证券研究报告：行业策略报告

增持（维持）

传媒互联网行业2021年投资策略

看好行业底部改善机会，把握短视频、游戏、电商、SaaS、潮玩等成长赛道

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖
执业证书编号：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：张飞鹏
联系邮箱：zhangfp@dwzq.com.cn

研究助理：李赛
联系邮箱：lis@dwzq.com.cn

2020年12月29日

核心观点

- 受疫情因素影响，传媒板块在2020年全年表现呈现出“前高后低”的走势，传媒（中信）指数在过去滚动一年时间内下跌4.7%，其中营销板块表现相对亮眼，上涨7.1%。从业绩上来看，行业整体收入增速在一季度基础上持续环比改善，趋势向好，但游戏板块受产品周期影响增速环比走低，营销板块增速持续改善。展望2021年，我们看好行业底部改善的投资机会，同时建议重点把握短视频、电商、游戏、SaaS、潮玩等新兴成长赛道：

- **1、游戏：把握板块底部区域布局机会，静待新一轮产品周期到来。**2020H2疫情红利消退，买量成本提升引发市场对eps下滑的担忧，A股公司部分头部产品上线延期，游戏板块出现深度回调，横纵向对标当前主要游戏公司估值处于历史低位。2021Q1起，腾讯、网易、三七互娱、吉比特等公司陆续进入新一轮产品周期，预计2021Q2、Q3陆续进入业绩释放期。推荐具备较强研发实力、注重品类多元化，同时在买量市场具备强竞争力的内容公司：三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技等。2）腾讯控股作为游戏行业护城河最高的领军者持续推荐。推荐具有优质分发渠道且在快速成长期的心动公司。建议关注祖龙娱乐、IGG。

- **2、SaaS：商家数字化转型正当时，SaaS厂商商业化提速。**1）传统电商平台流量红利殆尽，平台及商家转向存量市场争夺。国内目前私域电商GMV渗透率低于海外，从商家数层面看，私域平台商家数渗透也较低，私域流量电商有望迎爆发增长，预计私域流量电商SaaS（不包含增值服务）潜在市场规模为200-250亿。2）门店SaaS市场空间更为广阔，相比电商SaaS客户群偏中小商家，门店SaaS中大客户的需求较多，相比中小客，大客的流失率更低、粘性更强、ARPU更高。当前门店SaaS渗透率较低，未来增长驱动一方面来自于未进行数字化转型的商家进行数字化转型，另一方面来自于已进行数字化但未全部上云的商家进行更多的门店增购，量价均有提升空间，预计线下门店SaaS市场规模达1400-1600亿元。相关标的：微盟集团、中国有赞等。

- **3、电商：电商市场规模已度过快速增长阶段，但整体线上化率依然有提升空间，尤其疫情促进了用户网购习惯的养成，社零基本盘也在稳步增长，电商大盘预计将持续向上。**国内电商寡头竞争，用户已基本渗透完毕，基于用户需求差异化竞争。其中拼多多势头强劲，用户时长持续增长，人均时长已超过手淘app，购买频次和客单价显著提升，竞争力明显增强。京东经营状况持续好转基于扩品类带来的毛利率提升和物流利用率上升带来的履约费用率下降。阿里巴巴核心电商业务受到冲击，需密切关注边际变化，同时关注云计算业务增长，云计算业务有望为公司市值带来重估。小米集团智能手机业务已进入缺货状态，高端化进展成效显著，同时线下渠道积极推进，小米之家开店起量，公司国内手机市占率将有显著提升，推动公司业绩快速增长。

- **4、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时。**商业模式离交易端越近，变现的链条就越短，变现损耗就会更小；为用户提供服务的深度越深，变现能力就越强。支付业务是腾讯金融科技的主要业务构成部分，具有较大的利润弹性，有望推动公司未来3-5年的业绩快速增长。

核心观点

- **5、广告：广告大盘强势复苏，顺周期展现高弹性，品牌广告预算投放迎来拐点。**虽然效果广告在广告主预算中的比例快速增长，但广告价格也在快速提高，今年Q3以来，部分广告主开始将更多的预算转移至线下，品牌广告逐步复苏。此外，当前消费类广告主盈利处于新高状态，因此开始加大对品牌广告的投放。腾讯媒体广告收入及分众楼宇广告收入在Q3都迎来了显著反弹。推荐：分众传媒。
- **6、视频：广告仍有结构性增长红利，视频电商带来新成长。**视频在移动互联网用户的时长占比有望持续提升，预计将从2019年的29.7%提升至2025年的36.3%，增长将主要来自于短视频和直播，看好短视频广告营销市场的高增长。视频电商的发展不仅获益于电商模式从人找货到货找人的模式转换，也同样匹配了低线城市电商渗透的红利，视频逐渐成为平台进行商业变现的重要工具，内容视频化及电商直播化趋势明显。短视频领域建议关注即将上市的快手科技，当前公司通过产品更新及销售费用的投放，实现在用户市场份额上的提升，商业化方面，从打赏到广告及电商，公司基于短视频底层用户流量基础的商业化能力持续提升，看好公司收入的持续增长及盈利能力的提升，产业链机会建议关注星期六；中长视频维持推荐芒果超媒，公司在2020年12月正式上线视频电商平台——小芒电商，我们认为公司在PGC内容制作、阿里巴巴战略合作、品牌广告客户等方面拥有优势资源。
- **7、潮玩：行业发展红利明显，IP及渠道两端构筑成长护城河。**中国潮流玩具市场成长可期，2019年全球潮流玩具市场规模198亿美元，5年CAGR为22.8%；2019年中国潮流玩具市场规模为207亿，5年CAGR为34.6%。在消费者不断突破和支付意愿不断提升情况下，中国潮流玩具市场将进入快速增长期。我们认为潮玩行业未来护城河将主要体现在：1）掌握优质IP资源；2）具有“IP设计”——“产品生产”——“销售设计”全产业链布局能力。建议关注港股泡泡玛特。
- *风险提示：疫情影响超预期，市场系统性风险，宏观经济超预期下行，行业政策风险等。*

目录



1、回顾：疫情导致指数前高后低，整体收入增速环比持续改善

2、游戏：把握板块底部区域布局机会，静待新一轮产品周期到来

3、SaaS：商家数字化转型正当时，SaaS厂商商业化提速

4、电商：用户红利见顶，京东效率改善明显，疫情促进拼多多用户留存

5、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

6、广告：大盘强势复苏，品牌广告走过低迷迎来曙光

7、视频：广告仍有结构性增长红利，视频电商带来新成长

8、潮玩：行业发展红利明显，IP及渠道两端构筑成长护城河

9、风险提示

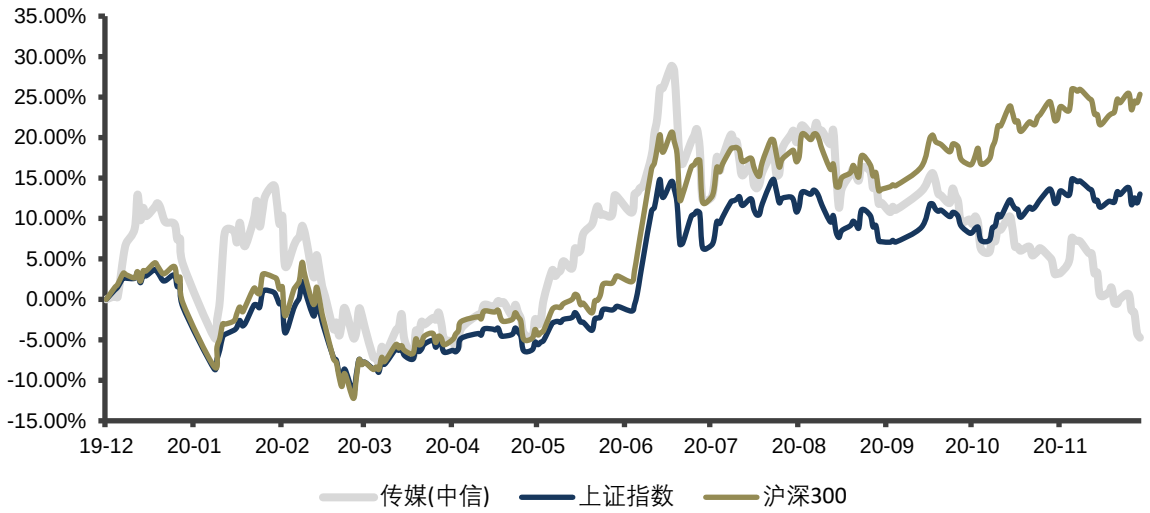
1、回顾：疫情导致指数前高后低，整体收入增速环比持续改善

1.1、指数全年表现前高后低，营销板块表现最优

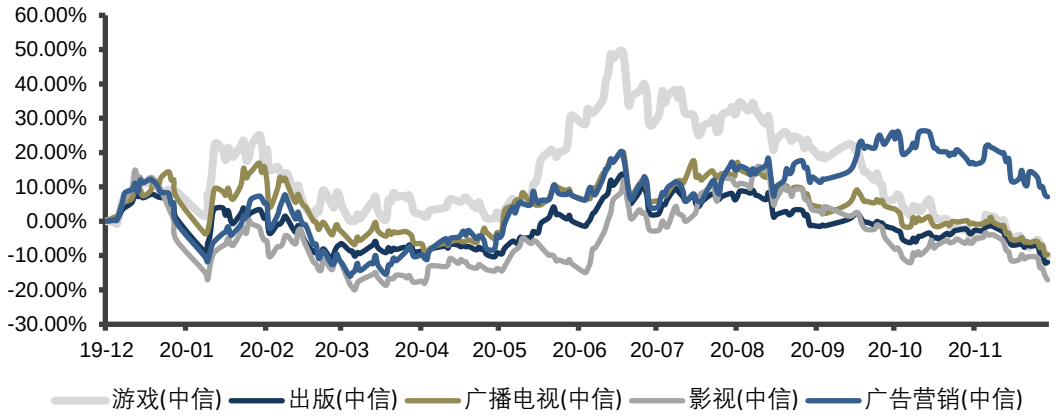
2019年12月7日-2020年12月7日，传媒（中信）指数下跌4.74%，受到疫情影响，传媒板块在2020年全年表现呈现出“前高后低”的走势。疫情对板块的影响主要体现在：1）上半年，受疫情影响居家时间变长，文娱消费维持高景气，叠加产品周期及爆款驱动等，业绩增速亮眼，指数有明显相对收益；2）下半年，疫情好转后，Q3在线经济营销费用普遍拉高，叠加产品延期导致的收入增速环比下滑，行业指数承压。

营销板块表现最优，2019年12月7日-2020年12月7日，广告营销指数上涨7.1%，其他主要细分板块指数均出现一定程度下跌；从上、下半年来看，上半年游戏指数表现最优，下半年行业增速环比出现一定幅度下滑，导致指数出现回调。

图表1：传媒指数全年呈现出前高后低走势



图表2：传媒细分板块指数过去一年涨幅情况



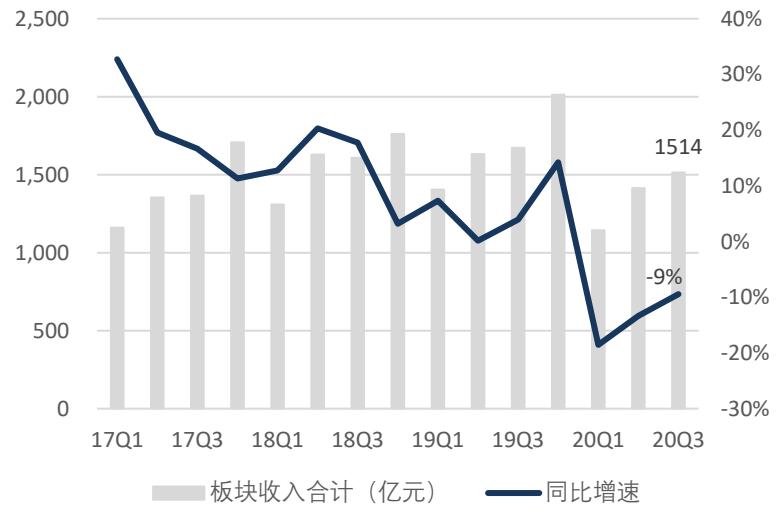
资料来源：wind，东吴证券研究所

1.2、收入增速环比回暖，行业内部分化

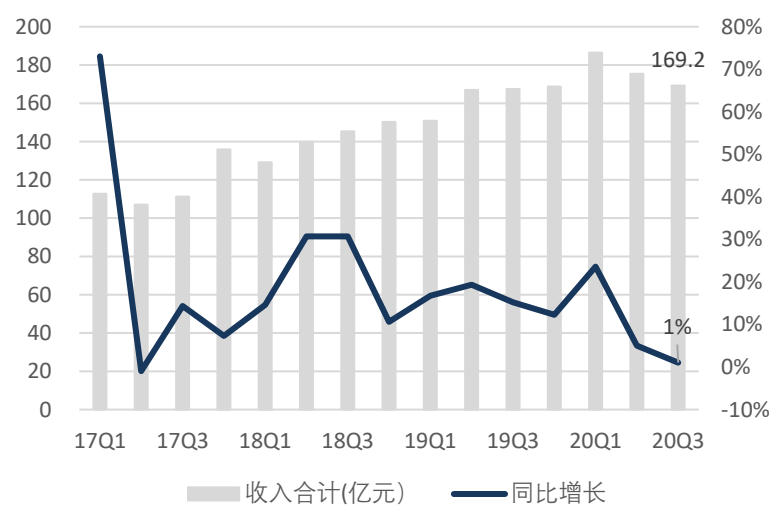
从业绩上来看，行业整体收入增速在一季度基础上持续环比改善，三季度，细分板块中出版、游戏、营销板块收入实现正增长，影视、广电及互联网服务仍有下滑。利润方面，行业Q3合计实现归母净利润110亿元，同比增长3%，其中出版、游戏、营销及互联网服务板块实现正增长，营销板块同比及环比均有明显增长领衔行业复苏，影视动漫、广电板块利润仍有下滑。主要板块情况：

- 游戏板块上市公司20Q3收入达到169亿元，同比增长1%，收入增速环比有所下降。龙头企业中，完美世界收入同比增速较高，三七互娱、昆仑万维收入同比有所下滑。
- 营销全行业在20Q3实现收入456.5亿元，同比增长3%，行业分化明显，蓝色光标、分众传媒等营销龙头企业表现优于行业整体水平。

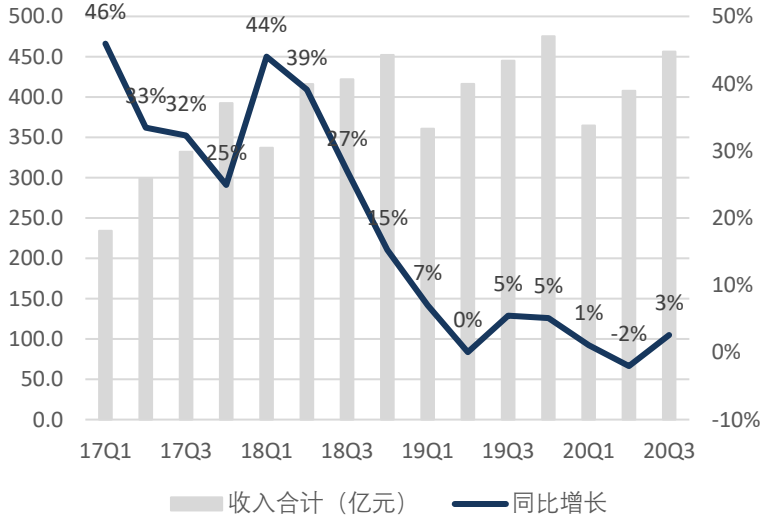
图表3：行业整体收入及同比增速（亿元）



图表4：2017Q1至今游戏版块季度收入同比增速



图表5：2017Q1至今营销版块季度收入同比增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

2、游戏：把握板块底部区域布局机会，静待新一轮产品周期到来

2.1、疫情红利后板块eps与估值下修，行业指数大幅调整

■ 我们将游戏行业指数分为四个阶段：

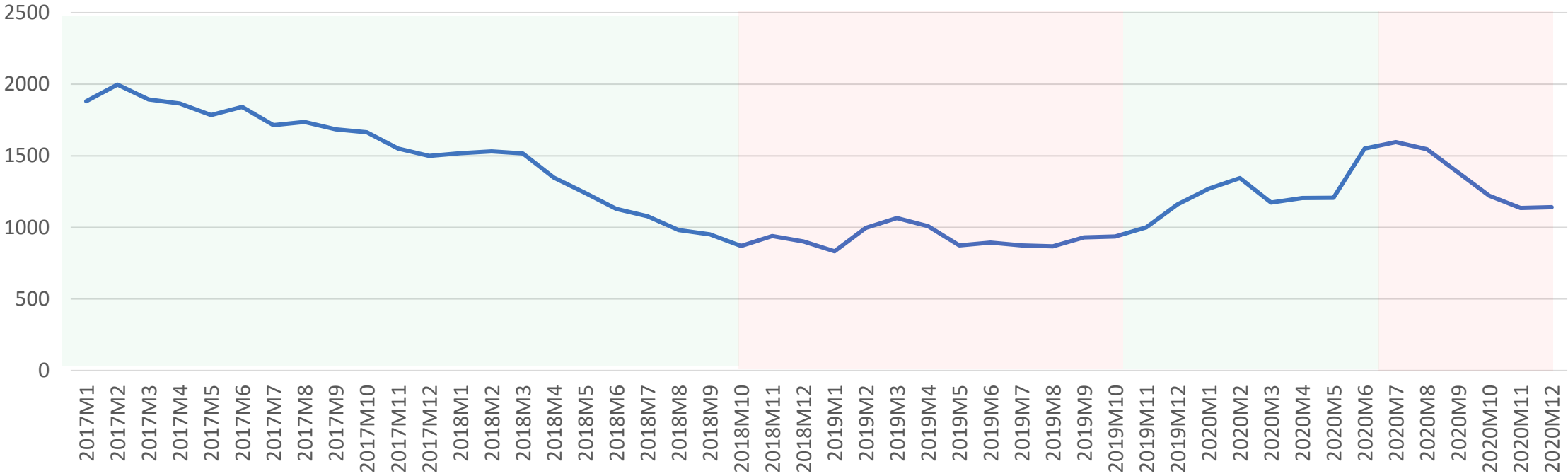
1）2017M1-2018M9，行业增速放缓叠加2018年版号停发影响，2018年手游行业增速由2017年42%下滑至15%，行业指数处于下行阶段；

2）2018M10-2019M10，版号恢复发放，行业增速恢复至18%，行业指数处于盘整阶段；

3）2019M11-2020M7，随着行业持续恢复及疫情催化，游戏行业指数进入了新一轮加速上升阶段，2020H1行业增速上升至33%；

4）2020M7-至今，疫情红利消退，买量成本提升引发市场对eps下滑的担忧；A股公司部分头部产品上线延迟致Q3业绩不达预期；叠加今年高基数背景下对明年上半年增速信心不足，游戏板块出现深度回调，龙头公司动态市盈率重回15-20x。

图表6：游戏（中信）指数单月变化

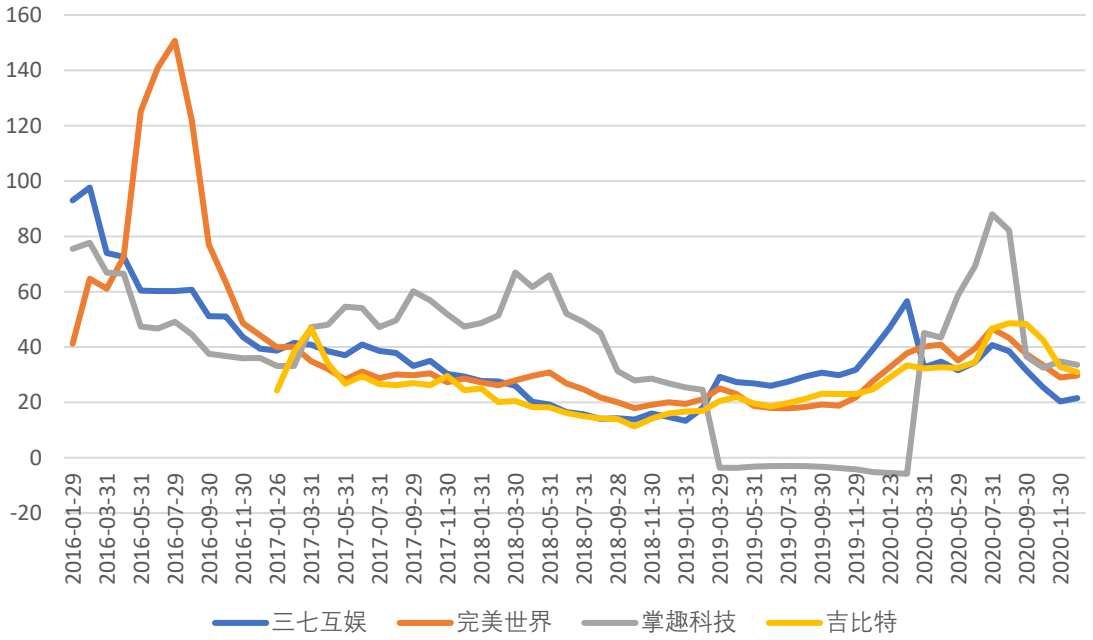


资料来源：Wind，东吴证券研究所整理

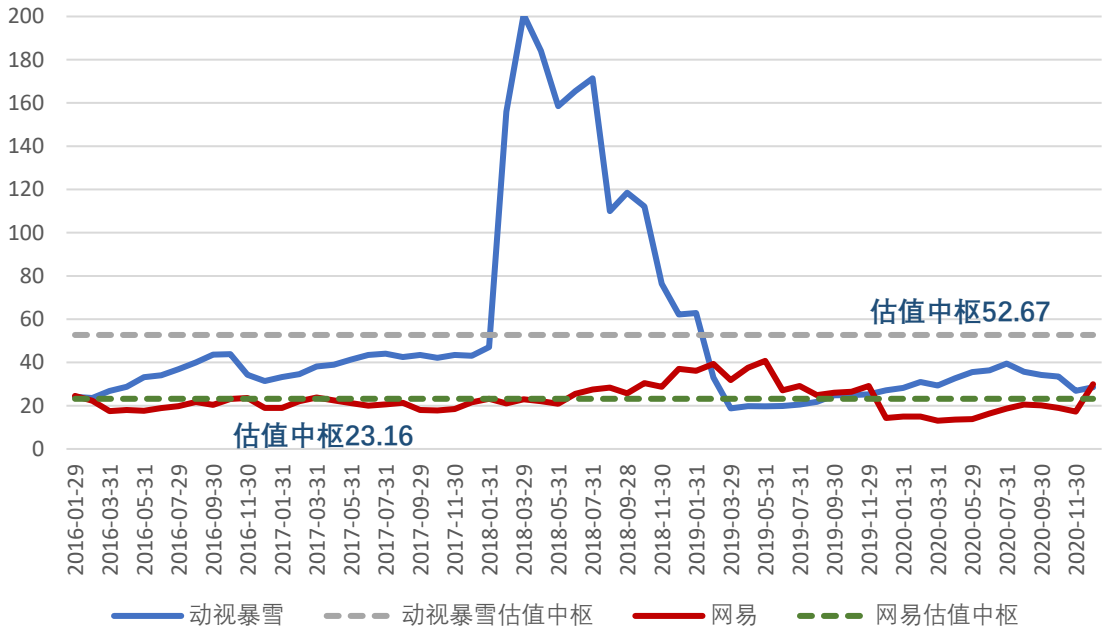
2.2、横纵向对标，当前主要游戏公司估值处于历史低位

- 复盘历史估值，目前主要游戏公司估值均处于历史低位，三七互娱、完美世界（剔除资产减值损失影响）PE(TTM)约20x，吉比特、掌趣科技PE(TTM)约25-30x，其中掌趣科技预计21年动态PE约15X。可以看到当前主要公司估值仅高于2018M6-2019M2阶段，但行业景气度及公司基本面均好于18年底水平。
- 对标海外标的，动视暴雪过去五年估值中枢（PE-TTM）约53X，最新PE（TTM） 30X；网易过去五年估值中枢（PE-TTM）约23X，最新PE（TTM） 28X（截至12.16）。

图表7：A股主要游戏公司2016年起至今PE-TTM变化



图表8：动视暴雪、网易2016年起至今PE-TTM变化

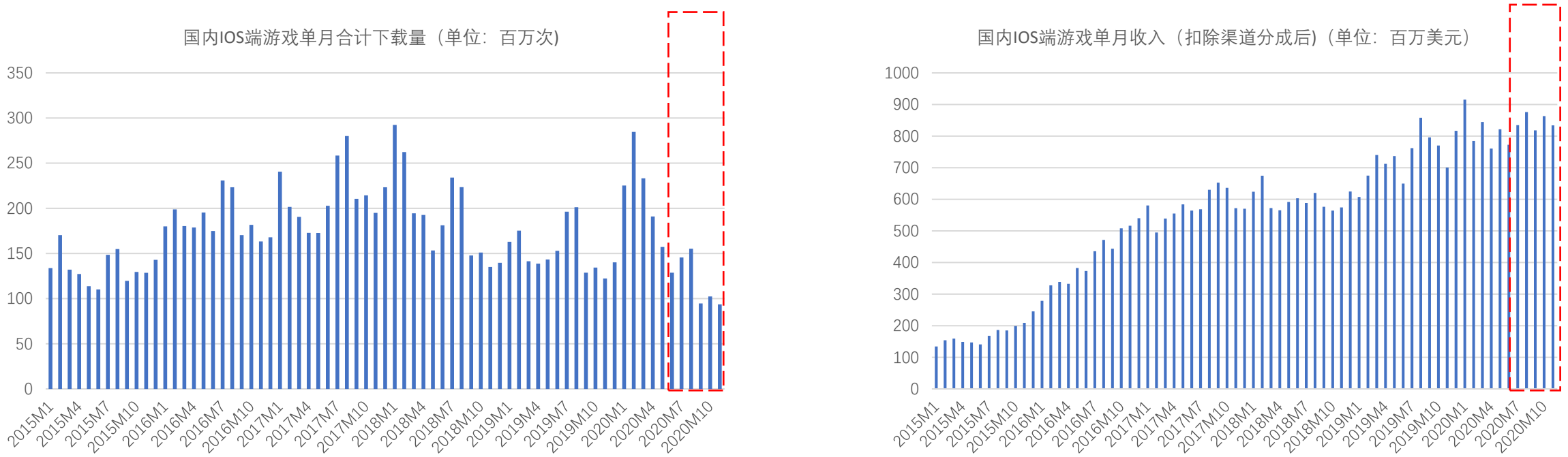


资料来源：Wind，东吴证券研究所整理

2.3、疫情红利消退后，增量用户实现转化，行业收入企稳

- 观察2020年行业数据， 疫情之后国内iOS端手游发行商单月下载量数据虽然出现了较为明显的下滑；但收入数据表现稳定，2020M10-M11手游发行商单月收入相比疫情高峰期略有下滑，但同比仍增长15.40%。
- 手游行业老产品流水韧性较强，且Q3上线部分新游表现较好（《最强蜗牛》《原神》《万国觉醒》等）。这表明疫情之后新增用户虽然减少，但疫情期间进来的新用户产生了较好的付费转化，同时手游行业有较强的供给决定需求特征，我们认为在明年行业新游大作储备丰富情况下，不必过分担忧明年的增长。

图表9：2015.1月-2020.11月国内IOS端游戏单月合计下载量及发行商收入（单位：百万次/百万美元）



资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

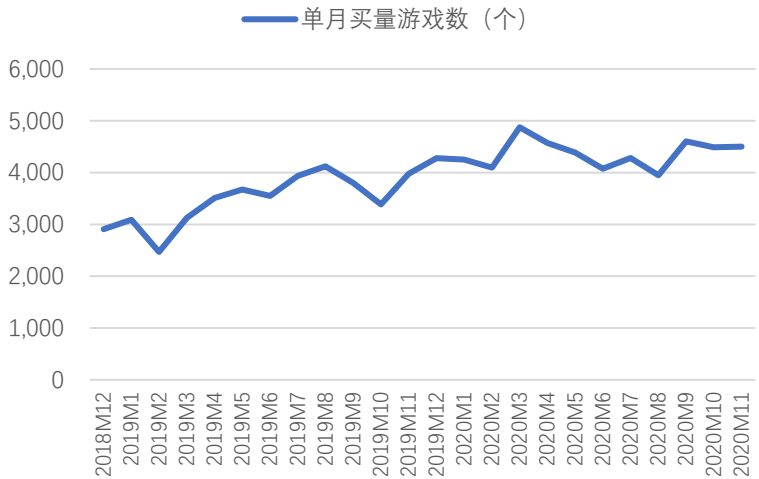
2.4、行业买量思考：换皮流打法退出，大厂入局，买量生态注重长线运营

- 买量主体变化：版号限制与流量价格抬升下，短平快换皮流打法退出；同时正规军开始进入买量市场，网易、阿里、完美、莉莉丝等加大买量投入，推升流量成本，中长尾厂商逐渐退出。
- 买量产品：在版号限制及流量竞争加剧背景下，厂商开始注重单款产品的长线生命周期运营，买量产品玩法创新与精品化趋势明显。
- 买量素材：买量市场逐步成熟，玩家品味升级，为提高买量效率且控制成本，厂商深耕素材创意，提高素材转化率，素材消耗周期明显加快。

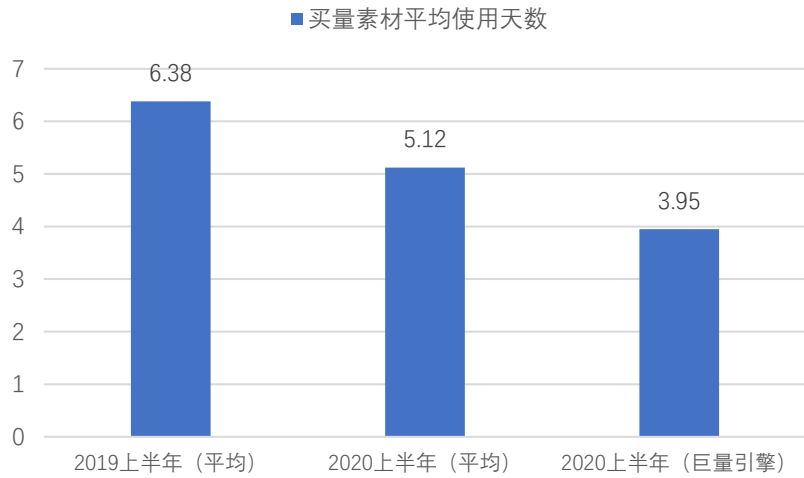
图表10：腾讯、网易、阿里参与买量游戏（部分）



图表11：参与买量游戏数变化



图表12：买量素材消耗速度（单位：天）

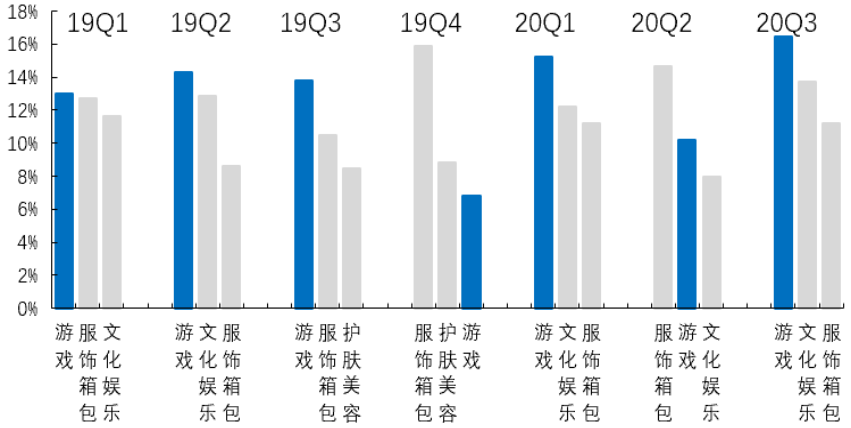


资料来源：App growing，Dataeye，东吴证券研究所

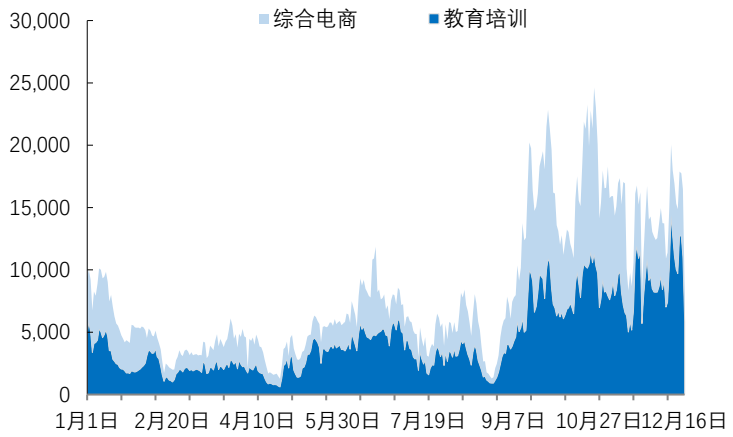
2.5、行业买量思考：买量市场竞争激烈，如何解读流量成本上升

- 短期看，受新游供给增多及其他行业冲击影响流量价格抬升，疫情催化了在线教育红利，我们观测到今年开学季后在线教育加大了买量投入，同时Q3-Q4为传统电商买量旺季，推动整体流量价格上涨；但长期看游戏行业是买量市场占比较大的稳定参与者，预计随着特定节日/一级市场融资风口过去，流量价格将回归正常，但长期向上趋势不可逆。当前互联网用户红利已经消退，未来广告资源的增加更多依靠用户时长的缓慢提升与平台广告加载率的增加。
- 手游ARPU在过去几年持续提升，除18年外均保持双位数增长，表明单用户贡献收入也在持续增长，我们认为更应关注流量成本上涨背景下产品投资回报率的变化。

