西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

海外行业2021年投资策略

数字经济增长新动能

西南证券研究发展中心
海外研究团队
2020年11月

核 心 观 点

2020年初的新冠疫情，成了全人类文明的大考，疫情之下的全球政经格局和行业格局都加速了变化的斜率。中国互联网企业，面对新冠疫情，开发新基建，完善新动能，持续进行场景渗透和流量延伸。西南海外研究团队重点关注腾讯系流量红利，以及互联网海权模式的对外降维输出。

- **海外行业选股思路：**

随着互联网行业进入下半场，巨头间竞合成长和做大生态的需要，西南证券海外研究团队全新提出：**关注巨头私域流量的生态开放红利，关注中国互联网企业的认知差距，关注互联网模式海外的降维输出**等差异化观点。

展望2021年，我们继续关注中国互联网企业和外溢产业，在国内的高质量增长和海外的新增量扩张。随着国内疫情的不确定性下降，消费互联网领域重点关注疫情影响的习惯固化，产业互联网领域重点关注价值创造和C端融合。随着海外疫情的不确定性反复，我们继续关注“宅经济”行业在海外的行为固化，以及国内互联网模式的低维渗透。主要关注三个增长点：**流量生产和精准定向分发、数据生产要素和产业化、外交地缘优势红利**。

其中，确定性最高的依然是**腾讯系板块**，从宅经济到消费内循环，从C2B到产业基础设施…在流量开放、产业融合和模式输出的过程中，腾讯系企业有望得到继续获得外溢红利。

- **腾讯系板块：**利用社交流量的业务协同价值，进行C端服务、B端赋能和G端需求转化的企业。

- **重点推荐标的：**腾讯控股（0700.HK），哔哩哔哩（BILI.O）、京东集团（9618.HK）、阅文集团（0772.HK）、猫眼娱乐（1896.HK）。

