

# 互联网行业专题报告

## 春节各行业消费显著复苏，腾讯游戏及支付亮眼

超配

### 核心观点

**游戏：复苏节奏亮眼，新游戏表现优异，腾讯长线产品复苏。**新游《蛋仔派对》《长安幻想》表现优异，结合春节电影票房表现，推测娱乐消费复苏良好。春节期间，腾讯头部产品商业化力度强劲，几款长线产品排名上升，推测本土老游戏流水恢复良好；《黎明觉醒：生机》定档2月，预计今年为腾讯的产品大周期。网易新产品《蛋仔派对》表现亮眼，后续产品储备仍丰富。

**支付：春节期间消费复苏良好，预计支付规模增速回升。**2023年春节期间，微信支付线下商业支付交易量同比去年春节上涨23%，推测微信支付在线下的市场份额进一步提升。预计今年腾讯金融科技业务收入增速显著回升。

**本地生活：旅游、餐饮春节复苏明显。**春节期间旅游行业恢复明显，但尚未恢复至2019年水平，仍具弹性。食品消费作为刚性需求，春节期间餐饮行业已恢复至2019年水平。考虑基数效应，预计美团到店酒旅业务于一季度小幅增长，二季度有望强势增长。

**广告：预计本地生活、游戏投放恢复强劲，互联网应用类反弹有限。**线下消费复苏明显，手游市场买量蓬勃，预计本地生活类、游戏类投放较先一步恢复。而受到互联网公司降本增效的影响，预计互联网应用类的反弹则会较为滞后。分公司来看，预计游戏广告占比较高的腾讯、快手较先恢复。

**电商：春节为电商淡季，恢复需观察2-3月表现。**春节电商表现受快递履约、商家打烊等因素影响，数据参考性有限，近年春节期间增长主要是快递公司优化春节期间服务、及春节不打烊带来商品丰富度提升所导致。春节期间抖音超市正式上线，对标天猫超市，目前以3P模式为主，未来发展有待观察。

**春节消费券：对线下消费拉动显著。**春节期间各地推出多种消费券，涵盖娱乐、购物、餐饮、旅游等领域，力度普遍6-8折，从官方披露数据看，各地消费券核销率基本超过60%，撬动消费比在3.5以上，对消费提振效果显著。

**投资建议：**基于春节期间各行业、公司的表现，我们推荐顺序为：1) **第一梯队：**春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头**腾讯**；预计随消费复苏，显著受益的电商公司**拼多多**；2) **第二梯队：**受益于版号放开，以及娱乐消费需求复苏的游戏龙头**网易**；受益于消费复苏的电商龙头**阿里巴巴**；3) **第三梯队：**受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司**美团**、**快手**。

**风险提示：**政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元/美元)	总市值 (百万港元/美元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	买入	383.0	3,664,624	12.2	15.9	27	21
PDD.O	拼多多	买入	99.6	125,945	4.6	5.4	37	31
9999.HK	网易-S	买入	142.5	467,969	7.3	6.8	17	18
9988.HK	阿里巴巴-SW	增持	109.0	2,308,651	3.2	5.6	29	17
3690.HK	美团-W	买入	176.6	1,093,679	0.1	2.0	1680	75
1024.HK	快手	买入	70.9	306,636	-1.4	1.6	-42	37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·海外市场专题

#### 互联网

#### 超配·维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

联系人：徐燕

021-60375437

xutao@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《互联网行业周报（23年第4周）-春节假期消费复苏显著》——2023-02-02  
 《游戏行业快报-1月版号下发，腾讯网易重点游戏获批》——2023-01-20  
 《互联网行业周报（23年第1周）-14家平台企业金融业务转型整改基本完成》——2023-01-15  
 《互联网行业周报（22年第52周）-进口游戏版号时隔18个月重启，微信视频号面向商家收取技术服务费》——2023-01-10  
 《互联网行业2023年1月投资策略-2023年的互联网行业有望迎来基本面和估值的“戴维斯双击”》——2023-01-10

## 内容目录

<b>游戏：新游戏表现优异，腾讯长线产品复苏</b>	<b>5</b>
新游戏表现优异，从春节电影票房推测娱乐消费复苏不错	5
腾讯：长线游戏加大商业化，今年有望成为产品大周期	6
网易：蛋仔派对表现亮眼，关注新产品上线情况	9
<b>支付：大盘随消费复苏，推测微信支付市占率提升</b>	<b>12</b>
春节期间消费复苏良好，预计支付规模增速随之回升	12
预计全年支付行业规模会延续春节假期的复苏态势，线下支付增速将高于线上支付	12
推测微信支付份额提升、收入增速回升	14
<b>本地生活：旅游、餐饮春节复苏明显</b>	<b>14</b>
旅游、餐饮春节复苏明显，旅游服务较 2019 年仍有恢复空间	14
美团：春节稳步复苏，预计二季度有强势反弹	15
<b>广告：预计本地生活、游戏投放恢复强劲，但互联网应用类反弹有限</b>	<b>16</b>
从 2022 年来看，品牌广告主投放意愿滞后于消费的恢复，效果广告相对同步	16
分行业来看，预计本地生活、游戏投放恢复强劲，但互联网应用类反弹有限	17
分公司来看，预计游戏广告占比较高的腾讯、快手较先恢复	18
<b>电商：春节为传统淡季，恢复需观察 2-3 月表现</b>	<b>19</b>
<b>春节消费券：对线下消费拉动显著</b>	<b>20</b>
<b>投资建议</b>	<b>22</b>
<b>风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 两款新产品 iOS 畅销榜排名情况 (总榜)	5
图 2: 2018-2023 年春节档票房 (除夕至初六, 亿元)	5
图 3: 2021-2023 年春节档票房 (初一至初七)	5
图 4: 《王者荣耀》除夕上线皮肤数量对比	6
图 5: 《王者荣耀》各品级皮肤的上线情况	6
图 6: 《王者荣耀》皮肤均价持续提升	6
图 7: 《和平精英》9 级特效枪 M416-至情至圣	6
图 8: 《和平精英》联动套装“盖世英雄”	7
图 9: 《英雄联盟手游》春节玉兔瑰宝和神话皮肤	7
图 10: 《英雄联盟手游》iOS 畅销榜排名 (总榜)	7
图 11: 《金铲铲之战》iOS 畅销榜排名 (总榜)	7
图 12: 《穿越火线: 枪战王者》iOS 畅销榜排名 (总榜)	8
图 13: 《使命召唤手游》iOS 畅销榜排名 (总榜)	8
图 14: 《暗区突围》iOS 榜单排名	8
图 15: 《黎明觉醒: 生机》全网预约人数超过 7000 万	9
图 16: 《明日之后》近一年 iOS 榜单排名	9
图 17: 《蛋仔派对》iOS 榜单排名	10
图 18: 《Goose Goose Duck》Steam 在线人数	10
图 19: 《Stumble Guys》收入和下载量预估	10
图 20: 《梦幻西游》手游 iOS 畅销榜排名 (总榜)	11
图 21: 《阴阳师》iOS 畅销榜排名 (总榜)	11
图 22: 《梦幻西游》手游 iOS 畅销榜排名在春节假期后已有所回升	11
图 23: 微信线下商业支付交易量变动	12
图 24: 支付宝三线及以下城市消费金额同比上涨近 20%	12
图 25: 2019-2022 年非银行支付机构处理网络支付金额与社零同比增速对比	13
图 26: 非银支付机构处理网络支付金额及增速 (万亿元、%)	13
图 27: 非银支付机构处理网络支付笔数及增速 (亿笔、%)	13
图 28: 实物商品网上零售额及增速 (亿元、%)	13
图 29: 线下消费品零售额及增速 (亿元、%)	13
图 30: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)	14
图 31: 腾讯金融科技收入及增速 (亿元、%)	14
图 32: 2021-2023 年春节假期国内旅游人次增长情况	15
图 33: 2021-2023 年春节假期国内旅游收入增长情况	15
图 34: 今年春节期间受访餐饮企业收入及客流量	15
图 35: 中国餐饮行业收入规模	15
图 36: 近半年, 全国法定节假日日均消费对比	16
图 37: 美团和大众点评上春节假期满房率 TOP 10 城市	16

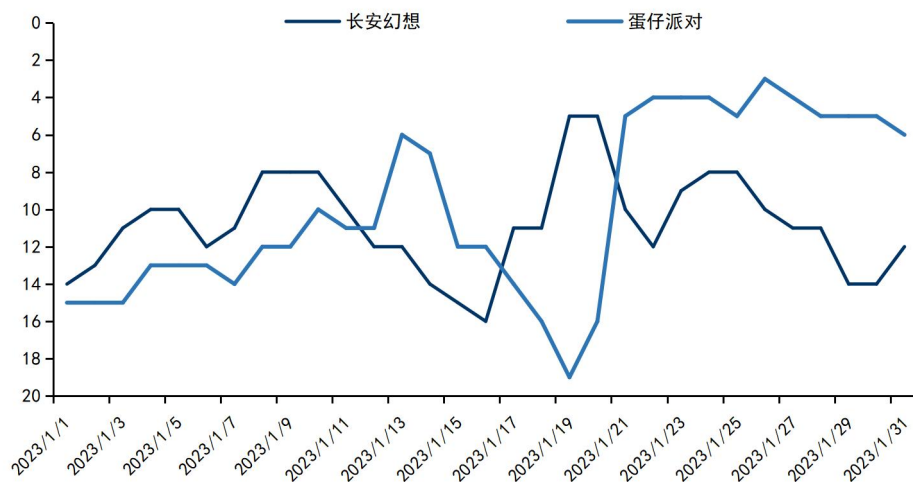
图 38: 美团到店酒旅收入及增速（原口径）	16
图 39: 社会消费品零售-按消费类型划分的同比增速	16
图 40: 社会消费品零售总额与广告大盘增速对比	17
图 41: 春节前后手游买量市场投放素材总数	17
图 42: 历年春节期间头部互联网公司红包总额（亿元）	18
图 43: 2021-2022 全网移动广告投放行业分布对比	18
图 44: 2022 年腾讯广告行业投放分布	18
图 45: 2022 年快手磁力引擎行业投放分布	18
图 46: 2023 年春节期间快递量下降受商家打烊、快递时效等多重因素影响	19
表 1: 腾讯在 2023 年有望上线的储备产品及版号情况	9
表 2: 网易在 2023 年有望上线的储备产品及版号情况	11
表 3: 各家快递公司 2019-2023 年不断优化春节期间寄递服务	20
表 4: 春节期间部分地区消费券发放情况汇总	21
表 5: 部分地区春节期间消费券核销率较高，对当地消费撬动作用明显	21
表 6: 相关公司盈利预测及估值	22

## 游戏：新游戏表现优异，腾讯长线产品复苏

### 新游戏表现优异，从春节电影票房推测娱乐消费复苏不错

两款新游《蛋仔派对》《长安幻想》表现优异。根据七麦数据，春节期间，《蛋仔派对》iOS 畅销榜（总榜）排名稳定在前 5 名，《长安幻想》iOS 畅销榜（总榜）排名稳定在前 15 名。与去年同期三款头部新品《哈利波特：魔法觉醒》《英雄联盟手游》《金铲铲之战》不同，今年两款头部新品均没有 IP 加持，但仍然取得了优异的表现。除产品本身的品质出色外，也一定程度上反映了需求端的复苏。

图1：两款新产品 iOS 畅销榜排名情况（总榜）



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

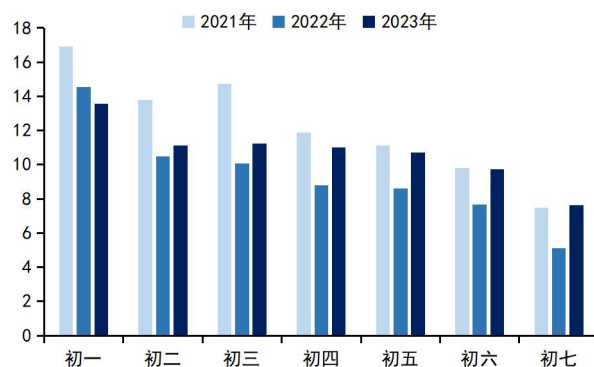
从春节电影票房推测娱乐消费复苏不错。据国家电影局初步统计：2023 年春节档（除夕至正月初六）电影票房为 67.58 亿元，同比增长 11.89%；观影人次为 1.29 亿，同比增长 13.16%。从走势来看，今年春节票房也相对平稳，初七票房相对初一比例仍有 56%，高于 2021 年的 44%和 2022 年的 35%。一方面受益于强供给驱动，另一方面，我们判断这也反应了娱乐消费意愿的恢复。

图2：2018-2023 年春节档票房（除夕至初六，亿元）



资料来源：国家电影局，国信证券经济研究所整理

图3：2021-2023 年春节档票房（初一至初七）



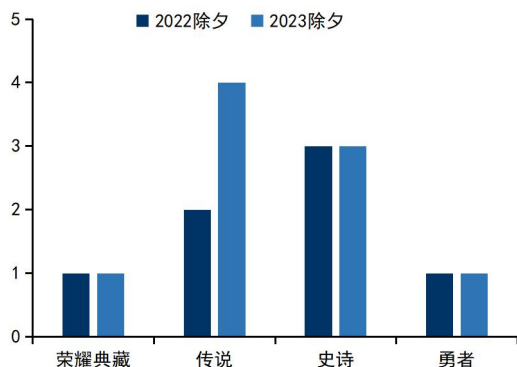
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理



## 腾讯：长线游戏加大商业化，今年有望成为产品大周期

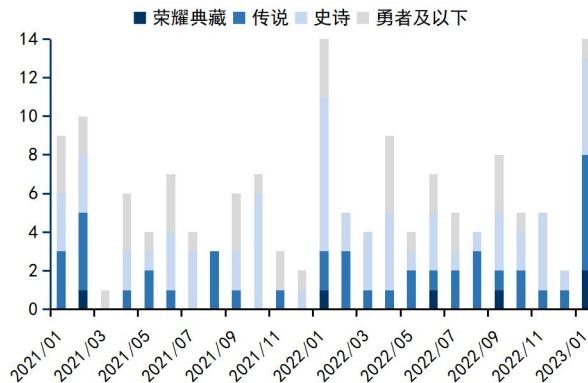
春节期间，腾讯几款头部产品商业化力度很强劲。《王者荣耀》在今年除夕上线9款皮肤（去年除夕为7款），传说品质比去年多上线2款，此外有1款限时累计充值15888点券赠送的史诗皮肤。同时，还上线4款限时语音礼包、8款表情/表情礼包、12款个性按键，以及三个抽奖活动：神器祈愿、个性祈愿、星辰曜世。《和平精英》上线《大话西游》电影联动套装“盖世英雄”，并上线2款9级特效枪（去年最高为7级）。

图4：《王者荣耀》除夕上线皮肤数量对比



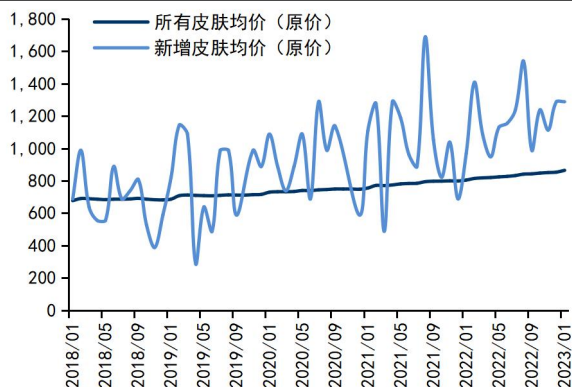
资料来源：王者荣耀，国信证券经济研究所整理

图5：《王者荣耀》各品级皮肤的上线情况



资料来源：王者荣耀，国信证券经济研究所整理

图6：《王者荣耀》皮肤均价持续提升



资料来源：王者荣耀，国信证券经济研究所整理

图7：《和平精英》9级特效枪 M416-至情至圣



资料来源：和平精英，国信证券经济研究所整理

图8:《和平精英》联动套装“盖世英雄”



资料来源：和平精英，国信证券经济研究所整理

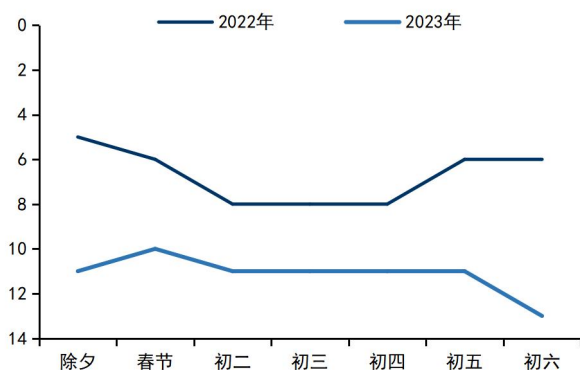
图9:《英雄联盟手游》春节玉兔瑰宝和神话皮肤



资料来源：英雄联盟手游，国信证券经济研究所整理

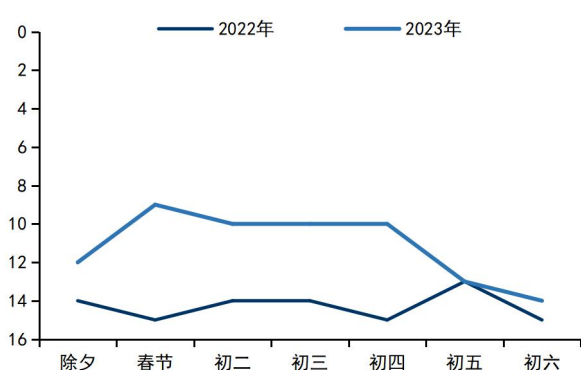
与去年同期相比，几款长线产品排名上升，我们推测本土老游戏流水恢复良好。从 iOS 畅销榜排名来看，除《英雄联盟手游》有所下滑外，《金铲铲之战》《穿越火线：枪战王者》《使命召唤手游》等长线产品在春节期间均有所上升。在 2022 年，腾讯游戏受老产品流水下滑拖累，抵消了新产品的良好表现，随着大众消费意愿复苏，推测今年本土市场老产品会有比较稳健的流水表现。

图10:《英雄联盟手游》iOS 畅销榜排名（总榜）



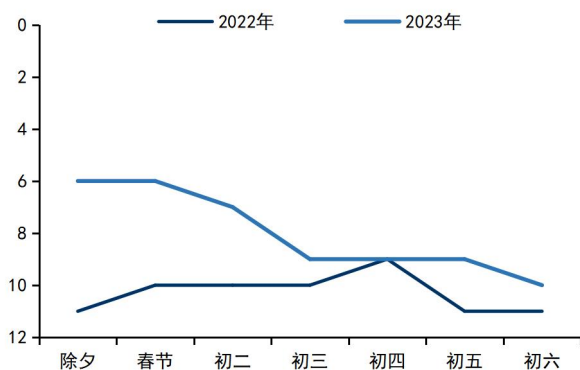
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图11:《金铲铲之战》iOS 畅销榜排名（总榜）



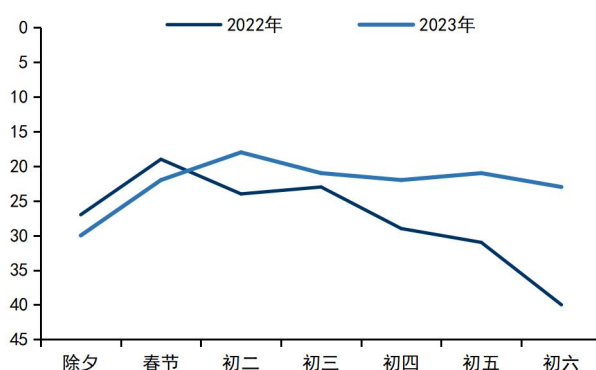
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图 12:《穿越火线:枪战王者》iOS 畅销榜排名 (总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

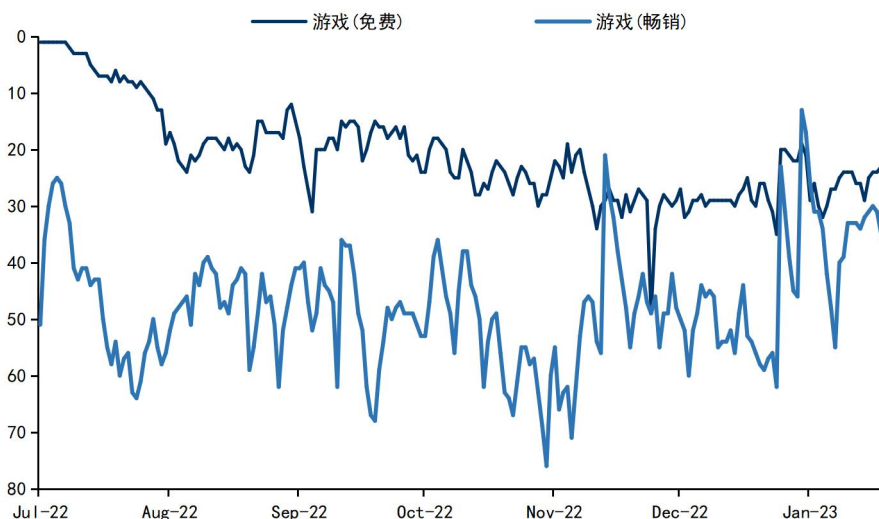
图 13:《使命召唤手游》iOS 畅销榜排名 (总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

**新品《暗区突围》表现稳健,竞技类龙头地位进一步加强。**2022 年 7 月上线的新产品《暗区突围》初期流水贡献并不算惊艳,但历经半年持续运营后,无论是免费榜还是畅销榜排名都较为稳定,有望成为继《穿越火线:枪战王者》《和平精英》《使命召唤手游》之后腾讯在射击品类的又一长线产品。后续《无畏契约》国服的上线,还有望进一步加强腾讯在竞技类的龙头地位。

图 14:《暗区突围》iOS 榜单排名



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

**《黎明觉醒:生机》定档今年 2 月。**1 月 31 日晚,腾讯旗下 SOC 手游《黎明觉醒:生机》在视频号直播宣布,于 2023 年 2 月开启不限号不删档测试。《黎明觉醒:生机》是由腾讯光子工作室群研发的开放世界生存射击手游,自 2020 年首次公布以来,已经进行多轮测试,产品完成度较高。根据官方公众号宣布,目前游戏全网总预约数已经超过 7000 万。“MMO+射击”在 PC 端游市场具有重要地位,陆续有成功产品推出,如《全境封锁》《命运 2》《星际战甲》,但在手游端仅有《明日之后》一个成功产品,这主要是由于供给侧短缺。考虑到 MMO 品类天然不具备“赢者通吃”的特点,我们相信“MMO+射击”手游仍然具有较大空间。当前已获版号的同类型产品较少,《黎明觉醒:生机》完成度较高,有望占据先机。

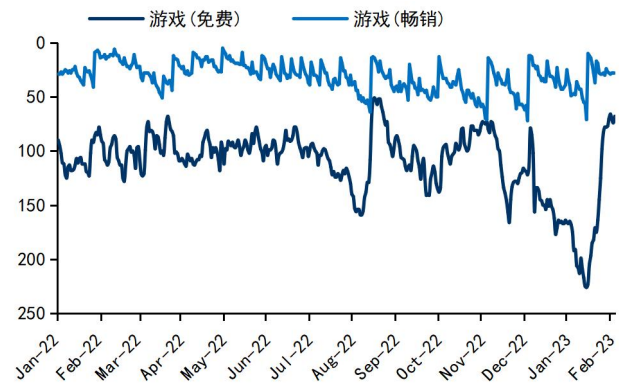


图 15:《黎明觉醒:生机》全网预约人数超过 7000 万



资料来源:黎明觉醒生机公众号,国信证券经济研究所整理

图 16:《明日之后》近一年 iOS 榜单排名



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

**老游戏复苏+新产品丰富,预计 2023 年为腾讯的产品大周期。**2022 年腾讯在国内上线新产品较少,仅《暗区突围》等 3 个中腰部产品。除《黎明觉醒:生机》,今年有望上线、且已获版号的储备产品还包括端游《无畏契约》《命运方舟》、手游《合金弹头:觉醒》《白夜极光》,其余待获版号产品有《王者荣耀:星之破晓》《王者万象棋》等。老产品复苏叠加新产品储备丰富,预计今年腾讯本土游戏将回归健康增长。

表 1: 腾讯在 2023 年有望上线的储备产品及版号情况

公司	游戏名称(代号)	品类	平台	研发商	版号情况
腾讯	无畏契约	射击	PC 端游	自研(Riot Games)	12 月获批
腾讯	命运方舟	MMORPG	PC 端游	代理(Smile Gate)	12 月获批
腾讯	黎明觉醒:生机	MMO+射击	手游	自研	1 月获批
腾讯	重生边缘	射击	PC 端游	自研	12 月获批
腾讯	合金弹头:觉醒	横版射击	手游	自研	11 月获批
腾讯	宝可梦大集结	MOBA	手游、游戏机	自研	12 月获批
腾讯	饥荒:新家园	冒险	手游	自研(Klei Entertainment)	12 月获批
腾讯	王者荣耀:星之破晓	动作	手游	自研	无
腾讯	王者万象棋	自走棋	手游	自研	无
腾讯	白夜极光	战术 RPG	手游	自研(永航科技)	1 月获批
腾讯	塔瑞斯世界	MMORPG	PC 端游、手游	自研(乐动卓越)	无
腾讯	新信长之野望	SLG	手游	代理(黑胡子游戏)	无
腾讯	大航海时代:海上霸主	SLG	手游	代理(盛天网络)	12 月获批
腾讯	战地无疆	SLG	手游	代理(星辉娱乐)	7 月获批
腾讯	阿凡达:重返潘多拉	射击	手游	代理(祖龙娱乐)	无

数据来源:公司公告、公司官网、国家新闻出版署,国信证券经济研究所整理

## 网易:蛋仔派对表现亮眼,关注新产品上线情况

**网易新产品《蛋仔派对》表现亮眼。**《蛋仔派对》为网易自研的一款休闲派对手游,以差异化题材切入市场。在上线初期表现并不算突出,但凭借高质量的赛季内容更新,以及提供地图搭建工具来扶持 UGC 内容,并于 11 月起在抖音 B 站加大内容营销力度,免费榜和畅销榜排名一路上升。截至 1 月 31 日,《蛋仔派对》位于 iOS 免费榜(总榜)第 2、畅销榜(总榜)第 5,是网易在春节期间表现最亮眼的产品。

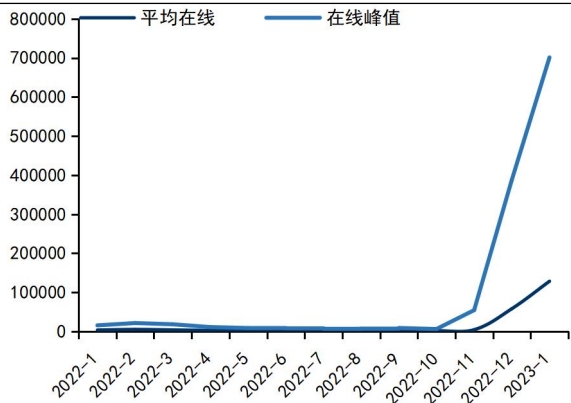
图17:《蛋仔派对》iOS 榜单排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

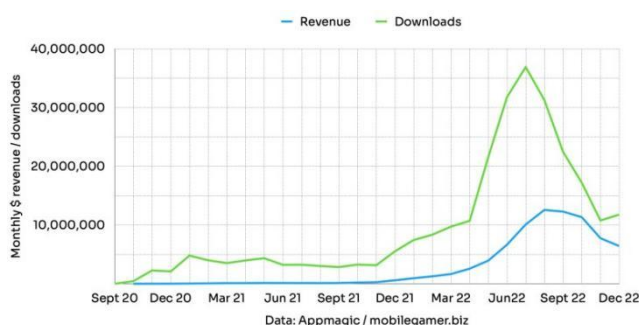
我们看好《蛋仔派对》在海外市场的表现。去年以来，在海外手游市场面临下滑时，休闲派对品类却逆势爆火。端游市场，《Goose Goose Duck》于2022年12月成为Steam实时在线人数排行前五（历史峰值第八）的游戏；手游市场，由芬兰小型工作室 Kitka Games 开发的手游《Stumble Guys》自2022年迎来下载量和收入的一路上涨。根据 Appmagic 数据，《Stumble Guys》在2022年的下载量超过了《Roblox》和《Candy Crush Saga》，位列全球第三；累计收入在2022年12月超过8000万美元。根据官网公告，《蛋仔派对》的海外版本《Eggy Party: battle royale》目前正在英国和荷兰进行限量封闭内测。考虑到《蛋仔派对》的出色产品品质，我们认为在海外上线后会有较好的市场表现。

图18:《Goose Goose Duck》Steam 在线人数



资料来源：steamstats，国信证券经济研究所整理

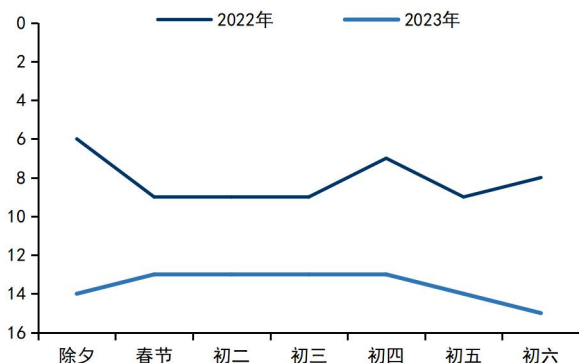
图19:《Stumble Guys》收入和下载量预估



资料来源：Appmagic、mobilegamer.biz，国信证券经济研究所整理

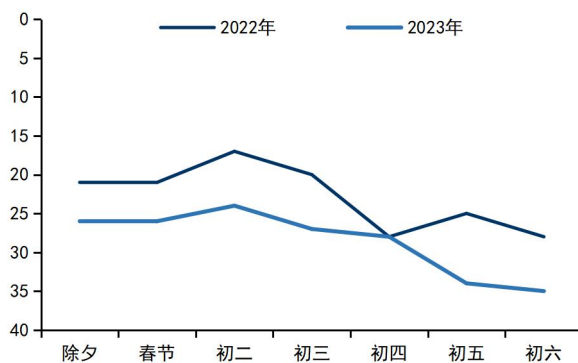
从 iOS 畅销榜排名来看，网易旗下几款长线产品如《梦幻西游》手游、《阴阳师》《哈利波特：魔法觉醒》排名有所下滑。推测《梦幻西游》手游短期内受竞品扰动，目前已有所恢复。

图20:《梦幻西游》手游 iOS 畅销榜排名 (总榜)



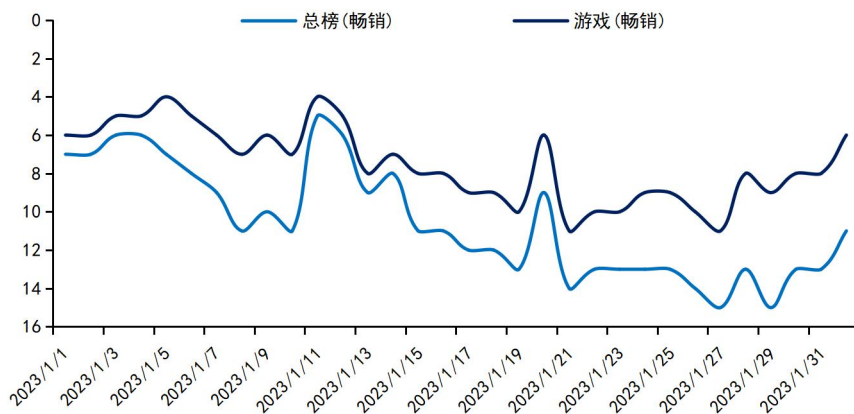
资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

图21:《阴阳师》iOS 畅销榜排名 (总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

图22:《梦幻西游》手游 iOS 畅销榜排名在春节假期后已有所回升



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

网易后续仍有新产品发布,新产品的陆续上线有望支撑网易业绩的持续增长。除已获版号的《逆水寒手游》《巅峰极速》《超凡先锋》外,重点关注《永劫无间手游》、《哈利波特:魔法觉醒》海外版、《蛋仔派对》海外版。

表2: 网易在 2023 年有望上线的储备产品及版号情况

公司	游戏名称(代号)	品类	平台	研发商	版号情况	主要地区
网易	哈利波特:魔法觉醒	卡牌 RPG	手游	自研	/	海外
网易	蛋仔派对	休闲派对	手游	自研	/	海外
网易	逆水寒手游	射击	手游	自研	本次获批	国内
网易	永劫无间手游	MMORPG	手游	自研	无	国内+海外
网易	倩女幽魂隐世录	RPG	手游	自研	2019 年获批	国内
网易	巅峰极速	竞速	手游	自研	12 月获批	国内+海外
网易	超凡先锋	射击	手游	自研	本次获批	国内+海外
网易	Hyper Front	射击	手游	自研	无	国内+海外
网易	Project: BloodStrike	射击	手游	自研	无	国内+海外
网易	遗落海域(代号:ATLAS)	MMO+射击	手游	自研	无	国内+海外
网易	冰汽时代:最后的家园	模拟经营	手游	联合开发	无	国内+海外
网易	突袭:暗影传说	卡牌 RPG	手游	代理	12 月获批	国内
网易	湮灭效应	战棋 RPG	手游	代理	无	国内+海外

数据来源:公司公告、公司官网、国家新闻出版署,国信证券经济研究所整理

## 支付：大盘随消费复苏，推测微信支付市占率提升

### 春节期间消费复苏良好，预计支付规模增速随之回升

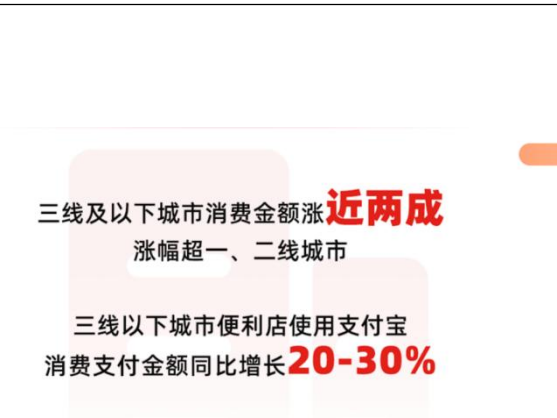
消费复苏良好，预计支付规模增速随之回升。根据国家税务总局 1 月 27 日发布的增值税发票数据显示，今年春节假期，全国消费相关行业销售收入与上年春节假期相比增长 12.2%，与 2019 年春节假期相比年均增长 12.4%。其中商品消费和服务消费，同比分别增长 10% 和 13.5%。根据微信公开课公众号发布的数据，2023 年春节期间（1 月 21 日-1 月 27 日），微信支付线下商业支付交易量同比去年春节上涨 23%。根据支付宝公众号发布的数据，2023 年春节期间（1 月 19 日-1 月 25 日），支付宝三线及以下城市消费金额同比去年春节上涨近 20%。

图 23：微信线下商业支付交易量变动



资料来源：微信公开课，国信证券经济研究所整理

图 24：支付宝三线及以下城市消费金额同比上涨近 20%



资料来源：支付宝，国信证券经济研究所整理

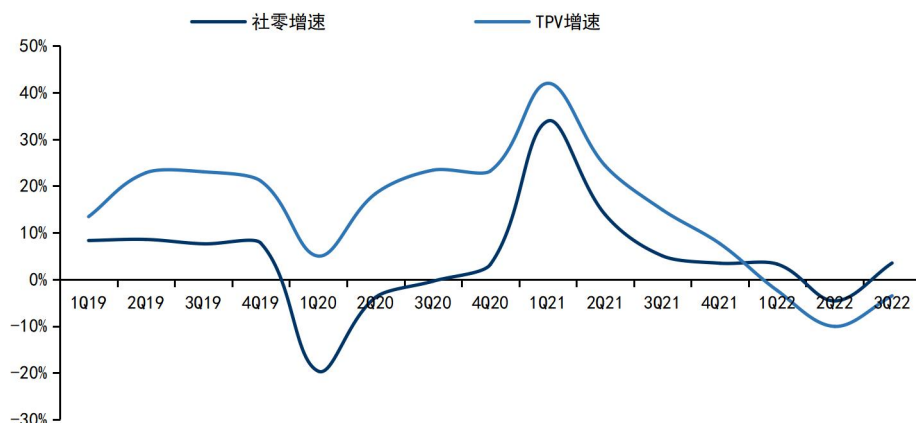
### 预计全年支付行业规模会延续春节假期的复苏态势，线下支付增速将高于线上支付

预计全年支付行业规模会延续春节假期的复苏态势。根据央行发布的统计数据，2022 年前三个季度，非银行支付机构处理网络支付金额都有所下滑，形成较低的基数。可以预计整个季度乃至 2023 全年，支付行业交易量增速都会有较大的反弹。

分行业来看，线下消费在 2022 年受到的影响比线上更为严重，今年复苏的确定性较强，预计 2023 年线下支付交易量增速会高于线上支付。线上方面，外卖和电商相对稳健，但在 2022 年 3-4 月、11 月也呈现较低的基数；到店、酒旅、出行受到的影响则最为严重，2022 年 3-5 月、10-12 月基数均较低，同时由于跟线下消费强相关，预计复苏的弹性也较强；在线游戏受供给短缺和消费意愿影响，2022 年 3 月起呈现同比下滑。总体而言，虽然线上支付在 2023 年的反弹幅度预计会低于线下支付，但仍然有较大的增长空间。

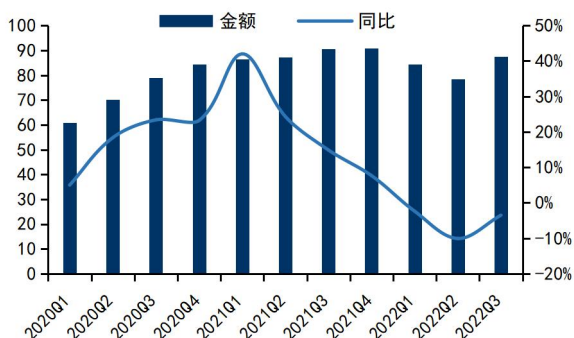


图25：2019-2022 年非银行支付机构处理网络支付金额与社零同比增速对比



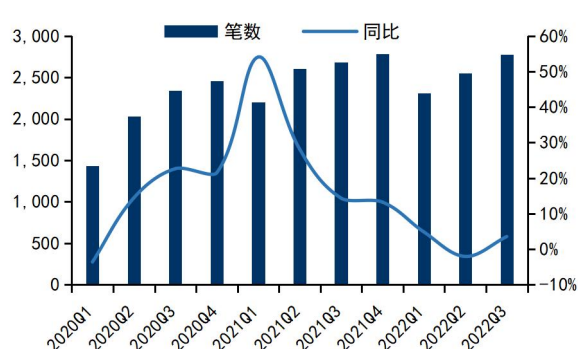
资料来源：中国人民银行、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图26：非银支付机构处理网络支付金额及增速（万亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图27：非银支付机构处理网络支付笔数及增速（亿笔、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图28：实物商品网上零售额及增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图29：线下消费品零售额及增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理及测算

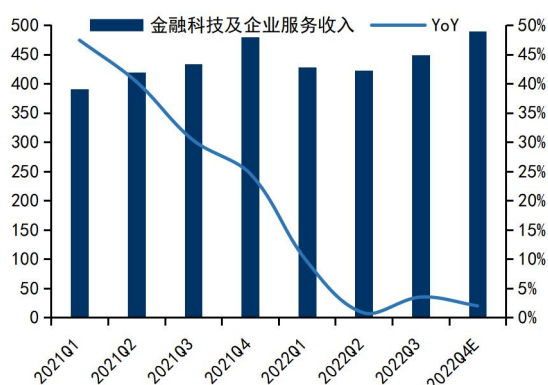


## 推测微信支付份额提升、收入增速回升

推测春季期间，微信支付在线下的市场份额进一步提升。支付宝发布的数据显示，一、二线城市的涨幅低于三线及以下城市的近 20%，显然全国的消费金额增速也低于 20%。微信支付未公布线上商业支付交易量，但线下商业支付交易量同比上涨 23%，跑赢行业增速，进一步提升市场份额。

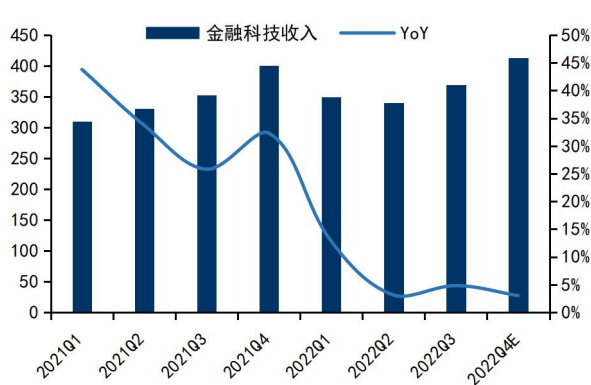
预计腾讯金融科技业务收入增速也会回升。在 2022 年非银支付机构总交易金额下滑时，腾讯金融科技收入仍然维持着正增长，且增速高于社会消费品零售总额，体现用户粘性。考虑到今年线下支付增速预计会高于线上支付，而线下支付的费率低于线上支付，公司收入端的增速预计会低于 TPV 增速，但仍然有望实现两位数的收入增长。

图 30：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：腾讯财报，国信证券经济研究所整理及预测

图 31：腾讯金融科技收入及增速（亿元、%）



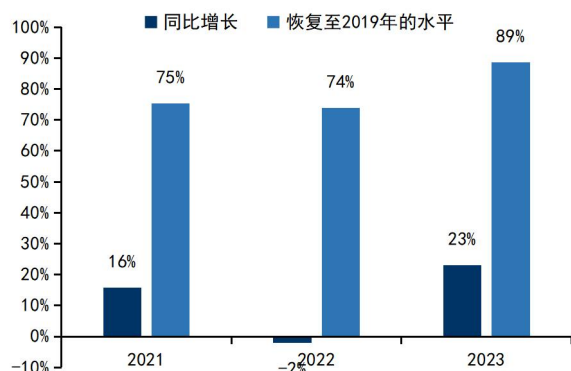
资料来源：腾讯财报，国信证券经济研究所整理及测算

## 本地生活：旅游、餐饮春节复苏明显

### 旅游、餐饮春节复苏明显，旅游服务较 2019 年仍有恢复空间

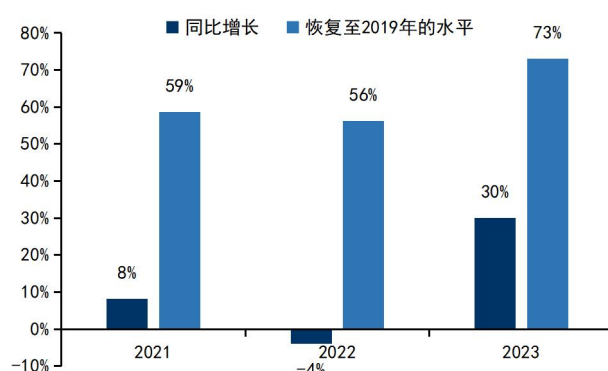
春节期间旅游行业恢复明显，但尚未恢复至 2019 年水平，仍具弹性。经文化和旅游部数据中心测算，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。我们对比 2022 年与 2021 年数据，2021 年春节期间实现国内旅游收入 3011.00 亿元，同比增长 8.2%，恢复至疫前同期的 58.6%。2022 年春节假期国内旅游收入 2891.98 亿元，同比减少 3.9%，恢复至 2019 年春节假期同期的 56.3%。

图 32：2021-2023 年春节期间国内旅游人次增长情况



资料来源：文化与旅游部，国信证券经济研究所整理

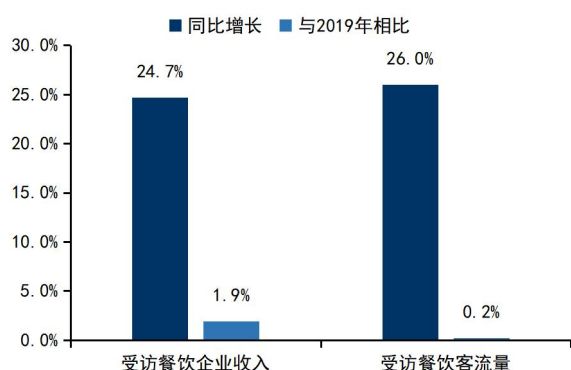
图 33：2021-2023 年春节期间国内旅游收入增长情况



资料来源：文化与旅游部，国信证券经济研究所整理

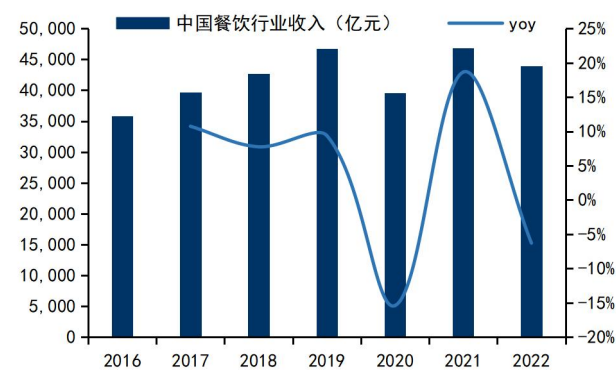
**食品消费作为刚性需求，春节期间餐饮行业已恢复至 2019 年水平。**据中国烹饪协会，除夕至正月初六受访餐饮企业营业收入与去年春节相比上涨 24.7%，与 2019 年春节相比上涨 1.9%；客流量与去年春节相比上涨 26%，与 2019 年春节基本持平。我们对比 2021 年数据，2021 年除夕至正月初六，全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，比 2020 年春节黄金周增长 28.7%。食品消费作为较为刚性的需求，整体餐饮行业依旧随着居民可支配收入提升而增长，2020 年以来受到疫情线下封控等影响，根据国家统计局数据，2021/22 年全国餐饮收入同比+19%/-6%，分别恢复至 2019 年 100%/94%。

图 34：今年春节期间受访餐饮企业收入及客流量



资料来源：中国烹饪协会，国信证券经济研究所整理

图 35：中国餐饮行业收入规模



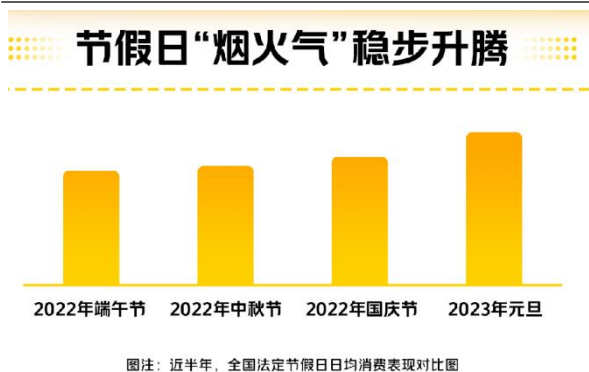
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## 美团：春节稳步复苏，预计二季度有强势反弹

美团发布的 2023 年春节消费数据显示，假期前 6 天，生活服务日均消费规模同比 2019 年春节增长 66%。其中，异地消费较去年同期增长 76%。此前，美团于 1 月 2 日发布的元旦假期消费数据显示，日均消费规模同比 2019 年增长 75%。

**餐饮和酒旅复苏都较为强势。**餐饮方面，美团数据显示，春节假期前 6 天，全国多人堂食套餐订单量同比去年增长 53%。其中，上海堂食消费最旺，订单量同比去年增长 240%。酒旅方面，美团数据显示，春节期间，美团上酒店套餐类产品的销量同比增长约 200%；假期前 6 天，旅游消费规模较 2019 年、2022 年同期均显著增长。

图 36：近半年，全国法定节假日日均消费对比



资料来源：美团、劲旅网，国信证券经济研究所整理

图 37：美团和大众点评上春节假期满房率 TOP 10 城市



资料来源：美团、大众点评，国信证券经济研究所整理

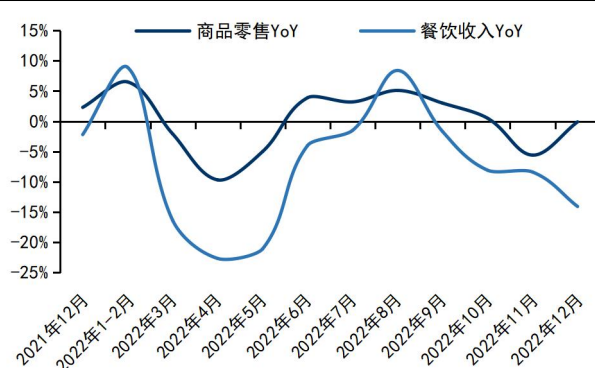
考虑基数效应，预计美团到店酒旅业务于一季度小幅增长，二季度有望强势增长。从社会消费品零售额中来看，2022 年 1-2 月，餐饮收入增长 6.5%，并在 3-5 月经历较为严重的下滑。从今年元旦和春节数据来看，到店和酒旅的消费意愿复苏良好。预计自 3 月起，在低基数效应下，美团的到店酒旅业务有望呈现强势增长。

图 38：美团到店酒旅收入及增速（原口径）



资料来源：美团财报，国信证券经济研究所整理

图 39：社会消费品零售-按消费类型划分的同比增速



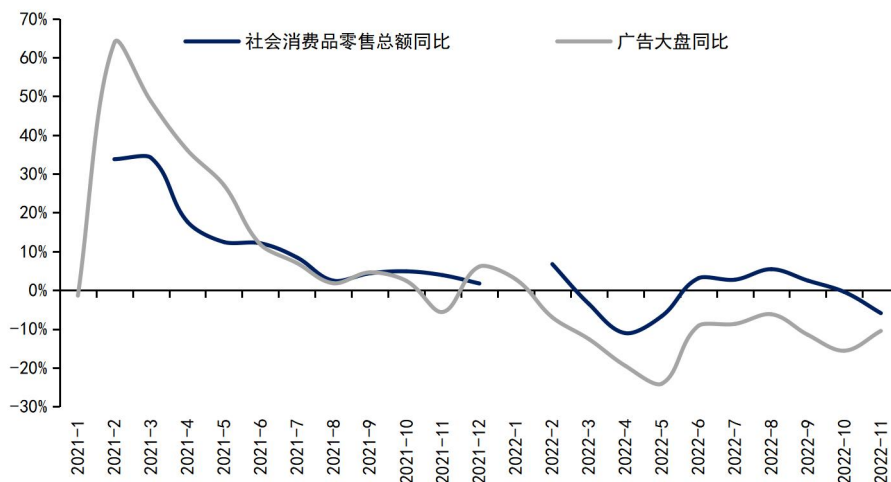
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## 广告：预计本地生活、游戏投放恢复强劲，但互联网应用类反弹有限

从 2022 年来看，品牌广告主投放意愿滞后于消费的恢复，效果广告相对同步

品牌广告主投放意愿受到中长期信心影响，复苏具有滞后性。广告体现了广告主对未来发展的信心，在经济景气度下行的时候，投放预算（尤其是品牌类投放）会出现缩减。我们参照 2022 年社零数据与 CTR 媒介智讯监测的广告增速对比，可以发现，2022 年 2 月，广告大盘先于社零进入负增长，并且在 6-9 月社零同比转正后仍然维持下滑。我们认为这与 CTR 媒介智讯监测的广告形式偏向于品牌广告有关。效果类广告由于追求转化的特点，复苏节奏与消费更加同步，预计在今年会率先恢复。

图 40: 社会消费品零售总额与广告大盘增速对比



资料来源: 国家统计局、CTR 媒介智讯, 国信证券经济研究所整理

## 分行业来看, 预计本地生活、游戏投放恢复强劲, 但互联网应用类反弹有限

不同行业的预算反弹节奏存在差异。我们预计本地生活类、游戏类投放较先一步恢复, 而互联网应用类的反弹则会较为滞后。

**线下消费复苏明显, 预计本地生活类广告投放较先一步恢复。**根据国家税务总局发布的增值税发票数据, 今年春节假期, 全国消费相关行业销售收入同比增长 12.2%, 其中商品消费和服务消费, 同比分别增长 10% 和 13.5%。前文提及, 餐饮、酒店、旅游的消费在今年春节假期也迎来显著的复苏。我们预计本地生活类的广告主投放预算会较先一步恢复。

**手游市场买量蓬勃, 小游戏和新游贡献主要增量。**根据 DataEye 数据, 2023 年春节前后, 国内参投手游数量、投放计划数、投放的素材量, 都呈现出不同程度的提升。2023 年春节前后的素材总量, 相较于 2022 年春节前后提升, 提升幅度约 25%-30%。参投手游增量主要是微信小游戏, 以及新游戏。

图 41: 春节前后手游买量市场投放素材总数

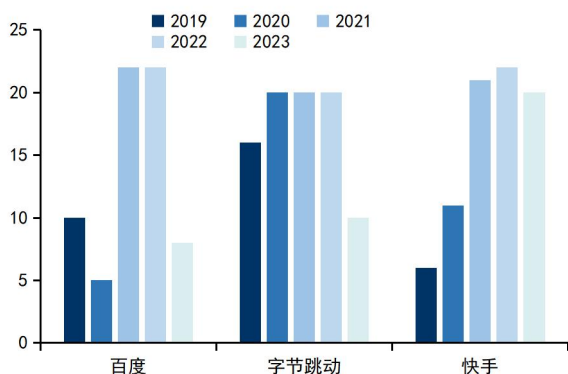


资料来源: DataEye, 国信证券经济研究所整理



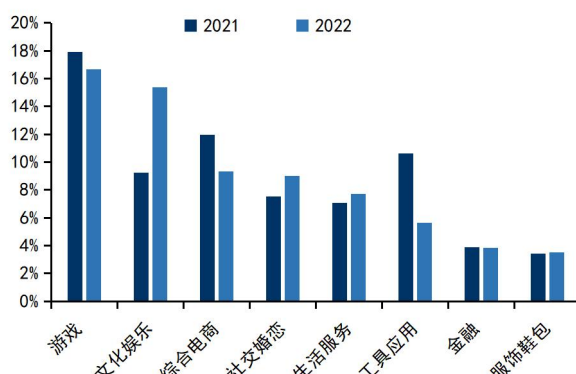
**互联网公司降本增效，预计短期内互联网应用类投放反弹有限。**去年以来，互联网公司普遍开展降本增效，缩减销售费用。根据 AppGrowing 数据，工具应用类是 2022 年投放下降幅度最明显的行业。根据今年头部互联网公司春节营销发放红包总额来看，除快手仍然发放 20 亿红包，其他公司发放红包数量都有较大“缩水”。今年春晚也是近几年首次没有互联网公司主赞助。可见互联网公司在春节期间仍然秉持降本增效策略，预计在短期内投放预算反弹有限。

图 42: 历年春节期间头部互联网公司红包总额（亿元）



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图 43: 2021-2022 全网移动广告投放行业分布对比

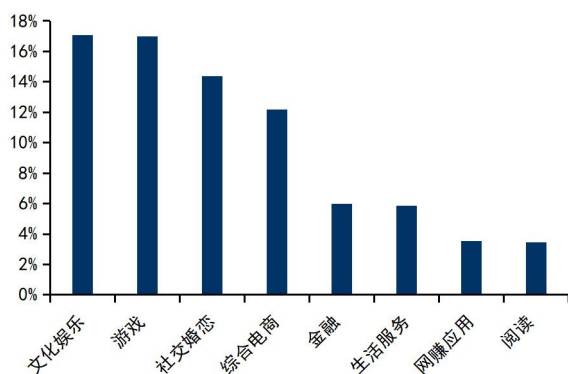


资料来源：AppGrowing、月狐数据，国信证券经济研究所整理

## 分公司来看，预计游戏广告占比较高的腾讯、快手较先恢复

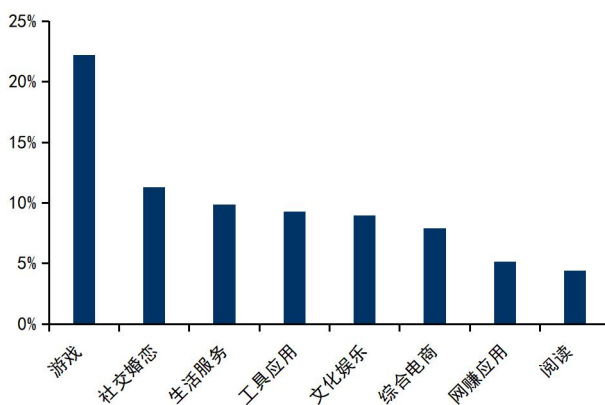
**腾讯和快手的游戏广告主占比较高，预计较先恢复。**从 AppGrowing 数据来看，游戏行业是腾讯占比第二大、快手占比第一大广告主。考虑到春节前后手游买量市场的蓬勃，预计腾讯和快手的广告业务在一季度会有良好的增长。此外，微信小游戏的蓬勃发展，也有利于腾讯的小程序广告的增长。

图 44: 2022 年腾讯广告行业投放分布



资料来源：AppGrowing、月狐数据，国信证券经济研究所整理

图 45: 2022 年快手磁力引擎行业投放分布



资料来源：AppGrowing、月狐数据，国信证券经济研究所整理

**视频号有望引领腾讯广告恢复健康增长。**在经济景气度下行的时候，广告主对转化率的诉求达到了极致，用于营销企业长期投入的品牌广告往往最先被缩减。在 2022 年，由于品牌广告占比较高，腾讯的广告业务受到冲击明显。而随着视频号推出原生广告，并上线竞价投放体系，预计这一现象会得到好转。根据微信公开



课公众号,视频号春节短视频发布量同比上涨近 170%,视频号竖屏春晚收获超 1.9 亿人观看。我们预计视频号广告将是腾讯广告业务 2023 年的核心增长动力。

## 电商：春节为传统淡季，恢复需观察 2-3 月表现

春节为电商传统淡季，表现受快递履约、商家打烊等多重因素影响，我们认为数据参考性有限，电商恢复仍需观察 2 月和 3 月的表现。国家邮政局数据显示，今年春节长假期间（1 月 21 日至 27 日），全国揽收快递包裹约 4.1 亿件，与 2022 年春节假期同比+5.1%，较 2019 年增长 192.9%，我们认为近年春节期间增长主要是快递公司优化春节期间服务、及春节不打烊带来商品丰富度提升的表现；自春运开始以来（1 月 7 日至 27 日），全国邮政快递业揽收快递包裹 39.4 亿件，较去年农历同期增长 12.5%，我们认为春运以来的数据更好的反映消费者线上消费的旺盛需求。

值得注意的是，春节期间抖音超市正式上线抖音 App，对标天猫超市，目前抖音超市以 3P 模式为主，是抖音在电商仓配侧的重点探索项目之一，未来发展有待观察。超市联合顺丰物流，主打“官方直发”、“当日发货”，目前仅在广州、深圳、东莞和惠州提供次日达、小时达服务。

图 46：2023 年春节期间快递量下降受商家打烊、快递时效等多重因素影响



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

表3：各家快递公司 2019-2023 年不断优化春节期间寄递服务

	2019-2023 年变化	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
顺丰快递	春节期间资源调节费收取的产品范围和金额不断下降	春节假期期间，顺丰将对寄递服务加收资源调节费。	春节假期期间，顺丰将对主要城市互寄服务加收资源调节费。	春节假期期间，顺丰将对主要城市互寄服务加收不低于 10 元的资源调节费。	疫情影响无春节服务公告	2019 年 1 月 21 日-2 月 3 日期间，单票加收不低于 10 元的资源调节费。
韵达速递	2019 年无春节服务，除 20 年均未加收服务费	2023 年 1 月 20 日（腊月二十九）——2023 年 1 月 25 日（正月初四）提供“春节无休服务”。	2022 年 1 月 30 日（腊月二十八）——2022 年 2 月 4 日（正月初四）提供“春节无休服务”。	2021 年 2 月 4 日至 2021 年 2 月 19 日，提供寄递服务。	除夕至正月初六春节期间，正常为客户提供取派件服务，将适当加收服务费。	无
申通快递	2019 年无春节服务，此后不断完善	全年无休，春节不打烊保障时间为腊月二十八至正月初三共计 6 天	“过年不打烊”保障时段为腊月二十八至正月初四共计 7 天	2021 年 2 月 4 日（腊月二十三）至 2021 年 2 月 19 日（正月初八），共计 16 天。	除夕至正月初六春节期间，正常提供取派件服务。	无
中通快递	2019 年春节服务时间腊月二十九开始，此后提前一天改为腊月二十八开始	腊月二十八至正月初四提供“春节无休服务”，其余日期提供常态快递服务。	腊月二十八至正月初四提供“春节无休服务”，其他日期提供常态快递服务	春节承诺服务时间：2021 年 2 月 8 日-2021 年 2 月 16 日	31 个重点城市提供时效保证服务，其他城市收发快递时间可能受影响	将于腊月二十九至正月初五开启春节运营模式。
京东物流	19 年无春节服务，21 年加收资源调节费，22 和 23 年政策未显示收费情况，只有服务和延迟时间	除夕-正月初三时效会有延迟，商家直送入仓业务可支持紧急预约，1 月 25 日（正月初四）恢复正常。	除夕-初三商家直送入仓业务仅支持紧急预约，订单出库时效可能会略有延迟，出库后配送时效可能延长。	1 月 22 日-2 月 10 日期间，将对部分产品收取每公斤不低于 0.2 元的资源调节费；2 月 11 日-2 月 17 日期间，将对部分产品收取每票不低于 8 元的资源调节费。	1 月 24 日-1 月 30 日期间，京东物流将对快递类产品收取单不低于 8 元资源调节费。	无
菜鸟裹裹	覆盖城市更多	农历腊月廿三到正月初六期间，消费者可在全中国 103 个城市正常下单寄快递，消费者春节寄快递不加价。	农历小年至大年初六期间，消费者可在全中国 101 个城市正常下单寄快递。	自小年至大年初七，全国 22 省份的 100 座城市都能方便寄快递。	无	无

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 春节消费券：对线下消费拉动显著

春节期间各地推出多种消费券，涵盖娱乐、购物、餐饮、旅游等多领域，力度普遍 6-8 折，从各地数据看，消费券核销率基本超过 60%，撬动消费比在 3.5 以上，对消费提振效果显著。疫情政策放开后，为提振经济发展和居民信心，各地自年初起推出多轮消费券激活经济，从数据看，各地居民消费热情高，消费券对经济拉动成效显著。据天津市商务局统计数据显示，天津市政府春节期间安排 1.15 亿元消费券专项资金，截至 1 月 28 日，天津已发放消费券补贴资金 9919.06 万元，拉动消费 34.29 亿元，撬动比超过 1:34。据广州日报，今年春节假期广州市政府让利资金带懂 10 倍以上的文旅消费；据中新网，今年春节前后绍兴第二轮 6000 万元“普惠民生”消费券核销率达 95.9%，拉动消费超 3.19 亿元。

**表4：春节期间部分地区消费券发放情况汇总**

省	市	消费券发放情况	消费券额度
北京		观影消费补贴	每人可享受购票特惠专场立减 30 元和所有场次立减 10 元，每天限量 40000 份
		永辉超市消费券	满 99 元立减 30 元
		朝阳区餐饮消费券	满 50 元减 15 元，满 100 元减 30 元，满 200 元减 60 元，满 300 元减 90 元各一张
上海		第九届北京市民快乐冰雪消费券	使用消费券购买滑冰票可抵扣 30 元，使用消费券购买滑雪票可抵扣 80 元
		南京路步行街年货消费券	1.5 万张 50 元团购 100 元年货消费券和 1.5 万张 150 元团购 200 元年货消费券
		“南沙冬季欢乐购”消费券活动	200 元减 50 元，满 400 元减 100 元，满 300 元减 100 元
广东	深圳	深圳新春餐饮红包	28 元、68 元、168 元和 666 元无门槛餐饮数字人民币红包。总金额 1 亿元
		深圳新春文化消费红包	500 元、300 元、200 元、100 元、80 元、60 元
		乐购宝安消费券	“满 100 减 30 元”、“满 200 减 60 元”、“满 500 减 150 元”、“满 1000 减 300 元”、“满 1000 减 800 元”，总计 6000 万元
四川	成都	华润万家春节消费券	总金额：8800 万元；满 100 元减 10 元、满 200 减 20 元、满 500 减 50 元
		新春年货购物满减券	满 100 元减 50 元
		雨城惠民消费券	满 500 元减 200 元、满 400 元减 150 元、满 300 元减 100 元、满 200 元减 50 元
江苏	晋江	各区文化旅游惠民系列消费券	-
		“津乐购”消费券	-
		晋江市商圈消费券发放活动	满 300 元立减 60 元，满 100 元立减 20 元
山东	青岛	亿惠青岛消费年·春节消费券	满 50 减 20 元券、满 300 减 100 元券
		“泉城购”	满 200 元减 60 元、满 100 减 30 元、满 50 元减 10 元
		惠民消费券	10 元、20 元、20 元（为一个 50 元券包，内含 3 张消费券）
河南	郑州	文旅消费券	100 元（满 300 可使用）、50 元（满 150 可使用）、30 元（满 90 可使用）、10 元（满 30 可使用）
		乐购武汉·2023 跨年消费	-
		出行、购物、餐饮、娱乐类消费券	总计 2 亿元资金
山西	太原	太原市政府数字消费券	-
		西安美团年货消费券	最高可领取合计 400 元的消费券包

资料来源：各地本地宝小程序，国信证券经济研究所整理

**表5：部分地区春节期间消费券核销率较高，对当地消费撬动作用明显**

省	市	消费券实际发放金额（万元）	实际核销金额（万元）	核销率	撬动消费金额（万元）	撬动比
浙江	温州	1,920	1,753	91.30%	11,830	6.7
浙江	绍兴	6,000	5,754	95.90%	31,900	5.5
广东	汕头	600	590	98.00%	12,000	20.3
广东	江门	1,500	1,293	86.23%	18,400	14.2
新疆	克拉玛依	1,925	1,428	74.20%	4,945	3.5
吉林	辽源市	300	187	62.45%	1,442	7.7
海南	海口	617	554	89.80%	4,434	8.0

资料来源：中新网，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

基于春节期间各行业、公司的表现，我们的推荐顺序如下：

- 1) **第一梯队**：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头**腾讯**；预计随消费复苏，显著受益的电商公司**拼多多**；
- 2) **第二梯队**：受益于版号放开，以及娱乐消费需求复苏的游戏龙头**网易**；受益于消费复苏的电商龙头**阿里巴巴**；
- 3) **第三梯队**：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司**美团**、**快手**。

表6：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB (MRQ)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
0700. HK	腾讯控股	买入	383.0	13.0	12.2	15.9	25	27	21	4.4
9999. HK	网易-S	买入	142.5	6.0	7.3	6.8	20	17	18	4.0
2013. HK	微盟集团	增持	6.3	-0.2	-0.4	-0.1	-25	-15	-39	4.5
3690. HK	美团-W	买入	176.6	-2.5	0.1	2.0	-60	1680	75	7.7
1024. HK	快手	买入	70.9	-4.5	-1.4	1.6	-13	-42	37	6.8
9988. HK	阿里巴巴-SW	增持	109.0	2.9	3.2	5.6	32	29	17	2.2
0241. HK	阿里健康	增持	6.8	-0.02	-0.02	0.01	-292	-292	585	5.6
6618. HK	京东健康	买入	66.1	-0.3	0.3	0.5	-166	209	111	4.2
9888. HK	百度集团-SW	增持	151.5	3.7	3.6	5.3	35	36	25	1.7
9618. HK	京东集团-SW	买入	236.4	-1.1	2.0	5.0	-178	99	41	3.1
9899. HK	云音乐	买入	99.7	-5.0	-1.9	-0.2	-17	-44	-449	2.4
TME. N	腾讯音乐	增持	8.9	2.6	2.9	3.1	23	21	20	2.3
BZ. O	Boss 直聘	买入	24.0	2.0	1.1	2.6	82	153	63	6.0
PDD. O	拼多多	买入	99.6	1.4	4.6	5.4	123	37	31	8.4
ZH. N	知乎	买入	1.6	-1.2	-2.1	-0.9	-19	-11	-23	1.3
WB. O	微博	无评级	25.4	3.1	2.1	2.2	55	83	77	1.9
BEKE. N	贝壳	无评级	19.1	1.9	1.4	4.2	67	89	31	2.5
SE. N	SEA	无评级	72.5	-3.8	-3.9	-1.8	-127	-125	-269	8.3

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司使用彭博一致预期；Boss 直聘、腾讯音乐为每 ADS 调整后净利润（每 ADS=2 股）；知乎为每 ADS 调整后净利润（每 ADS=0.5 股）；贝壳为每 ADS 调整后净利润（每 ADS=3 股）

## 风险提示

政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032