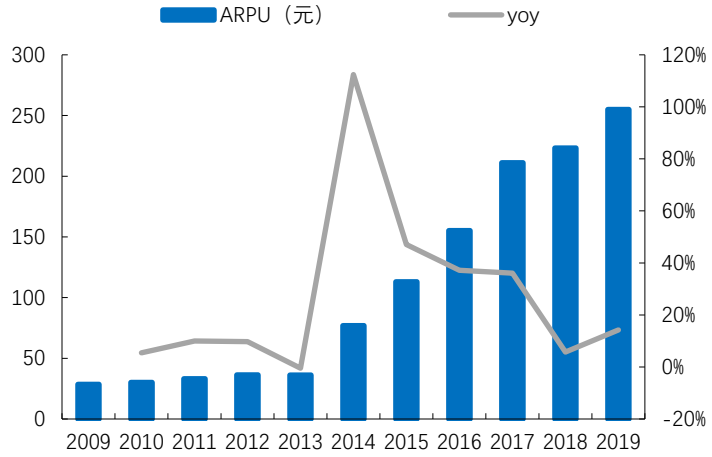
图表13：巨量引擎广告投放量行业分布占比



图表14：2020年巨量引擎综合电商和教育培训广告投放量（条）



图表15：2009年至今中国手游市场ARPU增长情况(元，%)

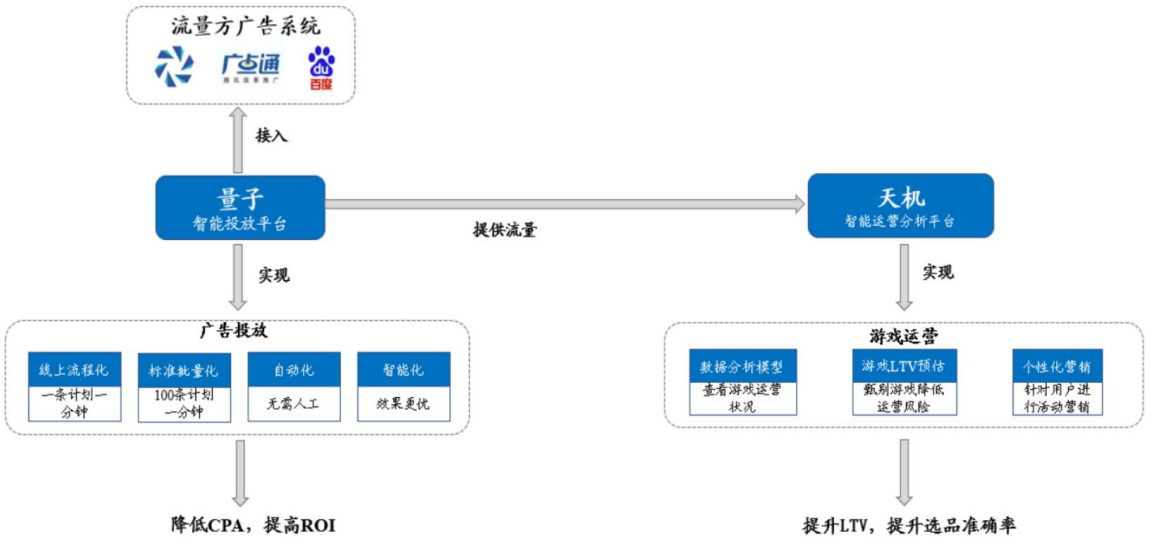


资料来源：App Growing，游戏工委，东吴证券研究所

2.6、提升ROI路径：前端降低用户获取成本，后端提升用户LTV

- 前端两条主线降本增效：一是买量环节的智能化、精细化整合，包括素材投放、数据监控自动化处理以及渠道选择、用户定向、素材投放的精细化，降低买量成本，提升投放效率；二是买量素材的创意化，素材是用户转化的基础，创意素材提升点击率，同时也是提升流量竞争力（提高广告竞价eCPM）的重要途径。
- 投放技术升级 — 媒介方：巨量引擎等已开放 Marketing API，广告主接入 API，高效开展广告投放；厂商：三七互娱“量子”智能广告投放系统实现7*24h自动化广告投放，控制CPA（单次投放成本）；“天机”系统实现游戏智能化运营分析，有效提高用户粘性，提升LTV。
- 创意化素材成为买量核心竞争力。以行业标杆三七互娱为例， 2018 年前即建立了国内领先的手游视频部门，该部门主要为公司抖音买量进行创意视频素材制作，公司拳头产品《精灵盛典》的相关宣传素材画面表现、创意均具有较高水平，买量效果显著。

图表16：三七互娱“量子”和“天机”系统



图表17：《精灵盛典》广告素材（素材创意）



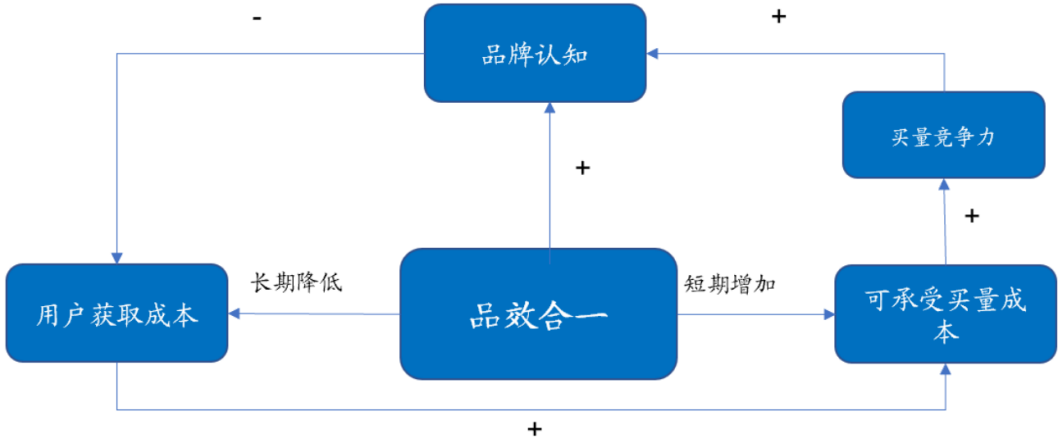
资料来源：三七互娱投资者交流会，巨量引擎，东吴证券研究所

2.7、提升ROI路径：前端降低用户获取成本，后端提升用户LTV

品效合一买量打法，长期降低单用户获取成本

- 品效合一打法作为买量方式的新尝试，既强调品牌营销又关注转化效果。品效合一打法下，厂商通过买量与品牌活动不仅获取流量，也达到品牌曝光的效果，占领用户心智，用户未来或更倾向于选择熟悉的厂商或游戏。短期看，厂商可承受更高的流量价格，提高买量市场竞争力；长期看，通过在玩家心中建立品牌认知，降低用户获取成本。
- 目前阿里、完美、三七等厂商均已在进行相关尝试。腾讯旗下《天涯明月刀》于10月16日正式上线，其不仅进行大规模极具创意和话题度的买量，还围绕“天刀”IP进行持续推广，包括推出华服文创登陆顶级时装周，与中国邮政、贤合庄等众多品牌联动等，持续扩大品牌影响力。

图表18：品效合一买量打法



资料来源：东吴证券研究所绘制

图表19:《天涯明月刀》华服文创秀



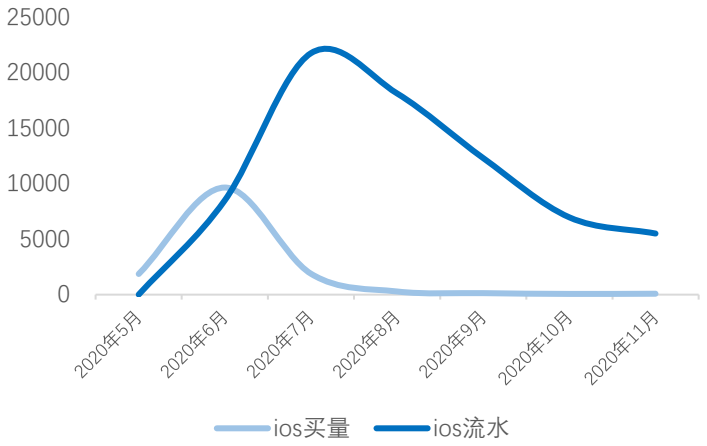
资料来源：DataEye，东吴证券研究所

2.8、提升ROI路径：前端降低用户获取成本，后端提升用户LTV

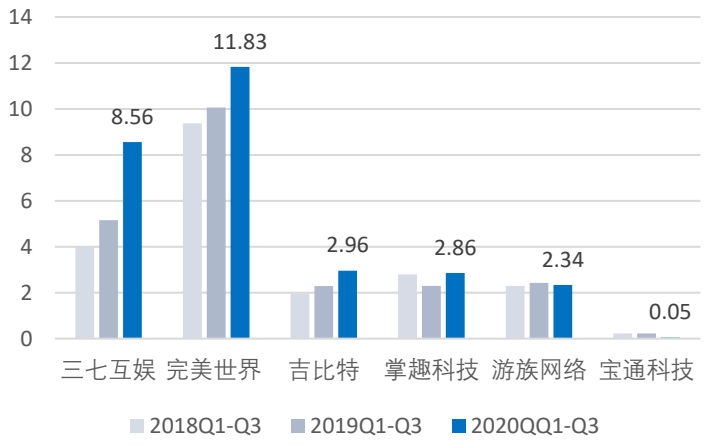
以创新、优质的产品以及有效的用户维护提高用户转化，提升LTV

- 创新玩法和优质产品在用户获取、留存、付费及生命周期等指标方面表现更优，前端更吸量，降低用户获取成本，后端具备更高的LTV，同时更高的产品预期回报可以实现更高的出价争夺市场优质流量，从而反哺买量竞争力，实现较高的ROI。以《最强蜗牛》为例，其虽前期买量投入较大，但凭借创新的玩法及画面风格，保持了较高的 ROI 水平。
- 买量市场优势更多表现为时间优势和规模优势，具备价值，但壁垒并非不可逾越，而研发能力是游戏公司的核心竞争力。近些年来游戏公司重视研发，研发投入及人员数量均保持增长，推动行业向精品化方向发展。
- 关注具备较强研发实力、注重品类多元化，同时在买量市场具备强竞争力的优质公司，包括三七互娱、吉比特、完美世界、掌趣科技等。

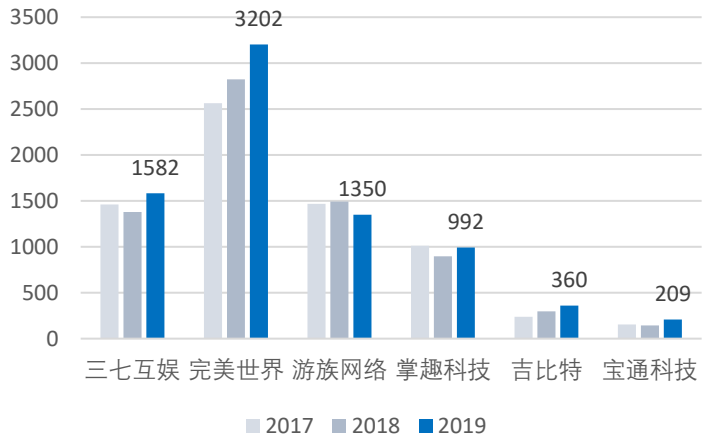
图表20：《最强蜗牛》iOS 端买量投入与流水情况预估（单位：万元）



图表21：A股主要游戏公司研发投入（亿元）



图表22：A股主要游戏公司研发人员数量（人）



资料来源：Sensor Tower，App Growing，Wind，东吴证券研究所

2.9、他山之石：复盘动视暴雪股价，产品周期是重要催化因素

■ 通过复盘动视暴雪股价发现，公司股价的每一轮上涨都与重点新游上线密切相关，产品周期是公司股价的重要催化剂。

图表23：动视暴雪股价复盘



资料来源：wind，东吴证券研究所

2.10、各大厂迎来新一轮产品周期

- 2021Q1起，腾讯、网易、三七互娱、吉比特等公司陆续进入新一轮产品周期，其中不乏明星IP游戏，考虑新品上线营销费用前置，预计2021Q2、Q3陆续进入业绩释放期，产品上线预计是公司股价的重要催化机会。

图表24：2021年重点新游列表

公司	游戏	游戏类型	预约数	评分	自研/代理	是否有版号	上线时间
腾讯	使命召唤	射击	6465万	8.8	自研	有	2020.12.25
	英雄联盟	MOBA	-	9.5	自研	有	2021
	地下城与勇士M	动作	4000万	-	自研	有	2021.8.12
	梦想新大陆	回合制	800万	8.9	代理	有	2021Q1
网易	天谕	RPG	121万	9.0	自研	有	2021.1.8
	机动都市阿尔法	动作射击	55万	8.6	自研	有	2021
	哈利波特：魔法觉醒	RPG	49万	6.1	自研	有	2020年底/2021
完美世界	梦幻新诛仙	RPG	520万	8.5	自研	有	2021年H1
	幻塔	MMORPG	342万	9.0	自研	无	2021H1
	战神遗迹	RPG	2万	8.9	自研	有	2021
吉比特	摩尔庄园	休闲	530万	9.6	代理	有	2021年1月末
	一念逍遥	放置	13万	7.4	自研	有	2021.2.1
三七互娱	斗罗大陆3D	ARPG	-	-	自研	无	2021H1
	荣耀大天使	暗黑MMO	300万	8.8	自研	有	2021.1.7
	一千克拉女王	女性向	1500	9.2	代理	有	2021H1
B站	终末阵线：伊诺贝塔	弹幕射击	34万	8.8	代理	有	2021H1
掌趣科技	全民奇迹2	MMORPG	2000	-	自研	有	2021Q1
	黑暗之潮	MMORPG	4000	8.7	自研	有	2021H1
心动公司	人类跌落梦境	休闲益智	707万	8.6	代理	有	2020.12.17
	泰拉瑞亚	沙盒	51万	9.8	代理	有	2021

资料来源：游戏官网，TapTap，东吴证券研究所整理　注：官网无预约信息的产品预约数来自Tap Tap；评分来自Tap Tap

2.11、云游戏不断推进，精品内容需求增加，助力行业估值提升

- 云游戏不受终端、内存等限制，呈现出即点即玩的特点，游戏获取门槛降低，游戏内容和玩法重要性提升；用户获取门槛降低+更优的游戏体验，将拓宽用户边界，实现用户规模与arpu的共同提升。随着云游戏逐步落地，将为研发商在云游戏时代核心IP再次移植变现打开空间，而游戏平台依靠优质内容驱动，优质游戏研发商在行业爆发期溢价能力将显著提高。
- 头部厂商加速布局云游戏，云游戏产品正逐步兑现，完美世界（《新神魔大陆》）、三七互娱（《永恒纪元》）都已发行首款云游戏，同时积极探索原创云游戏增量。此外云游戏平台与终端合作加快，腾讯START云游戏于12月12日正式上线TV版，微软Xbox云游戏将在2021年春季进入iOS移动设备和Windows PC。

图表25：各云游戏公司收费模式及产品特点

所属公司	华为	网易	腾讯云	动视云	海马云	NVIDIA	GOOGLE
平台	华为云电脑	网易云游戏 BETA	START	格来云游戏 Cloud Games 云端超级游戏主机	集游社 海马云出品	NVIDIA GEFORCE NOW	STADIA
上线时间	2018.6	2019.11	2019.3	2014.05	2018	2015	2019.11
覆盖终端	移动端	PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	主机端、PC端、移动端
收费模式	订阅制+时长制	目前免费	目前免费	订阅制+买断制	时长制+广告费	时长制	订阅制
收费情况	包月：经济型29.80元/月，标准型59.8元/月； 按需：经济型2元/小时，标准型：4元/小时，游戏型：8元/小时	目前C端用户免费使用，后续收费模式不明	目前处于内测阶段，C端用户免费使用，后续收费模式不明	永久套餐：基本位于150-300元 包月套餐：基本位于25-50元 包周套餐:基本位于10-25元 包天套餐：基本位于5-15元 会员：包月VIP23.9元，三个月VIP70元，六个月VIP136元，包年VIP258元，可获得云贝返还，可用于购买云贝支持游戏，享受排队优先级、1080超清画质等特权	云玩1小时1元，云玩5小时3元，云玩10小时6元，游戏开始前有广告展示	点数购买：25美元2500点（初始免费送1000点） 点数消耗：GTX 1060系统每分钟消耗2点，GTX 1080系统每分钟消耗4点。	每月服务费为10美元（约人民币70元）。 “创始人”版售价130美元（约人民币920元），包括3个月的高级服务，3个月过后每月服务费10美元

资料来源：各公司官网，东吴证券研究所梳理

2.12、三七互娱：研发实力持续提升，品类扩充逻辑逐步验证

- 目前公司研发人数已超2000人，目标到2023年研发团队人数升至4000人，致力于开发更多多元品类优质产品，包括回合制、卡牌、SLG、FPS、女性向、模拟经营等，并将在技术和美术品质方面加大投入。为此在研发制度层面作出变革：尝试自下而上立项，盈利不再是第一KPI，会根据产品创意、品类开拓等更多指标来设定激励，同时把技术、运营、美术能力整合到中台当中。目前有50%的研发产品储备来自非传统ARPG，包括：卡牌RPG《斗罗大陆3D》（采用UE新引擎，美术品质超过以往所有产品）、轻度SLG、多文明题材卡牌、不逼氪的传统ARPG、美漫风格FPS、女性向模拟经营等。另外重点产品《荣耀大天使》定档 1 月 初，预计将稳固业绩基本盘。
- 近期公告现金收购发行子公司三七网络剩余20%股权，一方面完成对发行条线核心高管的激励与绑定，另一方面根据业绩承诺，若收购完成预计对明年归母净利润增厚至少2.88亿，此外公司定增已获证监会审批，将为持续提升研发实力与布局云游戏储备弹药。

图表26：三七互娱新游列表

游戏	上线时间	类型	自研/代理
斗罗大陆3D	2021H1	卡牌	自研
荣耀大天使	2021.1.7	MMO	自研
代号JZ	-	仙侠	代理
代号XN	-	仙侠	代理
代号RS	-	模拟经营	代理
代号GC	-	MMO	代理
一千克拉女王	-	女性向	代理
游戏	发行地区	类型	自研/代理
代号ZG	海外	经营模拟	-
代号FRZ	海外	SLG	-
代号FO	海外	SLG	-
代号OX	日本	卡牌	-
代号GM	海外	休闲RPG	-
代号E	海外	MMO	-
代号AH	海外	MMO	-

图表27：《斗罗大陆3D》二次元风格角色原画



资料来源：Tap Tap，游戏葡萄，东吴证券研究所

2.13、完美世界：强大研运体系，核心IP系列化变现

- 完美世界拥有《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》、《笑傲江湖》、《神雕侠侣》、《神魔大陆》、《射雕英雄传》、《梦间集》等数十款游戏核心IP，可进行IP系列化变现， 2020Q3年上线的《新神魔大陆》表现大超市场预期，后续回合制RPG《梦幻新诛仙》有望持续爆款，并打开公司回合制游戏天花板，持续验证公司强大研运体系及持续创造爆款能力。
- Valve推出爆款VR游戏《半条命：爱莉克斯》具有里程碑意义，将推动行业进入发展快车道，完美世界作为Valve国内唯一代理商，已代理《Dota2》、《CS:GO》、《创世战车》及Steam中国，未来或将拿到《半条命：爱莉克斯》国内代理权，将充分受益。
- 公司在买量领域探索的品效合一打法逐渐成熟，将流量成本有效控制在产品全生命周期价值的合理比例。

图表28：完美世界系列游戏产品

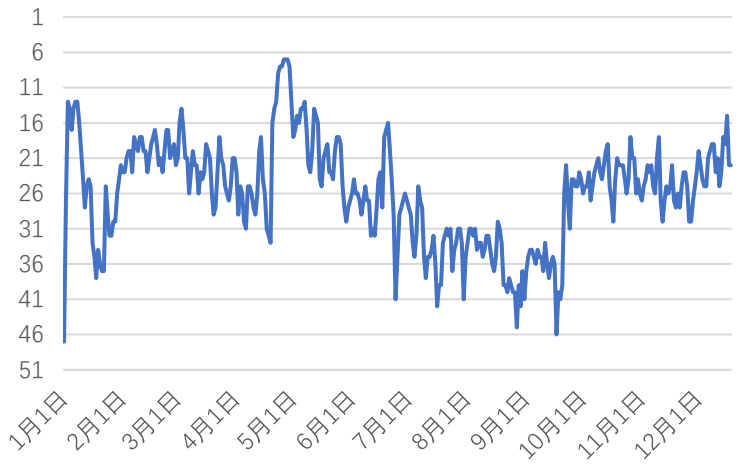


资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

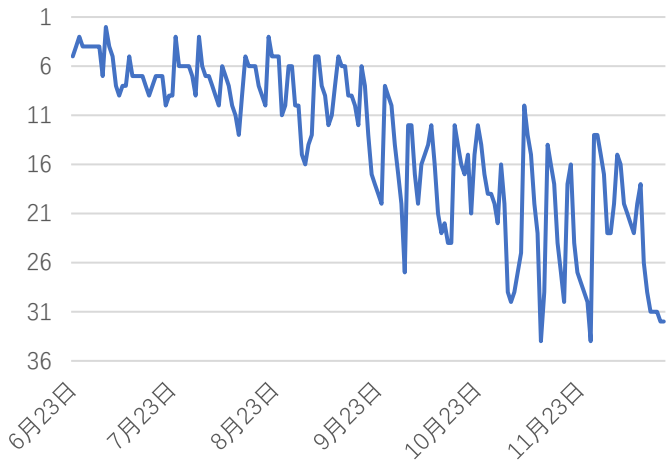
2.14、吉比特：基本盘稳健，持续践行品类创新与精品化战略

- 公司目前游戏产业链覆盖研发+发行（雷霆游戏）+投资（吉相资本），持续践行品类创新和精品战略。公司多元布局Roguelike、放置等创新品类，其参投公司青瓷数码出品的放置游戏《最强蜗牛》成为今年黑马之一；同时具备自研IP的长线运营能力，《问道手游》上线4年多至今仍稳定在iOS畅销榜TOP50，Q4国庆服上线，排名回升显著；另外自研水墨国风放置游戏《一念逍遥》将于2021年2月1日上线，玩法及画面表现均具备差异和创新性。
- 持续进行品类和用户突破，明年重点储备还包括：重磅社区养成类游戏《摩尔庄园》，计划 21年1月末上线，目前全平台预约超 530 万，TapTap 评分 9.6，有望实现公司用户圈层突破，实现Z世代年轻用户增量；另外储备有经营模拟类《石油大亨》、MMO《白之物语》等。

图表29《问道手游》20年iOS游戏畅销榜排名



图表30：《最强蜗牛》20年iOS游戏畅销榜排名



图表31：吉比特游戏储备情况(预约数为TapTap平台预约)

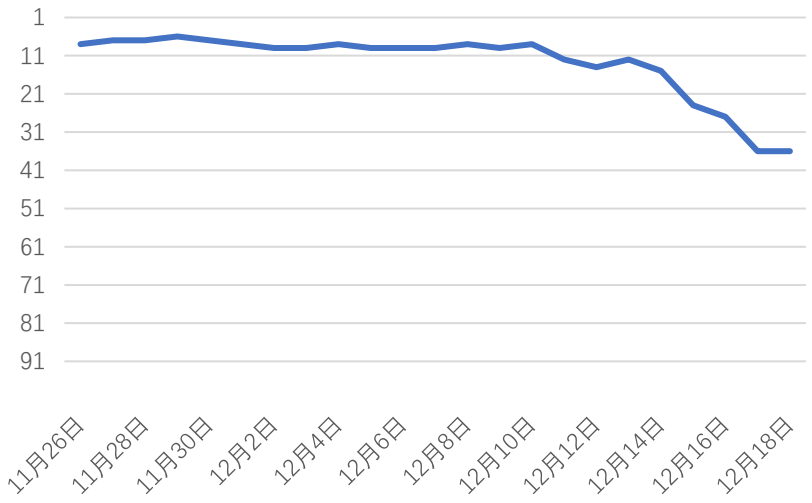
类型	游戏	预约数	上线时间
3D养成	摩尔庄园	530万	2021.1月末
Roguelike	军团	5万	-
放置	精灵魔塔	1万	-
	一念逍遥	13万	2021,2.1
	冒险与深渊	7万	Q4
经营模拟	石油大亨	16万	Q4
MMO	白之物语	8万	-
RPG	复苏的魔女	17万	-
	摸金校尉之九幽将军	2万	-

资料来源：七麦数据，TapTap，东吴证券研究所

2.15、掌趣科技：重整旗鼓，迎来新一轮产品周期

- 公司自2018年起全面推进研发转型，致力于开发多元品类优质产品，拥有《奇迹》、《拳皇》、《一拳超人》、《魔法门》、《塔防三国志》、《街头篮球》、《刺客信条》等多款IP，可进行持续变现。目前，公司已成功推出《奇迹MU:觉醒》、《全民奇迹》、《一拳超人：最强之男》、《拳皇98终极之战OL》等爆款产品，验证强研发+IP运营能力。
- 2020年11月上线的《街霸：对决》（腾讯独代）表现超预期，上线当日达游戏畅销榜第8，最高排名第6，目前（12月17日）排名36。后续产品储备充足，包括《全名奇迹2》（腾讯代理，首次采用UE4引擎，玩法、画面优秀）、《黑暗之潮》（腾讯代理）、《修普诺斯Hypnos》、《罗兰创世录》、《那些需要守护的》等，产品类型涵盖MMO、解密、塔防等多品类，将为公司贡献增量业绩。

图表32：《街霸：对决》上线后游戏畅销榜排名



图表33：掌趣科技IP系列化产品



图表34：《全民奇迹2》宣传画面



资料来源：Tap Tap，东吴证券研究所

2.16、游戏公司推荐

游戏行业公司推荐：

1）推荐具备较强研发实力、注重品类多元化，同时在买量市场具备强竞争力的内容公司：三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技等。

2）腾讯控股作为游戏行业护城河最高的领军者，长期看好其行业地位及竞争力，持续推荐。推荐具有优质分发渠道且在快速成长期的心动公司。建议关注研发实力强劲、MMO领域龙头祖龙娱乐以及具有全球发行能力的SLG龙头IGG。

3）建议关注云游戏受益标的顺网科技、与头条合作、新品表现优异的富春股份。

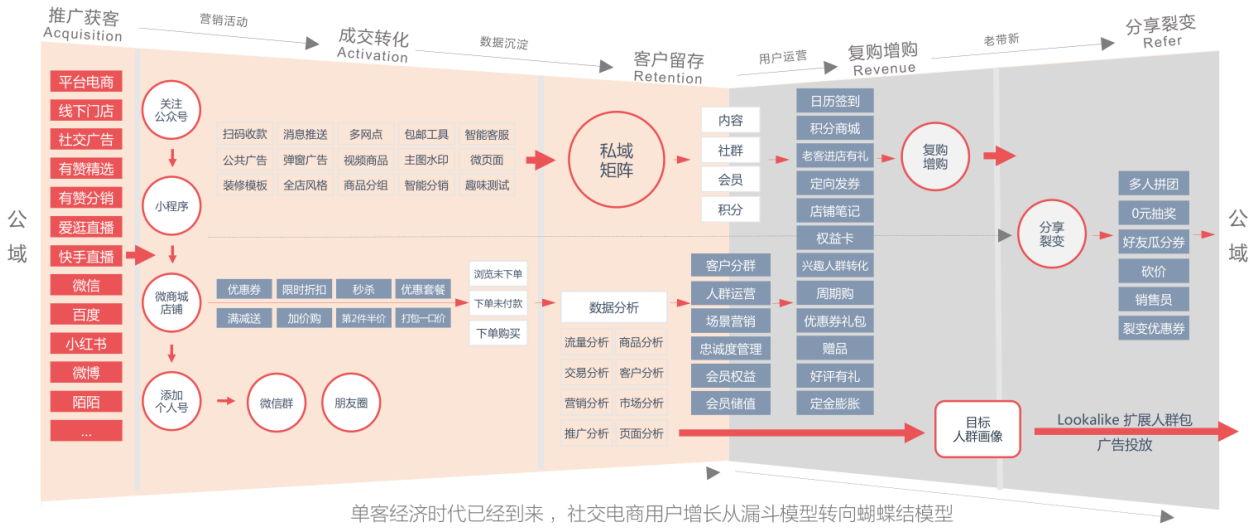
风险提示：新型娱乐方式替代，行业监管趋严，流量竞争加剧

3、SaaS：商家数字化转型正当时，SaaS厂商商业化提速

3.1、电商SaaS：从公域到私域，流量红利趋尽下商家提升ROI的选择

- **传统电商平台流量红利殆尽，平台及商家转向存量市场争夺。**截至2020年6月，移动购物行业月活用户规模已达9.34亿，渗透率81%，用户增长红利接近见顶。中心化电商平台用户增速放缓，边际获客成本不断上升，最终转嫁商家。
- **公域流量商家面临痛点较多：1）获客难**：公域平台流量多来自平台分发或检索，广告投放成本较高，新商家起步难，即无销量、评价等数据基础难以被算法推送给更多合适的买家；私域平台流量多为品牌或商家自身沉淀的粉丝。**2）平台抽佣高：**阿里电商抽佣比例约4%，美团外卖抽佣比例约14%，相比之下，有赞等SaaS服务商收取软件服务费，有赞货币化率约1.8%，海外shopify货币化率约2.5%。**3）留存难：**电商平台具有工具化属性，用户粘性低；平台分发流量或用户主动搜索，商家对流量没有主动权。相较而言，私域平台无抽佣，同时SaaS服务商帮助搭建获客-营销-数据分析-会员及分享闭环，更利于用户留存及裂变。

图表35：社交电商用户经营模型



图表36：公域与私域流量对比

	公域平台	私域平台
代表平台	淘宝、天猫、京东、美团等	微信、官网等
流量逻辑	以“货”为核心	以“人”为核心
商家获客方式	中心化特征：1）购买广告位2）算法推荐 3）SEO	去中心化特征：1）线下导购推荐 2）朋友圈&公众号等私人渠道沉淀 3）社交裂变
商家获客成本	较高：广告推广费、优惠券等	较低：SaaS订阅套餐中营销工具、优惠券等
抽佣	有（2%-5%，直播抽佣更高）	无
用户粘性	偏工具属性，用户粘性较低	偏社交、休闲属性，用户粘性较高
主动权	平台、用户（搜索）	商家
货币化率（20H1）	阿里电商4%；美团外卖13%	有赞1.8%；shopify2.5%

资料来源：有赞、shopify、阿里巴巴、美团公司公告，QuestMobile，艾瑞咨询，HI商学院，东吴证券研究所

3.1、电商SaaS：国内私域电商渗透低于海外，私域商家与GMV有望迎爆发增长

- **海外私域电商GMV渗透率约18%**：根据美国商务部，2020H1美国电子商务GPV（实际销售额）达3719亿美元； 2020H1 shopify GPV达207亿美元，根据Builtwith，shopify电商SaaS市占率约31%，估算可得2020H1美国私域流量电商市场GPV规模约668亿美元，则美国去中心化电商GMV渗透率约18%。
- **国内私域电商渗透率约11-12%：**从GMV层面看，2020H1阿里GMV达32378亿元，根据易观数据，阿里巴巴市占率约63%，我们估算微盟、有赞SaaS业务合计实现GMV约850亿元，估算合计市占率约14%，估算私域流量电商市场规模约6071亿元，则国内私域流量电商GMV渗透率约12%。从商家数层面看，根据亿邦动力，国内中心化电商平台商家数约1200万家，有赞、微盟合计付费商家数约19万家，按市占率14%计算，国内私域平台商家数约134万，渗透率约11%。
- **国内目前私域电商GMV渗透率低于海外，从商家数层面看，私域平台商家数渗透也较低，私域流量电商有望迎爆发增长。**

图表37：国内外私域电商GMV渗透率测算

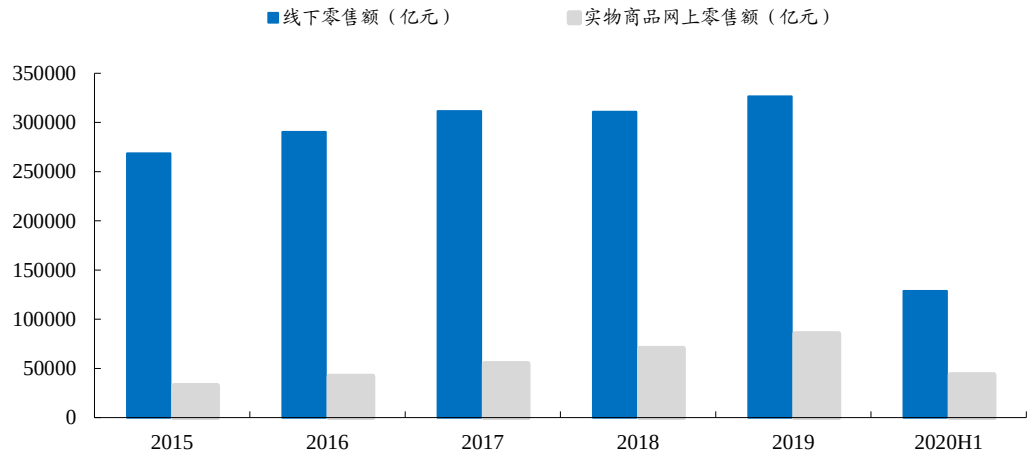
20H1美国私域流量渗透率		20H1年国内私域流量渗透率			
GPV（亿美元）		GMV（亿元）		商家数（万家）	
美国零售电商GPV	3719	阿里GMV	32378	预估中心化平台商家数	1200
		阿里市占率	63%	有赞+微盟商家数	18.7
		推算总电商GMV	51394	有赞+微盟商家数占比	14%（估算）
shopify GPV	207	有赞+微盟GMV	850（估算）	私域流量电商SaaS商家数	134
Shopify电商SaaS市占率	31%	有赞+微盟私域流量电商SaaS占比	14%（估算）		
私域流量电商 GPV	668	私域流量电商SaaS GMV	6071		
渗透率	**18%**	**渗透率**	**12%**	**渗透率**	**11%**