风险提示：竞争对手增加投入风险，新项目推进不及预期风险，宏观经济不及预期广告市场需求疲软风险等。

目　录

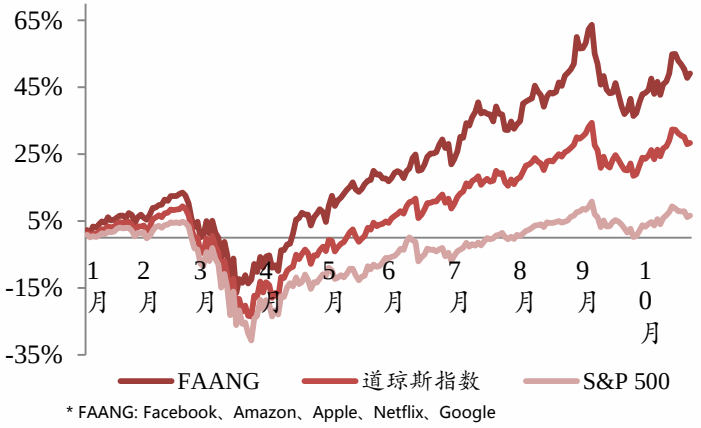
2020年行业回顾

2021年行业投资策略

2021年重点推荐投资标的

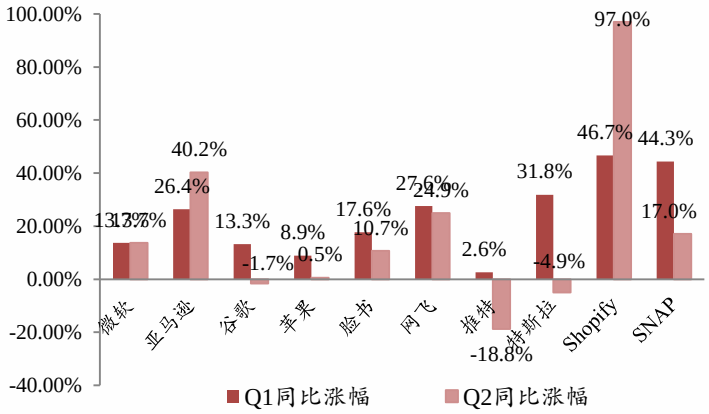
2020年行业回顾：强者恒强的头部科技股

FAANG相对S&P500、道琼斯

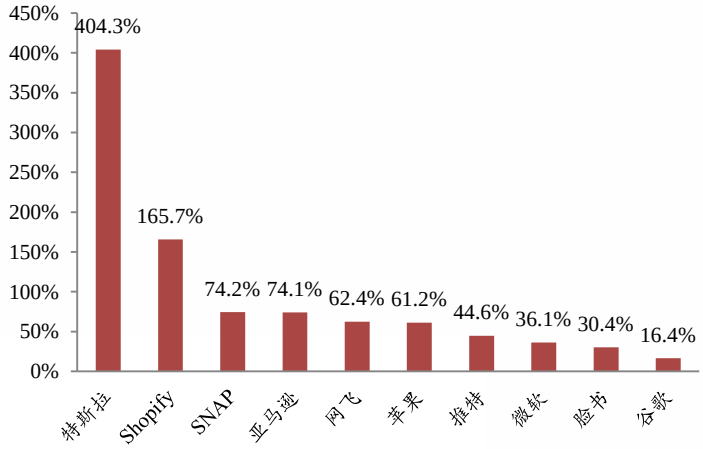


* FAANG: Facebook、Amazon、Apple、Netflix、Google

美股科技股Q1、Q2业绩涨跌幅



美股科技股涨跌幅



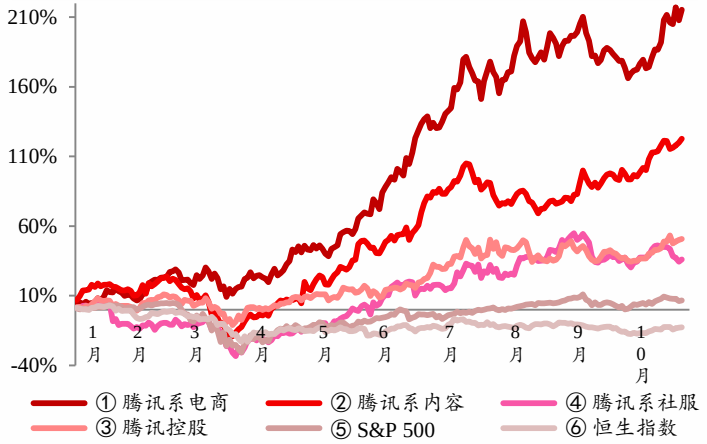
* 统计区间：20200101-20201020

- 截至10月20日，2020年以来，FAANG指数上涨约49%，分别跑赢道琼斯、标普500指数约21、43个百分点。
- 截至10月20日，2020年以来，美股科技公司二级市场表现突出，其中特斯拉累计大涨404.31%，亚马逊、网飞、苹果、脸书及谷歌分别累计上涨74.10%、62.38%、61.17%、30.36%、16.37%。
- 总体来看，20Q1营收增长最为迅猛，普遍增幅在10%~40%，20Q2营收增长相对回落，其中Shopify的Q1、Q2营收同比增长46.7%、97%。

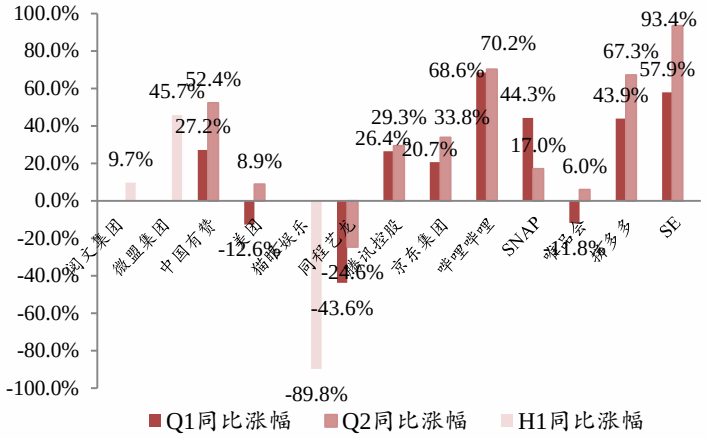
数据来源：Wind，西南证券整理

2020年海外中概回顾：腾讯流量供给侧改革启动

腾讯系企业相对涨跌幅

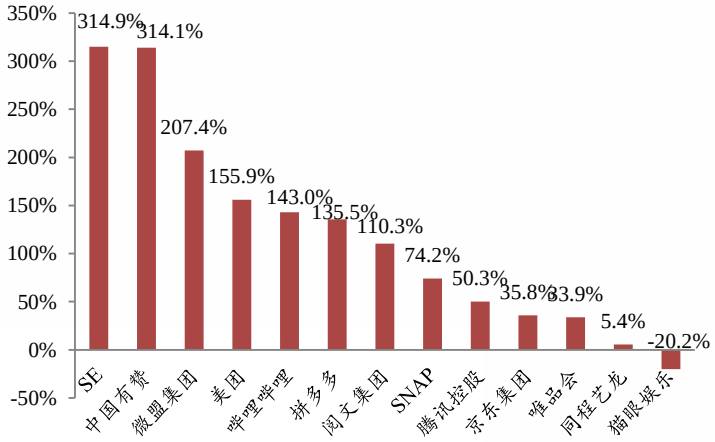


腾讯系企业Q1、Q2业绩变化



* 阅文集团、微盟集团、猫眼娱乐未披露季报，故统计半年报数据

腾讯系企业个股涨跌幅

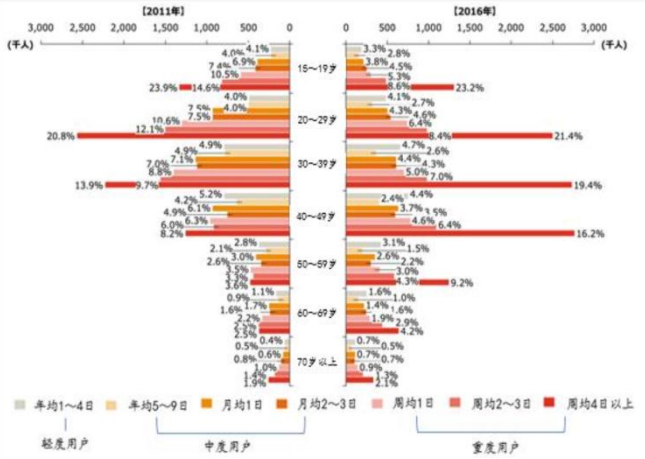


* 统计区间：20200101-20201020

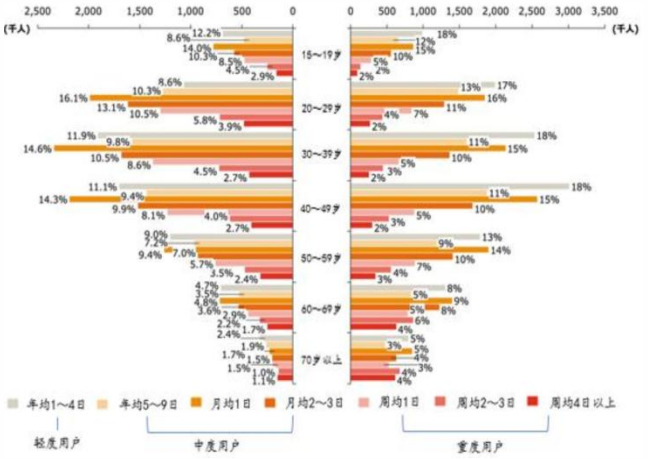
- 截至10月20日，2020年以来，腾讯系电商、内容、社服企业指数分别跑赢标普500指数208.73、116.17、29.35个百分点，跑赢恒生指数221.89、129.32、42.49个百分点。
- 截至10月20日，2020年以来，腾讯系公司二级市场表现突出，其中SE、有赞、微盟分别累计上涨314.89%、314.14%、207.37%。
- 腾讯系20Q1、20Q2营收增长普遍在20%~70%，其中，SE与哔哩哔哩20H1营收分别同比增长76.91%、69.45%，同程、猫眼受疫情影响的消费力得到抑制，有望在内循环提振经济的过程中得到恢复。

