

2021 年互联网行业展望： 全面拥抱数字时代

- 互联网行业 2020 年回顾：**疫情进一步加速线上化，年初至 11 月 30 日，MSCI 中国通信服务指数持续跑赢 MSCI 中国指数，较年初年升 30%。电商、SaaS 类等板块表现亮眼。互联网巨头均有不俗的股价上涨幅度，阿里巴巴，腾讯，美团，京东，拼多多等较年初股价分别上涨 26%、50%、185%、142%和 264%。疫情对用户习惯的影响则更为深远，如生鲜电商等。企业也加速数字化进程，SaaS 将迎来长期发展。
- 互联网 2021 年整体趋势展望——全面拥抱数字时代：**1) 全民数字化：“Z 世代”作为互联网原住民，已培养良好的付费习惯，且付费能力逐步提升，将引领互联网潮流；“银发经济”——60 岁以上的互联网用户增长显著，值得关注；2) 全场景数字化：指尖经济已经渗透到生活的各个方面，包括娱乐、生活和工作，在线教育和远程办公等将成为长期趋势。3) 全产业数字化：由消费互联网向产业互联网过渡，互联网巨头逐步加大对上游供应链改造，企业加速数字化进程和云上转型，产业互联网有望迎来爆发。
- 互联网 2021 年细分行业展望：**1) 游戏：用户增速放缓，游戏精品化是未来趋势，游戏出海和电子竞技是主要看点；2) 电商：直播带货或有所降温，私域电商蕴含巨大增长潜力；3) 本地生活服务：社区团购或成为 2021 年互联网巨头的“新战场”，市场空间巨大，高频刚需，有望成为外卖之后新的线下流量入口，而众多巨头布局，竞争激烈；4) 短视频：短视频仍处于红利期，平台间的差异化将逐渐凸显，未来或多平台共存；5) SaaS：企业服务仍是重点关注领域，相对于“节流”类型，更看好“开源”类型，垂直行业类或涌现细分龙头。
- 我们建议关注各板块龙头或差异化标的，包括阿里巴巴（9988.HK，买入，目标价 HK\$335）、腾讯（700.HK，买入，目标价 HK\$700）、美团点评（3690.HK，买入，目标价 HK\$326）、哔哩哔哩（BILI.US，未评级）和中国有赞（8083.HK，未评级）。

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

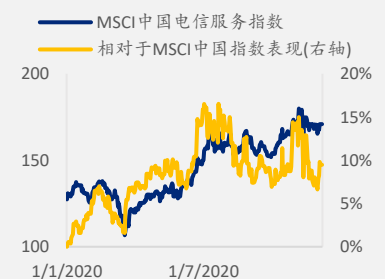
林琰

研究部主管

 sharon_lam@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2020 年 12 月 08 日

指数表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

- 《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 2020 年回顾	3
疫情加速线上化	3
互联网细分板块复盘	4
互联网 2021 年整体趋势展望	7
全民数字化：“Z 世代”+“银发经济”	7
全场景数字化：娱乐+生活+工作	9
全产业数字化：消费互联网+产业互联网	10
互联网 2021 年细分行业展望	11
游戏：精品化趋势加强，出海和电竞是看点	11
电商：直播带货或将有所降温，私域电商潜力巨大	13
短视频：仍处于红利期，平台差异将逐渐凸显	15
本地生活：场景多元化，社区团购成为新战场	17
SaaS：迎来爆发，更看好前端交易类 SaaS	19

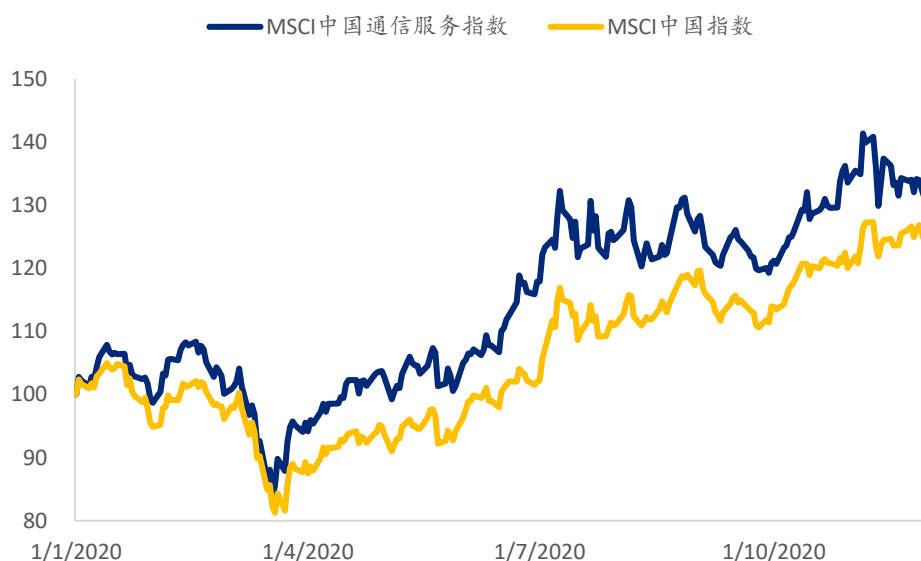
2021 年互联网行业展望：全面拥抱数字时代

互联网行业 2020 年回顾

● 疫情加速线上化

疫情进一步加速了线上渗透率的提升。年初至 11 月 30 日，**MSCI 中国通信服务指数持续跑赢 MSCI 中国指数**，较年初升 30%。疫情爆发初期，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，板块估值随后不断上行修复。进入四季度，受平台经济反垄断政策影响以及板块轮动，行业估值有所下调，但全年仍跑赢指数。

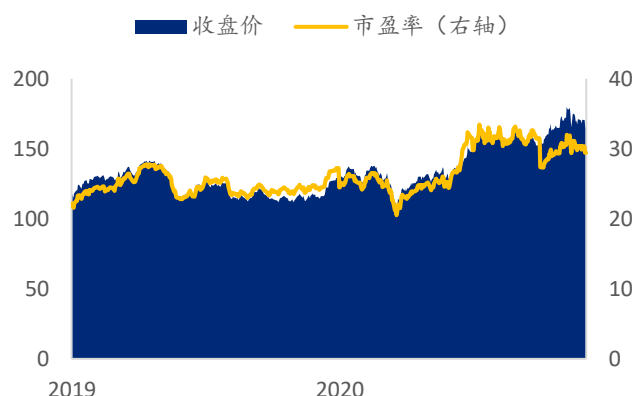
图表 1: MSCI 中国通信服务指数跑赢 MSCI 中国指数



资料来源：Bloomberg、浦银国际

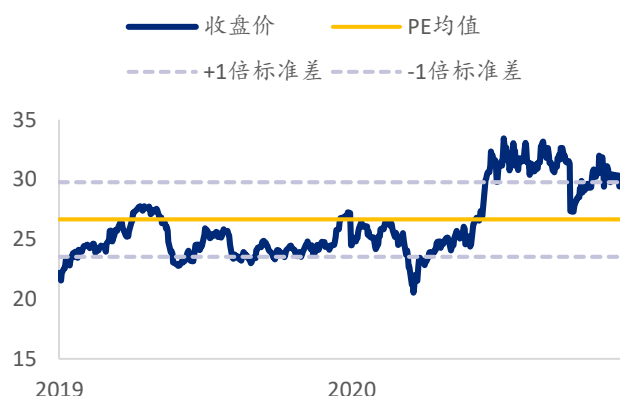
MSCI 中国通信服务指数市盈率 (TTM) 达到 2019 年来新高。受益于疫情，互联网板块表现优于大盘，宽松的流动性也推高了板块整体估值。目前市盈率相较于峰值稍有回落，但仍接近 30 倍，超过 2019 年以来的市盈率 (TTM) 26.6x 均值一个标准差。

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)

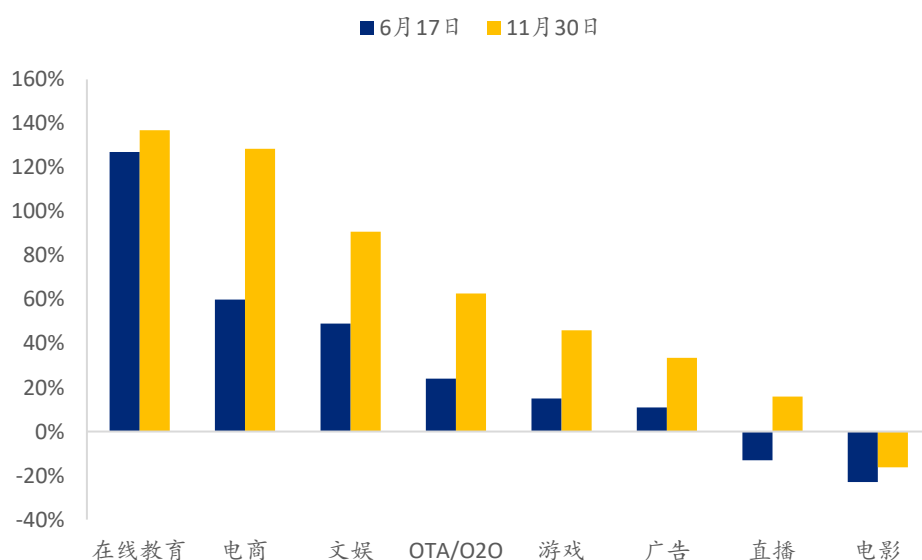


资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 互联网细分板块复盘

细分板块来看,受益于“宅经济”,游戏、视频等纯线上文娱业务表现强劲,尤其是上半年;而像到店餐饮、OTA、票务网站等仍需线下消费的 O2O 业务受疫情冲击比较严重,随着疫情得到基本控制,行业在下半年逐步复苏至疫情前水平。此外,远程办公、在线教育等细分领域在疫情期间迎来爆发,利好长期发展。

图表 4: 2020 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注: 6月17日为上半年 2H20 展望报告中的复盘时点。《2H20 市场展望: 大浪淘沙, 玉汝于成》

资料来源: Bloomberg、浦银国际

年初至 11 月 30 日股价变化：

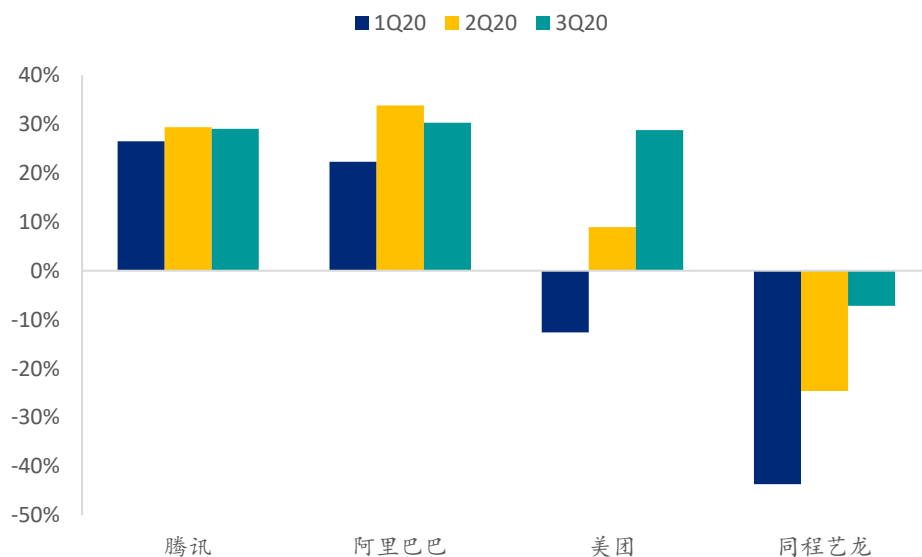
大部分细分板块股价取得正增长。在线教育板块股价涨势最高，较年初升 137%，主要为上半年疫情期间涨幅，下半年表现相对稳定。电商、文娱、OTA/O2O、游戏和直播板块股价较年初分别升 128%、91%、63%、46%和 16%；直播板块也开始转正，从年中的-13%到现在的+16%。

电影板块股价还未完全回到年初水平，但跌幅有所收窄，目前下跌 16%。

我们目前覆盖的四家公司在 2020 年前三季度营收增速：

- **游戏**：腾讯今年一至三季度营收增速分别为 26.4%、29.3%和 29.0%；
- **电商**：阿里巴巴今年一至三季度营收增速分别为 22.3%、33.8%和 30.3%；
- **本地生活服务**：美团今年一至三季度营收增速分别为-12.6%、8.9%和 28.8%；
- **在线旅游**：同程艺龙今年一至三季度营收增速分别为-43.6%、-24.6%和-7.2%；

图表 5：互联网细分龙头今年一至三季度营收增速



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 互联网公司今年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	30/11/2020	年初至今股价 (变动)	收入同比增速 (%)		
			股价		1Q20	2Q20	3Q20
700 HK Equity	腾讯	游戏	578.0	53.9	26.4	29.3	29.0
NTES US Equity	网易	游戏	90.4	47.4	18.3	25.9	27.5
3888 HK Equity	金山软件	游戏	39.1	94.3	32.0	48.6	33.5
777 HK Equity	网龙	游戏	16.9	(7.5)	N/A	N/A	N/A
799 HK Equity	IGG	游戏	8.0	43.2	N/A	N/A	N/A
平均				46.2	25.6	34.6	30.0
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	263.4	24.2	22.3	33.8	30.3
JD US Equity	京东	电商	85.4	142.3	20.7	33.8	29.2
PDD US Equity	拼多多	电商	138.8	267.0	43.9	67.3	89.1
VIPS US Equity	唯品会	电商	25.5	80.2	(11.8)	6.0	18.2
平均				128.4	18.8	35.2	41.7
3690 HK Equity	美团	OTA	289.2	183.8	(12.6)	8.9	28.8
TCOM US Equity	携程	OTA	33.6	0.1	(42.1)	(63.7)	N/A
780 HK Equity	同程艺龙	OTA	14.5	3.6	(43.6)	(24.6)	(7.2)
平均				62.5	(32.8)	(26.4)	10.8
BIDU US Equity	百度	广告	139.0	10.0	(6.5)	(1.1)	0.5
WB US Equity	微博	广告	42.3	(8.8)	(19.0)	(10.3)	N/A
SOHU US Equity	搜狐	广告	18.4	64.2	1.1	(11.3)	(67.3)
SOGO US Equity	搜狗	广告	8.8	93.8	1.8	(14.0)	(31.2)
SINA US Equity	新浪	广告	43.3	8.5	(8.4)	(4.7)	N/A
平均				33.5	(6.2)	(8.3)	(32.6)
MOMO US Equity	陌陌	直播	14.4	(55.5)	(3.5)	(6.8)	(15.4)
HUYA US Equity	虎牙	直播	20.7	15.3	47.8	34.2	24.3
DOYU US Equity	斗鱼	直播	13.3	56.6	53.0	33.9	37.0
YY US Equity	欢聚娱乐	直播	89.1	68.7	(0.9)	36.3	(8.7)
3700 HK Equity	映客	直播	1.1	(5.4)	N/A	N/A	N/A
平均				15.9	24.1	24.4	9.3
TME US Equity	腾讯音乐	文娱	16.8	42.8	10.0	17.5	16.4
IQ US Equity	爱奇艺	文娱	22.4	5.9	9.4	4.2	(2.8)
BILI US Equity	哔哩哔哩	文娱	62.9	237.6	68.6	70.2	73.5
772 HK Equity	阅文集团	文娱	57.4	76.5	N/A	N/A	N/A
平均				90.7	29.4	30.7	29.0
1970 HK Equity	IMAX China	电影	13.8	(15.2)	N/A	N/A	N/A
1896 HK Equity	猫眼娱乐	电影	13.0	(9.6)	N/A	N/A	N/A
1060 HK Equity	阿里影业	电影	1.0	(24.1)	N/A	N/A	N/A
平均				(16.3)	N/A	N/A	N/A
TEDU US Equity	达内	在线教育	3.0	51.0	N/A	N/A	(5.8)
DAO US Equity	网易有道	在线教育	29.8	111.4	139.8	93.1	159.0
GSX US Equity	跟谁学	在线教育	64.3	194.1	382.1	366.6	252.9
1797 HK Equity	新东方在线	在线教育	32.3	73.7	N/A	N/A	N/A
COE US Equity	51talk	在线教育	26.2	167.2	50.8	39.6	31.6
平均				119.5	190.9	166.4	109.4

注: N/A 代表公司不公布季报, 股价截至 11 月 30 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网 2021 年整体趋势展望

在疫情之后，我国进入全面拥抱数字时代：1) **全民数字化**：“Z 世代”作为互联网原住民，已培养良好的付费习惯，付费能力逐步提升，引领互联网潮流；“银发经济”——60 岁以上的互联网用户增长显著，值得关注；2) **全场景数字化**：指尖经济已经渗透到生活的各个方面，包括娱乐、生活和工作，在线教育和远程办公等将成为长期趋势。3) **全产业数字化**：由消费互联网向产业互联网过渡，互联网巨头逐步加大对上游供应链的改造，从 To C 到 To B。企业加速数字化进程，加速云上转型，产业互联网有望迎来爆发。

● 全民数字化：“Z 世代”+“银发经济”

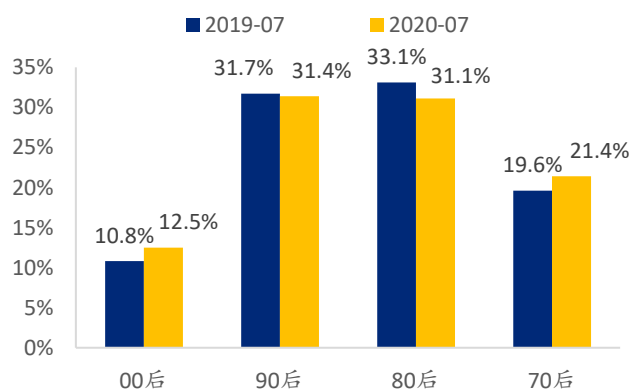
“Z 世代”付费能力逐步提升

“Z 世代”指 1995-2010 年间出生的新生代人群，我国目前“Z 世代”用户规模约 2.75 亿。他们是互联网的原住民，是伴随着互联网成长的一代人，对互联网有着先天依赖且深受互联网影响。未成年人的互联网普及率已达 93.1%。“Z 世代”已经养成了良好的付费习惯，随着越来越多的“Z 世代”陆续步入职场，付费能力也在逐步提升，也将成为未来的主要消费驱动。

此外，“Z 世代”特点鲜明，正引领着中国互联网潮流：

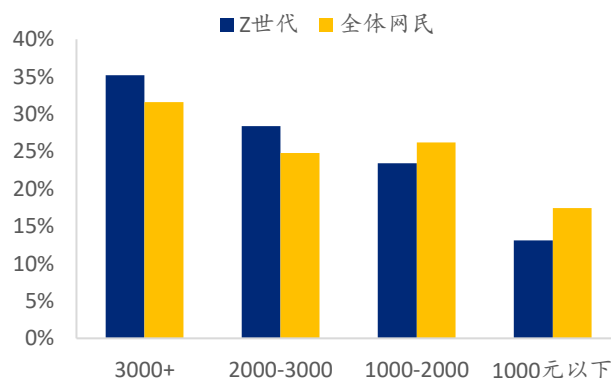
- 喜欢新鲜事物，愿意为兴趣付费，如热衷于二次元。
- 分享意愿高，通过内容创作来进行自我表达，并寻找兴趣群组。
- 受偶像影响较深，更容易追随“偶像”习惯或 KOL 直播种草，“网红经济”受到追捧。
- “懒宅经济”，早已习惯互联网带来的极大便利，如网购、外卖等生活方式。

图表 7：中国网民用户年代分布



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 8：Z 世代终端价格分布



注：2018 年 10 月数据，资料来源：QuestMobile、浦银国际

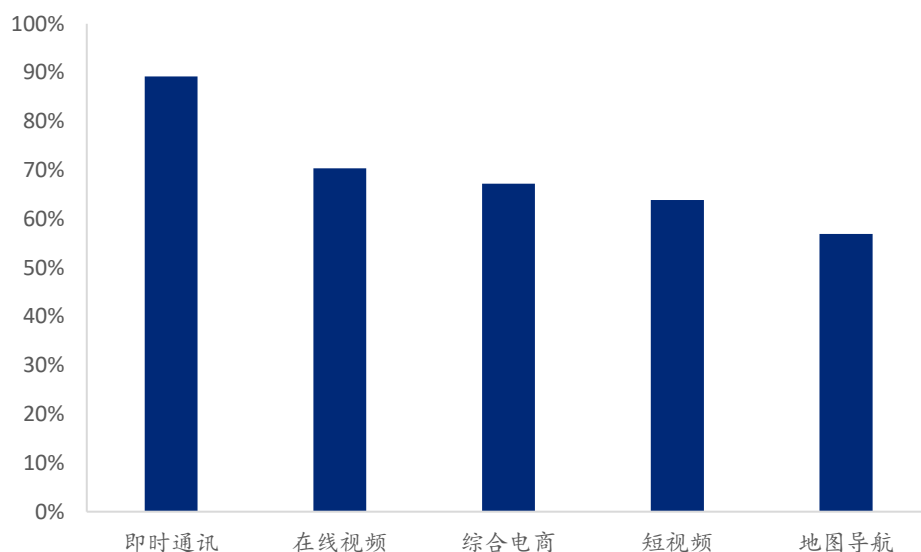
“银发经济”——60 岁以上互联网用户增长显著

在互联网巨头争抢“Z 世代”的同时，老龄化趋势带来的银发人群，也成为不容忽视的群体。根据国家统计局数据，2019 年末我国 60 岁及以上的老年人口数达到 2.54 亿，占总人口比例 18.1%。而根据中国互联网络信息中心的数据，截至 2020 年 6 月，60 岁以上老年网民占总网民的比例达到 10.3%，该数字在今年 3 月份时为 6.7%，新增约 4000 万，互联网进一步向中高龄人群渗透。

此外，根据阿里巴巴的《老年人数字生活报告》的数据显示，今年疫情以来，中国 60 岁以上银发群体手机活跃度同比增速超其他年龄组 29.7%，老年群体消费金额三年复合增长率达 20.9%，疫情期间消费增速仅次于 00 后。

据 Quest Mobile 统计，银发群体平均每天花费在手机上的时间有 4.39 小时，大部分时间停留在社交、网络视频和资讯等应用。

图表 9：银发人群细分行业活跃渗透率



注：2020 年 5 月数据

资料来源：QuestMobile、浦银国际

建议关注电商、本地生活服务、游戏和短视频等细分板块：

“懒宅经济”盛行，将推动电商以及本地生活服务领域的长期增长；

“娱乐需求”释放，游戏逐渐成为新的社交方式；

“短视频”成为“老少皆宜”的娱乐方式。

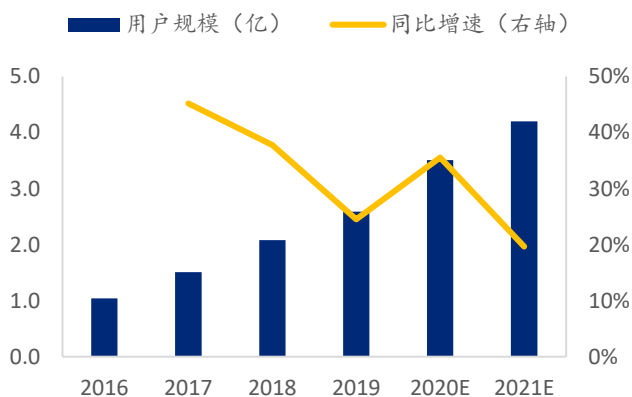
● 全场景数字化：娱乐+生活+工作

疫情影响下，互联网已经渗透到我们生活的各个方面。除了我们已经习惯的线上娱乐，互联网在一步步从虚拟走进现实，从网络购物到餐饮外卖，再到今年爆发的买菜跑腿，在线问诊等。除此之外，在线教育和远程办公也将成为长期趋势。

在线教育，看好 K12 培训和少儿语言教育赛道。根据艾媒数据，2020 年，我国在线教育用户规模将达到 3.51 亿，同比增长 35.5%，我们预计 2021 年有望突破 4 亿，增速略放缓。细分来看，我们仍然看好 K12 培训和少儿语言教育两个赛道，后期的留存率以及付费转化率才是关键。此外，人工智能在直播课堂中的应用将得到持续提升。

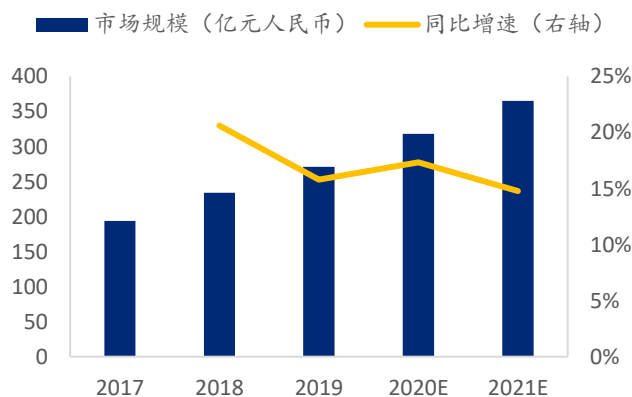
远程办公，对于部分行业有望常态化。根据 CNNIC，截至 2020 年 6 月，我国远程办公用户规模达 1.99 亿，占网民整体的 21.2%。市场规模方面，我们预计 2021 年有望达到 365 亿人民币，同比增长 15%。对于部分行业，远程办公在疫情结束后有望逐步常态化。此前，Facebook、Twitter 和 Goldman Sachs 等公司宣布在条件允许的条件下，员工可以选择“永远”在家办公。此外，远程办公的崛起或将推动网络安全需求的提升。

图表 10: 中国在线教育用户规模



注：2020E 为艾媒预测，2021 年为浦银国际预测
资料来源：艾媒、浦银国际

图表 11: 中国远程办公市场规模



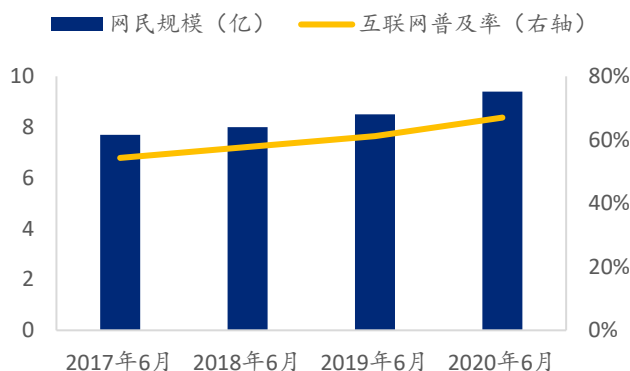
注：2020E 为信通院预测，2021E 为浦银国际预测
资料来源：中国信通院，浦银国际

建议关注云板块，在线教育和远程办公将推动需求上升。

● 全产业数字化：消费互联网+产业互联网

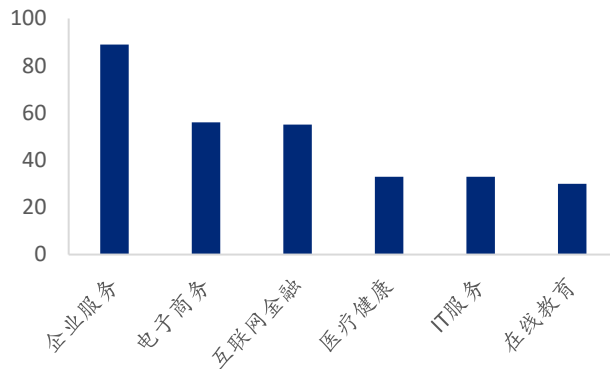
互联网下半场，消费互联网向产业互联网转移。根据 CNNIC 统计，截至 2020 年 9 月，我国网民数量超过 9.4 亿，互联网渗透率达到 67%，进一步提升。随着互联网人口红利逐渐减弱，互联网企业从服务 C 端向赋能 B 端转移。

图表 12：中国网民用户规模



资料来源：CNNIC、浦银国际

图表 13：互联网投融资重点领域（笔数）3Q20



资料来源：中国信通院，浦银国际

疫情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。企业通过数字化得以复工，降本增效。

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，我国今年前三季度互联网行业投融资领域中，企业服务是投融资笔数最多的细分领域。

互联网巨头持续发力上游供应链改造。从美团助力中小商户的数字化升级、电商平台对上游白牌工厂扶持，再到长视频平台也加大自制剧内容制作，互联网平台向上游渗透趋势明显。互联网平台将积累的 C 端用户数据，反馈于 B 端，通过改善 B 端运营效率来更好服务 C 端。

图表 14：消费互联网与产业互联网对比

	消费互联网	产业互联网
用户	消费者	产品服务提供者
涉及领域	衣食住行	研发、制造、营销、售后、融资
发展意义	居民日常生活方便快捷	提升产品创新与服务能力
基础设施	云计算、大数据、移动互联网	物联网、智能制造、云计算、大数据、移动互联网

资料来源：浦银国际

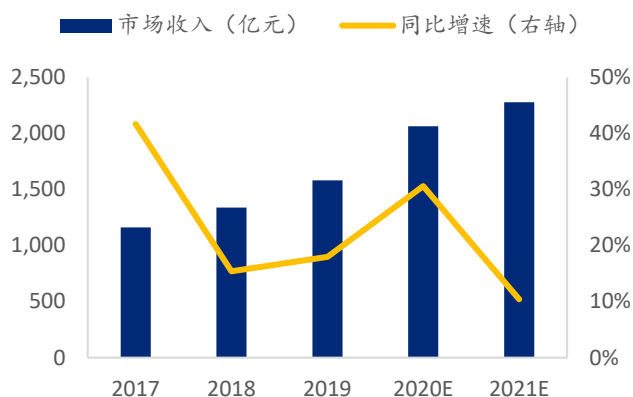
建议关注企业服务领域，尤其是 SaaS 板块，云化办公是长期趋势。

互联网 2021 年细分行业展望

● 游戏：精品化趋势加强，出海和电竞是看点

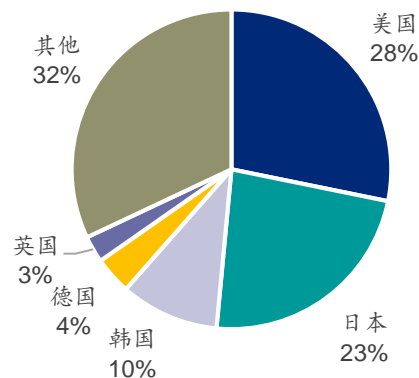
根据伽马数据，中国 2020 年移动游戏市场规模预计超过 2000 亿，同比增长 26.5%，我们预测 2021 年有望达到 2450 亿，同比增长 18.6%。国内手游用户增速放缓，未来行业扩张主要靠付费率和 ARPU 的提升。

图表 15: 中国移动游戏市场规模



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 16: 中国自主研发手游海外销售收入分布 (1H20 年)



资料来源：伽马数据、浦银国际

游戏厂商继续发力海外市场。国内版号数量发放受限，使得部分游戏厂商将目标转向海外市场。2020 年上半年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增长率为 36.3%，高于国内市场实际销售收入增长率的 30.4%。从手游出海市场来看，美国，日本和韩国位居前三，占比分别为 28%、23%和 10%。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。

精品化趋势加强，优质内容提供商的议价能力将继续提升：根据 Sensor Tower 数据，《原神》自 9 月 28 日全球同步上市以来，移动端在两个月的流水达到 3.93 亿美元，位列全球移动游戏收入榜第二名，仅次于《王者荣耀》。中国市场仍是《原神》的主要收入来源，占比为 30.5%，日本和美国市场的收入占比分别为 25%和 18.8%。《原神》是米哈游历时三年花重金打造的开放世界游戏，呈现了高质量的游戏内容，将“开放世界玩法+优质画面+氪金点+二次元角色”等诸多元素进行很好地融合。而《原神》此前拒绝小米、华为等应用商店，也体现内容与渠道商的矛盾加剧。

此外，苹果公司在 11 月 18 日宣布，小企业项目在苹果商店上软件售卖和服务的抽成减半，即年收入小于 100 万美金，或者平台新的开发者，可以申请将抽成费用由 30%降低到 15%。关于研发商和渠道商之间的博弈，也是 2021 年的一大看点，优质内容提供商的议价能力将继续提升。

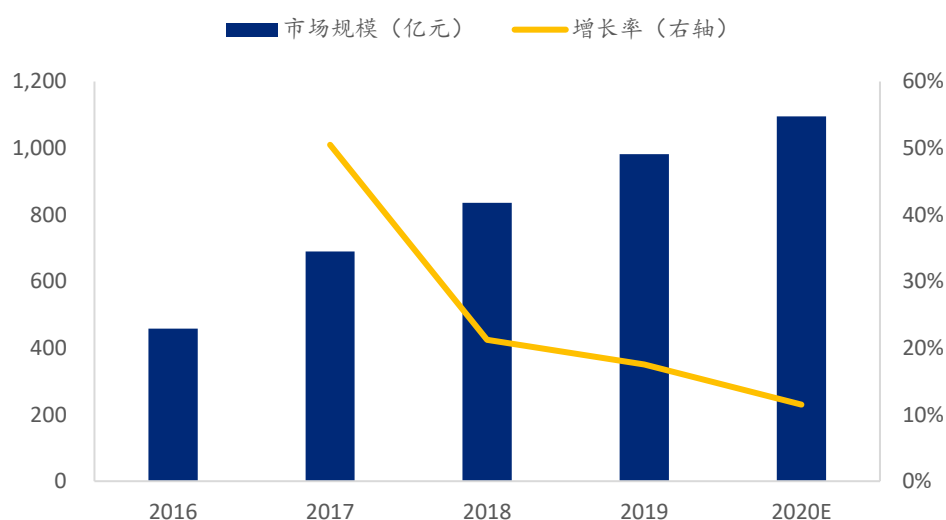
图表 17: 《原神》iOS 畅销榜排名 (2020.12.01)

中国	王者荣耀	原神	阴阳师	天涯明月刀	和平精英	梦幻西游	三国志·战略版	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀
中国香港	原神	ROK 地城谜踪	阴阳师	一拳超人	Garena 国际象棋	王者荣耀	王者荣耀	Pokémon GO	王者荣耀	王者荣耀
中国台湾	ROK 地城谜踪	王者荣耀	Garena 国际象棋	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀
美国	Cash of Claws	原神	王者荣耀	Pokémon GO	Candy Crush S...	Hemlockes	Cash of Claws	Dragon Ball	Call of Duty®	Angry Birds
日本	原神	王者荣耀	王者荣耀	Pokémon GO	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀
韩国	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀

资料来源: Appannie、浦银国际

电子竞技向传统体育项目发展是大势所趋。近日，“电子竞技员”国家职业技能标准即将出台，预示着电子竞技将进一步被大众所接受。各地也不断制定关于支持电竞的利好政策，将促进电竞产业的规范健康发展。目前电竞已经成功申请成为 2022 年亚运会比赛项目，电竞向传统体育项目发展是大势所趋。

图表 18: 中国电竞市场规模



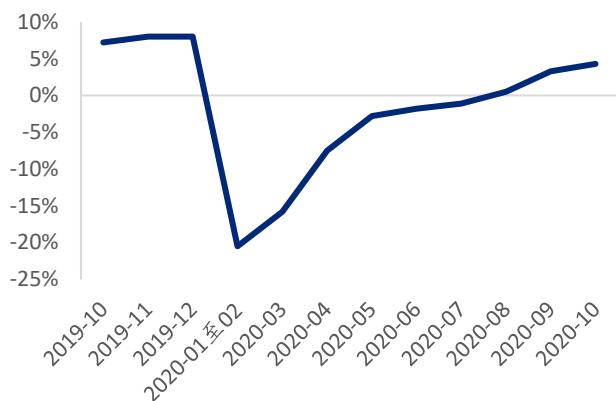
E=艾媒预测

资料来源: 艾媒、浦银国际

● 电商：直播带货或将有所降温，私域电商潜力巨大

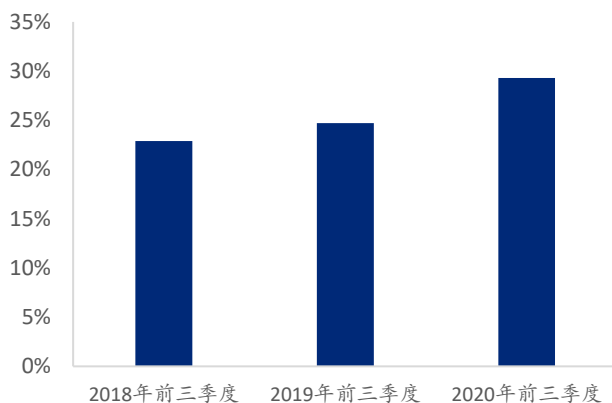
电商行业预计保持稳健增长。2020 年，直播电商和下沉市场成为推动电商增长的主要驱动。电商渗透率也逐步提升，从一季度的 22.9% 提升至第三季度的 29.3%。随着消费复苏，我们预计 2021 年电商行业维持 20%+ 的增速。

图表 19: 中国社会消费品零售总额同比变化



资料来源：国家统计局、浦银国际

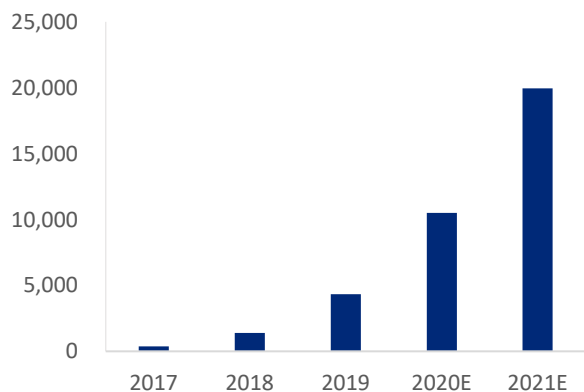
图表 20: 中国社会消费品零售总额-网上零售占比



资料来源：QuestMobile、浦银国际

直播带货风潮 2021 年或有所降温。今年双十一淘宝直播引导 GMV 同比翻番，商家自播带来的 GMV 同比增长超过 500%，直播商家覆盖数增长 220%，直播带货成为 2020 年电商领域最大风口。但同时，直播带货也还存在着不少问题，有近半数的从事直播带货的 MCN 机构仍处于亏损，厂商也面临高坑位费，低价和高退货率等问题。随着监管政策的出台，直播带货风潮或有所降温，也更利于行业的长期健康发展。长尾网红逐渐退出市场，带货流量或逐步向头部 KOL 或厂商自营集中。

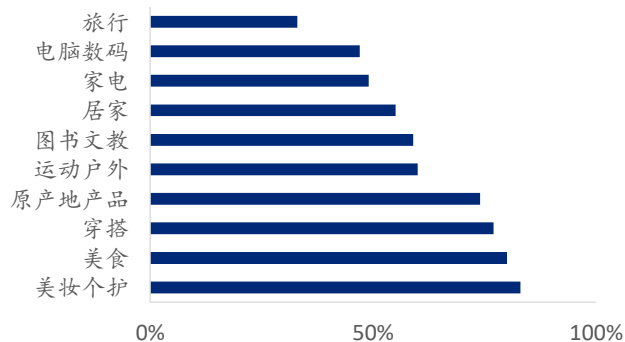
图表 21: 中国直播电商市场规模 (亿)



E=阿里研究院

资料来源：阿里研究院、浦银国际

图表 22: 直播电商各品类转化率

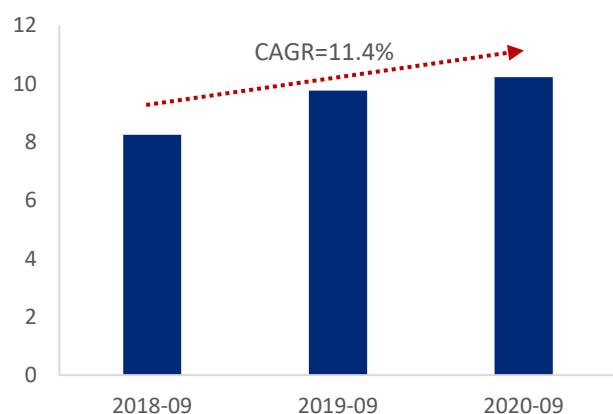


资料来源：DATA100、浦银国际

私域电商乘风而起，潜力巨大。随着互联网的人口红利逐渐减弱，互联网平台的公域流量的价格越来越贵。在这样的背景下，私域流量逐渐被商家所接受。私域流量可以反复触达和转化，从而降低单均成本。私域电商与传统电商的区别更像是专卖店和大型购物中心。由于强交互和高信任，私域流量商户的转化率会高于一般电商平台。此外，用户对品牌有一定认知，甚至是多次复购用户，方便商家进行更加精准的营销。

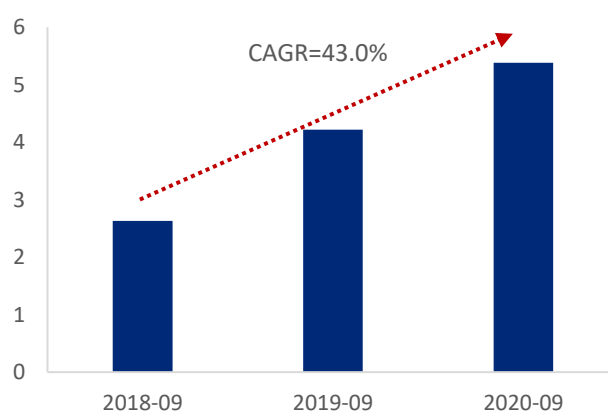
私域流量也并非适合所有商户，我们认为私域流量更适合已经具备一定客流基础，且属于相对高频消费的垂直细分领域，进而能够从收入端覆盖掉搭建和维护私域流量的相关成本开支。目前来看，私域流量还处于发展早期，其交易额在整体电商中占比仍较为有限，但未来增长空间巨大。

图表 23: 移动购物 APP 用户规模 (亿)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

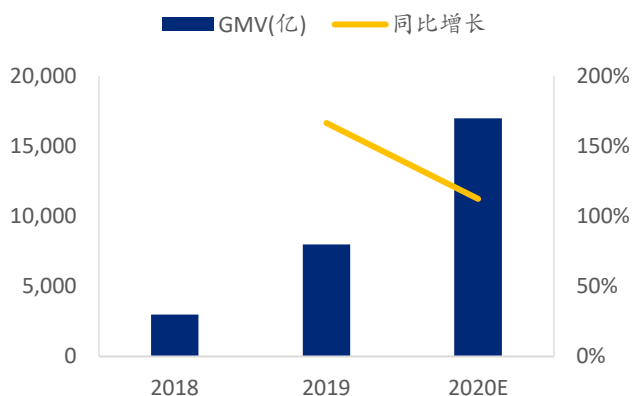
图表 24: 移动购物微信小程序用户规模 (亿)



资料来源: QuestMobile、浦银国际

今年 1 月至 8 月，受疫情影响，小程序实物商品 GMV 同比增长 115%。我们预计微信小程序电商 GMV 未来三年年均复合增长 80%。

图表 25: 微信小程序 GMV 保持快速增长 (亿)



E=浦银国际预测

资料来源: 微信公开课、浦银国际

图表 26: 小程序服务提供商微盟、有赞年初至今股价变动



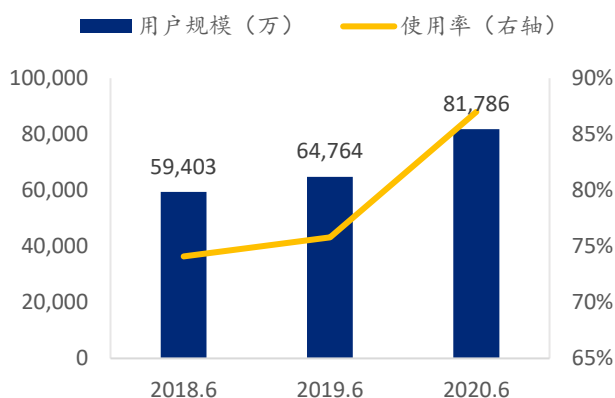
资料来源: FactSet、浦银国际

● 短视频：仍处于红利期，平台差异将逐渐凸显

视频号加剧行业竞争。根据 CNNIC，截至今年 9 月，我国短视频用户规模为 8.18 亿，较 3 月份增长 4461 万，占整体网民的 87%，渗透率仅落后于即时通讯。从竞争格局来看，头条系抖音和快手双雄争霸，而微信视频号的开通则加剧了行业的竞争。头条系和快手在用户规模上遥遥领先，视频号想要在短时间内赶超抖音快手，存在很大挑战。而视频号或将凭借社交关系链的差异化竞争，赢得一席之地。短视频领域，未来或出现多个巨头共存的格局，不同平台拥有各自的品牌调性。

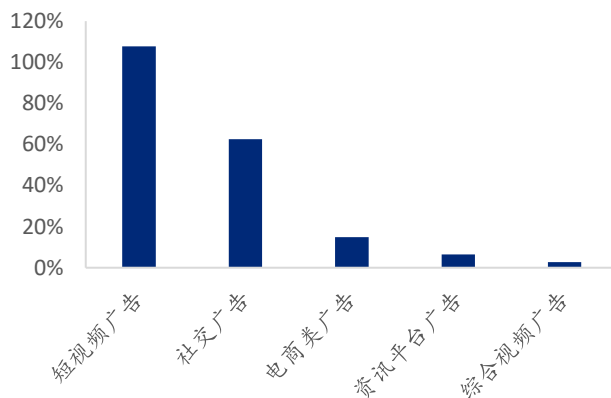
此外，随着快手已向港交所提交招股书，我们认为企业上市将为行业提供更加清晰的估值标杆。

图表 27：我国短视频用户规模



资料来源：CNNIC、浦银国际

图表 28：广告投放费用同比增长率（3Q20）

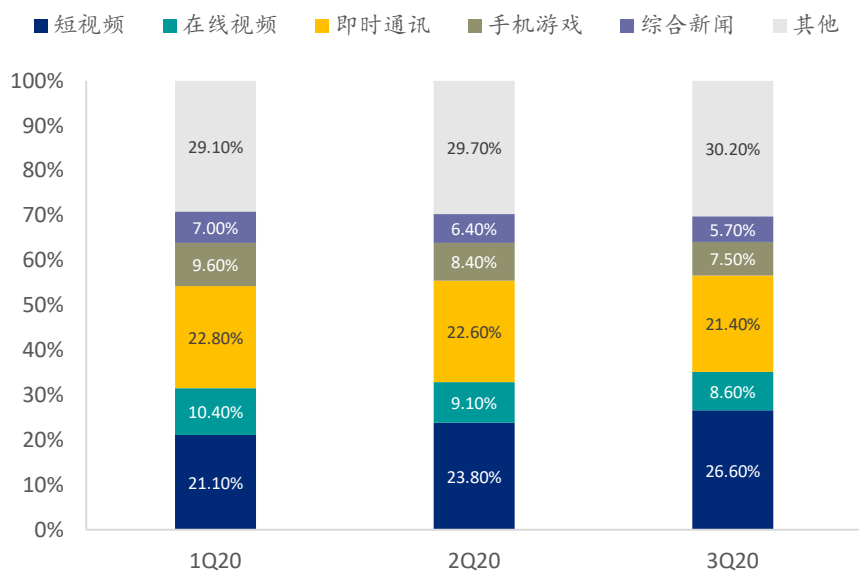


资料来源：QuestMobile、浦银国际

短视频加大变现力度，包括信息流广告、电商带货和直播打赏等。短视频用户时长占比仍在持续提升，根据极光大数据，截至今年三季度，时长占比已经达到 26.6%，领先于即时通讯 21.4%。

随着流量的汇集，短视频平台也成为互联网广告主的首选投放渠道之一。今年三季度，短视频广告投放费用同比翻倍。除了信息流广告，电商带货也增长明显。此外，短视频内嵌直播功能，也极大挤压了传统直播平台的生存空间。

图表 29: 用户时长占比



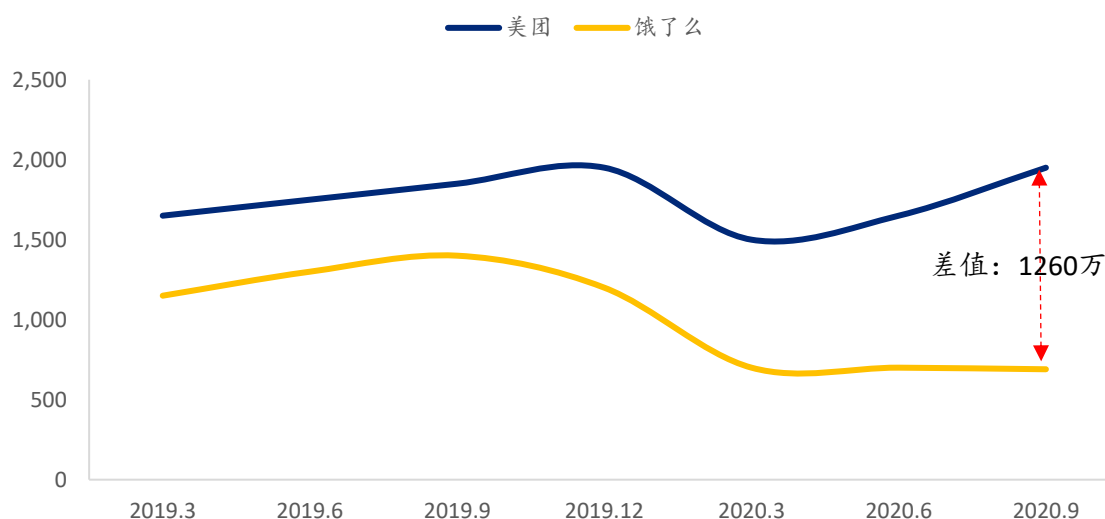
资料来源: 极光、浦银国际

● 本地生活：场景多元化，社区团购成为新战场

我国外卖行业的双寡头格局将持续：美团优势扩大

根据 Trustdata 数据，今年三季度，美团外卖在餐饮外卖市场的领先优势在继续扩大，相对于饿了么的用户规模差距增加至 1261 万。行业龙头地位进一步巩固。而对于近期的平台经济反垄断政策影响，明令禁止“二选一”等方式。我们认为各平台都会较为谨慎，大规模补贴发生概率不大，预计竞争格局将保持相对稳定。

图表 30：中国外卖市场——美团相对于饿了么的领先优势继续扩大（MAU）



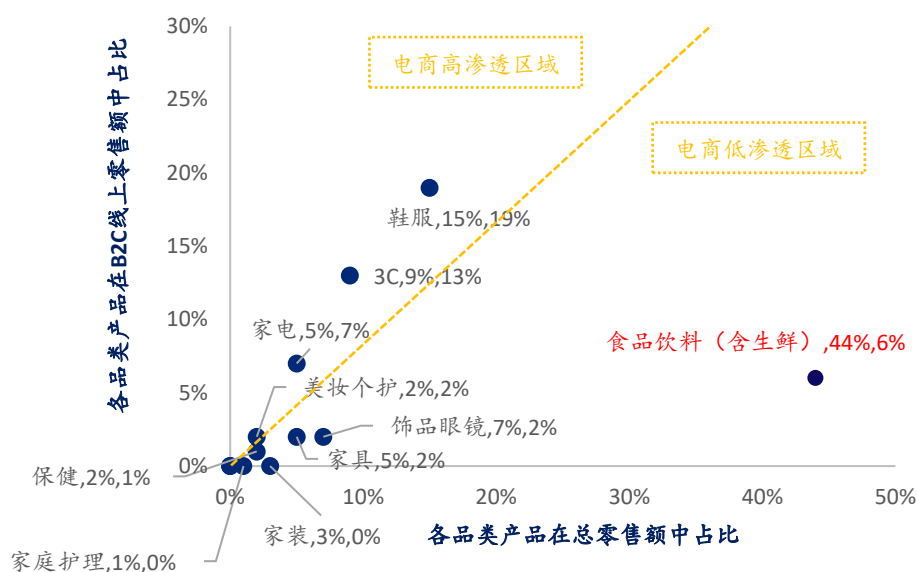
资料来源：Trustdata、浦银国际

非餐饮外卖成为新的增长点。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。非餐饮外卖同比增速远超过餐饮外卖的增速。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。我们认为非餐饮外卖将成为外卖行业新的增长点。

社区团购或成为 2021 年互联网巨头的新战场

潜在市场空间巨大，生鲜零售品类，高频刚需，有望成为外卖之后的下一个流量入口。根据欧睿数据，我国整个生鲜市场交易规模，已超 5 万亿，但线上渗透率却不到 5%，未来有很大增长空间。

图表 31:各品类产品线上渗透率



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

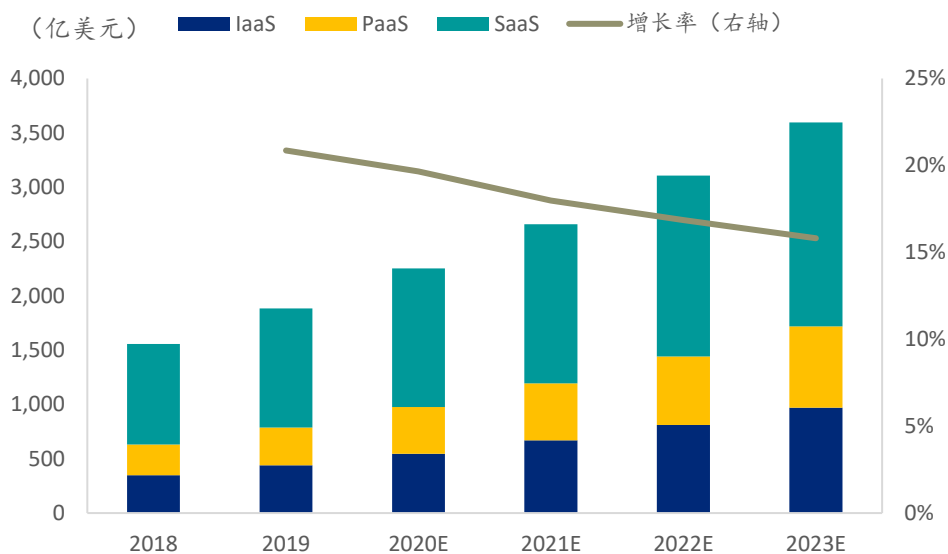
社区团购更易在低线城市迅速崛起。社区团购模式的目标用户更看重菜品的低价，实惠，因此该模式更容易在低线城市爆发。此外，社区团购也对上游的菜品供应链有很高的要求，更类似于 C2M (Customer to Manufactory) 模式。

竞争格局尚不明朗，更看好美团和拼多多。互联网巨头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，预计将开始新一轮补贴大战。至于谁能最后胜出，目前尚不明朗，我们更看好美团和拼多多。美团的优势在于城市覆盖广，强大的地推能力以及在 To B 供应链方面的运营经验。拼多多的优势在于社区团购的目标用户和其自身用户高度契合，模式也较为相近。

● SaaS：迎来爆发，更看好前端交易类 SaaS

SaaS 是全球云计算中最大的细分市场。根据 Gartner，全球云计算市场规模在 2019 年达到 1883 亿美元，同比增速 20.9%，其中 SaaS 的市场规模高达 1095 亿美元，占比达到 58.2%。Gartner 预计，SaaS 市场规模在 2019 至 2023 年将保持 14.4% 的 CAGR，到 2023 年 SaaS 市场规模将接近 1900 亿美元。

图表 32：全球云计算市场规模及增速



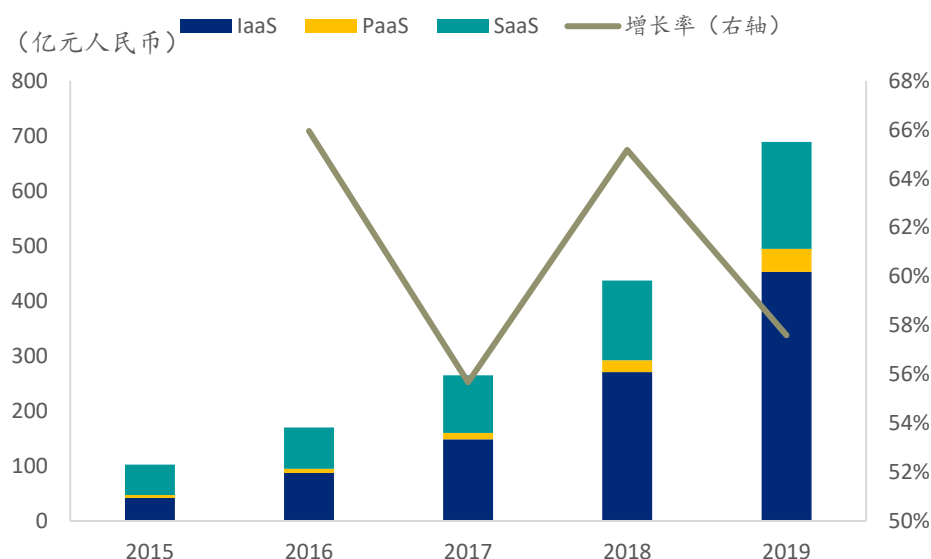
E=Gartner 预测

资料来源：Gartner、浦银国际

中国 SaaS 市场存在庞大的发展空间。根据中国信通院，2019 年中国公有云市场规模约 689 亿人民币，同比增长 58%。其中 SaaS 市场规模为 194 亿，同比增长了 34.2%，占中国公有云的市场规模较低，约为 28.3%。

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 33：中国云计算市场规模及增速



资料来源：信通院、浦银国际

疫情加速企业上云，SaaS 迎来发展机遇。传统软件通常需要较长时间进行本地部署，SaaS 可以快速启动。此外，SaaS 允许用户通过互联网连接并使用基于云的应用程序，提供完整的软件解决方案。服务提供商负责管理硬件和软件，并确保应用程序和数据的可用量及安全性。疫情期间，许多企业已将工作转到线上。例如，通过办公自动化、视频会议和电子合同等软件服务，在远程办公的形式下完成流程审批、协同编辑、于客户进行远程交流等工作，提高了远程办公工作效率。

SaaS 竞争格局分散，各细分赛道龙头涌现。相对于 IaaS 高度集中的竞争格局，SaaS 市场由于用户需求复杂且市场容量庞大，催生出了许多细分赛道，整体 SaaS 竞争格局相对分散。SaaS 逐渐由通用型转向垂直型发展，在不同行业中渗透，预计垂直行业中将持续涌现细分龙头。目前，在垂直型行业中，有专注于建筑行业的广联达，地产行业的明源云，餐饮行业的客如云，电商行业的有赞、微盟等。

相对于“节流”型，更看好“开源”型 SaaS。在 SaaS 赛道中，相对于提高效率，降低企业成本的“节流”型 SaaS，我们更看好与业务更接近，能为企业带来收入的“开源”型 SaaS。“开源”型软件中，例如有电商行业的有赞，可以帮助用户快速在网上开店，将直接为用户带来收入。由于中国市场对软件使用的付费意愿较低，我们认为短期内能为企业带来创收的“开源”型 SaaS 的机会更大。

图表 34: 互联网公司估值比较

股票代码	公司名称	行业	30/11/2020			市盈率			
			市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	年初至今 股价变动 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
700 HK EQUITY	腾讯	游戏	714,005	577.5	53.8	61.1	49.6	37.8	30.4
NTES US EQUITY	网易	游戏	62,448	90.4	47.4	45.8	26.3	24.7	21.2
3888 HK EQUITY	金山软件	游戏	6,906	39.0	93.8	197.6	733.5	9.9	31.6
777 HK EQUITY	网龙	游戏	1,224	16.9	(7.6)	35.0	9.0	10.5	8.2
799 HK EQUITY	IGG	游戏	1,271	8.0	42.6	6.9	8.5	6.1	7.2
平均					46.0	69.3	165.4	17.8	19.7
BABA US EQUITY	阿里巴巴	电商	712,556	263.4	24.2	51.8	47.2	35.0	26.5
JD US EQUITY	京东	电商	133,564	85.4	142.3	359.4	78.9	51.9	35.8
PDD US EQUITY	拼多多	电商	170,824	138.8	267.0	N/A	N/A	N/A	341.0
VIPS US EQUITY	唯品会	电商	17,299	25.5	80.2	41.9	25.5	19.9	16.2
平均					128.4	151.0	50.5	35.6	104.9
3690 HK EQUITY	美团点评	OTA/020	219,471	289.2	183.8	N/A	778.0	262.1	95.5
TCOM US EQUITY	携程	OTA	19,921	33.6	0.1	29.4	23.6	N/A	27.5
780 HK EQUITY	同程艺龙	OTA	4,073	14.6	4.1	24.4	17.5	26.8	14.1
平均					62.7	26.9	273.0	144.4	45.7
BIDU US EQUITY	百度	广告	47,406	139.0	10.0	14.1	21.1	15.5	14.2
WB US EQUITY	微博	广告	9,568	42.3	(8.8)	16.0	15.5	21.0	17.0
SOHU US EQUITY	搜狐	广告	721	18.4	64.2	N/A	N/A	N/A	19.8
SOGO US EQUITY	搜狗	广告	3,419	8.8	93.8	37.5	37.4	73.5	28.5
SINA US EQUITY	新浪	广告	2,588	43.3	8.5	14.6	14.9	19.5	17.0
平均					33.5	20.6	22.2	32.4	19.3
MOMO US EQUITY	陌陌	直播	3,001	14.4	(55.5)	6.0	4.9	8.2	6.3
HUYA US EQUITY	虎牙	直播	4,868	20.7	15.3	77.1	43.1	25.9	19.8
DOYU US EQUITY	斗鱼	直播	4,210	13.3	56.6	N/A	95.4	32.3	19.6
YY US EQUITY	欢聚娱乐	直播	7,213	89.1	68.7	12.0	21.2	21.7	17.4
3700 HK EQUITY	映客	直播	274	1.1	(5.4)	1.6	20.9	12.1	6.9
平均					15.9	24.1	37.1	20.0	14.0
TME US EQUITY	腾讯音乐	文娱	28,115	16.8	42.8	44.8	38.7	37.8	30.2
IQ US EQUITY	爱奇艺	文娱	16,404	22.4	5.9	N/A	N/A	N/A	N/A
BILI US EQUITY	哔哩哔哩	文娱	21,840	62.9	237.6	N/A	N/A	N/A	N/A
772 HK EQUITY	阅文集团	文娱	7,534	57.5	76.9	56.1	50.7	N/A	36.8
平均					90.8	50.5	44.7	37.8	33.5
1970 HK EQUITY	IMAX China	电影	615	13.7	(15.5)	13.3	14.1	N/A	15.5
1896 HK EQUITY	猫眼娱乐	电影	1,906	13.0	(9.3)	49.0	21.5	N/A	13.9
1060 HK EQUITY	阿里影业	电影	3,600	1.0	(24.1)	N/A	N/A	N/A	881.3
平均					(16.3)	31.1	17.8	N/A	303.6
DAO US EQUITY	网易有道	在线教育	3,326	29.8	111.4	N/A	N/A	N/A	N/A
GSX US EQUITY	跟谁学	在线教育	15,343	64.3	194.1	N/A	389.2	N/A	N/A
1797 HK EQUITY	新东方在线	在线教育	3,941	32.5	74.7	N/A	N/A	N/A	N/A
COE US EQUITY	51talk	在线教育	562	26.2	167.2	N/A	N/A	52.5	36.5
平均					136.9	N/A	389.2	52.5	36.5

E=Bloomberg 预测, 股价截至 11 月 30 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

覆盖公司

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 **335 港元**。我们预计 2021 年中国电商行业保持稳健增长; 云计算业务有望在本财年扭亏为盈。基于分部加总的目标价, 分别对应 34x 和 29x 的 FY2021E 和 FY2022E 市盈率。

美团 (3690.HK): 维持买入评级, 目标价维持 **326 港元**。外卖行业龙头地位依然稳固, 优势扩大; 看好在社区团购领域的优势。基于分部加总法的目标价, 分别对应 88x 和 56x 的 2021E 和 2022E 年的市盈率

同程艺龙 (780.HK): 维持买入评级, 目标价维持 **18 港元**。随着疫苗的推出, 旅游行业恢复确定性不断增强; 继续发力低线酒店业务。目标价分别对应 35x 和 19x 的 2020E 和 2021E 年的市盈率。

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。

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联属公司、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(腾讯控股 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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

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