

2021年海外互联网中期策略报告：

龙头韬光蓄力，
科技创新恰逢其时

分析师：洪嘉骏

（ SAC：S0190519080002 SFC：BPL829 ）

联系人：

求培培 qiupeiwei@xyzq.com.cn

张悦 zhangyue20@xyzq.com.cn

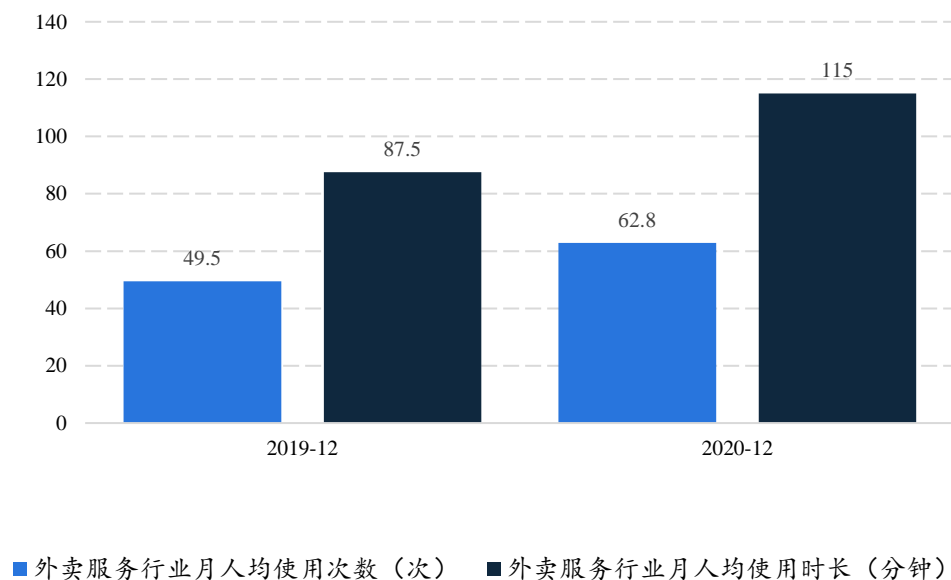
报告发布日期：2021.06.27

- 1 生活服务格局重整，社区团购依旧迅猛
- 2 直播电商持续破界，提升流量变现价值
- 3 游戏：进入传统旺季，并购驱动行业估值
- 4 浪潮已来：互联网医疗与企业服务SaaS
- 5 推荐关注的公司

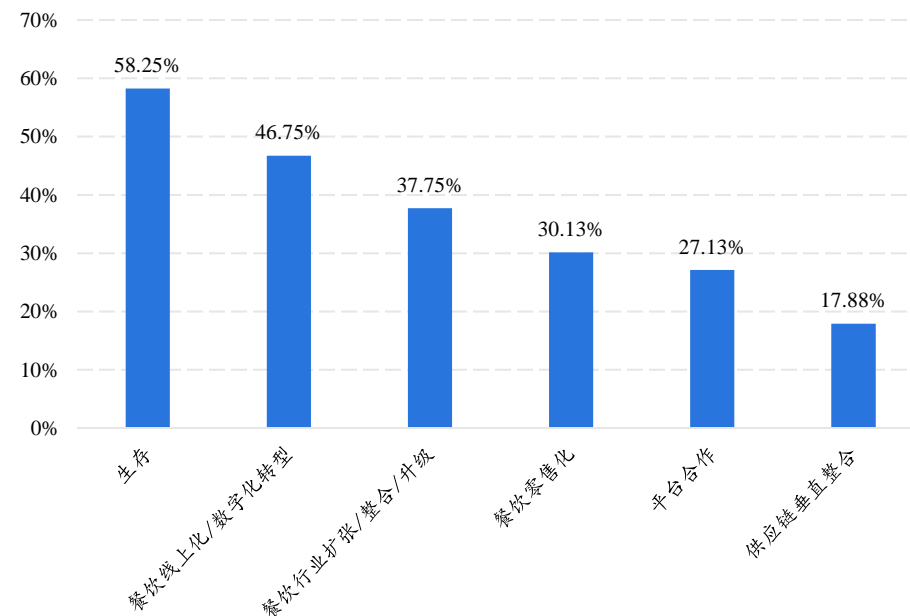
Part 1.生活服务格局重整， 社区团购依旧迅猛

- 疫情催化下用户外卖需求显著增长。据Questmobile数据，2020年12月外卖服务行业月人均使用62.8次，同比增长26.9%，月人均使用时长115分钟，同比增长31.4%。整体外卖APP的活跃用户增长也比较明显，2021年3月外卖服务行业月活跃用户规模约1.5亿，同比增长34.1%。
- 商户线上化意愿增强，品质商家更加重视线上经营。疫情使大量商家接受线上化，更多优质品牌商家参与到外卖业务中。据美团外卖数据显示，除夕当天全国外卖订单量同比增长70%，其中品牌餐饮商家外卖销量同比增长82%。品牌商家订单占比的提升也带来了客单价的提升，2020年美团外卖每笔订单平均价值同比增长7.0%。

外卖服务行业月人均使用次数和时长增长明显

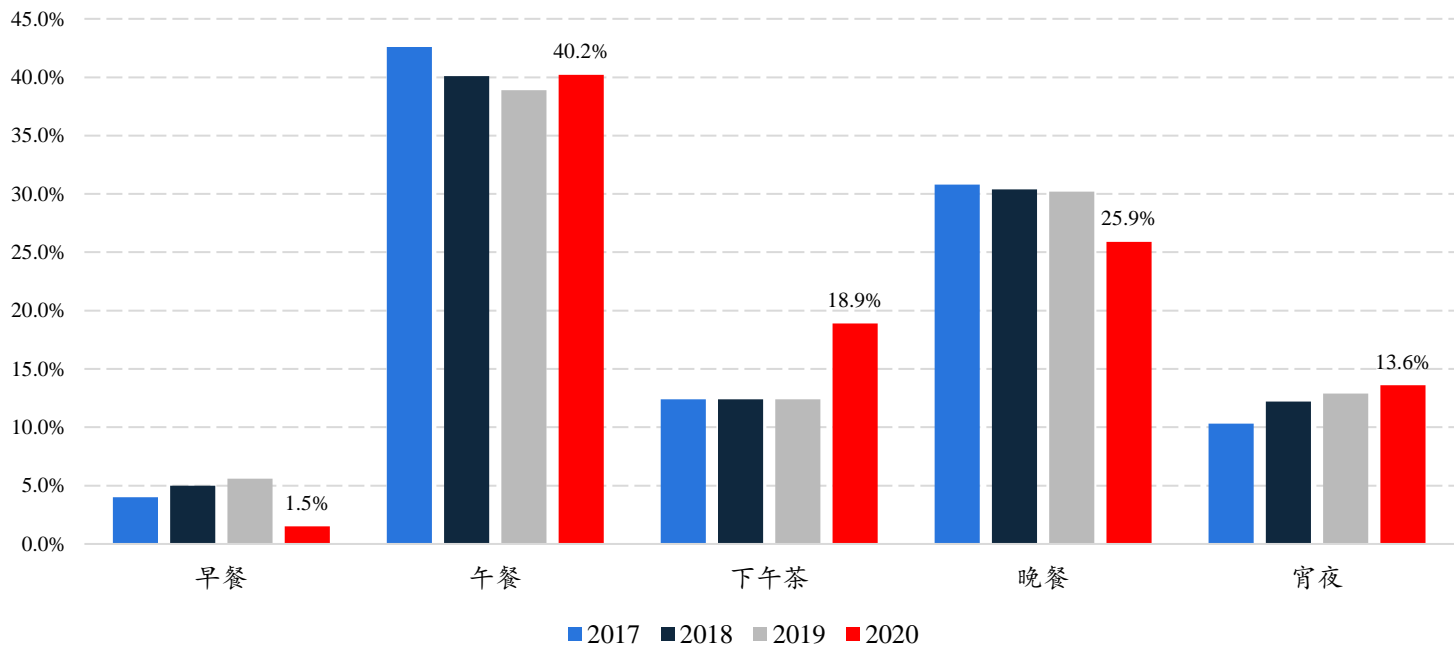


接近一半的餐饮商户在疫情后更加重视线上化转型



- 外卖品类更加多元化。随着用户外卖消费习惯养成，半成品外卖也开始受到用户青睐，阿里发布的《2021春节就地消费报告》数据显示，农历二十八至除夕，外卖平台线上年夜饭半成品外卖同比增长4倍，年夜饭礼盒外卖同比增长2倍。与此同时，鲜花、生鲜、日常用品等非餐外送也逐渐普及，2021Q1闪购活跃用户超过7000万。
- 外卖消费时间逐渐从午高峰和晚高峰向全时段延伸。据美团外卖《2020外卖行业报告》和再惠大数据显示，2020年非正餐外卖比例为30%，2021年一季度该比例上升到33%。

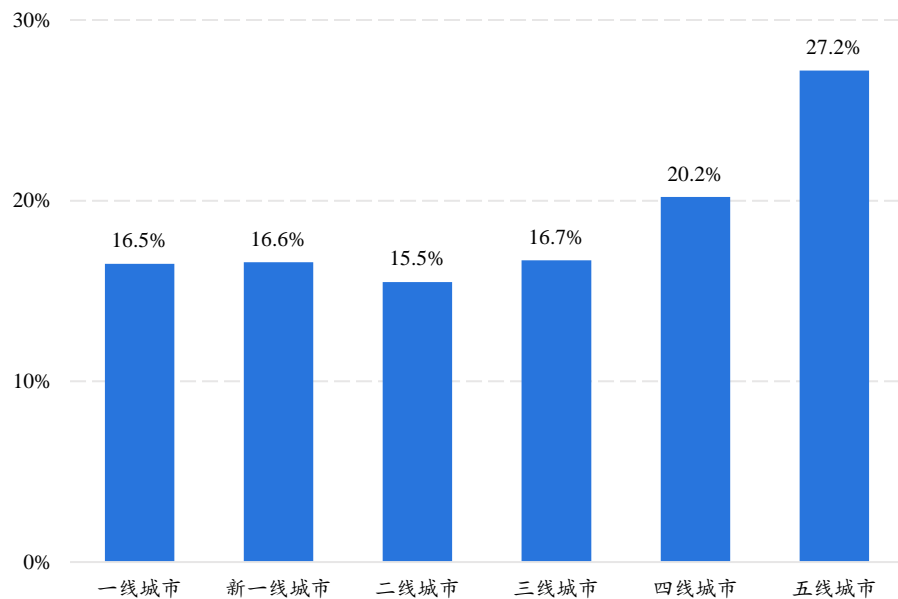
外卖消费时间逐渐从午高峰和晚高峰向全时段延伸



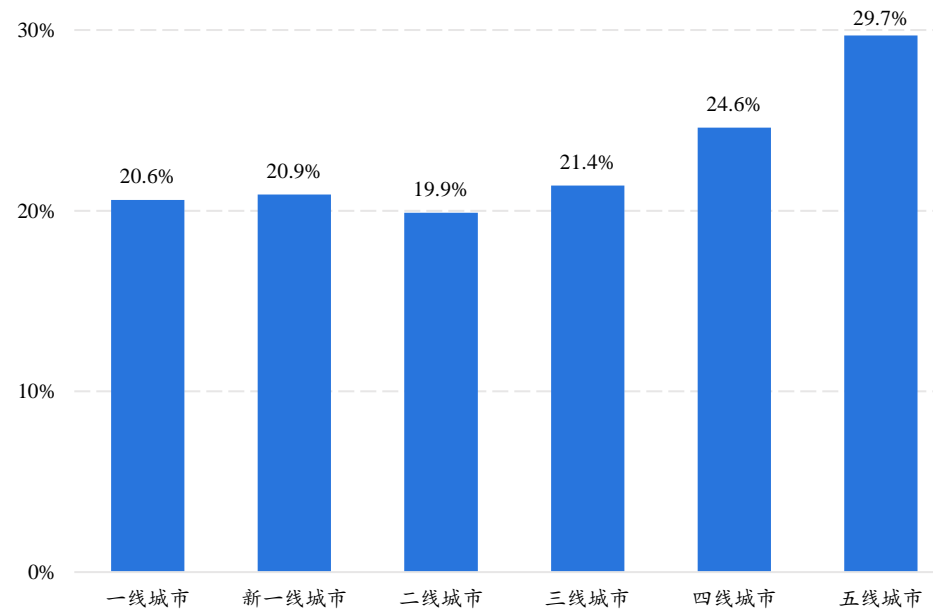
注：早餐（6:00-10:00），午餐（10:00-14:00），下午茶（14:00-17:00），晚餐（17:00-21:00），宵夜（21:00-次日6:00）

- 下沉市场的增量空间巨大。中国下沉市场（三线及以下城市）包含288个城市，3000个县城和40000个乡镇，总人口占比高达72%，对于餐饮行业来说蕴含着广阔的发展空间。据美团外卖数据，2020年下沉市场的外卖订单量和交易额增速都高于一、二线城市，尤其是五线城市的增长率都接近30%。在一、二线城市外卖市场逐渐趋于饱和的情况下，我们预计未来下沉市场会为外卖行业带来主要增量。

2020年美团外卖在低线城市订单量增速较快



2020年美团外卖在低线城市交易额增速较快



未来下沉市场会带来主要增量

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
交易总额 (亿元)	6535.7	8351.5	11403.3	14676.1	18084.3	21664.7	25056.5
YoY	39.3%	27.8%	36.5%	28.7%	23.2%	19.8%	15.7%
总订单数(亿单/年)	148.8	171.2	223.1	275.3	327.5	380.7	430.2
YoY	38.3%	15.1%	30.3%	23.4%	18.9%	16.2%	13.0%
一二线交易总额 (亿元)	4908.4	6457.5	8658.8	10903.9	13169.3	15316.3	17224.0
YoY	40.3%	31.6%	34.1%	25.9%	20.8%	16.3%	12.5%
一二线总订单数(亿单/年)	96.2	115.1	145.6	173.0	198.0	218.3	233.8
YoY	37.5%	19.6%	26.5%	18.8%	14.5%	10.2%	7.1%
用户 (万人)	20265	18644	20508	22149	23478	24417	24906
YoY	10.0%	-8.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%
年均消费频次 (次)	47.5	61.7	71.0	78.1	84.3	89.4	93.9
YoY	25.0%	30.0%	15.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%
客单价 (元)	51.0	56.1	59.5	63.0	66.5	70.2	73.7
YoY	2.0%	10.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.5%	5.0%
三四五线交易总额 (亿元)	1627.3	1894.1	2744.5	3772.2	4915.0	6348.3	7832.5
YoY	36.5%	16.4%	44.9%	37.4%	30.3%	29.2%	23.4%
三四五线总订单数(亿单/年)	52.5	56.1	77.4	102.4	129.5	162.4	196.4
YoY	39.7%	6.9%	38.0%	32.2%	26.5%	25.4%	21.0%
用户 (万人)	26614	23239	26725	29932	32925	36218	39115
YoY	20.0%	-12.7%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%	8.0%
年均消费频次 (次)	19.7	24.1	29.0	34.2	39.3	44.8	50.2
YoY	16.4%	22.4%	20.0%	18.0%	15.0%	14.0%	12.0%
客单价 (元)	31.0	33.7	35.4	36.9	38.0	39.1	39.9
YoY	-2.3%	8.9%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	2.0%

- 专送骑手参保趋势可预见，平均每单成本增加约1元。美团平台月度活跃骑手约120万人，其外卖体系内类专职骑手规模约为35-40万人，若按各地最低社保基数为全部专职骑手缴纳社保，将额外增加34亿元成本，相应的专送单均配送成本提高0.8-1元。
- 平台、商家和消费者将是额外社保成本的主要分担方。我们估计平台、商家和消费者三方将会是额外社保成本的主要承担者，按照平均每单增加额外社保成本1元计算，平均一方每单承担成本约0.3元，并不会对外卖行业产生本质性的影响。而在社保关系下，企业可以更加加强对骑手的职业素养培训，使得骑手的配送服务更加专业和存在差异化的效率，专职配送与兼职配送的关系或将发展成类似于京东快递与其它快递之间的差异。

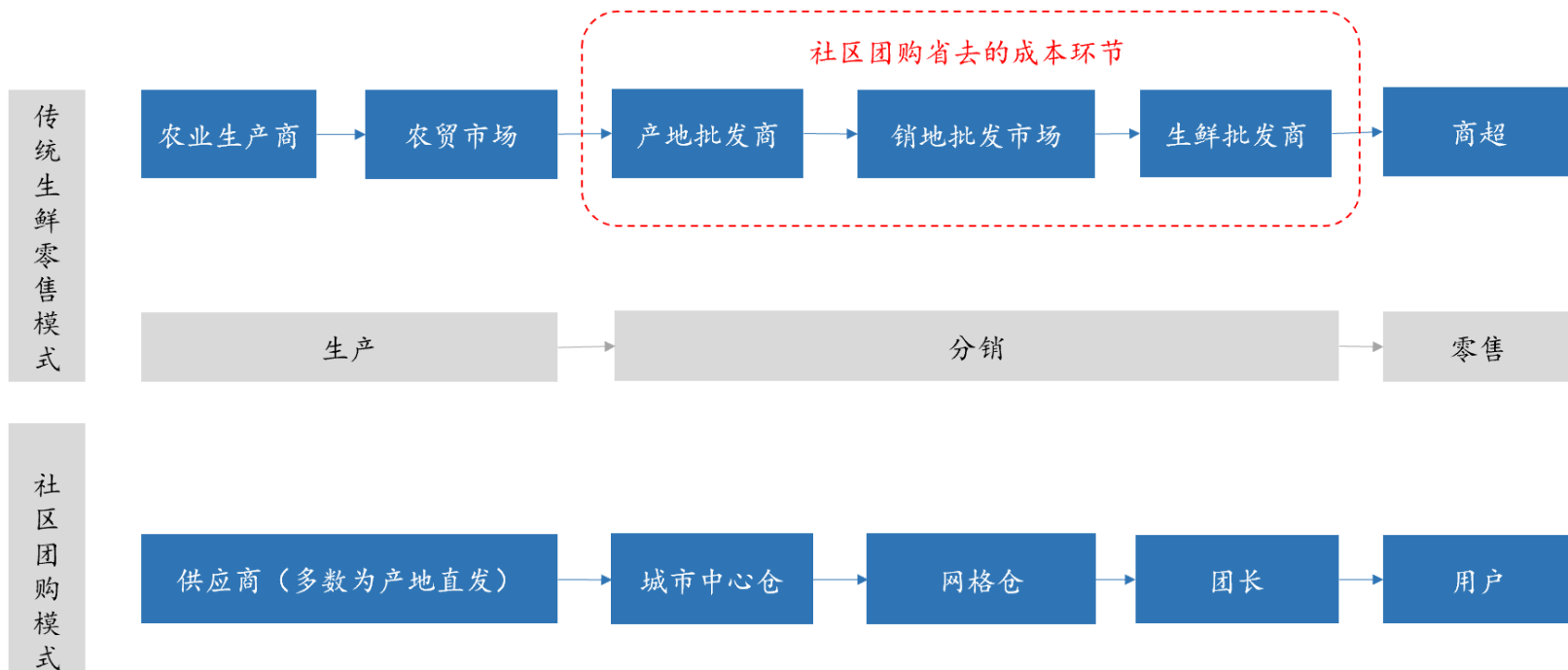
各地社保缴费基数（元）及最低缴费比例

	城市	养老保险	缴费基数	医疗+生育保 险	缴费基数	失业保 险	缴费基数	工伤保 险	缴费基数	最低缴费金 额	综合缴费比 例
一线城市	北京	16%	3613	9.80%	5360	0.50%	3613	0.40%	4713	1140	26.70%
	上海	16%	4927	10.50%	4927	0.50%	4927	0.26%	4927	1343	27.26%
	深圳	13%	2200	0.45%	10646	0.70%	2200	0.21%	2200	354	14.36%
新一线城市	成都	16%	3175	7.70%	3463	0.60%	3463	0.16%	3463	801	24.46%
	沈阳	16%	3457	8.60%	5561	0.50%	3457	0.70%	3457	1073	25.80%
	东莞	14%	3376	2.30%	5305	0.48%	3376	0.14%	3376	616	16.92%
二线城市	厦门	12%	1800	3.70%	3488	0.50%	1800	0.40%	1800	361	16.60%
	长春	16%	3053	7.70%	3053	0.70%	3053	0.16%	3053	750	24.56%
	珠海	14%	3376	6.00%	3376	0.48%	1720	0.08%	1720	685	20.56%
三线城市	海口	16%	3670	8.50%	3670	0.50%	3670	0.20%	3670	925	25.20%
	扬州	16%	3368	8.50%	3368	0.50%	3368	0.40%	3368	855	25.40%
	岳阳	16%	3145	7.50%	2859	0.70%	3033	1.00%	3033	769	25.20%

