

## 海外周报 (2021.04.12-2021.04.18)

证券研究报告

2021年04月18日

## 监管常态化长期价值回归基本面；腾讯在线视频业务战略和组织升级

作者

孔蓉 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

李泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520110002  
lizeyu@tfzq.com

王梦恺 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521030002  
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 联系人  
yuchenyang@tfzq.com

## 周观点:

本周恒生指数上涨 0.94%，科技股下跌 0.89%。

**宏观环境：本周中美长端利率回落，人民币小幅升值；复苏周期错位，预期中美利率收窄趋势延续。**本周一央行官员对于短期流动性环境表态偏温和，周五公布一季度经济数据，10年期国债收益率下行 5BP 至 3.16%。虽然美国 3 月 PPI 数据创十年新高，但病毒变异和疫苗安全性问题给短期经济复苏可持续性带来不确定，10 年期美债利率回落 8BP，美元指数调整，人民币小幅升值。中美经济复苏错位，预期后续中美利差将整体保持收窄态势。

**市场逐步消化反垄断监管常态化，企业中长期价值成长回归基本面，拥抱创新驱动长期繁荣。**4 月 13 日，市场监管总局联合召开互联网平台企业行政指导会，要求各企业一个月内全面自查，逐项整改。监管带来的短期情绪冲击正逐步被市场消化，本周恒生科技股指数降幅（-0.89%）较前一周（-3.08%）明显收窄，VHSI 小幅提升但整体回落趋势仍较明显。我国平台经济领域反垄断进入常态化阶段，监管和处罚措施力度保持审慎平衡，虽然企业短期经营节奏和估值可能有所波动，但复盘欧美科技龙头监管历程后可以看到，企业中长期价值成长回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新将为企业持续繁荣的提供坚实基础。

**港股科技企业维持较强盈利增长预期，部分龙头相对于指数 PE 估值处于低位。**截止 4 月 18 日，彭博预测恒生指数 2021-2023 年 EPS 增速分别为 14.95%、13.82%、12.76%，彭博预测恒生科技股指数 2021 年扭亏，2022-2023 年 EPS 增速分别为 33.27%、26.13%。恒指 Forward 正数 PE 为 12.21 倍，本周上涨 2%，高于 5 年均值 0.87 个标准差；恒生科技指数 Forward 正数 PE 为 31.33 倍，本周上涨 0.2%。27 家重点港股科技公司 2021-2022 年彭博预测 PE 中位数为 33、30 倍，预测 PS 中位数为 6.5、5.5 倍，部分基本面稳健的龙头相对指数 PE 估值已处于较低水平。

## 行业及公司观点更新:

**腾讯成立在线视频 BU，内容/分发长短结合，文娱系有望深度整合。**媒体报道，腾讯 PCG 下成立“在线视频 BU”，由腾讯视频、微视、应用宝整合而成。本次为腾讯第四次组织架构调整，我们认为，微视作为 PCG 下少有的内容分发平台与腾讯视频在管理层上的进一步融合，成立在线视频 BU，有利于将腾讯视频的强内容优势与微视的分发标签结合起来，加强长短视频的协同，提高用户留存及使用时长，持续赋能视频赛道。同时，随着社交、游戏和音乐三大业务在管理层上面的融合，腾讯文娱体系有望进行深度整合，协同效率和管理效率得到进一步提升，建议关注。

**贝壳：**我国房地产行业规模增长快，需要中介精准匹配供需。我们认为贝壳未来收入驱动因素包括：1) 新房市场受益于开发商与贝壳合作深化；2) 二手房市场渠道下沉，快速完成对三四线城市的覆盖，市占率立体提升；3、装修市场潜力十足，有望转化家居装修销售费用。建议关注。

**京东健康：**1) 于 2019 年在行业内首先达到盈利，凭借京东集团对自营平台垂直导流的能力，在同行业中优势明显。2) 公司拥有行业领先的供应链流转效率和服务能力，有望享受处方外流和医药分离趋势为院外在线医药零售带来的增量规模。3) 有望以慢病管理为抓手，在增加医疗服务收入的同时，反哺医药电商业务。长期来看线上医保政策逐渐放开，商业保险的快速增长有望成为未来的突破口。我们给予京东健康 2021 年 5 倍市销率。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 153 港元。

