



# 互联网行业跟踪快报：预期驱动估值修复 业绩改善可期



近期，投资者对互联网预期明显改善。11月以来，恒生科技指数 HSTECH 累计上涨 33.4%，中概互联网指数 KWEB 累计上涨 35.2%，主要缘于监管常态化、行业进入健康发展阶段，疫情管控政策调整预期，美国 PCAOB 的稳步推进，国际环境预期的改善以及市场空头回补。尽管从基本面角度，季度业绩的显著改善仍需一定时间，但投资人的预期已边际向好。中长期来看，预计互联网公司依然是国内数字化的重要参与者与助力者，在下一代云计算、虚拟现实、AI 驱动的数字经济的国际竞争中，将起到关键作用。我们建议重点关注低估值、竞争优势稳固、业绩改善趋势明显、现金流稳健的头部互联网公司。

市场回顾：预期改善及空头回补驱动估值快速修复，未来关注业绩改善及中长期科技价值。2021 年高点至 2022 年 10 月底，腾讯、阿里、美团等互联网头部公司累计跌幅均超过 70%，中国互联网指数下跌超过 80%。11 月以来，受疫情防控政策调整带动、国际宏观环境、行业政策持续释放积极信号，投资者情绪出现明显改善，叠加空头回补带动板块估值快速修复，中概互联网指数累计上涨 35%，腾讯等公司估值修复至 5 年分位数 10% 左右水平。我们认为，市场针对行业不确定性的悲观预期已逐渐得到消化，未来针对短期业绩、中长期数字科技价值的预期改善有望进一步驱动板块估值上行。

政策脉络：行业进入常态化监管阶段，释放“推动互联网行业健康发展”的积极信号。过去两年，政策面针对互联网行业反垄断、数据安全、

个人隐私的政策监管持续落地，阿里巴巴整改成果受到市场监管部门的肯定，行业逐步进入到常态化监管阶段。同时，中央政治局会议、全国政协专题协商等高级别会议亦释放出支持互联网公司规范健康发展、参与数字经济发展的积极信号。互联网公司在现有业务基础上，将进一步融入数字经济的发展浪潮，在基础技术研发、云计算、虚拟现实、文化创新数字经济领域发挥更大的作用。

短期来看：互联网行业基本面预计将伴随宏观修复而逐步回暖。

电商：网零伴随宏观回暖持续修复。受益于物流恢复以及各电商平台相继开启多个营销节点，下半年网零表现展现出良好的复苏趋势，6-10月实物商品网上零售额同比增长 5.6%/6.3%/6.5%/8.3%，10月受双11大促提振及时间规则变化，同比增速提升至 15.3%。双11期间，根据星图数据，2022年双11期间全网GMV达1.1万亿，同比增长13.7%，其中直播电商维持高景气，双11期间销售额同比增长146%；平台电商增长叠加疫情防控优化政策的逐渐落地，有望进一步促进消费回暖。

广告：宏观景气度的放大指标，随着经济加速修复，互联网广告市场有望迎超额反弹。广告市场体现的是企业营销费用预算支出，在经济上行周期内，广告需求反弹幅度显著。对比2019年以来社零数据与CTR口径广告花费按月同比增速，可见广告市场增速振幅明显高于宏观经济指标。回顾2020年以来疫情管控情况与我国互联网广告市场规模的走势，可以发现20Q2疫情管控向好的阶段市场迎来加速反弹，20Q2~21Q1广告大

盘同比+19.3%/+23.7%/+26.2%/+54.6%。22Q2 以来广告市场再次走弱，我们预计随着 11 月 11 日公布的优化防疫“二十条”落地，宏观经济有望逐月转暖，广告市场有望迎来超额反弹空间。

游戏：官媒发声认可游戏产业价值，游戏板块修复行情有望开启。11 月 16 日人民网发表《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》评论，指出“电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业”，给予中国游戏产业较高认可。对于游戏行业政策导向，我们维持前期观点，坚持优质内容导向游戏和降低游戏成瘾性战略、加强未成年人保护、鼓励出海将成为游戏行业未来长期发展路径。

游戏行业将更倾向于高品质内容导向游戏，研发能力强劲的头部游戏公司有望维持竞争力。结合当前游戏行业监管情况，今年 4/6/7/8/9 月分别发放游戏版号 45/60/67/69/73 个，版号发放数量稳步提升，涉及上市公司数量增加，版号发放已经进入相对常态化的阶段。我们预计未来版号限制和政策压制因素将不再是游戏行业核心矛盾，关键点在于产品、内容质量、文化元素等核心竞争力，同时游戏版号发放将为业绩带来有力催化，静待更多厂商优质的重量级产品获得版号。目前游戏公司估值处于低位，在游戏政策企稳回暖和业绩相对稳健的催化下，游戏行业估值中枢有望回升。

中长期：互联网依然是数字经济发展主力，数字化趋势蕴含互联网发展新机遇。

云计算：产业发展进入新周期，互联网云厂商推进传统企业数字化进程。

国内云计算产业正度过早期发展阶段，进入新周期，并带来市场格局、客户结构等层面显著变化。需求侧，传统企业客户正取代互联网客户，成为国内云计算市场需求增长的主要驱动力，并要求云平台厂商具备较过去完全不同的能力模型。根据 IDC，2021 年我国公有云市场规模达 2000 亿元，且预计 2025 年将达 6500 亿元，对应 CAGR 达 34%。供给侧，互联网厂商依靠软件能力，在 PaaS 及 SaaS、生态建设等领域仍具备优势。根据 IDC 数据，2022H1，阿里云、腾讯云在国内 IaaS 领域市场份额分别为 34.5%、10.3%。预计中期国内云计算市场竞争将持续趋于激烈，亦将显著延长行业整体盈利周期。我们持续看好国内云计算产业中长期发展机遇，亦密切关注头部的云平台厂商。

虚拟现实：新目标引导数字化新机遇。随着《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》的发布，虚拟现实行业已经形成了“海外科技巨头持续投入形成示范作用” + “下一代智能终端的探索与展

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_48919](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48919)