2020年行业回顾：深宅异域、风月同天

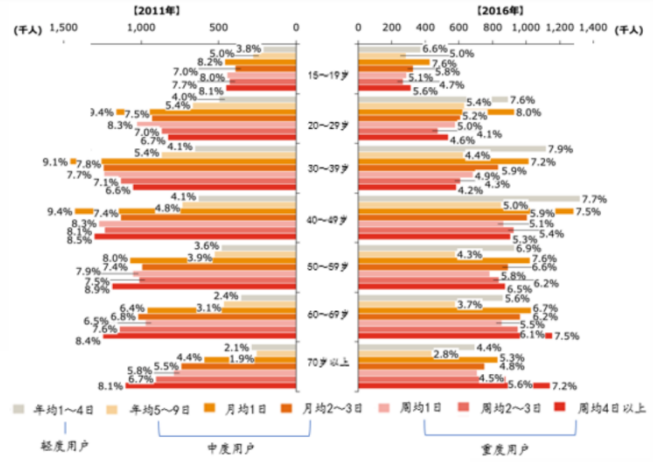
日本宅经济之游戏用户



日本宅经济之在线视频用户



日本宅经济之阅读用户

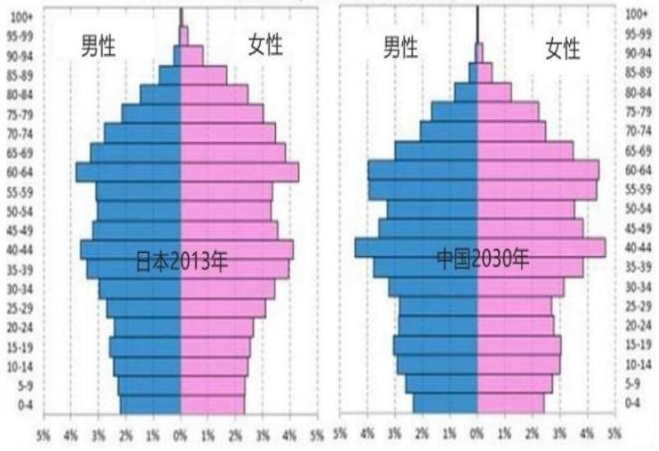


- **越老越玩**：重度游戏用户随着年龄增长保持强势，比较2011、2016年用户构成，30~49岁每周玩4次以上的重度用户比例明显增加，占比从20%提升至超过40%，15~30岁各类用户结构较为稳定。
- **越老越看**：重度在线视频用户习惯随时间逐渐养成，比较2011、2016数据，50岁以上的重度用户比例增长幅度较大，50~59、60~69及70岁以上用户比例分别从11.6%、6.8%、3.6%增长至14%、15%、9%。
- **越老越读**：阅读用户的占比及频度均随年龄提升，比较2011、2016年数据，30~69岁用户是阅读消费主力，中、重度阅读用户比例增加明显。

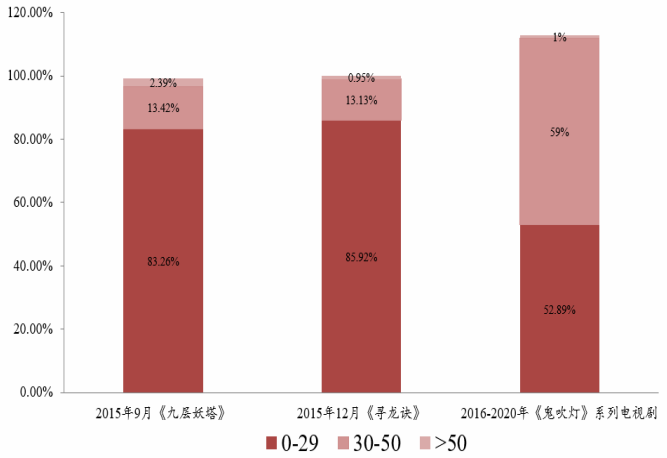
数据来源：日本经济产业省，西南证券整理

2020年行业回顾：中国内容“宅”+服务“宅”，两翼齐飞

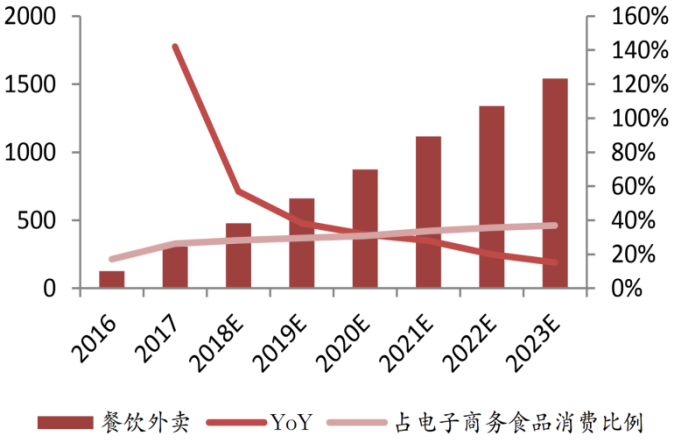
中日人口发展趋势



《鬼吹灯》IP系列受众年龄分布情况



中国餐饮外卖规模快速增长（十亿）



- 据联合国人口司数据，中国2030年人口年龄结构分布将与日本2013年人口结构分布高度相似，我们认为，中国未来宅经济发展覆盖用户群结构有望和日本保持一致。
- 中国IP成长初现日本IP长周期端倪，2015、2016《鬼吹灯》IP系列受众年龄主要为30岁以下的年轻人，2016~2020年《鬼吹灯》观众中，30-50岁的中年观众比例已近60%，受众年龄区间不断扩大。
- 随着疫情“宅”和线上消费习惯的养成，中国餐饮外卖市场规模持续增长，2017年外卖规模达3050亿，预计2018~2023年CAGR可达30%。