社区团购的核心优势在于低价和高效

- 社区团购高效的原因在于：1) 社区团购省去了中间供应链环节；2) 借助微信等社交流量入口，用户扩张性强；3) 运营模式本质上是预售模式，有效实现“按需定采”，降低损耗。
- 社区团购能够达到低价的原因在于其运营成本的降低，包括履约成本、获客成本以及配送成本等。与传统商超生鲜零售模式相比，由于传统商超运营成本、门店租金、人员工资相对较高，其毛利盈亏平衡点为35%-40%，而社区团购的毛利盈亏平衡点为25%，其中团长佣金10%，仓储配送成本占10%-12%，运营费用约占3%。而每日优鲜等半小时达的前置仓模式，即使客单价60元也不易覆盖配送或仓储成本，而社区团购下20元即可达到一个较好的平衡点。

社区团购相比传统生鲜零售可以省去多个环节



- 美团优选和多多买菜在社区团购行业中处于领先地位。社区团购中，长期以本地生活服务为主的美团的经验显著，而拼多多在农产品领域多年的发展积累了大量的低价供应货源。据亿欧智库数据，拼多多已经成为国内最大的农产品平台，约2.4亿用户在平台消费过农产品。2020年四季度美团优选业务范围扩大至27个省份、超2000个市县，2020年12月日均销售件数约2000万，单日峰值2700万，2021年4月初日均销售件数已经达到2800万，同期多多买菜约为2500-2600万。

社区团购发展历程

- 微信红包的出现，向更广泛的人群普及了移动支付功能，成为社区团购发展的社会基础
- 拼多多（拼团）、农特微商（社群）开始出现

- 以QQ群、微信群等作为主要载体，手工记账
- 社区团购的SKU品类有限，容易触碰到发展的天花板，营业收入普遍不高

- 微信生态持续释放红利，小程序发布提升社群电商交易效率
- 社区团购的SKU品类扩充开启
- 社区团购开启线下店模式，有供应链资源的企业倍受青睐，供应链物流基础设施逐步完善

- 二线城市社区团购平台成交量爆发，区域模式得到验证
- 社区团购进入扩品、扩区的规模化扩张阶段
- 美团、每日优鲜、百果园等大公司开始关注并布局

【2015年——萌芽阶段】

【2016年——起步阶段】

【2017年——发展阶段】

【2018-2020年——爆发阶段】

阶段总结：移动支付、拼团和微商的普及为社区团购模式的出现创造条件

阶段总结：此阶段社区团购模式初步形成，单商品主要都在QQ群和微信群展示，品类受限，营业收入难以提升

阶段总结：随着小程序发布，部分社区团购企业开始把运营重心向小程序转移，团购的品类和模式增加

阶段总结：小程序作为试运营载体成为社区团购平台切入方式，而后商业模式成熟，开始平台化运营，大量资本进入

根据企查查数据，2020年社区团购披露融资金额高达171.7亿元，同比增长356.3%。互联网巨头纷纷布局社区团购业务，但2020年底出台得社区团购九不得政策减缓行业竞争，平台补贴退坡、采购量小幅下滑，但其低价、便利性、供应链优化等将持续吸引流量。2021年3月3日，市场监管总局对美团优选、橙心优选、多多买菜、十荟团和食享会予以顶格处罚，以规范市场价格秩序，社区团购市场将在博弈中逐步寻得最优解。我们预计市场3-5年维度将达到2万亿规模，预计占整体零售市场规模的4.0%。

社区团购竞争格局对比

公司	资金	人力	履约、物流	平台	流量
美团优选	现金流充足	集合几个事业部顶尖人才	在美团买菜等生鲜零售运营基础、团购以及外卖O2O上经验丰富	以吃为核心的生活综合服务平台，不易对核心业务造成替代	业务种类广，流量来源最为多元化，流量来自美团APP、美团优选APP和微信小程序
橙心优选	需要外部融资	吸收公司内外人才	自身的物流基因使其擅长物流配送	跨界运营，业务种类较少	靠滴滴出行APP、橙心优选App和小程序引流
多多买菜	现金流充足	由内部员工转岗	由于其多年农产品经营销售，与供应商关系最为紧密	以商品销售为主，与其原有业务有形成重叠	流量来自拼多多和微信小程序
兴盛优选	1年内完成46亿美元融资	由自身员工发展而来	拥有线上下单和线下经营及提货的复合优势	属于纯粹的零售平台	来自APP和微信小程序

社区团购市场规模3-5年达到2万亿

社区团购市场规模预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
GDP (万亿)	98.65	101.60	107.69	114.16	121.01	128.27	135.96
GDP 增速	7.3%	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
社零总额 (万亿)	41.16	39.20	45.55	48.29	51.19	54.26	57.51
社零总额占GDP比例	41.7%	38.6%	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%
社区团购市场规模 (亿元)	500	890	3189	9175	15356	21703	27031
社区团购占社零总额比	0.12%	0.23%	0.70%	1.90%	3.00%	4.00%	4.70%

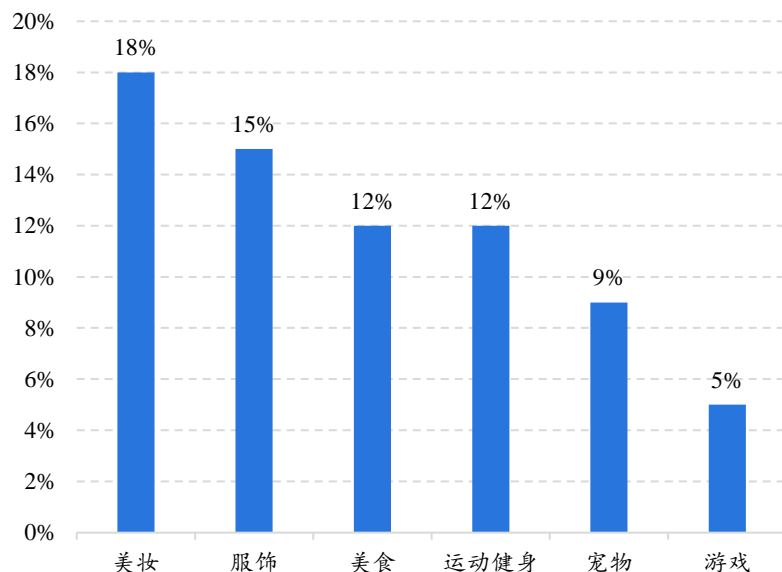
美团优选收入成本预测

	2020.12	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入 (亿元)	3	219	785	1492	2260	3070
收入转化率	14%	16%	19%	20%	21%	22%
GTV(亿元)	22	1367	4134	7461	10762	13953
每日订单数 (万)	1440	4680	10296	15725	19656	22486
DAU (万)	900	2340	4680	6552	7862	8649
增速		160%	100%	40%	20%	10%
单位日活每日购买频次 (次)	1.6	2	2.2	2.4	2.5	2.6
件单价 (元)	5	8	11	13	15	17
团长佣金 (亿元)	3	164	413	672	969	1116
佣金率	14%	12%	10%	9%	9%	8%
配送成本 (亿元)	7	273	496	746	861	1116
每单配送成本 (元/件)	1.50	1.60	1.32	1.30	1.20	1.36
成本率	30%	20%	12%	10%	8%	8%
仓储及其他成本 (亿元)	3	123	207	224	215	279
每单仓储及其他成本 (元/件)	0.75	0.72	0.55	0.39	0.30	0.34
成本率	15%	9%	5%	3%	2%	2%
营业利润 (亿元)	-10	-342	-331	-149	215	558

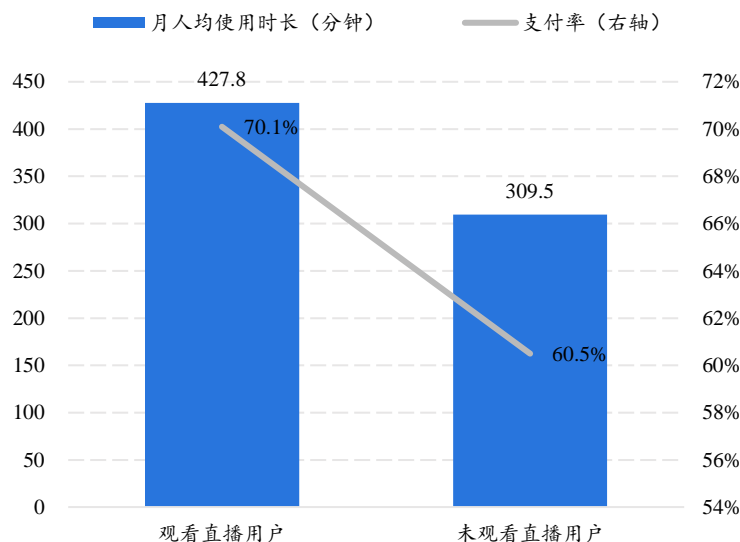
Part 2.直播电商持续破界，提升 流量变现价值

直播电商有着互动性强、直观、主动营销等区别于传统电商营销和销售渠道的优势，更适合非标品售卖以及挖掘用户隐性购物需求。非标品适合展示且不容易比价，容易带来较高的直播带货转化率（转化率=下单人数/直播间观看人数）。据Questmobile数据，美妆与服饰的直播带货转化率为18%与15%；2021年3月，抖音直播服饰销售额占比为57.6%，美妆直播销售额占比6.7%。此外，直播过程中商品的充分展示会激发用户的隐性需求。据Questmobile数据，2020年12月手机淘宝观看直播用户的支付率达到70.1%，比未观看直播用户高9.6pcts，京东APP内观看直播用户的支付率也较未观看直播用户高4.2pcts。

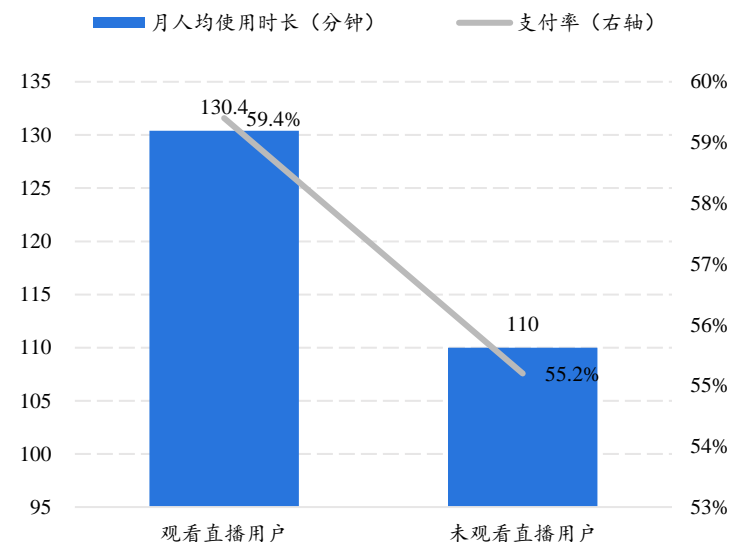
美妆服饰类非标品直播带货转化率较高



手淘观看直播用户使用时长和支付率较高



京东观看直播用户使用时长和支付率较高



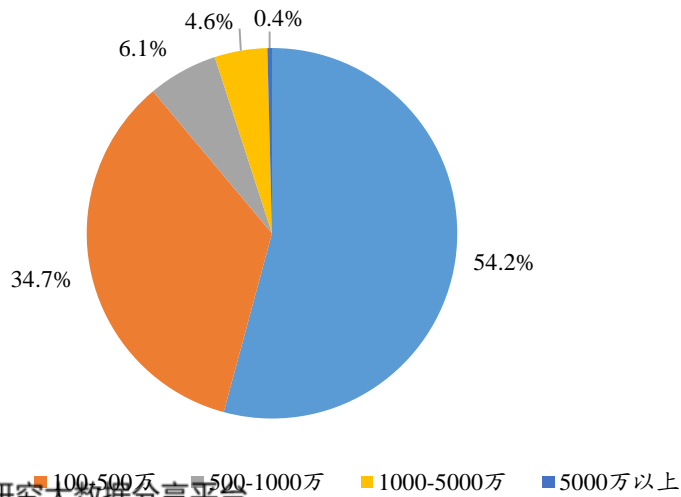
直播电商GMV加速增长，2025年规模或超7万亿。网上零售额在社零总额中所占的比例将持续提升，预计2025年达到60%；直播电商渗透率在2025年预计达到22%，直播电商的市场规模将在未来几年内超过7万亿。根据直播电商白皮书与QuestMobile统计，2018至2020年，淘宝直播的交易规模由1000亿元增加至4000亿元。2020年，快手直播带货总GMV达3812亿元，同比增长540%；抖音直播带货总GMV超过5000亿元，同比增长1150%。

直播电商GMV将超7万亿

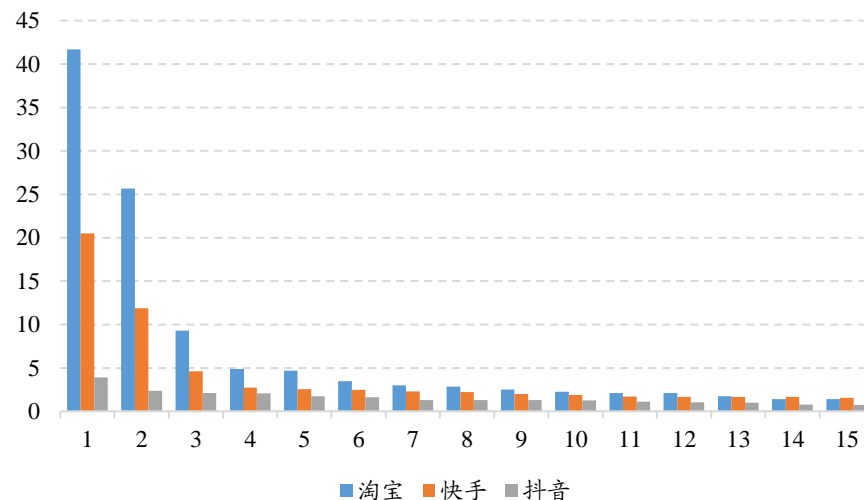
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
GDP（万亿）	83.20	91.93	98.65	101.60	107.69	114.16	121.01	128.27	135.96
GDP增速	11.5%	10.5%	7.3%	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
社零总额（万亿）	36.63	38.10	41.16	39.20	45.59	48.32	51.22	54.30	57.55
社零总额占GDP比例	44.0%	41.4%	41.7%	38.6%	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%
网上零售（万亿）	7.18	9.01	10.63	11.76	18.23	25.13	28.17	31.49	34.53
网上零售占社零总额比例	19.6%	23.6%	25.8%	30.0%	40.0%	52.0%	55.0%	58.0%	60.0%
直播电商（万亿）	0.04	0.14	0.43	1.05	2.55	5.03	5.92	6.93	7.60
直播电商在网上零售渗透率	0.5%	1.6%	4.1%	8.9%	14.0%	20.0%	21.0%	22.0%	22.0%

- 直播电商形式主要可以分为商家直播和达人直播两大类：商家直播是以品牌或产品为中心，不绑定某个主播，可长时间直播，品类更垂直。达人直播是以主播或达人为中心，利用达人粉丝和流量卖货，因此主播个人魅力绑定程度强，内容更新快，大多用于低价秒杀的直播类型，对货品的品牌、品类都没有限制，商家可多平台寻找合适的达人，支付服务费和佣金。
- 直播销量受限于头部KOL稀缺以及渠道价格管控等因素，商家对达人直播的需求侧重短期营销和导流，预计未来一段时间内，直播电商形式仍将以商家直播为主，达人直播为辅。达人直播间折扣力度大，为了避免对其他销售渠道产生影响，商家投放的商品数量受限。达人直播更适合进行新品上市宣传、爆款打造以及拓展新客户，但新客户能否留存更依赖于品牌商能否凭借自身能力对KOL粉丝进行转化，考验的是精细化运营能力。
- 达人主播马太效应明显。据Questmobile统计，粉丝5000万以上的主播仅占比0.4%，54.2%的主播粉丝量在100万以下。据艾媒资讯数据，头部主播以2.2%的人数占比创造了近80%的GMV；主要平台的Top15主播带货额，淘宝为109亿元，快手为61.4亿元，抖音为23.7亿元。

2020年粉丝5000万以上的主播仅占比0.4%



2021年3月三大平台Top15主播带货额（亿元）



2025年达人主播GMV规模约为2.33万亿元

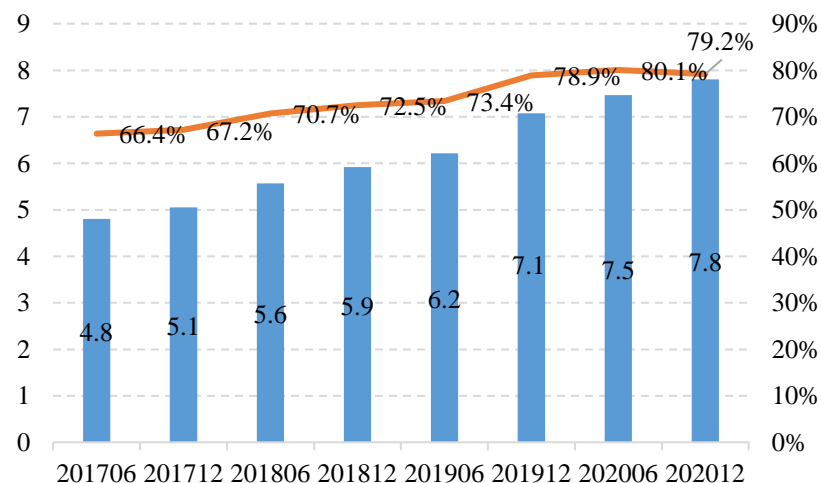
我们预测2025年达人主播GMV规模约为2.33万亿元。我们将主播分为头部主播（年GMV1亿元以上）、腰部主播（年GMV1000万-1亿元）、尾部主播（年GMV100万-100万元）三类，假设2025年，三类主播数量分别为2000/5000/20000人，占比分别为7%/19%/74%，平均月销量分别为100/8/1万件，平均单价为80/60/50元，则对应月均GMV为1600/240/100亿元，共计1940亿元，全年合2.33万亿元。

2025年达人主播GMV规模约为2.33万亿元

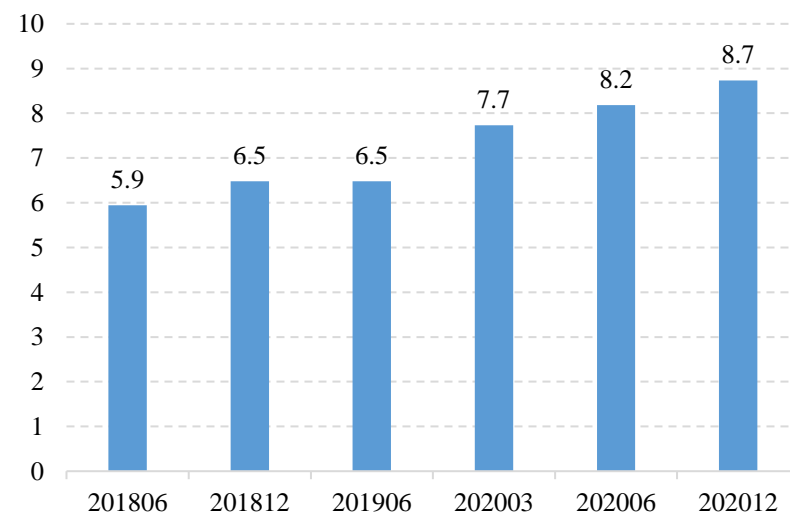
	年GMV规模	主播数量	占比	月销量（万件）	单价（元）	GMV（亿元/月）
头部主播	1亿元以上	2000	7%	100	80	1600
腰部主播	1000万-1亿元	5000	19%	8	60	240
尾部主播	100万-1000万	20000	74%	1	50	100
合计		27000				1940