资料来源：各公司公告、美国商务部、Builtwith、易观、东吴证券研究所（各指标均为20H1情况）

3.2、门店SaaS：疫情加速商家数字化转型，掘金千亿市场

- 门店SaaS：帮助有门店的线下商家做数字化转型，提供线上线下一体化的解决方案，包括零售、餐饮、酒店等各垂类行业。
- 门店SaaS市场空间更为广阔，相比电商SaaS客户群偏中小商家，门店SaaS中大客户的需求较多，相比中小客，大客的流失率更低、粘性更强、ARPU更高，门店SaaS产品考验厂商对垂直行业的理解能力，更容易形成领先优势，且对平台的依赖度相较电商SaaS更低，门店SaaS也成为各家争相发力的方向。
- 从销售规模角度，2019年全国线上实物商品零售额8.5万亿，预计以微信为主的私域电商渗透率未来能达到约30%-40%；19年全国社消零售总额41.2万亿，扣除线上零售额，线下零售额约32.7万亿，目前线下商家数字化渗透率较低，线下商家上云带动的零售市场空间更为广阔。

图表38： 2015-2020H1线下零售与线上零售额比较（亿元）



图表39：私域流量电商零售额与线下市场零售额市场空间(亿元)

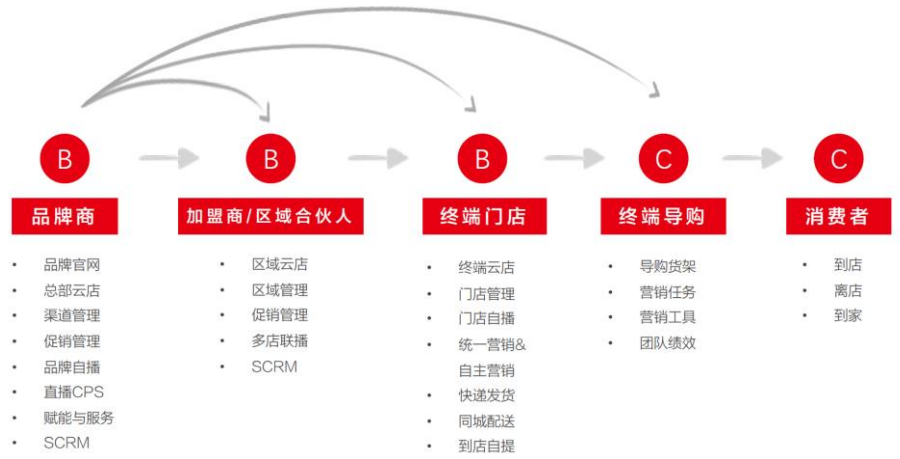
私域流量电商零售额		线下市场零售额	
19年电商零售额	8.5万亿	19年社会零售总额	41.2万亿
私域电商占电商总额未来可达比例	30%-40%（假设）	19年电商零售额	8.5万亿
私域电商零售额市场空间	2.55-3.4万亿	线下市场零售额市场空间	32.7万亿

资料来源：有赞、国家统计局、东吴证券研究所

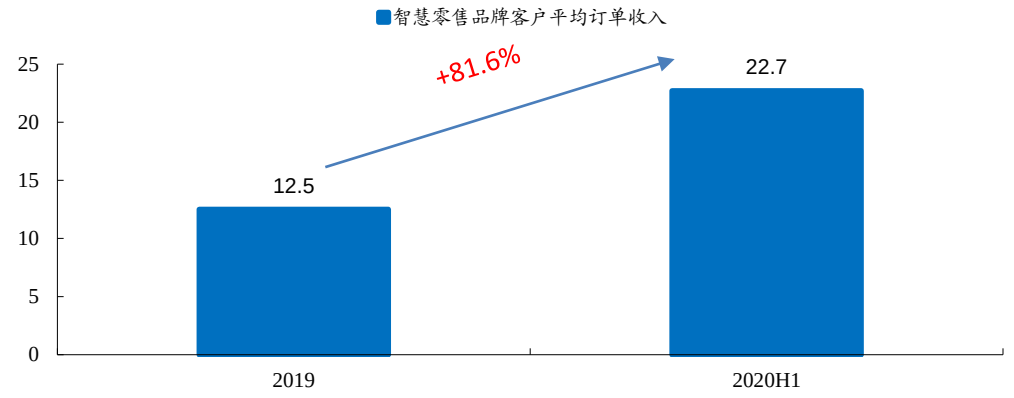
3.2、门店SaaS：疫情加速商家数字化转型，掘金千亿市场

- 门店SaaS帮助商家运营线下流量，提供前台营销功能，中台CRM（客户关系管理），线下多门店商家可以共享云仓，减轻库存压力，同时可以协助进行前中后台系统的打通。当下腾讯、抖音、快手等巨头已加快布局电商生态，搭建底层设施（PAAS），我们认为第三方SaaS厂商突围之道在于深耕垂直领域，理解行业痛点、深化服务功能。
- 当前门店SaaS渗透率较低，未来增长驱动一方面来自于未进行数字化转型的商家进行数字化转型，另一方面来自于已进行数字化但未全部上云的商家进行更多的门店增购，量价均有提升空间。同时线下品牌商家的数字化转型需求更强，大客户的自然死亡率较低，流失率较小，公司不需要持续的进行拓客，通过大客增购即可以实现良好的增长，商业模型更加健康。

图表40：有赞线下门店SaaS产品功能业务模型



图表41：2019-2020H1微盟智慧零售品牌客户平均订单收入（万元）

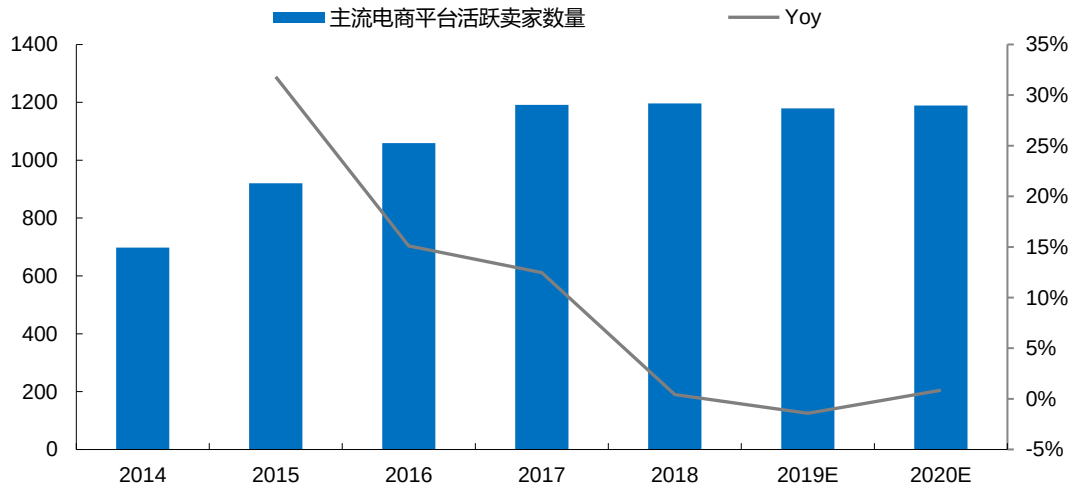


资料来源：有赞、微盟、艾媒咨询、东吴证券研究所

3.3、私域流量电商SaaS及线下门店SaaS市场规模千亿级

- **私域流量电商SaaS市场规模：**根据亿邦动力，目前阿里、京东、拼多多等主流电商平台活跃商家数合计约1200万，我们预计私域电商活跃商家数可达中心化平台商家数的20%，目标商家数约200-250万。2019年有赞SaaS产品ARPU为7208元/年（yoy+75.5%），微盟为6373元/年（yoy+18.8%）；有赞付费商家数8.23万家(yoy+39.6%)，微盟7.95万家(yoy+23.0%)，尚处以价换量阶段，随着用户习惯培养及用户结构升级，预计ARPU可达10000元/年，则私域流量电商SaaS（不包含增值服务）潜在市场规模为200-250亿。
- **线下门店SaaS市场规模：**根据公司及草根调研，目前中国线下门店数量级约8000万，预计对线下门店SaaS有需求的目标商家占比约25%，即2000万家，线下单店ARPU达7000元-8000元/年，预计线下门店SaaS市场规模达1400-1600亿元。

图表42：主流电商平台活跃卖家数量及增速（万家，%）



图表43：私域流量电商SaaS及线下门店SaaS市场规模测算(亿元)

市场规模	私域流量电商SaaS（不含增值服务）	线下门店SaaS
假设	根据光云科技招股说明书，中心化电商活跃商家1200万；去中心化电商渗透率预计可达20%	目前中国线下门店数量级约8000万，预计对线下门店SaaS有需求的目标商家占比约25%
目标客户数量(万)	200-250	2000
ARPU(元/年)	10000	单店7000-8000
潜在市场规模(亿元)	200-250	1400-1600
合计市场规模(亿元)	1600-1850	

资料来源：亿邦动力、艾瑞咨询、光云科技招股说明书、东吴证券研究所

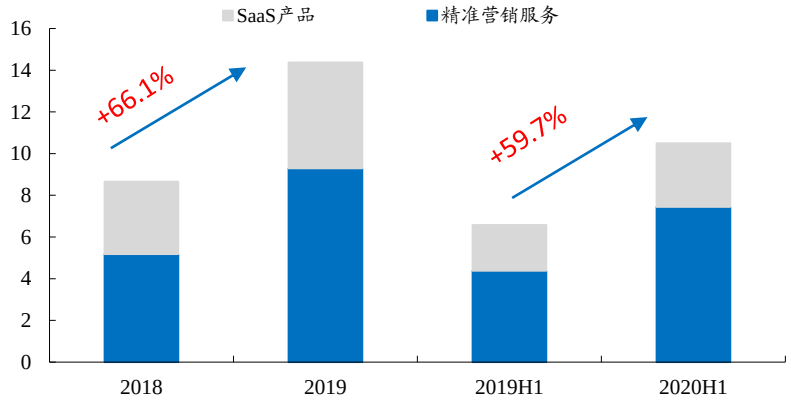
3.4、微盟集团：智慧零售强劲增长，客户结构持续优化

- **受益私域电商崛起，SaaS业务付费商家、ARPU量价齐升。**20H1 SaaS业务收入3.04亿元，其中包含微商城、智慧零售、智慧餐饮在内的商业云业务收入约2.47亿元，贡献SaaS收入的81%。**20H1年公司SaaS业务付费商户数8.85万(yoy+26.0%)，ARPU3447元/半年(yoy+10%)**，商户流失率20H1因宕机事件与疫情双重影响有所提升，但短期黑天鹅不影响流失率长期向下趋势，预计未来三年内SaaS业务仍将保持高速增长。
- **精准营销提供变现路径，腾讯渠道保障体量，抖音等渠道拓展助力增速**。微盟为商家提供广告代理服务，拥有微信、抖音等海量效果类广告资源，腾讯端占据收入大头，短视频渠道实现快速增长，来自于SaaS的数据支持保证公司在腾讯端相较其他数据服务商具有领先优势。20H1年公司广告主数量达2.61万家(yoy+33.5%)，每广告主平均开支17.67万元(yoy+92.1%)，复投率67.2%，较上年提升10.5pct。21年公司将继续拓展快手等去中心化渠道，预计广告消耗持续保持快速增长。

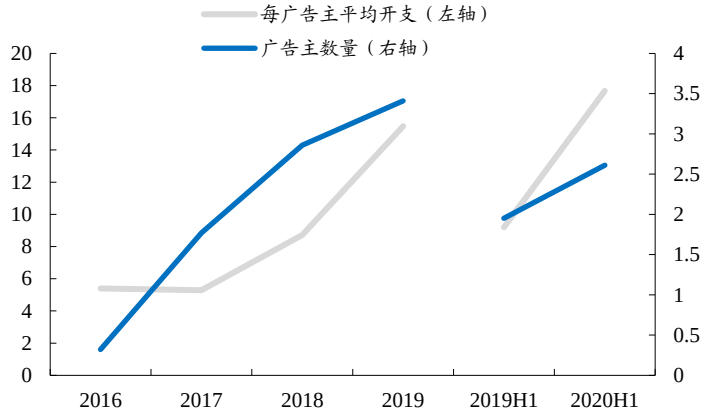
图表44：微盟业务布局



图表45：微盟收入结构（亿元）



图表46：广告主平均开支及数量(万元、万个)

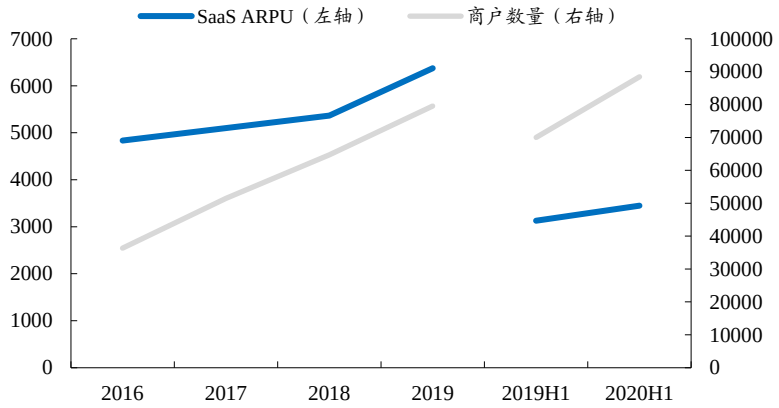


资料来源：微盟公司公告（不考虑宕机事件影响），东吴证券研究所

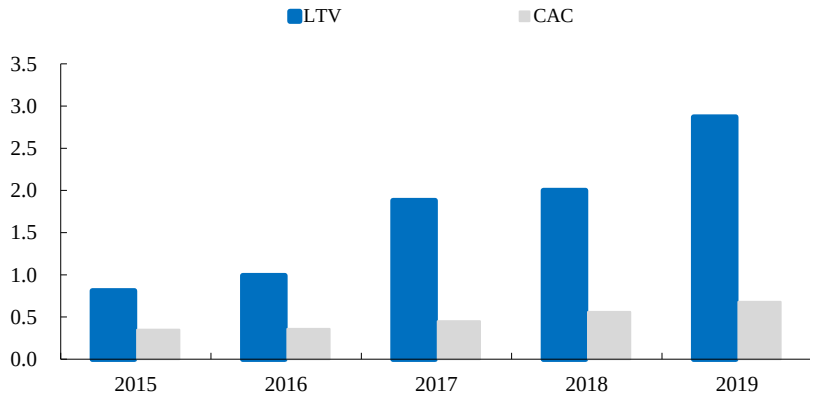
3.4、微盟集团：智慧零售强劲增长，客户结构持续优化

- **自研、并购进军门店SaaS，大客战略提升ARPU 。** 智慧零售：20H1营收4606.0万元（yoy+701.0%），超2019年全年（4474.3万元），占SaaS总收入15.1%（19年占比8.8%）；期末商户数2260家，大客高ARPU拉动智慧零售ARPU（半年）提升至2.04万元，高于SaaS业务整体ARPU（3447元）；其中品牌商户数457家（去年同期217家），品牌客户平均订单收入达22.7万元。下半年并购海鼎，将提升公司在商业地产、连锁商超、便利店领域服务大客的能力。智慧餐饮：并购雅座、商有形成一体化餐饮解决方案，雅座主要服务于中大型客户，19年累积付费商户数1625个（6000+门店），ARPU 1.83万/年，微盟智慧餐饮19年商户数4602家，ARPU 8619元/年，并购后微盟智慧餐饮大客资源得到补充。
- **大客战略下，LTV/CAC指标持续改善。**公司通过门店SaaS产品切入线下大客市场，19年整体LTV指标为2.87万元，CAC为0.68万，LTV/CAC为4.24，18年这一指标为3.59，商业模型持续优化。
- 风险提示：对于腾讯平台较为依赖的风险；产品开发及完善滞后市场发展的风险；渠道合作伙伴流失的风险。

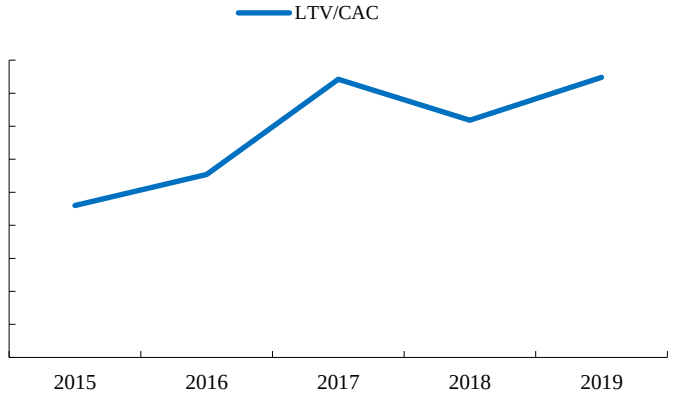
图表47：SaaS ARPU及商户数量(元、个)



图表48：微盟LTV、CAC（万元）



图表49：微盟LTV/CAC



资料来源：微盟公司公告，东吴证券研究所

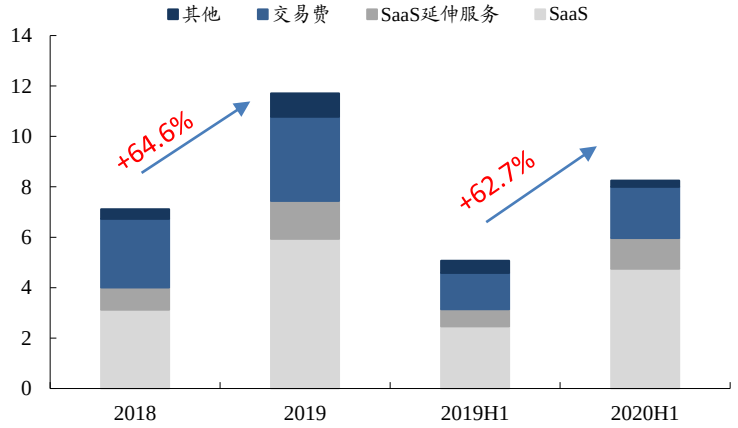
3.5、中国有赞：全渠道全场景电商SaaS服务提供商，发力门店SaaS

- **提供全渠道全场景电商SaaS服务，GMV与商户数快速增长。**截止20年9月，有赞已接入十余家流量平台，商家多渠道经营助力有赞电商SaaS GMV实现逆市增长，20H1有赞SaaS GMV达462亿（yoy+110%）。消费场景实现全覆盖，不仅提供线上私域流量电商购物工具，也推出了直播电商解决方案有赞客，满足商家寻找流量与流量寻找优质商品的需求，线下消费场景公司也推出有赞零售等解决方案。SaaS业务20H1付费商户数量达99889家（yoy+47%），收入4.75亿（yoy+93%），ARPU4755元/半年（yoy+31%）。
- **大客寻求长生命周期价值，小客寻求首年盈利。**19年SaaS业务中小商家占比80%，头部商家占比20%，符合行业二八效应，有赞针对不同类型商家采取不同商业模型，针对大客公司产品续费率超90%，追求用户高LTV，针对小客不稳定，付费能力差的问题，有赞寻求产品年费大于获客成本，首年新签商家基本都可实现盈利。

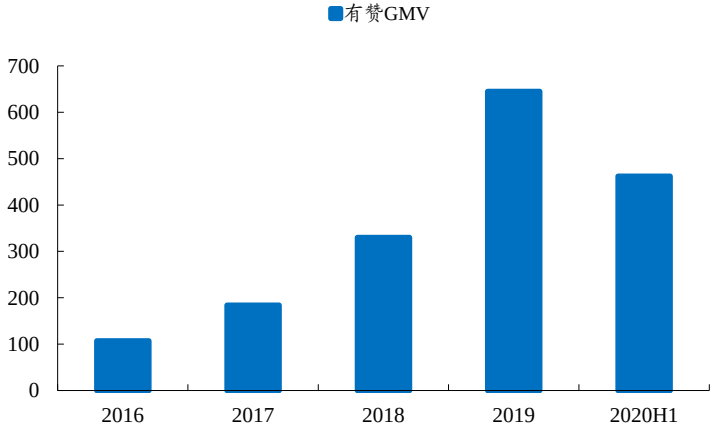
图表50：有赞产品矩阵



图表51：有赞收入结构（亿元）



图表52：有赞近年来GMV情况（亿元）

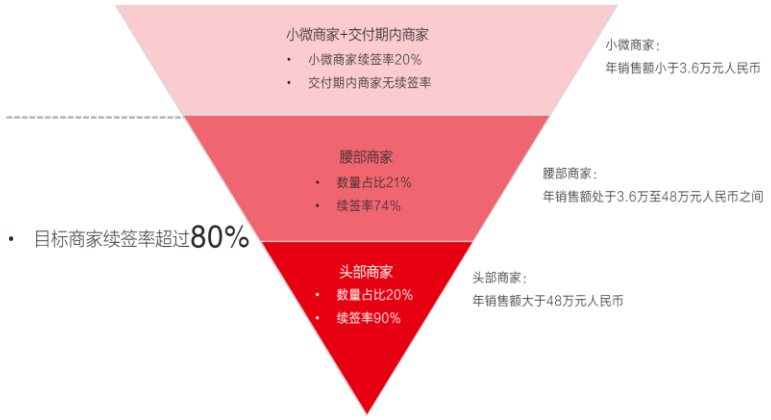


资料来源：有赞公司公告，东吴证券研究所

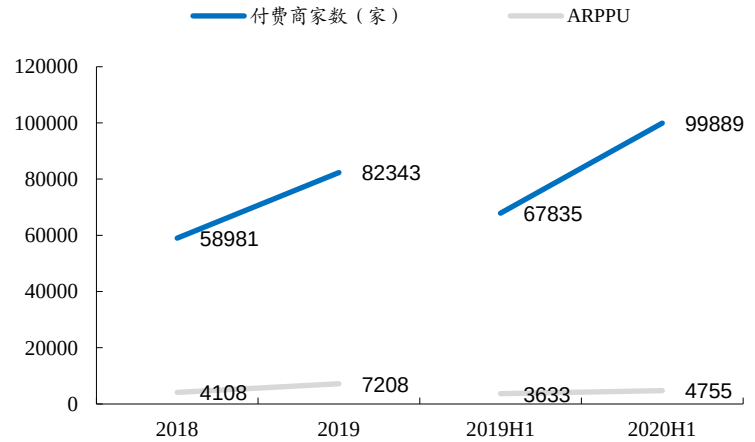
3.5、中国有赞：全渠道全场景电商SaaS服务提供商，发力门店SaaS

- **拓展线下门店SaaS，打开成长空间。**公司线下门店产品主要涉及零售、美业、教育三大场景，20年进一步提高全行业SaaS服务能力，推出有赞连锁，赋能连锁企业数字化转型。公司通过线下门店SaaS布局，提升服务头部商家的能力。有赞连锁20年上半年推出，已拓展雅戈尔、红蜻蜓、贵人鸟等大型零售连锁品牌，产品力得到验证。
- **支付牌照形成差异化竞争优势，增值服务提高货币化能力。**有赞通过中国创新支付获得支付牌照，可为商家提供支付、担保、分期支付等资金类服务。另外还通过推出有赞分销连接供货商与流量端等增值类服务，进一步提高货币化能力。
- 风险提示：用户增长不及预期，门店SaaS业务进展不及预期，行业竞争加剧。

图表53：有赞19年不同层级商家续签率



图表54：有赞近年来商家数及ARPU增长情况



图表55：有赞线下门店SaaS代表产品



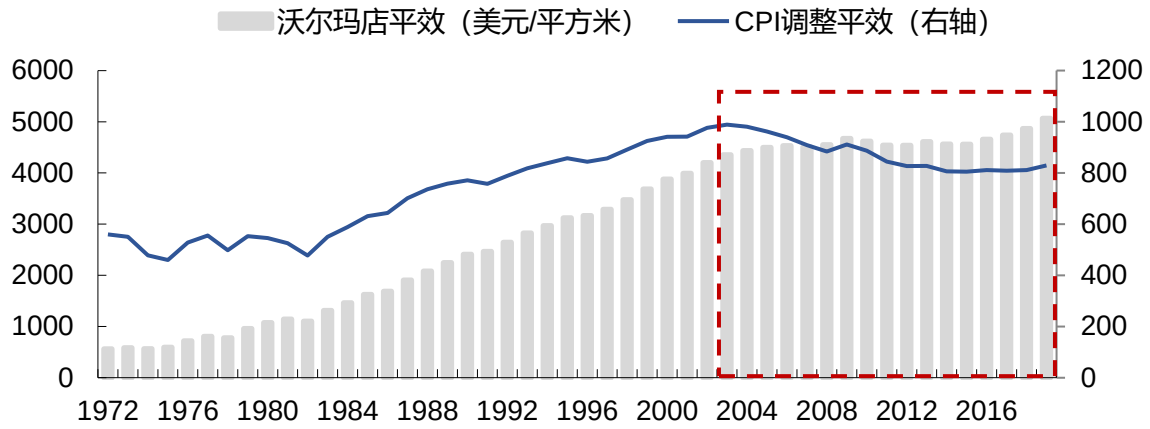
资料来源：有赞公司公告，东吴证券研究所

4、电商：用户红利见顶，京东效率改善明显，疫情促进拼多多用户留存

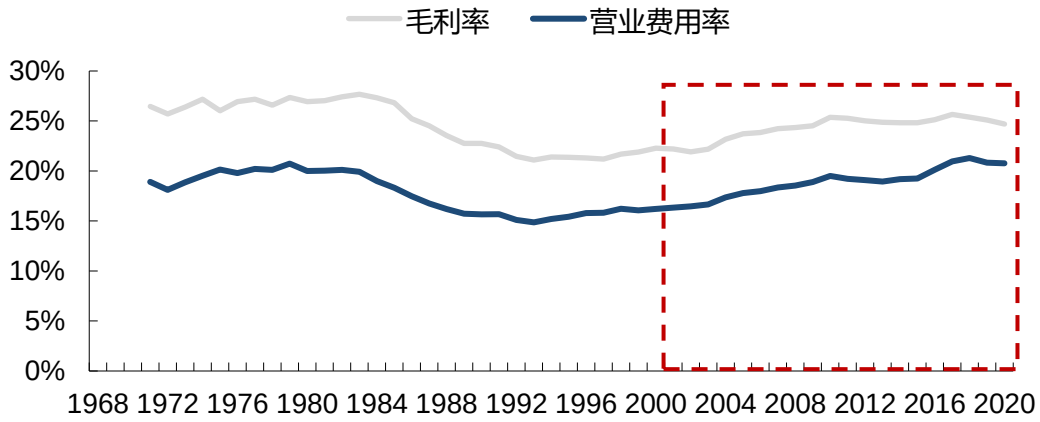
4.1、电商对传统零售商的影响机理

■ 电商对传统零售的改变摧枯拉朽，线下众多顶尖零售公司都面临着名义平效不增长，扣除CPI之后的平效下滑的情况，在费用率不断提升的过程中，线下零售公司的营业费用率不断提高，公司为了维持原有的盈利能力就不得不提高商品价差，进而降低了比价优势。这又进一步减弱了平效的增长，形成负向循环。

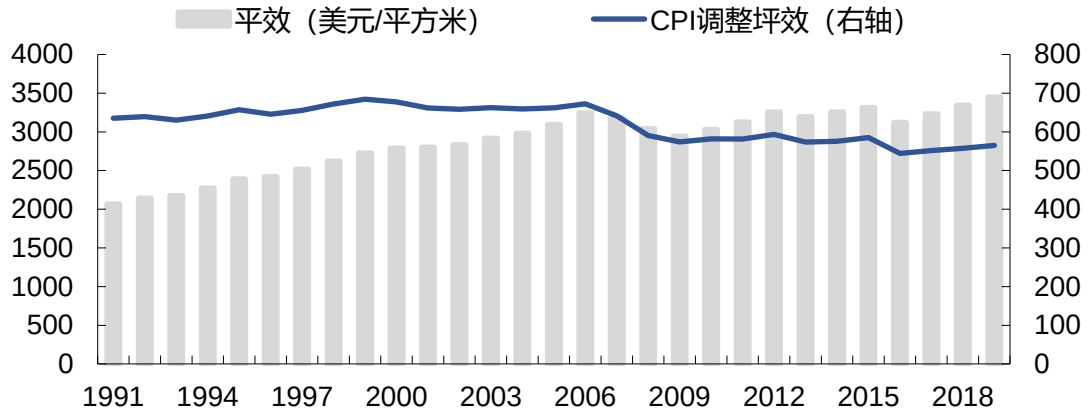
图表56：美国沃尔玛店平效和通货膨胀调整后平效（CPI设定1972年为1）



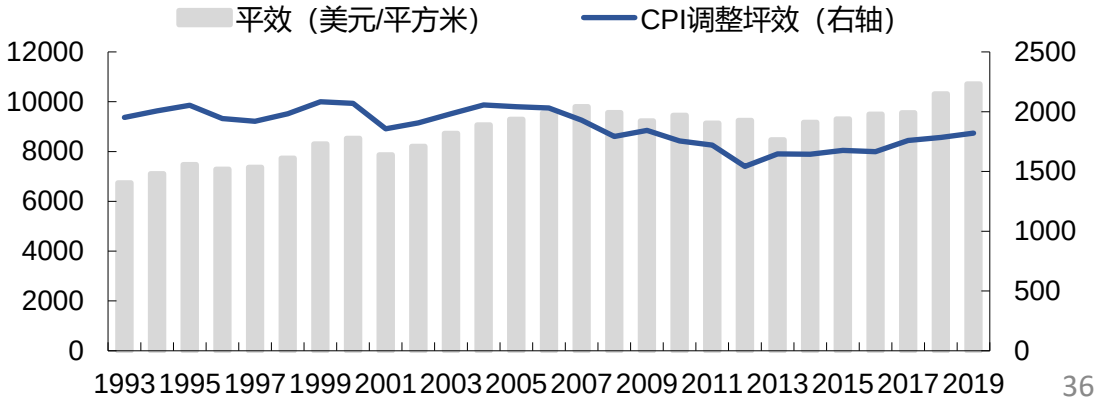
图表57：沃尔玛2000年之后毛利率被迫跟随费用率而提高



图表58：塔吉特平效变化（CPI设定1972年为1）



图表59：百思买平效变化（CPI设定1972年为1）

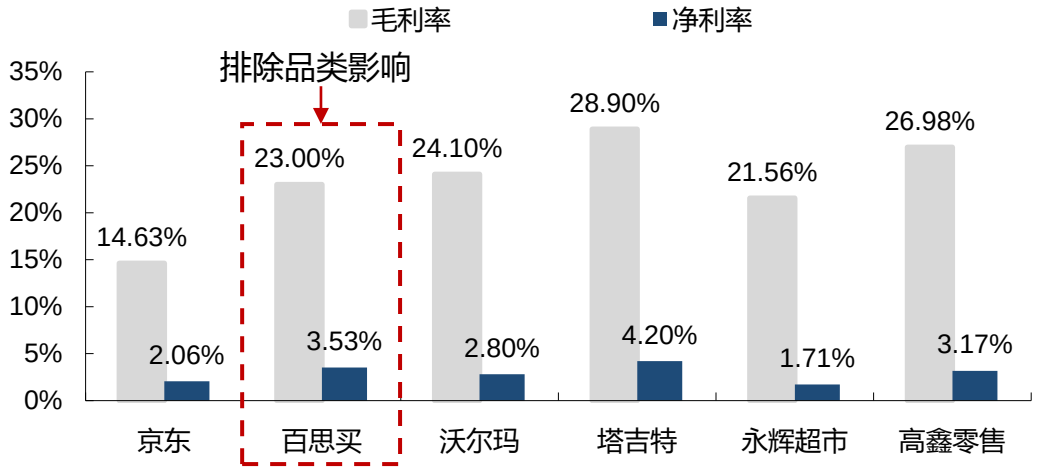


数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

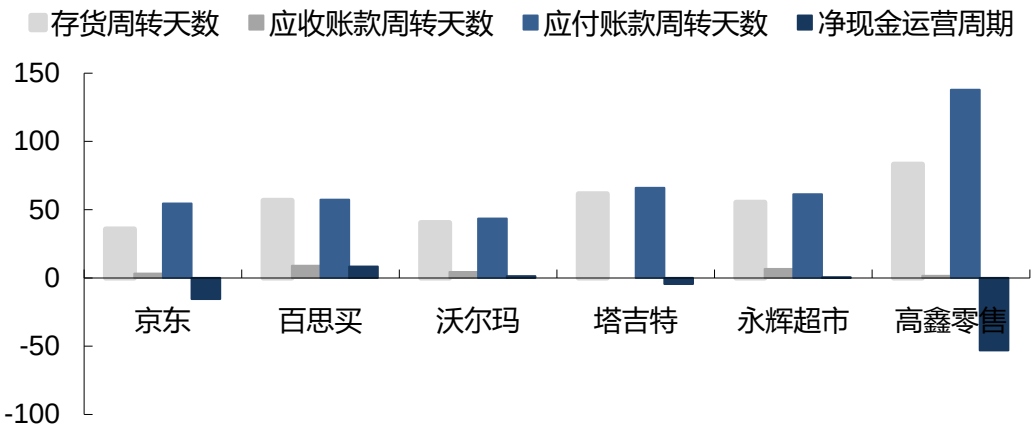
4.2、电商影响传统零售的本质原因

- 由于不需线下门店节省了大量租金成本、固定资产折旧以及人员成本，线上零售商组织商品流通所耗费的成本费用（流通损耗）远低于传统零售。**我们以京东为例，京东实现和传统零售类似的净利率水平仅需要一半的商品加价**（下图京东为整体毛利率，扣除第三方商户广告收入的影响，商品销售的毛利率会更低），这其实就是供应链效率的集中体现，**从而导致京东的价格优势远强于传统零售，传统零售商丧失比价优势，从而在竞争中逐渐处于弱势——这就是电商冲击传统零售的本质。**