**涂鸦：**从商业模式本质来讲，公司提供 AIoT 基础设施，其粘性在于公司云平台的生态能力，对于客户产生的是全生命周期价值，这也意味着客户在公司初期的营销费用和部分产品采用公司服务后，将旗下产品不断的向涂鸦智能云生态转化。我们根据渗透率假设现金扩张和新客户获取，测算公司 2021/2022/2023 年分别收入 3.0/4.7/7.1 亿美元，同比+68%/56%。从北美 SaaS、PaaS 企业估值来看，现金留存率和 PS 具有较高相关性，中枢为 140%现金留存率和 30 倍 PS，Snowflake 170%现金留存率对应超过 110 倍估值。公司目前约为 60 倍 PS。

风险提示：海外疫情控制不及预期；中美贸易摩擦；通胀快速上行。

## 1. 周观点

本周恒生指数上涨 0.94%，科技股下跌 0.89%，但降幅较前一周（-3.08%）收窄较，市场逐步消化监管政策的短期情绪冲击。

**宏观环境：中美长端利率短期回落，人民币小幅升值；复苏周期错位，预期中美利率收窄趋势延续。**本周一央行官员对于短期流动性环境表态偏温和，周五公布一季度经济数据，10 年期国债收益率下行 5BP 至 3.16%。虽然美国 3 月 PPI 数据创十年新高，但病毒变异和疫苗安全性问题给短期经济复苏可持续性带来不确定，10 年期美债利率回落 8BP，美元指数调整，人民币小幅升值。中美经济复苏错位，预期后续中美利差将整体保持收窄态势。

**市场逐步消化反垄断监管常态化，企业中长期价值成长回归基本面，拥抱创新驱动长期繁荣：**4 月 13 日，市场监管总局联合召开互联网平台企业行政指导会，要求各企业一个月内全面自查，逐项整改。监管带来的短期情绪冲击逐步被市场消化，本周恒生科技股指数降幅较前一周明显收窄，VHSI 小幅提升但整体回落趋势仍较明显。我们认为我国平台经济领域反垄断进入常态化阶段，监管和处罚措施力度保持审慎平衡，虽然企业短期经营节奏和估值可能有所波动，但复盘欧美科技龙头监管历程后可以看到，企业中长期价值成长回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新将为企业持续繁荣的提供坚实基础。

**港股科技企业维持较强盈利增长，部分龙头相对于指数 PE 估值处于较低水平：**截止 4 月 18 日，彭博预测恒生指数 2021-2023 年 EPS 增速分别为 14.95%、13.82%、12.76%，彭博预测恒生科技股指数 2021 年扭亏，2022-2023 年 EPS 增速分别为 33.27%、26.13%。恒指 Forward 正数 PE 为 12.21 倍，本周上涨 2%，高于 5 年均值 0.87 个标准差；恒生科技指数 Forward 正数 PE 为 31.33 倍，本周上涨 0.2%。27 家重点港股科技公司 2021-2022 年彭博预测 PE 中位数为 33、30 倍，预测 PS 中位数为 6.5、5.5 倍，部分基本面稳健的龙头相对指数 PE 估值处于较低水平。

**腾讯 PCG 组织调整。**媒体报道，腾讯 PCG 下成立“在线视频 BU”，由腾讯视频、微视、应用宝整合而成。本次为腾讯第四次组织架构调整，我们认为，迫于短视频赛道的快速崛起，微视作为 PCG 下少有的内容分发平台与腾讯视频在管理层上的进一步融合，成立在线视频 BU，有利于将腾讯视频的强内容优势与微视的分发标签结合起来，加强长短视频的协同，提高用户留存及使用时长，持续赋能视频赛道。同时，随着社交（QQ）、游戏（天美工作室）和音乐（TME）三大业务在管理层上面的融合，腾讯文娱体系有望进行深度整合，协同效率和管理效率得到进一步提升。