数据来源：联合国人口司、弗若斯特沙利文、艺恩数据，西南证券整理

目　录

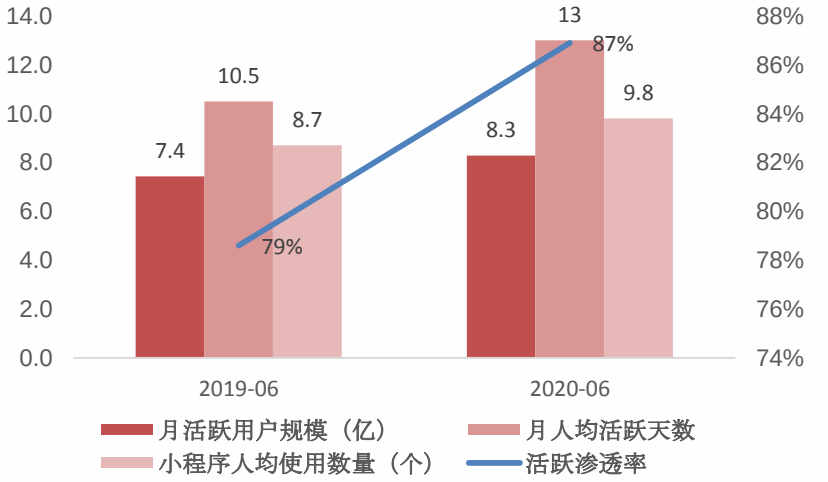
2020年行业回顾

2021年行业投资策略

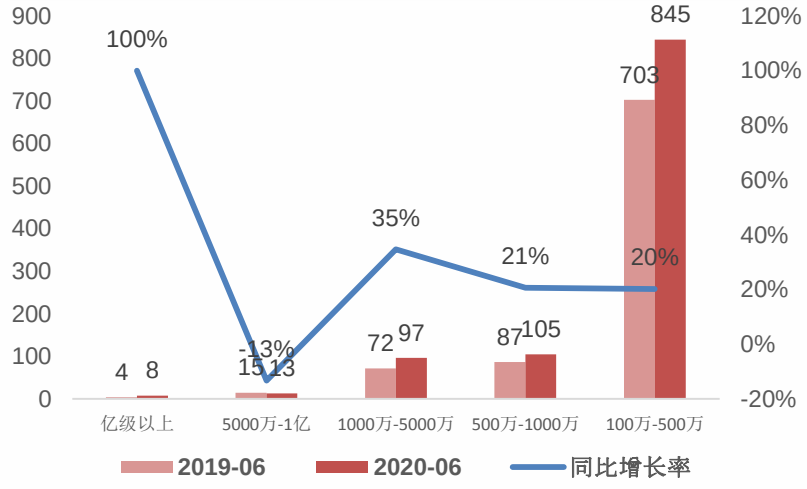
2021年重点推荐投资标的

腾讯流量供给侧改革持续：小程序C2B

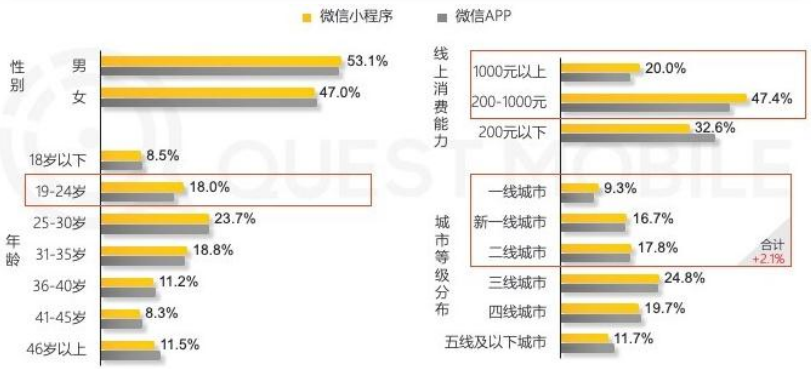
微信小程序用户规模



不同MAU量级小程序数量（个）



2020.06微信小程序与微信用户画像对比



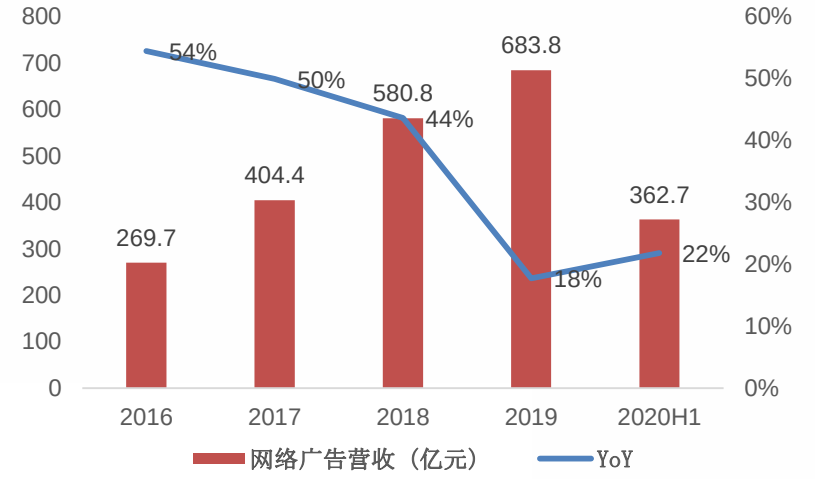
- 2020年6月，微信小程序MAU达8.3亿，活跃**渗透率已达86.9%**。用户使用小程序的习惯正加速养成，人均使用个数已达9.8个，人均活跃天数同比提升23.8%。
- 微信小程序吸引了**更多二线及以上城市、19-24岁年轻用户**，中高线上消费能力突出。
- 相较于微信2019年12.06亿的MAU，小程序的天花板还远未达到，未来**预期约有45%的增长空间。**