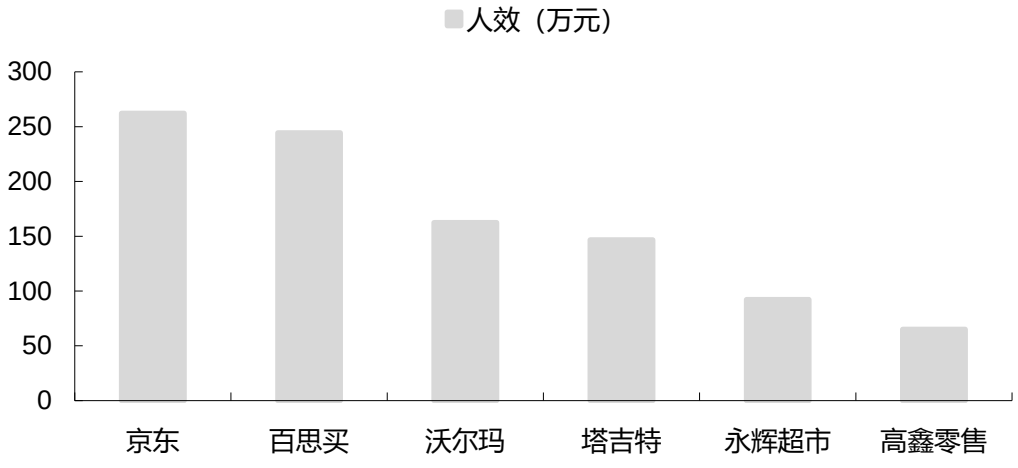
图表60：线上化带来的效率提升显著



图表61：运营指标显著优于线下



图表62：人效指标显著优于线下

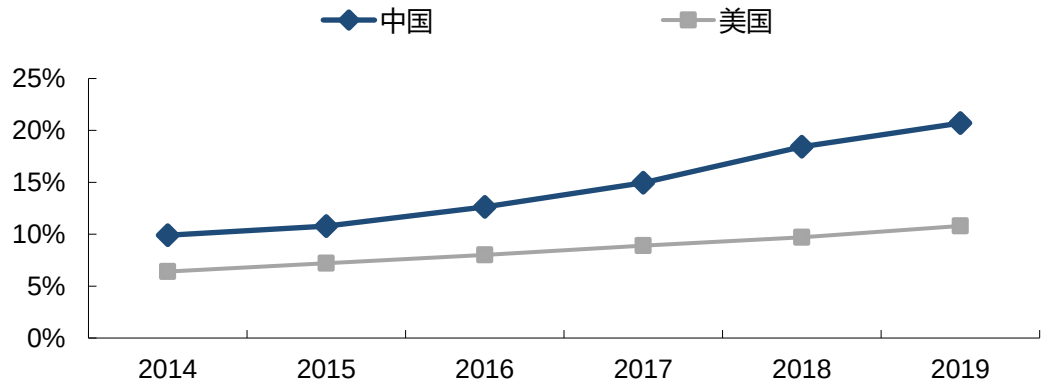


数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

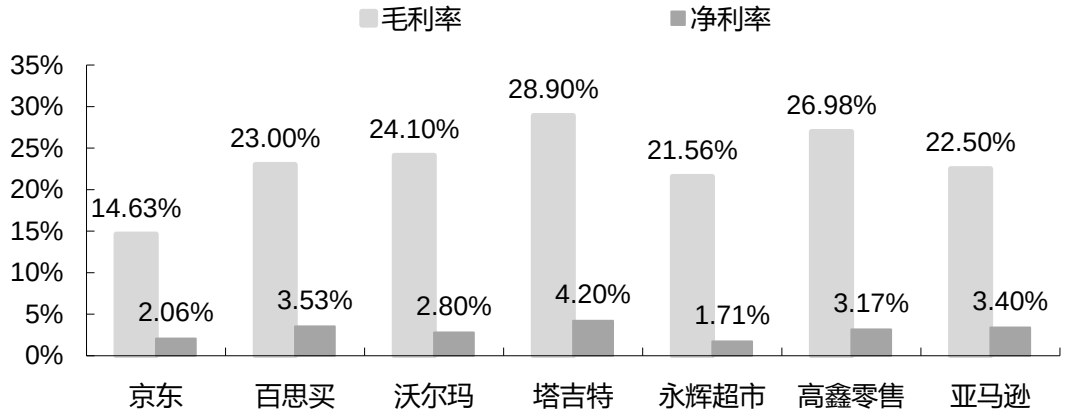
4.3、中美电商展现不同的影响力，核心在于履约成本刚性难以压缩

- 原因在于美国的物流费用远远大于中国，使得电商相对于线下零售并无明显优势，可以看到亚马逊2019年的单件快递成本为7.6美元，类似快递公司的单件价格是9.9和11美元，而亚马逊的客单价为68.2美元，快递费占比超过10%；另外美国支付费用率在2%-3%之间（paypal为2%+）导致亚马逊履约费用率远远高于京东等国内电商，使得亚马逊无法将费用降低，从而亚马逊电商部门的毛利率相比于传统零售并无明显优势，因此对线下零售的侵蚀就慢很多。

图表63：美国线上化率提升缓慢



图表64：亚马逊相对于传统零售没有明显价格优势

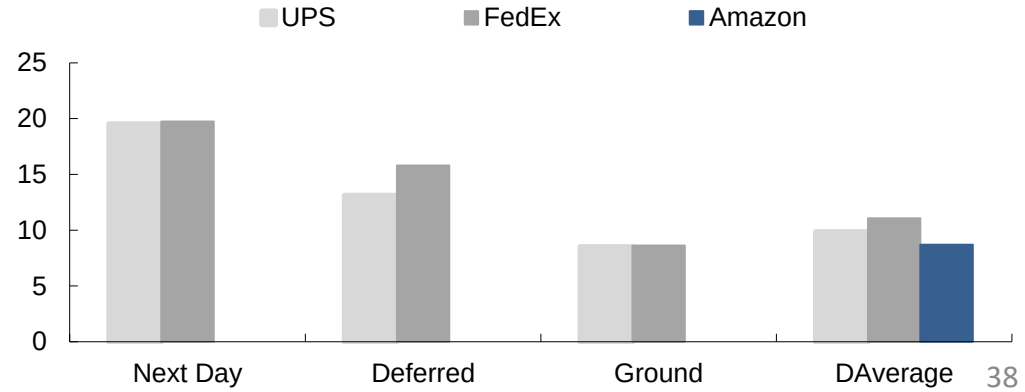


图表65：美国快递公司单件价格

	客单价	年均支出	履约费用率	快递成本
亚马逊	68.2	682	15%	7.6
京东	470	5761	6.4%	11

注：**亚马逊数据为美元，京东为人民币**，亚马逊快递网络2019年全球交付35亿件包裹，来自其物流部门主管发言，假设亚马逊承运70%。
京东客单价根据GMV计算，亚马逊客单价来自公司公布的销售额计算；
亚马逊履约费用率包含计入成本中的快递费用。
数据来源：各公司财报，CNBC，欧睿，东吴证券研究所

图表66：美国快递公司单件价格（美元/件）



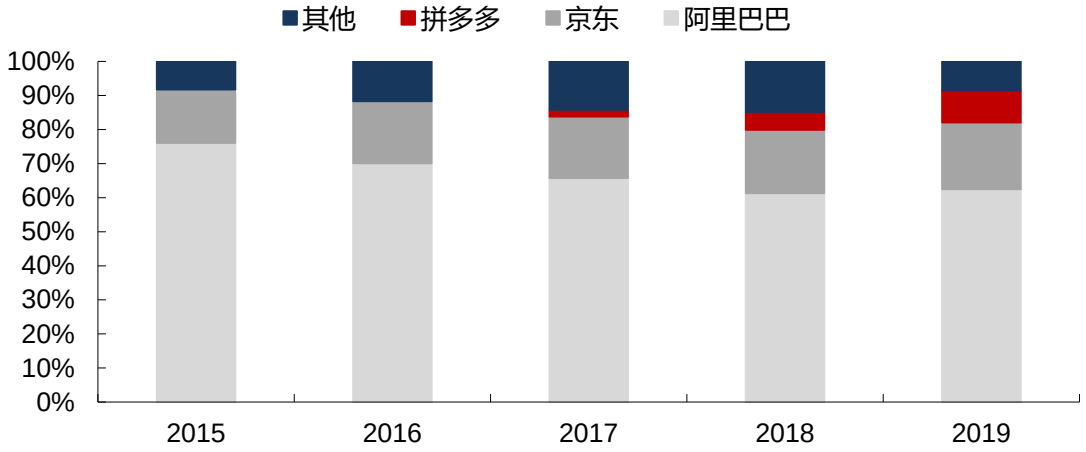
4.4、国内电商寡头竞争，用户已基本渗透完毕，基于用户需求差异化竞争

- 国内电商领域寡头垄断，市场集中度在持续提高，当前互联网用户已基本渗透完毕，三家平台的用户数重合度也很高，电商用户红利分享完毕后，三家公司在用户的需求上进行分层竞争。
- 淘系可以满足用户的差异化需求，高中低档商品都有对应；拼多多主抓性价比需求。

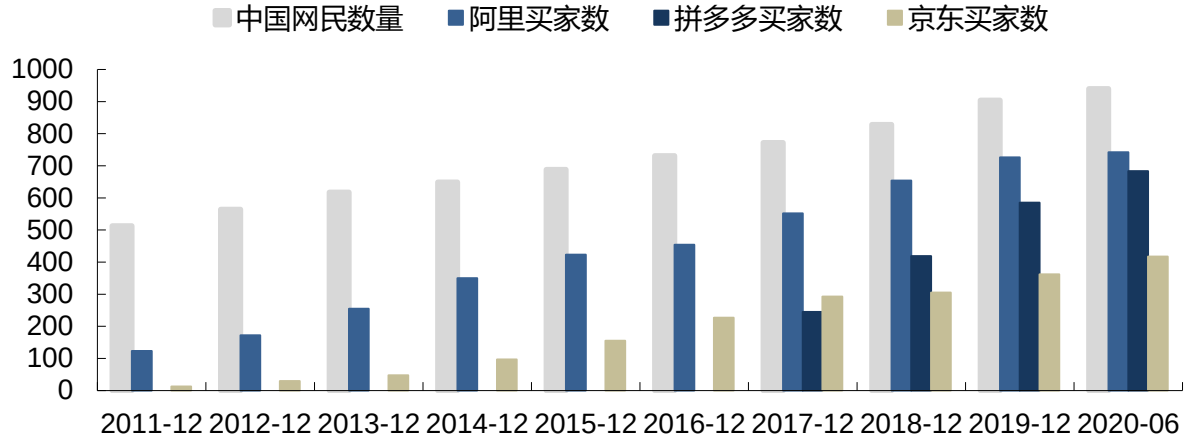
图表68：三大平台用户基本重合（2020.06）

独占率			重合率		
拼多多	手机淘宝	京东	拼多多∩淘宝	拼多多∩京东	拼多多∩淘宝∩京东
11.59%	13.03%	1.5%	58.91%	45.20%	32.48%

图表67：电商平台市场格局演变



图表69：三大电商平台用户基本渗透完毕（百万）



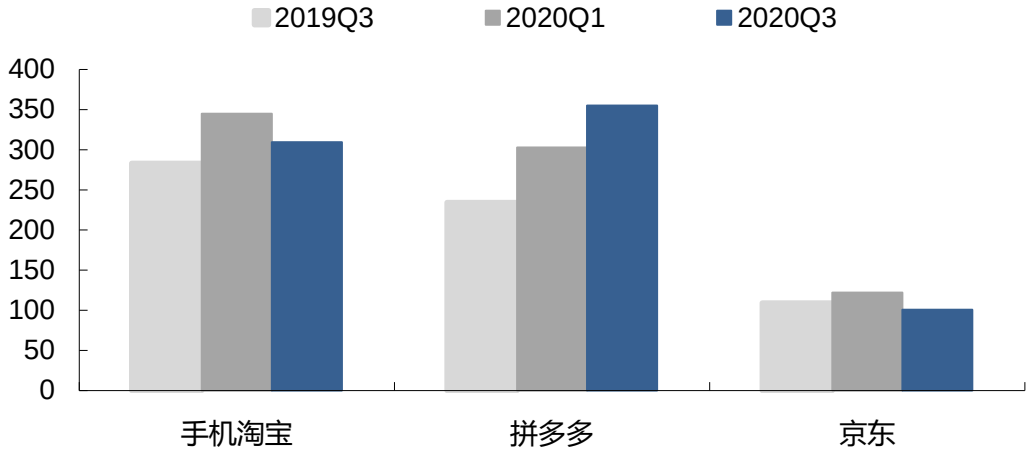
注：重合率=重合用户/并集，若A为目标APP，B为对标APP，则重合率=A∩B/ A∪B；独占率=独占用户/并集，若A为目标APP，B为对标APP，则A独占率=A独占/A∪B

数据来源：极光大数据，东吴证券研究所

4.5、疫情促进拼多多用户留存，京东利润率持续改善

- 本次疫情大幅提升了拼多多用户粘性，促进用户在拼多多平台上的留存和复购。拼多多增长势头最为强劲，无论从用户数的增长，还是月用户使用时长的表现，公司的表现都好于淘系和京东。
- 京东当前主要是费用率改善和毛利率提高推动的经营利润率提升逻辑，但阿里却多方受敌，与拼多多的阻击并没有收到理想的效果；
- 拼多多当前的用户使用频次已经成为仅次于阿里的全球第二大电商，表现出来非常强的用户粘性和使用频率。目前主要的问题在于客单价依然较低，公司通过百亿补贴引入高净值用户，同时提升产品力来推动客单价。
- 阿里巴巴FY2020Q2大额补贴了淘宝特价版和聚划算，导致核心商业平台业务的EBITA Margin下降了6个百分点，但拼多多的势头依然强劲。

图表70：月用户使用时长对比（分钟）



图表71：全球领先电商平台关键运营指标对比

	亚马逊	Shopee	京东	淘系	拼多多
年活跃买家数（百万）	约500	95	442	757	731
年均支出（美元/元）	682	185	5761	9076	1720
购买频次	10.0	12.8	12.3	90.0	33.7
客单价（美元/元）	68	15	469	101	51

注：亚马逊、Shopee为美元数据，京东、淘系、拼多多为人民币数据；淘系、京东、拼多多活跃买家数据为2020Q3数据，其余为2019年数据；Shopee活跃买家数为根据2018年及之前数据进行推算；其余数据计算方式均与表4相同

数据来源：各公司财报，CNBC，世界银行，国家邮政局，Statista，东吴证券研究所

4.6、阿里巴巴：天猫与京东竞争优势相对变化，关注电商业务的边际变化

阿里vs京东vs拼多多几个关注点：

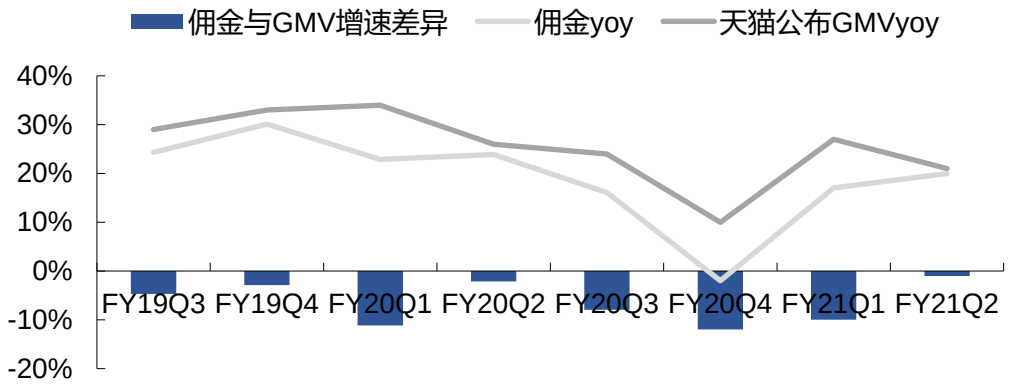
- 京东经营状况有明显好转，18年Q4以来，活跃买家数开始超越阿里增长；拼多多用户接受度明显提高；阿里用户规模现瓶颈；
- 佣金收入增速连续8个季度慢于GMV增速；
- 天花板货币化率离天花板还有多少？
- 淘宝GMV受拼多多的影响显著，关注电商业务的边际变化

图表73：公司国内GMV结构变化（亿元）

	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2020Q2	FY2021Q2
淘宝GMV	22,020	26,890	31150	33870	8399	9415
（YOY）	17.31%	22.12%	15.84%	8.7%	18.0%	12.1%
天猫GMV	15,650	21,310	26100	32020	7752	9303
（YOY）	28.81%	36.17%	22.48%	22.6%	25.0%	20%
整体GMV	37,670	48,200	57270	65890	16151	18718
（YOY）	21.83%	27.95%	18.82%	15.1%	19.2%	15.9%

注：季度GMV为我们根据公司披露数据推算得，并非为剔除未支付订单增速

图表72：阿里佣金收入增速已连续6个季度低于天猫GMV增长



图表74：阿里、京东、拼多多单季度用户指标环比增长数量（亿）

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
阿里新增买家	0.22	0.27	0.37	0.24	0.25	0.35	0.18	0.20	0.19	0.18	0.15	0.16	0.15
阿里新增MAU	0.20	0.31	0.37	0.17	0.32	0.33	0.22	0.34	0.30	0.39	0.22	0.28	0.07
京东新增买家	0.08	0.26	0.09	0.12	-0.09	0.00	0.05	0.11	0.13	0.28	0.25	0.30	0.24
拼多多新增买家	0.58	0.87	0.50	0.49	0.42	0.33	0.25	0.40	0.53	0.49	0.43	0.55	0.48

数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

4.6、阿里巴巴：即便受到竞争影响，但依然具有非常明显的竞争优势

■ **电商平台的竞争优势**

基于人主动地搜索行为；**核心就在丰富的结果（货的丰富度）**

一旦消费者形成网购习惯就会进入品类最丰富的平台（对应搜索行为），**所以阿里崛起的历史就不依赖于主流的流量平台**

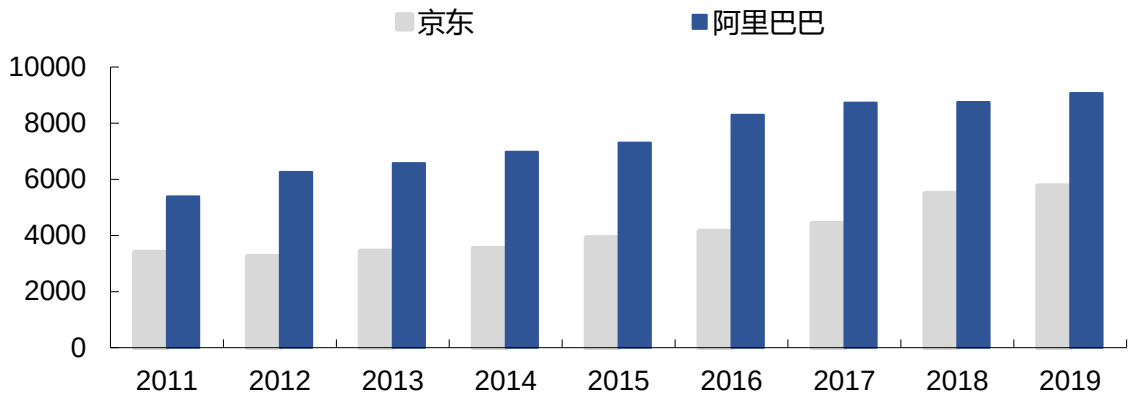
因此，**流量*转化率的逻辑不成立**，腾讯做不好电商以及京东没能利用好微信流量的核心原因

C端起不来，商户经营成本高

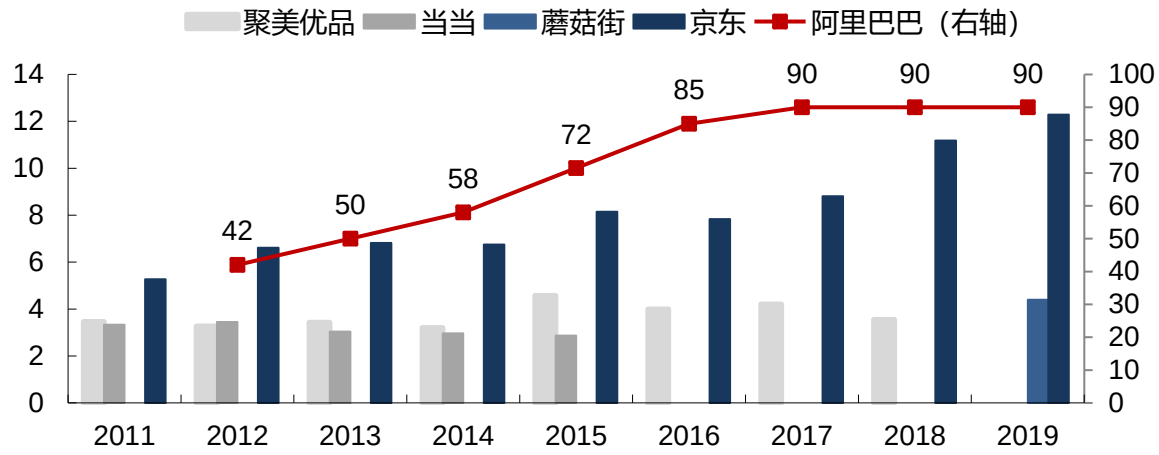
图表75：基于用户搜索的电商平台核心在于品类丰富



图表76：阿里京东单用户年支出额（元）



图表77：阿里高用户购买频次展现出其他电商企业难以匹敌的用户粘性（次）

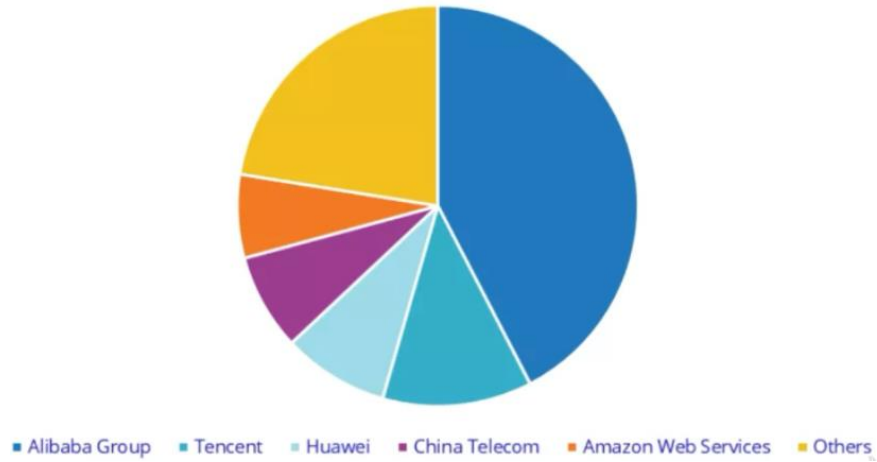


数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

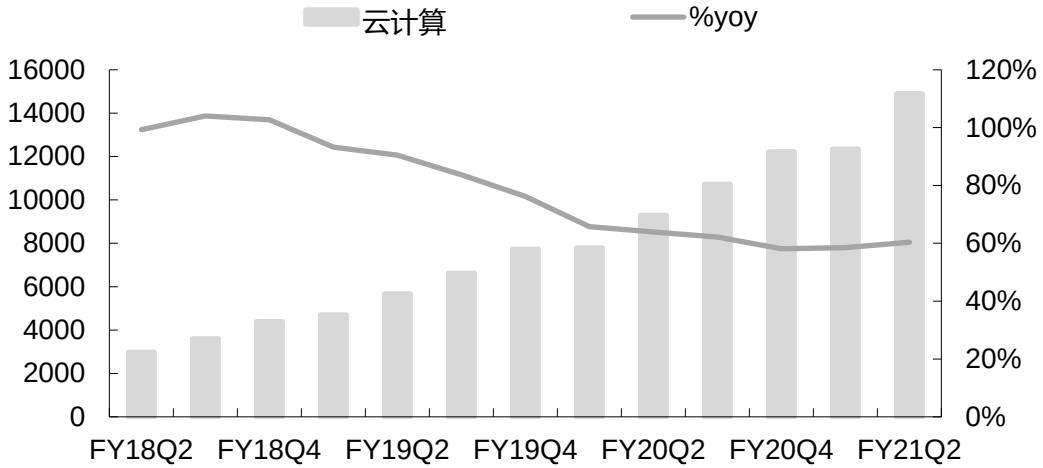
4.6、阿里巴巴：关注云计算业务的盈利

- 阿里云在云计算领域具有强竞争优势，公司云业务收入快速增长，公有云具有非常强的规模效应，随着规模的扩大成本可以快速降低。
- 可以看到，公司云业务的亏损率自2017年以来已经收窄至个位数，此后一直维持在这样一个水平，主要是因为公司为了扩大市场份额降低售价。但本年投资者交流大会上，公司管理层首次强调，本财年阿里云将实现季度盈利转正。

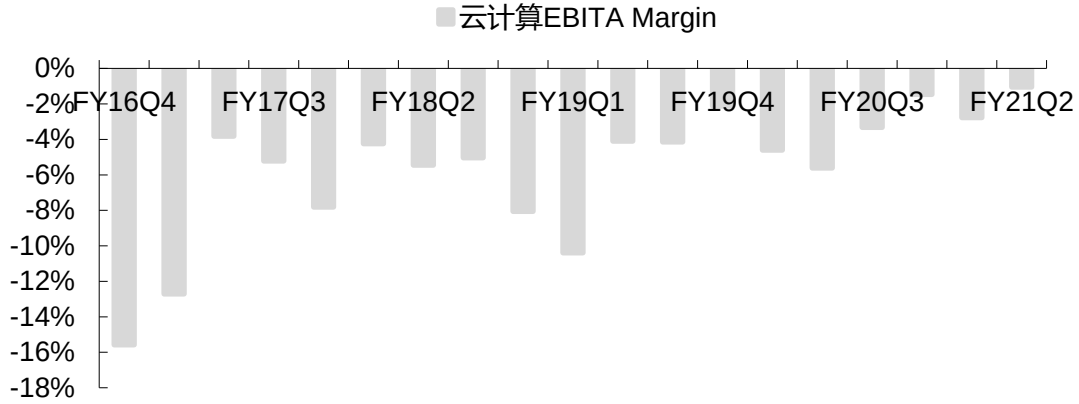
图表78：阿里云市场份额遥遥领先（2020Q1）



图表79：阿里云收入情况（百万元）



图表80：阿里云利润率情况



数据来源：IDC，公司财报，东吴证券研究所

4.6、阿里巴巴：盈利预测与估值

公司业绩超预期预期，叠加高鑫零售并表因素，我们上调公司的业绩预测，预计公司2021、2022和2023财年收入分别同比增长39.1%/29.6%/21.2%，达到7089.1/9190.5/11138.1亿元；归母净利润同比增长0.5%/21.0%/21.2%，达到1500.1/1814.4/2198.2亿元，对应PE30.6x/25.3x/20.9x。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

图表81：阿里巴巴盈利预测与估值

盈利预测与估值	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	509,711	708,914	919,054	1,113,812
同比（%）	35.26%	39.08%	29.64%	21.19%
归母净利润（百万元）	149,263	150,010	181,441	219,823
同比（%）	70.39%	0.50%	20.95%	21.15%
每股收益（元/股）	7.0	7.0	8.5	10.2
P/E（倍）	30.7	30.6	25.3	20.9

注：数据截至20201214，港币：人民币=1:0.85

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.7、京东集团：费用率改善和品类扩张带动公司整体利润率的提升

图表82：京东利润率构成

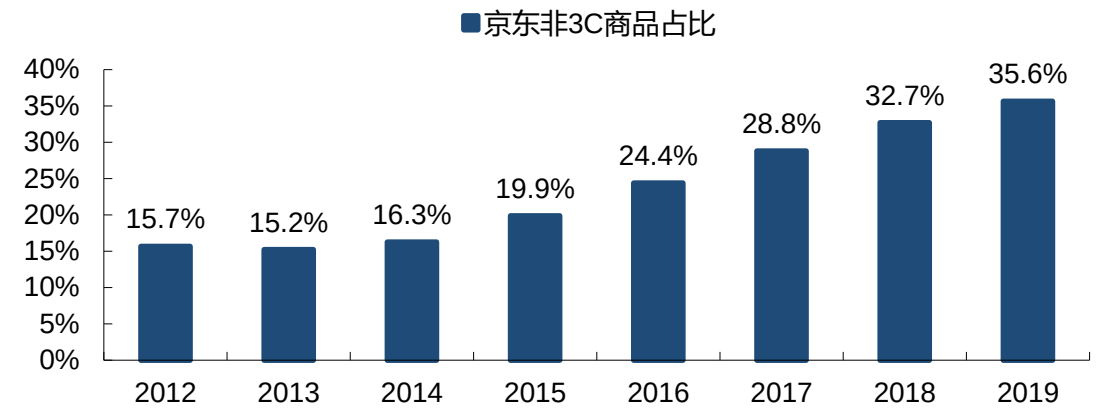
	2016	2017	2018	2019
毛利率	**13.7%**	**14.0%**	**14.3%**	**14.6%**
销售费用率	3.9%	4.1%	4.2%	3.9%
管理费用率	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
研发费用率	1.7%	1.8%	2.6%	2.5%
营业费用率（除履约）	**7.0%**	**7.1%**	**7.9%**	**7.3%**
履约费用率	7.2%	7.1%	6.9%	6.4%
履约毛利率	**6.5%**	**6.9%**	**7.3%**	**8.2%**
经调整净利率	**0.8%**	**1.4%**	**0.7%**	**1.9%**

■ 京东当前经营利润率的改善来自于两个方面：

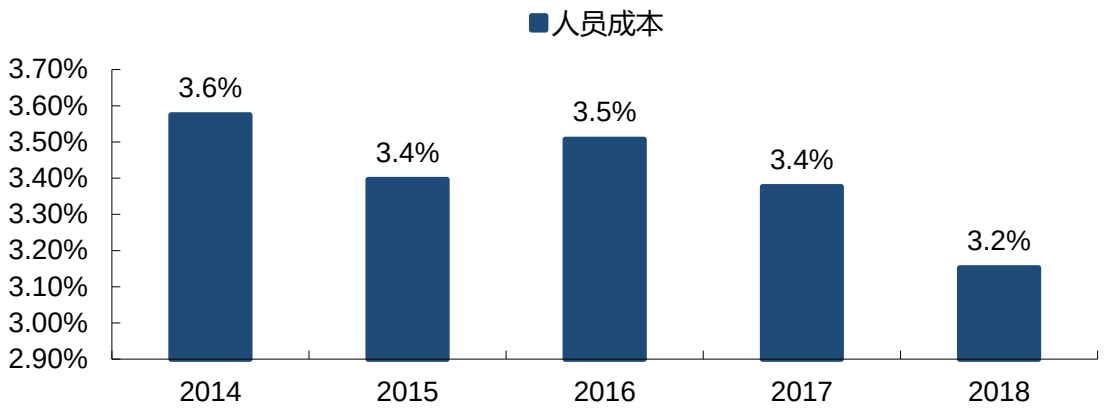
1）日用百货的品类拓展推动毛利率提升以及物流基础设施利用率的提高摊薄了履约费用率。当前公司品类拓展取得成效，随着非3C产品占比增大，毛利率有望进一步提升；

2）而基础设施利用率的提高从物流人员费用率的情况看，效用依然在持续。

图表83：京东非3C产品占比



图表84：京东履约费用率--人员成本



数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

4.7、京东集团：费用率改善和品类扩张带动公司整体利润率的提升

■ **盈利预测与投资评级**

基于公司出色的效率提升和盈利改善，以及用户获取策略上取得的显著成果，我们上调对公司2020-2022年的业绩预测，分别为7489.3/9133.8/10973.1亿元，同比增长29.8%/22.0%/20.1%，非公认会计准则下的归母净利润分别为177.1/265.0/362.5亿元，同比增长64.8%/49.6%/36.8%，对应PE分别为47.3/31.6/23.1倍（港币:人民币=1:0.85），维持公司“买入”评级。

图表85：京东盈利预测与估值

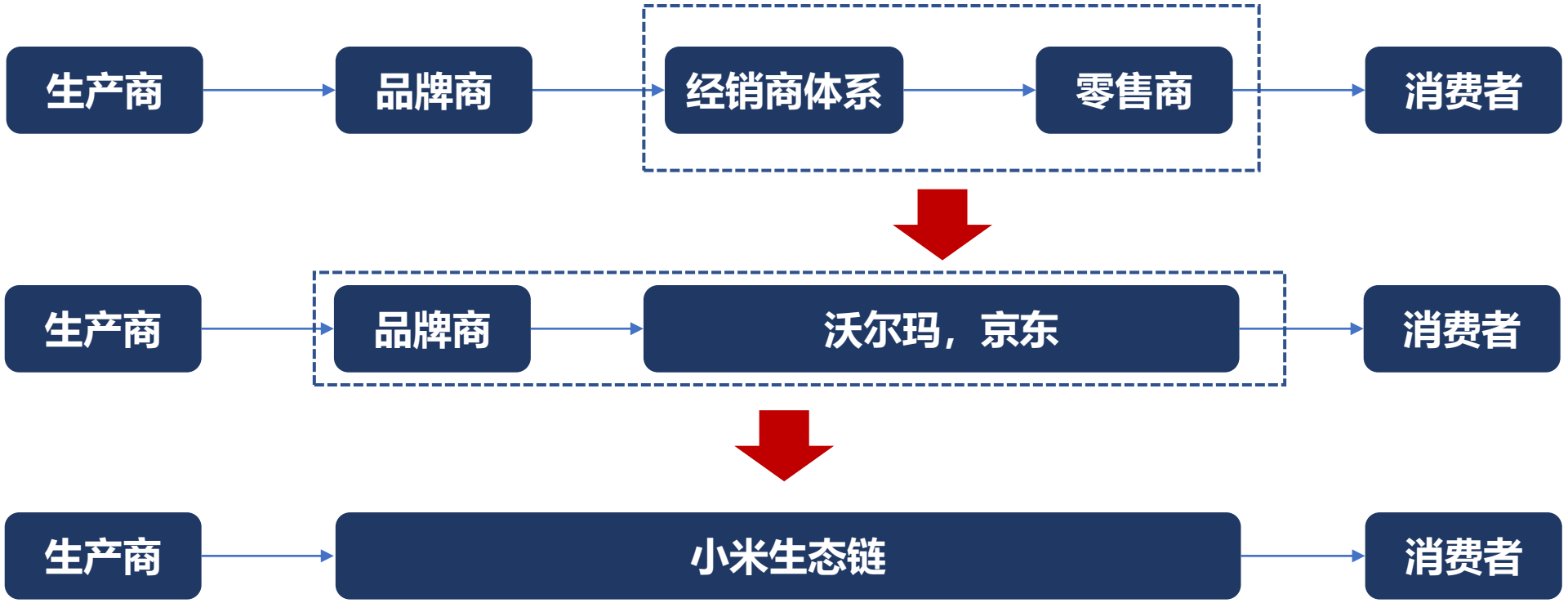
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	576,888	748,932	913,384	1,097,310
yoy	24.9%	29.8%	22.0%	20.1%
归母净利润	10,750	17,714	26,499	36,246
yoy	210.7%	64.8%	49.6%	36.8%
每股收益	3.7	5.7	8.5	11.6
PE	72.9	47.3	31.6	23.1
经调整净利率	2.1%	2.4%	2.9%	3.3%

