

海外 TMT 板块

中期策略: 宏观因素继续扰动, 看好美股云计算、中概电商结构性机会

● 核心观点

2022 年海外 TMT 板块受到利率上升、高通胀、供应链受限等宏观因素的冲击,其中港股 TMT 板块/中概股还受到中美政策的影响,均大幅跑输大盘。预计下半年,高通胀、美联储 加息和宏观经济下行风险仍对板块造成冲击,但随着中国复工复产加快、消费需求有望恢复、平台政策监管逐步回暖,部分细分板块如中概电商有望迎来边际修复。

● 细分板块展望

消费电子板块: 2022 年上半年智能手机需求疲软拖累消费电子大盘表现,其中大中华地区表现疲弱,出货量降幅约占全球 50%。预计 2022 年下半年消费电子板块基本面有望边际回暖,主要由于零部件短缺问题得到缓解、中华区需求逐步好转(国内复工复产加快叠加促消费政策刺激)、旗舰机拉货等因素。消费电子板块位于近年来的估值底部,在基本面边际改善改善叠加政策刺激下,估值修复的可能性较大。

电商板块: 2022 年上半年受供应链限制、高通胀、劳动力成本上升等因素的影响,海外电商板块受到明显冲击。预计下半年 1) 北美电商方面,疫情后线上消费回归线下,高通胀侵蚀消费者购买力,美国消费者信心指数下跌,预计下半年电商市场仍处逆风,但独立站电商仍有望保持较快增速。2) 随着新兴经济体的物流、移动支付渗透率提升,东南亚及南美的电商有望继续保持高速增长。3) 国内电商市场方面,下半年随着政策监管逐步回暖、复工复产加快、消费需求回暖和龙头公司业绩底的出现,预计电商板块将加速修复,重点关注占领用户心智,加速货币化,ARPU 值进一步提升的电商龙头。

云计算板块: 1) 美股云计算方面,laaS 层海外巨头在宏观压力下仍有望实现中高速增长;国内随着宏观环境改善,阿里(BABA)云增速有望重回中高速增长水平。laaS 巨头通过自研芯片等措施有望挖掘盈利潜力。SaaS 层面可关注龙头公司投入端获客成本,研发费用以及营收端 ARR、RPO 表现。2) 港股云计算方面,我们认为港股 SaaS 板块中的公司目前体量较小,业务范围局限于国内,中期成长确定性有限。

社交/广告板块: 1) 美股广告行业下半年预计仍将面临较大的宏观经济压力, Meta (META) 等社交媒体公司还面临 Tiktok 抢夺用户/用户时长的压力。**2) 港股**广告板块关注宏观复苏,以及在面临抖音挤占用户时长及广告份额压力下的防守效果。

游戏板块: 1) 美股游戏板块可关注 EA (EA)、动视暴雪(ATVI)近期上线手游新品在下半年的用户及流水表现,同时可关注 UGC 平台 Roblox(RBLX)在全球范围扩张速度以及高年龄用户破圈情况。2) 港股游戏板块当前主要关注逻辑为版号常态化,游戏公司将迎来更高可预见性。我们认为在目前国内游戏市场趋于饱和背景下,国内游戏厂商出海仍是目前最重要关注方向。

● 风险提示

地缘政治风险、利率加速上行风险、宏观经济下行、高通胀抑制消费需求、消费复苏不及预期、政策监管风险。

Franky Lau

分析师

SFC CE Ref: BRQ041

Frankyliu@futuhk.com

Chancy Chen

团队成员

Chancychen@futunn.com

Richard Li

团队成员

Richardli@futunn.com

Evelyn Ye

实习生

Evelyn@futunn.com

目录

	一、TMT 板块行情回顾	3
1.	美股信息技术板块	3
1.1	行业走势	.3
1.2	板块估值	.5
2.	港股信息技术板块	6
2.1	行业走势	6
2.2	板块估值	8.
I	二、行业中期展望	9
1.	消费电子板块:有望迎来边际复苏,估值有望修复	9
1.1	上半年总结	9
1.2	下半年展望1	1
2.	电商板块:海外电商受高通胀冲击明显,疫情后国内电商板块加速修复	3
2.1	美股展望1	3
2.2	港股展望1	4
3.	云计算板块:企业服务的大时代,云计算保持高景气增长1	6
3.1	美股展望1	6
3.2	港股展望1	8
4.	社交/广告板块: 抖音/Tiktok 挤占用户时长与宏观下行带来双重压力	8
4.1	美股展望1	8
4.2	港股展望2	20
5.	游戏板块: 行业整体进入瓶颈期,中国游戏公司出海进行时2	1
5.1	美股展望2	21
5.2	港股展望2	22
	风险提示	23

图表目录

图表	1: 1	标普 500 指数/美股信息技术板块 -2022 年初至今收益率表现	3
图表	2: }	美国 CPI 指数同比增长(%)	3
图表	3: \$	纳斯达克 500 指数/BVP Nasdaq Emergeing Cloud 指数 -2022 年初至今收益率表现	4
图表	4:	22Q1 全球智能手机出货量情况	4
图表	5: }	美股信息技术板块 (一级行业) 年初至今涨跌幅 (%)	5
图表	6: }	美股信息技术板块 (三级行业) 自年初以来涨跌幅 (%)	5
图表	7: }	美股信息技术板块(一级行业)PE(TTM)	6
图表	8: 4	恒生指数与恒生科技指数-2022 年初至今收益率表现	6
图表	9: 9	SEC 确认识别清单	7
图表	10:	港股信息技术板块(一级行业)年初至今涨跌幅(%)	7
图表	11:	港股信息技术板块(三级行业)年初至今涨跌幅(%)	8
图表	12:	港股信息技术板块 PE (TTM)	8
图表	13:	22Q1 全球智能手机出货量情况	9
图表	14:	2022Q1 全球各地区智能手机出货量同比变化(单位:百万台)	10
图表	15:	板块处于估值 PE(TTM)底部	10
图表	16:	2022 年预测 PEG 显著小于 1	11
图表	17:	中国智能手机市场出货量(万部)	12
图表	18:	美国电商市场规模增速	13
图表	19:	密歇根消费者信心指数	14
图表	20:	各电商平台的货币化率	14
图表	21:	月度实物商品网上零售额及其同比增速(亿元)	15
图表	22:	社零及商品网上零售额累计同比增速	15
图表	23:	四大云计算平台季度营收(百万美元)	16
图表	24:	2021H2 中国公有云 laaS+PaaS 市场份额	17
图表	25:	SaaS 板块营收增速(左轴)及营销费用占营收比(右轴)	17
图表	26:	美股 SaaS 板块 PS、美国十年期国债收益率对比	18
图表	27:	港股部分 SaaS 公司 6 月涨幅排行	18
图表	28:	谷歌整体营收和 Youtube 营收(百万美元)	19
图表	29:	营收、用户(亿美元/亿,左轴)及增速(%,右轴)	19
图表	30:	Tiktok 与 Meta 全矩阵 APP 全球月活用户对比	20
图表	31:	互联网公司广告业务营收、用户(亿人民币/亿,左轴)及增速(%,右轴)	21
图表	32:	美股游戏公司 Q1 营收 (亿美元, 左轴) 及增速 (%, 右轴)	22
图表	33:	腾讯国内游戏收入、海外游戏收入(百万人民币,左轴)及海外游戏增速(%,右轴).	23