- ❑ **人：**短视频平台用户信任感更强，较传统电商有流量优势。短视频平台以视频内容为基础，用户对主播产生一定认同或信任感，社交关系更加牢固，进而增强对于产品的信任感。与此同时，主播可以通过不断投放优质内容提升用户黏性，增加商品的曝光度，扩大用户覆盖面。
- ❑ **货：**1) 短视频平台直播用户对于非计划性的货物的需求更多，这是因为在货架式电商平台中，用户是有明确购物目的的，而在短视频平台中，用户往往以娱乐目的为主，在观看直播的过程中容易产生非计划性消费；2) 短视频平台的货物供应链短期内还需借助外链，短视频平台的优势在于高流量，电商平台的优势在于供应链；长期来看，短视频平台供应链建设成熟之后，形成内部电商闭环将是一个大趋势；3) 短视频平台货的来源更广，一方面有从工厂、原产地直接供货的M2C货物，另一方面受益于反垄断，品牌商家尝试更多流量渠道销售，短视频平台也在加强B2C货物体系的建设。
- ❑ **场：**短视频平台现有的支付体系、物流体系也在不断升级。快手已经收购持牌支付机构易联支付，从而间接获得支付牌照，抖音也在1月份在支付页面新增“抖音支付”的入口。

移动端购物用户规模与使用率不断提升

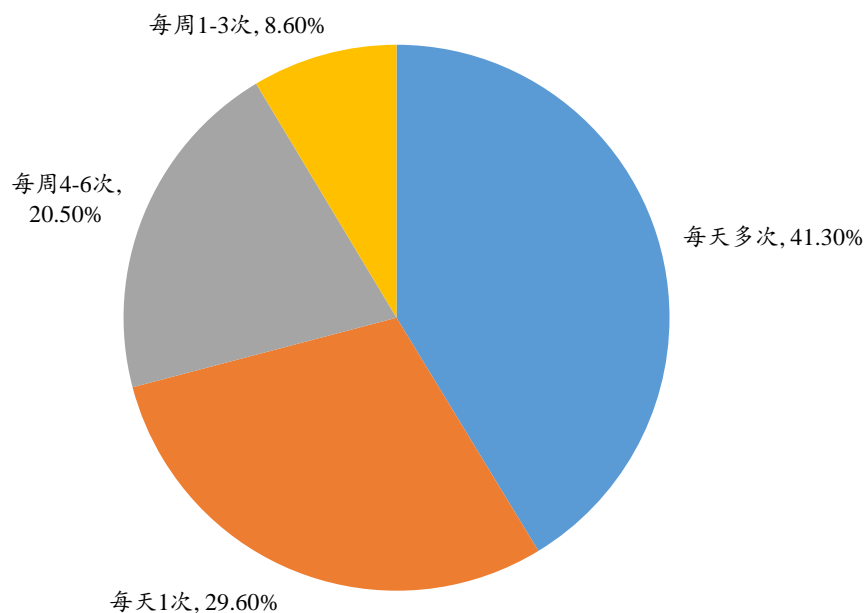


短视频用户规模（亿人）增长迅速

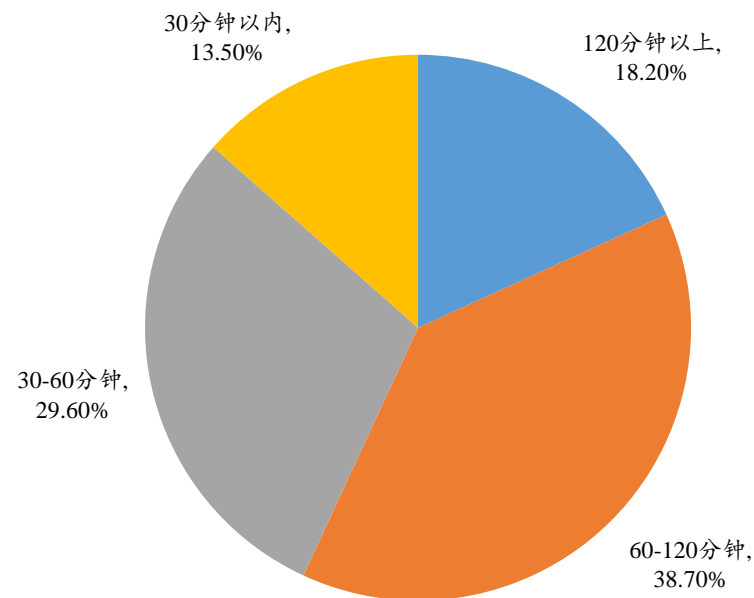


- 短视频平台呈现出高频、高粘性的使用特性，其中观看直播用户占比仍在快速提升。目前70.9%的短视频用户为日活跃用户；86.5%的短视频用户日均使用时长在30分钟以上。2021年3月，抖音APP观看直播用户占比达到85.9%，较上年同期提升23.1 pcts；快手则提升13.5 pcts至84.8%。

70.9%的短视频用户为日活跃用户

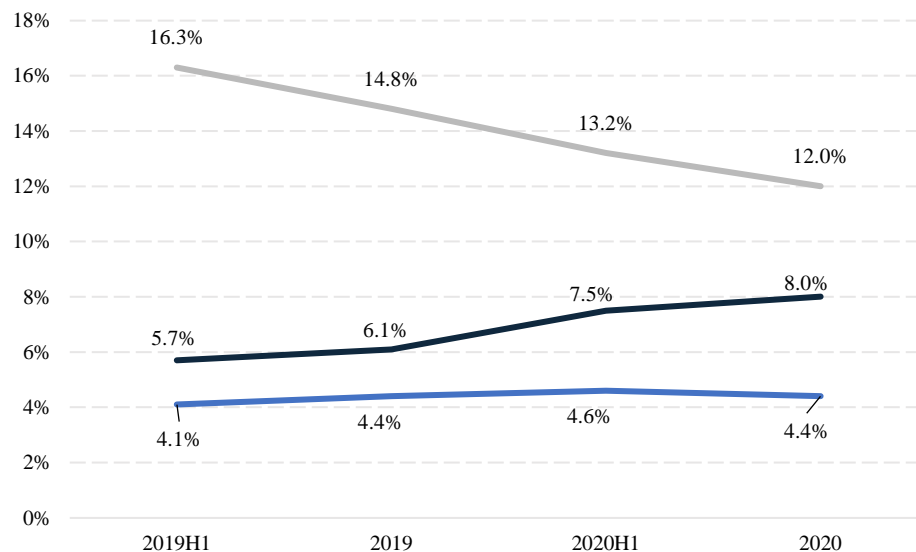


86.5%的短视频用户日均使用时长在30分钟以上

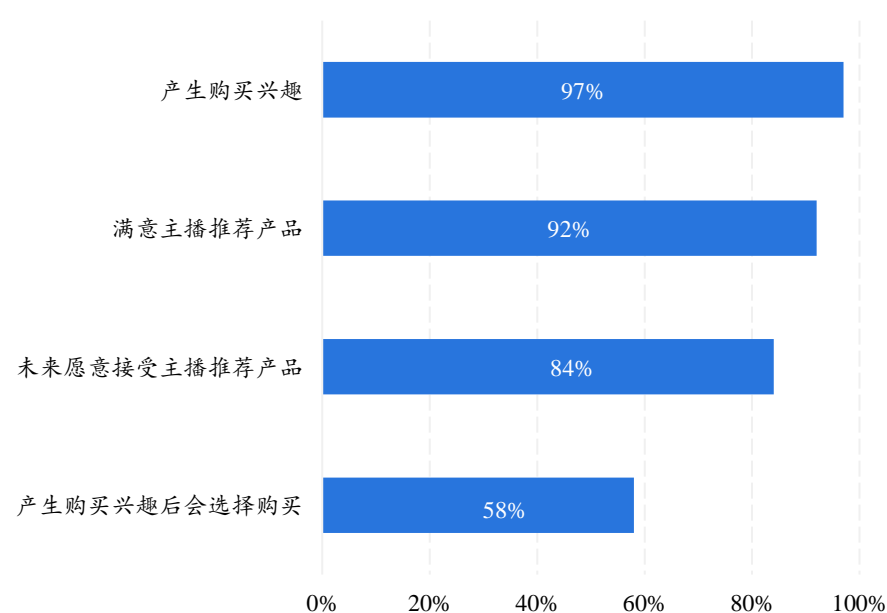


- ❑ **短视频与电商平台致力闭环建设。**抖音持续加快电商变现的脚步，不仅与苏宁易购合作开设“超级买手”直播间，并以短视频+直播+抖音小店”形式逐步建立场景闭环。快手和京东合作打开下沉流量入口，通过资源置换形成优势互补，触达更多用户群体；京东商品直接进驻快手小店，消费者无需跳转即可完成下单。长期来看，短视频平台会加快供应链、信用体系、售后服务等方面的建设，形成电商生态闭环是未来趋势。
- ❑ **快手优秀的社区生态基础利于带货。**快手成熟的直播打赏业务奠定良好的直播带货基础，其直播月平均付费人数从2017年的1260万增长至2020年的5760万，CAGR达66.0%，同时始终维持着10%以上的付费率，对快手带来直播购物的优势；另一方面，快手的强社交属性为交易奠定信任基础，促进商品交易。据《快手电商营销价值报告》，快手电商92%用户满意快手主播推荐的产品，84%用户未来愿意接受快手主播推荐产品，58%用户在产生兴趣后会选择购买。据《2020快手年度内容报告》，2020年快手平均复购率超65%。

快手的直播付费率显著高于其他平台

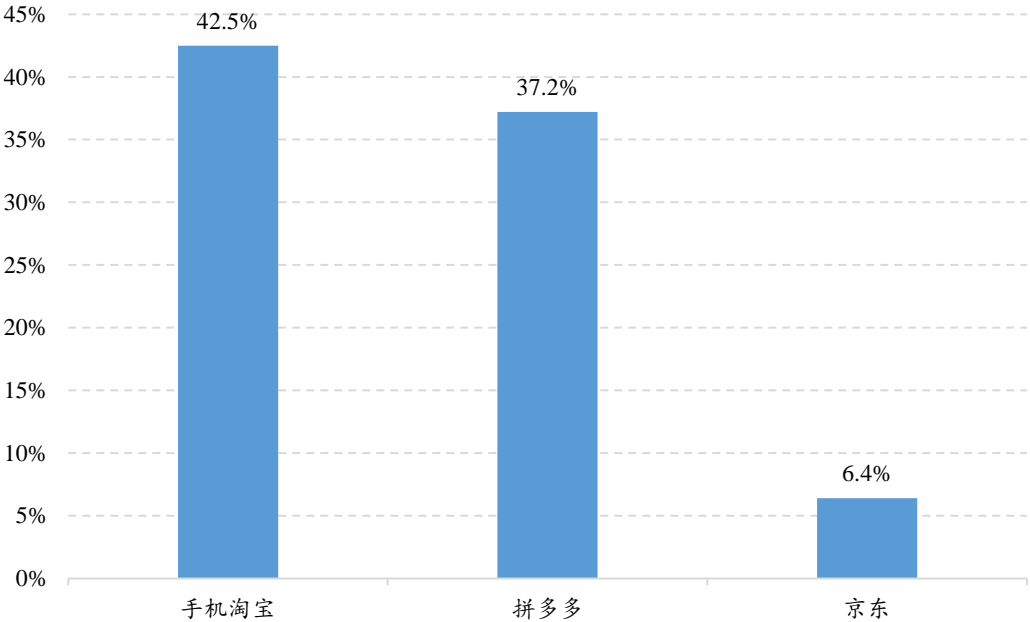


92%用户满意快手主播推荐的产品

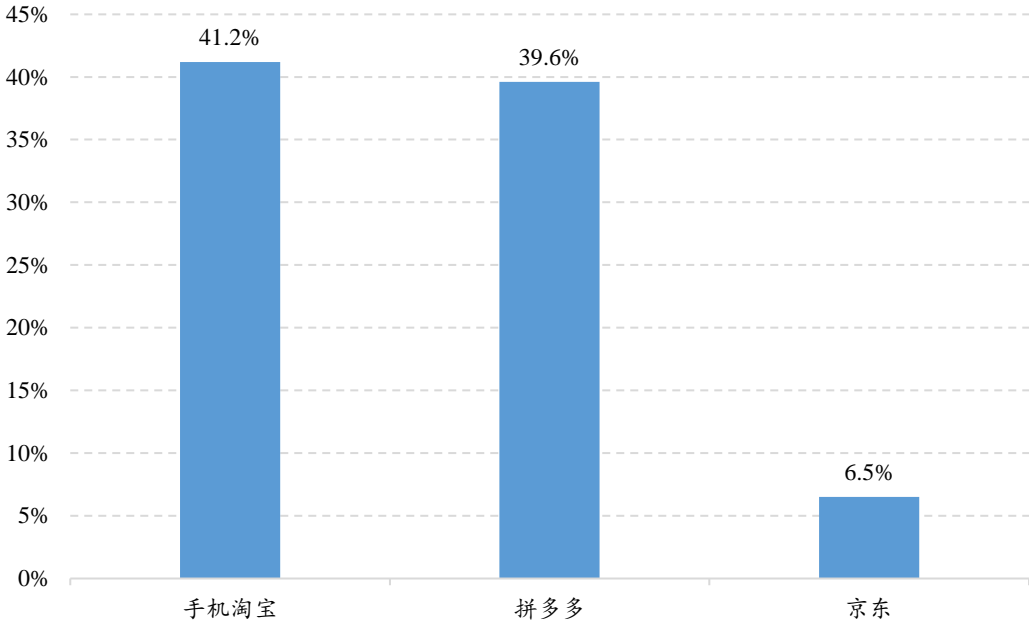


❑ 电商平台通过和短视频平台深度合作获取更大流量。2020年12月，抖音短视频流入头部电商APP的流量中，42.5%流向手机淘宝，37.2%流向拼多多，6.4%流向京东。同期快手短视频流入头部电商APP的流量中，41.2%流向手机淘宝，39.6%流向拼多多，6.5%流向京东。

2020年12月抖音短视频流入头部电商APP的流量中42.5%流向手机淘宝

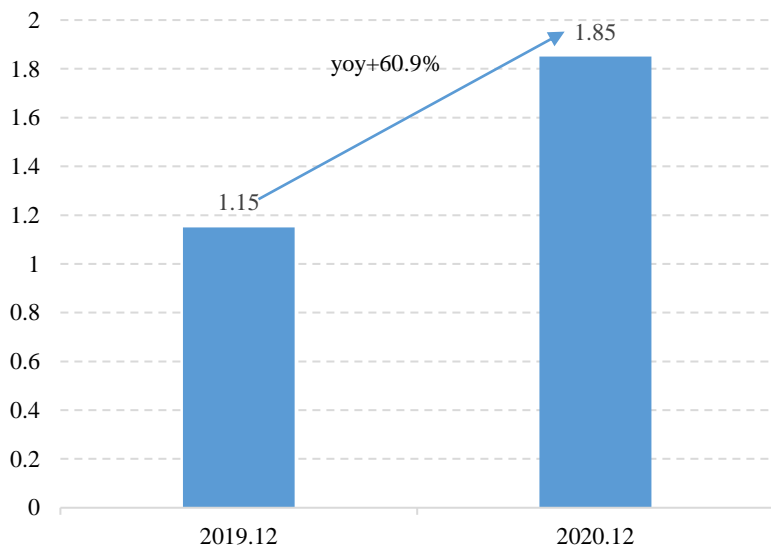


2020年12月快手短视频流入头部电商APP的流量中41.2%流向手机淘宝

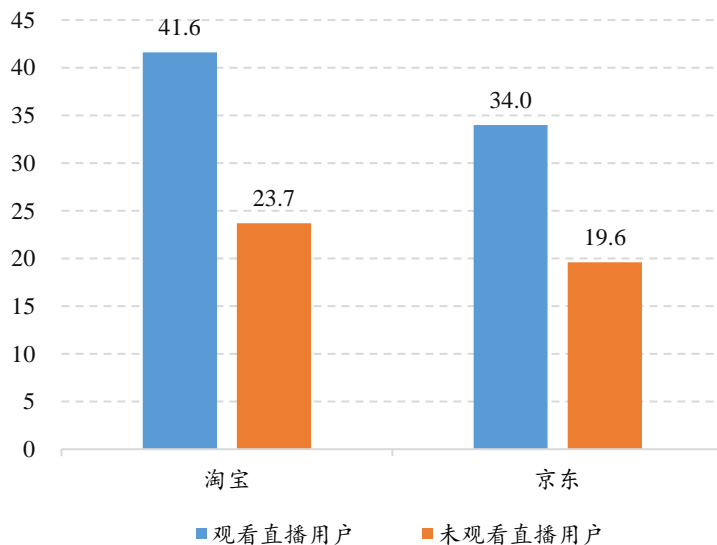


- 目前，各平台直播间数量及平台观看直播的活跃用户数均呈现快速增长趋势，带动平台用户粘性提升。2020年直播间数量快速增长，淘宝产生近1000个GMV过亿直播间，直播上架产品数量近1000万件。淘宝和京东APP观看直播去重月活跃用户数从2019年末的1.15亿增长到2020年末的1.85亿，同比增长60.9%。2020年双十一第一波抢购活动期间，淘宝观看直播用户人均单日使用时长为41.6分钟，是未观看直播用户人均单日使用时长的1.8倍；京东观看直播用户人均单日使用时长为34.0分钟，是未观看直播用户人均单日使用时长的1.7倍。
- 总体来看，各综合电商平台的直播渗透率均呈现加速上升趋势。据QuestMobile数据，2020年2-6月，淘宝观看直播并下单的用户比例从15.1%提升到20.5%，京东从4.0%提升到8.1%。

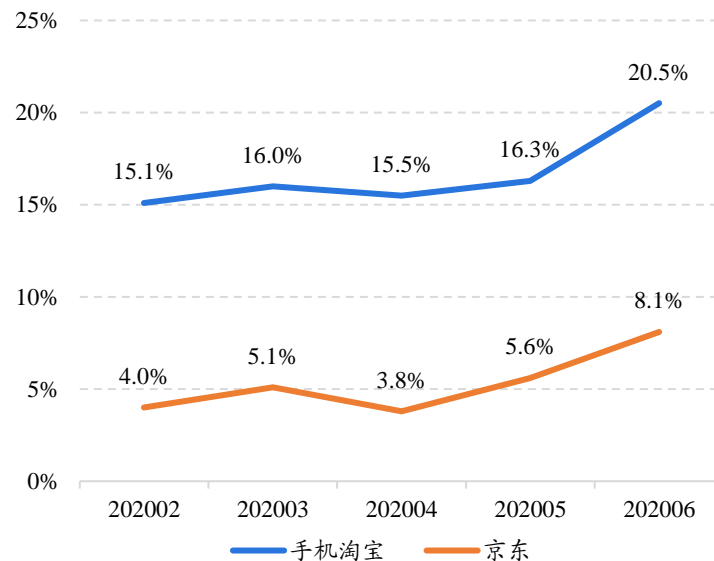
淘宝、京东观看直播去重MAU（亿）快速增长



2020年“双十一”观看直播用户人均日使用时长（分钟）明显高于未观看直播用户



手淘和京东的电商直播用户渗透率不断提升

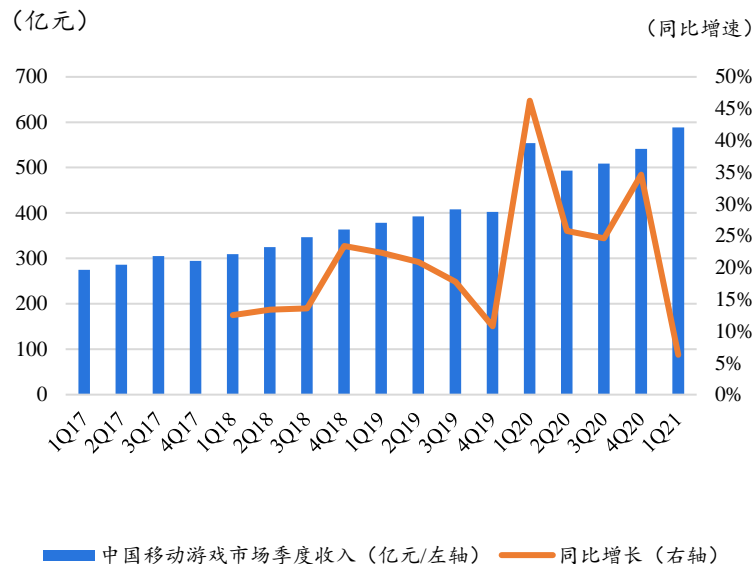


	快手	抖音	淘宝直播
人	<ul style="list-style-type: none"> ● MAU5.2亿，日活人均时长接近100分钟，流量仍在增长期。 ● 消费者多集中于下沉市场，和主播之间的社交关系和信任感更强，用户黏性和复购率较高。 ● 用户非计划性购物比例较高。 	<ul style="list-style-type: none"> ● MAU超过10亿，日活跃用户使用时长约100分钟，接近微信的流量水平。 ● 消费者多集中于一二线城市，和主播互动较弱，信任感和用户黏性较低。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 8亿活跃用户，流量增长放缓。 ● 用户购物目的较明确，容易形成交易转化。 ● 通过和短视频平台深度合作获取更大流量，观看直播的活跃用户数均呈现快速增长趋势，带动平台用户粘性提升。
货	<ul style="list-style-type: none"> ● 高性价比的白牌商品较多，产业带直播比重较大，主要集中于美食饮品、日用百货及服装类。非标品为主。 ● “好物联盟”完善自有优质品类供应链。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美妆+服装百货占比高，商品价格集中0-200元的，有一定知名度的品牌。非标品为主。 ● 供应链和淘系电商合作。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 淘宝体系内全品类，价格区间广。 ● 供应链完善。
场	<ul style="list-style-type: none"> ● 收购持牌支付机构易联支付，间接获得支付牌照。 ● 内部闭环建设推出快手小店、好物联盟等平台，与有赞等SaaS服务平台合作。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 以“短视频+直播+抖音小店”形式逐步建立电商闭环。 ● 抖音也在1月份在支付页面新增“抖音支付”的入口。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 物流体系、支付体系、售后十分健全。