注：数据截至20201214，港币：人民币=1:0.85

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

■ 小米集团的商品流通体系

图表86：小米集团的商品流通体系

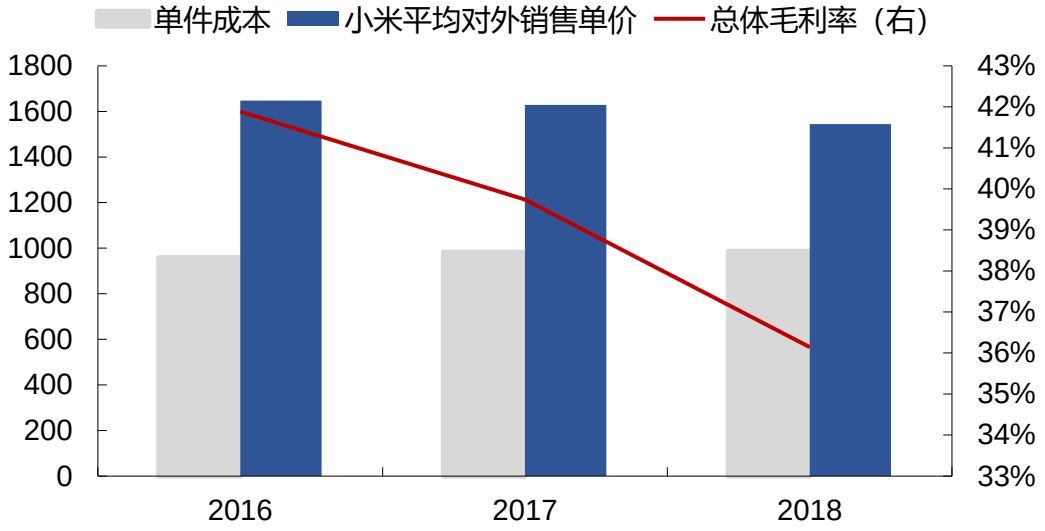


数据来源：东吴证券研究所整理

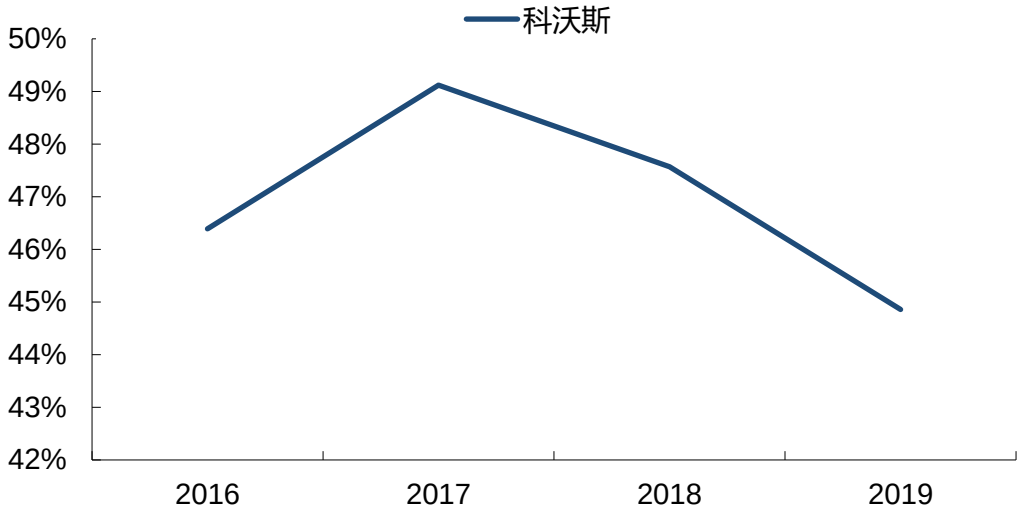
4.8、小米集团：性价比的数量体现

- 单件成本：石头科技生产一件扫地机器人所需付出的全部成本
- 小米平均对外销售单价：石头科技把产品生产出来后，将产品交给小米，小米最终实现销售时的价格
- 扫地机器人从生产出来到最终实现销售，全链条仅50%的价差，对应36%的毛利率，反观科沃斯，作为扫地机器人龙头企业，加价率接近100%，由此可见，小米产品的性价比并不是说说而已。

图表87：小米扫地机器人的性价比体现（元）



图表88：科沃斯地机器人的毛利率情况

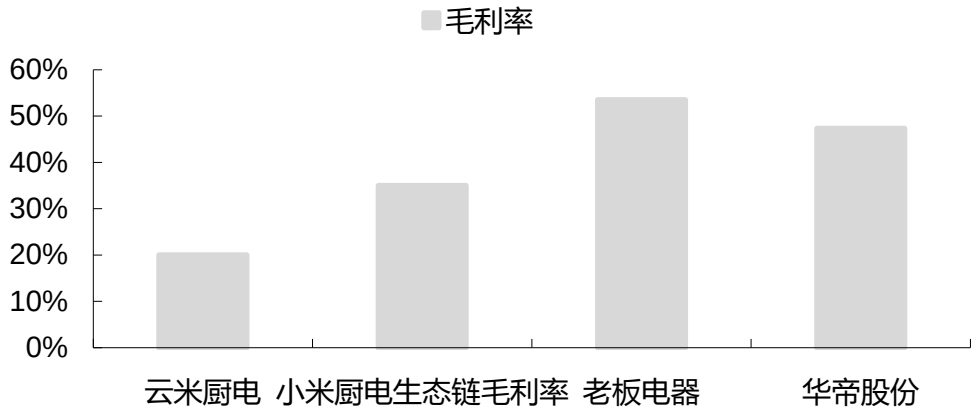


数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

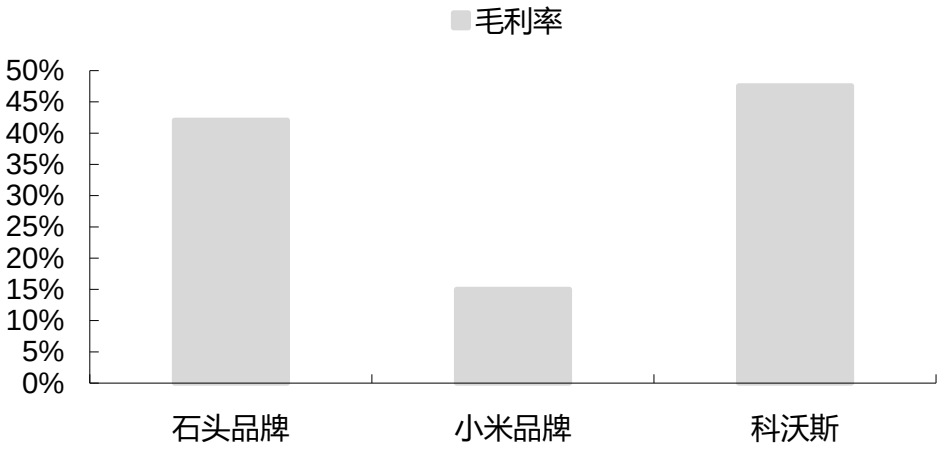
4.8、小米集团：流通损耗的缩减在财务上的体现

- 虽然代工小米的毛利率很低，但几乎不需要付出额外费用
- 小米生态为供应链实现了赋能，撇去了品牌商的环节之后，就节省了大量的营销费用，从而将这部分费用返还给消费者
- 这是小米生态高效率的核心原因

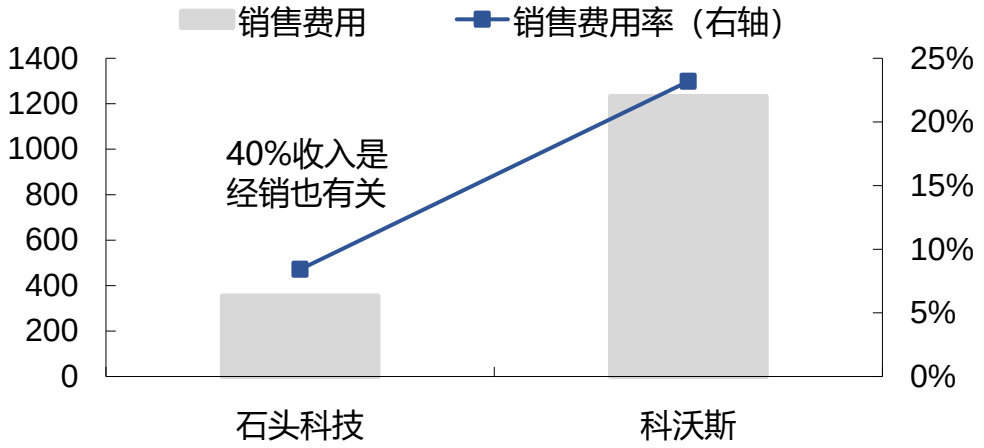
图表90：小米厨电品牌产业链毛利率（2019）



图表89：小米品牌代工毛利率（2019）



图表91：石头科技与科沃斯销售费用情况（百万元，2019）

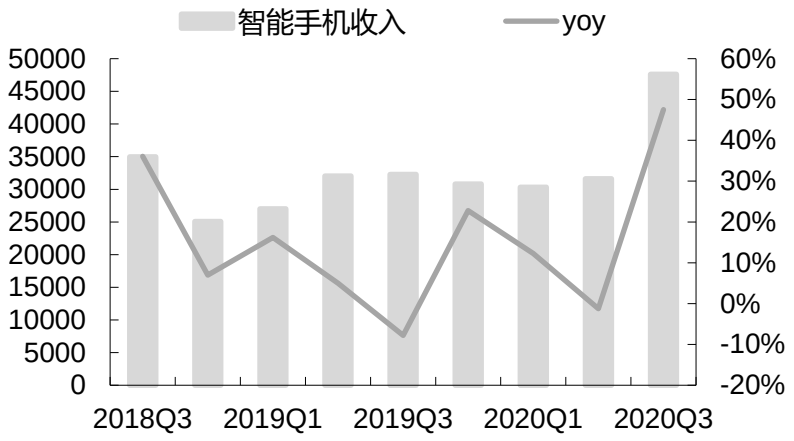


数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

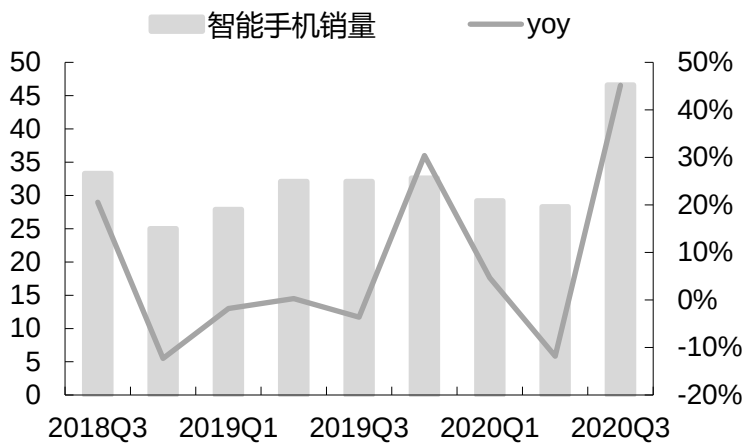
4.8、小米集团：产业链订单爆满，预计明年手机将大卖

- 手机销售放量，推动业绩超预期，国内手机市占率开始回升。2020Q3公司手机销量同比增长45%至47百万部，其中大陆市场同比增长18.9%，是五大手机厂商中唯一实现正增长的公司。
- 公司一改国内销量持续下滑的态势，市占率从去年同期9%提升至12.6%。另外，产品高端化进展顺利，今年前10个月销售的高端机型（单价高于3000元及300欧元）已超过800万部，约占前三季度手机销量的8%。高端化推动国内手机ASP明显提升，Q3同比提升14.7%，延续上半年以来的升势。
- 公司当前已进入缺货状态，由于产能不足，Q4销量预计少于Q3。明年由于华为事件影响，手机厂商纷纷向产业链大规模下单，小米手机销量预计将大幅增长。

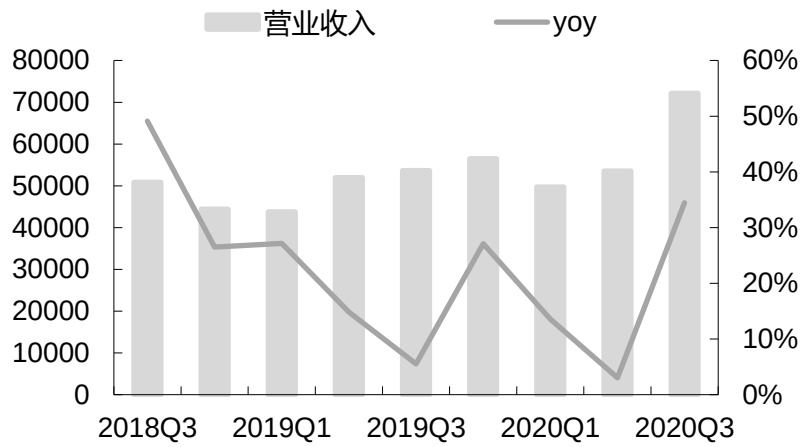
图表92：小米智能手机收入变化（百万）



图表93：小米智能手机销量（百万台）



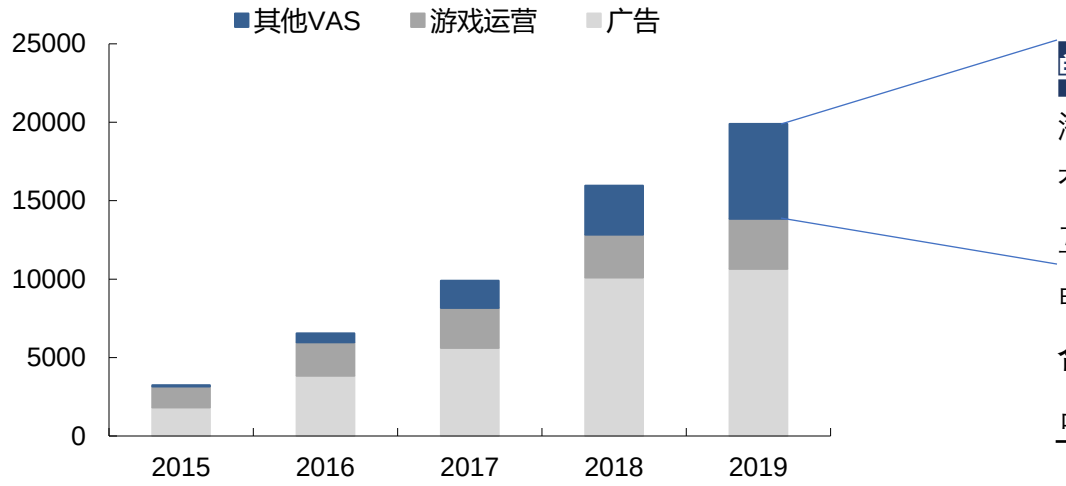
图表94：小米营业收入变化（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.8、小米集团：互联网服务收入将呈现快速增长

图表95：互联网服务收入构成（百万元）



图表96：其他VAS收入构成（百万元）

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019
海外互联网服务收入	3.2	28.0	72.0	547.2	1955.0
有品平台			60.0	328.6	550.0
互联网金融服务			1224.5	1750.6	3328.2
电视互联网服务		92.3	379.4	952.6	1614.0
合计			**1735.9**	**3579.1**	**7447.3**
占互联网服务比重			17.5%	22.4%	37.5%

- 公司互联网服务收入与手机销量强相关，当前互联网服务收入中超过60%的收入是由手机广告和游戏运营带来的，而公司利润几乎全是由互联网服务构成，因此手机销量的增长将带来互联网服务的快速提升，公司利润将展现出显著的弹性。
- 当前公司与腾讯的分成协议发生变化，手游流水分成由原来的5:5往3:7迁移（腾讯70%），公司在游戏分成收入上受到影响，直接导致Q3互联网服务收入不及预期，但公司当前手机高端化进展成效显著，而高端用户的游戏ARPU值是普通用户的3倍，因此将抵消由于分成下滑带来的负面影响。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

■ 盈利预测与投资评级

- 基于海外业务的坚挺和主营业务的快速增长，我们提高对公司的业绩预测，预计公司2020-2022年收入分别为2495.5/3387.4/4121.5亿元，分别同比增长21.2%/35.7%/21.7%。归母净利润分别为127.0/177.3/217.6亿元，分别同比增长26.4%/39.7%/22.7%，对应PE分别为49.2/35.2/28.7倍（港币:人民币=1:0.85）。小米集团具有独特的业务模式和非常高效的流通体系，从而建立了难以超越的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

图表97：京东盈利预测与估值

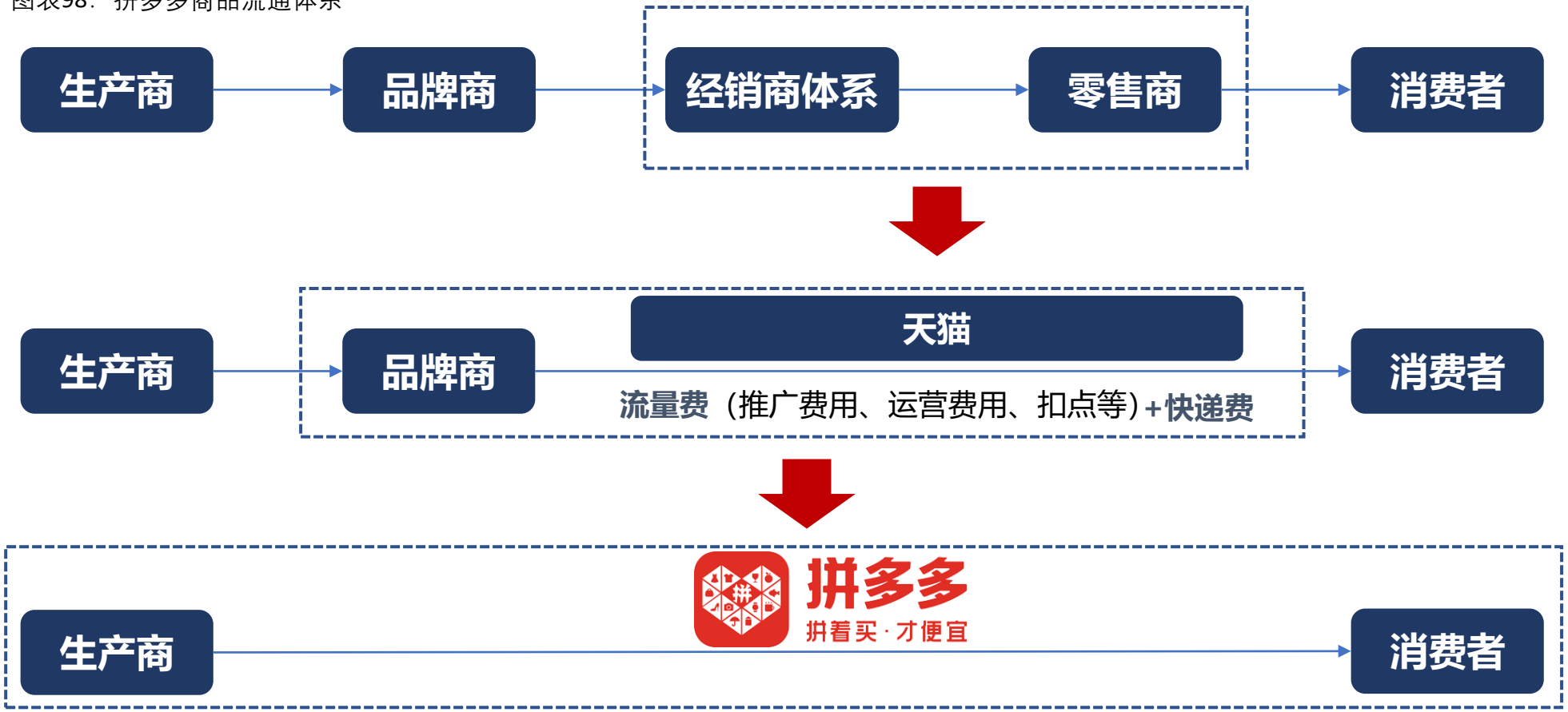
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	205,839	249,546	338,738	412,148
同比（%）	17.7%	21.2%	35.7%	21.7%
归母净利润（百万元）	10,044	12,696	17,734	21,763
同比（%）	-25.9%	26.4%	39.7%	22.7%
每股收益（元/股）	0.4	0.5	0.7	0.9
P/E（倍）	59.6	49.2	35.2	28.7

注：数据截至20201214，港币：人民币=1:0.85

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.9、拼多多如何建立独有竞争优势

图表98：拼多多商品流通体系



资料来源：东吴证券研究所绘制

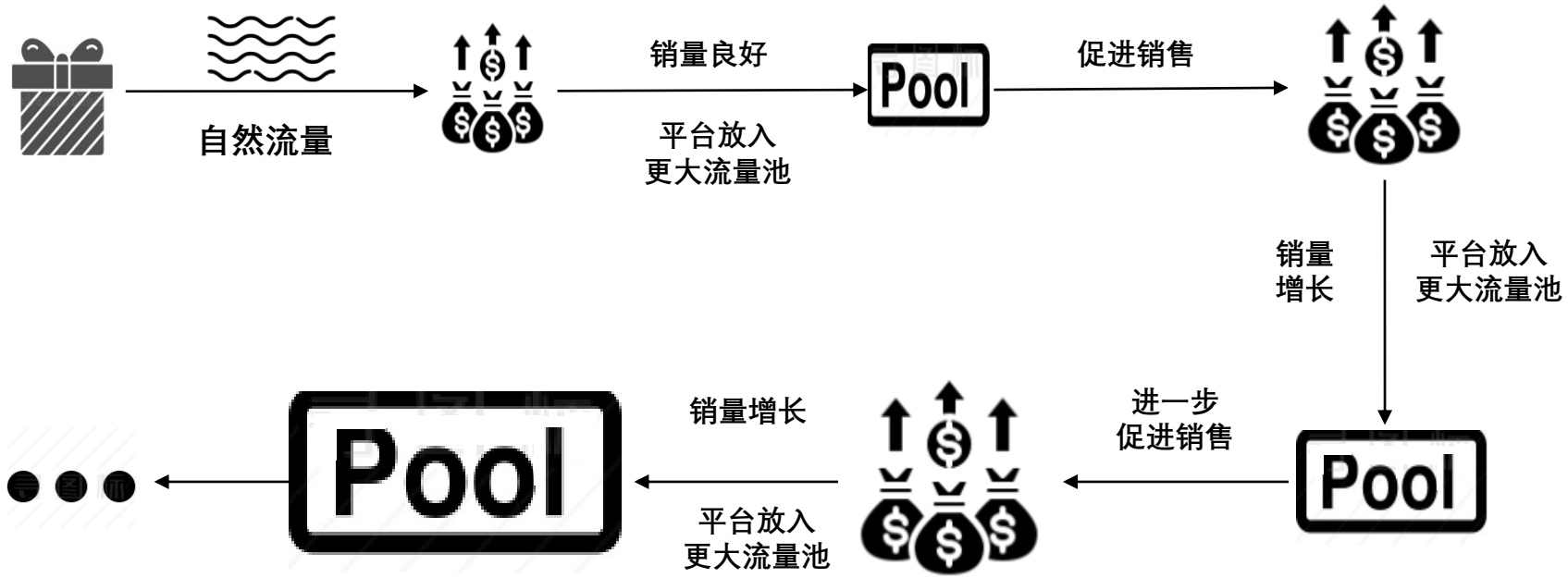
- 在品牌领域保持与天猫京东的竞争，非品牌领域建立独有的竞争优势

4.9、拼多多如何建立独有竞争优势

■ 爆款的产生原因与客单价的提升逻辑

- 流量分配机制：某个产品上线，如果最初借助自然流量开始放大销量，那么平台就会把这个产品放到更大的流量池里面供消费者选择，如果依然可以继续放量，平台就会将该产品放到更大的流量池里，如此持续，这就是为什么拼多多上的单款产品可以实现远高于淘系的销量。
- 单SKU上的超高销量可以对供应链掌握更大的话语权，会自然促使供应链降低加价率、提高产品质量，带动产品升级。让平台从原来仅卖低端性价比产品的“低价”生态向“低加价率”的生态转变（产品升级可以卖得更贵，但加价率依然是低的）。

图表99：拼多多爆款的产生模式



资料来源：东吴证券研究所绘制

4.9、拼多多如何建立独有竞争优势

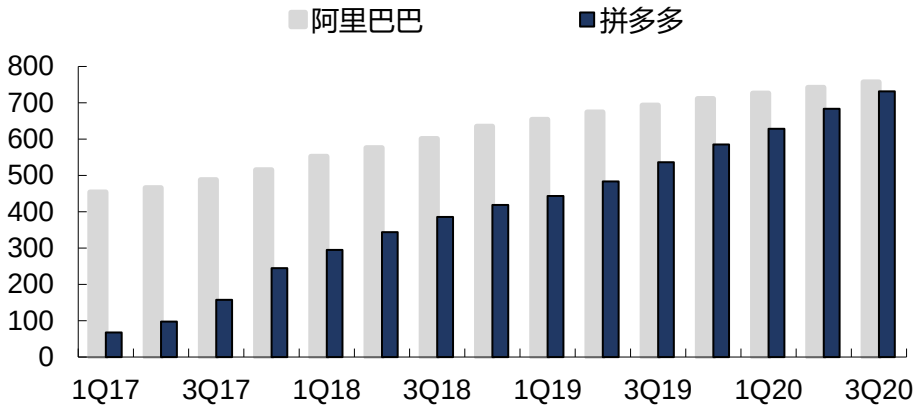
GMV = 用户数 × 客单价 × 购买频次

■ **用户规模天花板大致相等**

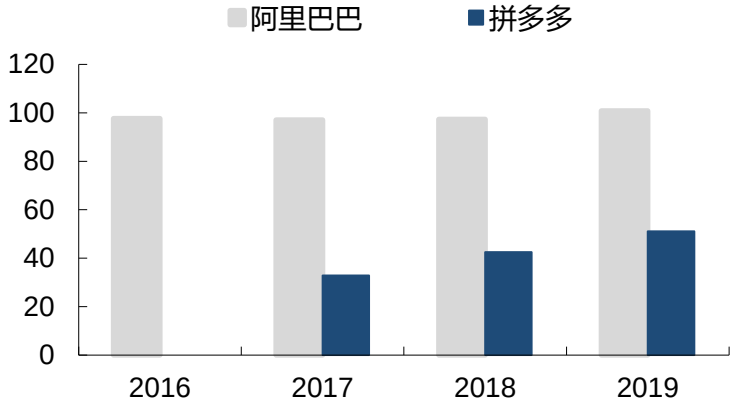
■ **拼多多生态机制**

■ **拼多多可以进一步提升**

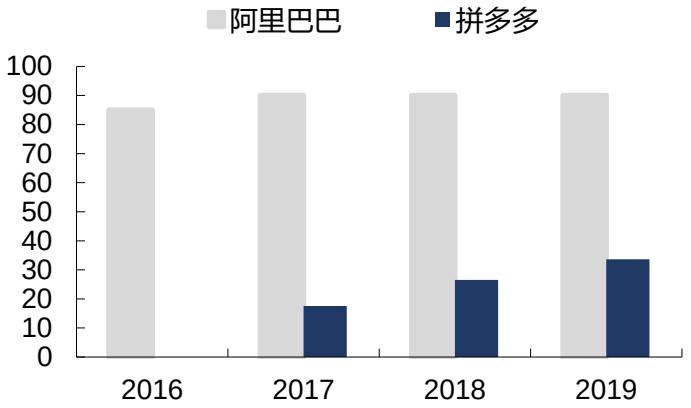
图表100：年度活跃买家数（百万）



图表101：客单价对比（元/次）



图表102：购买频次对比（次/年）



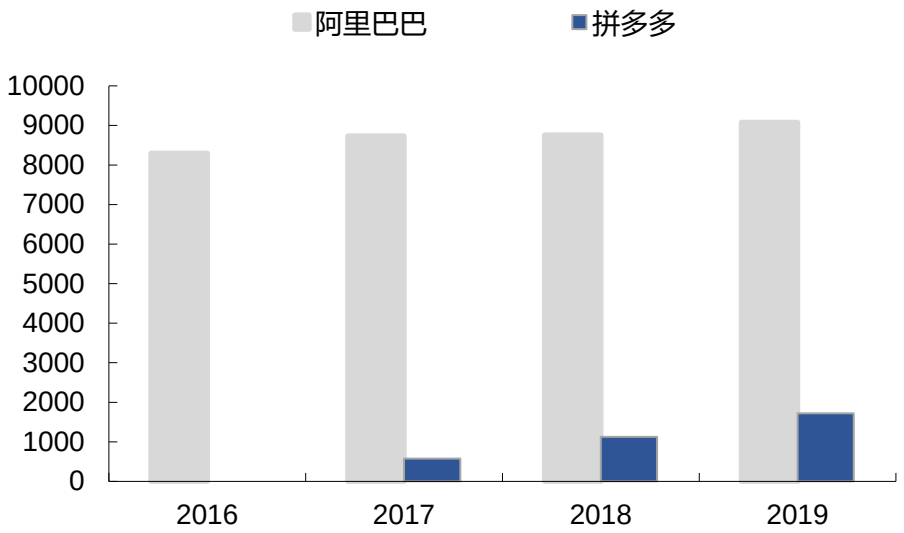
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.9、拼多多如何建立独有竞争优势

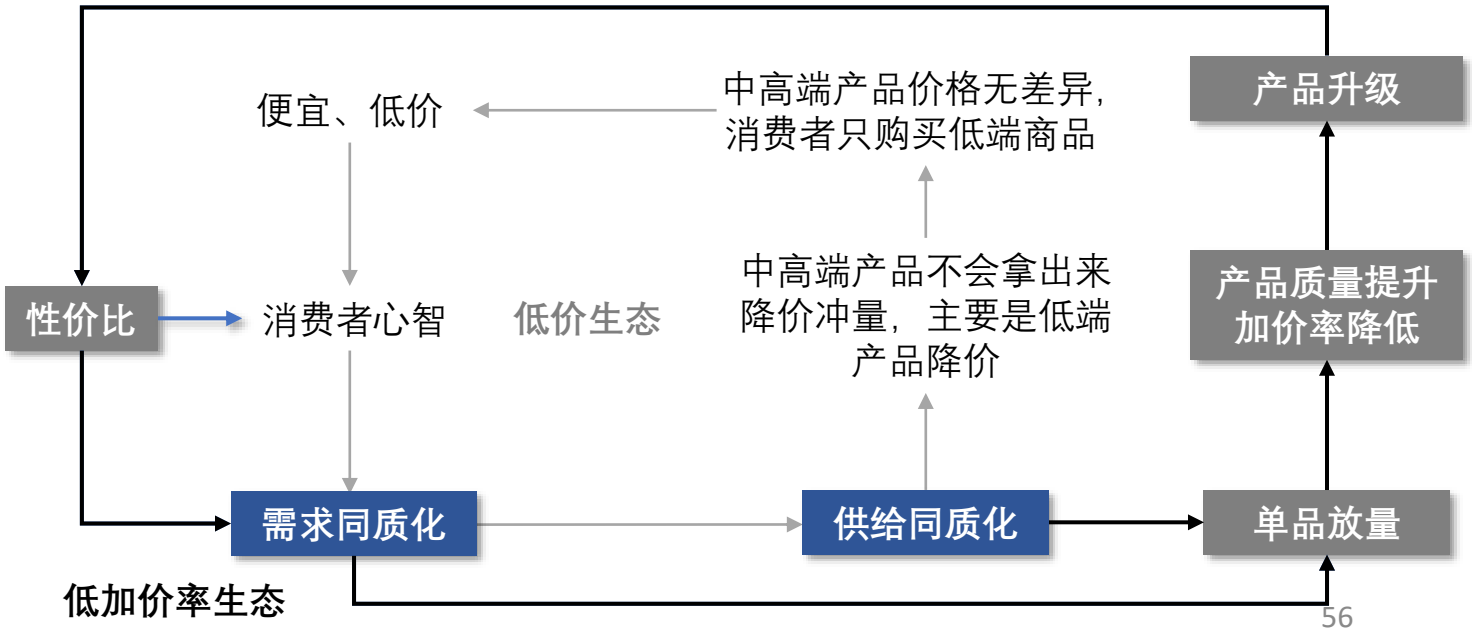
■ 拼多多的人均用户支出增长动力

- 拼多多人均用户支出和淘系相比还有相当的距离
- 人均用户支出又可以拆分为客单价和购物频次
- 客单价的提升：拼多多找到的同质化的用户需求与供给，单品放量后会促使供应链提高产品力，进而推升单品价格，但由于量大，加价率维持在地位；
- 购物频次的提升，一方面电商平台买家沉淀时间越长购买频次往往越高，而公司经营年限较短，买家数还在快速增长，因此当前购买频次被压低；另一方面，公司品类扩展还在继续，例如年初与国美战略合作，在3C家电品类上实现了进一步拓展。

图表103：人均用户支出对比（元）



图表104：内圈低价生态，外圈低加价率生态



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.9、业绩预测与评级

- 我们预计2020-2022年公司收入分别为524.1/821.4/1138.8亿元，分别同比增长73.9%/56.7%/38.6%。归母净利润分别为-44.9/52.3/169.5元，分别同比增长-35.5%/216.5%/223.9%。公司具有独特的竞争优势和生意壁垒，在供应链上具有更强的掌控力，客单价的提升具备自然驱动力，我们根据P/GMV的估值方法给予公司目标价185美元/ADR，给予“买入”评级。

图表105：拼多多盈利预测与估值

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	30142	52410	82142	113884
同比（%）	129.7%	73.9%	56.7%	38.6%
归母净利润（百万元）	-6968	-4491	5232	16948
同比（%）	-31.3%	35.5%	216.5%	223.9%
每股收益（元/股）	-1.5	-0.9	1.1	3.5
P/E（倍）	-162.0	-265.1	227.6	70.3

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.10、硬件成为入口对电商带来影响的展望与思考

■ **智能硬件可以通过数据的获取变得比消费者更加了解消费者的需求**

图表106：代表性智能硬件



数据来源：百度图片，东吴证券研究所

■ 正如《小米生态链战地笔记》所述，“智能硬件是人与需求的连接点，通过这个点，大数据可以上传到云端。而当连入的人和物越多，大数据的价值也就越大。通过这些智能硬件，小米不仅可以定向销售商品，也可以向消费者推销服务。此时，智能硬件就变成了一个精准渠道。智能硬件实际上是一个离人更近的电商渠道，**就如互联网商业模式中高频可以打败低频，离人近的也可以打败离人远的**。”

图表107：净水器界面



5、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

5.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

- **商业模式离交易端越近，变现的链条就越短，变现损耗就会更小。**
  - 例如阿里和腾讯是同一体量上的公司，但阿里的月活却要少得多，阿里的月活只有8.81亿，而腾讯（微信）的月活为12.13亿（2020Q3）。之所以如此，是因为电商天然离交易更近，货币化通路短，变现更加直接，而腾讯要变现需要通过增值服务和广告等进行更加间接的变现。
- **为用户提供服务的深度越深，变现能力就越强。**
  - 腾讯与Facebook商业模式相似，Facebook拥有27.4亿月活，是腾讯的2.26倍，但市值仅比腾讯高出12%（2020年12月10日），原因在于Facebook聚焦在广告变现方式上，腾讯还提供了游戏、会员、支付等层次更深、离交易端更近的增值服务，所以单用户变现效率更高。
- 所以，从货币化能力上讲，电商>增值服务>广告。现在蚂蚁金服和腾讯都发展出了离交易端更近的商业模式——支付，用户每一次使用支付工具都会产生一次交易，从而收取交易手续费，因此单位时间内的货币化能力更强，支付可以讲就是交易本身，其货币化能力强于电商。因此，**支付业务是当前互联网公司货币化能力最强的工具。**

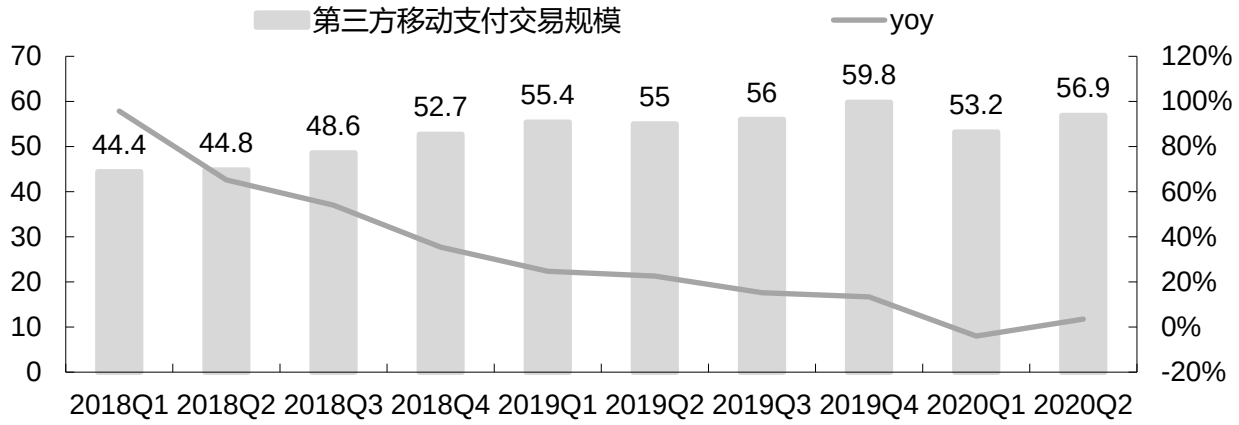
图表108：阿里、腾讯、Facebook MAU对比



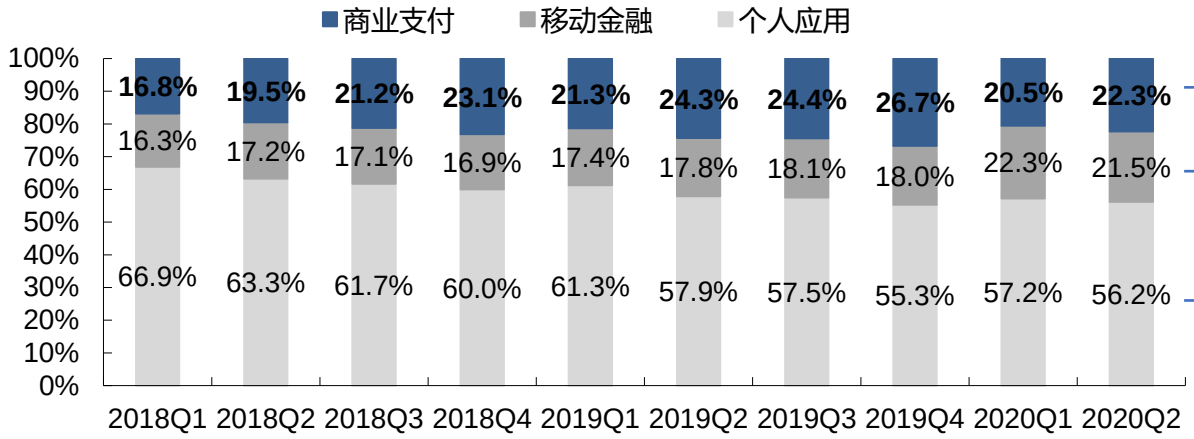
数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

5.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

图表109：移动支付流水规模（万亿）



图表110：移动支付流水构成情况



收取商业支付费率——支付收入主要构成

收取基金管理费，申购认购费，无支付费率

提现和信用卡还款按总额0.1%收取（1000元以上），但收支相抵；此外，转账、红包、当面付等无费率

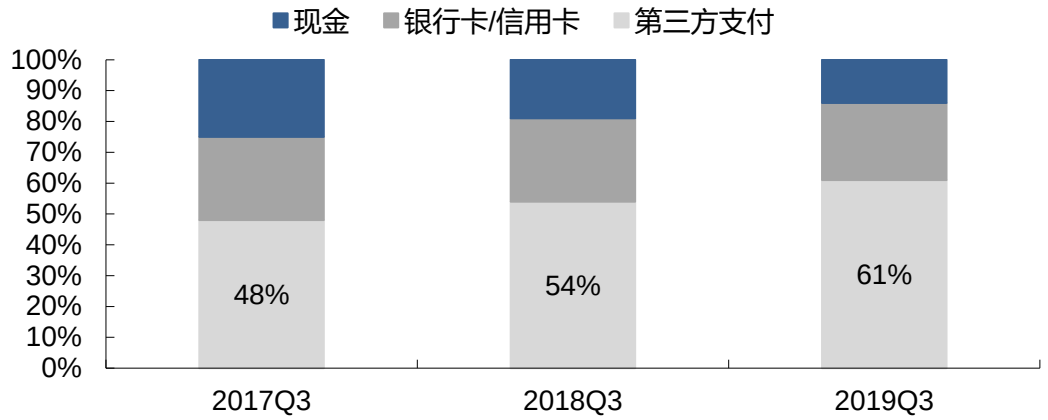
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

5.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

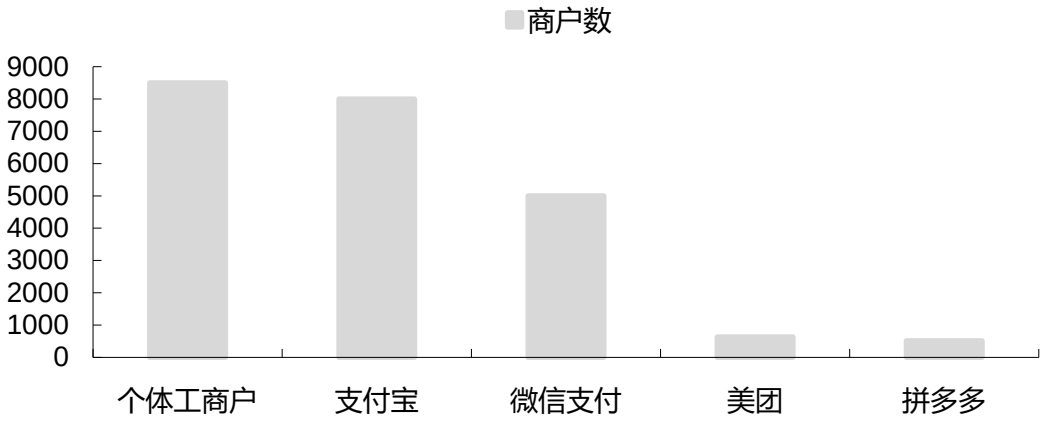
商户端和消费者使用都有渗透空间

- **商户端：**支付宝已经充分渗透，而微信支付依然有渗透空间
- **用户端：**支付MAU依然有上升空间，绑卡人数和第三方支付对现金与银行卡的替代是重要因素
- 微信支付的规模增长有双重动力，而支付宝仅在用户端
- 从商户端与用户端的持续渗透可以看到，移动支付依然有相当的增长空间

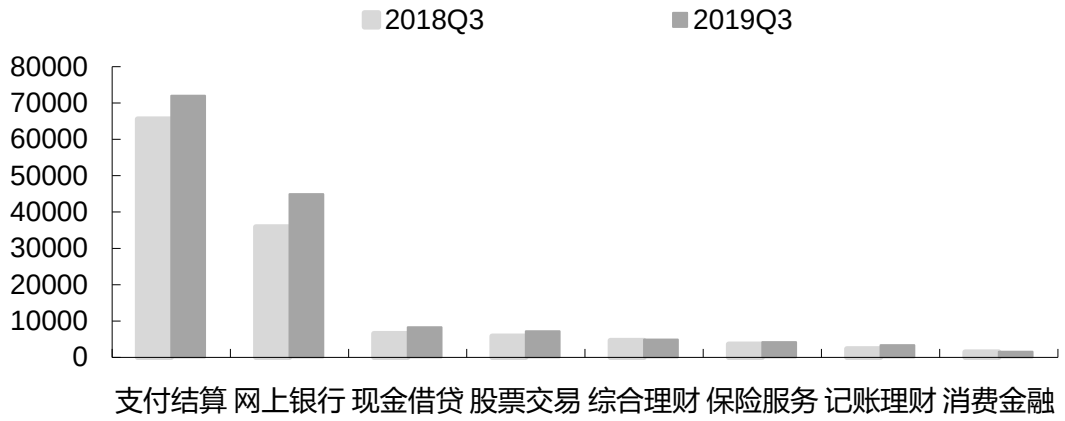
图表112：消费者生活开销支付方式占比（2019q3月均生活开销4823元）



图表111：不同公司覆盖商户数量（万）



图表113：金融理财细分行业月活情况（万人）



数据来源：各公司财报，国家统计局，益普索咨询，Questmobile，东吴证券研究所

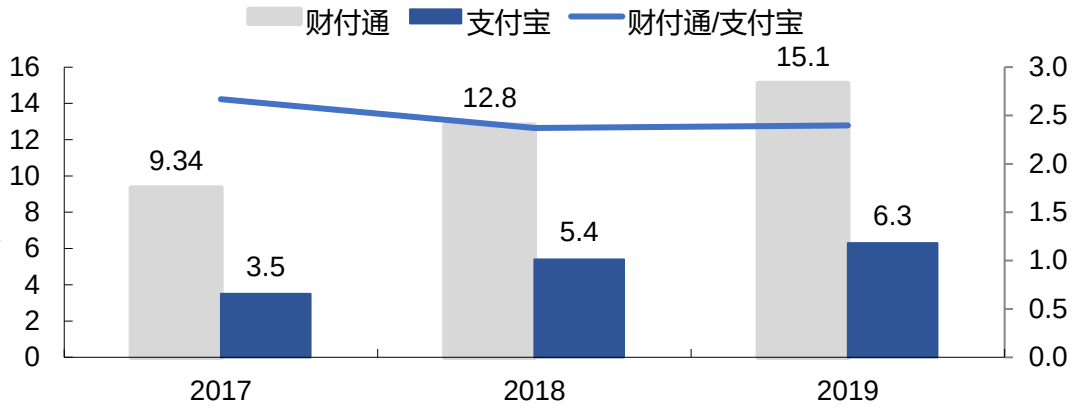
5.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

- **费率是限制支付宝收入增速的另一重要原因**
- 单笔支付金额稳定，单笔创收增长就反应的费率的变化

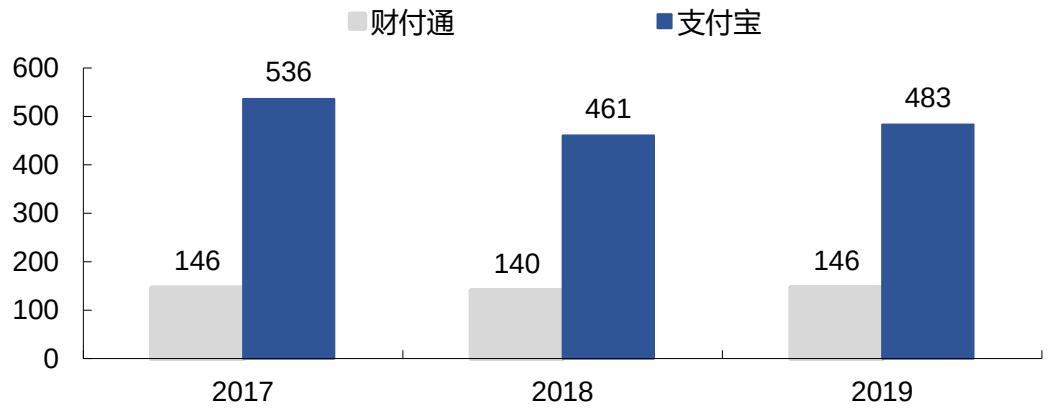
图表114：客户投诉与风险事件处理情况

	交易类投诉数（笔）	占比	年支付笔数（亿）	日均交易笔数（亿）
财付通	60588	0.000011%	5508	15.09
支付宝	20683	0.000009%	2298	6.30
京东支付	2295	0.0001%	23	0.06

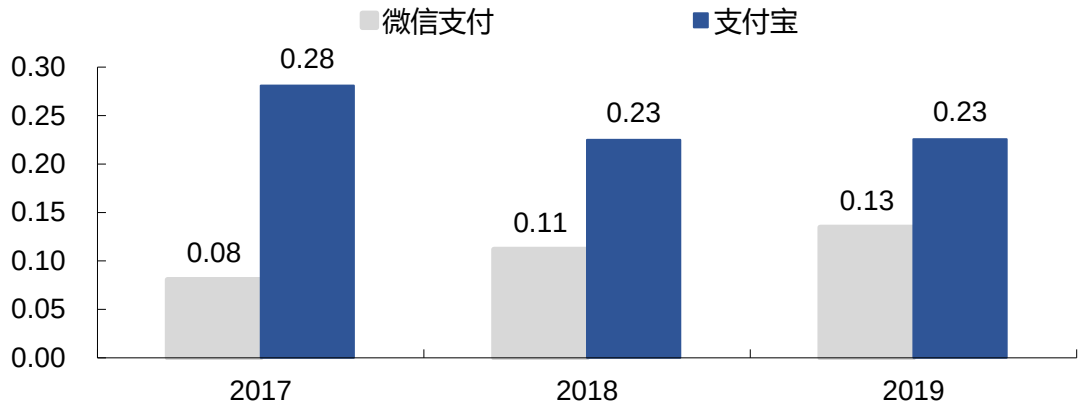
图表115：微信vs支付宝支付日均支付笔数对比（亿）



图表116：微信vs支付宝单笔支付金额对比（元）



图表117：微信vs支付宝单笔支付创收对比（元）



数据来源：财付通，支付宝，京东支付，艾瑞咨询，东吴证券研究所

5.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

- **缩减成本**



政策：餐饮行业0费率，服务商返佣0.2%

- 费率少0.2%+返佣0.2%=-0.4%
- 2019年开始，费率重回0.2%-返佣0.2%=0
- 2019年Q3，费率0.2%-返佣0.1%=0.1%
- 2020年Q1，费率0.3%-返佣0.1%=0.2%
- 餐饮大头，GMV占比10-20%

此外，银行打包成本在逐渐降低中

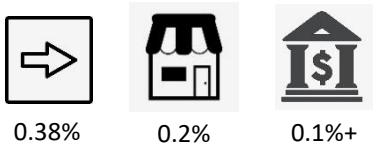
- **提升线上大客户费率**

拼 美团 京东

年框：

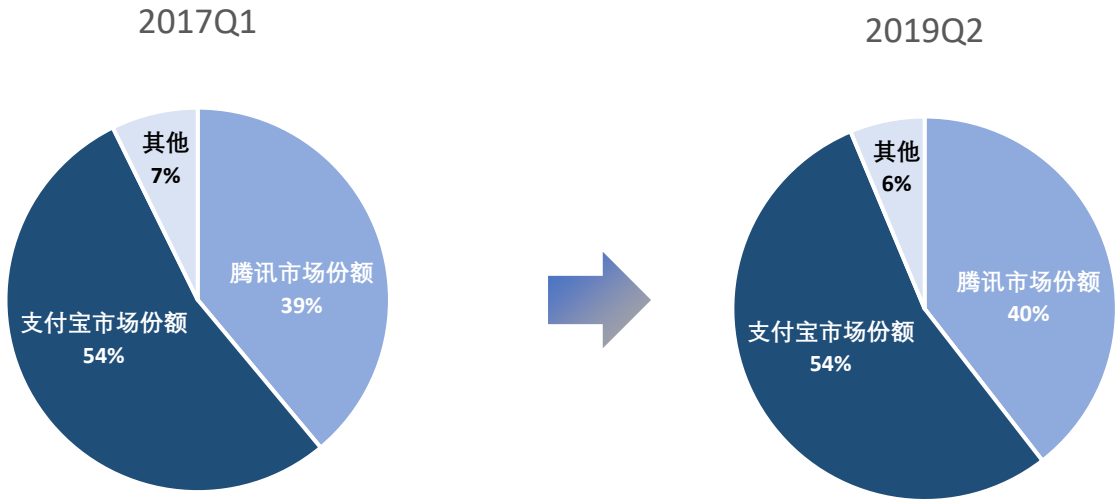
- 成本费率→逐渐市场化定价

- **支付宝和微信于2019年年初开始纷纷提高费率**
- 线下代理商分级，新增代理商以**%费率为起点，按照完成量的增大逐级降低费率
- 行业来看，2019年先从早教班、驾校开始涨起（12月15日），20年涨医美等大额低频消费
- 作为简连服务商，银行是最大的代理商，这块费率是洼地



- **市场格局稳定：2年未发生变化**

图表118：支付市场份额



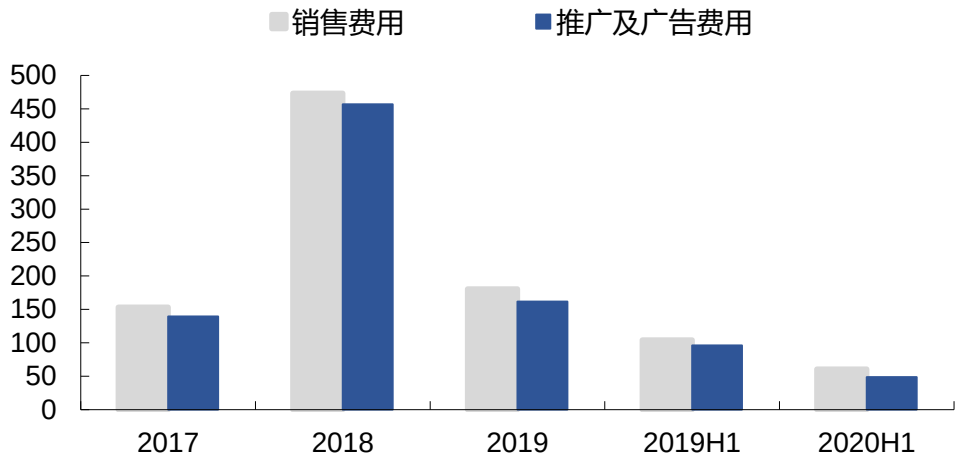
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

5.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

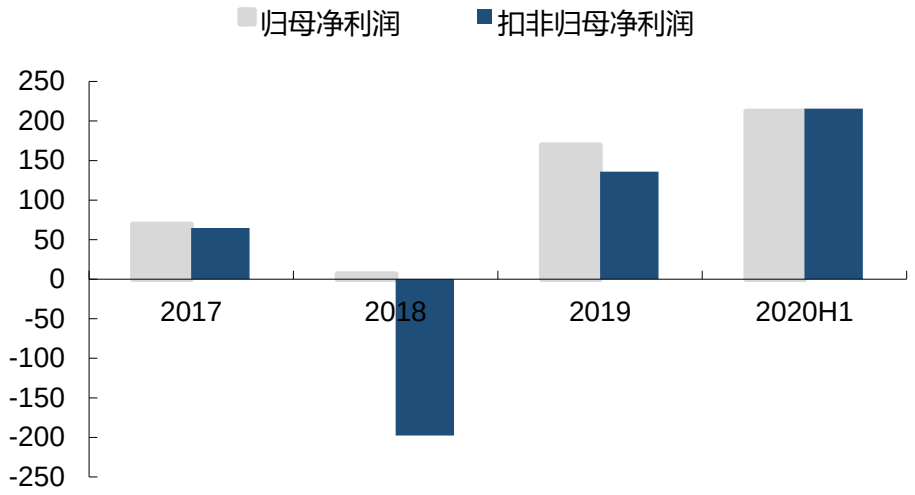
支付宝费率的提升需要与微信支付形成默契

- 2018年，支付宝为保支付份额，大打补贴，导致当年销售费用激增，公司归母净利润大降，扣费净利润甚至-200亿。但2019年开始，与微信同步减少补贴，盈利逐步恢复。
- 蚂蚁集团归母净利润的变化充分展示了支付业务盈利弹性的大小。
- 我们以微信支付30万亿的年商业支付流水为基数进行计算（假设为总流水体量的1/3），万分之一的费率提升，就带来30亿的税前利润，这对腾讯的归母净利润就是3-4%的影响。

图表119：蚂蚁集团销售费用及补贴情况（亿元）



图表120：蚂蚁集团公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司财报，东吴证券研究所

5.2、腾讯控股：支付业务彰显利润弹性

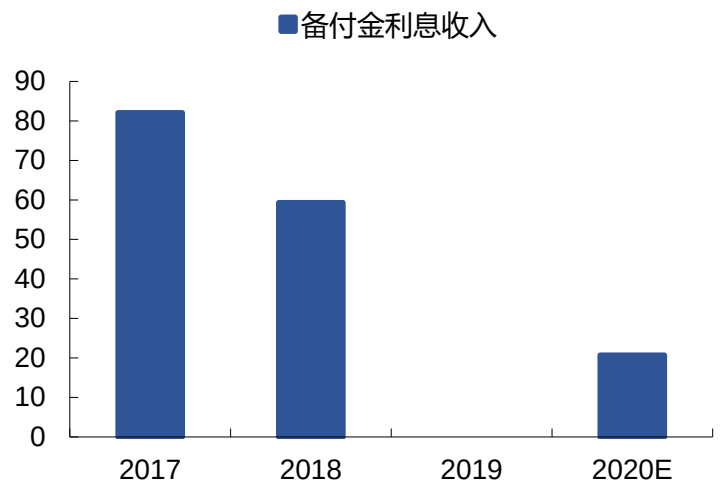
■ **金融科技的业务弹性在腾讯业绩中的体现**

- 腾讯金融科技业务中此前曾蕴含大量的备付金利息收入，这是贡献纯毛利的业务，2018年开始备付金逐季上交央行，2019年1月份上交完毕。为何没有对毛利率产生负面影响？
- 我们通过公司2019Q2财报可以计算出公司2018Q2的备付金利息收入，同时根据央行第三方机构备付金变化计算出上缴节奏，由此推算公司2018年各季度备付金利息收入的变化情况，可以发现，公司备付金利息收入规模很大，而且是纯毛利业务，在利息收入大幅下滑甚至消失的情况下，公司毛利率不降反升，**这就是因为支付业务的盈利弹性，直接抵消了利息收入下滑的影响。**

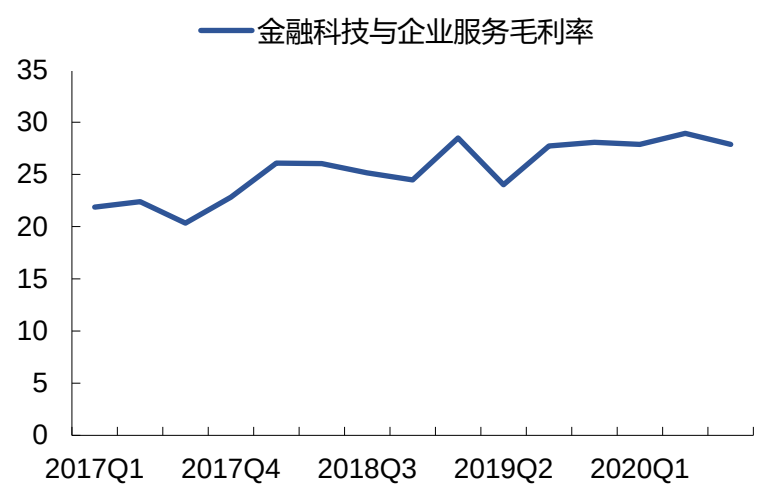
图表121：第三方支付机构备付金（亿元）



图表122：备付金利息收入（亿元）



图表123：金融科技及企业服务毛利率情况（%）



资料来源：中国人民银行，公司财报，东吴证券研究所

5.2、腾讯控股：支付业务彰显利润弹性

鉴于公司游戏业务的超预期表现及后续游戏pipeline的丰富构成，我们上调游戏收入，同时上调媒体广告业务的收入增长，金融科技及企业服务受云业务影响利润率受到压制，但金融业务势头强劲。

我们预计公司2020-2022年收入分别为4862.0/6189.5/7609.8亿元，同比增长28.9%/27.3%/22.9%，归母净利润分别为1262.7/1578.9/1946.8亿元，同比增长35.3%/25.0%/23.3%，对应PE分别为36.9/29.5/23.9倍。给予21年35倍PE，对应目标价679港币/股（港币：人民币=1:0.85），维持公司“买入”评级。

图表124：腾讯盈利预测与估值

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	377,289	486,196	618,949	760,981
同比（%）	20.7%	28.9%	27.3%	22.9%
归母净利润（百万元）	93,310	126,265	157,893	194,676
同比（%）	18.5%	35.3%	25.0%	23.3%
每股收益（元/股）	9.8	13.2	16.5	20.3
P/E（倍）	49.7	36.9	29.5	23.9

注：数据截至20201214，港币：人民币=1:0.85

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

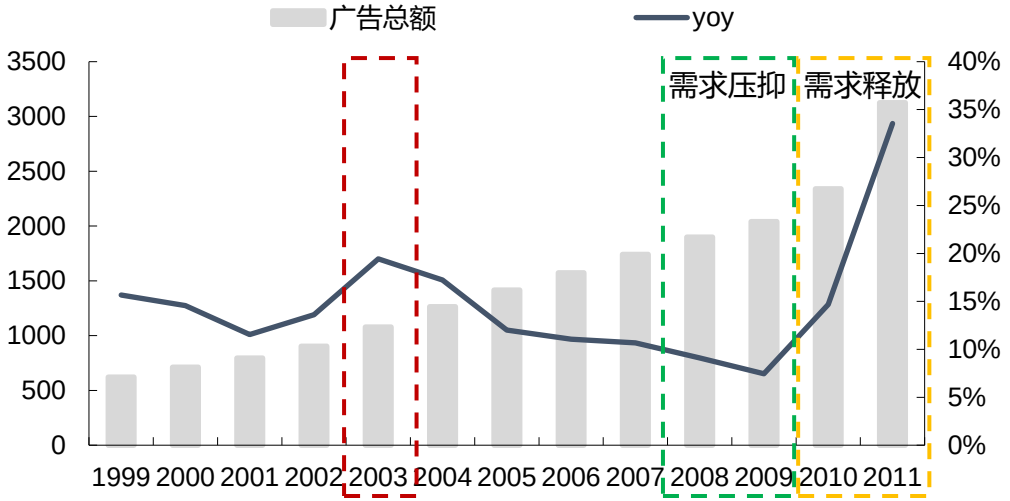
6、广告：大盘强势复苏，品牌广告走过低迷迎来曙光

6.1、广告：广告大盘强势复苏，顺周期展现高弹性

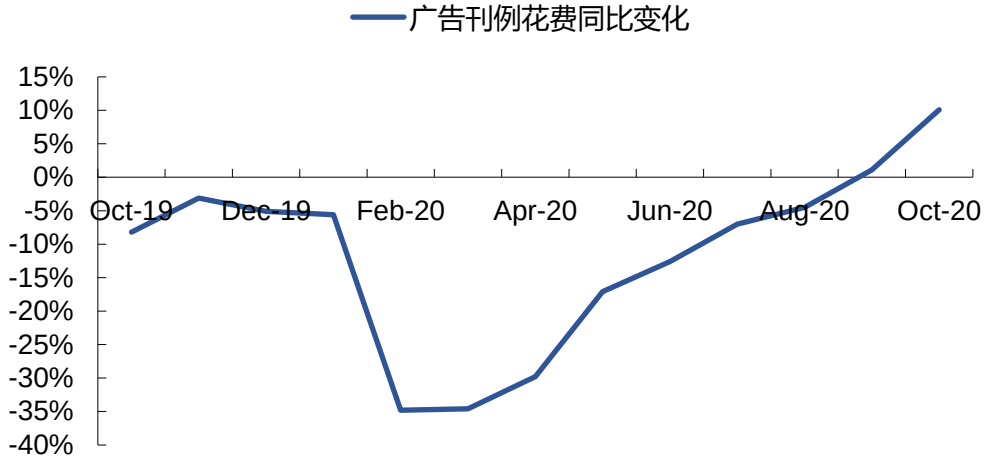
■ 广告支出随经济复苏而迅速反弹

- ➢ 在经历疫情的洗礼后，随着国内经济的复苏，广告刊例花费快速反弹，当前恢复高增长状态。
- ➢ 广告支出增长与经济增长关系密切，在经历经济低迷的阶段后，一旦宏观经济开始复苏，广告支出就有望呈现出快速增长的状态，是顺周期高弹性的。

图表125：中国历年广告经营总额变化（亿元）



图表126：国内广告刊例支出增速快速反弹



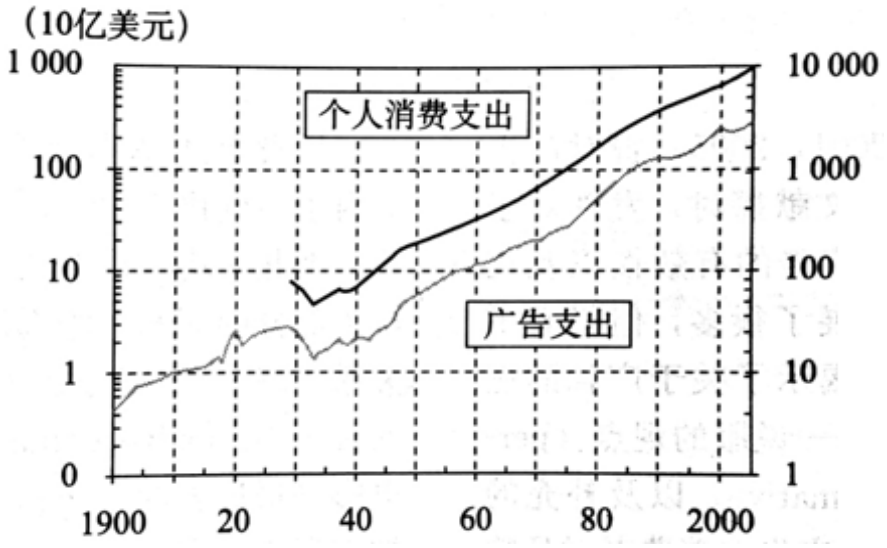
资料来源：广告统计年鉴，CTR，东吴证券研究所整理

6.2、广告：行业明显复苏，预计将持续快于GDP增长

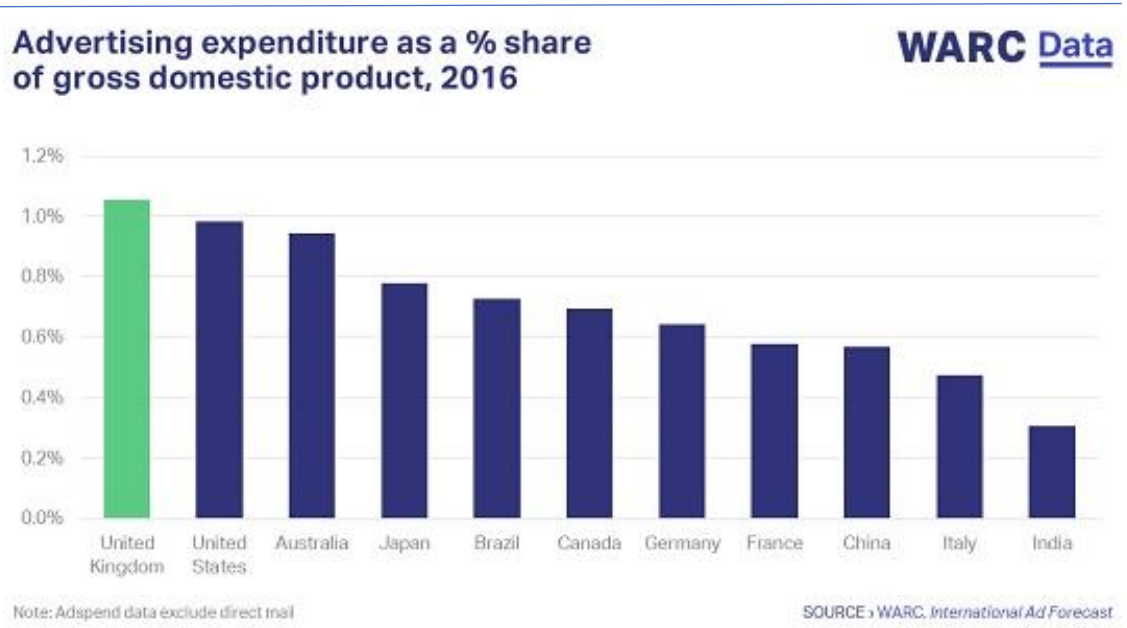
■ 广告是长坡生意，经济复苏背景下，广告支出将展现更大弹性

- 广告行业是不必担心增长问题的行业，从全球的广告支出历史来看，广告支出增长与个人消费支出保持同步，虽然短期有波动出现，只要经济在增长，广告支出金额就不会下滑；
- 而另一方面，广告支出相对于宏观经济的变化通常表现出更大的波动性，这导致在经济复苏时广告业会展现出更大的弹性，广告公司因此会有更好的业绩增长。
- 我国广告支出占GDP比重依然偏低，广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于GDP增长。

