受制于传统模式下的层层分销，采购供应效率较低，高性价比产品难以有效抵达下沉市场，常容易出现产品质量不高，流通成本昂贵，产品质量难以保障等问题，而汇通达的“数字化平台”，打通流通环节，促进采购扁平高效。公司将线上线下全链路打通，在下沉市场细分市场中处于领先地位，而且随着后疫情时代来临，公司业务开展将更加顺利，业务覆盖区域也会不断拓宽，年化收入增长 30% 的预期有望保持。

4. 风险提示

- 互联网行业商业化水平、电商零售方面整体发展依旧受到当下宏观下行压力制约。
- 政策方面，反垄断监管趋势逐渐趋缓，但仍需注意对龙头型企业限制依然存在。
- 对于高速增长的创新行业，将面临更强的竞争压力。
- 目前疫情反复、涉及区域逐渐扩大的态势，未来可能面临更多来自疫情的不确定风险。

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>