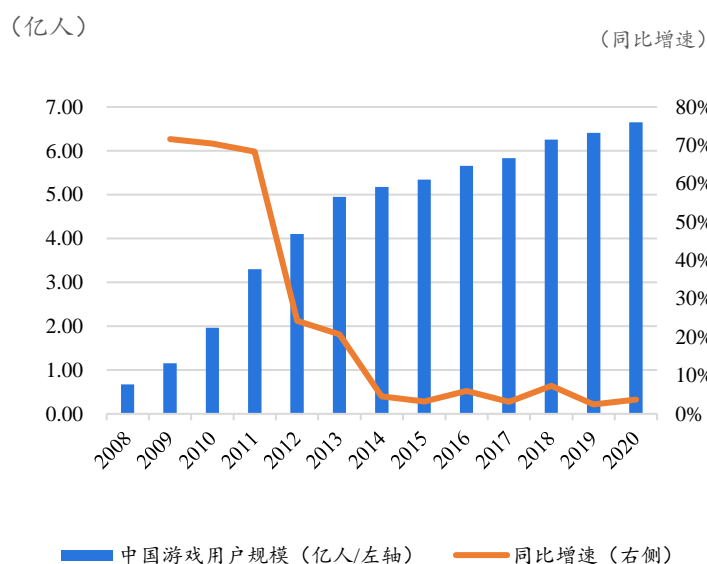
Part 3. 游戏：进入传统旺季， 并购驱动行业估值

- 中国游戏用户进入存量竞争阶段。自2020年起，中国手游市场增长开始变缓，进入存量竞争阶段；国内手游用户规模在4Q20同比增长2%，环比增长0.5%至6.54亿。
- 公司长线运营能力成为市场重要竞争力，龙头公司保持用户粘性策略各有不同。除了保证新游供应之外，对游戏公司运营能力要求也逐渐提升。市场排名较高的产品当前主要为精品长线运营游戏。2020H1 iOS端吸金能力Top3的游戏分别为2015年发行的《王者荣耀》、2019年发行的《和平精英》和2019年发行的《三国志战略版》。相对于短期变现，由于核心用户沉淀及游戏信息在市场中的覆盖面增加，产品的营销费用将得到降低，带给游戏公司的利润更高。

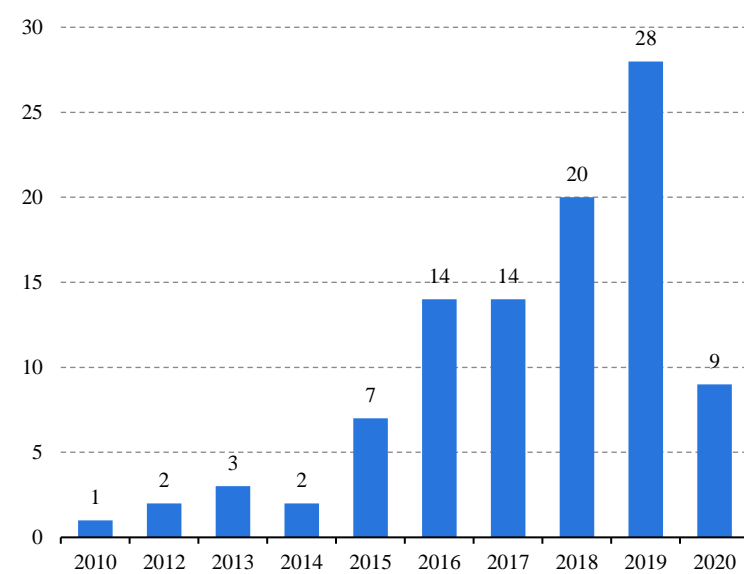
中国移动游戏市场收入季度增速放缓



中国游戏用户规模增速放缓

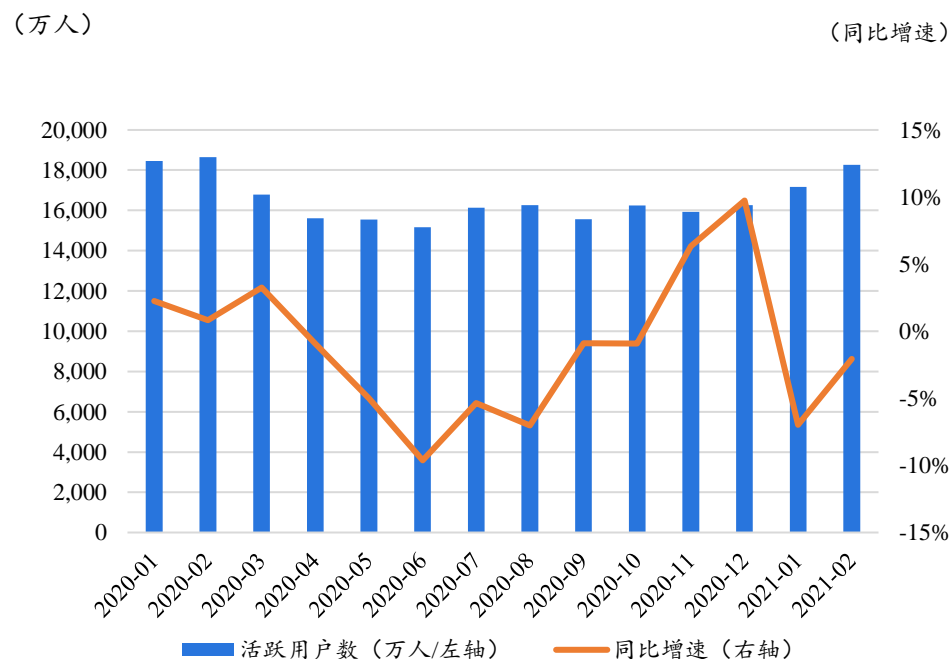


2020H1最吸金手游Top100上线时间分布 (个)

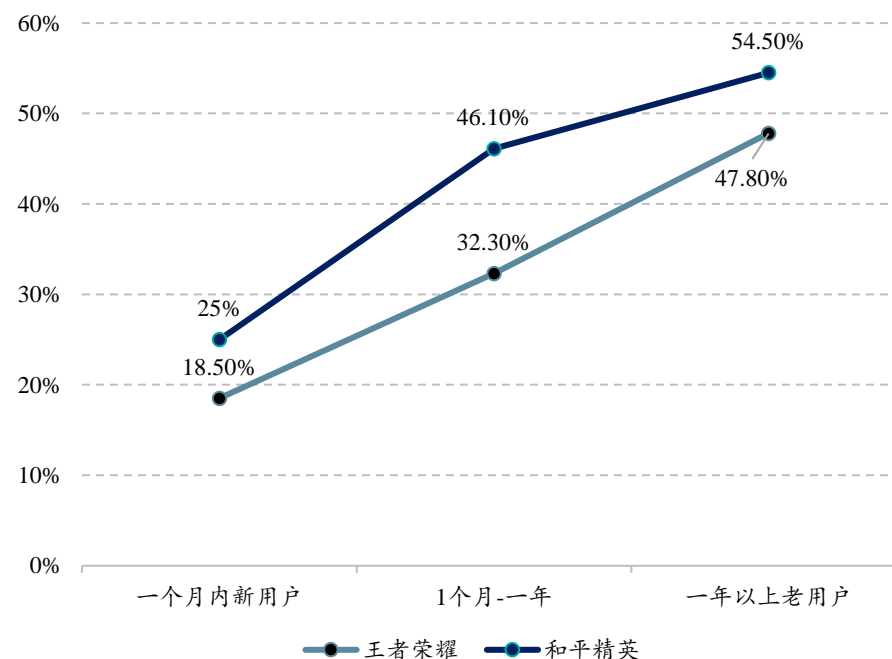


- 依靠高用户基数和社交链条维持用户高粘性。腾讯长线运营产品如《王者荣耀》、《和平精英》、《QQ飞车》等用户基数大，MAU高，王者荣耀2020年11月周年庆公布数据其20年日活日均1亿。游戏单局时间短，适合利用碎片化时间的聚会和联络，依靠社交链可以保证玩家留存率，流失玩家唤回比例也较高。另外，游戏变现方式多元化。除不同等级的角色皮肤之外，还有battle pass等机制，满足不同氪金度玩家的需求。

王者荣耀MAU较高

































王者荣耀、和平精英流失用户唤回比例较高



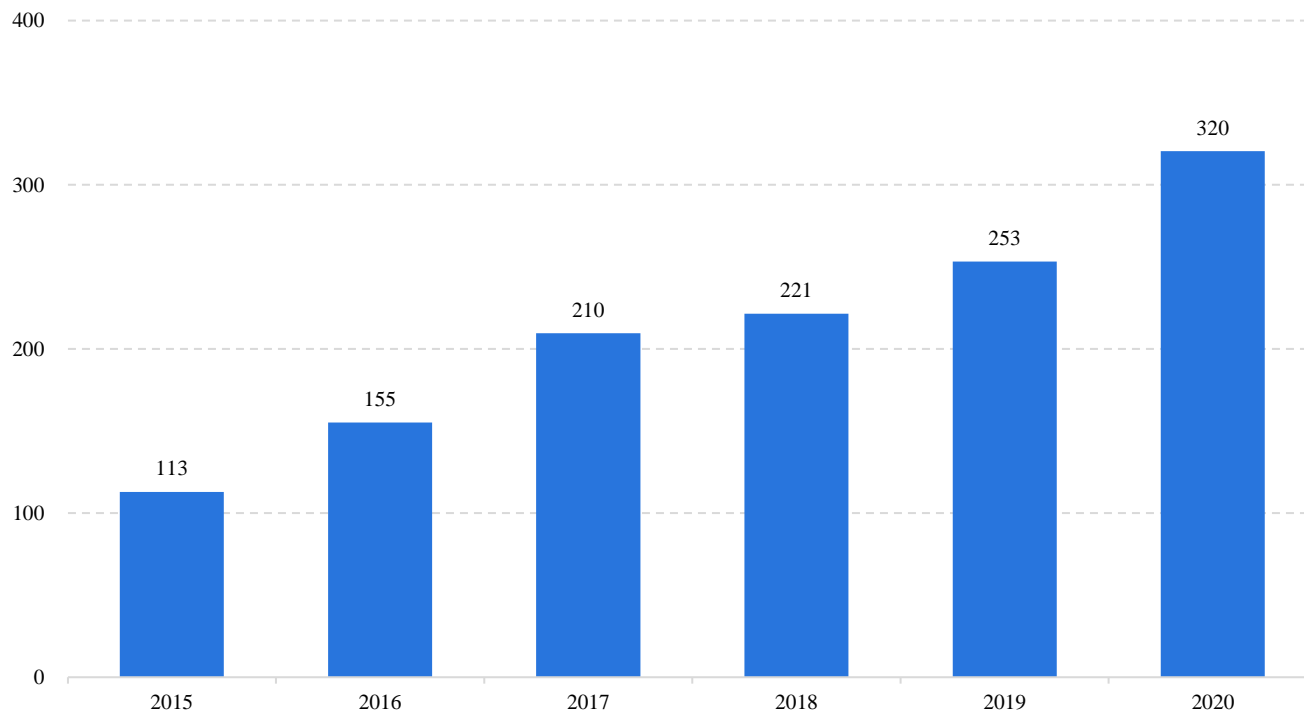
- 1Q21，腾讯《和平精英》《王者荣耀》在Sensor tower的全球热门移动游戏收入排名中维持首位。该统计数据显示，1Q21，《王者荣耀》、《和平精英》全球收入分别同比增长64%与19%至7.42亿美元与7.49亿美元。

1Q21腾讯《王者荣耀》、《和平精英》在全球热门移动游戏收入排名中维持首位

Overall Revenue				App Store Revenue				Google Play Revenue			
1		Honor of Kings	▲	1		Honor of Kings	▲	1		Coin Master	▲
		Tencent				Tencent				Moon Active	
2		PUBG Mobile	▼	2		PUBG Mobile	▼	2		Garena Free Fire	▲
		Tencent				Tencent				Garena	
3		Genshin Impact	-	3		Genshin Impact	-	3		Genshin Impact	▼
		miHoYo				miHoYo				miHoYo	
4		Uma Musume Pretty Derby	★	4		Uma Musume Pretty Derby	★	4		Lords Mobile	-
		CyberAgent				CyberAgent				IGG	
5		Coin Master	▲	5		Roblox	-	5		Lineage M	-
		Moon Active				Roblox				NCSOFT	
6		Roblox	▼	6		Three Kingdoms Strategic	▼	6		Uma Musume Pretty Derby	★
		Roblox				Alibaba				CyberAgent	
7		Pokémon GO	▼	7		Rise of Kingdoms	-	7		Pokémon GO	▼
		Niantic				Lilith Games				Niantic	
8		Garena Free Fire	▲	8		Fantasy Westward Journey	-	8		Candy Crush Saga	▲
		Garena				NetEase				King	
9		Candy Crush Saga	▲	9		Pokémon GO	▼	9		PUBG Mobile	▲
		King				Niantic				Tencent	
10		Rise of Kingdoms	▲	10		Candy Crush Saga	-	10		Gardenscapes	▲
		Lilith Games				King				Playrix	

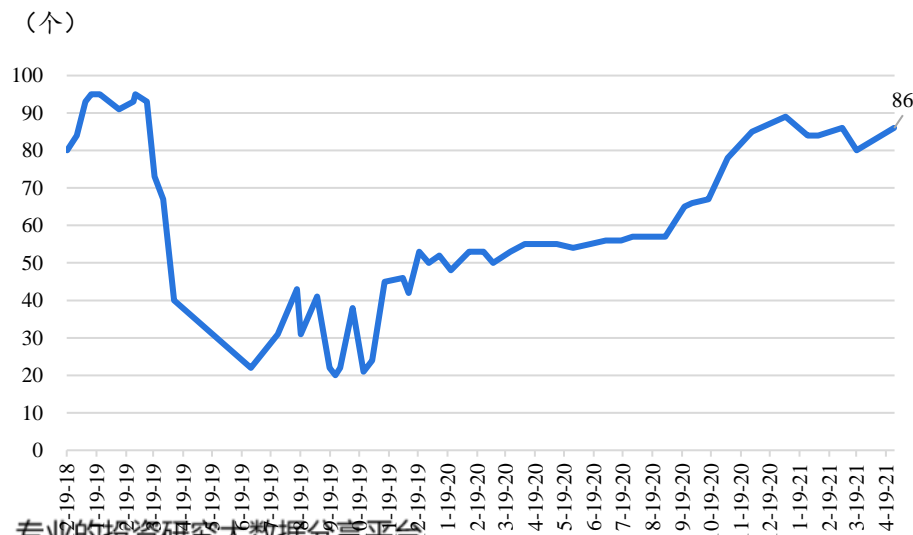
- ❑ **1Q21手游市场流水创历史新高。**音数协游戏工委数据显示，1Q21国内移动游戏市场收入达到近588亿元，创历史新高，同比增长率6.2%，环比增幅8.6%。流水的增长主要得益于游戏厂商推出一季度假期活动，提高用户付费率以及ARPU值。
- ❑ **全球数字游戏消费额2020年达1266亿美元。**SuperData数据显示，全球数字游戏在2021年消费额创历史新高，达到1266亿美元，同比增长12%。此外，App Annie数据显示，1Q21全球手游收入达到220亿美元，同比增长32%，我们判断，用户在2020年疫情爆发期间养成的手游消费习惯不仅没消失，反而在后疫情时代延续下来，海外手游市场在21年或将持续高增长。

中国手游市场ARPU值（元/年）逐年增长

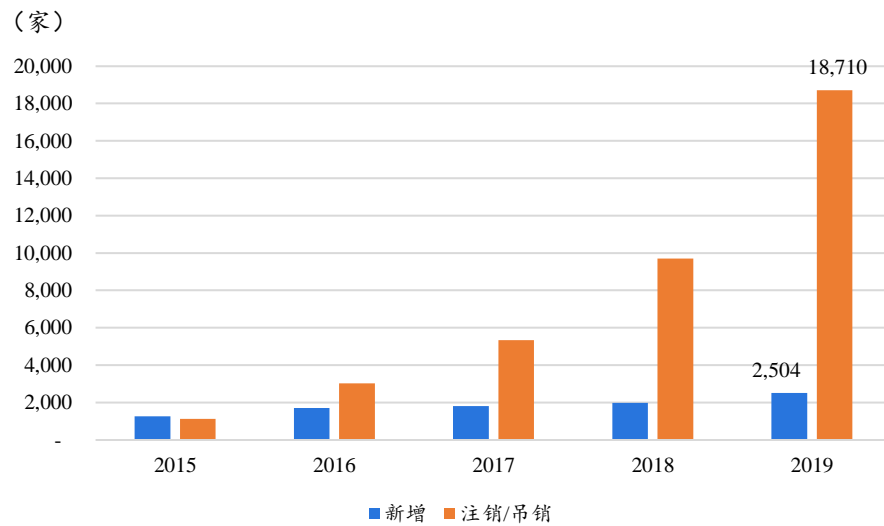


- **腾讯发布43款新游，端手云同步发力，网易新游数量质量超预期。**5月16日，腾讯发布了2021游戏年度发布会。会议期间宣布了40多款新游（新游数量与2020年发布会大致持平），以及14款老游戏（和平精英、王者荣耀、穿越火线等）的更新。5月20日，网易举办了2021游戏520发布会。宣布了多达31款新游戏的最新进展，约17款老游戏的更新内容。新游宣布数量近年来最多（2017~2020年分别宣布13、26、26、27款新游）。
- **版号审批对中小游戏公司影响较大。**版号重新审批发放以来，获得版号游戏数量受到控制，2020年发放版号数量照比2017年大幅回落。广电总局在发放版号时对于棋牌类、同质化游戏审批更为严格，主要对于不合规的中小游戏公司起到规范作用，尾部厂商或因此退出市场，有利于提升行业集中度。
- **尾部游戏公司正在加速出清。**根据企查查数据显示，2018年新成立的游戏公司为1,976家，而注销、吊销的游戏公司为9,705家，到了2019年，新增游戏公司为2,504家，注销、吊销的游戏公司达到18,710家。可见尾部游戏公司正在加速倒闭，行业集中度正在逐渐提高。