一、TMT 板块行情回顾

1. 美股信息技术板块

1.1 行业走势

美股信息技术板块上半年整体呈下跌趋势,收益率3月见底后反弹至-11.13%,之后持续下跌至-25.94%。 2022 年美股信息技术板块年初至今收益率震荡下跌至-25.94%, 与标普 500 的收益率走势基本一致 (下 跌至-14.08%) , 但板块的表现仍落后于整体市场。

图表 1: 标普 500 指数/美股信息技术板块 -2022 年初至今收益率表现 5% 0% -5% -10% -14.08% -15% -20% -25.94% -25% -30% -35% 2022-01-03 2022-02-03 2022-03-03 2022-04-03 2022-05-03 2022-06-03 标普500指数 [美股]WIND信息技术

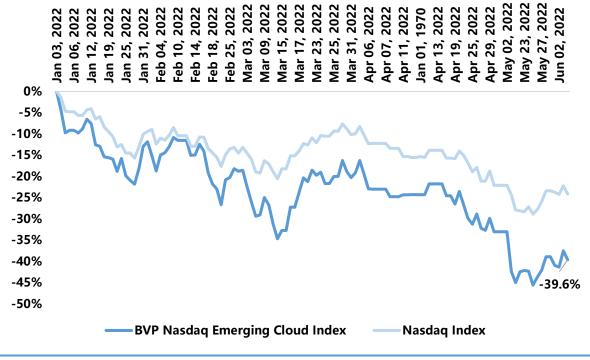
资料来源: Wind, 富途证券

板块下跌主要受美联储加息和地缘政治风险加剧等宏观因素冲击。1)年初以来,美国通胀水平持续上升, 5 月美国 CPI 指数同比增长达到 41 年来最高点 8.6%,主要受汽油和食品价格上涨所导致的。核心 CPI 指 数同比增长 6.2%,环比略有下滑。居高不下的通胀水平迫使美联储连续加息,国债收益率进一步升高,冲 击科技股的资产价格,继而打压信息技术板块估值,投资者对于科技股的热情减退。2) 地缘政治冲突加剧 **导致投资者风险偏好降低。**由于俄乌冲突、全球供应链危机等等宏观环境波动较大,投资者风险偏好降低, 更偏好那些能够提供高且稳定利润率的价值股,而不是未来收入更高、估值创纪录的成长股。 以 SaaS 板块为例,年初至今板块公司下跌幅度较大,成分股以新兴 SaaS 公司为主的 BVP Nasdaq



Emerging Cloud Index 指数年初至今下跌 40%。

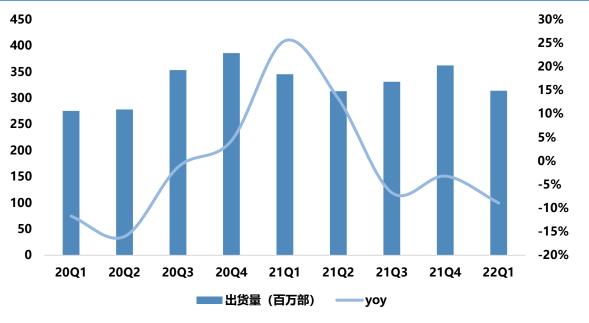
资料来源: Wind, 富途证券



资料来源: Wind, 富途证券

图表 4: 22Q1 全球智能手机出货量情况

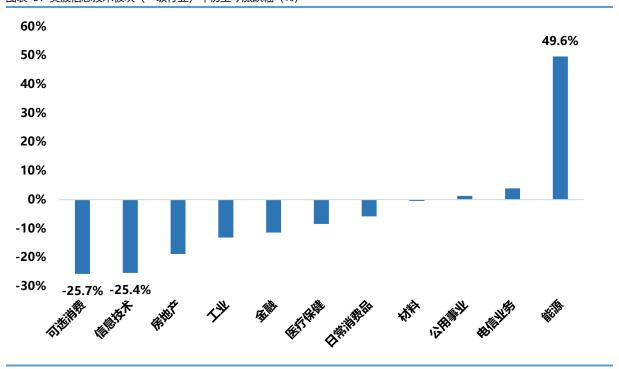
板块部分细分行业景气度不高,公司未来业绩增速引发担忧。在高通胀、消费者需求下滑等逆风下,部分行业下游需求疲软,对整体产业链产生负面影响。1)以消费电子行业为例,受终端需求疲软的影响,消费电子行业普遍下调订单。据 IDC,22Q1 全球智能手机出货量为 3.14 亿部,同比下滑 8.9%,主要由于上游的零部件短缺、运输成本上涨和疫情封控导致的供应链困难、地缘政治冲突风险导致各厂商备货谨慎,以及下游的高通胀和经济不确定性严重抑制消费者支出。对终端品牌厂商和上游零部件厂商均造成冲击,业绩增长预期较悲观。2)流媒体行业遭遇用户瓶颈,涨价逻辑暂被高通胀打破。22Q1Neflix 财报暴雷,新增用户数为负,引发市场对以 Neflix 为代表的流媒体行业的未来业绩增速担忧。3)广告行业受宏观经济不确定性影响,广告主或减少预算,广告收入增速放缓,其中个性化效果广告受到的冲击更大。



资料来源:IDC,富途证券

通过对比美股全市场各板块的涨跌幅,信息技术板块跌幅居前。对比全市场各板块年初至今的涨跌幅情况,可选消费和信息技术板块跌幅居前,分别下跌 25.7%和 25.4%,充分体现了高通胀和利率上升所带来的冲

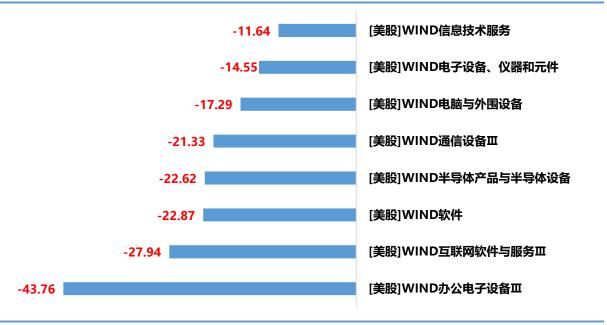
图表 5: 美股信息技术板块 (一级行业) 年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 富途证券

上半年板块所有细分行业均下跌。其中,办公电子设备跌幅最大,达 43.76%,主要由于新冠疫情推动线上办公模式兴起,办公电子设备短期需求仍呈下降趋势;互联网软件与服务跌幅其次,达 27.94%,此板块因其高成长性整体估值较高,故在加息预期下估值迎来快速调整。

图表 6: 美股信息技术板块 (三级行业) 自年初以来涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 富途证券