图表127：全球广告支出与个人支出同步变化



图表128：全球部分国家广告支出占GDP的比例



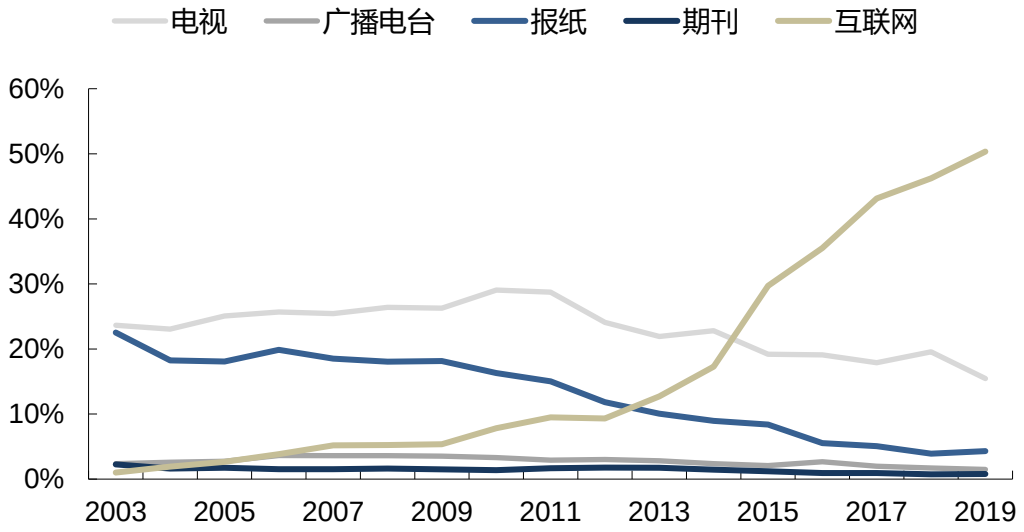
资料来源：CTR，WARC，东吴证券研究所

6.3、广告：互联网广告持续增长，品牌广告低迷数年拐点将现

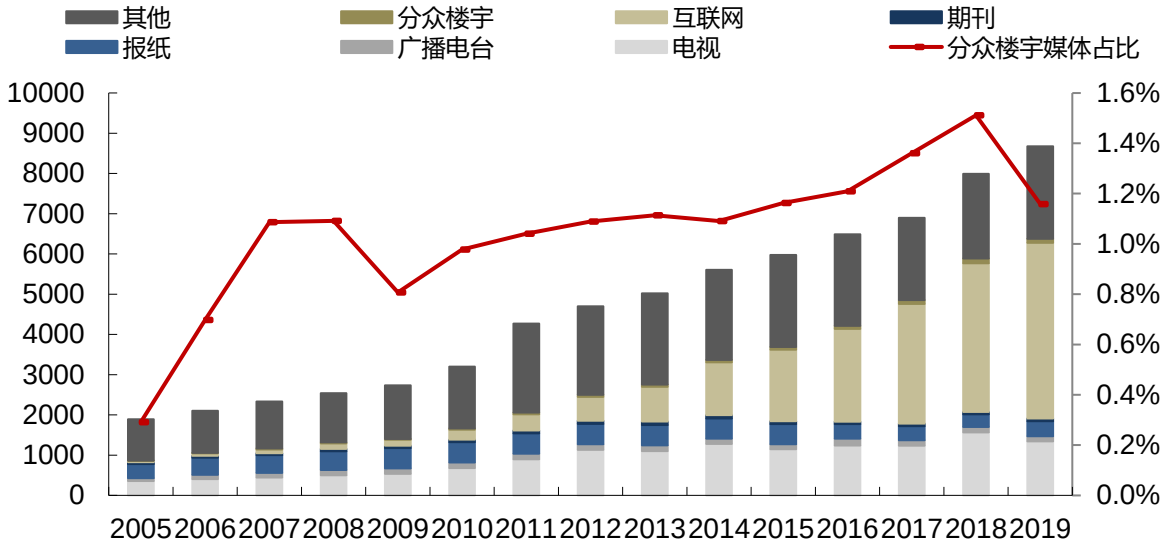
■ 互联网居主导地位，楼宇媒体生命力顽强

- 从近十几年的广告主预算分配情况来看，只有互联网和楼宇媒体占广告主预算的比重是持续上升的，其余广告媒介的预算占比都在不断下滑。
- 互联网广告触达精准、效果可见、受众广泛，获得广告主越来越多的青睐，广告主将众多其他媒介的预算不断往互联网转移，使得互联网广告预算占整体大盘预算的比重快速提高。相对于其他媒介预算占比和绝对规模的缩小，楼宇媒体展现出强生命力，占广告主预算的比重也在不断增大。

图表129：广告主预算在各媒介中的占比变化



图表130：预算结构变化与分众楼宇媒体占比变化（亿元）



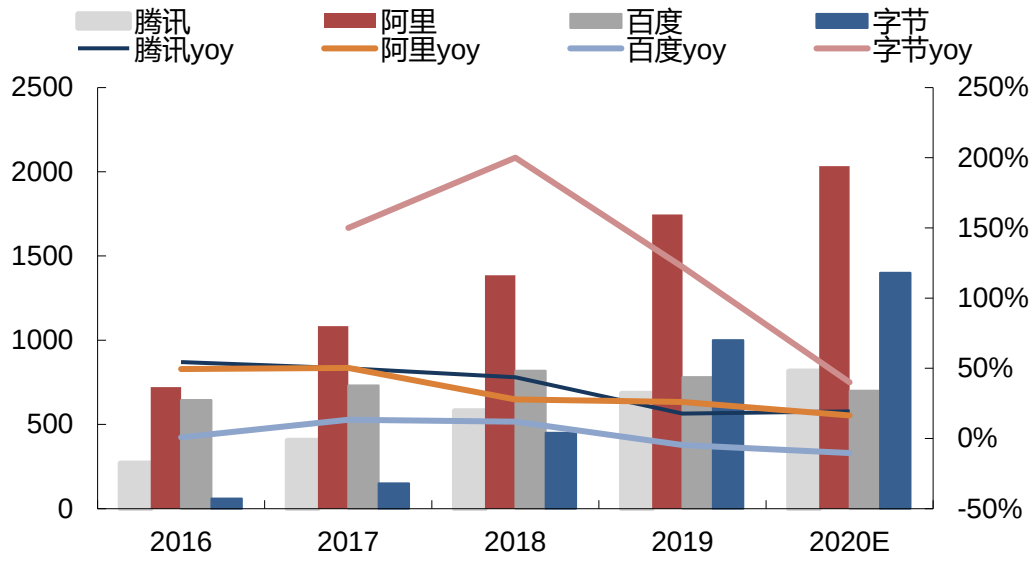
资料来源：广告统计年鉴，公司财报，东吴证券研究所

6.3、广告：互联网广告持续增长，品牌广告低迷数年拐点将现

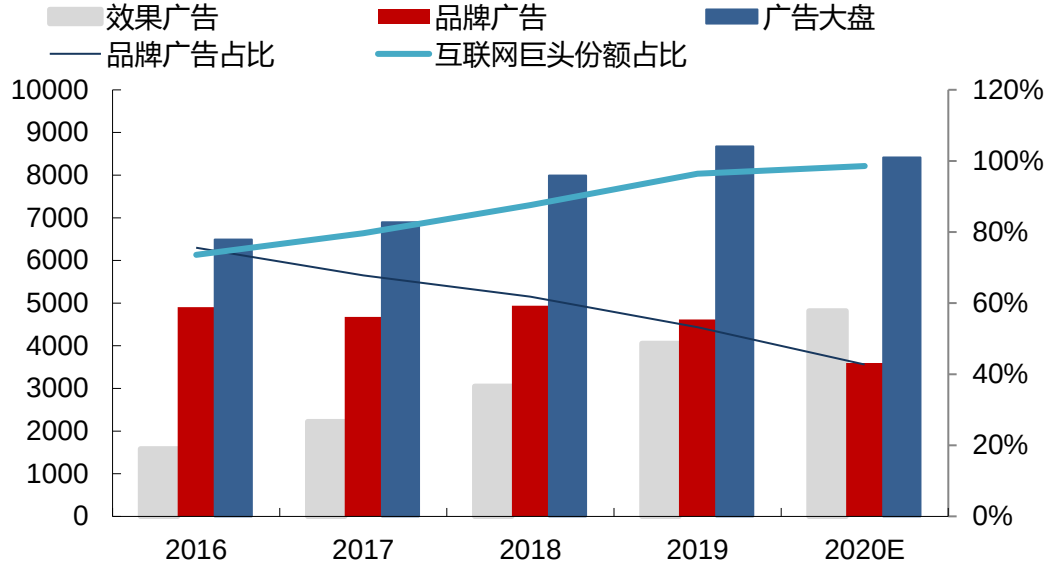
■ 互联网广告马太效应明显，效果广告占据广告主越来越大的预算

- 互联网媒体中，互联网巨头广告收入增长远快于大盘，互联网广告的集中度稳步抬升，马太效应非常显著。龙头公司才是广告领域的投资首选。
- 虽然效果广告在广告主预算中的比例快速增长，但广告价格也在快速提高，今年Q3以来，部分广告主开始将更多的预算转移至线下，品牌广告逐步复苏。

图表131：互联网巨头广告收入变化情况（亿元）



图表132：效果广告与品牌广告的增长情况（亿元）

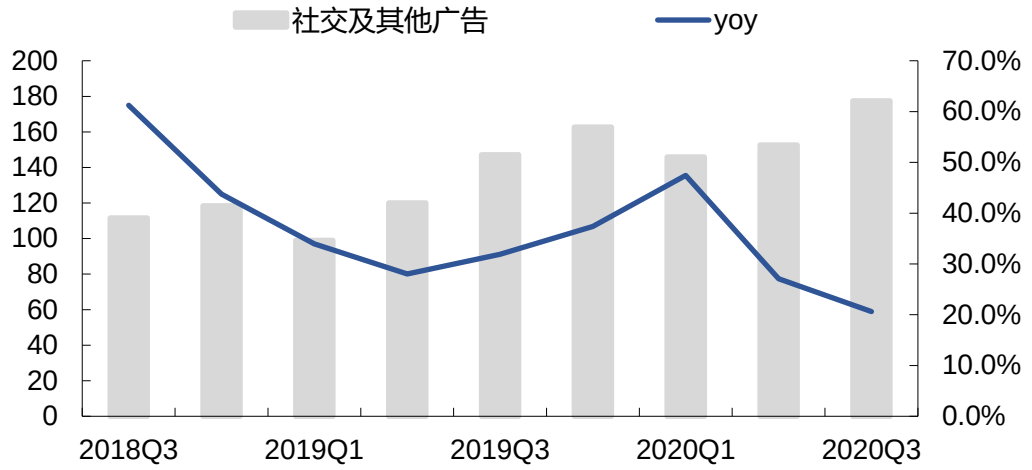


注：阿里巴巴数据已调整至自然年；鉴于互联网平台的高集中度，我们效果广告仅选取了BAT和字节的效果广告收入用以代替整个行业的情况；2019年互联网广告收入假设30%的增长
资料来源：第一财经周刊，字节跳动官方，各公司年报，东吴证券研究所

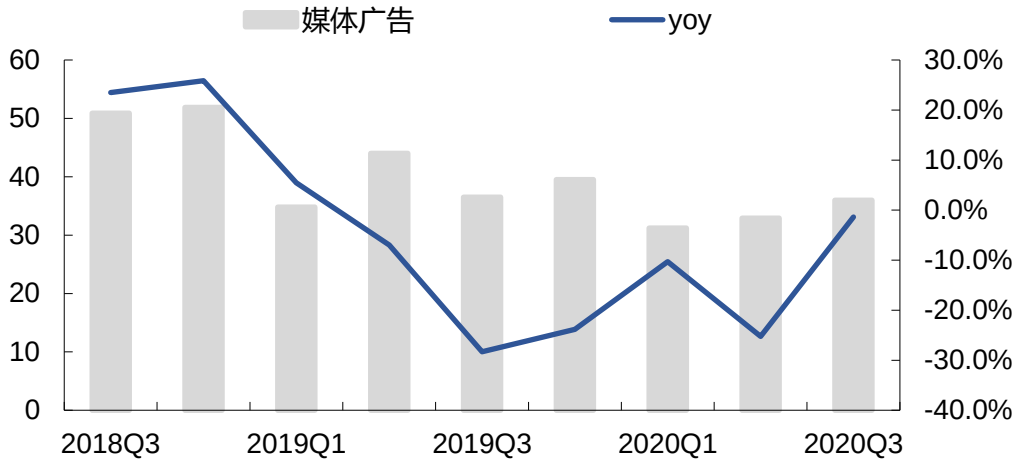
■ 效果广告增长持续性强，腾讯品牌广告三季度明显复苏

- 腾讯兼具品牌和效果两类广告，财务数据最为典型。我们看到腾讯的社交广告（效果广告）增速始终保持较快水平，具有更强的增长持续性，不易受到宏观影响；反观其媒体广告（品牌广告），在2019年出现持续的负增长，但今年Q3以来，经济复苏，媒体广告明显恢复，考虑到今年的低基数，媒体广告明年将贡献业绩增量。
- 公司在广告精准投放上具备较大优势，基于海量的用户数据，在转化率方面也具有明显的效果。公司成功整合了广告平台和支付平台，所以具备将广告展示转化为交易的能力，电商、教育和游戏等行业是广告营收的重要来源，这些行业的广告客户主要关注最终的营收转化能力，目前越来越多的客户认可这种转化能力。

图表133：腾讯效果广告收入变化情况（亿元）



图表134：腾讯品牌广告的增长情况（亿元）



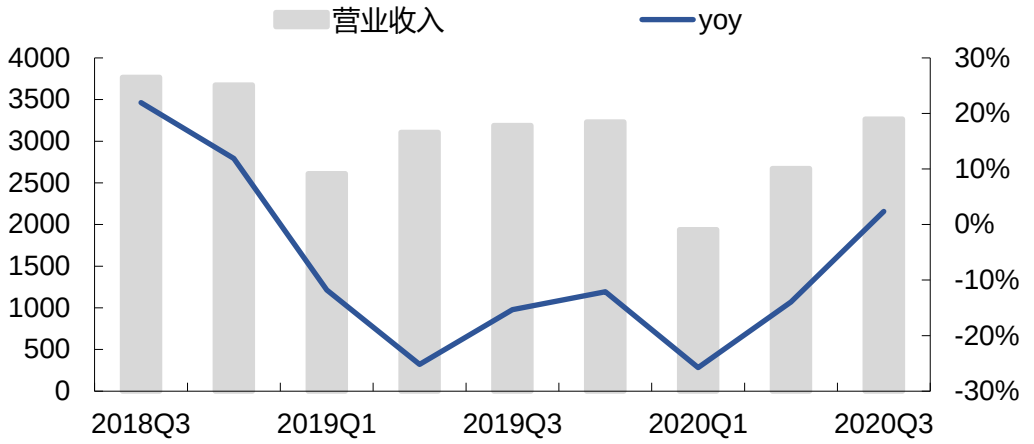
资料来源：公司财报，东吴证券研究所

6.5、分众传媒：经济复苏与格局改善，公司双重收益

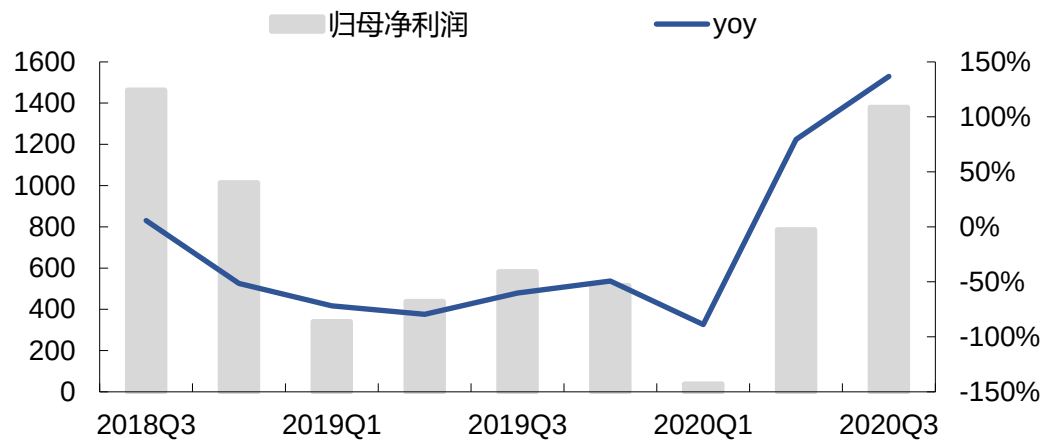
■ 业绩大幅改善，经济复苏下快速恢复周期重现，新消费打开全新增长空间

- 经历连续6个季度的收入、利润下滑后，公司业绩从今年Q2以来企稳回升，恢复进度大超市场预期。受疫情影响后，由Q1的18.27亿，到Q2的26.17亿，到Q3达到32.37亿元，环比逐步改善，其中Q2楼宇媒体收入同比接近持平，但Q3同比增速达到19.79%，业务增速达到较高水平，经营状况改善非常明显。
- 消费类广告主盈利新高是推动公司收入快速增长的重要动力。当前广告预算向头部充分集中，且占公司收入接近40%的消费类广告主盈利新高，品牌推广预算充足，新消费赛道本身高增长，成为推动业绩大超预期的最主要动力。
- 竞争缓和，公司营业成本相应下降。疫情影响下，竞争格局改善，主要竞争对手进入低能耗经营状态，通过裁员减屏、大幅缩减成本费用的方式提高经营持续性，难以像之前一样大规模扩张。竞争缓和使得行业租金成本下移，公司前三季度楼宇媒体租赁成本较上年同期减少4.72亿元，降幅为18.41%，推动公司利润率改善。

图表135：分众传媒营业收入变化（百万元）



图表136：分众传媒归母净利润变化（百万元）



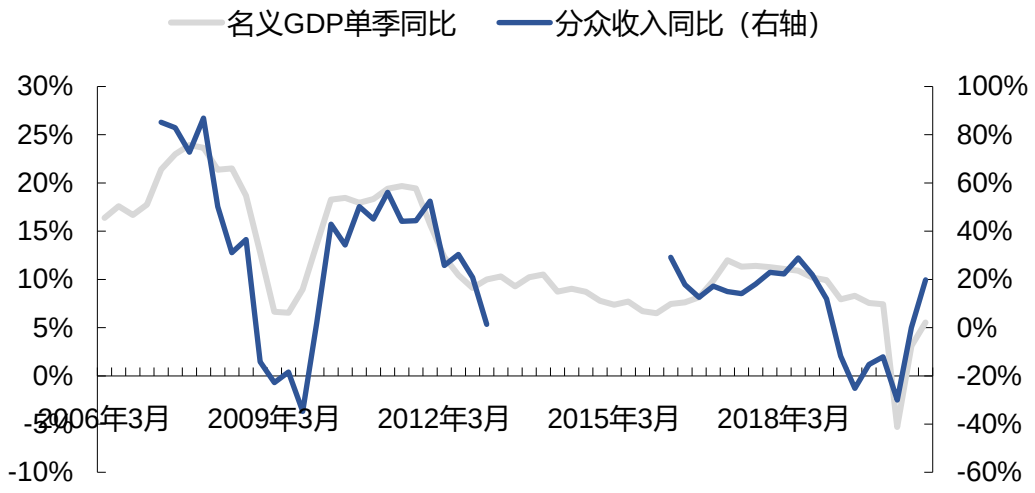
资料来源：广告统计年鉴，Entertainment Industry Economics, 8th, Harold L. Vogel，东吴证券研究所整理

6.5、分众传媒：经济复苏与格局改善，公司双重收益

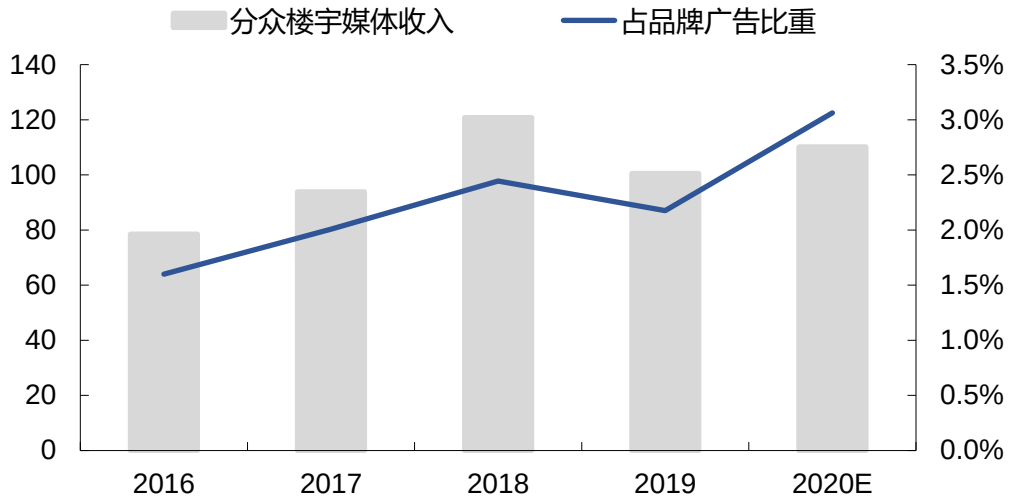
■ **楼宇媒体在品牌广告中的强势不减，需求压制之下，反弹看好戴维斯双击**

- 线上效果广告价格持续提升，Q3开始短视频买量成本大幅提升，短视频流量红利基本，抖音的刊挂率已经接近饱和。 在线上价格持续抬升的情况下，广告主开始将更多预算转移至线下，Q3看到游戏类广告主在分众投放明显增加。
- 品牌广告通常表现出更大的波动性。过去几年广告主品牌广告的预算投放有所下滑，但分众楼宇媒体在品牌广告中的预算占比在不断提升，在当前线上广告价格持续提升的情况下，线下品牌投放有望企稳回升，楼宇媒体作为线下媒介主渠道有望受益。

图表137：分众历年单屏营收变化



图表138：分众楼宇媒体占品牌广告比重（亿元）

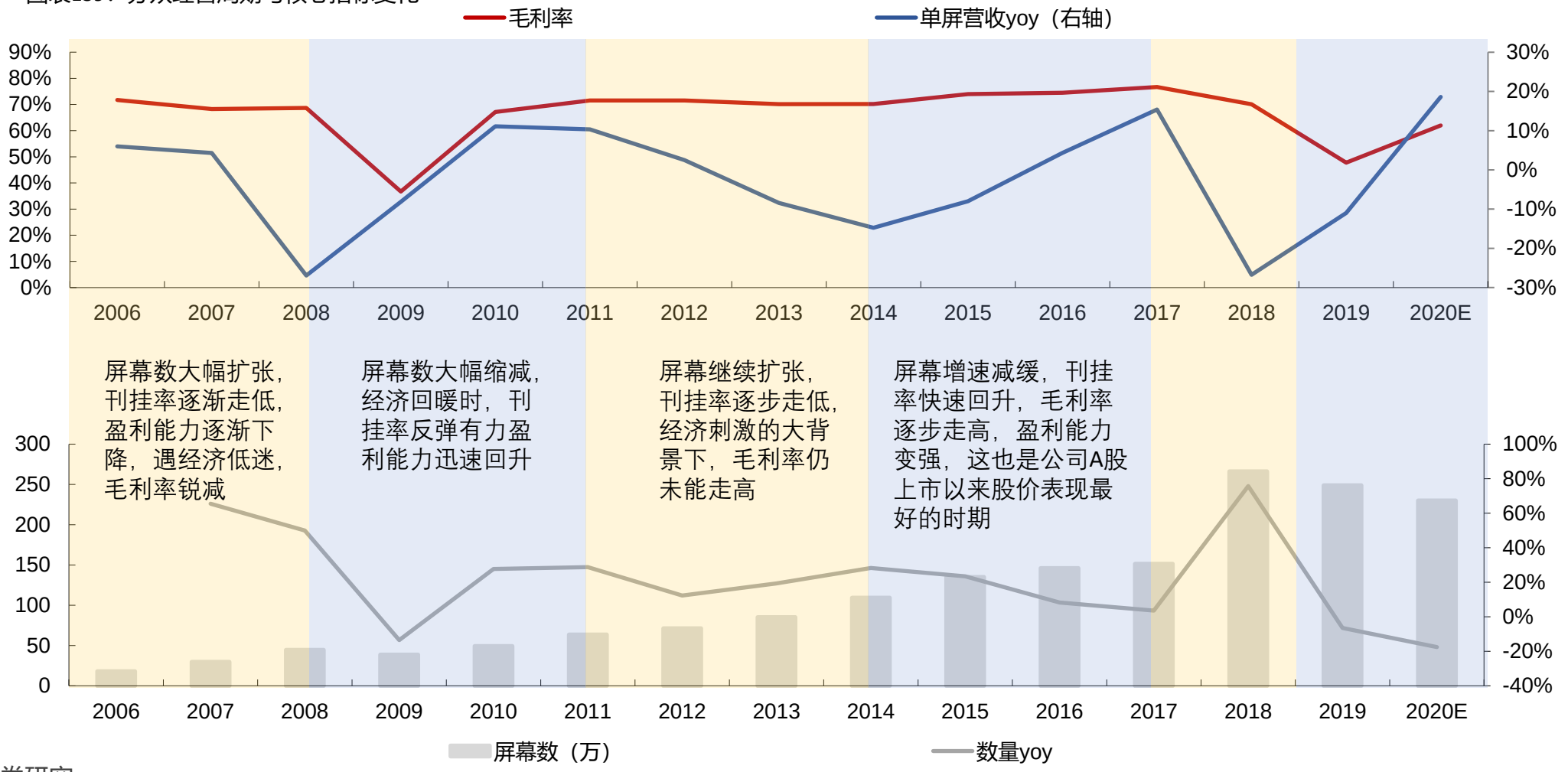


资料来源：公司财报，广告统计年鉴，东吴证券研究所

6.5、分众传媒核心指标变化与盈利能力表现

- **单屏营收是刊挂率最直观的体现，**均反映了单个屏幕能够播出多少广告。单屏营收变化就反映了刊挂率的变化。
- **每当屏幕数大幅扩张，**需求跟不上供给增加，**刊挂率都会出现下滑，**基于高经营杠杆的特性，**公司盈利能力就会出现一定的下滑。**与之相反，在屏幕数缩减或缓慢增长，**刊挂率走高的时期，都是公司股价表现较好的时期。**
- **经营周期轮回：**2018年，为应对新潮竞争大幅扩屏，叠加经济低迷，刊挂率锐减，盈利能力大幅下滑，与08年那段时期如出一辙。**2019年下半年开始，公司已着手缩减屏幕，预计刊挂率在经济回暖过程中快速恢复，同时竞争格局改善，租金下调，盈利能力将大幅改善**

图表139：分众经营周期与核心指标变化



资料来源：公司财报，东吴证券研究

6.5、分众传媒：盈利预测与投资评级

当前公司业务发展向好，广告预算向头部充分集中，且消费类广告主盈利新高，品牌推广预算充足，叠加新消费赛道本身的高增长，带来了业绩的快速反弹，推动业绩持续提高。近几年线上效果广告价格持续提升，广告主线上广告投放的ROI持续下降，Q3以来已有部分广告主将更多预算转移至线下楼宇媒体。若明年奥运会、世界杯等全球赛事落地，则有望推动广告大年，分众作为品牌广告核心媒体有望从中受益。公司仍处向上趋势，动力强劲，我们预计公司2020/2021/2022年收入分别为116.96/152.40/172.40亿元，同比增长-3.6%/30.3%/13.1%，归母净利润分别为37.92/59.63/68.42亿元，同比增长102.2%/57.2%/14.8%，对应PE分别为36.46/23.19/20.21倍。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情进展超预期；相关推广活动低于预期；内容风险；市场系统性风险等。

图表140：分众历年盈利预测

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,136	11,696	15,240	17,240
同比（%）	-16.6%	-3.6%	30.3%	13.1%
归母净利润（百万元）	1,875	3,792	5,963	6,842
同比（%）	-67.8%	102.2%	57.2%	14.8%
每股收益（元/股）	0.13	0.26	0.41	0.47
P/E（倍）	73.73	36.46	23.19	20.21

注：数据截止至2020.12.14

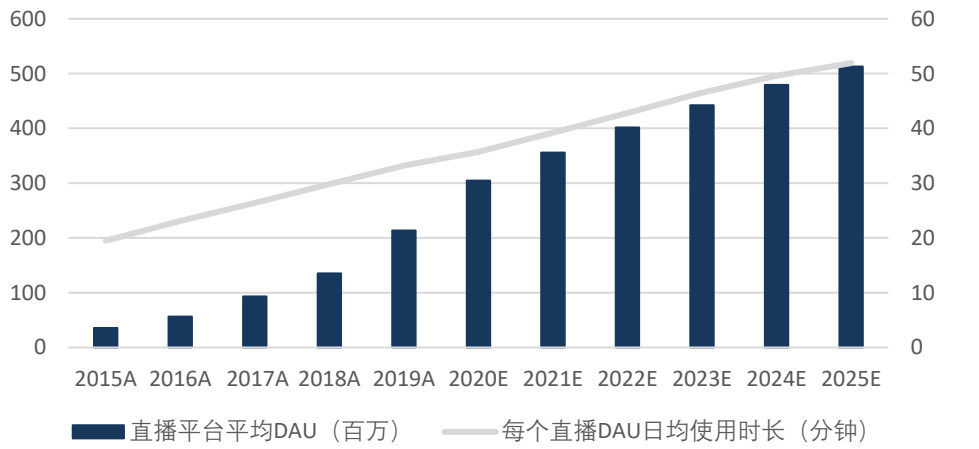
资料来源：公司财报，东吴证券研究所

7、视频：广告仍有结构性增长红利，视频电商带来新成长

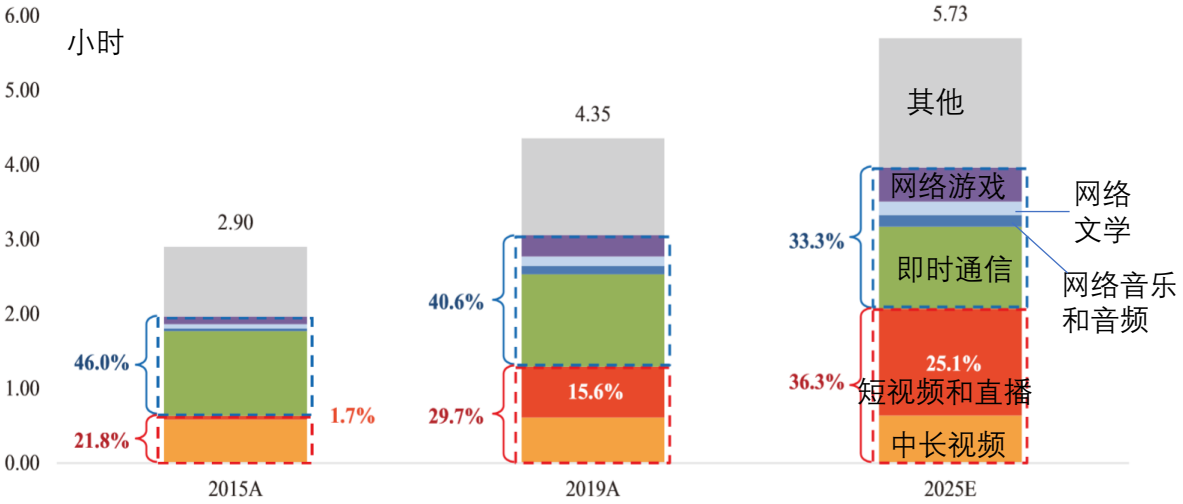
7.1、视频时长占比持续提升，短视频广告仍有显著增长空间

- 视频在移动互联网用户的时长占比有望持续提升，预计将从2019年的29.7%提升至2025年的36.3%；
- 增长将主要来自于短视频和直播，2019年短视频及直播的时长占移动互联网用户时长的比例为15.6%，预计到2020年，将提升至25.1%
- 直播单DAU使用时长预计将从2019年的33.2分钟提升至2025年的51.9分钟；短视频从2019年的67分钟，提升至2025年的110.2分钟。
- 中长视频时长占比预计将有所降低，预计将从2019年的14.1%降低至2025年的11.2%。

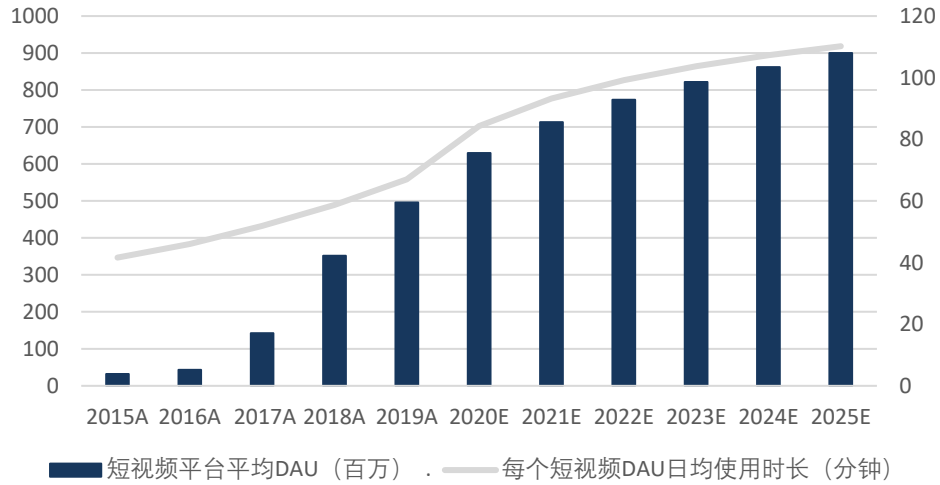
图表142：短视频平台DAU及每个短视频DAU的日均使用时长



图表141：中国移动互联网用户按核心应用程序功能分类的日均使用时长



图表143：短视频平台DAU及每个短视频DAU的日均使用时长

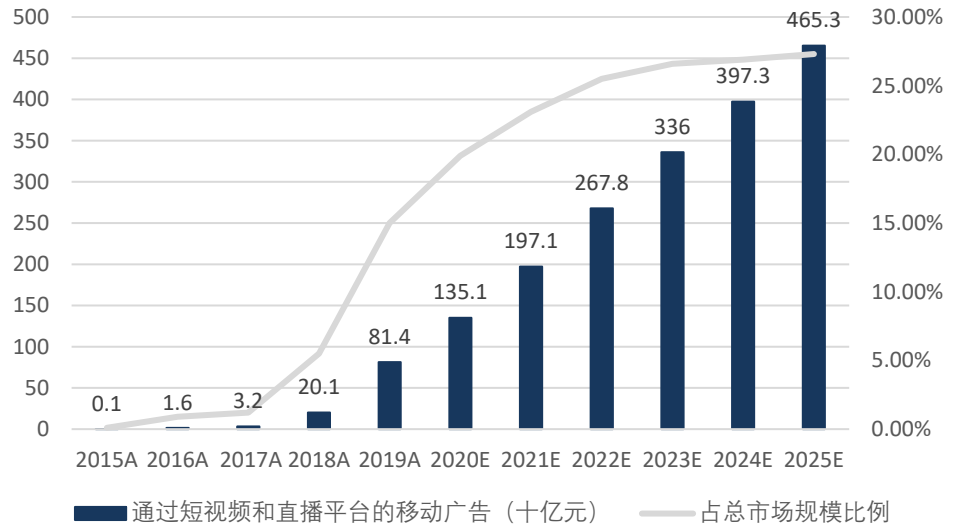


资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

7.1、视频时长占比持续提升，短视频广告仍有显著增长空间

- **看好短视频平台广告规模的持续增长：**中国移动广告市场规模从2015年的人民币998亿元增至2019年的人民币5,415亿元，预计2025年将达到人民币17,061亿元，复合年增长率为21.1%。短视频和直播是移动广告越来越受欢迎的渠道，占2019年移动广告市场比例为15.0%，预计2025年将达到27.3%。
- 短视频广告价值的核心来源：1）在移动互联网时代，用户标签数据更多，具有个性化分发的技术基础；2）互联网对于传统权威的消解，从颗粒度上来看，算法分发的标签颗粒度要比社交分发小，分发效率长期来看会更高，而分发效率的高低直接决定了用户规模、使用时长的天花板。

图表144：通过短视频和直播平台的移动广告（十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表145：分发效率提升驱动广告价值释放

分发模式	代表产品	基于	分发效率
编辑分发	报纸、杂志、电视、门户	主流意识形态	低
社交分发	微博关注、微信公众号	KOL/社交关系	中
算法分发	今日头条、**抖音**、**快手**	算法匹配	高

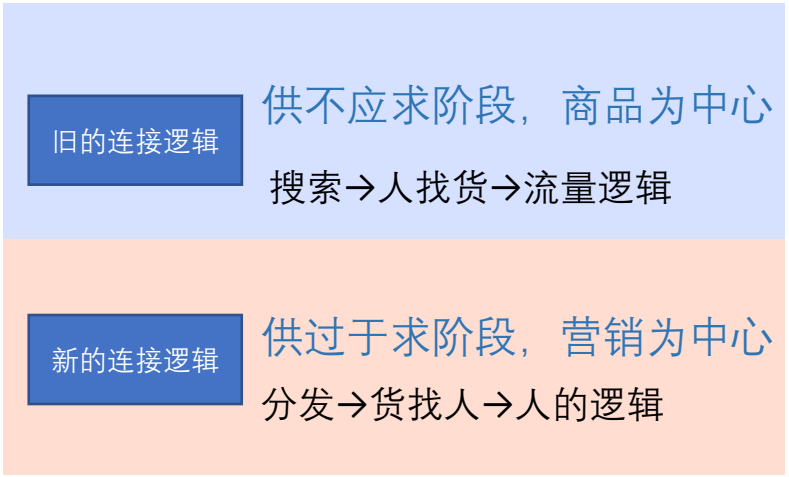
资料来源：东吴证券研究所绘制

7.2、视频电商爆发条件成熟：提升供需两端对接效率

直播内容电商对比传统货架电商，实现了从“终结需求”到“创造需求”的增量价值：旧的连接逻辑——在商品供不应求阶段，整个交易以商品为中心，交易链条从人的主动搜索开始；新的链接逻辑——在商品供过于求阶段，整个交易以营销为中心，交易链条从推销开始。

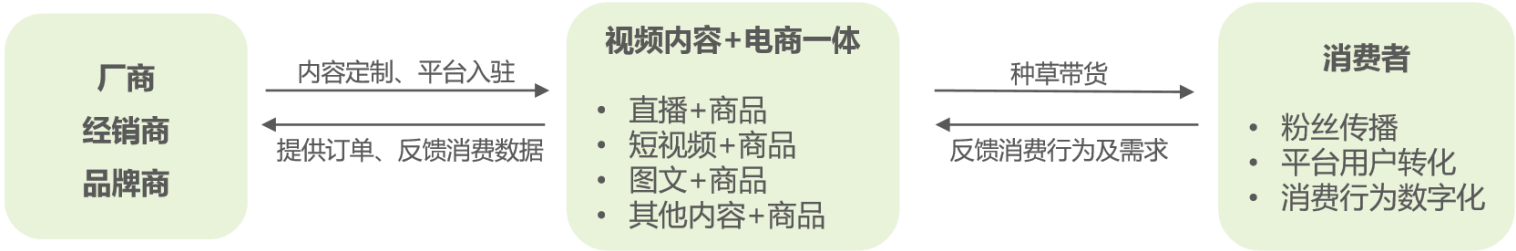
视频内容电商平台持续提升供需链转换效率。一方面，企业通过加快C2M柔性生产进程，同时匹配视频内容模式，做到 了流量和供应链的密切结合，压缩流通费用和信息成本；另一方面，内容平台基于用户大数据，通过用户画像等维度加 强选品能力，实现人、货、物的高效、精准匹配。

图表146：移动互联网时代的电商逻辑



资料来源：东吴证券研究所绘制

图表147：视频内容电商帮助提升供需链转化效率



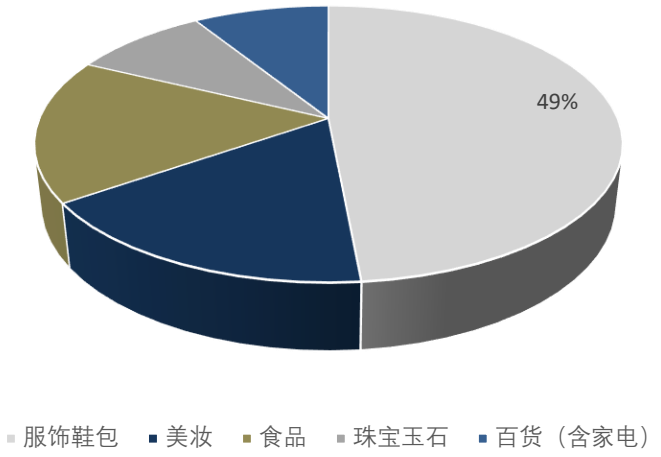
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

7.2、视频电商爆发条件成熟：在非标品类中更具优势

直播电商的体验式消费，让目前非标类产品在快手电商实现了相对其他平台更好的成绩：

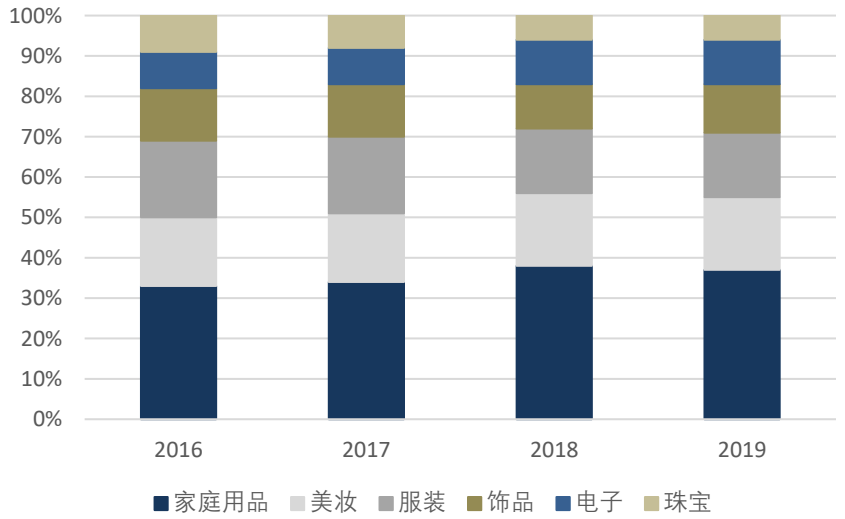
服饰、珠宝玉石类的消费，快手电商可以创造比搜索电商更强的体验。这一结果与美国电视购物企业的发展类似，发展至今，美国电视购物巨头QVC的品类结构已经形成以家庭用品、美妆、服装、饰品为主的品类结构。

图表148：2020年1-8月快手电商品类占比



资料来源：《2020快手电商生态报告》，东吴证券研究所

图表149：历史中的经验：QVC主要销售品类以家庭、美妆、服装、饰品为主



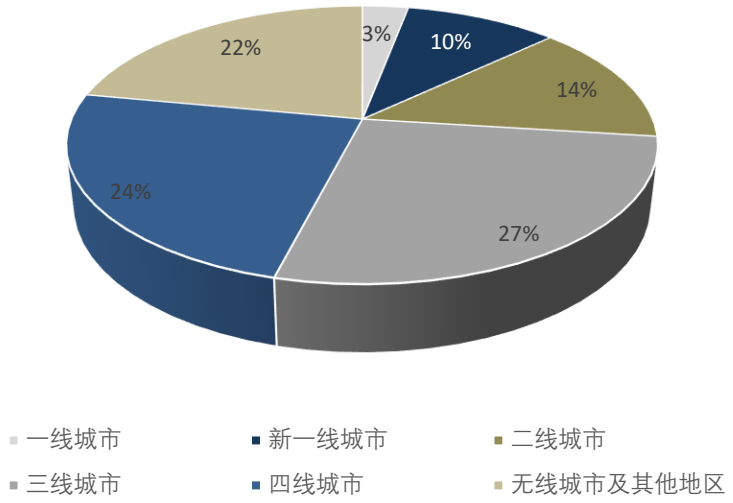
资料来源：QVC公司公告，东吴证券研究所

7.2、视频电商爆发条件成熟：下沉市场+社交优势明显

从用户群体上来看：快手直播用户群体广泛，尤其是在传统电商相对薄弱的低线城市，具有更高的渗透率。2020年1-8月，来自三线及三线以下城市的快手电商订单达到73%。

据Trustdata数据，2020年1-9月下沉市场电商净增活跃用户超9千万，MAU已达5亿。在量增的同时，用户电商消费额及消费占比亦有显著增长，截止9月，2020年下沉市场电商用户线上月均消费额211元，同比增长23.4%，1-9月累计消费近2000元，与2019年全年水平相当；2020年1-9月电商消费额占总消费金额的21.1%，同比增长44.1%。

图表150：2020年1-8月各线城市订单量占比



资料来源：《2020快手电商生态报告》，东吴证券研究所

图表151：2016年-2020年中国下沉市场电商活跃用户走势（单位：万）



资料来源：Trustdata，东吴证券研究所，注：此处下沉市场即指中国三线及以下城市和农村区域

7.2、视频电商爆发条件成熟：下沉市场+社交优势明显

视频电商基于社交私域流量变现的优劣势：

- 优势：基于内容兴趣或熟人关系沉淀下来的私域流量，相比公域流量用户触达更精准更便捷，转化、客单价和复购率更高；
- 劣势：对于头部网红的依赖，需关注平台管理头部网红的能力。

图表152：基于社交私域流量变现的优势



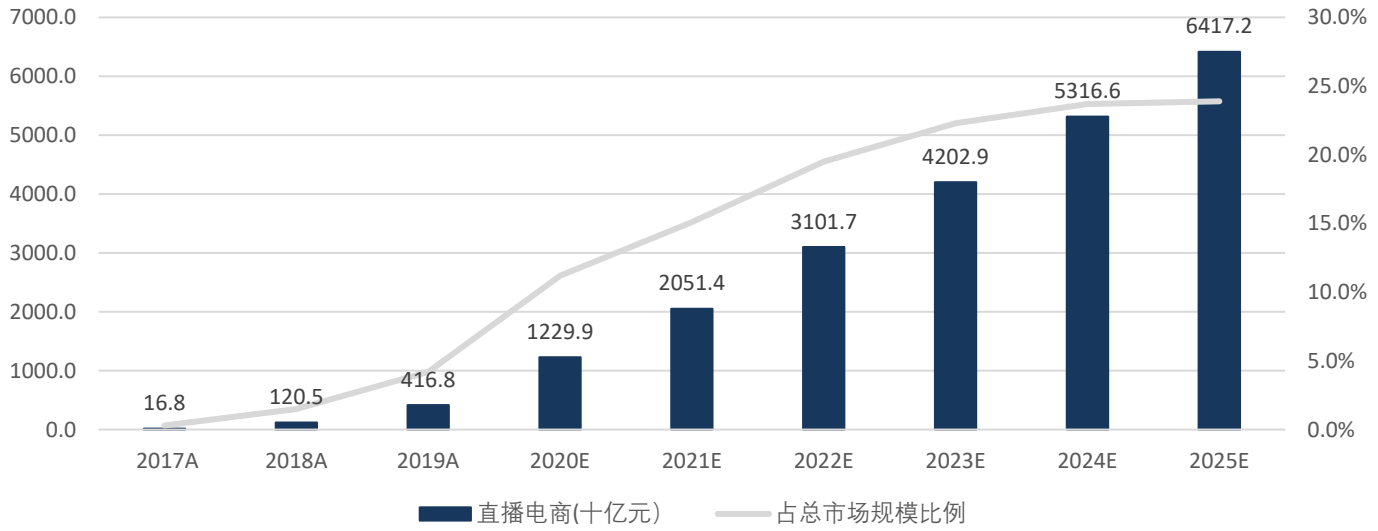
资料来源：快手电商，东吴证券研究所绘制

7.2、视频电商爆发条件成熟：预计2025年直播电商GMV达6.4万亿

中国直播电商的商品交易总额预计将从2019年的人民币4,168亿元增至2025年的64,172亿元，复合年增长率为57.7%。

在2019年，直播电商的商品交易总额占中国零售电商市场的4.2%，该占比预计将在2025年达到23.9%。

图表153：直播电商市场规模及占零售电商的比例（十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

7.2、图文种草应用等也在加强视频内容流量扶持

视频逐渐成为平台进行商业变现的工具，以图文笔记见长的小红书近两年加大“内容视频化”及“电商直播化”的战略，提升视频内容占比，使内容种草更高效；电商布局上，小红书鼓励商家/达人进行私域直播，在不影响公域社区用户体验的基础上提高电商变现效率。

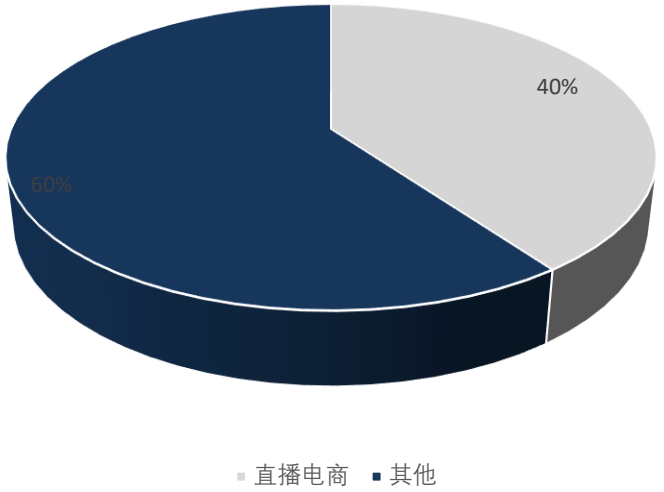
截止2020 年8月，小红书上90+%创作者发布过视频内容，50%+小红书内容为视频形式。视频内容平均点赞量2倍于图文，视频内容平均阅览量3倍于图文，而在2020上半年，直播带动小红书40%的电商GMV，直播带货复购率达48.7% 。

图表154：小红书内容视频化趋势明显



资料来源：东吴证券研究所绘制

图表155：2020H1，小红书直播电商GMV占比达到40%



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

7.3、短视频产业链投资机会：建议关注快手科技

快手当前资金储备充裕，上市后具有持续投资获客及提升变现能力的潜力：

1）当前公司通过产品更新及销售费用的投放，实现在用户市场份额上的提升；

2）从打赏到广告及电商，公司基于短视频底层用户流量基础的商业化能力持续提升，看好公司收入的持续增长及盈利能力的提升。

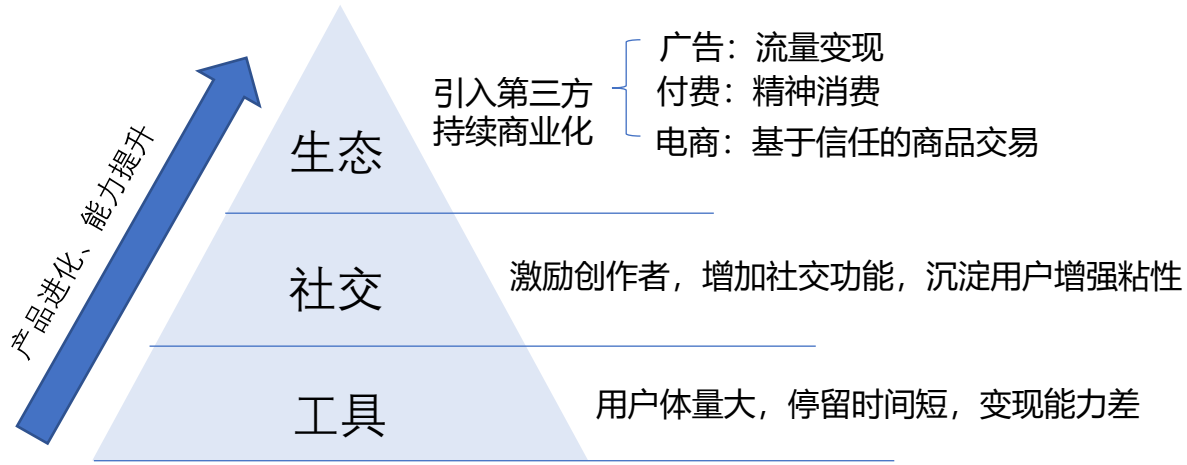
风险提示：商业化不及预期，用户增长放缓。

图表156：快手的生态系统及相关互动



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表157：快手商业化的演进路径



资料来源：东吴证券研究所绘制

7.3、短视频产业链投资机会：星期六

平台机构化趋势明显，MCN迎来发展机遇，星期六旗下遥望网络头部主播带货额持续增长，月度GMV跻身快手平台前三。

根据壁虎看看数据统计，公司头部主播瑜大公子9月总销售额3.17亿，排名快手第4（9月快手共16位主播累计GMV破亿）。7/8/9月排名分别为16/13/4，排名快速上升中，彰显了公司运营能力及头部优势在进一步加强。无论从带货金额还是供应链整合，公司均在逐步兑现前期产业发展逻辑。

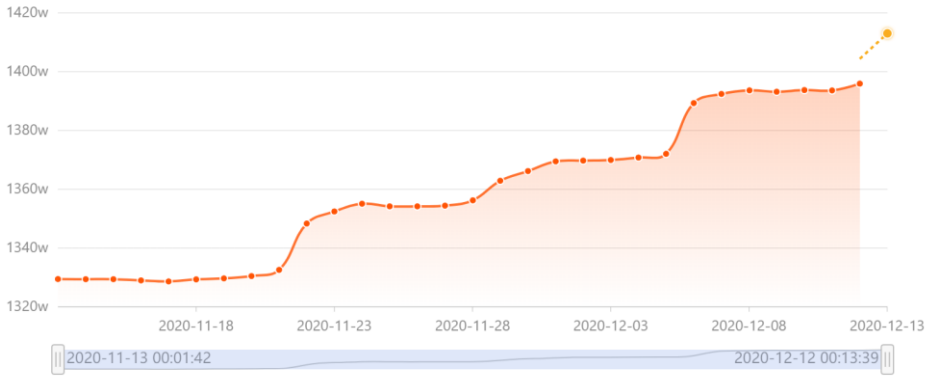
风险提示：平台政策变化，市场竞争趋于激烈，行业增速不及预期。

图表158：2020年11月快手电商成交额前五

排名	达人	带货类目	开播场次	人气峰值	总销量	销售额
1	辛有志 辛巴 818 7709.55万 粉丝	秀场	6场	10万+	2438.18万	￥25.52亿
2	蛋蛋 12号母婴童装 2561.63万 粉丝	服饰 鞋靴 箱包	9场	10万+	864.36万	￥6.70亿
3	瑜大公子·乘风破浪 1354.43万 粉丝	服饰 鞋靴 箱包	21场	35.00万	531.57万	￥5.65亿
4	二驴的 4391.31万 粉丝	秀场	27场	97.00万	44.78万	￥4.24亿
5	爱美食的猫妹妹 3909.76万 粉丝	秀场	5场	10万+	1107.17万	￥3.44亿

资料来源：壁虎看看，东吴证券研究所

图表159：星期六旗下头部主播瑜大公子粉丝数保持持续增长

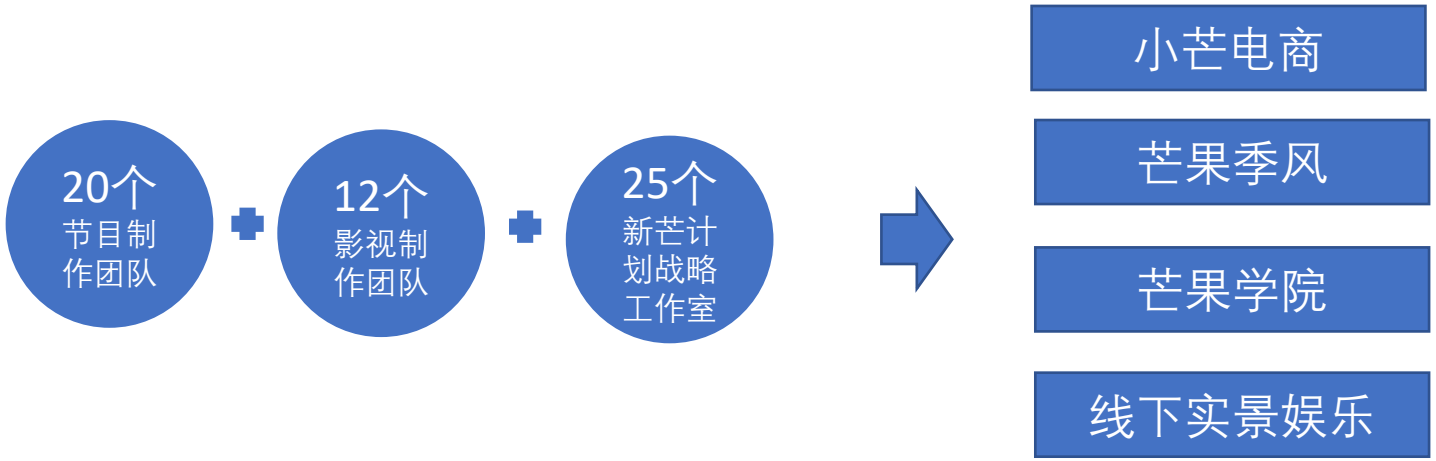


资料来源：新快数据，东吴证券研究所

7.3、长视频投资建议：看好芒果超媒在电商领域的布局前景

- 视频电商的行业红利明显，是主要的看好逻辑，从电商形式出现至今，同时，内容和社交也已成为流量瓶颈下电商挖掘存量市场的重要手段。公司在2020年12月正式上线视频电商平台——小芒电商。我们认为其优势体现在：1）内容端的竞争优势：专业内容制作有优势，PGC的内容优势；2）阿里巴巴成为公司战略股东，与公司在内容制作、艺人资源、内容直播以及在线零售等方面均有深度合作的空间，可为上市公司引入有效的市场、产品、技术及产业协同等战略资源，协助公司提升产业竞争力；3）品牌广告客户资源优势。
- *风险提示：新业务进展不及预期，内容适销风险，政策风险等。*

图表160：芒果TV从内容建设到商业模式创新



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

8、潮玩：行业发展红利明显，IP及渠道两端构筑成长护城河

8.1、中国潮玩市场未来5年有望保持超过30%复合增长

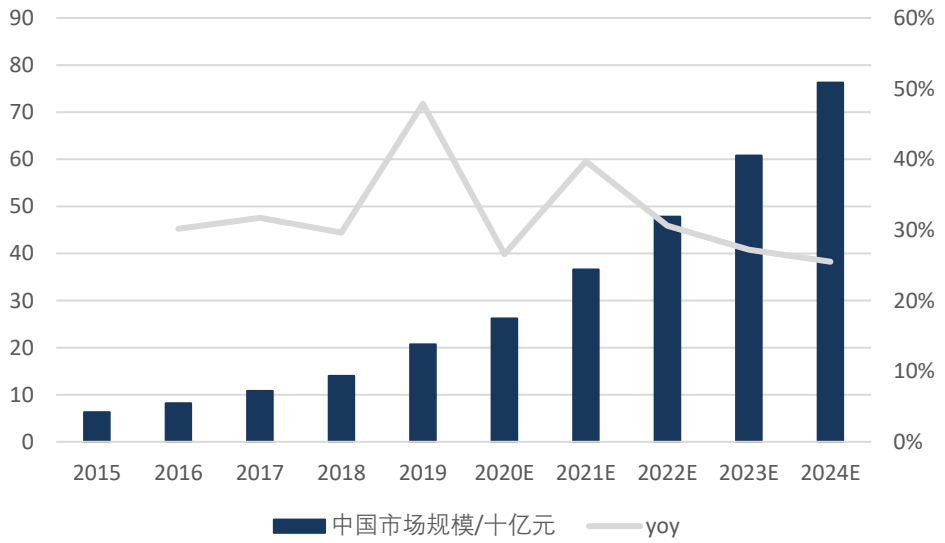
- 与传统商品零售不同的是，潮玩商品中“文化和创意”是其核心价值，在物质满足的时代，消费者不仅仅是为了实用性而购物，更多愿意为了“情感价值”而消费，潮玩除了IP价值也拥有一定的情感附加值，使其从单纯的产品销售发展为“娱乐”和“情感”的相互传递。
- 中国潮流玩具市场成长可期，2019年全球潮流玩具市场规模198亿美元，5年CAGR为22.8%；2019年中国潮流玩具市场规模为207亿，5年CAGR为34.6%。在消费者不断突破和支付意愿不断提升情况下，中国潮流玩具市场将进入快速增长期。

图表161：全球潮流玩具2015年至2019年为22.8%，未来5年将保持快速增长



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图表162：2015年至2024年中国潮流玩具市場的市场规模



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

8.1、中国潮玩市场未来5年有望保持超过30%复合增长

潮玩消费者的年龄范围为15-35岁，作为其消费主力的90后和95后具有“追求新品”和“消费社交化”：

- “社交化消费”带来的“身份认同感”在潮流商品销售中放大作用显著。作为独生子女，成长孤独感致使他们对“社交身份认同感”的需求强烈；
- 针对用户的“追新”需求，“潮玩盲盒”产品快速迭代性可增强变现效率。据弗若斯特沙利文统计，32.7%的95后对于品牌的诉求为个性和有趣，32.7%的95后表示喜欢新品，“潮玩”的产品个性化，产品快速迭代两大特点都符合该类人群的消费痛点，特别是优质IP的“可再度开发性”较强，产品的快速迭代可增强其在IP生命周期中的变现效率和盈利能力。

图表163：潮玩为95后最烧钱爱好之一



资料来源：天猫《95后玩家剁手力榜单》，东吴证券研究所

图表164：95后有着强烈的追求新品的欲望



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

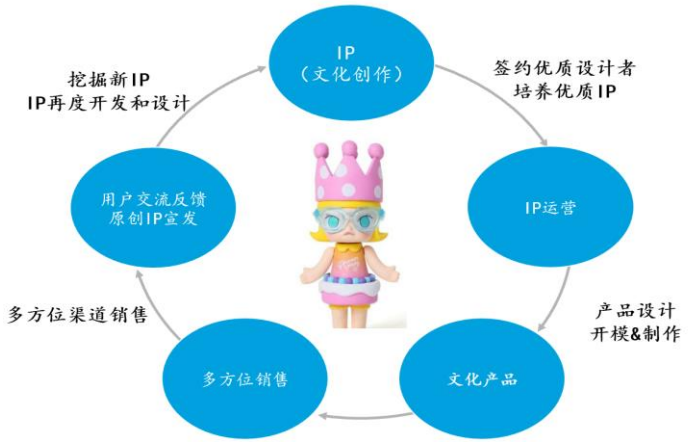
8.2、IP及渠道两端构筑成长护城河

- 我们认为潮玩行业未来护城河将主要体现在以下两点：
- 1）掌握优质IP资源：由于IP是决定潮玩销售的核心因素，同时IP变现的马太效应显著，未来能够聚集并掌握优质IP资源的公司将具有先发优势；
- 2）全产业链布局：国内潮玩行业发展较慢主要由于IP创作者/独立工作室缺少优质宣发平台和让产品量产的能力有限，因此未来能够实现由“IP设计”——“产品生产”——“销售设计”全产业链布局的公司将受益。

8.3、泡泡玛特：兼具行业红利及核心壁垒，建议关注

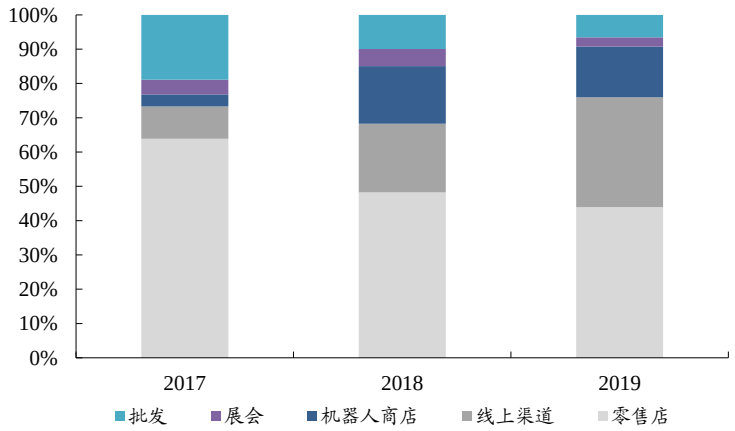
- 2019年“自有IP+独家IP ”贡献收入12.24亿元，占收入比重由18年的59%提升至71%。2017-2019年，Molly所带来的收入达4.56亿元，同比增长113%，占整体收入的26%，占自有IP收入的73%。
- 泡泡玛特在销售渠道布局上采取多元销售渠道融合，2019年，零售店、线上销售和机器人商店的销售额为7.4亿，5.4亿和2.49亿，同比增速达198%，424%和188%。其中机器人商店的销售模式拥有“开店流程简便，产品调整方便，投入成本低”等优势，作为新区域拓展的试点手段，通过机器人店的用户购买数据反馈可在公司拓展新区域时起到辅助作用。
- *风险提示：疫情影响超预期，行业竞争超预期，宏观经济影响等。*

图表165：泡泡玛特形成完整IP运营商业闭环



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理

图表166：各销售渠道贡献收入比例%



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理

9、风险提示

9、风险提示

- 政策监管风险：行业受到政策的影响较大，若出现超预期的政策变化，将对行业投资判断造成影响；
- 疫情影响超预期：若疫情出现超预期的反复变化，将对行业造成影响；
- 宏观经济超预期下行风险：尤其是广告营销行业受到宏观经济政策及增速的影响较大；
- 市场系统性风险等。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 财富家园