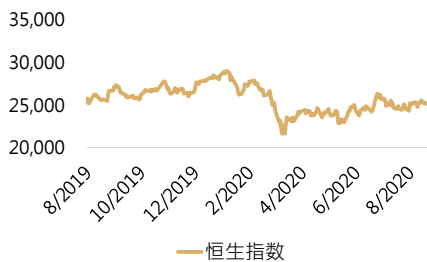




2020年9月1日

解码“新时代，新格局”下的投资机遇

市场表现



资料来源：彭博

资料截至2020年9月1日

投资要点

■ 逆全球化趋势凸显经济「内循环」重要性

改革开放以来，中国凭借成本优势，深度参与全球供应链构建，不过自特朗普上台，中国产业多次受到针对，加上疫情冲击，不少国家重新反思全球化的发展，并鼓励制造业回流以增强产业链稳定性。我国在这个时点上提出「内循环」为主，「双循环」相互促进的方针，显得别具时代意义。当前正处于「十三五」收官和「十四五」计划制定时期，「内循环」或将成为下一阶段我国重要的经济战略布局重点，影响以后一系列政策方向，因此值得投资者留意。

■ 中国资本市场正迎来深化改革、对外开放的新时代

伴随着中国推进科技创新，中国资本市场正经历一轮深刻的变革，以顺应新经济的发展，支持「硬科技」企业的布局。自2019年，我国有关红筹股回归A股上市的政策进一步「松绑」，具有创新能力的红筹公司回归A股，有望助推中国资本市场重塑市值结构，进而显著提升指数的估值水平。从短期来看，科创板仍然为小红筹股回归A股的首选目的地。但随着本轮创业板改革，创业板在上市审核、保荐、发行、交易、监管等维度和科创板接轨，并逐步放宽上市公司行业限制和投资者适当性管理，从中长期的视角，创业板可吸引更多优质红筹股回归A股市场。

■ 中概股回流为港股市场注入新动力

国内投资者对新经济企业的业务情况较熟悉，在北水作为港股市场重要资金来源的支持下，港股可有着更高估值，尤其是业绩好、规模大的中概股将能更易获得高估值。对有可能寻求第二上市的中概股而言，出于境外融资需要、投资者基础、红筹架构上市便利度、港股市场持续创新等各方面考虑，现阶段港股市场仍然吸引。有别于首次上市的企业，这些二次上市的企业已在美国市场证明其自我价值，加上近几年新经济股表现亮眼，现在回家可以说是时机正好。本文对多家有机会/已确认赴港上市的企业进行分析，当中包括蚂蚁科技、拼多多、万国数据、世纪互联、微医、及滴滴出行。

谭美琪 Cynthia Tam

CFA

宝新证券研究部助理经理

电话：(852) 2379 8906

电邮：

cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：



■ 投资策略

目前拉动经济的三头马车中，消费复苏相对滞后，预计今明两年我国的财政政策仍有发力空间，届时国内消费需求有望进一步释放。消费成为内循环主线的重心之一，投资者可关注免税消费、优质国货品牌、及在线电商等新型消费带来的需求增量。

相关股票：中国中免(601888)、王府井(600859)、格力地产(600185)、美兰空港(00357)、安踏体育(02020)、李宁(02331)、中国飞鹤(06186)、阿里巴巴(09988)、京东(09618)、拼多多(PDD)、蚂蚁科技(将上市)

在中美经贸关系充满不确定性的大环境下，维护产业链的安全稳定及自主可控变得至关重要，中芯国际快速完成回A审批亦反映出国家对重点行业的支持。展望未来，将会有更多政策扶持新兴产业发展，目的是建设完整的现代化产业链。在政策助力和行业自身需求的共同驱动下，建议重点关注高科技领域，优先布局半导体、生物医药、新能源、自动化设备等行业。

相关股票：中芯国际(00981)、金山办公(688111)、金蝶国际(00268)、宁德时代(300750)、恒瑞医药(600276)、药明康德(02359)、药明生物(02269)

中概股加快回流港股和A股市场，资本内循环也因此成为重点之一。从2018年出台《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》，到证监会今年4月份发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，以及《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，我国正在打造高标准的资本市场体系，为企业融资铺平道路。在成熟以及活跃度更高的金融市场底下，建议重点关注综合实力出众的头部券商和特点鲜明的中小型券商，以及金融相关概念个股。

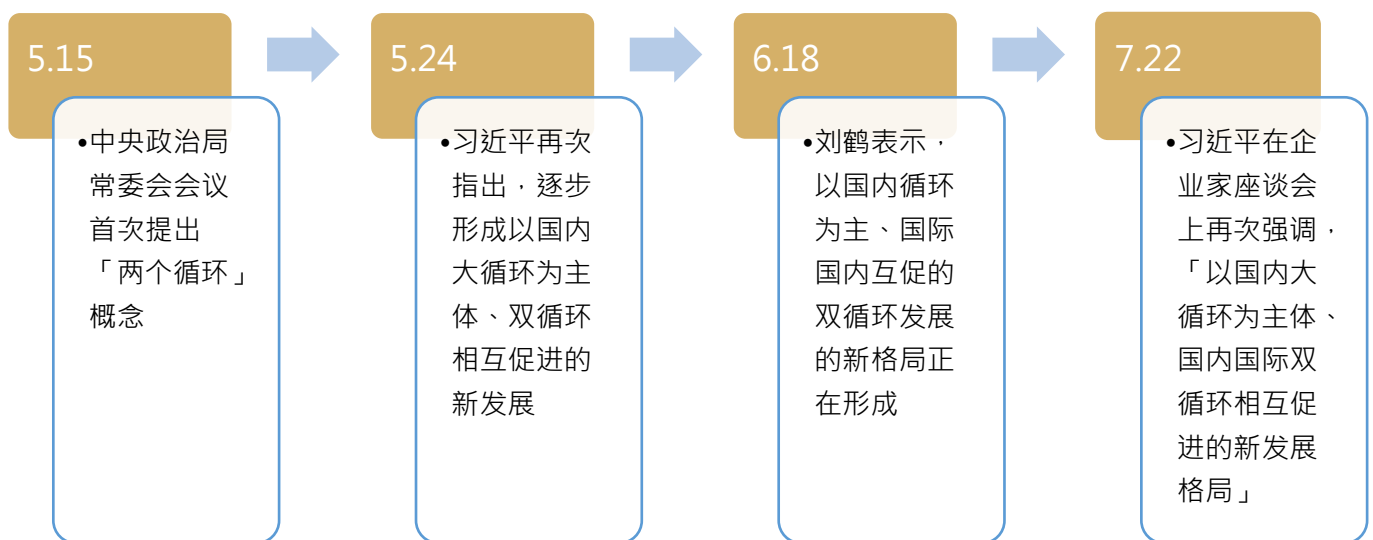
相关股票：中信证券(06030)、中信建投(06066)、中金公司(03908)、海通国际(00665)、国泰君安国际(01788)、港交所(00388)。

1. 解读内循环	4
2. 中概股回家	6
3. 回A对资本市场的影响及启示	7
4. 下半年有机会回归 / 新上市的焦点企业	14
5. 投资策略	45

1. 解读内循环

中央政治局于7月30日召开会议，对下半年政策以及工作目标定调。会议提出「加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局」，布局「内循环」作为会议的亮点之一，引发市场广泛关注。当前正处于「十三五」收官和「十四五」计划制定时期，「内循环」或将成为下一阶段我国重要的经济战略布局，影响以后一系列政策方向，因此值得投资者留意。

图1：「内循环」为主，「双循环」相互促进成主基调



资料来源：各政府网、宝新整合

「内循环」概念并非首次提出，今年5月15日中央政治局常委会会议提出要「充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局」。此后，5月24日，习近平强调要「逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势」，确立了「内循环」为主，「双循环」相互促进的基调。6月18日，刘鹤副总理在陆家嘴论坛上做了书面发言，表示「一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成」。在7月22日的企业家座谈会上，习近平再次强调「以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展」。直至中央政治局召开会议对下半年政策以及工作目标定调，重提「内循环」概念，再次引发市场广泛关注。

「内循环」的必要性分析

➤ 逆全球化趋势凸显经济「内循环」重要性

改革开放后，中国凭借其成本优势成为世界工厂，深度参与全球供应链构建，并于过去十年间慢慢走向「中国制造」，不过个别技术及资源有「卡脖子」风险。

自特朗普上台以来，推动了一系列的逆全球化的经济政策，旨在恢复美国实体经济的地位，维护及塑造一个更有利美国的贸易格局，并针对中国迅速崛起的产业。加上疫情的冲击，不少国家意识到产业链过分依赖外部的弊端，重新反思全球化的发展，并试图鼓励制造业回流以增强产业链的稳定性。

而中国在过去 10 年，外贸占 GDP 的比重虽然有所回落，但中国的整体经济结构对外贸依存度依然较高。在这时提出「内循环」为主，「双循环」相互促进的方针，显得具时代意义。有别于以往，这个模式能够缓解中国对外围环境的依赖。巩固了自身内部的供需可助维持经济稳定，然后加大力度推动数字化转型和产业升级，使得中国在全球化分工中拥有更强的话语权。

➤ 刺激内需加速经济复苏

在外在因素不确定性增加的大背景下，「构建完整内需体系」变得更为重要。要促进消费升级，推动经济发展，除了要充份体现高端消费者的消费潜力，还要更深层次的激发中低收入群体的消费能力，过往居民消费提升缓慢的根源在于社会保障制度未尽完善，覆盖范围略显不足，居民消费意欲受制；处于高位的房价给予居民过大生活负担，供楼压力大，消费意欲及能力也因此被挤压。要缩小贫富差距，可从多方面出发，例如改善社会保障制度；重申房住不炒，避免地产对消费的挤出效应；个税改革等，这对于拉动全国消费健康增长，实现良性循环有正面作用。

➤ 推动全产业链布局，不再依赖外来技术

中国有世界工厂的美誉，意味着在低附加值品类的产出，如服装、家具等各类产品产业链发展完善，有着巨大的优势。然而从华为事件中，我们看到自主可控的产业链对重要行业发展尤为重要。现时中国在软件操作系统、芯片制造工艺等一些关键领域上未能完全做到自主可控，因此出现「卡脖子」风险，任何地缘政治变化都会威胁到产业链的稳定性和安全性。在目前日趋复杂的国际形势之下，提升核心竞争力，突破技术壁垒，变得尤为重要。新基建，生物科技等等的新兴行业技术壁垒较高，需加大开支研发，不再依赖外来技术。

习近平强调，要充分发挥集中力量办大事的制度优势和超大规模的市场优势，打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战。随着科创板、创业板注册制改革，拥有资金需求的中小型民营企业的融资难度降低，拓宽了的企业融资渠道有助新兴行业投放资源于技术研发，长远来看，中国要「逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势」，参与全球产业链重塑，并于国际间有话语权。

2. 中概股回家

2020 年是中概股回归高峰期，自阿里于 2019 年成功上市，今年京东为中概股回家再开序幕，以下会为中概股回归的成因及其蕴含意义作出分析。

回归诱因

美股市场监管趋严：美国近日收紧对其他国家上市企业监管，新法案《外国公司问责法案》要求上市公司证明非政府拥有或不受操纵。若公司不能证明，或上市公司会计监督委员会(PCAOB)连续 3 年无法对公司进行审计核查，以证明其不受外国政府控制，该公司证券将被美国的股票交易所强制除牌。与此同时，瑞幸爆造假遭除牌的事件，亦加快了中概股回归的步伐。预计美国监管持续收紧、总统大选前政治局势不稳、美国单边主义等带来的不确定性仍将持续一段时间。这个时点上，保障融资渠道的安全性对企业来说愈发突出。二次上市可保障企业在资本市场的长远价值。

阿里巴巴成功例子值得仿效：香港已经拥有了成熟的二次上市机制与成功先例，对企业而言有章可循，不确定性也较低。2020 年 6 月 11 日，网易在港上市，首发成功募资 211 亿港元；2020 年 6 月 18 日，京东在港上市，首发成功募资 301 亿港元。从近期中概股在港二次上市的情况看，这些企业成功募集了大量资金，为日后发展拓宽了空间。

估值更能体现真实情况：国内投资者对新经济企业的业务情况较熟悉，在北水作为港股市场重要资金来源的支持下，港股可有着更高估值，尤其是业绩好、规模大的中概股将能更易获得高估值。在港第二上市可解决中概股一直受离岸投资者认知不足所限，造成的估值偏低问题。加上，近期中美经贸摩擦等一系列事件，造成了投资者对在美上市的中概股担忧情绪升温，造成了许多美国中概股估值下滑，对中概股带来了不利影响。

对中港股市的影响及意义

港股市场仍是首选，而两地同步上市亦为新常态：对有可能寻求第二上市或新上市的中概股而言，出于境外融资需要、投资者基础、红筹架构上市便利度、港股市场持续创新等各方面考虑，现阶段港股市场相比 A 股市场仍有较大吸引力。不过，随着 A 股市场进行改革（包括科创板、创业板注册制改革），两地同步上市亦将成为新常态。正如早前，支付宝母公司蚂蚁集团(前称蚂蚁金服)于 7 月 20 日宣布，启动在港交所主板和上海证券交易所科创板寻求同步发行上市的计划，以支持公司加大技术研发和创新。这反映科创板和香港联交所推出的一系列改革和创新举措，为新经济公司更好地获得资本市场支持包括国际资本支持创造了良好条件。有别于首次上市的企业，这些二次上市的企业已在美国市场证明其自我价值，所以香港市场投资者更愿意买他们的股票。加上近几年新经济股表现亮眼，现在回家可以说是时机正好。

3. 回 A 对资本市场的影响及启示

自 2019 年，我国有关红筹股回归 A 股上市的政策进一步「松绑」。今年 4 月 30 日，证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，进一步放宽已在境外上市的红筹股的市值要求。公告称，相关公司若寻求在境内发行股票或 CDR，市值需满足下列两个要求之一：1) 不低于 2,000 亿人民币；2) 不低于 200 亿人民币，且具有自主研发、国际领先技术和较强的科技创新能力，在同行业竞争中处于相对优势地位。相关规定的松绑进一步为红筹股回归 A 股开辟道路，更多已上市的红筹企业已经满足 A 股上市的要求。

表 1：2019-2020 年出台有关红筹股回归 A 股上市的相关政策

日期	文件	具体规定
2019 年 3 月	《上海证券交易所科创板股票上市规则》	行业要求：高新技术产业和战略新兴产业 财务指标： -已在境外上市的红筹公司，市值不低于 2,000 亿元 -营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势的尚未在境外上市的红筹公司，需满足以下标准之一：1) 预计市值不低于 100 亿元；2) 预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 5 亿元
2020 年 4 月	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	规定了红筹股在创业板上市的财务指标为满足下列标准中的一项： 1) 预计市值不低于人民币 100 亿元，且最近一年净利润为正 2) 预计市值不低于人民币 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元
2020 年 4 月	《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》	调整对已在境外上市的红筹企业的市值要求为符合下列标准之一： 1) 市值不低于 2,000 亿元人民币 2) 市值 200 亿元人民币以上，且拥有较强科技创新能力 VIE 架构的红筹企业的上市申请将参考发改委、商务部的意见审批
2020 年 6 月	《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则》及《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》	明确未在境外上市的红筹公司有关「营业收入快速增长」的具体标准为符合下列标准之一： 1) 最近一年营业收入不低于 5 亿元，最近三年营业收入复合增长率 10% 以上 2) 最近一年营业收入低于 5 亿元的，最近三年营业收入复合增长率 20% 以上 3) 受行业周期性波动等因素影响，行业整体处于下行周期的，最近三年营业收入复合增长率高于同行业可比公司同期平均增长水平 处于研发阶段以及对国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用于「营业收入快速增长」的规定

资料来源：上交所、深交所、宝新整合

科创板 vs 创业板，谁能抢占回归小市值红筹？

根据今年 4 月份证监会发布的《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，红筹股可以选择在主板、中小板、科创板和创业板上市。市值大于 2,000 亿元的红筹公司由于基本面优秀，且兼具品牌名声，我们认为这部分公司将会选择主板。

与此同时，市值大于 200 亿的创新型红筹企业或将在科创板和创业板之间抉择。目前科创板更具吸引力的主要原因是注册制上市较为成熟，且有中芯国际、华润微电子等红筹股成功登陆科创板的案例作为范例。但随着创业板注册制改革试点的落地，创业板将会逐步与科创板接轨。届时，由于创业板自身差异化定位，预计将吸纳更多优质红筹企业回归上市。下面我们将通过两个板块的政策监管的异同，探讨小市值红筹企业回归 A 股的目的地选择。

➤ 板块定位不同

证监会于今年 6 月 12 日公布《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》，进一步明确了创业板的定位，即服务成长型创新创业企业，支持传统企业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。有别于科创板的面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业的定位，创业板更加强调传统行业的转型升级，对公司科研创新水平的要求较为宽松。此外，为突出创业板独特定位，深交所发布《创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，设置一份行业负面清单，原则上不支持房地产、农林牧渔等传统行业在创业板上市。但该项规定并非「一刀切」，积极布局互联网、大数据、人工智能和新能源等高新技术的企业可获豁免。这也呼应了创业板支持传统行业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的主旨。「负面清单」相较科创板的「白名单」更具想象空间，符合创业板上市申报要求的公司也相对更多，可以预见更多高新技术产业链的中下游企业选择在创业板上市。

➤ 创业板注册制试点推行，上市机制全面接轨科创板

A 股市场长期以来实行核准制，证监会对企业上市的审核十分严格，上市难和退市难的问题并存。于 2009 年开板的创业板也沿用了主板和中小板的核准制。为促进金融市场的健康发展，我国正逐步推进注册制改革，2019 年成立的科创板建立了以信息披露为中心的注册制。注册制的意义在于：1) 将审核权力由证监会转移至交易所，简化企业上市退市的审批流程；2) 放宽上市条件和定价方式的同时强调企业信息披露的情况，将投资判断权和估值权交给市场，以促进中国资本市场的市场化。科创板成立后，吸引了不少以科技股为代表的成长股上市融资，市场给予的估值也十分慷慨。以最近上市的中芯国际为例，上市融资 463 亿人民币，对应 2019 年摊薄市盈率约为 113 倍，远远高于此前核准制下 A 股市场的「23 倍市盈率红线」。2020 年 4 月证监会公布《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，推动创业板在上市审批、定价方式、战略配售、退市监管等方面全面接轨科创板。

目前两个板块的上市机制趋同，而科创板由于有一年的注册制经验，将在短期内吸引更多优质科技股上市。未来随着创业板注册制改革的落实，相信两个板块对企业上市融资拥有同样的吸引力，企业将会根据自身需求和定位选择相对应的板块上市。

➤ 交易制度

证监会在解读科创板和创业板的不同时，强调两个板块的定位差异，以体现差异化发展。因此两个交易版块对投资者适当性管理的差异，是符合两个板块自身定位和实际情况的。下面我们从资本市场需求端的角度，窥探交易制度的不同对两个板块可能造成的影响。

表 2：科创板及创业板交易制度的区别

	科创板	创业板
投资者准入门槛	两年交易经验+开通前 20 日资产日均不低于 50 万元	两年交易经验+开通前 20 日资产日均不低于 10 万元
单笔申报数量	单笔申报数量不小于 200 股，市价订单单笔最高 5 万股，限价订单单笔最高 10 万股	每笔最低申报数量不低于 100 股，限价订单单笔不得超过 30 万股，市价订单单笔不超过 15 万股
涨跌幅限制	竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅比例为 20%。首次公开发行上市的股票上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。对无价格涨跌幅限制的股票设置 30%、60% 两档临时停牌标准	股票涨跌幅限制同科创板，并放宽基金涨跌幅限制，比例为 20%

资料来源：证监会、宝新整合

可以看出，无论是投资者准入门槛还是订单数量限制，科创板的要求都相对严格。因此，科创板内机构投资者较多，而相对的，创业板的散户投资者比例较高。相信以机构投资者为主导的科创板估值更趋向企业内在价值，价格震荡幅度较小，更利于吸引红筹企业回归上市。

➤ 展望：创业板将分流优质红筹资产

实施创业板改革并试点注册制，体现了中国资本市场逐步市场化的决心。从短期来看，在有中芯国际、华润微电子等成功登陆科创板的先例下，科创板仍然为小红筹股回归 A 股的首选目的地。但随着本轮创业板改革，创业板板块在上市审核、保荐、发行、交易、监管等维度和科创板接轨，并逐步放宽上市公司行业限制和投资者适当性管理。符合创业板上市申报要求的公司较科创板更多，市场的高流动性也会给予优质目标高估值。因此从中长期的视角，创业板将吸引更多优质红筹股回归 A 股市场。

中芯国际案例分析

一、公司简介

中芯国际是全球领先的集成电路晶圆代工企业之一，同时也是中国大陆技术最先进、规模最大、配套服务最完善、跨国经营的专业晶体代工企业。据 IC Insight 统计，2018 年以销售额计全球纯晶圆代工行业排名中，中芯国际位居全球第四名，中国大陆地区第一名，是我国晶圆代工的绝对龙头。

中芯国际业务为：1) 集成电路晶圆代工，在近 20 年的历程中成功开发了 0.35 微米至 14 纳米多种技术节点，其产品主要应用在通讯产品、消费品、汽车、计算器等不同终端应用领域。值得一提的是，中芯国际是中国大陆第一家实现 14 纳米 FinFET 量产的企业，代表内地集成电路制造技术的最高水平；2) 配套服务，中芯国际积极打造平台式的生态服务模式，为客户提供设计服务与 IP 支持、光掩模制造、凸块加工及测试等一站式服务。

二、回归 A 股缘由

中芯国际发行实际募集资金为 462.9 亿人民币，是其目标规模的两倍有余。据招股书披露，此次中芯国际回归 A 股科创板发行股票，募集的资金将会投资以下项目：1) 12 英寸芯片 SN1 项目；2) 先进及成熟工艺研发项目储备资金；3) 补充流动资金。

表 3：中芯国际募集资金用途

项目名称	募集资金投资额 (万人民币)	拟投入资金比
12 英寸芯片 SN1 项目	800,000	40%
先进及成熟工艺研发项目储备资金	400,000	20%
补充流动资金	800,000	40%
合计	2,000,000	100%

资料来源：中芯国际、宝新整合

➤ 12 英寸芯片 SN1 项目

为满足下游市场对先进工艺芯片的需求，提升中国大陆集成电路晶圆代工领域的工艺水平，公司规划并启动了「12 英寸芯片 SN1 项目」。该项目是中国大陆第一条 14 纳米以下先进工艺生产线，规划月产能为 3.5 万片，当前月产能为 6,000 片。由于芯片下游市场对先进工艺芯片的需求日益旺盛，公司呈现供给不足的现况。该项目的实施落地将大幅提升公司集成电路晶圆代工研发工艺水平，提升公司对全球客户高端芯片制造的服务水平。

「12 英寸芯片 SN1 项目」总投资 90.59 亿美元，募集资金主要用于满足将生产线月产能扩充至 3.5 万片的资金需求。项目建设期为 7 年，将根据工艺技术研发进展和市场需求的变化逐步实施。

➤ 先进及成熟工艺研发项目储备资金

在「摩尔定律」(即预计芯片性能每 18 个月将翻倍一次) 的推动下，集成电路行业快速迭代升级，行业参与者必须投入更多资金以支撑先进工艺的巨额研发费用。当技术节点发展至 5 纳米甚至更小时，普通光刻机受自身波长限制无法达到工艺精度需求，需要采购造价极为昂贵的极紫外光刻机 (EUV)。据 IBS 统计，5 纳米技术节点的投资成本高达数百亿美元，是 14 纳米的两倍以上，28 纳米的四倍左右。高昂的研发成本让许多晶圆代工企业望而却步，转而生产特色工艺。目前全球前四的厂商中，格罗方德和联华电子已经宣布退出 12 纳米以下的市场，而 7 纳米及以下节点技术仅台积电和三星两家巨头拥有。全球晶圆代工行业已经形成了两类发展路线：1) 研发先进工艺 (如台积电、三星和中芯国际)；2) 发展特色工艺。前者需要庞大的资金和技术人才的支持，后者则需要各自细分领域确立竞争优势。

表 4：全球主要晶圆代工工艺研发时间线

国际主要晶圆代工	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
台积电	28nm			20nm	16nm+	10nm+		7nm	7nm+	5nm
格罗方德	32nm	28nm			14nm			12nm		
联华电子			28nm				14nm			
三星	28nm			20nm	14nm	10nm+		8nm	7nm	5nm
中芯国际	40nm				28nm				14nm	
力晶科技		90nm		55nm		25nm				
华虹集团										
高塔半导体										

资料来源：IC Insights、中芯国际、宝新整合

中芯国际已成功布局 0.35 微米至 14 纳米多种技术节点，先进工艺和特色工艺并举，其竞争格局可谓「前有埋伏，后有追兵」。为进一步巩固核心竞争力并追赶国际龙头企业，中芯国际拟将本次募集资金中的 40 亿元人民币用于 14 纳米及以下先进工艺和 28 纳米及以上成熟工艺的技术研发。中芯国际已量产的 14 纳米技术代表着中国大陆集成电路晶圆代工工艺最高水平，而 14 纳米以下的工艺目前仍处于研发状态。继续完善 14 纳米技术并进一步研发 14 纳米以下的尖端工艺，对于公司保持国际技术领先的优势有重大的战略意义；28 纳米及以上的成熟工艺研发主要用于丰富公司的产品组合，满足下游市场不断变化的应用场景需求。在 28 纳米市场供过于求的情况下，公司对于其技术节点覆盖范围与特色工艺平台种类等方面加大资金投资，将有助于提高服务客户的能力、公司自身综合实力、市场竞争力以及抗风险能力。

中芯国际 CEO 梁孟松于今年三月份表示，公司 N+1 制程已投入试产并拟于 2020 年底量产。外界推测中芯的 N+1 实际上对应 10-7nm 的制程。无论中芯国际研发是否顺利，为攻克 7nm 以下制程研发的难关，订购 7nm EUV 光刻机对于中芯国际而言只是时间问题。全球只有 ASML 一家公司能够生产 EUV 光刻机，光是一台造价就超过 10 亿人民币，相当于 2019 的净利润。购买如此昂贵的仪器设备将会大幅提升中芯国际的资本支出，导致现金流承压。本次募集资金，相信中芯国际也有储备资金以在未来购买尖端设施的考虑。

➤ 补充流动资金

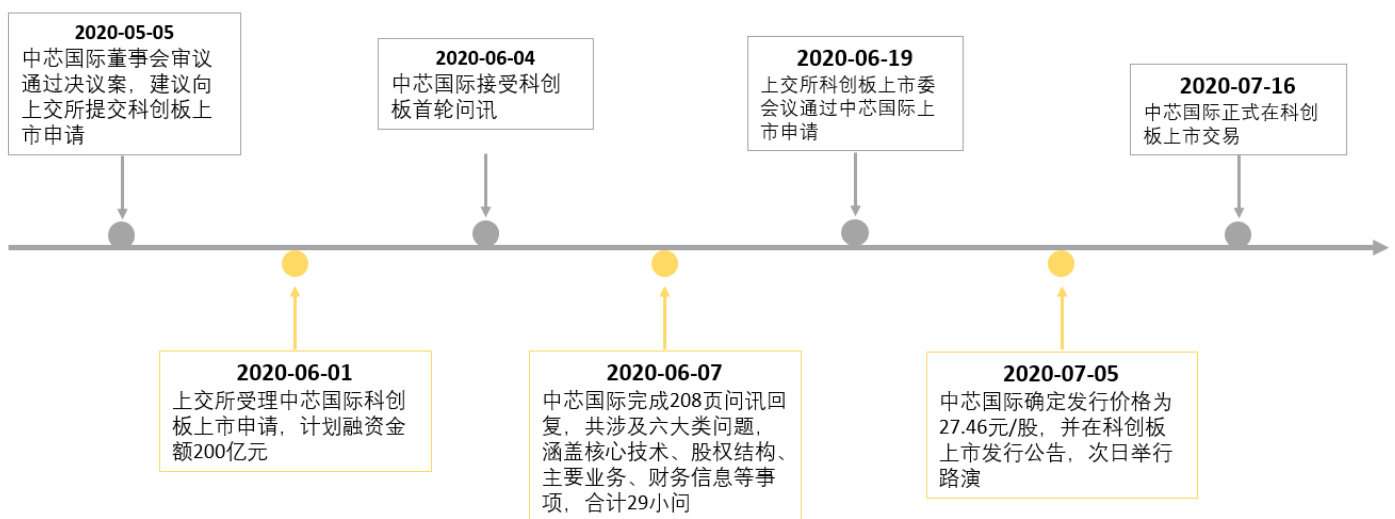
中芯国际拟将本次发行募集资金中的 80 亿元人民币补充营运资金，以降低公司资产负债率、优化资本结构、满足公司经营的流动资金需求。近年来，随着下游市场需求的持续增长，中芯国际包括资本支出在内的投入不断加大，产能规模亦逐年上升。2017/18/19 年中芯国际的资本开支为 24.9/18.1/20.3 亿美元。公司通过各种债务融资工具来满足产能扩张的流动资金需求，导致负债端不断攀升。公司通过使用部分募集资金补充流动资金，将有助于提升公司抗风险能力、降低财务杠杆、有利于公司长远稳健发展。

三、上市过程+示范效应，中芯成功回归 A 股案例或将引领潮流

从仅用时 4 天完成科创板首轮问询，到用时 19 天刷新科创板审核纪录，中芯国际以迅猛之势在 A 股上市。我们认为，中芯国际上市速度如此之快的主要原因有：1) 公司拥有 16 年境外成熟市场上市的历史，各项财务数据及公司治理得到长期检验，资本市场认可度高；2) 公司业务科创背景浓厚，对国家有重大的战略意义，受国家政策扶持。

中芯国际本次回归 A 股，为资本市场提供红筹回归的示范，展现注册制下的科创板上市的「最快速度」。可见的是，未来将会有更多的红筹企业选择跟随中芯国际的足迹，在上市流程简化、估值溢价的科创板和创业板发行股票。

表 5：中芯国际 A 股上市时间线



资料来源：上交所科创板、宝新整合

对香港及中国大陆资本市场的影响---优化中国资本市场

➤ A 股市场将迎结构性改善

目前 A 股市场各行业的市值结构仍然偏向传统行业，尤其是金融和工业。沪深 300 指数当中，权重最高的股票为中国平安，贵州茅台，五粮液和招商银行。另外，金融及地产行业的市值比重最高，接近 33%。虽然此类公司市值较大，拥有资金和品牌壁垒，但所处行业的发展前景并不如科技和通讯等新兴产业，投资者的估值也因此较低。相比美股，我们不难发现，以 FAANG 为首的科技股是标普指数的主力军，科技股共贡献 27.5% 的市值。

伴随着中国推进科技创新，中国大陆资本市场正经历一轮深刻的变革，以顺应新经济的发展，支持「硬科技」企业的布局。具有创新能力的红筹公司回归 A 股，有望助推中国资本市场重塑市值结构，进而显著提升指数的估值水平。

图 2：沪深 300 指数市值结构

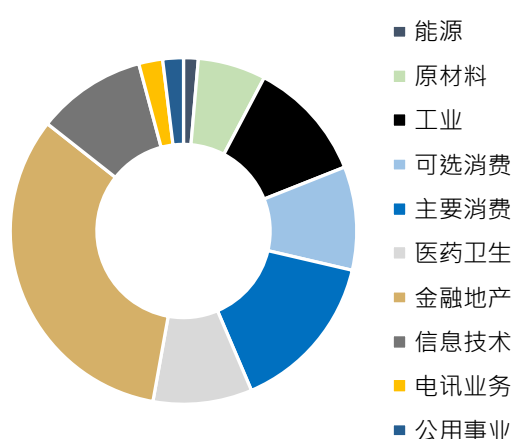
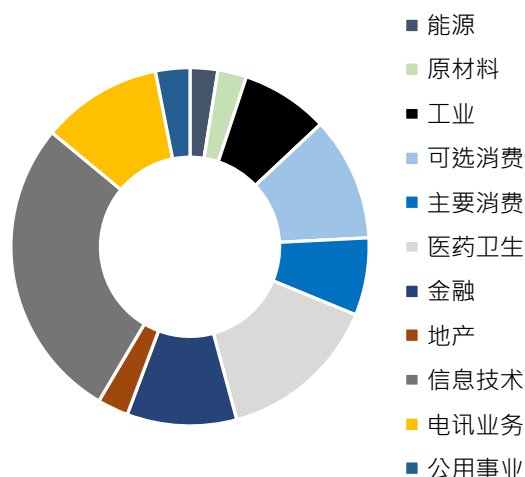


图 3：标普指数市值结构



资料来源：中证指数公司、标普、宝新整合

➤ 劣质资产出清，A 股市场两极分化或将扩大

注册制和退市机制的双重诱因下，劣质资产或将加速出清。A 股实现上市方式有 IPO 和「借壳上市」两种。A 股市场长期采用核准制，由证监会受理决定公司的上市申请。由于核准制的审批时间长、财务要求严格、通过率低，企业上市融资的成本较高，导致上市公司呈现稀缺性。运营和财务情况差的「壳公司」也因此拥有了价值。随着注册制改革的逐步落地，上市流程简化、难度降低，「壳公司」的稀缺性也因此弱化。另一方面，2020 年 3 月实施的新《证券法》进一步市场化退市机制。在两大因素的作用下，一些低质素的「壳公司」有望退市，「炒壳」的风气将会被遏制。

在全面实行注册制后，劣质资产的出清将释放资金。预计这些资金将会转移到头部运营稳健、壁垒较深、竞争优势明显的资产，从而完成资本市场的吐故纳新、优胜劣汰。

4. 下半年有机会回归 / 新上市的焦点企业

中美角力的大环境下，中概股加快回流港股和 A 股市场。先有新经济巨头阿里巴巴，今年再有网易及京东。在这股回归的浪潮下，多家企业有机会/已确认赴港上市，当中包括蚂蚁科技、拼多多、万国数据、世纪互联、微医、及滴滴出行。以下会聚焦分析上述公司在港上市的可能，以及其行业及企业亮点及挑战。

■ 4.1 蚂蚁科技

8 月 25 日，蚂蚁科技集团向上交所科创板递交上市招股说明书(申报稿)，并同步向香港联交所递交 A1 招股申请文件，市场估计蚂蚁集团目标估值高达 2,250 亿美元(约 1.74 万亿港元)。8 月 30 日上交所信息显示，蚂蚁科技集团于科创板 IPO 审核状态变更为「已问询」。

公司简介

蚂蚁集团的主营业务聚焦于数字支付与商家服务、数字金融科技平台以及创新业务三大板块，分别占 2020 年上半年总收入的 35.9%、63.4%、0.8%。

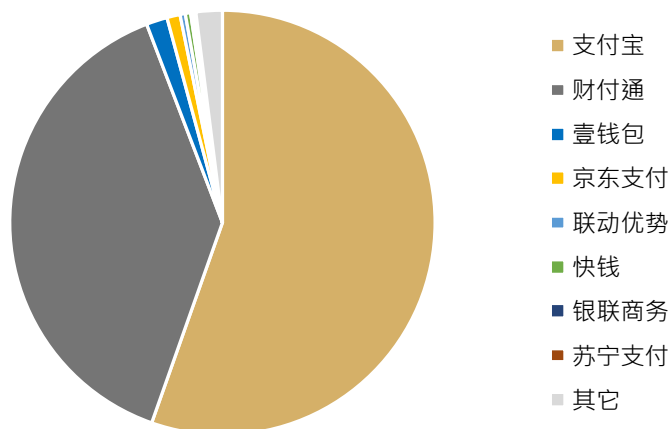
表 6：蚂蚁集团收入分布

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六个月			
	2017年		2018年		2019年		2019年		2020年	
	人民币 百万元	占收入 比例	人民币 百万元	占收入 比例	人民币 百万元	占收入 比例	人民币 百万元	占收入 比例	人民币 百万元	占收入 比例
收入										
数字支付与商家服务	35,890	54.9%	44,361	51.7%	51,905	43.0%	22,994	43.8%	26,011	35.9%
数字金融科技平台										
微贷科技	16,187	24.8%	22,421	26.2%	41,885	34.7%	17,925	34.1%	28,586	39.4%
理财科技	10,490	16.0%	13,882	16.2%	16,952	14.1%	7,221	13.7%	11,283	15.6%
保险科技	2,315	3.5%	4,313	5.0%	8,947	7.4%	4,145	7.9%	6,104	8.4%
小计	28,992	44.3%	40,616	47.4%	67,784	56.2%	29,291	55.7%	45,973	63.4%
创新业务及其他	514	0.8%	745	0.9%	930	0.8%	256	0.5%	544	0.8%
合计	65,396	100.0%	85,722	100.0%	120,619	100.0%	52,541	100.0%	72,528	100.0%
经营利润	13,182	20.2%	4,502	5.3%	24,071	20.0%	4,273	8.1%	24,903	34.3%
年/期内利润	8,205	12.5%	2,156	2.5%	18,072	15.0%	1,892	3.6%	21,923	30.2%

资料来源：招股书、宝新整合

支付业务为集团带来流量及品牌效应，截至最后实际可行日期止 12 个月期间，支付宝年度活跃用户已超 10 亿。根据艾瑞咨询，支付宝在移动支付中的份额在 2020 年首季达 55.4%，显示其竞争力仍胜最大对手财富通(包括微信支付)，后者市场份额为 38.9%。

图 4：2020 首季中国第三方移动支付交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询、宝新整合

蚂蚁集团 2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年上半年，公司分别实现营业收入 653.96 亿元、857.22 亿元、1,206.18 亿元和 725.28 亿元，分别实现利润 82.1 亿元、21.6 亿元、180.7 亿元和 219.2 亿元。收入及利润于 2017 至 2019 年间复合年增长率分别为 22.6% 及 30.1%。

蚂蚁的生态系统

蚂蚁与阿里巴巴集团共同推动中国商业和服务业的数字基础设施建设。公司已经建立了一个涵盖消费者、商家、金融机构、第三方服务商、战略合作伙伴及其他企业的生态系统，并致力于推动这个生态系统的繁荣，让参与各方均从中受益，以最终实现可持续发展。

图 5：蚂蚁集团的业务规模



资料来源：招股书、宝新整合

蚂蚁的生态系统在发展过程中产生了强大的网络效应，更多的服务带来更高的客户活跃度，进而积淀了深入的客户洞察，帮助公司与金融机构合作伙伴协作创新，并进一步提升用户活跃度。用户使用的服务越多，蚂蚁的平均获客成本越低，业务的协同效应越显著。支付宝平台是一个能够产生自我强化效应的强大生态系统，服务的紧密结合产生了强大的协同效应，进而提升了用户参与度，帮助生态系统各参与方之间实现了数以万亿的交易。

与阿里巴巴集团的协同效应

蚂蚁与阿里巴巴集团保持在战略层面紧密协同的合作伙伴关系。商业的发展依托于高质量的数字支付与数字金融服务，而数字支付与数字金融服务的发展也同样受益于阿里巴巴平台上应用场景及消费规模的扩展。

多元化的应用场景带来全面、高质量的客户洞察。阿里巴巴集团的平台所涉及的电商交易和其他诸多商业活动为蚂蚁提供了富饶的土壤，帮助蚂蚁的数字支付服务发展，并与其他服务相连接。在丰富且广泛的应用场景中，兼具在线和线下交易的用户触达，例如用户购买商品和服务、使用餐饮和商品配送服务、到店消费、休闲娱乐、导航、协同办公等相关场景，为蚂蚁创造了大量的客户洞察。这些洞察和公司的技术服务一同助力金融机构合作伙伴向用户提供信贷、理财和保险产品。

数字支付与商家服务

2004 年支付宝诞生，推出了中国首个在线担保交易解决方案。多年来，蚂蚁不断推出创新的支付方式以优化用户体验。支付宝平台通过提供一体化的数字支付和数字金融服务，为消费者、商家和合作伙伴创造了巨大的价值。

消费者可以获取全方位服务，包括数字支付服务，消费信贷、理财及保险等数字金融服务，由第三方提供的外卖、出行、娱乐服务，以及便民服务等日常生活服务。商家可以接受付款，获取数字金融服务（如小微经营者信贷及理财产品），并通过支付宝 APP 和超过 200 万个小程序向消费者提供日常生活服务。

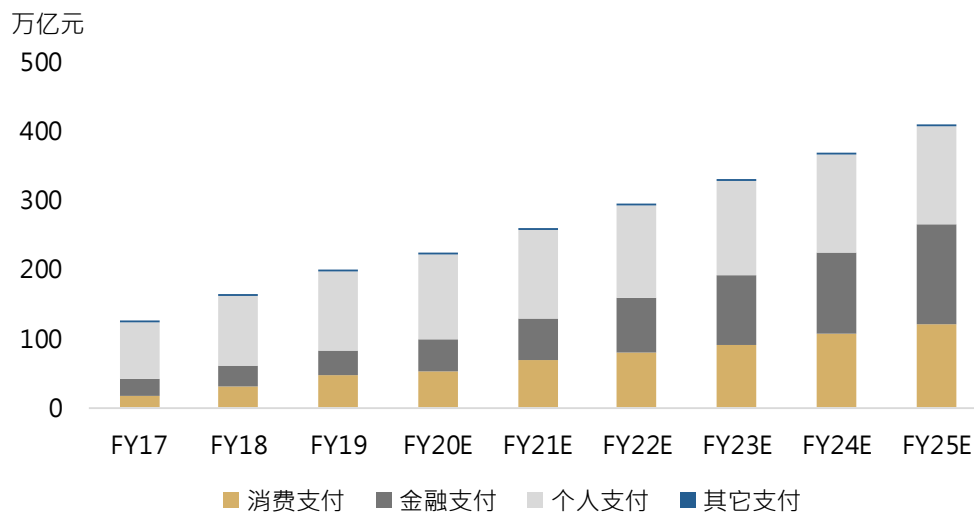
支付宝 APP 对于用户而言，不仅是数字支付手段，也是数字金融服务和数字生活服务的入口。数字支付是消费者日常生活和数字金融的基础设施，支付宝 APP 为用户提供的便捷、丰富的数字生活服务，对于提升用户活跃度和留存有重要意义。数字金融服务与数字支付及数字生活服务具有高度的协同效应。数字支付、数字金融和数字生活服务三者形成了强大的合力和良性循环，是公司增长的重要推动力。

时至今日，支付宝 APP 连接了中国超过 10 亿用户，超过 8,000 万商家及超过 2,000 家金融机构合作伙伴。

➤ 行业机遇- 中国数字支付行业的增长

2019 年中国数字支付交易金额达到 201 万亿元 (数字支付包括通过电子货币包进行的消费支付、金融支付、个人支付及其他支付交易)，且随着数字支付手段持续受到消费者及商家的欢迎，预计在 2025 年可达到 412 万亿元。消费支付(或称商业支付)主要包括电商及在线服务支付、通过电子货币包等渠道完成的线下消费支付等，其交易规模预计在 2019 至 2025 年间的年均复合增长率可达 17.5%，其中主要的驱动因素是电商及线下商家场景中数字支付交易规模的增长。金融支付则主要包含在线购买理财及保险产品、偿还贷款等，主要受益于在线信贷及理财服务蓬勃发展，金融支付交易规模预计在 2019 年至 2025 年间的年均复合增长率为 25.0%。个人支付市场主要包括信用卡还款、汇款和红包等。

图 6：中国数字支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询、宝新整合

数字金融科技平台

蚂蚁提供的服务包括微贷科技平台、理财科技平台、保险科技平台。金融机构合作伙伴包括商业银行、基金管理公司、保险公司、信托公司、证券公司及其他持牌金融机构。

蚂蚁的能力主要应用于数字金融的以下三个领域：

➤ 微贷科技平台，服务消费信贷及小微经营者信贷需求。

蚂蚁是中国率先大规模面向消费者和小微经营者提供在线无担保信贷产品的服务商之一。蚂蚁的微贷科技解决方案通过创新的智能决策和动态风险管理解决方案，实现了对于消费信贷和小微经营者信贷领域的革新。2014 年推出的花呗，是中国最早的数字化循环无抵押消费信贷产品之一，可用于日常消费支付。

蚂蚁的微贷科技平台主要面向未被服务或未被充分服务的消费者及小微经营者群体，服务其尚未得到满足的信贷需求。客户通过蚂蚁的科技平台发起贷款需求，而银行合作伙伴随即进行独立的信贷决策和贷款发放。金融

机构合作伙伴则基于蚂蚁平台促成的信贷规模，向蚂蚁支付技术服务费。在此过程中，蚂蚁的业务模式是开放合作，而不是利用自身的资产负债表开展业务或者提供担保。蚂蚁通过技术助力金融机构为小微经营者、农户和消费者提供信贷服务，由金融机构独立进行信贷决策并承担风险。

蚂蚁是中国最大的在线消费信贷和小微经营者信贷平台，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁平台促成的消费信贷余额为 17,320 亿元、小微经营者信贷余额为 4,217 亿元。

➤ 理财科技平台，服务理财需求。

蚂蚁推出了创新理财产品余额宝，可支持消费者实时赎回并用于日常消费支付。

蚂蚁助力资产管理机构合作伙伴，面向广大消费者提供透明、个性化、简单易懂、低投资门槛的理财方式。蚂蚁使用人工智能技术，基于客户的风险偏好进行理财产品的智能匹配。其庞大的用户规模、技术能力、客户洞察以及消费者对于公司品牌的信任，帮助金融机构合作伙伴将多元化、创新的理财产品提供给更广泛的用户群体。金融机构合作伙伴主要基于蚂蚁平台促成的资产管理规模，向公司支付技术服务费。

蚂蚁是中国最大的在线理财服务平台，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁的理财科技平台促成的资产管理规模达 40,986 亿元，并与约 170 家资产管理公司合作开展业务，其中包括中国绝大部分的基金公司、领先的保险公司、银行和证券公司。

➤ 保险科技平台，服务保险需求。

蚂蚁与保险合作伙伴紧密合作，设计开发创新的保险产品，如「好医保」、「全民保」等普惠、简单、易用的产品，大规模地提高了用户对健康险及寿险产品的认知和使用。保险公司合作伙伴主要基于蚂蚁平台促成的保费及分摊金额，向蚂蚁支付技术服务费。

蚂蚁是中国最大的在线保险服务平台，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，蚂蚁平台促成的保费及分摊金额为 518 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日，公司与约 90 家保险机构合作开展业务。

表 7：蚂蚁集团各数字金融科技平台业务规模

服务类型	平台业务规模	金融机构合作伙伴	国内市场排名
微贷科技平台	消费信贷： 17,320 亿元	约 100 家银行	第一
	小微经营者信贷： 4,217 亿元		第一
理财科技平台	资产管理规模： 40,986 亿元	约 170 家资产管理公司	第一
保险科技平台	保费及分摊金额： 518 亿元	约 90 家保险机构	第一

资料来源：招股书、宝新整合

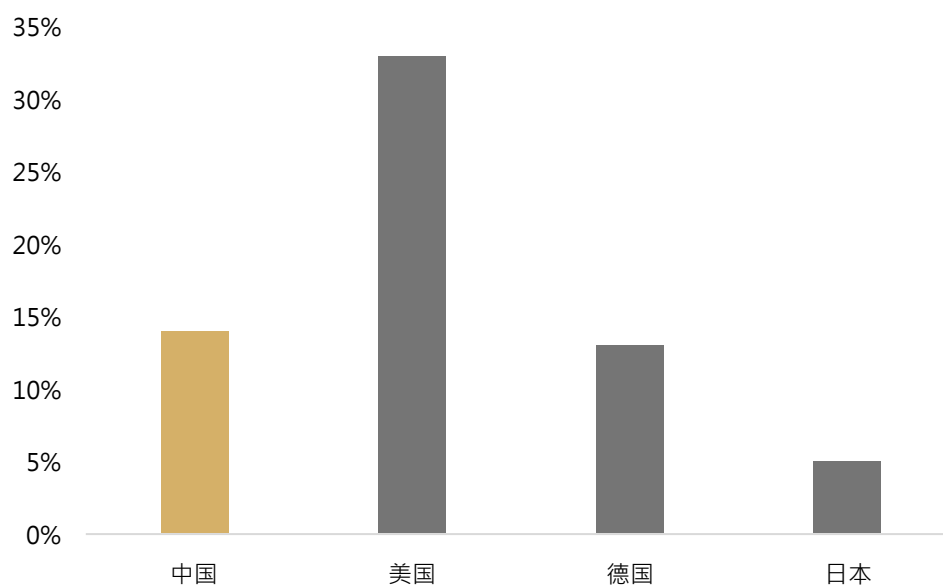
截至 2020 年 6 月 30 日，公司与超过 350 家金融机构就数字金融服务展开合作，包括约 100 家银行，约 170 家资产管理公司及约 90 家保险机构。2019 年，蚂蚁数金科技平台营收规模为 677.84 亿元，占蚂蚁集团总营收的 56.2%。2020 上半年，占比提升至 63.4%。

蚂蚁与别不同的竞争力在于其高质量的客户洞察。蚂蚁与阿里巴巴生态系统在支付、金融、商业、物流、本地生活、商家服务、数字娱乐、到店消费、地图导航等领域所提供的广泛服务，使蚂蚁的平台积累了大量与商业相关的深入洞察。蚂蚁将这些客户洞察应用于整个数字金融价值链来改善客户体验，并增强蚂蚁对金融机构合作伙伴的附加价值。在**信贷领域**，在智能商业决策系统支持下，蚂蚁传递贷款需求，由金融机构进行独立的信贷决策和贷款发放。对于这些金融机构而言，蚂蚁的技术和客户洞察帮助他们扩张业务规模、同时保持良好的成本效益，而蚂蚁的动态风险管理解决方案则在用户获取、贷款核准和贷款监测过程中帮助他们提升效率和效益。在**理财领域**，蚂蚁的人工智能技术可通过投资者风险评估进行智能匹配。在**保险领域**，蚂蚁基于动态风险管理系统和**技术**，研发反欺诈的技术手段，从而将支付资损率水平维持在业内最低之列。

► 行业机遇- 中国消费信贷行业的增长

2019 年中国消费信贷余额规模达到 13 万亿元，随着消费者消费水平的提高和使用信贷进行消费的意愿日益提升，预计行业规模将持续增长。截至 2019 年底，超过 18 岁的中国人口有 75% 尚未拥有信用卡。同时，中国消费信贷余额占现金及存款规模的比重为 14%，而美国则为 33%。

图 7：消费信贷余额占现金及存款规模的比重



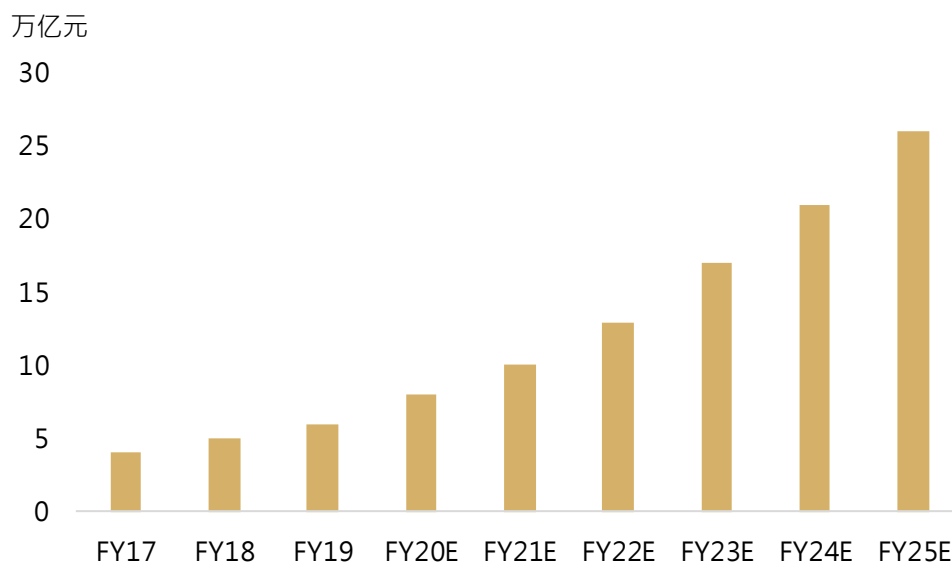
资料来源：奥纬咨询、宝新整合

在线消费信贷指整个贷款流程均通过在线或移动端完成的信贷。中国的在线消费信贷规模在 2019 年达到 6 万亿元，预计在 2025 年将达到 19 万亿元，2019 年至 2025 年间年均复合增长率达到 20.4%，主要受到数据技术更为广泛的应用所驱动。

➤ 行业机遇- 中国小微经营者信贷行业的增长

2019年中国小微企业对GDP的贡献率达到60%，对中国经济的重要性与日俱增，但仍存在大量未被满足的信贷需求，特别是缺乏信用记录的小微经营者，其信贷余额规模仅占企业贷款总余额的32%。2019年中国单笔金额低于50万元的小微经营者信贷余额为6万亿元，预计将增长至2025年的26万亿元，期间年均复合增长率达到27.2%。在线小微经营者信贷是指整个贷款流程均为在线完成的信贷。中国单笔金额低于50万元的在线小微经营者信贷在2019年底整体余额规模达到2万亿元，得益于数字化技术的广泛应用和更适合小微经营者的信贷产品的发展，该市场规模预计到2025年可达到16万亿元，2019年至2025年间年均复合增长率为40.8%。

图8：中国单笔金额低于50万元的小微经营者贷款余额



资料来源：奥纬咨询、宝新整合

➤ 行业机遇- 中国理财行业的增长

随着居民家庭财富持续增长和对于进阶资产配置需求日益提升，中国居民的现金和活期存款正向更多元化的理财投资逐步转化。中国个人可投资资产规模（个人可投资资产是指剔除房产投资的可投资金融资产）预计将从2019年的160万亿元增长至2025年的287万亿元，期间年均复合增长率为10.3%。

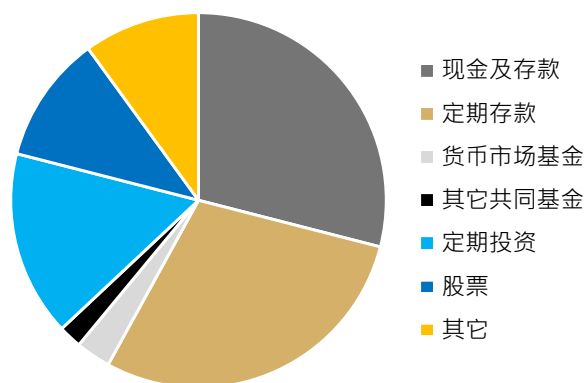
图9：中国个人可投资资产



资料来源：奥纬咨询、宝新整合

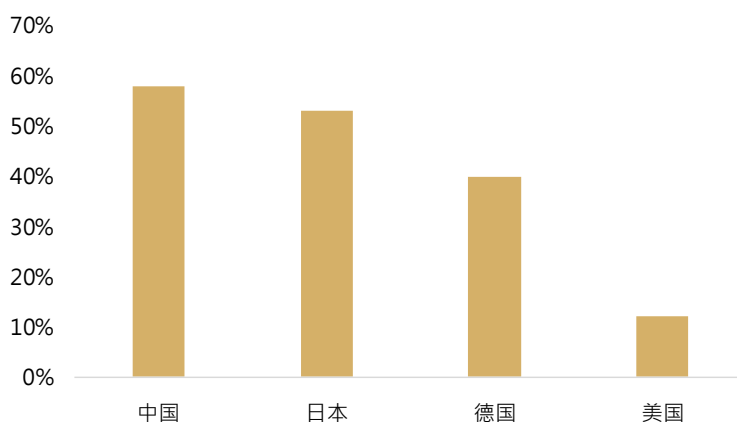
截至2019年底，中国个人可投资资产总规模中，除现金及存款外的资产占比42%，而美国这一比例为88%，未来中国除现金及存款外资产的占比预计将持续增加。

图10：中国个人可投资资产构成



资料来源：奥纬咨询、宝新整合

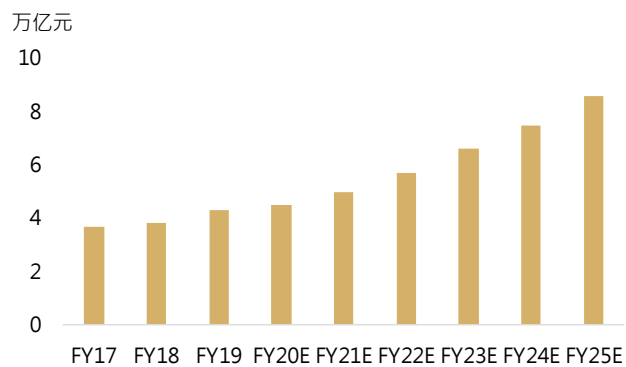
图11：现金及存款占个人可投资资产的比例



➤ 行业机遇- 中国保险行业的增长

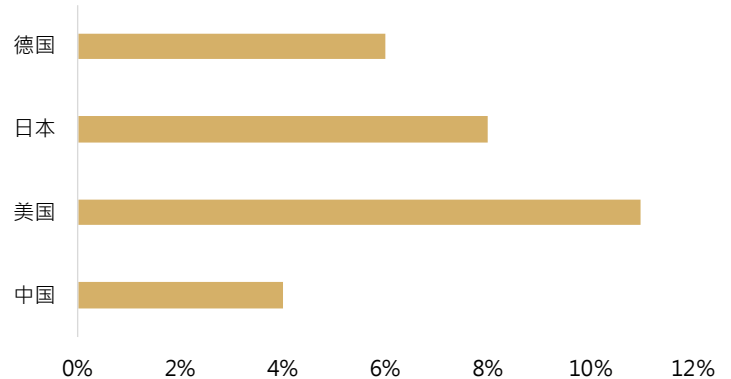
受中国居民对于人寿、健康及财产等方面保障需求提升的驱动，中国保险保费规模（包括寿险、健康险和财险在内）预计将从 2019 年的 4.3 万亿元增长至 2025 年的 8.6 万亿元，期间年均复合增长率为 12.4%。

图 12：中国保险保费规模



资料来源：奥纬咨询、宝新整合

图 13：保险深度



2019 年，中国在线保费规模达到 0.3 万亿元，在数字化技术的驱动下，预计在 2025 年可达到 1.9 万亿元的规模，2019 年至 2025 年间年均复合增长率为 38.1%。

创新业务及其他

蚂蚁集团截至 2019 年 12 月 31 日止全年度创新业务及其他收入达 9.3 亿元，收入占比 0.8%；2020 年上半年创新业务及其他收入达 5.4 亿元，收入占比为 0.8%。蚂蚁积累了包括人工智能、风险管理、安全、区块链、计算及技术基础设施在内的领先技术能力，可靠地支持了蚂蚁生态系统海量的事务处理需求，因此得以保持大规模、高性能、可拓展的处理能力，与此同时还保持了差异化的服务及优质的用户体验。

过去三年蚂蚁的研发费用分别为 47.89 亿、69.03 亿、以及 106.05 亿。同比来看，研发费用在 2018 年同比增长 44.1%，2019 年进一步增长 53.6%。横向来看，2019 年，蚂蚁一家公司的科研投入就达到了所有科创板上市公司的一半。是次上市的募集资金，40%会用于进一步支持创新、科技的投入，可见早前 6 月 22 日，蚂蚁集团改名，从「浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司」变成「蚂蚁科技集团有限公司」，已表明集团往后更看重创新业务的决心。

业务全球化

除中国业务外，蚂蚁也服务商家与消费者在全球范围内进行「全球收、全球付、全球汇」。蚂蚁的理念是运用技术与创新为全球范围内未被服务或未被充分服务的消费者和小微经营者提供可持续的普惠金融服务。蚂蚁主要通过通过与收单机构、本地电子货币包、银行和 ISV 合作来落实这一原则。根据过往发展路径，蚂蚁集团的策略是在世界各地寻找本土公司，以合作形式输出蚂蚁集团的能力。支付宝出海计划已经在五年间拥有了多个境外版本，分别是泰国 TrueMoney、菲律宾 GCash、马来西亚 TnGD (Touch' n Go Digital)、印度尼西亚 DANA、印度 Paytm、巴基斯坦 Easypaisa、孟加拉国国 bKash、韩国 Kakaopay 和中国香港 AlipayHK。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，通过公司平台处理的国际总支付交易规模达 6,219 亿元。

庞大用户量可支撑更高估值

早前有传蚂蚁集团以 2,250 亿美元估值上市，若按去年经调整溢利计，有关估值相当于历史市盈率 64 倍，若蚂蚁下半年维持上半年表现，该估值最新预测市盈率将为 33 倍。全球有多家国际企业的用户人数过亿，目前谷歌、苹果、Facebook 和腾讯的市值均超过 6,000 亿美元。而与支付宝算是对标公司的 PayPal 于 2019 年全年收入为 178 亿美元，活跃账户 3.05 亿。目前 PayPal 的市值逾 2,000 亿美元，历史市盈率约 100 倍。蚂蚁集团的历史市盈率约 64 倍，鉴于单是支付宝已有庞大用户量(截至 6 月底，支付宝月活跃用户 7.11 亿户)，加上蚂蚁集团还有其它正在蓬勃发展的业务，2,250 亿美元的估值算是合理水平。

为何选择现时以 A+H 上市?

在科创板推出之前，内地的上市条件还不适合蚂蚁集团这类型的公司。现在内地市场上市和监管制度逐渐完善，并有着中芯等成功案例，加上新经济股近年屡创新高，现在是蚂蚁在内地二级市场发展的机遇。至于为什么会选择 A+H 同时上市，除了因香港市场具国际化及流动性外，而且自 2018 年港交所宣布允许同股不同权和尚未盈利的公司上市，改革令香港市场吸引力再度提升，同时，蚂蚁集团体量较大，估值 2,250 亿美元，计划在二级市场募资高达 300 亿美元，无疑是今年全球上市体量最大规模的 IPO 之一。而去年全年计港股市场募资总额为 404 亿美元，科创板募资总额 824 亿元 (约 115 亿美元)，两个市场加起来才能支持蚂蚁的募资预期。

■ 4.2 拼多多

如本报告第二部份所言，港股市场一向对中概股有吸引力，原因如下：一) 港交所 2018 年 4 月发布新规，放开了对「同股不同权」和 VIE 架构的限制，扫清了制度障碍，缩短上市时间；二) 获国际机构和资本认可；三) 近年中概股在美国市场遭多次狙击，而香港市场更了解中国企业，能使其得到更好的估值，获得更多流动性和融资机会；四) 中美关系不确定性增加，但在美上市的公司股权结构复杂、外资股东占比较高的中概股私有化退市成本高。因此即便拼多多发言澄清，市场依旧对其回港上市有相当憧憬。加上拼多多「百亿补贴」持续多年，面对着阿里巴巴及京东的竞争，公司长远有资金需求。

拼多多优势与机遇

电商行业发展多年，市场条件稳定成熟。龙头电商平台占据了主要市场，既有以淘宝、京东为代表的综合电商平台，也有蘑菇街、蜜芽宝贝等对手。但拼多多用了短短四年时间，在电商红海中突出重围，使市场再度风起云涌。

➤ 透过低成本引流+直连工厂，实现价格优势

拼多多的价格优势主要通过 C2M 的商业模式实现。不同于传统电商提供搜索框让消费者自行寻找需要的商品进行购买，拼多多通过 app 内社交拼团，短时间内促成大规模订单，变相让工厂可透过大规模、稳定的订单形成规模效益。对于商家来说，虽然价格低，但订单量巨大，可以实现薄利多销。

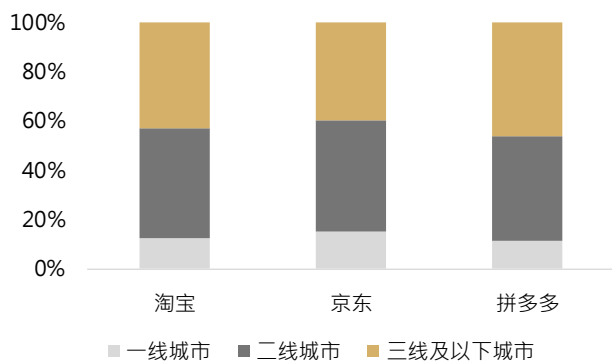
➤ 背靠腾讯支持

除了强劲的业绩增长，腾讯支持的概念也是拼多多股价长期造好的原因。早在拼多多上市前，腾讯已经参与了其 B、C 和 D 轮的融资；上市以后亦继续增持，成为拼多多第二大股东。

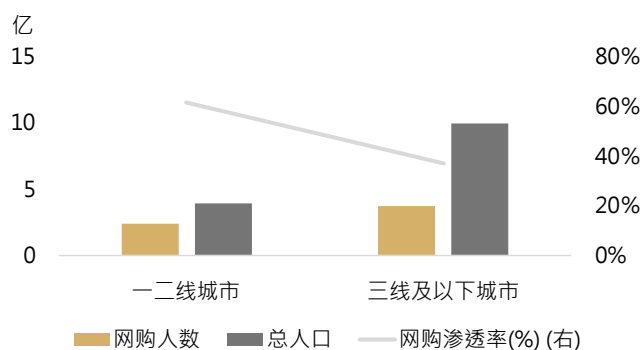
➤ 用户和销售增长强劲

随着中国经济发展和城镇化加快，越来越多的三四线城市和农村地区用户开始使用互联网和智能型手机，网民规模和互联网普及率持续提升。拼多多打着低价电商的旗号诞生，成功抢占那些曾被电商龙头们忽略的下沉市场，赢得了尚未被挖掘的流量红利。

低线城市价格敏感型消费者规模巨大：对比一二线城市，三线及以下城市人口规模庞大且网络购物的渗透率相对较低，未来还有巨大的增长空间，而拼多多正正是以下沉市场作目标。

图 14：2018 年三大电商平台用户城市层级分布


资料来源：iResearch、宝新整合

图 15：2018 年中国不同城市层级网购渗透率


资料来源：iResearch、宝新整合

拼团模式成功降低获客成本：拼购类社交电商在产品设计上以「多实惠、多乐趣」为导向，在用户购物过程中加入众多社交和娱乐环节，用户需要深度参与才能获得最大优惠力度，此模式对于收入水平相对较低、闲暇时间相对较多、对商品价格敏感度更高的三线及以下城市用户吸引力巨大。用户为了获得更多奖励与优惠频繁参与各类活动并乐于分享给他人，用户对平台的依赖及用户周围人群的参与度进一步加强。丰富的玩法设置提升了平台的用户粘性与转化效率，降低获客成本。

图 16：2019 年拼购类社交电商用户激励方式

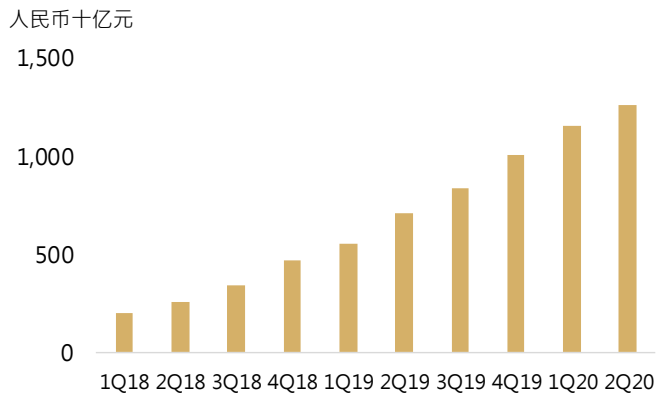

资料来源：iResearch、宝新整合

营运表现持续向好：

- 于 2020 年第二季，12 个月 GMV 达 12,687 亿元人民币，同比增长 79%
- 活跃买家达 6.83 亿人，同比增长 41%；月活跃用户数达 5.69 亿人，同比增长 55%
- 活跃买家平均年消费金额提升至 1,857 元，同比增长 27%

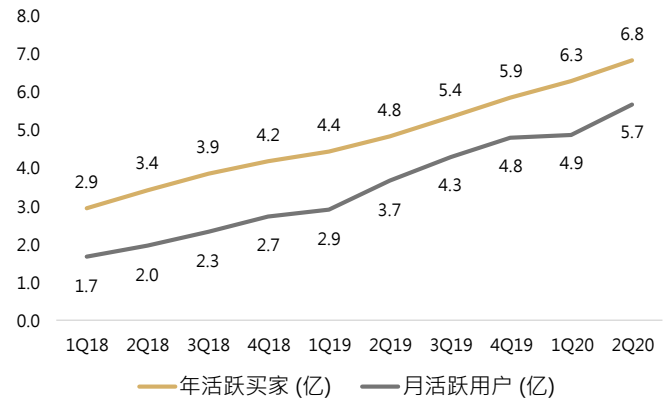
拼多多透过低价定位，造就了拼团模式下的裂变增长，其「社交+电商」模式让它在短时间内突围而出。

图 17：12 个月 GMV



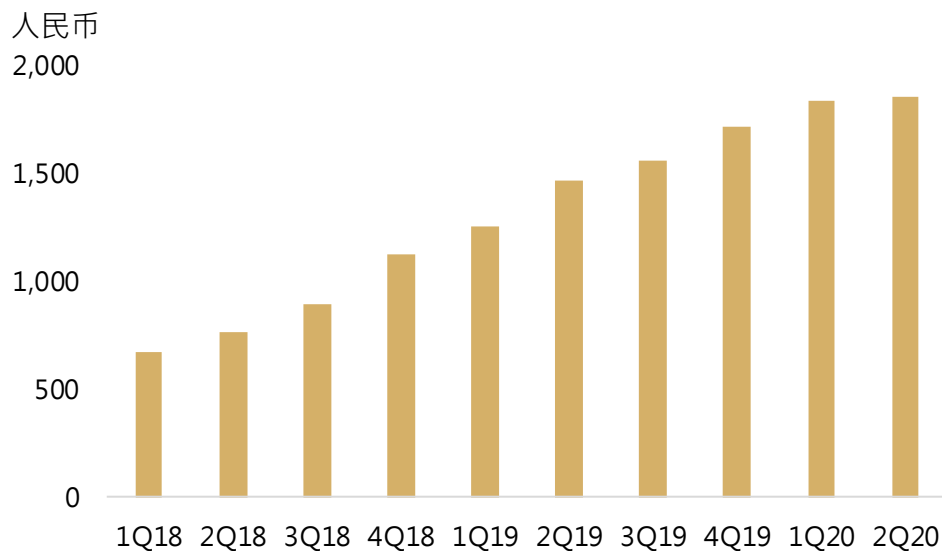
资料来源：拼多多、宝新整合

图 18：用户人数



资料来源：拼多多、宝新整合

图 19：活跃买家平均年消费金额



资料来源：拼多多、宝新整合

第二上市之可能性

自从爆发新冠肺炎，全球经济受到冲击，多个行业营收大跌，人们足不出户对抗病毒。不过，是次疫情反而带动了个别行业，当中包括网上医疗、外卖平台，以及拼多多在内的电商行业，单看美团于3月至今的股价走势就明白。这段时间，人们开始依赖电商直送上门的方便，甚至一些以前从来没有接触网购的人都培养了新的习惯。

虽然拼多多公开澄清未有第二上市计划，但对于公司来说上市集资有一定吸引力。拼多多创立以来走的是「烧钱」模式，以补贴换取市场份额，虽然各项指标高速增长，但仍未能转化成盈利。虽然拼多多账面上有367亿人民币现金，似乎还能够补贴很多个季度。但是如果拼多多的亏损持续增长，对公司现金流会有一定压力。

考虑到疫情给电商行业带来的风口，拼多多抓住这个时间节点上市是最好的选择，有利于公司更好地融资，缓解资金压力并能支持公司持续上升的营销开支。而现时港股交投畅旺，加上新经济股能得到高估值，此时此刻第二上市对集团有利。

拼多多面对的风险或威胁

➤ 电商行业竞争激烈

阿里巴巴推出淘宝特价版，希望在布局慢了一步的下沉市场分一杯羹。电商平台行业竞争激烈，尤其是面对阿里巴巴这种资本充裕，业务发展成生态圈的公司，拼多多必须整固自身优点以抵御攻势。阿里巴巴能够通过引流和品牌效应吸引现有客户使用「特价版」，对拼多多构成重大威胁。

➤ 高风险业务模式

如上所述，盈利问题一直是市场质疑拼多多的一大要点。对于拼多多来说，当日后用户和商户粘性够高时，补贴力度可以下降，从而提高盈利水平，但这个构想暂未实现，还需要用更多的季度甚至年度去验证。

➤ 营销增速或放缓

拼多多风险也包括社交流量红利见顶，以致用户增长停滞和营收增速放缓；平台低价的形象固化，难以提升客单价；而且相对龙头阿里巴巴来说亦缺少物流、金融等竞争壁垒，估值能否长期维持高水平可受质疑。

■ 4.3 数据中心——万国数据/世纪互联

万国/世纪寻求二次上市

彭博社于 6 月 22 日引述知情人消息，在纳斯达克交易所上市的万国数据 (GDS) 正在寻求在港二次上市，最快今年内挂牌上市，预计筹资 10 亿美元 (约 78 亿港元)。知情人士称，这家总部位于上海的数据中心公司正与投资银行商讨 IPO 上市细节，但强调相关磋商仍然处于早期阶段，上市时间和规模仍存变量。

彭博社于 6 月 29 日引述消息人士透露，在纳斯达克上市的世纪互联 (VNET) 有意回归港股上市，有机会筹集数亿美元资金。惟消息人士称，目前世纪互联尚未就上市规模和时间安排定案。世纪互联发言人对市场的猜测不予置评。

虽然有关万国数据与世纪互联回港第二上市的消息仅为市场猜测，但这两家中国第三方数据中心运营商最近在资本市场十分活跃。万国数据在 6 月 22 日宣布，高瓴资本和 ST Telemedia 已同意通过定向增发方式，对万国数据进行 5.05 亿美元的股权投资，募集资金将用于数据中心的建设与收购。同日，世纪互联官网宣布，公司获得黑石集团 (Blackstone) 旗下资金 1.5 亿美元投资。此次战略投资和入股，充分展现机构投资者对 IDC 行业的信心，为两家公司未来回港上市融资打上一剂「强心针」。

公司简介

➤ 万国数据

万国数据是第三方数据中心运营商和服务商，主要为客户提供托管和管理服务。公司成立于 2001 年，自成立至今专注于第三方独立数据中心业务，2016 年于美国纳斯达克上市，目前成为国内领先的高性能数据中心和 IT 基础设施服务的提供商之一。万国数据的数据中心面积领先中国竞争对手，是中国第三方 IDC 服务商的龙头。截止 2019 年底，运营中的总机房面积达到 26 万平方米，同比增长 41%；自建数据中心接近 50 座，在建面积接近 9 万平方米，同比增长 38%。2019 年万国数据录得净收入 41.2 亿人民币，同比增长 48%。由于万国数据处于快速增长的阶段，产生的折旧摊销与利息费用较高，公司于 2019 年年底亏损 4.4 亿人民币，经调整后的 EBITDA 为 18.2 亿人民币，同比增长 74%。

➤ 世纪互联

世纪互联是中国领先的第三方数据中心运营商之一，致力于提供网络空间基础设施服务。成立于 1996 年，世纪互联于 1999 年建成中国第一家运营商级互联网数据中心 (IDC)，并于 2011 年赴纳斯达克上市。世纪互联拥有包括美团、爱奇艺、58 同城在内 5,000 家企业客户，客户来源较为分散，2019 年前五大客户仅贡献净收入的 22%。截止 2019 年年底，世纪互联共有 77 座数据中心，较 2018 年的 58 座和 2017 年的 57 座有所增加。据年报披露，2019 年世纪互联净收入为 37.9 亿人民币，同比增长 11.4%。与万国数据的情况相似，截止 2019 年底世纪互联仍处于亏损状态。

行业简介

IDC 全称为互联网数据中心，是容纳大量服务器与辅助组件的场所。IDC 企业利用相应的机房设施，以外包出租的方式向互联网公司提供放置、代理维护和管理等基础设施服务，同时也会提供数据库、服务器等设备及其储存空间的出租等服务。IDC 机房主要组成部分包括服务器、电力系统、冷却散热等设施，折旧费与电费也因此成为 IDC 公司主要成本。**在大数据和云计算的时代，IDC 是互联网产业的基础设施**，为产业链下游企业提供数据储存与传输服务。由于机房所处地理位置会影响数据传输速度，同时耗电量较大，IDC 公司通常将机房布局在一二线城市外围，以满足传输速度和对电力的需求。机房的地理位置与提供的服务质量和成本息息相关，这种区位性使得 **IDC 公司商业模式与商业地产十分类似**。

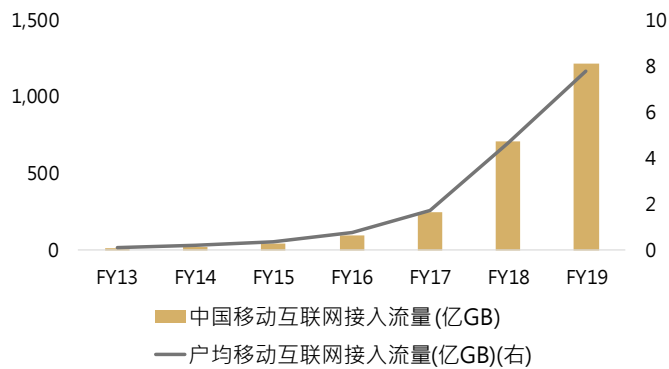
IDC 产业链上游以土地建设、设备生产商为主，下游客户主要为云计算厂商。云计算厂商主要通过虚拟化基础设施，为客户提供灵活的算力与储存资源。云计算按需分配的算力/储存资源，则是由 IDC 机房提供。

类似商业地产，IDC 公司的生命周期包括三个阶段：1) **导入期，突破资金准入壁垒**。IDC 行业属于重资产行业，有资金、资源、技术密集型的特点，发展前期的企业需要大量资金投入机房建设、设施购买，以及后续经营的人力成本、电费支出。因此，持续强劲的融资能力、较低的融资成本、健康的融资结构，成为导入期企业得以成长的必要条件；2) **生存期，运营成本高企，业绩需快速增长**。公司在生存期的盈利能力由成本管控能力和获客能力共同决定。其中，折旧、电费、带宽是 IDC 公司主要成本，折旧费用是公司扩张所带来的必然费用，较难管控。IDC 公司可以通过提升电力资源利用率（即 PUE），并提高带宽利用率，来减少电费与带宽成本。处于生存期的企业同时需要快速获客，实现营收高速增长，以缓解成本端压力；3) **收获期，通过并购实现扩张**。以国际龙头 Equinix 为例，Equinix 近几年完成了对 Verizon 部分数据中心、Informart Dallas 等收购，巩固龙头地位。目前万国数据与世纪互联处于生存期向收获期过渡的阶段，随着中国 IDC 行业逐步发展，两家公司有望追赶 Equinix 成为国际领先的第三方 IDC 供应商。

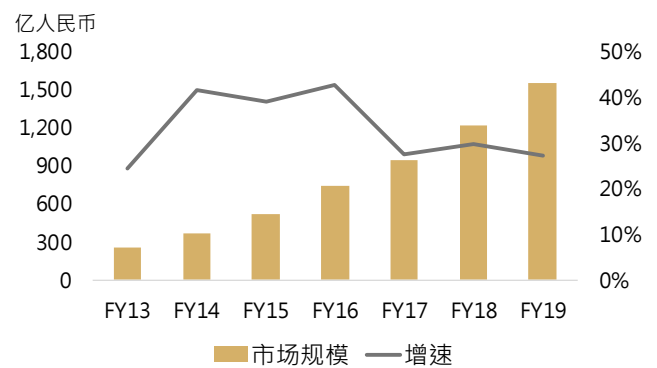
中国 IDC 行业亮点

➤ 行业需求持续旺盛

IDC 作为数据储存、云计算服务等互联网产业的基础设施，其发展增长与互联网技术迭代更新息息相关。得益于 5G、大数据、云计算等互联网新兴产业和技术，中国互联网流量呈现指数级的增长。据工信部统计，2019 年中国移动互联网接入流量达到 1,220 亿 GB，同比增长 71.6%。互联网流量的急速增长，是国内 IDC 企业得以迅猛发展的最根本原因。2019 年中国 IDC 市场规模达到 1,563 亿人民币，同比增长 27%。虽然行业处于高速增长态势，但受限于机房开发建设速度，IDC 行业只能以「线型增长」，和流量的「指数增长」出现错配，导致 IDC 基础设施长期供不应求。2013 至 2019 期间，IDC 市场规模复合增长率为 36%，远远落后中国移动互联网接入流量 6 年复合增长率（114%）。

图 20：中国移动互联网接入流量呈指数型增长


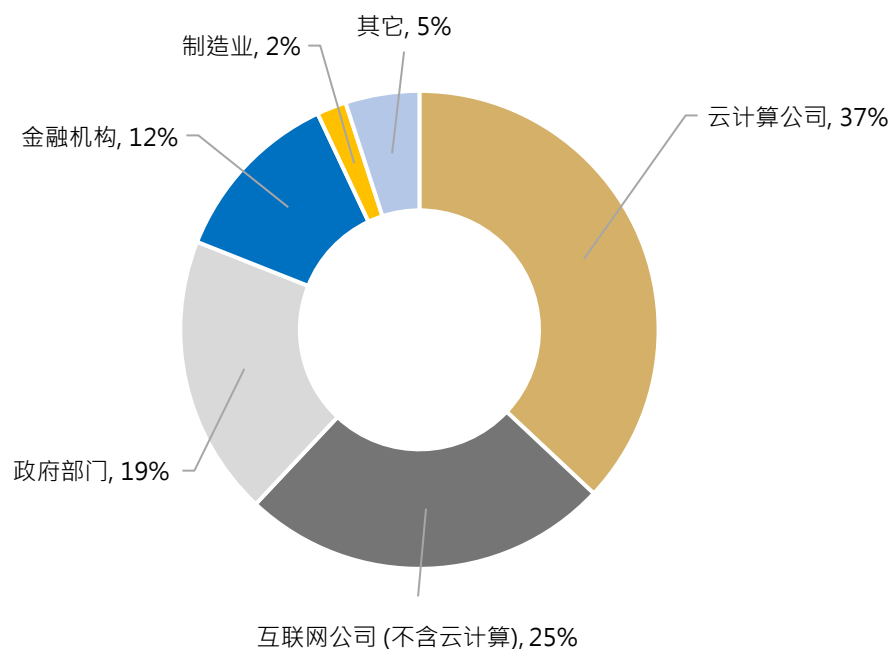
资料来源：工信部、宝新整合

图 21：中国 IDC 市场规模


资料来源：IDC 圈、宝新整合

➤ 中国云计算行业快速发展，进一步推动数据中心需求

云计算是数据中心等互联网基础设施的需求大户，据中数盟数据显示，云计算公司占 IDC 行业下游客户比重最大，达到 37%。随着阿里巴巴、腾讯、中国电信等互联网通讯巨头积极布局云计算业务，云计算市场规模持续爆发。我们认为，云计算巨头未来高速发展，产生大量算力和储存资源外包服务的需求，我国 IDC 行业将会长期景气。

图 22：云计算公司为 IDC 行业主要客户


资料来源：中数盟、宝新整合

➤ 「新基建」时代下，IDC 企业获政策大力扶持

当前在国家推行「新基建」的政策背景下，作为互联网产业的基石，中国 IDC 行业有望获得政策红利。2020 年 3 月，中国政府阐述「新基建」定义，首次明确数据中心作为新基建七大重要领域之一的地位。国家重点打造数据中心园区，其中河北张北、贵州贵安、江苏南通等 8 个数据中心产业园区入选工信部国家新型工业化产业示范基地。另一方面，由于一线城市用地、电力供应紧张，政府对数据中心审批趋严。目前，中国主要城市都对 IDC 有严格的能耗限制。北上广深等一线城市对新建数据中心的 PUE (Power Usage Effectiveness) 提出高要求，促使 IDC 企业提高能源利用率。

我们认为，数据中心作为新基建的重要领域，对国家有重大的战略意义，IDC 产业将获国家政策大力支持，享受政策红利。同时，趋严的政策有助于行业优胜劣汰，具有先发优势和科研优势的龙头企业有望进一步扩大市场规模。

➤ 第三方 IDC 投资目标稀缺性

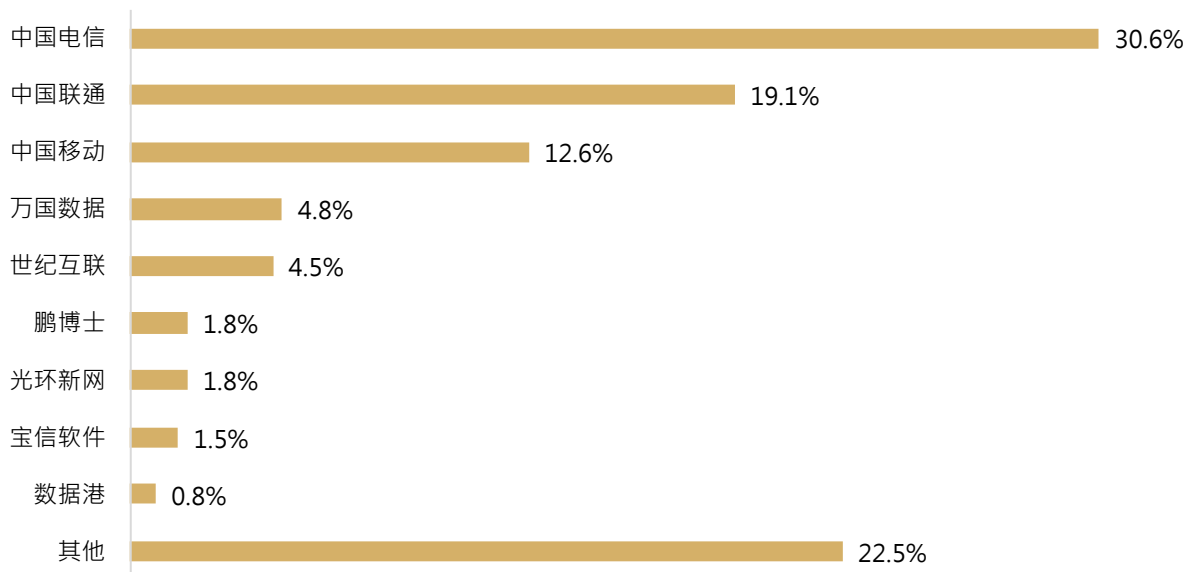
IDC 行业属于重资产行业，对企业资金、资源和技术能力要求较高。中国第三方 IDC 上市企业较少，其中在港上市仅新意网一家。我们认为，若万国数据与世纪互联能够回港上市，投资者将会根据目标稀缺性给予两只股票较高估值。

万国数据、世纪互联面对的风险或威胁 --- 在规模及盈利能力与国际龙头仍有差距

➤ 中国 IDC 行业竞争激烈，市场头部被「三电」霸占

就市场规模而言，基础电信运营商 (中国电信、中国联通、中国移动) 长期以来占据中国 IDC 行业较大比重。信通院数据显示，「三电」的市场份额总计达到 62.3%，领先于第三方 IDC 公司。电信运营商有充足的带宽资源和丰富的下游客户资源，其雄厚资金和业务能力足以支撑完整的云计算产业链。5G 时代来临，电信运营商积极布局基础设施，加速建设数据中心，以满足自身业务的流量需求。以中国移动为例，中国移动在贵州、湖南等地大力兴建大型数据中心，累积投资近 200 亿人民币。

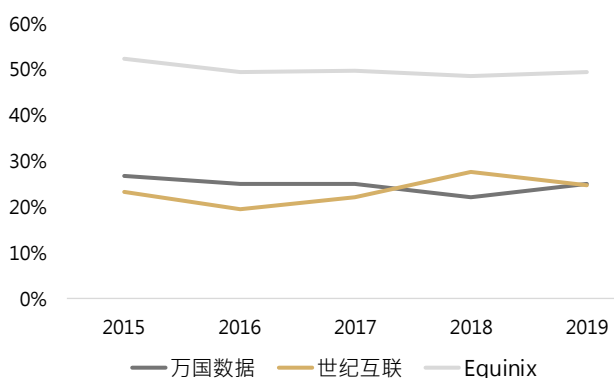
虽然基础电信运营商拥有资源、资金及技术等天然优势，但第三方 IDC 提供商仍可以通过差异化经营实现突围。电信运营商建造的数据中心多为自用，在区域规划方面需要匹配公司自身网络覆盖的实际情况，灵活性较低。而云厂商对 IDC 供货商的预期一般讲究深度的客制化服务，电信运营商在这方面难以匹配云厂商的需求。我们认为，即使现时万国数据与世纪互联相较「三电」处于劣势，这两家第三方 IDC 龙头也可以通过加大资本支出与提供差异化服务，匹配云厂商对数据中心爆发式增长的需求，从而实现突围。

图 23：中国 IDC 行业市场份额


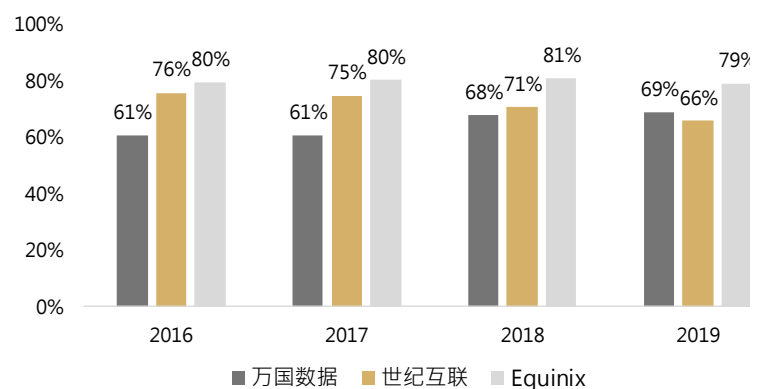
资料来源：中国信通院、ODDC、宝新整合

➤ 对标国外龙头 Equinix，万国数据/世纪互联盈利能力有待提高

根据公司财报显示，2015 至 2019 年万国数据与世纪互联毛利率稳定在 20-30% 的区间，但相较国际龙头 Equinix 的 50% 毛利率仍然有一倍以上的提升空间。我们认为主要原因有：1) 万国数据与世纪互联处于高速增长期，订单获取速度慢于数据中心建设速度，导致数据中心上架率低。未投入运营的设备产生折旧、电力等费用，从而拉低毛利率；2) Equinix 拥有全球尖端科技，客户粘性高。以数据中心运行的稳定性角度来说，Equinix 数据中心正常运营时间达到 99.9999%，高出美国 T1A-942 最高标准 (99.995%) 接近 50 倍。这意味着 Equinix 数据中心一年内仅有不超过 30 秒的非正常运行。世界领先的稳定性使得 Equinix 积累大批客户并实现高用户粘性，这也让 Equinix 对客户有较高议价能力，从而提升毛利率。

图 24：万国数据与世纪互联毛利率


资料来源：公司公告、宝新整合

图 25：万国数据与世纪互联上架率


资料来源：公司公告、宝新整合

■ 4.4 微医

市传 2021 年初来港上市

路透旗下 IFR 最近引述消息人士报道，腾讯有份投资的互联网医疗初创公司微医，将推迟香港上市计划至 2021 年初，并有意先进行 3 亿美元（约 23.2 亿港元）的私人融资。微医原预计 2020 年下半年上市，消息人士透露，由于公司重组业务需时，暂料最快明年 1 月提交上市申请。是次重组或将公司部分业务排除在上市计划以外，如代理业务，以及包含敏感信息和政府数据的部门。微医冀最终上市时，能争取估值 100 亿美元（约 780 亿港元），较公司对一上轮融资估值 55 亿美元，多出 45 亿美元或 81.2%。

公司背景

截至 2020 年 3 月，微医拥有 12 家实体医疗机构和 22 家互联网医院，连接了全国 7,200 多家医院，24 万余名医生和超过 2 亿用户。在 2018 年时，微医创始人廖杰远曾表示，上市是公司的战略发展方向，从业务类型来看，微医旗下医疗、医药、医保三个板块的 HMO (Health Maintenance Organization，健康维护组织) 业务有机会在港上市，微医云则有机会在内地上市。

微医成立于 2010 年，前身为挂号网，为医院提供预约挂号等就医流程优化服务。从挂号起步，微医逐渐向以互联网医院为基础的在线问诊等模式转型。2015 年 12 月，微医创建了全国首家互联网医院——乌镇互联网医院，并推出「睿医智能医生」等智能医疗产品体系。经过多年时间，微医从最初的预约挂号和导医业务，陆续开拓了互联网医院、全科诊所、健康商城、商业保险和微医云等业务线，形成了自成死循环的体系。

图 26：微医界面



资料来源：微医、宝新整合

微医经历了 3 个成长阶段，第一个阶段是供给侧布局，连接全国重点医院，聚集数十万专家医生，搭建起医疗资源网络；第二阶段是家庭侧需求端连接，共连接来自 3,800 万家庭的逾亿患者；第三个阶段就是布局智能化。目前，微医旗下已形成了微医疗、微医药、微医保和微医云四大业务板块。微医的「微医云」已经连接全国 30 个省市区的 2,700 家医院，覆盖超过 70% 的三级医院；协助全国 100 多家医院建设互联网医联体，连接起了 1,200 多家医联体成员单位和 6,000 多个基层卫生网点。

连接 B 端、C 端及 G 端

微医在 B 端、C 端及 G 端均有布局。在 C 端，微医依托微医医生资源，打通从诊断到选药再到送货到家的全服务链，同时早已开展了互联网保险业务，例如与众安保险多年前设计了「门诊险」，该保险以家庭为单位，3 人起保，每人每年 365 元，最高保额 5,000 元，投保用户不仅可以享受到全天时、个性化的专属责任医生服务，覆盖 10 大专科 100 余个亚专科的在线门诊和药品服务，而且费用结算只需自付 40%，剩余 60% 由商业保险直接支付。在 B 及 G 端，微医通过搭建的智能医疗云平台——微医云进行探索，依托互联网、大数据和人工智能等技术，为政府、医院、医疗机构和企业等用户，提供包括人口健康信息平台在内的解决方案。微医也正在与政府合作建设互联网医院。

在科技上的突破

微医在信息技术和医疗 AI 上作出了重大投入。目前，微医拥有分别针对中、西医的智能诊疗系统-睿医智能医生和华佗智能医生。睿医智能医生在肺小结节、糖尿病、宫颈癌筛查等十余个专科领域已实现关键突破，当中，宫颈癌筛查准确率、敏感度超过临床医生；糖尿病视网膜病变 2 分类的大部分数据集特异性达 99%、敏感度达 95%。中医智能医疗应用的华佗智能医生则以中医辨证论治为核心，将中医名医、名方经验凝聚成一套中医人工智能诊疗应用。如今，微医的「云端、智能、终端」体系已经成型，并持续推动以技术为驱动的医疗、保险、医药生态建设，构建中国的 HMO。

互联网医疗行业的优势与机遇

➤ 疫情间接加快在线医疗普及化

自新冠疫情爆发，社会对互联网医疗保健的需求不断提升。疫情期间，微医互联网总医院为全国，尤其是武汉、黄冈等核心疫情地区用户，提供在线咨询、心理救助、在线复诊、医保用药和防疫科普等服务，截至 6 月中旬，累计访问量近 1.6 亿，免费咨询人次超 200 万。公开数据显示，疫情期间，无论是国家卫健委属管医院互联网诊疗在线问诊量，以及第三方互联网服务平台诊疗咨询量，都比往年增长逾 17 倍。疫情间接让市民有机会体验到互联网医疗的服务。

➤ 政策红利

国家医保局、国家卫健委于 2 月份发布《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，提出将符合条件的「互联网+」医疗服务费用纳入医保支付范围。

表 8：「互联网+」医疗的相关政策

时间	主要内容
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> - 《互联网诊疗管理办法（试行）》 - 医疗机构在线诊疗时，医师应当掌握患者病历数据，确定患者在实体医疗机构明确诊断为某种病后，才可针对相同诊断进行复诊。
2019 年 9 月	<ul style="list-style-type: none"> - 《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》 - 项目政策按医疗机构经营性质分类管理：公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，主要实行政府调节。非公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，价格实行市场调节。 - 经审批的非公立医疗机构可自行设立医疗服务价格项目 - 属于全新内容的「互联网+」并执行政府调节价格的基本医疗服务，由省级医疗保障部门按照规定，综合考虑临床价值、价格水平、医保支付能力等因素，确定是否纳入医保支付范围。
2020 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> - 《在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》 - 各省级卫生健康行政部门要统一建立全省的互联网医疗服务平台和新型冠状病毒肺炎防控服务管理平台
2020 年 3 月	<ul style="list-style-type: none"> - 《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》：常见病、慢性病患者在互联网医疗机构复诊可纳入医保基金支付范围 - 医保部门加强与互联网医疗机构等的合作，诊疗费和药费医保负担部分在线直接结算，参保人如同在实体医院刷卡购药一样，仅需负担自付部分 - 医保支付的“互联网+”医疗服务范围、条件、收费和结算标准、支付方式、总额指标管理以及医疗行为监管、处方审核标准等项目，应该清楚在协议中说明。 - 下一步，国家医保局将会同国家卫生健康委，密切关注指导、及时总结各地的做法，将更多符合条件的「互联网+医疗服务」纳入医保支付范围，支持定点医药机构提供「不见面」就医购药服务。

资料来源：政府文件、宝新整合

微医全球抗疫平台上线后，获 170 多个中国驻外使领馆官方推介，得到世界卫生组织、哈佛大学公共卫生学院等机构的广泛赞誉。微医数字健康服务成为疫情防控中的「空中主力」，受到国家卫健委等主管部门的关注。可预示疫情过后，政府对互联网医疗行业的发展将予以更大的肯定及支持。

微医过往的融资历程

此前，微医已经经历过多轮融资，A 轮，2012 年 1 月，晨兴创投、风和投资共同投资 2,200 万美元；B 轮，2014 年 10 月，腾讯领投，复星资本、晨兴创投、启明创投共同投资 1.064 亿美元；C 轮，2015 年 9 月，国开金融、腾讯、复星医药等共同投资 3.94 亿美元，而同期，挂号网正式更名微医；2018 年 5 月 9 日，由友邦保险控股有限公司和新创建集团有限公司战略领投，以及中投中财基金管理有限公司在内的新老股东参与投资，微医 Pre-IPO 融资总额高达 5 亿美元，刷新中国医疗健康科技行业上市前的融资纪录。该笔 5 亿美元的融资用于继续搭建优质的医疗网络资源，布局人工智能、智能健康终端等发展。由于今次香港 IPO 较原计划延迟，微医正在考虑在上市前通过私人融资筹集约 3 亿美元（约 22.5 亿港元）。目前行业发展空间庞大，预料上市有助微医拓展海外市场，以微医医联体为纽带，与香港、东南亚连锁医院等进行合作。

表 9：微医融资历程

时间	融资金额	轮次	估值	投资方
2012 年 1 月	2,200 万人民币	A 轮	/	晨兴资本、风和投资
2014 年 10 月	1.064 亿美元	B 轮	/	腾讯投资、复星锐正资本、晨兴资本、启明创投
2015 年 9 月	3.94 亿美元	C 轮	19.7 亿美元	复星医药、高瓴资本、国开金融、高盛、Great Health Investments Ltd、腾讯投资、联新投资、汉富资本
2018 年 5 月	5 亿美元	Pre-IPO	55.56 亿美元	友邦保险、新创建集团、中投中财基金、老股东

资料来源：天眼查、宝新整合

高估值受市场气氛支持

阿里健康/ 平安好医生年初至今涨幅不少，分别至最高 24.5 港元及 135 港元，涨幅分别高达 172% 及 137%。利好政策对互联网医疗行业的影响直接体现在互联网医疗企业的估值上。考虑到阿里健康/ 平安好医生目前超过 300 亿及 150 亿美元的高估值以及疫情给互联网医疗带来的风口，微医抓住这个时间节点上市是最好的选择，有利于公司更好地融资，获得用于发展的资金，能够拓展海外平台，更好地发挥品牌效应，做好医疗服务。

微医面对的风险或威胁

➤ 行业盈利模式仍受质疑

参考已上市互联网医疗企业披露的财报数据，2020 年阿里健康亏损额收窄至 1,569.6 万元，但仍处于亏损状态；同时，2020 年平安好医生亏损 7.47 亿元人民币，证明互联网医疗如何才能实现盈利依然是该行业需要面对的议题。

➤ 行业竞争激烈

同业的阿里健康背靠阿里系，平安好医生则可背靠平安集团，两者具备大量的用户流量，前者在商城业务具先天优势，后者的「私家医生」及「就医 360」服务深受欢迎，除此之外，微医还面对着好大夫、春雨医生、丁香园等平台的竞争，令市场推广开支需维持高位，同时对服务定价也产生了局限，为未来盈利能力带来不确定性。

■ 4.5 滴滴出行

市传滴滴出行赴港上市

7月20日传出内地网约车龙头滴滴出行计划最快年内赴港上市募资，目标估值超过6,000亿港元（800亿美元），有望成为2020年香港市场最大规模的IPO项目之一。

公司背景

滴滴出行是一站式移动出行和生活平台，在亚洲、拉美和澳洲为超过5.5亿用户提供出租车、快车、专车、代驾、外卖等多元化的服务。根据威尔森研究数据，截止2019年9月，滴滴出行占据中国网约车91%的市场份额，是中国网约车行业绝对龙头。

滴滴出行核心业务为网约车，采用互联网平台的商业模式，构建司机和乘客之间的O2O平台，并从每笔交易中抽成。作为网约车平台，流量导入及规模将会直接影响GMV(交易总额)，从而影响平台的抽成收入。易观千帆调查报告显示，2019年12月城市网约车市场手机应用活跃用户规模榜单中，滴滴出行活跃人数达到9,260万人次，远超第二名的嘀嗒出行将近9倍，显示滴滴出行拥有流量壁垒。同时，在今年5月份，滴滴总裁柳青在接受CNBC采访时透露，滴滴业务量已恢复至疫情前水平60%至70%，而且核心业务(网约车业务)已实现略有盈利。

私募退出策略+融资需求，滴滴出行上市可能性高

滴滴打车因其「共享经济」的概念和互联网平台的商业模式，受到资本市场大力追捧。自成立以来，滴滴进行了21轮融资，总融资金额超过200亿美元，腾讯、阿里、高瓴资本、软银等私募巨头均有参股。2019年Uber和Lyft上市股价表现差于预期，也让众多投资者认真考虑退出策略，获得回报。因此，来自投资方的压力很有可能推动滴滴在资本市场走向下一步。

2019年初，滴滴出行CEO程维曾表示2018年亏损109亿人民币，自2012年起从未盈利。滴滴出行亏损的主要原因是大量的补贴，将抽成的绝大部分返还给司机和乘客，从而进行「价格战」。据程维透露，滴滴的网约车服务整体对应的成交金额毛利率只有1.6%。2018年两起顺风车安全事件更是雪上加霜，迫使滴滴出行需大力投入行车安全。滴滴经历多年亏损，加上需要投放资源进行研发，赴港上市对滴滴百利而无一害。

融资历程

版图拓展、业务多元，滴滴动作频频背后无疑离不开资本的加持。数据显示，进入2020年以来，滴滴完成三笔融资。一是，今年4月17日，滴滴旗下共享单车平台——青桔单车获得君联资本及国外大基金超10亿美

元融资；4月21日，青桔单车再次拿到君联资本、软银中国的1.5亿美元融资，二是今年5月，滴滴出行自动驾驶部门完成由软银领投的超5亿美元的融资。总括而言，自成立以来，滴滴总融资金额超过200亿美元。

表 10：滴滴的融资历程

时间	融资金额	轮次	投资方
2012年7月	80万人民币	天使轮	天使投资人王刚
2012年9月	300万美元	A轮	金沙江创投
2013年4月	1500万美元	B轮	腾讯
2014年1月	1亿美元	C轮	中信产业基金、腾讯
2014年12月	7亿美元	D轮	淡马锡、DST、腾讯
2015年1月	未透露	D+轮	红杉资本、高瓴资本等
2015年5月	1.4亿美元	E轮及以后	新浪微博基金
2015年9月	30亿美元	E轮及以后	中国平安、阿里、腾讯、淡马锡、中投公司
2016年2月	10亿美元	E轮及以后	招商银行、中信资本、春华资本等
2016年6月	45亿美元	E轮及以后	Apple、中国人寿、蚂蚁金服、腾讯
2016年6月	4亿美元	战略投资	保利资本
2016年7月	2亿人民币	E轮及以后	国机汽车
2016年8月	未透露	E轮及以后	中国邮政
2016年9月	1.2亿美元	E轮及以后	富士康
2016年12月	未透露	E轮及以后	律格资本
2017年4月	55亿美元	E轮及以后	交通银行、软银中国、银湖投资
2017年12月	40亿美元	E轮及以后	Mubadala、软银集团
2018年4月	2.65亿美元	E轮及以后	Mirae Asset
2018年5月	未透露	股权融资	软银中国
2018年7月	5亿美元	战略投资	Booking Holdings
2019年7月	6亿美元	战略投资	丰田

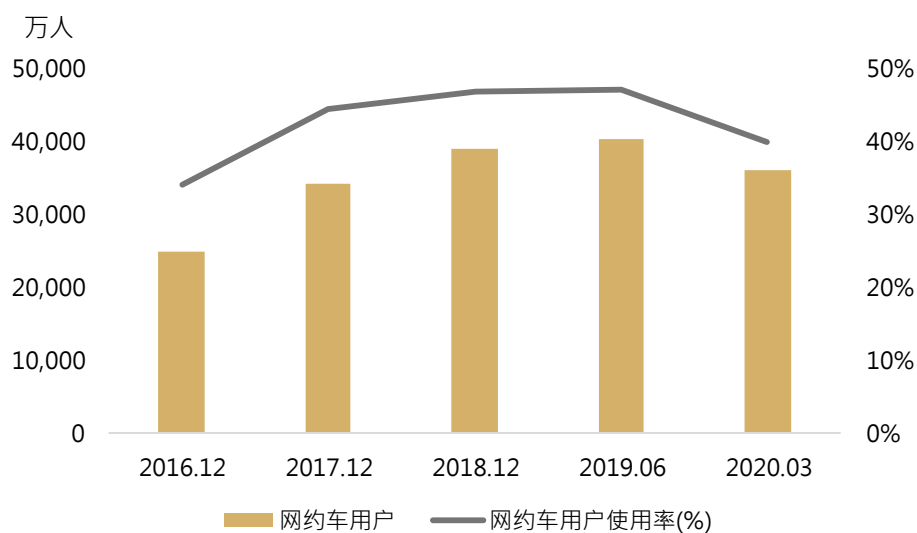
资料来源：万得、宝新整合

行业概览

➤ 网约车行业发展稳中有升

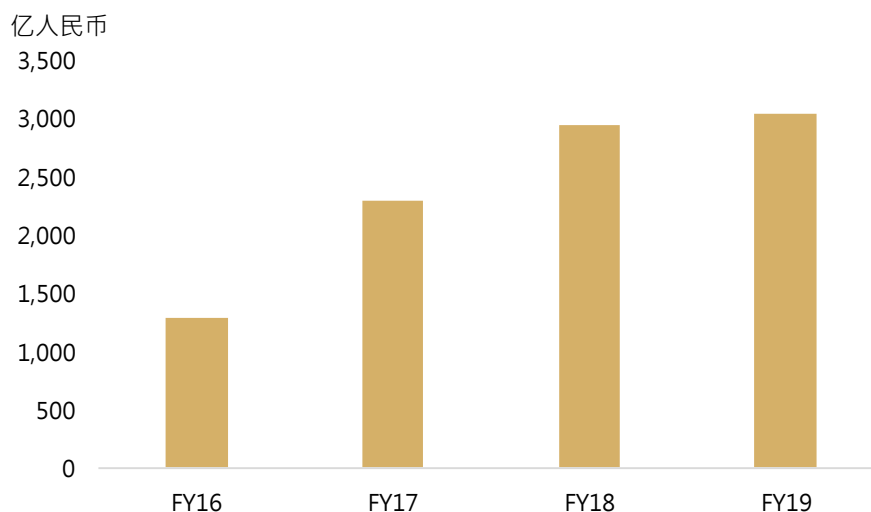
据中国互联网络信息中心的《中国互联网络发展状况统计调查》数据显示，截止 2020 年 3 月，我国网约车用户规模达 3.62 亿，占有所有网络使用者的 40.1%。而根据易观研究，中国网约车市场交易规模于 2019 年达到 3,044.1 亿元人民币，2016 至 2019 复合增长率为 24%。受新冠病毒疫情影响，2020 年初中国部分城市暂停了网约车运营服务，用户规模也因此有所下滑。随着疫情在内地逐步缓解并得到控制，从中长期来看，网约车用户规模将会恢复增长。

图 27：我国网约车用户规模逐步提升



资料来源：中国互联网络信息中心、宝新整合

图 28：我国网约车市场交易规模进入上升通道

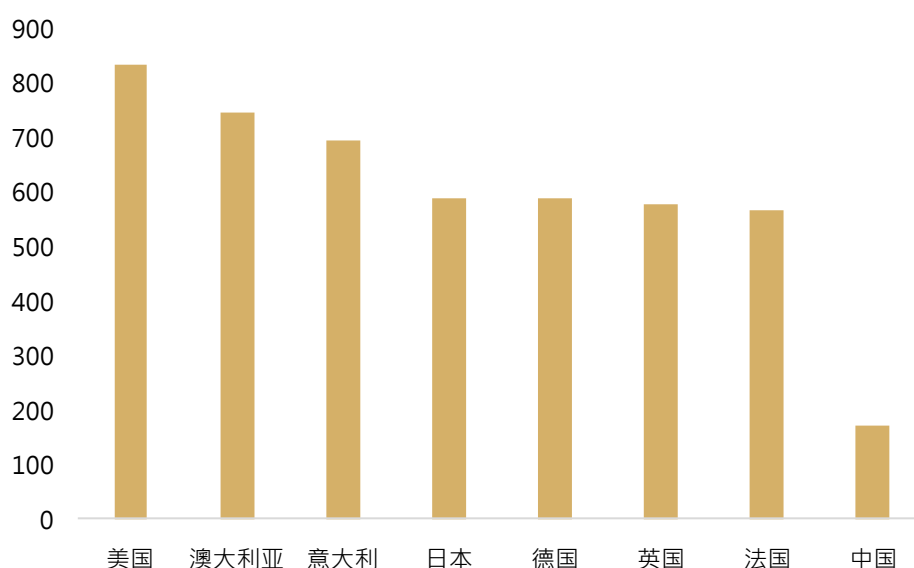


资料来源：易观千帆、宝新整合

➤ 相较美国，我国网约车行业更有前景

作为自有汽车的替代品和公共交通的补充品，网约车行业受地区经济发展和汽车行业发展的影响较大。世界银行发布了全球主要国家千人汽车保有量，其中中国每 1,000 人拥有 173 辆，而美国则以 837 辆高居第一，将近中国的 5 倍。其主要原因为：1) 美国人均 GDP 高于中国，国民较为富裕，消费者对汽车的价格敏感度较低；2) 美国地广人稀，许多地区公共交通并不发达，汽车为刚性需求，而中国汽车市场在车牌限制政策及停车难等问题下导致人均车辆保有量在短期内难有较大的提升空间。作为公共交通的补充品，网约车服务提供人们日常出行的解决方案，在人均车辆保有量较低的中国，网约车的市场潜能更大。

图 29：主要国家每千人汽车拥有量

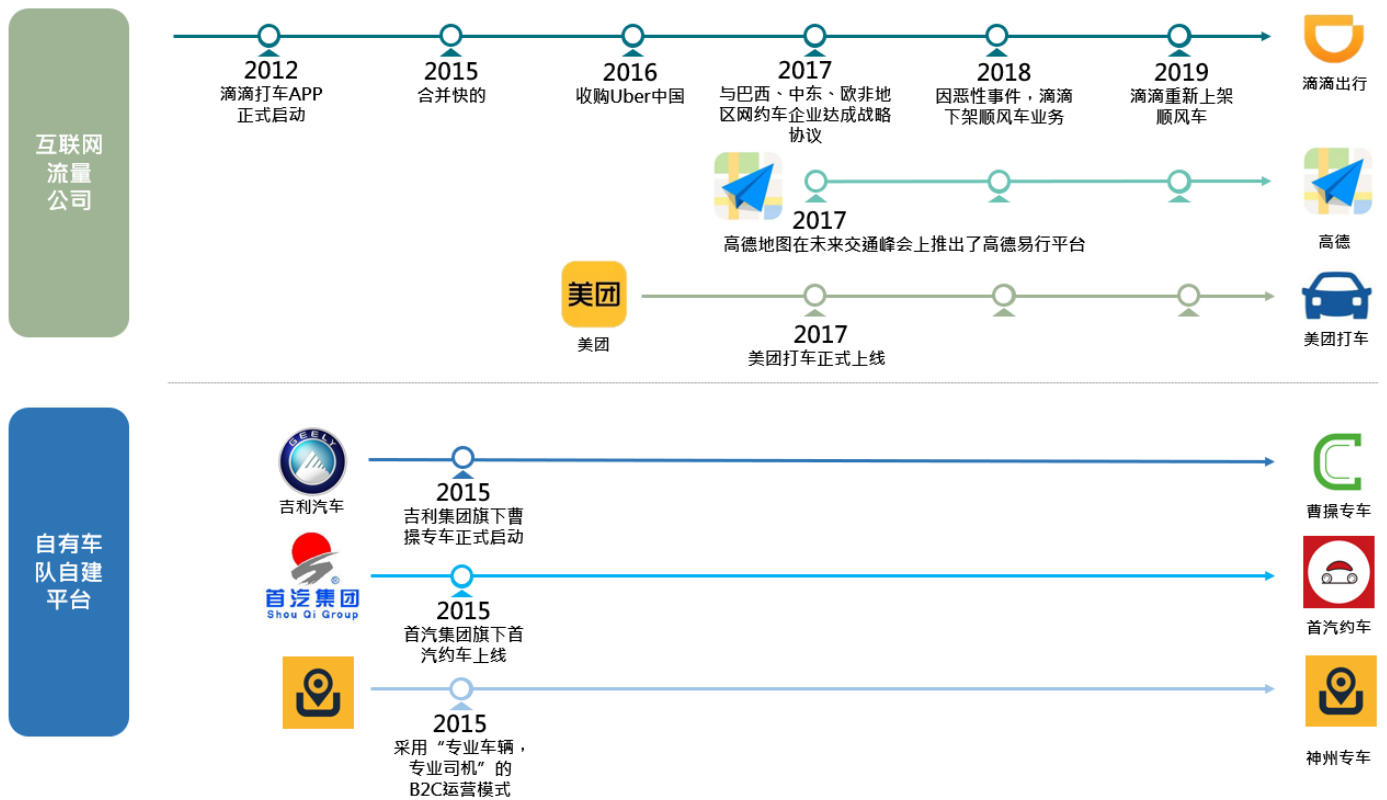


资料来源：世界银行、宝新整合

➤ 互联网与车企进入市场，行业竞争加剧

即使网约车市场呈现整体亏损，再加上滴滴出行占据 91% 的市场份额一家独大，仍然有新的企业不断进入市场。国内网约车市场新进入者将以拥有流量优势的互联网公司以及自带硬件的整车厂为主。两者各具优势，预计网约车市场竞争将继续加剧。

图 30：行业竞争格局



资料来源：宝新整合

➤ 互联网公司轻装上阵，流量导入助力网约车业务发展

近几年，以美团、高德为代表的互联网公司进军网约车市场，凭借自身流量优势建立网约车平台。这些网约车平台避开与滴滴出行直接交锋，转而采用「聚合」模式汇集各大打车平台，以实现「一键全网打车」。高德打车业务目前接入滴滴出行、首汽约车、曹操专车、嘀嗒出行等网约车平台，充分发挥自身流量优势。此类网约车平台将滴滴出行的流量分流到其他较小的网约车平台，对滴滴的核心业务形成挑战。另外，网约车服务与美团、高德的核心业务有互补效应，美团为一站式生活娱乐平台，而高德提供地图等全方位出行服务。互联网公司原有业务契合网约车的概念，将大量流量导入网约车服务中，从而加剧滴滴出行面临的竞争。

图 31：滴滴出行月活跃用户数落后于两大互联网巨头



资料来源：易观千帆、宝新整合

➤ 车厂采用重资产模式，利用运力资源构筑平台

近年来中国汽车消费总额下滑，车企正积极寻求消化车辆库存，发展网约车业务就是其中的一个重要途径。2015年，吉利汽车通过自建的互联网+新能源出行服务平台，上线了「曹操出行」，利用自有的车辆资源提供网约车服务，自主导入流量。车企背书的网约车业务相较滴滴出行优势体现在车辆资源较为低价，司机及乘客安全较有保障，有一定的政策上的优势。另一方面，重资产模式必然导致的复制扩张速度慢，使曹操出行等 B2C 玩家难以撼动滴滴出行的龙头地位。

上市募资的机遇与隐忧

➤ 融资「造血」，巩固网约车龙头地位

滴滴在今年 4 月的年度战略会上，公布未来三年战略目标「0188」，意思是：0 重大安全事故，每天服务超过 1 亿单，国内全出行渗透率超过 8%，全球服务用户 MAU 超 8 亿。就目前看来，网约车业务行之有效的获客逻辑仍然是前期透过补贴构建价格优势，后期依靠提升客单价并节约成本。这决定了网约车高获客成本的本质，并且需要资金的不断流入。一直以来，滴滴正面临着互联网企业和车企的竞争，同时也因减少补贴而流失客户和司机，导致订单量和营收有下滑风险。「内忧外患」的滴滴需要持续融资「造血」，为核心业务提供资金，增强获客能力。截止 2020 年 7 月其 6,040 万月活用户与目标 8 亿相去甚远，若滴滴成功于港交所上市，我们预计滴滴会将部分募集资金投入核心业务网约车，以巩固中国网约车龙头的地位。

➤ 业务趋多元化，构筑一体化出行平台

滴滴的主要竞争对手美团和高德均利用网约车和原有业务的协同作用攫取市场份额，而业务范围仍比较单调的滴滴亟需开辟新的业务线。在网约车业务盈利能力不佳的情况下，滴滴布局了自动驾驶、货运、共享单车、代驾等服务。今年3月，滴滴推出跑腿服务，为小区居民提供日常生活物资的代买服务；今年5月，滴滴货运上线，提供同城货运服务。试点跑腿、货运等陌生领域，彰显了滴滴拓展商业版图的决心。我们预计滴滴仍然会采用大范围补贴的方式，让新的业务线迅速获取市场份额和客户群体。而透过IPO融资，可以很好的补充流动资金，缓解资金链紧张，以供货商业布局的开拓金

➤ 对标 Uber，滴滴估值如何？

滴滴出行上市的消息频出，更有消息指出滴滴预估市值为800亿美元。对标国外网约车龙头Uber，Uber的经营状况和股价表现具参考价值（据Uber 2019年年报显示，其月度活跃平台消费者人数为1.11亿，而根据易观统计，滴滴在2019年12月月活人数为9,253万），Uber 2016/17/18/19连续四年录得经营亏损，分别为30/41/30/86亿美元，反映网约车行业经营困难中外亦然，滴滴800亿美元估值的背后有多大风险值得投资者注意。

5. 投资策略

2021 年是「十四五」规划的起始之年，也是「两个一百年」的历史交汇期，「内循环」概念在疫情爆发及中美博弈背景下显得别具意义，并有机会成为即将到来「十四五」规划和一系列相关经济政策的理论基础，引革方向将为经济及市场带来机遇。

免税消费类

为了满足高收入群的消费需求，我国出台了一系列的政策鼓励免税消费，例如发放免税店牌照、提升免税额度，务求把海外消费引流国内。据海南省此前召开的新闻发布会上介绍，自 7 月 1 日海南离岛免税新政策正式实施以来，截至 8 月 18 日，海南 4 家离岛免税店销售额突破 50 亿元，同比增长 2.5 倍，日均销售额超 1 亿元；购物人数达 74 万人，同比增长 70%；购物件数 458 万件，同比增长 1.5 倍。鼓励免税消费将成为我国释放高端消费群的消费潜力的主要抓手之一。免税概念股值得留意。

相关股票：中国中免(601888)、王府井(600859)、格力地产(600185)、美兰空港(00357)

可选/主要消费类

目前拉动经济的三头马车中，消费复苏相对滞后(上半年我国社会消费品零售总额为 17.23 万亿元，同比-11.4%)，预计今明两年我国的财政政策仍有发力空间，届时国内消费需求有望进一步释放。消费成为内循环主线的重心之一，投资者可关注优质国货品牌、及在线电商等新型消费带来的需求增量。

相关股票：安踏体育(02020)、李宁(02331)、中国飞鹤(06186)、阿里巴巴(09988)、京东(09618)、拼多多(PDD)、蚂蚁科技(将上市)

新兴产业类

在中美经贸关系充满不确定性的环境下，维护产业链的安全稳定及自主可控变得至关重要，中芯国际快速完成回 A 审批亦反映出国家对重点行业的支持。8 月 4 日，国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，《若干政策》提出，为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等 8 个方面政策措施。凡在中国境内设立的集成电路企业和软件企业，不分所有制性质，均可按规定享受相关政策。进一步创新体制机制，鼓励集成电路产业和软件产业发展，大力培育集成电路领域和软件领域企业。展望未来，将会有更多政策扶持新兴产业发展，目的是建设完整的现代化产业链。在政策助力和行业自身需求的共同驱动下，建议重点关注高科技领域，优先布局半导体、生物医药、新能源、自动化设备等行业。

相关股票：中芯国际(00981)、金山办公(688111)、金蝶国际(00268)、宁德时代(300750)、恒瑞医药(600276)、药明康德(02359)、药明生物(02269)

金融类

在中美角力的不稳定环境下，中概股加快回流港股和 A 股市场，资本内循环也因此成为重点之一。从 2018 年出台《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》，到证监会今年 4 月份发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，以及《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，我国正在打造高标准的资本市场体系，为企业融资铺平道路，在成熟以及活跃度更高的金融市场底下，建议重点关注综合实力出众的头部券商和特点鲜明的中小型券商，以及金融相关概念个股。

相关股票 : 中信证券(06030) · 中信建投(06066) · 中金公司(03908) · 海通国际(00665) · 国泰君安国际(01788) · 港交所(00388)

表 11：相关股票估值

股票名称	股票代码	市值(亿元)	收市价	FY19/20E	FY20/21E	FY21/22E	FY19/20E	FY20/21E	FY21/22E
				PE	PE	PE	PB	PB	PB
中国中免	601888.CH	4,061	208.0	104.0	53.0	42.1	18.1	14.3	11.5
王府井	600859.CH	399	51.4	52.5	37.9	27.5	3.4	3.2	3.0
格力地产	600185.CH	261	12.6	46.3	34.3	27.3	2.9	2.7	2.5
美兰空港	357.HK	213	45.0	46.5	34.4	23.4	3.4	3.1	2.8
安踏体育	2020.HK	2,069	76.6	34.6	23.6	18.7	7.7	6.2	5.2
李宁	2331.HK	815	32.8	45.2	33.3	26.5	8.5	7.0	5.9
中国飞鹤	6186.HK	1,403	15.7	22.2	17.4	14.1	7.2	5.7	4.5
阿里巴巴	9988.HK	61,212	282.8	31.9	25.5	20.1	5.9	5.1	4.2
京东集团	9618.HK	9,721	310.6	42.3	29.8	22.7	6.5	5.6	4.7
拼多多	PDD.US	1,210	88.8	NA	199.0	57.9	36.5	31.6	21.9
中芯国际	981.HK	2,898	24.9	73.0	78.4	68.4	1.8	1.8	1.7
金山办公	688111.CH	1,525	330.9	190.9	122.8	89.1	22.5	19.5	16.4
金蝶国际	268.HK	685	19.8	831.1	226.7	136.3	9.0	8.8	8.1
宁德时代	300750.CH	4,807	206.4	91.0	68.5	53.1	8.9	8.0	7.3
恒瑞医药	600276.CH	5,035	94.9	74.1	57.7	46.1	15.8	12.7	10.2
药明康德	2359.HK	2,931	114.8	79.0	64.6	51.7	13.1	10.5	9.1
药明生物	2269.HK	2,734	201.4	165.2	119.5	83.3	14.6	13.2	11.5
中信证券	6030.HK	4,258	18.6	12.7	11.2	9.9	1.2	1.1	1.0
中信建投证券	6066.HK	3,924	11.5	11.0	10.3	9.1	1.2	1.1	1.1
中金公司	3908.HK	805	18.4	12.6	11.0	9.3	1.3	1.2	1.1
海通国际	665.HK	125	2.1	8.4	6.3	5.3	0.4	0.4	0.4
国泰君安国际	1788.HK	110	1.1	9.0	7.7	7.1	0.7	0.7	0.7
港交所	388.HK	4,960	391.2	45.2	39.1	35.1	10.4	9.9	9.4

资料来源：彭博、宝新整合

资料截至 2020 年 9 月 1 日

免责声明

本文件所载之资料仅作参考之用，并未顾及任何获得本档人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之资料并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的资料来源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本档或其内容承担任何责任。本档所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本档所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。

编写本报告的分析员(们)特此声明，本报告中所表达的意见只反映分析员(们)对此公司及其证券的个人意见。分析员(们)进一步确定分析员(们)没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到直接或间接的报酬。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此档由宝新证券所提供，档并未受证券及期货事务监察委员会审阅。
