



2H20 互联网行业展望： 持续分化，加速回归

- 互联网行业上半年回顾：**疫情进一步加速线上化，互联网行业逆势增长。年初至今（6月18日），MSCI中国通信服务指数显著跑赢MSCI中国指数，较年初升10.5%。疫情影响下，互联网行业分化加剧：受益于“宅经济”，游戏、视频等线上文娱业务表现强劲；而像OTA、票务网站等O2O业务受冲击则比较严重。此外，远程办公、在线教育等细分领域迎来爆发，利好长期发展。
- 互联网下半年细分行业展望——分化：**1) 游戏：疫情期间的高热度或出现自然回落，受海外疫情影响，出海游戏有望保持强势增长；2) 在线旅游：考虑到疫情的不确定性以及“后疫情”影响，在线旅游或呈渐进式复苏；3) 电影相关：影院停摆5个月之久，全年票房收入或减半，影院重启时间仍不明朗；4) 外卖行业：餐饮外卖业务在疫情后较快复苏，更加多元化的外卖场景将成为新的增长点；5) 短视频：短视频仍在风口，用户和营收双增长，将继续发力直播带货；6) 互联网广告：受经济放缓影响，互联网广告仍承压，信息流广告受青睐；7) 在线教育：疫情后，K12教育仍将以线下为主，后期用户留存差异将加速行业洗牌；8) 电商：两会释放政策利好，下沉市场仍然是主要增量，直播电商成为新的增长动力。
- 互联网下半年整体趋势展望——回归：**1) 中概股加速回归趋势；2) 产业互联网成为新的投资热点；3) “夜经济”推动线上线下进一步融合，成为新的增长点。
- 综上，我们下半年看好**游戏、电商、外卖和短视频**等细分领域，同时建议关注各板块龙头标的，包括腾讯（700.HK）、阿里巴巴（BABA.US/9988.HK）、美团点评（3690.HK）和哔哩哔哩（BILI.US）。

赵丹

互联网分析师
 dan_zhao@spdbi.com
 (852) 2808 6436

杨子超

研究助理
 charles_yang@spdbi.com
 (852) 2808 6409

林琰

研究部主管
 sharon_lam@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2020年06月19日

相关报告：

[《同程艺龙：静待“寒冬”消退》](#)
 (2020-05-06)

[《美团点评：有限半径，无线覆盖》](#)
 (2020-06-10)

目录

互联网行业上半年回顾	3
疫情加速线上化，互联网行业逆势增长	3
疫情影响下，互联网行业分化加剧	4
互联网下半年细分行业展望	7
游戏热度或自然回落，出海将保持强势增长	7
在线旅游或呈渐进式复苏	8
全年电影票房或减半，下半年仍不乐观	9
外卖业务较快复苏，消费场景多元化	10
短视频用户收入双增长，发力直播带货	12
互联网广告仍承压，信息流广告受青睐	13
在线教育后期留存是关键，行业或加速洗牌	14
下沉+直播，推动电商行业稳步增长	15
互联网下半年整体趋势展望	17
中概股加速回归趋势	17
产业互联网成为投资热点	19
“夜经济”推动线上线下进一步融合	20

2H20 互联网行业展望：持续分化，加速回归

互联网行业上半年回顾

● 疫情加速线上化，互联网行业逆势增长

疫情期间，线下实体经济停摆，业务受阻，进一步加速了线上渗透率的提升。互联网在抗疫中发挥了重要作用，期间全国互联网流量较去年底增加 50%。

年初至今（6月18日），MSCI 中国通信服务指数显著跑赢 MSCI 中国指数，较年初升 10.5%。一季度尤其是进入三月份，受业绩担忧和市场情绪影响，板块指数一路下跌，在三月下旬触底。随着国内疫情得到基本控制，板块估值上行修复。

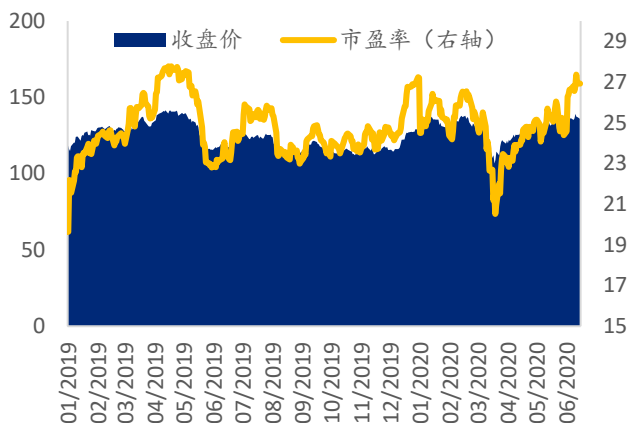
图表 1: MSCI 中国通信服务指数跑赢 MSCI 中国指数



资料来源：Bloomberg、浦银国际

MSCI 中国通信服务指数市盈率（TTM）达到 2019 年来新高。受益于疫情，互联网板块表现优于大盘，资金流入也推高了板块整体估值，超过近一年半以来的市盈率（TTM）25x 均值。

图表 2: MSCI 中国通信服务指数及市盈率 (TTM)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: MSCI 中国通信服务指数市盈率 (TTM)



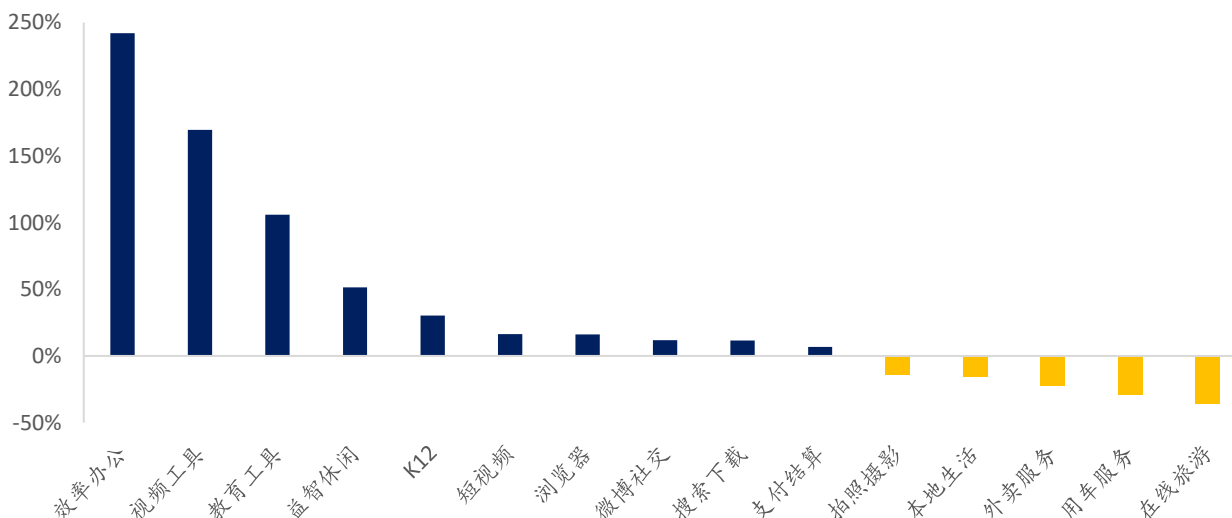
资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 疫情影响下，互联网行业分化加剧

受益于“宅经济”，游戏、视频等纯线上文娱业务表现强劲；而像到店餐饮、OTA、票务网站等仍需线下消费的 O2O 业务受冲击则比较严重。而远程办公、在线教育等细分领域迎来爆发，利好长期发展。

根据 Questmobile 的 3 月份用户监测数据显示，大部分互联网 APP 的用户规模呈现不同幅度增长。其中效率办公、视频工具和教育工具的用户规模同比增长位居前三。而同比下滑严重的细分行业 APP 则包括在线旅游、用车服务和外卖服务等，随着疫情缓和，用户数也有所回流。

图表 4: 2020 年 3 月细分行业 APP 用户规模同比变动

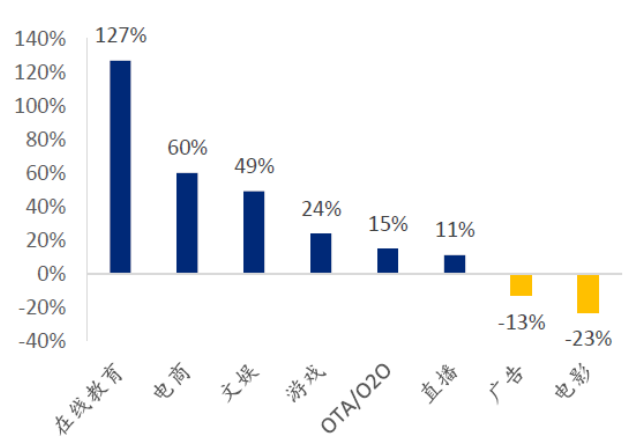
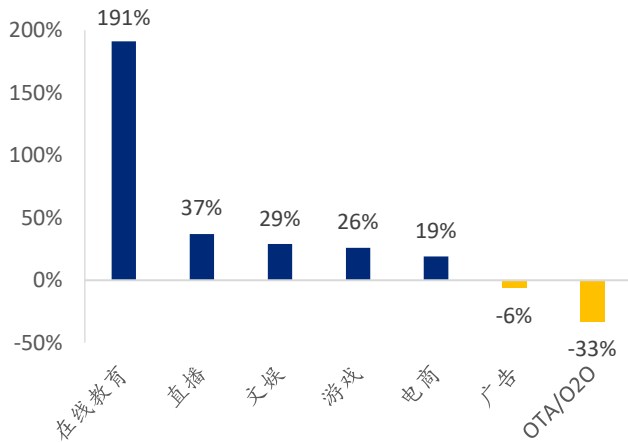


资料来源: Questmobile、浦银国际

我们统计了主要互联网公司的一季度营收增速和年初至今股价变化，也印证了上述的行业分化态势。整体上，纯线上业务表现优于 O2O 行业。

图表 5: 1Q20 互联网各细分板块一季度营收增速

图表 6: 互联网各细分板块 YTD 股价变动 (截至 6 月 17 日)



注：电影板块不公布季报
资料来源：Bloomberg、浦银国际

资料来源：Bloomberg、浦银国际

一季度营收增速：

同比增长的板块包括：

在线教育业绩迎来爆发，同比增长 191%。其次，直播、文娱、游戏和电商板块一季度营收分别同比增长 37%、29%、26%和 19%。

同比下降的板块包括：

O2O 板块同比下跌 33%，尤其是 OTA 细分行业，广告板块同比下降 6%。

年初至今股价变化：

年初至今股价上升的板块包括：

在线教育板块股价较年初升 127%。电商、文娱、游戏和直播板块股价较年初分别升 60%、49%、24%和 11%。OTA/O2O 受复苏预期影响，股价在二季度有所反弹，其中美团增长强劲；

年初至今股价下跌的板块包括：

互联网广告和电影板块股价较年初分别下跌 13%和 23%。

图表 7: 互联网公司一季度收入增速和年初至今股价变化 (截至 6 月 17 日)

股票代码	公司名称	行业	17/6/2020		一季度收入同比增速
			股价	年初至今股价 (变动)	
700 HK Equity	腾讯	游戏	452.0	20.3	26.4
NTES US EQUITY	网易	游戏	407.4	32.8	18.3
3888 HK Equity	金山软件	游戏	29.2	45.3	32.0
777 HK Equity	网龙	游戏	20.7	12.7	N/A
799 HK Equity	IGG	游戏	6.2	7.0	N/A
平均				23.62	25.59
BABA US EQUITY	阿里巴巴	电商	224.3	5.7	22.3
JD US EQUITY	京东	电商	62.0	76.0	20.7
PDD US EQUITY	拼多多	电商	82.8	118.9	43.9
VIPS US EQUITY	唯品会	电商	19.8	39.9	(11.8)
平均				60.1	18.8
3690 HK Equity	美团	OTA	172.8	69.6	(12.6)
TCOM US EQUITY	携程	OTA	26.0	(22.6)	(42.1)
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	13.6	(2.6)	(43.6)
平均				14.8	(32.8)
BIDU US EQUITY	百度	广告	122.0	(3.5)	(6.5)
WB US EQUITY	微博	广告	34.6	(25.4)	(19.0)
SOHU US EQUITY	搜狐	广告	9.0	(19.8)	1.1
SOGO US EQUITY	搜狗	广告	4.3	(4.8)	1.8
SINA US EQUITY	新浪	广告	35.8	(10.3)	(8.4)
平均				(12.8)	(6.2)
MOMO US EQUITY	陌陌	直播	18.9	(41.5)	(3.5)
HUYA US EQUITY	虎牙	直播	19.0	6.0	47.8
DOYU US EQUITY	斗鱼	直播	10.7	26.0	53.0
YY US EQUITY	欢聚娱乐	直播	92.2	74.7	49.6
3700 HK Equity	映客	直播	1.0	(8.9)	N/A
平均				11.3	36.7
TME US EQUITY	腾讯音乐	文娱	12.5	6.4	10.0
IQ US EQUITY	爱奇艺	文娱	24.7	17.1	9.4
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	文娱	41.1	120.8	68.6
772 HK Equity	阅文集团	文娱	49.3	51.5	N/A
平均				49.0	29.4
1970 HK Equity	IMAX China	电影	11.9	(27.6)	N/A
1896 HK Equity	猫眼娱乐	电影	12.2	(15.1)	N/A
1060 HK Equity	阿里影业	电影	1.0	(26.3)	N/A
平均				(23.0)	NA
DAO US EQUITY	网易有道	在线教育	35.7	153.4	140.0
GSX US EQUITY	跟谁学	在线教育	56.2	156.0	382.1
1797 HK Equity	新东方在线	在线教育	34.6	86.0	N/A
COE US EQUITY	51talk	在线教育	21.0	114.1	50.8
平均				127.4	191.0

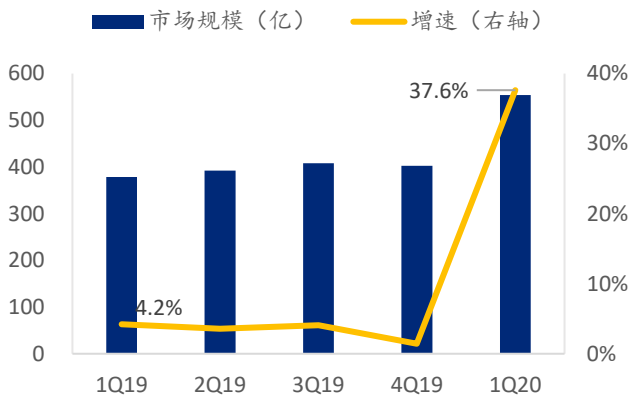
资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网下半年细分行业展望

● 游戏热度或自然回落，出海将保持强势增长

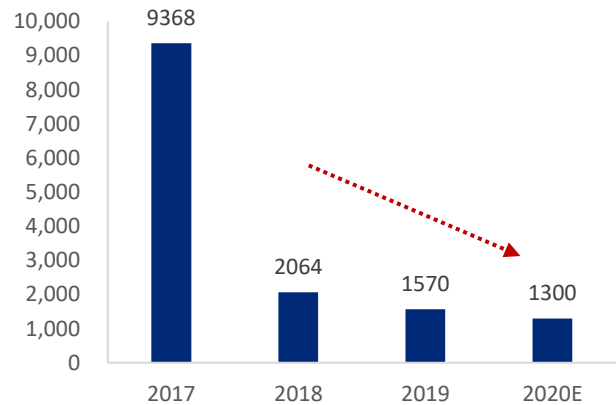
伽马数据显示，受益于“宅经济”和假期延长影响，2020年一季度中国手游市场收入达到近550亿元，同比增长49%。随着复工复产，疫情期间的游戏行业高用户和时长难以持续，用户数量和时长环比将出现自然回落，但同比或依旧好于疫情前预期。

图表 8: 一季度中国手游环比增速



资料来源：伽马数据、浦银国际

图表 9: 国内游戏版号缩减



E=浦银国际预测
资料来源：广电总局、浦银国际

爆款游戏值得期待：从新游预约来看，《英雄联盟》手游、《地下城与勇士》手游、《荒野乱斗》三款游戏都排名前列。其中，Supercell的《荒野乱斗》已经在海外上线一年多，国服于6月9日上线，目前免费榜第一，畅销榜第二；《地下城与勇士》手游预计将于暑期上线；《英雄联盟》手游预计也将会在年内上线。

国内游戏版号缩减，游戏厂商开拓海外市场。2017年我国共有9368款游戏过审，2019年恢复审批后，共发放1570款游戏版号。2020年，前五个月每月游戏版号发放在100款左右，预计今年全年游戏版号总数接近1300款。版号数量发放受限，使得部分游戏厂商开始将目标转向海外市场。根据伽马数据，我国一季度出海游戏Top10排行榜中，腾讯的《PUBG MOBILE》位居榜首。莉莉丝有两款游戏，包括《万国觉醒》和《剑与远征》；FunPlus也有两款游戏，包括《火枪纪元》和《阿瓦隆之王》。与国内游戏市场双寡头垄断不同，我国出海游戏格局相对均衡，第二梯队厂商仍有发展机会。

海外疫情将利好出海游戏行业。海外疫情于三月份才开始暴发，且持续时间较长。海外疫情蔓延，世界各地人们居家隔离，游戏将承接线下娱乐需求，成为主要的居家娱乐方式。出海游戏有望维持强劲增长势头。

● 在线旅游或呈渐进式复苏

疫情下，旅游业遭遇寒冬。随着国内疫情得到基本控制，我国旅游业开始回暖，但从几个节假日的数据来看，整体复苏进度仍不乐观。根据中国旅游研究院统计，今年清明假日和五一黄金周，旅游收入分别同比减少 81% 和 60%。今年 4 月 21 日中国社科院发布的《旅游绿皮书：2019—2020 年中国旅游发展分析与预测》显示，在谨慎预测下，中国全年旅游总收入将下降 39.8%。

图表 10: 2020 年国内旅游恢复情况

	旅游人次	旅游收入
清明节假期	-61%	-81%
五一假期	-41%	-60%

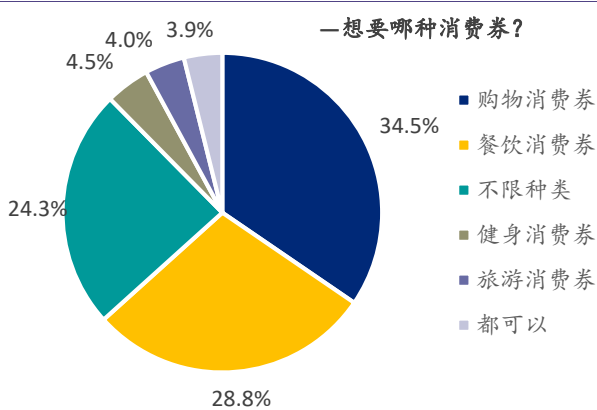
注：中国旅游研究院预测为国内旅游人次和国内旅游收入

资料来源：中国旅游研究院，中国社会科学院，浦银国际

我们曾在《[同程艺龙：静待“寒冬”消退](#)》报告中提出“旅游业或呈渐进式复苏”，主要由于：

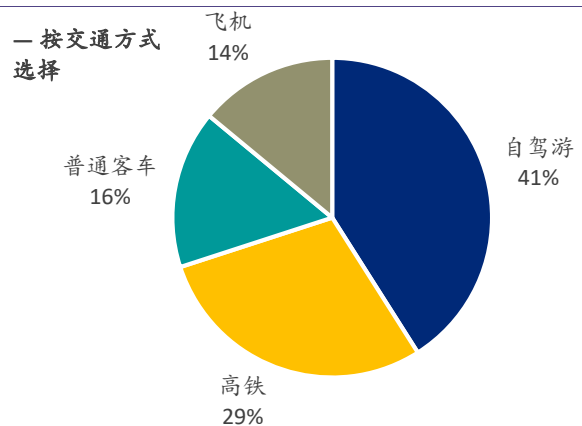
1. 疫情结束并不等于旅游业完全放开
 - 疫情得到基本控制，旅游相关政策放开仍需时日；
 - 居民在心理上对“安全”问题仍存担忧，持观望态度。
2. “后疫情”影响有待消化：收入预期下降，假期缩短
 - 疫情导致经济增速放缓，或影响旅游消费支出；
 - 延迟复工复学，假期缩短或影响旅游旺季收入。
3. 周边自驾游兴起，一定程度上侵蚀 OTA 行业收入。

图表 11: 消费券问卷调查 (2020.04.15)



资料来源：21 世纪经济报道、浦银国际

图表 12: 疫情后旅游意愿调查-交通方式选择



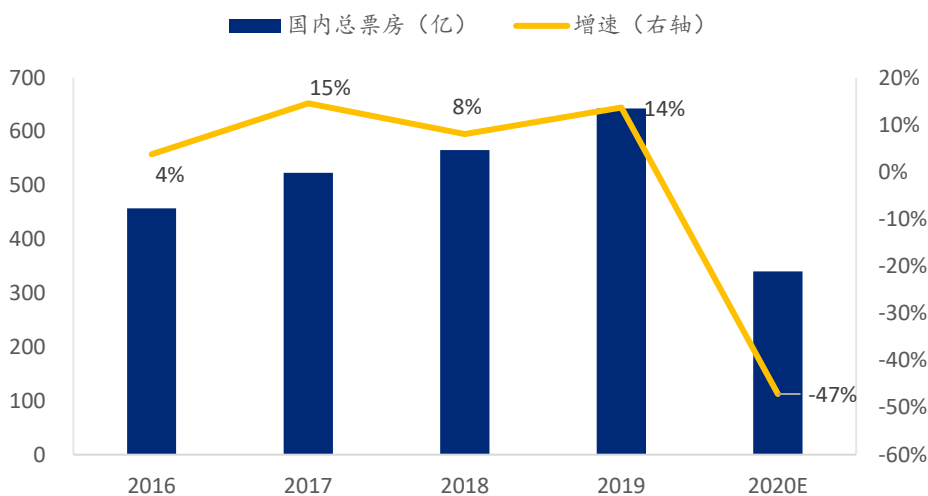
资料来源：中国旅游研究院、浦银国际

● 全年电影票房或减半，下半年仍不乐观

1. 全年电影票房或减半，损失惨重

疫情期间，电影院等线下娱乐场所关门停业。随着疫情的好转，部分省份的电影院曾在3月底开门营业，后被紧急叫停，目前仍未开放，整个电影业停摆5个月之久。国家电影局在4月底曾预估今年全国票房损失300亿元，收入近减半，像猫眼和阿里影业的电影票务业务也将损失惨重。

图表 13: 中国国内电影票房预测



E=国家电影局预测

资料来源：国家电影局、浦银国际

2. 电影院仍在等待“复工”通知

5月8日，国务院曾发布通知，并明确在落实防控措施前提下，可采取预约、限流等方式，开放影剧院等密闭式娱乐休闲场所。

6月5日，国家电影局下发通知，全国电影院的开业必须执行统一的时间安排，同时相关部门正在组织片源，制作影片硬盘及密钥，并适时安排上映档期。

6月13日，受北京疫情复发影响，北京新冠肺炎疫情防控工作领导小组会议指出，电影院、卡拉OK等密闭式文娱场所暂不开放。我们预计全国影院开放时间将进一步推迟。

3. 电影产业链恢复或许更长时间

此外，考虑到电影院空间相对封闭，电影院重启后，观影人次并不会急速上升。全国电影行业停摆，影片拍摄、制作和宣发等环节基本处于停滞状态，重启仍需一定时间。全球电影产业遭受重创，后续进口影片也将受一定影响。

● 外卖业务较快复苏，消费场景多元化

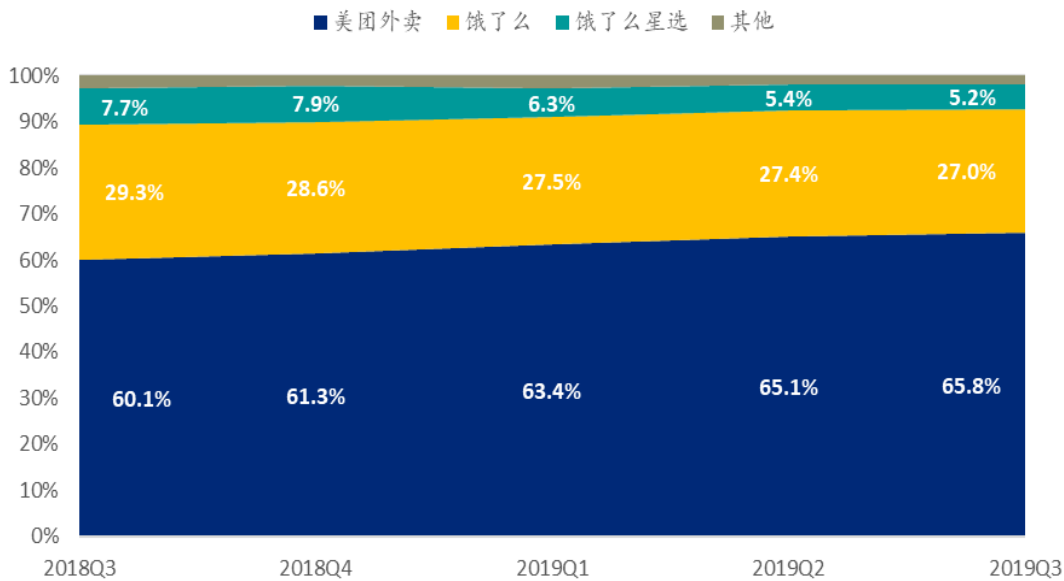
1. 餐饮外卖恢复较快

疫情对上半年外卖供给造成了较大冲击，但也推动了越来越多的高端餐厅加入外卖平台。随着疫情缓和和餐饮复工复产，外卖需求进一步恢复。根据美团数据，至5月上旬，外卖订单量已恢复至疫情前的90%，恢复速度快于其他O2O行业。

2. 我国外卖行业的双寡头格局将持续

根据 Trustdata 数据，在 2019 年三季度，美团外卖在餐饮外卖市场的市占率为 65.8%，饿了么（包含饿了么和饿了么星选）市占率为 32.2%。从最近几个季度的数据来看，美团的领先优势在逐步扩大。

图表 14: 中国外卖行业市场份额

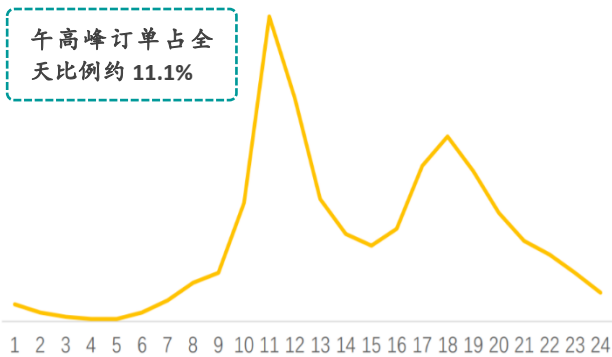


资料来源：Trustdata、浦银国际

3. 多元化的外卖消费场景将催生新的增长点

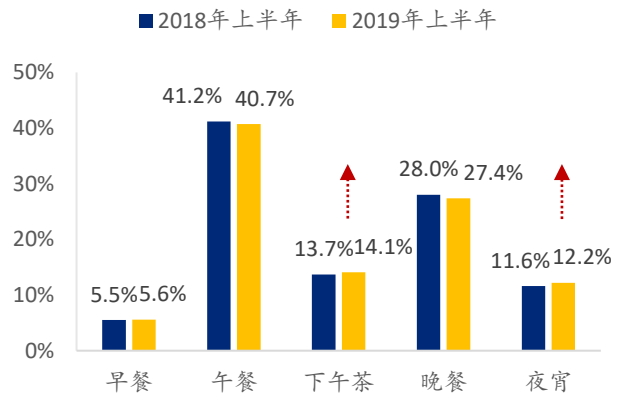
餐饮消费场景纵向延伸，从正餐扩展至饮品、下午茶、夜宵等细分领域。目前，餐饮外卖以正餐为主，而消费升级或带动非正餐美食品类的增长，如甜点饮品，下午茶等。外卖消费时间也已经从午高峰和晚高峰向全时段扩展。

图表 15: 外卖订单下单时段分布 (3Q19)



资料来源: 美团研究院、浦银国际

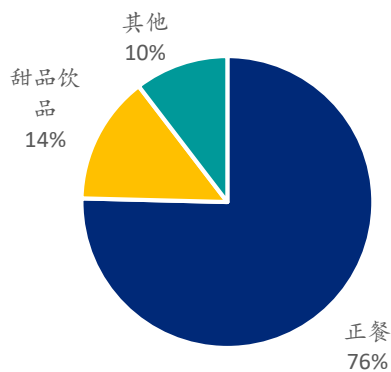
图表 16: 外卖美食细分品类消费时段分布 (3Q19)



资料来源: Trustdata、浦银国际

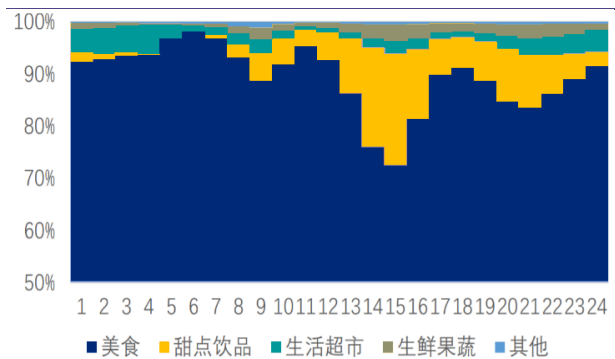
从餐饮向非餐饮的品类横向扩张。除传统餐饮外,目前外卖服务已经延伸到生活超市、生鲜等更多生活场景,这使得外卖成为了全时段、跨品类的重要消费场景。根据 Trustdata 数据,2019 年三季度,非餐饮外卖同比增长 116%,远超过餐饮 30%的增速。疫情期间,外卖平台推出的买菜、买药、闪购等到家服务迎来爆发,进一步推动用户线上消费习惯的培育。

图表 17: 我国外卖行业订单品类分布 (3Q19)



资料来源: Trustdata、浦银国际

图表 18: 我国外卖行业品类时段分布 (3Q19)



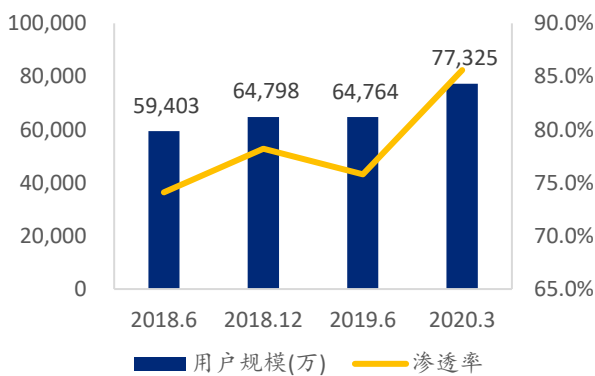
资料来源: 美团研究院、浦银国际

● 短视频用户收入双增长，发力直播带货

疫情加速了短视频用户积累。截至 2020 年 3 月，我国短视频用户规模为 7.73 亿，较 2018 年底增长 1.25 亿，占网民整体的 85.6%。此外，短视频也在海外市场加速扩张，抖音海外版 TikTok、快手海外版 Kwai 等应用，迅速抢占海外市场。据 Sensor Tower 统计，TikTok 5 月全球下载量超 1.19 亿次，为全球非游戏类 APP 下载量和营收双冠。

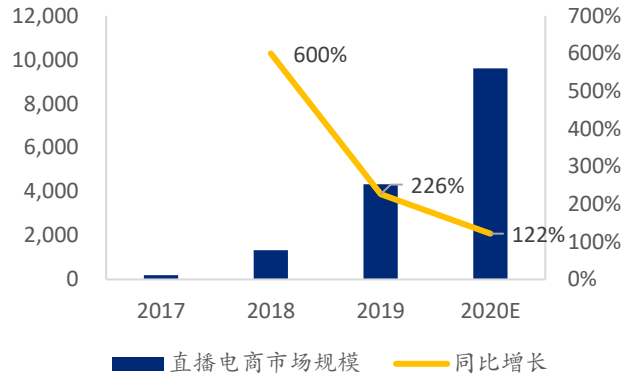
短视频和直播进一步融合，加速商业变现。从变现方式来看，短视频此前主要采取直播打赏、信息流广告等形式。在疫情的助推下，直播电商迎来了全面爆发，直播带货也成为短视频目前最热门的变现模式。艾媒预计，2020 年中国直播电商市场规模将会达到 9160 亿元，同比增长 120%。

图表 19: 我国短视频用户规模



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 20: 我国直播电商市场规模 (亿)



E=艾媒预测 资料来源: 艾媒、浦银国际

短视频将继续构建商业闭环。短视频平台自身的直播用户群体，对于直播带货来说是巨大的流量红利。目前短视频平台直播带货仍多是挂外部淘宝链接为主，自身的配套设施相对于电商平台还有待完善。我们认为，短视频会继续构建平台内的电商业务，从而完成自身的商业闭环和流量变现。

图表 21: 直播带货产业链

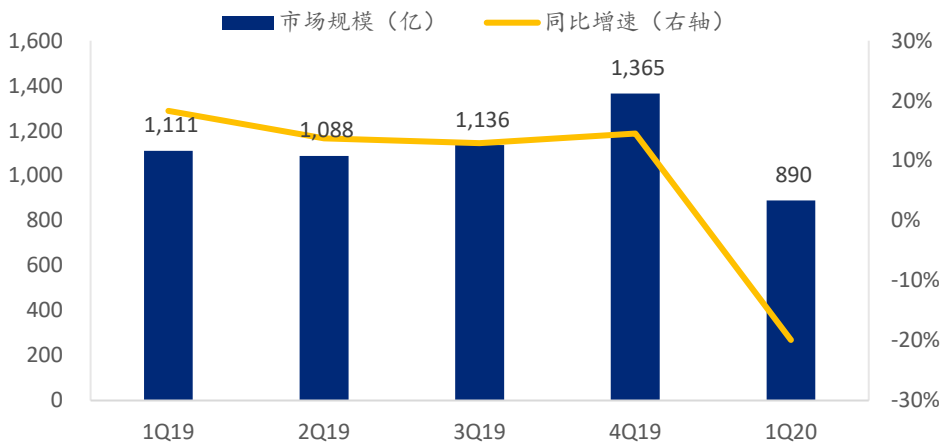


资料来源: 浦银国际

● 互联网广告仍承压，信息流广告受青睐

受经济放缓影响，广告行业下半年仍然承压。根据 Questmobile 统计，整个网络广告行业受到疫情冲击，一季度中国互联网广告市场规模同比下降 20%。经济增速放缓，广告主变得越来越谨慎，或缩减下半年的广告投放预算。此外，互联网平台上用户数以及上网时长也将自然回落，导致平台总体流量下降。

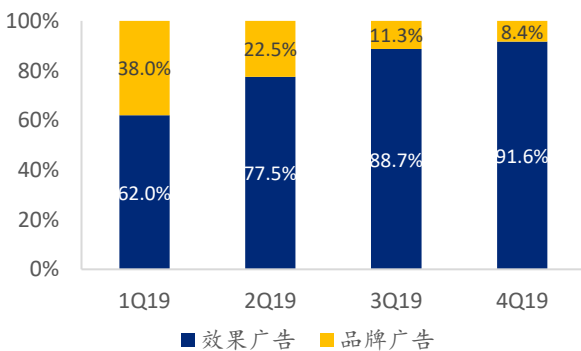
图表 22: 中国互联网广告一季度收入同比下降 20%



资料来源: Questmobile、浦银国际

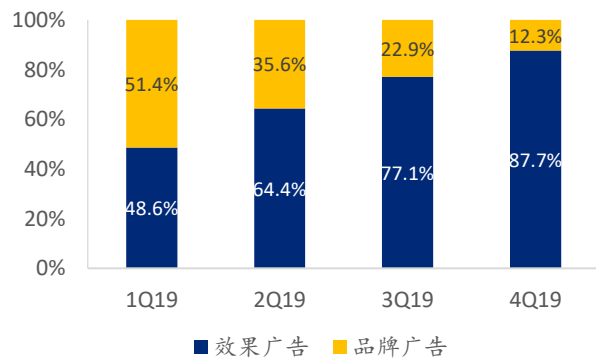
信息流广告受青睐。原生性、高效匹配、用户干扰度小等是信息流广告的典型特点，信息流逐渐从社交媒体，逐渐延伸至搜索、资讯、视频等媒体。信息流广告基于大数据分析，对广告进行精准投放，从而实现更高的广告收益。广告整体预算缩减情况下，广告主会更加注重广告投放转化率。IDC 在《中国互联网信息流市场研究》中指出，信息流广告在互联网广告整体市场中的占比将迅速提升，从 2018 年的 29.3% 增长到 2023 年的 39.3%，五年复合增长率为 18.6%，高于行业水平。

图表 23: 新闻资讯广告曝光占比分布



资料来源: Questmobile、浦银国际

图表 24: 短视频广告曝光占比分布

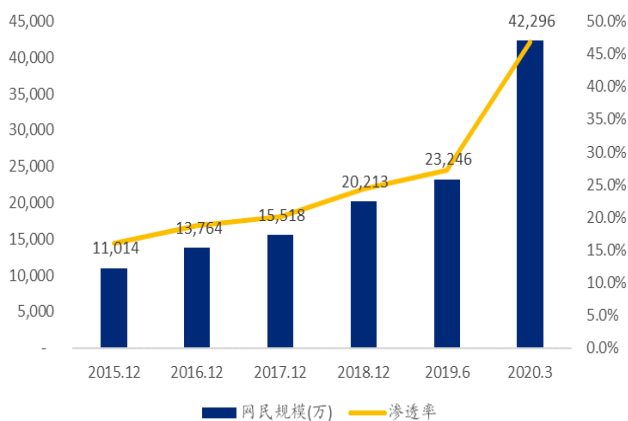


资料来源: Questmobile、浦银国际

● 在线教育后期留存是关键，行业或加速洗牌

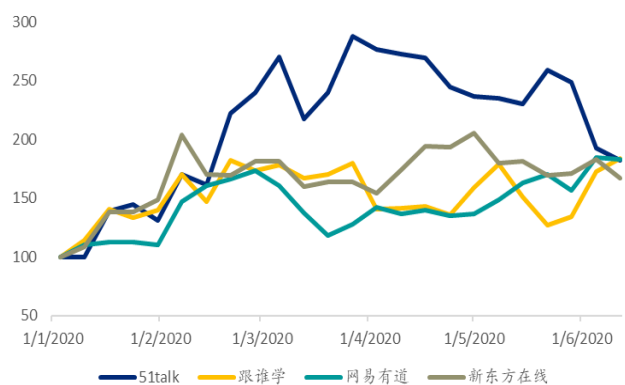
疫情为在线教育带来大量新增用户。受疫情影响，全国大中小学开学推迟，教学活动改至线上，推动在线教育用户规模快速增长。截至 2020 年 3 月，我国在线教育用户规模达 4.23 亿，较 2018 年底增长 2.22 亿，增长近 90%。此次疫情给在线教育带来的最大利好是，在短时期内以低获客成本录得大量新增用户。

图表 25: 中国在线教育用户规模



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 26: 在线教育板块股价走势



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

政策利好推动在线教育发展。近年来，教育部门出台多项政策，规范在线教育市场。2019 年 9 月，教育部等十一部门印发《关于促进在线教育健康发展的指导意见》，鼓励社会力量举办在线教育机构、支持互联网企业与在线教育机构深度合作，并推动线上线下教育融通。

展望下半年，我们认为：

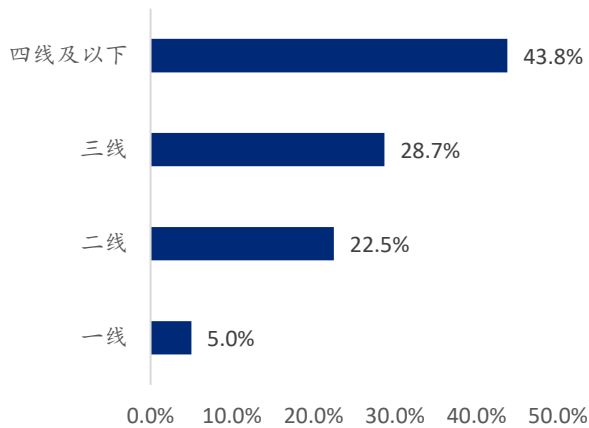
- **K12 长期仍以线下为主。**随着疫情缓解，各地中小学陆续复学，将逐渐减少对在线教育的依赖，回归线下。由于中小学生学习自主性较差，在线教育的效果不如线下。从长期来看，疫情仍加速了在线教育的普及程度。
- **后期留存是关键。**三四线城市用户习惯的改变是此次疫情对在线教育的主要影响，增量更加明显，但疫情过后的留存率以及付费转化率也成为后期发展的关键。
- **行业加速洗牌。**目前大部分在线教育培训机构仍处于亏损。面对短时期涌入的流量红利，在线教育公司若未能“大考”中把握机遇，当流量回归常态，后期获客更加困难，或加速行业的优胜劣汰。

● 下沉+直播，推动电商行业稳步增长

两会释放政策利好。5月22日，两会政府工作报告中指出，电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势，支持电商、快递进农村，拓展农村消费。政策利好将推动电商行业进一步发展。

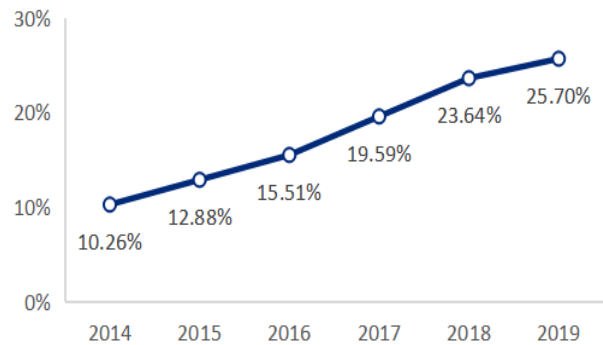
2019年网络零售持续稳健发展，成为拉动我国消费增长的重要动力。数据显示，2019年全国网上零售额达10.63万亿元，其中实物商品网上零售额达8.52万亿元，占社会消费品零售总额的比重为20.7%。

图表 27: 2019年淘宝新增用户城市分布



资料来源：个推大数据、浦银国际

图表 28: 中国电商渗透率持续提升



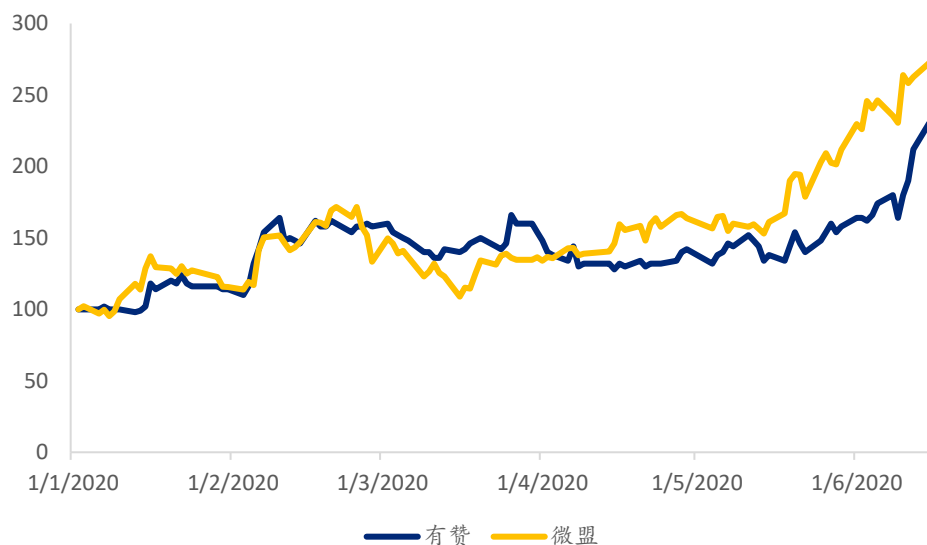
资料来源：国家统计局，浦银国际，该数字包含服务类线上销售额

下沉市场仍是电商行业主要增量。下沉市场电商用户保持快速增长，2019年淘宝新增用户中，有超过70%来自于三线及以下城市。截至2020年3月，三线及以下市场网购用户占该地区网民比例较2018年底提升3.9个百分点；农村网购用户规模达1.71亿，占网购用户比例达24.1%。随着低线城市和农村地区的物流基础设施不断完善，下沉市场的网购增长空间巨大。

直播电商成为新的增长动力。直播电商通过实时互动的方式激活用户感性消费，提升购买转化率和用户体验。我们预计电商平台和短视频直播平台的合作将进一步加深。

社交流量与电商加深融合，私域流量火爆。随着线上流量越来越贵，社交电商让商户能够以低成本直接接触达消费者。2019年社交电商交易额同比增长60%，超过电商行业平均增速。一些商家也开始建立私域流量，有助于实现精准营销，深挖已有用户价值。私域流量的火爆，也带动了提供相关 SaaS 服务的供应商业务量大增。比如，像微盟、有赞等专注于构建微信小程序这些服务商，股价屡创新高。

图表 29: 微盟、有赞股价走势 (港元)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

目前，主要的私域流量包括：一是用微信、QQ 群所打造的私域流量池；二是微信商城小程序。根据微信数据，2019年微信小程序日活用户超过3亿，累计创造8000亿交易额，同比增长160%。

互联网下半年整体趋势展望

● 中概股加速回归趋势

中概股正经历大规模回归潮，包括私有化退市以及赴港二次上市。私有化方面，6月15日，58同城正式宣布与Quantum Bloom Group Ltd.签订合并协议，选择私有化；此前6月12日，易车发布公告称，与腾讯等买方团达成私有化协议。二次赴港上市方面，继阿里巴巴2019年回归港股后，今年6月，网易和京东先后在港股完成二次上市。另外，百度、携程等中概股也曝出赴港二次上市的传闻。

中概股回归潮的原因包括：

- **中美关系日益紧张对中概股不利。**4月23日，美国证券交易委员会主席称，因为信息披露的问题，投资者近期在调整仓位时，不要将资金投入在美国上市的中国公司股票。此前，多家中概股在美股屡次遭到做空也增加了回归的动力。
- **港股政策宽松。**2018年4月，港交所推出重大上市制度改革，对新经济公司开放“同股不同权”、允许未盈利生物医药公司上市、支持来港寻求二次上市。

在港股二次上市，有利于：

- 增强公司股票的流动性；
- 减少对单一资本市场的依赖程度，规避中美贸易摩擦带来的潜在风险；
- 在离自己用户更近的香港市场上市，有机会获得更好的估值；
- 现阶段，港股仍是中概股回归优先考虑的上市地。A股市场的估值水平较高，但港股也拥有独特的优势，包括境外融资需求、VIE结构和上市等待时间等方面。

目前，回港二次上市需要满足四个条件：

- 属于新兴产业；
- 已在英美成熟市场上市，即纽交所、纳斯达克或伦交所，且至少保持两年良好合规记录；
- 市值不低于400亿港元；或市值至少达到100亿港元，同时最近一年营收大于10亿港元；
- 发行人须证明其主要上市地，在法律、规则等方面拥有与香港相当的主要股东保障水平。

图表 30: 符合二次上市条件中市值要求的主要中概股互联网公司 (截至 6 月 18 日)

证券代码	证券简称	最新收盘价(美元)	总市值(亿美元)
PDD.O	拼多多	82.80	991.63
BIDU.O	百度	122.03	420.60
TAL.N	好未来	64.16	379.70
TME.N	腾讯音乐	12.49	209.52
EDU.N	新东方	130.93	206.67
IQ.O	爱奇艺	24.73	181.43
TCOM.O	携程网	25.95	153.90
BILI.O	哔哩哔哩	41.11	134.89
GSX.N	跟谁学	56.16	134.02
VIPS.N	唯品会	19.82	133.27
GDS.O	万国数据	70.85	107.73
ATHM.N	汽车之家	85.14	101.38
WUBA.N	58 同城	54.24	81.29
WB.O	微博	34.59	78.33
YY.O	欢聚	92.21	72.59
OCFT.N	金融壹账通	19.15	70.72
KC.O	金山云	24.29	49.86
JOBS.O	前程无忧	70.51	47.17
HUYA.N	虎牙直播	19.03	41.77
DAO.N	有道	35.73	39.93
MOMO.O	陌陌	18.92	39.49
DOYU.O	斗鱼	10.67	33.88
BZUN.O	宝尊电商	38.00	23.95
SINA.O	新浪	35.81	23.41
LX.O	乐信	11.29	20.29
VNET.O	世纪互联	16.99	19.25
SOGO.N	搜狗	4.33	16.59
QFIN.O	360 金融	10.44	15.32

资料来源: Wind、浦银国际

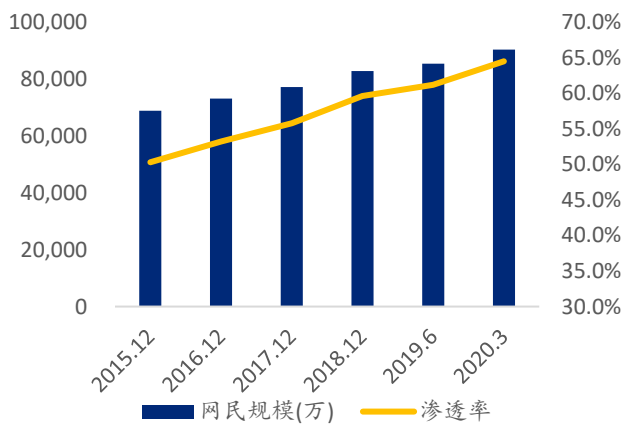
● 产业互联网成为新的投资热点

疫情的到来加速了产业数字化转型。产业互联网本质是生产要素的数字化，重构线下业务、重构产业链间的数字化、智能化，形成线上线下一体化。疫情下，部分传统企业通过数字化得以复工，提高了运营效率，降低了生产成本。

互联网下半场，消费互联网向产业互联网转移。根据 CNNIC 统计，截至 2020 年 3 月，我国网民数量超过 9 亿，互联网渗透率达到 65%。随着互联网人口红利逐渐减弱，互联网企业逐渐从服务 C 端向赋能 B 端转移。到 2019 年年底，我国网信独角兽企业总数为 187 家，较 2018 年底增加 74 家，面向 B 端市场提供服务的网信独角兽企业数量增长明显。从网信独角兽企业的行业分布来看，企业服务类占比最高，达 15.5%。

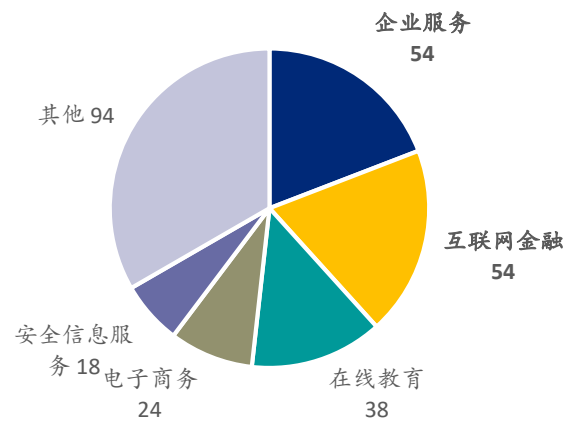
产业互联网成为互联网投融资重点领域。根据中国信通院统计，我国一季度互联网行业投融资领域中，企业服务和互联网金融是投融资领域的笔数最多的细分领域，资本市场看好并积极布局产业互联网。

图表 31: 中国网民用户规模



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 32: 产业互联网成为投融资重点领域 (1Q20)



资料来源: 中国信通院, 浦银国际

● “夜经济”推动线上线下进一步融合

2019年下半年起，我国有多达40余个城市先后发布政策鼓励发展夜间经济，中国城市夜间经济开始发力。今年疫情后，各地为促进本地消费的复苏，再次大力发展“夜经济”。

“夜经济”将成为互联网行业新的增长点。中国互联网巨头，像阿里巴巴、美团、京东和滴滴等此前都先后发表了夜间经济报告，纷纷看好夜间黄金时段的消费潜力。移动互联网的快速普及极大的推动了夜经济的发展，主要体现在：培养用户夜间消费习惯；延长商户营业时间；提供物流、支付等配套服务。

图表 33: 夜间经济的线上相关行业



资料来源：Questmobile、浦银国际

- **电商**：根据阿里巴巴发布的夜经济报告，从夜间网购消费来看，2019 夜间网购金额占比超 40%，较 2018 上涨近 4%。此外，移动支付在夜晚 10 点到达全天活跃最高峰。
- **直播**：由于观看直播用户的高峰时期均在闲暇时间，因此主播的工作时长通常在晚上，夜间 20:00-23:00 也是直播的黄金时段。
- **外卖**：夜间线上外卖订单交易额占全天的比重从 2018 年的 35.4%，提高到 2019 年的 36.4%，其中 22 点时段的外卖订单增长最为明显。在凌晨 4 点，依然有 6.6% 的骑手处于可接单状态。2019 年，北京、南京等地夜宵订单量同比增长超 60%。

图表 34: 互联网公司估值比较

股票代码	公司名称	行业	18/6/2020			市盈率			
			市值 (百万 美元)	股价	年初至今	2018A	2019A	2020E	2021E
700 HK EQUITY	腾讯	游戏	564,582	458.0	21.9	52.3	42.4	33.8	27.3
NTES US EQUITY	网易	游戏	55,881	407.4	32.8	44.5	25.6	22.9	20.0
3888 HK EQUITY	金山软件	游戏	5,261	29.7	47.7	162.5	N/A	95.5	54.7
777 HK EQUITY	网龙	游戏	1,528	21.0	14.6	46.8	12.0	9.9	7.8
799 HK EQUITY	IGG	游戏	979	6.1	6.1	5.2	6.5	7.3	6.8
平均					24.6	62.3	41.5	33.9	23.3
BABA US EQUITY	阿里巴巴	电商	601,601	224.3	5.7	47.5	43.3	32.1	26.6
JD US EQUITY	京东	电商	95,817	62.0	76.0	N/A	61.8	48.9	31.9
PDD US EQUITY	拼多多	电商	99,163	82.8	118.9	N/A	N/A	N/A	145.6
VIPS US EQUITY	唯品会	电商	13,327	19.8	39.9	35.1	21.3	15.6	12.9
平均					60.1	41.3	42.1	32.2	54.3
3690 HK EQUITY	美团点评	OTA/020	129,716	172.5	69.3	N/A	N/A	N/A	59.4
TCOM US EQUITY	携程	OTA	15,390	26.0	(22.6)	24.5	19.6	N/A	21.7
780 HK EQUITY	同程艺龙	OTA	3,807	13.8	(1.3)	24.9	17.8	25.7	13.4
平均					15.1	24.7	18.8	25.7	31.5
BIDU US EQUITY	百度	广告	42,060	122.0	(3.5)	13.4	20.0	19.7	14.8
WB US EQUITY	微博	广告	7,833	34.6	(25.4)	13.1	12.7	16.9	13.6
SOHU US EQUITY	搜狐	广告	332	9.0	(19.8)	N/A	N/A	N/A	15.6
SOGO US EQUITY	搜狗	广告	1,683	4.3	(4.8)	18.4	18.3	47.1	14.8
SINA US EQUITY	新浪	广告	2,341	35.8	(10.3)	12.1	12.3	15.8	12.0
平均					(12.8)	14.2	15.8	24.9	14.1
MOMO US EQUITY	陌陌	直播	3,949	18.9	(41.5)	8.5	7.0	8.8	6.6
HUYA US EQUITY	虎牙	直播	4,177	19.0	6.0	76.4	42.8	27.1	19.1
DOYU US EQUITY	斗鱼	直播	3,388	10.7	26.0	N/A	82.7	23.7	16.8
YY US EQUITY	欢聚娱乐	直播	7,259	92.2	74.7	13.3	23.7	25.5	17.5
3700 HK EQUITY	映客	直播	295	1.1	1.8	1.8	24.2	9.5	4.0
平均					13.4	25.0	36.1	18.9	12.8
TME US EQUITY	腾讯音乐	文娱	20,952	12.5	6.4	36.0	31.1	32.8	25.0
IQ US EQUITY	爱奇艺	文娱	18,143	24.7	17.1	N/A	N/A	N/A	N/A
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	文娱	14,200	41.1	120.8	N/A	N/A	N/A	N/A
772 HK EQUITY	阅文集团	文娱	6,861	52.4	61.1	55.1	49.8	36.2	31.1
平均					51.3	45.5	40.4	34.5	28.1
1970 HK EQUITY	IMAX China	电影	528	11.7	(28.6)	11.4	12.1	19.9	12.2
1896 HK EQUITY	猫眼娱乐	电影	1,730	11.9	(17.3)	48.1	20.7	N/A	12.8
1060 HK EQUITY	阿里影业	电影	3,461	1.0	(27.0)	N/A	N/A	N/A	N/A
平均					(24.3)	29.8	16.4	19.9	12.5
DAO US EQUITY	网易有道	在线教育	3,993	35.7	153.8	N/A	N/A	N/A	N/A
GSX US EQUITY	跟谁学	在线教育	13,402	56.2	156.9	N/A	366.4	136.3	69.8
1797 HK EQUITY	新东方在线	在线教育	4,158	34.3	84.4	N/A	N/A	N/A	N/A
COE US EQUITY	51talk	在线教育	450	21.0	114.1	N/A	N/A	43.1	17.4
平均					127.3	NA	366.4	89.7	43.6

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。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。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司（腾讯 700.HK）的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（腾讯 700.HK）在过去 12 个月内存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