下半年港股迎接新活力

2020 年 07 月 16 日

事件

■ **全美日新增感染人数创新高，经济全面重启受阻；新一轮财政刺激计划预计短期到位；中美贸易协定中期成果落后预期**

观点

■ **美国二次疫情抬头，高效的财政刺激计划助推经济恢复**

1. 全美日新增感染人数创新高，但日新增死亡人数平稳下降；西部南部成为重灾区，部分州暂停或推迟经济活动全面重启，但重回封锁可能性很低。

2. 现有的三万亿美金抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域。民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案已在参议院审议。HEROES 法案相较此前法案力度更大，将进一步缓解州政府财政赤字，拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险。

3. 美国财政政策积极有效，经济整体平稳恢复，人均可支配收入增加，连续两个月失业率稳步下降，消费者信心和企业家信心明显增强。

■ **中美关系进入冷淡期，贸易协定中期成果不及预期**

1. 中国自美进口总体落后于协议目标，其中能源采购较难达标，但近期双方高层表态将继续维持协议完整，贸易谈判仍有回旋余地。

2. 贸易协定未明确规定反制措施，若中方未能如期完成目标，美方可能以加征关税的方式制裁中国。当前全美二次疫情爆发，加征关税带来的物价上升对美国经济复苏不利。

3. 白宫疲于应付国内压力，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器。当前特朗普为争夺选票有意回避对华矛盾，若下半年美经济复苏进程快于预期，不排除单方面制裁中国的可能性。

■ **港股仍具配置吸引力。标的选择上，综合行业分析师的研究成果，我们推荐腾讯、小米、美团**

1. 美国财政及货币财政的持续宽松导致近期美元走弱，投资者转向非美资产，大量资金流入新兴市场，中国资产受到追捧，港股是吸收海外资金的优先通道

2. 中概股回归激发市场活跃，网易、京东 IPO 认购倍数远超预期；截至 7 月 16 日，共有 45 家中概股公司符合赴港二次上市要求，其中今年年底前共有 35 家公司符合要求。8 月份阿里巴巴或将加入港股通，南下资金增量将持续放大。

3. 恒指处于 10.4 倍市盈率，低于十年估值中枢 11.7 倍市盈率

■ **风险提示：**美国疫情二次爆发难遏制，经济复苏节奏受疫情拖累；中国自美进口大幅落后于预期；美国提升中国商品关税；特朗普政府对贸易协定态度转变。

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 郭天瑜
guoty@dwzq.com.cn
研究助理 张飞鹏
021-60199793
zhangfp@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴证券宏观策略中期资本市场展望：市场的下行风险在哪里？》2020-07-10
2、《策略点评 20200710：中美第一阶段贸易协定中期成果不及目标，但两国短期不会出现贸易冲突》2020-07-10
3、《三分钟看中观：猪肉价格涨幅扩大》2020-07-09
4、《策略点评 20200705：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复》2020-07-05
5、《策略点评 20200703：科创板的解禁压力测试》2020-07-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复 6
1.1. 二次疫情风险增加，经济全面重启面临压力 6
1.1.1. 全美日新增感染人数创新高，日新增死亡人数平稳下降，病例呈年轻化趋势 6
1.1.2. 西部南部成为重灾区，部分州暂停或推迟经济活动全面重启 7
1.2. 三万亿财政刺激最晚八月投放完毕，新一轮刺激方案有望近期落地 9
1.3. 美国抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域 10
1.3.1. 截至 6 月末，CARES 法案实际拨款去向统计 10
1.3.2. 美国财政政策积极有效，失业率连续两个月下滑，市场信心增强 11
2. 贸易协定中期进度落后于目标，中美关系进入冷淡期 12
2.1. 双方高层表态继续维持协议完整 12
2.1.1. 能源采购达标难度最大 13
2.1.2. 若要履行协议,中国后续还要增加多少进口，在哪些领域 15
2.2. 贸易协议没有强制性，若加税反制将造成国内物价压力 16
2.3. 白宫疲于应付国内压力，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器 16
3. 下半年港股具备配置性价比 17
3.1. 美元走弱，资金流入新兴市场，把香港作为进入中国的首选通道 17
3.2. 中概股回归，南下资金将大幅增加 17
4. 腾讯：业绩大超预期，后续增长留有余力 19
4.1. 收入和利润实现连续五个季度加速增长，公司经营状况持续优化 19
4.1.1. 游戏流水大增，大量递延收入支撑游戏后续增长 19
4.1.2. 社交网络稳健增长 20
4.1.3. 流量增长带动社交广告亮眼表现，二季度广告增长可能放缓 21
4.1.4. 金融科技服务将很快成为支撑公司收入快速增长的主要推动力 22
4.2. 游戏收入快速增长带动毛利率提升 23
4.3. 运营费用受到良好控制 23
4.4. 业绩预测与评级 24
4.5. 风险提示 24
5. 小米集团：业绩超预期，互联网服务占比持续提高，5G 手机市占率扳回一城，海外收入快速增长 25
5.1. 业绩超预期，互联网服务占比持续提升，海外表现亮眼 25
5.1.1. 互联网服务占比提升，ARPU 值稳步增长 25
5.1.2. 手机高端化取得初步进展，ASP 同比上升明显 26
5.1.3. IoT 与生活消费品业务受疫情影响显著，智能电视占比下降，IoT 用户数稳健增长 27
5.1.4. 境外业务增长抵消境内收入下滑，境外收入占比首次达到 50% 29
5.2. 毛利率有所提升，调整净利率保持稳定 29
5.3. 盈利预测与评级 30
5.4. 风险提示 31
6. 美团点评：结构逐步转型，B 端收入步入快速增长期 32
6.1. 概述： B 端变现进入加速期，亏损幅度好于预期 32
6.2. 外卖 33

6.3. 到店酒旅 34
6.4. 新业务 35
6.5. 盈利预测与评级 36
6.6. 风险提示 37
7. 风险提示 38

图表目录

图 1：美国新冠肺炎日新增感染病例数（截止 7 月 4 日）..... 6
图 2：美国新冠肺炎日新增死亡病例数（截止 7 月 4 日）..... 6
图 3：美国各州过去十四天日新增病例数增减度（红色越深代表增幅越大）..... 7
图 4：美国 3 月以来主要疫区 7 日移动平均新增病例数..... 8
图 5：美国各州管制强度（7 月 2 日更新）..... 9
图 6：美国各州全面重启进程（7 月 2 日更新）..... 9
图 7：美国国会 3 月以来已通过的 4 项刺激法案及 HEROES 法案拨款金额及去向..... 10
图 8：截至 6 月 30 日，CARES 法案拨款金额及去向..... 11
图 9：美国 ISM PMI..... 12
图 10：美国制造业新订单指数..... 12
图 11：中国自美进口 1-5 月实际完成额仅达目标 45%..... 13
图 12：农产品进口 (bn USD)..... 13
图 13：制成品进口 (bn USD)..... 13
图 14：能源进口 (bn USD)..... 14
图 15：服务业进口 (bn USD)..... 14
图 16：美国原油产量 3 月底起骤减..... 15
图 17：特朗普与拜登支持率民调综合平均数对比 (%)..... 16
图 18：符合回港二次上市条件：市值超过 400 亿港元..... 18
图 19：符合回港二次上市条件中概股：市值超过 100 亿港元、收入超过 10 亿港元..... 18
图 20：腾讯公司营业收入变化（百万元）..... 19
图 21：腾讯公司 Non-GAAP 归母净利润变化（亿元）..... 19
图 22：腾讯公司手游增速回升（亿元）..... 20
图 23：腾讯公司递延收入递延收入一季度增长 228 亿元（亿元）..... 20
图 24：腾讯主要产品活跃用户数（百万）..... 21
图 25：腾讯广告业务收入（百万元）及增速（%）..... 22
图 26：腾讯金融科技及企业服务收入规模（百万元）..... 22
图 27：腾讯公司各项业务收入占比..... 22
图 28：腾讯公司各项业务毛利率情况..... 23
图 29：腾讯公司运营费用率变化..... 24
图 30：小米集团营业收入变化（百万元）..... 25
图 31：小米集团归母净利润变化（百万元）..... 25
图 32：小米集团互联网服务收入情况（百万元）..... 25
图 33：小米集团各业务占比..... 25
图 34：MIUI 月活情况（百万）..... 26
图 35：小米集团互联网业务 ARPU 情况（元）..... 26
图 36：小米集团智能手机业务收入变化情况（百万元）..... 27
图 37：小米集团智能手机销量（百万）..... 27
图 38：小米集团智能手机价格..... 27
图 39：小米集团 IoT 产品收入（百万元）..... 28
图 40：小米集团 IoT 设备数（百万台）..... 28
图 41：小米集团重要产品月活（百万）..... 28
图 42：小米智能电视及笔记本电脑收入（百万元）..... 28

图 43：小米集团智能电视及小米盒子 MAU（百万）.....28
图 44：小米集团境内外收入情况（百万元）.....29
图 45：小米集团各业务毛利率情况.....30
图 46：小米集团毛利额变化（百万元）.....30
图 47：小米集团经调整净利率情况.....30
图 48：美团分业务收入（单位：百万元）.....32
图 49：美团佣金，营销及其他服务收入（单位：百万元）.....32
图 50：美团毛利率%.....32
图 51：美团费用率%.....32
图 52：外卖 GMV（亿元），收入（亿元）及变现率%.....33
图 53：美团 1Q20 订单量为 13.75 亿单（- yoy 17%）.....33
图 54：佣金和其他收入占比%.....34
图 55：商户成本拆分.....34
图 56：美团到店酒旅 GMV（亿元）及增速%.....35
图 57：酒店间夜量（百万）&yoy%.....35
图 58：美团新业务收入(百万元)及增速%.....35

1. 美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复

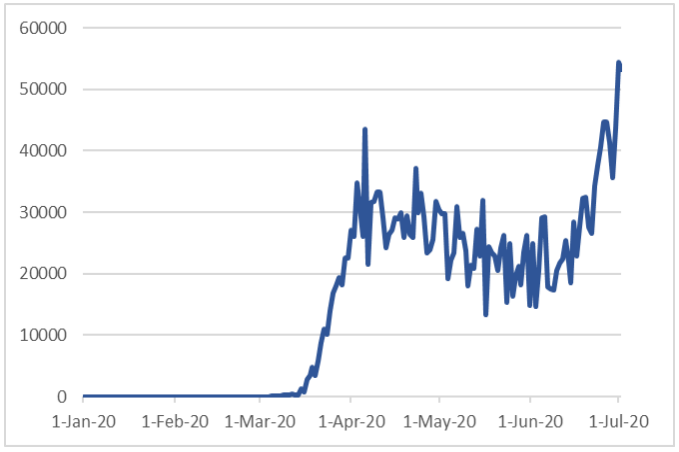
1.1. 二次疫情风险增加，经济全面重启面临压力

据约翰霍普金斯大学统计，截至 6 月 30 日，全美累计新冠病毒感染人数达到 260 万，累计死亡人数达 13 万人。过去两周，日新增感染人数快速攀升，但新增住院及死亡人数保持稳定下降。疫情重灾区从东部开始转移至西部及南部地区，佛罗里达州、亚利桑那州和南卡罗来纳州上周新增感染人数均创下新高。全美二次疫情风险增大，部分州开始考虑暂停或推迟经济全面重启计划。

1.1.1. 全美日新增感染人数创新高，日新增死亡人数平稳下降，病例呈年轻化趋势

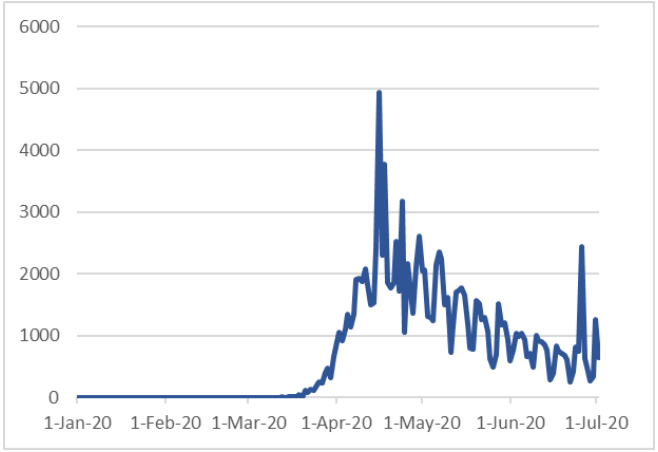
据 CDC 统计数据，6 月 21 日至 27 日全美新增感染人数累计 27 万人，较之前 7 天增加 42%。7 月 2 日共计新增病例 54,357 例，刷新三月份以来单日新增感染病例数纪录。尽管上周西部及南部部分州新增感染人数及住院人数急剧升高，CDC 统计数据显示全国医院门诊及急救病例率保持在可控范围内，医院住院人数尚未达到饱和，日新增死亡人数也在平稳下降。

图 1：美国新冠肺炎日新增感染病例数（截止 7 月 4 日）



数据来源：CDC，东吴证券研究所

图 2：美国新冠肺炎日新增死亡病例数（截止 7 月 4 日）



数据来源：CDC，东吴证券研究所

疫情的反复可能是由以下三个原因导致：一、美国新增感染病例数增加可能与检测人数增加和检测强度增强有关。目前全美大部分地区检测普及度加大，据约翰霍普金斯大学统计，全美截至 7 月 3 日已有 3421 万人接受新冠病毒检测。仅 7 月 3 日单日检测人数就已达 75 万人。检测基数增大、检测精度提高必然会导致确诊人数的增加。二、民众未能严格遵守防护规范。随着东北部地区疫情显著得到控制，民众个人安全防护意识有所减弱，加之近期社会不安定因素增强，部分地区人员聚集，口罩的使用和“社交距离”没有被严格遵守。三、公众假日人员聚集增多。随着各自五月份陆续开放，5 月末的美国阵亡将士纪念日，大量民众涌入美国南部各州度假，佛罗里达等州度假人数出现指数型增长，人员大量聚集加剧了感染风险，也使得南部地区新冠疫情新增病例明显上升。

日新增感染人数与新增死亡数趋势的背离可能由多种原因导致。由于聚集人群主要

为年轻人，新一轮感染病例显示出年轻化趋势。不过，年轻人的新冠肺炎住院率和死亡率明显低于中老年人，新冠病毒的总体死亡率和日新增死亡病例数也因此较 4 月份有所回落。但疫情反弹现仍处于初级阶段，暂不能排除死亡病例数上升滞后于确诊及住院率上升的情况。

1.1.2. 西部南部成为重灾区，部分州暂停或推迟经济活动全面重启

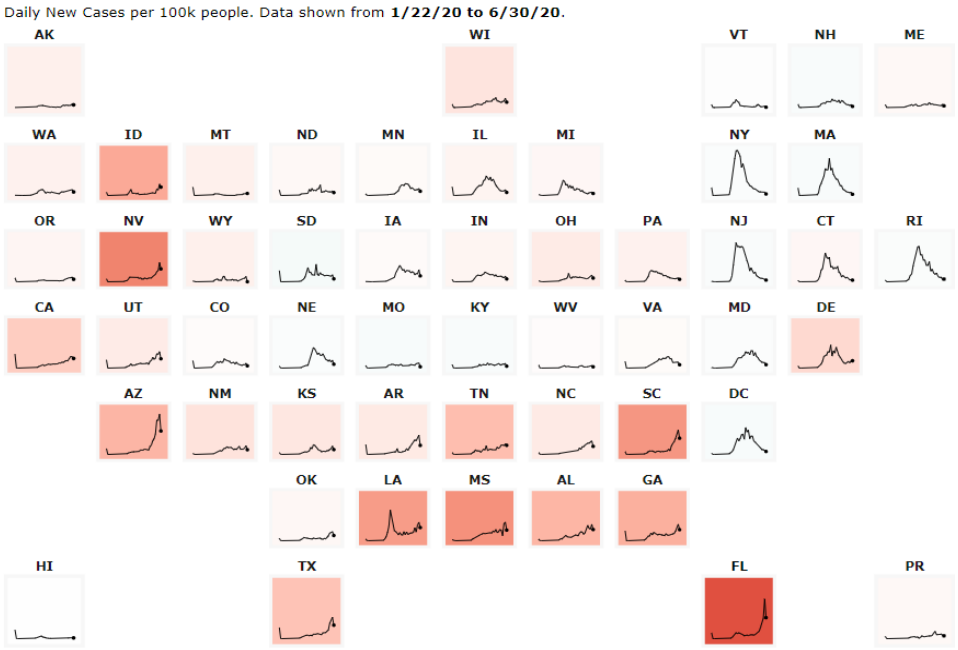
过去十四天，美国东部地区新冠疫情增幅明显放缓，新增感染病例主要集中在西部及南部地区。其中，佛罗里达州、得克萨斯州、亚利桑那州和加利福尼亚州新确诊病例最多、住院人数明显增多。疫情在哪些州爆发与经济开放时间和复产复工先后的关系并不大，反而由各州的管理和防控水平差距所导致。因此，不能判定疫情二次爆发是由全面复产复工所引起。

自新冠疫情第一轮高峰结束至今，全美大部分州都已放松管制和社交距离限制。绝大部分餐厅、酒吧、电影院及赌场等聚集性场所均已开放。但随着二次疫情担忧加剧，美国已有 19 个州开始暂停或推迟经济全面重启，部分地区的酒吧等聚集性场所可能遭遇二次关闭。

以二次疫情高风险地区亚利桑那州为例，该州居家限制令于 5 月 15 日正式到期，零售业、理发店、酒吧及健身娱乐设施从 5 月 4 日至 5 月 16 日陆续恢复营业。但由于疫情自六月份开始加速反弹，州政府于 6 月 29 日紧急宣布一个月内暂时关闭酒吧、健身房、电影院和水上乐园，维持零售、餐厅、理发店、教堂及赌场的开放，并推迟原定八月份的中小学生开学计划。

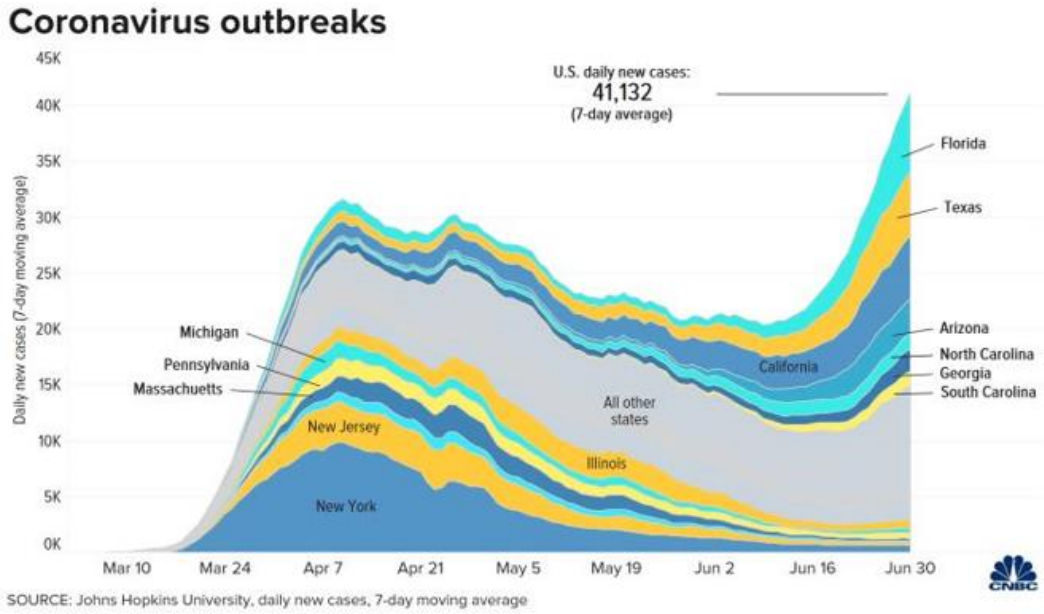
当前美国新冠疫情较为严重的州并未出现大规模限制营业的情况，常见防疫措施是关闭酒吧及健身场馆，但维持餐厅、理发店及零售店在保持社交距离的前提下开放。

图 3：美国各州过去十四天日新增病例数增减度（红色越深代表增幅越大）



数据来源：John Hopkins University，东吴证券研究所

图 4：美国 3 月以来主要疫区 7 日移动平均新增病例数



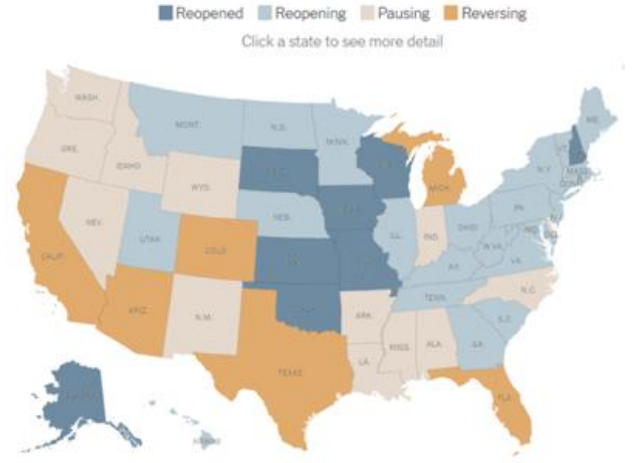
数据来源：约翰霍普金斯大学，东吴证券研究所

图 5：美国各州管制强度（7 月 2 日更新）



数据来源：The Washington Post，东吴证券研究所

图 6：美国各州全面重启进程（7 月 2 日更新）



数据来源：New York Times，东吴证券研究所

1.2. 三万亿财政刺激最晚八月投放完毕，新一轮刺激方案有望近期落地

自新冠疫情爆发以来，美国国会共通过了四项相关法案以支持公共医疗、州政府、中小企业等部门和机构，总规模接近三万亿美元。其中三月末通过的 CARES 法案拟投放金额约 2.3 万亿美元。自四月中旬财政部落实第一批拨款至六月底，官方披露与媒体的总拨款金额占计划总额的 60%。若维持该拨款速率不变，我们估算，截至七月份末累计拨款预计达到总额度的 80%。

随着三万亿拨款额度即将用尽，美国各州政府财政赤字攀升，可能存在的二次疫情爆发加大了经济复苏时长和不确定性，市场广泛期待新一轮刺激计划能在短期落地。共和、民主两党领导人于 6 月下旬都公开表示将继续支持扩张性的财政计划以扶持经济恢复，美财长于 6 月 30 日表示政府将会严肃考虑是否采取第二轮直接救助的财政刺激。此外，2020 年大选临近，两党候选人为争夺普通选民选票，支持新一轮财政刺激计划法案的意愿将明显增强。

由民主党提出的 3 万亿美元《健康和经济复苏综合紧急解决方案》（HEROES 法案）已于 6 月 1 日交于参议院审议，至 7 月 1 日已完成第二次委员会审议。虽然此前共和党曾表示反对 HEROES 法案所涉及的部分民主党提议，市场也因此担忧法案能否通过顺利参议院，但受疫情反弹影响，为平稳选情，共和党内部呼吁提出并通过新一轮刺激方案的声音不断增强，公开表示将积极推进下一轮财政刺激方案。

不同于前期通过的抗疫法案，HEROES 法案侧重于疫情后期经济复苏并重点扶持州政府和居民消费：法案提议向各州政府共拨款 5000 亿美元用于纾解新冠疫情带来的财

政紧缺，划拨 2000 亿美元成立“英雄”基金以帮助、激励疫情前线工作人员。法案同时提议进一步加大失业保险补贴力度，并发起新一轮现金发放计划：年收入低于 7.5 万美金的劳动力（年收入低于 15 万美元的家庭）可获得 1200 美元现金补贴，每户家庭补贴限额 6000 美元。

虽然 CARES 法案也包括现金发放计划，但 HEROES 法案力度更大，主要体现在限制放宽和补贴增加两个方面：一、申请人限制放宽：CARES 法案的现金发放计划只覆盖拥有社会保险号码的人士，而 HEROES 法案允许移民申请。二、每个合资格家庭可获得的最高补贴金额增大：虽然 HEROES 法案保留家庭年收入低于 15 万美元的申请门槛，但家庭受养人年龄由 17 岁下调至 16 岁，且每个受养人可同等享受 1200 美元补贴（CARES 法案下每个受养人可以获得仅 500 美元补贴）。以一个年收入低于 15 万美元的四口之家为例，在 CARES 法案下，该家庭最多可获得补贴 3400 美元，而在 HEROES 法案下，该家庭将可获得补贴 4800 美元。

图 7：美国国会 3 月以来已通过的 4 项刺激法案及 HEROES 法案拨款金额及去向

法案名称	生效时间	总拨款金额	主要拨款去向
《防备和应对冠状病毒补充拨款法案》	3 月 6 日	83 亿美元	医疗卫生
《家庭优先新冠病毒应对法案》	3 月 18 日	1,900 亿美元	医疗卫生、失业保险
《新冠病毒援助、救济与经济安全法案》（CARES 法案）	3 月 27 日	2.2 万亿美元	州政府、大型企业担保贷款、小企业担保贷款、失业保险、医疗卫生、现金发放计划、交通航空及国防安全等
《资薪保护与卫生保健增强法案》	4 月 24 日	4,840 亿美元	小企业担保贷款、医疗卫生
《健康和经济复苏综合紧急解决方案》（HEROES 法案）	参议院审议	3 万亿美元	州政府、失业保险、医疗卫生、第二轮现金发放计划等

数据来源：美国国会，Govtrack.us，东吴证券研究所

1.3. 美国抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域

美国抗疫财政刺激主要投入小企业贷款补助、失业保险、现金发放计划和协助州政府等方面。受扩张性的财政政策提振，各项经济指标均呈现复苏态势，失业率下降，消费信心指数明显回升，零售数据远超预期。

1.3.1. 截至 6 月末，CARES 法案实际拨款去向统计

CARES 法案拨款规模为 2.3 万亿美元，其中投放力度最大的领域依次是：针对小企业的贷款补助、现金发放计划、向大中企业和州政府的紧急贷款、失业保险和拨向各州政府的抗疫救济基金。

其中，向大中企业及各州政府紧急贷款额度为 5000 亿美元，截至 6 月 30 日，已投放 2250 亿美元。针对小型企业的担保贷款额度大部分已经用完，截至 6 月 20 日，针对小企业的薪资保障项目实际累计投入金额达 5150 亿美元，贷款余额约 1200 亿美元。为更好地帮助小型企业渡过新一轮疫情高峰，美国参议院于 6 月 30 日晚通过法案延期薪资保障计划申请截止日期至 8 月 8 日，希望进一步协助小型企业管控运营及流动性风险。

除了扶持企业与各州政府，CARES 法案直接针对个人提供大量援助。据 IRS 披露，截至 6 月 3 日，CARES 法案下的现金发放计划（Economic Impact Payments， EIP）已落实 2670 亿美元，占总计划额度的 92%。与此同时，CARES 法案下失业保险覆盖人群范围进一步扩大，申领人每周可以在原有保险的基础上额外获得 600 美元补助，保险期限也由 26 周再延长 13 周至 39 周，此举显著提高了人均可支配收入。例如，新泽西州一个普通失业人口正常就业工资水平在 3700 至 3800 美元，而他目前失业期间的月收入大约在 4200 至 4400 美元。直接高效的财政补贴计划直接拉动了居民消费水平，推动经济加速恢复。

图 8：截至 6 月 30 日，CARES 法案拨款金额及去向

CARES 法案金额分配	总拨款金额（十亿美金）	该项目拨款占比（%）	已披露投放金额（十亿美金）	已投放金额占比（%）	该项目已投放占总投放比（%）	附注
向大中企业及各州政府紧急贷款						
- 航空航天及国家安全相关产业	46		25			
- 其他担保贷款	454		200			部分担保贷款额度可协助美联储购买资产
向大中企业及各州政府紧急贷款总额	500	21.77%	225	45.00%	16.54%	数据更新至6月30日
小企业贷款补助	377	16.42%	377	100.00%	27.71%	截至6月20日，工资保障计划（Paycheck Protection Program，PPP）累计支出达$5150亿美金 截至5月19日，经济伤害灾难贷款（Economic Injury Disaster Loan，EIDL）累计担保贷款达 $2400亿美金
现金发放计划	290	12.63%	267	92.07%	19.63%	数据更新至6月3日，摘自Economic Impact Payment
失业保险	260	11.32%	162	62.29%	11.91%	数据根据4月6日至6月13日因疫情失业申领保险人计算
医疗及公共卫生	163	7.10%	122	75.09%	9.00%	医疗提供救济金（CARES Act Provider Relief Fund）
各州政府	150	6.53%	150	100.00%	11.03%	新冠病毒救济基金（Coronavirus Relief Fund）
农业及食品救助	49	2.13%	21	42.55%	1.53%	
交通运输部门						
- 航空公司及机场管理	42		27	64.29%		数据更新至7月3日
- 其他交通运输方式（例：铁道交通，海洋船舶）	26					暂无披露数据
交通运输部门拨款总额	68	2.96%	27	39.71%	1.98%	
联邦紧急事务管理局灾难救济基金（FEMA disaster relief funds）	45	1.96%	6	14.28%	0.47%	数据更新至5月20日 FEMA预计截至6月20日总支出为80.3亿美金
国防部门	11	0.46%	3	25.24%	0.19%	数据更新至6月4日
其他支出	384	16.72%				
总金额（十亿美金）	2,296.50	100.00%	1,360.28		100.00%	
截至日期前总支出占CARES总金额百分比（%）			59.23%			

数据来源：美国国会，美国劳动部，HHS，Small Business Association，东吴证券研究所等

1.3.2. 美国财政政策积极有效，失业率连续两个月下滑，市场信心增强

前期投入的财政刺激计划有效的拉动经济复苏，近两个月美国各主要经济指标出现了明显好转。受益于现金发放计划，个人及企业退税和失业保障力度增强，美国 5、6 月人均可支配收入有所增加，5 月份零售销售额环比增长 17.7%，消费者信心指数保持向

上通道。

就业方面，虽然 3 月份以来总失业人数仍处于高位，但初次申领失业保险人数自 4 月份起持续下降，六月非农就业人数报 480 万，达 5 月数据的二倍，显著高于市场预期。失业率也延续自四月份峰值以来的下降态势降至 11.1%。

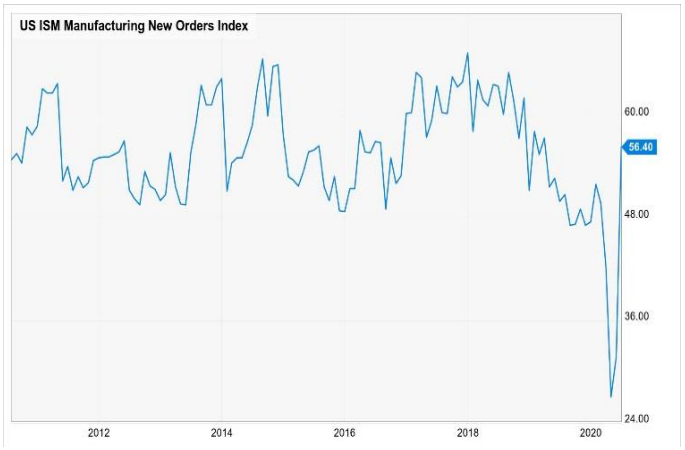
随着疫情逐步平稳，美国各行各业开始加速复工复产。6 月份 ISM 制造业 PMI 达到 52.6，显著恢复至荣枯线以上；制造业新订单指数报 56.4，升至 14 个月以来高位。

图 9：美国 ISM PMI



数据来源：TradingEconomics，东吴证券研究所

图 10：美国制造业新订单指数



数据来源：YCharts，东吴证券研究所

二次疫情抬头的确会给经济复苏速度带来不确定性。加强防疫措施和隔离管控必然会对部分地区的复工复产和消费者信心造成一定的打击，但考虑到新一轮三万亿美元财政刺激方案很可能于短期内落地，且扶持小企业，以现金的形式救助个人，疫情反弹带来的负面影响将被有效对冲。未来几个月直至大选，我们仍对美股保持乐观。

2. 贸易协定中期进度落后于目标，中美关系进入冷淡期

7 月 6 日，美国商会以及 40 多个行业协会敦促中美加倍努力，落实世界上最大的两个经济体于今年 1 月签署的第一阶段贸易协议。此前，美国政府官员针对贸易协议接连发声。一些声音开始质疑中国能否实现今年协议中约定的美国商品采购目标。但是，我们认为，中美之间短期内不会产生激烈的贸易冲突。

2.1. 双方高层表态继续维持协议完整

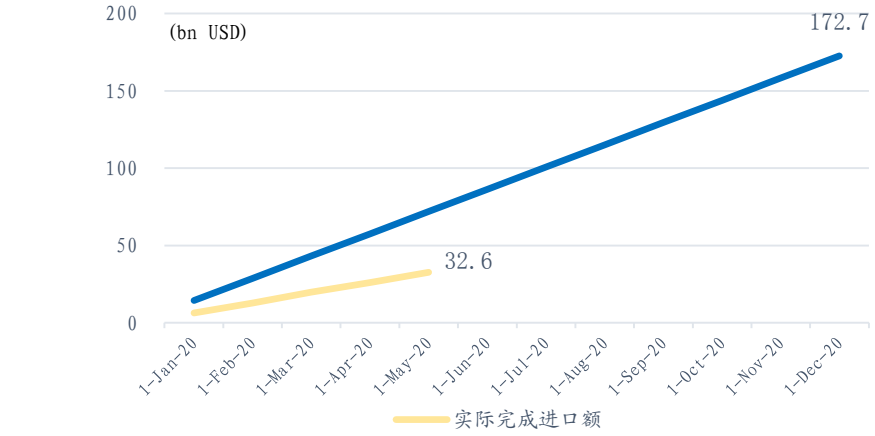
中美贸易第一阶段贸易协定于 1 月 15 日签订，2 月 14 日正式生效。根据协议要求，“从 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日两年内，中国应确保在 2017 年的基数之上，扩大自美采购和进口制成品、农产品、能源产品和服务不少于 2000 亿美元。”受到疫情影响，年初至今中国自美国进口商品的完成度就远远落后于协议目标。海关总署于七月

初公布了五月份进出口数据，数据显示中国自美国的进口额仅完成协议目标（pro-rata 按比例）的 45%。

美方对于中方是否能够顺利履行协议感到担忧。6 月下旬，美国白宫国家贸易和制造业政策办公室主任 Peter Navarro 在接受福克斯新闻采访时称，中美经贸协议已经“终结”。但特朗普随后在同一天出面捍卫其任期内取得的重大谈判结果，表示该协议依旧完好无损。美国贸易代表莱特希泽在贸易政策议程听证会中也强调“中方将兑现其协议承诺。”

与此同时，中方也曾多次表态：“在应对突发疫情的极端困难面前，依然信守承诺，履行协议。”刘鹤在第十二届陆家嘴论坛上指出：“应创造条件和氛围，排除干扰，共同落实中美第一阶段经贸协议。”可见，尽管中国自美进口金额仍然落后于协议目标，但双方高层均表示将继续维持协议完整，中方将持续加大自美进口的幅度和力度。

图 11：中国自美进口 1-5 月实际完成额仅达目标 45%



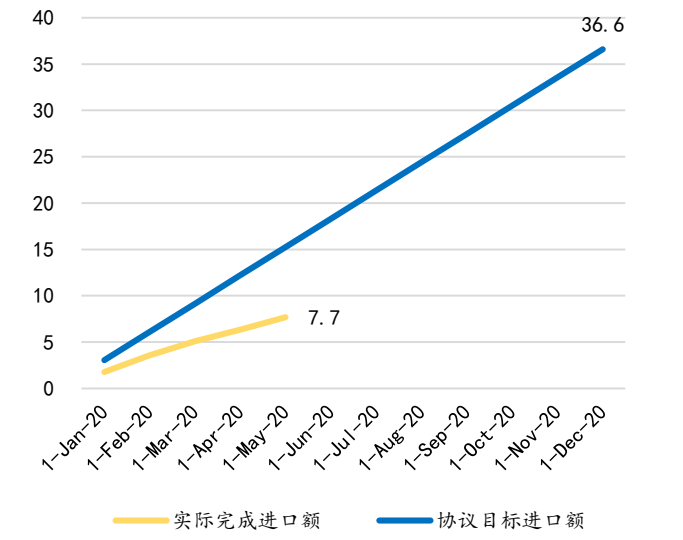
数据来源：美国海关总署，东吴证券研究所

2.1.1. 能源采购达标难度最大

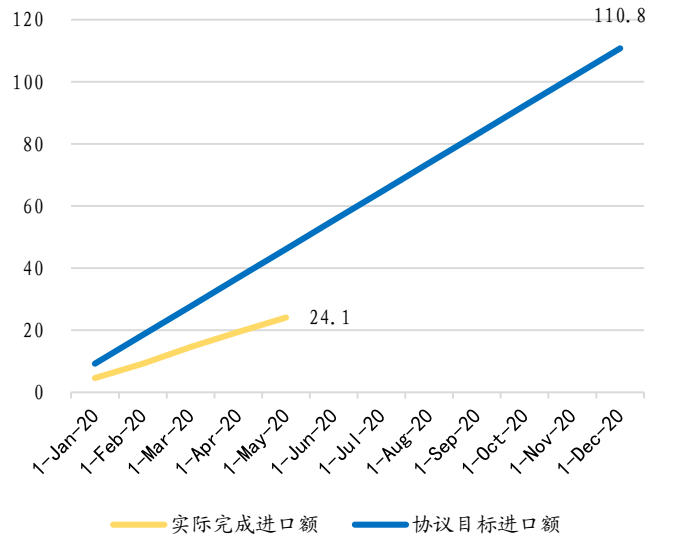
在协议中的 2000 亿美元囊括四个产品种类：农产品、制成品、能源、服务业，各品类分别对应一个明确的目标金额。受疫情影响，中方四个品类的进口需求都大幅萎缩，进口额均落后于目标。其中，能源进口协议完成度最低。截至一季度，中方已自美进口农产品 77 亿美元，完成协议目标（按比例）的 51%；进口制成品 241 亿美元，完成协议目标 52%；进口能源 8 亿美元，仅完成协议目标 7.6%；进口服务 7.73 亿元，完成协议目标 46%。

图 12：农产品进口 (bn USD)

图 13：制成品进口 (bn USD)

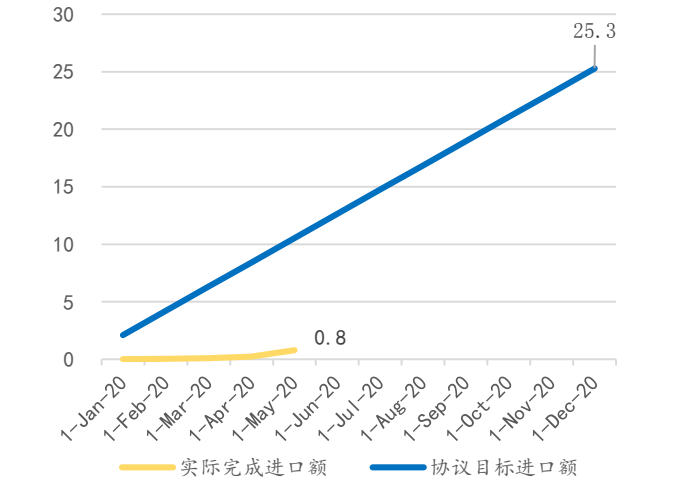


数据来源：美国海关，东吴证券研究所



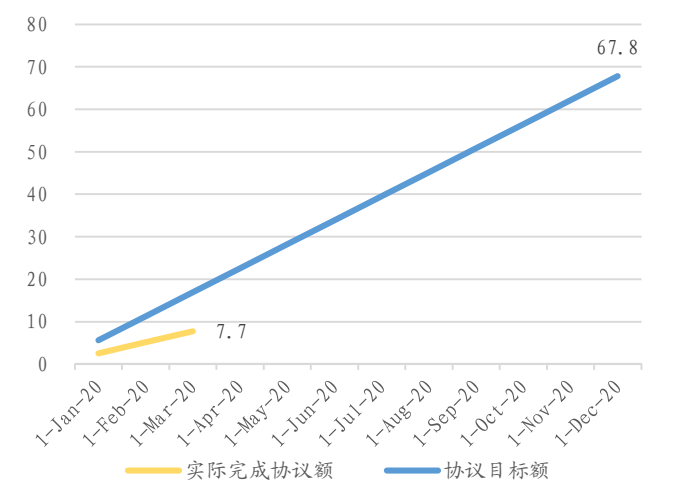
数据来源：美国海关，东吴证券研究所

图 14：能源进口（bn USD）



数据来源：公司海关，东吴证券研究所

图 15：服务业进口（bn USD）



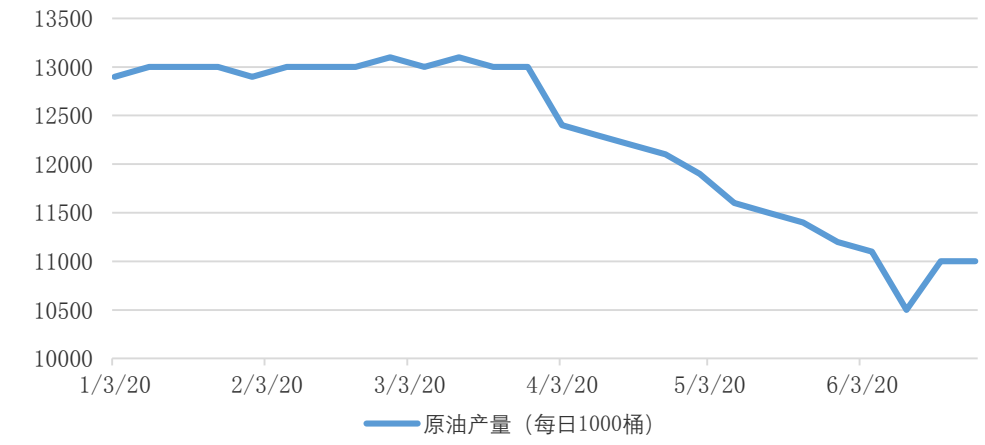
数据来源：美国海关，东吴证券研究所

从需求端看，疫情期间中国工业活动的减少直接导致国内原油需求大幅萎缩。与此同时，沙特阿拉伯与俄罗斯之间的竞争引发了原油价格暴跌，促使中国在 4 月、5 月向中东和俄罗斯大幅进口低价的重硫原油，转移了部分对美国的轻质低硫原油进口需求。

从供给端看，美国国内原油产量骤减。一至三月美国原油总产量维持在 1290-1300 万桶/日的水平，4 月起降至 1050 万桶/日低位，小幅回升后仍徘徊在 1100 万桶/日的水平。

总体来看，疫情期间供给端和需求端的同时萎缩直接导致一季度中国自美进口原油类产品总额大幅减少，原油类产品进口指标完成度远落后于其他产品种类。直至 4 月份，得益于复工复产带来的需求回升，原油类产品进口额才开始出现小幅回升。

图 16：美国原油产量 3 月底起骤减



数据来源：美国能源信息署，东吴证券研究所

2.1.2. 若要履行协议,中国后续还要增加多少进口，在哪些领域

扩大 2000 亿的进口意味着 2020 年中国需从美国进口 1727 亿美元的商品，今年 1-5 月中方已完成 326 亿美元，接下来还需完成 1401 亿美元的进口。中国需在 2020 年购买价值 250 亿美元的美国能源，而五月份的数据显示，今年 1-5 月中国仅购买了价值 8 亿美元的美国能源。

五月份数据显示中国仍然在努力地追赶协议目标，尤其是在能源领域。疫情得到控制，经济逐步重启带来原油的需求复苏。5 月，中国进口了 4797 万吨原油，较上年同期增长 19.2%，是自 1993 年有记录以来最高的单月进口额。相比 4 月能源进口协议完成度仅为 3%，5 月能源进口协议完成度已上升至 7.6%。5 月自美能源进口环比增长 300%，4 月环比增长 100%。

但能源产品的落后幅度过大，经济复苏的过程却是渐进的，250 亿美元的承诺恐怕

难以兑现。协议指出“双方承认，将基于市场价格和商业考虑开展采购活动。而且在特定年份，市场状况可能会影响采购的时点，尤其是在农产品采购方面。”如果协议中的各项目可做替换，那么未来中国可以依靠自美进口更多的农业和制成品来替代能源的缺口，从而完成第一阶段贸易协议。另外，能源产品出口对于特朗普竞选的帮助远不及农产品出口，因此特朗普政府并没有对单个能源领域贸易的滞后采取特殊行动或表达不满态度。

协议中还指出，“如中国认为其落实本章节义务的能力受到美国采取或未采取行动或美国内其他情况的影响，中国有权提出与美国进行磋商”，因此中国仍有回旋的余地，不论是在总量上美国有降低标准的可能性或是中国转移进口更多的农产品。

2.2. 贸易协议没有强制性，若加税反制将造成国内物价压力

我们仔细翻看了中美第一阶段贸易协定原文本，令人意外的是，协议中并没有明确规定任何反制措施。若中国决定不执行协议的部分内容或协议彻底失效，特朗普政府最可能采取的应对方式是再度提高关税，这将直接导致美国的物价水平上升，但在美国的疫情远没有得到有效的控制、近日美国每日新增病例数突破 6 万例的背景下，美国进一步提高关税并不现实；同时，美国大选定于今年 11 月，而对贸易的考核将在年底进行，特朗普政府很有可能在现阶段对贸易指标搁置一旁，视而不见，以免抹去其自发起贸易谈判以来取得的最大成果。但到 2020 年底，如果大选后美国经济复苏进程总体接近预期，不排除美国政府直接撕毁协议，并做出继续追加关税的决定。

2.3. 白宫疲于应付国内压力，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器

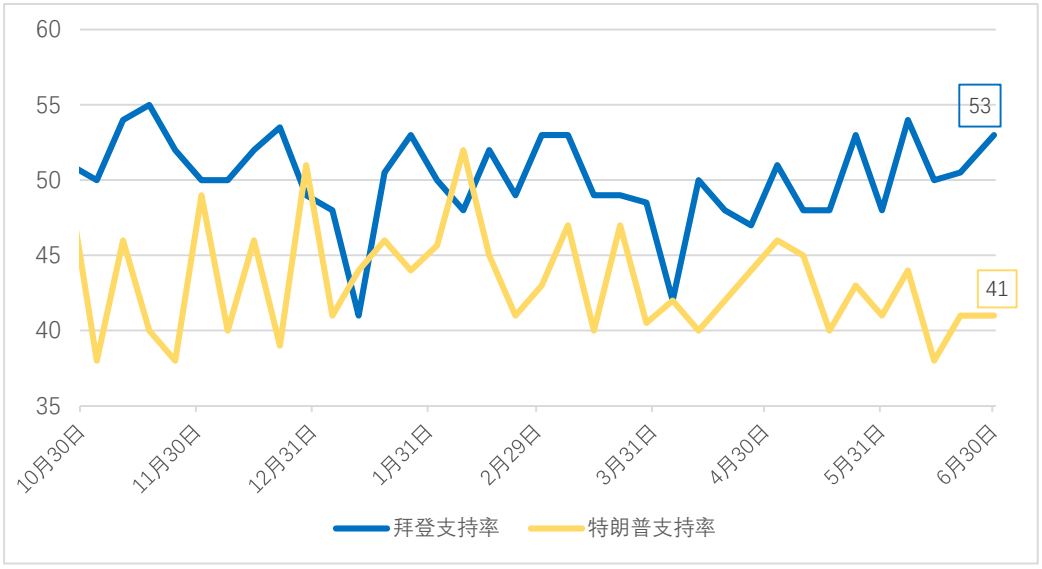
大选在即，特朗普的对华政策和国内政策均显现颓势，他迫切需要将中美贸易协议的完整履行来作为其任期的重要政绩，并以此对抗拜登。

尽管特朗普成功在其任内激起两党乃至美国民间舆论对中国的敌意和打压的共识，但“对中国强硬”这张牌已不是他的专属。在对华不友好上，拜登和特朗普不分伯仲。民主党和部分共和党人士诟病特朗普对中国产业补贴、制度差异和中国经济崛起的系统性打压太少，而贸易协定对中国要价又太低。如果特朗普不尽力维护贸易协定的完整性，那么他任内对华政策的最大政绩也将被抹去。因此，现阶段，特朗普对中国的核心诉求就是：中方尽力履行贸易协定中所规定事项，尤其是农产品。为了营造完成阶段一经贸协议的良好氛围，在一些意识形态事务上，特朗普均倾向于与中国减少冲突。这点和今天的民主党的态度很不一样。

国内政策上，白宫在疫情防控和种族问题上的应对不利令选民不满。一是 BLM 运动中支持警察和武力镇压，与主流民意相悖，出现了明显的站队失误；二是美国疫情再次扩散，形势严峻，美国国内对特朗普的抗疫政策及态度十分失望。拜登虽没有清晰而鲜明的竞选纲领，但作为特朗普的对手，得以额外获得大量其反对者的选票。这两个重大失误导致近期特朗普的支持率走低，亟需保留谈判成果作为任期政绩拉拢选民。

图 17：特朗普与拜登支持率民调综合平均数对比（%）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：ABC News, CNBC, CNN, Emerson, Fox News, USA Today，东吴证券研究所

基于以上三个原因，我们判断中美之间短期内不会产生激烈的贸易冲突，中美关系趋于冷淡：1）虽然中国自美进口总体落后于协议目标，但近期双方高层纷纷表态将继续维持协议完整；2）贸易协议没有强制性，若加税反制将造成国内物价压力，拖累美国经济复苏进程；3）大选在即，特朗普疲于应付国内压力，推动中美贸易协议的完整履行将成为特朗普对抗拜登的重要筹码。

3. 下半年港股具备配置性价比

3.1. 美元走弱，资金流入新兴市场，把香港作为进入中国的首选通道

自新冠疫情以来，美国政府已注资 3 万亿美元救市。即将通过的新一轮 3 万亿财政刺激法案和持续宽松的货币政策将加大美元贬值风险，全球投资者转向非美资产。近期美元指数下滑，人民币和港币的避险性质凸显，大量资本流入香港，推动恒生指数、香港一手房房价上涨。

3.2. 中概股回归，南下资金将大幅增加

此外，近期中概股回归激发市场活跃度。自阿里巴巴成功在港二次上市之后，中概股频频传出回归消息。网易香港二次上市公开发行阶段获 360.53 倍认购，京东更是以约 178.9 倍超额认购募集近 300 亿港元，成为今年以来香港市场上募资最多的企业。

港交所要求赴港二次上市的公司需满足四项条件：一、上市市值大于 400 亿港元，或上市市值大于 100 亿港元且营收大于 10 亿港元；二、同股不同权(WVR)的任何受益人必须是公司董事会成员；三、不同投票权股份的投票权不得超过普通投票权的 10 倍；四、相关公司最近至少两个财年有良好的合规记录。截至 7 月 16 日，共有 45 家公司符

合赴港二次上市要求，年底前共有 35 家公司符合要求，预计下半年南下资金将出现明显增量。除此以外，8 月份阿里或将加入港股通。根据 7 月 10 日阿里巴巴收盘价 255.4 港元/股计算，预计届时南下资金量将增加至少约 60 亿港元。

图 18：符合回港二次上市条件：市值超过 400 亿港元

上市日期	证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	市值(亿港元)	EPS(TTM)	市盈率(TTM)	市净率	所属Wind行业
2018-07-26	PDD.O	拼多多	1,114	8,632	-1.92	-85.69	36.35	零售业
2010-10-20	TAL.N	好未来	437	3,389	-0.55	-396.81	17.38	消费者服务II
2005-08-05	BIDU.O	百度	425	3,294	70.36	124.16	1.85	软件与服务
2016-10-27	ZTO.N	中通快递	294	2,280	6.85	38.83	5.56	运输
2018-12-12	TME.N	腾讯音乐	237	1,840	1.16	43.32	3.83	媒体II
2006-09-07	EDU.N	新东方	214	1,658	2.81	48.26	7.77	消费者服务II
2016-10-17	YUMC.N	百胜中国	186	1,442	1.47	33.65	6.09	消费者服务II
2018-03-29	IQ.O	爱奇艺	175	1,354	-2.22	-10.87	17.12	软件与服务
2018-03-28	BILI.O	哔哩哔哩	158	1,225	-4.99	-68.37	16.97	软件与服务
2003-12-09	TCOM.O	携程网	158	1,221	-39.86	-37.77	1.14	零售业
2019-06-06	GSX.N	跟谁学	151	1,167	2.00	334.98	61.78	消费者服务II
2012-03-23	VIPS.N	唯品会	138	1,067	28.02	25.89	4.30	零售业
2016-11-02	GDS.O	万国数据	126	976	-0.37	-198.00	8.70	软件与服务
2018-09-12	NIO.N	蔚来	111	861	-8.85	-7.51	-9.77	汽车与汽车零部件
2010-03-26	HTHT.O	华住	102	788	-1.59	-152.56	13.85	消费者服务II
2013-12-11	ATHM.N	汽车之家	92	714	26.38	20.77	4.45	软件与服务
2013-10-31	WUBA.N	58同城	81	625	30.76	6.20	1.75	软件与服务
2014-04-17	WB.O	微博	76	592	1.75	19.27	3.30	软件与服务
2019-12-13	OCFT.N	金融壹账通	70	545	-1.50	-30.01	11.53	软件与服务
2012-11-21	YY.O	欢聚	70	541	0.41	76.68	1.44	软件与服务
2020-05-08	KC.O	金山云	66	513	-0.43	-35.77	-10.18	软件与服务
2020-06-05	DADA.O	达达集团	59	454	-2.76	-16.94	-5.44	零售业

数据来源：港交所，Wind，东吴证券研究所

图 19：符合回港二次上市条件中概股：市值超过 100 亿港元、收入超过 10 亿港元

上市日期	证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	市值(亿港元)	EPS(TTM)	市盈率(TTM)	市净率	所属Wind行业
2004-09-29	JOBS.O	前程无忧	45	348	12.29	38.72	2.84	商业和专业服务
2018-05-11	HUYA.N	虎牙直播	43	331	2.62	52.60	3.35	软件与服务
2009-12-15	CBPO.O	泰邦生物	40	311	3.97	26.24	2.31	制药、生物科技与生命科学
2019-10-25	DAO.N	有道	40	308	-6.31	-39.93	179.98	消费者服务II
2016-03-17	HCM.O	和黄中国医药科技	39	305	-0.15	-37.08	13.65	制药、生物科技与生命科学
2019-07-17	DOYU.O	斗鱼	38	293	8.87	95.19	3.76	软件与服务
2014-12-11	MOMO.O	陌陌	38	293	7.72	8.32	2.01	软件与服务
2019-03-08	FUTU.O	富途控股	33	259	0.27	94.32	9.59	多元金融
2011-04-21	VNET.O	世纪互联	30	229	-0.48	-64.07	4.31	软件与服务
2015-05-21	BZUN.O	宝尊电商	27	206	1.32	75.45	7.27	软件与服务
2000-04-13	SINA.O	新浪	24	186	-0.32	-113.18	0.94	软件与服务
2017-12-21	LX.O	乐信	21	161	3.32	12.38	3.64	软件与服务
2019-08-05	HKIB.N	尚乘国际	18	143	3.38	17.27	2.10	多元金融
2005-08-09	ATCO.N	ATLAS	18	137	0.55	13.01	0.49	运输
2017-09-20	BEST.N	百世集团	18	137	-1.83	-17.51	3.99	运输
2020-01-17	DNK.N	蛋壳公寓	17	130	-2.27	-2.87	42.01	房地产II
2018-12-14	QFIN.O	360金融	17	130	6.70	6.06	1.96	多元金融
2010-11-10	NOAH.N	诺亚财富	16	127	25.56	14.69	1.56	多元金融
2019-05-02	SY.O	新氧	16	121	1.00	135.35	4.18	软件与服务
2017-11-09	SOGO.N	搜狗	16	121	0.16	25.55	1.54	软件与服务
2007-10-31	FANH.O	泛华金控	14	109	0.06	114.12	5.36	保险II
2018-03-27	GHG.N	格林酒店	14	107	2.90	33.19	5.30	消费者服务II
2018-10-19	NIU.O	小牛电动	14	106	1.01	63.70	12.39	汽车与汽车零部件

数据来源：港交所，Wind，东吴证券研究所

6 月份以来，在宽松的货币和财政支持下，经济快速复苏，美股和 A 股的估值快速抬升。相比之下，恒指估值仍处于较低水平。截止 7 月 16 日，恒指处于 10.4 倍市盈率，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

低于十年估值中枢 11.7 倍市盈率。中概股回归潮激发市场活力，阿里巴巴若 8 月加入港股通将扩大南下资金增量，因此我们认为下半年港股具备配置吸引力。

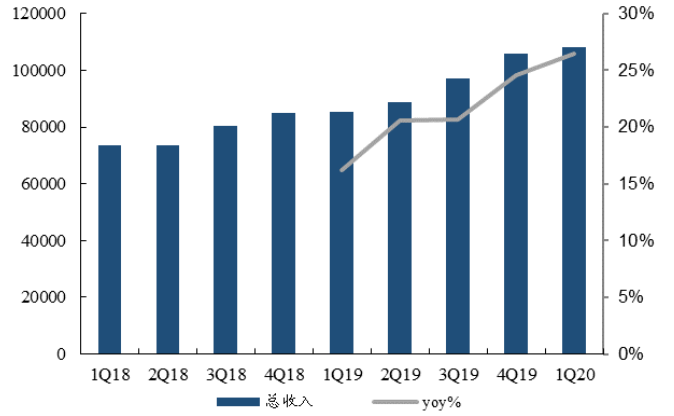
综合行业分析师的研究成果，我们推荐腾讯、小米和美团。

4. 腾讯：业绩大超预期，后续增长留有余力

4.1. 收入和利润实现连续五个季度加速增长，公司经营状况持续优化

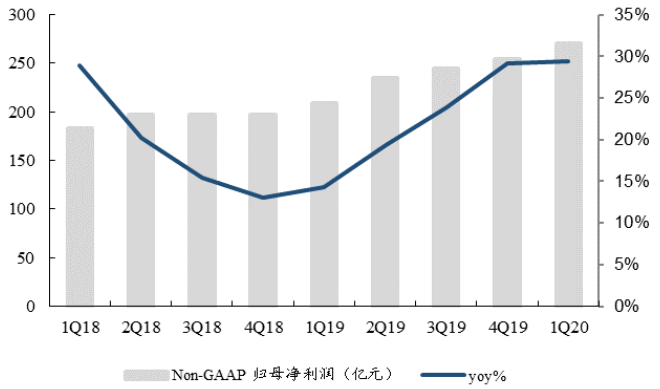
腾讯公司 1Q20 实现营业收入 1080.65 亿元（+ 26%yoy）；归母净利润(Non-GAAP)270.79 亿（+29% yoy），彭博一致预期为，收入 1010.6 亿元，调整后净利润 247.4 亿元。公司收入利润均大幅高于市场预期。

图 20：腾讯公司营业收入变化（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 21：腾讯公司 Non-GAAP 归母净利润变化（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

公司本季度业绩大幅增长，虽然受益于疫情的影响，但公司各项业务均留有余力，预计后续季度较高增长速度将持续。

4.1.1. 游戏流水大增，大量递延收入支撑游戏后续增长

公司本季度网络游戏收入 372.98 亿元同比增长 31%，环比增长 23%，考虑社交网络收入中的游戏分发收入，手游收入 348 亿元，同比增长 64%，国内手游主要来自于《和平精英》和《王者荣耀》等头部游戏，同时 Supercell 并表也贡献了小部分收入增量。

递延收入一季度增长了 228 亿元，增长幅度远超以往水平，可以支撑疫情过后公司游戏收入的较快增长。由于一季度网吧关闭，端游流水下滑，收入同比跌幅 15%，预计对递延收入的增长难有贡献，因此手游流水实际高达 578 亿元，相对于去年同期约 280 亿的流水，同比 106%的增长，远超市场预期。

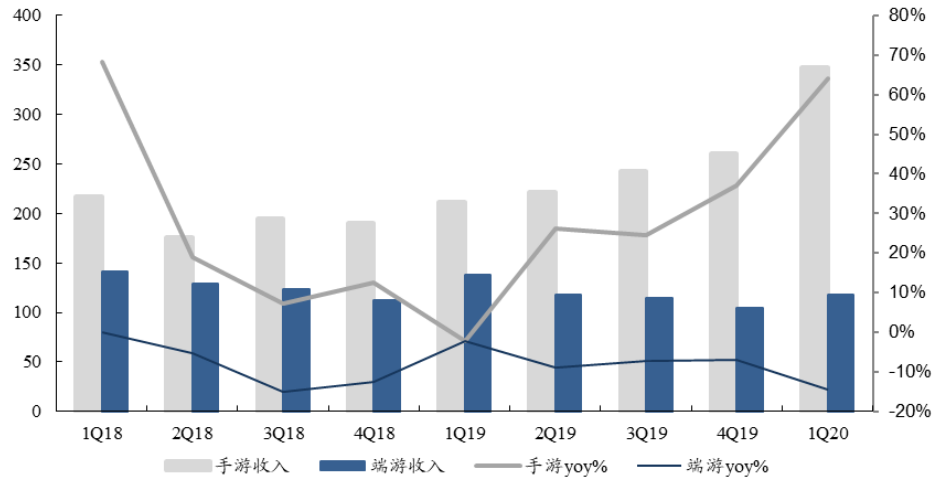
端游方面，收入下滑主要受疫情影响，网吧关闭，《地下城与勇士》等重磅端游收入下降所致。4 月份以来，《地下城与勇士》流水已经有所恢复，预计手游版将在暑期上线。

腾讯加速推动海外布局，《PUBGMobile》两周年庆祝活动大获成功，SensorTower 预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

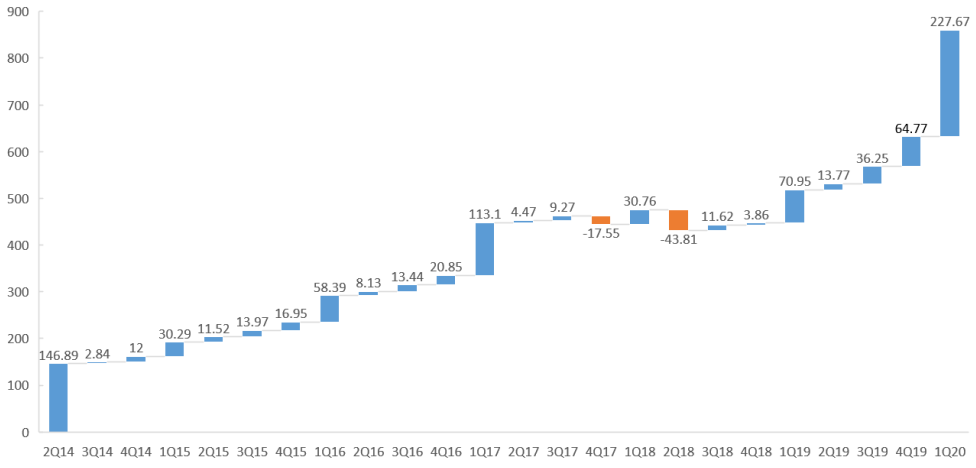
计《PUBG Mobile》2019 年总收入约为 15 亿美元，在 2020 年前两个月，《PUBG Moble》已成为全球最活跃、收入最高的手游；Supercell 的《荒野乱斗》也在一季度优化玩家匹配算法，进一步提升用户体验；同时，Riot Games 推出《云顶之弈》手机游戏，拉动《英雄联盟》系列用户留存率及游戏时长提升。整体而言，腾讯已经成功拓展海外游戏市场，满足不同地区用户需求，未来海外游戏收入有望保持快速增长。

图 22：腾讯公司手游增速回升（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 23：腾讯公司递延收入递延收入一季度增长 228 亿元（亿元）

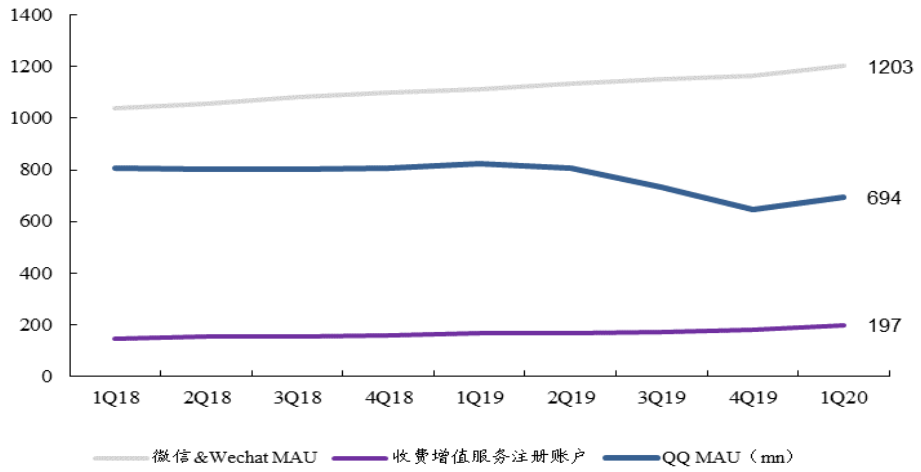


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.1.2. 社交网络稳健增长

1Q20 社交网络收入 251.31 亿（+ 23% yoy），环比持平，收入增长来源于腾讯视频及音乐服务订购数增长：1Q20 整体收费增值服务订购账户数同比增长 19%至 1.97 亿，得益于付费内容库规模扩大，腾讯视频会员数同比增长 26%增至 1.12 亿，音乐会员数同比增长 50%至 4300 万。

图 24：腾讯主要产品活跃用户数（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.1.3. 流量增长带动社交广告亮眼表现，二季度广告增长可能放缓

1Q20 整体广告营收 177.13 亿元（+32%yoy，-12 %qoq），广告收入环比下降主要由于 Q1 为广告投放淡季，Q4 通常电商广告投放较多，因此网络广告收入较多，Q1 环比下降属于合理现象。

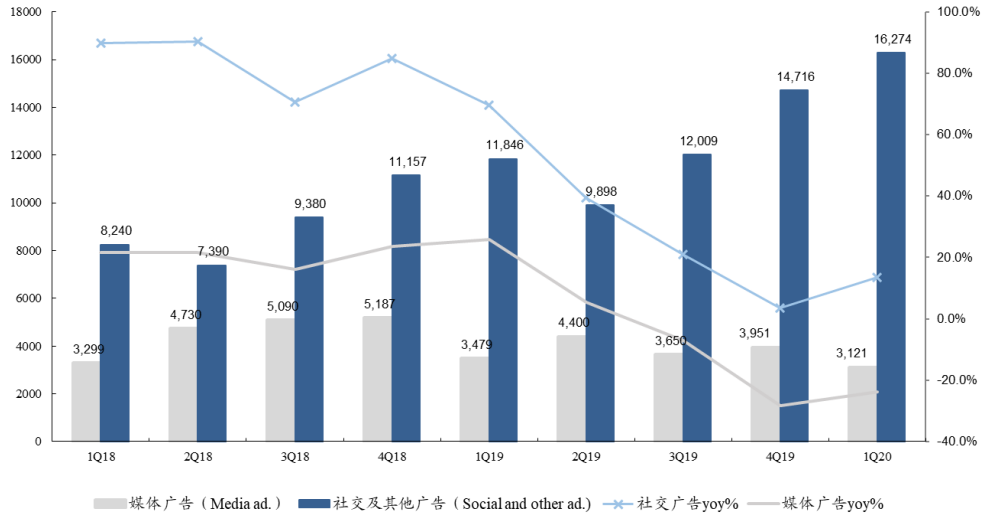
媒体广告受节目排播和宏观环境因素影响较大，Q1 实现收入 31.21 亿元（-10%yoy，-21%qoq），下行主要由于综艺节目拍摄延期，NBA 赛事停播等导致赞助广告下降，同时广告主受宏观环境营销消减预算。

社交广告实现收入 145.92 亿元（+47.4 %yoy，-10.3 %qoq），增长主要受益于朋友圈广告快速增长，一季度受疫情影响，用户使用时间增长，推动广告库存及曝光量提升；价格方面，视频广告占比提升，占广告曝光量 1/3，整体 eCPM 提升推动社交广告收入增长。高毛利率的社交广告占比已达 82%，叠加综艺延后播出导致的内容成本下降（贡献较小），广告业务毛利率同比提升 7 个百分点达到 49%的水平。而且朋友圈库存限制在逐步打开，广告品类限制也有望逐渐开放。

整体广告投放行业而言，Q1 受疫情影响，游戏，互联网服务和在线教育等广告开支出现上升，在该类领域，微信作为重要的通讯和支付工具具有流量优势，Q1 小程序用户超过 4 亿，凭借着流量优势，微信有望成为该类商户投放广告的首选平台。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 25：腾讯广告业务收入（百万元）及增速（%）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

关于广告业务，未来表现可能有三个不利因素，一是 Q1 因为用户时长增长，展示广告和效果广告的投放增多，而随着 Q2 的复工复学，展示广告的数量可能会逐步恢复正常。二是效果广告的运营需要考虑客户价值，比如要看流失率的历史数据，这样就会提高每千次展示广告和按点击付费广告的竞价，进而提高了广告主获取用户的成本，而当疫情恢复正常之后，成本提高的情况可能也会恢复正常。第三，国内的在线广告投放平台，比如在线视频网站，约一半的广告营收来自跨国公司，而当前虽然贡献一半收入的本土企业韧性很强，广告投放变化不大，但是跨国公司的广告投放却有很大下降。由于在腾讯广告平台的投放 ROI 较高，即使行业有库存的大量增长，公司的广告业务依然可以保持不错的增长。

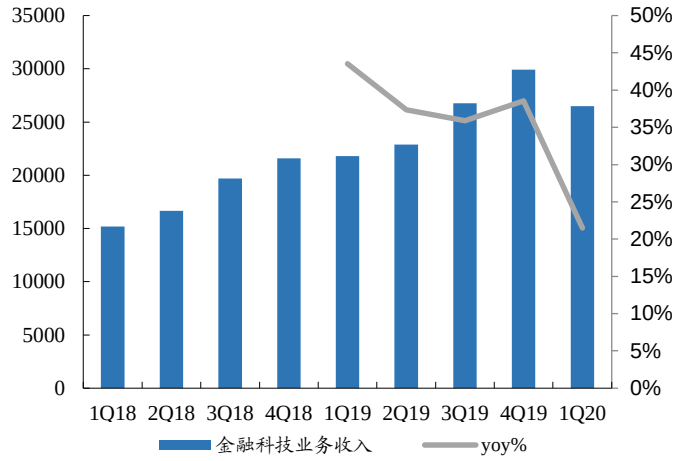
4.1.4. 金融科技服务将很快成为支撑公司收入快速增长的主要推动力

金融科技服务本季度实现收入 264.75 亿元（+21.5%yoy，-12%qoq），占总收入比例为 24%，收入环比下降 12%，主要由于疫情影响，春节及居家令期间，支付活动（特别是线下交易）及提现均有所减少。尽管收入下降，该业务的利润率仍保持稳定，主要因为理财平台及贷款等利润率较高的业务持续增长，同时公司对市场推广及补贴开支有所控制。在 4 月最后一周，公司的日均商业交易额已恢复至 2019 年底的水平。我们的理财平台在第一季稳步扩大业务，资产保有量取得同比及环比的增长。微粒贷的贷款状况保持健康，体现了微众银行审慎的风险管理原则。

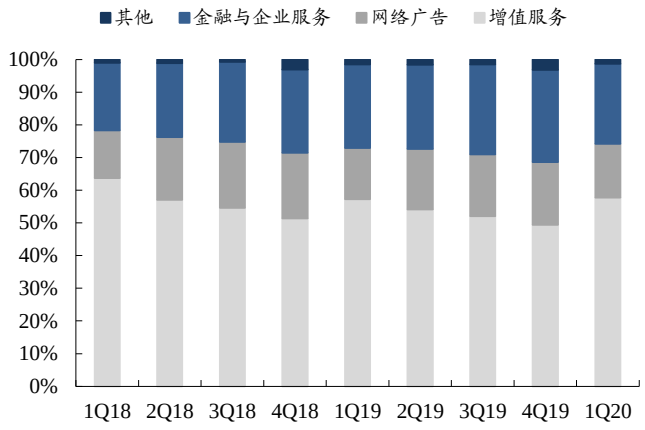
图 26：腾讯金融科技及企业服务收入规模（百万元）

图 27：腾讯公司各项业务收入占比

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

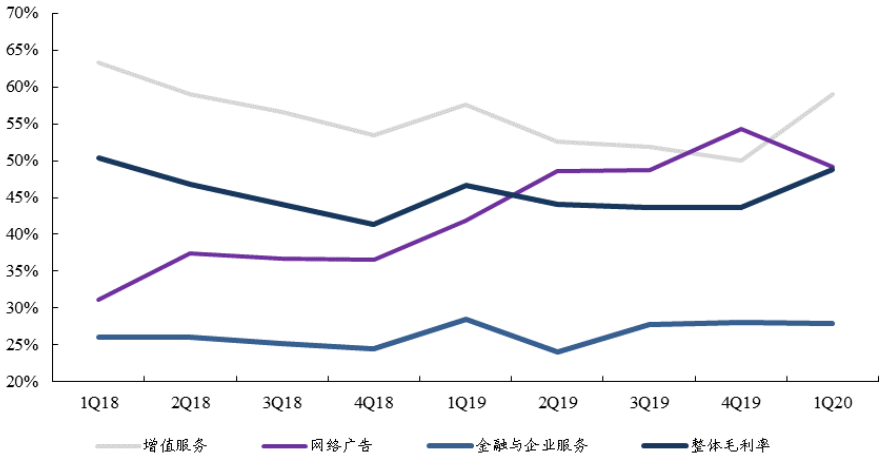


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.2. 游戏收入快速增长带动毛利率提升

本季度公司整体毛利率为 48.9%（YoY + 2.3pct），其中增值服务毛利率为 59%（yoy +1.5pct；QoQ+8.9pct），毛利上升主要由于高毛利游戏业务快速增长，同时社交网络方面内容采购成本下降；广告业务毛利率为 49.2%（YoY +7.3 pct；QoQ - 5.1pct），社交广告占比提升推动广告业务毛利率上升；金融科技及企业服务毛利率 27.9%（YoY -0.6 pct；QoQ – 0.2pct），金融科技业务毛利率持续上升。

图 28：腾讯公司各项业务毛利率情况



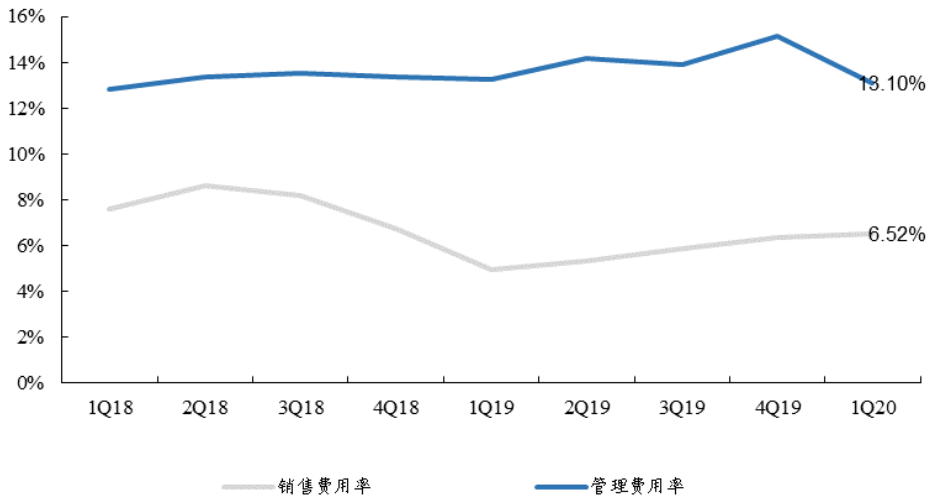
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.3. 运营费用受到良好控制

1Q20，公司营销及推广开支为 70.49 亿，同比上升 66%；营销开支率为 6.5%，同

比上升 1.5pct；主要由于近期各类推广活动如微视春节活动推广开支等。行政开支为 141.58 亿，同比增长 25%，管理费用率为 13.1%，同比下降 0.2pct，基本保持稳定。

图 29：腾讯公司运营费用率变化



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.4. 业绩预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 4708/5778/6929 亿元，同比增长 24.8%/22.7%/19.9%。对应归母净利润分别为 1174/1435/1729 亿元，同比增长 25.8%/22.2%/20.5%。公司各项业务超预期增长，且为后续增长留有余力，支付流水恢复较好，云业务后续有望加速增长，我们维持腾讯“买入”评级。

4.5. 风险提示

微信生态发展低于预期：微信生态体系内的社交流量的变现能力存在被高估的可能，如果中小商家未能有效地通过社交网络进行流量获取，微信生态的发展可能低于预期，同时从小程序到原生 APP 的引流可能导致服务未能有效在微信停留。

游戏变现能力和推出时间不及预期：公司网游业务的增速较为依赖头部产品的表现，如《绝地求生：刺激战场》在国内的版号获取情况。当手游行业进入“大单品时代”，对头部产品的依赖度有可能上升，变现节奏的不稳定可能导致业绩出现较大的波动。

广告业务的变现进展低于预期：微信拥有超过 12 亿的月活跃用户，社交广告的变现很大程度上依赖于微信体系。广告的变现需要在保障用户体验的基础上，存在整体进展低于预期的风险。

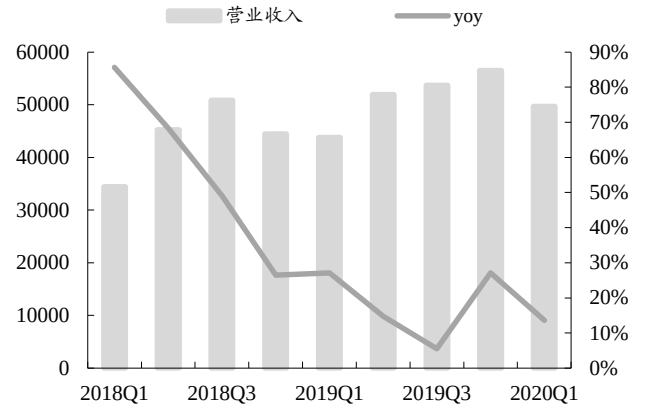
政策监管风险：国内网络监管逐步规范，内容的导向与信息的传播要求将更加严格，存在内容监管风险。同时公司金融业务涉及面较广，基金、证券、保险、支付等业务同样存在监管风险。

5. 小米集团：业绩超预期，互联网服务占比持续提高，5G 手机市占率扳回一城，海外收入快速增长

5.1. 业绩超预期，互联网服务占比持续提升，海外表现亮眼

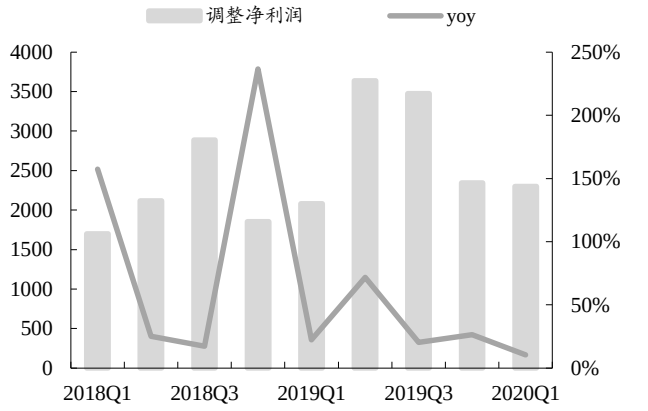
小米集团 2020Q1 实现收入 497.02 亿元，同比增长 13.6%，实现经调整净利润 23 亿元，同比增长 10.6%，疫情之下，收入利润均超市场预期。

图 30：小米集团营业收入变化（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 31：小米集团归母净利润变化（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

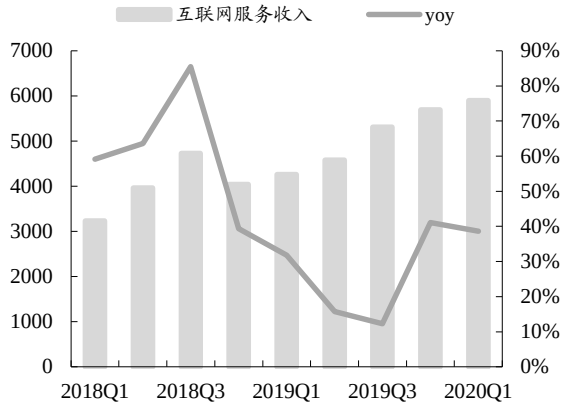
5.1.1. 互联网服务占比提升，ARPU 值稳步增长

本季度公司互联网服务收入达到 59 亿元，同比增长 38.6%。互联网服务占收入比重持续提升，由 2018Q1 的 9.4%增至 2019Q1 的 9.7%，本季度又因疫情助力，使得收入占比提高至 11.9%。

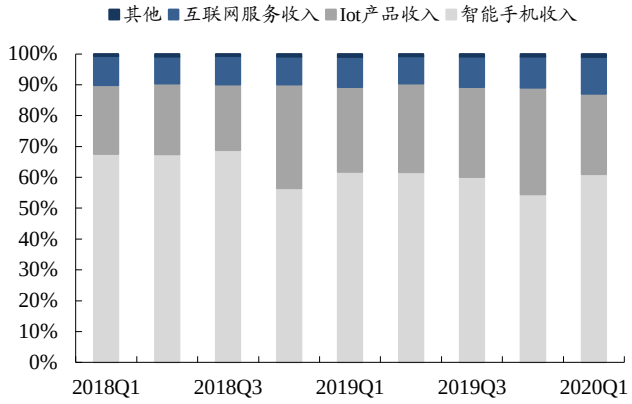
图 32：小米集团互联网服务收入情况（百万元）

图 33：小米集团各业务占比

请务必阅读正文之后的免责声明部分



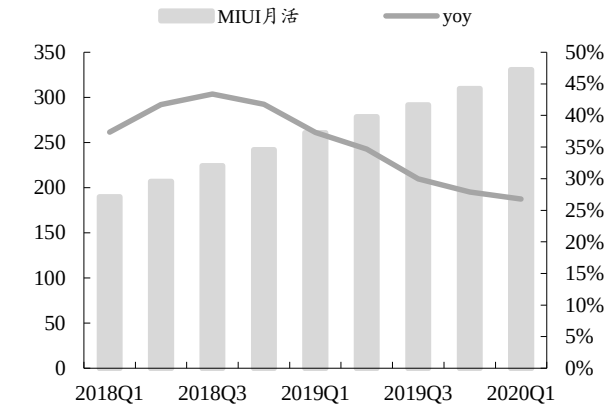
数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

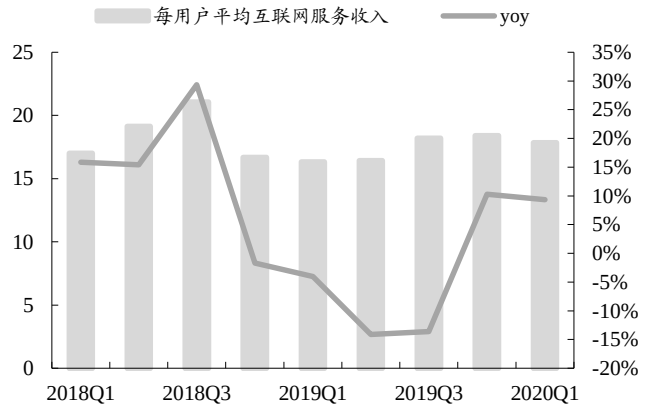
公司互联网服务的用户活跃度和使用时长在本季度明显增加。2020 年 3 月，MIUI 月活跃用户数达到 330.7 百万，同比增长 26.7%。ARPU 值提升 9%，达到 17.8 元，互联网变现持续推进。

图 34：MIUI 月活情况（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 35：小米集团互联网业务 ARPU 情况（元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

拆分来看。本季度广告收入达到人民币 27 亿元，同比增长 16.6%。虽然受到疫情影响，部分垂直领域的广告投放预算降低，但公司通过搜索、预装、信息流等多元化的变现途径，对更多垂直行业客户来源的持续拓展，对推荐算法的不断优化，部分抵销疫情带来的影响。同时境外互联网广告收入在 2020 年 Q1 增势强劲，使公司实现了总体广告收入同比增长。

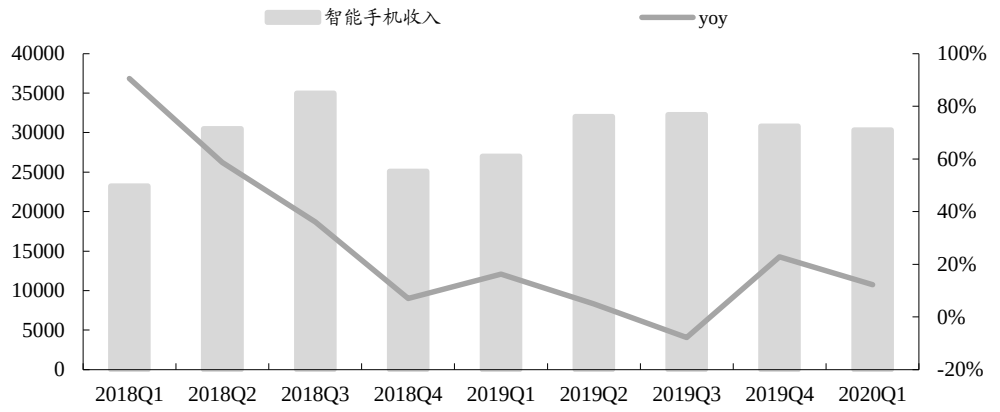
游戏收入达到人民币 15 亿元，同比增长 80.5%，主要是受益于中国大陆游戏市场的良好表现以及端手机带来的较高的每用户平均游戏收入。

除中国大陆智能手机广告和游戏以外的互联网服务收入，包括有品电商平台、金融科技业务、电视互联网服务以及境外互联网服务所产生的收入，同比增长 71.5%，对互联网服务总收入的贡献占比达到 38.1%。

5.1.2. 手机高端化取得初步进展，ASP 同比上升明显

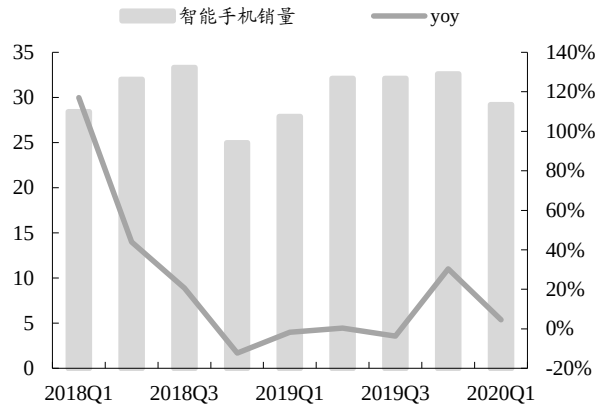
本季度智能手机业务收入 303 亿元，同比增长 12%。其中智能手机销量同比增加 5%，至 2920 万部，手机均价同比提升 7%至 1039 元。公司全球智能手机出货量的市占率上升至 11.1%，排名全球第四，是五大手机厂商中仅有的两家维持出货量同比增长的厂商之一。小米品牌手机高端化取得不错进展，Q1 中国大陆市场智能手机均价同比提升 18.7%。

图 36：小米集团智能手机业务收入变化情况（百万元）



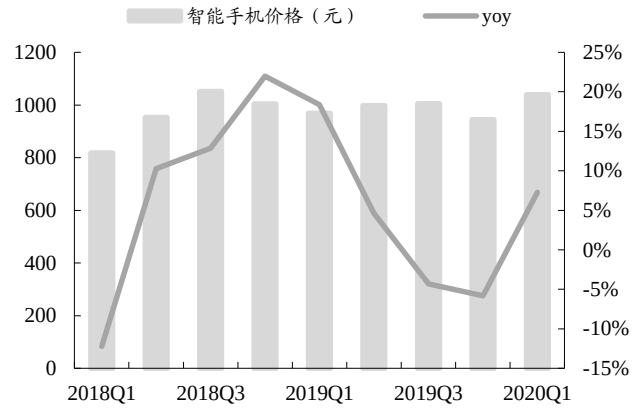
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 37：小米集团智能手机销量（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 38：小米集团智能手机价格

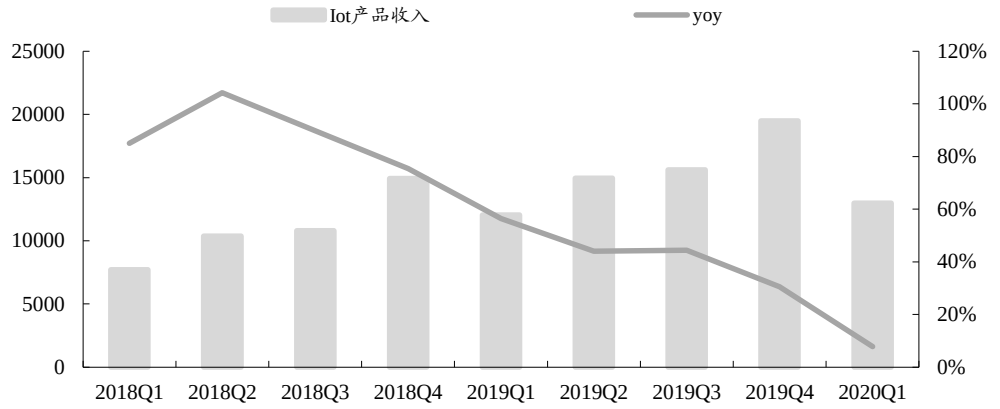


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5.1.3. IoT 与生活消费品业务受疫情影响显著，智能电视占比下降，IoT 用户数稳健增长

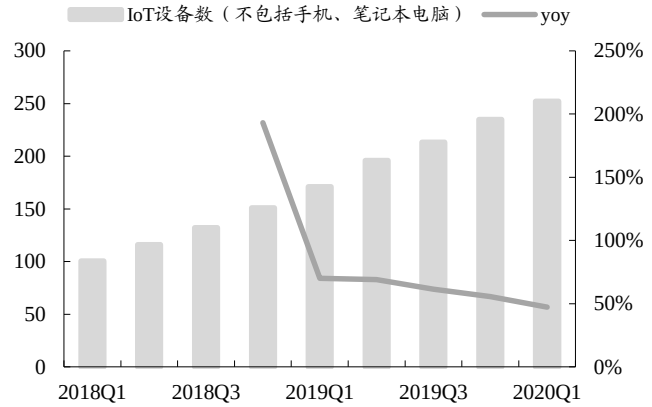
2020 年 Q1，IoT 与生活消费产品业务收入为人民币 130 亿元，同比增长 7.8%。IoT 存量设备数达到 2.52 亿台，同比增长 45%。同时，拥有 5 个以上 IoT 设备的用户达到 460 万新高，智能家居控制中心米家 APP 的月活也同比增长了 53%至 4 千万，AI 语音控制终端小爱同学月活达到 70.5 百万，同比增长 55%。

图 39：小米集团 IoT 产品收入（百万元）



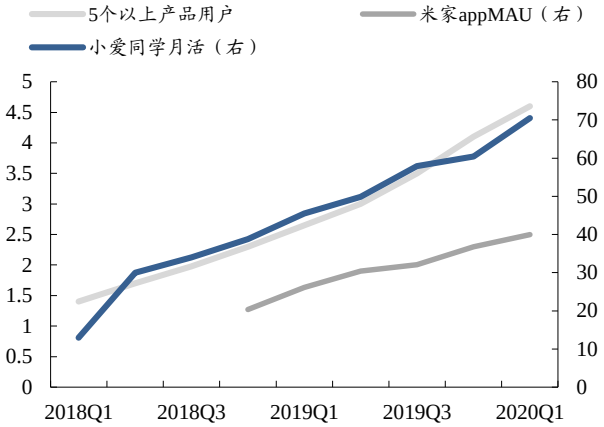
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 40：小米集团 IoT 设备数（百万台）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 41：小米集团重要产品月活（百万）

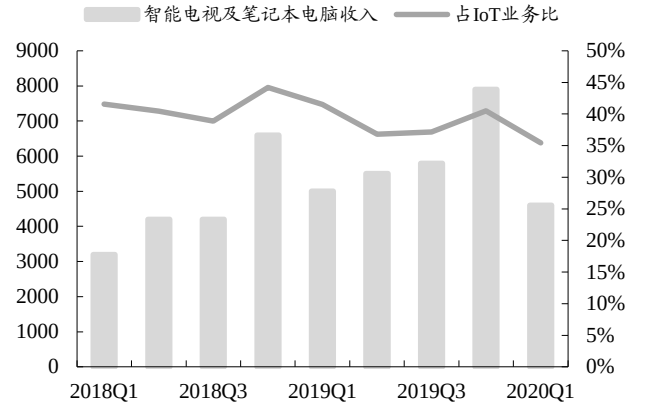


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

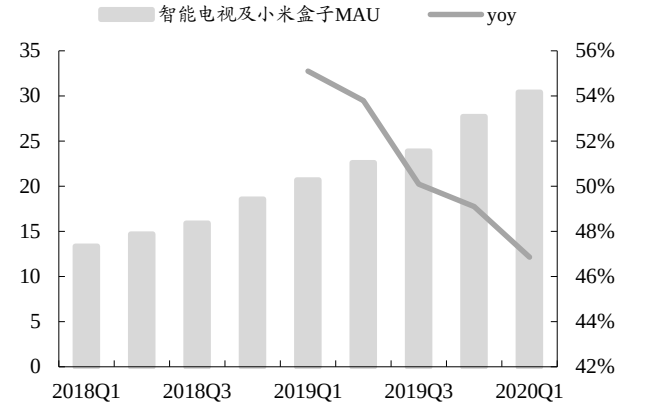
其中占 IoT 业务收入比重最大的智能电视及笔记本电脑收入因疫情影响同比下滑 8%，占 IoT 业务收入比重因此下滑至 35.4%，但智能电视出货量依然微增 3%，达 2.7 百万台。公司智能电视及小米盒子 MAU 与电视存量相关度高，MAU 依然在快速增长，本季度达到 30.4 百万。

图 42：小米智能电视及笔记本电脑收入（百万元）

图 43：小米集团智能电视及小米盒子 MAU（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

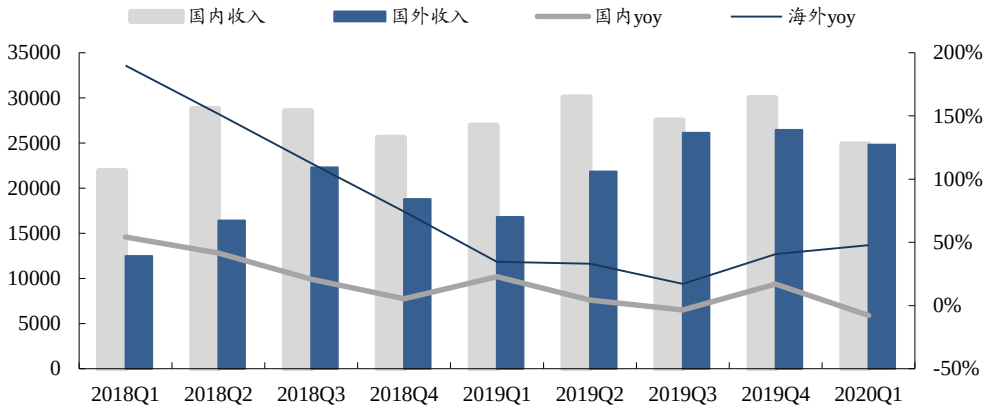


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5.1.4. 境外业务增长抵消境内收入下滑，境外收入占比首次达到 50%

本季度境外市场收入达到 248 亿元，同比增长 47.8%，占总收入的 50.0%，这是公司历史上首次实现境外收入占比达到一半。可以看到，国内因疫情影响，收入同比下滑 8%，但是海外收入增长强劲，同比增长 48%。

图 44：小米集团境内外收入情况（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

根据 Canalys 的数据，本季度公司在欧洲市场的智能手机出货量同比增长 58.3%，市占率达到 14.3%，其中西欧市场的手机出货量同比增长 79.3%。公司在西班牙市场按出货量计市场份额 28.0%，排名首次达到第一；在意大利、法国和德国也分别排名前四。在拉丁美洲地区，2020 年 Q1 在整体市场下滑的情况下，小米仍实现了同比 236.1%的增速。此外，公司在中东和非洲地区的智能手机出货量同比分别增长 55.2%和 284.9%。

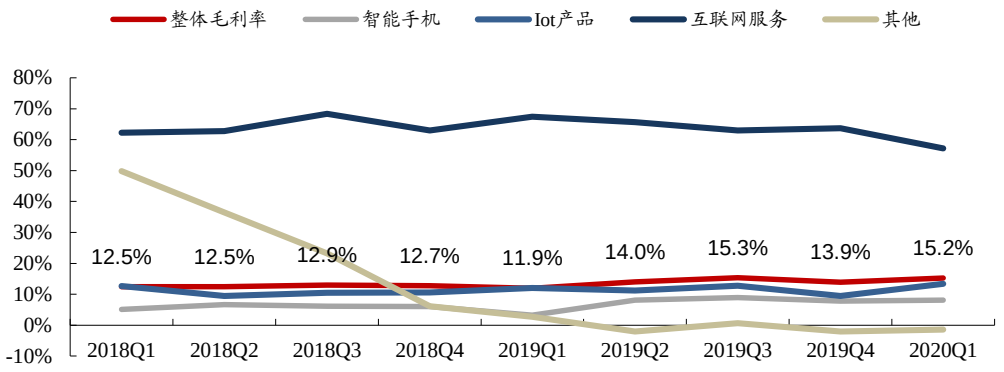
5.2. 毛利率有所提升，调整净利率保持稳定

一季度公司整体毛利率相比去年同期显著提高，主要在于互联网服务收入占比增大、

智能手机和 IoT 业务毛利率提升所致。毛利额呈现较快的增长态势。

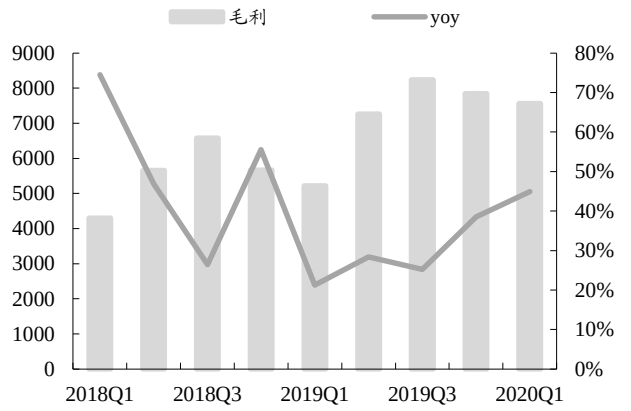
而互联网服务毛利率本身略有下滑，主要原因在于游戏及其他增值服务的收入占比上升，而这些业务的毛利率比广告业务毛利率低，以及金融科技业务因疫情影响减值拨备增加导致毛利率下降所致。同时，公司经调整净利率水平保持稳定。

图 45：小米集团各业务毛利率情况



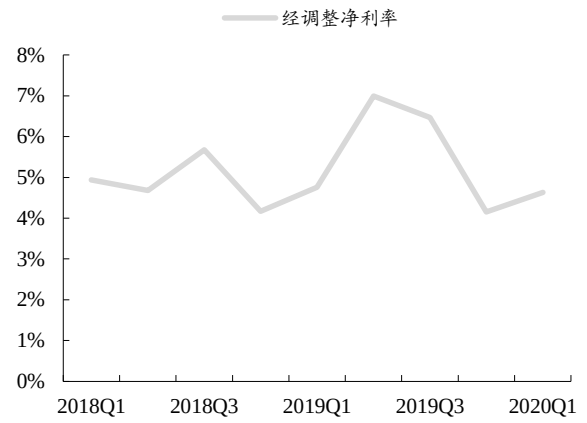
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 46：小米集团毛利额变化（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 47：小米集团经调整净利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5.3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 2501.61/3057.33/3686.40 亿元，分别同比增长 21.5%/22.2%/20.6%。归母净利润分别为 122.17/153.96/186.07 亿元，分别同比增长

21.6%/26.0%/20.9%。小米集团具有独特的业务模式和非常高效的流通体系，从而建立了难以超越的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

5.4. 风险提示

行业竞争加剧，疫情严重程度超预期，技术升级风险，贸易战风险，港股流动性风险。

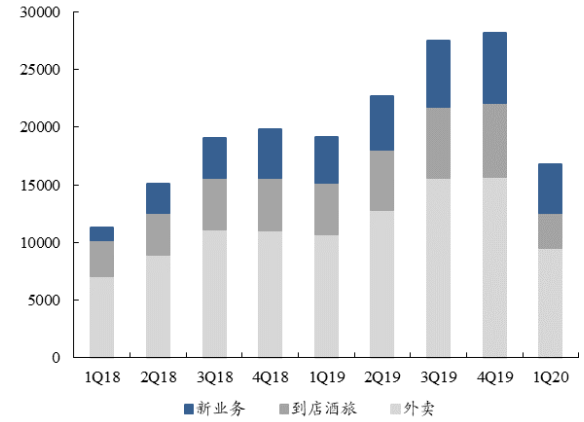
6. 美团点评：结构逐步转型，B 端收入步入快速增长期

6.1. 概述： B 端变现进入加速期，亏损幅度好于预期

美团 1Q20 实现营业收入 167.54 亿元（- yoy12.6%）；经调整 EBITDA 达 0.41 亿元，经调整净利润-2.16 亿元,亏损率为-1.3%，去年同期-10.49 亿元，20Q1 业绩显著好于此前预期。

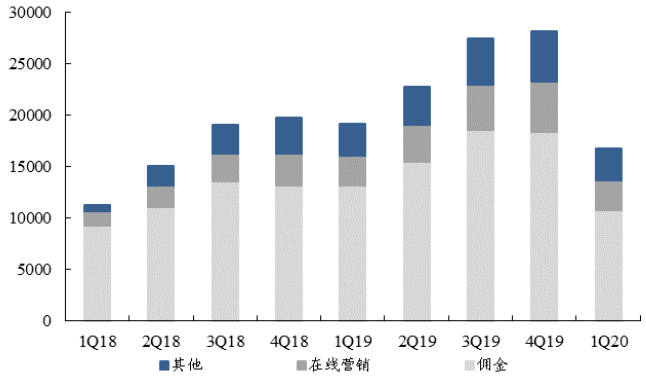
佣金，在线营销和其他占比为 65%/17%/18%,结构稳定。从不同业务而言，外卖，到店酒旅和新业务占比为 56.6%/18.5%/24.5%，受疫情影响，商户广告投放减少，买菜等业务增长致使营销占比下降，新业务占比提升。

图 48：美团分业务收入（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 49：美团佣金，营销及其他服务收入（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1Q20 毛利率为 31%，环比下降 3.5 个百分点，同比提升 4.6 个百分点，主要由于 Q1 疫情影响下，外卖方面客单价提升致使餐饮部分毛利提升；同时，新业务中网约车司机成本和单车折旧减少；疫情结束后，网约车成本将有所增加，Q2 毛利率环比或略有下降，但由于 B 端的营销服务发展较快，同比毛利率依旧有望保持提升。

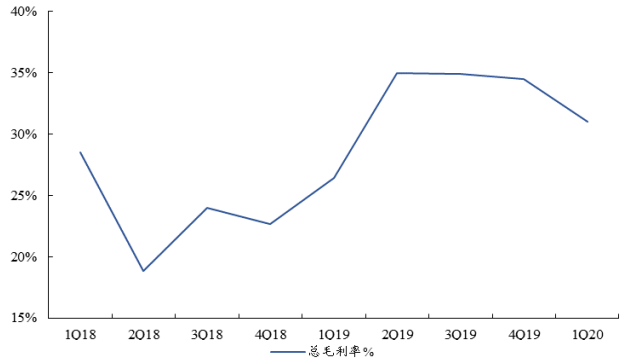
费用方面，1Q20 销售费用 32 亿元，同比下降 13.7%，销售费用率为 19%，环比同比均保持稳定。虽然 Q1 疫情期间公司在外卖的激励和补贴均有提升，但由于交易用户和交易量减少致使激励费用降低。总体而言，公司目前销售费用率保持稳定，侧面反映出用户对于平台的粘性已经逐步养成。

研发和管理费用均保持稳定。1Q20 研发费用 23 亿，同比增长 12.8%；研发费用率 14%，环比提升 6 个百分点，同比提升 3 个百分点，主要由于员工福利开支增加。管理费用率为 6%，环比提升 2 个百分点。

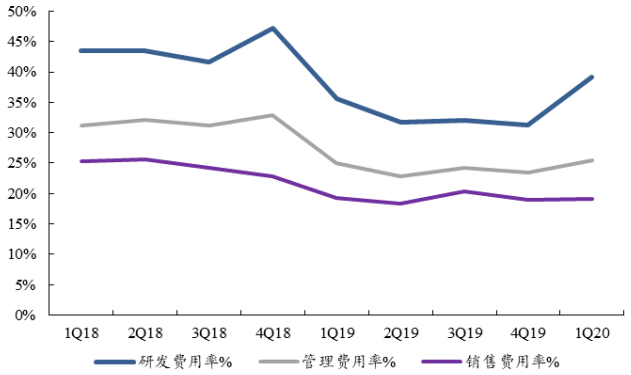
图 50：美团毛利率%

图 51：美团费用率%

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 外卖

2020Q1 美团外卖实现营业收入 94.9 亿元（- yoy11.4 %），整体 GMV 达 715 亿元（- yoy 5.4 %），订单量为 13.75 亿单（- yoy 17%）；外卖业务综合变现率达 13.3%，同比下降 0.7 个百分点，环比下降 0.9 个百分点。

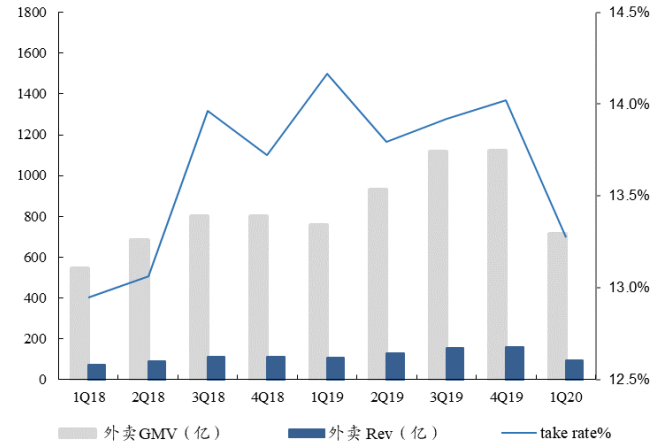
1Q20 外卖经营亏损约 0.71 亿元，亏损主要由于疫情影响下外卖订单量下降，密度降低，致使单均骑手成本上升。截止 2020 年 5 月，整体外卖订单量已经恢复 90%，6 月增速或将转正，订单量恢复后，骑手端规模效应显现，单均配送成本将保持下降趋势，进一步提升外卖盈利能力。

GMV 降低幅度低于订单降幅主要由于疫情期间，部分品牌商户加速进入外卖平台，致使整体客单价提升至 52 元，同比增长 14.5%，环比增长 16.3%。随着复工后中长尾商户供给恢复，环比客单价将略有回调，但由于高端商户的留存，整体客单价同比仍有望保持提升。

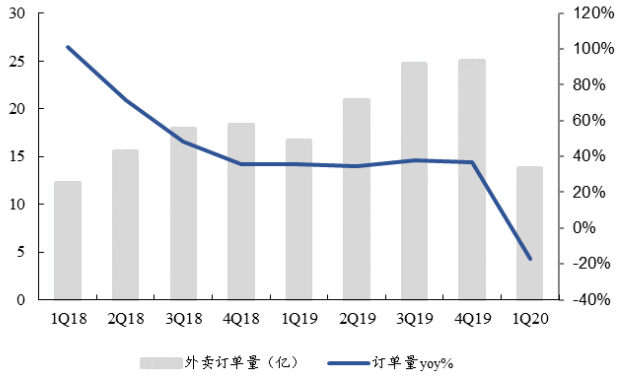
图 52：外卖 GMV（亿元），收入（亿元）及变现率%

图 53：美团 1Q20 订单量为 13.75 亿单（- yoy 17%）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

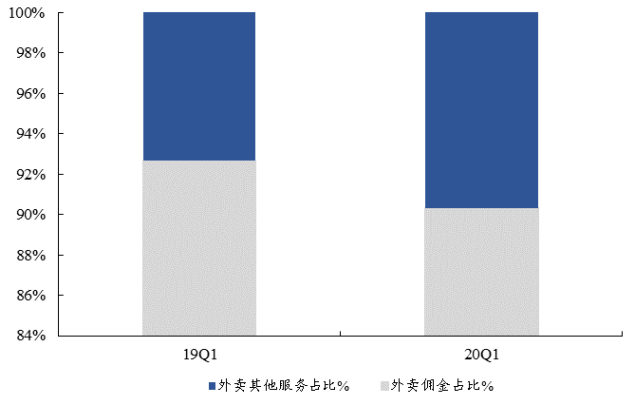


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务结构逐步转型，B 端变现进入加速期。1Q20 公司调整收入披露方式，从各业务结构来看，外卖业务中，佣金收入占比由 19Q1 的 93%降至 90%，其他服务收入（营销和其他）占比提升至 10%。目前外卖平台对于商户的核心作用在于摊薄租金和人工等固定成本，当前佣金提点率已经接近商户盈利上限，未来 B 端的变现收入增加（如高毛利的广告营销服务等）将逐步成为外卖业务利润提升的核心驱动。

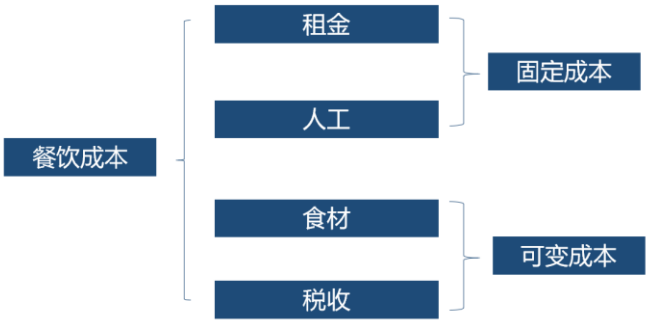
总体而言，外卖业务已经逐步进入利润释放阶段，我们认为 2020Q2 盈利能力有望大幅提升，主要由于：1，GMV——用户消费恢复将推动订单量大幅提升；同时，高端商户留存将推动客单价提升，将带动整体 GMV 增长；2，变现率——B 端高毛利广告收入提升将带动变现率上升；3，成本端——订单密度和配送效率同步提升，致使骑手端规模效应显现，提升盈利空间。

图 54：佣金和其他收入占比%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 55：商户成本拆分



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所整理

6.3. 到店酒旅

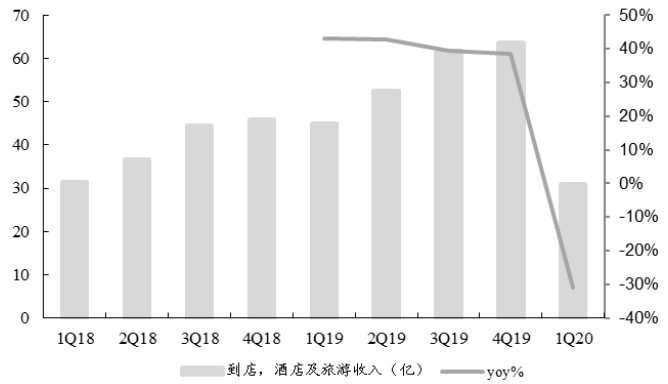
1Q20 整体到店酒旅实现收入 1Q20 整体到店酒旅实现收入 30.95 亿（- yoy 31%），

佣金 11.97 亿（-yoy50.6%）；广告服务 18.87 亿元，同比下降 8%；其他服务 0.11 亿元，经营利润 6.8 亿，经营利润率为 22%，去年同期经营利润为 15.93 亿。

营销服务表现出色，后疫情时期将持续贡献利润。1Q20 在整体酒店和到店佣金大幅下滑情况下，广告业务在整体到店酒旅收入占比提升至 61%。疫情过后，商户为弥补 Q1 损失，在广告端需求或将增加，此前停滞的部分广告业务收入也将逐步恢复，我们认为今年整体广告业务依旧将保持快速增长。

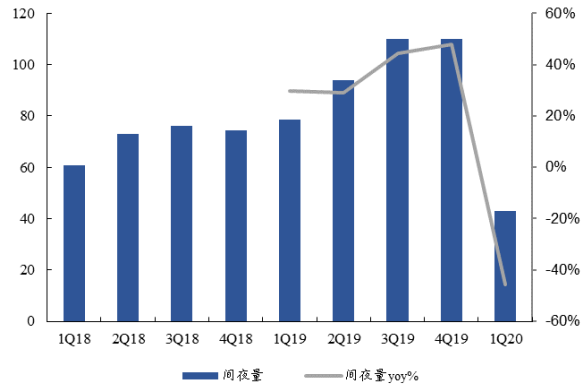
酒旅逐步恢复，美团优势显现。1Q20 酒店间夜量为 4280 万，同比下降 45.5%，目前尚处于恢复期，但由于疫情造成的办公模式转变和出行限制等影响，商旅需求恢复较慢，但由于美团本身酒店业务中，低线城市合作酒店较多，且同城预订较多，在恢复期具有一定优势；其次，在高端酒店领域，美团结合自身在餐饮和旅游等优势，联合各大酒店品牌推出各类促销活动，进一步加强了在高星酒店的渗透。

图 56：美团到店酒旅 GMV（亿元）及增速%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 57：酒店间夜量（百万）&yoy%

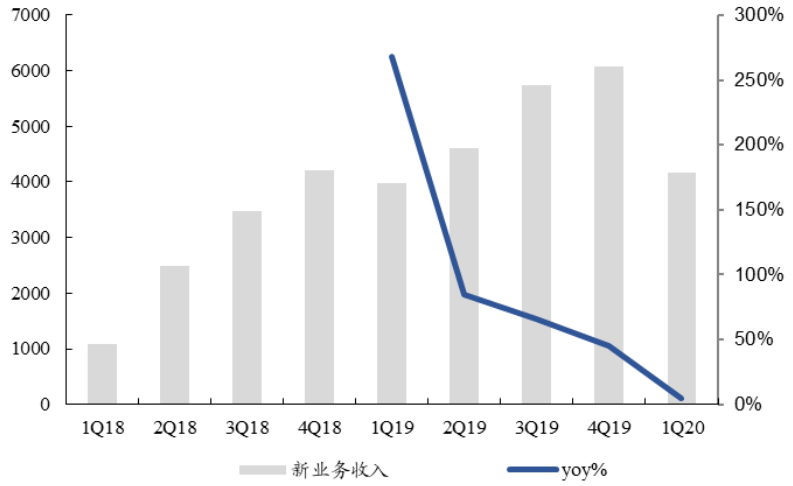


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.4. 新业务

1Q20 新业务整体收入 41.68 亿（+yoy 4.9%），其中佣金收入 10.39 亿元，广告收入 0.58 亿元，其他收入 30.7 亿元，经营亏损 13.64 亿元，亏损率由 19Q1 的 47.2%收窄至 32.7%，主要由于单车折旧大幅减少，同时疫情期间网约车和快驴等业务量降低，相关成本减少。

图 58：美团新业务收入(百万元)及增速%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来新业务方面，美团将加速 C 端和 B 端数字化赋能脚步：

1) To C 端——完善生活服务全场景布局： 首先，“出行”作为日常生活中消费频次仅次于“餐饮”的重要生活场景成为各平台必争之地，美团近年推出“美团打车”，收购“摩拜单车”等，逐步覆盖更多的生活场景，致力于提供更全面的生活服务。公司将对 300 万辆旧自行车完成更新，预计 Q2 将更新 150 万辆新车，并且投放十余万辆共享电单车，进一步通过高频的出行业务实现引流，并增加用户粘性。其次，疫情推动了美团买菜等业务快速发展，加速用户使用习惯的形成，为将来发展奠定基础。

2) To B 端 ——为商户实现数字化赋能：未来，凭借着“大众点评”和“美团”在 O2O 生活服务市场的高市占率和高用户粘性，美团顺理成章可推进 B 端的商户衍生服务，包括餐饮管理系统（RMS），快驴进货（供应链），在线商户营销等一系列服务。

6.5. 盈利预测与评级

虽然 2020 年 Q1，美团所在生活服务行业受疫情冲击较为严重，但我们认为疫情对于公司的负面影响并不会改变公司各项业务快速发展趋势。

1， **外卖业务：**佣金类业务方面，疫情加速了高端餐饮加入平台，用户的使用习惯也加速提升，疫情结束后，在提点率稳定的情况下，订单量和客单价将同步驱动 GMV 快速增长；同时，成本端由于订单密度和配送效率的提升，骑手成本将逐步下降，提升整个佣金类业务盈利能力；其他收入方面，在线上流量红利消失情况下，营销等收入将快速增长。

2，**到店酒旅：**随着疫情结束，此前停滞的到店消费和营销收入都将快速改善；虽然酒店和到店消费恢复尚需时间，但考虑营销收入为改业务核心支撑，因此预计 Q2 起，利润率将有所回升。

3，**新业务：**“疫情”带动美团买菜等新即时配送业务快速发展，用户习惯加速养成；同时，随着单车减值亏损收窄，新的单车和电动车继续投放，美团新业务有望保持稳定增长，并逐步打开盈利空间。

预计 2020-2022 年美团收入达 1150/1668/2178 亿元，增速为 18%/45%/31%；经调整 EBITDA 约 84/137/197 亿元，考虑公司由于业务结构转型趋势良好，营销等服务占比提升带动盈利能力增强，维持“买入”评级。

6.6. 风险提示

1，外卖业务风险：骑手成本难以下降，餐饮食品卫生及安全风险，政府对于外卖平台管控风险，补贴难以下降风险。

2，到店，旅游及酒店：行业竞争激烈，酒店旅游受经济周期影响，团购业务萎缩风险等。

3，新业务：单车，快驴等固定资产投入较大，并且需要长期投入，同时，打车，闪购等业务均处于发展初期，需要大规模资金投入，同时行业竞争激烈致使新业务板块发展不及预期，可能引起亏损。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7. 风险提示

美国疫情二次爆发难遏制，经济复苏节奏受疫情拖累；中国自美进口大幅落后于预期；美国提升中国商品关税；特朗普政府对贸易协定态度转变。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