2019/2020年游戏版号发行数量较少

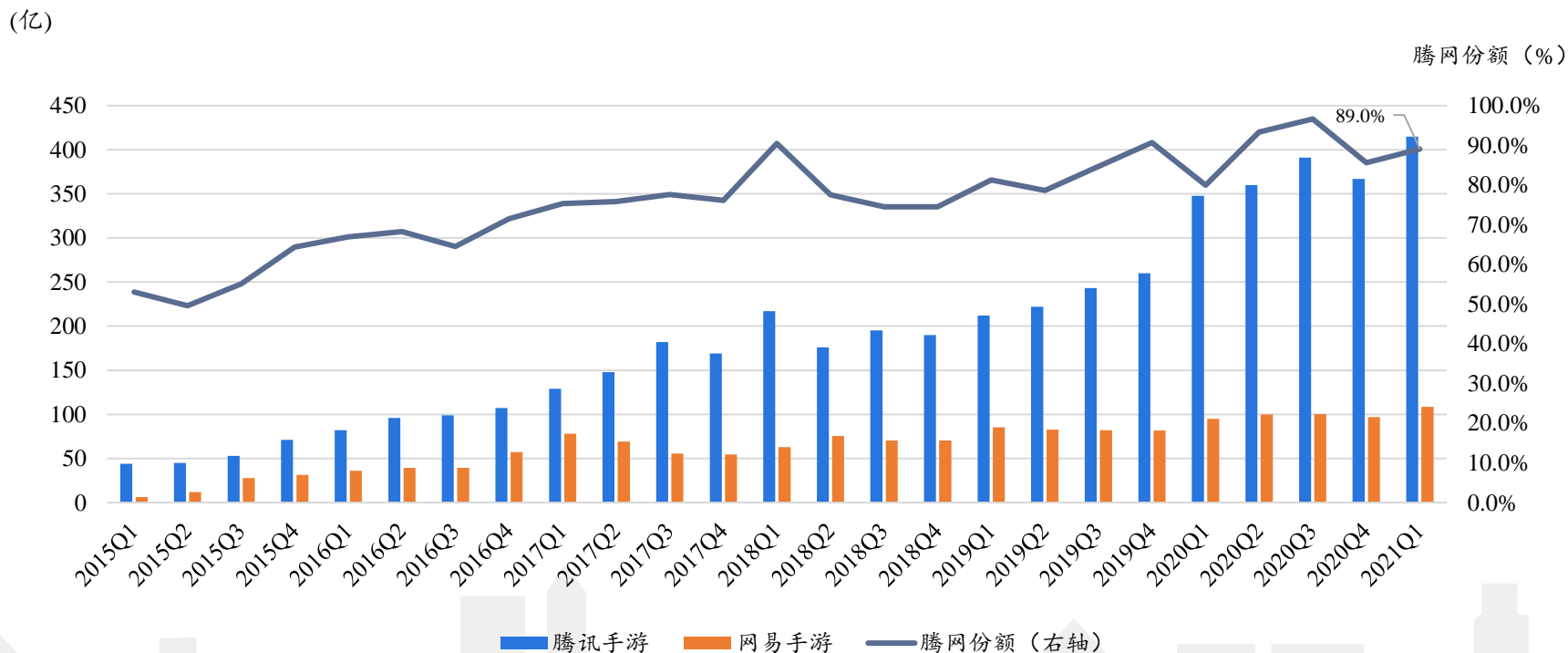


注销/吊销游戏公司数量越来越多



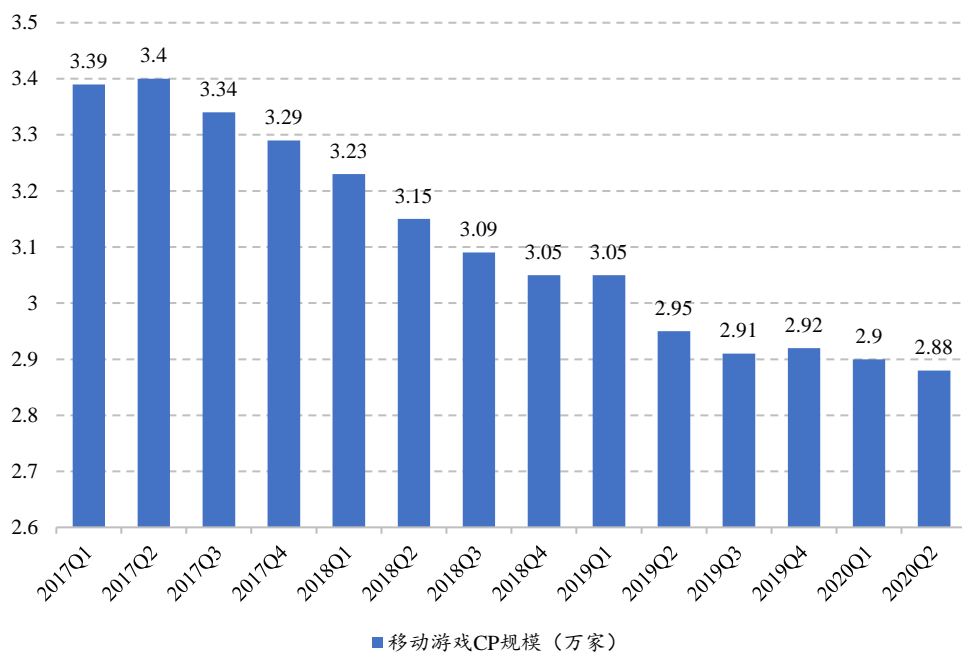
- **存量市场竞争激烈。**从手游发行市场竞争格局来看，截止1Q21，腾讯和网易市场份额占比达到市场规模的89%，地位难以撼动。第二梯队的三七互娱，完美世界等公司深耕游戏领域多年，拳头产品玩家粘性较高，占据较为稳定的市场份额。其他公司策略多元，如莉莉丝采取出海战略、米哈游专注二次元市场、中手游专注IP策略、叠纸网络和友谊时光专注女性向游戏。

1Q21腾讯、网易两强在国内手游市场规模占比达到89%

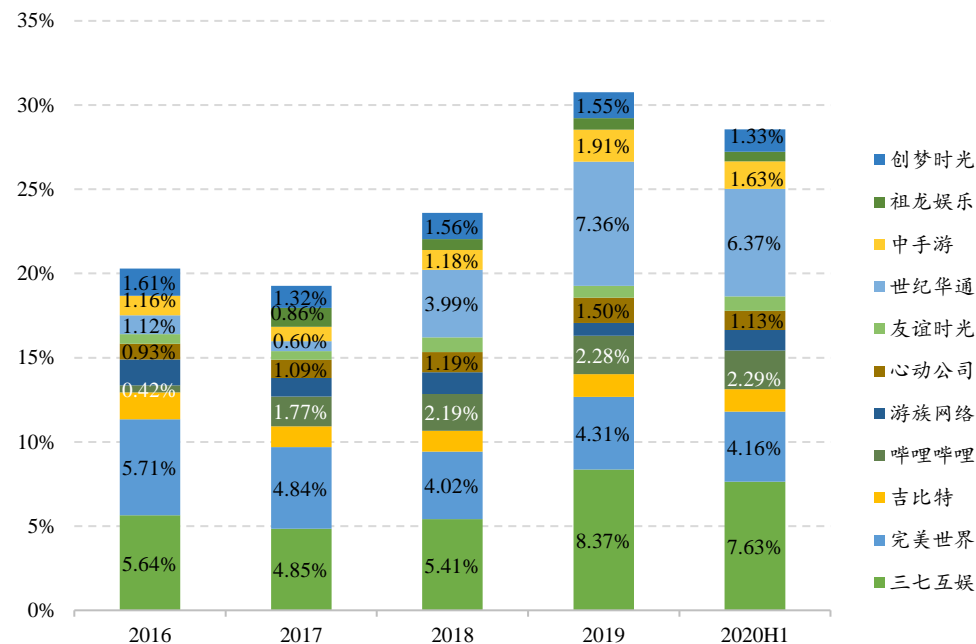


□ 游戏制作商规模降低，二线厂商市占率有望提升。受到版号发放收紧和行业竞争影响，移动游戏cp从2017Q1的3.39万家减少到2020Q2的2.88万家，市场集中度增加。2018年开始二线游戏厂商市占率相应出现提升，从2017年的15.4%增长到2019年的19.3%。

游戏制作商规模不断降低

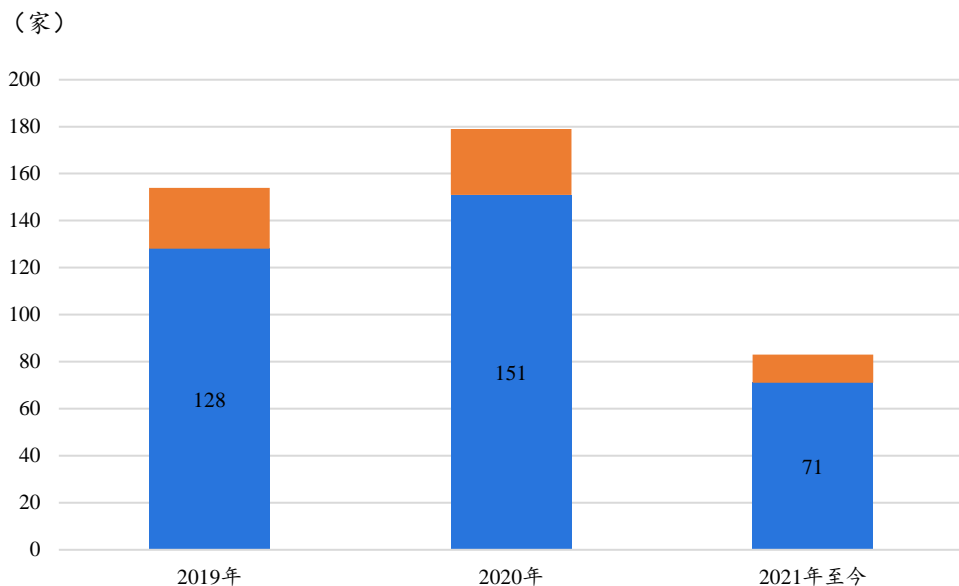


二线游戏厂商市占率提升

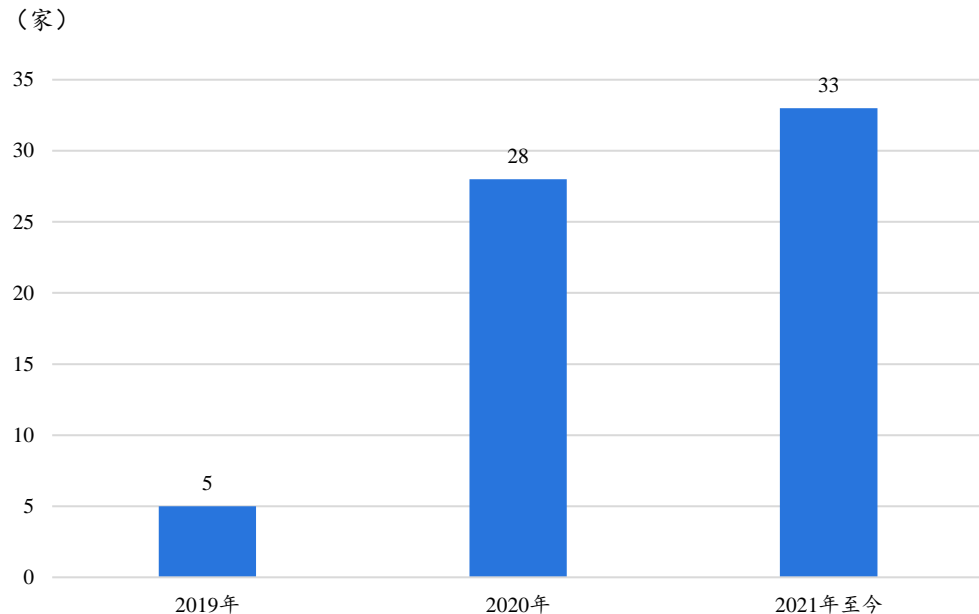


- **21年以来游戏行业投资、收购加速，字节加速布局。**根据IT桔子数据，2020年游戏行业累计有151起投资项目、28起收购案例，而21年1~4月份已发生71起投资、12起并购案例。行业加速整并或提升游戏厂商估值，其中字节跳动的大力扩展是重要的驱动。字节于今年3月收购了沐瞳科技，4月收购有爱互娱，同时也入股中手游；业务合作方面，2021年2月，字节跳动上线游戏官网“朝夕光年”，与中手游合作的《航海王·热血航线》在4月下旬上线，表现亮眼。根据七麦数据，《航海王》截止5月6日稳居IOS免费游戏版前3，游戏畅销榜前5。
- **字节的扩张促使腾讯加速投资。**面对字节对自家优势业务的挑战，腾讯也加大扩张步伐。IT桔子数据显示，腾讯在2020年投资游戏公司占其投资比例从2019年的6.6%跃升到17%。而21年的1~4月，腾讯已经累计投资了38家游戏公司，超越去年全年的投资数。我们认为，资本的活跃将有利板块估值。

游戏行业加速整并

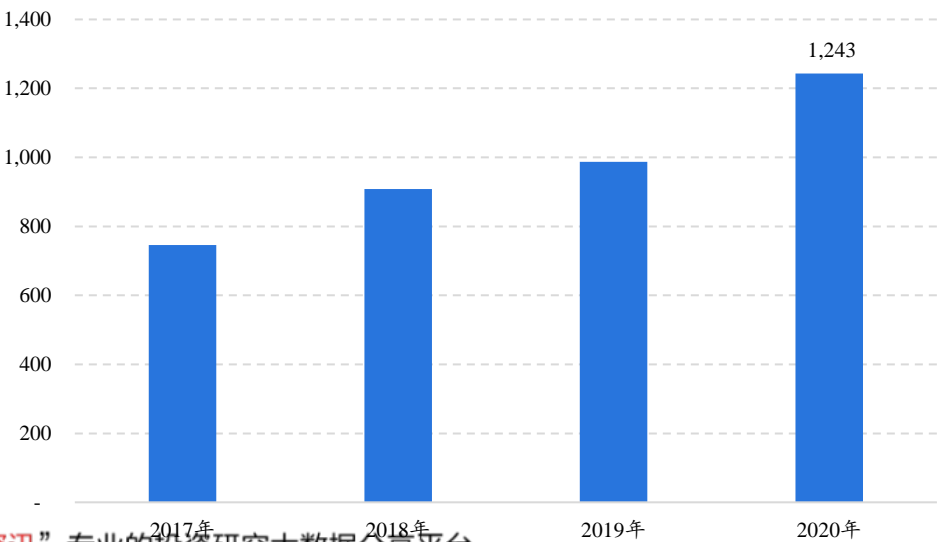


腾讯加大投资游戏公司



- **存量竞争下，游戏向精品化发展，游戏公司研发投入增加。**随着用户需求和审美的不断提升，游戏厂商必须具备更强的产品研发能力，通过自研、定制开发或深度合作研发等方式保证新游的稳定研发供应和热门游戏的长期运营。上市公司2020年研发费用投入明显提升。（数据支撑）。大厂拳头产品前期研发成本已提升至亿元级别，精品游戏制作门槛提升。二次元爆款游戏《原神》由300人研发团队开发3年，投入超过1亿美元；而4月份的爆款手游，中手游与字节跳动合作的《航海王·热血航线》也经过100人研发团队开发2年。
- **IP引流重要性提升。**由于中国游戏行业步入存量市场，游戏厂商对玩家的争夺更为激烈，其中利用知名IP引流就变得更为重要。根据伽马数据，国内2020年IP改编手游市场收入为1,243亿，同比增长26%，占国内手游总收入的60%。可见IP是吸引游戏玩家的一大利器。在2021年将上线游戏中，我们认为网易利用主机/单机游戏IP改编手游的《暗黑破坏神·不朽》，利用小说改编手游的《哈利波特手游》；中手游利用主机/单机游戏IP改编手游的《全明星激斗》、《真·三国无双霸》具有爆款潜质。看好网易、中手游在今年下半年的表现。

IP改编手游市场收入（亿元）不断增长

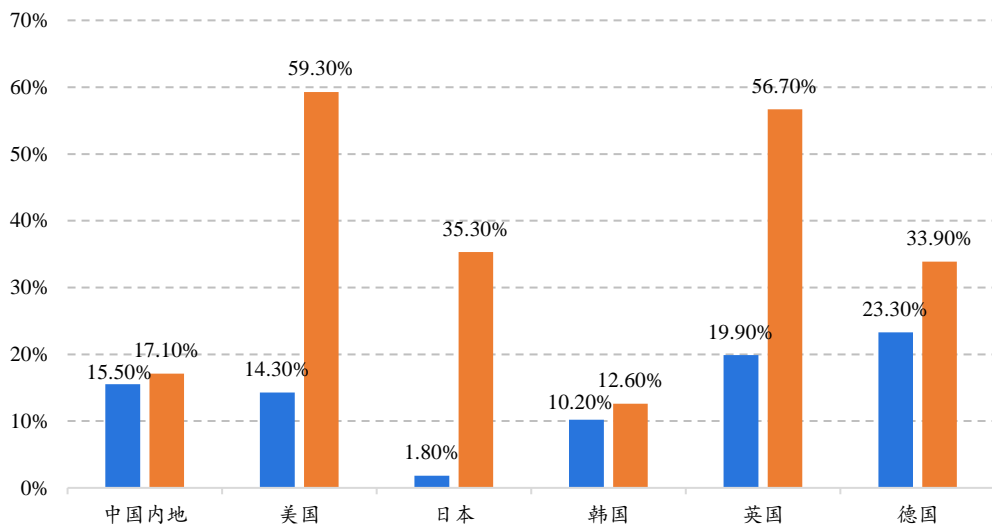


2020年IP改编手游流水Top10

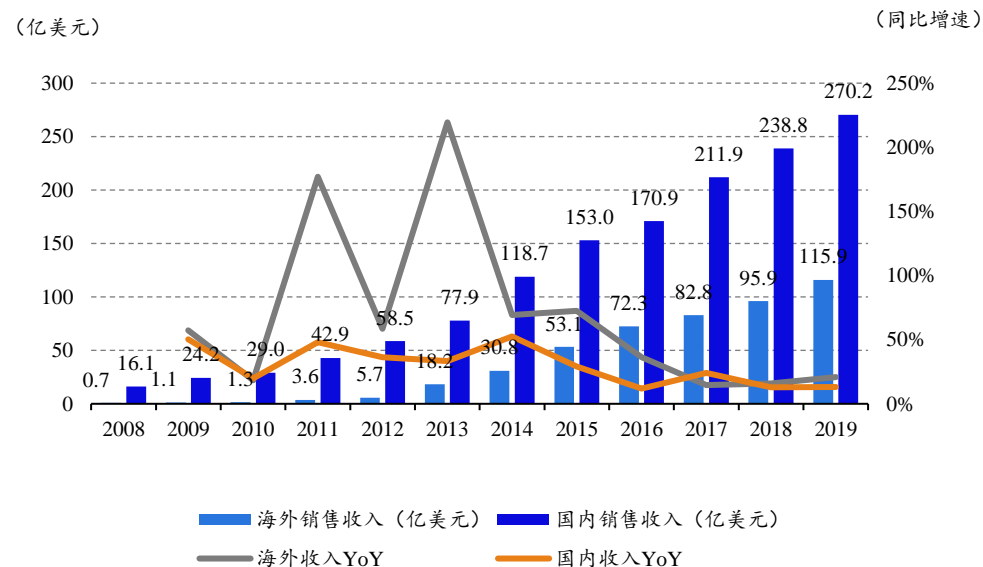
排名	名称	游戏类型	IP类型
1	和平精英	射击类	客户端游戏
2	三国志·战略版	策略类（SLG）	主机/单机
3	梦幻西游	回合制RPG	客户端游戏
4	穿越火线：枪战王者	射击类	客户端游戏
5	神武4	回合制RPG	客户端游戏
6	QQ飞车	竞速类	客户端游戏
7	火影忍者	ARPG	动漫
8	天涯明月刀	MMORPG	小说
9	大话西游	回合制RPG	客户端游戏
10	斗罗大陆	MMORPG	小说

