



互联网行业 2021 年中期展望： 潮起潮落，强监管下的流量博弈

- 互联网行业上半年回顾：**今年上半年，中证海外中国互联网指数与 MSCI 中国指数整体走势一致，先上后下，波动幅度更大。互联网板块在 2 月中达到高点，累计上升超 30%，之后跟随大盘回调，截至 6 月 2 日录得约 -8% 的 YTD 收益，跑输 MSCI 中国指数。细分板块表现分化严重：受益于线下旅游强劲复苏，OTA 板块股价持续上扬；游戏板块由于整体板块估值较低，上行修复。回调幅度较大板块集中于在线教育、电商和 SaaS，主要受政策影响以及估值处于高位。
- 互联网行业下半年整体趋势展望：**1) 线下消费复苏强劲，O2O 板块受益于低基数下的高增长，盈利估值有望进一步提升；2) 警惕政策风险，互联网行业进入“强监管”时代，主要包括反垄断、在线教育和社区团购等方面；3) 互联网巨头继续加大对新业务的投资，在赛道选择方面各自有所侧重，利润增速将有所收缩。细分板块，我们更看好游戏，OTA，电商和 SaaS。
- 互联网行业下半年细分行业展望：**1) **OTA：**旅游业加速回暖，逐步恢复至 2019 年水平；90 后成为旅游主力，机票盲盒营销受到年轻人追捧；2) **游戏：**手游占比继续扩大，出海游戏表现亮眼，集中于 SLG、射击和角色扮演类；3) **电商：**电商渗透率持续提升，预计 2022 年有望超过 30%；导购电商迅速崛起，靠内容吸引用户，提升信任度和粘性；4) **本地生活服务：**巨头加码社区团购，竞争或从补贴低价转变为商品质量和配送时效；网约车呈现一超多强竞争格局；5) **在线视频：**长视频仍难破亏损困境，用户增长进入瓶颈；短视频加速变现，广告和直播带货保持高速增长；6) **SaaS：**短期估值回落，仍是长期优质赛道，更看好叠加去中心化趋势的电商 SaaS。
- 我们建议关注板块龙头或差异化标的，包括阿里巴巴 (9988.HK)、腾讯 (700.HK)、微盟 (2013.HK)、同程艺龙 (780.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

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 06 月 04 日

年初至今指数表现



截至 2021 年 6 月 2 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《快手科技：从快手“出圈”看短视频长期趋势》

(2021-03-15)

《中国 SaaS 行业：风至云起》

(2020-12-21)

《腾讯控股：关于腾讯的十个思考》

(2020-10-15)

《阿里巴巴：攻守有道，内外兼修》

(2020-07-31)

《美团点评：有限半径，无线覆盖》

(2020-06-10)

《同程艺龙：静待“寒冬”消退》

(2020-05-06)

目录

互联网行业上半年回顾	3
创历史新高后，股价大幅回调	3
互联网细分板块复盘：分化严重	4
互联网行业下半年整体趋势展望	7
线下消费强劲复苏，带动 O2O 业绩回暖	7
整体监管政策趋严，大规模并购或暂缓	8
巨头继续加大投资，利润增速或收缩	10
互联网行业下半年细分行业展望	12
电商：电商渗透率持续提升，导购电商迅速崛起	12
游戏：手游占比继续扩大，出海游戏表现亮眼	14
在线视频：长视频进入增长瓶颈，短视频加速变现	16
本地生活：持续加码社区团购，网约车呈一超多强	19
OTA 行业：低基数下高增长，机票盲盒营销受到追捧	23
SaaS：短期估值回落，长期持续看好	25
互联网行业覆盖公司	29

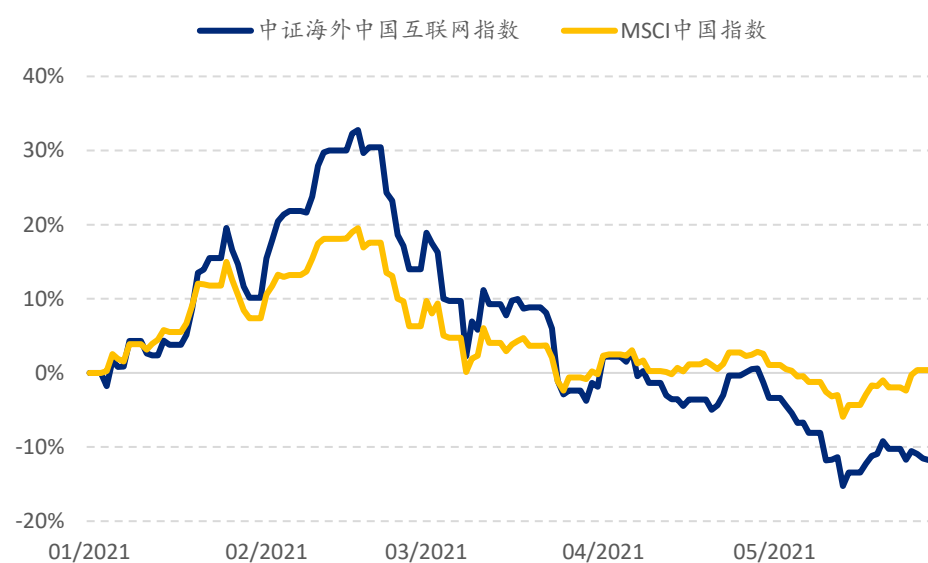
互联网行业 2021 年中期展望： 潮起潮落，强监管下的流量博弈

互联网行业上半年回顾

● 创历史新高后，股价大幅回调

今年上半年，MSCI 中国指数先上后下，截至 6 月 2 日较年初持平。而中证海外中国互联网指数与大盘指数整体走势一致，波动幅度更大。互联网板块在 2 月中达到高点，累计上升超过 30%，之后随大盘回调，至今录得约-8% 的 YTD 收益，从高点回调近 30%，跑输 MSCI 中国指数。

图表 1: 互联网公司 2021 年至今录得负收益

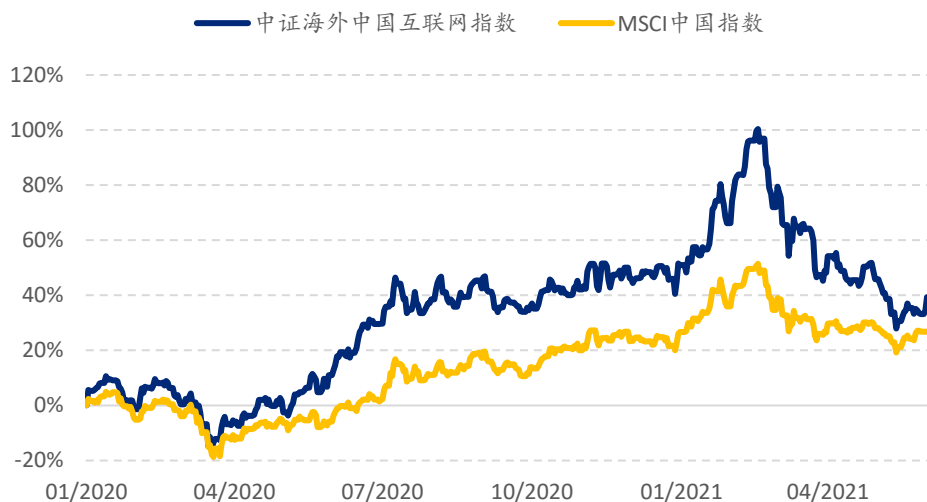


注：截至 2021 年 6 月 2 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

如果将时间维度拉长，从 2020 年初至今来看，中证海外中国互联网指数在 2021 年 2 月中的高点较 2020 年初接近翻倍，而截至 6 月 2 日上涨约 39%。

图表 2: 互联网公司 2020 年至今收益

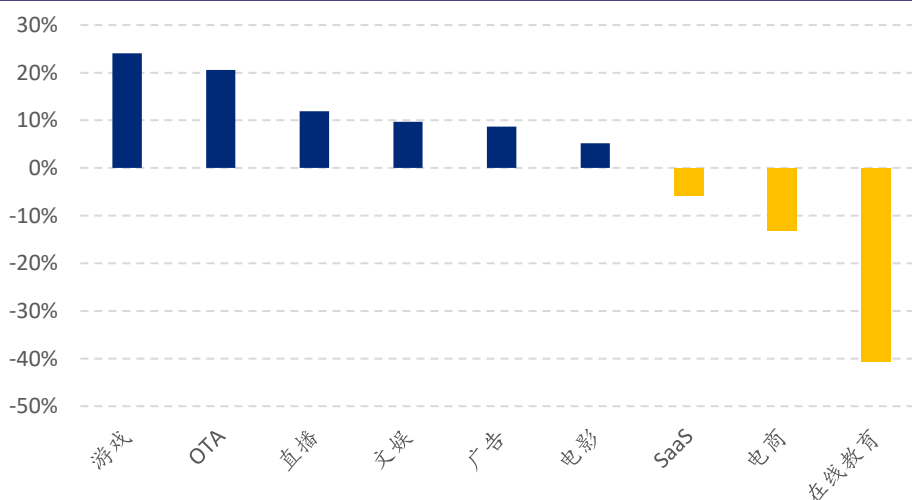


注：截至 2021 年 6 月 2 日收盘。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 互联网细分板块复盘：分化严重

细分板块来看，分化严重。受益于线下旅游强劲复苏，OTA 板块股价持续上扬；游戏板块由于整体板块估值较低，上行修复。回调较大板块主要集中在在线教育、电商和 SaaS，主要受政策影响和估值处于高位。

图表 3: 2021 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：截止 6 月 2 日收盘价 资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: 互联网公司 Top20 年初至今股价及 CY1Q21 收入比较

公司	市值人民币十亿	年初至今股价变动	CY1Q21 收入增速
腾讯控股	4,756	11.4%	25.2%
阿里巴巴	3,676	-5.7%	63.9%
美团	1,322	5.8%	120.9%
拼多多	956	-21.6%	238.9%
京东	724	-10.9%	39.0%
快手	690	N/A	36.6%
网易	498	23.8%	20.2%
百度	439	-6.7%	24.8%
贝壳	383	-12.1%	190.7%
京东健康	281	-31.0%	N/A
哔哩哔哩	255	32.4%	68.5%
阿里健康	213	-15.3%	N/A
陆金所	194	-12.5%	16.9%
腾讯音乐	166	-15.0%	24.0%
携程	164	19.1%	-13.2%
好未来	162	-43.4%	58.9%
唯品会	99	-14.4%	51.1%
平安好医生	85	-4.6%	N/A
新浪微博	74	27.1%	41.9%
爱奇艺	73	-15.4%	4.2%

注: 股价变动截至 2021 年 6 月 2 日, 好未来收入增速为截至 2021 年 2 月 28 日止三个月

资料来源: Bloomberg、浦银国际

个股方面, 互联网市值 Top5 公司排名较 2020 年底未有变化, 依次为腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多和京东, 而今年 2 月份新上市的“短视频第一股”快手跻身第六位。

从互联网市值 Top 20 公司的 YTD (截至 2021 年 6 月 2 日) 股价和 1Q21 收入增速来看 (未考虑互联网医疗和互联网金融公司):

YTD 股价涨幅靠前的包括哔哩哔哩, 微博, 网易和携程;

YTD 股价跌幅靠前的包括好未来, 拼多多, 腾讯音乐, 爱奇艺, 唯品会;