1.2 板块估值

美股信息技术板块自年初以来大幅下调,6月最新板块估值 PE (TTM) 约为 29 倍。回顾 2019 年以来美股信息技术板块的估值水平,板块估值在 2021 年年中登顶后持续下降,当前板块估值 PE (TTM) 约 29倍,回落到 2019 年水平。



资料来源: wind, 富途证券

2. 港股信息技术板块

2.1 行业走势

港股恒生科技指数在 3 月探底至-38.44%后反弹, 2022 年初至今跌幅为-22.03%。恒生科技指数与恒生指数的收益率走势基本一致(下跌至-14.08%),但板块的表现仍落后于整体市场。





资料来源: Wind, 富途证券

除了受到地缘政治冲突、美联储加息等宏观因素波动影响,港股信息技术板块主要受中美监管政策的影响。

1) 2022 年 3 月的急速下跌主要由于美国《外国公司问责法案》重新启动,中概股遭受冲击。3 月份美国 SEC 颁布《外国公司问责法案》,如果外国上市公司连续三年未能提交美国上市公司会计监督委员会所要求的报告,SEC 有权将其从交易所摘牌。由于港股科技公司多为两地上市,或在美国发布 ADR 进行融资,或公司之间存在关联关系,因此对港股科技股冲击明显。更重要的是该政策引发市场对港股科技股政策监管的担忧。截止至 6 月 8 日,共有 150 家上市公司被 SEC 加入"临时识别清单",其中第 7 批包括滴滴及陆金所等共 11 家遭列入"预摘牌名单"的中概股,已转入"确定识别名单",连同早前转入的中概股,共 140 家公司转入"确定识别名单"。

2) 3 月急速下跌后板块迎来反弹,主要由于一系列针对中概股和互联网的稳增长政策出台。2022 年 3 月 16 日,国务院副总理刘鹤主持召开金融稳定发展委员会,提出"稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作,红灯、绿灯都要设置好,促进平台经济平稳健康发展,提高国际竞争力"。4 月 29 日,政治局会议上强调"实施常态化监管,出台支持平台经济规范健康发展的具体措施"。5 月 5 日,李克强总理在国务院常务会议,提出"尽快出台具体措施以支持平台经济的规范健康发展"。

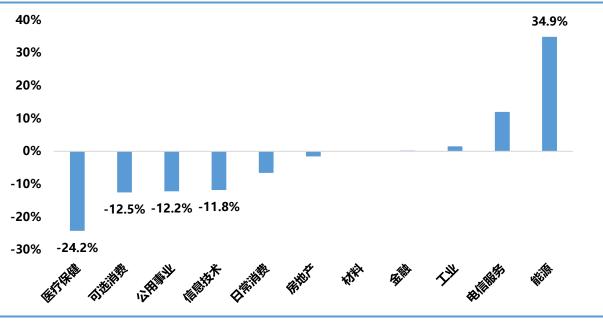
图表 9: SEC 确认识别清单

被列入临时识别 清单的时间	公司	递交证据以移除清 单的时间	是否进入确 定识别清单
March 8, 2022	BeiGene,Ltd. \ Yum China Holdings, Inc 等 5 家公司	March 29, 2022	是
March 23, 2022	Weibo Corporation	April 13, 2022	是
March 30, 2022	iQIYI, Inc. \ Baidu, Inc.等 5 家公司	April 20, 2022	是
April 12, 2022	Sohu.com Limited \ China Automotive Systems, Inc. 等 12 家公司	May 3, 2022	是
April 21, 2022	Zhihu Inc. \ Luckin Coffee Inc.等 17 家公司	May 12, 2022	是
May 4, 2022	Bilibili Inc. \ Pinduoduo Inc.等 88 家公司	May25, 2022	是
May 9, 2022	DiDi Global Inc. \ Kingsoft Cloud Holdings Limited 等 11 家公司	May31, 2022	是
May 20, 2022	Secoo Holding Limited \ China Natural Resources, Inc.等 8 家公司	June 13, 2022	暂定
June 1, 2022	Wave Sync Corp.	June 23, 2022	暂定
June 7, 2022	FingerMotion, Inc.	June 29, 2022	暂定

资料来源: SEC, 富途证券

通过对比港股全市场各板块的涨跌幅,信息技术板块跌幅居前。对比全市场各板块年初至今的涨跌幅情况, 医疗保健、可选消费、公用事业和信息技术板块跌幅居前,分别下跌 24.2%、12.5%、12.2%和 11.8%。 与美股信息技术板块相比,港股信息技术板块的跌幅相对较小。

图表 10: 港股信息技术板块 (一级行业) 年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 富途证券

从细分行业,年初至今港股科技板块各细分领域普遍下跌,行业的景气度影响各细分行业的下跌程度。其

中,通信设备跌幅居前,达 29.66%, 主要由于 xxx。跌幅位居其次的是电子设备、仪器和元件行业, 达 26.59%, 由于消费电子设备下游需求疲弱, 各大厂商纷纷砍单。软件行业呈现上涨态势, 涨幅为 0.11%, 主要由于行业成长性高、发展前景良好。

图表 11: 港股信息技术板块 (三级行业) 年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 富途证券

2.2 板块估值

港股信息技术板块自年初以来波动后有些许上调, 6 月最新板块估值 PE (TTM) 约为 37 倍。回顾 2020 年以来美股信息技术板块的估值水平, 板块估值在 2021 年年初登顶后波动下降, 当前板块估值 PE (TTM) 约 37 倍, 位于中位数以下。

图表 12: 港股信息技术板块 PE (TTM)



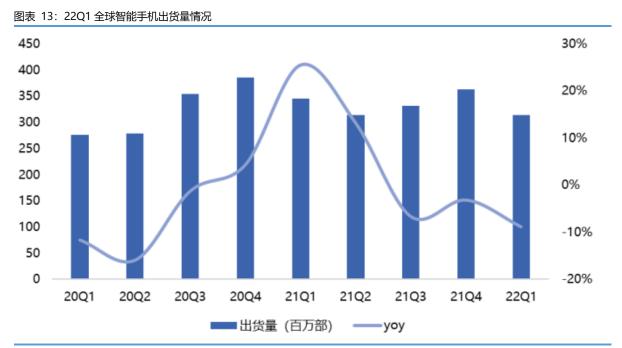
资料来源: wind, 富途证券

■ 二、行业中期展望

1. 消费电子板块:有望迎来边际复苏,估值有望修复

1.1 上半年总结

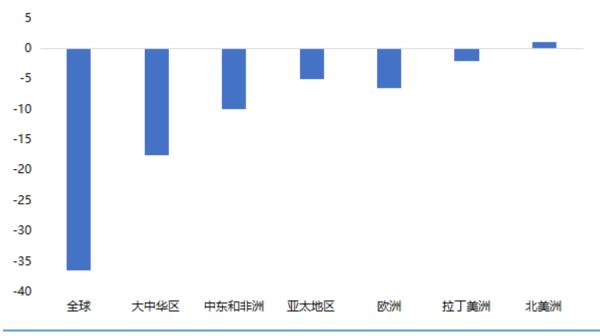
智能手机需求疲软拖累消费电子大盘表现。年初至今,消费电子最大跌幅高达 46.89%,大幅跑输大盘;后迎来反弹,截止6月7日,板块股价从最低点反弹了26.16%。根据 IDC 数据,22Q1 全球智能手机出货量为3.14亿部,同比下滑8.9%,主要由于上游的零部件短缺、运输成本上涨和疫情封控导致的供应链困难、地缘政治冲突风险导致各厂商备货谨慎,以及下游的高通胀和经济不确定性严重抑制消费者支出。其中,苹果和三星手机的出货量较为稳定,抗风险能力较强。22Q1 苹果出货量 yoy+2.2%成为全球出货量前五中唯一实现正增长的手机厂商,三星出货量略微下滑1.2%,而小米、OPPO、vivo的出货量分别同比下滑17.8%、26.8%、27.7%。