表 1：重点港股科技公司彭博一致预测估值

公司	代码	市值 (亿港元)	最新价 (港元)	2020PS	2021EPS	2022EPS	2020PE	2021EPE	2022EPE
腾讯控股	700	60,639	632	11	9	7	42	33	27
阿里巴巴	9988	51,099	235.6	8	6	5	/	24	22
美团-W	3690	17,089	290.2	13	8	6	454	/	158
快手	1024	10,065	242	14	10	7	/	/	126
京东集团	9618	9,483	303	1.1	0.8	0.7	/	36	26
小米集团	1810	6,566	26.05	2.2	1.7	1.4	40	30	24
百度	9888	5,755	207	5	4	3	/	21	17
网易	9999	5,701	165	7	5	5	/	26	22
哔哩哔哩	9626	3,052	809	21	13	9	/	/	/
中芯国际	981	2,836	25.75	60	55	50	1716	424	408
联想集团	992	1,303	10.82	2.2	1.9	1.8	161	97	84
比亚迪电子	285	991	44	1.1	0.8	0.7	1517	17	14

恒腾网络	136	936	10.14	304	27	12	5611	142	95
金蝶国际	268	855	24.65	21	17	14	/	/	1381
阅文集团	772	806	79.15	8	7	6	73	50	37
金山软件	3888	739	53.85	11	9	7	6	44	33
中国有赞	8083	437	2.53	20	13	9	/	/	/
微盟集团	2013	384	16.88	16	11	8	270	200	106
心动公司	2400	299	62.15	9	7	6	691	86	52
雷蛇	1337	252	2.82	17	15	13	1819	790	296
中国软件国际	354	246	8.45	1.5	1.2	1.0	18	16	13
猫眼娱乐	1896	159	13.94	10	3	3	/	16	12
IGG	799	140	11.64	17	14	14	44	62	58
美图公司	1357	120	2.76	8	6	5	156	/	/
网龙	777	118	21.2	1.6	1.4	1.3	11	9	8
祖龙娱乐	9990	112	13.78	8	3	2	/	10	8
伟仕佳杰	856	105	7.19	0.1	0.1	0.1	8	7	7
中位数				8.9	6.5	5.5		33	30

资料来源：彭博，天风证券研究所；HKD/CNY 汇率取 2021 年 4 月 16 日中间价 0.8406

## 1.1. 本周重要报告梳理

### 1.1.1. 互联网平台反垄断专题研究

#### 全球监管常态化趋势明显，中国平台经济反垄断进入实质性阶段

过去 20 余年，互联网产业快速发展，互联网平台基础功能由最初的信息中介发展至促进多边市场用户交互。随着数据规模和使用效率提升、跨领域业务扩张形成生态，互联网平台公共基础设施属性逐渐增强。伴随这一特征，以及龙头平台有争议的竞争策略，全球平台经济领域监管常态化趋势已较明显。

从全球三大反垄断司法辖区来看：1) 欧洲 2017 年以来持续加强监管力度，反垄断调查频率、处罚力度（或部分由于本地数字经济平台实力相对较弱）以及方式方法的创新位居前列，承担起示范作用。2) 美国对于互联网平台的监管态度早期相对温和。2019 年执法调查开始活跃，2020 年众议院发布调查报告认定 FAAG 违规竞争后，司法部门相关诉讼明显发力。3) 我国平台经济领域反垄断监管体系在 2020 年取得显著进步。决策层将强化反垄断纳入 2021 年重点任务，阿里案的出现，显示相关认定和执法已进入实质性阶段。后续行政指导会表态，阿里案起警示作用，为其他互联网平台企业预留了整改时间。在发展与规范并重的政策思路下，温和积极的监管措施有利于改善市场竞争秩序，激发企业创新活力。

复盘微软/谷歌反垄断监管历程对基本面、估值、超额收益的影响，我们认为：

- 1) 反垄断指控/认定/处罚短期内对公司经营和估值存在一定影响（市场对业务分拆的敏感度高于大额罚款），双方和解后超额收益阶段性回升；
- 2) 企业中长期价值变化仍将回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新才是企业发展的“不老药”。

微软案例：早期美国监管机构对微软调查和指控的股价影响较小。1998 年 5 月美国司法部联合 20 个州总检察长提起反垄断诉讼，股价亦相对坚韧。1999 年 11 月法律认定书公布，认定微软是垄断企业后，超额收益和估值快速下行。2001 年 11 月，美国司法部与微软达成和解后，超额收益回升，同时估值阶段性企稳。此后超额收益持续提升，估值水平区间内震荡，直至 2003 年欧盟委员会的反垄断指控升温后，超额收益和估值中枢再度回落。

此后 2003-2013 年微软战略错失移动互联网红利，增长相对乏力，超额收益及估值持续下行；2014 年开始转型云计算市场，高强度资本开支支持基础设施建设，长期增长潜力打开，估值和超额收益重回上行通道。

谷歌案例：2010 年 11 月欧委会对谷歌开始正式反垄断调查。2013 年美国联邦贸易委员会与谷歌达成和解，结束了为期 20 个月的反垄断调查。2014 年欧洲议会通过一项无“约束力”的提案，建议分拆谷歌欧洲业务。2017-2019 年欧委会对谷歌处以三次反垄断处罚，总计罚款额达 82.5 亿欧元。2020 年 10 月美国众议院发布调查报告，认定 FAAG 利用其垄断地位打压竞争者、压制行业创新。

虽然谷歌长期处于反垄断调查中，但广泛的互联网业务布局和长期高强度研发投入，为其业务提供较强的抗波动能力以及持续增长潜力，由此整体业绩增速相对稳定。反垄断监管进程导致短暂的估值和超额收益下降，后续仍回归原有路径。监管带来的短期波动、稳健的基本面兑现、深厚的技术储备商业化潜力，共同融合下，公司估值呈现“波浪式”上行趋势。

投资建议：我国平台经济领域反垄断监管进入常态化阶段，温和积极引导市场有序竞争，激发企业创新动力。复盘微软和谷歌的案例发现，虽然反垄断监管可能会对企业短期经营和估值存在一定影响，但中长期价值变化仍将回归基本面，科技龙头综合实力雄厚，具备持续技术投入的基础，拥抱创新将为企业持续繁荣的提供坚实基础。

建议关注基本面稳健、具备相对估值优势的龙头公司，如腾讯控股；受益于电商竞争环境改善的头部企业，如拼多多、快手等；以及垂直领域新兴竞争者和上下游服务供应商，如中国有赞、微盟集团等。

### 1.1.2. 涂鸦智能 ( TUYA.US ): AIoT 云平台第一股, 具强网络效应, 高现金扩张率驱动成长

#### 理解涂鸦智能: 7 年快速成长, 铸就全球领先 IoT 云平台

涂鸦智能是全球领先的 IoT 云平台, 涵盖硬件开发工具、全球云、智慧商业平台开发。截至 2020 年 12 月 31 日, 涂鸦 IoT 开发平台累计有超过 26.2 万注册开发者, 日语音 AI 交互超 1.22 亿次, Powered by Tuya 赋能超 25.2 万设备 SKUs。2021 年, 公司于纽交所上市, 代码“TUYA”。2020 年公司营收 1.8 亿美元, 同比增长 70%。2020 年 IoT PaaS 收入占比 84.3%、智能设备分销 12.3% SaaS 等 3.4%。公司 PaaS 业务收入最主要方式为云模组一次性费用或云模组费用一次性授权费用。

#### 行业分析: 万物互联, 从产业格局看 IoT 平台型企业的竞争力

2019 年全球 IoT PaaS 的市场规模达到 720 亿美元, 预计在 2024 年达到 1720 亿美元, 复合年增长率为 18.9%。2019 年全球 IoT SaaS 总支出为 1290 亿美元, 预计到 2024 年达到 2370 亿美元, 年复合增长率达到 12.9%。根据公司预测, 全球智能模组有望从 19 年 11.90 亿增长至 2024 年 38.06 亿, 其中家庭用 24.95 亿, 工业用 11.9 亿。

IoT 云平台处于智能家居产业链核心: 上游模组芯片逐渐国产替代, 中游家电家居市场份额分散, 下游前装后装市场快速成长, IoT 云平台网络效应较强。从价值链占比来看, 传感器芯片 (10%10%)、智能模组设备 (15%15%)、通信服务 (10%10%)、软件开发和平台应用 (65%65%) 来看, 平台型企业提供占比在模组、软件开发、平台应用 80%左右。

涂鸦解决行业痛点: 行业痛点在于开发人才、迭代速度、缺乏标准化工具设施, 用户痛点在于缺乏一致体验, 涂鸦从创立提供完整的解决方案, 实现可拓展的开发能力、数据分析和用户体验, 承担赋能者的角色, 帮助客户打造自己的产品。

涂鸦的竞争力: 云模组稳定性、云计算高并发承载能力、全球灵活服务能力, 深度挖掘生态参与者的需求能力, 构建强双边网络效应。

#### 成长: 现金拓张率和新客户双重驱动

**上游验证:** 芯片模组厂商为公司重要供应商, 行业上游对于收入增速展望高, 且电厂商选型谨慎, 自身用户二次购买周期长, 此外产品不断升级, 拓展功能和场景。

**下游验证:** 涂鸦 PaaS 业务消费超过 10 万美元的优质客户达到 188 个, 贡献 PaaS 近 87% 的收入; 2020 年现金扩张率超 180%180%, 尽管从收入计算方式来看, PaaS 主要通过云模组数量来计算硬件和云授权来计算费用, 但从商业模式本质来讲, 公司提供 AIoT 基础设施, 其粘性在于公司云平台的生态能力, 对于客户产生的是全生命周期价值, 这也意味着客户在公司初期的营销费用和部分产品采用公司服务后, 将旗下产品不断的向涂鸦智能云生态转化。我们根据渗透率假设现金扩张和新客户获取, 测算公司 2021/2022/2023 年分别收入 3.0/4.7/7.1 亿美元, 同比+68%/56%/。

**估值:** 从北美 SaaS、PaaS 企业估值来看, 现金留存率和 PS 具有较高相关性, 中枢为 140% 现金留存率和 30 倍 PS, Snowflake 170% 现金留存率对应超过 110 倍估值。公司目前约为 60 倍 PS。

### 1.1.3. 贝壳专题深度：龙头地产中介平台二手房新房集中度提升，新兴业务厚积薄发

#### 贝壳：中国线上线下一体化住房中介服务龙头

贝壳已成我国房地产中介龙头，2020年总交易额3.5万亿元（同比+64.5%），收入705亿元（同比+53.2%），调整后净利润57.2亿元（同比+245.4%），线下门店46946家（同比+25.1%），中介493088人（同比+37.9%），线上VR房源911万套（同比+181.1%）。公司的ACN网络通过合作与共享的模式快速抢占二手房与新房市场份额，2020年二手房全国市占率已达26.22%，新房达9.54%。

#### 我国房地产行业规模增长快，需要中介精准匹配供需

2020年我国住房交易市场规模23.2万亿元，中介交易规模11.5万亿元；其中新房交易规模13.9万亿元，中介交易规模3.9万亿元；二手房交易规模7.4万亿元，中介交易规模6.5万亿元。

预计2024年我国住房交易市场规模30.7万亿元，中介交易规模19.1万亿元；其中新房交易规模15.6万亿元，中介交易规模6.6万亿元，增长来源于开发商在二、三、四线城市对中介匹配供需从而回笼资金的需求增加；二手房交易规模12万亿元，中介交易规模10.8万亿元，增长来源于二手房市场流通率提升，目前二手房流通率为2.0%，预计2024年增长至2.4%。

#### 二手房通过渠道下沉与加盟合作持续抢占市场份额

贝壳二手房通过ACN网络快速拓展线下门店与中介，通过让利获得合作品牌加盟，用提佣率的下滑换取整体市占率提升，整体GTV从2017年0.7万亿元增长至2020年1.9万亿元，提佣率从2.5%下降至1.6%，整体市占率从12.3%提升至26.2%，预计2022年整体GTV增长至3.3万亿元，提佣率达1.4%，全国市占率达35.0%。

我们认为我国潜在二手房交易市场在二三四线城市，虽然二手房成交均价涨幅不如一线城市，但是供应面积和成交面积大幅高于一线城市，导致总体成交金额高于一线城市。贝壳作为拥有2.26亿真实房源、全国25%经济人、4.7万家线下门店的龙头地产中介，在二三四线二手房市场中具有强大的龙头效应，有望通过标准化、数字化、智能化的服务快速抢占市场份额。

#### 新房有望转化房地产开发商销售费用

贝壳新房通过加盟与平台合作快速拓展市场，整体GTV从2017年的2526亿元增长至2020年的1.4万亿元，同时提佣率从2.54%提升至2.74%，预计2022年整体GTV增长至2.4万亿元，提佣率达2.80%。

我们认为新房业务的机会在于开发商越来越需要中介，因为平台合作模式大幅增长伴随提佣率依旧保持小幅增长意味着开发商销售新房具有压力，对回笼资金具有诉求，需要中介辅助高效出售新房。而我国新房去化比率下降、二三线城市新房销售压力大、房地产开发企业数量高速增长所伴随的竞争加剧、叠加房地产开发商较高的资产负债率均指向对中介的需求。

#### 装修市场潜力十足，有望转化家居装修销售费用

我们认为贝壳在该市场潜在空间广阔。全国家居装修市场规模有望在2024年达4.1万亿元，而家居装修企业销售费用率高，我们测算家居装修行业平均销售费用率达20%，由此测算2024年的地产中介在家居装修行业的潜在收入空间可达8200亿元。贝壳平台有望对接家居装修供需端，通过AI智能匹配供需，通过VR技术赋能家居装修公司线上化可视化、赋能用户更高的自主参与性，有望在未来转化家居装修公司的销售费用；而家居装修公司也有望通过贝壳降低整体销售费用。

#### 建议关注：

我们认为贝壳未来收入驱动因素主要有三：1、从新房市场来看，预计房地产开发商将持续与贝壳合作，快速售出房源从而达到稳定的资金回流；2、从二手房市场来看，贝壳有望实现渠道下沉，快速且大量的覆盖除一线城市以外的城市，快速提高各个城市的市占率；3、从装修市场来看，如视VR功能有望助力贝壳快速切入装修市场。其次，随着业务的不断扩张，规模效应有望持续提高，降低贝壳的整体业务成本，建议关注。

### 1.1.4. 京东健康 (6188.HK): 从行业红利逐步释放看京东健康成长空间

**京东健康: 中国互联网医疗引领者。**

京东健康是引领中国医药和健康产品供应链转型先行者之一,也是中国最大的在线医疗健康平台和零售药房,2019年从京东集团拆分独立运营。公司主要业务有零售药房和在线医疗健康服务,并通过自营,线上平台和全渠道布局相结合的运营模式,建立了一个完整全面的“互联网+医疗”产业生态。公司2017-2019年收入分别为56亿/82亿/108亿,收入同比增长分别为46.4%/31.7%/78.8%,2020年得益于医药零售自营业务迅速发展,总收入达到194亿元。

**我们认为京东健康目前的看点有三:**

1、从市场环境和政策导向来看,中国人口持续老龄化,互联网医疗行业属于**政策红利期阶段**并有望持续,同时疫情加速了行业的渗透。在与阿里健康、平安好医生的三分天下竞争格局中,京东健康于2019年在行业内首先达到盈利,凭借京东集团对自营平台垂直引流的能力,在同行业中**优势明显**。

2、从核心的医药电商业务来看,首先从行业规模上,**处方外流和医药分离趋势将为院外在线医药零售带来新的增量规模**。2019年院外流通比例为32%,外流规模达5200亿元。根据Frost & Sullivan数据,预计到2025年,医药零售市场规模44430亿元,院外流通比例将达到52%,外流规模提升到12360亿元。我们对药品线上渗透(20%/18%/16%)和非药品线上渗透情况(15%/14%/13%)进行乐观/中性/悲观三种测算,**假设公司医药电商业务市占率达到30%,公司医药电商收入预计达1677亿/1537亿/1401亿元**。

其次从京东健康本身来看,我们认为公司能够协同京东集团丰富的电商运营经验,通过行业领先的供应链流转效率和服务能力,**有望享受增量市场,继续扩大市场份额**。

3、从在线医疗业务来看,慢病对处方药的需求稳定且持续,且需要与医生建立长期关系,互联网+慢病可以有效分担门诊压力,优化服务流程。我们认为未来打通慢病患者的全周期产品和服务供应后,公司**有望以慢病管理为抓手,在增加医疗服务收入的同时,反哺医药电商业务**。长期来看线上医保政策逐渐放开,商业保险的快速增长有望成为未来的突破口。根据Frost&Sullivan,2025年医疗服务规模将达到9420亿元。我们假设京东健康市占率达到2.5%(2019年为0.53%),则医疗服务收入有望达236亿元。

**投资建议&盈利预测**

预计公司2021-2022年收入增速为58%/45%,达287.90亿/418.08亿元,调整后净利润分别为10.77亿/18.21亿元。

估值方面,由于在线医疗业务仍在孵化阶段,我们采用分部估值法(SOTP),对在线零售药房业务和在线医疗业务分别选用P/S市销率法估值。

对于在线零售药房业务,我们选取与京东健康商业模式和业务构成最为接近的阿里健康作为可比公司,对应2021年P/S为15倍,因此**在线零售药房业务板块我们给予京东健康2021年15倍市销率**。

由于京东健康的在线医疗业务仍在孵化阶段,因此在线医疗业务板块我们给予京东健康2021年5倍市销率。首次覆盖,给予“买入”评级,目标价格为153港元。

## 2. 公司财报与新闻：台积电 Q1 营收再创新高；造车新势力纷纷发力推出新产品；国内互联网行业《依法合规经营承诺》已出台三版，互联网大厂均在列

### 2.1. 本周重点公司财报

表 2：本周重点公司财报

公司名称	截止 4/17 市值	财报时间	财报信息汇总	财报亮点
嘉楠科技	21.32 亿美元	2021/4/12	<ul style="list-style-type: none"> <li>•2020 年，营收 4.48 亿元，相较上年同期的 14.23 亿元同比下降 68.5%</li> <li>•2020 年 Q4 营收 0.382 亿元，较上年同期下降 91%，净损失 0.72 亿元，上年同期净亏损 7.98 亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•2020 年下半年公司订单获大幅增长，第四季度订单量逾 9.2 万台。截至 2021 年一季度末，公司预售矿机超过 15.6 万台。截至 2020 年年末，公司已达成订单合同总量为 11.31 亿元，其中预收款 4.29 亿元，较三季度增加 3.51 亿元，增幅达 81.8%。截至 2021 年一季度末，公司销售预收款已超过 15.47 亿元。</li> <li>•嘉楠科技预测，公司收入将在 2021 年得到大幅改善，并预计 2021 年第一季度的净收入总额将不少于 4 亿元。这几乎和 2020 年全年的收入持平。</li> </ul>
36 氪	1.17 亿美元	2021/4/15	<ul style="list-style-type: none"> <li>•2020 年总营收为 3.868 亿元，同比下降 41%；净损失 2.79 亿元，去年同期净亏损 0.259 亿元。</li> <li>•2020 年 Q4 营收 1.214 亿元，较上年同期下降 62.4%，净损失 0.9 亿元，上年同期净利润 0.3 亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•截至 2020 年 12 月 31 日的 12 个月期间里，36 氪自营平台和主要第三方平台的全网平均月访问量达到了 6.30 亿次，同比增长 48.1%，连续十一个季度全网月均访问量实现环比上涨，36 氪的内容影响力持续提升。</li> <li>•2020 年，36 氪主动调整了企服业务结构，更加聚焦企业需求更强的深度企业服务。经过近一年的内部孵化，36 氪于近日推出了企服点评平台，经过近一年的运营，36 氪“企服点评”现已收录近万款企服软件。</li> <li>•36 氪将继续把战略重点放在丰富产品及服务、增强社群建设方面，关注到短视频和直播内容战略持续落地带来的增量用户机遇，与国内外知名合作伙伴加深了内容制作方面的合作，同时也将创新的企业增值服务扩展到更广泛的行业。</li> </ul>
			<ul style="list-style-type: none"> <li>•2021 年 3 月营收约为 45 亿美元，环比 2 月增长 21.2%，同比</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•第一季度，5 纳米的出货量占晶圆总收入的 14%；7 纳米占 35%。先进技术是指 7 纳米及更先进的技术，占晶圆总收入的 49%。</li> <li>•第一季度的业务受到 HPC 相关需求的支撑，而智能手机的季节性比近年来温和。进入 2021 年第二季度，预计收入将</li> </ul>

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_18958](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18958)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn