本期核心观点

美股：

现阶段指数层面的风险降低，意味着季报前可能出现一定的预跑行情，相应的 8 月中旬（中美协议半年度审核+季报高峰结束）会是下一个密切关注的窗口期；美港股下半年展望：1）美股仍然具备投资优势，预计本轮中概超额回报可持续 2 年以上时间，非美权益资产向上可拓展空间依然较大；配置思路上，中国核心资产(新经济企业)>美国上市的其他非美企业龙头>美本土龙头企业。

道琼斯指数上周走势：



恒生指数上周走势：



港股：牛市味道渐浓，低估值蓝筹吸引力提升

美联储锁定降息周期利好非美资产，但这个传导过程实际比较漫长，加上疫情原因，共同导致上半年港股新经济 vs 传统经济”贫富加大”。往前看，我们认为三季度新经济企业和低估值蓝筹都有配置价值。国安法落地，加上下半年摆脱疫情困扰后，国内经济复苏预期，相应也会加大低估值蓝筹的上升空间。作为牛市标配，建议关注券商和保险这类今年表现落后板块中的龙头企业。

腾讯：开启强游戏发布周期，多元化 IP 矩阵提振盈利前景

腾讯在今年上半年完成突围，疫情期间，核心游戏收入和其他业务收入的恢复速度均好于管理层谨慎的预期，并且下半年腾讯将进入强游戏发布周期，DNF、英雄联盟手游有望贡献增量。投资要点：1)核心手游表现超预期，海外市场贡献增量; 2) 强游戏发布周期下，盈利增长势头有望延续; 3)再次涉足电商，微信小商店进入内测阶段;4)投资驱动下，再创历史新高或只是时间问题。