1Q21 收入增速靠前的有: 拼多多, 贝壳, 美团;

1Q21 收入增速靠后的有: 携程, 爱奇艺。

图表 5: 互联网公司分板块各季度收入增速和年初至今股价变化

股票代码	公司名称	行业	股价	年初至今 股价变动 (%)	收入同比增速 (%)				
					1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
700 HK Equity	腾讯	游戏	628.5	11.4	26.4	29.3	29.0	26.4	25.2
NTES US EQUITY	网易	游戏	118.6	23.8	18.3	25.9	27.5	25.6	20.2
3888 HK Equity	金山软件	游戏	55.1	10.2	32.0	48.6	33.5	8.4	33.1
777 HK Equity	网龙	游戏	23.0	32.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
799 HK Equity	IGG	游戏	11.3	42.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
游戏行业平均				24.1	25.6	34.6	30.0	20.1	26.2
BABA US EQUITY	阿里巴巴	电商	219.5	(5.7)	22.3	33.8	30.3	36.9	63.9
JD US EQUITY	京东	电商	78.3	(10.9)	20.7	33.8	29.2	31.4	39.0
PDD US EQUITY	拼多多	电商	139.3	(21.6)	43.9	67.3	89.1	146.0	238.9
VIPS US EQUITY	唯品会	电商	24.1	(14.4)	(11.8)	6.0	18.2	22.0	51.1
电商行业平均				(13.1)	18.8	35.2	41.7	22.0	22.0
3690 HK EQUITY	美团	OTA	311.8	5.8	(12.6)	8.9	28.8	34.7	120.9
TCOM US EQUITY	携程	OTA	40.2	19.1	(42.1)	(63.7)	(47.9)	(40.4)	(13.2)
780 HK EQUITY	同程艺龙	OTA	20.6	37.0	(43.6)	(24.6)	(7.2)	(7.3)	60.6
OTA行业平均				20.6	(32.8)	(26.4)	(8.8)	(7.3)	(7.3)
BIDU US EQUITY	百度	广告	201.8	(6.7)	(6.5)	(1.1)	0.5	4.8	24.8
WB US EQUITY	微博	广告	52.1	27.1	(19.0)	(10.3)	(0.4)	9.7	41.9
SOHU US EQUITY	搜狐	广告	17.7	10.9	1.1	(11.3)	(67.3)	(48.3)	(49.1)
SOGO US EQUITY	搜狗	广告	8.4	3.3	1.8	(14.0)	(31.2)	(37.0)	(46.7)
广告行业平均				8.7	(5.7)	(9.2)	(24.6)	(17.7)	(7.3)
MOMO US EQUITY	陌陌	直播	14.5	8.1	(3.5)	(6.8)	(15.4)	(19.0)	N/A
HUYA US EQUITY	虎牙	直播	15.8	(20.6)	47.8	34.2	24.3	21.2	8.0
DOYU US EQUITY	斗鱼	直播	7.9	(28.8)	53.0	33.9	37.0	10.0	(5.5)
YY US EQUITY	欢聚娱乐	直播	75.6	(5.4)	(0.9)	36.3	(8.7)	(50.3)	(5.3)
3700 HK EQUITY	映客	直播	2.3	106.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
直播行业平均				11.9	24.1	24.4	9.3	(9.5)	(0.9)
TME US EQUITY	腾讯音乐	文娱	16.4	(15.0)	10.0	17.5	16.4	14.3	24.0
IQ US EQUITY	爱奇艺	文娱	14.8	(15.4)	9.4	4.2	(2.8)	(0.5)	4.2
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	文娱	113.5	32.4	68.6	70.2	73.5	91.3	68.5
772 HK EQUITY	阅文集团	文娱	83.3	36.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
文娱行业平均				9.7	29.4	30.7	29.0	35.0	32.2
1970 HK EQUITY	IMAX China	电影	12.6	(3.7)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
1896 HK EQUITY	猫眼娱乐	电影	13.1	6.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
1060 HK EQUITY	阿里影业	电影	1.1	12.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
电影行业平均				5.2	NA	NA	NA	NA	NA
DAO US EQUITY	网易有道	在线教育	25.4	(4.3)	N/A	N/A	159.0	169.7	147.5
GOTU US EQUITY	跟谁学	在线教育	N/A	N/A	382.1	366.6	252.9	136.5	49.5
1797 HK EQUITY	新东方在线	在线教育	12.0	(56.8)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
COE US EQUITY	51talk	在线教育	10.6	(60.8)	50.8	39.6	31.6	36.2	23.3
在线教育平均				(40.7)	216.5	203.1	147.9	114.1	73.4
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	29.9	(5.5)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	33.7	(23.2)	(13.1)	(9.7)	(1.6)	11.6	11.5
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	17.7	27.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	1.7	(26.4)	48.7	75.1	89.9	35.7	11.9
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	55.1	10.2	32.0	48.6	33.5	8.4	33.1
909 HK Equity	明源云	SaaS	39.7	(17.1)	30.3	N/A	N/A	N/A	N/A
SaaS行业平均				(5.8)	24.5	38.0	40.6	18.6	18.8

注: N/A 代表公司不公布季报, 股价截至 6 月 2 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网行业下半年整体趋势展望

展望下半年，我们认为对于中国互联网行业，三大趋势值得关注：

- 线下消费持续复苏，受去年低基数影响，将带动 O2O 板块盈利和估值提升；
- 仍需警惕政策影响，除了针对互联网平台的反垄断政策，还包括涉及细分赛道，如在线教育，社区团购等；
- 互联网巨头下半年仍将继续加大对新业务的投入，在赛道选择方面各自有所侧重，利润增长或有所放缓。

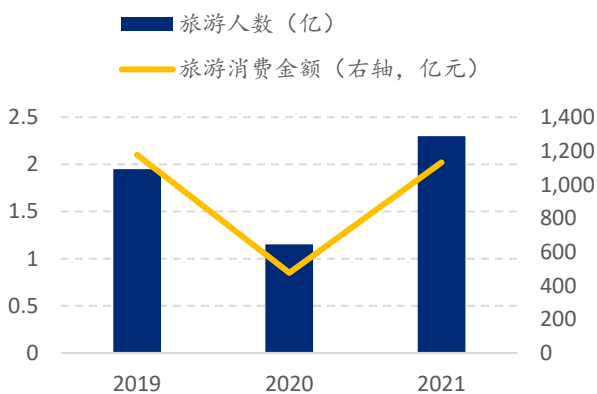
细分板块方面，我们看好游戏、电商、OTA 和 SaaS。

● 线下消费强劲复苏，带动 O2O 业绩回暖

O2O 行业，包括 OTA 和电影票务等细分行业，因去年低基数的影响，上半年呈高速增长。我们预计下半年仍将受益于线下实体经济复苏，盈利估值将得到进一步提升。

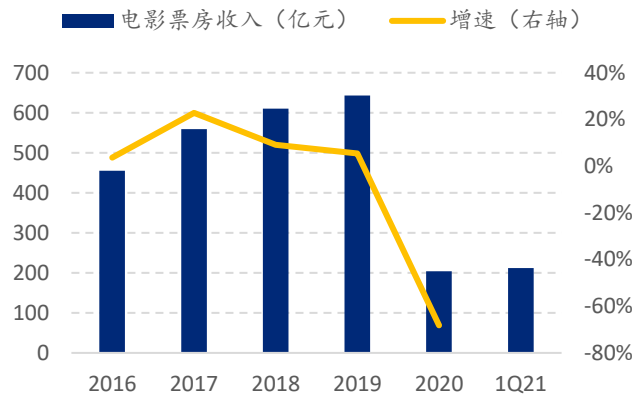
旅游市场加速回暖。今年“五一”假期，国内出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，恢复至疫情前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1132.3 亿元，同比增长 138.1%，恢复至疫情前同期的 77.0%。

图表 6: 中国五一黄金周旅游人数及消费金额



资料来源：文旅部、浦银国际

图表 7: 中国电影票房



资料来源：灯塔 APP、浦银国际

一季度电影票房已超 2020 年全年票房，尚未恢复至 2019 年水平。去年因疫情影响，全年电影票房收入仅为 204 亿，同比下滑 68%。随着疫情得到控制，今年一季度票房收入为 212 亿，超过去年全年水平。今年截至 5 月 27 日，总票房突破 250 亿元，观影人次达 6.09 亿，仍处于恢复中。相比于 2019 年，观影人次下降 11.7%，总票房较 2019 年晚 23 天才达到 250 亿。

● 整体监管政策趋严，大规模并购或暂缓

整体政策趋严，互联网行业迎来“强监管”时代。1. 针对互联网平台的反垄断监管趋严，且处罚力度较以往更为严苛；2. 围绕在线教育，尤其是教培行业的政策陆续出台，对 K12 课外培训行业规范不断加强；3. 社区团购仍然是重点监管对象。

反垄断政策

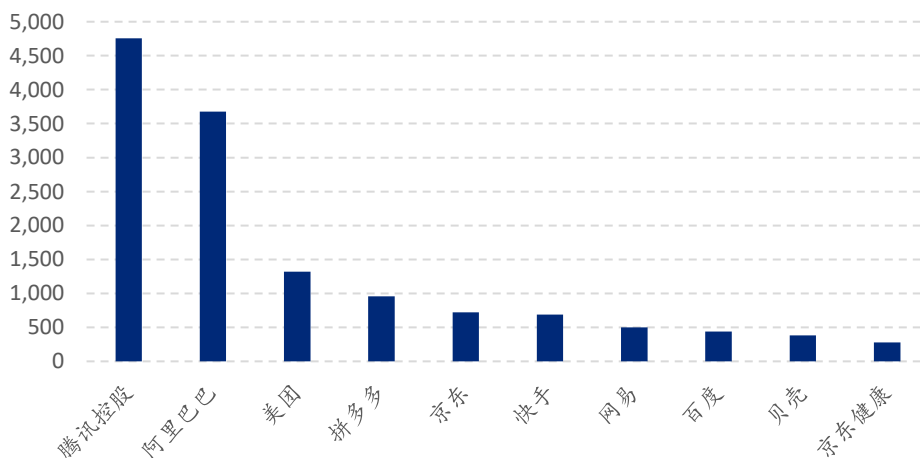
2020 年 11 月 10 日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位、构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位、实施差别待遇。

今年 4 月 10 日，国家市场监管总局对阿里巴巴集团滥用市场支配地位实施“二选一”垄断行为进行处罚。罚款金额按照其 2019 年中国境内销售额 4,557 亿元的 4% 计算，共 182 亿元，创下中国反垄断历史新纪录。（相关解读详见《[阿里巴巴 \(9988.HK\)：182 亿罚款事件解读：利空出尽？](#)》）

今年 4 月 26 日，国家市场监管总局对美团涉嫌垄断行为立案调查。从潜在的处罚结果来看，若按阿里巴巴处罚相同口径计算，美团可能面临的处罚金额为 40~50 亿元。具体比例或有差异，《反垄断法》第四十七条规定，罚款金额为上一年销售额 1%~10%。（相关解读详见《[美团 \(3690.HK\)：反垄断立案调查，短期估值承压，仍需等待更好投资时机](#)》）