数据来源：QuestMobile，西南证券整理

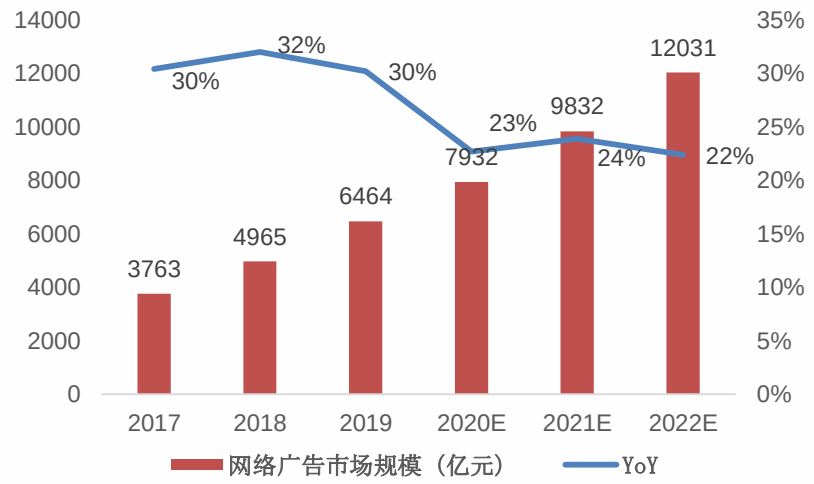
腾讯流量供给侧改革持续：广告转化率提升

- 腾讯社交及其他广告业务增长强劲，推动2020H1**网络广告业务收入同比逆势增长21.8%。**
- 2019年，小程序的日均交易笔数同比增长超过一倍，**交易总额（GMV）超过8000亿元。**
- **腾讯对广告变现整体较为克制，保障用户体验以寻求长期可持续的增长。**2019年年初，微信朋友圈人均单日最高广告曝光量由2条增加至3条，2019年底成功测试第4条。
- **微信是中国最大的流量池，背后的社交关系铸就护城河。**微信生态正重新定义中国的网络广告，使其具有社交属性。腾讯赋能广告主在其私域，例如公众号及小程序，与用户建立长远而忠诚的客户关系，而并非单次交易的广告投放。

腾讯网络广告业务营收



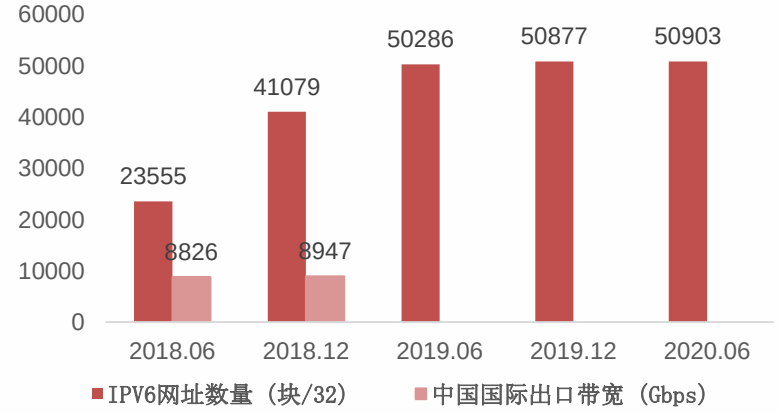
中国网络广告市场规模



数据来源：公司公告，艾瑞咨询，西南证券整理

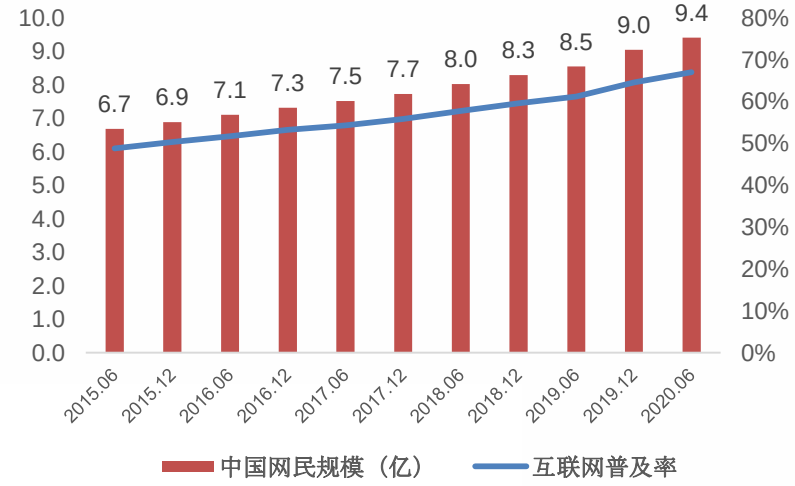
数据新基建：数据复利

中国网络基础设施规模

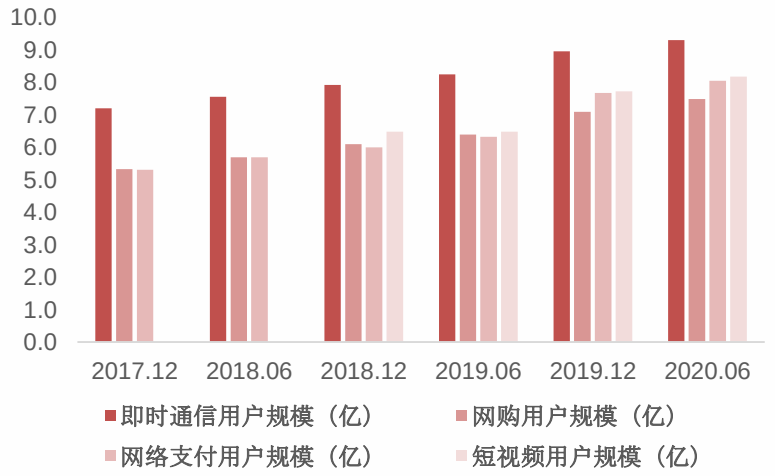


- **我国网民规模逐年稳步增长**，截至2020年6月，互联网普及率已达到67%。其中，超过80%的网民养成使用即时通信、网购、网络支付、短视频等服务的习惯，预计未来移动端渗透率会继续增长。
- **中国网络基础设施规模稳中有升**，IPV6网址数量的提升缓解了网络地址资源紧张，为AI、blockchain、IoT、cloud、big data等前沿技术铺路。

