

守正出奇

科网板块2021年投资展望

评级：买入

2020年12月11日

山证国际研究部

分析师：高景东

中央编号：AYP093

电话：852 2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk



山證國際

SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

2021年科网板块投资策略

科网板块估值在2020年经历了大幅扩张的一年。展望2021年，我们对行业的判断：(1)下沉市场仍是科网行业获取流量增量的源泉，行业将继续加大对下沉市场的拓展力度；(2)科网企业在疫情常态下持续挖掘多元服务潜力，开辟业务新增长点；(3)科网企业持续进行战略投资，加速布局细分业态业务。

我们认为，新冠疫情已彻底改变人民生活模式，不但加速互联网普及率，也促使各行各业新模式、新业态和新应用场景持续涌现，为科网行业发展增添新的机遇，辅之于企业积极地进行投资和布局新业务，科网企业未来业绩将可维持较快增长态势，将支持其股价在2021年表现优于大市。

我们对科网板块2021年主要以“守正”为选股策略，看好拥有巨大用户流量、独特产业生态圈和多元化投资战略的科网巨头，建议可以趁近期股价回调之际采取“出奇”择时策略对板块中优质股份进行配置，推荐腾讯控股(700.HK)、阿里巴巴(9988.HK)、京东集团(9618.HK)、美团(3690.HK)。

目录

- 1 上市规则改革促使科网巨头扎堆赴港上市，大大增加优质股票供应
- 2 科网股在指数中的比重持续提升，吸引南下资金进行重点配置
- 3 网民普及率持续提升，下沉和中老年人市场发展潜力巨大
- 4 科网巨头近年业绩表现维持较快增长态势
- 5 “高成长”和“高波动”是科网股近年股价表现的特征
- 6 香港上市科网股份推荐

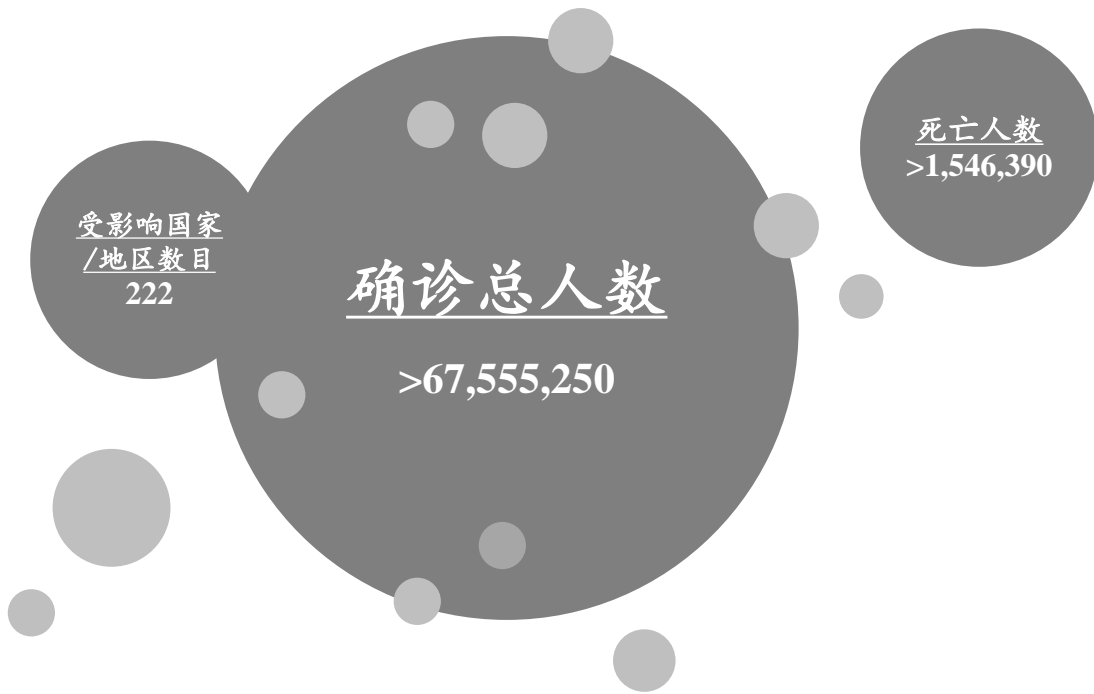
第一节

上市规则改革促使科网巨头扎堆赴港上市，大大增加优质股票供应

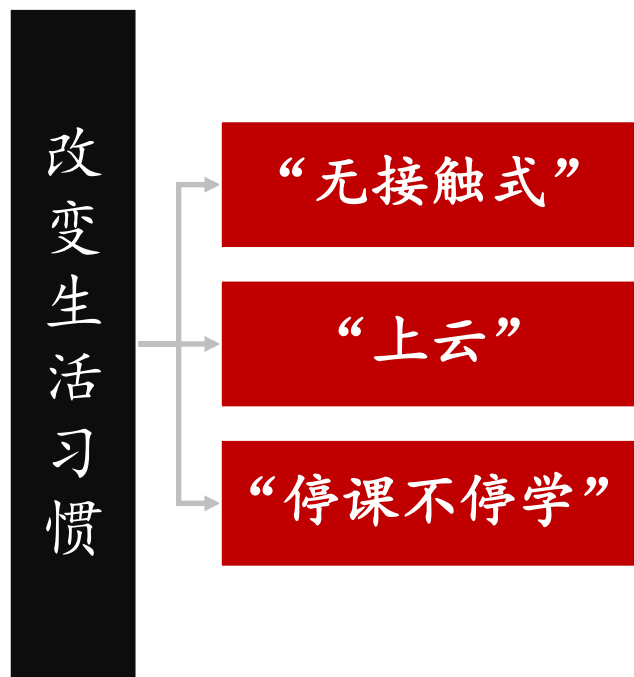
新冠疫情已成为全球数字经济发展的催化剂

- 2020年伊始，新冠病毒开始肆虐全球，疫情至今已蔓延至222国家或地区，全球总确诊人数已超越6,700万人，死亡人数也超过154万人。疫情对世界经济产生了重大影响；
- 面对如今不明朗的世界经济复杂局面，全球数字经济展现出顽强的韧性，特别是在这次疫情全球大流行期间，电商、远程医疗、在线教育、协同办公等“无接触式”服务获得广泛应用，对促进全球各国经济稳定、推动抗疫发挥了重要作用。发展数字经济不但已成为世界经济增长潜力重中之中，更是各国推动经济尽快复苏的关键，科网股投资热潮也因此乘势而起。

全球新冠病毒确诊重点数据



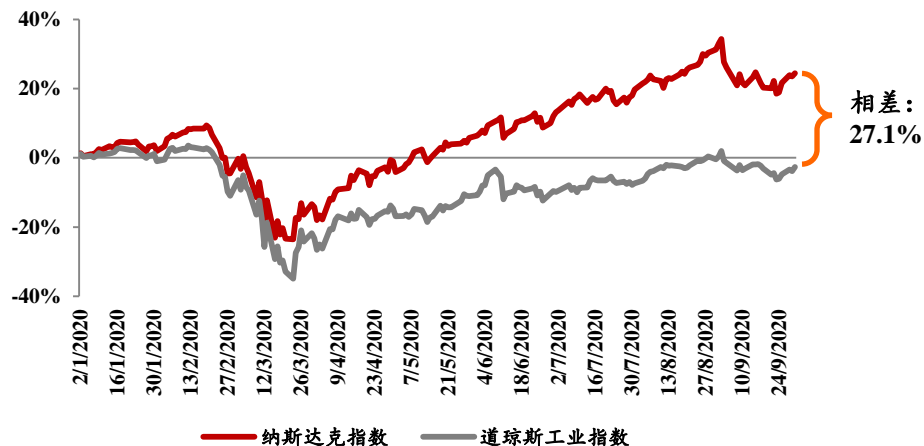
新冠疫情改变人民生活习惯



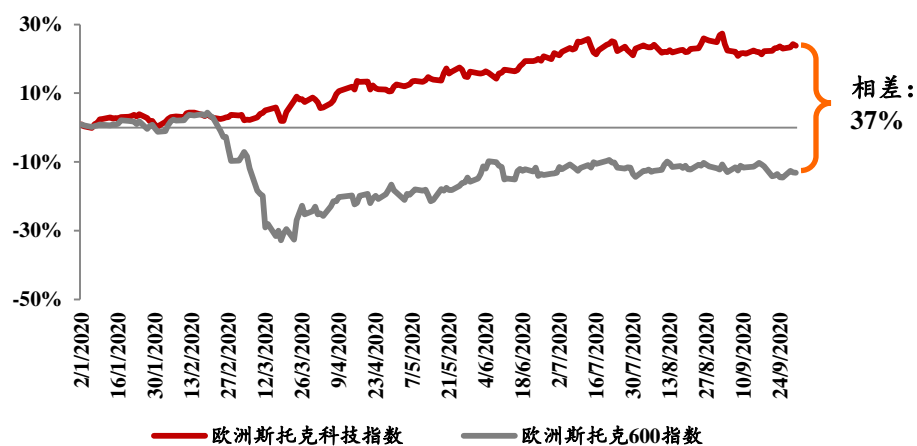
注：数据是截止2020年12月9日上午11时

在全球资金追逐下，科网板块2020年首三季度表现明显优于大市

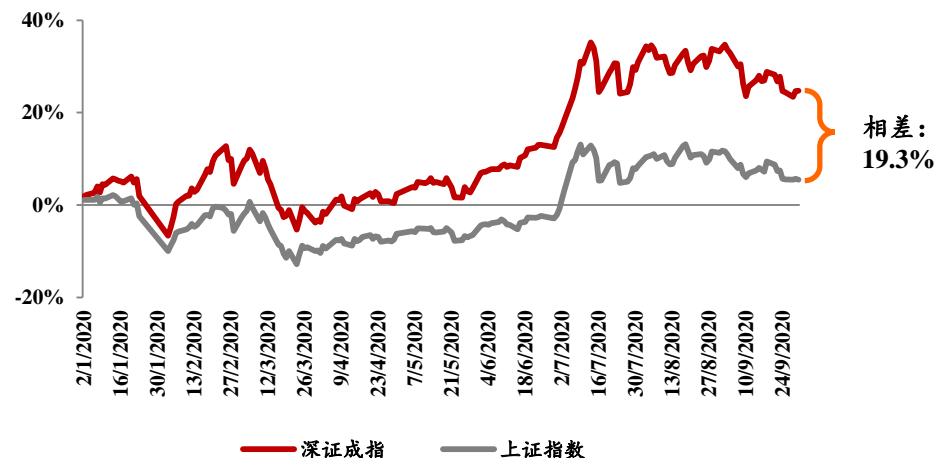
美国



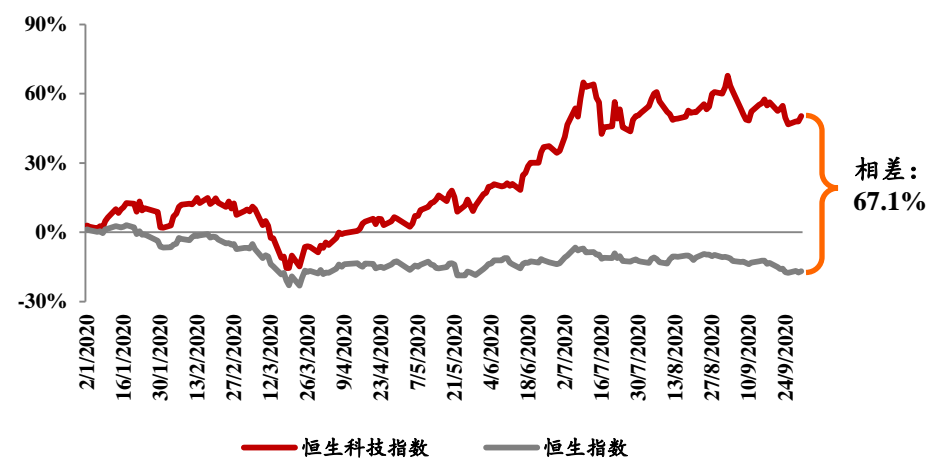
欧洲



中国



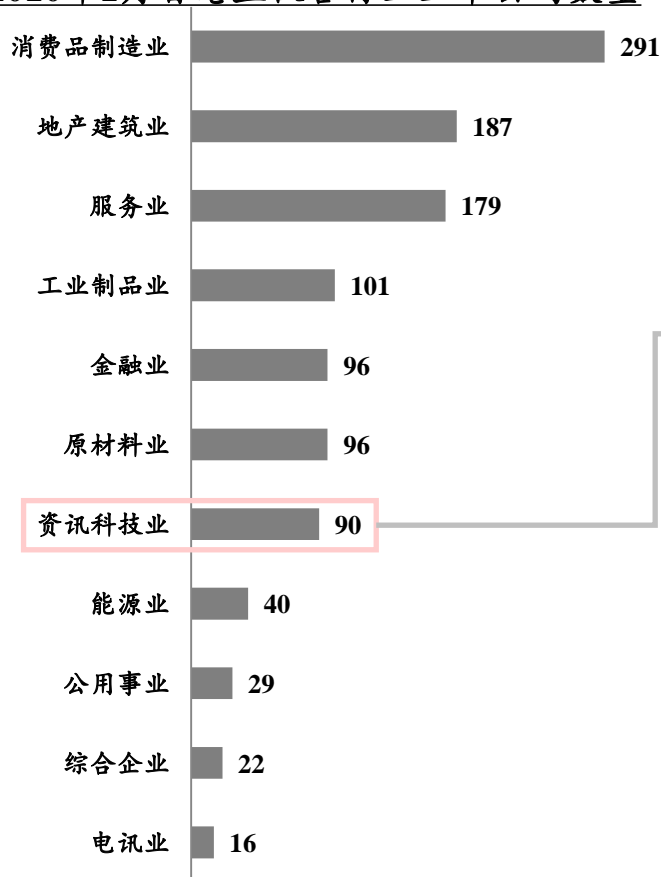
香港



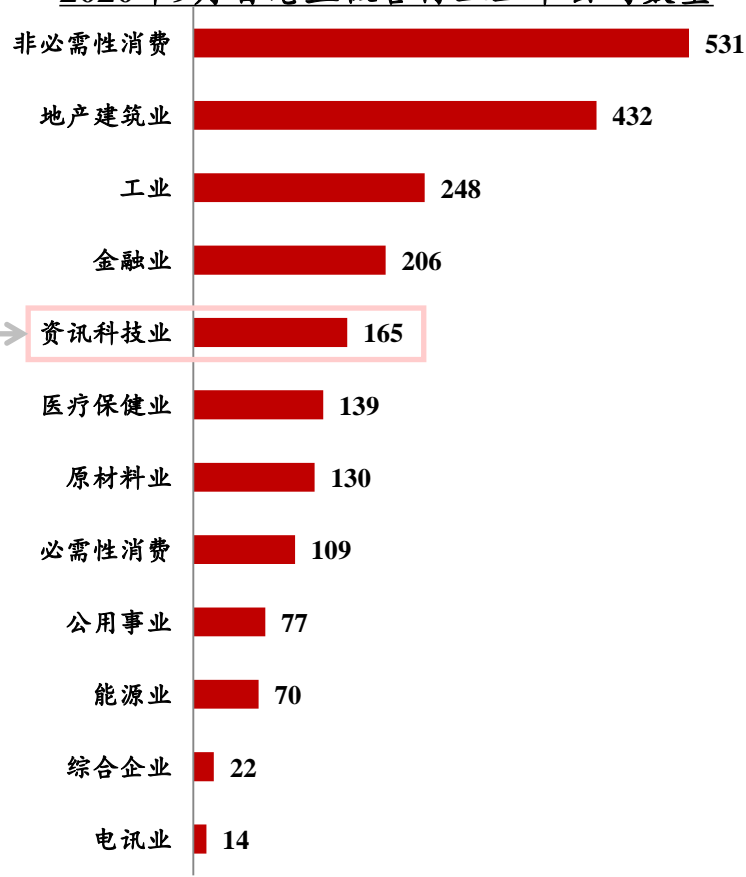
除了股价表现突出外，香港上市的科网企业的数量近十年也呈现上升趋势

- 除了股价2020年以来受疫情带动而表现突出外，其实香港上市的资讯科技*企业的数量近十年也呈现上升趋势；
- 在香港主板上市公司中，资讯科技企业数量已由2010年1月的90家上升至2020年9月的165家，排名也由2010年1月的第七上升至2020年9月的第五，表明科网企业近年持续赴港上市。

2010年1月香港主板各行业上市公司数量



2020年9月香港主板各行业上市公司数量

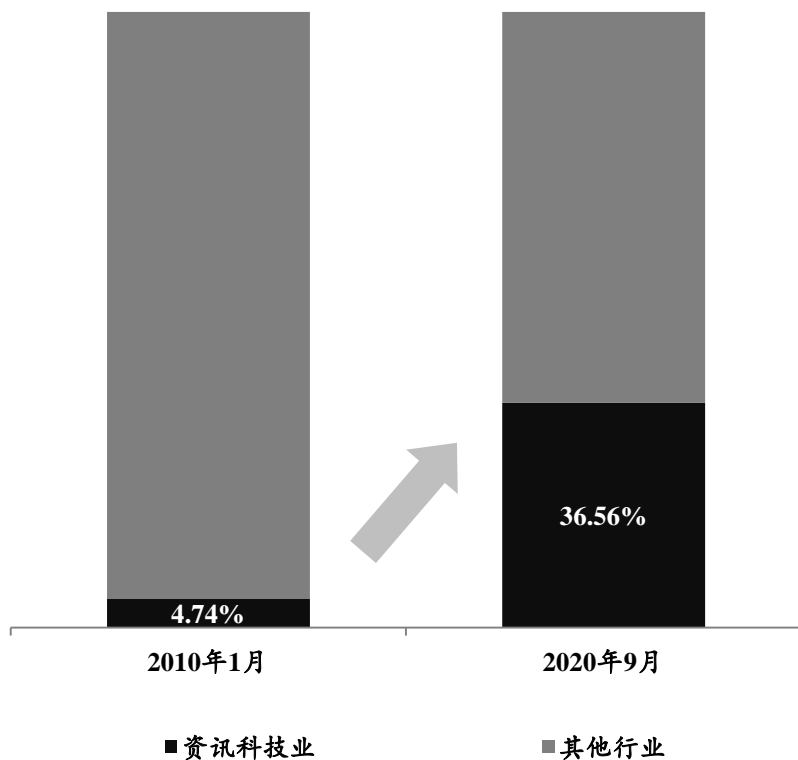


*根据WIND提供的注释，数据来源于港交所官网，基于主板数据统计

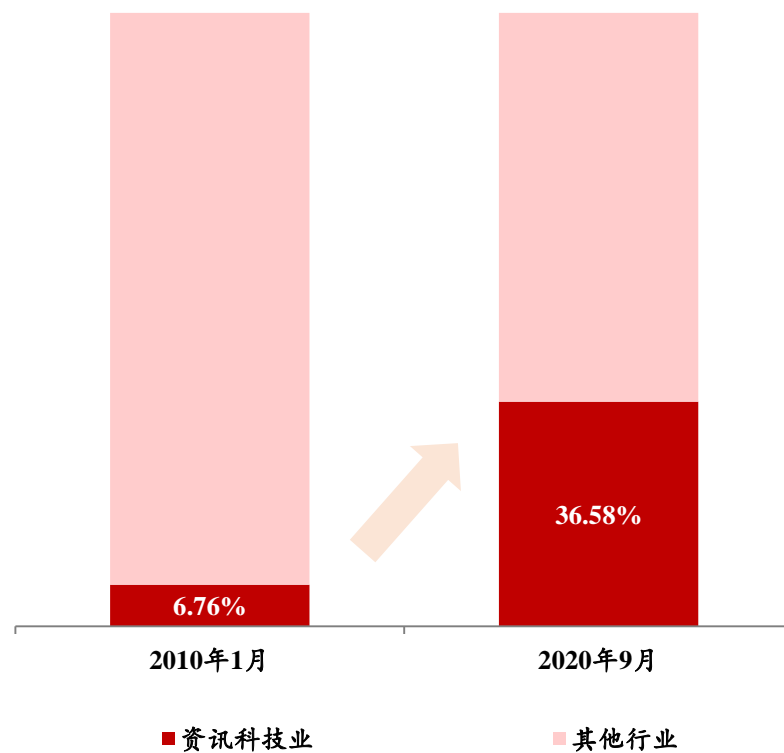
香港主板上市科网企业市场影响力日益增加

- 在港主板上市的资讯科技*企业的总市值和总成交额占比近10年也出现显著提升，分别由2010年1月的4.74%和6.76%上升至2020年9月的36.56%和36.58%。

资讯科技行业市值占比变化



资讯科技行业成交额占比变化



*根据WIND提供的注释，数据来源于港交所官网，基于主板数据统计

港交所上市规则改革后吸引科网巨头扎堆赴港上市，大大增加优质股票供应

- 为了吸引更多新兴及创新产业公司赴港上市，港交所对香港上市制度进行了改革，新修订的《上市规则》条文已于2018年4月30日生效；
- 作为上市改革的一部分，港交所在《上市规则》新增三个章节并对《上市规则》条文作相应修订，以(i)容许未能通过主板财务资格测试的生物科技公司上市；(ii)容许拥有不同投票权架构的公司上市；及(iii)为寻求在香港作第二上市的大中华及国际公司设立新的便利第二上市渠道；
- 上市规则改革后，多家科网巨头纷纷赴港上市，大大增加优质股票供应，初步已形成了科网板块投资生态圈。

港交所上市规则改革加速科网巨头赴港进行第一/第二上市



“同股不同权”上市新规促进更多优质科创企业赴港上市

- 港交所推出的《上市规则》第8A章，允许符合条件的「不同投票权」架构公司赴港上市；
- 对于科创类企业而言，不同投票权受益人多数为公司创办人和管理层。创办人往往在创业初期由于资金有限，需要透过向外融资而引入投资者，使公司获得足够资金发展，相关融资摊薄创办人的持股。为了让创办人在持股较少的情况下，仍然掌握对企业的决策权，相关科创企业便会选用同股不同权的架构。

“同股不同权”架构的上市要求简介

创新产业

公司具备多于一项的下述特点

- 成功营运有赖其核心业务应用了(1)新科技；(2)创新理念；及/或(3)新业务模式
- 研发为公司贡献一大部分的预期价值，亦是公司的主要活动及占去大部分开支
- 成功营运有赖其独有业务特点或知识产权
- 及/或相对于有形资产总值，公司的市值/无形资产总值极高

WVR 持有人

每名不同投票权受益人必须为

- 个人
- 并均积极参与业务营运的行政事务，为业务持续增长作出重大贡献
- 发行人上市时，必须是其董事

外界认可

公司必须得到

- 最少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资，至进行首次公开招股时仍未撤回投资
- 该等投资者于上市时的总投资额最少有50%要保留至首次公开招股后满六个月

业务成功

必须能证明

- 高增长业务的纪录
- 高增长轨迹预期可持续

市值/财务

市值至少为 400 亿港元

或市值至少为 100 亿港元及经审计的最近一个会计年度收益至少为 10 亿港元

不同投票权架构

不同投票权受益人的投票权不得超过同股同权股东之投票权力的10倍

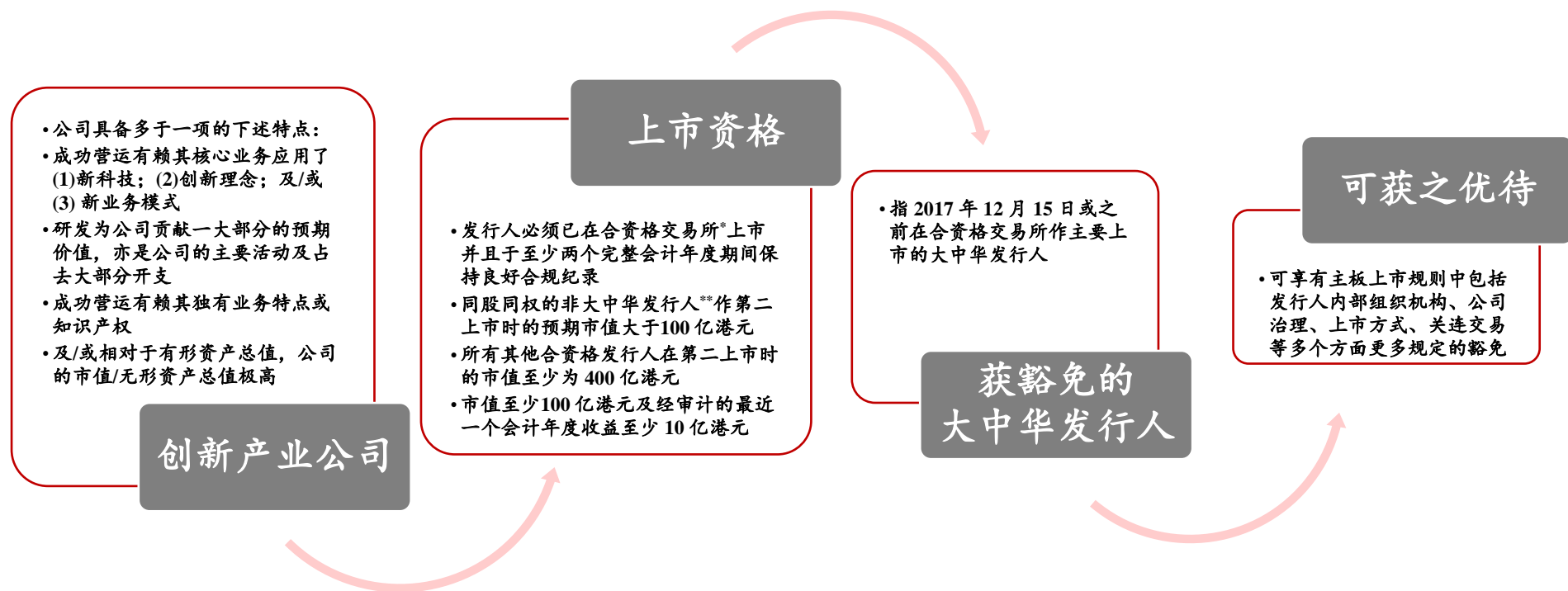
同股同权股东必须持有上市发行人股东大会议案不少于10%的合资格投票权

上市后，不得提高已发行不同投票权比重，亦不得增发任何不同投票权股份

“第二上市”新规吸引更多中概股选择赴港进行二次上市

- 港交所在《上市规则》新增第十九C章并相应修订2013年《联合政策声明》，为在合资格交易所主要上市的新兴及创新产业公司（「合资格发行人」）设立新的优待第二上市渠道；
- 其中，在2017年12月15日或之前在合资格交易所作主要上市的大中华发行人可享有主板上市规则中包括发行人内部组织机构、公司治理、上市方式、关连交易等多个方面更多规定的豁免，大大增强可操作性。

香港第二上市新规简介



*“合资格交易所”是纽约证券交易所、纳斯达克证券市场或伦敦证券交易所主市场（并属于英国金融行为监管局「高级上市」分类）

**大中华发行人指业务以大中华为重心的合资格发行人

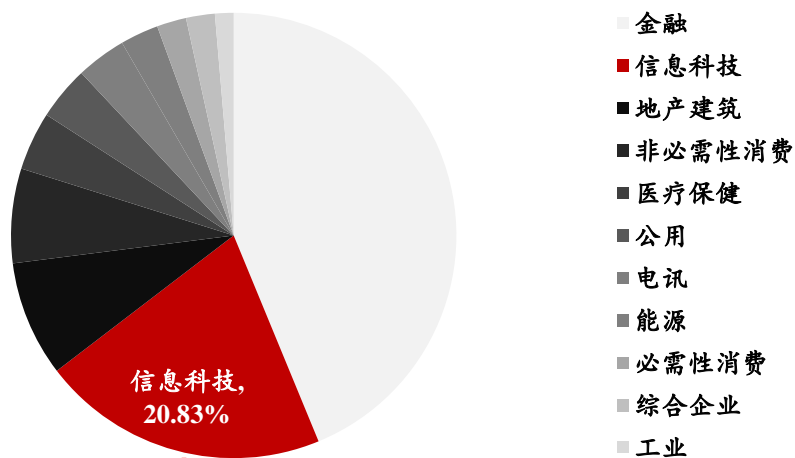
第二节

科网股在指数中的比重持续提升，吸引南下资金进行重点配置

恒指季检后，信息科技行业成份股比重进一步上升至23.32%

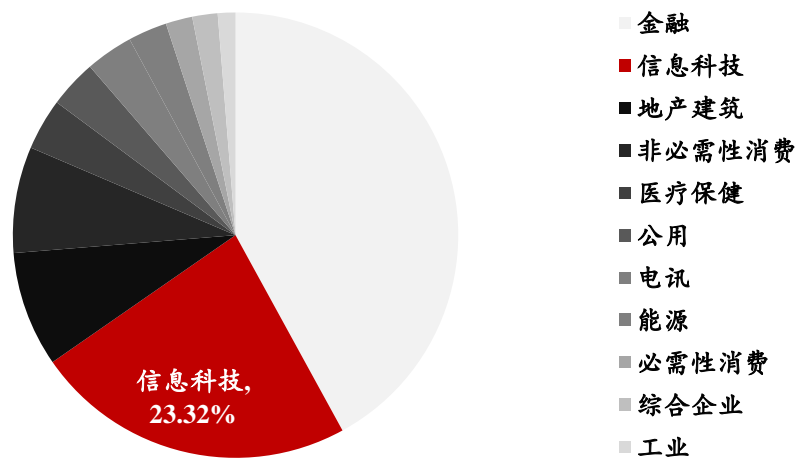
恒生指数公司在2020年11月13日宣布，截至2020年9月30日之恒生指数系列季度检讨结果，所有变动将于2020年12月7日起生效；在季检后，恒指加入3只成份股和剔除1只成份股。其中，美团-W(3690.HK)便是新加入恒指的成份股之一(比重为5%)，令恒指信息科技行业成份股上升至4只，总比重进一步上升至23.32%。

2020年10月恒指成份股比重分布图



腾讯(700), 11.48%
 阿里巴巴-SW(9988), 5.43%
 小米-W(1810), 3.92%

2020年12月7日之恒指成份股比重分布图

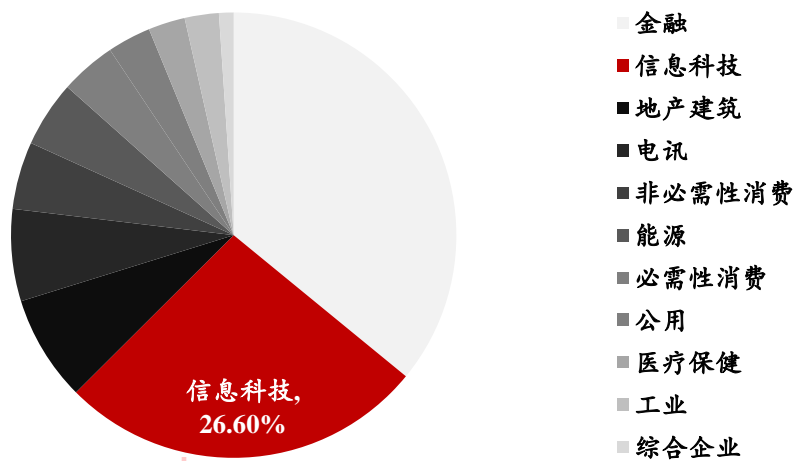


腾讯(700), 10%
 阿里巴巴-SW(9988), 5%
 美团-W(3690), 5%
 小米-W(1810), 3.32%

国指季检后，信息技术行业成份股比重上升至29.22%

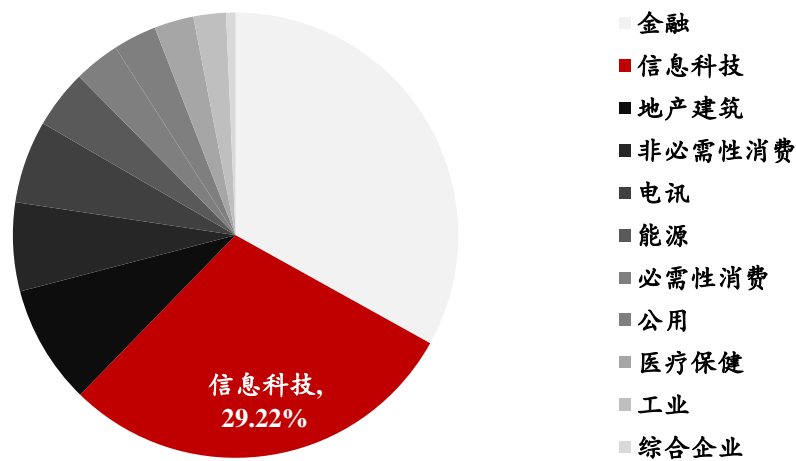
- 在季检后，国指加入和剔除成份股数量均是9只。其中，中芯国际(981.HK)、京东-SW(9618.HK)、阿里健康(241.HK)、网易-S(9999.HK)便是新加入国指的成份股(4只成份股总比重约为4.26%)，令国指信息技术行业成份股上升至8只，总比重进一步上升至29.22%。

2020年10月国指成份股比重分布图



腾讯(700), 11.27%
 美团-W(3690), 5.6%
 阿里巴巴-SW(9988), 5.33%
 小米(1810), 4.41%

2020年12月7日之国指成份股比重分布图

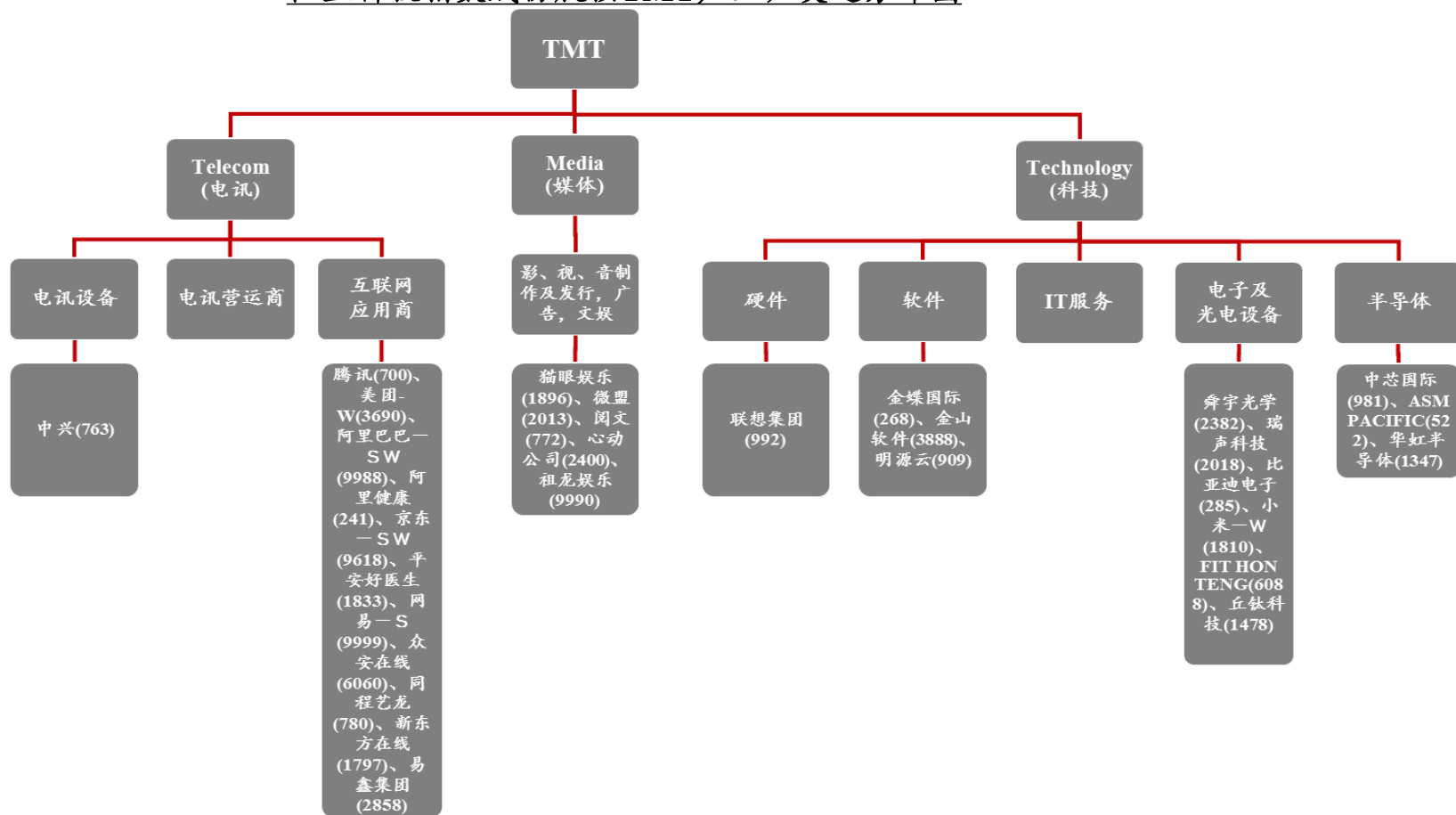


腾讯(700), 10%
 阿里巴巴-SW(9988), 5%
 美团-W(3690), 5%
 小米-W(1810), 4.96%
 中芯国际(981), 1.35%
 京东-SW(9618), 1.28%
 阿里健康(241), 1.04%
 网易-S(9999), 0.59%

恒生科技指数将成为另一旗舰指数，反映香港上市科创领域龙头公司之表现

- 根据恒生公司新闻稿，该公司在2020年7月27日推出恒生科技指数，藉以满足投资者对相关投资主题的需求及关注。该指数旨在反映最具代表性的科技企业表现，以及协助市场开发不同指数挂钩产品，包括基金及衍生工具。该公司相信恒生科技指数可望成为继恒生指数及恒生中国企业指数后另一旗舰指数。

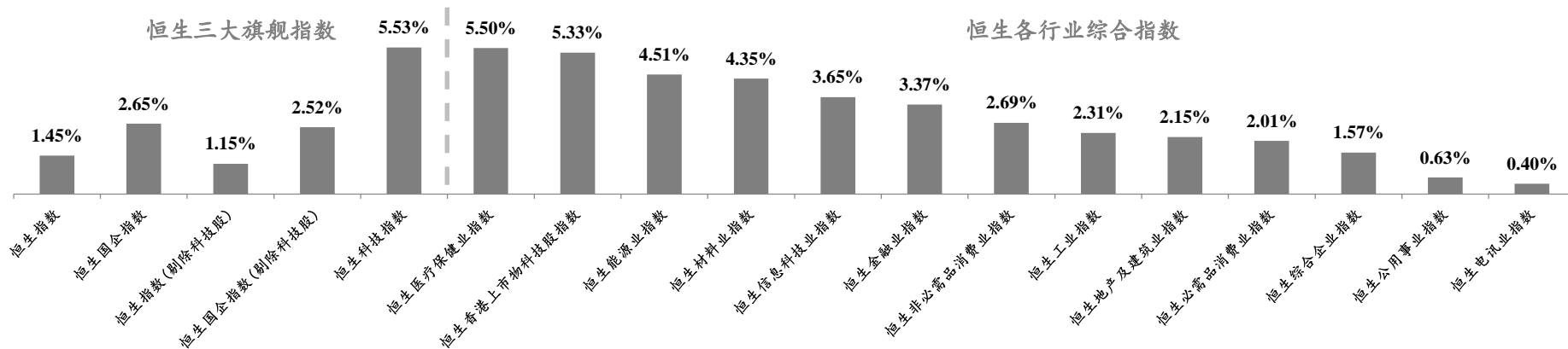
恒生科技指数成份股按TMT产业归类之分布图



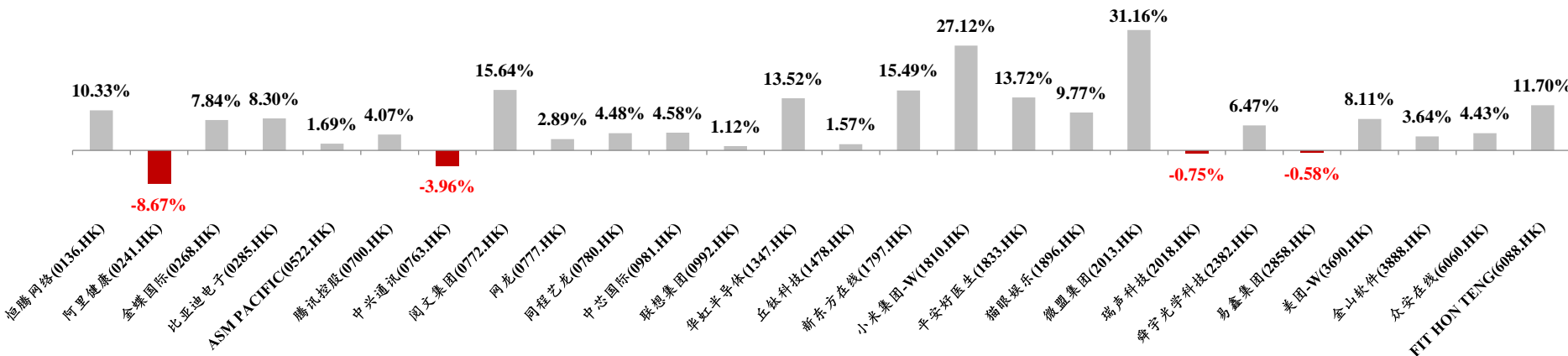
科网股在指数中的比重持续提升，吸引南下资金进行重点配置

- 科网股在指数中的比重持续提升，吸引南下主动和被动资金对科网板块进行重点配置。因此，恒生科技指数成份股52周透过港股通净买入股数占自由流通股本比率中位数约为5.53%，相关比率在港股各指数中最高。

各指数成份股52周透过港股通净买入股数占自由流通股本比率中位数对比



恒生科技指数成份股52周透过港股通净买入股数占自由流通股本比率对比



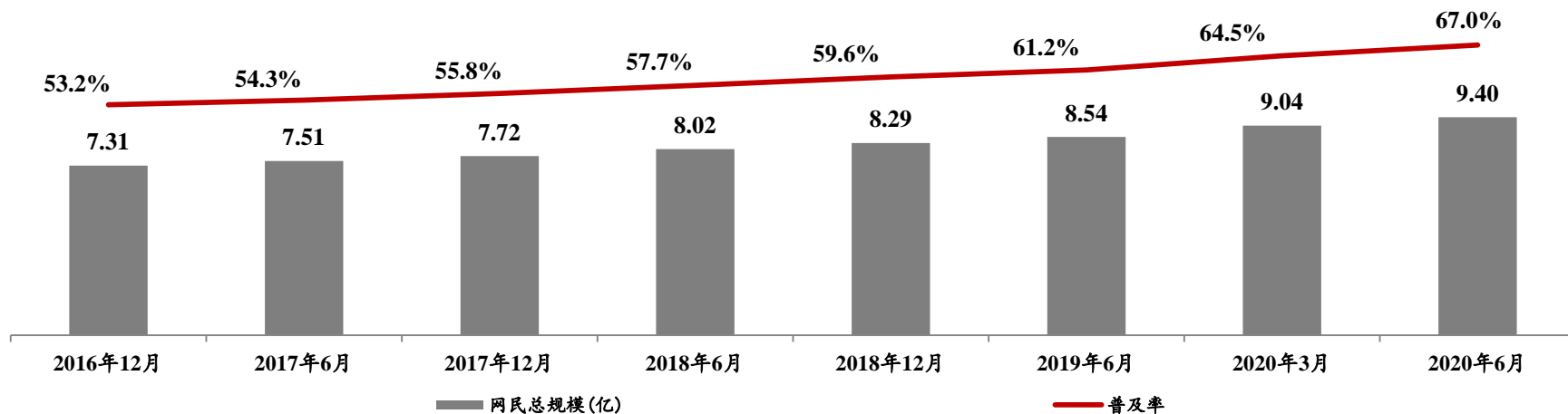
注：1. 数据2020年12月1日收集；2. 各指数数据是依据恒生指数公司未进行季度调整名单和比重计算，相关调整在2020年12月7日开始

第三节

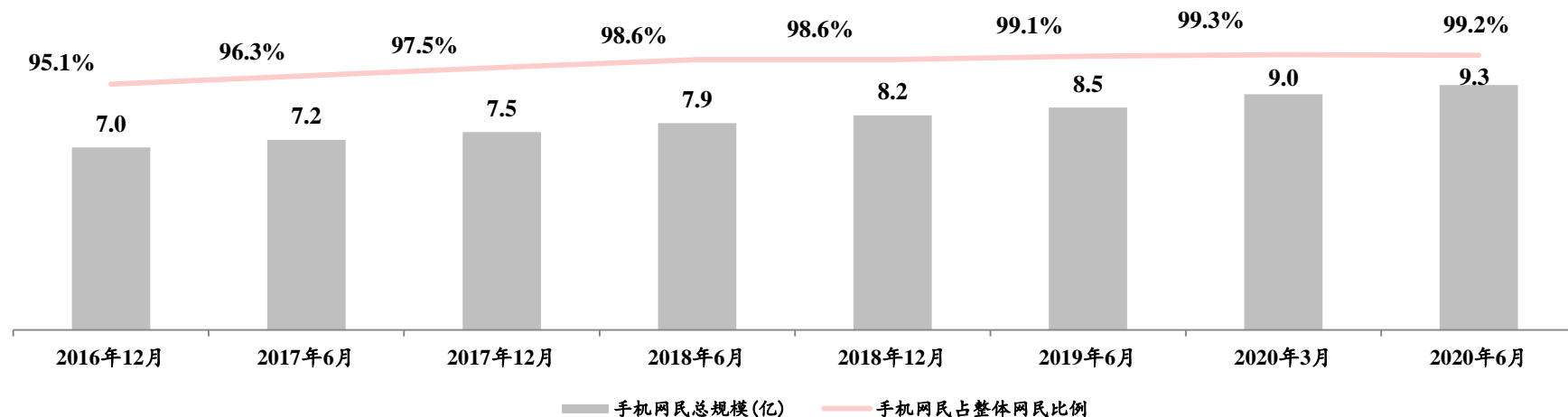
网民普及率持续提升，下沉和中老年人市场发展潜力巨大

中国网民整体规模和普及率持续提升

中国网民总规模和普及率表现



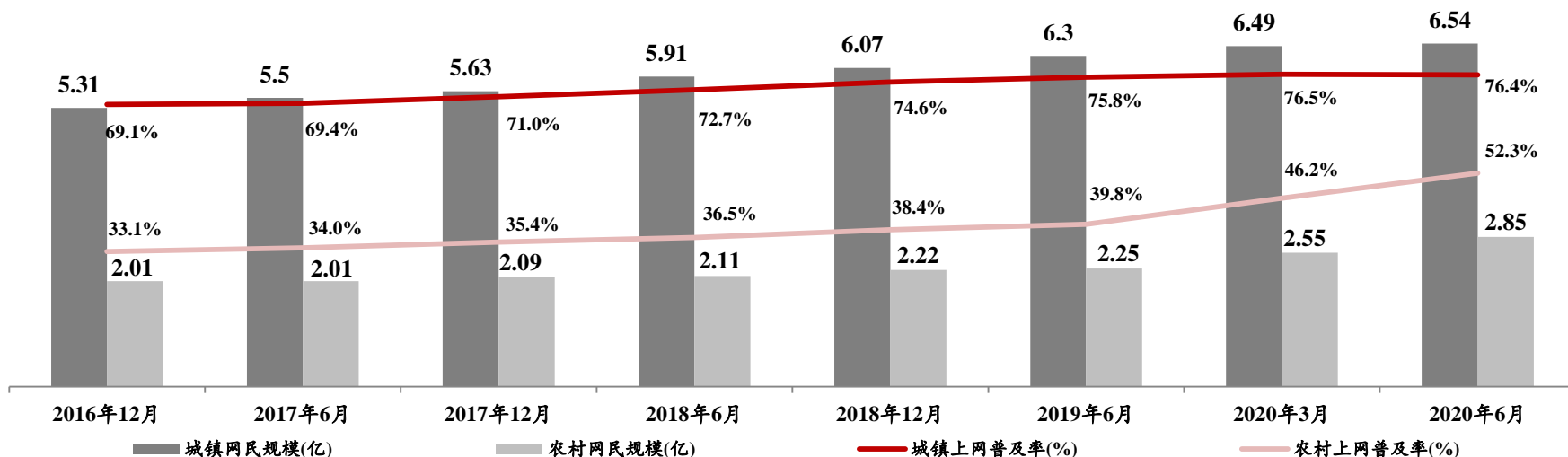
中国手机网民规模和普及率表现



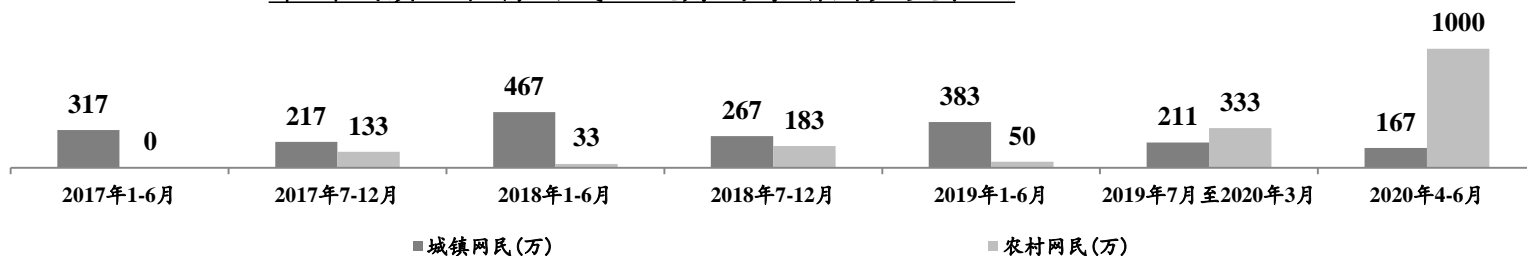
新冠疫情加速农村网民规模显著增长

- 新冠疫情加速农村网民规模显著增长，中国农村网民规模已由2019年6月的2.25亿上升26.7%至2020年的2.85亿；
- 此外，2019年7月至2020年3月期间农村月均净增用户数大幅上升到333万，在2020年4-6月期间相关月均净增用户数更达到1,000万。

中国城镇与农村网民规模和普及率表现



中国城镇及农村网民规模月均净增用户数表现

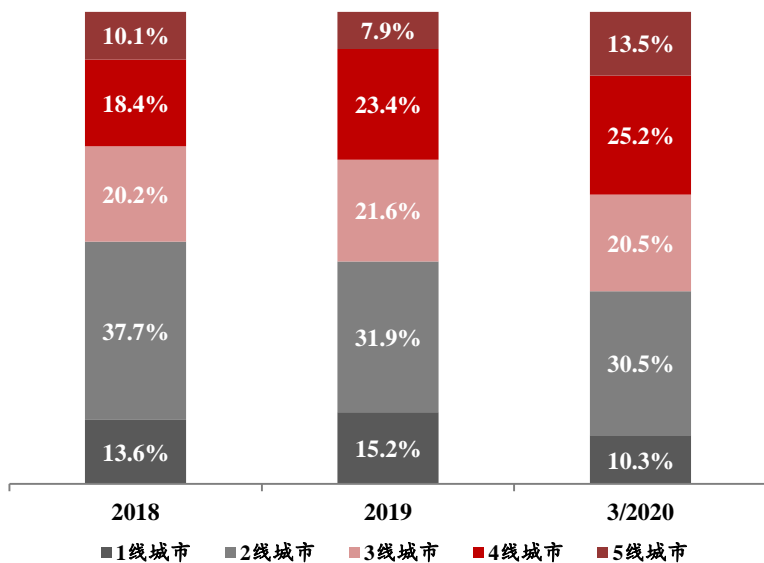


下沉市场移动网络用户规模持续扩大，电商加速对下沉用户挖掘

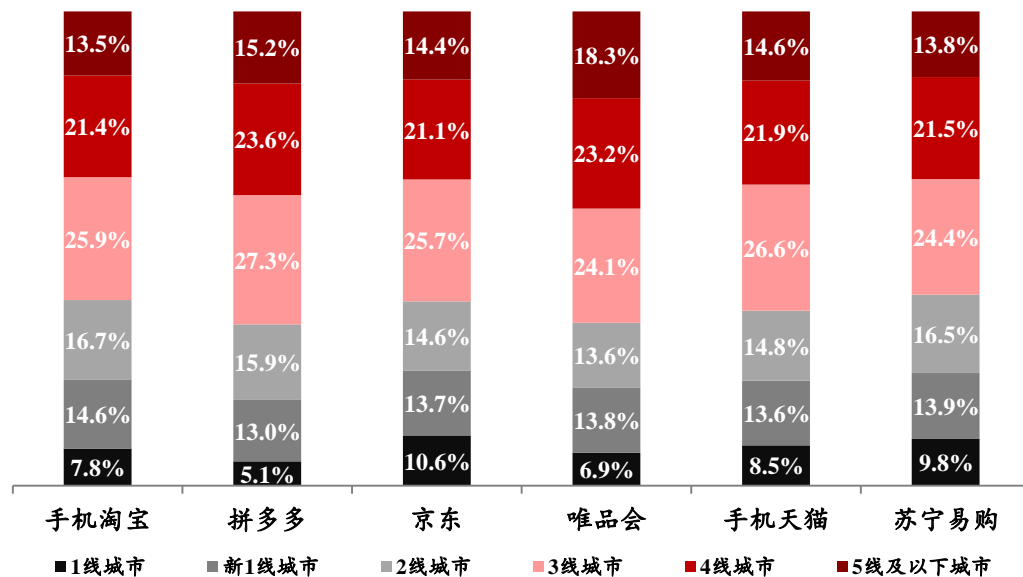
- 下沉市场(指三线和三线以下城市)当前移动活跃用户规模已超越7亿，4亿下沉市场网民在疫情中培育网购习惯；
- 在2020年双11期间，综合电商典型APP新安装用户占比过半均是来自于下沉市场。



移动网民城际分布



2020年双11期间综合电商典型APP新安装用户城际分布



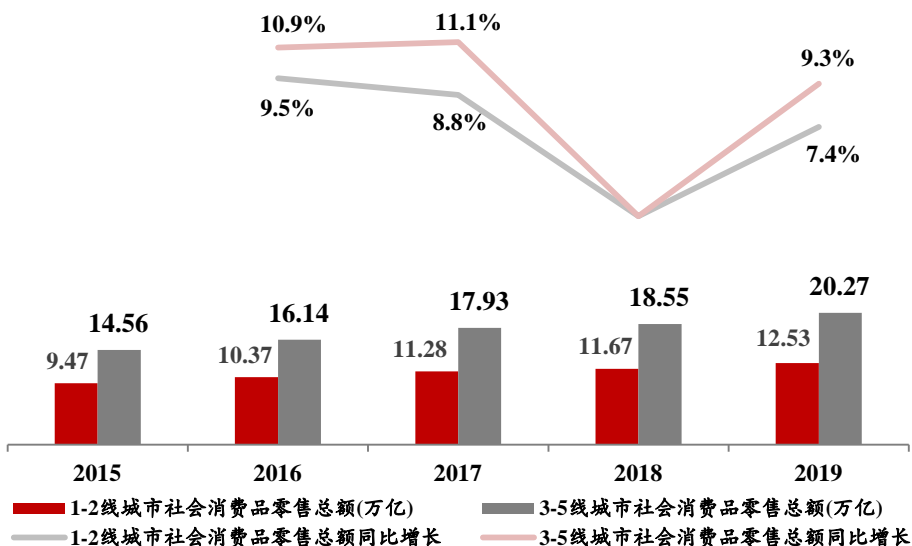
2020年5月

低线城市消费市场潜力巨大

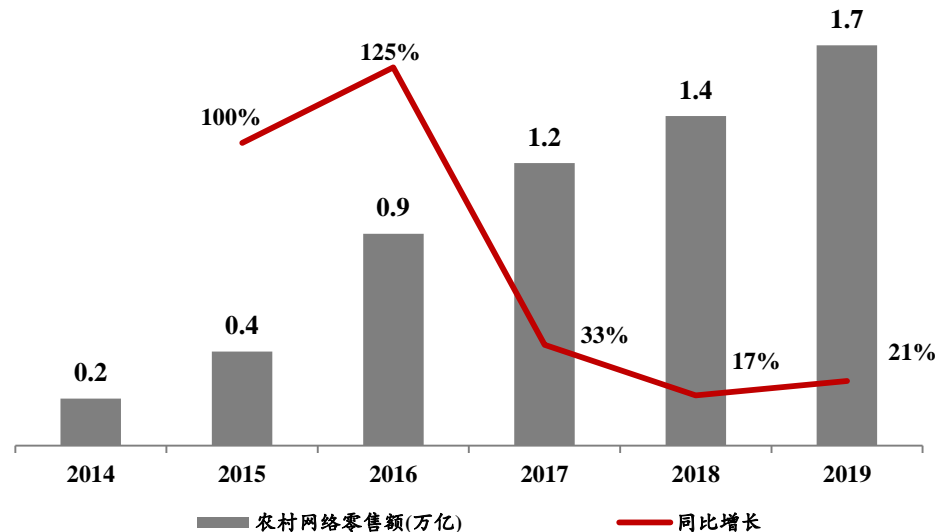
- 下沉市场人口总规模达到9.3亿，2019年社会消费品零售总额已突破20万亿元，同比增长9.3%；
- 近年，农村网络零售增长表现强劲，由2014年的2,000亿元大幅增长8.5倍至2019年的1.7万亿元。



低线城市社会消费品零售总额*增速较快



农村网络零售增长表现强劲

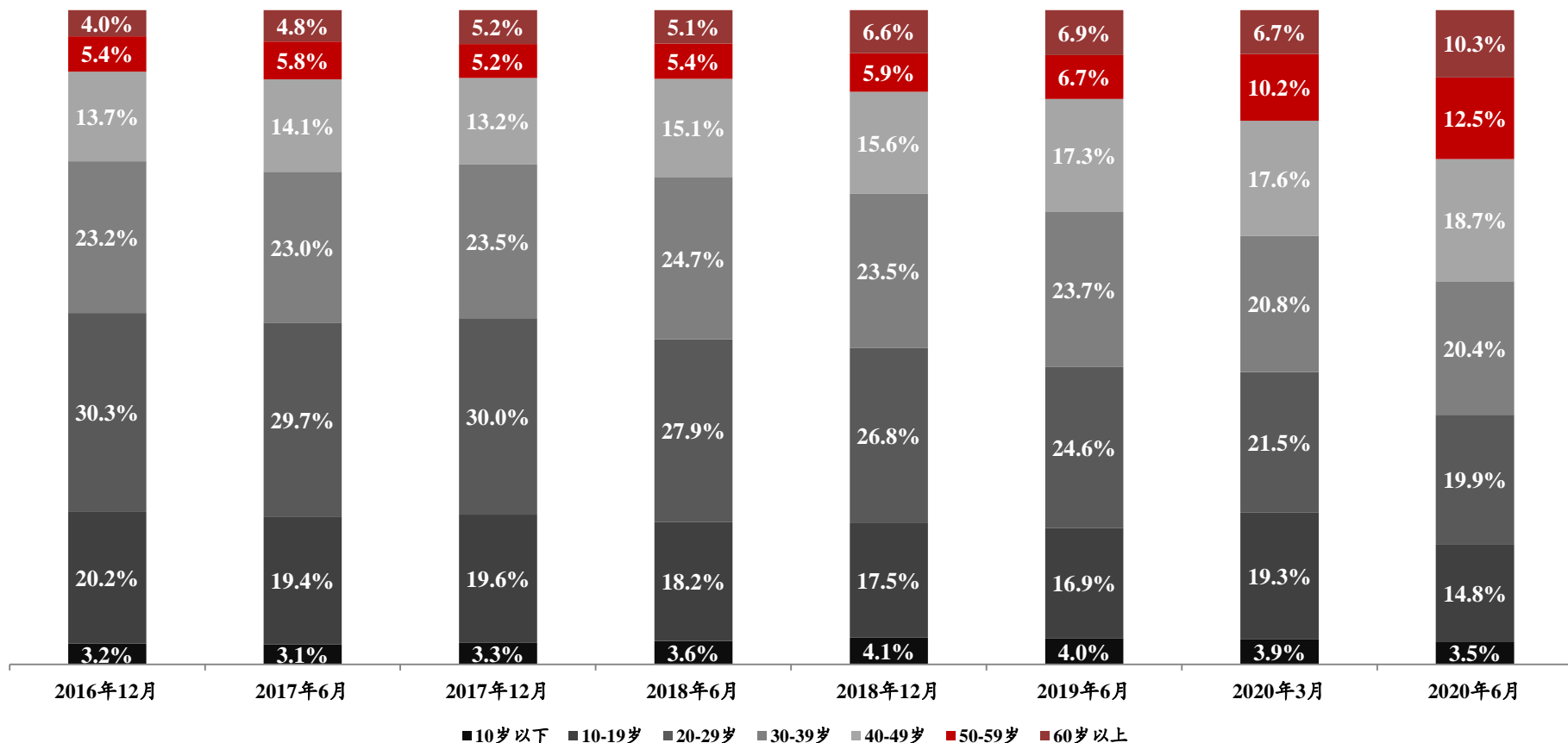


*2018年社会消费品零售总额统计口径有所变更，因此不显示2017-2018年增速

中国网民主力军仍是80后和90后人群，中老年网民占比持续提升至22.8%

- 从中国网民年龄结构分布而言，80后和90后（年龄介于20至39岁）人群仍是网民主力军，两组人群的网民数占比分别达20.4%和19.9%；中老年（年龄介于50岁和50岁以上）网民占比近年持续提升，由2016年12月的9.4%显著上升至2020年6月的22.8%。

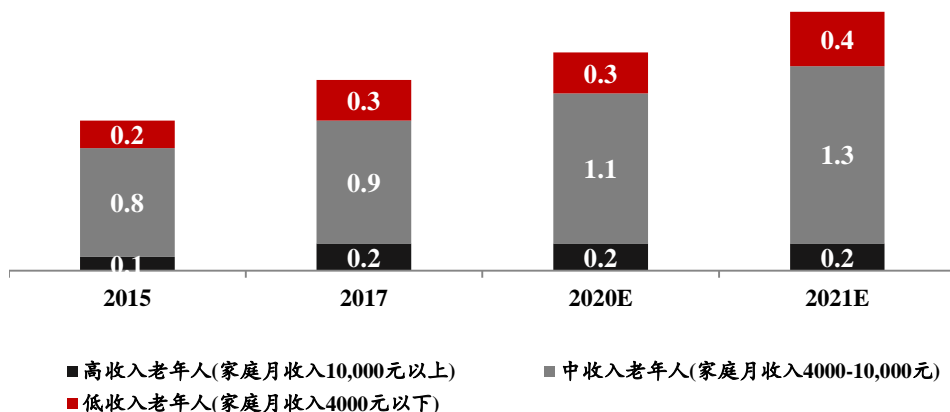
中国网民年龄结构分布情况



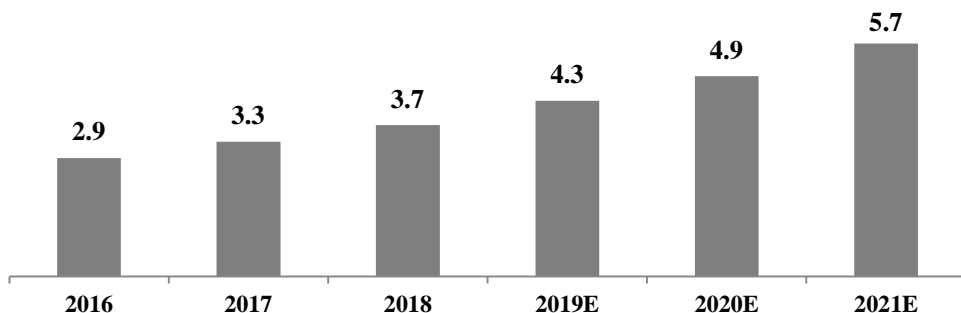
新冠疫情加速互联网向中高龄人群渗透，中老年人市场红利空间巨大

- 阿里在2020年10月发布的《老年人数字生活报告》提到，疫情期间，60岁以上的老龄人口“触网”增速远超其他年龄组；老年群体消费金额三年复合增长率达到20.9%，疫情期间消费增速位列第二，仅次于“00后”；
- 根据艾媒网站，全国中高收入老年人口(家庭收入4,000-10,000元和10,000元以上)在2017年已达到1.1亿人，预测相关人群在2021年将上升至1.5亿人，同时也预测中国老年人市场规模将在2021年上升至5.7万亿元。

中国城镇中高收入老年人口(亿人)测算



中国老年人市场总规模(万亿)



阿里发布的《老年人数字生活报告》部分内容

《老年人数字生活报告》提到，疫情期间，60岁以上的老龄人口“触网”增速远超其他年龄组

盒马数据显示，疫情过后，60岁以上用户线上订单增速最快，线上购买习惯逐渐稳定，人均月消费金额高于“90后”及“00后”

老年群体消费金额三年复合增长率达到20.9%，疫情期间消费增速位列第二，仅次于“00后”

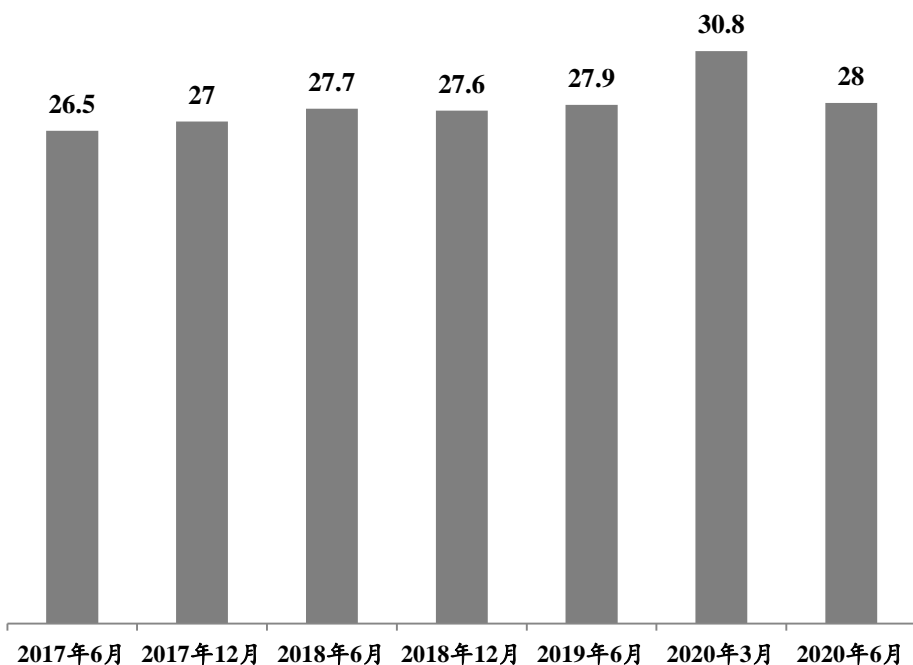
2020年，第三季度老年人手机月活跃度同比增速远超其他年龄组，高出整体29.7个百分点

根据飞猪数据，2019年，“60后”银发族的旅游消费金额整体是“00后”的3倍

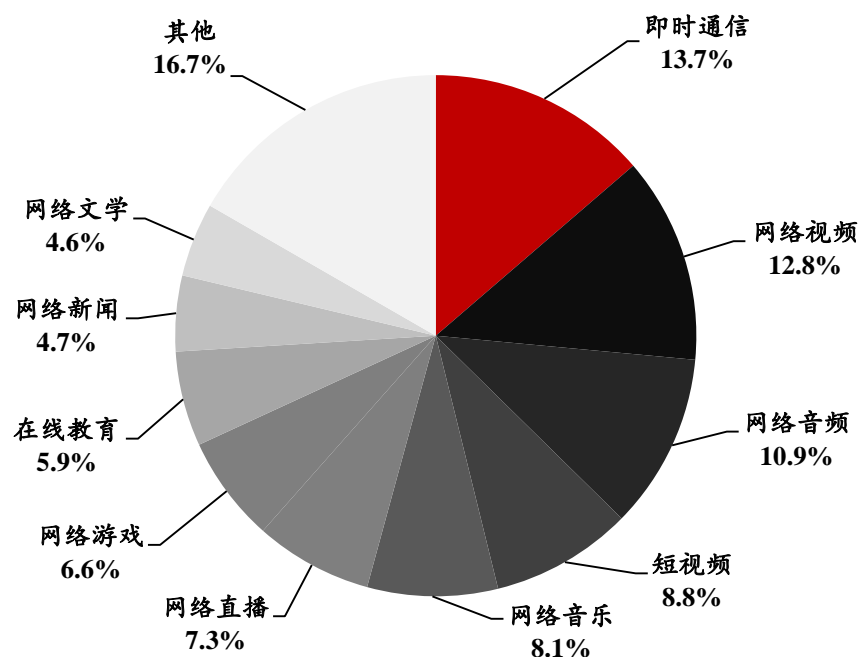
网民人均每周上网时长有所提升反映人民对网络粘性持续增加

- 中国网民人均每周上网时长由2017年26.5小时上升至2019年6月的27.9小时；受2020年新冠疫情影响，网民上网时长有明显增长，人均每周上网时长上升至2020年3月的30.8小时；截至2020年6月，人均每周上网时长虽然由疫情期间的高峰回落至28小时，但该水平仍是处于近年高位，表明网民在疫情受控后对网络粘性持续增加；
- 2020年6月，在网民各类App使用时长占比中，实时通信、网络视频和网络音频排名前三，使用时长分别达13.7%、12.8%和10.9%。

网民人均每周上网时长(小时)



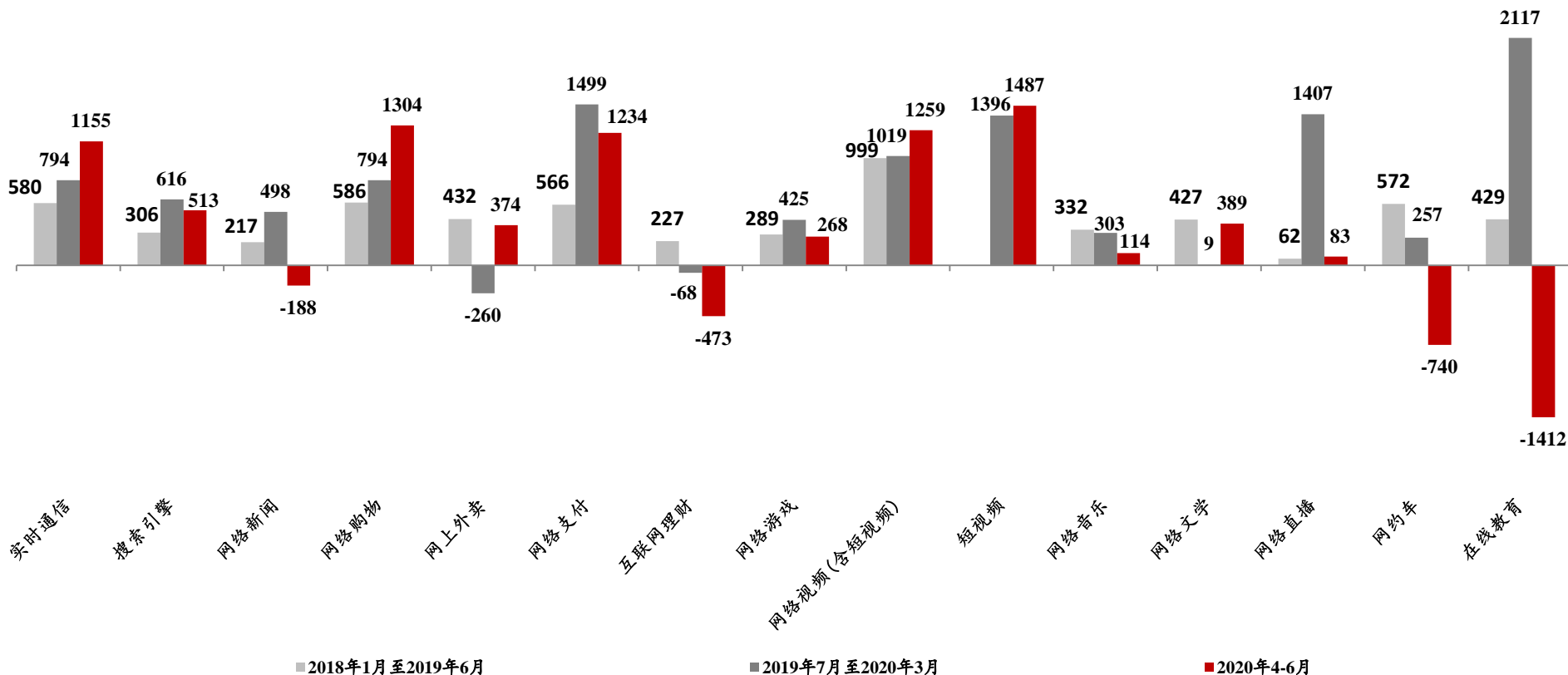
2020年6月，网民各类App使用时长占比



疫情加快网络支付、短视频、直播和在线教育等相关互联网应用规模增长

- 受新冠肺炎疫情影响，部分网络应用的用户规模呈现明显增长，其中实时通信、网络购物、网络支付、网络视频、网络直播和在线教育互联网应用在2019年7月至2020年3月期间月均净增加用户数量分别达到794万、794万、1,499万、1,019万、1,407万和2,117万；在疫情受控后，实时通信、网络购物、网络视频频互联网应用在2020年4-6月期间月均净增加用户数量仍保持上升态势，带动互联网接入流量促使消费保持较快增长。

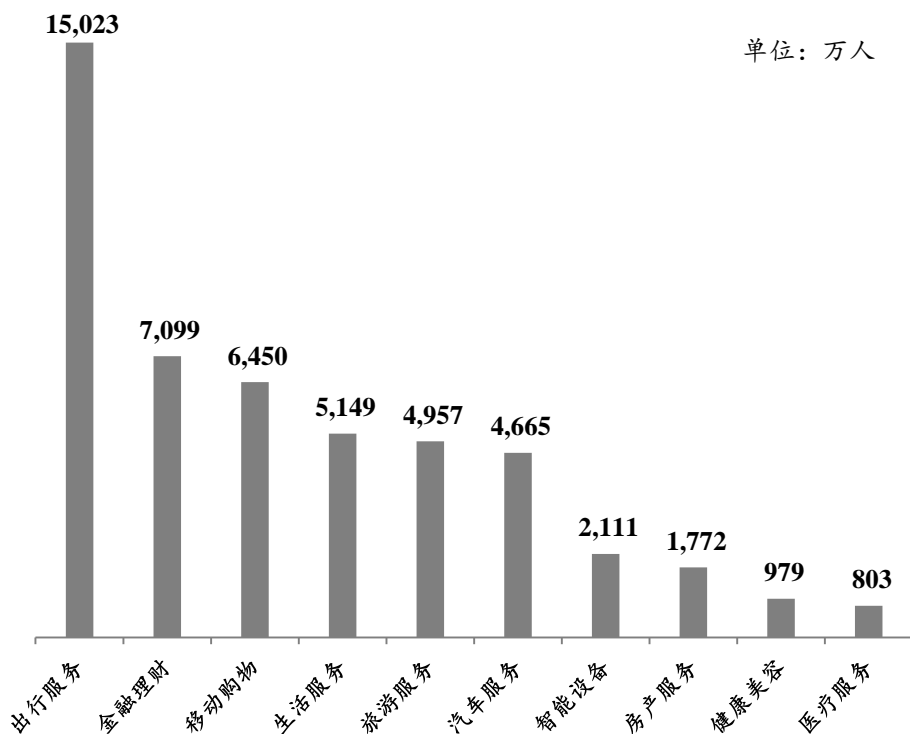
网民各类互联网应用月均净增加用户数量(万)



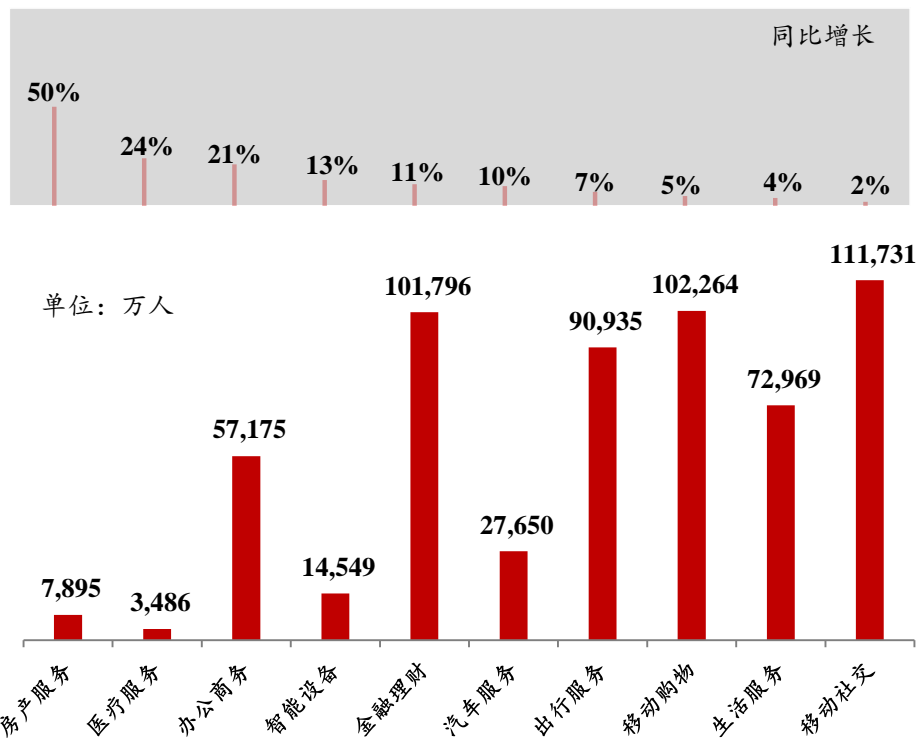
后疫情时代，受影响较大行业如出行、生活、旅游服务应用需求迅速反弹

- 2020年第三季，受影响较大行业如出行、生活、旅游服务应用需求随着人民生活和经济活动逐步恢复正常而出现迅速反弹；在第三季度移动互联网各行业月活跃净增用户规模TOP10中，出行服务、生活服务、旅游服务分别排名第一、第四和第五，月活跃净增用户则分别超越1.5亿人、5,100万人和4,900万人；
- 此外，在2020年9月移动互联网各行业月活跃用户规模TOP10中，房产服务、医疗服务、办公商务行业月活跃用户同比分别增长50%、24%和21%，表明互联网应用在后疫情时代已加快渗透至各行各业。

2020Q3移动互联网各行业月活跃净增用户规模* TOP10



2020年9月移动互联网各行业月活跃用户规模TOP10

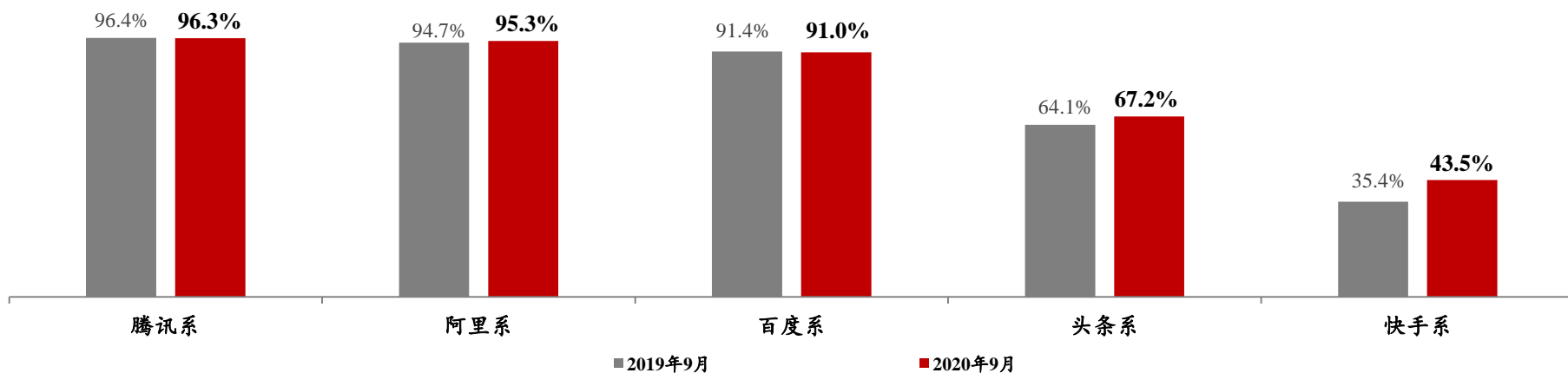


*月活跃净增用户规模=目标行业2020年9月MAU-2020年3月MAU

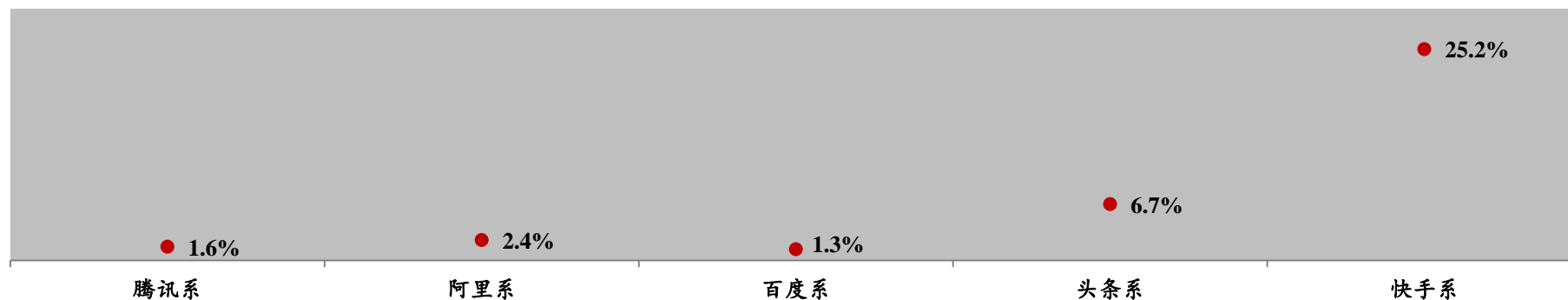
BAT各派系用户规模渗透率逾90%，头条系和快手系用户规模同比增长较快

- 2020年9月，BAT(百度、阿里和腾讯)各派系的移动互联网用户规模渗透率分别达到91%、95.3%和96.3%；
- 移动互联网用户规模同比增长方面，头条系和快手系用户规模同比增长较快，同比分别增长6.7%和25.2%，显著高于BAT同期的1.3%-2.4%。

移动科网巨头用户规模渗透率变化情况



2020年9月移动科网巨头用户规模同比增长

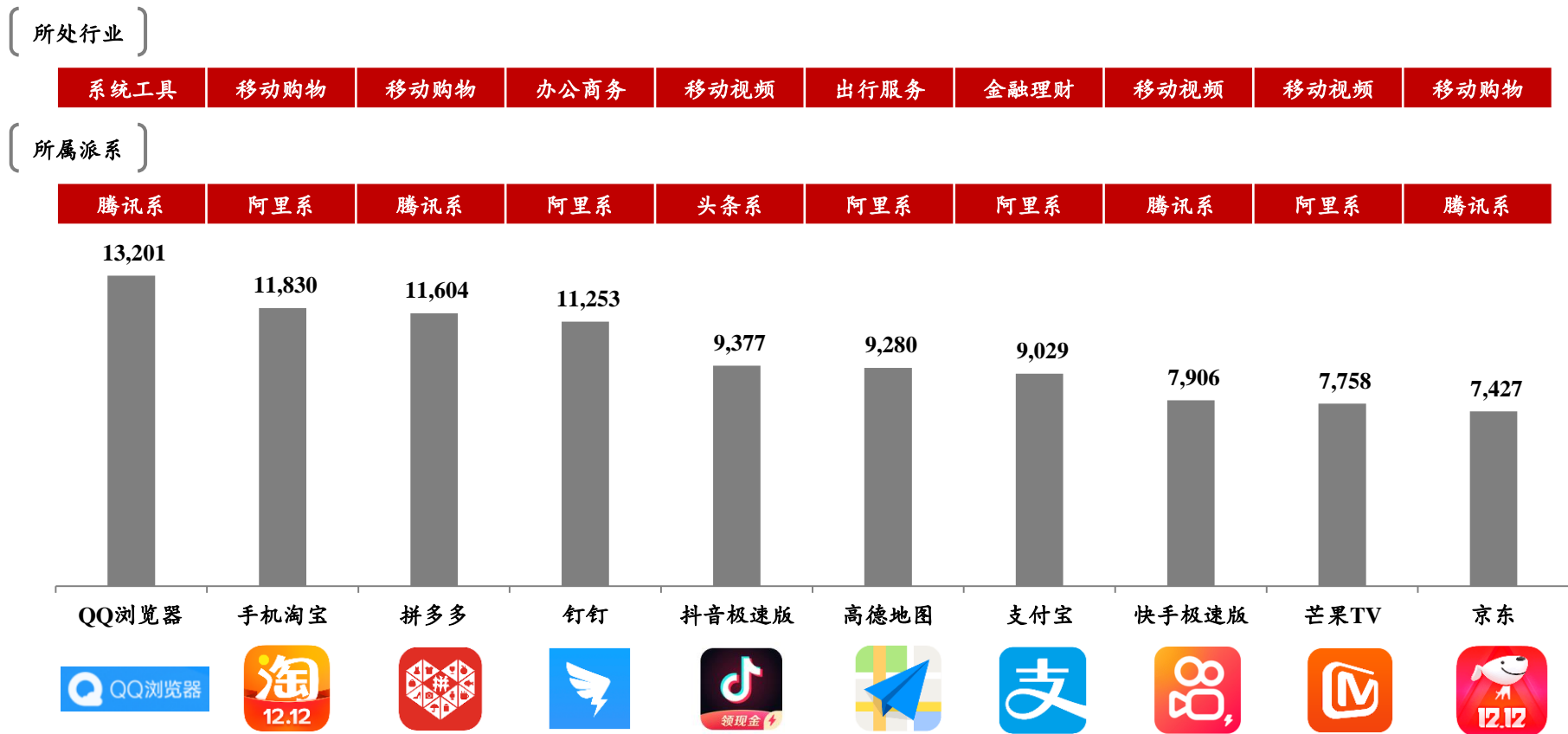


注：1.各派系选取APP包含自有APP、控股公司APP；
2.各派系选取旗下MAU≥1万APP，渗透率=各派系旗下MAU≥1万APP合计去重用户规模/移动互联网活跃用户规模

阿里系、腾讯系和头条系巨量移动应用依然保持高增长

- 2020年9月，在移动互联网月活跃按年净增用户规模TOP10 APP中，阿里系、腾讯系和头条系分别占据5个、4个和1个；其中，腾讯系的QQ浏览器、阿里系的手机淘宝和腾讯系的拼多多排名前三，期间分别净增逾1.32亿人、1.18亿人和1.16亿人，表明拥有巨量移动应用依然保持高增长。

2020年9月移动互联网月活跃按年净增用户规模*(万人)TOP10 APP



*月活跃按年净增用户规模=目标APP2020年9月MAU-2019年9月MAU；判定所属派系是根据相关科网巨头拥有推出该款APP的公司之股权而定

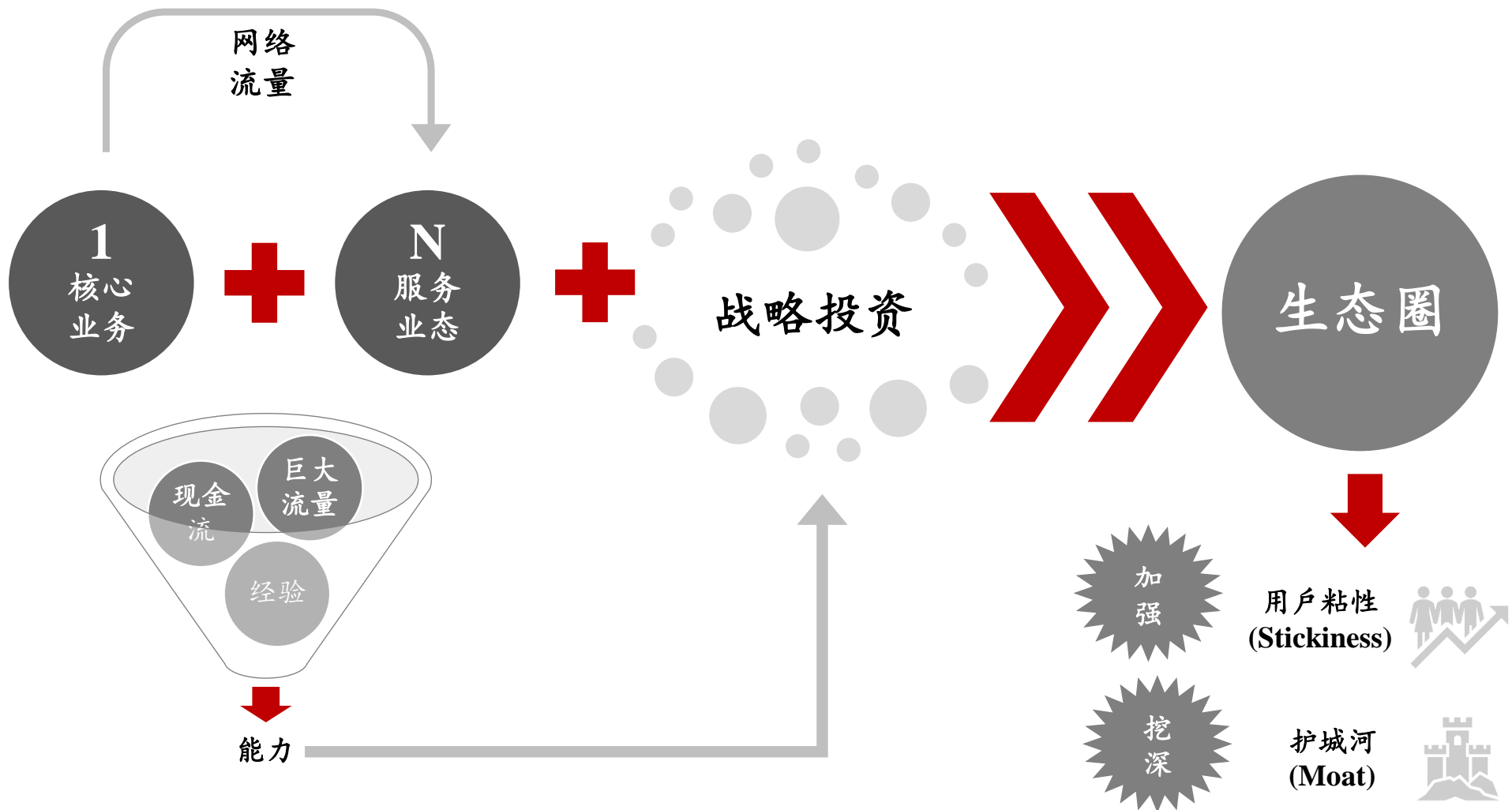
数据来源：公司网站、公开资讯、QuestMobile、山证国际研究部整理

第四节

第一部分：网络社交王者——腾讯

打造独特的生态圈是科网巨头构建护城河的重要手段

科网巨头业务发展模式简介图



腾讯所投资的企业已超过800家，其中逾160家已成为价值不菲的独角兽

腾讯投资之部分上市公司持有市值*已超12,600亿(港元)

公司名称(代号)	持股比例	股东排名	股权性质	市值 (亿港元)	持有市值 (亿港元)
美国-W(3690.HK)	20.99%	2	H股	17,896.5	3,756.5
拼多多(PDD.US)	16.55%	2	美股	13,088.0	2,166.1
京东(JD.US)	17.83%	1	美股	10,516.1	1,875.0
腾讯音乐(TME.US)	55.60%	1	美股	2,132.9	1,185.9
蔚来(NIO.US)	14.34%	1	美股	5,116.5	733.7
贝壳(BEKE.US)	12.10%	2	美股	5,260.9	636.6
阅文集团(0772.HK)	59.18%	1	H股	621.7	367.9
SPOTIFY TECHNOLOGY(SPOT.US)	9.02%	4	美股	3,673.6	331.4
哔哩哔哩(BILLUS)	13.25%	2	美股	1,574.6	208.6
虎牙直播(HUYA.US)	50.36%	1	美股	382.9	192.8
富途控股(FUTU.US)	30.30%	2	美股	488.0	147.9
唯品会(VIPS.US)	9.60%	2	美股	1,224.5	117.6
搜狗(SOGO.US)	39.10%	1	美股	266.8	104.3
中金公司(3908.HK)	11.36%	1	H股	866.0	98.4
中国联通(600050.SH)	5.19%	4	A股(限售)	1,760.2	91.4
易鑫集团(2858.HK)	64.30%	1	H股	121.2	77.9
金山办公(688111.SH)	4.50%	4	A股(限售)	1,710.7	77.0
同程艺龙(0780.HK)	21.98%	2	H股	317.1	69.7
恒腾(0136.HK)	19.32%	2	H股	246.4	47.6
金山软件(3888.HK)	7.78%	2	H股	571.7	44.5
永辉超市(601933.SH)	5.03%	5	A股(流通)	883.9	44.5
世纪华通(002602.SZ)	5.00%	5	A股(流通)	692.9	34.6
四维图新(002405.SZ)	8.76%	2	A股(流通)	375.6	32.9
新东方在线(1797.HK)	9.62%	2	H股	306.0	29.4
猫眼娱乐(1896.HK)	13.89%	3	H股	147.7	20.5
微盟集团(2013.HK)	8.08%	2	H股	252.6	20.4
祖龙娱乐(9990.HK)	12.88%	3	H股	154.1	19.9
海澜之家(600398.SH)	5.52%	3	A股(流通)	351.8	19.4
GLU移动(GLUU.US)	14.40%	1	美股	120.8	17.4
长亮科技(300348.SZ)	6.66%	2	A股(流通)	174.1	11.6
华谊兄弟(300027.SZ)	7.90%	2	A股(流通)	141.2	11.2
创梦天地(1119.HK)	18.59%	2	H股	48.6	9.0
博思软件(300525.SZ)	8.51%	2	A股(流通)	95.4	8.1
灿谷(CANG.US)	10.40%	4	美股	76.1	7.9
步步高(002251.SZ)	6.00%	3	A股(流通)	105.2	6.3
南洋股份(002212.SZ)	2.03%	9	A股(流通)	284.7	5.8
掌趣科技(300315.SZ)	2.01%	3	A股(流通)	203.4	4.1
趣头条(QTT.US)	7.30%	4	美股	53.9	3.9
蘑菇街(MOGU.US)	16.97%	1	美股	22.1	3.8
常山北明(000158.SZ)	2.72%	3	A股(流通)	135.5	3.7
猎豹移动(CMCM.US)	16.90%	2	美股	21.0	3.5
华彩控股(1371.HK)	5.77%	2	H股	1.7	0.1

创造价值
是投资的
关键

- 投资是核心战略之一
- 遵循用户第一，被投资企业第二，腾讯第三的原则

数量

- 总计投资企业超过800家
- 其中70多家已上市

估值

- 逾160家成为市值或估值超10亿美金的独角兽

有所为，
有所不为

- 在“有所为”的领域，可以专心把产品做好，并且跟被投资企业互动
- 在“不为”的领域，可以跟业界最好的团队进行紧密合作

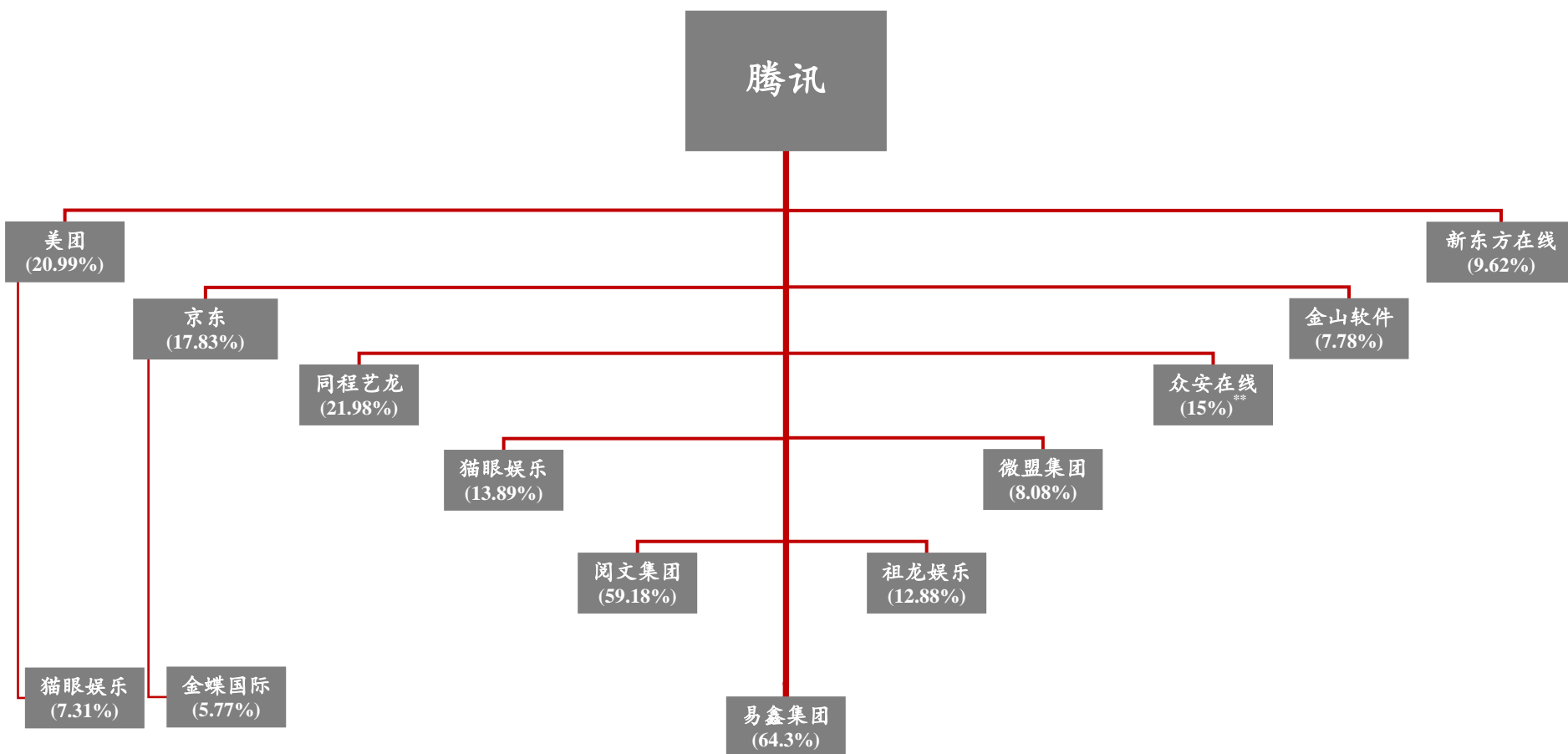
腾讯总裁
刘炽平先生

*数据取得时间：2020年11月20日

数据来源：公司网站、WIND、彭博、公司公告、港交所、公开讯息、新财富、山证国际研究部整理

腾讯系股份占据恒生科技指数成份股的三分之一

- 在恒生科技指数成份股中，腾讯有投资的股份达11只，分别包括美团、京东、同程艺龙、猫眼娱乐、阅文集团、易鑫集团、祖龙娱乐、微盟集团、众安在线、金山软件和新东方在线。



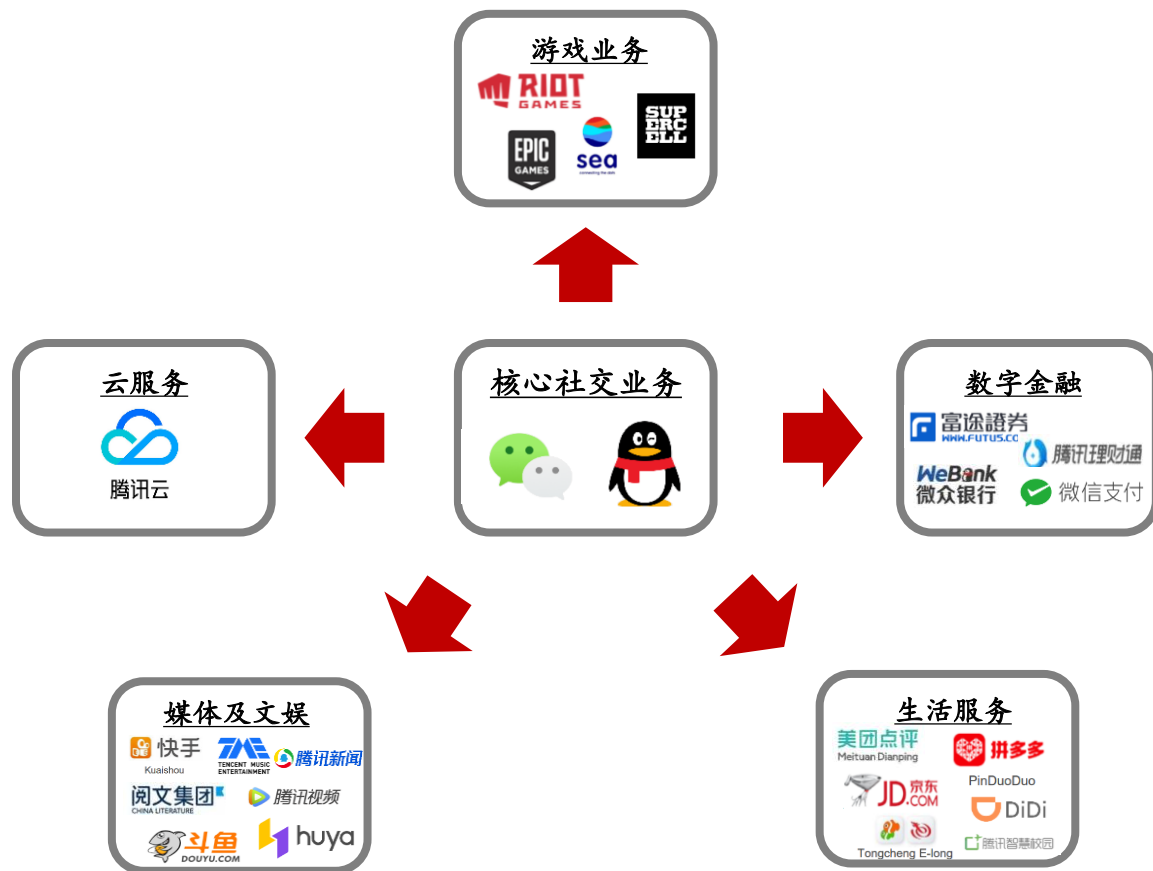
注：数据取得时间：2020年11月20日；**腾讯持有的众安在线股权是内资股

数据源：公司公告、港交所、山证国际研究部整理

依托巨大网络社交流量，腾讯全方位助力被投资合作伙伴，构建共赢生态圈

- 依托巨大网络社交流量，腾讯在网络游戏、网络广告、金融科技等领域均已处于领先地位；
- 此外，腾讯当前总计投资企业超过800家，腾讯视投资为其核心战略之一，腾讯不断完善对被投企业的增值服务体系，让被投企业和腾讯内部业务产生更多有机的商业合作，构建共赢生态圈。

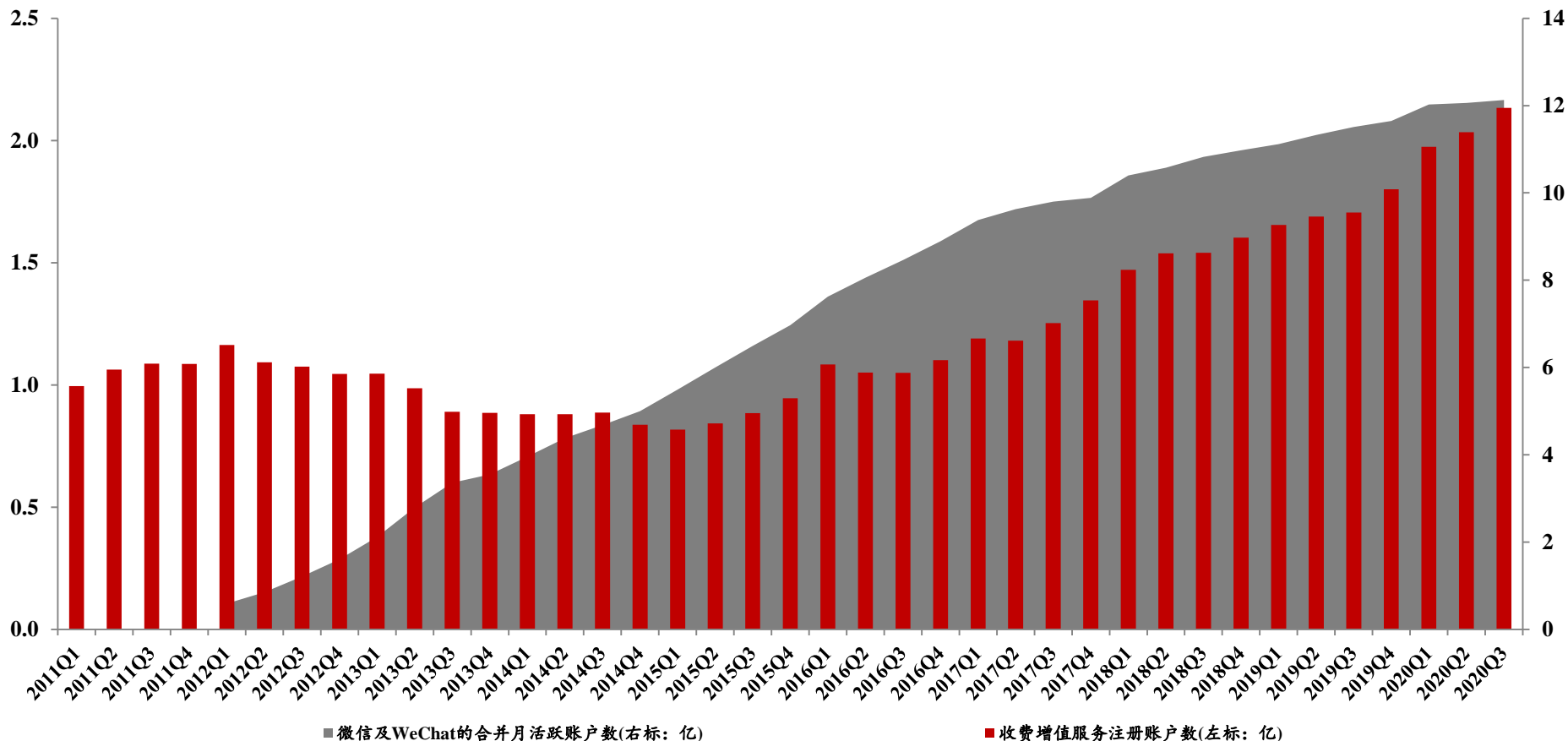
腾讯业务简介图



网络社交月活跃账户数突破12亿，收费增值服务注册账户数上升至2.1亿

- 2020年9月30日，腾讯旗下微信及WeChat的合并月活跃账户数同比上升5.4%至12.1亿；
- 同时，收费增值服务注册账户数进一步上升至2.1亿，同比增长25.1%，增幅为2016年第四季以来最大，主要来自视频及音乐内容服务会员数的增长。

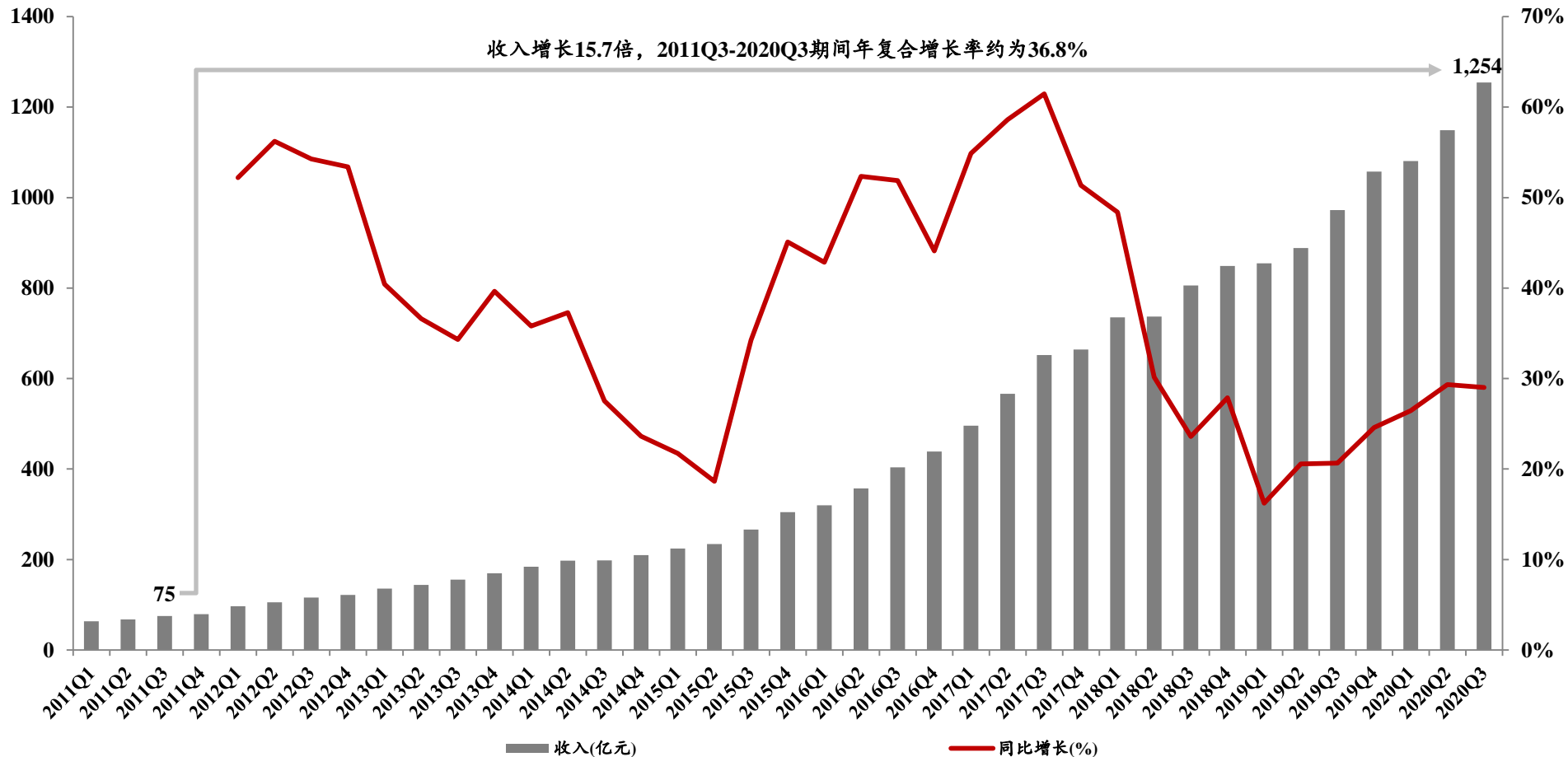
腾讯旗下微信及WeChat的合并月活跃账户数和收费增值服务注册账户数表现



腾讯2020年第三季度收入创单季新高，同比上升29%至1,254亿元

- 腾讯2020年第三季度收入由2011年第三季度约75亿元增长15.7倍至1,254亿元，同比则增长29%，实现单季收入新高，表明公司的高质量多元化变现能力仍可以驱动收入维持较快增长态势。

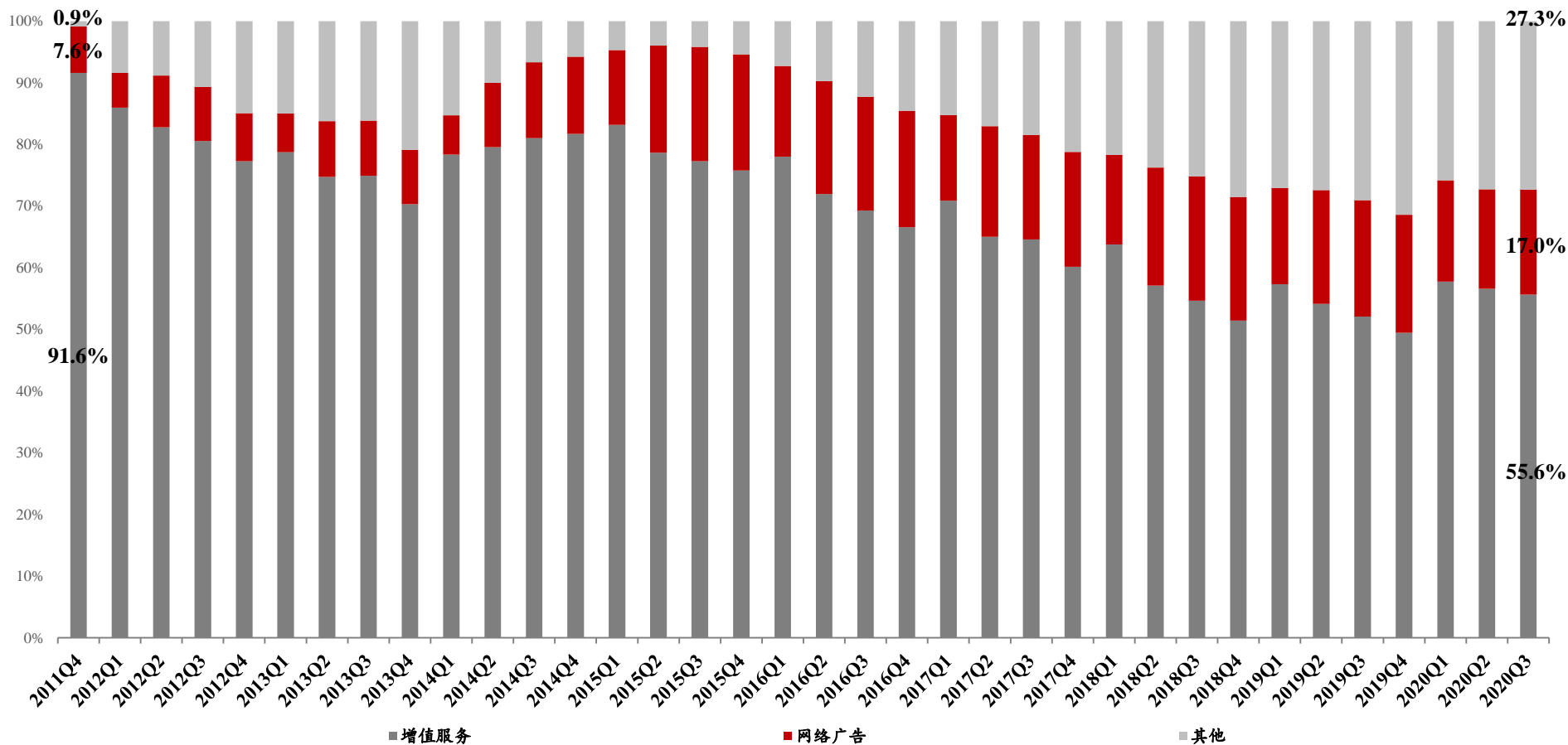
腾讯季度收入和同比增长



腾讯当前最大收入来源仍是增值服务，其他业务占比已上升至27.3%

- 腾讯2020年第三季度最大收入来源仍是增值服务业务，但占比已由2011年第四季的91.6%明显回落至55.6%；
- 此外，腾讯近年也拓展多元化业务如金融科技、云及其他企业服务等，令其他业务收入占比由2011年第四季度的0.9%大幅提升至2020年的27.3%。

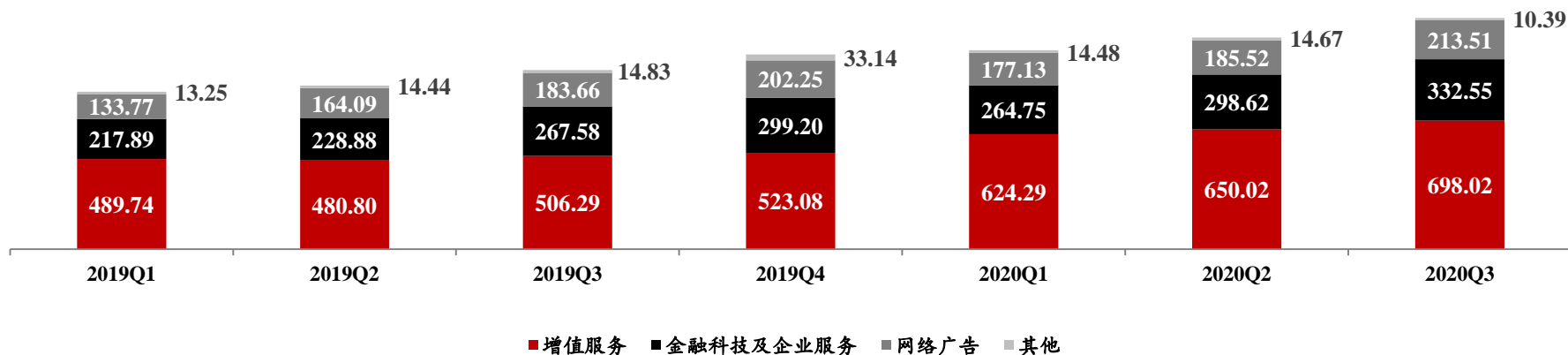
腾讯季度收入分布表现



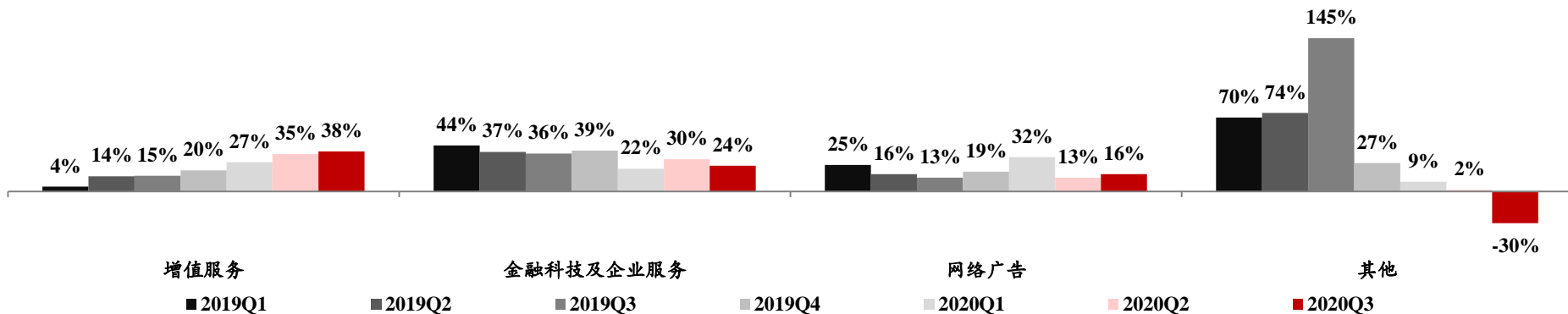
2020年第三季度增值服务收入同比增长38%至698.02亿元

2020年第三季度增值服务收入增长在各业务中最为显著，同比增长38%至698.02亿元。其中，网络游戏收入增长45%至414.22亿元，主要由包括《和平精英》及《王者荣耀》在内的国内及海外智能手机游戏的收入增长所推动；此外，社交网络收入同比增长29%至人民币283.80亿元，主要反映来自虎牙直播服务、视频会员服务及音乐会员服务数字内容服务以及游戏虚拟道具销售的收入贡献。

腾讯各业务季度收入(亿元)表现



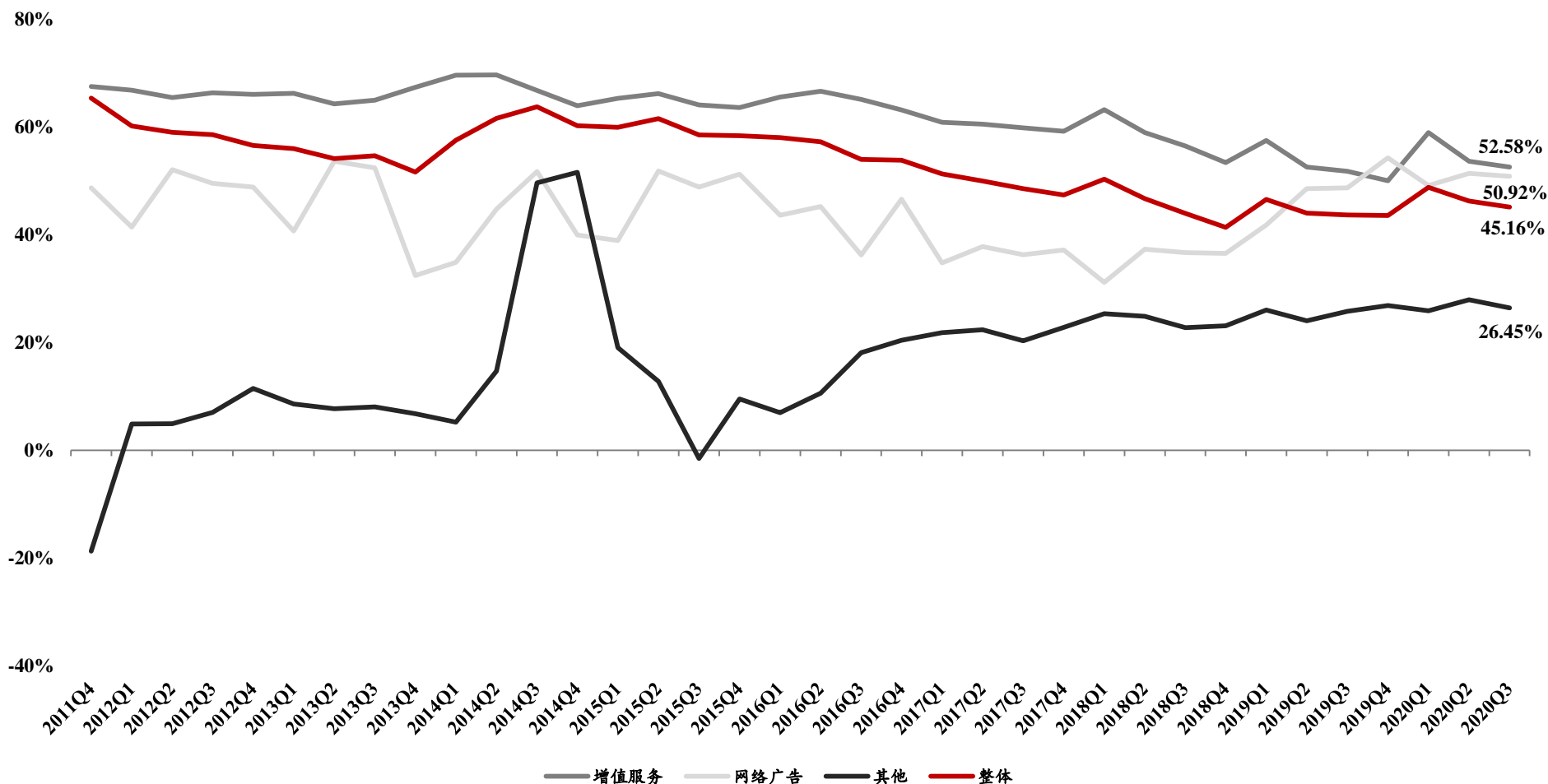
腾讯各业务季度收入增长率表现



高毛利率的增值服務收入佔比回升，助力整体毛利率表现稳中向好

- 2020年以来，腾讯整体毛利率表现稳中向好，原因系毛利率最高的增值服务收入占比相对2019年有所回升。

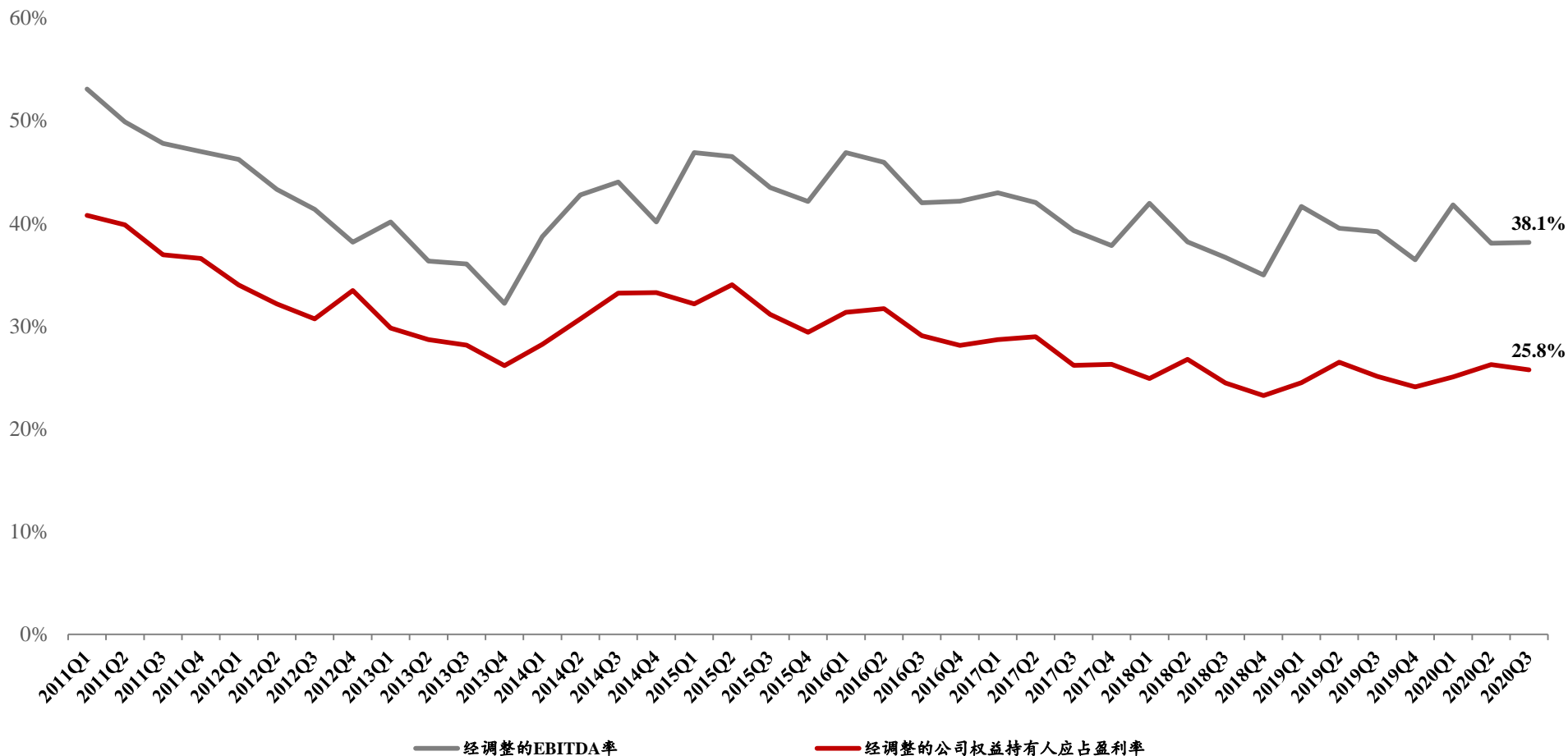
腾讯各业务季度毛利率表现



腾讯近年盈利率表现维持平稳态势

- 2019年以来，腾讯季度经调整股东应占盈利率表现维持平稳态势，在24.1%至26.5%范围运行。

腾讯季度经调整EBITDA率和股东应占盈利率表现



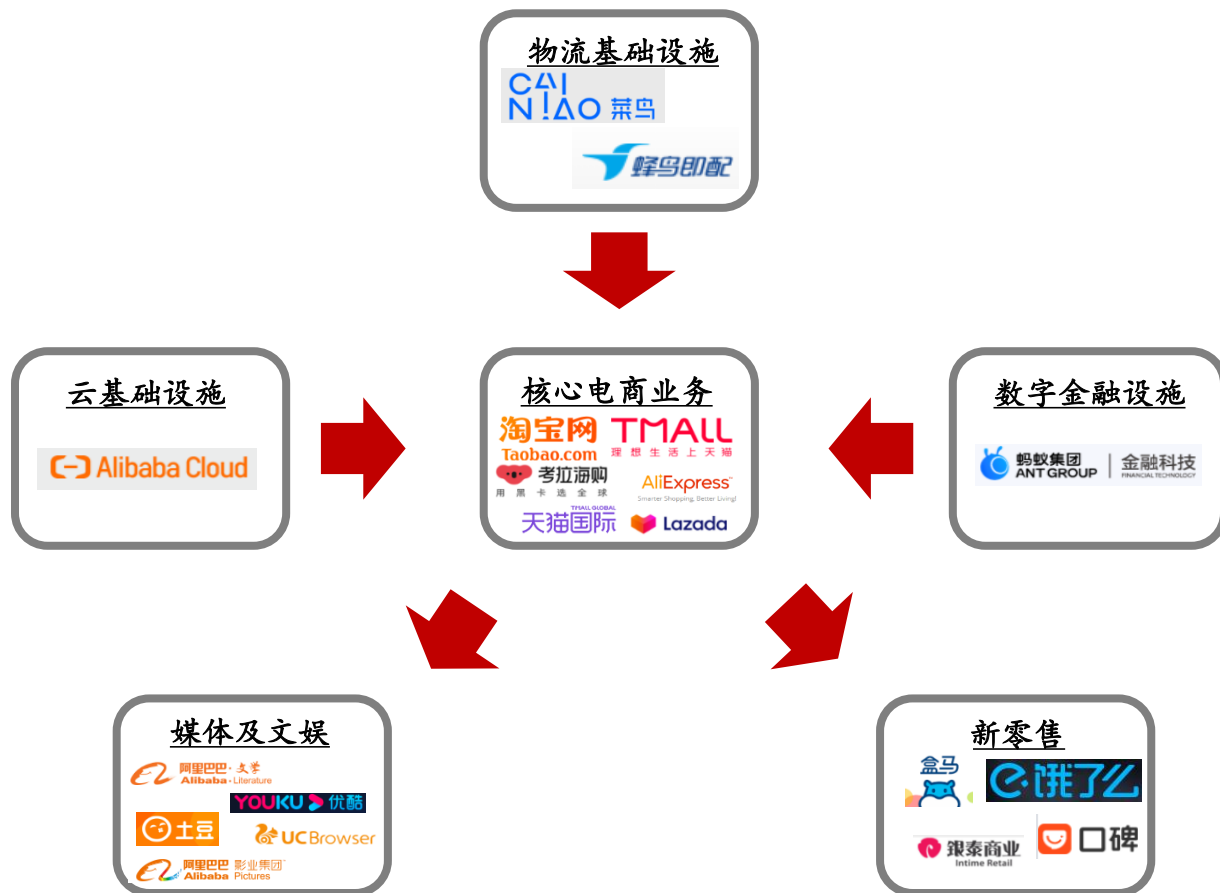
第四节

第二部分：三大电商巨头——阿里巴巴、京东和拼多多

阿里以电商平台业务为核心，向上下游产业延伸，构筑起独特生态圈

- 阿里巴巴以电商平台业务为核心，向上下游产业延伸，并对与其自身电商和本地生活业务有协同的企业进行战略投资，积极布局数字金融、新零售、数媒及娱乐生活等领域，构筑起阿里巴巴独特的生态圈。

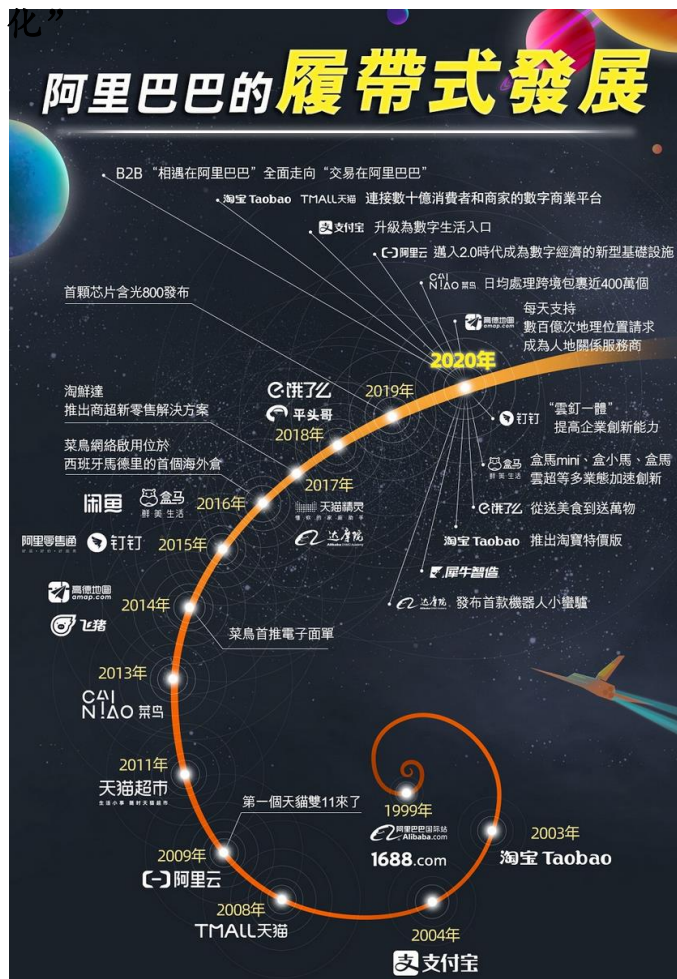
阿里巴巴业务简介图



阿里创新战略：“为今天工作，为明天投资，为未来孵化”

阿里巴巴创新战略：

“为今天工作，为明天投资，为未来孵化”



截取自阿里足迹网站

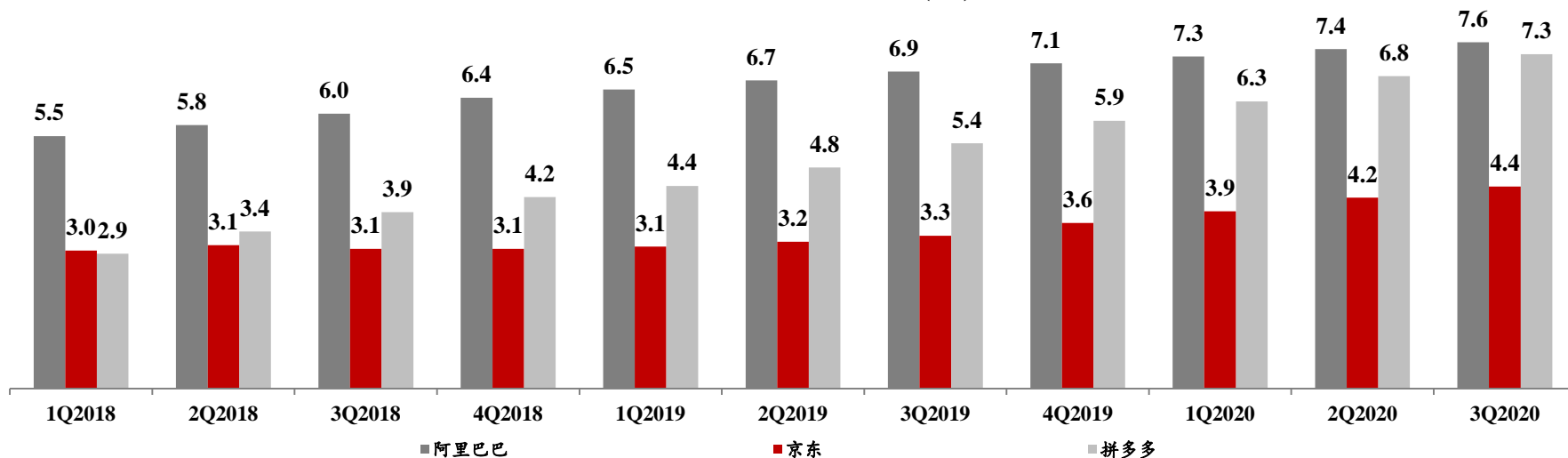
阿里巴巴投资之部分上市公司持有市值*已超4,000亿(港元)

公司名称(代号)	持股比率	股东排名	股权性质	市值(亿港元)	持股市值(亿港元)
阿里健康(0241.HK)	65.01%	1	H股	2,764.7	1,797.3
小鹏汽车(XPEV.US)	13.30%	2	美股	2,740.3	364.5
微博(WB.US)	30.00%	2	美股	797.2	239.2
苏宁易购(002024.SZ)	19.90%	3	A股(流通)	996.4	198.3
中通快递(2057.HK)	8.70%	2	美股	1,994.1	173.5
高鑫零售(6808.HK)	20.98%	2	H股	788.9	165.5
阿里影业(1060.HK)	50.29%	1	H股	279.1	140.3
哔哩哔哩(BILI.US)	7.16%	4	美股	1,574.6	112.7
圆通速递(600233.SH)	21.91%	2	A股(流通)	485.1	106.3
分众传媒(002027.SZ)	5.28%	3	A股(流通)	1,681.7	88.8
居然之家(000785.SZ)	14.37%	2	A股(限售)	598.1	85.9
美年健康(002044.SZ)	13.03%	1	A股(流通、限售)	552.9	72.0
石基信息(002153.SZ)	13.02%	2	A股(限售)	437.8	57.0
千方科技(002373.SZ)	14.10%	2	A股(流通)	386.4	54.5
华泰证券(601688.SH)	2.95%	5	A股(流通)	1,839.3	54.3
红星美凯龙(1528.HK)	13.70%	2	A和H股	386.6	53.0
中国联通(600050.SH)	2.04%	8	A股(限售)	1,760.3	35.9
申通快递(002468.SZ)	14.65%	-	A股(流通)	232.3	34.0
万达电影(002739.SZ)	5.94%	2	A股(流通)	510.5	30.3
百世集团(BEST.US)	33.03%	1	美股	90.9	30.0
光线传媒(300251.SZ)	6.82%	2	A股(流通)	435.5	29.7
三江购物(601116.SH)	32.00%	2	A股(流通、限售)	80.6	25.8
安恒信息(688023.SH)	10.81%	2	A股(限售)	210.3	22.7
寒武纪-U(688256.SH)	1.74%	10	A股(限售)	801.5	13.9
韵达股份(002120.SZ)	2.00%	6	A股(流通)	614.7	12.3
光云科技(688365.SH)	4.32%	6	A股(限售)	164.0	7.1
华谊兄弟(300027.SZ)	4.45%	4	A股(流通)	141.1	6.3
新华都(002264.SZ)	10.00%	4	A股(流通)	40.6	4.1
GROUPON(GRPN.US)	5.76%	7	美股	61.9	3.6
如涵(RUHN.US)	7.40%	5	美股	16.6	1.2

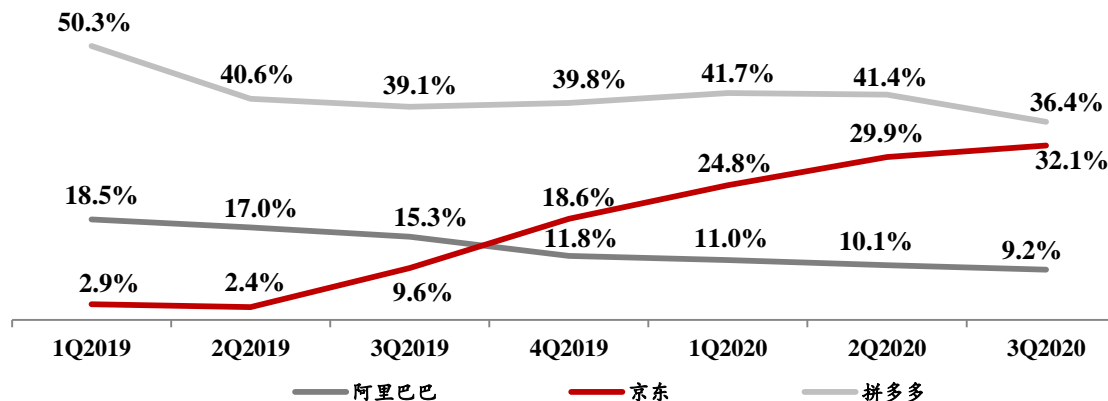
*数据取得时间：2020年11月20日

阿里和拼多多的年度活跃消费者数量已突破7亿，京东近期增长势头则最显著

年度活跃消费者数量*(亿)



年度活跃消费者同比增长



年度活跃消费者最多



年度活跃消费者增长势头最显著



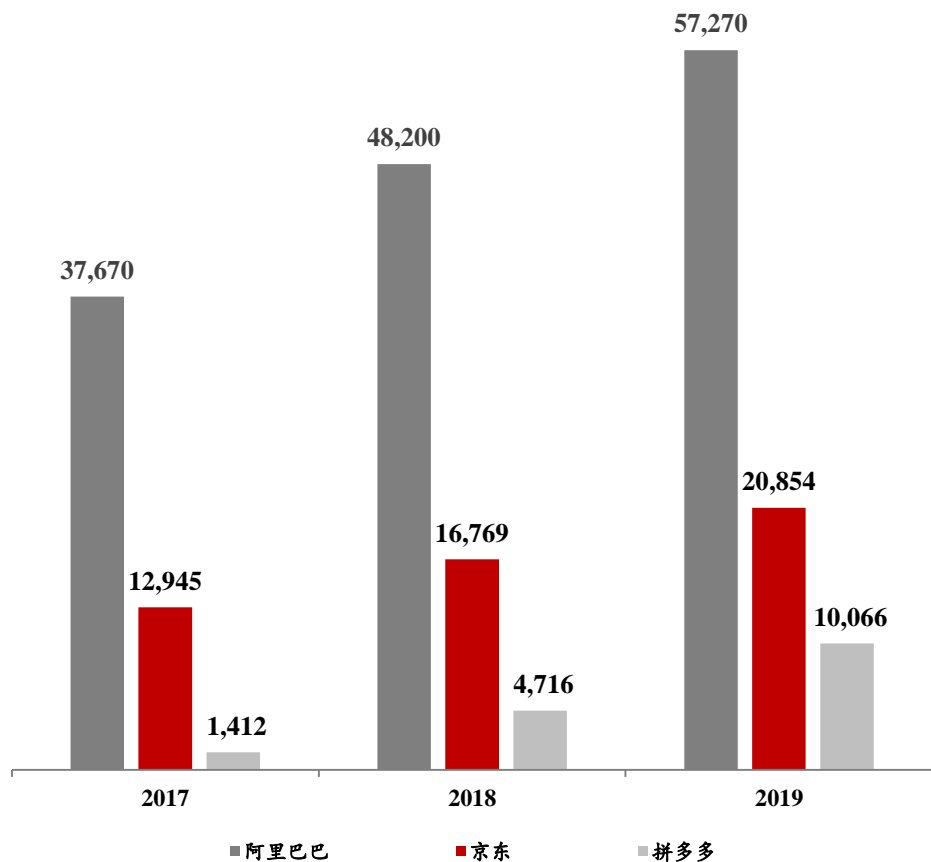
年度活跃消费者增长最大

*阿里巴巴：截至各季度末止12个月，中国零售市场年度活跃消费者。京东：年度活跃用户数指截至各季度末止12个月至少购买过一次的客户账户，包括自营模式和平台模式；拼多多：截至各季度末止12个月 (i) 在Pinduoduo mobile应用程序上以及 (ii) 通过社交网络和访问点下达一个或多个订单的用户帐户数，无论产品和服务是实际销售，交付还是退货

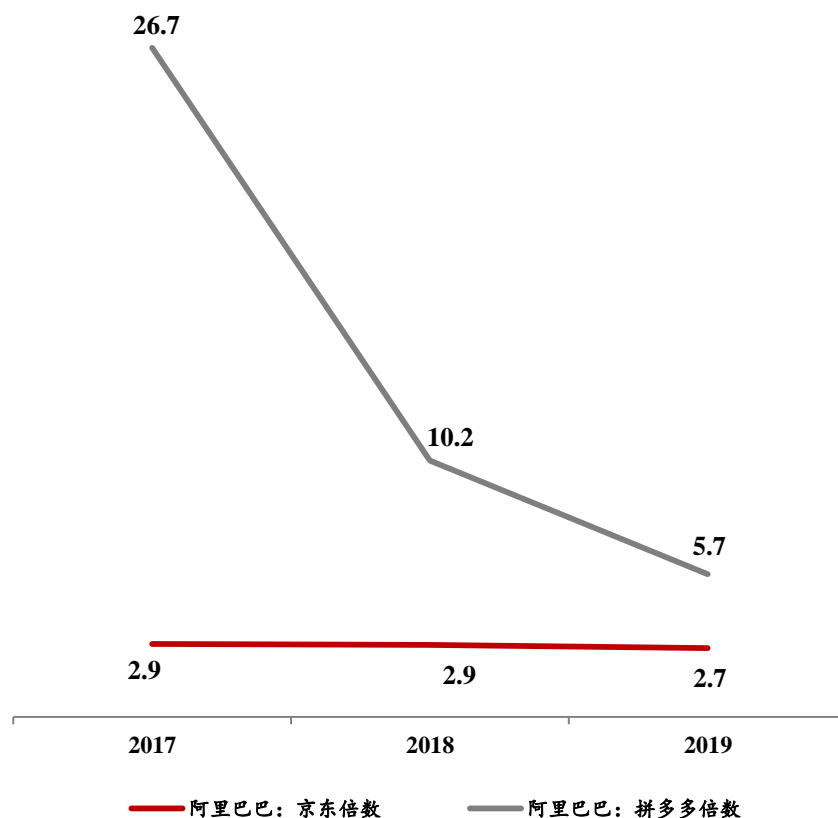
阿里2019财年GMV分别是京东和拼多多的2.7倍和5.7倍

- 在三大电商巨头中，阿里巴巴旗下电商平台所产生的成交金额*(Gross Merchandise Volume, GMV)大幅领先京东和拼多多；2019财年，阿里巴巴GMV达到约5.73万亿元，分别是京东和拼多多的2.7倍和5.7倍。

2017-2019财年，三大电商平台成交金额(亿元)



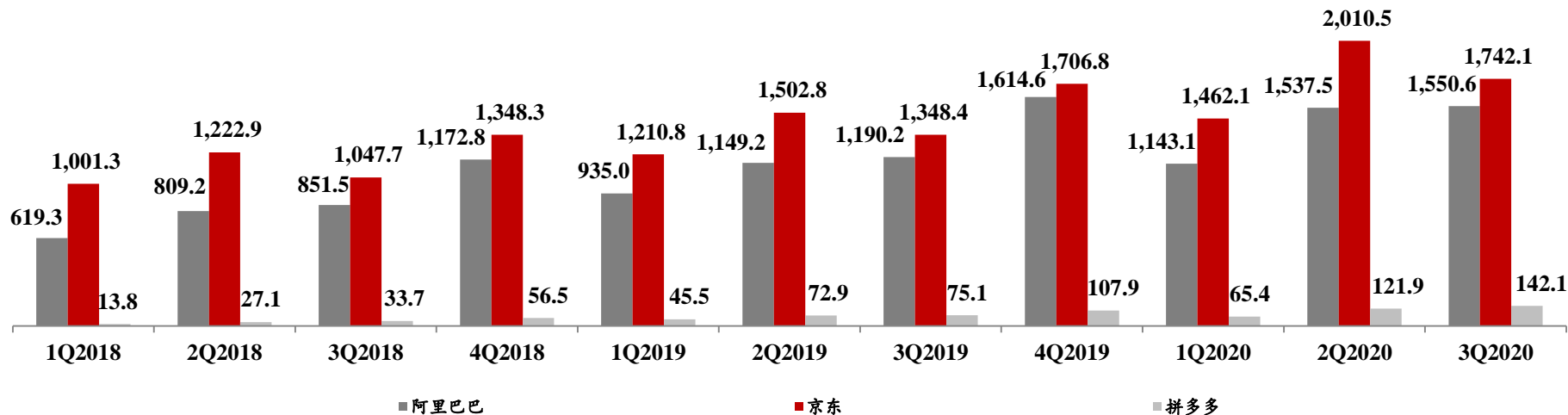
阿里巴巴GMV相对京东和拼多多GMV之倍数(倍)



*阿里巴巴GMV的年结是3月31日

京东自营电商模式令收入领先阿里，拼多多近期收入增长恢复上升趋势

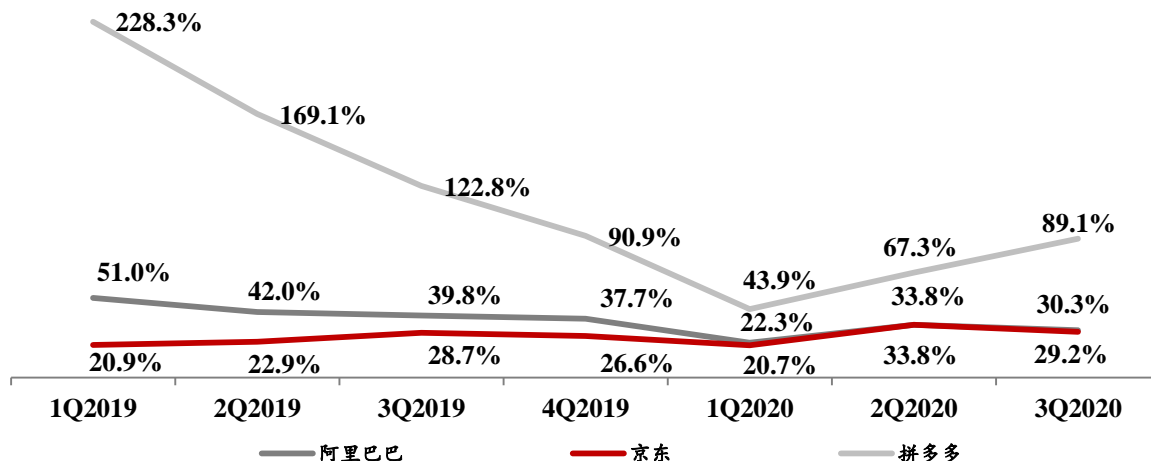
三大电商季度收入(亿元)对比



2020年Q2和Q3收入恢复高增长部分因素



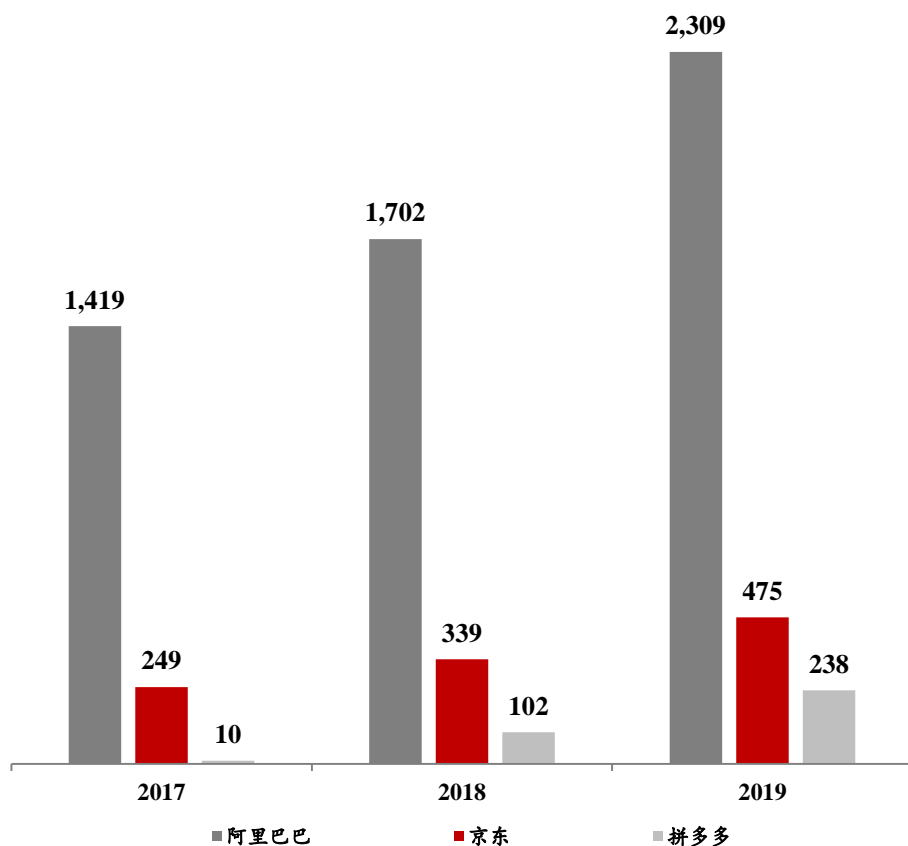
三大电商季度收入同比增长对比



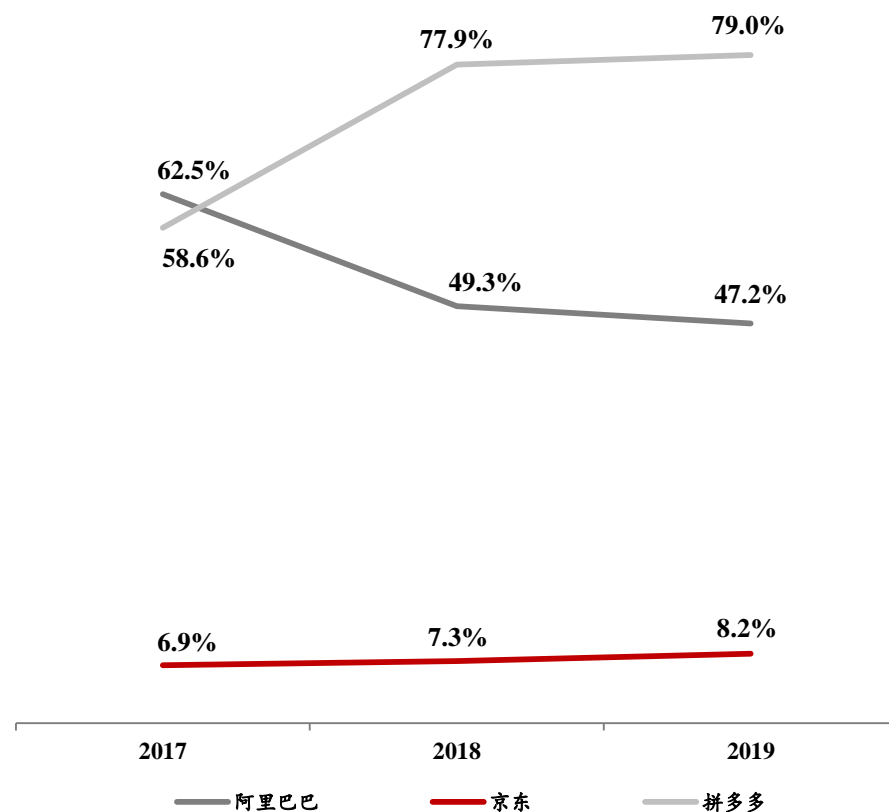
京东和拼多多近年毛利率受惠规模经济效应而持续改善

- 京东和拼多多近年毛利率受惠规模经济效应而持续改善，分别由2017年的6.9%和58.6%上升至2019年的8.2%和79.0%；阿里巴巴毛利率则由2017年的62.5%下滑至2019年的47.2%。

三大电商自然年度毛利*(亿元)对比



三大电商自然年度毛利率*对比

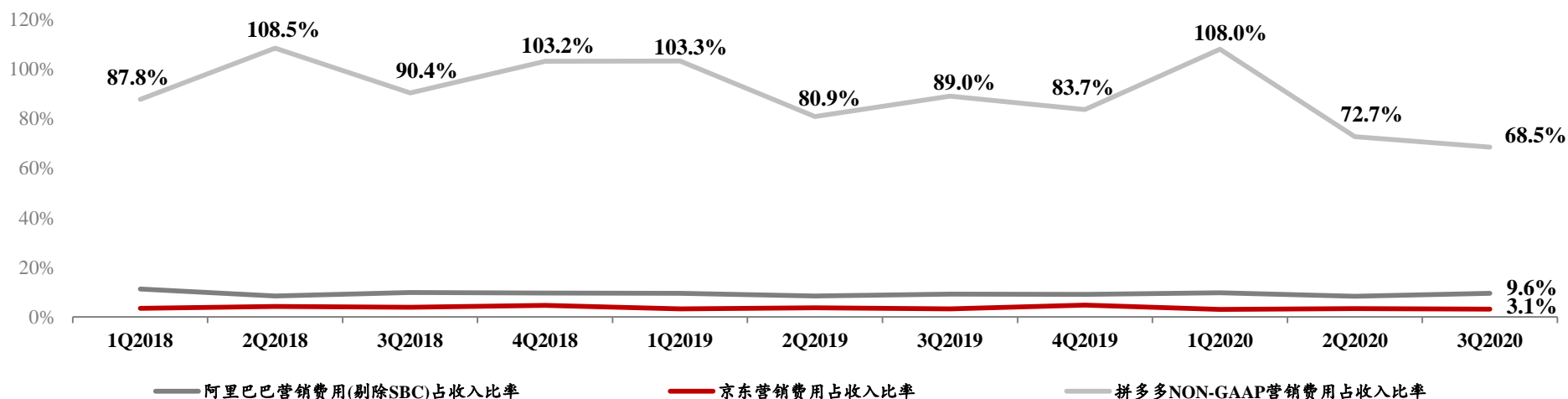


*阿里巴巴年度收入及毛利均是Q1—Q4的季度数据加总，毛利是剔除员工期权费用（SBC）

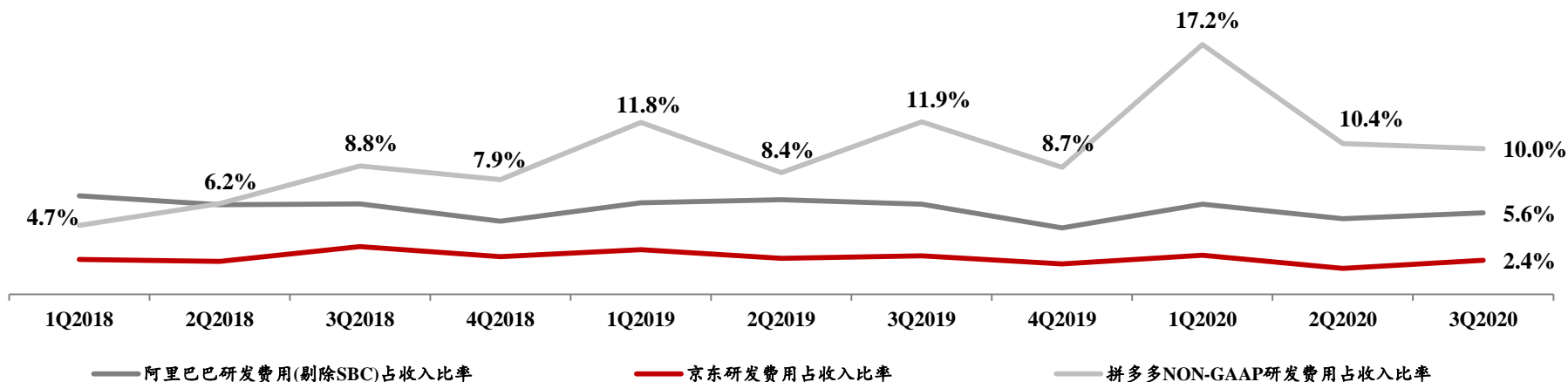
数据源：公司招股文件、公司公告、山证国际研究部整理

拼多多近年强补贴吸引流量策略令营销费用明显高于阿里和京东

三大电商营销费用占收入比率对比

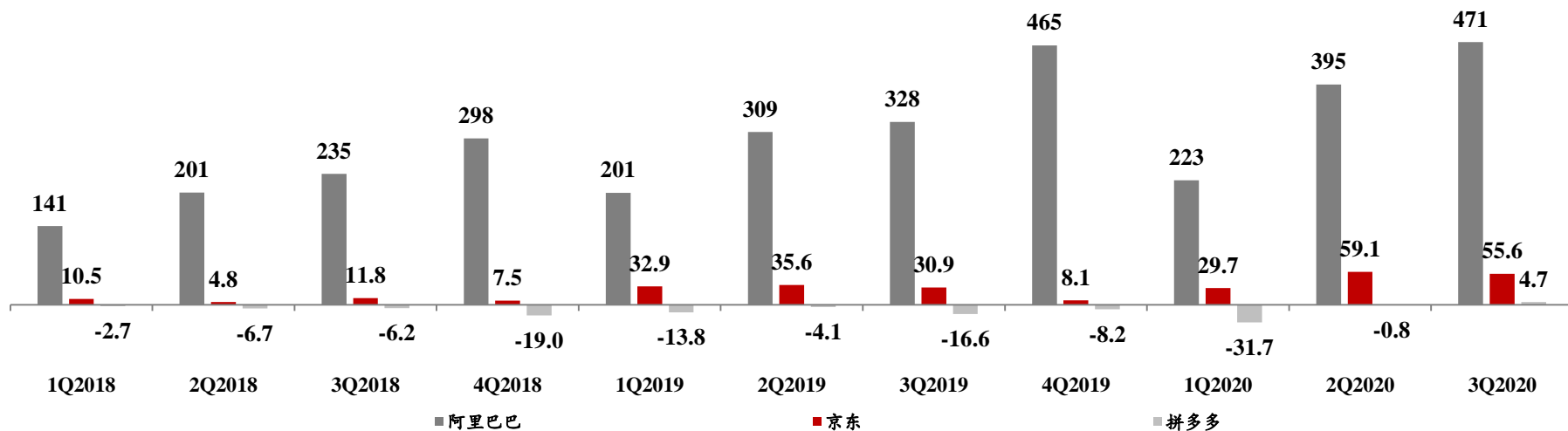


三大电商研发费用占收入比率对比

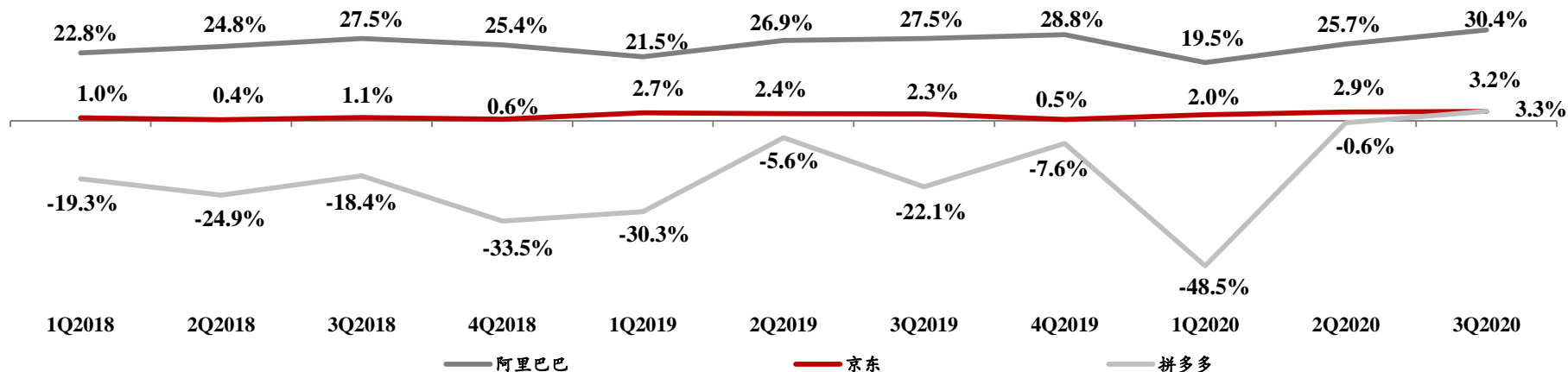


2020年第三季度，三大电商巨头盈利能力显著增强，拼多多首次实现亏转盈

三大电商NON-GAAP净利*(亿元)对比



三大电商NON-GAAP净利率*对比



*阿里巴巴是NON-GAAP净利，京东和拼多多的则是NON-GAAP股东应占利润

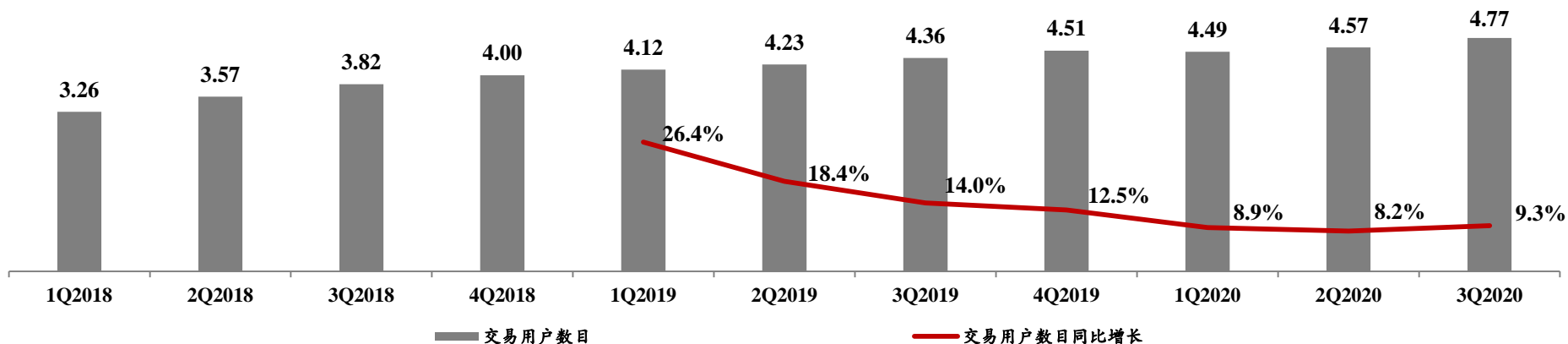
第四节

第三部分：生活服务龙头——美团

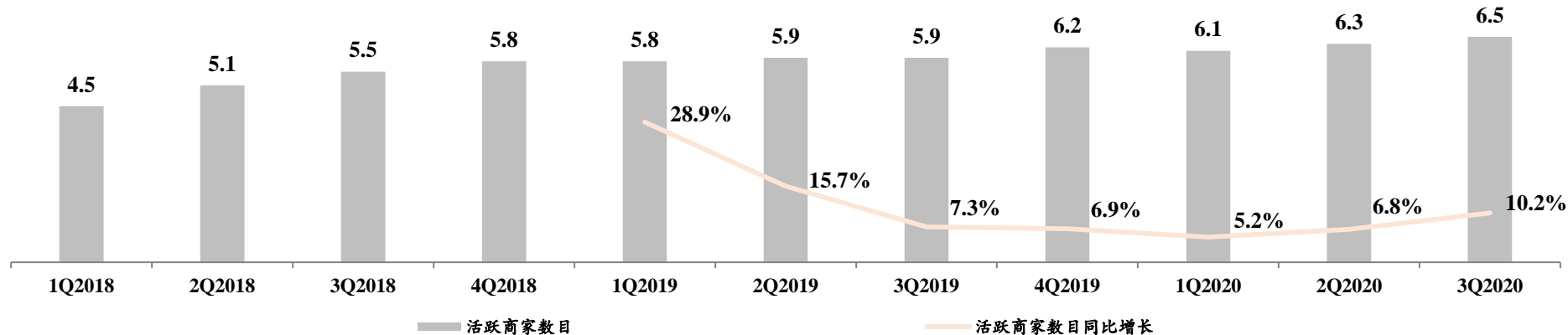
2020年第三季度，美团年度交易用户数目已突破4.7亿，同比增长有所加快

- 2020年第三季度，美团年度交易用户数目进一步上升至4.77亿，同比增长9.3%，较第二季度8.2%有所加快；
- 同期，美团年度活跃商家数目也上升至650万，同比增长10.2%，实现自2019年第三季度以来最大增幅。

美团年度交易用户数目*(亿)和同比增长



美团年度活跃商家数目*(百万)和同比增长

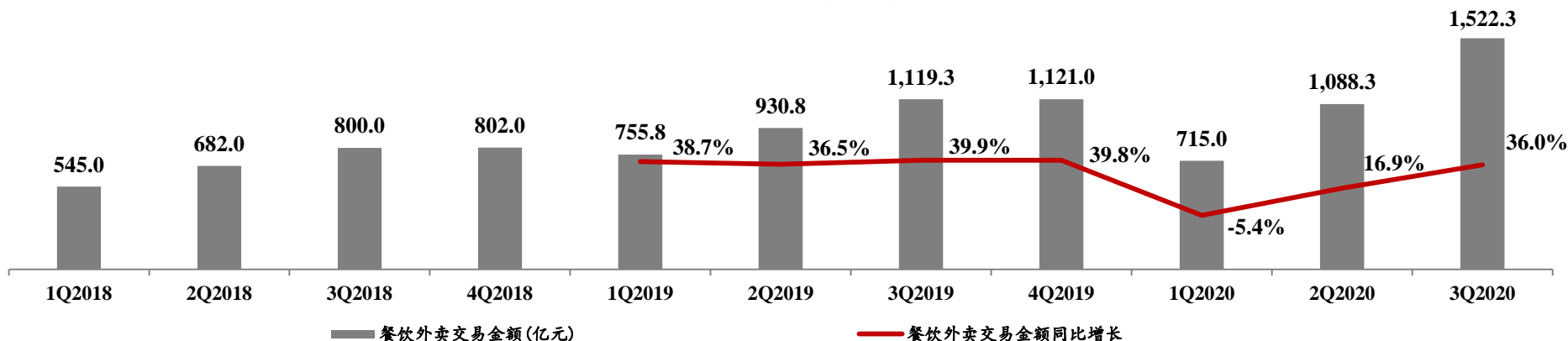


*截至各季度末止十二个月

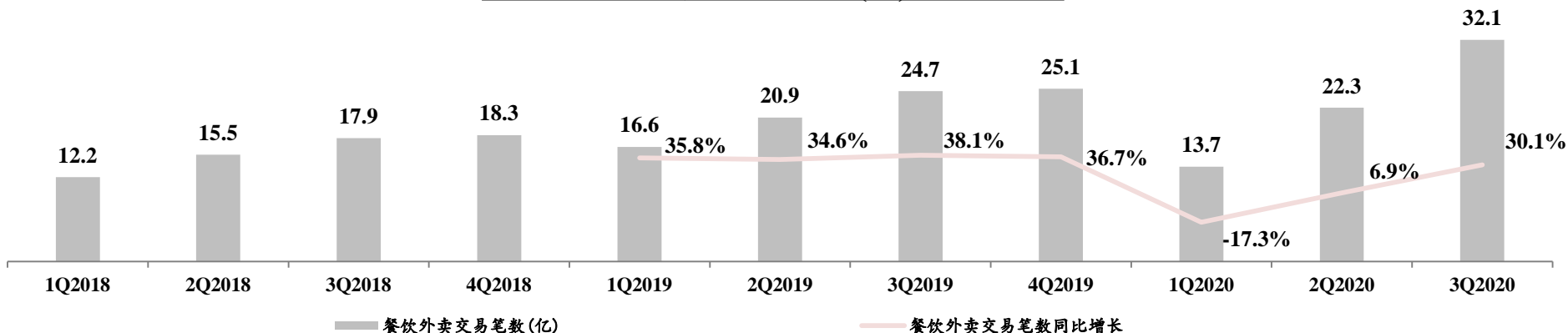
2020年第三季度，美团餐饮外卖季度交易额同比增长36%，恢复疫情前水平

2020年第三季度，美团餐饮外卖季度交易额进一步上升至1,522.3亿元，同比增长36.0%，较2019年同期的39.9%相差仅3.9个百分点，表明其餐饮外卖业务已从疫情中完全恢复。

美团餐饮外卖季度交易额(亿元)和同比增长



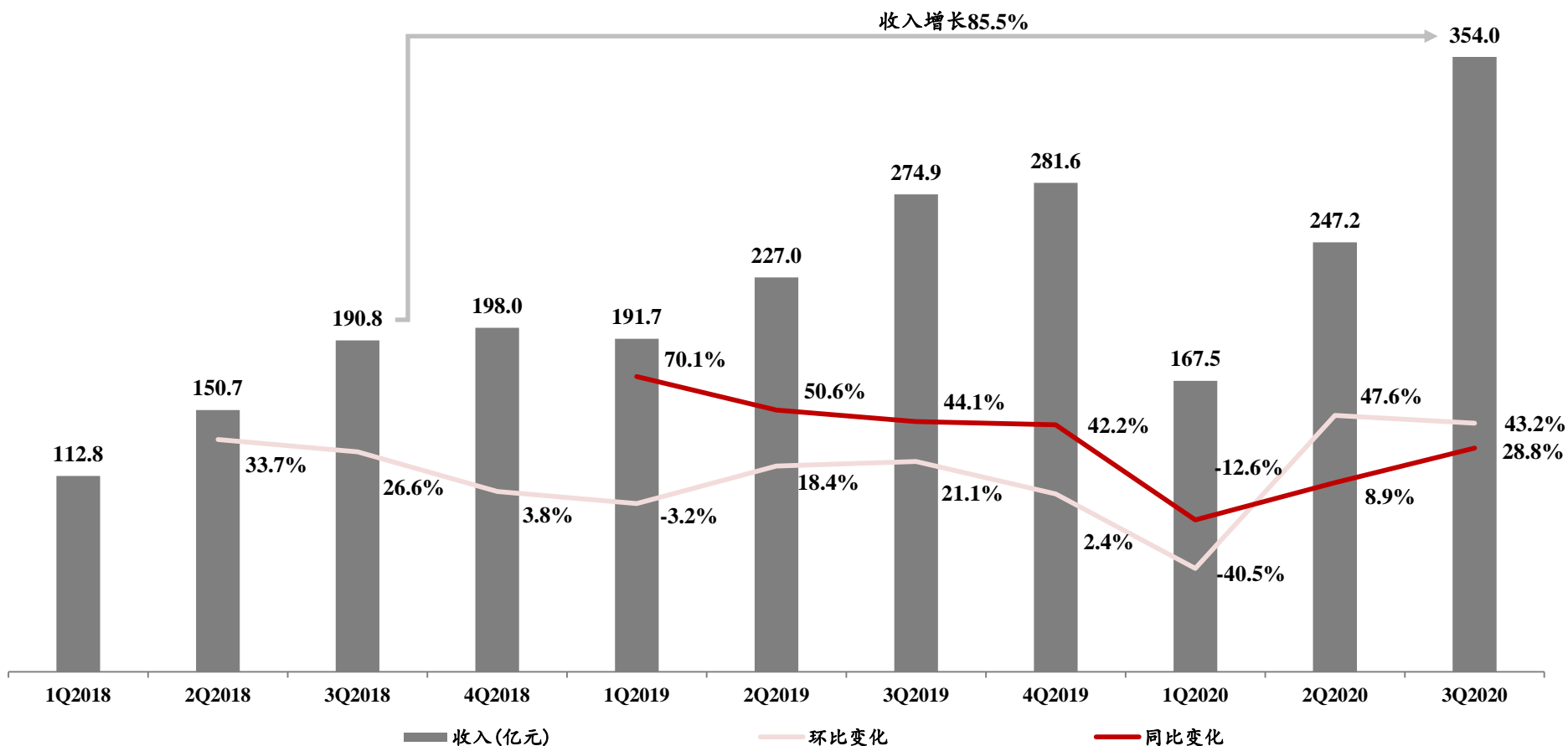
美团餐饮外卖季度交易笔数(亿)和同比增长



2020年第三季度，美团单季收入创新高，达354亿元

- 2020年第三季度，美团总收入进一步上升至354亿元，同比增长28.8%，环比增长43.2%，实现连续第二个季度环比增幅超越40%。

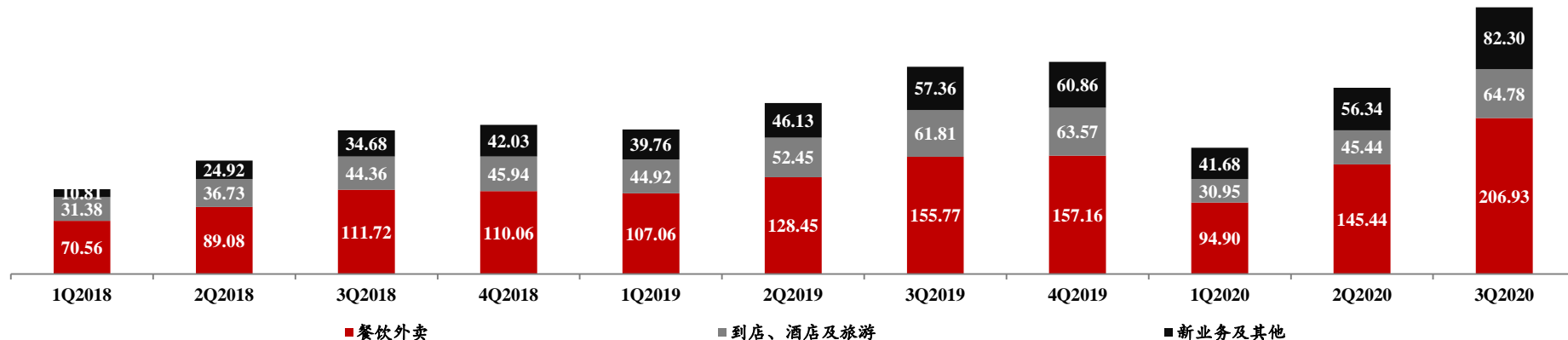
美团收入(亿元)和同比增长



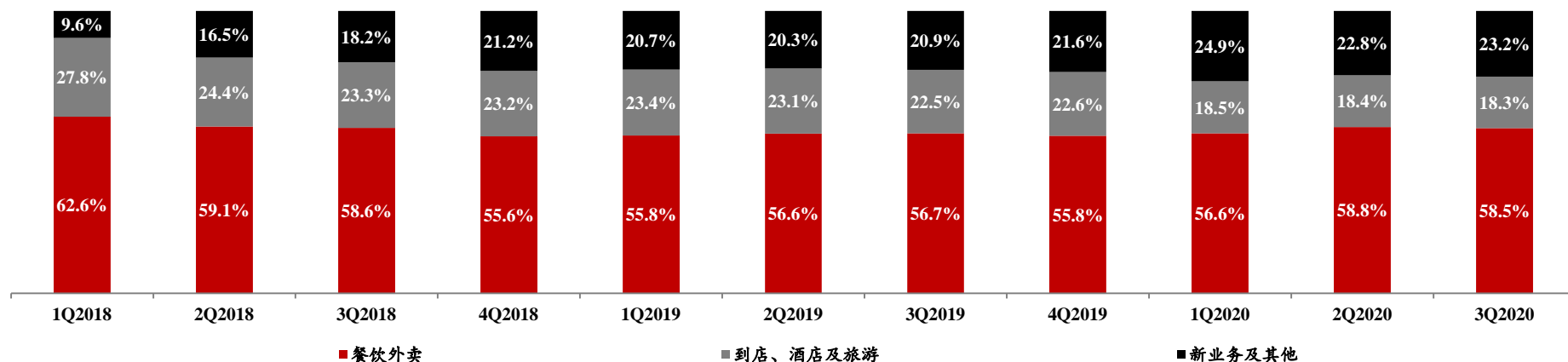
2020年第三季度，美团单季餐饮外卖和新业务收入创新高

- 2020年第三季度，美团单季餐饮外卖和新业务收入创新高，分别达到206.93亿元和82.30亿元。随着新业务中的「美团买菜」、「美团闪购」和「美团优选」等业务持续扩展，新业务同期收入占比达到23.2%。

美团各业务季度收入(亿元)表现



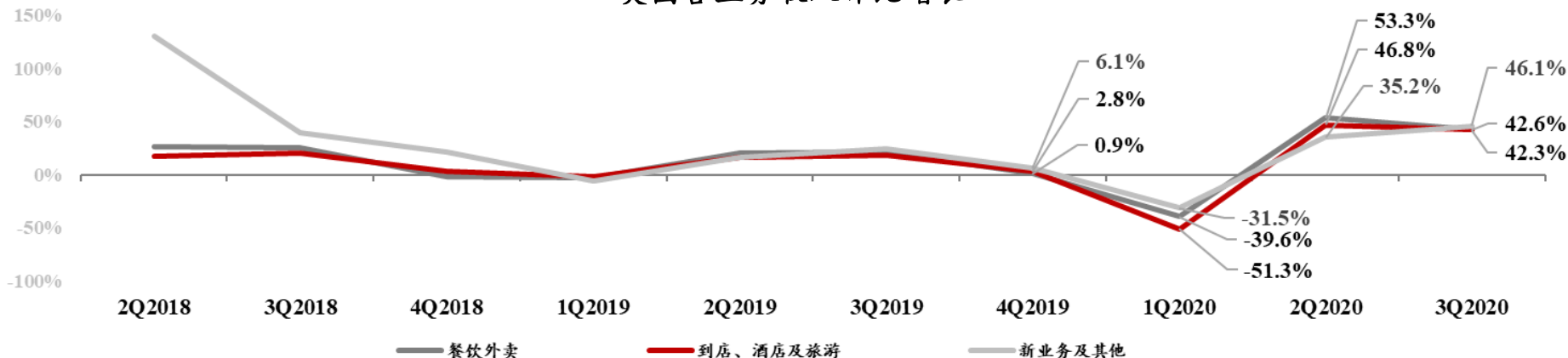
美团各业务季度收入占比



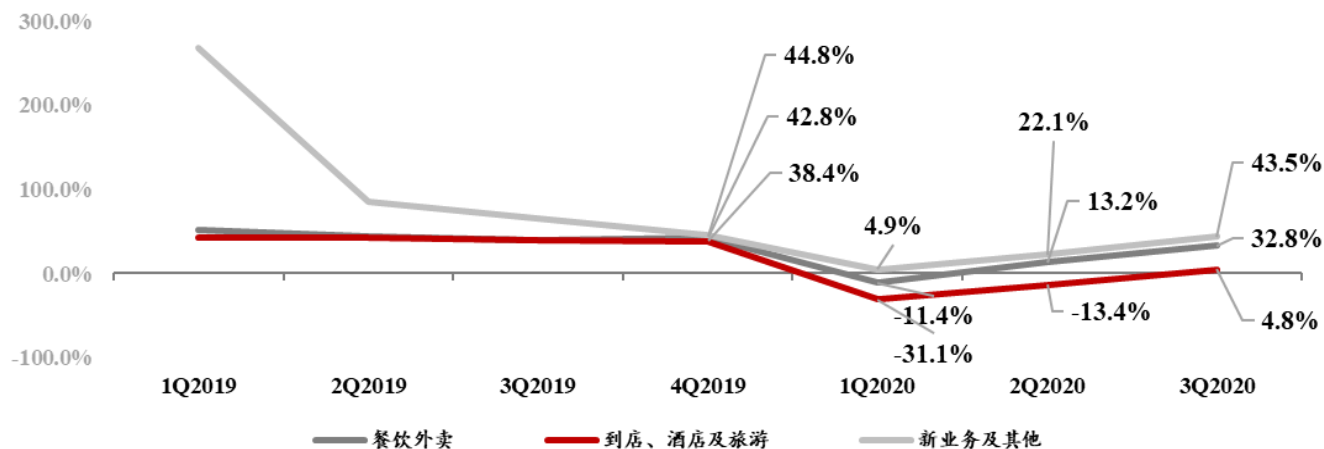
2020年第三季度，美团各业务收入同比增长较二季度明显提速

- 2020年第三季度，美团各业务收入同比增长较二季度明显提速；其中，餐饮外卖和新业务及其他业务期内收入分别同比增长32.8%和43.5%；而到店、酒店及旅游业务收入则恢复正增长。

美团各业务收入环比增长



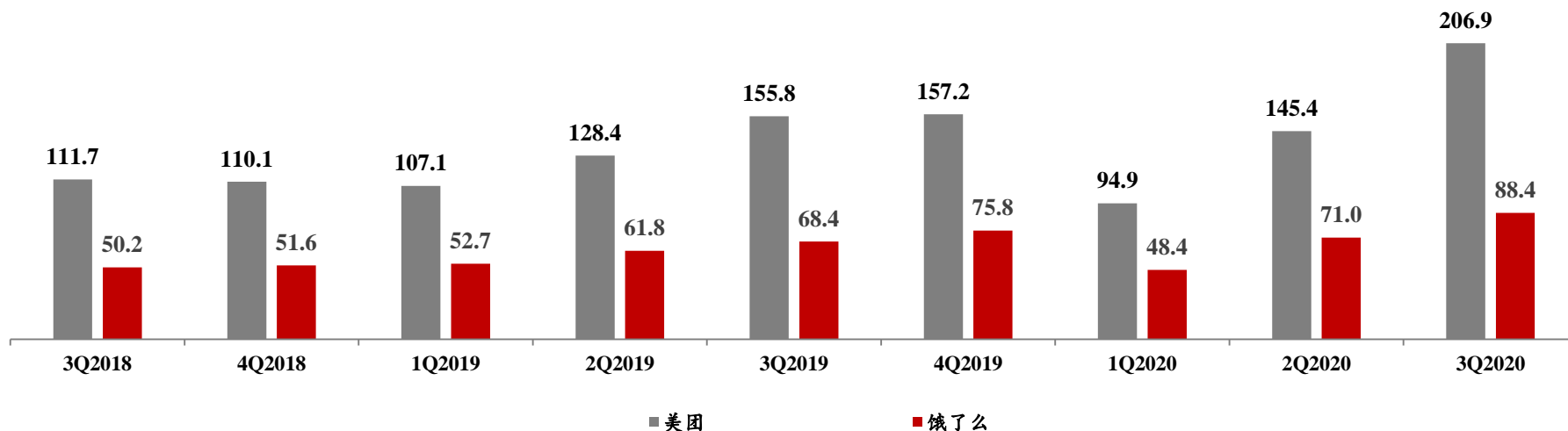
美团各业务收入同比增长



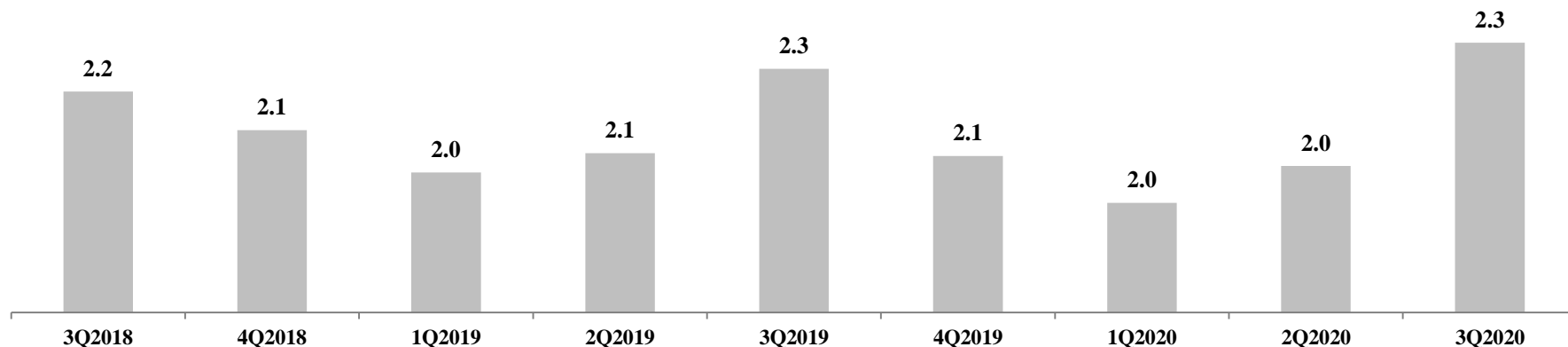
2020年第三季度，美团单季餐饮外卖业务收入是饿了么的约2.3倍

- 2020年第三季度，美团单季餐饮外卖业务收入达到206.9亿元，是饿了么同期相关收入(约88.4亿元)的约2.3倍。

美团(外卖餐饮业务)和饿了么(阿里巴巴生活服务业务)收入(亿元)对比



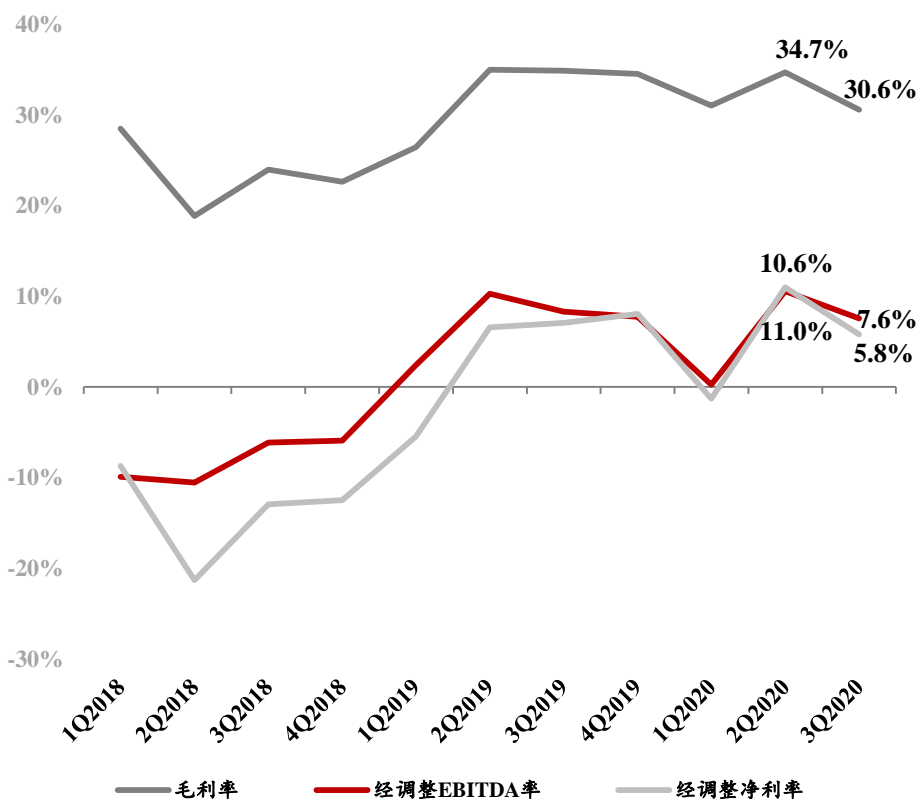
美团(外卖餐饮业务)和饿了么(阿里巴巴生活服务业务)收入相差倍数(倍)



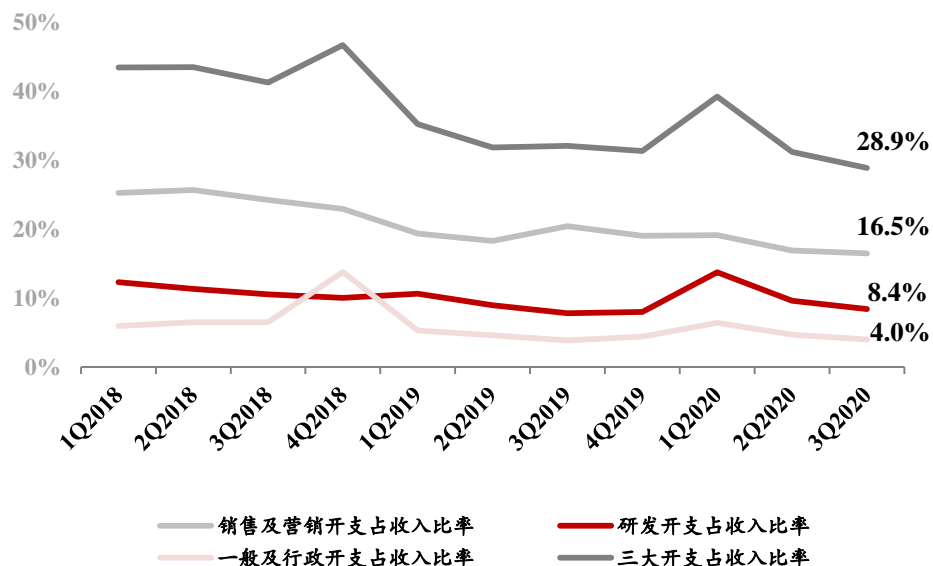
受累于外卖骑手和新业务成本增加，美团2020年第三季度毛利率出现下降

- 2020年第三季度，美团毛利率由二季度34.7%下降至30.6%，主要原因系(i)餐饮外卖骑手成本增加40亿元；(ii)B2B餐饮供应链服务及美团买菜发展使得已售货品成本增加13亿元；(iii)美团闪购及美团买菜增长，令其他外包劳动成本增加约4.16亿元；及(iv)业务扩张的资本开支令物业、厂房及设备的折旧增加约3.23亿元；
- 美团同期净利率也跟随毛利率出现下跌。

美团三大利润率表现



美团三大开支占收入比率

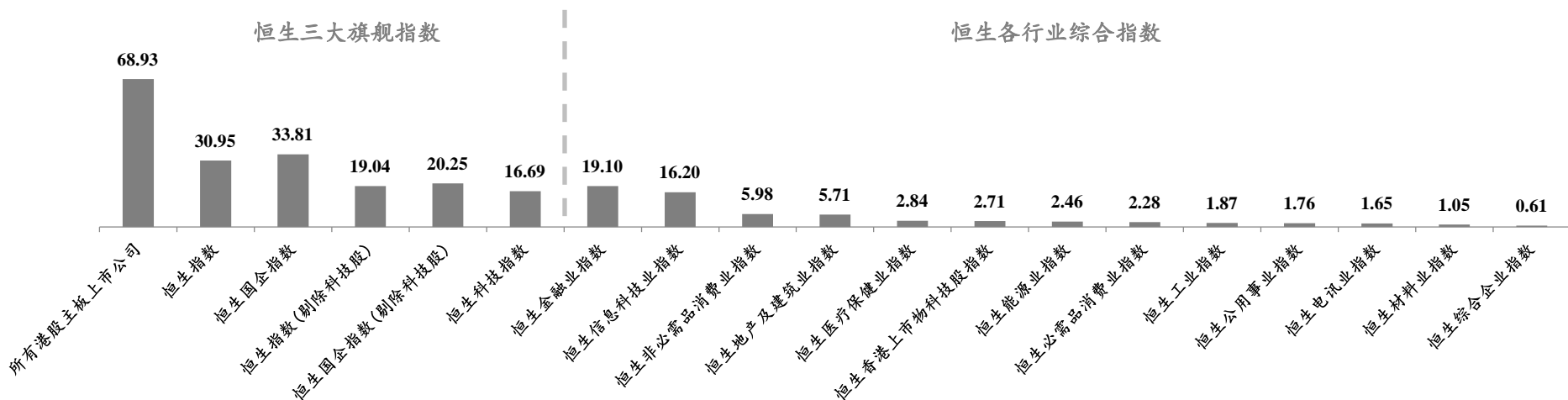


第五节

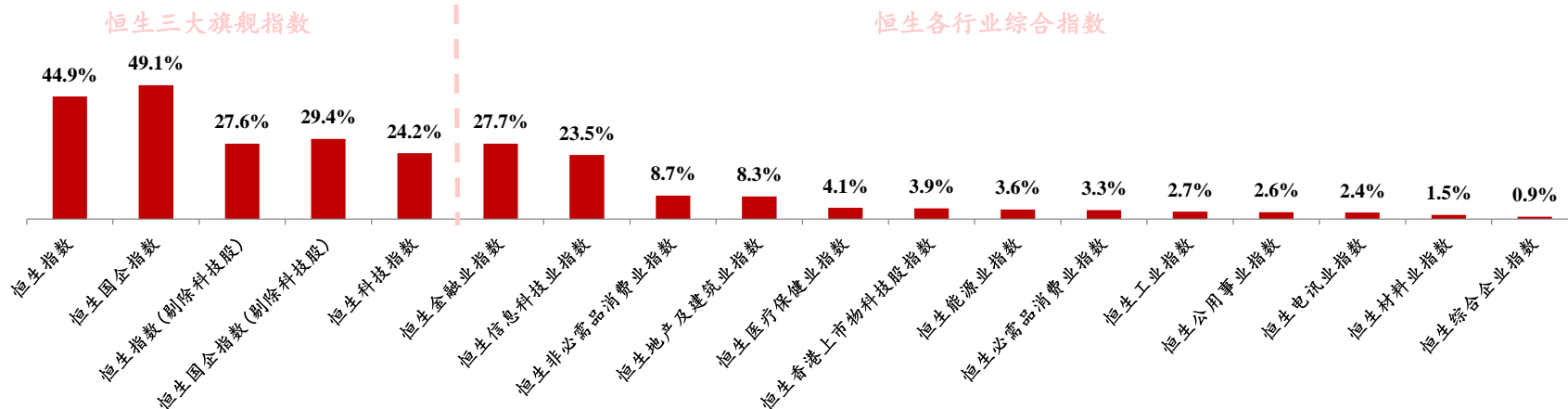
“高成长”和“高波动”是科网股近年股价表现的特征

恒生综合信息科技业指数总市值在各行业综合指数中排名第二

各指数成分股总市值与港股总市值(万亿港元)对比



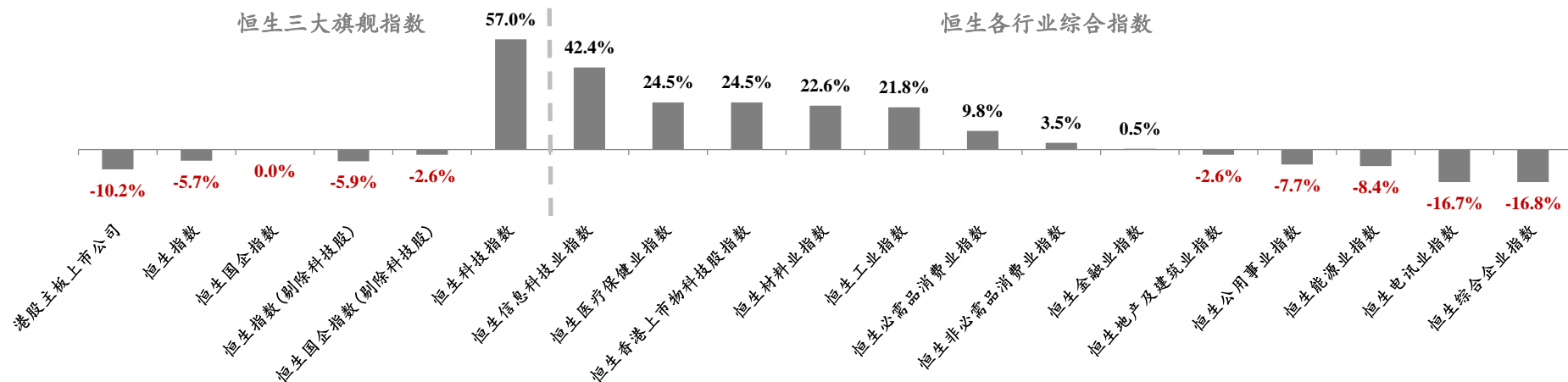
各指数成分股总市值佔港股总市值比率



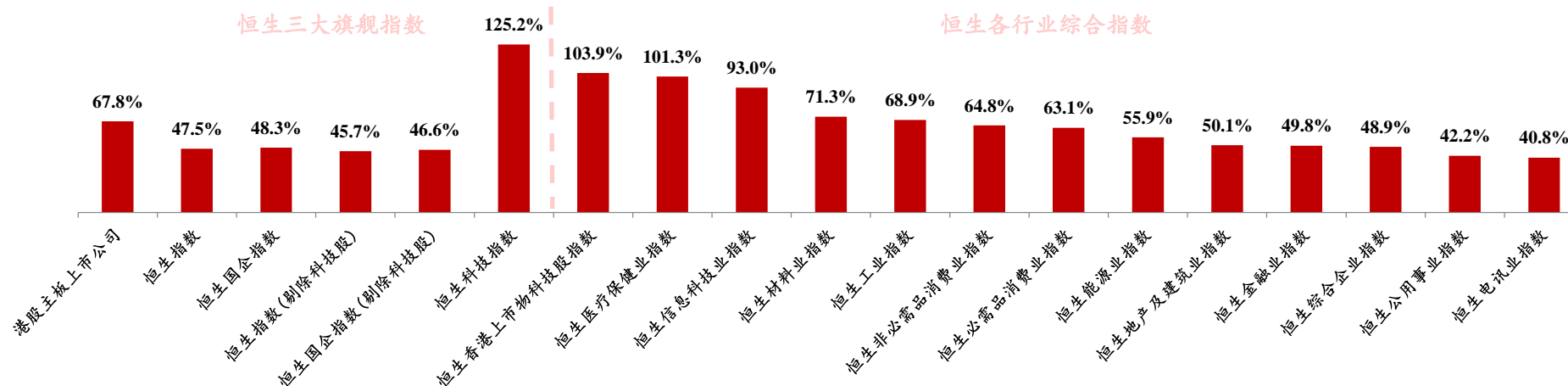
注：1. 数据2020年12月1日收集；2. 各指数数据是依据恒生指数公司未进行季度调整名单和比重计算，相关调整在2020年12月7日开始

“高成长”和“高波动”是科网股近年股价表现的特征

各指数成分股52周股价涨跌幅中位数与港股整体市场中位数对比



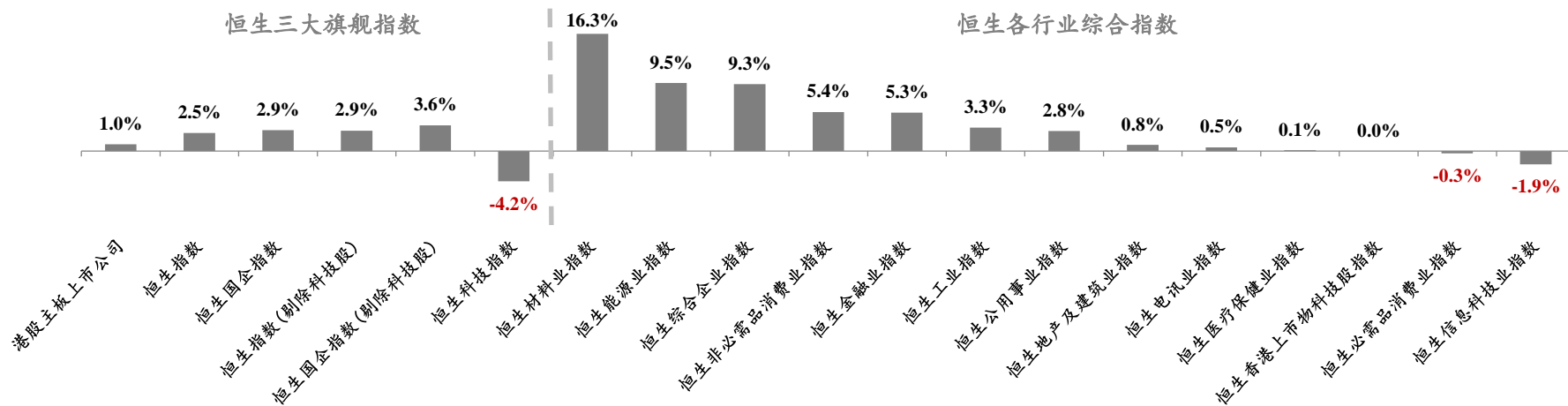
各指数成分股52周股价振幅中位数与港股整体市场中位数对比



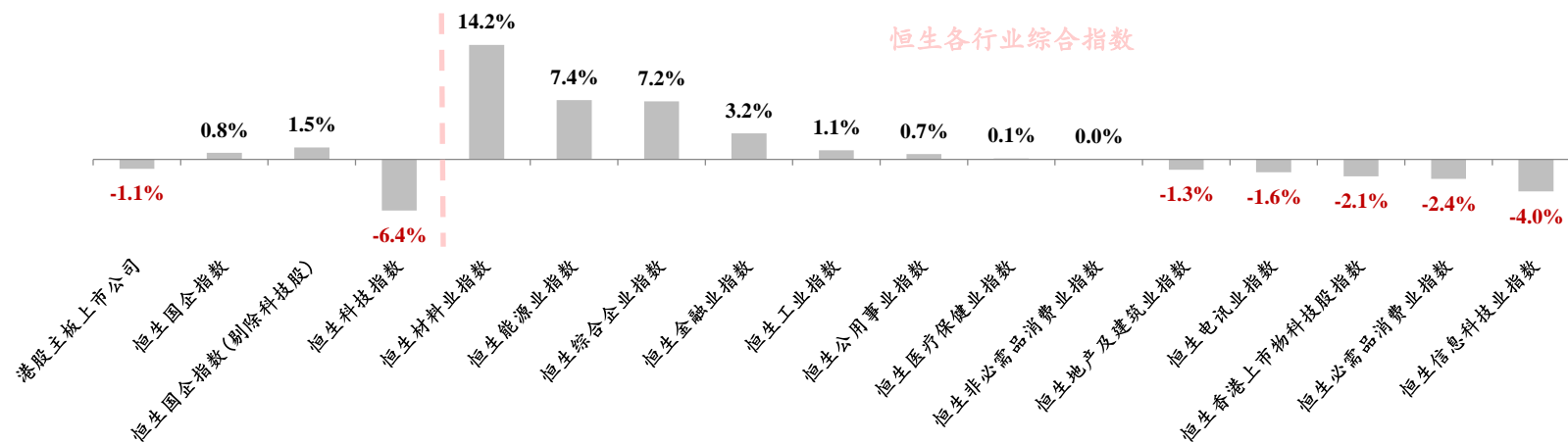
注：1. 数据2020年12月1日收集；2. 各指数数据是依据恒生指数公司未进行季度调整名单和比重计算，相关调整在2020年12月7日开始

“疫苗研发突破性进展”和“监管趋严”打击科网股近期股价表现

各指数成分股2020年11月10日至12月1日股价涨跌幅中位数与港股整体市场中位数对比



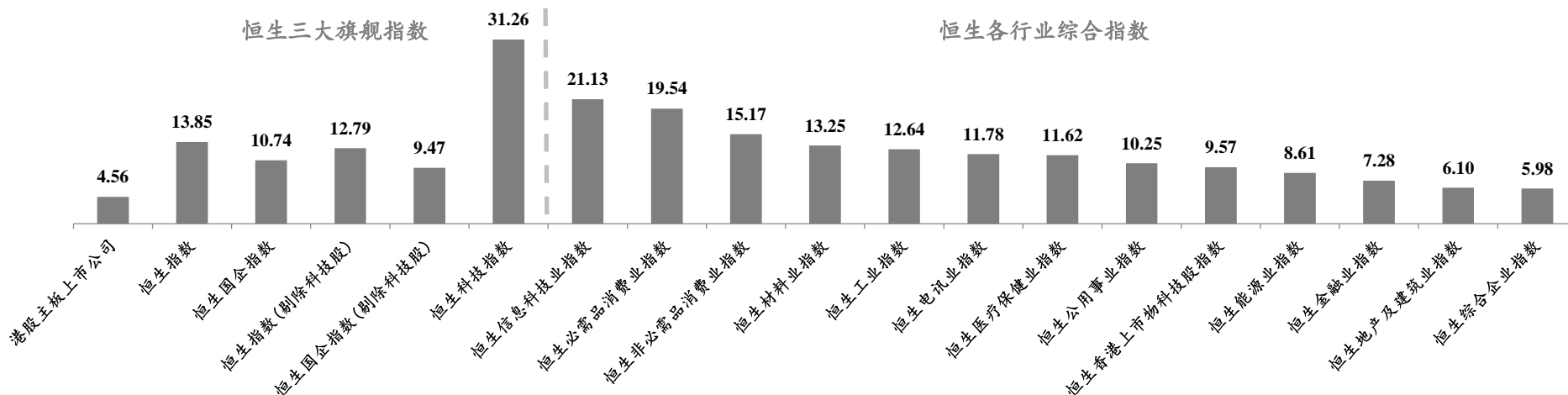
各指数成分股2020年11月10日至12月1日股价相对恒指涨跌幅中位数与港股整体市场中位数对比



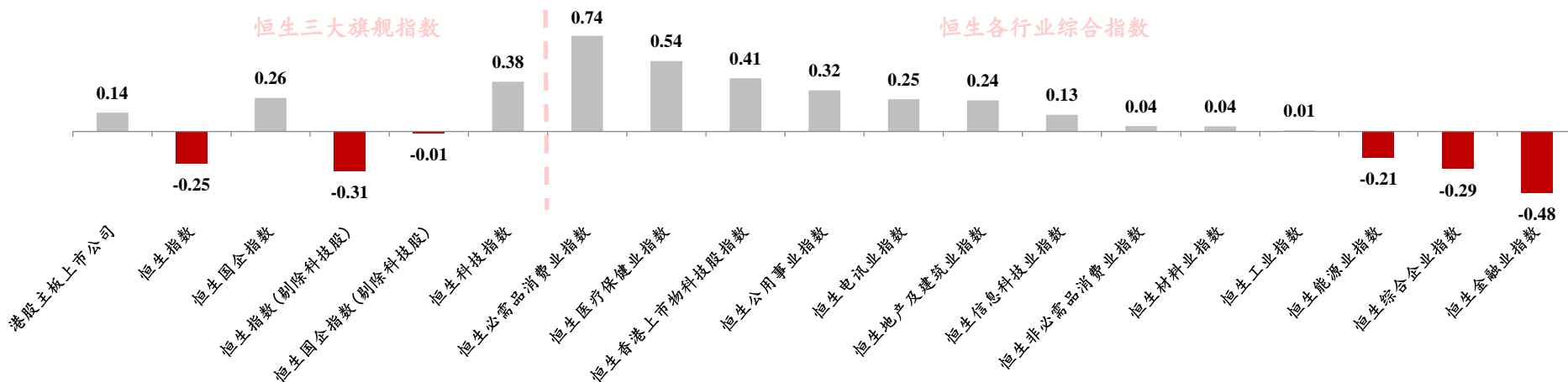
注：1. 数据2020年12月1日收集；2. 各指数数据是依据恒生指数公司未进行季度调整名单和比重计算，相关调整在2020年12月7日开始

科网股当前估值仍处于相对高位，预期板块短期走势仍趋向波动

各指数成分股平均PE中位数与港股整体市场中位数对比



各指数成分股平均PEG中位数与港股整体市场中位数对比



注：1. 数据2020年12月1日收集；2. 各指数数据是依据恒生指数公司未进行季度调整名单和比重计算，相关调整在2020年12月7日开始

我们对行业的判断：(1)下沉市场仍是科网行业获取流量增量的源泉，行业将继续加大对下沉市场的拓展力度；(2)科网企业在疫情常态下持续挖掘多元服务潜力，开辟业务新增长点；(3)科网企业持续进行战略投资，加速布局细分业态业务。

我们认为，新冠疫情已彻底改变人民生活模式，不但加速互联网普及率，也促使各行各业新模式、新业态和新应用场景持续涌现，为科网行业发展增添新的机遇，辅之于企业积极地进行投资和布局新业务，科网企业未来业绩将可维持较快增长态势，将支持其股价在2021年表现优于大市。

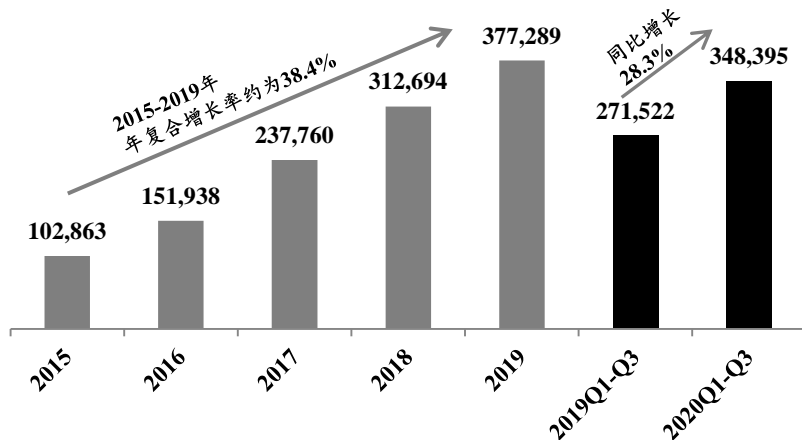
我们对科网板块2021年主要以“守正”为选股策略，看好拥有巨大用户流量、独特产业生态圈和多元化投资战略的科网巨头，建议可以趁近期股价回调之际采取“出奇”择时策略对板块中优质股份进行配置，推荐腾讯控股(700.HK)、阿里巴巴(9988.HK)、京东集团(9618.HK)、美团(3690.HK)。

第六节

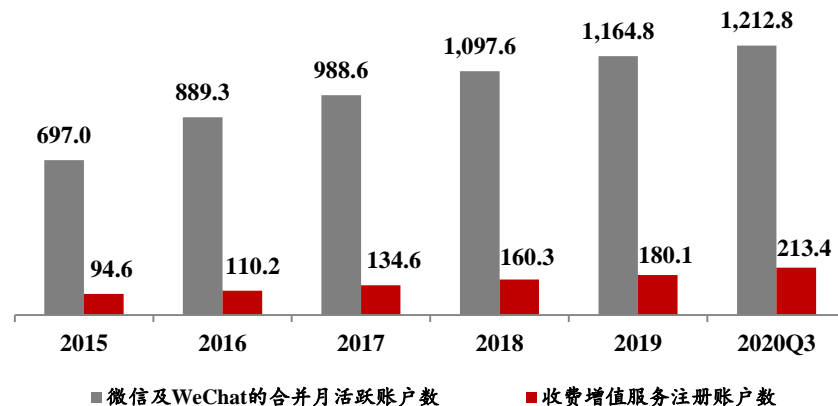
香港上市科网股份推荐

腾讯控股(700.HK): 依托超12亿网络社交流量, 未来业务增长空间仍巨大

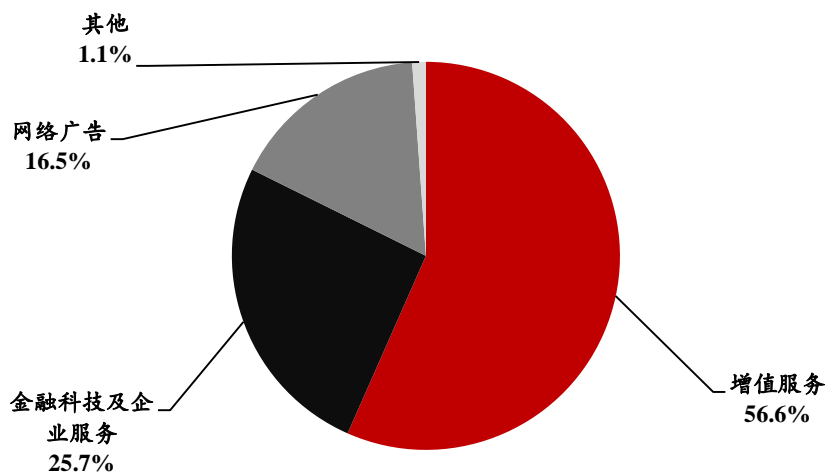
腾讯控股收入(百万元)表现



微信及WeChat月活跃账户数和收费增值服务注册账户数(百万)表现



腾讯控股2020年前三季度总收入分布



推荐理由:

- 截止2020年9月30日, 腾讯旗下微信及WeChat的合并月活跃账户数已超越12.1亿。依托巨大社交流量, 腾讯可以透过多元化服务增加变现渠道, 支持公司未来业绩维持较快增长;
- 随着中国整体广告活动在疫情后逐步恢复正常, 将有利腾讯广告收入在未来维持较快增长势头;
- 腾讯当前已投资超800家企业, 其中逾160家成为市值或估值超10亿美金的独角兽;
- 2020年前三季度总收入同比增长28.3%, 由2019年约2,715.2亿元上升至约3,484.0亿元。

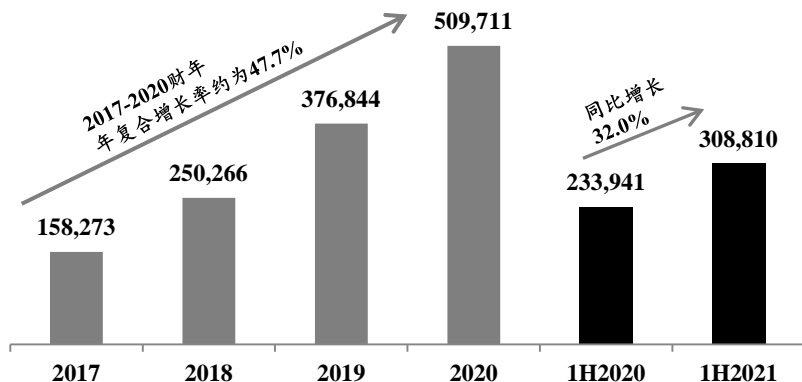
风险:

- 业务增长不及预期;
- 系统性相关风险。

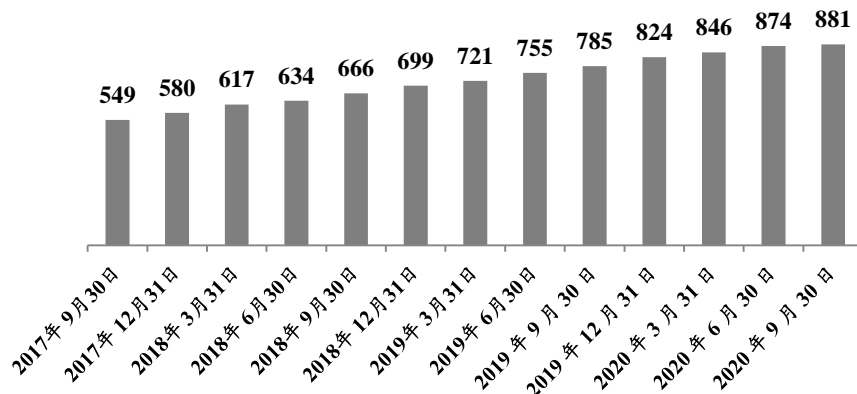
数据源: 公司公告、山证国际研究部整理

阿里巴巴-SW(9988.HK)：云计算业务将成为提升业务发展“新引擎”

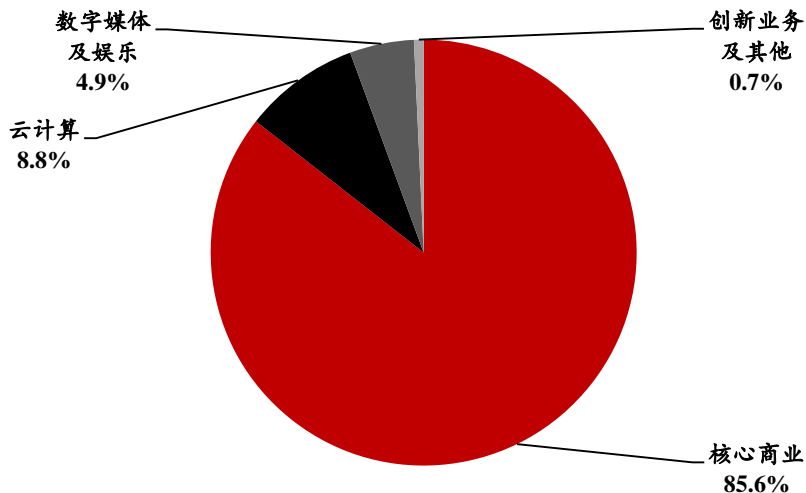
阿里巴巴收入(百万元)表现



阿里巴巴移动月活跃用户(百万)表现



阿里巴巴2021上半财年收入分布



推荐理由：

- 作为中国最大的消费平台，截止2020年9月30日，阿里巴巴旗下移动月活跃用户已超越8.8亿；年度活跃消费者*也上升至约7.57亿；
- 阿里巴巴继续深挖下沉市场，于2020年3月推出淘宝特价版新版本以来实现了强劲增长，月活跃用户在2020年9月超过7,000万；
- 云计算业务维持高速增长，2021Q2收入同比增长60%；截至2020年9月30日止，约60%的A股上市公司已成为阿里云的客户；于2020年9月，平均消费额同比增长45%。

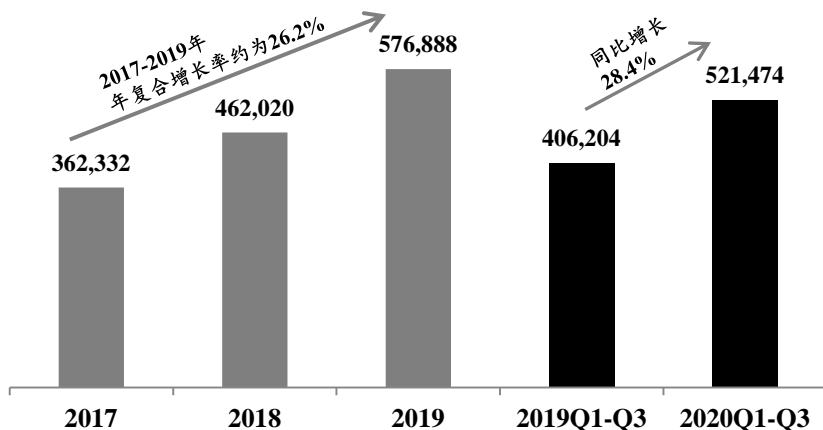
风险：

- 业务增长不及预期；
- 系统性相关风险。

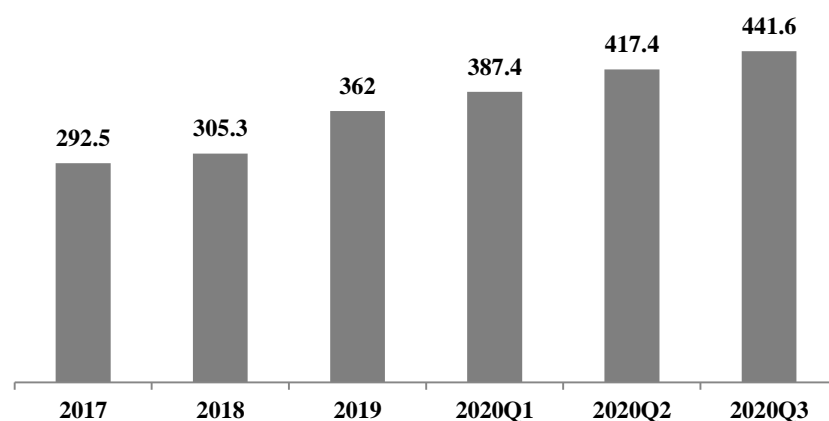
数据源：公司公告及招股文件、山证国际研究部整理

京东集团-SW(9618.HK): 持续分拆体系内公司上市, 将有利加快释放价值

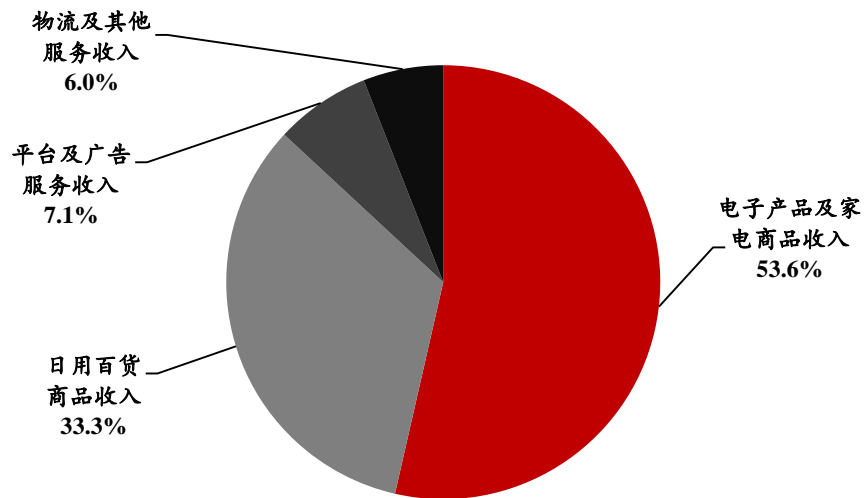
京东集团收入(百万元)表现



京东集团年度活跃用户数*(百万)表现



京东集团2020年第三季度收入分布



推荐理由:

- 京东集团旗下的京东健康在2020年12月8日正式于港交所主板上市; 消息指京东物流也有计划在2021上半年上市, 料公司将可以透过分拆体系内公司上市, 加快释放价值。
- 截止2020年9月30日, 京东集团年度活跃用户数已进一步上升超越4.4亿, 同比增加32.1%, 有利公司规模效应持续增强, 推动利润率提升;
- 2020年第三季度, 京东集团存货周转天数下降至34.3, 表示其经营效率有所提升。

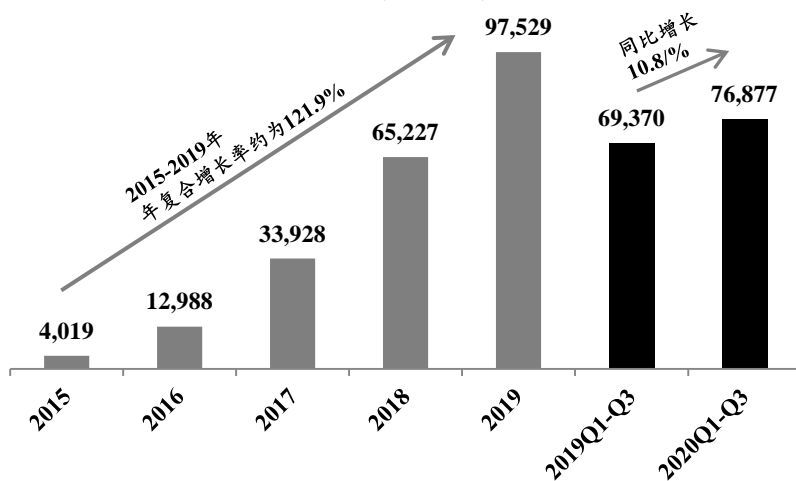
风险:

- 业务增长不及预期;
- 系统性相关风险。

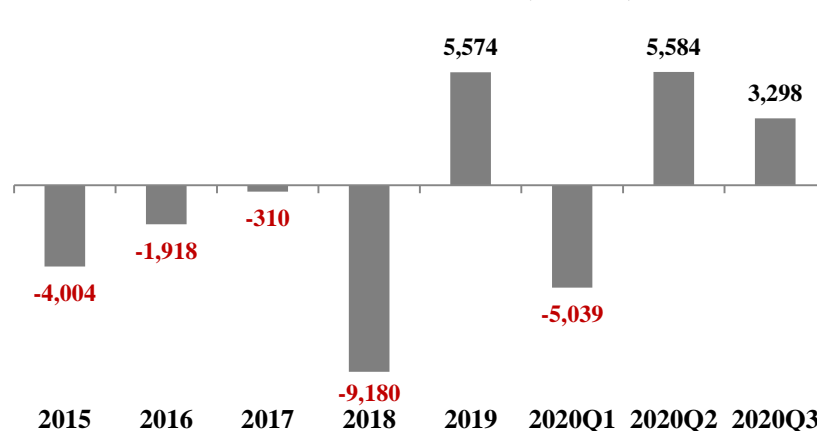
数据源: 公司公告及招股文件、山证国际研究部整理

美团-W(3690.HK): 交易用户数*已突破4.7亿, 自身创造现金能力明显提高

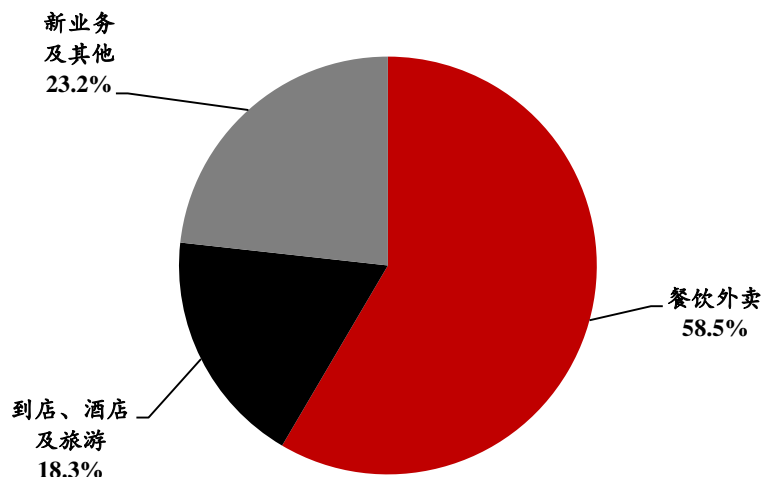
美团收入(百万元)表现



美团经营活动所得现金净额(百万元)表现



美团2020年第三季度收入分布



推荐理由:

- 截止2020年9月30日, 美团年度交易用户数目进一步上升至约4.77亿, 同比增长9.3%, 较第二季度8.2%有所加快;
- 2020年第三季度, 美团单季餐饮外卖和新业务收入创新高, 分别约达206.93亿元和82.30亿元;
- 2020年第二和第三季度, 美团经营活动所得现金净额分别约达55.8亿元和33.0亿元, 而2019年全年则仅录得约55.7亿元, 表明公司自身创造现金能力明显提高。

风险:

- 业务增长不及预期;
- 系统性相关风险。

数据源: 公司公告和招股文件、山证国际研究部整理

*交易用户数是指截至2020年9月30日止十二个月

附表

香港上市主要科网股份数据概览

香港上市主要科网股份数据概览

公司名称(代号)	股价 (港元)	市值 (亿港元)	2019年经营数据				市场表现			当前估值		预测估值	
			收入 (亿元)	EBITDA 利润率	ROE	ROA	52周 振幅	52周 涨跌幅	52周 相对指数 涨跌幅	PE(TTM) (倍)	PS(TTM) (倍)	预测PE (未来12个月) (倍)	2020年 预测 PEG
腾讯控股(0700.HK)	585.0	56083	3773	42.9%	24.7%	11.1%	91.9%	74.2%	73.9%	40.35	10.85	31.48	1.07
阿里巴巴-SW(9988.HK)	260.8	55972	5097	40.9%	23.7%	13.1%	72.6%	33.5%	33.2%	37.31	8.41	25.76	57.86
美团-W(3690.HK)	286.4	16850	976	8.0%	2.5%	1.8%	265.4%	183.6%	183.3%	176.04	14.09	123.20	2.76
京东集团-SW(9618.HK)	321.2	10053	5769	3.5%	17.2%	5.2%	62.9%	37.3%	29.0%	30.76	1.28	42.13	0.53
小米集团-W(1810.HK)	27.5	6915	2059	6.8%	13.2%	6.1%	208.5%	198.6%	198.3%	43.45	2.63	37.20	1.88
网易-S(9999.HK)	143.5	4958	592	32.1%	39.8%	21.3%	34.1%	10.9%	5.1%	30.81	6.26	24.25	-0.94
京东健康(6618.HK)	112.2	3509	108	-7.3%	-669.8%	-19.7%	44.3%	2.0%	2.0%	-48.80	21.90		
阿里健康(0241.HK)	25.0	3364	96	0.8%	-0.2%	-0.1%	199.1%	188.7%	188.4%	1063.37	23.34	468.50	0.19
中芯国际(0981.HK)	22.3	2670	31	44.0%	3.8%	1.5%	305.2%	99.7%	99.5%	41.25	5.85	61.05	0.65
舜宇光学科技(2382.HK)	153.6	1685	379	16.0%	36.6%	14.9%	56.8%	12.2%	12.0%	35.71	3.74	25.24	3.33
中兴通讯(0763.HK)	19.2	1649	914	13.6%	19.9%	3.8%	90.3%	-12.8%	-13.1%	20.83	0.77	12.85	-1.02
万国数据-SW(9698.HK)	89.5	1330	41	43.3%	-5.2%	-1.7%	25.3%	7.8%	-2.1%	-200.23	21.24	1507.20	-11.79
平安好医生(1833.HK)	92.0	1056	51	-11.4%	-7.4%	-5.9%	154.6%	72.8%	72.5%	-142.85	17.40	-151.95	103.83
金蝶国际(0268.HK)	26.0	899	34	26.3%	6.5%	4.7%	251.0%	223.5%	223.2%	2111.30	24.81	368.88	-439.27
比亞迪电子(0285.HK)	38.8	874	534	7.1%	9.7%	5.9%	228.4%	151.4%	151.2%	22.85	1.30	15.34	0.05
明源云集团控股(0909.HK)	44.0	848	13	21.2%	76.1%	21.4%	151.5%	43.3%	29.6%	334.70	52.93	153.76	4.54
联想集团(0992.HK)	5.7	689	507	4.4%	20.2%	2.1%	53.1%	19.9%	19.6%	10.79	0.17	9.87	0.43
阅文集团(0772.HK)	58.4	593	84	19.3%	5.8%	4.1%	144.9%	92.6%	92.3%	-20.88	6.26	52.36	0.07
金山软件(3888.HK)	40.7	559	82	-18.3%	-11.5%	-7.0%	157.4%	114.8%	114.6%	5.05	5.25	18.15	0.01
众安在线(6060.HK)	34.6	509	151	-1.4%	-3.0%	-1.6%	128.4%	26.0%	25.8%	-798.91	2.78	43.51	0.24
瑞声科技(2018.HK)	42.1	508	181	27.2%	11.6%	6.9%	60.8%	-31.3%	-31.5%	30.79	2.56	16.57	-1.10
华虹半导体(1347.HK)	38.4	497	9	32.9%	7.4%	4.8%	182.4%	107.1%	106.8%	78.19	6.96	51.36	-1.58
ASM PACIFIC(0522.HK)	98.2	401	160	12.5%	5.2%	3.0%	49.7%	-7.3%	-7.6%	47.91	2.43	19.84	0.55
同程艺龙(0780.HK)	14.8	321	74	19.8%	5.6%	3.8%	62.9%	20.3%	20.1%	81.99	4.60	25.07	-1.93
新东方在线(1797.HK)	27.6	260	11	-57.0%	-33.2%	-23.5%	138.5%	47.0%	46.7%	-32.17	22.08	-28.96	1.17
微盟集团(2013.HK)	11.0	248	14	29.5%	-141.4%	14.2%	343.0%	250.3%	250.1%	-43.52	13.04	180.90	0.47
恒腾网络(0136.HK)	0.2	196	3	39.8%	8.3%	6.1%	337.5%	117.0%	116.7%	410.89	59.77		
祖龙娱乐(9990.HK)	23.7	193	11	19.1%	106.5%	6.9%	106.9%	16.7%	12.7%	-30.85	13.05	16.10	0.23
心动公司(2400.HK)	41.6	189	28	23.1%	23.5%	15.1%	330.1%	250.8%	251.3%	54.53	5.81	28.72	2.03
FIT HON TENG(6088.HK)	2.5	174	44	12.5%	11.8%	5.4%	117.2%	-7.7%	-7.9%	14.39	0.51	9.75	-0.48
易鑫集团(2858.HK)	2.6	168	58	6.0%	0.2%	0.1%	87.3%	52.0%	51.8%	-13.38	3.58		
猫眼娱乐(1896.HK)	12.4	141	43	20.3%	6.6%	4.5%	68.9%	2.1%	1.9%	-56.07	5.17	18.87	0.25
丘钛科技(1478.HK)	11.0	129	132	7.2%	21.8%	6.4%	57.6%	-9.7%	-10.0%	16.87	0.70	11.62	0.38
IGG(0799.HK)	7.8	96	7	29.6%	50.1%	37.6%	137.8%	51.3%	51.1%	5.43	1.97	7.50	0.25
网龙(0777.HK)	16.3	91	58	21.4%	15.3%	11.1%	73.5%	-9.9%	-10.2%	11.54	1.40	9.10	-2.07

*数据获得时间是2020年12月10日

数据来源: WIND、山证国际研究部整理

重要声明

免责声明：

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明：

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慤道18号海富中心1座29楼A室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>