往期回顾

- 《美股进入修正，新经济领跑港股》20200615
- 《2Q20 中概股投资策略展望》20200413
- 《疫情冲击下的美股公司展望》2020033

目录

1、本周核心观点 1

2、上周美股市场回顾 3

3、美股市场分析：夏季行情来临，季节性波动风险加大 5

4、港股策略点评：恒指或加速“磨底”，中期行情一触即发 13

5、老虎美股 50 指数 15

6、老虎港股 30 指数. 18

7、本周基本面日程分析 22

8、腾讯：开启强游戏发布周期，多元化 IP 矩阵提振盈利前景. 25

9、ETF 市场观察 29

10、中美互联网巨头 ETF - TTTN 周报 34

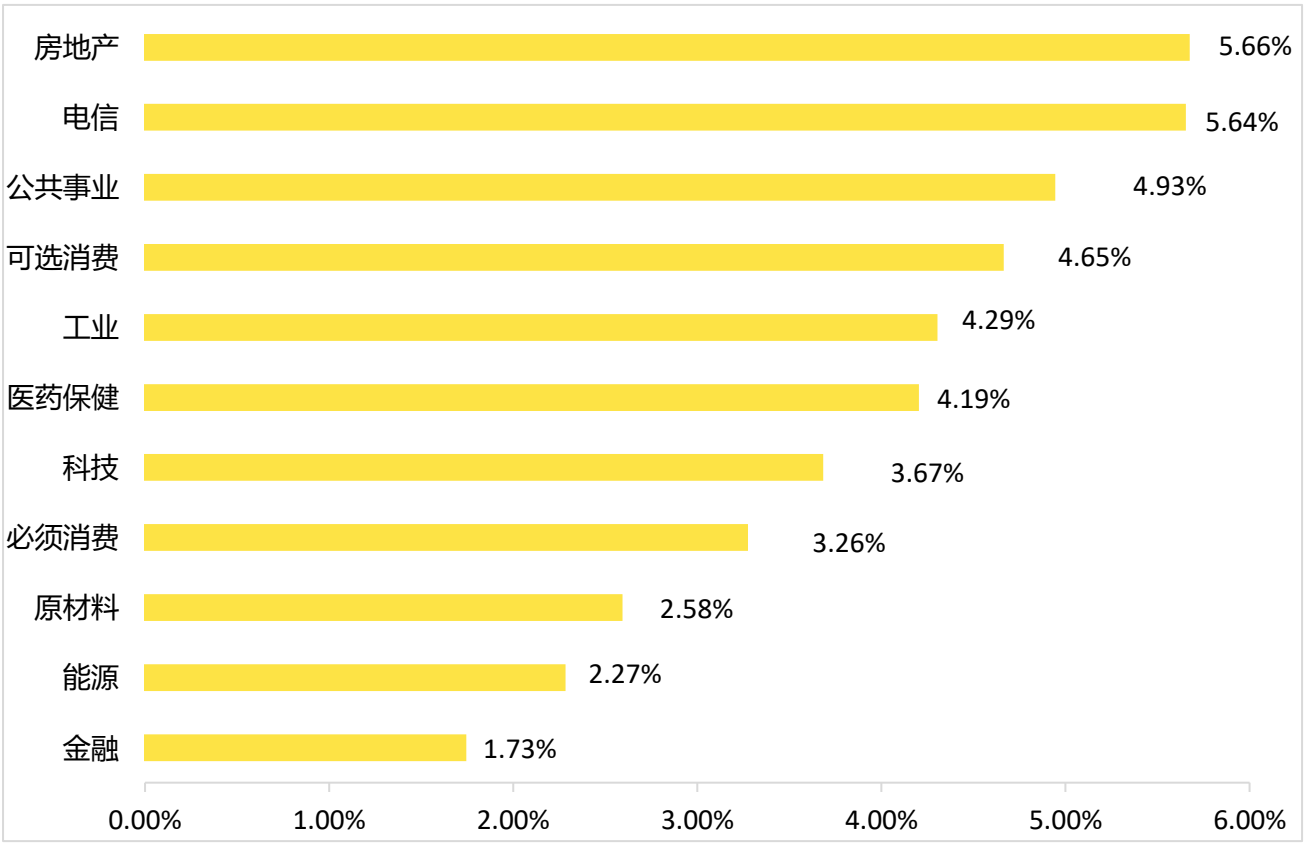
12、重要声明. 37

上周市场回顾

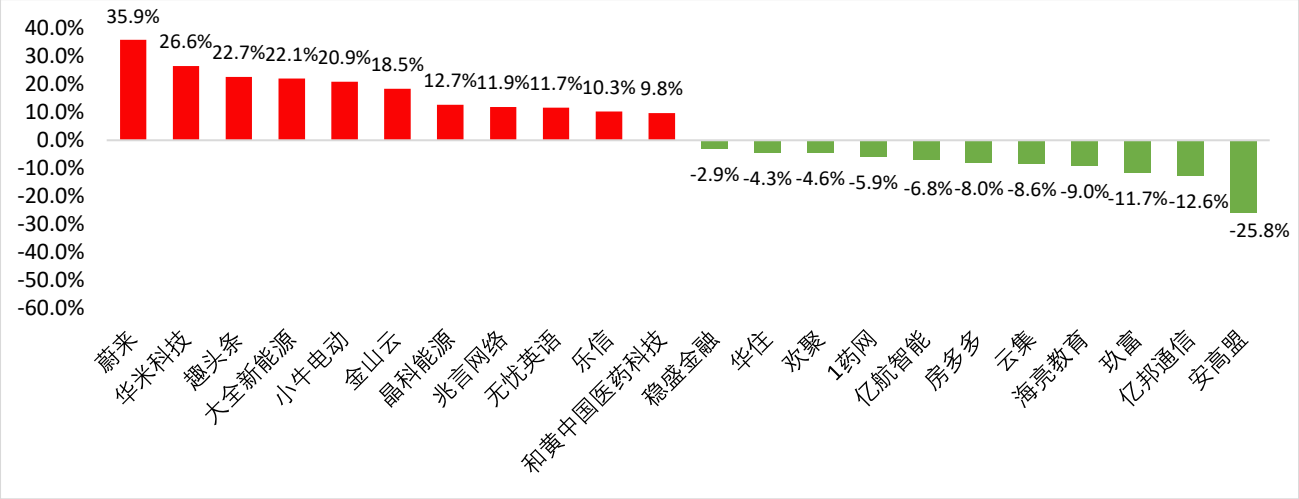
主要指数环境

指数	全周涨跌幅	全周振幅	上周收盘	一周高点	一周低点
标普 500 指数	4.02%	166	3,130.01	3165.81	2999.74
纳斯达克指数	4.62%	647	10,207.63	10310.36	9663.61
道琼斯工业指数	3.25%	1108	25,827.36	26204.41	25096.16
恒生指数	3.35%	1305	25,373.12	25453.58	24148.62
罗素 2000 指数	3.85%	78	1431.86	1459.41	1381.04
原油	4.68%	3	40.29	40.74	37.50
黄金	0.38%	41	1,787.00	1807.70	1766.30

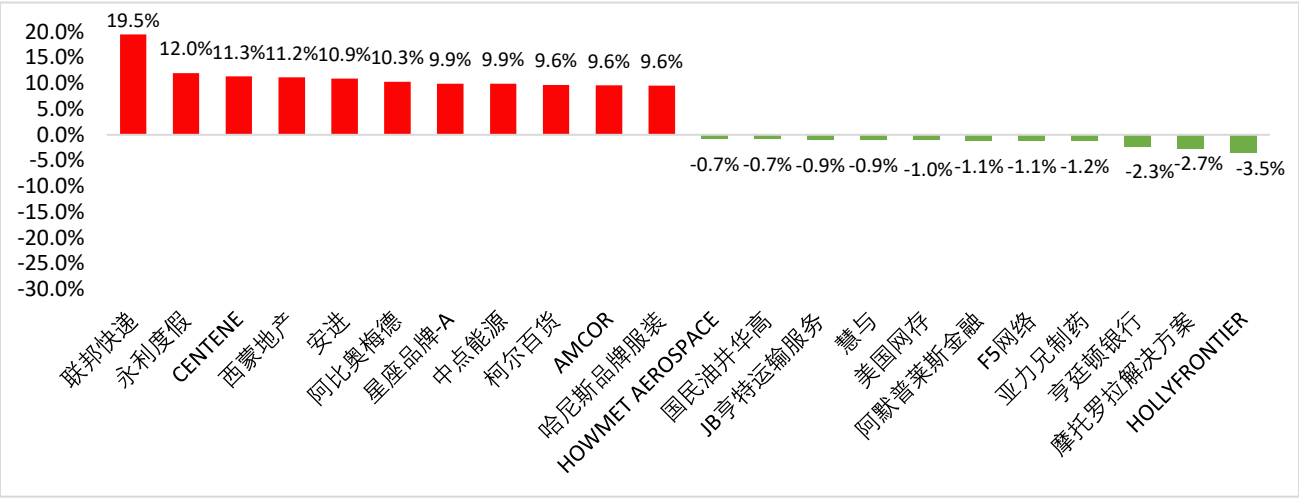
标普 500 板块表现



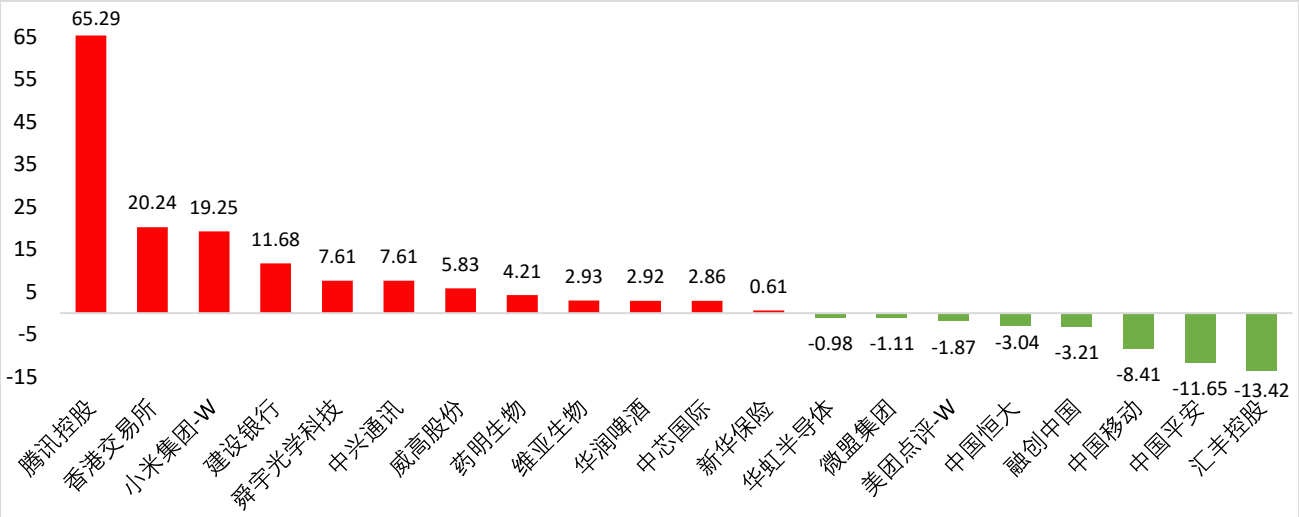
一周中概股股涨跌幅榜（市值>5 亿美元）



一周标普 500 成分股涨跌幅榜



港股通活跃个股资金流向净买入、净卖出（亿）



美股市场分析

报告要点

一、指数环境评估：上周特朗普延长财政刺激，将小企业贷款计划延长至 8 月 8 日美股化险为夷，标普 500 指数在下图上方区域止跌反弹，加上美国 6 月就业人数超预期，都缓解了标普指数原本摇摇欲坠的压力。疫情的增长，尚未驱动美股进去深度修正。现阶段指数层面的风险降低，意味着季报前可能出现一定的预跑行情，相应的 8 月中旬（中美协议半年度审核+季报高峰结束）会是下一个密切关注的窗口期。

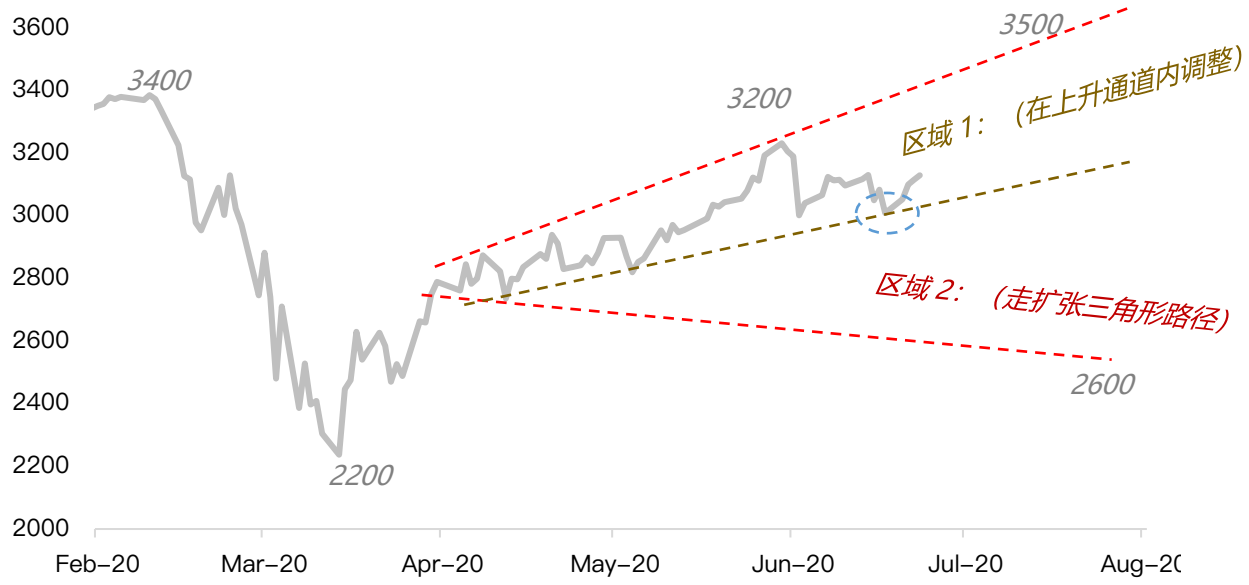
二、市场风格评注： 近期纳斯达克 100 指数 vs 标普 500 指数的相对表现超过了 2000 年互联网泡沫时期的高点，不过如今科技巨头盈利水平和 2000 年时期已经明显不同，盈利能力大概是 20 年前的 5 倍，加上疫情期间的多重原因，单纯静态比较并不能反映泡沫化。

三、上半年市场表现回顾：美联储破天荒的宽松刺激下，特斯拉，亚马逊这些代表美国梦的科技企业大放异彩，传统企业最终也得以止跌；2）IPO 欣欣向荣，74 家赴美企业仅 8 家开盘破发，股价表现普遍有不错的续航能力；3）中概股兑现超额回报，我们的龙头组合策略自今年四月创建以来累计回报+51% vs 同期标普+12%，恒生指数+2%。

四、2H2020 展望： 1）乐观预期 QE 周期内，下半年的美股仍然具备投资优势，但市场并没有将特朗普败选的可能或与大选相关的扰动纳入预期，相应的 8 月中旬中美协议半年度审核，还有 10 月中下旬-11 月初大选会是比较关键的时间窗口，易出现波动；

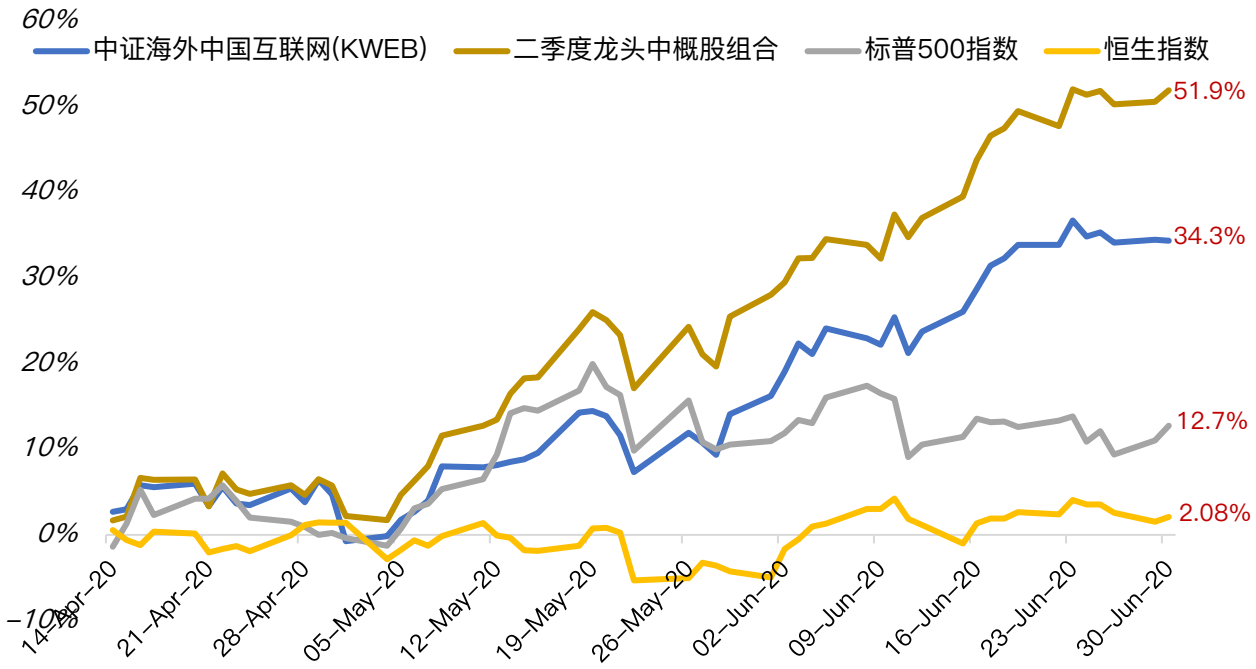
2）预计本轮中概股超额回报可持续 2 年以上时间，非美权益资产向上可拓展空间依然较大；3)配置思路上，中国核心资产(新经济企业)>美国上市的其他非美企业龙头>美本土龙头企业。报告链接参考：*《2H20 美港股展望：聚焦中国核心资产，拥抱市场红利（20200702）》*

图 1：标普 500 指数夏季行情的 2 种运行路径（上周并未跌破区域 1 支撑）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 2：我们的中概股组合策略 4 月创建以来表现（京东、中通、哔哩哔哩、美团、腾讯）



数据来源：Bloomberg，老虎证券，备注：业绩表现按等权重展示（2020/04/13-2020/06/30）

专题：2H20 美港股投资展望

下半年美港股热点问题探讨

在投资中，时间往往被当成与空间一样关键的变量，与之相关的问题常常会被探讨，比如什么时点开始一笔投资，持有多久，过程中该不该择时等诸多问题，但这些问题可能又因理念、因策略而异，往往没有标准化的答案。比如：1）过度考虑择时，可能会规避掉阶段性风险，但有时候会错过龙头企业后面可能依然广阔的涨幅；2）完全不择时，但像美股二季度涨幅已经不少的这种情况，尤其是中概等热门题材，如果下半年才开始介入，有没有追高的风险？加上本身今年全球市场还夹带着疫情、大选、流动性这些比较难定量分析的问题，这就意味着投资者可能需要比往年更多精力来权衡时间和空间的问题，并制定适合自己的投资策略。

对于以上问题，我们的看法是：1）相对对于指数环境，美股趋势可以锚定 QE 来做定性的参考，历史上美股的上涨往往在 QE 真正落幕时才结束；2）中概股趋势上可以锚定美股，相对于美股的超额回报预计可持续 2 年以上时间，参考国内市场，中国资产向上可拓展空间仍然较大；3）从不确定性中寻找确定性，这部分可以通过择股和构建组合的方式来弥补，而又不至于错过投资机会。

下半年美港股投资主题展望

我们延续了年初展望的思路，下半年进一步锁定了 5G、云、电商、游戏这类高景气行业作为配置参考，将疫情二次爆发、流动性边际减弱、以及大选在内的因素可能对投资带来的冲击降到更低。

1）聚焦中国核心资产，中概龙头组合新加入小米、港交所、泰邦生物；

2）拥抱 5G、云计算高景气行业；下半年新建美股组合，加入苹果、微软、亚马逊、Sea、Shopify、动视暴雪、吉利德、沃尔玛；3）被动指数化投资关注 TTTN、KWEB，这类挂钩中国核心资产的 ETF。

报告链接：*《2H20 美港股展望：聚焦中国核心资产，拥抱市场红利（20200702）》*

港股策略点评：牛市味道渐浓，低估值蓝筹吸引力提升

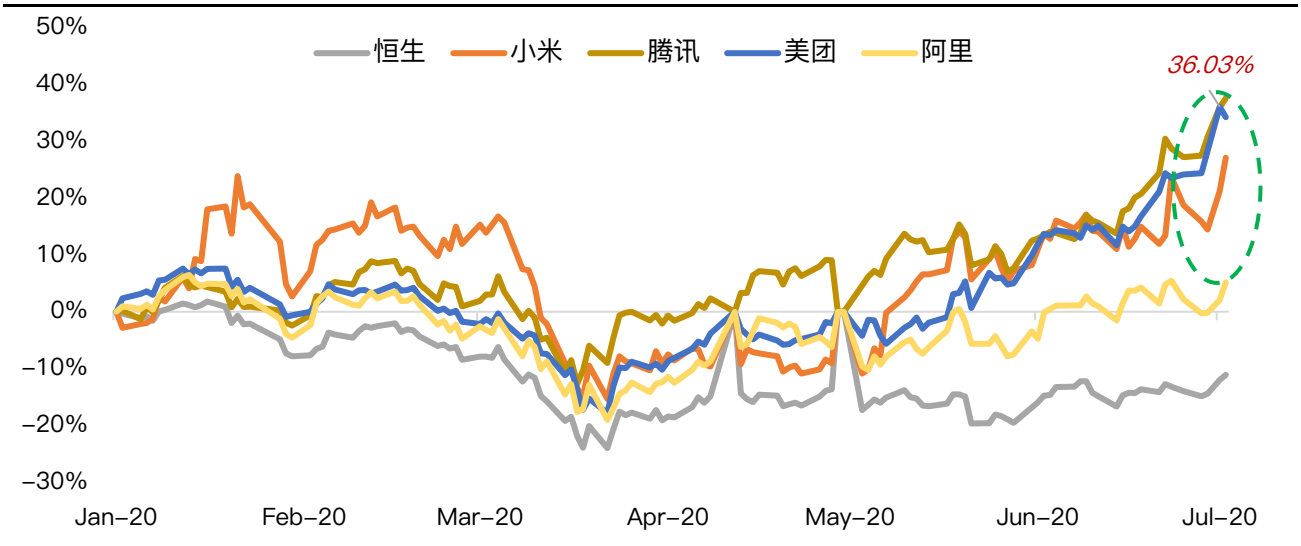
虽然最近恒生指数还在压力位盘旋，但港股牛市的味道已经变得越来越浓了，除了稳健抬升的新经济概念股外，上周 AH 券商也迎来疫情后的“牛市首秀“。

过去我们常说美联储锁定降息周期后会利好非美权益资产，但是这个传导过程实际是比较漫长的，整个二季度下来恒生指数只涨了 3.5%，反而先发资金大部分都进入了新经济企业。如果说，这种“贫富不均”的结构性行情一部分是因为疫情之下新经济企业能见度更高导致，那么下半年，摆脱疫情困扰后，国内经济复苏预期相应的也会加大低估值蓝筹的上升空间。

新经济企业进入牛市，估值未必是主要问题

1）Q2 新经济企业大部分都保持了 20%以上的涨幅，如果只看新经济，港股的牛市实际上已经开始了；我们也观察到，新经济企业估值也并没有全部在上升，比如今年以来京东虽然股价涨了 70%，但如果按 PE 算，估值其实并没有上升，因为盈利改善缓解了估值的压力。未来人民币反弹趋势也会起到同样的作用（增厚港元下的盈利），这说明新经济企业估值未必会是主要的问题，真正决定溢价的是下半年经济的复苏情况、公司本身业绩的改善情况。

图 1：腾讯、美团、、小米、阿里今年以来表现



数据来源：Wind，老虎证券，备注：按陆股通（沪股通和深股通）

牛市风向标——券商股迎来慢牛行情

除了新经济企业外，作为牛市标配，我们建议关注券商、保险这些今年表现落后的板块中的头部企业。一般牛市大部分板块都会有轮动机会，而券商因为直接挂钩业绩（国内券商有一半以上的收入来自于经济业务），通常属于牛市必不可少的配置板块，过去的上涨节奏也较简单。1)历史上的牛市阶段，券商股大部分是无差异上涨；2）行情淡季中，券商股普遍表现平平；

图 2：A 股券商表现 vs 上证指数

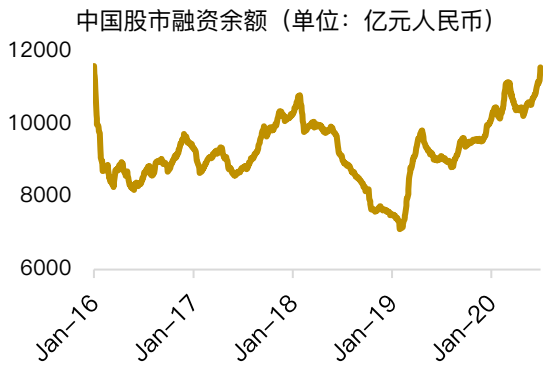


数据来源：Bloomberg，老虎证券

| 从融资余额看，市场风险偏好在逐渐恢复，部分经济指标向好提升了低估值股的吸引力；

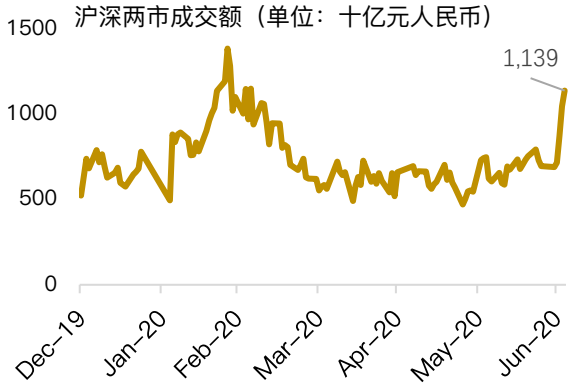
7 月份沪指重新编制和创业板改革，让 A 股比从前更活跃，沪深两市成交连续两日破万亿，基本回到了三个月前的水平，融资余额则升高到 1.14 万亿元，基本回到了 2016 年初的水平（图 3），说明投资者借钱炒股的情绪高涨。再从陆股通（北上资金）连续两个交易日破百亿，也说明香港国安法落地后，外资在加强对中国资产的配置。再加上，中国近期发布的经济数据比较理想（服务业 PMI 超预期），也提振了风险偏好及成交，这些都利好券商股。

图 3：A 股投资者杠杆抬升至 16 年初水平



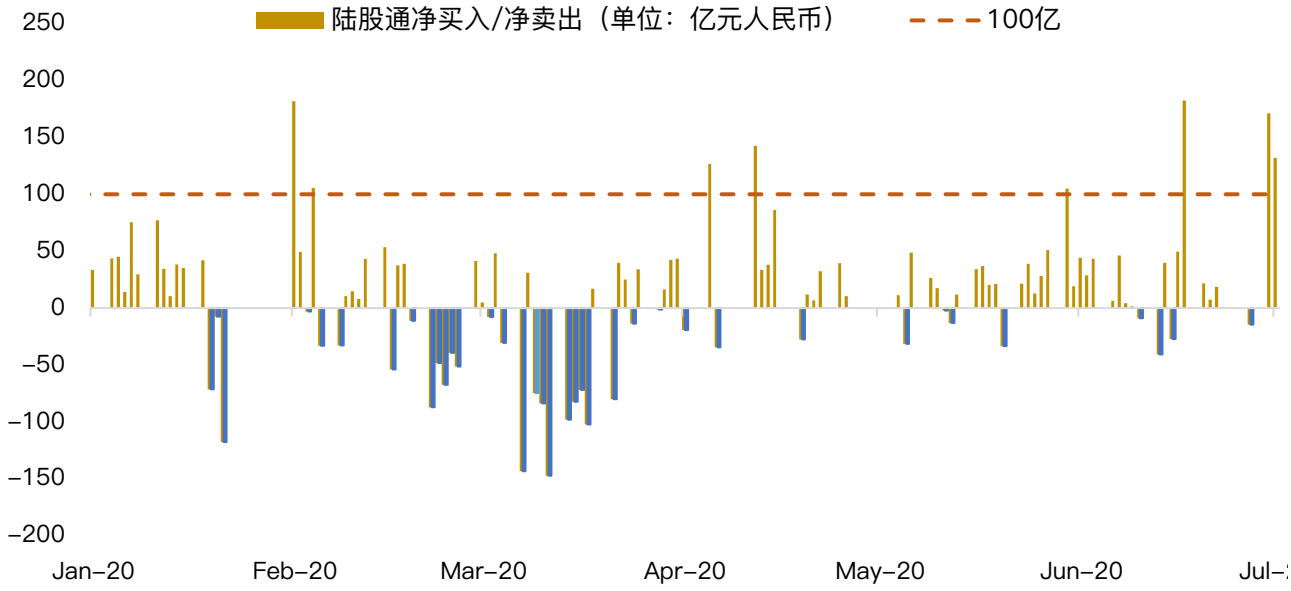
数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 4：沪深成交三个月后再次站上万亿



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 5：北上资金连续两日流入超过 100 亿，外资通过陆股通净买入



数据来源：Wind，老虎证券，备注：按陆股通（沪股通和深股通）

哪类 A 股券商股能见度更高

券商股 ROE 向来偏低，加上过去中国股市牛短熊长的特征（已经大幅改善），直接给“靠天吃饭”的券商业 ROE 带来不确定性。以 19 年为例，国内 131 家券商的 ROE 平均为 6%。市值最大的三家，中信证券 ROE 为 7.7%（行业最高的），华泰证券为 6.2%，国泰君安为

6.7%，而国外同行，比如高盛和摩根士丹利的 ROE 平均超过 10%。加上券商行业集中度低（根据高盛的研究，国内头部五大券商仅占行业收入的三分之一左右）、券商业的同质化竞争也比较激烈。

对于今年来讲，一个重要主题是金融开放，包括松绑外资持股占比，银行混业经营（试点开放券商牌照），未来中资券商将面临更强劲对手的竞争，加上国家层面号召打造航母级券商，行业的合并趋势（近期中信加快收购中信建投），会让头部券商有更多的业务机会，相应的也会挤压中小券商的生存空间。因此我们认为，配置上应该更多关注头部券商，这类券商也基本是 AH 两地上市。不过我们也观察到近期券商股的 AH 溢价率在扩大，说明短期 A 股的吸引力更大。

图 6：AH 上市券商

代码	名称	市值(亿港元)	市盈率(倍)	周息率(%)	A 股代码	A 股溢价率(%)
6030.HK	中信证券	399.2	16.59	3.19	600030.SH	79.55
6837.HK	海通证券	252.3	8.01	0	600837.SH	119.59
6886.HK	华泰证券	245.1	12.88	2.3	601688.SH	70.12
6881.HK	中国银河	187.5	8.82	3.45	601881.SH	196.98
2611.HK	国泰君安	168.1	11.16	3.54	601211.SH	77.84
1776.HK	广发证券	158.4	8.43	6.49	000776.SZ	95.16
6066.HK	中信建投证券	150.6	14.87	2.2	601066.SH	338.32
6099.HK	招商证券	106.9	8.98	0	600999.SH	167.45
6806.HK	申万宏源	66.6	10.4	3.29	000166.SZ	145.01
6178.HK	光大证券	63.2	65.23	0.45	601788.SH	157.23
3958.HK	东方证券	51.8	12.97	3.25	600958.SH	142.95
1375.HK	中州证券	17.6	87.5	1.52	601375.SH	316.48

数据来源：Wind，老虎证券

图 7：中信上市以来 AH 溢价率



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 8：华泰上市以来 AH 溢价率



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

金融股长期低迷的另一个表现是中国保险业股价表现落后，但 A 股和香股的反弹将利好对股市拥有巨大敞口的保险板块，中国疫情受控，也减轻了人们对保险公司受负面影响的担忧。

这段时间恒生指数反复试探中长期压力 25500 附近，后期一旦向上突破，意味着港股将迎来加速上升期。配置方面，我们认为三季度港股新经济企业和低估值蓝筹都有配置机会，我们继续关注改革深化预期下网易、京东、小米、美团等新经济企业中长期投资机会，同时券商、保险龙头股（如中信、华泰等）走强也会是指数走牛的必要一环，从市场交投和经济复苏预期看，三季度同样具备配置价值。

图 9：港币兑人民币



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 10：港币兑美元



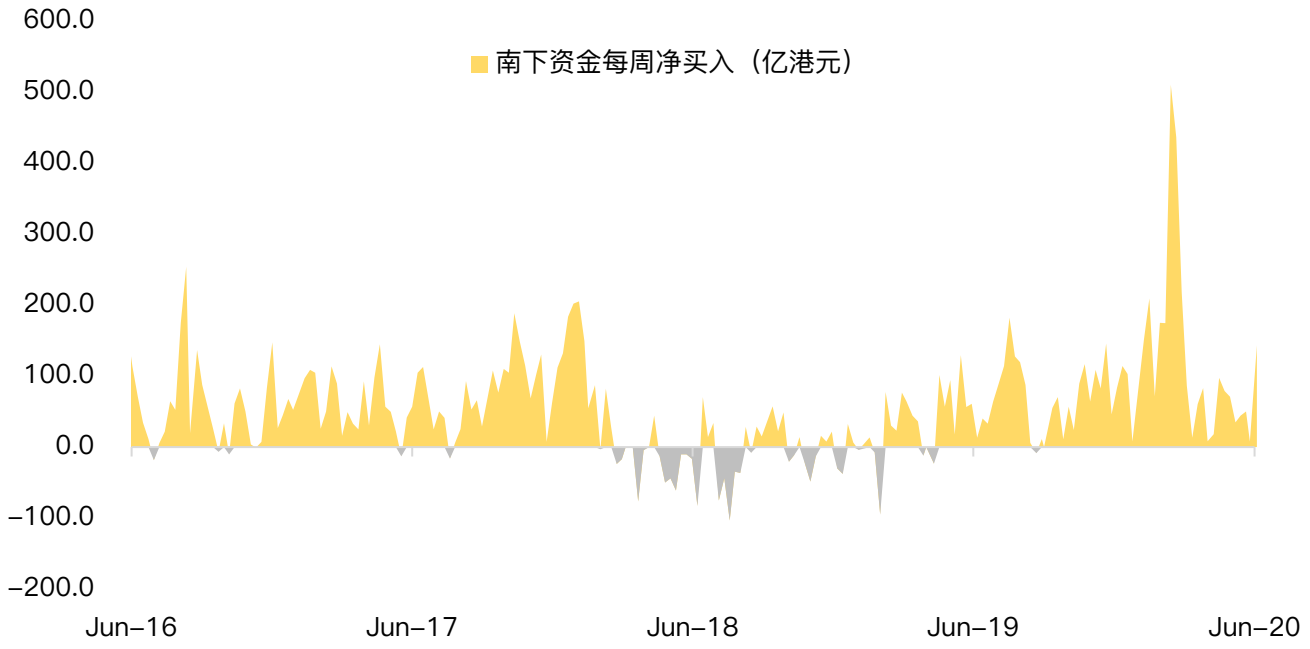
数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 11：恒生指数 Q2 时反复试探中长期压力 25500 附近，三季度有机会向上突破



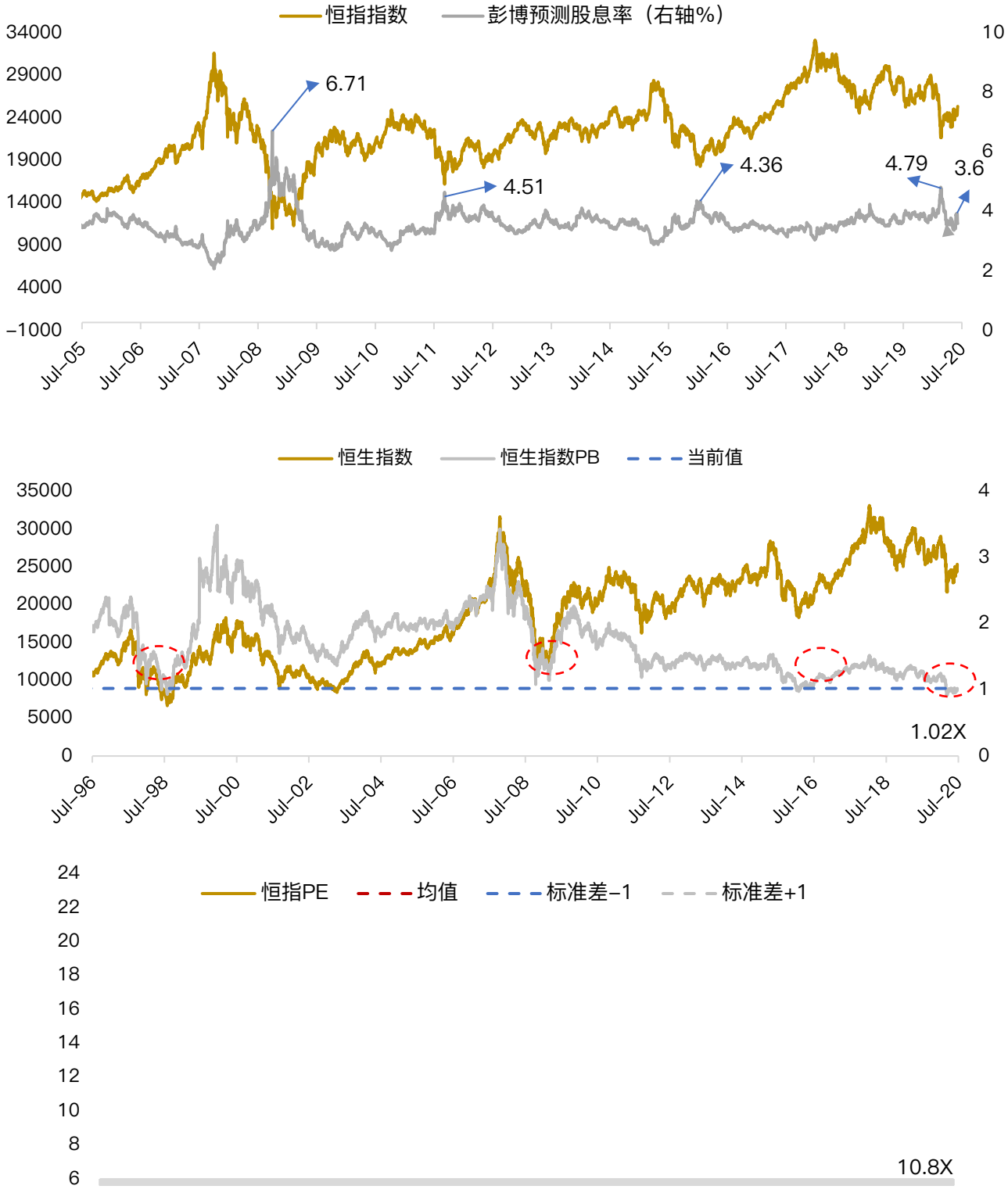
数据来源：Wind，老虎证券

图 12：港股通南下资金（沪港通、深港通）持续流入



数据来源：Wind，老虎证券

图 13：恒指 vs 股息率（2005-2020），恒指 vs 市净率（1996-2020），恒指 PE(2005-2020)



数据来源：Bloomberg，老虎证券

老虎美股 50 指数

本周美股回升，科技、医药、消费反弹居前，周内无成分股调整。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	Genmab	GMAB	33.44	98	89	63
2	Take-Two 互动软件	TTWO	144.40	97	88	61
3	Neurocrine 生物科学	NBIX	125.37	97	88	56
4	奥多比	ADBE	442.95	97	88	68
5	Paylocity	PCTY	152.99	96	90	67
6	SolarEdge 科技	SEDG	143.11	95	88	52
7	Quidel	QDEL	227.04	95	86	67
8	Trade Desk	TTD	442.93	95	91	77
9	西氏医药服务	WST	229.73	94	83	67
10	Square	SQ	113.39	94	71	73
11	ServiceNow	NOW	414.21	94	87	62
12	Veeva Systems	VEEV	242.04	93	82	65
13	天宝	TRMB	42.52	92	89	54
14	EPAM 系统	EPAM	250.16	92	87	60
15	Vertex 制药	VRTX	291.10	92	70	57
16	科力斯	QLYS	104.71	92	86	51
17	微软	MSFT	206.26	91	85	67
18	CINTAS	CTAS	270.65	91	85	57