资料来源: IDC, 富途证券

大中华地区表现疲弱,出货量降幅约占全球 50%。根据 canalys 的数据,22Q1 大中华地区智能手机出货量显著下滑,出货量下滑的规模约占全球出货量降幅的 50%,拖累全球市场表现,主要由于疫情防控导致供应链困难、消费者信心不足和手机创新驱动减弱的影响。中东和非洲地区出货量降幅位居第二,主要由于低端供应短缺、以及通胀加剧显著影响了超低端市场的购买力。而北美地区的智能手机出货量则实现了全球唯一的正增长,主要受益于苹果 iPhone 13 系列和三星 Galaxy S22 系列的强劲需求。

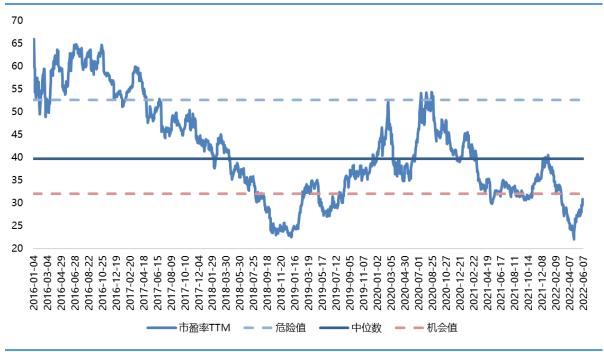
图表 14: 2022Q1 全球各地区智能手机出货量同比变化 (单位: 百万台)



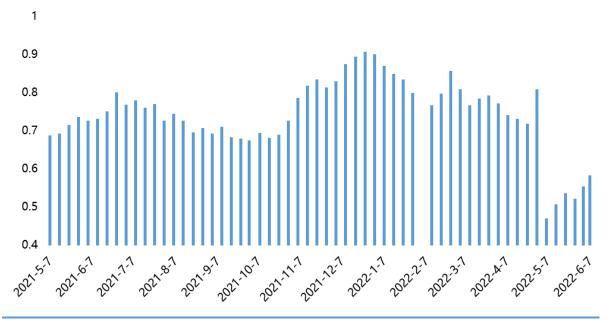
资料来源: Canalys, 富途证券

消费电子板块位于近年来的估值底部,安全边际较高。由于外部环境波动和疫情的反复影响,截至 6 月 7 日消费电子板块整体 PE (TTM) 为 30.35x, 2016 年以来板块 PE (TTM) 的中位数为 39.7x, 当前估值处于 14.5%分位,位于 20%分位以下的机会值区域。同时,截止 6 月 7 日,2022 年预测 PEG 下降至 0.58,板块的安全边际较高。在股价和出货量超跌的情况下,基本面超预期改善的可能性较大,叠加政策刺激下,估值修复的可能性较大。

图表 15: 板块处于估值 PE (TTM) 底部



资料来源: wind, 富途证券



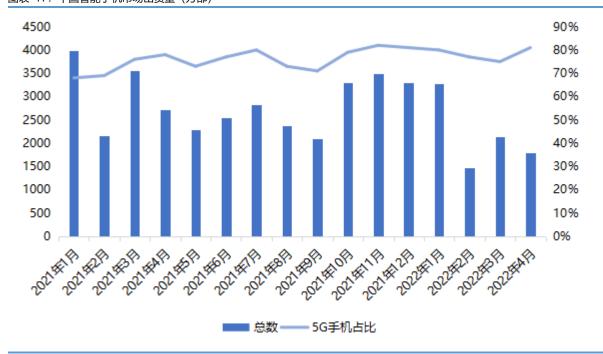
资料来源: wind, 富途证券

1.2 下半年展望

预计 2022 年下半年消费电子板块基本面有望边际回暖,主要由于零部件短缺问题得到缓解、中华区需求逐步好转、旗舰机拉货等因素。

下半年零部件短缺问题将得到有效缓解。随着 2022 年下半年的到来,处理器芯片的产能的持续释放,以及物流运输等情况的改善,零部件短缺的情况有望缓解,保障智能手机的产品供给。同时,上游原材料成本压力降低、物流运费的下降将有利于减轻公司的成本压力。

中国地区疫情得到控制,复工复产及促进消费政策有望提振下游需求。数据显示 2022 年一季度全球出货量下滑主要受大中华地区的出货量影响。由于 2022 年大中华地区疫情反复,疫情防控政策导致部分工厂停工、物流运输受阻、消费者信心下滑,对上游供应链和下游需求都造成了一定冲击。根据 CAICT数据, 2022 年 1-4 月,中国市场手机出货量分别同比下滑 17.7%、31.7%、40%和 30.3%。6 月以来随着疫情逐步得到控制,疫情防控政策逐步放松,消费电子相关产业链公司加快复工复产,有望保障下半年产品供给,同时,部分各地出台的促进消费政策和 "618" "双十一" 的促销有望迎来消费复苏。 5 月31 日,京东 618 正式开场后,苹果和小米品牌手机成交额 1 秒破亿,中兴、努比亚等手机成交额同比增长 200%;截至 5 月 31 日,天猫平台上小米累计预售额 2032 万元,苹果累计预售额 1402 万元。



资料来源:中国信息通信研究院,富途证券

各品牌旗舰机型将于下半年发布,大客户新机拉货有望驱动产业链增长。通常来说,每年的一二季度为消费电子的淡季,三四季度为消费电子旺季,主要由于三星、苹果、小米等手机厂商均在秋季发布旗舰机型,叠加双十一等促销活动,有望刺激消费需求。同时,大客户的新机拉货也有望提高产业链公司的订单量和产能利用率,较上半年会有明显的边际改善。根据消费电子板块的生产时间线,一般 12-2 月进行设计定型,4-5 月确定供应商,6-7 月模组厂出货,8-9 月良率爬升,10 月后为出货高峰期。因此在订单的驱动下,下半年产业链公司的业绩有望迎来修复。

预计行业全年景气度较低,投资需要把握 3 调主线。但受限于高通胀和手机创新驱动不足的影响,终端 消费需求依旧疲软,预计全年消费电子景气度仍然较低。从通胀、换机周期和需求复苏情况来看,消费 电子板块明年复苏的可能性更大。投资策略方面,需要把握 3 条投资主线。