中国网民规模及互联网普及率



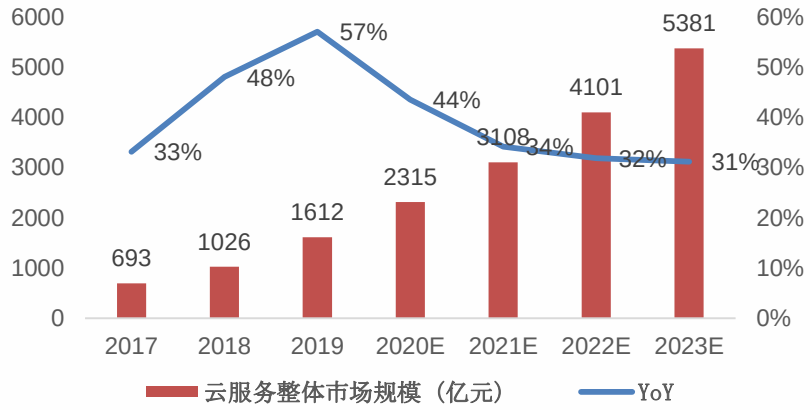
即时通信、网购、网络支付、短视频用户规模



数据来源：CNNIC，西南证券整理

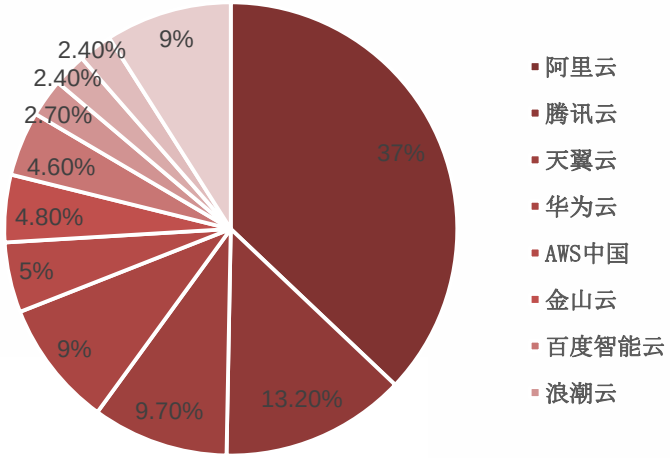
数据复利和云化

中国云服务整体市场规模

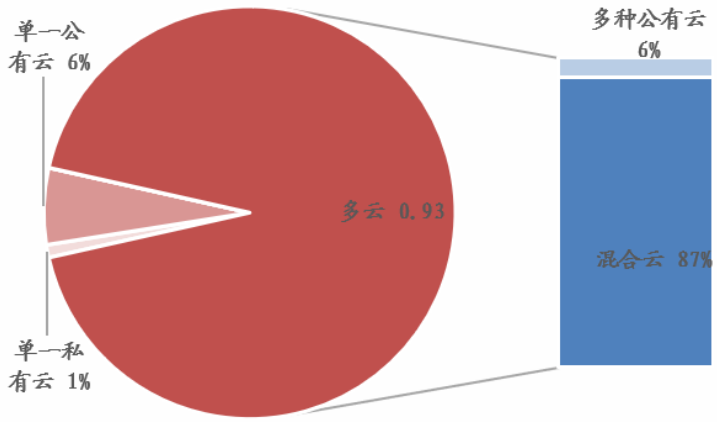


- 2019年国内整体云服务市场规模达到1612亿元，并创下57%增速新高。
- **阿里云、腾讯云、天翼云位居前列，市场竞争仍胶着。**互联网背景的基础云服务商正在积极向传统行业进军，提升产业端占有率。
- **得益于鼓励型政策落地，企业上云步伐明显加快，整体云服务市场处于不断增长通道中。**非公有云及多云的需求增长，启发了传统云服务商突破原有云部署壁垒。

2019年中国IaaS公有云市场份额



2020年企业用云模式策略



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

目　录

2019年行业回顾

2020年行业投资策略

2021年重点推荐投资标的

腾讯控股（0700.HK）：新基建高能始动，新动能清晰预兆

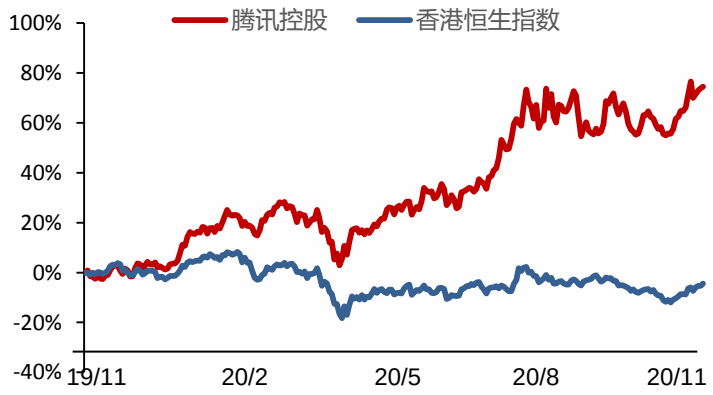
- **投资逻辑**：1）用户付费意愿加速增长，二季度整体社交网络收入增长29%达267.14 亿元人民币，可见用户付费意愿和付费能力均呈现双击趋势，进一步提升其终身价值；2）游戏收入重回高速轨道，二季度游戏收入同比增40%达382.88亿元人民币，超出市场预期，超过前四个季度增速；3）私域流量使得潜力逐步释放，腾讯中台化提升了社交流量的精准转化能力，广告投放管理平台的推出提升了投放效率，进一步加强平台与广告主之定向精准匹配；4）C2B 助力新动能，金科企服稳步增长扩规模，金融科技业务的金融支付及理财平台的用户及业务规模均实现增长，云及企业服务收入保持同比及环比增长。
- **业绩预测与投资建议：**
- 预计2020-2022年归母净利润为1158.21/1493.23/1873.04亿，对应PE分别为50.07/38.83/30.96倍，“买入”评级。
- **风险提示：**
- 广告市场需求持续疲软，新产品用户活跃度不及预期，云业务建设和增长不及预期，行业政策波动的影响，海外运营风险和汇率波动的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	377289.00	580733.00	601046.00
营业收入增长率	20.66%	27.42%	25.03%
归母净利润（百万元）	93310.00	115821.37	149323.63
归母净利润增长率	18.54%	24.13%	28.93%
EPS（元）	9.74	12.09	15.58
P/E	53.45	50.07	38.83

数据来源：Wind，西南证券

相对指数表现



数据来源：Wind，西南证券整理

京东集团（9618.HK）：供应链渐入佳境，下沉速度“京喜”

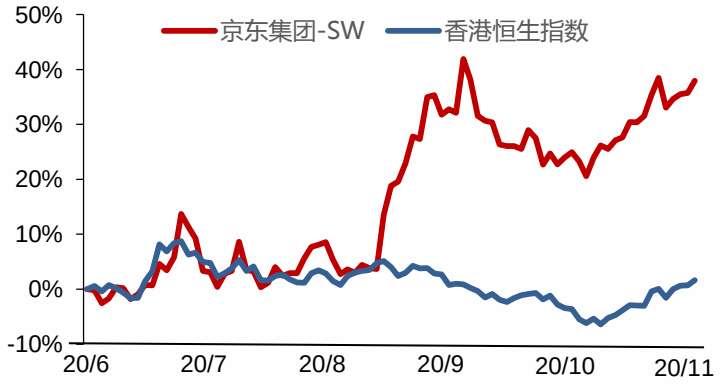
- **投资逻辑：**1）**京喜深度下沉获取用户增长**，腾讯为京喜提供社交平台一级流量入口，助其获取下沉用户增长。2020年6月，京喜小程序MAU 达2.5亿，位居移动购物行业榜首，且仍处于下沉通道中；2）**流量加持，业务完善**，京东与腾讯、沃尔玛就社交/网络游戏/广告/支付/O2O零售等方面深度合作，拥有腾讯社交流量的加持，借力沃尔玛完善京东线下业务；3）**规模效应逐步显现，运营效率、利润率提升**：公司经营费率、履约费用率均呈下降趋势，规模效应+技术加持下，京东利润率有望继续提升。
- **业绩预测与投资建议：**
- 预计2020-2022年归母净利润分别为182.4/237.3/322.66亿，对应PE分别为54.56/41.94/30.85倍，“买入”评级。
- **风险提示：**
- 电商行业竞争对手增加投入风险；供应链扩展不及预期风险；京喜下沉速度不及预期风险；宏观经济下行风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	576888.48	738095.41	924804.48
营业收入增长率	24.86%	27.94%	25.30%
归母净利润（百万元）	12184.16	18240.51	23733.18
净利润增长率	589.00%	49.71%	30.05%
EPS（元）	7.79	11.66	15.16
P/E	65.17	54.56	41.94

数据来源：Wind，西南证券

相对指数表现



数据来源：Wind，西南证券整理

阅文集团（0772.HK）：内部改革持续推进，组织升级激发公司活力

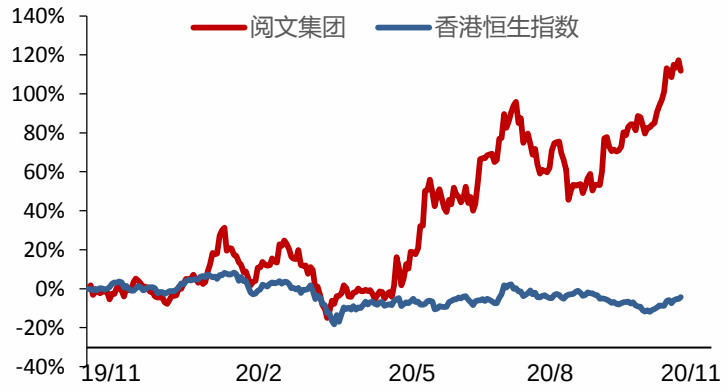
- **投资逻辑：**1）**内部组织变革开启，升级商业模式，释放生态价值**；在阅文动漫与腾讯动漫已联动形成的决策委员会以外，继续推进成立影视业务创作委员会，助推影视业务发展。2）**手机QQ、QQ浏览器上线免费阅读板块，并居于绝对C位，腾讯流量推助阅文生态布局**； QQ移动端“九宫格”界面中添加了免费阅读板块，居于C位核心流量入口，QQ浏览器主页突出显示可滚动的免费阅读板块，致力于扩大免费阅读用户规模。3）**新丽传媒股权激励改革落地，链接腾讯打造精品内容**；2020年8月27日，阅文集团发布关于新丽传媒的补充购股协议，实现核心管理层与公司共同利益的深度绑定。4）**盗版打击力度全面升级，在线阅读盈利能力逐步释放**；8月29日，中国版权协会文字版权工委与阅文集团联合行业发起“阅时代·文字版权保护在行动”五大倡议，实现在流量、监管、出版三方面对打击盗版行为的全面升级，有望提升在线阅读ARPU。5）**QQ阅读产品部、起点产品部、动漫业务部等重点部门人员梳理扩张加速**；公司不断对技术部、体验设计部注入新活力，致力于通过技术性能与优化，打造极致产品体验。
- **业绩预测与投资建议：**预计2020-2022年归母净利润分别为-31.71/10.97/20.9亿，对应PE分别为-20.47/59.17/31.06倍，“买入”评级。
- **风险提示：**在线阅读新进竞争对手增加投入风险；影视项目进展不及预期风险；网文、影视剧政策趋严风险；海外业务拓展风险；商誉减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8348	8,494	11,936
营业收入增长率	65.7%	1.7%	40.5%
归母净利润（百万元）	1096	-3,171	1,097
归母净利润增长率	20.4%	-389.4%	-134.6%
EPS（元）	1.08	-3.13	1.08
P/E	42.0	-20.47	59.17

数据来源：Wind，西南证券

相对指数表现



数据来源：Wind，西南证券整理

哔哩哔哩（BILI.O）：Z 世代们的青春复利，汉文化圈的文艺复兴

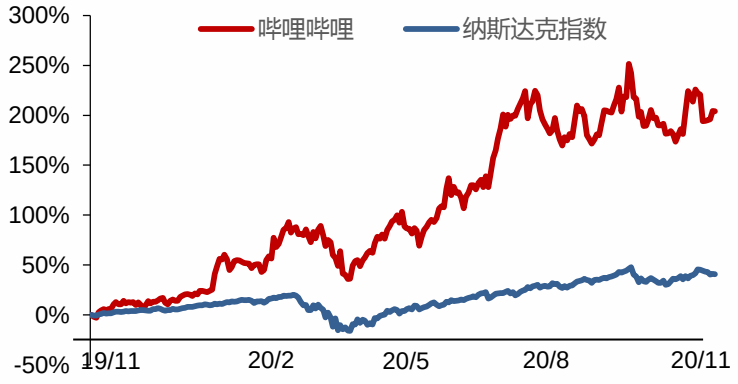
- **投资逻辑：**1）**高质量增长**；B 站的增长并未稀释社区活跃度和商业化指标，相反还得到了加强，商业化增速和社区互动增速均超过MAU同比增长。2）**出圈由奢入简易**；出圈是B站成长的“最小阻力位”，将进一步加强B站的UGC平台效应。3）**B站用户数和单用户价值均远未到天花板**； B站2019年平均用户年龄为20岁，目前单用户价值仅为76.5美元，随着用户年龄增长，单用户价值提升潜力巨大，全站2025年MAU有望超3.6亿人，2029年MAU预期达5.7亿，并有望渗透整个汉文化圈的Z世代。
- **业绩预测与投资建议：**
- 目前B站单用户价值为76.5美元，预计2021年单用户价值有望达到100美元，未来6个月合理市值区间190亿美元。
- **风险提示：**
- 在线视频行业竞争加剧风险；宏观经济影响广告投放预算风险；内容监管风险；商业化进展不及预期风险；新游表现不及预期风险；互联网行业政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6777.92	10965.90	17607.02
营业收入增长率	64.16%	61.79%	60.56%
归母净利润（百万元）	-1288.97	-269.84	-935.26
归母净利润增长率	-109.14%	79.07%	-246.60%
EPS（美元）	-3.71	-0.78	-2.69
P/S	14.39	9.83	6.12

数据来源：Wind，西南证券

相对指数表现



数据来源：Wind，西南证券整理

猫眼娱乐（1896.HK）：复苏之风点燃影业入口，平台纵深加速价值聚合

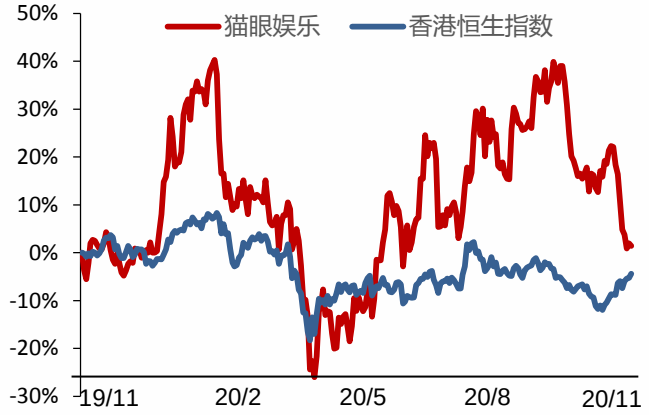
- **投资逻辑：**1）**影院、线下活动有序恢复，各项业务逐步反转中**；2020年7月20日起，国内低风险地区影院开始有序恢复开放。政策放开叠加观影意愿的增强，公司后续业务有望逐步恢复。2）**全量嫁接腾讯光线美团等行业资源，充分拓宽行业纵深，提升票务平台龙头价值**；公司在内容端背靠光线和腾讯，能够渗透到电影产业链上游；在渠道端，依托腾讯强大的社交流量和内容平台资源，叠加美团点评的流量入口，夯实公司线上线下宣发能力。借助腾讯、美团的流量触点，在低线城市优势突出，线下娱乐的市占率水平有望进一步提升。3）**公司深度布局线下演出、展会等票务**，有望冲击龙头地位，享受线下票务的线上化率加速提升的红利。
- **业绩预测与投资建议：**
- 预计2020-2022年归母净利润分别为-1.26/6.83/9.98亿，对应PE分别为-99.96/18.47/12.63倍，建议积极关注。
- **风险提示：**
- 传媒行业政策趋严风险；影视项目进展不及预期风险；公共场所限流风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4267.51	1934.00	5117.53
营业收入增长率	13.65%	-54.68%	164.61%
归母净利润（百万元）	463.46	-126.10	682.62
归母净利润增长率	438.07%	-127.21%	641.34%
EPS（元）	0.41	-0.11	0.60
P/E	32.56	-99.96	18.47

数据来源：Wind，西南证券

相对指数表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
0700.HK	腾讯控股	591.00	9.74	12.09	15.58	53.45	50.07	38.83	买入
9618.HK	京东集团	315.20	7.79	11.66	15.16	65.17	54.56	41.94	买入
0772.HK	阅文集团	63.50	1.08	-3.13	1.08	42.0	-20.47	59.17	买入
BILI.O	哔哩哔哩	46.41	-3.71	-0.78	-2.69	14.39	9.83	6.12	6个月目标市值190亿美元，目前市值146亿美元
1896.HK	猫眼娱乐	10.92	0.41	-0.11	0.60	32.56	-99.96	18.47	建议积极关注

数据来源：Wind、Bloomberg，西南证券

* BILI采用PS指数

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：张闻宇
执业证号：S1250520080002
电话：021-58351917
邮箱：zwy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对恒生指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对恒生指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于恒生指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn