

云开雾释，蛟跃龙腾



TMT

导言：

20 年影响港股 TMT 板块企业发展的三大疑云——5G 进程、国际关系及新冠疫情在 21 年将逐渐云开雾释，焦点将转为 5G、国际关系及后疫情经济发展，同时伴随着众多互联网中概股回归以及科技独角兽登陆港股，整体 TMT 板块将呈现蛟跃龙腾的盛况。

5G：被疫情掩盖的确定性投资机遇

5G 是难得的确信非常强且长期向好的领域，但 19 年底开始的新冠疫情拖累了全球 5G 发展进程，亦减弱了投资者对 5G 的关注度。中国 5G 建设在短暂停滞追赶原计划，并将作为政策支持重点继续高速推进，产业链企业及相关应用领域企业将陆续受益，上游设备商有望重获关注，**建议关注**小基站领先企业**京信通信（2382 HK）**。

云计算：青云直上，首选 SaaS 垂直龙头

预期在海量数据和企业上云需求带动及政策积极推动下，中国云市场将保持高速增长。我们认为中国 SaaS 市场发展潜力最大，其中垂直领域龙头 SaaS 公司竞争壁垒高，**建议关注**房地产领域的**明源云（909 HK）**、零售电商领域的**微盟（2013 HK）**及**有赞（8083 HK）**。IaaS 仍是中国云计算市场规模占比最高、增速最快的领域，预期将在支持新基建等政策带动下保持高速增长，行业集中度持续提升，**建议关注**龙头厂商发展并可重点关注为云厂商提供所需的数据库及储存等硬件设备的 IT 经销龙头**伟仕佳杰（856 HK）**。

消费电子：智能手机复苏在即，竞争生变创增长机遇

虽然短期部分企业会受到华为事件影响以及市场仍在观望手机销量数据何时回升，但随着疫情影响减小、华为事件风险下降及 5G 推进，相信换机需求将会增加。21 年手机市场大概率将会复苏，中高端市场会较 20 年有更好表现，预期手机产业链个股估值将会回升，建议积极关注。首选光学，**推荐舜宇光学科技（2382 HK）**及**丘钛科技（1478 HK）**。美国升级了对华为的限制，预期手机市场竞争格局将发生较大变化，其他手机厂商存在抢夺市占率的机遇，**看好小米集团（1810 HK）**。

游戏：估值回升，精品为王

游戏板块估值水平已逐渐反弹，预期未来估值将继续受惠于行业重启高速增长及更多优质游戏公司赴港上市，**首选**将受惠于行业集中度提升的龙头**腾讯控股（700 HK）**，**建议关注**具精品化优势的中型游戏厂商：IP 储备丰富的**中手游（302 HK）**、研发能力强大的**祖龙娱乐（9990 HK）**及拥有 Tap Tap 新渠道平台的心动公司（2400 HK）。

互联网医疗：政策转为明确支持，行业保持高速增长

中国互联网医疗发展是大势所趋，政策已转为明确支持，并在新冠疫情的刺激下进程加速，但行业仍处于初期发展阶段，未来空间巨大。预期 21 年将有一系列利好政策落地，领军企业微医或于年内上市，板块估值有望提升，**推荐**互联网医疗龙头**平安好医生（1833 HK）**，**建议关注**医药电商企业**京东健康（6618 HK）**及**阿里健康（241 HK）**。

秦越，CFA

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

余浩樑

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

正文目录

正文目录	2
图表目录	4
20 年 TMT 板块表现及 21 年投资思路	6
20 年回顾：表现亮眼，细分板块出现轮动	6
21 年展望：5G、国际关系及后疫情经济发展为市场焦点	9
5G：被疫情掩盖的确定性投资机遇	10
中泰观点	10
5G 建设具确定性，并将持续发展	10
中国 5G 进程受疫情影响有限，进入“政策+需求”双轮驱动阶段	11
中国运营商资本开支将继续增加，上游设备商受惠	12
云计算：青云直上，首选 SaaS 垂直龙头	15
中泰观点	15
“需求+政策”驱动，中国云市场将保持高速增长	15
中国 SaaS 市场增长空间巨大，首选垂直型 SaaS 龙头	17
行业集中度持续提升，关注 IaaS 上游厂商	18
消费电子：智能手机复苏在即，竞争生变创增长机遇	20
中泰观点	20
疫情导致换机延后，预期 21 年全球智能手机将重拾增长	20
手机消费升级将更为明显，产业链首选光学	21
智能手机竞争格局生变，存在品牌增长机遇	22
游戏：估值回升，精品为王	24
中泰观点	24
中国移动游戏受疫情刺激重启高速增长	24
版号收紧，提质减量	25
游戏精品化关注“重 IP”、“重研发”两大维度	26
新平台打破固有分发渠道格局	27
估值修复叠加新股上市，游戏板块估值有望进一步提升	27
互联网医疗：政策转为明确支持，行业保持高速增长	30
中泰观点	30
中国互联网医疗行业高速发展为大势所趋	30
新冠疫情加速互联网医疗需求释放并推动行业发展	30
政策转为明确支持，发展有望突破瓶颈	31
新股市场：巨头扎堆，蛟跃龙腾	34
行业首选	35
腾讯控股（700 HK；买入；目标价：727.00 港元）	35

丘钛科技 (1478 HK; 买入; 目标价: 17.20 港元)	37
重点关注	39
舜宇光学科技 (2382 HK; 增持; 目标价: 185.00 港元)	39
小米集团-W (1810 HK; 增持; 目标价: 34.60 港元)	41
平安好医生 (1833 HK; 买入; 目标价: 121.00 港元)	43
伟仕佳杰 (856 HK)	45
明源云 (909 HK)	46
风险因素分析	47
5G 发展不及预期	47
疫情风险	47
政策风险	47
公司及行业评级定义	48
重要声明	49

图表目录

图表 1: 2020 年 TMT 主要个股表现 (更新至 20 年 12 月 29 日)	7
图表 2: 2020 年 TMT 细分板块代表性个股走势 (更新至 20 年 12 月 29 日)	8
图表 3: 中国移动互联网月活跃用户规模	9
图表 4: 90 后用户人均使用时长	9
图表 5: 5G 三大应用场景	10
图表 6: 5G 对中国经济产业的影响	10
图表 7: R15 vs R16	11
图表 8: 5G 标准化时间表	11
图表 9: 中国运营商资本开支 (亿元人民币)	12
图表 10: 中国运营商 5G 资本开支 (亿元人民币)	12
图表 11: 移动通信架构图	13
图表 12: 5G 宏基站数量预测 (万站)	13
图表 13: 港股 5G 产业链上游企业	14
图表 14: 2014-2019 年中国月户均移动互联网接入流量	15
图表 15: APP 月度使用时长变化率 (20 年 3 月对比 19 年 8 月)	15
图表 16: 近年部分云计算相关政策	16
图表 17: 全球云计算市场规模 (亿美元)	16
图表 18: 中国整体云服务市场规模 (亿元人民币)	17
图表 19: 全球主要国家 IT 支出及云计算支出占比	17
图表 20: 2020 年中国企业级 SAAS 业务垂直型产业图谱	18
图表 21: 2020 年中国企业级 SAAS 行业垂直型产业图谱	18
图表 22: 微盟全链路服务闭环	18
图表 23: 明源云产品图解	18
图表 24: 2020 年上半年中国前五大公有云厂商市场份额占比	19
图表 25: 3Q20 阿里巴巴 (9988 HK) 收入及 EBITA (百万元人民币)	19
图表 26: 3Q20 腾讯控股 (700 HK) 收入 (百万元人民币)	19
图表 27: 全球智能手机出货量 (按年度, 百万部)	21
图表 28: 近三年全球智能手机出货量 (按季度, 百万部)	21
图表 29: 中国智能手机出货量 (按季度, 百万部)	21
图表 30: 中国智能手机出货量 (万部) 及 5G 手机占比	21
图表 31: 全球智能手机市占率变化	22
图表 32: 全球智能手机市占率变化	23
图表 33: 中国智能手机市占率变化	23
图表 34: 中国智能手机出货量 (百万部) 变化	23
图表 35: 中国游戏实际销售收入 (人民币亿元)	24
图表 36: 中国移动游戏实际销售收入 (人民币亿元)	24
图表 37: 中国移动游戏用户规模 (百万人)	25
图表 38: 后疫情时期中国移动游戏实际销售收入 (人民币亿元)	25
图表 39: 网络游戏审批数量变化	25
图表 40: 中国移动游戏用户 IP 接受倾向	26
图表 41: 中手游 (302 HK) IP 储备	26
图表 42: 收入排名前 100 移动游戏产品类型占比	27
图表 43: 祖龙娱乐 (9990 HK) 19 年员工分布	27
图表 44: 手游流水分账模式	27
图表 45: 20 年 9 月社区社交 APP DAU 均值 (百万人) 及同比变化	27
图表 46: 港股游戏股估值水平	28
图表 47: 1H20 新游产品数量及流水分布 (按研发分类)	28
图表 48: 1H20 新游产品数量及流水分布 (按发行分类)	28

图表 49: 近 2 年上市游戏公司	29
图表 50: 部分未上市游戏公司	29
图表 51: 2019 年中国各级医院数量及诊疗次数	30
图表 52: 2015-2024 年中国在线问诊量占总问诊量的百分比	31
图表 53: 2015-2024 年中国在线问诊市场（十亿元人民币）	31
图表 54: 主要互联网医疗政策	32
图表 55: 2015-2024 年中国医药产品销售（人民币十亿元）及院外线上占比	33
图表 56: 2015-2024 年中国在线零售药房医药产品销售额（人民币十亿元）	33
图表 57: TMT 潜在中概股回归名单（更新至 20 年 12 月 29 日）	34
图表 58: TMT 行业未上市独角兽名单（亿人民币元）	34
图表 59: 腾讯控股（700 HK）主要财务数据（十亿元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）	35
图表 60: 腾讯控股（700 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；十亿人民币）	36
图表 61: 丘钛科技（1478 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）	37
图表 62: 丘钛科技（1478 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）	38
图表 63: 舜宇光学科技（2382 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）	39
图表 64: 舜宇光学科技（2382 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）	40
图表 65: 小米集团（1810 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）	41
图表 66: 小米集团（1810 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）	42
图表 67: 平安好医生（1833 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）	43
图表 68: 平安好医生（1833 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）	44
图表 69: 伟仕佳杰（856 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 2020 年 12 月 29 日）	45
图表 70: 明源云（909 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 2020 年 12 月 29 日）	46

20 年 TMT 板块表现及 21 年投资思路

20 年回顾：表现亮眼，细分板块出现轮动

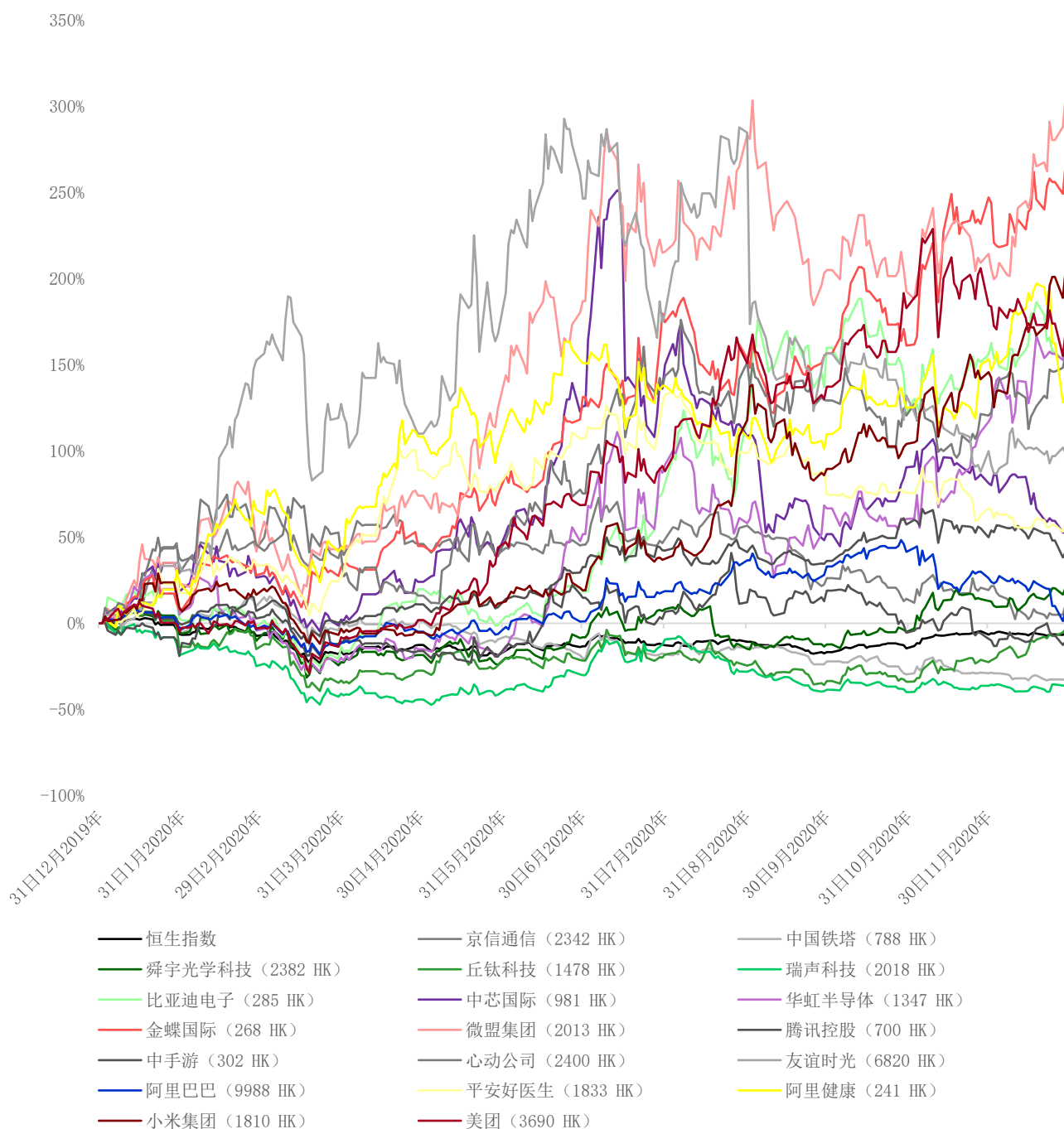
2020 年初至 12 月 29 日，虽然恒生指数下跌 5.8%，但 TMT 板块表现亮眼，恒生科技指数逆势大涨 63.8%。细分板块看：（1）**软件及互联网**公司普遍表现较好，云计算相关个股尤为强势，中国有赞（8083 HK）、微盟集团（2013 HK）及金蝶国际（268 HK）均跑赢恒指 270%以上，次新股明源云（909 HK）上市 3 个月已跑赢同期恒指约 175%。我们认为这与疫情刺激企业上云需求及政策支持新基建有关；（2）**互联网医疗**板块 1H20 表现强势，主要与疫情期间需求爆发及政府密集发文推动有关，2H20 中国进入后疫情时期互联网医疗热度减弱，但随着高关注度的医药电商龙头京东健康（6618 HK）来港上市，以医药电商为主要收入来源的阿里健康（241 HK）及京东健康股价均走强，阿里健康年初至今跑赢恒指 167%，次新股京东健康上市不满半个月已跑赢同期恒指 118%；（3）**手游**股 1H20 普遍表现较好，主要由于疫情刺激下行业重拾增长，但 2H20 回归个股行情；（4）**半导体**公司累计涨幅较高，但从走势上看，中国内地晶圆代工龙头中芯国际（981 HK）的股价高点为其登陆科创板时，另一间晶圆代工领先企业华虹半导体（1347 HK）前三季度与中芯国际走势基本一致，但波动相对较小，主要由于中美贸易摩擦增加了半导体国产化的急迫性，政策大力支持行业发展。中芯国际作为龙头最为受惠，但与此同时公司亦为美国最为关注的公司之一，9 月初传出将被美国商务部列入黑名单后市场忧虑增加，最终于 12 月正式被美国商务部列入实体名单，加之管理层可能出现变化，未来风险相对较大，4Q20 与华虹半导体走势出现差异；（5）**硬件**方面股价表现较好的主要为苹果产业链企业，高伟电子（1415 HK）跑赢恒指约 292%，比亚迪电子（285 HK）跑赢恒指约 173%。大部分手机产业链个股 1H20 表现较弱，主要由于全球手机出货量受疫情影响，升级进程亦受疫情影响经济拖累，但随着疫情影响减小及手机市场复苏预期增强，手机产业链个股估值在 4Q20 有所回升；（6）**通信**板块整体表现较弱，除了香港本地电信股外，京信通信（2342 HK）基本一枝独秀，跑赢恒指约 19%，我们认为与疫情后全球 5G 建网进程放缓及市场对中国 5G 发展仍存担忧等因素有关。

图表 1: 2020 年 TMT 主要个股表现 (更新至 20 年 12 月 29 日)

公司名称	代码	最新价	市值 (亿港元)	20 年股价变化	20 年相对恒指	最高价差	预期 20 年 EPS 变化	预期 21 年 EPS 变化	相对 19 年 PE 变化
硬件									
舜宇光学科技	2382 HK	162.60	1,783	21.4%	28.8%	85.6%	8.8%	29.2%	5.0%
丘钛科技	1478 HK	12.48	146	-2.3%	5.0%	84.7%	30.3%	16.5%	-29.5%
瑞声科技	2018 HK	43.30	523	-36.2%	-28.8%	104.5%	-67.0%	238.6%	-6.7%
高伟电子	1415 HK	5.83	49	284.8%	292.2%	634.1%	102.9%	22.5%	90.6%
比亚迪电子	285 HK	39.65	893	165.8%	173.1%	338.5%	-32.4%	370.2%	-28.8%
通达集团	698 HK	0.55	36	-43.2%	-35.9%	176.9%	-21.0%	49.0%	-28.2%
鸿腾六零八八	6088 HK	2.72	187	3.8%	11.2%	205.1%	-32.8%	33.3%	55.1%
富智康集团	2038 HK	0.86	70	-43.0%	-35.7%	114.5%	767.3%	-190.0%	#VALUE!
联想集团	992 HK	7.20	867	44.0%	51.4%	111.0%	-55.9%	208.0%	7.9%
雷蛇	1337 HK	2.24	199	76.4%	83.7%	225.8%	430.0%	-237.7%	#VALUE!
小米集团	1810 HK	32.80	8,247	204.3%	211.6%	266.8%	-77.3%	537.3%	169.9%
伟仕佳杰	856 HK	6.36	92	59.0%	66.3%	156.0%	14.5%	12.3%	55.0%
半导体									
ASM PACIFIC	522 HK	97.60	401	-8.2%	-0.9%	80.5%	-52.7%	532.1%	-38.1%
中芯国际	981 HK	18.22	2,258	52.6%	59.9%	300.7%	-69.0%	330.0%	-31.2%
华虹半导体	1347 HK	45.85	594	158.7%	166.1%	293.2%	-85.7%	383.3%	428.2%
通信									
中国移动	941 HK	44.65	9,142	-27.8%	-20.5%	60.2%	-	-	-32.7%
中国联通	762 HK	4.62	1,414	-34.7%	-27.4%	91.9%	-86.5%	844.0%	-45.4%
中国电信	728 HK	2.23	1,805	-27.0%	-19.6%	65.2%	-	-	-36.2%
香港电讯—S S	6823 HK	10.10	765	-2.5%	4.8%	37.2%	-4.9%	5.6%	2.5%
电讯盈科	8 HK	4.66	360	12.8%	20.1%	36.9%	-60.5%	200.0%	185.2%
和记电讯香港	215 HK	1.16	56	-22.7%	-15.3%	39.5%	-33.7%	-6.8%	16.7%
中国通信服务	552 HK	3.48	241	-36.5%	-29.2%	94.7%	-2.4%	14.5%	-38.9%
中国铁塔	788 HK	1.15	2,024	-32.4%	-25.1%	78.1%	-	-	-49.0%
京信通信	2342 HK	2.40	66	11.3%	18.6%	82.2%	-4.5%	149.2%	16.5%
摩比发展	947 HK	0.59	5	-48.3%	-40.9%	129.1%	-	-	-
中兴通讯	763 HK	19.44	1,687	-17.8%	-10.4%	122.4%	-71.3%	260.9%	-0.9%
长飞光纤	6869 HK	10.80	170	-28.5%	-21.2%	86.5%	-67.3%	198.8%	-20.2%
俊知集团	1300 HK	0.76	14	-49.7%	-42.3%	221.4%	-	-	-
软件服务									
中国软件国际	354 HK	8.15	237	86.1%	93.5%	158.5%	14.1%	23.0%	53.4%
金蝶国际	268 HK	28.50	988	266.2%	273.6%	276.5%	-104.0%	-1160.0%	-
浪潮国际	596 HK	1.65	19	-48.4%	-41.1%	131.7%	-139.3%	-157.1%	-
微盟集团	2013 HK	13.72	309	304.7%	312.1%	328.8%	-114.5%	-500.0%	-
金山软件	3888 HK	43.05	591	114.0%	121.3%	155.8%	-120.1%	342.7%	-166.2%
腾讯控股	700 HK	530.50	50,884	41.6%	49.0%	94.6%	-65.5%	375.8%	1.3%
明源云	909 HK	47.40	913	187.3%	175.2%	116.0%	-	48.0%	-
伟仕佳杰	856 HK	6.36	92	59.0%	66.3%	156.0%	14.5%	12.3%	55.0%
中国有赞	8083 HK	2.16	373	336.4%	343.7%	411.8%	-74.8%	1920.0%	-
游戏									
腾讯控股	700 HK	530.50	50,884	41.6%	49.0%	94.6%	-65.5%	375.8%	1.3%
金山软件	3888 HK	43.05	591	114.0%	121.3%	155.8%	-120.1%	342.7%	-166.2%
网易	9999 HK	143.50	4,958	10.7%	4.0%	33.6%	-	457.7%	-
中手游	302 HK	2.78	70	-9.4%	-9.4%	92.0%	165.4%	26.4%	-67.9%
祖龙娱乐	9990 HK	21.80	178	7.4%	4.9%	77.5%	-	89.9%	-
友谊时光	6820 HK	1.97	43	106.1%	113.4%	325.0%	-	30.7%	-
IGG	799 HK	8.00	96	51.9%	59.3%	181.9%	27.4%	-14.9%	19.9%
创梦天地	1119 HK	3.88	49	-13.4%	-6.0%	59.6%	37.9%	15.0%	-40.9%
网龙	777 HK	17.06	96	-4.4%	3.0%	88.1%	-12.2%	28.3%	2.4%
心动公司	2400 HK	43.45	197	155.6%	162.9%	227.6%	1.7%	36.8%	136.3%
电商									
阿里巴巴	9988 HK	222.00	48,052	7.1%	14.5%	84.6%	-	279.8%	-
京东集团	9618 HK	322.00	10,078	37.6%	30.8%	62.9%	-	742.8%	-
互联网医疗									
平安好医生	1833 HK	89.75	1,030	57.9%	65.2%	147.0%	-13.5%	-47.8%	-
阿里健康	241 HK	20.90	2,812	160.0%	167.3%	217.7%	3065.7%	79.4%	-92.3%
京东健康	6618 HK	152.60	4,859	116.2%	118.3%	114.4%	-	-	-
其他互联网									
小米集团	1810 HK	32.80	8,247	204.3%	211.6%	266.8%	-77.3%	537.3%	169.9%
美团—W	3690 HK	273.40	16,087	168.3%	175.6%	382.5%	-76.9%	1135.6%	106.2%
众安在线	6060 HK	34.30	504	22.1%	29.4%	154.9%	-234.2%	40.9%	-185.6%
易鑫集团	2858 HK	3.01	192	74.0%	81.3%	214.3%	-202.1%	-152.4%	-
阅文集团	772 HK	58.95	599	81.4%	88.7%	169.2%	-148.1%	-329.3%	-
美图公司	1357 HK	1.45	63	-11.6%	-4.2%	70.7%	-	-	-
同程艺龙	780 HK	14.66	320	4.9%	12.2%	88.6%	-62.2%	477.7%	-15.0%
猫眼娱乐	1896 HK	11.70	133	-18.4%	-11.1%	104.2%	-140.0%	-401.6%	-

来源: 彭博、中泰国际研究部。注: 明源云 (909 HK)、网易 (9999 HK)、祖龙娱乐 (9990 HK)、京东集团 (9618 HK)、京东健康 (6618 HK) 均于 2020 年内上市。

图表 2：2020 年 TMT 细分板块代表性个股走势（更新至 20 年 12 月 29 日）



来源：彭博、中泰国际研究部。注：不同色系代表不同细分板块。

21 年展望：5G、国际关系及后疫情经济发展为市场焦点

2020 年影响港股 TMT 板块企业发展的重要因素包括 5G、国际关系及新冠疫情。（1）5G 发展具确定性并将维持数年，将可带来确定性增长机遇，但 5G 进展会受到应用推广、技术、资金等较多因素影响，2020 年还因疫情影响导致市场关注度降低；（2）国际关系尤其是中美贸易摩擦已持续近 2 年时间，对板块整体的投资情绪影响已较小，但部分个股有机会受到贸易摩擦事件影响，例如中芯国际（981 HK）于年内被美国商务部列入实体名单、华为受美国限制增加产业链企业不确定性等；（3）新冠疫情为 2020 年最大的影响因素，疫情期间主要为对硬件生产及销售造成较大负面影响，加速生产及生活向线上转移，因此 1H20 互联网医疗、游戏、线上办公、云等相关个股有较好表现，但与生产及消费密切相关的消费电子企业表现较弱。后疫情时代生产生活向线上转移的趋势仍将延续，拉动经济恢复将成为主题，中国新冠疫情防控有效并已顺利进入后疫情时代，新基建及内循环消费将成为政策支持经济发展的重点方向。海外疫情仍未受控，但已度过负面影响最大的阶段，疫情影响将逐步减小。

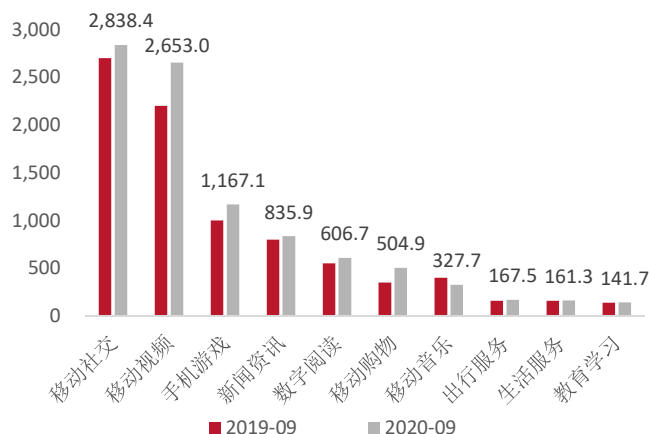
我们认为 2021 年的焦点将是 5G、国际关系及后疫情经济发展。（1）2020 年被市场忽略的 **5G 产业链上游企业** 有机会因业绩释放及政策支持而重获关注；（2）受惠 5G、疫情加速上云及后疫情时代新基建的 **云计算相关企业** 仍将是市场关注焦点之一；（3）最先受惠 5G 的手机产业链企业受疫情的影响将逐步减小，并且预期最大的中国市场将会复苏，中高端市场将较 2020 年有更好表现。**产业链首选光学**，华为事件后续发展将逐步明朗，市场竞争格局将发生变化，为手机厂商制造抢占市场机遇，建议积极关注；（4）中国半导体市场自给率低，但需求强劲增长，国产化是必然，中美贸易摩擦也加剧了半导体国产化的紧迫性，将继续受到政治积极支持。但该过程仍任重道远，并且作为卡脖子领域将继续是中美贸易摩擦的焦点，需注意事件风险；（5）互联网不单在疫情期间受惠于月活跃用户数增加及用户平均时长增加，在后疫情时代将继续受惠线下向线上转移的大趋势。在 **互联网细分领域** 中我们 **首选游戏** 板块，主要由于我们看到手游仍是占据移动互联网主流人群（90 后）最长时间的应用之一，并且在后疫情时代中国手游人均使用时长及收入均有较好增长。随着越来越多优质游戏公司来港上市，港股游戏板块估值有望提升，龙头游戏公司将受惠于行业增长及行业集中度提升，具有较强研发实力或储备丰富的公司有机会在游戏精品化中获胜，受惠于爆款游戏带来的增长；（6）**看好互联网医疗** 板块，预期板块将受惠于密集政策支持及更多优质企业上市；（7）此外 **建议关注中概股回归及互联网龙头来港上市** 机遇。

图表 3：中国移动互联网月活跃用户规模



来源：Questmobile、中泰国际研究部

图表 4：90 后用户人均使用时长



来源：Questmobile、中泰国际研究部

5G：被疫情掩盖的确定性投资机遇

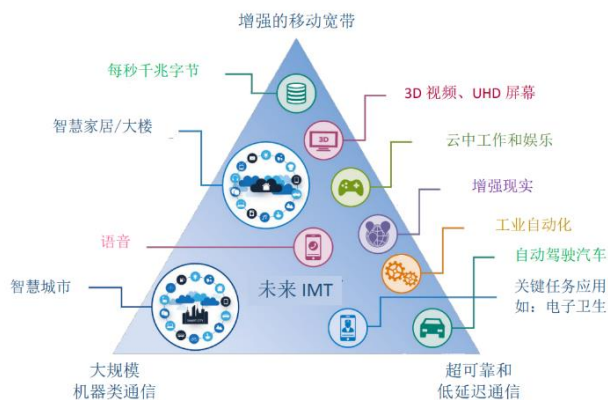
中泰观点

5G 是难得的确定性非常强且长期向好的领域。发展 5G 是全球趋势，亦是增强国力的机遇。但 2019 年底开始的新冠疫情拖累了全球 5G 发展进程，亦减弱了投资者对 5G 的关注度。所幸的是中国由于较强的政策号召力，得以有效控制疫情，5G 建设在短暂停滞后退超原计划，并将作为政策支持重点继续高速推进。产业链企业及相关应用领域企业将持续受益，5G 有望重新成为市场焦点。建议短期重点关注 5G 产业链上游设备商受惠于运营商建网设备采购增加，及终端设备供应链企业受惠于 5G 移动用户渗透率提升。上游设备商建议重点关注**京信通信（2382 HK）**。

5G 建设具确定性，并将持续发展

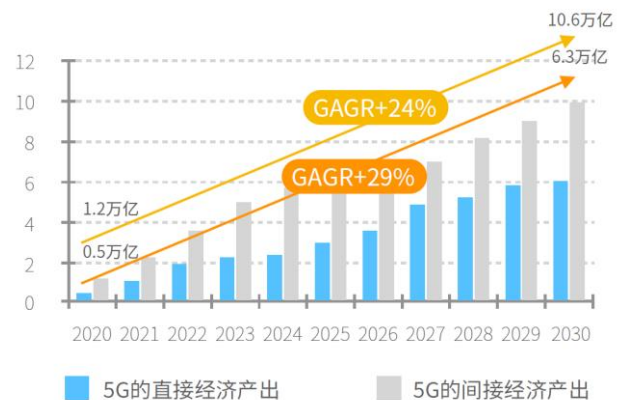
5G 为第 5 代移动通讯技术的简称，是由国际电联（ITU）于 2012 年提出的，并经过国际通信愿景研究定义了增强移动宽带（eMBB）、低时延高可靠通信（URLLC）及大规模机器通信（mMTC）三大目标应用场景。一方面，eMBB 将可支持高清视频、云游戏、AR/VR 等应用，为个人用户提供更加优质的用户体验；另一方面，URLLC 和 mMTC 是 5G 首创的，将可支持车联网、联网无人机、工业互联网、智慧城市、智能农业、远程医疗等应用，未来可实现产业全面数字化、智能化及海量物联网连接，可满足加速经济社会数字化转型的需求，并将给经济及社会带来重大变革，其可创造的巨大经济增加值及国家竞争力驱动各国政府积极推动 5G 发展。据不完全统计，截至 2020 年 7 月底，全球已有 46 个国家和地区的 99 家电信运营商表示开始提供 5G 业务。美国、韩国、欧洲、日本等主要国家和地区均积极加快 5G 建设，开展 5G 融合应用，5G 促进经济社会发展效能初步显现。中国信通院预期到 2030 年 5G 直接带动的经济增加值可高达 6.3 万亿元。

图表 5：5G 三大应用场景



来源：ITU、中泰国际研究部

图表 6：5G 对中国经济产业的影响



来源：中国信通院、中泰国际研究部

5G 的研究推广需经过 5G 宏观描述（包括愿景、技术趋势、候选频段等）、技术准备、候选技术收集、技术评估及标准化、投资建设、试商用、标准制定、牌照发放、规模建设及规模商用几个阶段。其中，通信标准的制定为移动通信的基础。5G 为首次世界统一的通信标准，主要由标准化机构第三代合作伙伴计划（“3GPP”）根据 ITU 的需求与产业链各方讨论具体技术细节并制定标准，通过 ITU 评估后由 ITU 发布。5G 标准的制定过程是循序渐进的，主要满足 eMBB 及部分 URLLC 应用场景需求的第一阶段版本 Release 15（“R15”）于 2019 年中完成；涉及 URLLC 及 mMTC 应用场景的第二阶段版本 Release 16（“R16”）已于 2020 年 7 月冻结，该版本为 5G 第一份完整版标准，意味着设备制造商可依据该版本进行相应产品的研发、测试和商用，加快 5G 网络部署速度，进

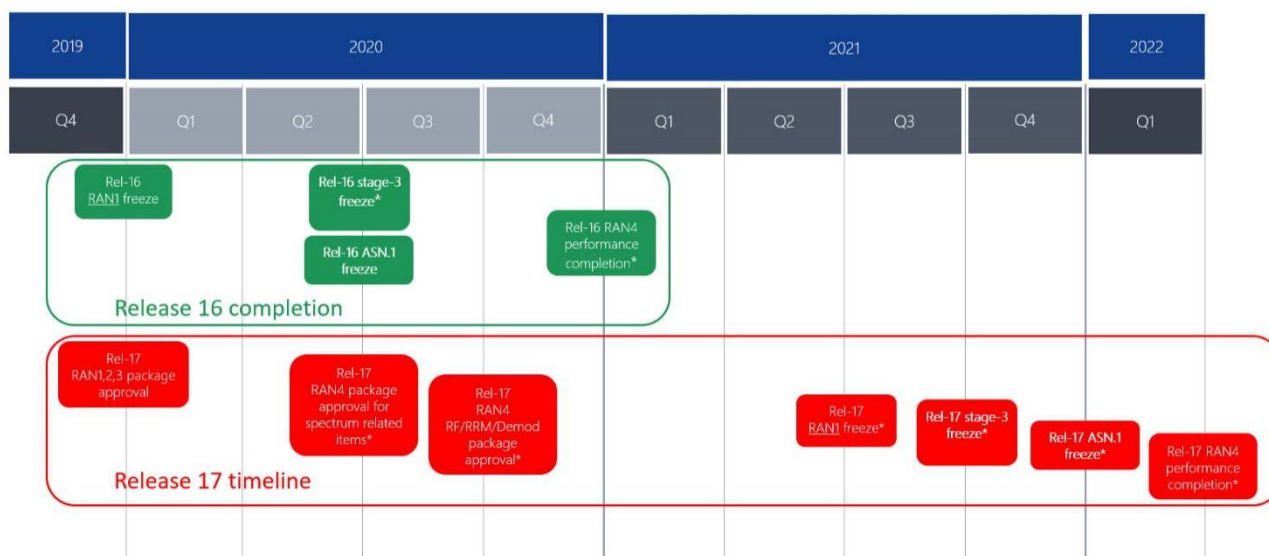
一步推动 5G 市场从传统的运营商服务扩大到更多垂直行业应用服务中，5G 网络建设动力将逐步转向应用需求；此外，3GPP 已启动了 Release 17 (R17)，将涉及包括边缘计算、近距离通讯增强等更广泛内容，计划于 2021 年底完成，意味着 5G 将持续发展，建设期将较长。

图表 7: R15 vs R16

R15 (基础版本)		R16 (完整竞争力)	
<ul style="list-style-type: none"> • 构筑新无线技术框架 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 新波形 ▪ numerology, 帧结构 ▪ 编码、调制&信道 ▪ MIMO ▪ Flexible duplex 	<ul style="list-style-type: none"> • 网络架构Ready <ul style="list-style-type: none"> ▪ 上下行解耦 ▪ CU-DU高层切分 ▪ NSA / SA • 行业应用基础设计 <ul style="list-style-type: none"> ▪ URLLC 	<ul style="list-style-type: none"> • 持续提升无线竞争力 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 新多址 ▪ eMBB Sub6GHz增强 ▪ Self-Backhaul 	<ul style="list-style-type: none"> • 行业数字化 <ul style="list-style-type: none"> ▪ uRLLC增强 ▪ mMTC ▪ D2D ▪ V2X ▪ Unlicensed

来源：深圳联通、中泰国际研究部

图表 8: 5G 标准化时间表



* These milestones show a 3-month shift compared to previously approved timelines

来源：3GPP、中泰国际研究部

中国 5G 进程受疫情影响有限，进入“政策+需求”双轮驱动阶段

5G 发展进程主要包括规划期、建设期、运维期及应用期。中国经历了 1G 空白、2G 追随、3G 参与研发、4G 自主研发的 TD-LTE 成为国际主流标准的过程，通信业国际地位持续提升，有能力在 5G 时代争取更大话语权，从而使中国企业获得领先发展优势，加速推进 5G 进程的动力十足，并已进入全球 5G 第一梯队。工信部于 2019 年 6 月向中国移动、中国联通、中国电信及中国广电发放了 5G 商用牌照。2019 年 10 月 31 日，三大电信运营商正式宣布启动 5G 商用并于 11 月 1 日起在全国首批 50 个城市提供 5G 商用套餐，中国正式进入 5G 商用元年，并进入 5G 大规模建设期。

2019 年底中国出现新冠疫情，导致 2020 年 2 月农历新年后复工延迟。疫情前中国 5G 推进速度快于预期，我们认为主要为政策带动，包括运营商及时获取所需数量和类型的授权频谱、密集发文推动等。区别于其他国家，中国的政策号召力更强，即使 5G 发展面临包括商业模式、成本、技术等多方面挑战，地方政府、运营商、设备商、中国铁塔、终

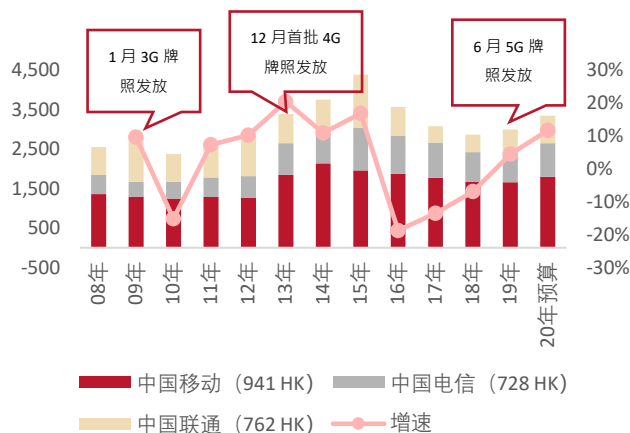
端商等产业链企业均响应号召积极推进 5G。新冠疫情的出现限制了人与人的接触，影响了 5G 网络建设原本进程，但中国疫情控制措施有效，在较短时间内已全面复工，因此 5G 建设受开工时长的影响有限。

拉动经济恢复成为后疫情时代的重要任务。消费、出口及投资为拉动经济增长的三驾马车，疫情对餐饮、酒店、旅游、娱乐、交通、线下零售等带来较严重的负面影响，对经济的冲击会影响居民人均可支配收入，进而影响居民短期消费水平；目前海外疫情仍未受控，预期出口仍将继续受到影响；所以投资将是拉动经济恢复的重要手段。当下正处于 5G 建设阶段，并且 5G 发展可创造巨大的经济增加值，因此以 5G、云计算、物联网等为代表的新基建将是政策支持推进的重点。复工后，工信部于 3 月印发了《关于推动 5G 加快发展的通知》，要求加快 5G 网络建设进度，基础电信企业要抢抓工期，最大程度消除疫情影响，支持独立组网建设；鼓励地方政府通过将 5G 网络建设所需站址等配套设施纳入各级国土空间规划、城建时统筹考虑 5G 站址部署需求、加快开放公共设施和公共站址资源等方式加大基站站址资源支持；加强电力和频率保障；推进网络共享和异网漫游。工信部迅速的反应及明确具体的支持反映出经济及社会对 5G 等新基建的需求及政府对推动 5G 发展的决心。2021 年为“十四五”开局之年。“十四五”规划中强调了加快发展数字经济，推动数字产业化和产业数字化，推动数字经济和实体经济深度融合。新冠疫情居家令加速了生产生活从线下向线上转移，亦提升了企业数字化转型的意识，5G 作为全面构筑经济社会数字化转型的关键基础设施，其需求将日益提升，亦将继续受到政策大力支持。科技部副部长相里斌在 2020 年 11 月召开的世界 5G 大会上表示预期未来 2-3 年内 5G 移动通信基础设施建设将进一步加快。

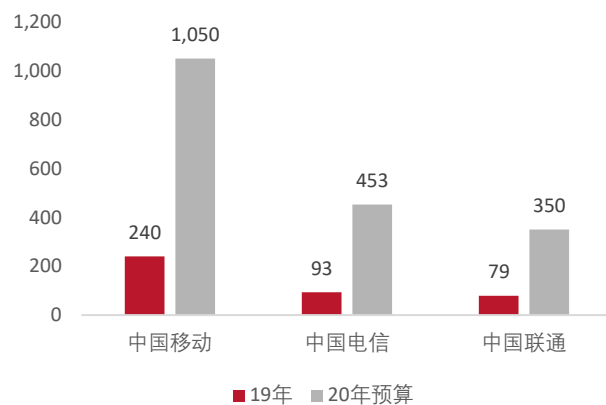
中国运营商资本开支将继续增加，上游设备商受惠

受 5G 建网驱动，中国运营商资本开支于 2019 年开始增加，2020 年三大运营商 5G 资本开支预计达人民币 1,803 亿元，同比大幅增长 338%，占总资本开支的比重大幅提升至 54%，其中中国移动于 2020 年中期小幅上调了 5G 资本开支预算。鉴于 5G 建网较 4G 升级时更为复杂，建设期将更长，资本开支爬坡期亦将更长，预期 2021 年运营商资本开支将保持快速增加。据中国信通院预测，到 2025 年 5G 网络建设累计投资将达人民币 1.2 万亿元，即未来 5 年运营商年均 5G 资本开支将超 1,900 亿元，2021 年由于仍处于资本开支高增长阶段预期 5G 资本开支将更高，上游设备商将可继续受惠于运营商建网设备采购增加。

图表 9：中国运营商资本开支（亿元人民币）



图表 10：中国运营商 5G 资本开支（亿元人民币）



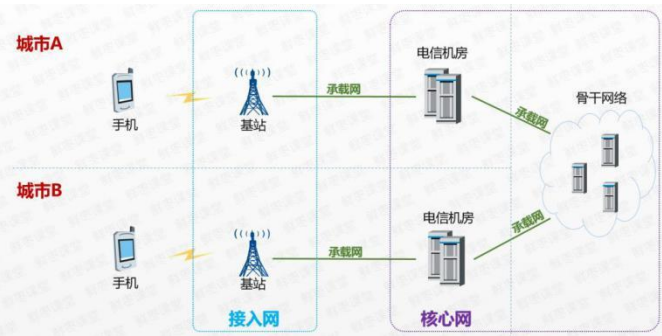
来源：中国移动、中国联通、中国电信、中泰国际研究部

来源：中国移动、中国联通、中国电信、中泰国际研究部

基站是移动通信运营商投资的重要部分。由于 5G 无线频段较 4G 高，而无线传播具有频率越高传播损耗越大的特性，因此 5G 基站覆盖范围较 4G 基站小，若想满足对局部热点

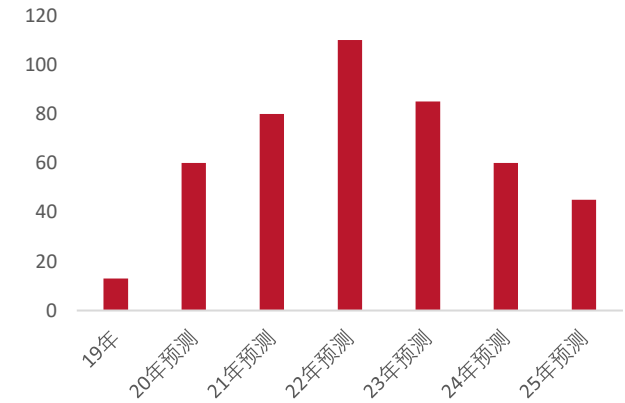
区域提供极高的传输速率的要求，需要增加基站密度以及部署大量小基站以解决人群密集区域宏基站信号覆盖不足及较难部署的问题。根据中国信通院估算，同等覆盖情况下，5G 中频段宏基站数量将为 4G 的 1.5 倍左右。根据国际电子商情报告，小基站数目将为宏基站的 10 倍以上。鉴于 5G 建网将较 4G 更为复杂，将从非独立组网（与 4G 结合）过渡至独立组网，将经历前期中频宏站覆盖重点城市、中期中频宏站完成城乡全覆盖及后期毫米波小站覆盖热点地区三个阶段。2020 年中国 5G 建设虽然受到疫情短暂影响，但在政策驱动下，复工后建设进程加速。工信部副部长刘烈宏于 2020 年 12 月 15 日召开的“2021 中国信通院 ICT 深度观察报告会”上表示，目前中国已建成全球最大的 5G 网络，累计建成 5G 基站超过 71.8 万个。中国 5G 网络已覆盖全国地级以上城市及重点县市，基站建设数量超市场预期，且 5G 独立组网初步实现规模商用。中国 5G 进程于全球范围内处于领先水平，但 5G 基站数量仍远少于 2019 年末 4G 基站总数（544 万个），仍处于大规模建设初期阶段，预期 2021 年 5G 宏基站数量仍将大幅增加，上游设备商将受惠。一般一个宏基站对应三面天线。5G 宏基站数量的大幅增加将带动基站天线需求量相应大幅增长。由于高频导致基站覆盖较差，5G 基站端需要采用大规模天线阵列（“Massive MIMO”），提高单站点覆盖能力，提升频谱效率，提高用户传输速率。Massive MIMO 天线通道数量大幅增加，对应的射频器件需求量将增加，基站设备、基站天线、射频模块等上游设备供应商有望在 2021 年录得较好业绩表现。中国移动于 2020 年 3 月进行了 5G 小基站第一阶段研发项目采购，拉开了运营商对 5G 小基站的部署，小基站领先企业京信通信（2342 HK）独揽该项目。我们预期于 4G 后期才开始应用的小基站将逐步大规模商用落地，会是 5G 时代增量最大的细分市场之一。建议关注京信通信（2342 HK）、中兴通讯（763 HK）。

图表 11：移动通信架构图



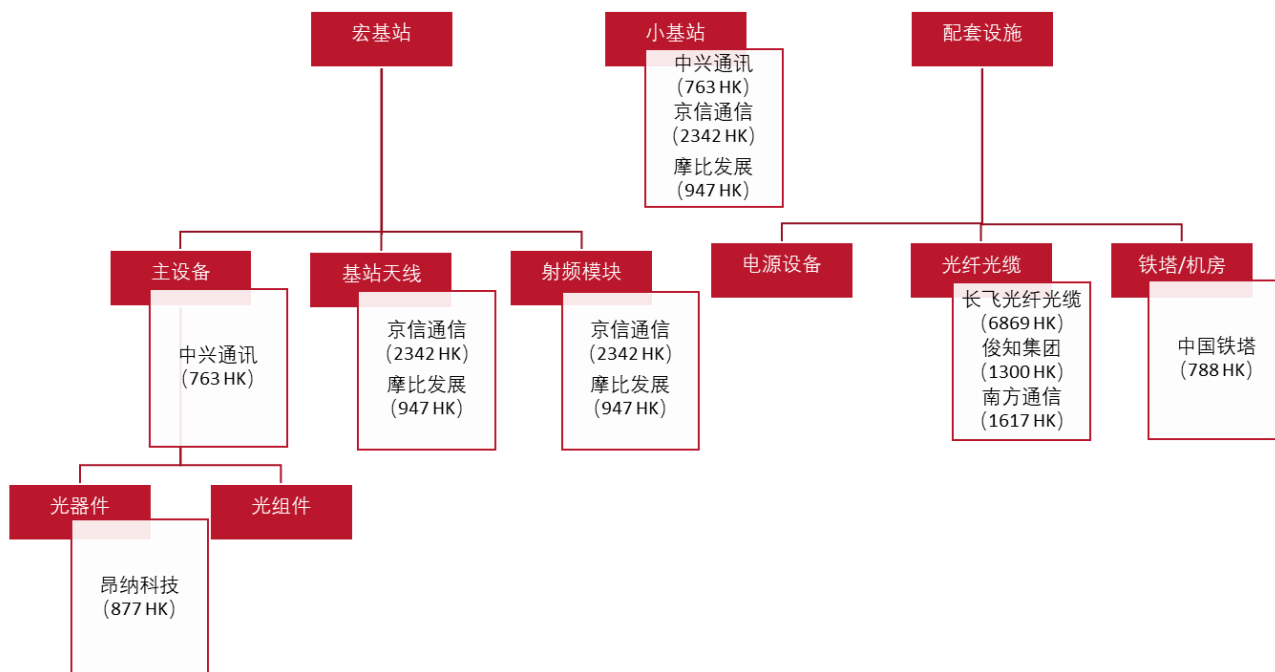
来源：中国科学院半导体研究院、中泰国际研究部

图表 12：5G 宏基站数量预测（万站）



来源：中国信通院、中泰国际研究部

图表 13：港股 5G 产业链上游企业



来源：前瞻产业研究院、中泰国际研究部

云计算：青云直上，首选 SaaS 垂直龙头

中泰观点

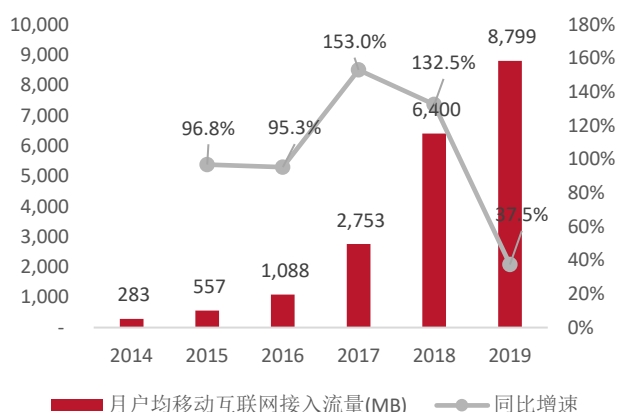
我们预期在海量数据和企业上云需求带动及政策积极推动下，中国云市场将保持高速增长。对比中美云计算市场发展，我们认为中国 SaaS 市场发展潜力最大。其中垂直领域龙头 SaaS 公司在应对下游客户多元化的需求及抓住市场机会方面具优势并拥有较高的客户忠诚度，竞争壁垒较高。建议关注房地产领域的**明源云（909 HK）**、零售电商领域的**微盟（2013 HK）**及**有赞（8083 HK）**。与全球市场不同，2019 年中国云计算市场规模占比最高、增速最快的为 IaaS，并预期将在支持新基建政策、龙头企业加大投入等带动下保持高速增长，行业集中度持续提升，建议关注龙头厂商的**阿里云与腾讯云**，并可重点关注为阿里云、华为云、AWS 等知名 IaaS 云厂商提供所需的数据库及储存等硬件设备的 IT 经销龙头**伟仕佳杰（856 HK）**。

“需求+政策”驱动，中国云市场将保持高速增长

根据工信部数据，随着 4G 于 2014 年商业化，中国月户均移动互联网接入流量步入高速增长阶段，每年均实现同比翻倍增长。受新冠疫情影响，2020 年各类在线应用使用需求增加。例如线下实体的餐厅实行手机 APP 或网上的无接触点餐；更多的企业开启了云视频会议、云文档协同等办公管理，疫情期间办公管理的月度使用时长发生了重大变化，单月流量提升高达 5 倍之多；为降低接触实体医院感染患病风险，更多慢性病或常见病患者选择在线问诊。未来随着 5G 进程加速，网络传输速度进一步改善将加速海量数据增加，将对云计算的计算能力、存储空间等提出更高要求，带动基础云服务需求增长。

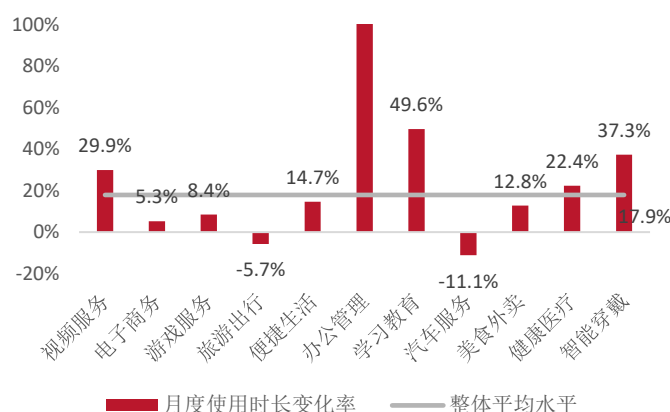
此外，随着数据量及数据传输速度的持续增高，越来越多的企业对于使用云上办公的意愿增强，带动了中国云服务普及率提升。根据信通院《2020 年云计算发展白皮书》和《混合云白皮书（2019 年）》的数据显示，云服务模式在中国的普及率已从 2017 年的 54.7% 上升至 2019 年的 66.1%。我们认为这次疫情期间办公及生产无法于线下完成的经历加深了企业对上云的认识，同时也加速了用户云服务使用习惯养成，企业上云的普及率将会持续提升。

图表 14：2014-2019 年中国月户均移动互联网接入流量



来源：工业和信息化部、艾瑞、中泰国际研究部

图表 15：APP 月度使用时长变化率(20 年 3 月对比 19 年 8 月)



来源：艾瑞、中泰国际研究部

近年政府密集发布利好政策推动中国云计算高速发展。从 2017 年工信部发布的《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》中引导企业开发 SaaS 服务应用，推进政府云应用，加快企业云转型，到近期国家发展改革委首次正式对“新基建”的概念进行解读，提出云计算将作为新技术基础设施的一部分，预期云计算仍将是政策的重点支持领域，并将获得市场广泛关注。

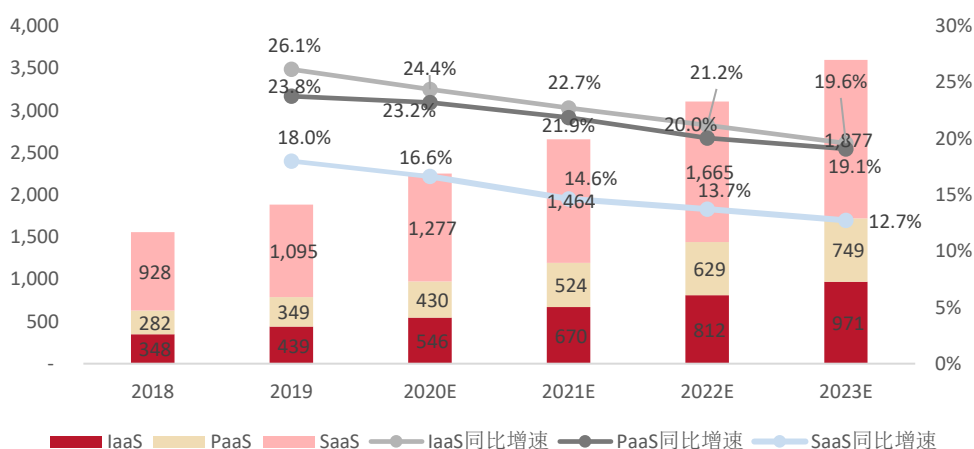
图表 16：近年部分云计算相关政策

发布时间	政策名称	要点
2015 年 11 月	《云计算综合标准化体系建设指南》	旨在加快推进云计算标准化工作，提升标准对构建云计算生态系统和云计算产业发展的整体支撑作用。确定云计算标准研制方向，以云计算综合标准化体系框架为基础，通过研究分析信息技术和通信领域已有标准，提出现有标准缺失的，并能直接反映云计算特征，有效解决应用和数据迁移、服务质量保证、供应商绑定、信息安全和隐私保护等问题的 29 个标准研制方向，以指导具体标准的立项和制定。
2017 年 3 月	《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》	支持软件和信息技术服务企业基于开发测试平台发展产品、服务和解决方案，加速向云计算转型，丰富完善办公、生产管理、财务管理、营销管理、人力资源管理等企业级 SaaS 服务。协同推进政务云应用，推进基于云计算的政务信息化建设模式，鼓励地方主管部门加大利用云计算服务的力度，应用云计算整合改造现有电子政务信息系统，提高政府运行效率。
2018 年 7 月	《推动企业上云实施指南（2019 年-2020 年）》	从总体要求、科学制定部署模式、按需合理选择云服务、稳妥有序实施上云、提升支撑服务能力、强化政策保障等方面提出了推动企业上云的工作要求和实施建议。
2019 年 5 月	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	云计算安全扩展要求针对云计算环境的特点提出，主要内容包括基础设施的位置、虚拟化安全保护、镜像和快照保护、云计算环境管理和云服务商选择等。云计算平台不仅需要采用安全通用要求提出的保护措施，还要针对云计算平台的技术特点采用云计算安全扩展要求提出的保护措施
2020 年 3 月	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	鼓励以云计算、人工智能、大数据、边缘计算、5G 等新一代信息技术与应用为支撑，引导数字化服务商针对中小企业数字化转型需求，建设云服务平台、开放数字化资源、开发数字化解决方案，为中小企业实现数字化网络化智能化转型夯实基础
2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	鼓励在具备条件的行业领域和企业范围内，探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新，为企业数字化转型提供技术支撑
2020 年 4 月	国家发改委新闻发布会明确“新基建”范围	国家发展改革委首次正式对“新基建”的概念进行解读，云计算作为新技术基础设施的一部分，将与人工智能、区块链、5G、物联网、工业互联网等新兴技术融合发展，从底层技术架构到上层服务模式两方面赋能传统行业智能升级转型

来源：中国工业和信息化部、中国国家互联网信息办公室、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、中国公安部信息安全等级保护评估中心等，中泰国际研究部

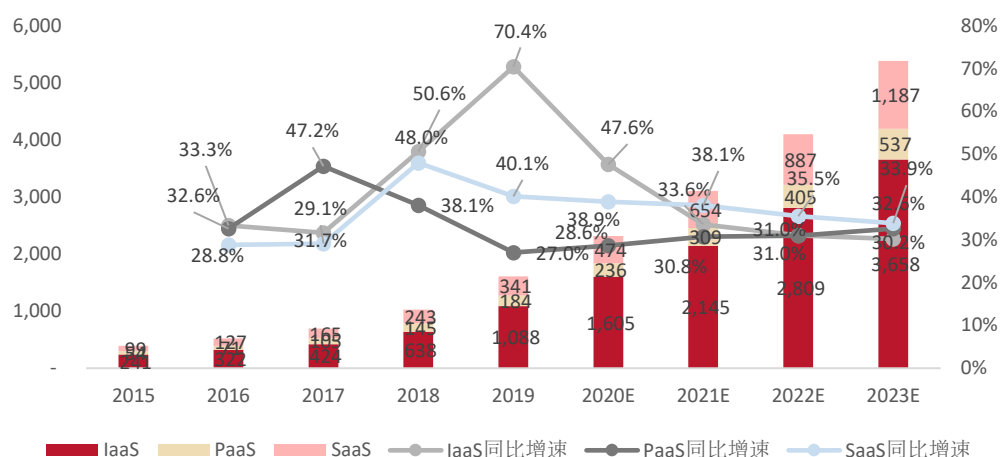
根据 Gartner 数据，2019 年全球云计算市场规模达 1,883 亿美元，同比增长 20.9%，预计 2019 年至 2023 年复合增长率将为 17.6%。根据艾瑞数据，中国整体云服务市场规模仍处于高速增长阶段，2019 年同比增速高达 57.1%，预期 2019 年至 2023 年复合增长率将达 35.2%，远高于全球增速。与全球最大的云计算市场美国相比，中国云计算发展上起步较晚，在云计算的认知普及、企业上云率、云计算支出等方面仍有巨大发展空间，预期在海量数据和企业上云需求带动及政策积极推动下将保持高速增长。

图表 17：全球云计算市场规模（亿美元）













来源：Gartner，中泰国际研究部

图表 18：中国整体云服务市场规模（亿元人民币）



来源：艾瑞、中泰国际研究部

图表 19：全球主要国家 IT 支出及云计算支出占比

		Total GDP spend USD Bn	Total IT spend ¹ USD Bn	IT spend ¹ as a % of total GDP spend (2018)	Total IT spend ¹ USD Bn	Public Cloud spend as a % of total IT spend ¹ (2018)
UK		2,622	137	5.2%	137	11.4%
USA		19,391	911	4.7%	911	11.4%
Canada		1,653	63	3.8%	63	11.3%
Australia		1,323	48	3.6%	48	7.7%
World		80,000	2,362	3.0%	2,362	7.9%
Germany		3,677	103	2.8%	103	6.9%
Brazil		2,056	40	1.9%	40	7.9%
India		2,597	42	1.6%	42	6.0%
China		12,238	172	1.4%	172	2.7%
Russia		1,578	15	1.0%	15	2.9%

来源：NASSCOM、中泰国际研究部

中国 SaaS 市场增长空间巨大，首选垂直型 SaaS 龙头

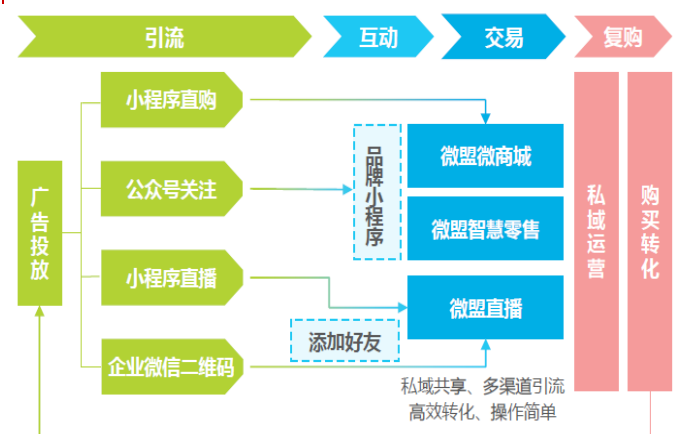
从云计算细分市场来看，中国 SaaS 的市场规模占比最小，与全球云计算市场规模占比截然相反，我们认为这与中国云计算发展仍处于初期阶段有关，随着企业上云意识增强，SaaS 需求将会大幅增加，未来增长空间巨大。此外，众多 SaaS 厂商逐渐向平台化发展，开始构建 PaaS 平台，从而满足客户的定制化需求以及实现 SaaS 服务与系统间的相互集成数据全打通。SaaS 细分服务应用众多且高度分散，按照服务客户的范围可分为通用型 SaaS 和垂直型 SaaS。通用型 SaaS 适用于全行业，以通用的管理工具和技术工具为主，其中主要应用包括 ERP、CRM 等。相比于通用性 SaaS 厂商，我们更看好垂直型 SaaS 头部厂商，因为细分行业内的头部 SaaS 厂商具备深厚的行业背景，不仅已积累了丰富的行业内的资源及客户，还可以在行业内复杂多变的竞争中快速判断变化趋势从而提供更符合客户需求的服务产品，在应对下游客户多元化的需求及抓住市场机会方面具优势。此外，其客户若要转换产品及服务的提供商将可能面临巨大的转换成本并可能需承担其他不确定性导致的业务损失风险，因此通常具备极高的客户忠诚度，已建立了很高的竞争壁垒。建议关注房地产行业的明源云（909 HK）、零售电商行业的微盟（2013 HK）及有赞（8083 HK）。

图表 21：2020 年中国企业级 SaaS 行业垂直型产业图谱

[illegible]

来源：艾瑞、中泰国际研究部

图表 23：明源云产品图解

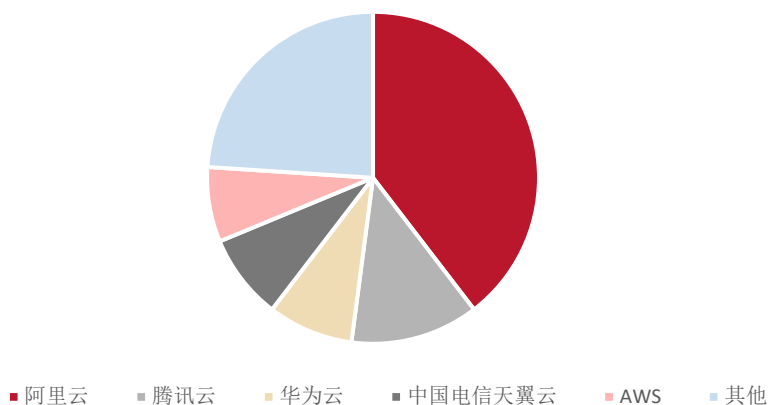


The diagram illustrates the integration of SaaS products with ERP solutions for real estate development and internal management. At the top, four SaaS products are listed: 云采购 (Cloud Procurement), 明源云链 (Mingyuan Cloud Chain), 明源云客 (Mingyuan Cloud Customer), and 明源云空间 (Mingyuan Cloud Space). Below these, four corresponding SaaS modules are shown: 云採購 (Cloud Procurement), 雲鏈 (Cloud Chain), 雲客 (Cloud Customer), and 雲空間 (Cloud Space). These modules are connected to a central horizontal bar representing the ERP system. Below the bar, four key business processes are highlighted: 供應商 (Suppliers), 建造工地 (Construction Site), 售樓處 (Sales Office), and 資產管理 (Asset Management). At the bottom, five vertical arrows point upwards, representing the core ERP modules: 採購 (Procurement), 成本 (Cost), 計劃 (Planning), 審計 (Audit), and 銷售 (Sales). The entire system is labeled as 'ERP解決方案模塊 (用於房地產開發商內部管理)' (ERP Solution Module for Real Estate Developer Internal Management).

来源：公司招股书、中泰国际研究部

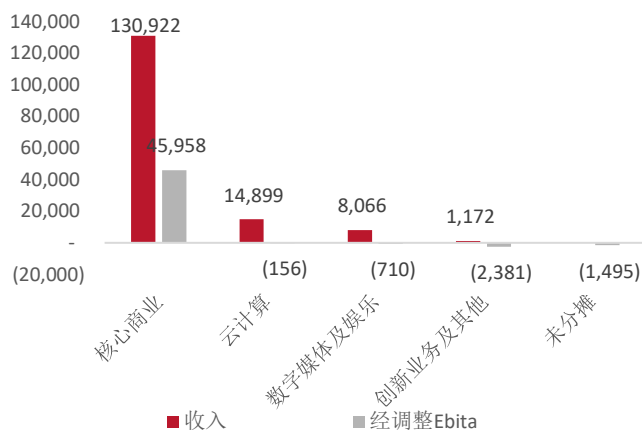
与全球市场不同，2019年中国云计算市场规模占比最高、增速最快的为IaaS，并预期将在支持新基建政策、龙头企业加大投入等带动下保持高速增长。例如，龙头阿里云于2020年4月宣布未来3年将投入2000亿元，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发和面向未来的数据中心建设。根据IDC《全球公有云服务市场(2020上半年)跟踪》报告，中国前五大公有云排名依次为阿里云、腾讯云、华为云、中国电信天翼云和AWS，五家总体市场份额达到76.7%，同比上升2.7%，行业集中度进一步提升，作为IaaS龙头厂商的阿里云与腾讯云值得投资者关注。但由于主要的龙头企业阿里云的阿里巴巴(9988 HK)和腾讯云的腾讯控股(700 HK)均具有丰富的业务线，市场更为关注其核心业务发展，若从云计算投资的角度看，我们建议可重点关注为阿里云、华为云、AWS等知名IaaS云厂商提供所需的数据库及储存等硬件设备的IT经销龙头伟仕佳杰(856 HK)。

图表 24: 2020 年上半年中国前五大公有云厂商市场份额占比



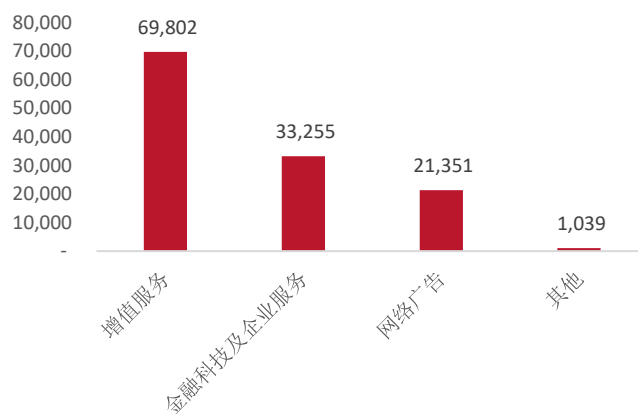
来源: IDC、中泰国际研究部

图表 25: 3Q20 阿里巴巴 (9988 HK) 收入及 EBITA (百万元人民币)



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 26: 3Q20 腾讯控股 (700 HK) 收入 (百万元人民币)



来源: 公司资料、中泰国际研究部

消费电子：智能手机复苏在即，竞争生变创增长机遇

中泰观点

虽然短期部分企业会受到华为事件影响以及市场仍在观望手机销量数据何时回升，但随着疫情影响减小、华为事件风险下降、苹果也推出 5G 手机、5G 套餐优惠、5G 网络快速覆盖等，相信 5G 换机需求会增加。2021 年手机市场大概率将复苏，中高端市场较 2020 年会有更好表现，预期手机产业链个股估值将会回升，建议积极关注。我们首选光学，推荐舜宇光学科技（2382 HK）及丘钛科技（1478 HK）。在 4G 向 5G 过渡的关键时期，美国升级了对华为的限制，预期手机市场竞争格局将发生较大变化，其他手机厂商存在抢夺市占率的机遇，看好小米集团（1810 HK）。

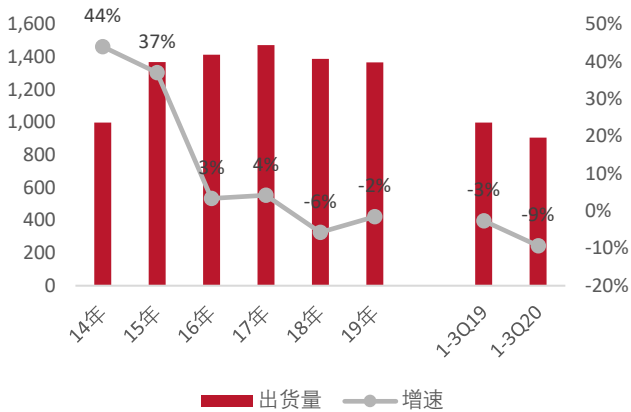
疫情导致换机延后，预期 21 年全球智能手机将重拾增长

全球智能手机销量自 2016 年起增速明显放缓，并于 2018 年起出现下滑，主要原因包括最大的中国市场已进入存量市场、智能手机生命周期不断延长、智能手机升级不够明显导致消费者换机意愿不强等。当前正处于 4G 迈向 5G 时代的过渡期，更换 5G 手机将为智能手机市场注入活力。虽然 5G 建设时间较长，但由于每次通信技术的迭代都有机会改变竞争格局，存量竞争市场下，智能手机厂商具有较强的意愿推动消费者尽快更换 5G 手机。包括华为、小米、OPPO 等在内的中国主要手机厂商均于 2019 年，即 5G 第一阶段标准冻结近一年时，陆续发布 5G 手机，发布速度较 4G 升级时更快，并且价格快速下探，料可增强消费者更换 5G 手机的意愿。中国作为全球最大的智能手机市场，5G 网络覆盖速度快，中国移动已于 11 月宣布目标于 2021 年实现 5G 全国市、县城区及部分重点乡镇良好覆盖，加之运营商已开始推出 5G 套餐优惠，预期 5G 换机潮将到来。中国 5G 进程处于全球领先地位，因此中国 5G 换机潮仅为全球 5G 换机潮的开始，智能手机市场将开启复苏之路。

此前市场普遍预期全球智能手机销量将在 5G 换机带动下于 2020 年重拾增长。但事与愿违的是 2019 年底中国出现新冠疫情，2020 年初疫情蔓延至海外地区，导致手机生产端在一季度受到较大影响，手机线下销售亦直接受到外出受限等因素影响，疫情对经济的影响亦可能间接影响了消费者购买力。与此同时，手机厂商通过推出较低价位手机刺激消费，最终导致 2020 年前三季度全球智能手机出货量同比下滑 9%，预期全年将录得高单位数降幅。

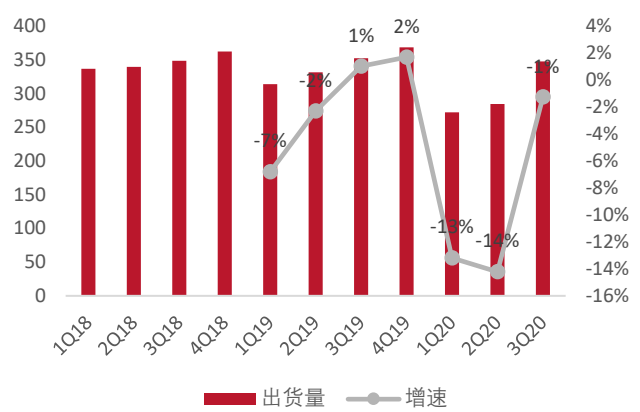
我们认为 5G 驱动下的换机需求不会因疫情而消失，疫情对手机市场的影响主要为部分换机需求延后释放，及部分需求将转移至线上渠道。尽管海外疫情仍未受控，但我们认为手机市场受疫情影响最大的阶段已经渡过。2020 年第三季度全球智能手机出货量虽然同比下降 1%，但降幅较前两季度显著收窄，环比连续两个季度增加，并且增幅扩大；海外市场受疫情影响减小；中国市场智能手机出货量同比及环比分别下降 15% 及 8%，表现不及全球，相信与苹果及华为旗舰机均为四季度（10 月）推出导致部分消费者仍在观望有关。根据中国信通院数据，2020 年 10 月及 11 月中国手机出货量同比虽然仍在下降，但降幅逐步缩窄。目前华为及苹果新旗舰机在中国供货仍较有限，小米即将推出新旗舰机，相信仍有部分购机需求尚未释放。中国智能手机销量将于 2021 年迎来拐点，带动全球智能手机出货量重拾增长，手机产业链企业将不同程度受益。

图表 27：全球智能手机出货量（按年度，百万部）



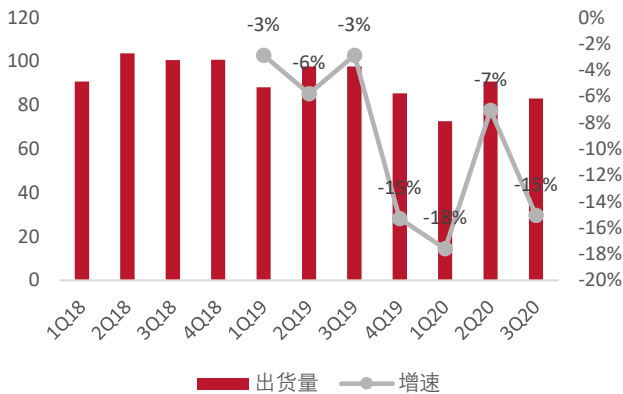
来源：Canalys、中泰国际研究部

图表 28：近三年全球智能手机出货量（按季度，百万部）



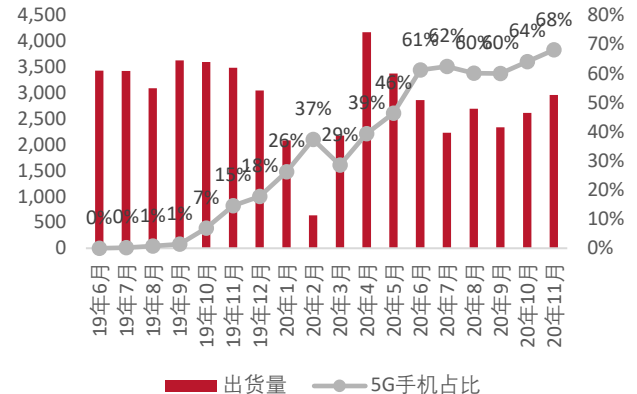
来源：Canalys、中泰国际研究部

图表 29：中国智能手机出货量（按季度，百万部）



来源：Canalys、中泰国际研究部

图表 30：中国智能手机出货量（万部）及 5G 手机占比



来源：中国信通院、中泰国际研究部

手机消费升级将更为明显，产业链首选光学

疫情对社会及经济的影响导致手机厂商通过推出较低价位的产品刺激消费，2020 年手机规格升级放缓，部分手机零部件供应商受到影响。我们认为这一趋势将不会延续，2021 年中高端手机景气度将会回升，主要由于（1）疫情对经济的影响将逐渐减小，消费者可以更为清晰的判断未来收入变化，消费者购买力和购买意愿将会回升；（2）全球手机销量虽然仍较低迷，但已呈现回暖迹象，尤其是占比较大的中国市场疫情防控有效，5G 进程持续加速，可增强手机厂商对 2021 年销售的信心；（3）预期主攻中高端市场的华为因受美国限制将继续让出部分市场份额，其他手机厂商将有较强的意愿通过产品升级趁机抢占中高端市场。

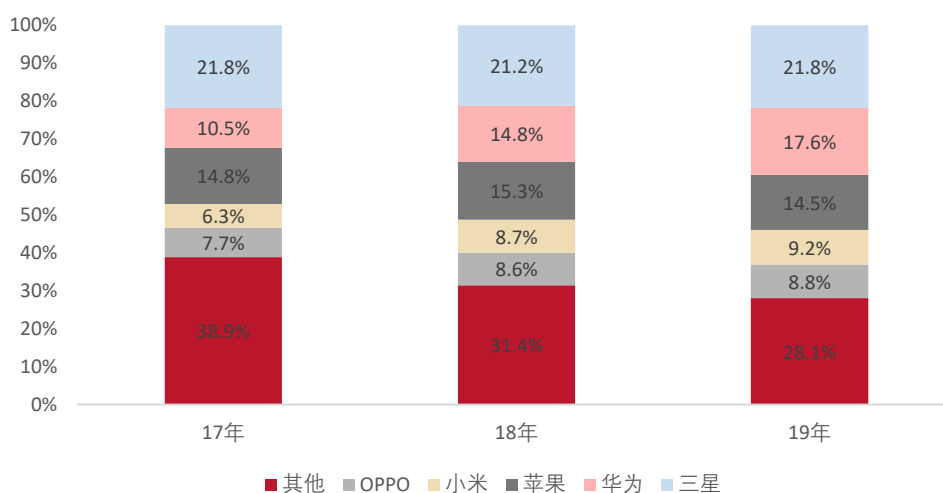
在手机零部件供应商中，我们首选光学，主要由于在各种手机相关升级中，拍摄功能升级具备较易被消费者感知、符合消费者便携拍摄需求（应用场景包括饭前拍摄食物发朋友圈、自拍、直播、Vlog 等）的特点，因而受到消费者重点关注，为手机厂商提供了持续升级的动力，即便在受疫情影响较为严重的 2020 年也未出现降级情况。我们认为多摄、潜望式、大像面、3D 感测升级均会在 2021 年有更多体现，存在量价齐升的机会。此外，车载、IoT 等领域摄像头需求增长空间巨大，中长期来看光学亦有良好的发展机遇。我们推荐手机镜头、手机摄像模组及车载镜头龙头企业舜宇光学科技（2382 HK）及快速扩张的手机摄像模组及指纹识别模组供应商丘钛科技（1478 HK）。

智能手机竞争格局生变，存在品牌增长机遇

全球智能手机市场自 2016 年进入存量市场，竞争更为激烈，2017 年至 2019 年出货量排名前五位厂商的市场份额逐年增加，市场集中度提升。全球智能手机出货量排名前六位分别为三星、华为、苹果、小米、OPPO 及 vivo，其中四家为中国智能手机厂商，并且整体市占率呈上升趋势，中国智能手机厂商于全球地位日渐增强。

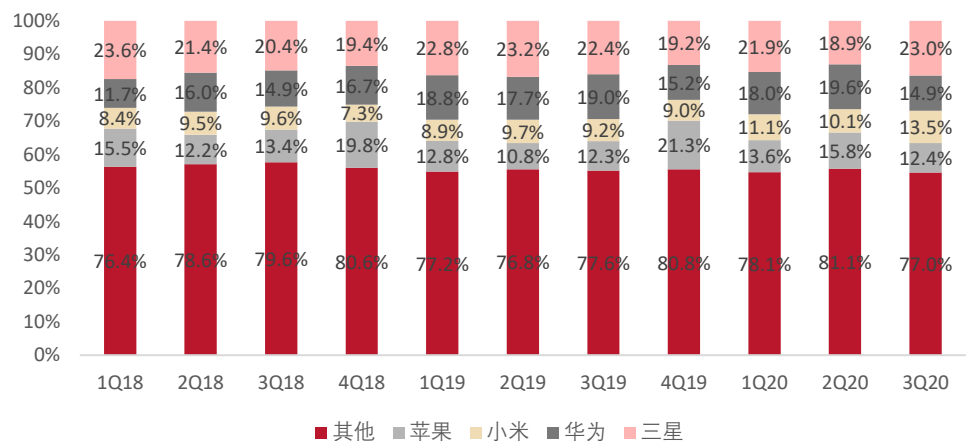
每次通信技术的迭代都有机会改变竞争格局，而在此关键时刻，于中国智能手机厂商中市占率具明显优势的华为一再遭到美国打压，包括于 2019 年 5 月被列入美国商务部工业和安全局实体名单，导致华为手机无法使用包括 Google Play、Gmail 等在内的谷歌应用服务，对华为手机海外销量造成一定负面影响；在华为发力中国市场后，于 2020 年 5 月及 8 月遭到美国进一步的限制，导致 9 月 15 日以后无法再获得主要厂商的芯片供应，虽然高通已于 11 月表示获得许可向华为供应 4G 芯片，但 5G 手机正逐步成为中国市场主流，对华为在中国市场尤其是中高端市场的竞争力造成了较大的负面影响。3Q20 全球智能手机销量数据显示市场竞争格局已发生变化，华为全球市占率较上季度下滑 4.7 个百分点，三星及小米市占率均有提升，其中小米重返全球智能手机出货量前三；3Q20 华为于中国市场的市占率下滑 3.2 个百分点，小米、OPPO 及 vivo 市占率均有不同程度提升，其中小米为中国市场前五大厂商中出货量唯一取得正增长的企业。华为已于 2020 年 11 月出售了定位于年轻市场的荣耀以维持荣耀渠道及供应商发展，但新荣耀的芯片供应及管理仍待观察。我们预期随着华为芯片存货下降及 5G 渗透率提升，2021 年智能手机市场竞争格局变化将更为明显，部分品牌将可受益于市占率提升，看好产品竞争力持续增强的小米集团（1810 HK）。

图表 31：全球智能手机市占率变化



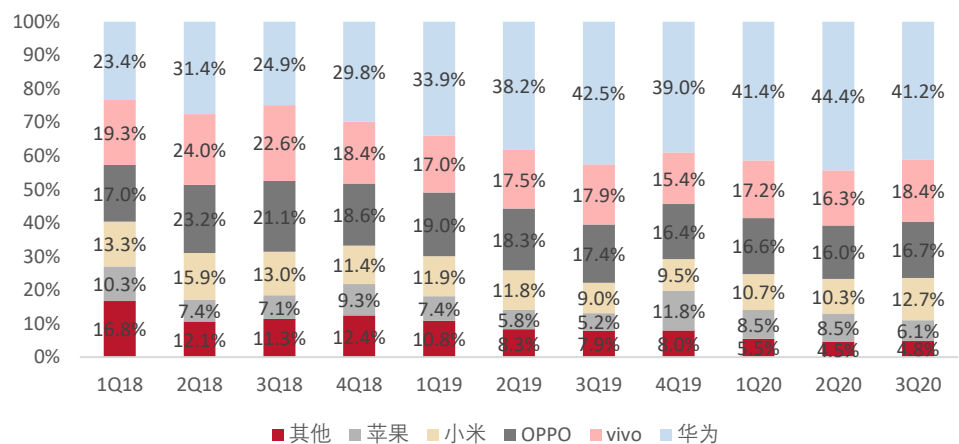
来源：Canalys、中泰国际研究部

图表 32: 全球智能手机市占率变化



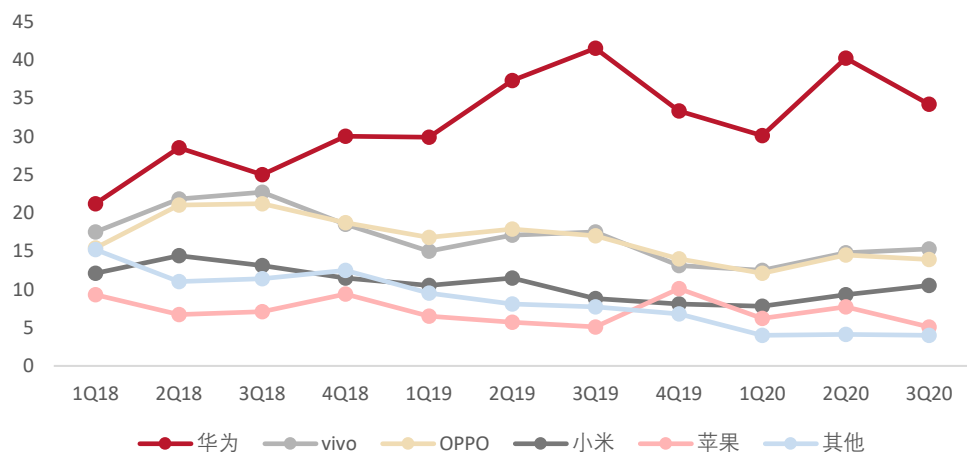
来源: Canlys、中泰国际研究部。注: 3Q20 第五为 vivo (占 9.1%)

图表 33: 中国智能手机市占率变化



来源: Canlys、中泰国际研究部

图表 34: 中国智能手机出货量(百万部)变化



来源: Canlys、中泰国际研究部

游戏：估值回升，精品为王

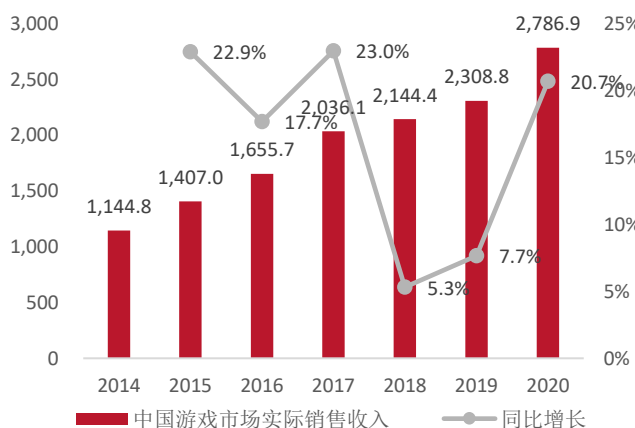
中泰观点

游戏板块估值水平从 2019 年底至 2020 年初的底部逐渐反弹，预期未来将受惠于行业重启高增长及更多优质游戏公司赴港上市，估值将可进一步提升。我们首选行业龙头**腾讯控股（700 HK）**，公司在 IP、研发及渠道均具竞争优势，并将继续受惠于精品化及监管增强带来的行业集中度提升。旗下爆款《王者荣耀》及《和平精英》依然可以保持长线运营及畅销，预期运营多年的爆款端游《地下城与勇士》的手游版将于 2021 年上线，有机会成为下一个手游爆款。建议关注具精品化优势的中型游戏厂商：IP 储备丰富的**中手游（302 HK）**、研发能力强大的**祖龙娱乐（9990 HK）**及拥有 Tap Tap 新渠道平台的心动公司（2400 HK）。

中国移动游戏受疫情刺激重启高速增长

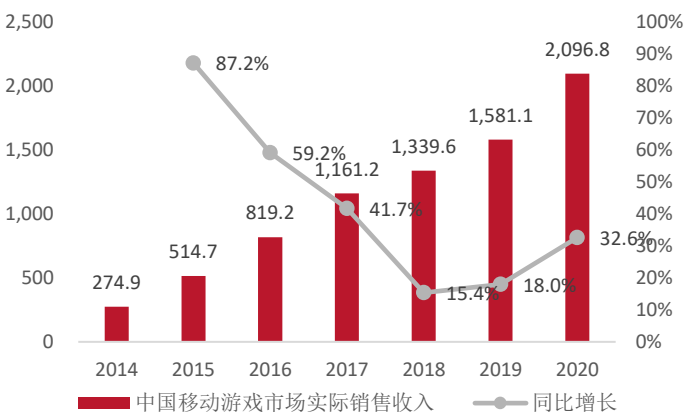
根据伽马数据，中国网络游戏实际销售收入增速于 2018 年起显著放缓，我们认为主要原因包括（1）中国网络游戏用户规模已进入低速增长阶段，游戏用户进入了存量市场，用户增量红利消失；（2）由于监管方面的机构改革，2018 年 4 月至 11 月期间游戏版号申办业务暂停，导致 2018 年新游戏数量较少；（3）版号审批重启后的审批速度远不及政策调整前，导致的产品供应不足。中国内地于 2019 年底出现新冠疫情，导致 2020 年农历新年后复工延迟，居民居家时间增长，外出、聚会等线下娱乐活动受限，因此包括游戏在内的线上娱乐成为居民丰富生活的重要选择，预期将带动 2020 年中国游戏实际销售收入同比增速显著回升至 20.7%，较 2019 大幅提高 13 个百分点。从月度表现上看，中国移动游戏增长并没有在复工复产后停滞，甚至 2020 年 10 月及 11 月的实际销售收入超过了 7-8 月暑期旺季，反映疫情期间养成的游戏习惯仍有持续。由于疫情导致复工延迟的原因，部分企业新游戏上线时间推迟，预期部分备受市场关注的新游戏会在 4Q20 及 1Q21 上线，将为游戏市场持续注入活力，如 9 月下旬上线新游戏《原神》《万国觉醒》持续发力，10 月新游戏《天涯明月刀》表现强势。

图表 35：中国游戏实际销售收入（人民币亿元）



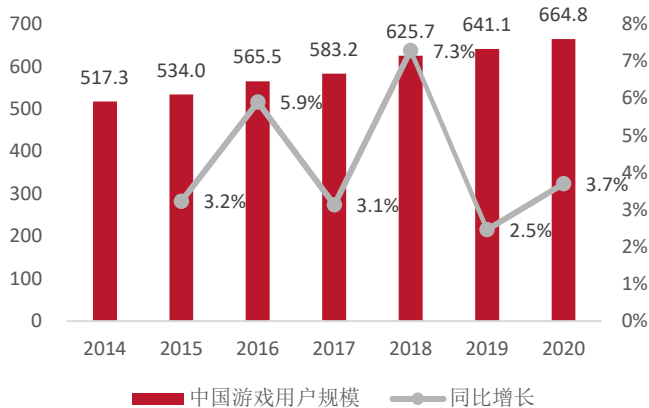
来源：伽马数据、中泰国际研究部

图表 36：中国移动游戏实际销售收入（人民币亿元）

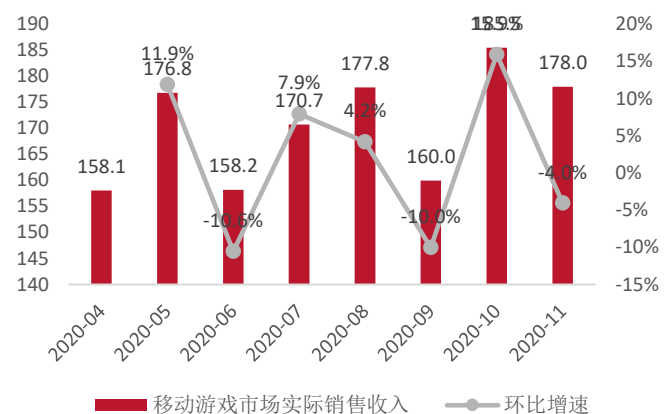


来源：伽马数据、中泰国际研究部

图表 37：中国移动游戏用户规模（百万人）



图表 38：后疫情时期中国移动游戏实际销售收入（人民币亿元）



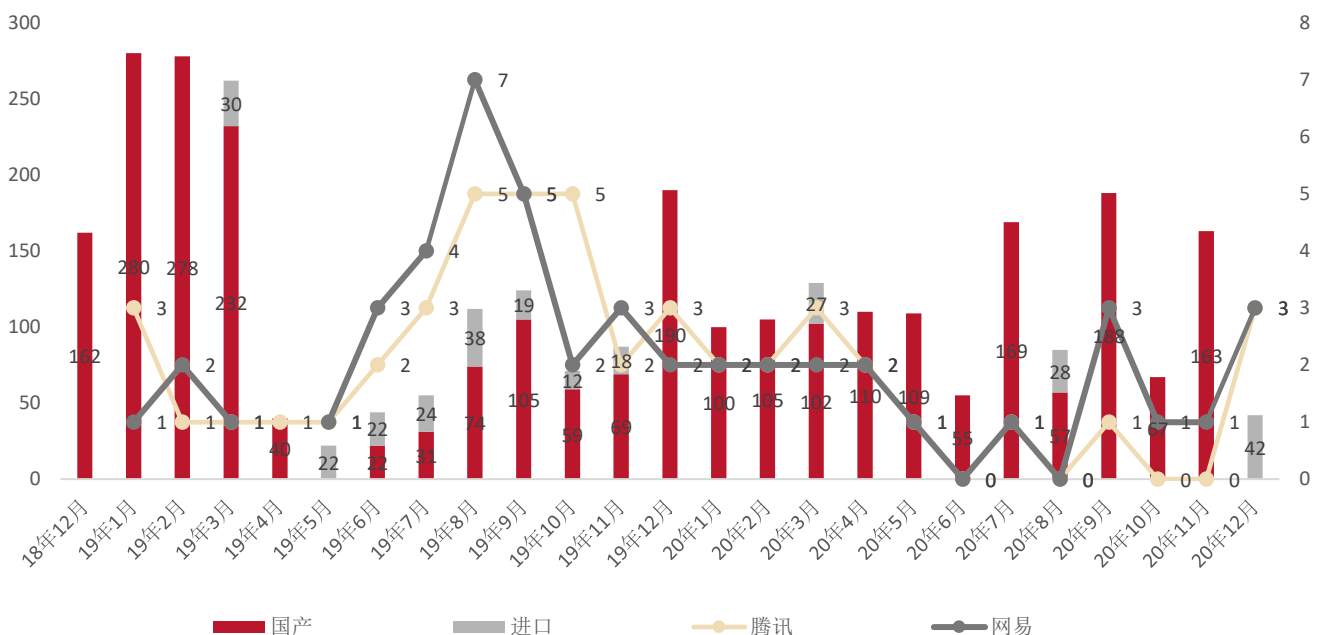
来源：伽马数据、中泰国际研究部

来源：伽马数据、中泰国际研究部

版号收紧，提质减量

从 2018 年 3 月份起，国内游戏版号暂停审批发放，整体游戏行业陷入一场持续 8 个月的版号真空期，直到 2018 年 12 月游戏版号恢复审批，当月共有 162 款游戏获得了恢复审批后的首批版号。我们观察到腾讯控股（700 HK）与网易（9999 HK）几乎每月都有新游戏获批，大厂商由于具备强大的研发能力、发行团队及资金优势，更容易推出大量高质量游戏，游戏过审概率较大。相比之下，研发能力较弱、体量较小的游戏厂商受到版号收紧的压力影响，很容易被市场淘汰。从整体游戏版号审批数量来看，2016 年、2017 年及 2018 年前三月的平均每月获得游戏版号数量分别为 338 款、780 款、641 款，而 2019 年版号审批重启后，平均每月版号发放数量仅维持 100 款上下。我们认为未来受到游戏玩家对于游戏质量的要求持续提升及相关政策的规范限制，中国移动游戏行业将保持向精品化内容和运营方向发展。

图表 39：网络游戏审批数量变化

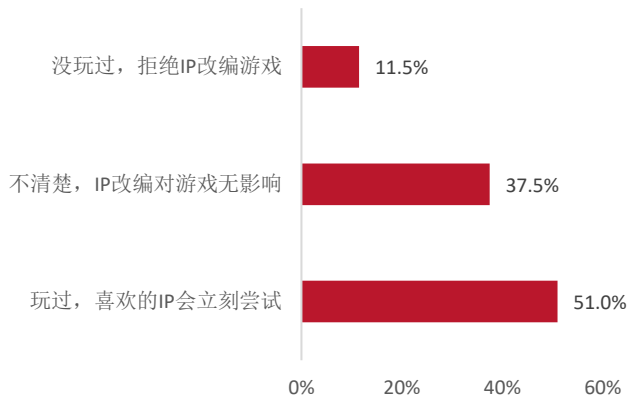


来源：国家新闻出版署、中泰国际研究部

游戏精品化关注“重 IP”、“重研发”两大维度

根据伽马数据的调查显示，中国移动游戏用户中有超过五成的用户会积极尝试 IP 改编产品，因此 IP 改编产品成为各大游戏厂商获取用户的重要方式。我们认为人气 IP 已经在文学、动漫、影视等泛娱乐领域获得大量特定族群粉丝的喜爱，作为 IP 改编之后的游戏产品，可以率先引起前期累积族群玩家的注意，同时游戏厂商可有针对性地对特定粉丝族群进行运营宣传，快速且较易诞生爆款产品，例如中手游（302 HK）于今年 8 月底推出的《新射雕群侠传之铁血丹心》在 iOS 上线后立刻位列畅销榜前 10 名，同时游戏的付费率、留存率、DAU 等运营数据表现良好，甚至超出预期。因此在“重 IP”维度，我们建议关注中手游，公司拥有自有 IP《仙剑奇侠传系列》、《大富翁系列》及《火影忍者》、《航海王》、《龙珠 Z》、《家庭教师》等众多丰富的重量级授权 IP 资源，此外公司对于挑选 IP 具备极其专业且完备的策略及优势：（1）挑选适合改编成游戏的 IP；（2）改编适合公司所擅长的中重度游戏；（3）头部 IP 或没有被制作过的有潜质 IP、（4）已与日本、欧美 IP 版权商建立了长期稳定关系，具备一整套成熟严格的监修机制。

图表 40：中国移动游戏用户 IP 接受倾向



图表 41：中手游（302 HK）IP 储备

IP名称	简介	已发行/储备中的游戏	版权方	IP名称	简介	已发行/储备中的游戏	版权方
航海王	于全球拥有庞大粉丝群的知名日本漫画IP • 曾改编为多部动画及游戏	航海王启航之热血海贼王 航海王热血航线	东映动画	浙江龙之杯赛	• 中国顶级的3D动画IP	浙江龙之杯赛	北京若森数字科技
龙珠Z	于全球拥有庞大粉丝群的知名日本漫画IP • 曾改编为多部动画及游戏	龙珠Z 龙珠Z：卡卡罗特	东映动画	飞剑明情	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	飞剑明情	厦门嘉世网络有限公司
烽火戏诸侯	• 受欢迎的奇幻网络小说IP • 曾改编为多部动画及游戏	烽火戏诸侯 烽火戏诸侯：诸侯争霸	烽火戏诸侯	龙族	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	龙族	阅文集团
仙剑奇侠传	于全球拥有庞大粉丝群的知名日本漫画IP • 曾改编为多部动画及游戏	仙剑奇侠传 仙剑奇侠传：逍遥游	仙剑奇侠传	魔域	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	魔域	魔域游戏
SNK全明星	与《拳皇》、《侍魂》、《饿狼传说》等知名格斗IP • 曾改编为多部动画及游戏	SNK全明星 SNK全明星：格斗之王	SNK	传说的世界	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	传说的世界	阅文集团
家庭教师	于全球拥有庞大粉丝群的知名日本漫画IP • 曾改编为多部动画及游戏	家庭教师 家庭教师：狱火篇	家庭教师	真三国无双	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	真三国无双	光荣特库摩
银魂	• 受欢迎的奇幻网络小说IP • 曾改编为多部动画及游戏	银魂 银魂：万事屋	银魂	斗罗大陆	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	斗罗大陆	阅文集团
DC超级英雄	全球知名IP，拥有庞大粉丝群体 • 曾改编为多部动画及游戏	DC超级英雄 DC超级英雄：正义联盟	DC超级英雄	修真聊天群	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	修真聊天群	阅文集团
三国的曹操	日本最受欢迎的奇幻网络小说IP • 曾改编为多部动画及游戏	三国的曹操 三国的曹操：曹操传	三国的曹操	秀创	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	秀创	阅文集团
仙剑奇侠传	日本最受欢迎的奇幻网络小说IP • 曾改编为多部动画及游戏	仙剑奇侠传 仙剑奇侠传：逍遥游	仙剑奇侠传	妖妖妖妖	• 受欢迎的奇幻网络小说IP	妖妖妖妖	阅文集团

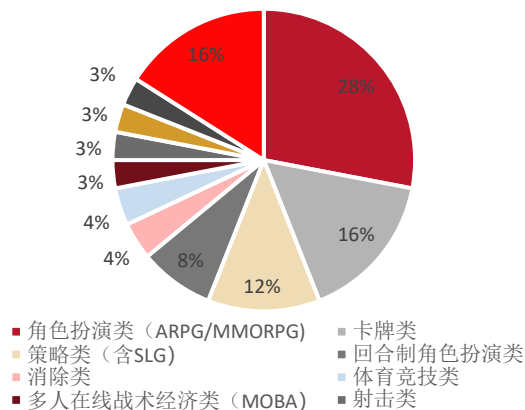
来源：伽马数据、中泰国际研究部。附注：伽马数据 1676 份有效样本调查

来源：公司资料、中泰国际研究部

游戏精品化除了聚焦上述的 IP 效应外，重度研发是重要要素，只有创作出高品质、长周期的游戏产品的厂商才可以保持精品化的优势地位，需投入大量的人力、资金等资源。根据游戏产业网数据，中国移动游戏类型丰富多样，收入占比最大的为角色扮演类（ARPG/MMORPG），预期 2020 年收入占比达 28%。其中，MMORPG 的主要游戏特点包括（1）画面精美、（2）视觉效果出色、（3）故事情节复杂、（4）游戏玩家可互相组队，MMORPG 兼具社交与玩乐属性，能吸引游戏玩家投入更长时间。根据弗若斯特沙利文数据显示，MMORPG 也是所有游戏品类里 ARPU 最高的，2019 年达 256.5 元。因此制作出优质 MMORPG 品类游戏产品的游戏厂商需要在研发中投入巨大人力及资金，建议关注与腾讯控股（700 HK）保持长期合作关系的具有较强研发能力的游戏研发商祖龙娱乐（9990 HK）。公司最早前身是祖龙工作室，创立于 1997 年，而后于 2004 年 3 月与完美世界（002624 SZ）合并，2014 年再分拆，并于 2020 年在香港上市。截止 2020 年 6 月底，公司员工超过千人，其中约 85% 是研发人员，超过 200 人拥有业内研发经验 10 余年。根据公司招股书，公司美术设计中心员工占比最高，达 36.3%。公司的艺术设计团队具备强大的原创设计能力，例如在使用虚幻引擎 4 打造的《龙族幻想》中，运用 GPU 粒子效果与全局光线相结合、基于物理的渲染、影像技术等 GPU 渲染解决方案，创造高度逼真的动画及环境；引擎与程序中心占比 20.3%，公司曾在 2015 年开发及推出了首批基于 Unity 3D 的《六龙争霸》，成为率先将虚幻引擎 4 成功引入中国手游开发行业的研发商

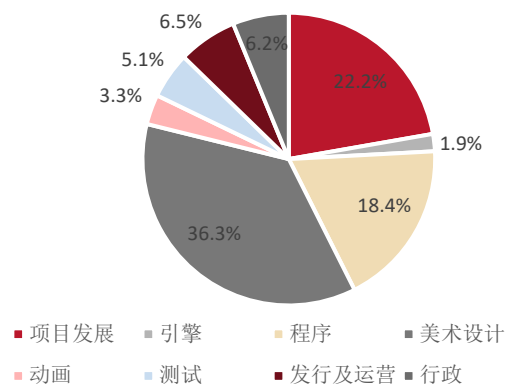
之一。

图表 42: 收入排名前 100 移动游戏产品类型占比



来源: 游戏产业网、中泰国际研究部

图表 43: 祖龙娱乐 (9990 HK) 19 年员工分布

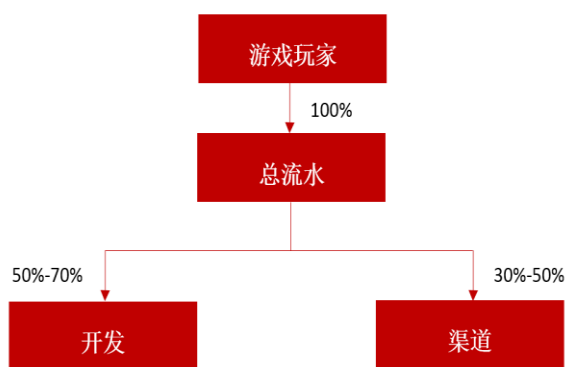


来源: 公司资料、中泰国际研究部

新平台打破固有分发渠道格局

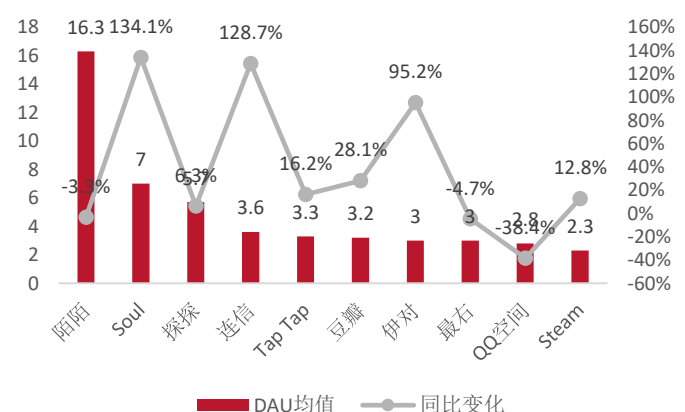
中国手游的流水主要是渠道商和开发商按照五五或三七比例来分成。早期第三方的应用商店占据了游戏分发渠道上的主导地位, 近年来随着众多社交平台的用户量增长, 越来越多的垂直领域平台逐渐取代了应用商店的渠道分发地位。未来成为精品化的游戏厂商, 不仅是在游戏的创作上精益求精, 还可以拥有固定核心游戏玩家的社区平台, 吸引大量优质内容在平台上上架, 聚拢更多精品化内容。因此具备渠道功能的游戏厂商可以同时享受到自身游戏产品的收入分成和其他优质游戏的渠道分成。我们建议关注心动公司 (2400 HK), 公司旗下的 Tap Tap 1H20 的平均月活用户数达 2,480 万人, 平台上游戏下载次数为 2.2 亿次, 同比增长 26.4%, 新增发帖数量为 340 万帖, 同比大幅增长 143.0%。根据极光数据, Tap Tap 在 2020 年 9 月社区社交类应用的日活跃用户数 (DAU) 排名中居第 5 位, 更是位于游戏垂直领域的首位。

图表 44: 手游流水分账模式



来源: 中泰国际研究部

图表 45: 20 年 9 月社区社交 APP DAU 均值 (百万人) 及同比变化

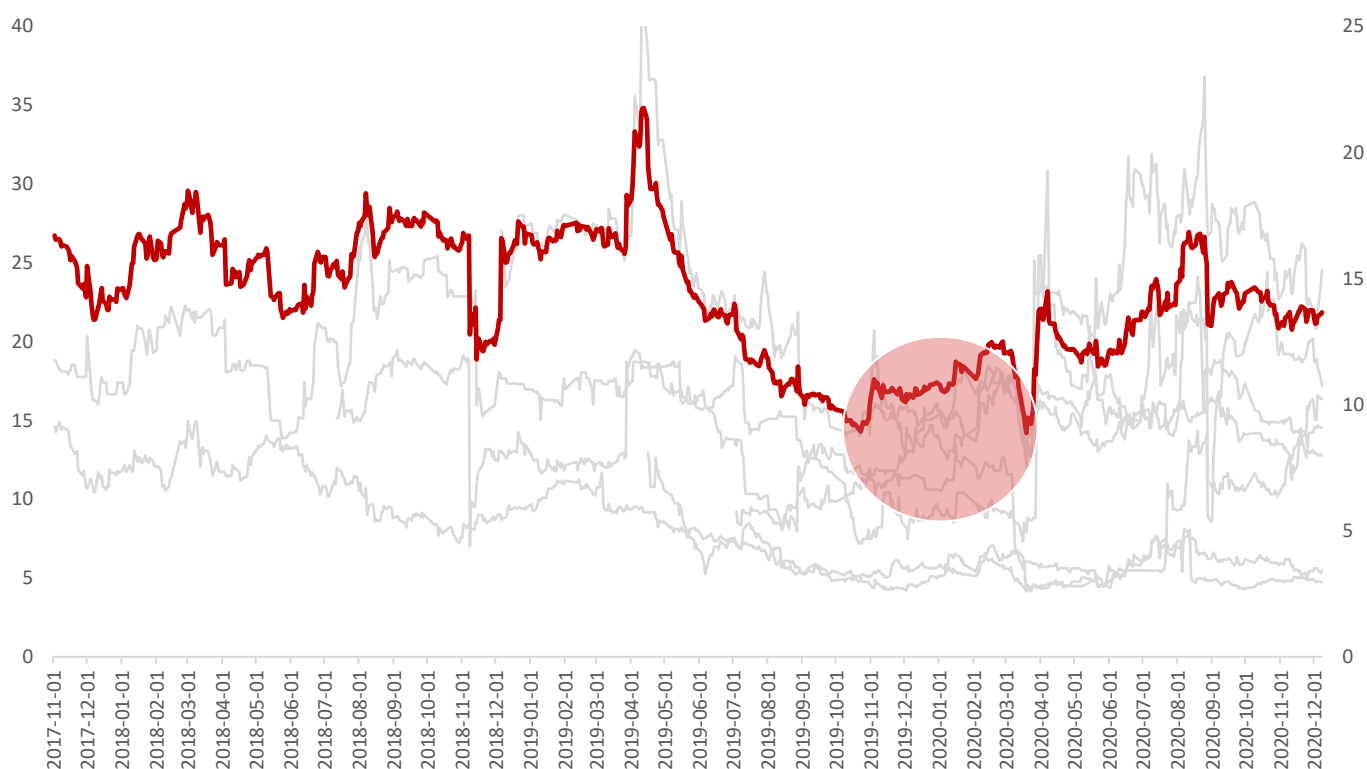


来源: 极光、中泰国际研究部

估值修复叠加新股上市, 游戏板块估值有望进一步提升

我们选取了 8 间当前港股纯游戏的公司, 剔除了业务构造多样的公司例如腾讯控股 (700 HK)、网易 (9999 HK)、金山软件 (3888 HK)、网龙 (777 HK) 等, 然后取其滚动市盈率的平均值 (见下图深红线), 观察发现港股游戏板块整体估值已经从 2019 年底至 2020 年初的底部有所反弹。

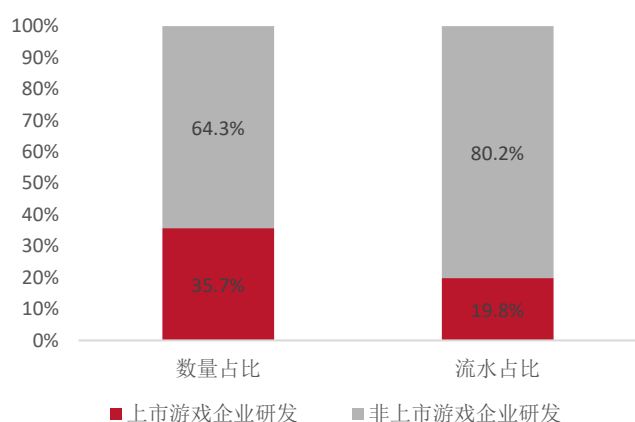
图表 46: 港股游戏股估值水平



来源: Wind, 中泰国际研究部

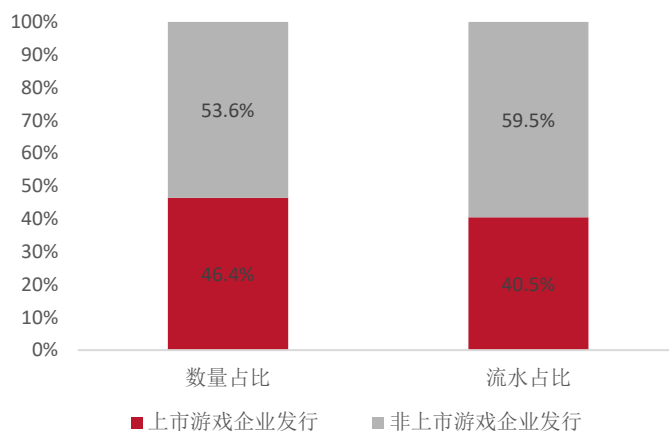
2019 年前港股纯手游的公司较少, 投资者对于此板块关注度较低, 但自 2019 年起中国陆续有 9 家游戏企业来港上市, 利好港股游戏板块估值提升。根据伽马数据显示, 1H20 非上市游戏公司的新品数量及流水的占比都强于上市公司, 仍有多间优质的未上市游戏企业, 如在 Sensor Tower 2020 年 11 月中国手游发行商收入排名榜中居第三名的米哈游及居第四名的莉莉丝。近 2 年内中国新上市的游戏企业的上市地点均选择香港, 相信短期内香港仍将是中国手游企业的优选上市地点。我们认为随着未来更多优质游戏公司登陆港股及行业整体发展向好, 板块估值有望继续提升。

图表 47: 1H20 新游产品数量及流水分布 (按研发分类)



来源: 伽马数据、中泰国际研究部

图表 48: 1H20 新游产品数量及流水分布 (按发行分类)



来源: 伽马数据、中泰国际研究部

图表 49：近 2 年上市游戏公司

公司名称	上市日期	上市地点
禅游科技 (2660 HK)	2019-04-16	香港交易所
家乡互动 (3798 HK)	2019-07-04	香港交易所
友谊时光 (6820 HK)	2019-10-08	香港交易所
鲁大师 (3601 HK)	2019-10-10	香港交易所
中手游 (302 HK)	2019-10-31	香港交易所
心动公司 (2400 HK)	2019-12-12	香港交易所
九尊数字互娱 (1961 HK)	2020-03-17	香港交易所
新娱科控股 (6933 HK)	2020-07-15	香港交易所
祖龙娱乐 (9990 HK)	2020-07-15	香港交易所

来源：中泰国际研究部

图表 50：部分未上市游戏公司

公司名称	旗下主要游戏产品
乐元素	开心消消乐
多益网络	神武、梦想世界
紫龙游戏	御剑情缘、梦幻模拟战
鹰角网络	明日方舟
米哈游	原神、崩坏
莉莉丝游戏	小冰冰传奇、剑与远征
叠纸游戏	闪耀暖暖、恋与制作人

来源：伽马数据、中泰国际研究部

互联网医疗：政策转为明确支持，行业保持高速增长

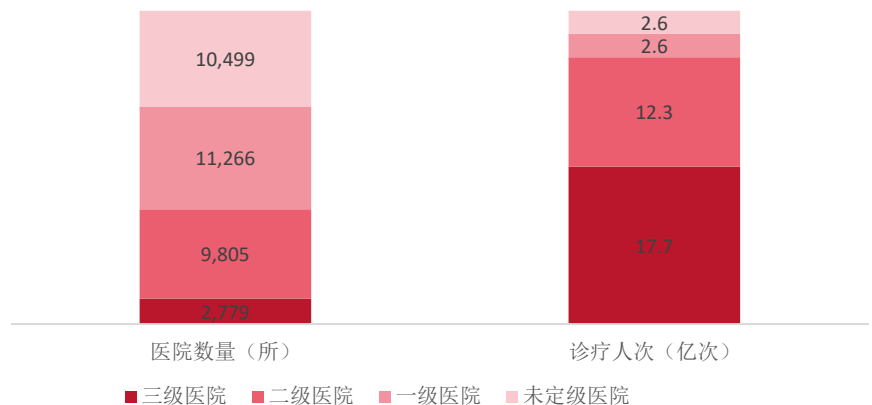
中泰观点

中国互联网医疗行业的发展是大势所趋，已从政策试水期进入政策明确支持阶段，并在新冠疫情的刺激下进程加速，但行业仍处于初期发展阶段，未来空间巨大，互联网医疗企业亦处于企业生命周期较早期阶段，其股价走势受政策等事件影响较大，例如 1H20 板块表现整体强势，主要与疫情期间需求爆发及政府密集发文推动有关，2H20 中国进入后疫情时期互联网医疗热度减弱，但随着高关注度的医药电商龙头京东健康（6618 HK）来港上市，以医药电商企业股价走强。我们预期 2021 年中国互联网医疗将有一系列利好政策落地，领军企业微医有望于年内上市，板块估值有望提升，推荐互联网医疗龙头**平安好医生（1833 HK）**，建议关注医药电商企业**京东健康（6618 HK）**及**阿里健康（241 HK）**。

中国互联网医疗行业高速发展为大势所趋

2019 年中国拥有优质医疗资源的三级医院数量占比仅为 8.1%，但承担了全国约一半的诊疗需求，优质医疗资源供需关系极不平衡，导致三级医院负荷较重，资源较难有效分配，如常见病、慢性病复诊等较易处理且需求较大的就诊占据了三级医院大量的优质医疗资源。医疗资源供需不平衡导致就医体验不佳，如弗若斯特沙利文报告显示 2019 年患者人均就诊时间 3 小时中仅 8 分钟（4.4%）为诊断时间，效率较低；此外，由于中国大部分三级医院位于北京、上海等一线城市及山东、江苏、浙江等较为富裕及人口密集的东部沿海省份，地域分布不均，导致部分地区居民较难获取优质医疗资源。互联网医疗有能力为医院承担部分常见病、慢性病患者诊疗需求，受地理位置限制较小，可以帮助减轻当前中国医疗健康系统的负担，并且能够大幅缩短患者排队时间，实现高效问诊，为改善中国优质医疗资源供需关系及提升患者诊疗体验的重要方式。

图表 51：2019 年中国各级医院数量及诊疗次数



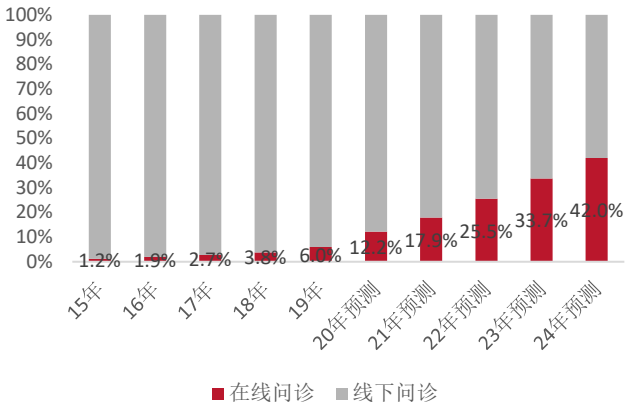
来源：Wind，中泰国际研究部

新冠疫情加速互联网医疗需求释放并推动行业发展

虽然互联网医疗可以提升部分常见病、慢性病复诊效率，并且能够突破地理位置限制帮助患者高效的对接优质医疗资源，但大部分居民长期以来的就医习惯仍是去线下实体医院寻找优质医疗资源，存在对互联网医疗认知较少、对互联网医疗质量及安全存在忧虑或尚未形成互联网医疗习惯等情形，导致互联网医疗即使在可以较传统线下医疗更高效满足诊疗需求的情况下仍可能不被优先选择。新冠疫情迫使部分居民提前体验互联网医疗，熟悉线上问诊方式，今年春节期间在线问诊需求激增，良好的问诊体验有助提升居民对互联网医疗的信心，加速居民互联网医疗习惯的养成，推动互联网医疗需求释放，

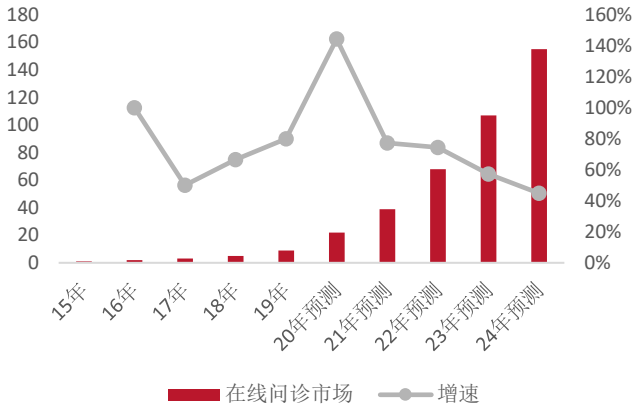
促进行业发展。根据弗若斯特沙利文数据，中国在线问诊量占总问诊量的比例在 2015 年至 2019 年间有加快提升的趋势，并将于 2020 年开始进入快速提升阶段，相应的 2017 年至 2019 年间中国在线问诊市场规模加快增长至约人民币 90 亿元，并于 2020 年录得 1 倍以上增长，相信与疫情刺激有关，其后仍将保持高速增长，预期 2019 年至 2024 年间的年均复合增长率将达 77.4%。

图表 52：2015-2024 年中国在线问诊量占总问诊量的百分比



来源：弗若斯特沙利文，中泰国际研究部

图表 53：2015-2024 年中国在线问诊市场（十亿元人民币）



来源：弗若斯特沙利文，中泰国际研究部

政策转为明确支持，发展有望突破瓶颈

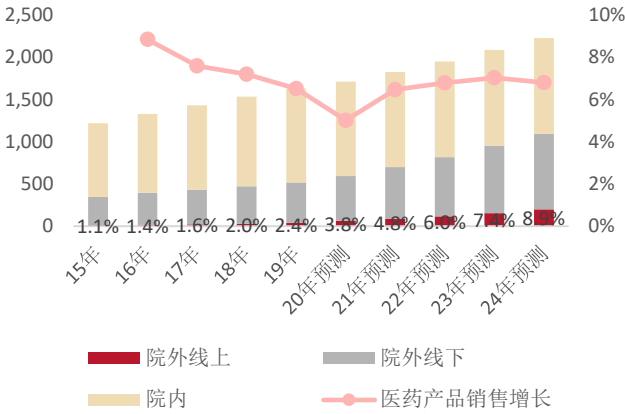
我们认为政府有意愿通过推动互联网医疗发展的方式减轻中国医疗健康系统的负担，因此早在 2015 年国务院发布的《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中便提出了推广在线医疗卫生新模式，试水互联网医疗。由于行业年发展进程等因素，互联网医疗行业前期发展存在政策反复的问题，但当前行业发展已较早前更为完善，并在新冠疫情期间经受住了考验，政府推动互联网医疗发展的意愿进一步增强，政策转为明确支持，预期利好政策将加速落地，包括（1）互联网医疗范围有望从常见病、慢性病复诊和家庭医生签约服务扩大至首诊，市场空间扩大；（2）将出台药品网络销售监督管理办法，网售处方药监管不确定性即将消除，预期中国在线零售药房医药产品销售额将在处方外流及需求向线上转移的推动下保持高速增长，2020 年至 2024 年间的年均复合增长率将达 33.7%；（3）各地将陆续出台政策逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围，互联网医疗使用意愿将增强；（4）将探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算，真正发挥互联网医疗无地域限制优势。

图表 54：主要互联网医疗政策

发布时间	政策/事件	要点	影响
2015 年 7 月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	(1) 支持第三方机构构建医疗信息共享服务平台，逐步建立跨医院的医疗数据共享交换标准体系。(2) 积极利用移动互联网提供在线预约诊疗、药品配送等便捷服务。(3) 鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台，加强区域医疗卫生服务资源整合	推广互联网医疗新模式
2017 年 4 月	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）》	(1) 互联网诊疗活动应取得相关执业许可。(2) 三级医院开展互联网诊疗活动主要与下级医疗机构、基层医疗卫生机构提供支持。(3) 强调互联网医疗行业发展意义	对于互联网诊疗服务严格把控，明确行业发展的重要性
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	(1) 鼓励医疗机构应用互联网等信息技术拓展医疗服务空间和内容。(2) 允许依托医疗机构发展互联网医院，医疗机构可以使用互联网医院作为第二名称，在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务。	鼓励实体医疗机构发展互联网医院
2018 年 7 月	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	(1) 加快推进智慧医院建设，到 2020 年二级以上医疗机构普遍提供分时段预约诊疗让患者少排队。(2) 各地要建立完善网上预约诊疗服务平台，三级医院要增加预约诊疗服务比例，到 2020 年预约时段精确到 1 小时以内。(3) 鼓励发展互联网医院	对于实体医院制定了多个 2020 年为期限的便民惠民的实际要求，加速互联网医院建设
2018 年 7 月	《互联网诊疗管理办法（试行）》	(1) 定义互联网诊疗主要是指医疗机构利用在本机构注册的医师，通过互联网等信息技术开展部分常见病、慢性病复诊。(2) 若与第三方机构合作建立互联网诊疗服务信息系统，需提交合作协议。(3) 相关执业规则、监督管理	明确互联网诊疗概念，发展逐渐清晰化
2018 年 7 月	《互联网医院管理办法（试行）》	(1) 定义互联网医院包括作为实体医疗机构第二名称的互联网医院，以及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院。(2) 相关执业规则、监督管理	明确互联网医院定义，发展逐渐清晰化
2018 年 7 月	《互联网医院基本标准（试行）》	对于互联网医院在诊疗科目、科室设置、人员、房屋和设备设施、规章制度制定标准	规范互联网医院相关准则制度，发展逐渐清晰化
2018 年 7 月	《远程医疗服务管理规范（试行）》	(1) 明确远程医疗服务包括医疗机构直接向其他医疗机构发出邀请，受邀方运用网络技术为邀请方患者诊疗提供技术支持的医疗活动，以及邀请方或第三方机构搭建远程医疗服务平台，受邀方以机构身份在该平台注册，邀请方通过该平台发布需求，由平台匹配受邀方或其他医疗机构主动对需求做出应答(2) 流程及有关要求、管理要求等	明确远程医疗服务概念，发展逐渐清晰化
2019 年 8 月	《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》	符合条件的“互联网+”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策	明确推进互联网医疗配套医保支付政策
2019 年 8 月	新《药品管理法》通过	删除了 4 月修订草案中的上述网售处方药限制	或允许网售处方药
2019 年 9 月	《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》	建立互联网诊疗处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享的渠道，支持在线开具处方药品的第三方配送；加快医药电商发展，向患者提供“网订（药）店取”、“网订（药）店送”等服务	加快医药电商发展
2019 年 11 月	《市场准入负面清单（2019 年版）》	药品生产、经营企业不得违反规定采用邮寄、互联网交易等方式直接向公众销售处方药	尚未允许网售处方药
2019 年 12 月	新《药品管理法》开始实施	-	关于网售处方药尚待明确
2020 年 3 月	《国家医保局 国家卫生健康委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》	经卫生健康行政部门批准设置互联网医院或批准开展互联网诊疗活动的医疗保障定点医疗机构，按照自愿原则，与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，其为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围	明确常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围
2020 年 3 月	《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	将符合条件的医药机构纳入医保协议管理范围，支持“互联网+医疗”等新服务模式发展。适应异地就医直接结算、“互联网+医疗”和医疗机构服务模式发展需要，探索开展跨区域基金预算试点	探索跨地区基金预算试点
2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广	未来有机会放开互联网医疗首诊，将为互联网医疗带来更多用户
2020 年 10 月	《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	各地可从门诊慢特病开始，逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围。探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算。有条件的统筹地区可以依托全国统一医保信息平台，加快推进外购处方流转相关功能模块应用，探索开展统筹地区间外购处方流转相关功能模块互认。加快推进全国统一的医保信息平台建设。今年年底前各统筹地区医保部门要制定本地“互联网+”医疗服务医保支付管理办法，完善经办流程和协议范本。	预期各地互联网医疗医保支付政策可于年内发布，2021 年可有实质进展；跨地区互联网医疗医保支付提上日程
2020 年 11 月	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	允许药品零售企业在满足“确保电子处方来源真实、可靠，并按照规定要求进行处方调剂审核，对已使用的处方进行电子标记”等条件后通过网络销售处方药及向公众展示处方药信息。	明确网售处方药条件，网售处方药监管不确定性有望消除

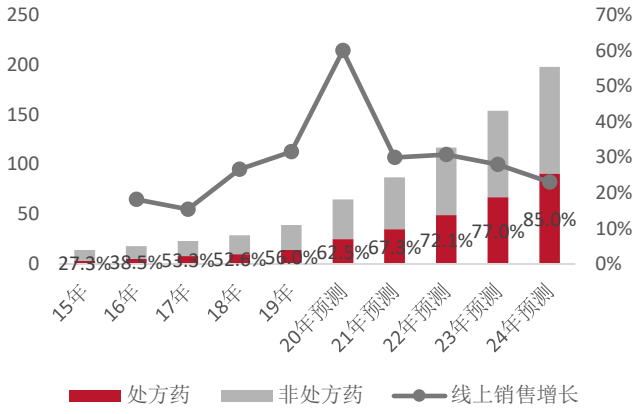
来源：国务院，国家卫计委，卫生健康委，中医药局，中泰国际研究部

图表 55: 2015-2024 年中国医药产品销售（人民币十亿元）及院外线上占比



来源：弗若斯特沙利文，中泰国际研究部

图表 56: 2015-2024 年中国在线零售药房医药产品销售额（人民币十亿元）



来源：弗若斯特沙利文，中泰国际研究部

新股市场：巨头扎堆，蛟跃龙腾

2020 年 4 月受到瑞幸咖啡事件影响，中概股在美股大动荡，网易（9999 HK）、京东集团（9618 HK）等 9 只中概股陆续回归港股。近期特朗普签署《外国公司问责法案》，要求外国上市企业需遵守美国审计标准，如果连续三年未能通过美国证监会辖下监督委员会的审计，将被禁止在美国的任何交易所上市，此外法案同时要求上市公司披露是否由外国政府拥有或控制。根据市场资料显示，目前监管部门未能有效获取审计文件的上市公司中，超过九成是中资公司。预计 2021 年将会有更多中概股回归港股。此外，直播龙头快手已于 2020 年 11 月初向港交所提交了上市申请，预期更多未上市的科技独角兽也将在 2021 年奔赴港股市场。新一波互联网热潮即将在港股爆发从而带动整体板块投资氛围。

图表 57：TMT 潜在中概股回归名单（更新至 20 年 12 月 29 日）

企业名称	股票代码	市值	所属行业
拼多多	(PDD US)	1,770	电商
百度	(BIDU US)	659	互联网
好未来	(TAL US)	408	在线教育
腾讯音乐	(TME US)	311	在线音乐
哔哩哔哩	(BILI US)	283	视频
携程	(TCOM US)	189	在线消费
唯品会	(VIPS US)	175	电商
爱奇艺	(IQ US)	134	视频
微博	(WB US)	87	社交媒体
欢聚	(YY US)	62	直播
虎牙	(HUYA US)	44	直播
世纪互联	(VNET US)	43	软件
斗鱼	(DOUYU US)	35	直播
陌陌	(MOMO US)	27	直播

图表 58：TMT 行业未上市独角兽名单（亿人民币元）

企业名称	估值	城市	所属行业
蚂蚁集团	10,000	杭州	金融科技
字节跳动	5,600	北京	社交媒体
滴滴出行	3,700	北京	共享经济
快手	1,950	北京	社交媒体
微众银行	1,500	深圳	金融科技
京东数科	1,300	北京	数字科技
大疆	1,000	深圳	机器人
车好多	600	北京	电子商务
平安医保科技	600	上海	健康科技
美菜网	500	北京	电子商务
商汤科技	500	北京	人工智能
苏宁金服	500	南京	金融科技
猿辅导	500	北京	教育科技
微医	400	杭州	健康科技
自如	400	北京	共享经济
小红书	350	上海	软件服务
比特大陆	300	北京	区块链
哈啰出行	300	上海	共享经济
旷视科技	300	北京	人工智能

来源：彭博、中泰国际研究部

来源：2020 胡润全球独角兽榜，中泰国际研究部

行业首选

腾讯控股 (700 HK; 买入; 目标价: 727.00 港元)

网络游戏为业绩亮点，短中期增长动力足

3Q20 网络游戏收入同比增速加快，不单手游增长远快于行业平均，端游亦扭转了下降趋势。手游保持强劲增长主要受《王者荣耀》、《和平精英》等爆款游戏推动，其中《王者荣耀》运营已超 5 年，但今年首 10 个月的平均日活跃账户数仍超 1 亿，反映公司具强大的运营能力。我们对网络游戏业务短中期增长均具信心，主要由于：（1）现有爆款《王者荣耀》仍然强势，另一爆款《和平精英》运营时间尚短，预期仍可在较长时间内保持高流水；（2）10 月上线的新品《天涯明月刀手游》表现亮眼，有机会成为爆款；（3）游戏储备丰富，预期运营多年的爆款端游《地下城与勇士》的手游版将于短期内上线。

微信持续升级，增强变现基础

3Q20 微信及 WeChat 的合并月活跃账户数达 12.13 亿，同比增长 5.4%，环比增长 0.6%，在高基数的情况下同比及环比仍均保持增长，十分不易。我们看到微信不断有新的变化，包括微信支付页面内的常用服务重新分类、朋友圈加入话题标签功能，有助保持及提升微信用户活跃度和粘性，从而支持公司各项业务高速增长。此外，公司正在积极发展微信视频号，有机会利用微信熟人社交的属性打造出区别于抖音、快手的视频社交圈，未来可以与现有的数字内容、广告、游戏等业务形成协同作用，增强变现能力。

维持目标价 727.00 港元，重申“买入”评级

我们维持对公司的盈利预测，20 年至 22 年的每股基本盈利分别为 14.08/15.70/18.72 元人民币，维持目标价 727.00 港元，对应 40 倍 21E PE 估值，仍有 37.0% 的潜在升幅，重申“买入”评级。

风险提示：（一）新游戏及海外拓展不及预期；（二）经济增长放缓；（三）金融科技及企业业务拓展不及预期；（四）政策风险

图表 59：腾讯控股（700 HK）主要财务数据（十亿元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）

年结:12 月 31 日	17A	18A	19E	20E	21E
收入	313	377	485	575	671
增长率	31.5%	20.7%	28.5%	18.6%	16.7%
非国际财报准则净利润	77	94	126	159	190
增长率	19.0%	21.8%	33.1%	26.4%	19.4%
每股基本盈利（人民币）	8.34	9.86	14.08	15.70	18.72
市盈率	33.1	34.1	32.5	29.2	24.5
每股股息（人民币）	0.87	1.33	2.01	2.24	2.67
派息比率	10.6%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
每股净资产（人民币）	33.81	45.06	58.94	73.98	92.11
市净率	8.1	7.4	7.7	6.1	4.9

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 60: 腾讯控股 (700 HK) 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 十亿人民币)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
收入	313	377	485	575	671	年度盈利	80	96	134	151	179
销售成本	-171	-210	-262	-315	-366	所得税项开支	14	14	21	22	27
毛利	142	168	223	260	305	折旧及摊销	34	45	98	84	88
利息收入	5	6	10	17	23	运营资金变动	4	15	45	36	46
其他收益净额	17	20	30	25	28	其他	-22	-21	-37	-36	-47
销售及市场推广开支	-24	-21	-33	-41	-48	经营活动所得现金净额	111	149	260	257	292
一般行政开支	-42	-53	-67	-80	-94	购买物业、机器及设备	-20	-23	-31	-36	-42
经营盈利	98	119	164	181	214	其他	-132	-93	-41	-19	-19
财务成本净额	-5	-8	-9	-9	-9	投资活动所耗现金净额	-152	-116	-71	-55	-61
分占联营公司及合营公司亏损	1	-2	2	0	0	已付股息	-7	-9	-14	-19	-22
除税前盈利	94	109	157	173	206	其他	38	11	-3	-9	-9
所得税开支	-14	-14	-21	-22	-27	融资活动所耗现金净额	31	2	-17	-28	-30
期内盈利	80	96	136	151	179	年初的现金及现金等价物	106	98	133	305	480
净利润	79	93	134	149	178	现金及现金等价物增加净额	-10	34	172	174	201
非国际财务报告准则净利润	77	94	126	159	190	年末现金及现金等价物	98	133	305	480	680
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
总资产	724	954	1,160	1,365	1,606	增长率					
流动资产	217	254	456	648	868	收入	31.5%	20.7%	28.5%	18.6%	16.7%
应收账款	28	36	50	64	80	毛利	21.5%	17.9%	33.2%	16.6%	17.2%
预付款按金及其他资产	18	28	33	37	39	经调整 EBITDA	23.4%	24.6%	59.5%	1.7%	12.5%
现金及现金等价物	98	133	305	480	680	净利润	10.1%	18.5%	43.1%	11.7%	19.2%
其他流动资产	72	57	68	68	68	非国际财务报告准则净利润	19.0%	21.8%	33.1%	26.4%	19.4%
非流动资产	506	700	704	717	738	盈利能力					
物业、机器及设备	35	47	59	70	83	毛利率	45.5%	44.4%	46.0%	45.3%	45.5%
其他非流动资产	471	653	645	647	655	净利润率	25.2%	24.7%	27.5%	25.9%	26.5%
总负债	367	465	535	593	657	非国际财务报告准则净利润率	24.8%	25.0%	25.9%	27.6%	28.3%
流动负债	202	240	287	345	409	资产回报率 (ROA)	12.3%	11.1%	12.6%	11.8%	12.0%
应付账款	74	81	113	146	184	股本回报率 (ROE)	24.9%	22.1%	24.0%	21.4%	20.7%
借款	27	23	16	16	16	债务偿还能力					
其他流动负债	102	137	157	182	209	负债股权比率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
非流动负债	165	225	248	248	248	权益乘数	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
借款	87	104	124	124	124	利息覆盖率	25.3	19.4	27.6	27.8	31.2
应付票据	51	83	85	85	85	流动比率	1.1	1.1	1.6	1.9	2.1
其他非流动负债	26	37	40	40	40	其他					
权益总额	356	489	625	772	948	资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
本公司股东应占权益	324	433	568	714	889	派息比率	10.6%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
非控股股东权益	33	56	57	58	59						
负债及权益总额	724	954	1,160	1,365	1,606						
净现金/(负债)	-16	-16	158	335	536						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

丘钛科技 (1478 HK; 买入; 目标价: 17.20 港元)

市场竞争力不断增强, 客户结构有望持续改善

受疫情影响, 1H20 全球智能手机销量大幅下滑。在此情况下, 公司 1H20 指纹识别模组销售数量同比增长 5.8%, 反映其市占率有所增加; 摄像头模组销售数量虽同比下跌约 1.3%, 但产品结构改善明显, 一方面反映手机保持光学升级趋势, 另一方面也反映公司在客户的供应商地位仍在提升, 可获取更多高端项目。2020 年首 11 个月公司 1,000 万像素及以上摄像头模组出货量占比达 70.8%, 高于全年 60% 的指引, 其中 3,200 万像素及以上摄像头模组出货量占比达 24.8%, 符合全年 25% 的指引。公司注重研发, 并已在推进在印度的第二期厂房, 将可提升快速响应海外客户需求的能力。我们认为公司在研发上取得的成果及不懈的努力, 以及持续的扩产可更好的满足客户需求, 可进一步提升于主要客户的地位及加速海外客户拓展, 有助产品结构持续改善。

建议分拆摄像头模组业务于 A 股上市, 有助持续提升市场竞争力

公司公告建议分拆昆山丘钛微电子科技有限公司并于 A 股独立上市。分拆上市主体将涉及所有摄像头模组业务, 但不包括指纹识别模组业务及联营镜头公司新钜科技, 上市交易所、时点、募资规模等仍在探讨阶段, 预期公司仍将绝对控股新上市公司, 目前进展顺利, 有机会在 2021 年 4 季度前完成。分拆上市募集的资金将主要用于加速手机高端模组、车载模组、IoT 模组和 3D 模组等产品研发及产能建设。手机消费升级及光学升级为趋势, 公司近年获取高端项目正不断增加, 加大对高端模组的投入将有助产品结构进一步改善。车载、IoT 等领域目前还处于相对前期阶段, 未来发展空间巨大, 提前布局将有助公司把握未来发展机遇。因此, 我们认为分拆上市将有助公司持续提升市场竞争力, 利好长远发展。

维持目标价 17.20 港元, 重申“买入”评级

我们维持对公司的盈利预测, 20 年至 22 年的每股盈利预测分别为 0.67/0.78/0.93 元人民币, 维持目标价 17.20 港元, 相当于 20 倍 21E PE, 较现价有 37.8% 的潜在升幅, 重申“买入”评级。

风险提示: (一) 产品结构改善不及预期; (二) 竞争激烈导致毛利率不及预期; (三) 华为事件负面影响扩大; (四) 人民币汇率波动; (五) 疫情影响扩大

图表 61: 丘钛科技 (1478 HK) 主要财务数据 (百万元人民币) (更新至 20 年 12 月 29 日)

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	8,135	13,170	19,001	22,470	27,410
增长率	2.5%	61.9%	44.3%	18.3%	22.0%
净利润	14	542	776	911	1,088
增长率	-96.7%	3666.7%	43.0%	17.4%	19.4%
每股基本盈利 (人民币)	0.01	0.48	0.67	0.78	0.93
市盈率	299.9	24.3	16.7	14.3	12.0
每股股息 (人民币)	0.00	0.09	0.13	0.15	0.18
每股净资产 (人民币)	1.86	2.48	3.02	3.66	4.43
市净率	2.1	4.7	3.7	3.0	2.5
股息率	0.0%	1.3%	1.2%	1.4%	1.7%

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 62: 丘钛科技 (1478 HK) 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万人民币)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
收入	8,135	13,170	19,001	22,470	27,410	除税前溢利	1	607	870	1,022	1,221
销售成本	7,782	11,990	17,392	20,532	25,041	折旧及摊销	236	291	417	445	469
毛利	353	1,180	1,609	1,938	2,369	运营资金变动	-444	1,415	293	-206	-281
销售、分销及行政开支	100	143	201	260	311	已付所得税款项	-13	-33	-101	-111	-133
研发开支	266	396	629	763	958	其他	47	120	44	34	20
其他	58	19	150	180	194	经营活动所得现金净额	-173	2,400	1,523	1,185	1,296
息税折旧前利润	281	951	1,346	1,540	1,763	购买物业、厂房及设备付款	-493	-1,156	-558	-600	-600
折旧	234	291	416	445	469	其他	880	-115	49	56	70
摊销	1	1	1	1	1	投资活动所耗现金净额	387	-1,271	-508	-544	-530
息税前利润	45	660	930	1,095	1,294	已付利息	-44	-53	-59	-73	-73
融资成本	44	53	59	73	73	已付股息	-92	0	-107	-155	-182
税前利润	1	607	870	1,022	1,221	其他	-448	-764	114	0	0
所得税开支	-13	65	95	111	133	融资活动所耗现金净额	-584	-817	-52	-228	-255
净利润	14	542	776	911	1,088	年初现金及现金等价物	465	100	412	1,356	1,750
每股基本盈利 (人民币)	0.01	0.48	0.67	0.78	0.93	现金及现金等价物增加净额	-370	311	962	412	510
每股股息 (人民币)	0.00	0.09	0.13	0.15	0.18	年末现金及现金等价物	100	412	1,356	1,750	2,242
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
总资产	6,440	10,635	14,898	17,245	20,434	<u>增长率</u>					
流动资产	4,229	7,363	11,468	13,659	16,716	收入	2.5%	61.9%	44.3%	18.3%	22.0%
存货	704	1,913	2,775	3,277	3,996	毛利	-60.0%	234.1%	36.4%	20.4%	22.2%
贸易及其他应收款项	3,031	4,919	7,098	8,393	10,239	息税折旧前利润	-57.5%	238.2%	41.6%	14.4%	14.4%
现金及现金等价物	100	412	1,356	1,750	2,242	息税前利润	-91.4%	1350.7%	40.9%	17.8%	18.1%
其他流动资产	394	119	239	239	239	净利润	-96.7%	3666.7%	43.0%	17.4%	19.4%
非流动资产	2,211	3,272	3,430	3,586	3,718	每股基本盈利	-96.7%	3561.0%	39.9%	16.7%	19.4%
物业、厂房及设备	1,889	2,704	2,888	3,043	3,175	<u>盈利能力</u>					
其他非流动资产	322	568	542	543	544	毛利率	4.3%	9.0%	8.5%	8.6%	8.6%
总负债	4,336	7,768	11,362	12,954	15,237	息税折旧前利润率	3.5%	7.2%	7.1%	6.9%	6.4%
流动负债	4,270	7,543	10,957	12,514	14,749	息税前利润率	0.6%	5.0%	4.9%	4.9%	4.7%
银行借贷	1,178	1,270	1,942	1,942	1,942	净利润率	0.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%
贸易及其他应付款项	3,061	5,935	8,561	10,050	12,189	资产回报率 (ROA)	0.2%	6.4%	6.1%	5.7%	5.8%
其他流动负债	30	339	454	522	618	股本回报率 (ROE)	0.7%	21.8%	24.2%	23.3%	22.9%
非流动负债	66	225	405	439	488	<u>债务偿还能力</u>					
长期银行借款	0	59	191	191	191	资本负债比率	56.0%	48.2%	61.7%	50.8%	42.0%
递延收入	66	130	187	221	270	权益乘数	3.1	3.7	4.2	4.0	3.9
其他非流动负债	0	36	27	27	27	利息覆盖率	6.4	18.0	22.7	21.1	24.2
权益总额	2,103	2,867	3,536	4,291	5,197	流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
本公司股东应占权益	2,103	2,867	3,536	4,291	5,197	速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
非控股权益	0	0	0	0	0	<u>其他</u>					
负债及权益总额	6,440	10,635	14,898	17,245	20,434	资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.4	1.5
净现金/(负债)	-790	-825	-538	-144	348	派息比率	0.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

重点关注

舜宇光学科技 (2382 HK; 增持; 目标价: 185.00 港元)

20 年表现大概率达预期

1H20 影响手机相关业务的主要因素包括疫情导致复工延迟而影响产能利用率、疫情影响下全球手机销量下降、疫情对消费的影响导致手机拍摄升级放缓。2H20 疫情影响减小, 预期手机镜头及手机摄像头模组毛利率均有望与 1H20 持平。2020 年首 11 个月手机镜头出货量同比增长 15.1%, 高于全年增速指引 (10%), 首 11 个月手机摄像头模组出货量同比增长 13.9%, 高于全年增速指引 (10%)。1H20 车载镜头出货量及毛利率受到疫情影响。但车载镜头出货量已自 2020 年 5 月起环比及同比增长均向好, 2020 年首 11 个月出货量同比增长 9.8%, 高于全年增速指引 (5%), 反映车载镜头业务受疫情影响减小, 2H20 毛利率有望恢复至正常水平。

手机光学升级持续, 21 年发展向好

预期 2021 年随着疫情好转及 5G 换机潮, 手机市场出货量将转为增长, 手机光学规格升级会持续, 公司将可受惠。公司持续加大研发投入, 有望持续增强产品竞争力, 此外公司正积极拓展非安卓客户, 2021 年或有机会进入 A 客户产业链, 均将助力市占率的进一步提升。

车载镜头销量有复苏趋势, 中长期增长空间巨大

尽管海外疫情仍未受控, 但车载镜头出货量已呈复苏趋势。中长期来看, 随着高级驾驶辅助系统 (“ADAS”) 渗透率提升和自动驾驶的发展, 单车所需搭载摄像头数量将不断增加, 市场空间广阔, 公司作为全球市占率第一的行业龙头出货量增速有望持续高于行业平均水平。公司亦积极开拓其他车载领域业务并已取得突破, 包括汽车 AR 抬头显示相关产品已取得与主要客户的合作机会, 舱内监控车载模组已获得客户认可并初步确定开展部分项目合作等。

维持目标价 185.00 港元, 下调至 “增持” 评级

我们维持对公司的盈利预测, 20 年至 22 年每股盈利预测分别为 3.83/4.77/5.51 元人民币, 预期随着疫情影响减小, 行业发展将向好, 估值将逐步回升, 维持目标价 185.00 港元, 相当于 33 倍 21E PE, 仍低于近 5 年平均, 较现价有 13.8% 的潜在升幅, 下调至 “增持” 评级。

风险提示: (一) 三摄、潜望式、3D 感测等渗透率不及预期; (二) 模组竞争激烈导致毛利率不及预期; (三) 全球疫情影响扩大; (四) 人民币汇率波动

图表 63: 舜宇光学科技 (2382 HK) 主要财务数据 (百万元人民币) (更新至 20 年 12 月 29 日)

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	25,932	37,849	44,324	55,574	60,861
增长率	15.9%	46.0%	17.1%	25.4%	9.5%
净利润	2,491	3,991	4,203	5,234	6,038
增长率	-14.2%	60.2%	5.3%	24.5%	15.4%
每股基本盈利 (人民币)	2.28	3.65	3.83	4.77	5.51
市盈率	26.8	33.1	36.0	28.9	25.1
每股股息 (人民币)	0.57	0.73	0.96	1.19	1.38
派息比率	25.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
每股净资产 (人民币)	8.42	11.42	14.52	18.33	22.64
市净率	7.3	10.5	9.5	7.5	6.1

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 64：舜宇光学科技（2382 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
收入	25,932	37,849	44,324	55,574	60,861	除税前溢利	2,851	4,550	4,820	5,949	6,851
销售成本	21,019	30,098	35,987	45,094	49,066	折旧及摊销	819	1,278	1,831	2,162	2,404
毛利	4,913	7,751	8,337	10,480	11,795	运营资金变动	-203	-1,426	-382	-995	-625
销售、分销及行政开支	644	929	1,103	1,383	1,515	已付所得税款项	-262	-186	-563	-661	-759
研发开支	1,362	2,209	2,509	3,146	3,446	其他	363	446	-128	-21	-51
其他开支	-966	-1,466	-2,161	-2,396	-2,655	经营活动所得现金净额	3,568	4,662	5,578	6,434	7,820
息税折旧前利润	3,873	6,079	6,886	8,346	9,490	购买物业、机器及设备	-2,134	-2,770	-3,000	-3,000	-3,000
折旧	776	1,222	1,775	2,106	2,348	其他	-3,365	-786	380	271	301
无形资产摊销	44	56	56	56	56	投资活动所耗现金净额	-5,499	-3,556	-2,620	-2,729	-2,699
息税前利润	3,053	4,801	5,055	6,184	7,086	已付利息	-125	-240	-235	-235	-235
融资成本	202	250	235	235	235	已付股息	-725	-623	-799	-1,051	-1,308
税前利润	2,851	4,550	4,820	5,949	6,851	其他	3,806	-579	0	0	0
所得税开支	339	531	563	661	759	融资活动所耗现金净额	2,957	-1,441	-1,034	-1,286	-1,543
非控股股东利润	22	28	54	54	54	年初的现金及现金等价物	1,227	2,254	1,917	3,843	6,261
净利润	2,491	3,991	4,203	5,234	6,038	现金及现金等价物增加净额	1,025	-336	1,925	2,419	3,577
每股基本盈利（人民币）	2.28	3.65	3.83	4.77	5.51	年末现金及现金等价物	2,254	1,917	3,843	6,261	9,838
每股股息（人民币）	0.57	0.73	0.96	1.19	1.38						
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
总资产	22,852	30,693	36,439	44,115	50,312	增长率					
流动资产	16,768	22,446	27,026	33,864	39,465	收入	15.9%	46.0%	17.1%	25.4%	9.5%
存货	3,074	5,146	6,153	7,710	8,389	毛利	2.3%	57.8%	7.6%	25.7%	12.6%
贸易及其他应收及预付款项	6,231	9,630	11,277	14,139	15,485	息税折旧前利润	-0.7%	57.0%	13.3%	21.2%	13.7%
银行结余及现金	2,254	1,917	3,843	6,261	9,838	息税前利润	-9.3%	57.2%	5.3%	22.3%	14.6%
其他流动资产	5,209	5,753	5,753	5,753	5,753	净利润	-14.2%	60.2%	5.3%	24.5%	15.4%
非流动资产	6,084	8,247	9,413	10,251	10,848	每股基本盈利	-14.6%	60.1%	5.0%	24.5%	15.4%
物业、机器及设备	4,523	6,567	7,792	8,686	9,339	盈利能力					
其他非流动资产	1,561	1,680	1,621	1,565	1,509	毛利率	18.9%	20.5%	18.8%	18.9%	19.4%
总负债	13,564	17,967	20,254	23,693	25,107	息税折旧前利润率	14.9%	16.1%	15.5%	15.0%	15.6%
流动负债	8,677	12,630	14,854	18,182	19,544	息税前利润率	11.8%	12.7%	11.4%	11.1%	11.6%
贸易及其他应付款项	7,064	11,322	13,438	16,715	18,053	净利润率	9.6%	10.5%	9.5%	9.4%	9.9%
银行借贷	1,482	1,119	1,119	1,119	1,119	资产回报率（ROA）	12.9%	14.9%	12.5%	13.0%	12.8%
其他流动负债	131	190	297	348	372	股本回报率（ROE）	29.6%	36.3%	29.1%	28.6%	26.5%
非流动负债	4,887	5,336	5,400	5,511	5,563	债务偿还能力					
长期应付款项	330	299	350	439	481	负债股权比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
应付债券	4,080	4,156	4,156	4,156	4,156	权益乘数	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0
其他非流动负债	476	881	894	916	926	利息覆盖率	19.2	24.3	29.3	35.5	40.4
权益总额	9,288	12,726	16,185	20,422	25,205	流动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0
本公司股东应占权益	9,234	12,553	15,958	20,141	24,870	速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.6
非控股股东权益	54	173	227	281	335	其他					
负债及权益总额	22,852	30,693	36,439	44,115	50,312	资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.3
净现金/（负债）	772	799	2,724	5,143	8,720	派息比率	25.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

小米集团-W (1810 HK; 增持; 目标价: 34.60 港元)

智能手机出货量逆势大增，高端市场取得显著突破

智能手机收入同比大增 47.5%，出货量逆势增加 45.3%，排名升至全球第三，市占率升至 13.5%，于全球主要市场保持强势增长；受疫情影响较严重的印度市场亦有回升；更于中国市场量价齐升，为前五大厂商中出货量唯一取得正增长的企业，市占率大幅增至 12.7%，反映公司竞争力不断增强。预期中国智能手机市场有望在 5G 升级及疫情对经济影响减小的带动下复苏，美国对华为的限制将继续为公司带来扩大市场份额机遇。受中高端产品占比提升推动，3Q20 智能手机 ASP 同比提升 1.6%，部分高端机型广受欢迎，双品牌策略已见成效，预期中高端手机占比可继续增加，有助提高智能手机盈利能力及间接提升互联网服务人均收入。

IoT 与生活消费产品增速回升，境外市场空间被逐步打开

尽管海外疫情仍在持续，但 IoT 与生活消费产品收入增速已大幅回升至 16.1%，多个主要品类有良好表现，且境外市场增长强劲，部分产品在境外的收入规模已超中国大陆。公司于消费级 IoT 市场仍保持领先地位，IoT 相关经营数据持续向好。公司持续拓展 IoT 产品组合，将支持米粉数量增长，增强用户粘性，进一步巩固于消费级 IoT 市场的领先地位，为未来增加变现途径奠定基础。境外市场取得的良好成绩反映公司 IoT 与生活消费产品正逐步被境外市场认可，巨大的境外 IoT 市场空间正逐步被打开。

互联网服务用户规模持续扩大，短期增速放缓不必太过忧虑

互联网服务收入增速放缓至 8.7%，主要由于游戏业务收入受复工复产后用户使用时长缩短影响而同比略微下降及当前战略上更注重用户增长而非变现。20 年 9 月 MIUI 月活跃用户数同比增长 26.3% 至 3.68 亿，智能电视及小米盒子月活跃用户数同比增长 49.9%，境外尤其是欧洲等发达地区用户规模增长较快，预期可带动境外互联网人均收入增长。当前互联网用户主要来自智能手机及互联网电视销售，粘性较强，仍处于用户积累阶段，因此在用户规模仍快速增长的情况下，短期增速放缓不必太过担忧。

上调目标价至 34.6 港元，下调至“增持”评级

我们维持对公司的盈利预测，20 年至 22 年的每股基本盈利分别为 0.55/0.70/0.83 元人民币，预期智能手机、互联网及 IoT 将分别为短、中、长期提供增长动力，智能手机出货量高速增长还将助力互联网服务变现及 IoT 生态圈不断扩大，未来发展空间巨大，鉴于公司正逢市占率提升机遇，并于近期集资约 39.9 亿美元助力发展，前景可期，上调估值至 43 倍 21E PE，上调目标价至 34.6 港元，潜在升幅 5.5%，下调至“增持”评级。

风险提示：（一）全球疫情影响扩大；（二）市场竞争加剧

图表 65：小米集团 (1810 HK) 主要财务数据 (百万元人民币) (更新至 20 年 12 月 29 日)

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	174,915	205,839	245,444	317,896	392,874
增长率	52.6%	17.7%	19.2%	29.5%	23.6%
净利润	8,555	11,532	12,645	15,854	18,894
增长率	-130.9%	-25.9%	36.6%	26.4%	17.5%
每股基本盈利 (人民币)	0.84	0.42	0.56	0.70	0.83
市盈率	13.6	22.8	51.6	40.8	34.7
市净率	3.8	2.1	6.0	5.2	4.4

来源：公司资料、彭博预测、中泰国际研究部

图表 66: 小米集团 (1810 HK) 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万人民币)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E
收入	174,915	205,839	245,444	317,896	392,874	除所得税前利润/(亏损)	13,927	12,163	15,485	19,559
销售成本	-152,723	-177,285	-213,042	-277,031	-342,448	物业及设备折旧	220	324	450	597
毛利	22,192	28,554	32,402	40,865	50,426	无形资产摊销	529	486	509	541
销售及推广开支	-7,993	-10,378	-11,290	-14,623	-18,072	其他	-1,157	2,856	-425	-1,088
行政开支	-12,099	-3,104	-2,700	-3,179	-3,929	运营资金变动	-13,396	9,553	1,329	2,076
研发开支	-5,777	-7,493	-10,000	-11,444	-14,143	已付所得税	-1,537	-2,142	-1,703	-2,151
其他	4,874	4,181	5,880	6,084	6,384	经营活动所得现金净额	-1,415	23,239	15,645	19,533
经营利润	1,196	11,760	14,292	17,703	20,666	资本开支	-3,785	-3,405	-3,322	-3,349
财务(费用)/收入净额	216	402	1,193	1,856	2,308	其他	-3,723	-28,165	1,913	2,577
可转换可赎回优先股公允价值变动	12,514	0	0	0	0	投资活动所用现金净额	-7,508	-31,570	-1,408	-772
除所得税前利润/(亏损)	13,927	12,163	15,485	19,559	22,974	普通股发行	23,249	0	0	0
所得税费用	-449	-2,060	-1,703	-2,151	-2,527	其他	3,326	3,121	26,419	-373
年内利润/(亏损)	13,478	10,103	13,782	17,407	20,447	融资活动所得现金净额	26,574	3,121	26,419	-373
净利润	13,554	10,044	13,723	17,348	20,388	年初现金及现金等价物	11,563	30,230	25,349	66,005
经调整净利润	8,555	11,532	12,645	15,854	18,894	现金及现金等价物增加净额	17,652	-5,209	40,656	18,388
EBITDA	-2,084	9,655	9,766	14,028	17,176	汇率变动对现金及现金等价物的影响	1,015	328	0	0
经调整EBITDA	10,297	11,857	12,013	16,275	19,423	年末现金及现金等价物	30,230	25,349	66,005	84,393
每股基本盈利(人民币)	0.84	0.42	0.56	0.70	0.83					
每股摊薄盈利(人民币)	0.04	0.41	0.54	0.68	0.80					
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E
资产总额	145,228	183,629	241,264	288,543	339,481	<u>增长率</u>				
流动资产	106,013	137,539	191,798	235,854	283,702	收入	52.6%	17.7%	19.2%	29.5%
存货	29,481	32,585	39,158	50,919	62,943	毛利	46.4%	28.7%	13.5%	26.1%
贸易应收款项	5,598	6,949	8,286	10,731	13,262	净利润	-130.9%	-25.9%	36.6%	26.4%
应收贷款	10,294	12,724	15,172	19,650	24,285	经调整净利润	59.5%	34.8%	9.6%	25.4%
预付款项及其他应收款项	20,915	19,837	23,654	30,636	37,862	EBITDA	盈转亏	亏转盈	1.2%	43.6%
现金及现金等价物	30,230	25,920	66,005	84,393	105,826	经调整EBITDA	41.6%	15.2%	1.3%	35.5%
其他流动资产	9,495	39,525	39,525	39,525	39,525	每股基本盈利	-49.9%	31.8%	26.4%	17.1%
非流动资产	39,215	46,090	49,466	52,689	55,779	<u>盈利能力</u>				
土地使用权	3,403	0	0	0	0	毛利率	12.7%	13.9%	13.2%	12.9%
物业及设备	5,068	6,992	9,675	12,211	14,599	净利润率	7.7%	4.9%	5.6%	5.5%
无形资产	2,061	1,672	1,352	1,028	715	经调整净利润率	4.9%	5.6%	5.2%	5.0%
按权益法入账之投资	8,639	9,301	10,313	11,326	12,339	经调整EBITDA利润率	5.9%	5.8%	4.9%	5.1%
按公允价值计入损益之长期投资	18,636	20,679	20,679	20,679	20,679	资产回报率(ROA)	11.5%	6.1%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	1,408	7,446	7,446	7,446	7,446	股本回报率(ROE)	-48.4%	13.1%	13.7%	13.6%
负债总额	73,978	101,972	123,144	150,888	179,251	<u>债务偿还能力</u>				
流动负债	61,940	92,181	107,684	135,428	163,792	负债股权比率	0.2	0.2	0.1	0.1
贸易应付款项	46,287	59,528	71,535	93,020	114,986	权益乘数	2.0	2.2	2.0	2.1
借款	3,075	12,837	12,837	12,837	12,837	利息覆盖率	-5.4	18.3	26.2	37.6
其他流动负债	12,578	19,816	23,313	29,571	35,969	流动比率	1.7	1.5	1.8	1.7
非流动负债	12,038	9,791	15,459	15,459	15,459	速动比率	1.2	1.1	1.4	1.4
借款	7,856	4,787	4,787	4,787	4,787	其他				
其他非流动负债	4,182	5,004	10,673	10,673	10,673	资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.2
权益总额	71,250	81,658	118,120	137,655	160,230					
本公司拥有人应占权益	71,323	81,331	117,734	137,210	159,726					
非控股权益	-73	327	386	445	504					
净现金/(负债)	23,376	32,531	72,616	91,003	112,437					

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

平安好医生（1833 HK；买入；目标价：121.00 港元）

中国互联网医疗行业高速发展为大势所趋

互联网医疗为解决中国优质医疗资源供需关系极不平衡、三级医院负荷较重、地域分配不均、患者看病难、等待时间长等问题的重要途径，需求强烈。此前互联网医疗发展受到政策反复的限制，但当前互联网医疗发展已较早前更为完善，尤其是头部企业于新冠疫情期间经住了考验，疫情加快了线上医疗监管放宽的进程，公司受惠。

政策转为明确支持，发展有望突破瓶颈

预期利好政策将加速落地，包括（1）互联网医疗范围有望从常见病、慢性病复诊和家庭医生签约服务扩大至首诊，市场空间扩大；（2）将出台药品网络销售监督管理办法，网售处方药监管不确定性即将消除，预期网售药品将在处方外流及需求向线上转移的推动下保持高速增长；（3）年底前各地将陆续出台政策逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围，互联网医疗使用意愿将增强；（4）将探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算，真正发挥互联网医疗无地域限制优势。公司自建/与线下医院合建互联网医院及与地区政府合建互联网医院服务平台，均是推动互联网医疗医保支付实践及打通全国互联网医疗医保支付的有效探索，有望利用其平台经验及技术，为打破互联网医疗医保支付地域瓶颈做贡献并巩固龙头地位。

同业顶级流量平台，竞争优势显著

公司平台为中国覆盖率第一的互联网医疗应用，主要运营数据持续向好，变现能力加速改善，与同业比主要区别包括（1）拥有全职自有医疗团队，相较于同业大多采用兼职外部医生资源，可提供 7x24 小时实时在线咨询，可保障服务专业性及可保持较低医疗风险；（2）拥有人工智能助理辅助自有医疗团队，提升了在线医疗服务效率及降低了成本，并将随着公司在线咨询数据库的扩充持续进步；及（3）于全国 107 个城市提供 1 小时送药服务，因此可真正满足居民快速获取优质医疗资源及良好就医体验的需求，用户体验可持续提升，有助提高用户留存率及巩固龙头竞争优势。

股东支持优势明显，战略升级符合发展

新任管理层于金融及医疗科技拥有丰富经验，并于公司控股股东中国平安（2318 HK/601318 CN）旗下多间公司担任重要职位，有望放大股东背景优势，获取中国平安在医保、商保、医院、政府项目实施及落地的经验及相关技术、用户等资源支持。公司于今年中启动全面战略升级，涉及渠道、服务及能力，符合发展需求，效果可期。

维持目标价 121.00 港元，重申“买入”评级

我们维持对公司的盈利预测，20 年至 22 年分别亏损 10.4/15.3/11.3 亿元人民币，维持目标价 121.00 港元，较现价有 34.8% 的潜在升幅，重申“买入”评级。

风险提示：（一）竞争加剧；（二）政策风险；（三）依赖大股东；（四）经营风险

图表 67：平安好医生（1833 HK）主要财务数据（百万元人民币）（更新至 20 年 12 月 29 日）

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	3,338	5,065	6,303	8,169	10,947
增长率	78.7%	51.8%	24.4%	29.6%	34.0%
毛利	912	1,171	1,896	2,646	3,940
增长率	49.0%	28.5%	61.8%	39.6%	48.9%
毛利率	27.3%	23.1%	30.1%	32.4%	36.0%
净利润	-912	-734	-1,037	-1,555	-1,126
每股基本盈利（人民币元）	-0.97	-0.73	-1.03	-1.54	-1.12
市销率	6.9	10.0	16.3	12.6	9.4

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 68：平安好医生（1833 HK）财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）

资产负债表（人民币百万元）	18年	19年	20预测	21预测	22预测
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	216	262	331
其他无形资产	86	106	82	63	48
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
其他	3,054	1,126	979	847	724
非流动资产总额	4,280	3,901	3,760	3,655	3,586
存货	39	75	81	91	101
应收款项	431	649	962	1,428	2,190
合同资产	61	141	222	347	550
预付款项及其他应收款项	372	223	277	359	482
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
现金及现金等价物	6,671	4,965	11,101	10,144	9,697
流动资产总额	8,094	8,478	15,067	14,793	15,444
股本	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
库存股份	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
储备	13,332	13,519	20,268	20,360	20,452
累计亏损	-3,133	-3,870	-4,907	-6,462	-7,588
非控制性权益	68	21	21	22	23
权益总额	10,267	9,669	15,383	13,921	12,887
租赁负债	0	44	44	44	44
其他	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
非流动负债总额	0.05	44.48	44.48	44.48	44.48
应付账款及其他应付款项	1,488	1,777	2,211	2,865	3,839
合同负债	619	837	1,139	1,567	2,208
其他	0	51	51	51	51
流动负债总额	2,106	2,665	3,400	4,483	6,098

现金流量表（人民币百万元）	18年	19年	20预测	21预测	22预测
年/期内亏损	-913	-747	-1,036	-1,554	-1,125
折旧及摊销	45	146	126	118	123
应收账款及其他应收款项、存货增加	-39	-341	-454	-683	-1,097
应付账款及其他应付款项增加	85	681	735	1,083	1,615
其他	-263	-243	-66	-154	-129
经营活动所用现金净值	-1,085	-504	-695	-1,191	-613
就物业、厂房及设备及无形资产付款	-198	-133	-94	-122	-164
其他	-9,359	4,610	268	382	357
投资活动所得现金净值	-9,557	4,477	174	260	194
发行股份的所得款项	7,100	0	6,658	0	0
其他	-84	9	-26	-26	-26
融资活动所得现金净值	7,016	9	6,631	-26	-26
现金及现金等价物增加/（减少）净额	-3,627	3,981	6,110	-957	-446
年初现金及现金等价物	4,595	926	4,965	11,101	10,144
其他	-41	58	25	0	0
年末现金及现金等价物	926	4,965	11,101	10,144	9,697

损益表（人民币百万元）	18年	19年	20预测	21预测	22预测
收入	3,338	5,065	6,303	8,169	10,947
在线医疗	411	858	1,634	2,914	5,110
消费型医疗	905	1,112	1,326	1,538	1,718
健康商城	1,864	2,902	3,149	3,517	3,914
健康管理及健康互动	157	193	194	199	205
销售成本	-2,426	-3,894	-4,407	-5,523	-7,007
毛利	912	1,171	1,896	2,646	3,940
销售、营销及管理费用	-2,233	-2,282	-3,119	-4,468	-5,316
其他收入及收益/亏损	212	151	159	52	52
经营利润/亏损	-1,109	-959	-1,064	-1,770	-1,324
财务费用净额	202	253	158	356	331
应占合营公司亏损	-4	-27	-110	-110	-110
除所得税前利润/亏损	-912	-734	-1,016	-1,524	-1,103
所得税费用	-1	-13	-20	-30	-22
年/期内亏损	-913	-747	-1,036	-1,554	-1,125
净利润	-912	-734	-1,037	-1,555	-1,126
每股收益（基本）	-0.97	-0.73	-1.03	-1.54	-1.12

比率分析	18年	19年	20预测	21预测	22预测
同比增长					
收入	78.7%	51.8%	24.4%	29.6%	34.0%
毛利	49.0%	28.5%	61.8%	39.6%	48.9%
净利润	亏损缩窄	亏损缩窄	亏损扩大	亏损扩大	亏损缩窄
盈利能力					
毛利率	27.3%	23.1%	30.1%	32.4%	36.0%
净利率	-27.3%	-14.5%	-16.5%	-19.0%	-10.3%
资产回报率	-9.9%	-5.9%	-6.6%	-8.3%	-6.0%
净资产收益率	-12.7%	-7.4%	-8.3%	-10.6%	-8.4%
杠杆分析					
净利率	-27.3%	-14.5%	-16.5%	-19.0%	-10.3%
资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.6
杠杆比率	1.2	1.3	1.2	1.3	1.5

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

伟仕佳杰 (856 HK)

与众多上游知名品牌厂商保持紧密合作关系，未来可持续丰富产品组合

公司是亚太地区领先的 IT 产品分销商，与超过 300 家上游知名 IT 品牌厂商建立了长期稳定的合作关系。我们认为未来公司可持续稳定地与现有的上游品牌商维持合作关系，并可继续拓展合作品牌商，持续丰富产品组合，有助降低对单一产品或品类销售的依赖并有机会享受细分品类市场增长。

大数据推动云计算需求升级，企业系统+云计算业务分部为未来增长点

随着 5G 进程加速，网络传输速度进一步改善将加速海量数据增加，将会对云计算的计算能力、存储空间等方面提出更高要求，料可支撑基础云服务继续快速发展，进而带动建设所需数据库、储存等硬件需求增加，支持公司企业系统分部收入增长。预期随着 5G、云计算、AI 及技术融合的发展，加之新冠疫情催化，企业数字化转型会加速，预期部分企业上云计划可能提前，将可支持公司云计算业务分部长长期快速增长。

分销网络覆盖众多东南亚地区，具备分销渠道地区差异化优势

公司覆盖的下游渠道伙伴超过 5 万家，除了中国以外，还在 8 个东南亚国家积极扩张。同属 IT 产品分销领先企业的神州数码 (000034 SZ) 覆盖渠道约 3 万家，除中国外，主要在新加坡及马来西亚发展，相较之下，公司具分销渠道地区差异化优势。

运营管理能力出色，净利润逆势创新高

虽然分销行业具有毛利率、净利率较低的特点，但受惠于出色的运营管理，公司主要财务数据呈向好趋势。鉴于 2H20 受疫情影响会减小及或将与中国领先动力电池制造商宁德时代 (300750 SH) 在锂离子电池领域达成合作，我们对公司发展具信心。

ROE 领先行业，估值具备提升空间，建议关注

我们将公司与同为 IT 产品分销领先企业的 A 股上市公司神州数码相比较，并考虑 A/H 股溢价因素，认为公司相较于神州数码估值差距过大，在云业务快速发展及未来有机会拓展至更多业务领域（如锂电池）的情况下，估值有望提升，建议关注。

风险提示：（一）市场竞争风险；（二）云计算业务发展不及预期；（三）海外拓展不及预期

图表 69：伟仕佳杰 (856 HK) 主要财务数据（百万元人民币）（更新至 2020 年 12 月 29 日）

年结:12 月 31 日	17A	18A	19A	20E	21E
收入	54,543	62,482	66,210	71,138	75,709
增长率	-	14.6%	6.0%	7.4%	6.4%
毛利	2,347	2,810	2,967	3,130	3,458
增长率	-	19.7%	5.6%	5.5%	10.5%
毛利率	4.3%	4.5%	4.5%	4.4%	4.6%
净利润	716	741	810	929	1,015
增长率	-	3.4%	9.3%	14.7%	9.3%
净利润率	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
每股基本盈利（港元）	0.5	0.52	0.57	0.65	0.73
市盈率（倍）	9.57	7.34	7.01	9.74	8.68

来源：公司资料、彭博预测、中泰国际研究部

明源云 (909 HK)**业绩稳健增长, SaaS 收入占比持续提升**

1H20 公司收入同比增长 37.3%至人民币 6.7 亿元, 其中 SaaS 产品收入同比增长 64.9%至 3.3 亿元, ERP 解决方案同比增长 17.9%至 3.4 亿元; 毛利同比增长 40.4%至 5.3 亿元; 毛利率由 77.2%增加 1.7 个百分点至 78.9%; 销售和营销费用同比增长 30.5%至 2.3 亿元, 增加主要由于佣金费用及销售员工费增长所致; 研发费用同比增长 14.1%至 1.5 亿元; 经调整净利润同比大幅增长 141.5%至 1.5 亿元; 经调整净利率同比大幅提升 9.4 个百分点至 21.7%, 业绩亮眼。公司近年来自 SaaS 产品的收入占比持续提升, 1H20 已达 49.7%, 预计未来将会超过 ERP 解决方案。

房地产开发商软件解决方案市场龙头地位稳固

中国房地产开发商软件解决方案市场相对集中。根据弗若斯特沙利文数据, 截至 2019 年底市场参与者超过百名, 2019 年收入前五名参与者占据近 4 成市场份额, 其中公司以 18.5%的市场份额位列第一, 且在两大细分市场本地部署型企业管理软件市场及 SaaS 产品市场的市占率均居第一, 市场份额分别为 16.6%及 23.3%。公司在 2019 年为近 3,000 名房地产开发商提供服务, 并涵盖 99 名百强地产开发商, 占同期总收入的 42%, 其中 90 家百强地产开发商同时使用公司的 ERP 解决方案及至少一种 SaaS 产品, 超 70 家百强地产开发商曾使用公司软件解决方案超五年, 客户覆盖广泛、与优质客户关系稳固。我们认为公司作为房地产垂直细分领域的龙头 SaaS 厂商, 相比于通用型厂商, 可快速判断行业变化趋势从而提供更符合房地产企业客户需求的服务产品, 具备较强的竞争力, 龙头地位稳固。

丰富的 SaaS 产品可满足客户各种需求

公司 SaaS 产品包括云客、云链、云采购及云空间, 可帮助房地产开发商优化其采购、建造、营销及销售、房地产资产管理及其他房地产相关运营的方式。其中, 云客于公司 SaaS 产品中收入占比最大, 达近 7 成, 是面向国内房地产开发商最大的新房销售及营销和案场管理工具, 客户账户留存率高, 2019 年达 96%, 较上年提高 3 个百分点。

高增速的 SaaS 垂直细分行业龙头, 建议关注

根据彭博市场预期, 2021 年的预测市销率为 31.6 倍, 高于行业平均水平, 但预期公司 2021 年收入增速将接近 40%, 远高于港股上市 SaaS 厂商的平均水平。公司作为房地产领域龙头 SaaS 厂商, 龙头竞争优势明显, 建议积极关注。

风险提示: (一) 市场竞争风险; (二) 企业上云率及留存率不及预期; (三) 房地产行业周期变化风险

图表 70: 明源云 (909 HK) 主要财务数据 (百万元人民币) (更新至 2020 年 12 月 29 日)

年结:12 月 31 日	17A	18A	19A	20E	21E
收入	580	913	1,264	1,755	2,433
增长率	-	57.5%	38.5%	38.9%	38.6%
毛利	460	736	995	1,409	1,986
增长率	-	59.8%	35.2%	41.7%	40.9%
毛利率	79.4%	80.6%	78.7%	80.3%	81.6%
净利润	73	157	216	295	463
增长率	-	114.6%	37.7%	36.1%	57.1%
净利润率	12.6%	17.2%	17.1%	16.8%	19.0%
每股盈利 (人民币)	0.05	0.12	0.16	0.17	0.26
市销率	-	-	-	43.84	31.63

来源: 公司资料、彭博预测、中泰国际研究部

风险因素分析

5G 发展不及预期

5G 的发展受需求推动，将为 5G 产业链企业及其他行业带来增长机遇，但同时也面临商业模式、成本、技术等多方面的挑战，包括：（1）如何增加运营商的 5G 网络建设投资收益，以增强运营商推进 5G 动力及保持可持续发展；（2）以较低的成本解决高频段通信增加能耗及削弱覆盖能力的问题；（3）5G 典型应用的推广等。因此，5G 建网及推广速度以及网络服务质量有机会不及市场预期。

疫情风险

我们预期智能手机市场将在 5G 换机带动下复苏，但若 5G 应用发展不及预期有机会导致换机需求不及预期。此外，若海外疫情长时间未能受控或变得更为严重，有机会对生产、销售等活动及经济带来较大的负面影响，进而影响智能手机市场销量及手机产业链企业。

政策风险

市场监管总局于 2020 年 11 月就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，禁止具有市场支配地位的经营者从事 6 类滥用市场支配地位行为。此外，市场监管总局联合商务部于 2020 年 12 月召开规范社区团购秩序行政指导会，阿里、腾讯、京东、美团、拼多多、滴滴 6 家互联网平台企业参加，会议要求互联网平台企业严格遵守“九不得”以严格规范社区团购经营行为。预期监管层对平台经济的监管将趋严。虽然中长期来讲，杜绝价格战将有助提升平台盈利能力，健康的竞争环境将有助平台企业保持创新能力和增强全球市场竞争力，但短期来讲，龙头互联网企业有机会需要调整竞争策略，亦有机会会有更多相关事件影响短期市场情绪。

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准:

买入: 投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持: 投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性: 投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

行业投资评级:

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将领先恒生指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数将跟随恒生指数

谨慎: 行业基本面向淡, 行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司新娱科控股（6933 HK）有投资银行业务关系。
- （2）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，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805