- 1) 现阶段把握周期大于把握创新。在摩尔定律失效的背景下,受限于物理技术的成熟度,产品创新有限,难以用技术创新趋势去判断投资方向,从产品的周期性出发去寻找一个结构性的机会。以今年下半年来说,多重因素的冲击下,预计全年智能手机的出货量同比负增长。因此,需要把握超跌反弹时机,以及新机拉货时机。根据消费电子板块的生产时间线,一般 12-2 月进行设计定型,4-5 月确定供应商,6-7 月模组厂出货,8-9 月良率爬升,10 月后为出货高峰期。
- 2) 把握高景气度的细分赛道,终端需求能够有效拉动产业链。在智能手机市场疲软的背景下,已经布局高景气赛道的公司可以获得更高的成长性。消费电子的高景气细分赛道主要包括可穿戴、AR/VR 和汽车电子。a.可穿戴行业持续受益于物联网和智能化的发展,预计 2022 年全球可穿戴市场仍保持双位数增长。根据 Canalys 数据,1Q22 全球 TWS 耳机出货量 6821 万部,同比增长 16.6%;其中苹果 AirPods出货量 1925 万部,同比增长 2.8%;1Q22 全球智能手表出货量 1755 万部,同比增长 7.3%;其中 Apple Watch 出货量 924 万部,同比增长 21.1%。b.AR/VR 行业持续受益于数字化的交互升级,用户渗透率持续提升,根据 Valve 数据,2022 年 5 月 Steam 平台月活 VR 头显用户总占比 3.24%,环比提升 1.35%,其中 Meta 旗下 Oculus 品牌份额为 66.39%位居第一。预计 2022 年全球 VR 出货量将同比增长 55.5%至 1600 万部,正处于量变到质变的发展阶段。c.汽车电子将持续受益于汽车电子化的高景气发展。
- 3) 把握业绩确定性高的公司。品牌端方面,苹果增长确定性较强,国内安卓品牌厂商阶段性承压,有望在下半年恢复正增长。苹果和三星的增速将优于大盘,其中苹果的业绩确定性较强,主要有以下几个原因: a.中华地区市场的营收占比相对小米 OV 较小,受冲击较小。b.海外市场疫情常态化,消费需求较为平稳,且消费力较强。c.高端手机市场受高通胀的冲击较小,高通胀对低端手机市场的冲击更大。产业链

端方面,果链的稳定性相对较高。今年上半年中国市场因疫情导致停产后,苹果供应链并没有出现大幅 削减订单的情况,这意味着产量端不受影响的情况下,苹果有充足的准备来应对市场需求。此外,业务 范围外延至高景气赛道的成长性较好。

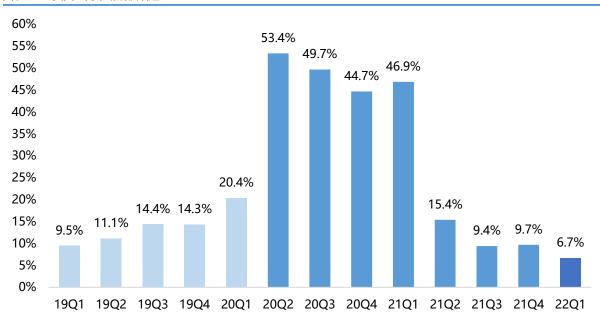
2. 电商板块:海外电商受高通胀冲击明显,疫情后国内电商板块加速修复

2.1 美股展望

2022 年上半年,受供应链限制、高通胀、劳动力成本上升等因素的影响,海外电商板块受到明显冲击。

22Q1 亚马逊线上商铺净销售同比下降 3.3%; 欧美家居电商平台 Wayfair 营收同比下降近 14%; eBay 营收为同比下降 6%; 电商 SaaS 平台 Shopify 总营收同比增长 22%, 为 7 年来最慢的单季增长。由于北美电商市场主要基于高度进口的全球化供应链,且人口的密集度低,削弱了电商相较于实体零售在产品迭代速度和履约效率方面的优势,受到的供应链冲击尤为明显。

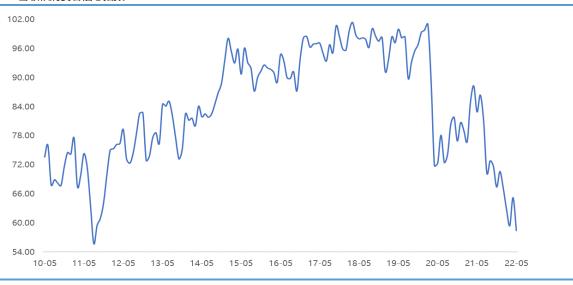
美国电商增速低于总体零售的增速,疫情后线上消费回归线下。根据美国商务部的数据,美国电商零售额同比增速显著下滑,22Q1 的电商市场规模同比增速回落至 6.7%,为 2019 年以来的最低增速。美国零售全盘的增长速度仍然显著高于电商增速,22Q1 美国零售总额增速为 7.9%,说明疫情后线上消费开始转向的线下消费场景。



图表 18: 美国电商市场规模增速

资料来源:美国商务部数据,富途证券

高通胀侵蚀消费者购买力,美国消费者信心指数连续下跌,预计下半年电商市场仍遭受冲击。2022 年 5 月 消费者信心指数终值为 58.4,预期值为 59.1,已经接近十年前的历史低点。自 2022 年来不断下探的消费 者信心指数反应出持续的通胀压力对消费习惯的负面影响,消费者信心的恢复仍然需要一定的时间和明确 的通胀拐点信号。另一方面,美国个人存款储蓄水平持续下降,预计 2022 年下半年继续美国市场继续加 大消费水平的空间较小。



资料来源: wind, 富途证券

预计下半年北美市场的独立站电商仍保持较快增速。凭借着模式优势和消费者的购买习惯,美国品牌独立站发展迅速。据亿邦动力网报告,25%的美国消费者更加倾向于从品牌独立站进行消费。同时,独立站电商流量成本更低,相较于 Amazon 的 15%,Shopify 货币化率仅约 3%,对商家吸引力明显,并且独立站商家更能掌握自身的经营数据。考虑到下半年供应链限制缓解的确定性较高,有利于提高电商平台的运营效率。

图表 20: 各电商平台的货币化率

平台	货币化率
Shopify	约 3%
Amazon	约 15%
eBay	7-10%
阿里巴巴	3-5%
京东	4-6%
拼多多	2-4%

资料来源:公司公告,富途证券

2022 下半年随着新兴经济体的物流、移动支付渗透率提升,东南亚及南美的电子商务有望继续保持高速增长。新兴经济体的电商市场机会,主要来自于电商渗透率的持续渗透。东南亚地区和拉美地区人口稠密,电子商务渗透空间仍有较大的提升空间,具备高增速成长的潜力。其中拉美当前的线上销售额进展总体零售额的 4.4%。2020 年以来,疫情深刻培养了拉美和东南亚地区用户使用电商购物的习惯,其中菲律宾、马来西亚、两国的电商零售增速远超全球平均水平。未来,随着新兴经济体的物流、移动支付渗透率提升,东南亚及南美的电子商务有望继续保持高速增长。Sea 旗下的东南亚电商 Shopee2022Q1GMV 同比增速达 38%,营收同比增长 64%,仍保持在较高的增速水平。拉美电商巨头 Mercado Libre22Q1 营收同比增长 63.1%,其中电商业务 GMV 同比增长 32%。

2.2 港股展望

2022 年上半年港股电商行业同样受到供应链限制、消费需求下滑的冲击,主要由于中国地区疫情反复对供应链和消费者信心均造成负面影响。2022 年下半年,随着政策监管逐步回暖、复工复产加快、消费需求回暖和龙头公司业绩底的出现,预计港股电商板块将加速修复。

平台经济进入常态化监管, 政策风险或逐步出清。自2022年以来, 政府多次强调支持平台经济健康发展。

2022年3月16日,国务院副总理刘鹤主持召开金融稳定发展委员会,提出"稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作,红灯、绿灯都要设置好,促进平台经济平稳健康发展,提高国际竞争力";4月29日,政治局会议上强调"实施常态化监管,出台支持平台经济规范健康发展的具体措施";5月5日,李克强总理在国务院常务会议,提出"尽快出台具体措施以支持平台经济的规范健康发展";5月17日全国政协"推动数字经济持续健康发展"专题协商会中明确指出要支出平台经济、民营经济持续健康发展,支持数字企业在国内外资本市场上市。我们认为当前平台经济进入常态化监管,政策底部明确,监管风险或逐步出清,有利于电商板块的健康发展。

疫情后复工复产加快,下半年消费需求有望恢复。上半年疫情冲击下,宏观经济面临下行风险,供应链受限和消费需求疲软等因素利空电商板块。根据国家统计局数据,2022 年 4 月社会消费品零售总额同比下降 11.1%,其中 4 月实物商品网上零售额同比下滑 1%。考虑到下半年疫情逐步得到控制,各地复工复产有序推进,供应链进一步恢复,叠加 "618" 等促销活动和各地促消费政策的刺激,消费者需求有望恢复。根据根据京东公布的 2022 年家电 618 首日战报,5 月 23 日 20:00 至 24 日 24:00 期间,前四小时京东家电的预售金额是去年全天的 3 倍,整体预售金额较去年同比增长 270%。



图表 21: 月度实物商品网上零售额及其同比增速 (亿元)

资料来源: Wind, 富途证券



图表 22: 社零及商品网上零售额累计同比增速

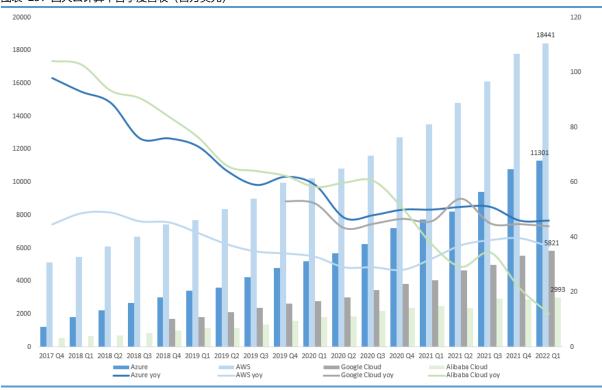
资料来源: Wind, 富途证券

22Q1 电商平台业绩超预期增长,板块基本面底部确认。虽然面临互联网红利见顶、疫情导致终端需求疲软等因素的冲击,22Q1 头部互联网电商平台业绩仍超预期,显示出电商龙头的经营韧性。电商板块从大规模扩张阶段转向用户高质量增长、精细化运营阶段,预计疫情后零售线上率仍有望进一步提高,有望促进本地生活、电商等细分行业的加速修复。重点关注占领用户心智,加速货币化,ARPU 值进一步提升的电商龙头。

3. 云计算板块: 企业服务的大时代, 云计算保持高景气增长

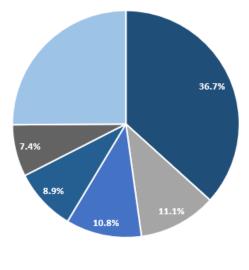
3.1 美股展望

在 2022 全球宏观逆风环境下,从 Q1 财报来看,云计算公司整体依旧展现出较高增速。laaS 层面,Q1 龙头 AWS 营收 184 亿美元,同比增 37%;微软 Azure 预估营收 113 亿美元,同比增 46%;Google Cloud 营收 58.2 亿美元,同比增 44%;国内 laaS 龙头阿里云营收 29.9 亿美元,同比增 12%。整体来看,起步较早技术、规模领先且业务辐射全球的美国云计算龙头依然保持较高增速,而国内云计算失速我们认为主要由于宏观环境影响。此外在竞争格局这一长周期影响因素上,美国云计算龙头明显更优,例如美国通信运营商龙头 AT&T 在 5 年前即逐步退出公有云市场,更于 2021 年宣布将其 5G 网络部署在微软的 Azure 云上,而国内近年来在通信运营商持续投入云计算背景下,华为、字节也纷纷入局,赛道竞争加剧,阿里云市场份额由 5 年前的 50%下滑至 2021 年的 36.7%。



图表 23: 四大云计算平台季度营收 (百万美元)

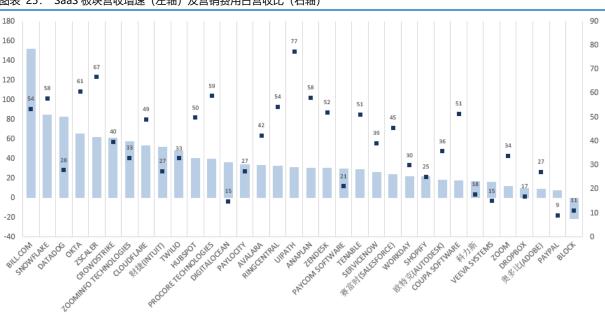
资料来源: Bloomberg, 富途证券



■阿里云 ■腾讯云 ■华为云 ■电信天翼云 ■AWS ■其他

资料来源: IDC, 富途证券

SaaS 层面,美股已公布 Q1 财报的公司中,营收增速位列前三的是财务 SaaS Bill, yoy+152%;数据仓库 Snowflake, yoy+85%; IT 监控龙头 Datadog yoy+83%。Zoom、Dropbox、Adobe、Paypal、Block 增速垫底。当前美股 SaaS 整体仍处于高投入的获客阶段,因此营销费用占营收比整体较高。部分营销投入产出比高(LTV/CAC 高)的企业,后续将呈现明显的盈利水平改善,比如在产品口碑、客户数增长方面出色的 Datadog,其 Non-Gaap(和 GAAP 差异主要是排除了股权激励)净利率近两年持续提升,Q1 已经升至 23%。



图表 25: SaaS 板块营收增速 (左轴)及营销费用占营收比 (右轴)

资料来源: Wind, 富途证券

下半年,我们认为综合考虑企业向云端迁移大趋势以及宏观不利因素影响,IaaS 层海外巨头增速面临一定压力,但仍有望实现中高速增长;国内随着下半年宏观环境改善,阿里云增速有望重回中高速增长水平。在营收保持增长的基础上,云业务对科技巨头的盈利贡献也愈发重要,AWS 经营利润率 Q1 达到 35%,贡献了亚马逊 178%的经营利润(电商亏损)。IaaS 巨头后续有望通过迭代自研通用服务器芯片带来性能提升以及成本优化,叠加 PaaS 生态扩张、规模效应等作用有望持续挖掘盈利潜力。

SaaS 层面可关注龙头公司投入端获客成本,研发费用以及营收端 ARR、RPO 表现,此外 SaaS 板块对无 风险利率高度敏感,也需关注加息周期下利率对估值的影响。



资料来源: Bloomberg, 富途证券

3.2 港股展望

港股 SaaS 板块近一年由于竞争格局恶化、全球流动性收紧、国内宏观下行等因素,表现较差。其中,中国有赞、微盟集团 2022 年股价低位皆自 2021 年高点下跌超 90%以上。进入 6 月后,在国家提出经济大盘稳增长,互联网平台监管政策缓和背景下,港股 SaaS 板块迎来反弹行情。

图表 27: 港股部分 SaaS 公司 6 月涨幅排行

股票名称	主营业务	6月涨幅(截至6.13)
中国有赞(08083)	电商SaaS、门店SaaS	91%
阜博集团 (03738)	内容版权保护与变现	19.8%
微盟集团 (02013)	电商SaaS、门店SaaS	10%
明源云 (00909)	房地产ERP及SaaS	8%
移卡 (09923)	支付及门店SaaS	8%
汇量科技(01860)	广告平台	7.7%

资料来源: 富途证券

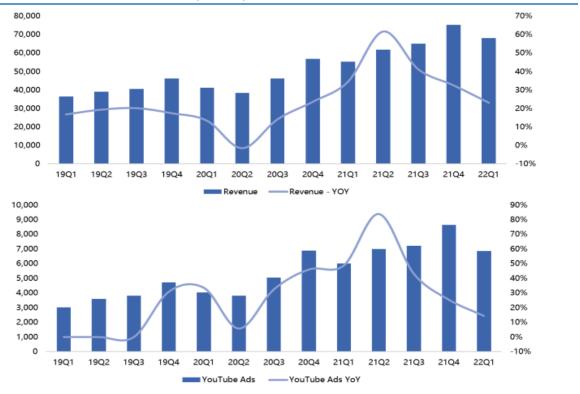
我们认为港股 SaaS 板块中的公司目前体量较小,业务范围局限于国内,中期成长确定性有限,公司基本面拐点需要关注公司层面付费商家数量、流失率、单客户价值等具体指标情况。相比于美股 SaaS 公司,我们认为国内 SaaS 当前面临竞争格局差、客户付费能力弱、规模效益低等问题,背后主要因为中国 IT 从业者较多,软件开发成本低以及无法走出国门服务全球等因素共同影响所致。

4. 社交/广告板块: 抖音/Tiktok 挤占用户时长与宏观下行带来双重压力

4.1 美股展望

Q1 美股广告行业在高基数和宏观降速背景下,收入增速普遍下行。搜索广告龙头 Google 收入增速 23%,增速继续下行,Youtube 收入增速 14%,主要由于企业品牌广告支出减少,同时面临一定来自 TikTok 分流广告预算压力。

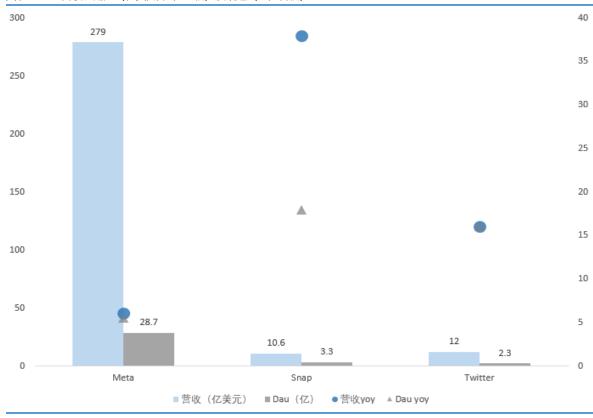
图表 28: 谷歌整体营收和 Youtube 营收 (百万美元)



资料来源:公司公告,富途证券

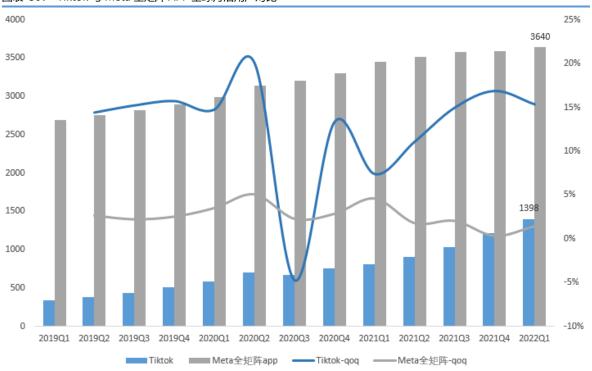
社交媒体公司 Q1 降速更为明显,其中 metaQ1 营收同比增 7%,增速连续 3 个季度下滑,Snap 虽然 Q1 取得 38%营收增速,但在 5 月发布盈利预警表示 Q2 由于宏观恶化无法实现 20%~25%营收增长指引。我们认为,在宏观环境影响之外,行业层面社交媒体面临 tiktok 抢夺用户时长和广告份额的压力与日俱增,此前疫情和现金补贴在 2020、2021 年给线上娱乐和购物带来了显著商业增量一定程度上掩盖了 Tiktok的冲击,当疫情趋稳消费回归线下时,竞争压力迅速显现。

图表 29: 营收、用户(亿美元/亿,左轴)及增速(%,右轴)



资料来源:公司公告,富途证券

美股广告行业下半年预计仍将面临较大的宏观经济压力,而 Meta 等社交媒体公司预计将面临 Tiktok 抢夺用户/用户时长与宏观下行带来双重压力。2022Q1Meta 全矩阵 app 全球月活用户 36.4亿,同比增 5.5%,而 Tiktok 同期全球月活 13.98 亿,同比增 72%。用户高增长同时,Tiktok 正在加速商业化进程,年初制定目标是 2022 年实现至少 120 亿美元营收,实现同比 200%以上增长。虽然 Meta、Snap 已在 Instagram、Snapchat 中内置短视频功能,但在产品力、用户及生态上存在较大差距,目前只能起到一定战略防守作用,离两家公司最终的变现引擎目标距离遥远。



图表 30: Tiktok 与 Meta 全矩阵 APP 全球月活用户对比

资料来源:公司公告, App Annie, 富途证券

4.2 港股展望

上半年由于国内宏观经济影响,教育、游戏受政策影响较大行业广告投放较 2021 年同期大幅减少,以及 抖音对用户时长以及广告份额的挤占等因素,港股上市公司广告业务表现欠佳。腾讯 Q1 广告收入 180 亿,同比降 17%,社交及其他广告收入下降 15% 至人民币 157 亿元,广告业务连续收缩后已经与百度处于同一水平。相较而言,视频平台广告业务虽然增速也出现明显下滑,但最终仍呈现出较强韧性,背后是广告主对视频平台尤其短视频的平台的青睐以及预算转移。

200 50% 180 180 40% 157 160 30% 140 20% 120 114 100 10% 80 0% -3.68% 60 -10% 40 29 -17% -20% 20 10.4 5.97 6.3 5.82 2.94 0 -30%

图表 31:互联网公司广告业务营收、用户(亿人民币/亿,左轴)及增速(%,右轴)

资料来源: Qusesmobile, 富途证券

腾讯

下半年港股广告板块表现我们认为与美国广告板块情况类似。首先在对平台经济监管放缓、稳增长等一 系列政策出台后,宏观经济实际表现对上市公司广告业务表现将产生直接影响。其次,抖音目前仍在明 显挤占快手以外互联网平台的用户时长及广告份额,腾讯、哔哩哔哩等亦希望通过布局短视频来加强生 态、开发增量广告库存,但目前创作者生态、用户时长上仍与短视频头部平台有较大差距,长期而言我 们认为短视频竞争格局基本确定,腾讯或可借助微信生态继续取得用户规模的增长,但在单用户时长上 更考验其产品力、精细化运营能力。今年,腾讯视频号预计将开启 Feed 广告测试和优化,可关注后续进 展。

■ MAU (亿)

百度

▲ MAU yoy

营收yoy

微博

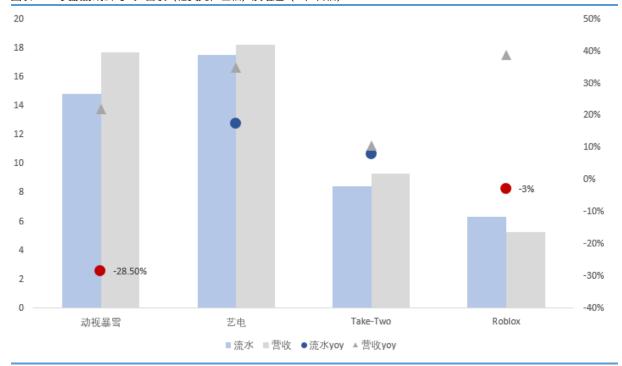
5. 游戏板块: 行业整体进入瓶颈期, 中国游戏公司出海进行时

■广告业务营收(亿人民币)

5.1 美股展望

上半年美股游戏公司由于 2021 年高基数以及疫情恢复娱乐消费转向线下等因素,整体增长放缓。其中, 动视暴雪和 Roblox Q1 流水 (Net booking, 当季充值金额) 同比下降。当前从游戏形态、用户以及付费 角度看,海外游戏公司收入目前进入瓶颈期,但站在更长视角,科技巨头或将游戏或视作元宇宙入口业务 而进行更多的战略布局或收购,类似2022年初微软斥资687亿美元收购暴雪的案例不排除未来继续发生。

图表 32: 美股游戏公司 Q1 营收 (亿美元, 左轴) 及增速 (%, 右轴)



资料来源:公司公告,富途证券

下半年美股游戏板块展望。可关注 EA 与腾讯合作的竞技手游《Apex 英雄》,以及动视暴雪与网易合作的《暗黑破坏神不朽》后续用户及流水表现。具备生态特色的 UGC 平台 Roblox 可关注用户在全球范围扩张速度以及高年龄用户破圈情况,我们认为 UGC 平台型游戏拥有较强生命力,Roblox 或在画面拟真,沉浸式体验方面持续研发投入。

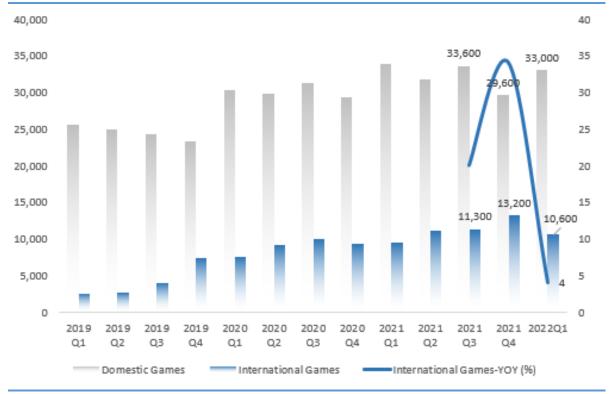
5.2 港股展望

国内游戏市场在用户见顶、版号管制、短视频平台部分挤占用户时长等因素影响下近年营收保持稳定。Q1 腾讯游戏收入436亿,同比持平,其中,国内游戏收入同比下降1%至330亿元,由于未成年人保护措施对活跃用户及付费用户数量造成了直接及间接的影响。海外游戏收入106亿,同比增长4%(固定汇率增8%),环比-20%,摊销规则变化和后疫情常态化放缓均导致增长放缓。Q1 网易游戏收入为173亿元,同比增加15.3%,海外游戏占比约10%。

当前主要关注逻辑为版号常态化,游戏公司业务营收将迎来更高可预见性。国家新闻出版署于6月7日发放了60款游戏版号,相较先前于4月11日所发放的45个游戏版号数量有所增长。虽然5月未有版号发放,但我们仍认为版号发放将回归停发前的常态化节奏(即按月发放),未来若版号发放数量逐渐提升,将会成为游戏行业正向的催化剂。最近两批版号中腾讯及网易并未名列其中,但考虑到这两家公司近期将上线的游戏均已有版号(例如网易的暗黑破坏神将于6月23日在国内上线,腾讯的黎明觉醒将于22年下半年推出等),我们认为短期内影响有限。

我们认为在目前国内游戏市场趋于饱和背景下,国内游戏厂商出海仍是目前最重要关注方向。近日国内游戏龙头公司纷纷在海外上线重磅端转手新游,如腾讯上线《Apex 英雄》、网易上线《暗黑破坏神:不朽》、心动公司上线《T3 Arena》等,这些游戏均受到了广泛好评,其带来的流水增长预期将会在相关公司第二季度的财报中展现,我们长期看好国内游戏厂商出海前景。网易表示希望未来通过积极地与海外团队合作,使海外游戏市场占比达到 40%-50%。

图表 33: 腾讯国内游戏收入、海外游戏收入(百万人民币, 左轴)及海外游戏增速(%, 右轴)



资料来源:公司公告,富途证券

■ 风险提示

地缘政治风险、利率加速上行风险、宏观经济下行、高通胀抑制消费需求、消费复苏不及预期、政策监管风险。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司 ("富途证券")编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交 予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受送递延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称"富途集团")均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般阅览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前 30 日内及在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的 1%或以上的任何财务权益,在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问 http://www.futuhk.com 上的风险披露声明。