

本期核心观点

| 美股：失真的标普

近期标普 500 指数继续保持在 4000-4200 盘整区域，但由于风格的剧烈分化，已很难反应持股体验。考虑到美联储的平均通胀目标制、就业市场修复至稳定状态的期望，更长时间来完成，暂时并不会影响美联储 QE 规模，这也是我们认为美股上半年仍然具备投资性价比原因之一。目前 Q2 主要成分股的表现，也肯定了我们三月初在美股低点时期对于超配周期，标配科技的判断。

| 港股：来之不易的窗口期

在目前国内低增长、低通胀压力；海外流动性稳定的情形下，我们认为海外通胀问题，对港/A 不会产生系统性风险。风格上，由于疫情期间全球的产能大部分放在中国，实体经济普遍有不俗的表现，这也是支撑指数的论据之一。从资金流向来看，金融、大消费仍然是陆股通配置主旋律，南向资金开始大幅回流中资股。

| Roku：估值顺市场环境，真成长才是基础

Roku 在没有很高用户迁移门槛的智能电视硬件赛道上异军突起，并向平台服务成功转型，目前已积累了足够的先发优势，过去一年股价涨幅达 162%。财务方面，硬件利润率不足挂齿，规模效应提升平台利润率，将决定 Roku 的长期利润。考虑到公司的增速即便在成长型公司中也名列前茅，目前市场给定的溢价不无道理。以 2021 年 18 倍 EV/Sales，ROKU 的每股价值为 331 美元，以 2022 年 15 倍 EV/Sales 来算，每股价值为 403 美元。

标普 500 指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《4Q 美港股展望：中概将成最大赢家》
20201005
- 《2Q20 中概股投资策略展望》20

目录

1、本周核心观点.....	1
2、美股市场分析：失真的标普	3
3、港股市场分析：来之不易的窗口期	5
4、一周 IPO 观察：京东物流开启招股	7
5、一周基本面日程：中概财报高峰，腾讯能否扛起港股大旗？ 京东架构调整后成色？ ..	11
6、Roku：估值顺市场环境，真成长才是基础	13
5、本周热门个股财报分析：百度、爱奇艺、网易、Sea、携程、京东、腾讯音乐、腾讯 ..	26
7、免责声明.....	33

美股市场分析

| 投资要点

一、近期行情回顾：失真的标普

近期标普 500 指数的表现大致符合我们四月底时在《[警惕 5 月波动魔咒，中期前景仍乐观](#)》20210426 中对于美股料进入 4000-4200 区域盘整的判断。复盘来看，这里的调整也许有诸多原因，包括季报结束盈利完成上调、十年国债收益率抬升，过去两周对通胀的热议，对加税的预期，还有技术视角下，5 月本身低迷的历史表现，月初市场广度指标（比如标普 500 指数站上 50 日均线的比例，月初与标普背离）提前走弱等。同时我们也认为，考虑到美联储的平均通胀目标制、就业市场修复至稳定状态的期望，大概也需要至少 1-2 季度，甚至更长的时间来完成，暂时并不会影响美联储的资产购买规模。这也是我们认为美股上半年仍然具备投资性价比原因之一。

我们通常以标普作为基准的分析样本，但美股进入了流动性的下半场后，我们也注意到，标普 500 指数波动的其实已经比较难反应持股体验。这和通胀、利率、监管等因素主导下，市场风格快速、频繁、激烈的切换有关。

二、市场风格：成长与价值共舞

3 月份以来，美股整体进入以周期股为主导的市场风格。我们也曾在年度展望《[成长与价值共舞](#)》20210104 中提出：“2021Q2-Q4 阶段将是美股进入估值和盈利相互平衡的阶段。期间估值盘整维持，盈利提升催化资产价格，市场从赚流动性的钱，逐渐转向赚增长的钱。美股更有可能出现成长股与价值股共舞的局面；相应的，具备较佳业绩弹性、高经营杠杆的传统企业，在此期间仍然存在超额收益的机会（vs 标普）。同时 QE 总量上的拐点未至，

科技仍然具备长期配置价值。对于中概股来讲，通胀升温，美元或迎来阶段性喘息（负面因素），但全球复苏共振下，中国智造，出海型企业或是加分之选。”从整体市场复盘，今年市场的波动较我们预期的更为剧烈，但大的方向上，二季度的预跑行情初步验证了盈利催化资产价格的逻辑，一、二季度主要成分股的表现，也肯定了我们三月初，美股低点时期在《美债世纪难题，带来哪些投资变化？20210301》中对于超配周期，标配科技的判断。

图 1：标普 500 成分股 Q2 以来表现 (TOP20)

公司	代码	Q1 涨幅	Q2 至今	年初至今	总市值	行业
艾可菲	EFX	-5.9%	30.6%	24.4%	291.37 亿	工业
希捷科技	STX	24.6%	30.4%	60.2%	224.23 亿	信息技术
自由港麦克莫兰	FCX	26.6%	29.7%	62.9%	619.77 亿	材料
联合包裹服务	UPS	1.6%	28.3%	29.3%	1883.66 亿	工业
NOV	NOV	-0.1%	28.2%	27.5%	68.40 亿	能源
POOL	POOL	-7.2%	28.1%	18.0%	175.61 亿	可选消费
DISH NETWORK	DISH	11.9%	27.7%	41.7%	241.63 亿	可选消费
纽柯钢铁	NUE	51.7%	27.5%	93.7%	306.75 亿	材料
加特纳	IT	14.0%	27.2%	44.3%	198.92 亿	信息技术
NORTONLIFELOCK	NLOK	2.9%	23.6%	26.3%	151.82 亿	信息技术
第一资本金融	COF	29.1%	23.3%	60.9%	713.85 亿	金融
德事隆	TXT	16.1%	23.0%	40.7%	153.46 亿	工业
IQVIA	IQV	7.8%	22.7%	30.6%	448.56 亿	医疗保健
探索金融服务	DFS	5.4%	22.6%	29.6%	356.17 亿	金融
礼恩派	LEG	3.9%	22.0%	28.3%	75.10 亿	可选消费
戴文能源	DVN	39.9%	21.5%	71.2%	178.57 亿	能源
希悦尔包装	SEE	0.4%	21.3%	23.8%	85.86 亿	材料
APA	APA	26.3%	21.1%	52.4%	81.49 亿	能源
斯伦贝谢	SLB	25.1%	20.5%	51.0%	458.79 亿	能源
CF 实业	CF	18.1%	20.3%	42.2%	116.57 亿	材料

数据来源：Wind，老虎证券

港股策略点评

投资要点

一、来之不易的窗口期

港股市场近期的表现弱于我们的预期，恒指上周跟随海外科技股一同陷入修正，全周跌2%。5月以来市场开始讨论通胀话题，美国由于延续着货币、财政双宽松的策略，因此通胀问题提前于中国。美联储对外态度是就业和通胀的双目标制，同时优先强调就业，例如需要连续数月增加百万级就业岗位，而不是优先强调通胀水平。但对于国内来讲，由于货币政策已经提前常态化，因此压力主要来自于输入型通胀。在目前国内偏低增长、偏低通胀；海外流动性稳定，美联储上半年大概率不会提前释放紧缩预期的情形下，我们认为海外通胀问题，对港股/A股不会产生系统性风险，反而会更加具备投资性价比。

一如年初展望，继一季度的强劲后，我们仍然看好年内恒指冲击历史最强水平，市场虽然面临通胀上行，国债收益率上行等中期大概率事件，但对权益的影响应该边际减弱，尤其是从中期恒指和美债的历史股债相关性看，美债的上涨，也很难对海外市场构成逆转。

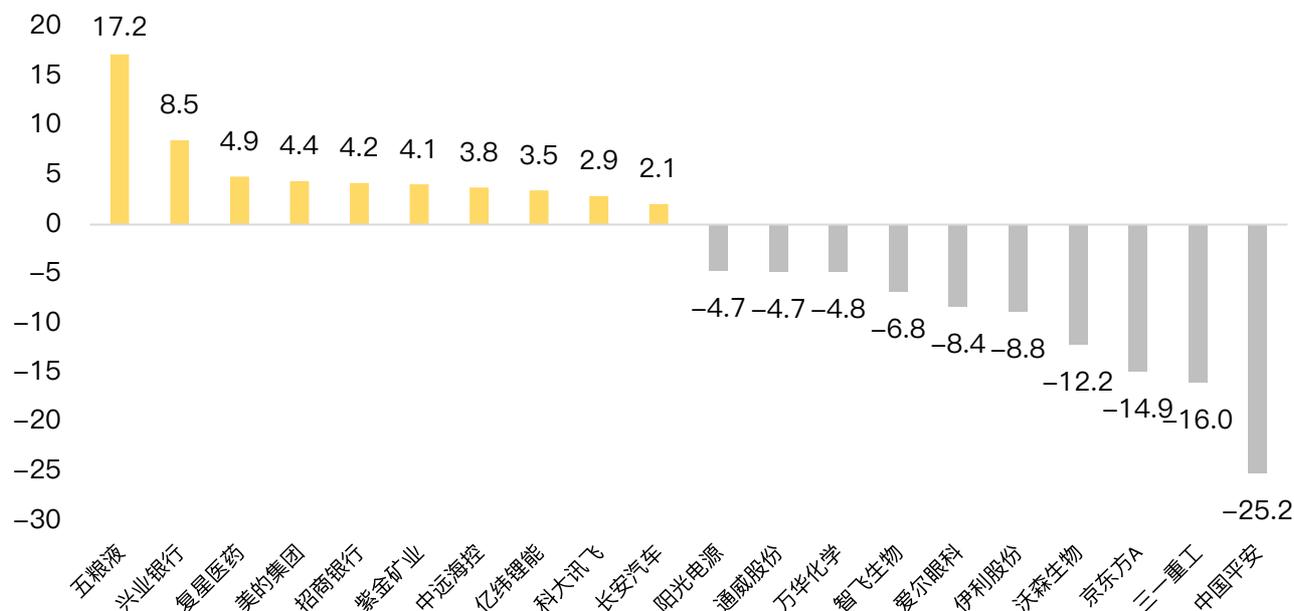
风格上，我们注意到由于疫情期间全球的产能大部分放在中国，实体经济普遍有不俗的表现，从今年恒生成分股的表现上看，传统企业表现的也更为坚挺，这也是支撑主要蓝筹型的指数后期打开空间的论据之一。

二、陆港通观察：金融、大消费仍然是陆股通配置主旋律，南向资金大幅回流中资股

从资金风格上看，近期陆港通资金主要增持消费、金融，基本延续了一季度时期的风格。比如净流入居前的公司依然为**五粮液**、**招商银行**、**兴业银行**、**美的**、**复星医药**。

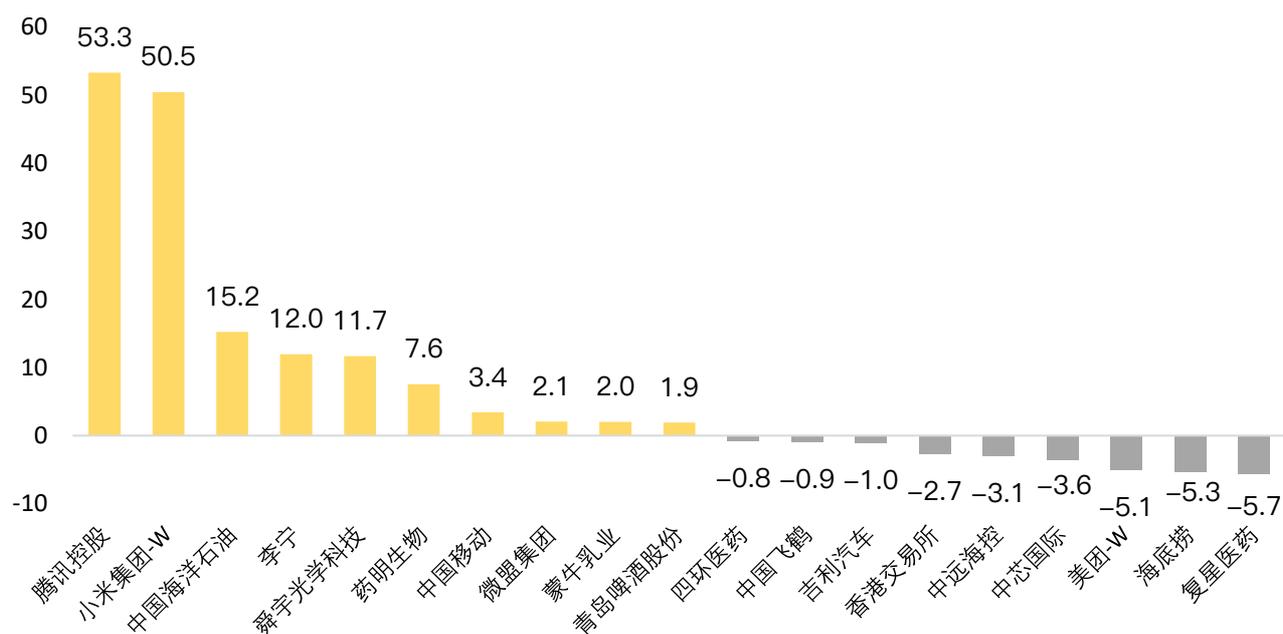
值得一提的是，港股通方面，上周南向净流入明显增多，其中腾讯、小米等头部科技且与分
别获得大额净流入。

图 1：陆股通（沪股通+深股通）一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

图 2：港股通一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

一周 IPO 观察：京东物流开启招股

本周港股 IPO 观察：卫龙、中南高科提交招股书；新希望、时代天使过聆讯

截止 5 月 16 日当周，香港 IPO 市场并没有新股上市，顺丰旗下的[顺丰房托](#)周五暗盘微跌 0.8%，市场静待下一个热点。

[京东物流](#)本周一开启招股，募资约 247 亿港元，价格区间为每股 39.36 港元至每股 43.36 港元，并计划于 5 月 28 日上市，公司于 5 月 13 日更新了招股书，增加了 2021 年 Q1 业绩，营收同比增长 64%，毛利润因为人员增长和规模扩张下降 72%。[新希望服务](#)也通过港交所聆讯。5 月 16 日，牙科医疗器械龙头[时代天使](#)也通过港交所聆讯。

另外，新递表的公司有 11 家，包括[堃博医疗](#)、[贝特集团](#)、[京城佳业物业](#)、[卫龙集团](#)、[中億基业](#)、[中南高科](#)、[金瑞矿业](#)、[汉隆集团](#)、[Global Education](#)、[诺威健康](#)、[微泰医疗器械](#)。

一、国内最大辣条企业卫龙提交招股书

按 2020 年零售额计，[卫龙](#)是中国最大的辣味休闲食品企业，市场份额达到 5.7%，在调味面制品及辣味休闲蔬菜制品细分品类的市场份额均排名第一。卫龙的产品组合涵盖调味面制品，主要包括大面筋、小面筋、大辣棒、小辣棒及亲嘴烧；蔬菜制品，主要包括魔芋爽及风吃海带；豆制品及其他产品，主要包括软豆皮、卤蛋及肉制品。2018-2020 年，卫龙的总收入分别为 27.52 亿元、33.85 亿元、41.2 亿元，年复合增长率为 22.4%；同期毛利分别为 9.55 亿、12.54 亿、15.66 亿，年复合增长率为 28.05%；同期净利润分别为 4.76 亿、6.58 亿、8.19 亿，年复合增长率为 31.14%。

二、新希望服务通过聆讯

新希望服务于 5 月 9 日通过聆讯，即将成为 2021 年第一家上市的物业公司。新希望服务植

根于中国西南地区经济发展的引擎成渝城市群和华东都市圈。公司的收入主要来源于四大板块，分别为物业管理服务、非业主增值服务、商业运营服务及民生服务。2018-2020年的营业收入分别为2.58亿元、3.80亿元、5.88亿元，同期净利润分别为0.41亿元、0.64亿元、1.10亿元。

三、中南高科递交招股书

中南集团旗下企业**中南高科**已于5月12日向港交所递交招股书，有望成为中南集团的第三个上市平台。公司以服务先进制造业为核心的产业园区开发及运营商，提供集产业研究策划、园区开发、产业资源导入及园区综合运营于一体的服务。根据仲量联行报告，于2020年末，中南高科在中国制造业产业园区开发及运营商中已获取的项目覆盖城市数量排名第一、总建筑面积排名全国第二。中南高科的2018-2020年的营业收入为4.61亿元、19.77亿元、46.13亿元，复合年增长率达到216.3%；同期毛利1.57亿元、6.66亿元、12.92亿元，复合年增长率达到186.8%。

四、时代天使通过招股书

中国牙齿隐形矫正领先企业**时代天使**通过港交所聆讯。2019年，中国隐形矫治市场成为世界第二大市场，中国隐形矫治正畸案例数目由2015年的4.78万例增至2019年的30.39万例。时代天使是国内领先的隐形矫治解决方案提供商，市占率为41.3%，排名市场第一。时代天使服务的牙科医生数量由2018年的约1.15万位增加至2019年的约1.58万位，并进一步增加至2020年的1.99万位。财务方面，2018年至2020年，分别实现营业收入4.89亿元、6.46亿元及8.17亿元；分别实现净利润5820万元、6770万元及1.51亿元。

| 本周美股 IPO 观察：年轻人社交 Soul、公路货运平台福佑递交招股书

随着大盘回调，本周美股 IPO 市场情绪依然不佳，ACT 和 HCG 都延迟了上市。Global-E 上市首日涨幅仅 2%，Similarweb (SMWB) 首日勉强收跌-0.59%。而中概股哈啰 (HELO) 和七牛 (QNIU) 也延迟了上市。

一、年轻人社交 Soul 递交招股书

Soul 是基于兴趣图谱建立关系和分发内容的新一代年轻人的社交娱乐 APP。Soul 上线于 2016 年 11 月，主打兴趣社交。至 2021 年 3 月，Soul 的 MAU 为 3320 万，平均 DAU 为 910 万，同比分别增长 109.4%和 94.4%。其中 DAU 中 90 后用户占比达 73.9%。去除每月日活、月活净增用户，2020 年的平均 DAU/MAU 达 38%。用户每天的前台平均使用时长大约为 40 分，月活跃时间超过 15 天的用户占比达到 56.4%。2020 年 12 月活跃超 15 天的用户中，有 78.4%的用户在三个月后仍维持同样的活跃度。2019 年、2020 年，Soul 的平均月付费用户分别为 26.9 万人、92.9 万人，单用户月平均付费额分别为 21.9 元、43.5 元，月平均付费率分别为 2.3%、4.5%。财务方面，2019 年、2020 年，Soul 的营收分别为 7070.7 万元、4.98 亿元。相比 2019 年，Soul 2020 年的营收同比增长了 604.3%。2021 年 Q1 营收为人民币 2.38 亿元，同比增长 260%，营收来源主要是为用户提供虚拟项目及会员订阅等增值服务，目前尚未实现盈利。

二、公路货运平台福佑 (FOYO) 赴美递交招股书

福佑是专注于整车运输的科技物流平台，为上下游提供从询价、发货到交付、结算的全流程履约服务。至 2021 年 3 月 31 日，已经通过福佑的平台累计交付了约 320 万件货物，为 11174 托运人提供服务，有超过 58 万名司机在福佑完成了货运订单。2020 年，福佑前三名托运人德邦物流、京东物流和顺丰速运，分别占 2020 年和截至 2021 年 3 月 31 日的三个月的总收入的 55.8%和 45.3%。财务方面，2020 年营收为 35.66 亿元，同比增长 5.2%；

2021年第一季度的收入为11.83亿元，同比增长76.1%。

三、Squarespace 预期于5月19日上市

Squarespace 是一个领先的多合一平台，供企业和独立创作者建立漂亮的在线形象，发展品牌并通过互联网管理其业务。他们提供网站、域名、电商，用于管理社交媒体存在的工具，营销工具和计划功能。

SPAC 方面，本周有3家公司成功IPO，分别为 ARTA、ORIA、OSI。确认意向方面，Ginkgo Bioworks 正式公布将与前好莱坞资深高管 Harry Sloan 的 SPAC 公司 Soaring Eagle Acquisition Corp. 合并，价值 175 亿美元。

一周基本面日程：中概股财报高峰，腾讯、京东、网易、百度、爱奇艺、贝壳

本周重要经济数据、事件

周一 (5/17)	周二 (5/18)	周三 (5/19)	周四 (5/20)	周五 (5/21)
	20:30 4月营建许可总数	23:35 美国亚特兰大联储主席、2018年FOMC票委博斯蒂克(Raphael Bostic)讲话	2:00 美联储FOMC货币政策会议纪要 20:30 5月费城联储制造业指数	21:45 5月Markit制造业PMI 22:00 4月成屋销售年化总数

资料来源:公开资料整理

中概股财报高峰：腾讯能否扛起港股上攻大旗？京东组织架构调整后成色如何？

本周，美股 Q1 财报季进入收尾阶段，约有 200 家公司公布第一季度业绩，其中包括 18 家标普 500 成分股公司，主要以沃尔玛，塔吉特，家得宝等零售公司为主。

本周重头戏依然是中概股财报，**京东、网易、百度、爱奇艺、贝壳**等中概股巨头将陆续披露一季报；港股方面，**腾讯控股**也将发布新一季度业绩报告。

老虎财报季

周一 (5/17)	周二 (5/18)	周三 (5/19)	周四 (5/20)	周五 (5/21)
美股盘前				
小牛电动(NIU)	百度(BIDU)	京东(JD)	腾讯控股(00700)	迪尔(DE)
知乎(ZH)	爱奇艺(IQ)	唯品会(VIPS)	拉夫劳伦(RL)	富乐客(FL)
51Talk(COE)	网易(NTES)	怪兽充电(EM)	QIWI(QIWI)	威富集团(VFC)
	有道(DAO)	新氧(SY)	科尔士百货(KSS)	
	Sea(SE)	名创优品(MNSO)		
	沃尔玛(WMT)	塔吉特(TGT)		
	虎牙(HUYA)	1药网(YI)		
	斗鱼(DOYU)			
	梅西百货(M)			
	家得宝(HD)			
	宝尊电商(BZUN)			
美股盘后				
腾讯音乐(TME)	Take-Two(TTWO)	贝壳(BEKE)	应用材料(AMAT)	
	携程(TCOM)	中通快递(ZTO)	罗斯百货(ROST)	
		L Brands(LB)		
		思科(CSCO)		
		新思科技(SNPS)		
		万国数据(GDS)		

美联储公布 4 月货币政策会议纪要

本周美国数据和事件较为清淡，可关注新屋开工和营建许可等数据。市场将聚焦美联储 4 月 FOMC 会议纪要，有关鲍威尔“现在还没到讨论退出 QE 时候”的任何立场将备受关注。上一次货币政策会议纪要显示，在美联储追求其经济目标的同时，资产购买的步伐不太可能很快改变。

Roku: 估值顺市场环境, 真成长才是基础

事件

5月6日盘后, 流媒体服务平台 Roku 发布了2021年第一季度的业绩。当季营收 5.75 亿美元, 同比+79%, 远远高于市场一致预期的 4.91 亿美元; 毛利润 3.27 亿美元, 同比+132%, 毛利率上升 1290bps 至 56.9%; 运营利润 7580 万美元, 同比扭亏为盈; 调整后 EBITDA 1.26 亿美元, EBITDA 利润率达到史无前例的 21.9%。

投资要点

- **平台服务营收翻倍, CTV 赛道增长正盛。ROKU 的营收分为硬件收入和平台收入, 后者主要是 CTV 广告等服务性收入。** 21Q1 的硬件收入 1.07 亿美元, 同比+22%, 增速超华尔街一致预期; 而更重要的是平台收入达到 4.67 亿美元, 同比+101%, 收入贡献占比提升至 81%。平台收入保持高增速, 不仅是在 COVID-19 后, 商业效率提升的表现, 也是新兴流媒体赛道对传统有限电视网络服务的替代效应。
- **硬件利润率不足挂齿, 规模效应提升平台利润率, 将决定长期利润。** 21Q1 的整体毛利率 56.9%, 同比+1280bps, 即便比 20Q4 也提升了 990bps。其中硬件的毛利率 13.8%, 同比+190bps, 华尔街普遍预期在 5% 以下, 增长主要来自于少于预期的平台促销; 而平台服务的利润率达到 66.9%, 同比+1070bps。长期来看硬件部分利润率不足挂齿, 而平台服务的利润率的提升也来自于更多 DTC 业务的扩张和内容分发协议的达成。
- **运营利润再次转正, EBITDA 利润率创新高。** 21Q1 运营利润同比转正, 7580 万美元, 去年同期亏损 5520 万美元。而 EBITDA 1.26 亿美元, EBITDA 利润率达到史上最高的 21.9%。

个股研报 ROKU.US

FY2021 Q1 数据 (截止 5/12/21)

收盘价	308.03 美元
总市值	407.81 亿美元
52 周最高	486.72 美元
52 周最低	100.19 美元
总股本 (基础)	129.6 百万股

股价表现

一个月	-20.61%
三个月	-34.28%
一年	162.02%
年至今	-7.23%

Q1 财务表现

营业收入(RMB)	5.75 亿美元
毛利率	56.9%
EBITDA	1.26 亿美元
EBITDA%	21.9%
运营利润率	13.1%
净利率	13.3%
ROE	7.28%

估值比率

EV/EBITDA TTM	209
EV/EBITDA 21E	100
EV/Sales TTM	20.40
EV/Sales 21E	14.80

价格走势



而去年同期 EBITDA 为 -0.16 亿美元。

- **与 YouTube TV 纷争是巨头间“规则”的力量较量，和解只是时间问题。** Roku 因为和谷歌旗下的 YouTube TV 产生合同纠纷，将其应用程序从 Roku 的频道商店中下架。当时 Roku 辩称，谷歌想获得对消费者数据的优先访问权和平台优先展示权，并威胁删除应用程序，而谷歌方面则是指责 Roku 的掠夺性、反竞争性和歧视性条款。而不管是流媒体行业还是智能电视硬件行业，目前都处于较强的竞争环境中，并没有明显的垄断性，所以两家公司的纷争更多的是商业竞争。由于双方都对互相有一定的依赖性，强行切断合作对任何一方均没有好处。谷歌方面则目前通过直接在 YouTube 程序中提供 YouTube TV 的访问权限解决燃眉之急。预计两家公司最终还是能利益回归，达成和解。
- **更多收购提升变现效率。** Roku 在 3 月 1 日宣布已完成对 Nielsen 的高级视频广告(AVA)业务的收购，包括 Nielsen 的视频自动内容识别 (ACR) 和动态广告插入 (DAI) 技术，主要是为了加速推出针对传统的端到端电视解决方案。Roku 进入 2021 年之后显然加速了并购和收购，包括 1 月针对内容提供商 Quibi 的 Library of content，3 月上旬收购动画服务提供商 TOH。
- **21Q2 和 2021 全年业绩预期。** 公司预计 21Q2 的收入约 6.1-6.2 亿美元，对应同比增幅为 71%-74%，毛利润在 2.95-3.05 亿美元之间，对应毛利率在 47%-49%。EBITDA 在 6000-7000 万美元之间，EBITDA 利润率为 10%-11%。同时公司预期 2021 年下半年的 EBITDA 低于上半年，主要是因为后疫情时期的运营和收购后的整理，增加了运营费用。
- **我们认为：**
 - 1) Roku 在尽管没有很高用户迁移成本门槛的智能电视硬件的赛道上异军突起，并向平台服务成功转型，目前已经积累了足够的先发优势，累积了口碑；
 - 2) 硬件销售增速的下降并不反常，真实增量值并没有降低，而硬件市场竞争将长期存在；
 - 3) 中立属性让 Roku 可以在 CTV 赛道的友好地与各大平台进行合作，而不用顾忌其他集团存在的业务交叉；
 - 4) 平台服务业务的高增速还远远未到达可以预见的天花板，由于其可能在全球范围内对多个流媒体平台进行兼容，在不同地区的服务都继续发展的余地；
 - 5) 公司也通过对外收购开始扩充资产质量，并进行行业协同整合。

估值探讨

我们对 Roku 未来 3 的整体业绩较为乐观。预计平台服务的收入会成为绝对支撑，甚至可能会调整平台收入的划分结构。由于 CTV 的广告目前仍处于强势增长期，我们预计 Roku 2021 年全年的收入为 27.89 亿美元，2022 年营收 40.27 亿美元。

其中，硬件部分是给公司提供基础，在估值的时候省略这部分，预计 2021 年和 2022 年的平台收入为 22.9 亿美元和 33.7 亿美元。公司 2019 年至 2021Q1 的平均 EV/Sales 为 14.5 倍。考虑到公司的增速即使在成长型公司中也名列前茅，目前市场给定的溢价不无道理。

以 2021 年 18 倍 EV/Sales，ROKU 的每股价值为 331 美元，以 2022 年 15 倍 EV/Sales 来算，每股价值为 403 美元。

风险提示

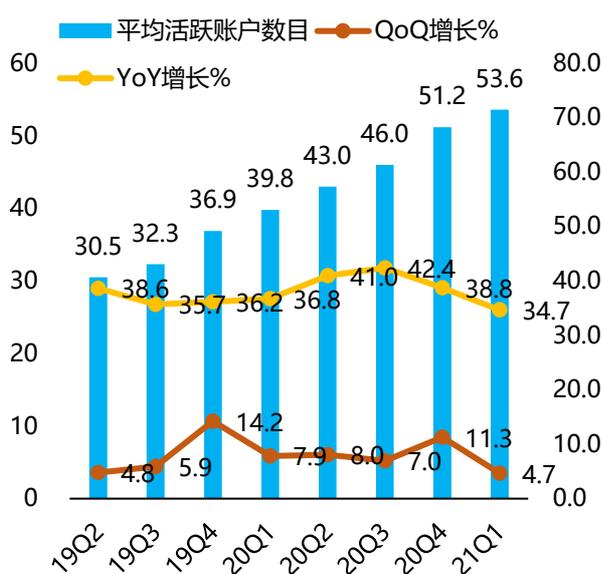
- 硬件销售增长不及预期，用户基数增长受限
- 与目前内容流媒体服务商的合作出现裂缝
- 从传统媒体广告迁移速率不及预期
- 国际化、收购并购等激进的扩张行动不及预期
- 营业利润率长期不稳定，影响公司现金流

一、21Q1 业绩小结

5月6日盘后，流媒体服务平台 Roku 发布了 2021 年第一季度的业绩。当季营收 5.75 亿美元，同比+79%，远远高于市场一致预期的 4.91 亿美元；毛利润 3.27 亿美元，同比+132%，毛利率上升 1290bps 至 56.9%；运营利润 7580 万美元，同比扭亏为盈；调整后 EBITDA 1.26 亿美元，EBITDA 利润率达到史无前例的 21.9%。

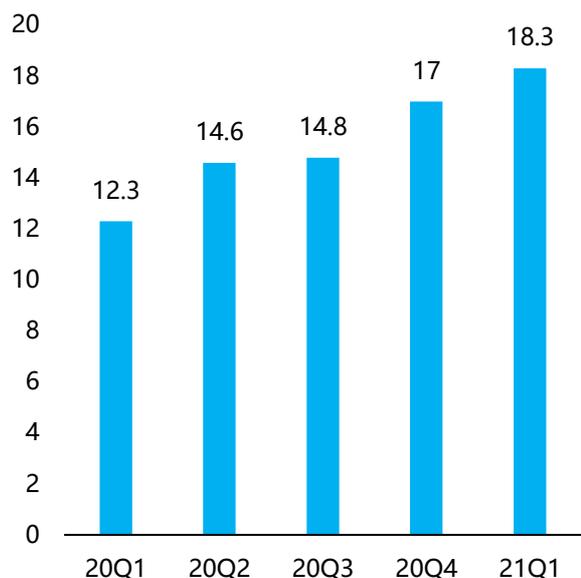
活跃账户增速放缓，增长数量平稳。活跃账户 5360 万，同比+35%，同比增速放慢，环比新增账户 240 万个，增量值保持稳定。平台流媒体使用时间 183 亿小时，同比+49%。ARPU32.14 美元，同比上升 32%。新增账户在 2020 年 COVID-19 期间有向上促进的作用。

Roku 平台活跃账户 (百万)



数据来源：公司财报，老虎证券

Roku 平台流媒体使用时长 (10 亿小时)

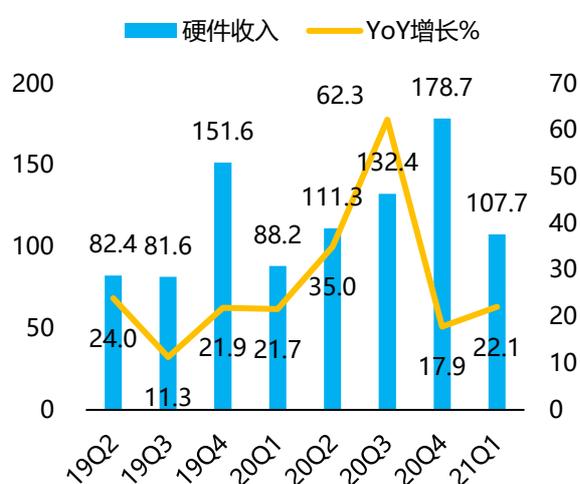


数据来源：公司财报，老虎证券

收入结构不断变化，平台收入翻倍。ROKU 的营收分为硬件收入和平台收入，后者主要是 CTV 广告、内容分发分成等服务性收入。21Q1 的硬件收入 1.07 亿美元，同比+22%，其中播放器的销量同比+14%，虽然平均售价同比-2%；更重要的是平台收入达到 4.67 亿美元，同比+101%，收入贡献占比提升至 81%。虽然，目前整体有线电视网络的体量依然大于流媒体平

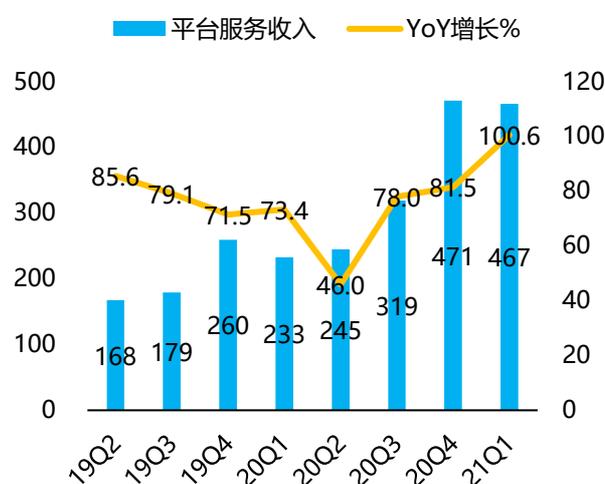
台和服务,但随着2020年COVID-19期间,公司整体用户量、商业效率不断提升不断延伸,新兴的CTV流媒体赛道对传统有线电视网络服务产生越来越强的替代效应。而 Roku 创造了与这些服务提供商 HBO Max, Discovery Plus 等合作的绝佳机会。同时,公司 OneView 平台的功能性非常突出,它可以利用 Roku 独特数据来在许多不同的供应源上的覆盖面、频次上优化广告主广告支出,换句话说就是提高广告效率。

Roku 硬件收入 (百万美元)



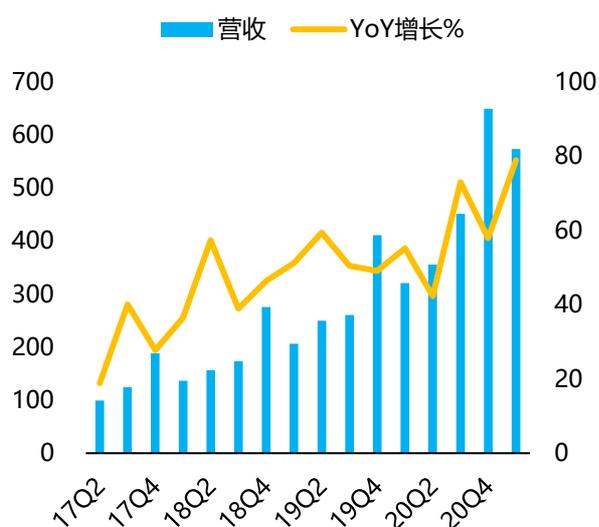
数据来源: 公司财报, 老虎证券

Roku 平台收入 (百万美元)



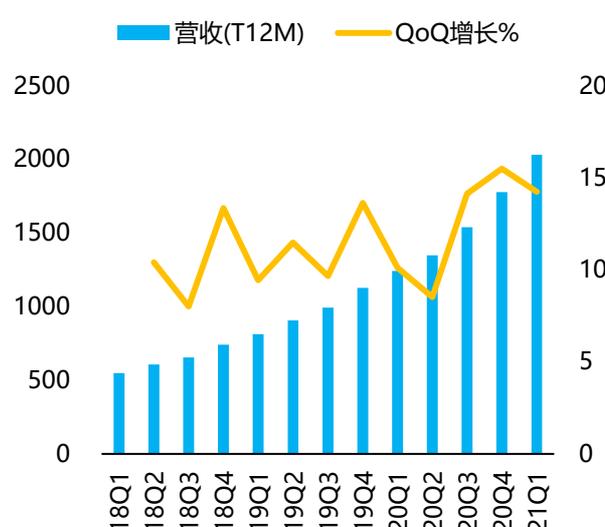
数据来源: 公司财报, 老虎证券

Roku 整体收入 (百万美元)



数据来源: 公司财报, 老虎证券

Roku 平台收入 (T12M) (百万美元)



数据来源: 公司财报, 老虎证券

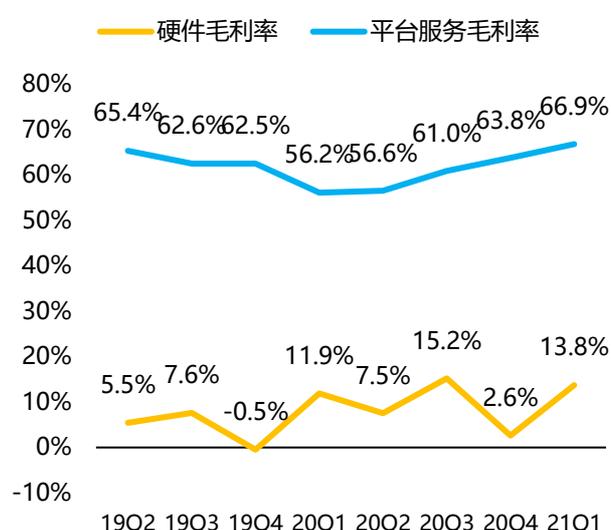
毛利润量级提升，规模效应依靠服务利润率。21Q1 的整体毛利率 56.9%，同比+1280bps，即便比 20Q4 也提升了 990bps。其中硬件的毛利率 13.8%，同比+190bps，华尔街普遍预期在 5%以下，增长主要来自于少于预期的平台促销；而平台服务的利润率达到 66.9%，同比+1070bps。长期来看硬件部分利润率不足挂齿，而平台服务的利润率的提升，除了 ASC 606 的新收入确认标准之外，也来自于更多娱乐行业等高利润 DTC 业务的扩张和内容分发协议。

Roku 整体毛利润变化趋势



数据来源：公司财报，老虎证券整理

Roku 的硬件毛利率和平台毛利率

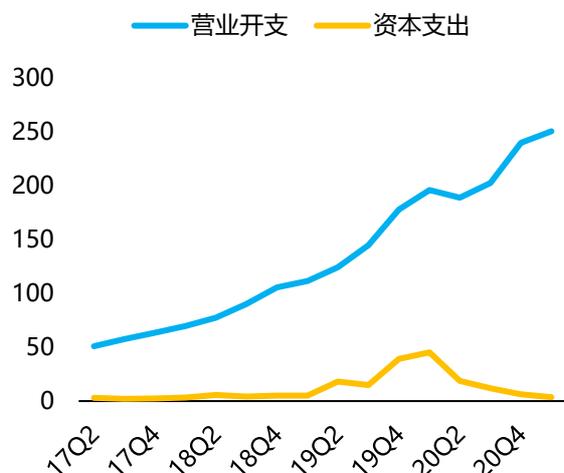


数据来源：公司财报，老虎证券整理

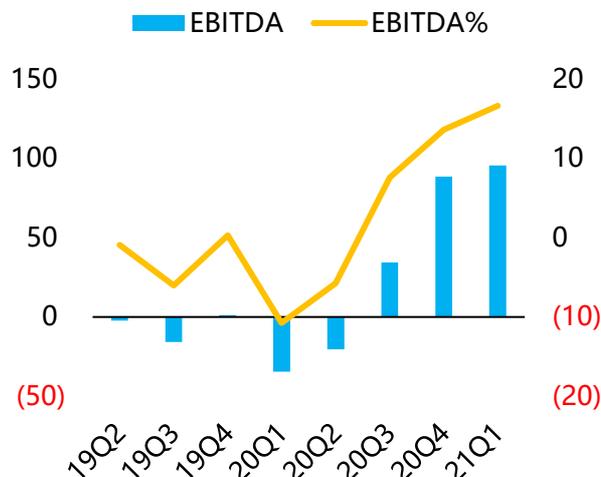
运营利润再度转正，EBITDA 利润率创下新高。21Q1 运营费率 2.51 亿美元，同比+28%，因此录得运营利润 7580 万美元，相比去年同期亏损 5520 万美元再次转正。同时，EBITDA 录得 1.26 亿美元，EBITDA 利润率达到史上最高的 21.9%。而去年同期 EBITDA 为-0.16 亿美元。不过，公司也提到 21Q1 是 2020 年开始因 COVID-19 相关的不确定性而减缓运营支出和资本支出增长的最后一个季度。公司预计未来将进行费用增长。

由于一旦公司能保持稳定增长和正向的 EBITDA 之后，公司的估值基础也会迎来变化，因此投资者较为关注公司这一值的变化。不过 Roku 这两年在运营上和对外投资上的动作也开始加大，其利润变化并不稳定。

Roku 的营业支出和资本支出 (百万美元)

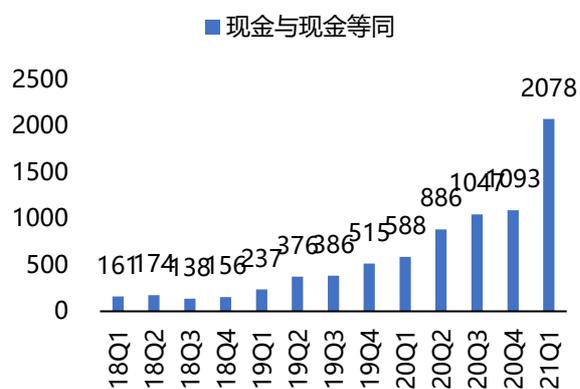


Roku 的调整后 EBITDA (百万美元) 及利润率



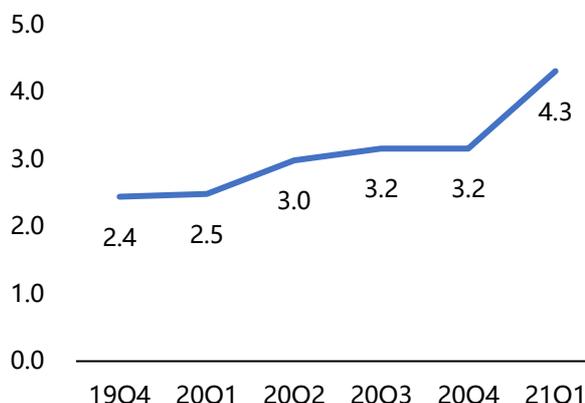
现金头寸增强, Q1 增发募集 10 亿美元。Roku 在第一季度显着提高了现金和流动性头寸, 主要是通过增发募集了约 10 亿美元。至 Q1 末, 公司拥有约 21 亿美元的现金、现金及等价物短期投资。这也被视为公司进一步进行扩张活动迹象。

Roku 现金及现金等同资产 (百万美元)



数据来源: 公司财报, 老虎证券整理

Roku 的速动比率



数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

二、与 YouTube TV 的纷争

4月30日, Roku 表示由于与 YouTube TV 之间的合同已到期, 因此该应用已从其平台上下架, 并且在达成新协议之前, 将无法进行新的订阅。不过现有的 YouTube 电视订户将可以暂

时继续使用该服务。

YouTube TV 是谷歌的 YouTube 旗下一个多频道视频服务，可提供对传统收费电视频道的流媒体访问。

而事件本身主要还是 Roku 与 Google 之间的合同纠纷，Roku 指责 Google 希望操纵搜索结果，获得对消费者数据的优先访问权和平台优先展示权，并迫使 Roku 使用可能增加其硬件成本的芯片，并威胁删除应用程序。

而 Google 方面则是指责 Roku 的掠夺性、反竞争性和歧视性条款。

其实不管是流媒体行业还是智能电视硬件行业，都处于较强的竞争环境中，目前还没有明显的垄断性，两家公司的纷争更多是商业利益方面的争议。

Google Chromecast



数据来源：公司年度报告，老虎证券整理

Roku Stream Stick



数据来源：公司年度报告，老虎证券整理

Roku 自然是希望能在合作中获得更大的优势，而 Google 希望通过 Roku 获得更多用户数据也是情有可原。同时 Google 自己也有 Chromecast 智能电视机顶盒，和 Roku 形成一定的竞争关系，但是市场份额并没有 Roku 那么大。

由于双方都对互相有一定的依赖性，强行切断合作任何一方均没有好处。Google 方面则目前通过直接在 YouTube 程序中提供 YouTube TV 的访问权限解决燃眉之急。预计两家公司最终还是能利益回归，达成和解。

三、业绩预期和指引

公司预计 21Q2 的收入约 6.1-6.2 亿美元，对应同比增幅为 71%-74%；

毛利润在 2.95-3.05 亿美元之间，对应毛利率在 47%-49%；

EBITDA 在 6000-7000 万美元之间，EBITDA 利润率为 10%-11%

同时公司预期 2021 年下半年的 EBITDA 低于上半年，一方面是因为进行了收购，需要合并报表，另一方面也是因为 Q1 是最后一个因为 COVID-19 而降低运营开支的季度。

同时，我们认为：

1. Roku 在尽管没有很高用户迁移成本门槛的智能电视硬件的赛道上异军突起，并向平台服务成功转型，目前已经积累了足够的先发优势，累积了口碑；
2. 硬件销售增速的下降并不反常，真实增量值并没有降低，而硬件市场竞争将长期存在；
3. 中立属性让 Roku 可以在 CTV 赛道的友好地与各大平台进行合作，而不用顾忌其他集团存在的业务交叉；
4. 平台服务业务的高增速还远远未到达可以预见的天花板，由于其可能在全球范围内对多个流媒体平台进行兼容，在不同地区的服务都继续发展的余地；
5. 公司也通过对外收购开始扩充资产质量，并进行行业协同整合。

表：Roku 2021-2022 年业绩预期（百万美元）

	21Q1	21Q2E	21Q3E	21Q4E	2021E	2022E
主营业务收入	574.2	605.6	640.0	968.8	2788.6	4027.8
YOY增长%	79.0	70.1	41.7	41.7	56.8	44.4
硬件收入	107.7	124.7	133.8	205.5	571.6	657.4
YOY增长%	22.0	12.0	1.0	15.0	13.4	15.0
平台服务收入	466.5	492.0	568.2	763.3	2290.0	3370.4
YOY增长%		101.0	78.0	62.0	80.6	47.2
活跃账户	53.6	55.6	58.8	62.0	62.0	74.4
ARPU(T12M)	32.1	35.6	35.2	36.2	36.2	43.4
营收成本	247.4	293.5	281.3	484.0	1306.1	1851.0
硬件毛利润	14.8	7.7	9.6	17.1	49.3	19.7
硬件毛利率	13.8	6.2	7.2	8.3	8.6	3.0
平台服务毛利润	311.9	304.4	349.1	467.8	1433.2	2157.1
平台服务毛利率%	66.9	61.9	61.4	61.3	62.6	64.0
毛利	326.8	312.1	358.7	484.8	1482.5	2176.8
毛利率	56.9	51.5	56.0	50.0	53.2	54.0
EBITDA	126.0	68.0	47.0	72.0	313.0	425.0
EBITDA利润率%	21.9	11.2	7.3	7.4	11.2	10.6

数据来源：公司年度报告，老虎证券预测

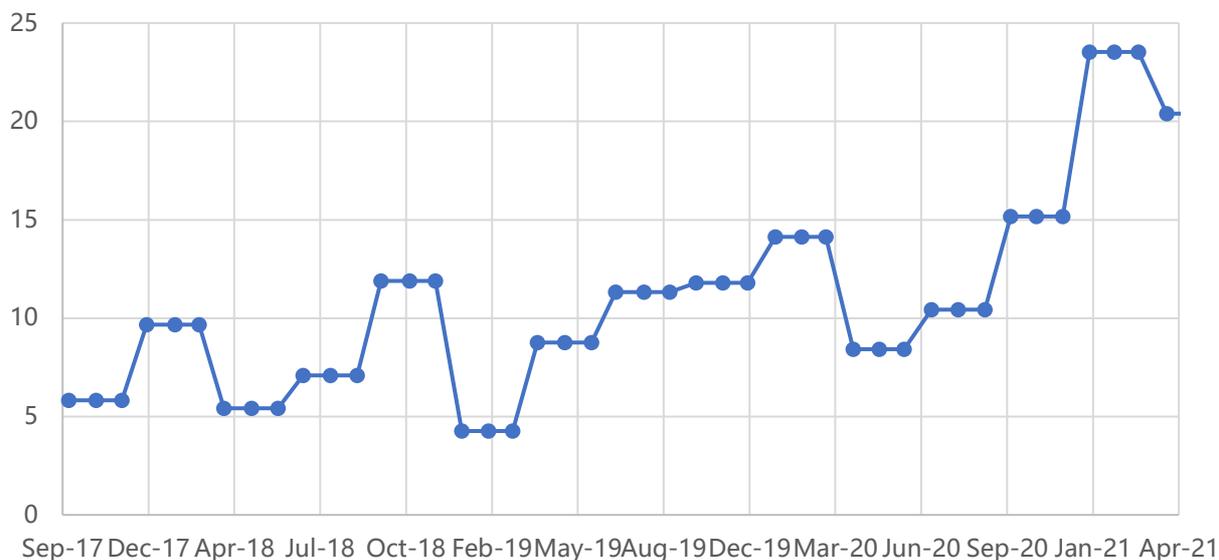
四、估值讨论

我们对 Roku 未来 3 的整体业绩较为乐观。预计平台服务的收入会成为绝对支撑，甚至可能会调整平台收入的划分结构。由于 CTV 的广告目前仍处于强势增长期，我们预计 Roku 2021 年全年的收入为 27.89 亿美元，2022 年营收 40.27 亿美元。

其中，硬件部分是给公司提供基础，利润率相当低，在估值的时候省略这部分。我们预计 2021 年和 2022 年的平台收入为 22.9 亿美元和 33.7 亿美元。

公司 2019 年至 2021Q1 的平均 EV/Sales 为 14.5 倍。而目前接近 21 倍。考虑到公司的增速即便在成长型公司中也名列前茅，目前市场给定的溢价不无道理。

表：Roku 2017年-2021年的历史 EV/Sales



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

不过考虑从全行业有相关业务的公司整体估值倍数来看，Roku 的估值倍数处于较高水平

表：类似业务公司的整体估值倍数

名称	比业务	企业价值 (百万美元)	市值 (百万美元)	EV/EBITDA TTM	EV/EBITDA 下年	EV/Sales 本年	EV/Sales 下年
平均值		505,075	518,034	51.64	44.43	7.74	6.49
ROKU	CTV、电视盒硬件	39,941	41,589	209.17	99.63	14.80	10.64
VIZIO	CTV、电视盒硬件	4,838	5,036	-	67.76	2.20	2.13
亚马逊	CTV、电视盒硬件	1,653,418	1,625,894	26.15	17.77	3.37	2.85
谷歌	CTV、电视盒硬件	1,426,775	1,534,722	19.70	13.51	7.21	6.22
苹果	CTV、电视盒硬件	2,018,412	2,101,140	19.28	18.12	5.71	5.50
奈飞	视频流媒体	228,855	219,520	38.92	27.47	7.69	6.67
迪士尼	视频流媒体	384,973	329,779	31.98	23.45	5.61	4.42
Spotify科技	音乐流媒体	42,011	43,503	-	206.99	3.68	3.06
Cable One	有线电视	12,040	10,498	18.51	12.96	7.83	7.11
Altice	有线电视	41,612	17,234	8.97	8.88	4.12	4.03
英伟达	硬件生产商	352,316	356,159	47.88	31.58	15.75	14.02
Trade Desk	CTV服务商	24,075	24,471	141.62	45.51	21.18	16.41
三星电子	电视生产商	336,709	424,903	5.84	3.93	1.43	1.29

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

若给与2021年18倍EV/Sales, ROKU的每股价值为331美元;给与2022年15倍EV/Sales, 每股价值为403美元。

五、风险提示

随着公司的高速发展，Roku 存在一些值得注意的风险点：

1. 硬件销售增长不及预期，用户基数增长受限。Roku 面临巨头（如 AMZN，GOOGL、AAPL）和电视 OEM 厂商（如三星，Vizio 和 LG），以及类似同样有内容服务的 Comcast (Xfinity Flex) 的新进入者的竞争。

下图是包含了智能电视生产商、电视盒子、游戏盒子的智能电视设备出货数据。Roku 排在亚马逊、三星、索尼、任天堂和 LG 之后，其中三星和 LG 主要是电视机 OEM 代工，索尼和任天堂是游戏设备出货量较大，而亚马逊的增长和竞争力较为显著。

图：CTV 硬件设备出货量对比（百万单位）

Connected TV Devices						
Global Quarterly Shipments (Millions Units)						
				Growth rate		
	Q4 19	Q3 20	Q4 20	QoQ	YoY	Q4 Share
1 Amazon	9.7	9.1	13.2	45%	36%	12.1%
2 Samsung	11.0	11.7	11.9	2%	9%	10.9%
3 Sony	9.2	4.2	9.0	116%	-3%	8.2%
4 Nintendo	7.6	5.3	8.4	58%	11%	7.7%
5 LG	6.2	6.1	6.5	6%	4%	5.9%
6 Roku	5.4	4.5	6.3	42%	16%	5.8%
7 TCL	5.0	6.8	6.2	-8%	24%	5.7%
8 Hisense	4.0	4.2	5.1	22%	28%	4.7%
9 Microsoft	4.2	1.3	4.8	275%	14%	4.4%
10 Google	4.5	2.6	4.7	82%	5%	4.3%
11 Apple	3.8	3.2	4.3	33%	14%	4.0%
12 Xiaomi	4.4	3.1	4.2	36%	-3%	3.9%
Others	25.4	19.6	24.5	25%	-3%	22.5%
Total	100.3	81.5	109.1	34%	9%	100%

Source: Strategy Analytics' TV Streaming Platforms service, March 2021

Note: Includes Smart TVs, Streamers, TV Games Consoles

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

2. 与目前内容流媒体服务商的合作出现裂缝，包括 Google 旗下的 YouTube、Netflix 等
3. 从传统媒体广告迁移速率不及预期
4. 国际化、收购并购等激进的扩张行动不及预期
5. 营业利润率长期不稳定，影响公司现金流

本周热门个股财报分析

百度-BIDU 预期 EPS: 1.66 / 预期营收: 4.24B

百度将于5月18日盘前公布第一季度业绩，市场普遍预计，第一季度营收和非公认会计准则的营业利润将分别增长21%和93%，较上年同期较低的基数有显著增长。

本季度，百度的营收结构可能会进一步偏离传统的搜索广告业务，其非广告业务将扮演越来越重要的戏份，尤其是云计算业务在百度核心收入的占比在快速提升。上季度，云服务、自动驾驶、智能交通和硬件等部门推动非广告业务收入增长52%，而核心广告业务收入已经连续第二个季度持平，这种趋势在新的财年会更加清晰。

另外，由于季节性疲软和新项目投资增加，本季度营运利润率可能会有所承压。

爱奇艺-IQ 预期 EPS: -0.32 / 预期营收: 1.18B

爱奇艺将于5月18日盘前公布第一季度业绩，预计爱奇艺又将迎来一个收入增长乏力、营业亏损的季度，倒牛奶风波或令爱奇艺雪上加霜。

市场普遍预计第一季度营收将下降1%，好于公司预测的2-8%的降幅，预计营业亏损13亿元，与第四季度基本持平。

自去年第一季度疫情爆发以来，订阅用户已经连续三个季度出现下降。随着高质量、更有吸引力的内容陆续发布，这种下滑态势可能在2021年第一季度发生逆转，但订阅用户增长还需要一段时间才能回到之前的水平。而广告收入可能会随着经济增长而改善，但不足以抵消订阅收入的下降。

网易-NTES 预期 EPS: 0.97 / 预期营收: 3.10B

网易将于5月18日盘前公布第一季度业绩。受国内网络游戏业务的强劲表现，以及有道等新业务推广费用降低的推动，网易的营业利润预计会出现连续增长，市场普遍预期第一季度营业利润将环比增长30%。

沃尔玛-WMT 预期 EPS: 1.21 / 预期营收: 131.67B

凭借在食品杂货领先的市场份额，加上Plus会员和电商的强劲趋势，市场对我问妈第一季度业绩维持乐观。

不能否认，沃尔玛仍然面临艰难的同期比较，因为去年一季度顾客购物热情高涨，而本季度收入结果可以进一步证明沃尔玛是否成功地留住了顾客。

Sensor Tower 的数据显示，一季度网易国内手机游戏收入增长了 18%，这足以抵消其在全球其他地区 3% 的下滑。不过，有道为加大用户获取力度，通过在线学习吸引用户，推广费用可能逐季增加，但随着用户普及率的提高，这种支出增幅会变得更加缓和。

彭博共识显示，沃尔玛美国店的可比销售额增长了 1.7%，山姆会员店增长了 2.6%。电商业务继续扩张，亏损在减小。

利润方面，预计第一季度营业利润基本持平，调整后的每股收益将略有增长。沃尔玛预计，2021 年收入和营业利润将出现较低的个位数增长，剔除资产剥离的影响后，调整后的每股收益将小幅升高。

Sea-SE 预期 EPS: -0.56/预期营收: 1.81B

我们认为，Sea 本地化的用户增长战略和在电商领域的领导地位，足以使公司在第一季度实现收入增长一倍以上的市场共识。

根据 Sensor Tower 的数据，Free Fire 仍然是第一季度全球下载量最高的手机游戏之一；以网站访问量衡量，Shopee 仍然是东南亚地区最大的电商平台。

去年疫情依赖，Sea 正在印尼、越南和其他潜在市场加速扩张，利用东南亚地区巨大的人口红利推动用户群规模的扩大，游戏、电商和金融科技业务之间的协同效应愈发显著。

携程-TCOM 预期 EPS: -0.33/ 预期营收: 461.34M

尽管与去年相比基数较低，但由于一季度疫情反复阻碍了春节假期旅游，携程第一季度营收可能会大幅下降。市场普遍预计携程一季度收入将同比下降 36%，环比下降 39%。

不过，春节假期过后，公司的酒店预订和机票业务已逐步复苏，月度环比来看收入可能有所改善。此外，由于疫情导致全球旅游业复苏陷入巨大的不确定性，携程的出境旅游和国际业务举步维艰。

京东-JD 预期 EPS: 0.23/预期营收: 29.48B

腾讯音乐-TME 预期 EPS: 0.10/ 预期营收: 1.19B

京东将于5月19日盘前公布第一季度业绩，市场普遍预计第一季度收入将增长31%，调整后净利润同比增长22%。

受益于去年疫情期间增加的大量新客户，京东营收已经连续多个季度保持强劲增长。并且一季度春节假期期间，受益于旅游限制，网上购物活动增多，这会进一步推动这一趋势。随着该公司加大对京喜旗下社交电商、便利店和社区团购业务的投资，营运利润率可能会下降。市场普遍预计，非公认会计准则下营业利润较上年同期下降21%。

去年年底，京东进行了组织架构调整，投资和可根据Q1业绩判断这次调整成色如何。

腾讯音乐将于5月17日盘后公布2021年Q1财报。据彭博预测，一季度腾讯音乐的营收为77.49亿元，同比增长22.8%；调整后净利润为11.82亿元，同比增长7.1%；调整后每股收益为0.7元。

总体来看，随着社交娱乐部门的用户参与度逐步复苏，同时在线音乐订阅业务继续快速扩张，腾讯音乐第一季度的营收增速预计会显著提高，并且远高于过去三个季度的15%的增幅。其在线卡拉OK交友软件WeSing的使用量连续增长，这可能意味着社交娱乐业务已经走出低迷，而付费内容持续转移应会推动音乐订阅的进一步增长，预计公司

2021Q1在线音乐付费率有望达到9.5%，对应付费用户数5985万，单季度新增385万付费用户。

此外，腾讯音乐还在加大内容和产品投资，尤其是在长音频领域，但这可能会削弱营业利润率。

腾讯控股-00700 预期EPS: 3.53/预期营收: 133.54B

腾讯将于5月20日公布2020年Q1业绩。据彭博预期，2021年Q1腾讯营收为1337.54亿元，同比增长23.8%；调整后净利润为34.73亿元，同比增长28.3%；调整后每股收益为3.53元。

春节假期期间用户活跃度的提高可能会支撑腾讯第一季度在线游戏业务的增长，鉴于与去年同期的高基数相比存在挑战，预计2021Q1手机游戏收入增长17%。《DNF手游》和《英雄联盟手游》将是年内重头戏。

广告业务随着国内经济复苏而走强，预计网络广告收入增23%，其中社交广告收入预计增26%。金融科技业务也因去年较低的基数而实现40%以上的增长，对金融科技的监管审查力度加强不太可能在短期对公司内产生重大影响。

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：
newsletter@itiger.com。