自去年 12 月阿里巴巴被正式立案调查后，市场对其他互联网巨头被调查或有所预期。我们预计下半年，针对互联网平台的反垄断调查仍将持续，将给互联网巨头扩张带来一定压制，短期内大规模的行业并购出现概率不大。

图表 8：互联网市值 Top10 公司（人民币十亿）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

教培行业政策

K12 在线教育政策监管趋严，包括打击教育 App 的违规使用信息，规范中小学课外培训辅导的时间，对 K12 网课平台的备案、师资、广告等方面审查等方面。对教培行业的监管持续加强，无论线上或线下。

5 月 21 日，中央全面深化改革委员会会议强调，为了减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担，对校外培训机构要“从严治理”，严肃查处管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等问题的机构。

尽管地方性的“双减”细则尚未落地，但二级市场已经回应，在线教育板块股价大幅下跌。截至 5 月 26 日，跟谁学从高点回调近 90%。我们认为下半年，K12 在线教育仍面临政策不确定性，估值承压。

社区团购政策

2020 年 12 月，市场监管总局联合商务部召开的规范社区团购秩序行政指导会中提出“九不得”规定。2021 年 3 月 3 日，市场监管总局发布消息，对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会 5 家社区团购平台不正当价格竞争行为做出罚款的行政处罚。

社区团购仍然是重点监管对象，但并不是杜绝，相关政策的出台将有利于行业长期健康发展。“九不得”等相关政策，一定程度上遏制了恶性价格竞争，传统的“低价抢市场”策略受到限制，竞争重点或从低价补贴转变为商品质量和配送时效等方面。

图表 9: 社区团购“九不得”新规

社区团购“九不得”新规

一是不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权。

二是不得违法达成、实施固定价格、限制商品生产或销售数量、分割市场等任何形式的垄断协议。

三是不得实施没有正当理由的掠夺性定价、拒绝交易、搭售等滥用市场支配地位行为。

四是不得违法实施经营者集中，排除、限制竞争。

五是不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境。

六是不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益。

七是不得利用技术手段损害竞争秩序，妨碍其他市场主体正常经营。

八是不得非法收集、使用消费者个人信息，给消费者带来安全隐患。

九是不得销售假冒伪劣商品，危害安全放心的消费环境。

资料来源：公开资料、浦银国际

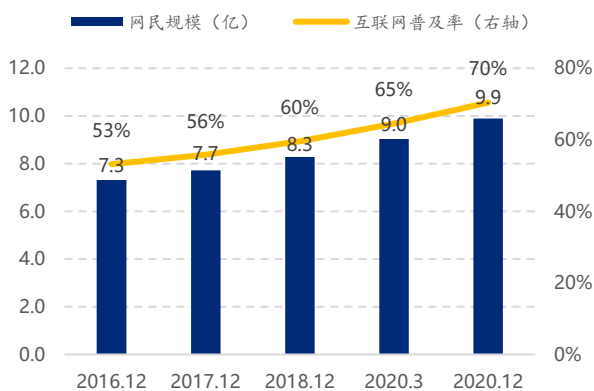
● 巨头继续加大投资，利润增速或收缩

多家互联网巨头近期表示，今年将继续加大对新业务的投入，从而维持公司的长期健康增长，因此短期利润增长或有所放缓。

截至 2020 年底，我国互联网网民规模已经接近 10 亿，渗透率超过 70%，人口红利持续减弱，获客成本不断攀升。因此，互联网巨头需要不断投资布局，完善生态，多元业务交叉倒流，进而系统性地降低成本和风险，维持自身的长期持续增长。

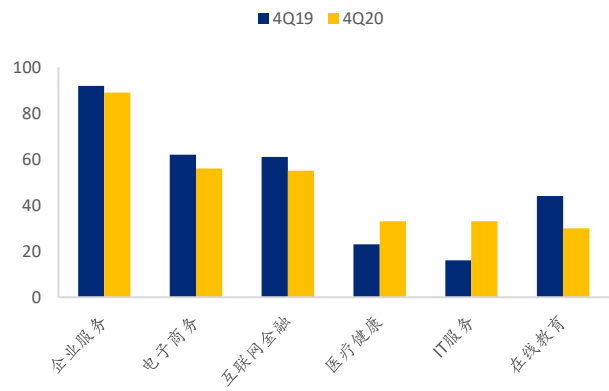
从投资领域来看，根据中国信通院数据，去年四季度中国互联网行业投融资领域仍聚焦在企业服务、电商、互联网金融、医疗健康、IT 服务和在线教育等细分赛道。

图表 10: 中国网民数接近 10 亿



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 11: 中国互联网行业投融资重点领域



资料来源: 中国信通院、浦银国际

多家中国互联网巨头在一季度业绩会上都表示今年将继续加大在新业务的投资，只是在方向上各自有所侧重：

腾讯控股

腾讯投资主要聚焦在企业服务、游戏和短视频内容三大领域。在企业服务上，腾讯将重点关注效率办公 SaaS 产品及安全软件等方面；游戏方面，将投资覆盖更多不同目标受众的新游戏类型以及云游戏等；在短视频内容上，腾讯着重于培育视频号生态，以及将腾讯视频与微视进行合并。

根据 4 月企查查大数据研究院发布的《2021 年一季度腾讯投资数据报告》，腾讯今年一季度投资事件有 103 起，其中对文娱领域投资 38 家（31 家为游戏领域），企业服务领域投资 22 家，教育领域投资 10 家。

阿里巴巴

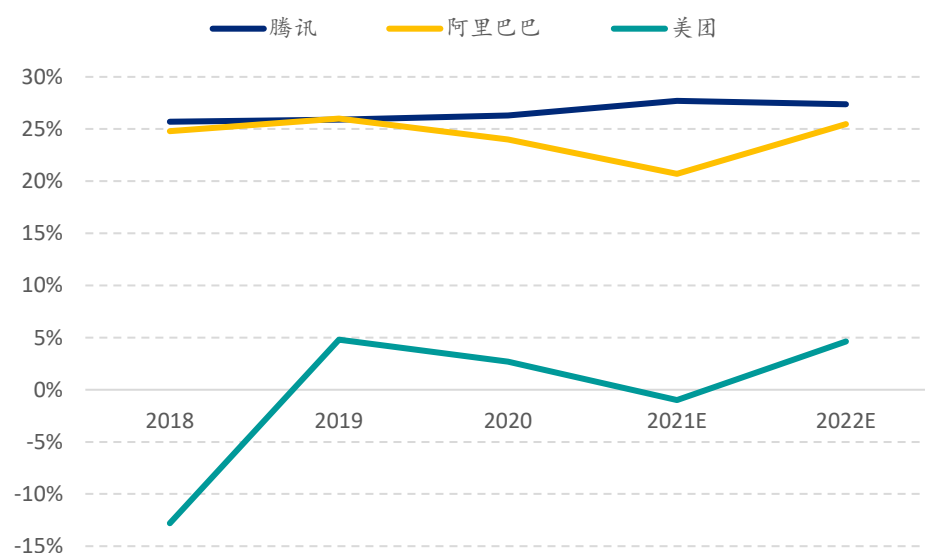
阿里巴巴计划将本财年所有增量利润及额外资本投入新业务等领域。阿里的投资方向主要围绕**核心电商，新零售，社区团购，淘宝特价版，本地生活服务，物流和国际业务等**。

美团

对于美团而言，**社区团购**仍然是主要的投资方向，美团将继续扩大其美团优选的覆盖范围和增加产品 SKU 种类。此外，**无人配送**也是美团重点关注领域。

互联网巨头纷纷加大对新业务的投资力度，我们预计收入端仍能维持快速增长，利润增长速度或有所放缓。

图表 12: 互联网巨头调整后净利润率 (2018-2022E)



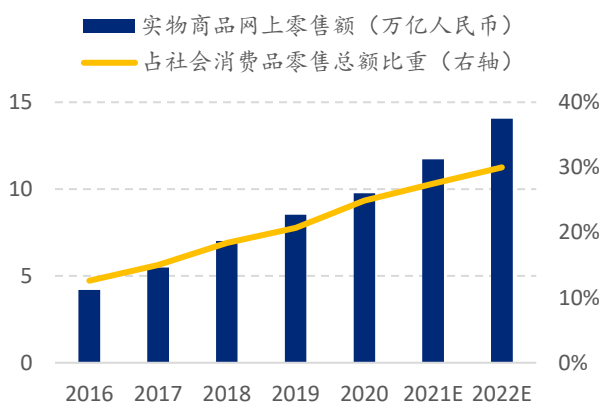
E=浦银国际预测，注：阿里巴巴为 FY19、FY20、FY21、FY22E 数据
资料来源：公司财报，浦银国际

互联网行业下半年细分行业展望

● 电商：电商渗透率持续提升，导购电商迅速崛起

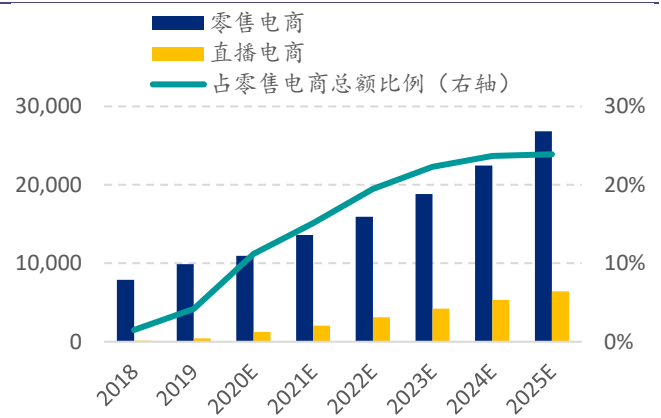
电商渗透率持续提升。据国家统计局数据，2020 年我国电商渗透率（实物商品网上销售占比）提升至 25%，我们预计 2022 年底渗透率有望超过 30%。直播电商也逐渐成为电商增长的新引擎，艾瑞预测到 2025 年，直播电商占零售电商的比例或达到 24%。

图表 13: 中国社会消费品零售总额同比变化



E=浦银国际预测
资料来源：国家统计局、浦银国际

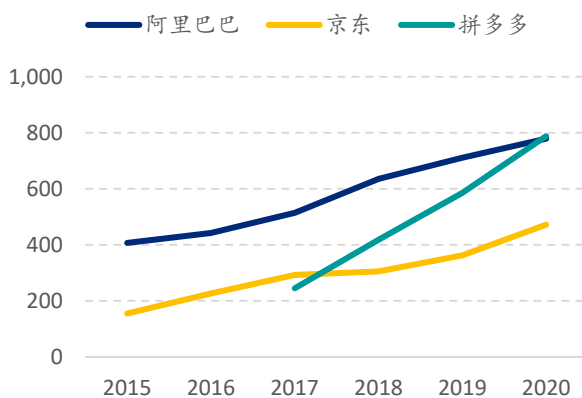
图表 14: 中国直播电商市场规模 (十亿元)



E=艾瑞预测
资料来源：艾媒、浦银国际

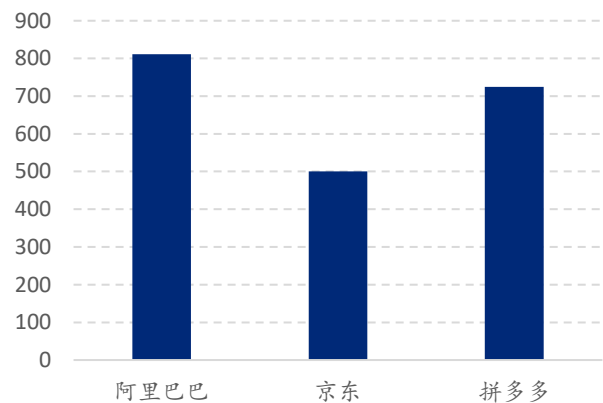
从行业竞争格局来看，逐渐形成阿里巴巴、京东和拼多多三足鼎立之势。用户数量方面，拼多多已经和阿里巴巴达到同一量级。而在收入和 GMV 方面，拼多多和阿里巴巴仍有差距，但仍在高速增长。

图表 15: 年度活跃买家数量 (百万)



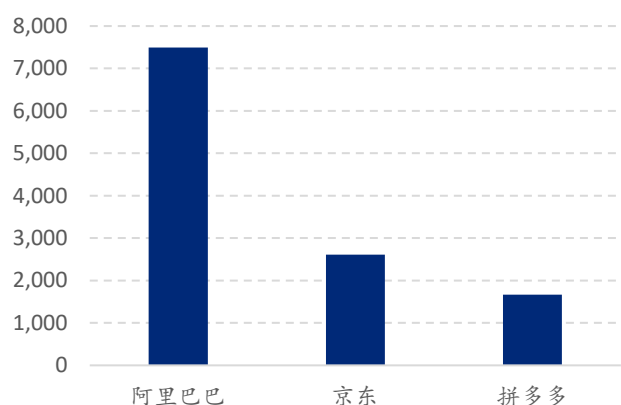
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 16: 2021 年 Q1 活跃用户数对比 (百万)



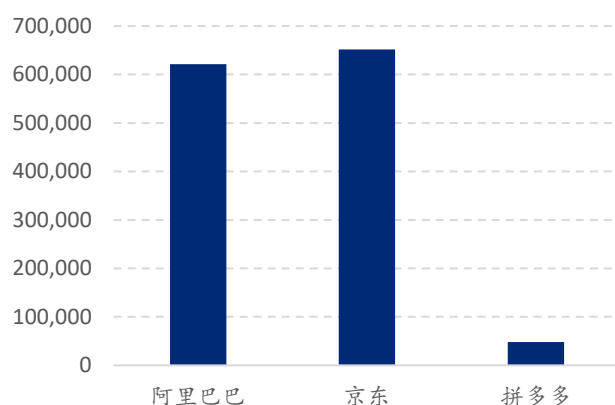
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 17: 2020 年 GMV 对比 (十亿)



注: 阿里巴巴为 FY21 数据
资料来源: 公司财报、浦银国际

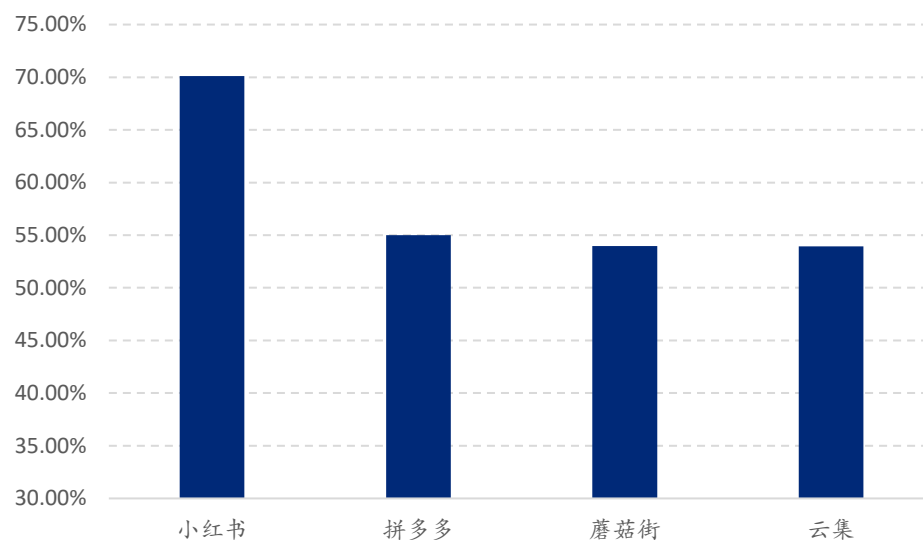
图表 18: 2020 年电商收入对比 (人民币百万)



注: 阿里巴巴为 FY21 数据
资料来源: 公司财报、浦银国际

导购电商迅速崛起。根据艾媒统计，2020 年中国导购电商用户规模为 3.81 亿人，渗透率仍有很大升空间。随着消费升级意识提升，面对日益丰富的商品种类，导购平台可以帮助降低消费决策难度。以小红书为例，作为内容社区导购平台，UGC 内容覆盖延伸至购物、旅行、美食等方面。相对于平台电商，小红书测评更加详细、客观，信任度更高，进而提升用户粘性。

图表 19: 我国社交电商平台整体信任度调查结果 (2020)



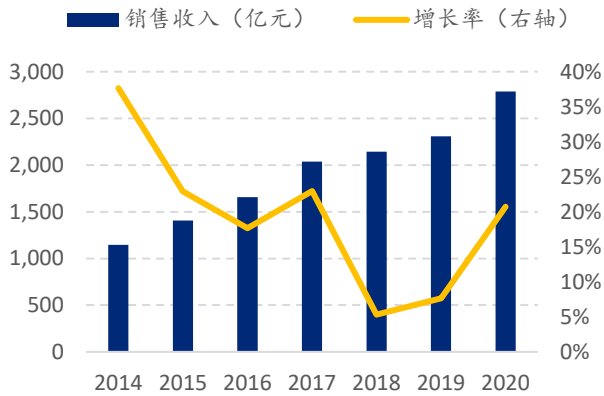
资料来源: 艾媒, 浦银国际

下半年展望:从基本面来看，电商行业仍是增长确定性最高的细分板块之一。近期板块估值回调，提供买入机会，建议增持。同时，我们建议关注新的细分趋势机会，如导购电商、跨境电商等。

● 游戏：手游占比继续扩大，出海游戏表现亮眼

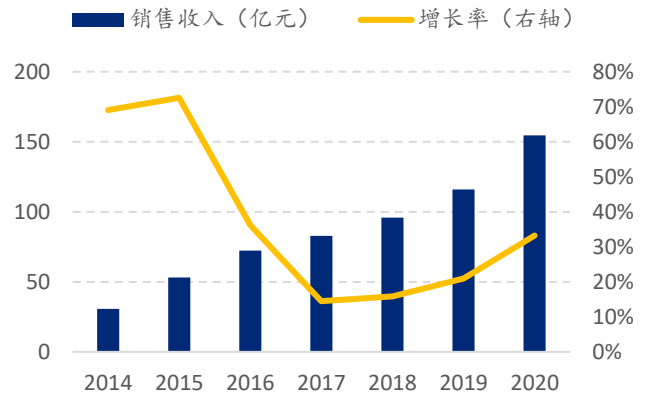
出海是各大游戏厂商的战略之一。2020年，中国游戏市场实际销售收入2787亿元，同比增长20.7%。中国自主研发游戏海外市场销售收入为154.5亿美元，同比增长33%，高于国内游戏行业增速。

图表 20: 中国游戏产业实际销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

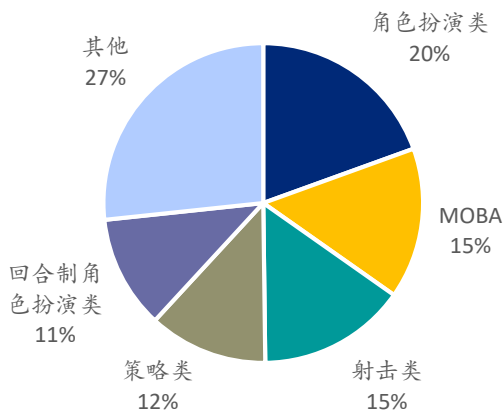
图表 21: 中国自主研发游戏海外销售收入



资料来源：伽马数据、浦银国际

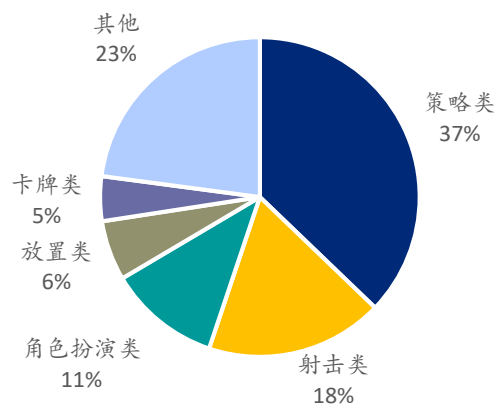
策略类手游仍是出海游戏主要类型。目前，出海游戏类型仍集中在策略类、射击类和角色扮演等三大游戏品类。从出海地区来看，美国、日本和韩国位居前三，贡献约六成以上的收入。

图表 22: 中国移动游戏 Top100 游戏类型



资料来源：伽马数据、浦银国际

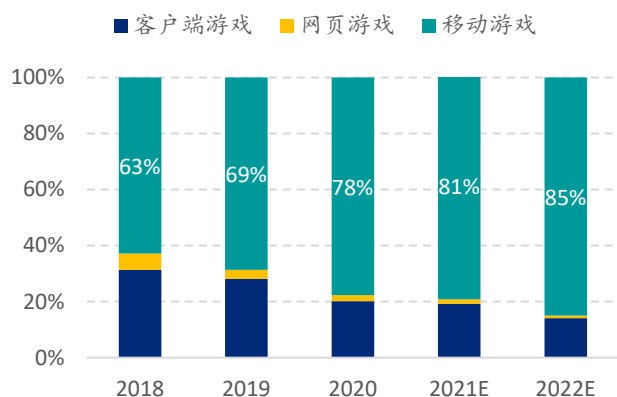
图表 23: 中国出海手游 Top100 游戏类型



资料来源：伽马数据、浦银国际

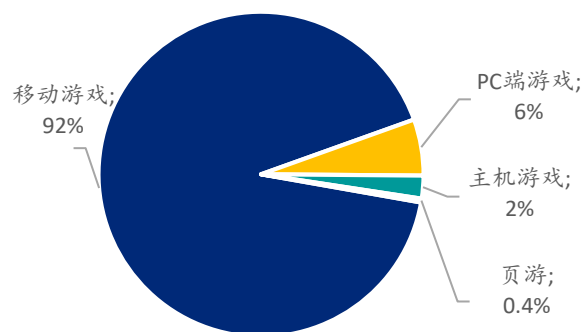
2020 年游戏版号中，手游占九成以上。2020 年全年累计发放了 1,316 个游戏版号，其中进口游戏 97 款，国产游戏 1,219 款。国产获批游戏中，移动游戏达到 1,213 款，占比 92.1%；PC 客户端游戏，过审 74 款，占比 5.5%；5 款页游过审，占比 0.2%；30 款主机游戏获得版号，占比 2.2%。

图表 24: 中国游戏市场结构



注：2020E 为伽马数据预测；2021E 为浦银国际预测
资料来源：伽马数据、浦银国际

图表 25: 中国游戏版号分布 2020 年



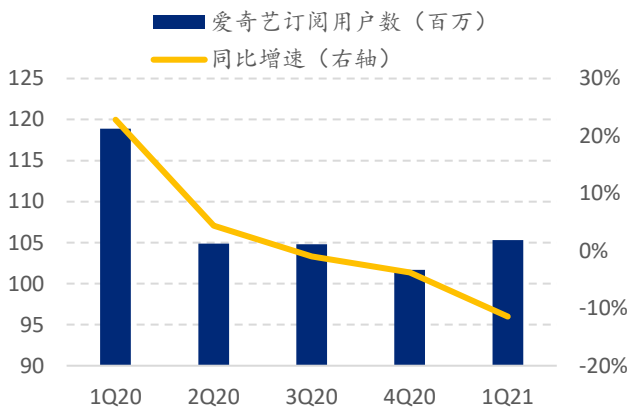
资料来源：GameLook、浦银国际

下半年展望：我们认为游戏行业下半年仍能维持稳健增长，由于游戏板块估值低于其他互联网板块，预计估值修复或将延续，建议增持。同时，我们建议关注龙头企业以及具备多元业务模式的游戏公司。

● 在线视频：长视频进入增长瓶颈，短视频加速变现

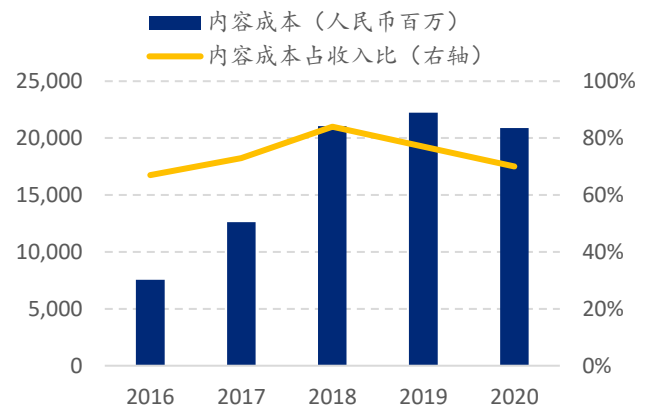
长视频用户增长陷入瓶颈。今年一季度，爱奇艺订阅会员为 1.053 亿，同比减少 11.4%，而相比于 2019 年一季度也仅增长了 6.7%。根据腾讯财报披露，一季度腾讯视频付费服务会员数达到 1.25 亿，同比增长 12%。长视频会员数突破 1 亿后，增速趋于放缓。

图表 26: 爱奇艺付费会员数量



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 27: 爱奇艺内容成本占收入比



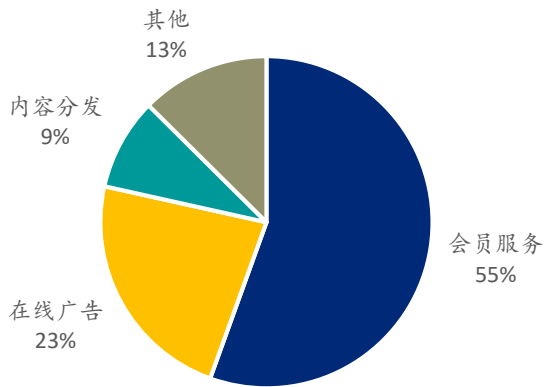
资料来源：公司官网、浦银国际

长视频亏损困境，仍难以破局。长视频长期亏损，主要因为巨额的内容成本。随着自制剧占比提升和影视行业限薪令的实施，其近两年的内容成本占比在逐步下降。以爱奇艺为例，目前内容成本占收入的七成左右。

开源方面，由于会员数增长停滞，只能依靠提价。去年年底，爱奇艺正式宣布提高会员价格，整体涨幅 30% 左右。随后腾讯视频、芒果 TV 等国内平台也跟风涨价。

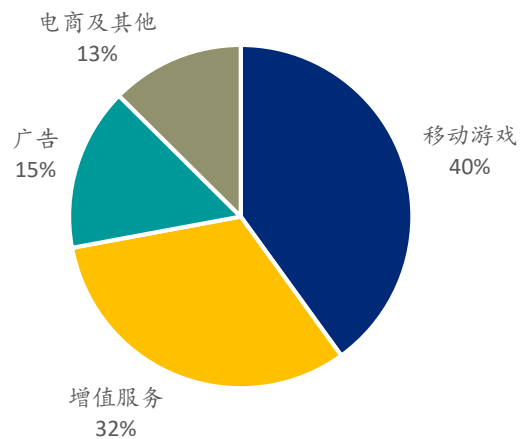
中视频 vs 长视频。长视频，如爱奇艺主要靠广告、会员费和内容分发等。而中视频平台的 B 站变现模式更加多元，除了广告和会员费之外，还包括游戏和电商以及增值业务。

图表 28: 爱奇艺收入结构 (2020)



资料来源: 公司财报、浦银国际

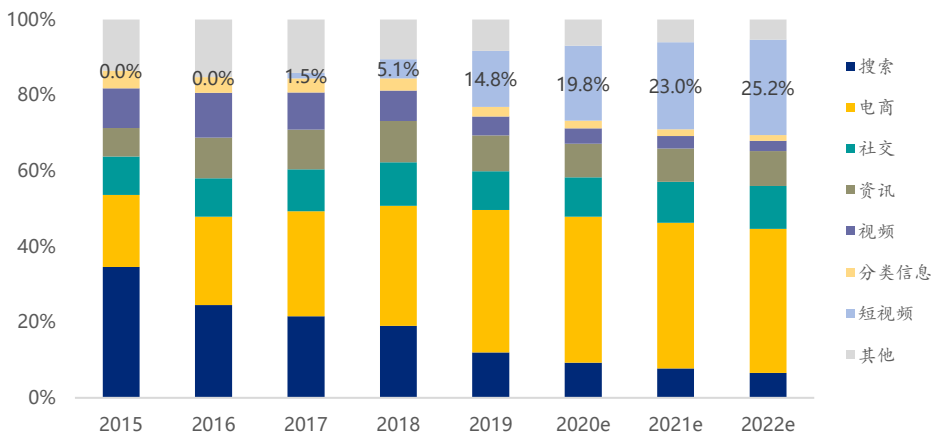
图表 29: 哔哩哔哩收入结构 (2020)



资料来源: 公司财报、浦银国际

短视频时长占比继续提升。根据极光大数据,今年第一季度,我国移动网民人均 App 安装总量上升至 63 款,人均单日 App 使用时长为 5.3 小时,较上一季度上升 0.3 小时,但相对去年同期下降 1.4 小时(疫情影响)。短视频时长占比和增长仍然领先于其他领域;行业月活数据仍在增长,但增速有所放缓。随着流量的汇集,短视频平台也成为广告主的重要投放渠道。

图表 30: 中国移动互联网广告不同媒体收入占比

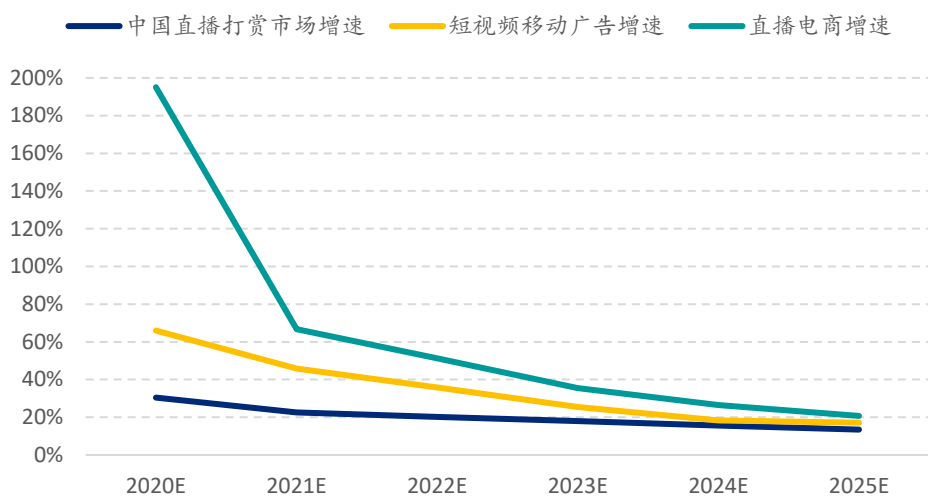


E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞, 浦银国际

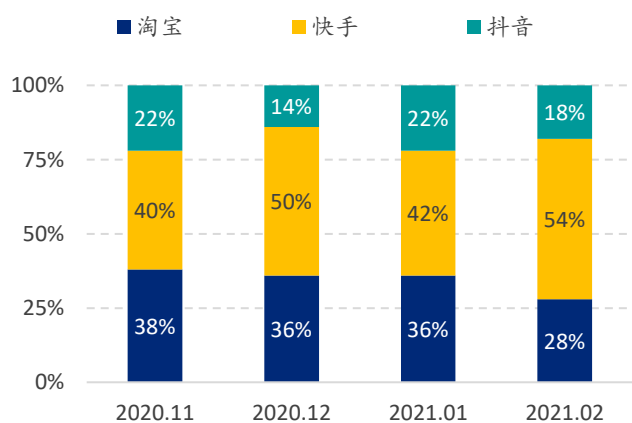
短视频加大变现力度, 加速商业闭环建设。短视频已成互联网新基建,且具备多元变现模式,包括直播打赏、广告和电商。从三种变现模式的增速来看,直播电商和短视频广告均保持高速增长,而直播打赏较为成熟,增速放缓。

图表 31: 短视频不同变现模式行业增速



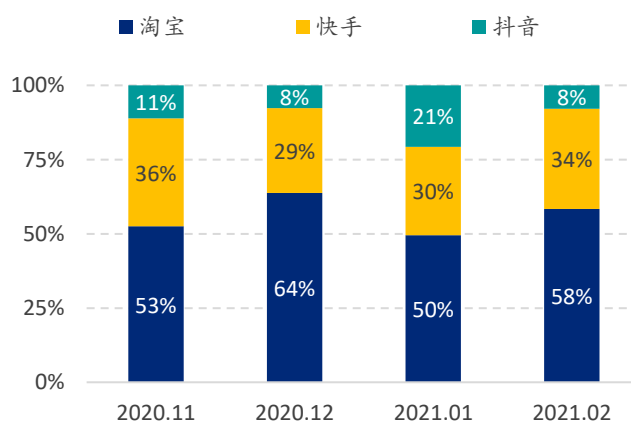
E=艾瑞预测
资料来源: 艾瑞, 浦银国际

图表 32: 中国直播电商平台 TOP50 主播数占比



资料来源: 电商报、浦银国际

图表 33: 中国直播电商平台 TOP50 成交金额占比



资料来源: 电商报、浦银国际

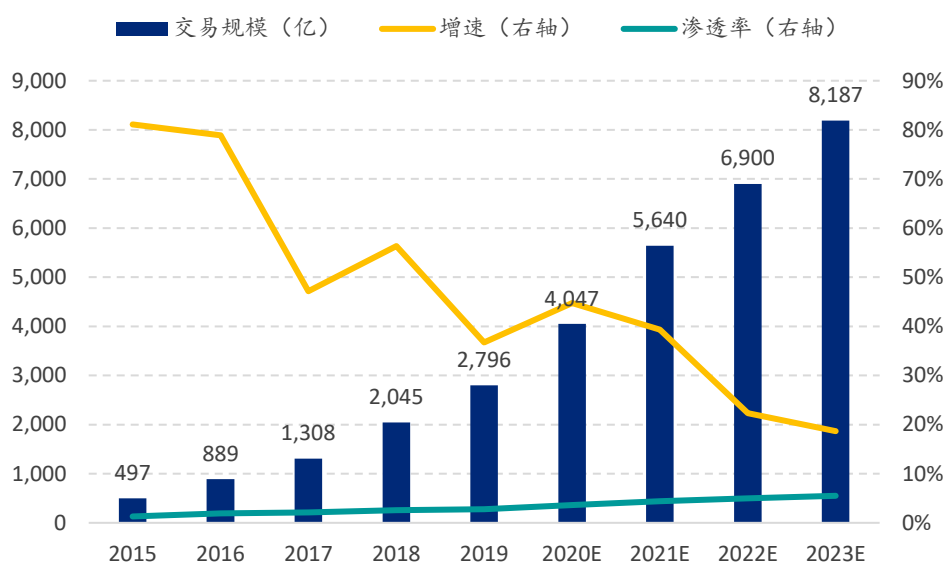
短视频领域, 长期来看, 或出现多个巨头共存的格局, 不同平台的内容拥有各自的品牌调性。而短期来看, 各个短视频平台的产品端则在不断趋同, 各自取长补短。各短视频平台在不断向对方腹地渗透, 从而满足不同类型的用户需求, 争夺更多用户。抖音 APP 主打全面屏, 沉浸式体验, 而抖音极速版在“关注”界面, 则采用双列形式; 快手 APP, 过去主打双列模式, 而去年推出快手 8.0 版本, 兼容双列呈现(“发现”界面)和单列上下滑动(“精选”界面)两种浏览模式。长期来看, 未来视频的原创性将极大地影响用户留存。

下半年展望: 我们认为长视频仍难以盈利叠加用户增长停滞, 上升空间有限; 短视频高增长, 但同时估值也处于高位, 建议等待更好入场时机。我们更看好中视频的发展趋势, 迎合年轻人的用户习惯。

● 本地生活：持续加码社区团购，网约车呈一超多强

我国生鲜电商市场空间巨大。生鲜电商，高频刚需，有望成为外卖之后的下一个流量入口。根据艾瑞数据，我国整个生鲜电商市场规模，在 2020 年约四千亿，但线上渗透率却不到 5%。

图表 34：中国生鲜电商市场规模

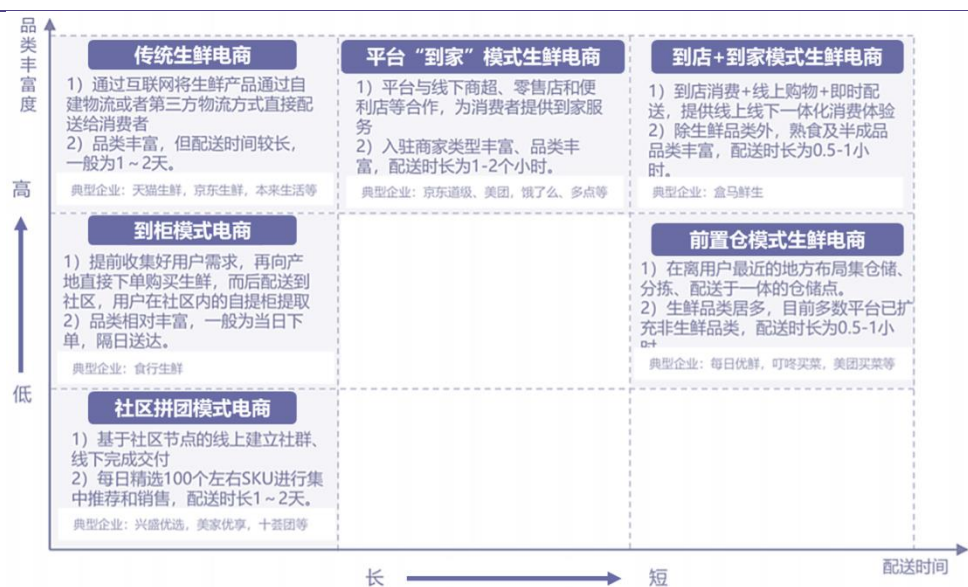


E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

目前，我国生鲜电商已经演化出多种模式，包括“到店+到家”、前置仓和社区团购等。由于社区团购覆盖人群更广，互联网巨头也纷纷押注社区团购赛道，包括美团，拼多多和滴滴等，竞争激烈。而针对社区团购的“九不得”新规也遏制了行业的野蛮生长，未来比拼将更看重用户体验和运营效率。

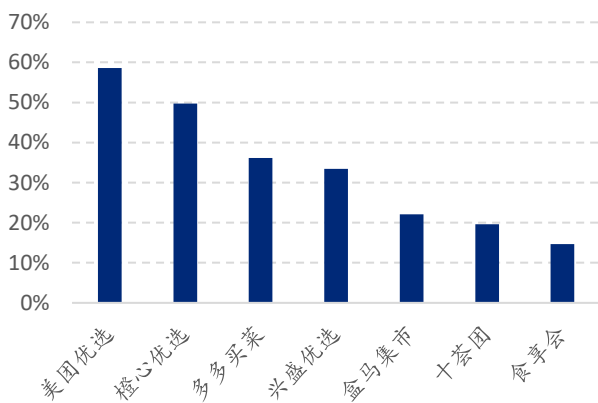
图表 35: 中国生鲜电商不同模式对比



资料来源: 艾瑞、浦银国际

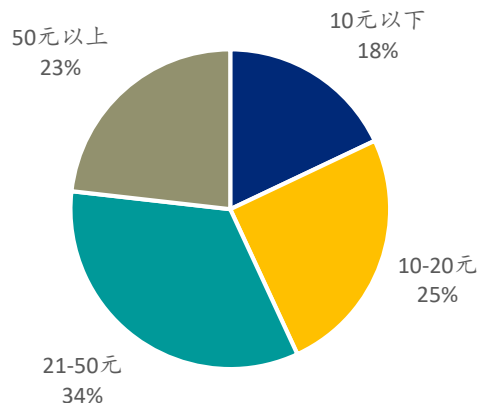
借助微信流量, 美团优选相对领先。根据第三方调查数据显示, 从消费者使用情况来看, 用户使用占比最高的三个平台分别为美团优选、橙心优选、多多买菜, 其中近59%的用户使用过美团优选。

图表 36: 中国社区团购使用率



资料来源: 第三只眼看零售、浦银国际

图表 37: 中国社区团购客单价分布

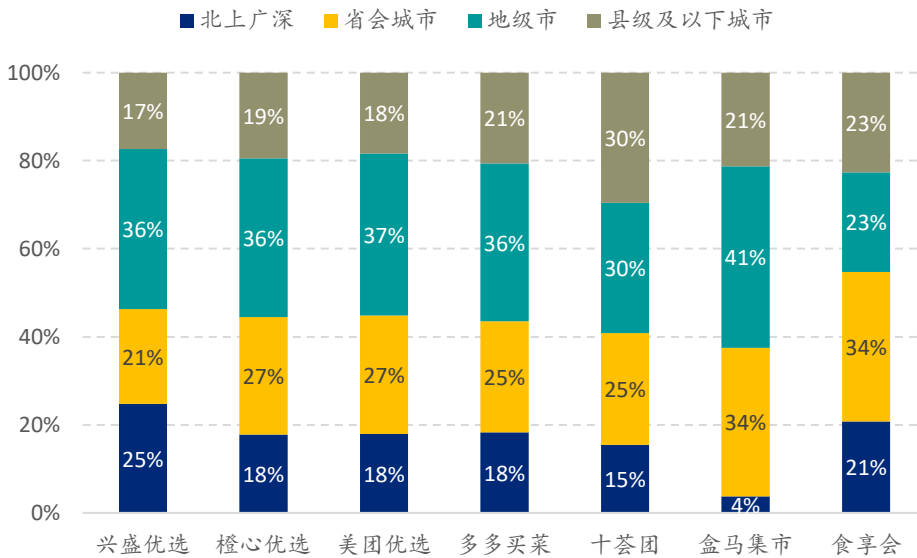


资料来源: 第三只眼看零售、浦银国际

调研数据显示, 消费者在社区团购上单次购买金额集中在21-50元之间, 占比达到了33.7%。10-20元以及50元以上的消费者占比分别为25.1%和23.2%。单次购物在10元以下的消费者占比仅为18.0%。

就不同社区团购平台分布区域来看，兴盛优选在一线城市的用户占比最高，接近 25%，十荟团在县级及以下地区的用户占比最高，接近 30%。而盒马在省会城市及地级市中的消费者占比更高。

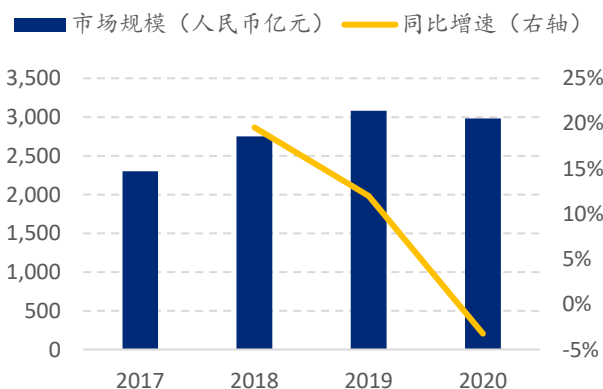
图表 38: 中国社区团购不同平台区域分布



资料来源：第三只眼看零售、浦银国际

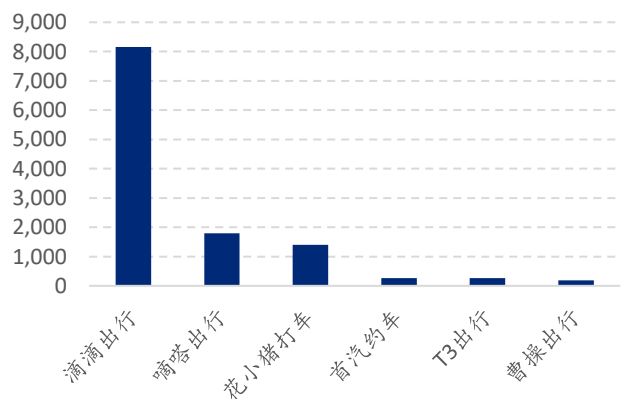
网约车行业呈一超多强。网约车行业经历十多年的烧钱补贴，融资并购，政策调整等，基本呈现一超多强的竞争格局。根据易观数据，在 2020 年 5 月，滴滴平台月活跃人数高达 5439 万人，遥遥领先第二名。而根据 CNNIC，截至 2020 年底，我国网约车用户规模达 3.65 亿，占网民总数的 36.9%。

图表 39: 中国网约车市场规模 (人民币亿元)



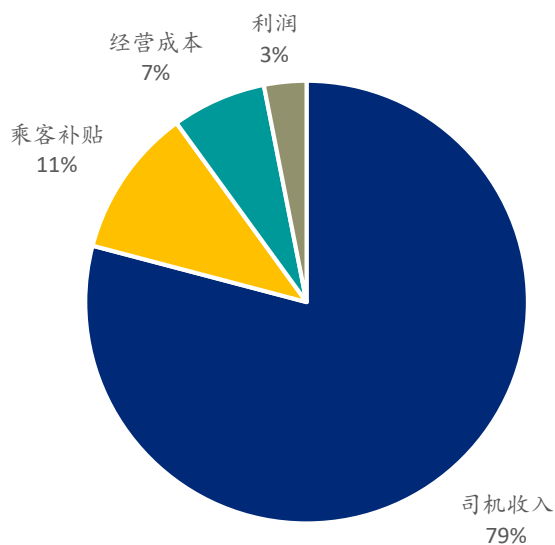
资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 40: 中国网约车平台活跃用户数 (万人) (2020.12)



资料来源：易观、浦银国际

图表 41: 滴滴网约车收入成本构成



资料来源: 艾瑞、浦银国际

根据滴滴官方披露, 在 2020 年, 滴滴网约车司机收入占乘客应付总额的 79.1%。剩下 20.9% 中, 10.9% 为乘客补贴优惠, 6.9% 为企业经营成本 (技术研发、服务器、安全保障、客服、人力、线下运营等) 及纳税和支付手续费等, 3.1% 为网约车业务净利润。

下半年展望: 本地生活服务板块企业利润或因社区团购业务带来一定压力, 同时仍需警惕政策风险, 建议谨慎。同时, 网约车巨头或将奔赴上市, 值得关注。

● OTA 行业：低基数下高增长，机票盲盒营销受到追捧

旅游行业复苏强劲。2020 年，因为疫情的影响，国内旅游业进入寒冬，停滞数月。受去年低基数的影响，2021 年旅游业上半年强势复苏，逐步恢复至疫情前（2019 年）水平。

2021 年清明节假期，国内旅游出游 1.02 亿人次，同比增长 144.6%，恢复至疫前同期的 94.5%；实现国内旅游收入 271.68 亿元，同比增长 228.9%，恢复至疫情前同期的 56.7%。

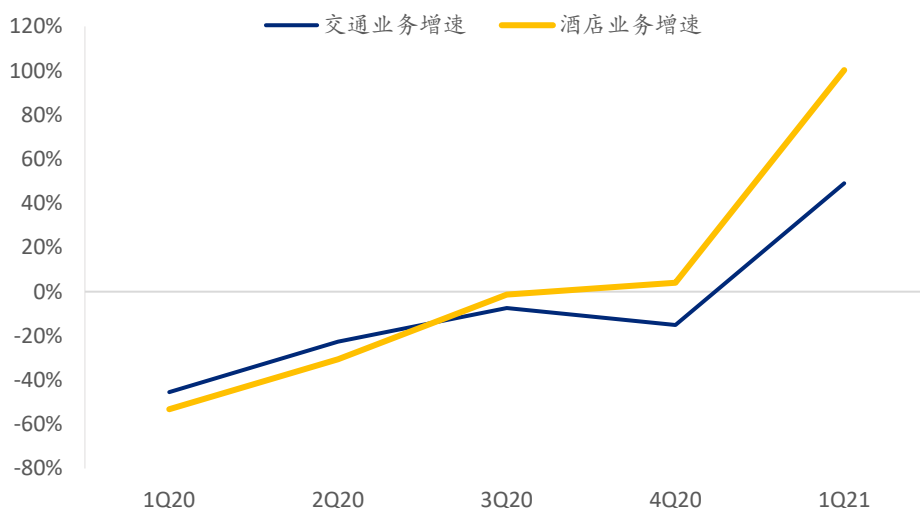
2021 年“五一”黄金周假期，旅游市场加速回暖。国内出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，恢复至疫情前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1132.3 亿元，同比增长 138.1%，恢复至疫情前同期的 77.0%。

图表 42: 2021 年国内旅游行业恢复情况

2021 年	旅游人次		旅游收入	
	较 2020 年	较 2019 年	较 2020 年	较 2019 年
清明节假期	同比增长 144.6%	恢复至 94.5%	同比增长 228.9%	恢复至 56.7%
五一假期	同比增长 119.7%	恢复至 103.2%	同比增长 138.1%	恢复至 77.0%

资料来源：中国旅游研究院，文旅部，浦银国际

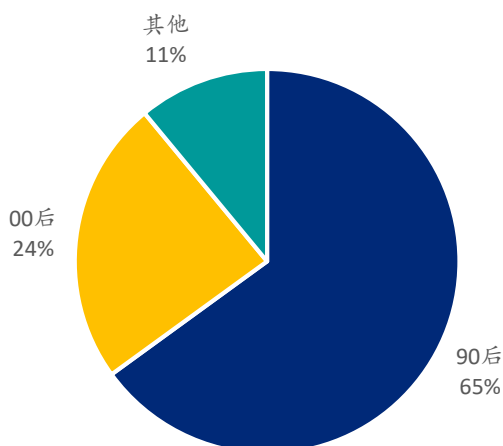
图表 43: 同程艺龙业务增速



资料来源：公司财报、浦银国际

机票盲盒营销受追捧，90后成为旅游主力人群。二季度，OTA 推出机票盲盒活动，受到年轻人追捧。以同程艺龙为例，清明节期间率先推出机票盲盒，吸引超 2000 万用户抢购。在营销推动下，APP 下载和小程序搜索大幅攀升。

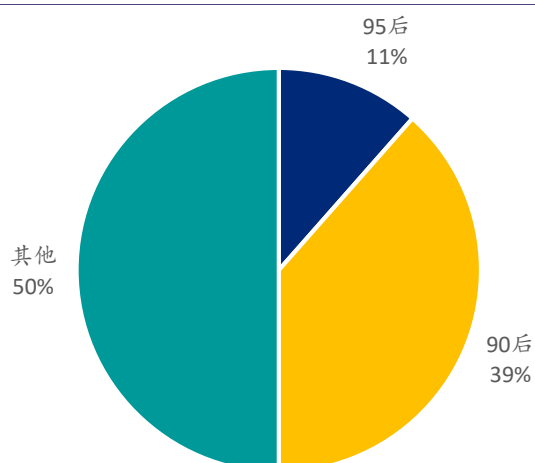
图表 44: 中国机票盲盒消费人群年龄占比



资料来源：全拓数据、浦银国际

根据去哪儿数据，今年五一出游人群中，90后占比超过 50%，成为绝对的主力，其中 95后占比达到 11%。与 2019 年同期相比，95-00 年出生人群的出游增长 1.85 倍，00后增长 2.5 倍。

图表 45: 2021 年“五一”黄金周出游人群年龄结构



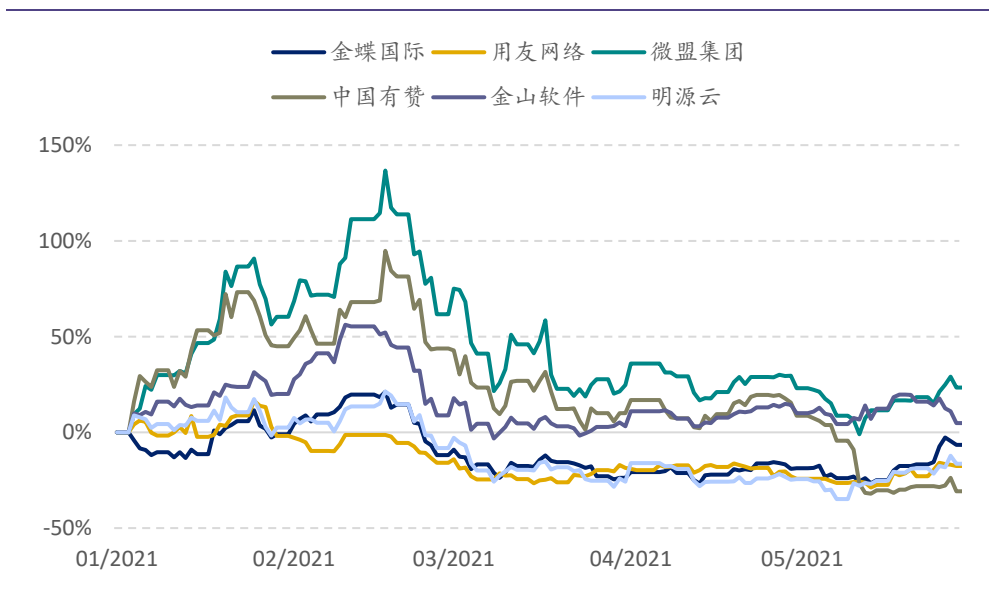
资料来源：去哪儿、前瞻产业研究院、浦银国际

下半年展望：我们认为 OTA 下半年行业仍将受益于线下旅游行业复苏，盈利和估值或将进一步提升，建议增持。

● SaaS：短期估值回落，长期持续看好

SaaS 板块上半年股价先上后下。SaaS 板块在一季度迎来强势爆发，多只 SaaS 股票在 2 月中创历史新高，如中国有赞、微盟和金山软件股价较年初翻倍。之后，SaaS 板块随大盘走势大幅回调，从高点平均回撤幅度超过 50%，基本抹平前期涨幅。我们仍然看好 SaaS 行业的长期趋势，是长期受益于数字化的优质赛道。

图表 46：中国 SaaS 主要公司的上半年股价走势



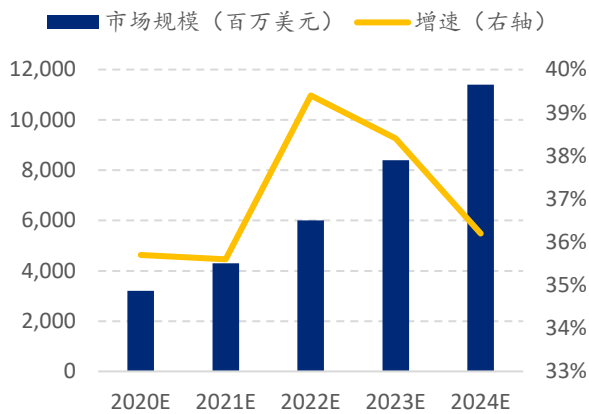
注：股价截至 6 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中国 SaaS 保持高速增长。随着我国云计算基础设施的完善，SaaS 在未来几年将迎来爆发。根据 IDC 预测，中国 SaaS 行业未来 5 年年均复合增长 37%。

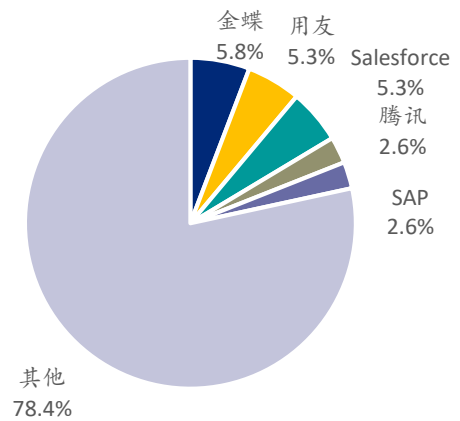
不同于 IaaS 寡头垄断格局，SaaS 由于需求更加多样化，竞争格局相对分散。竞争格局方面，中国 SaaS 市场仍相对分散，CR5 为 21.6%，收入规模最大的金蝶也仅占整体市场的 5.8%，其次为用友 5.3%。由于通用类 SaaS 不受行业限制，整体收入规模可观，位居前列。我们认为未来不同垂直行业或将诞生更多细分龙头。

图表 47: 中国企业级 SaaS 市场规模



E=IDC 预测
资料来源: IDC、浦银国际

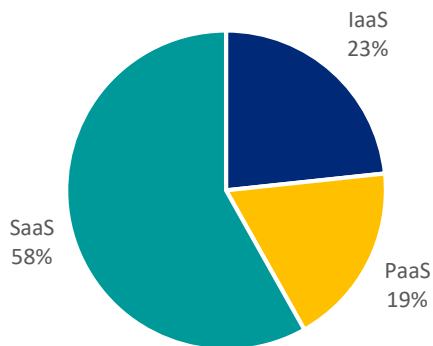
图表 48: 中国企业级 SaaS 市场份额 (1H20)



资料来源: IDC、浦银国际

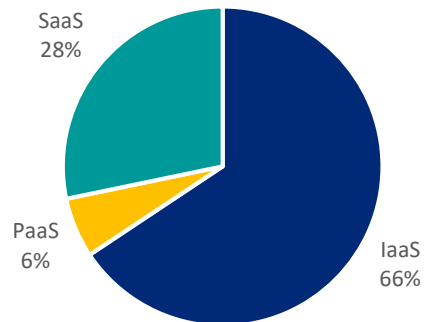
相对于全球市场, 中国 SaaS 行业还处在早期。目前中国 SaaS 市场规模占全球 SaaS 市场规模仅约 3%, 且中国 SaaS 在云计算市场的比例 (28.3%) 也大幅低于全球水平 (58.2%), 中国 SaaS 市场存在着极大的发展空间。

图表 49: 全球云计算结构占比



资料来源: IDC、浦银国际

图表 50: 中国云计算结构占比



资料来源: 信通院、浦银国际

图表 51: SaaS 公司比较

公司	中国有赞	微盟	金山软件	用友网络	金蝶国际	明源云
代码	8083.HK	2013.HK	3888.HK	600588.SH	268.HK	909.HK
未来两年收入 CAGR	38%	45%	28%	20%	19%	39%
目标估值对应 2021 年 PS	12.3x	14.6x	10.8x	15.6x	21.0x	38.0x
2021 年目标估值 对应 PS/G	0.4x	0.3x	0.4x	0.8x	1.1x	1.0x
2020 年 SaaS 业务占比	58%	32%	NA	40%	57%	51%
2020 年 SaaS 业务增速	77%	23%	NA	74%	46%	71%
公司特性	<ul style="list-style-type: none"> • 电商 SaaS • 支付业务 	<ul style="list-style-type: none"> • 电商 SaaS • 精准营销 	<ul style="list-style-type: none"> • 基础办公软件 To C SaaS • 游戏业务 	<ul style="list-style-type: none"> • ERP SaaS 	<ul style="list-style-type: none"> • ERP SaaS 	<ul style="list-style-type: none"> • 房地产 ERP SaaS

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

下半年展望: SaaS 板块在二月份大幅回调后,目前估值具有吸引力,我们看好 SaaS 行业的长期增长,尤其是电商 SaaS,建议增持。

图表 52: 互联网公司估值比较

股票代码	公司名称	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	年初至今 股价变动 (%)	P/E		
						2021E	2022E	2022E
700 HK EQUITY	腾讯	游戏	744,275	628.5	11.4	32.8	26.4	21.3
NTES US EQUITY	网易	游戏	78,075	118.6	23.8	27.6	23.2	19.9
3888 HK EQUITY	金山软件	游戏	9,233	55.1	10.2	52.7	35.8	28.6
777 HK EQUITY	网龙	游戏	1,603	23.0	32.0	8.6	7.5	6.4
799 HK EQUITY	IGG	游戏	1,781	11.3	42.9	9.2	8.5	8.0
游戏行业平均					24.1	26.2	20.3	16.8
BABA US EQUITY	阿里巴巴	电商	576,763	219.5	(5.7)	20.7	20.7	16.8
JD US EQUITY	京东	电商	113,541	78.3	(10.9)	42.5	29.4	21.0
PDD US EQUITY	拼多多	电商	149,969	139.3	(21.6)	N/A	317.0	70.2
VIPS US EQUITY	唯品会	电商	15,499	24.1	(14.4)	13.1	11.0	9.4
电商行业平均					(13.1)	25.4	94.5	29.4
3690 HK EQUITY	美团点评	OTA/020	208,508	311.8	5.8	N/A	157.9	52.8
TCOM US EQUITY	携程	OTA	25,726	40.2	19.1	79.8	25.2	19.3
780 HK EQUITY	同程艺龙	OTA	5,903	20.6	37.0	24.6	17.7	14.3
OTA行业平均					20.6	52.2	66.9	28.8
BIDU US EQUITY	百度	广告	68,886	201.8	(6.7)	19.3	16.7	13.6
WB US EQUITY	微博	广告	11,604	52.1	27.1	19.9	16.8	14.9
SOHU US EQUITY	搜狐	广告	695	17.7	10.9	11.4	17.3	14.3
SOGO US EQUITY	搜狗	广告	3,277	8.4	3.3	N/A	N/A	N/A
广告行业平均					8.7	16.9	17.0	14.2
MOMO US EQUITY	陌陌	直播	2,917	14.5	8.1	7.9	6.6	5.7
HUYA US EQUITY	虎牙	直播	3,555	15.8	(20.6)	30.3	15.9	12.0
DOYU US EQUITY	斗鱼	直播	2,595	7.9	(28.8)	N/A	20.8	22.6
YY US EQUITY	欢聚娱乐	直播	6,679	75.6	(5.4)	N/A	62.4	21.5
3700 HK EQUITY	映客	直播	590	2.3	106.4	11.7	8.9	7.2
直播行业平均					11.9	16.6	22.9	13.8
TME US EQUITY	腾讯音乐	文娱	26,083	16.4	(15.0)	36.6	27.0	21.6
IQ US EQUITY	爱奇艺	文娱	11,468	14.8	(15.4)	N/A	N/A	516.9
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	文娱	39,974	113.5	32.4	N/A	N/A	N/A
772 HK EQUITY	阅文集团	文娱	10,791	83.3	36.8	49.9	38.6	31.7
文娱行业平均					9.7	43.2	32.8	190.1
1970 HK EQUITY	IMAX China	电影	575	12.6	(3.7)	17.0	12.9	10.5
1896 HK EQUITY	猫眼娱乐	电影	1,991	13.1	6.7	15.3	12.0	10.4
1060 HK EQUITY	阿里影业	电影	3,561	1.1	12.5	169.0	42.3	24.1
电影行业平均					5.2	67.1	22.4	15.0
DAO US EQUITY	网易有道	在线教育	3,067	25.4	(4.3)	N/A	N/A	286.1
GOTU US EQUITY	高途集团	在线教育	4,902	18.1	(65.0)	N/A	N/A	17.7
1797 HK EQUITY	新东方在线	在线教育	1,621	12.0	(56.8)	N/A	N/A	N/A
COE US EQUITY	51talk	在线教育	209	10.6	(60.8)	96.8	65.2	N/A
在线教育平均					(46.8)	96.8	65.2	151.9
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	13,233	29.9	(5.5)	N/A	N/A	328.1
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	18,597	33.7	(23.2)	112.1	87.0	63.2
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	5,043	17.7	27.0	224.0	127.1	49.2
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	3,558	1.7	(26.4)	N/A	N/A	N/A
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	9,233	55.1	10.2	52.7	35.8	28.6
909 HK Equity	明源云	SaaS	9,883	39.7	(17.1)	148.4	100.1	70.5
SaaS行业平均					(5.8)	134.3	87.5	107.9

E=Bloomberg 预测, 股价截至 6 月 2 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网行业覆盖公司

图表 53: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	潜在涨幅/ 跌幅	行业
700 HK Equity	腾讯	615.5	买入	700.0	13/11/2020	13.7%	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	210.8	买入	280.0	24/5/2021	32.8%	电商
3690 HK Equity	美团	307.4	持有	326.0	29/3/2021	6.1%	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	206.2	持有	310.0	15/3/2021	50.3%	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	20.5	买入	24.0	4/6/2021	17.1%	OTA
8083 HK Equity	有赞	1.7	买入	2.1	18/5/2021	26.5%	SaaS
2013 HK Equity	微盟	17.7	买入	23.0	4/6/2021	29.9%	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	55.0	买入	65.0	4/6/2021	18.2%	SaaS
600588 CH Equity	用友	33.0	买入	54.0	21/12/2020	63.5%	SaaS
268 HK Equity	金蝶	29.1	买入	31.0	21/12/2020	6.5%	SaaS
909 HK Equity	明源云	38.6	买入	58.0	21/12/2020	50.3%	SaaS

注: 截至 6 月 2 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

腾讯 (700.HK): 维持买入评级, 目标价维持 700 港元

手游业务依然强劲, 看好“小程序经济圈”的长期增长潜力。基于分部加总法的目标价对应 36x 和 30x 的 2021E 和 2022E 市盈率。

阿里巴巴 (9988.HK): 维持买入评级, 目标价维持 280 港元

我们预计 2021 年中国电商行业保持稳健增长; 云计算利润率逐步改善。基于分部加总的目标价, 分别对应 27x 和 17x 的 FY2022E 和 FY2023E 市盈率。

微盟 (2013.HK): 维持买入评级, 目标价维持 23.0 港元

私域流量爆发, 我们看好电商 SaaS 长期增长。精准营销业务将享受腾讯社交广告的增长红利。目标价为 23.0 港元, 对应公司整体约 14.6x 2021 年 P/S。

同程艺龙 (780.HK): 维持买入评级, 目标价维持 24.0 港元

旅游业复苏强劲; 公司继续发力低线酒店业务和增加付费用户。目标价分别对应 29x 和 18x 的 2021E 和 2022E 年的市盈率。

中国有赞 (8083.HK): 维持买入评级, 目标价维持 2.1 港元

我们仍然看好电商 SaaS 赛道和去中心化趋势。目标价 2.1 港元, 对应 12.3x 和 8.5x 的 2021E 和 2022E 年 P/S。

金山软件 (3888.HK): 维持买入评级, 目标价维持 65 港元

WPS 作为国产办公软件稀缺标的, 估值有望进一步提升; 新游戏值得期待。基于分部加总估值方法, 我们给予目标价 65 港元。

金蝶国际 (268.HK): 维持买入评级, 目标价维持 31 港元

公司加速云转型, 引领云 ERP 市场; 过渡期利润率或承压, 长期可期。目标价 31.0 港元, 对应公司整体约 21x 2021 年 P/S。

用友网络 (600588.CH): 维持买入评级, 目标价维持 54 元人民币

受益于国产替代, 公司市场份额或将进一步提升; 借助大客户优势, 逐步构建云生态, 后发优势明显。目标价 54.0 元人民币, 对应公司整体约 15.6x P/S。

明源云 (909.HK): 维持买入评级, 目标价维持 58 港元

房地产开发商软件服务行业将保持高速增长; 公司作为细分赛道龙头, 市场份额或进一步提升。目标价为 58 港元, 对应 2021 年 38x P/S 和 1.0x PS/G。

美团 (3690.HK): 维持持有评级, 目标价维持 326 港元

反垄断调查, 短期估值承压; 社区团购竞争激烈, 且短期内难以盈利。基于分部加总法的目标价 326 港元。

快手 (1024.HK): 维持持有评级, 目标价维持 310 港元

广告和直播带货成为主要增长驱动。但是, 我们认为目前估值已基本反映了未来一年的增长预期, 维持“持有”评级, 目标价对应 13x 2021E 的 P/S。

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—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接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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何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。

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

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