- **2014年后国内游戏市场增长放缓，海外市场成为重要增长来源。**根据App Annie发布的《2019中国移动游戏出海洞察报告》，中国出海游戏在海外市场份额占比为16%，低于日本（30%）等地区，海外市场份额还有提升空间。另据伽马数据和Newzoo联合发布的《2019全球移动游戏市场中国企业竞争力报告》，在全球移动流水Top100游戏中，国产移动游戏流水在美、日、韩、英、德5国增速高于该市场整体增速，体现在海外市场的竞争优势，出海仍然是国内厂商未来拓展业务的重要选择。
- **近年来中国游戏出海的进展显著。**2019年全年中国自研游戏在海外的销售收入达到115.9亿美元，YoY +20.9%，高于国内市场同期增速（15.3%）。国产手游在海外影响力持续上升，主要是由于海外游戏厂商以主机、PC平台为主，手游前期的起步相对较慢；但是国内手游品类比海外本土厂商齐全，优质游戏数量更多，在业务奠定基础后，后期在用户接受度将持续提升，享受游戏场景由端转手的用户红利。

国产移动游戏流水在美、日、韩、英、德5国增速高于该市场整体增速



2019年全年中国自研游戏在海外的销售收入增速高于国内市场同期增速



- 中国出海厂商主要分为4种出海策略。1. 主打海外市场，先出口后内销型，代表厂商有智明星通、IGG、点点互动（Funplus）和莉莉丝；2. 国内海外同步发展型，例如游族网络、昆仑万维；3. 国内市场红海化之后出海寻求增长型，代表厂商为腾讯、网易、B站、乐元素等；4. 休闲、博彩类游戏厂商。这类厂商避开竞争激烈的SLG，MMO等热门品类，选择海外市场相对更加热门的轻度游戏打开市场，但地位不够稳定。
- 国内出海厂商仍在洗牌，Top30中新上榜厂商数量达到11家。龙头网易、腾讯移植国内人气火爆的游戏出海，其余多数游戏公司的战略为先出海后回国，对于国外市场重视程度非常高。部分厂商如莉莉丝针对不同地区安排游戏内容和活动，根据当地特点选择上线时间。随着国内厂商领先的研发能力和产品精细化运营能力已经在海外市场业绩上有所体现，进一步提升在海外的市场份额。

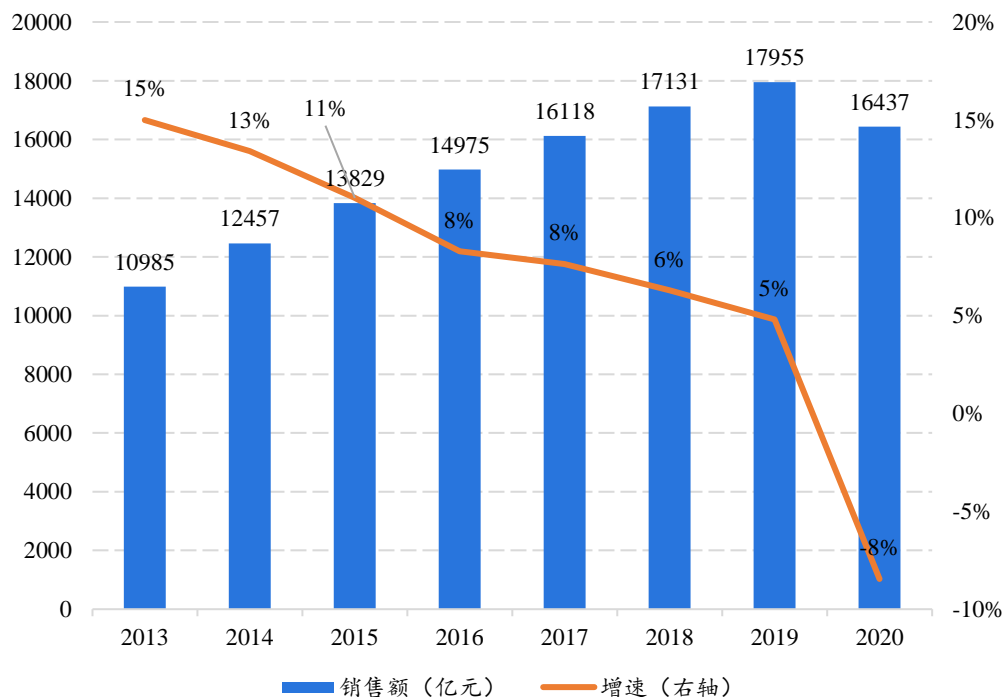
2020年度中国厂商出海top30

排名	公司	变化	排名	公司	变化
1	FunPlus	无	16	沐瞳科技	下降6
2	莉莉丝	上升2	17	Magic Tavern	新上榜
3	腾讯	无	18	字节跳动	新上榜
4	网易	下降2	19	有爱互娱	新上榜
5	IGG	无	20	智明星通	下降12
6	欢聚集团	上升6	21	乐元素	新上榜
7	友塔游戏	下降1	22	爱奇艺	下降1
8	龙创悦动	下降1	23	优酷互动	下降9
9	米哈游	新上榜	24	龙腾简合	下降4
10	博乐游戏	上升3	25	掌趣科技	新上榜
11	4399	上升18	26	梦加网络	下降8
12	悠星网络	新上榜	27	心动网络	下降1
13	壳木游戏	上升3	28	紫龙游戏	下降17
14	游族网络	上升5	29	易幻网络	下降7
15	三七互娱	上升2	30	点触科技	无

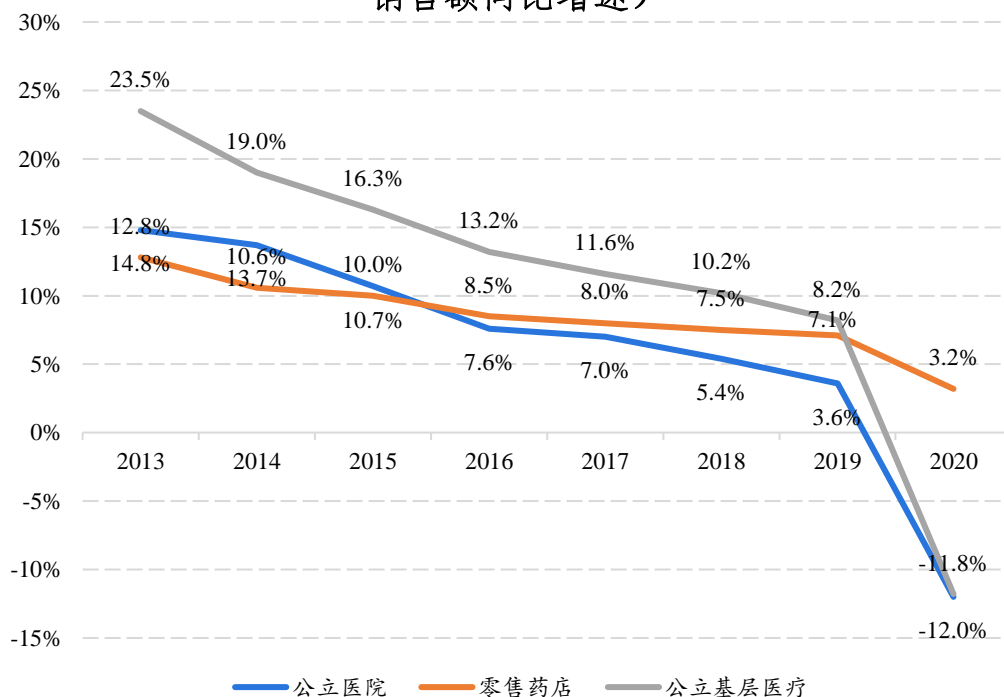
Part 4.浪潮已来：互联网 医疗与企业服务SaaS

- 医药电商是目前发展最快的子版块，处方外流与线上问诊导流为行业发展提供有利条件。医药电商平台的收入增速高企，且部分企业已具备盈利基础。国内线上医药零售规模的增长主要取决于零售端医药销售额以及线上渗透率的变化。受医保控费、疫情等因素影响，2020年国内医药销售额达到1.6万亿元。

医药零售规模总体呈增长趋势

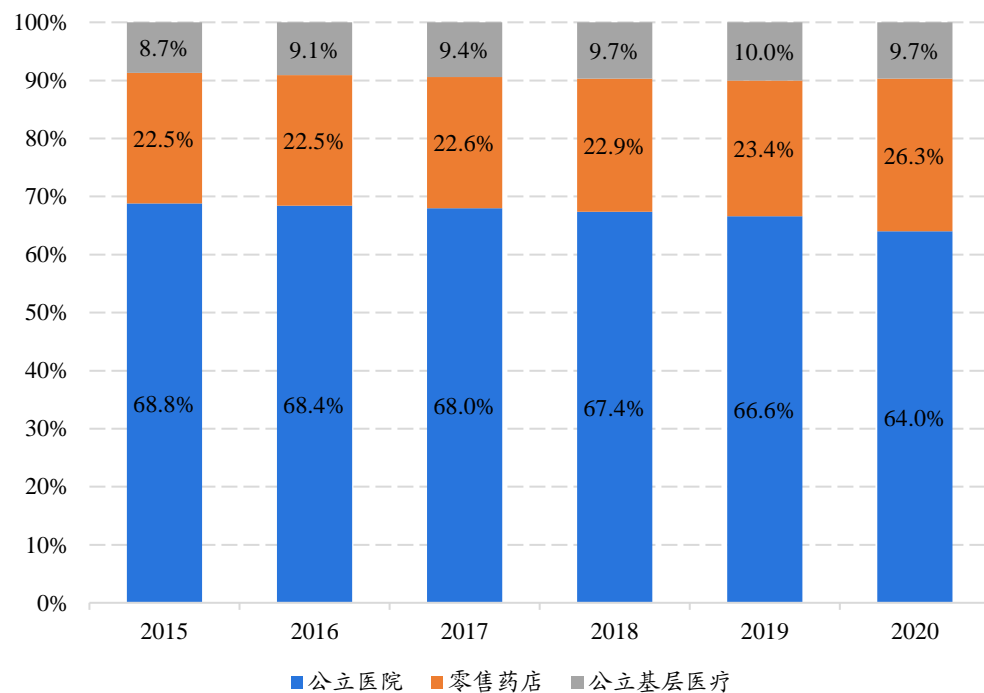


零售药店销售额受疫情影响较小（百分比为销售额同比增速）

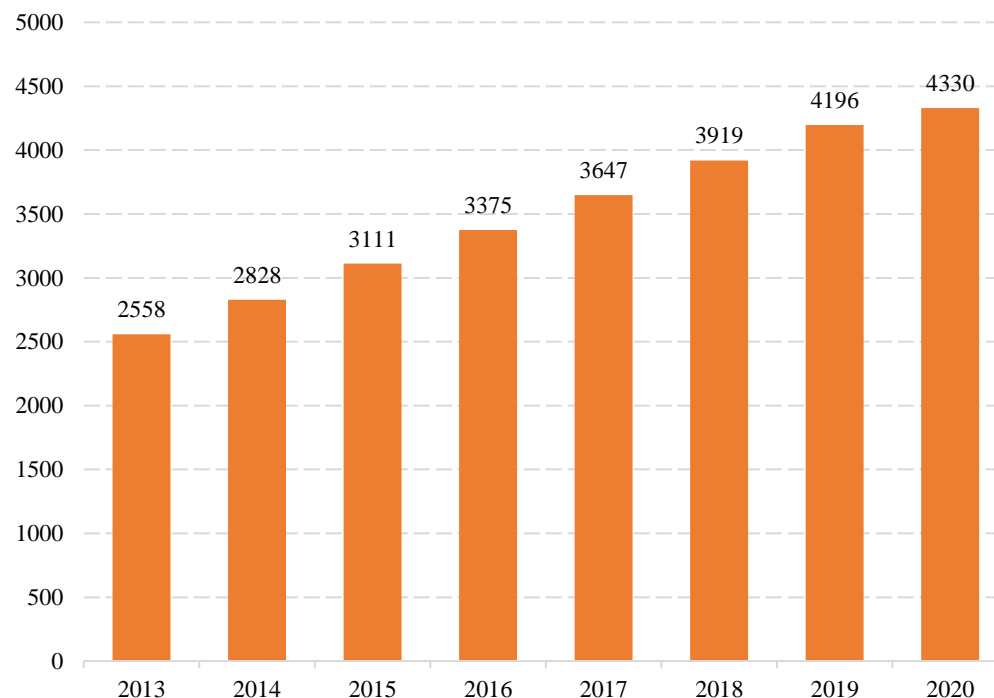


- 内部结构来看，公立医院、零售药店、公立基层医疗三大医药销售终端中，零售端销售额占比持续提升，公立医院端销售额占比持续下降。零售药店销售额占比从2015年的22.5%提升至2020年的26.3%，2020年，国内零售端药品销售额达到4330亿元。在处方外流因素推动下，更多药品销售份额将从公立医院端流向零售端，预计零售端未来几年销售维持高增速。

零售药店销售额占比持续提升

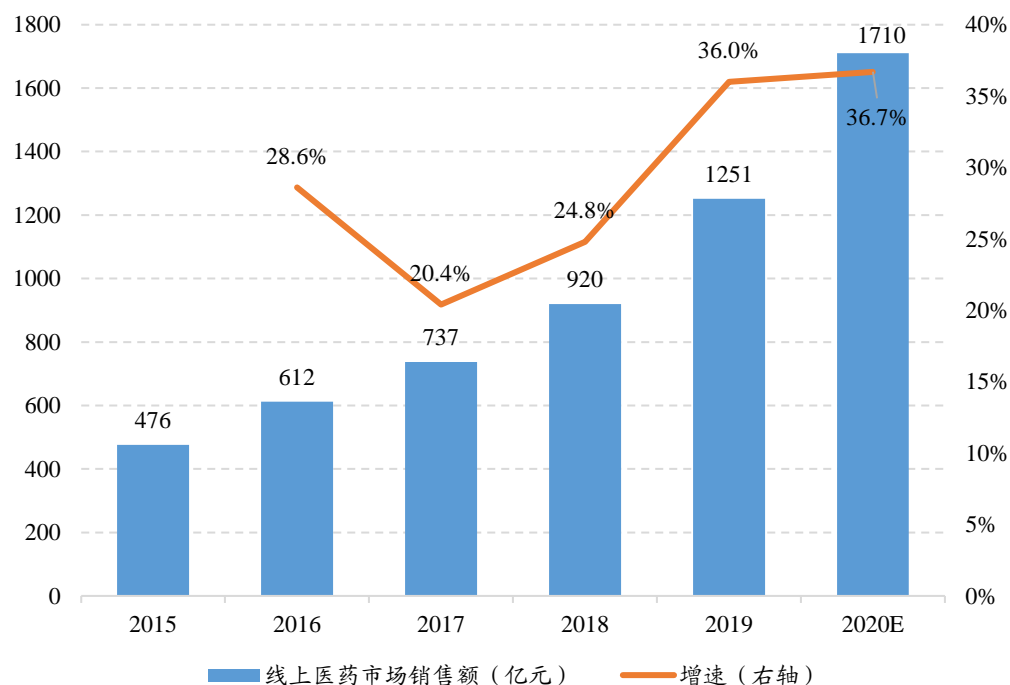


零售药店销售额（亿元）持续增长

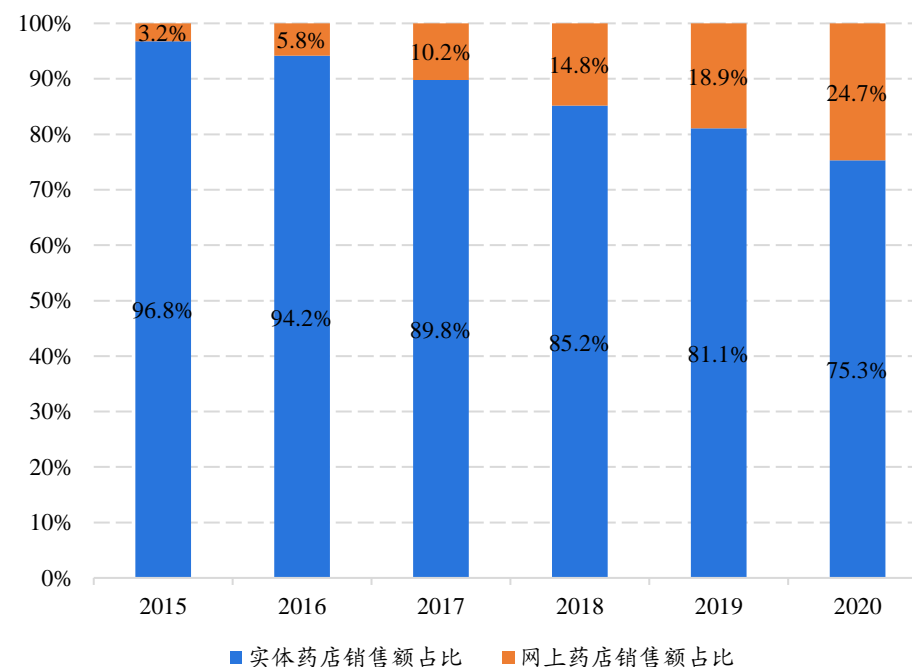


- 零售端的线上渗透率持续提升是主要驱动。2017年以来，国内医药线上销售额增速持续提升，2019年同比增速达到36.0%，医药线上销售额达到1251亿元。在零售端，线上渗透率已经从2015年的3.2%提升到2020年的24.7%。

医药线上销售额增长较快



网上药店销售额占比持续提升



□ 处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间进行测算。假设2021-2022年，医院端药品销售额保持8%的增速，2023-2025年保持7.5%的增速；而医院端可外流药品占比假设，是基于当前40%水平按“保守/中性/乐观”三种情境给出假设。测算至2025年，处方外流给零售端带来的药品销售额增量空间如下：保守情境为**589亿元**；中性情境为**1105亿元**；乐观情境为**1842亿元**。

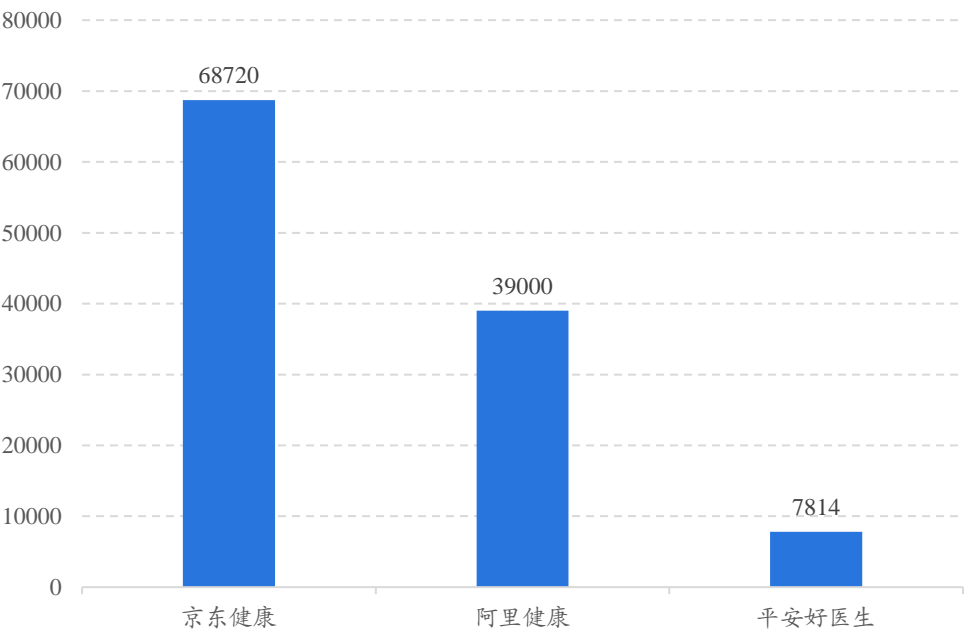
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
医院端药品销售额（亿元）	13759	12107	13076	14122	15181	16319	17543
增速			8.00%	8.00%	7.50%	7.50%	7.50%
可外流药品占比	40%	40%	40%	41%	41%	42%	42%
医院可外流药品空间（亿元）	5504	4843	5230	5790	6224	6854	7368
处方外流比例（保守）			5%	6%	6%	8%	8%
处方外流比例（中性）			10%	12%	12%	15%	15%
处方外流比例（乐观）			15%	20%	20%	25%	25%
保守：处方外流规模（亿元）			262	347	373	548	589
中性：处方外流规模（亿元）			523	695	747	1028	1105
乐观：处方外流规模（亿元）			785	1158	1245	1714	1842

- 线上接入医保支付与网售处方药政策逐步放开。医保支付以往未覆盖线上问诊和购药，对互联网医疗用户的支付能力造成限制。2019年以来，医保支付政策环境逐步改善，2020年12月，卫健委、医保局、中医药管理局发布《关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知》，参保人在本统筹地区“互联网+”医疗服务定点医疗机构复诊并开具处方发生的诊察费和药品费，可以按照统筹地区医保规定支付。今年各地将加速推进线上医保接入覆盖率，慢病复诊或将成为实现线上医保支付切入口。
- 互联网医院数量增长至1100家，为线上问诊量进一步快速提升提供了基础设施。据卫健委数据，截至2021年3月，全国有超过1100家互联网医院，7700家二级以上医院提供线上服务。三级医院网上预约诊疗率已达50%以上，3300家医院将分时段预约诊疗精准到30分钟。此外，90%以上的三级公立医院实现了院内信息互通共享，远程医疗协作网覆盖所有地级市2.4万余家医疗机构，30个省份建立了互联网医疗服务监管平台。未来几年，预计医药电商和头部线下药店将共同抢占线下中小型药店的市场份额，线上渗透率和行业集中度再提升。

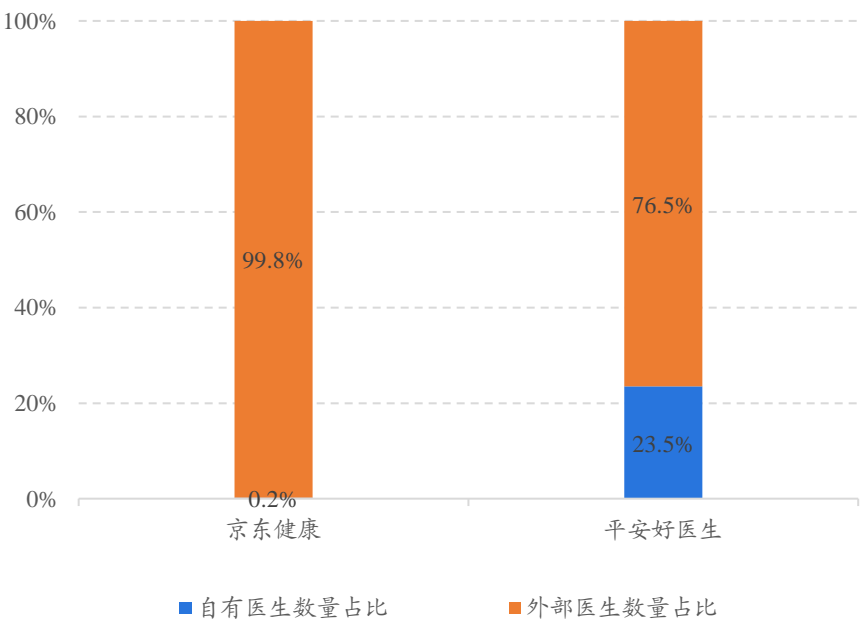
省份	服务范围	服务内容	支付标准
江苏省	为在本设区市参保的常见病、慢性病复诊病人	向医保部门备案后，临时纳入医保支付范围	与线下一致
山东省	互联网+”医疗服务项目，以及常见病、慢性病复诊	按规定纳入医保基金支付范围，包括复诊诊查费、处方续方发生的政策范围内药品费用等。	与线下一致
广东省	慢性病	网上就诊诊查费和药品费用，均纳入医保统筹基金支付范围；处方流转+定点零售药店取药	与线下一致
四川省	互联网复诊、远程会诊、远程病理会诊等	提供问诊、购药、结算、配送全流程闭环服务	与线下一致
宁夏省	高血压、糖尿病等慢性病	可纳入医保基金支付范围	线上门诊大病实行病种最高支付限额管理，与线下实体医疗机构额度捆绑
黑龙江省	常见病、慢性病复诊	临时纳入医保支付范围	与线下一致

- 在线医疗推动分级诊疗，盘活医疗资源。在线医疗的本质是提升问诊服务效率；三甲医院患者数量过多，在线医疗可更好推行分级诊疗，利用医院医生碎片化时间，为患者提供在线医疗诊断服务；三甲医院可诊疗重症患者，提升资源利用效率，避免延误最佳诊疗时机。
- 头部互联网医疗平台自有及签约医生数量持续增长，结合AI辅助诊断技术，医疗问诊效率高于线下平均水平。以平安好医生为例，2020年，平台日均问诊量为90.3万次，自有医生2247人，假设其中85%由自有医生接诊、健康咨询和医疗咨询的比例各为50%来测算，平台上每位医生日均医疗接诊量为171次，高于线下问诊的日均接诊量。

2020H1互联网医疗头部企业的医生数量（人）



2020H1京东健康、平安好医生医生结构对比



在线问诊业务仍处于早期获客阶段，多数平台降低相关服务收费来积极推广。头部主要平台线上问诊收费模式如下：

	收费模式1	收费模式2
平安好医生	快速问诊板块：按医生收费，不同医生差异较大 1.值班医生：15元/15分钟 2.专家医生：主治医师30-60元/20分钟 副主任医师80元/20分钟	找名医板块：按医生收费，不同医生差异较大,定价方式多样，价格由医生自己制定。 提供图文问诊、语音咨询、视频咨询
医鹿	极速问诊板块： 1.普通门诊，图文咨询：5元，最长15分钟，不限对话次数 2.三甲医生，电话咨询：29.9元，1对1沟通15分钟 3.二甲医生，图文咨询：9.9元，最长2小时，不限对话次数。 4.三甲医生，图文咨询：19.9元最长2小时，不限对话次数。	专家问诊模块：图文问诊价格范围大多在1-299元之间 此外还提供电话咨询，价格范围大多在10-399元之间
京东健康	极速问诊板块： 1.图文问诊：按照8元/30分钟收费 2.在线问诊：按照6元/24小时进行收费，24小时内可以不限次沟通 3.电话问诊：按照29元/15分钟收费，一对一沟通	找医生板块：图文问诊价格范围大多在0元至500元 此外还可提供电话问诊，视频问诊，团队问诊，私人医生以及问诊加号服务
微医	极速问诊板块： 1.图文问诊：19元，可图文、语音沟通不限次数 2.电话问诊：29元，专家电话问诊一对一沟通 3.视频问诊：目前暂时免费	专家问诊板块：不同专家价格差异较大 图文问诊价格范围大多在1至2000元波动 此外还提供电话问诊、视频问诊服务

国内线上医疗问诊市场规模在2025年为509亿



我们测算，国内线上医疗问诊市场规模在**2025年为509亿**：考虑到人口年龄结构与健康意识提升等因素，假设2021-2025年国内问诊量增速从6%逐年提升到10%，线上问诊渗透率从10%逐年提升到28%；线上问诊付费比例从25%提升到45%；单次问诊收费参考头部平台对于快速问诊和专家问诊的定价，假设平均30元/次。测算得出，**2025年国内线上医疗问诊市场规模将达到509亿元**。

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内问诊总量（亿人次/年）	91.6	97.1	103.9	112.2	122.3	134.5
国内问诊总量增速	5%	6%	7%	8%	9%	10%
线上问诊渗透率	9%	10%	13%	17%	22%	28%
收费比例		25%	30%	35%	40%	45%
单次问诊收费（元/次）		30	30	30	30	30
线上问诊市场规模（亿元）		72.8	121.6	200.3	322.9	508.5

- 平台也在逐步摸索互医新场景，譬如利用会员制产品将低频的医疗服务联结高频的健康管理服务，通过提高用户消费频次和转化率提升盈利能力。平安好医生推出的私家医生产品，同时面向企业客户和个人用户销售，对不同等级健康需求的用户推出不同价格的套餐；京东健康推出京东家医产品，为用户及其家庭提供7*24小时健康咨询、专科问诊等一系列家庭医生服务；微医也推出相应的私人医生服务。
- 互联网医疗是医疗体系市场化以及资源运用效率提升的长期趋势。短期来看，网售处方药限制政策逐步放开、互联网医院数量不断增长，为网售处方药的发展提供便利条件，随着市场份额扩大，医药电商的规模效应将日益显著，头部公司的盈利能力有望超过线下药店。对于线上医疗子版块，预计各平台短期内将优先通过会员制产品打开空间，以便充分整合和利用线上和线下医疗资源以及企业端渠道优势，形成对诊后服务缺口的有效补充。

	会员制产品
平安好医生	1.健康守护360：为客户解决救治所需医疗资源问题，199元/年，以人数订阅。 2.私家医生：成人关爱版499元/年，糖友版699元/年，成人尊享版999元/年。
京东健康	京东家医：个人呵护版（1人）399元/年，小家护航版（4人）799元/年，全家安心版（8人）1999元/年，孝心版（3人）1299元/年。
微医	健康VIP会员199元/年，特惠增值服务365天私人医生服务99元/年。

- 欧美已验证SaaS赛道，中国仍处于成长期。中国SaaS市场相比欧美地区起步较晚，从市场规模角度看，2020年全球SaaS市场规模约1030亿美元，2022年预计达到1450亿美元；而中国SaaS市场规模不足100亿美元，低于中国GDP在全球17%的占比。从企业市值角度看，美国SaaS龙头企业Salesforce的市值已经超过2000亿美元，而中国细分领域的标杆型SaaS企业市值大多不足100亿美元。背靠行业趋势以及广阔市场空间，我们相信国内的SaaS赛道也将出现巨头企业。

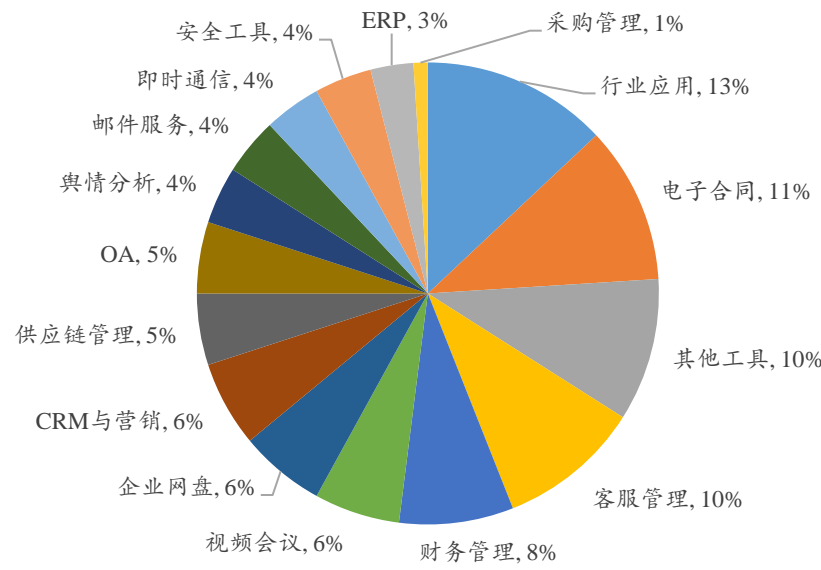
中国SaaS企业市值较美国差距较大

美国				中国			
股票代码	公司	领域	市值（亿美元）	股票代码	公司	领域	市值（亿美元）
CRM.N	Salesforce	客户运营	2,224.2	600588.SH	用友网络	ERP	180.5
ZM.O	Zoom	视频通信	1,020.9	00268.HK	金蝶国际	综合	124.7
SHOP.N	Shopify	零售电商	1,508.5	002410.SZ	广联达	地产	134.3
NOW.N	ServiceNow	ITSM	965.5	000977.SZ	浪潮信息	ERP	69.2
SQ.N	Square	金融	988.8	08083.HK	中国有赞	零售电商	34.9
WDAY.O	Workday	HRM	565.8	835990.NQ	随锐科技	协同办公	16.3
VEEV.N	Veeva Systems	医疗	451.1	603039.SH	泛微网络	协同办公	26.8
TWLO.N	Twilio	视频通信	559.7	02013.HK	微盟集团	零售电商	55.0
DOCU.O	DocuSign	电子签名	473.6	688365.SH	光云科技	零售电商	11.9
DDOG.O	Datadog	数据分析	289.6	002467.SZ	二六三	视频通信	9.8
COUP.O	Coupa	采购与供应链	164.3	300378.SZ	鼎捷软件	工业	9.2
WORK.N	Slack	协同办公	260.9	01588.HK	畅捷通	财税管理	5.7

注：市值截至2021年6月10日

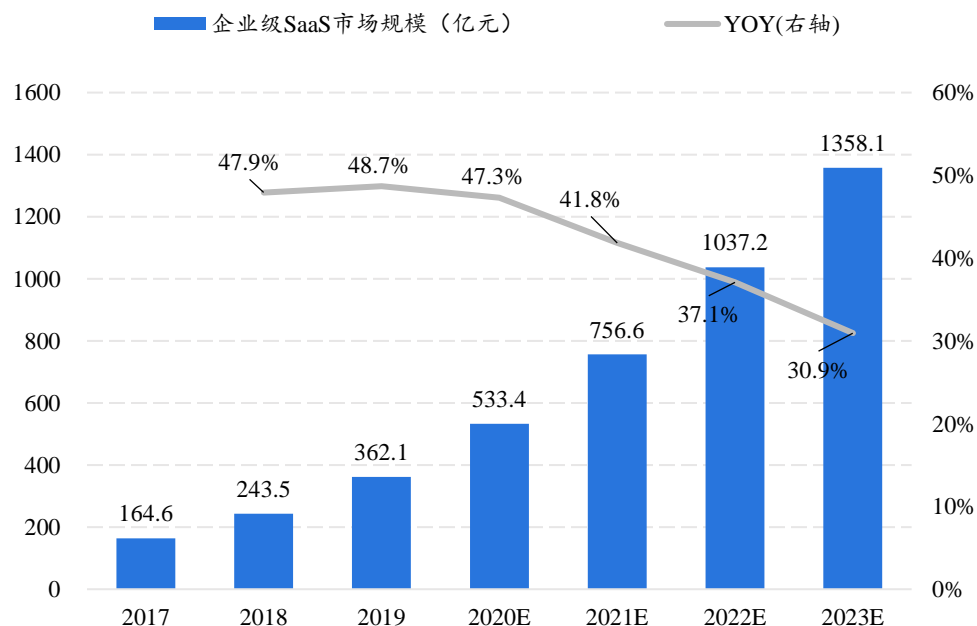
- 国内企业级SaaS分部领域广泛，市场份额较为分散。其中，行业应用（13%）、电子合同（11%）、客服管理（10%）领域占比较高，而财务管理（8%）、视频会议（6%）、企业网盘（6%）、CRM与营销（6%）紧随其后，其他领域占比较小。
- 国内 SaaS 领域参与者众多，行业龙头优势有望扩大。目前市场参与者既包括传统软件与IT公司，也包括新兴 SaaS 厂商、互联网巨头等，大批竞争者正在加入SaaS领域的竞争，市场份额仍相对分散，位于行业头部的企业拥有先发优势，在技术和渠道等方面有较多积累，有望进一步扩大优势。
- 头部互联网厂商加入SaaS生态建设。随着C端流量逐渐见顶，互联网平台更重视B端的增长机会，以阿里巴巴、腾讯为代表的互联网企业从公有云出发，逐步加强与外部SaaS厂商的合作机会。我们预计未来互联网巨头一方面为SaaS厂商提供技术支持，另一方面借助自身流量和资金优势通过免费和低价模式激活企业SaaS使用意愿。

国内企业级SaaS分布领域广泛

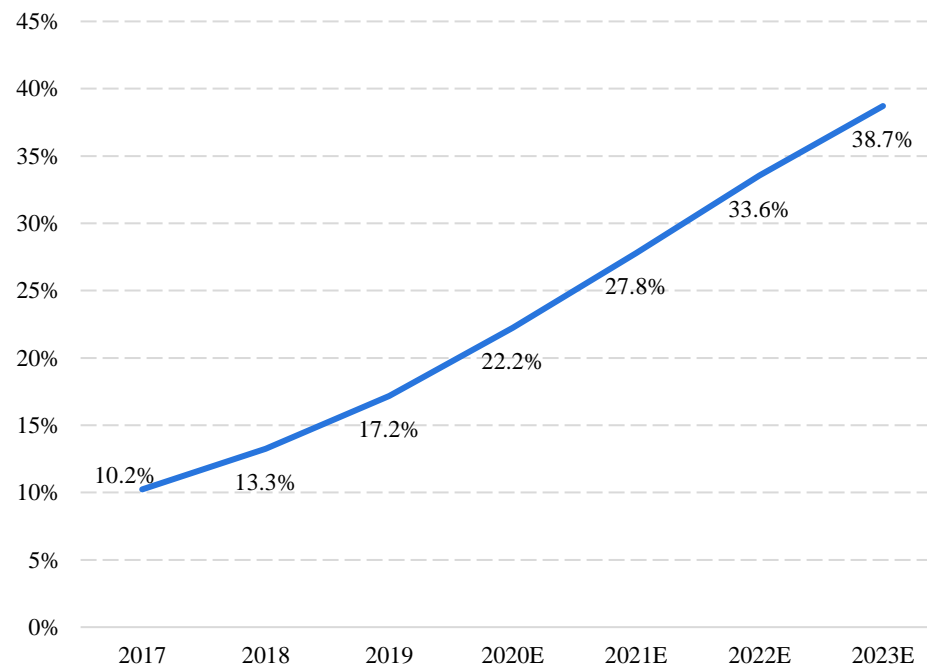


- 企业数字化转型加速带来增长潜力，企业服务SaaS将迎来黄金发展期。近年在企业上云的政策影响下，政务、金融、教育、工业等行业SaaS服务显著增加，2020年，SaaS服务企业用户认可度显著提升，迎来发展新机遇。据艾瑞咨询预测，2023年中国企业服务SaaS市场规模将达到1358.1亿元，占企业级应用软件市场规模的比例从2019年的17.2%提升至38.7%。而随着1) 企业对于效率问题的重视；2) 云服务技术厂商技术能力增强导致用户认可度的提升；3) 知识产权保护政策和市场规则的逐渐完善；4) 头部厂商对高可用性的aPaaS平台的建立，企业服务SaaS将迎来黄金发展期。

2023年中国企业服务SaaS市场规模预计达到1358.1亿元

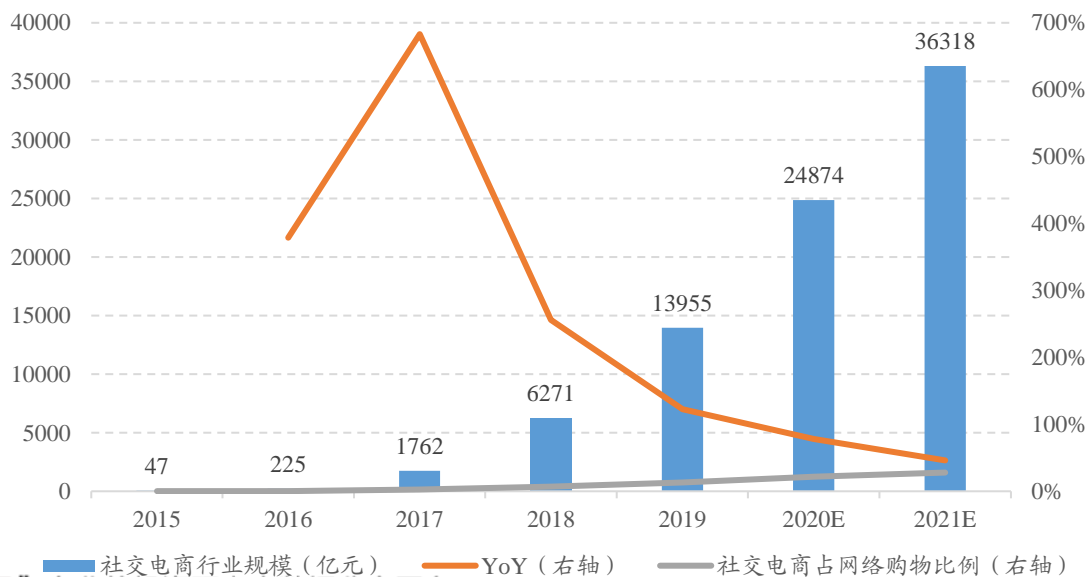


中国SaaS企业在软件市场份额预计持续提升

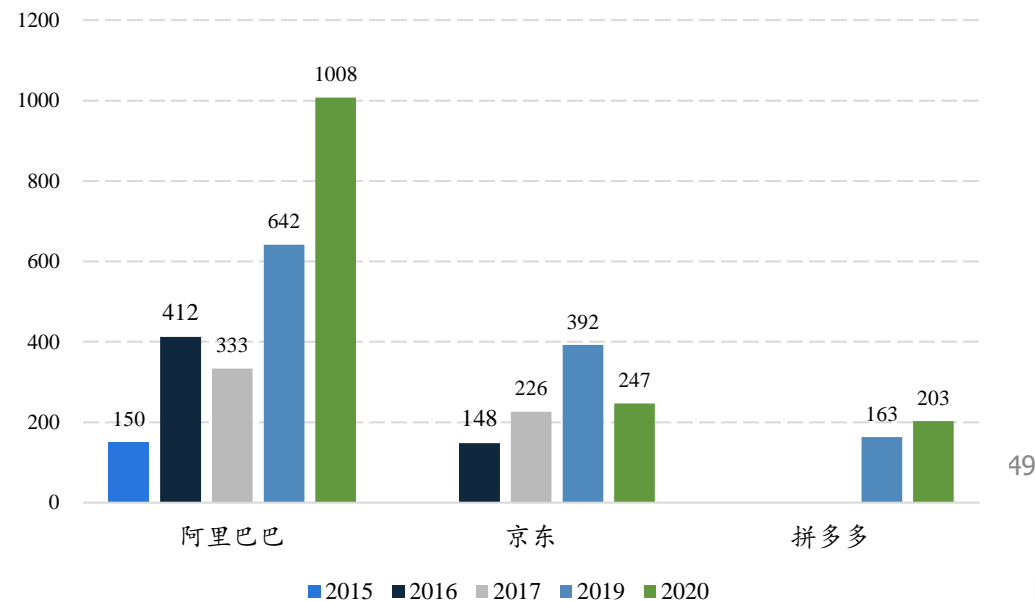


- 传统电商获客成本高企，社交电商等去中心化电商发展增速。线上电商平台流量红利消退进程加速，中小型乃至品牌商家在传统线上平台面临更大流量成本压力，以阿里巴巴为例平均获客成本2015-2020年年复合增长率达 46%。公域流量增长乏力，基于微信、抖音、快手等平台形成的私域流量爆发增长，社交电商市场规模持续高增长。根据艾瑞咨询数据，预计2021 年中国社交电商行业规模达 2.86 万亿元。
- 微盟和有赞等核心电商SaaS服务商有望通过内生和外延迎来高速增长。有赞不断充实和打磨自己的产品体系，截至2021Q1付费商家用户达9.6万个；微盟2020年完成对雅座和海鼎收购，实现细分垂类优势快速建立，截至2020年底，付费商家数达9.8万，公司被先后被纳入MSCI中国小型股指数、入选恒生科技指数首批成份股以及纳入MSCI中国全流通指数。

中国社交电商市场规模预计



主要电商平台历年获客成本（元）总体不断增长



Part 5.推荐关注的公司

- **营收稳健，投资利润大增。**公司在1Q21营收1,353亿（人民币元，以下同），yoy+25%，高于彭博一致预期1.2%。Non-IFRS归母净利润331亿，yoy+22%。值得注意的是，计入投资损益的IFRS归母净利达478亿（+65%）。在1Q21的三大业务板块，增值服务同比增长16%至724亿；金融科技与企业服务的增速达到47%。
- **递延收入环比大增，夯实未来增长基础。**游戏季度收入达436亿(yoy+17%，qoq+12%)，其中手游同比增速达19%。在去年1Q的高基数上增长（1Q20游戏业务373亿，yoy+31%，qoq+23%），主要驱动力来自《王者荣耀》、《和平精英》版本更新，以及新游《天涯明月刀》带来的流水拉动。1Q21的游戏递延收入（付费购买或充值）环比净增158亿，夯实手游增长基础。
- **金融科技及企业服务加速恢复。**金融科技及企业服务季度收入达390亿（yoy+47%，qoq+1.4%），为游戏外收入贡献第二大的业务。增长的主要驱动力来自于1Q21的就地过年带动支付场景的持续渗透，以及疫情后云服务的加速恢复。预期该板块在21年将持续加速恢复。
- **视频号丰富私域流量形式，将是下一增长驱动力。**微信视频号目前仍处于用户增长阶段，我们判断，视频号的日活数量已达两亿以上，并积极丰富内容的值与量。据兴业统计，截止2020年4月，视频号推荐页里的赞评比为20，介于抖、快之间，用户互动质量偏高。当前虽尚未进行货币化，未来仍有庞大的信息流广告潜力，甚至导入短视频电商的商业模式，将支撑社交业务的中期驱动。
- **投资建议：**由于公司游戏业务稳健，金融科技及企业服务加速恢复。维持目标价730港元，对应21/22年的盈利预测为34.1/26.8倍PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策监管风险；国际情势影响商务合作；游戏业务不及预期。

- **营收稳健，利润增速提升。**1Q21公司实现营收205亿元（人民币，单位下同），YoY+20.2%，略高彭博一致预期1.3%；其中游戏业务贡献150亿元（YoY+10.8%）；有道收入13.3亿元（YoY+148%）；创新业务及其他收入42亿元（YoY+39.7%）。Non-GAAP归母净利润51亿元，YoY+20.6%，高于彭博一致预期19.5%。利润率的增长主要得益于游戏业务及创新业务的市场推广费用减少，与有道毛利率大幅度提高所致。
- **新游质量数量超预期。**5月20日，网易举办了2021游戏520发布会。宣布了多达31款新游戏的最新进展，约17款老游戏的更新内容。新游宣布数量近年来最多（2017~2020年分别宣布13、26、26、27款新游）。除了数量之外，我们认为新游质量也高于往年，如《暗黑破坏神》在TAPTAP上的预约已超146万人次，《哈利波特》预约已超58万人次。多款与全球大IP合作的手游进入测试阶段，夯实出海基础。同时重点发展竞技类游戏，或能补足网易在竞技游戏领域的空白。
- **22款测试期游戏产品，游戏储备丰富。**今年520发布会上，网易共宣布了22款测试期产品，较去年520发布会宣布的测试期产品多7款，其中重磅产品如《逆水寒手游》、《暗黑破坏神·不朽》。此外，发布会中处于研发期游戏产品有8款，其中重磅产品如《工作细胞手游》，《阴阳师：妖怪小班》，已上线产品20款。更多全球大IP进入测试阶段。520发布会上，网易与全球大IP合作的6款手游进入测试阶段，为网易的出海业务发展打下产品基础。
- **有道：营收持续高增长，规模化效应显著。**1Q21有道实现收入13亿元，YoY+148%，其中学习服务的营收占比达到10亿元，YoY+157%，且随着规模化效应及有道教师薪酬结构优化，毛利率Q4达到57%，年比提升13.8pcts。此外，K12付费人数持续保持高增长，达到30.6万人，YoY+100%。
- **投资建议：**考虑到未来新游充足且海外市场扩张，有道教育及网易云音乐成本端逐渐缩窄，盈利多元化，我们预计网易2021/2022年收入分别为882/1007亿元，归母净利润163/180亿元。根据SOTP分部估值，给予目标公司股价为195港元，对应2021年盈利预测为34倍PE，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**手游出海风险；内容成本上升；网易云付费率增长不及预期；有道盈利转正不及预期。

- 业绩强劲复苏，季度净增新客达**5870万**。2021Q1，公司营业收入370.2亿元（YoY+120.9%），过去两年CAGR38.9%；经调整净利润-38.9亿元，调整后净利润率-10.5%（YoY-9.2pcts），三费绝对值同比均大幅提升，主要是后疫情时期以及新业务的战略开拓期公司扩大宣传和促销活动以及增加人员招聘所致。季度新增**5870万**活跃用户，超过同期阿里（3200万）、京东（2800万）和拼多多（3540万）。
- 外卖业务向全时段延伸，骑手就业新政带来实际财务成本有限。2021Q1外卖收入205.8亿元(YoY+116.8%)，过去两年CAGR38.6%，经营利润11.2亿元，OPM由-0.7%同比上升至5.4%，环比上升1.3pcts。外卖订单向全时段延伸，餐饮中的非正餐占比逐步提升，同时活跃闪购用户超7000万。骑手就业新政未来将演变出适合灵活用工特质的管理办法，按照平台现有类专职骑手规模测算，社保成本将增加30-40亿，预计落地成本将小于该数值，将在未来2-3年逐步由平台、消费者、商家和骑手加盟商共同承担。
- 高星酒店增长迅速，酒店间夜市占率将持续提升。公司2021Q1到店、酒店及旅游业务收入65.8亿元(YoY+112.7%)，OPM 41.7%（YoY+19.7pcts）。国内酒店间夜量超过1亿（YoY+136%），高星酒店业务增长迅速，其中五星级酒店间夜量两年CAGR达70%，境外转境内游、长途转本地游等趋势有利于本地生活流量转化，预计美团下半年将继续补贴以提升市占率。
- 优选亏损持续扩大，为平台在低线城市获客效果显著。2021Q1新业务及其他收入同比+136.5%，经营亏损80亿元，亏损同比扩大489.9%，其中约58亿来自于优选。优选业务城市覆盖基本完成，下一步将大力提升团长和用户增长，2021Q1为公司获客约2900万，且这些用户中80-90%都是平台新用户，主要都来自于低线城市。
- 投资建议：我们认为公司外卖业务在监管趋严下，骑手成本端或面临更大压力，但实际财务影响或小于市场预期，随着公司派单算法持续优化以及外卖业务稳定后补贴减少，会抵销部分影响。社区电商现阶段还是以投入为主，预计亏损在三季度保持高位，但长期来看，社区团购可以挖掘下沉市场用户，并进一步引流至公司其他业务，实现各业务之间更大的协同发展，为公司发展带来新的增长动力。根据SOTP估值，给予公司目标价每股346.85港元，对应22年盈利预测为9.9倍PS。维持“买入”评级。

- **营收同比保持高增长，环比因营收结构调整小幅下降。**公司2021Q1营收170.2亿元（YoY+36.6%,QoQ-6.0%）。广告收入85.6亿元（YoY+161.5%），占比50.3%（YoY+24pcts），主因广告效率提升以及客户数量增长；直播收入72.5亿元（YoY-19.5%），占比42.6%（YoY-29.7pcts），主因2020年同期疫情影响下的高基数；其他服务收入12.1亿元（YoY+589.1%），占比7.1%（YoY+5.7pcts），主因电商业务的持续扩展。由于公司2021Q1投资收益增加，经调整净亏损49.2亿元，优于市场预期。
- **重视内容生态建设，用户数和用户时长进一步提升。**2021Q1快手MAU5.2亿（YoY+5.0%,QoQ+9.3%），平均DAU2.95亿（YoY+16.6%,QoQ+8.8%），用户黏性（DAU/MAU）56.8%（YoY+5.7pcts），日活跃用户日均使用时长99.3分钟（YoY+16.5%）。快手增强搜索功能并加强对短剧投入，推出“超级播”转播体育赛事，近期并取得了东京奥运会和北京冬奥会的转播权；对垂类布局和新内容产品，有望提升用户规模和黏性。
- **持续的广告产品矩阵建设带动广告收入高增长。**快手通过算法和内容优化提升广告转化效率，2021Q1磁力聚星作品条均播放量提升88%，优质作品条均播放量提升228%，每名日活跃用户平均线上营销服务收入29元（YoY+124.8%）。公司也加强快手联盟建设以吸引更多外部流量，此外，公司的广告解决方案和广泛的用户覆盖将进一步推动品牌广告增长。
- **进一步加强闭环建设，货币化率有持续提升空间。**2021Q1电商GMV共1186亿元（YoY+219.8%,QoQ-33.1%），通常一季度是电商淡季（GMV全年占比约15%），预计可实现全年7500亿GMV目标。此外公司加强电商闭环建设，2021Q1快手小店的GMV占比85%（YoY+32pcts），好物联盟GMV占比环比翻倍。快手私域的社交信任以及电商基础设施将带动交易转化率增长。公司目前货币化率约1%，低于传统电商的3-5%，有望继续提升。
- **投资建议：**我们认为快手的内容生态将提升用户规模和用户黏性，而广告产品矩阵和电商闭环的持续建设也将加速商业化变现。根据PS估值和单用户价值可比估值，给予公司目标价307.0港元，对应2021年盈利预测为12.6倍PS。维持“买入”评级。

拼多多：用户规模高速增长，盈利低于预期

- 季度营收高速增长，超一致预期，盈利略低于预期。4Q20营收265.48亿元，YoY+146%，超一致预期38%，主要由于在线营销业务和商品销售带动营收高速增长；全年实现营收594.92亿元，YoY+97%。本季新增商品销售收入53.58亿元，导致营业成本较3Q20有较大增长，达到115.26亿元，毛利率为56.58%。4Q20归母净亏损为13.76亿元，略低于市场预期；本季度Non-GAAP归母净亏损为1.85亿元，较4Q19收窄6.31亿元。
- 全年活跃买家数净增超2亿，农产品交易额占比持续提升。截至2020年底，公司滚动GMV达到16676亿元，YoY+66%；当季GMV为5798亿元，YoY+57%，主要得益于活跃买家数和单用户购买金额共同增长。4Q20新增活跃买家5710万，截至2020年底，年活跃买家已达到7.88亿。单用户购买额为2115元（YoY+23%）。2020年，平台农（副）产品成交额为2700亿元，占总成交额的16.2%，主要得益于下半年公司对农产品品类的大力补贴。
- 商家投放广告意愿带动广告货币化率和佣金率持续提升。4Q20广告收入189.22亿，YoY+95%，广告货币化率3.26%（同比+0.64pcts，环比+0.33pcts），略有上升，主要是由于经济活动逐渐恢复，商户投放广告的意愿提升。4Q20佣金业务收入为22.68亿，YoY+105%，佣金率0.39%。
- 投资建议：伴随活跃买家数高速增长，拼多多已成为国内用户规模最大的电商平台。公司管理层变动后预期将对公司经营战略进行一定调整。预计2021/2022/2023年营收分别为808/1089/1349亿元，根据远期市值折现的方法，调整公司目标价至160美元，维持“审慎增持”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧；宏观经济下行；行业政策风险。

- 公司营收持续高速增长，超一致预期，自营业务贡献近九成营收。2020年，公司营收达到193.8亿元（YoY+78.8%），超彭博一致预期（185.6亿元）。其中，商品收入达167.7亿元（YoY+77.8%），收入占比达86.5%；服务收入达26.1亿元（YoY+85.4%）。公司毛利达49.2亿元，毛利率为25.4%（-0.5pct），毛利率略有下降主要是由于存货减值准备增加及较低利润药品的销售增加。经调整净利润达7.5亿元，经调整净利率为3.9%（+0.7pct）。
- 活跃用户数和客均收入持续增长，带动公司营收上升。2020年，京东健康的平台活跃用户数达8980万（YoY+60.1%），客均收入达215.8元/年，（YoY+28.2%）。截至2020年12月31日，第三方商家入驻数量超过12000家，医疗团队医生数量超过11万，日均问诊量超过10万。我们预计用户对慢病管理的付费意愿会继续提升，客均收入将持续增加。
- SKU快速增加，成为国内药品种类最全的线上平台之一；与上游药企加强合作，加大慢病用药和新特药布局。截至2020年12月31日，京东零售药房商品种类超2000万。目前公司已经和阿斯利康、辉瑞等多家全球知名医药企业签约合作，加大慢病用药和新特药布局，预计公司品类结构将进一步优化，药占比会逐渐提升。
- 受益于京东集团强大的供应链能力，京东健康履约能力不断提升，存货周转天数持续下降。2017至2020年，公司履约费用率从11.5%下降到10.3%，物流及仓储费用率从2017年的8.4%降低到2020年的6.5%，存货周转天数从61.8天减少到37.5天。
- 投资建议：公司不断提升医疗服务及供应链管理能力，带动客均收入提升，履约费用率持续下降，品类结构不断改善；同时，线上医保支付政策不断出台利好行业发展提速。预计2021/2022年营收分别为269/387亿元，根据最新人民币港元汇率，调整目标价为147港元，维持“审慎增持”评级。
- 风险提示：政策监管风险；线上渗透率不及预期；医保接入不及预期。

- 公司收入及Non-GAAP净利润保持稳健增长。公司FY2021收入达到7172.89亿元（YoY+41%），超市场预期，Non-GAAP归母净利润1790亿元（YoY+27%），略低于市场预期。FY2021Q4（CY2021Q1）公司实现收入1873.95亿元（YoY+64%），驱动力主要来自中国零售、菜鸟物流和云计算的强劲增长：中国区零售YoY+74%，菜鸟物流YoY+101%，云计算YoY+37%。182亿元反垄断罚款导致本季度利润转负，净亏损76.54亿元，剔除一次性科目影响后，Non-GAAP净利润达到262.16亿元（YoY+18%）。
- 本季度，中国区零售和菜鸟物流带动公司核心商务收入增长72%。1）中国区零售同比增长74%。高增速主要来自搜索变现单次点击单价提升和服饰家居用品GMV快速增长，客户管理收入增长40%至635.98亿元，take rate环比增长0.29 pct至4.21%；同时受高鑫零售并表影响。2）淘宝特价版用户高速增长，截至2021年3月末的12个月，其AAU超过1.5亿。3）菜鸟物流在本财年实现正经营现金流。季度收入增长101%至99.59亿元，2021年3月菜鸟全球日均包裹超过500万件。4）LAZADA和速卖通增长强劲，带动国际零售同比增长77%。国际零售AAU达到2.4亿，随着菜鸟基础设施建设推进，预计LAZADA订单数将延续高增长趋势。
- 云计算维持高增长：金融等部门上云速度加快，公司FY2021云计算实现收入601.20亿元（YoY+50%）本季度实现收入167.61亿元（YoY+37%），季度增速放缓主要由于互联网行业单一头部客户收入下降，但该板块客户集中度不高，预计不会产生长期影响。规模经济带动本季度云计算经调整EBITA达到3.08亿元，目前公司云计算已连续两个季度实现盈利。
- 投资建议：维持“买入”评级。短期内，公司业绩受到反垄断罚款的冲击，但中长期增长潜力不改。公司作为电商行业龙头积累深厚，云计算正在逐步释放出盈利潜力，保有国内互联网龙头的核心竞争力。预计公司在FY2022/2023/2024年收入分别为9738/12168/15088亿元，Non-GAAP归母净利润1817/2780/3428亿元。根据最新汇率，调整目标价至282港元，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧；监管进一步趋严；云业务不及预期。

- 技术发展不如预期：SaaS和云服务技术厂商技术能力提升速度慢；
- 新商业模式盈利晚于预期：社区团购仍需长期投入，盈利时点可能晚于预期；
- 监管力度加剧：监管机构对电商反垄断监管力度可能加强，对社区团购价格管控力度可能加强。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

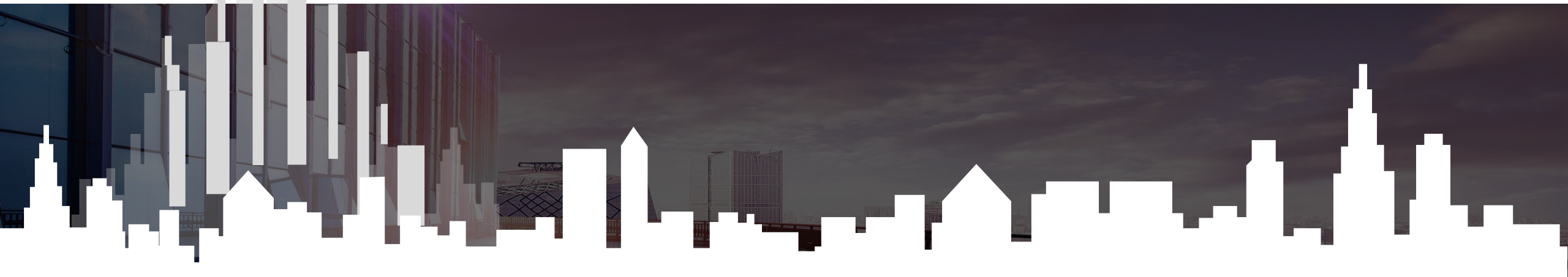
特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳	香港（兴证国际）
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 传真：（852）35095929 邮箱：ir@xyzq.com.hk

THANKS



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>