19	Facebook	FB	233.42	90	79	54
20	Generac	GNRC	122.73	90	76	64
21	再生元制药	REGN	622.45	89	85	56
22	CoStar	CSGP	718.11	88	74	60
23	亚马逊	AMZN	2890.30	88	62	74
24	DexCom	DXCM	407.35	88	81	57
25	Etsy	ETSY	110.68	87	51	79
26	MarketAxess	MKTX	501.88	87	83	52
27	Trex	TREX	126.88	86	82	58
28	阿里巴巴	BABA	223.60	86	82	58
29	FMC	FMC	101.14	86	80	56
30	Repligen	RGEN	126.65	86	78	59
31	奈飞	NFLX	476.89	86	91	62
32	欧特克	ADSK	240.15	85	86	64
33	飞塔	FTNT	138.44	85	96	54
34	苹果	AAPl	364.11	85	75	65
35	电子艺界	EA	133.84	84	90	70
36	新东方教育科技	EDU	135.57	84	80	59
37	Paycom 软件	PAYC	321.50	84	88	58
38	德国 QIAGEN 公共	QGEN	42.51	83	93	44
39	Alexion 制药	ALXN	112.30	83	87	50

40	GoDaddy	GDDY	71.30	83	95	39
41	中通快递	ZTO	37.53	83	70	62
42	AMD	AMD	52.34	83	90	47
43	硕腾	ZTS	137.66	81	74	55
44	网易	NTES	430.91	80	80	61
45	京东	JD	61.39	80	60	64
46	Incyte	INCY	106.47	79	75	61
47	Alphabet	GOOG	1464.70	79	68	58
48	维萨	V	195.67	77	77	55
49	好未来教育	TAL	72.93	64	23	75
50	Match Group	MTCH	98.92	53	32	0

老虎港股 30 指数

本周港股大盘大幅反弹，指数中的金融板块，尤其是券商，以及原材料、医疗、信息板块都表现较为突出。地产板块相对萎靡。

本周中国飞鹤代替雅生活服务。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	舜宇光学科技	02382	134.70	98	91	74
2	腾讯控股	00700	524.50	96	81	79
3	网龙	00777	22.30	95	86	61
4	春立医疗	01858	58.75	95	86	68
5	中国飞鹤	06186	15.72	94	89	59
6	药明生物	02269	140.90	92	90	58
7	维达国际	03331	29.40	91	82	68
8	天能动力	00819	15.08	91	78	80
9	美团点评	03690	191.70	90	74	75
10	龙湖集团	00960	38.65	90	76	60
11	颐海国际	01579	86.00	90	74	78
12	爱康医疗	01789	27.20	90	72	68
13	中升控股	00881	47.80	89	78	76
14	中芯国际	00981	33.25	88	70	82
15	威高股份	01066	18.70	87	66	76
16	中海物业	02669	8.18	87	77	49
17	中信建投	06066	11.94	87	72	85

18	金蝶国际	00268	17.94	86	74	76
19	中国平安	02318	81.10	85	80	61
20	安踏体育	02020	69.85	85	80	49
21	中国建材	03323	8.76	85	89	50
22	阅文集团	00772	55.75	83	60	71
23	海螺水泥	00914	55.75	83	76	58
24	西部水泥	02233	1.51	83	81	53
25	华润水泥控股	01313	9.73	81	71	51
26	碧桂园服务	06098	35.85	80	63	48
27	香港交易所	00388	345.40	79	52	79
28	海螺创业	00586	34.70	79	73	52
29	中国联塑	02128	10.26	78	80	45
30	新城悦服务	01755	20.95	74	53	58

基本面日程分析

本周重要经济数据、事件

周一（7/6）	周二（7/7）	周三（7/8）	周四（7/9）	周五（7/10）
		0:00 EIA公布月度短期能源展望报告 1:00 美联储副主席夸尔斯在财政俱乐部的午餐会上远程发表金融稳定委员会讲话 22:30 上周EIA原油库存变化	20:30 上周季调后初请失业金人数	20:30 6月生产者物价指数
资料来源:公开资料整理				

关注美国疫情反弹

本周美国数据面较为清淡，在关注全球疫情发展的同时，市场焦点逐渐转向 7 月中旬美国二季度企业盈利情况，7 月的事态发展对于年内剩余时间的经济走向至关重要。

未来几周将会显示近期美国新冠感染人数的反弹是否会导致企业经营再度终端、进而引发失业率攀升，尤其是休闲娱乐、餐饮住宿等敏感性行业。

因此，周维度的高频数据十分关键，可从中了解最近非农就业人数的反弹是否会恶化。像本周初请失业金人数的跌势，如果再度掉头向上，则将暗示劳动力市场的复苏已经结束。

虽然近期一系列经济数据超预期，但是已经公布的上个季度三个月累计工作时数却显示经济活动意外下滑，符合彭博经济研究估计的萎缩 37%。第二季度的跌幅对于经济需要多长时间才能回到危机前的水平来说至关重要

美股 Q2 财报季即将拉开序幕

美股二季度财报季将在一周后也就是 7 月中旬正式拉开序幕。尽管 Covid-19 导致的封锁在美国不同地区已开始缓解，5 月份经济数据也较 4 月份显著提高，但疫情对经济和企业盈利的影响还是贯穿了整个第二季度。

二季度，预计标普 500 成分股企业盈利同比下降 44.1%，营收下降 10.9%，能源、汽车、交通运输和消费是亏损最严的四个行业，科技公司比较坚挺，是市场的主要支撑。

腾讯：开启强游戏发布周期，多元化 IP 矩阵提振盈利前景

腾讯在今年上半年完成了突围，股价涨幅近 30%并创历史新高。近一个月，南向资金流入腾讯 49.04 亿元，资本市场对腾讯的热情十分高涨。疫情期间，核心游戏收入和其他业务收入的恢复速度均好于管理层相对谨慎的预期，并且下半年腾讯将进入强游戏发布周期，DNF、英雄联盟手游有望贡献增量。

| 投资要点

➢ 5G 战略稳步推进

5G 手机价格下探，小米 5G 手机占公司出货量的比重为 26%，5G 手机市场占有率 15%，把握住了 5G 换机红利。同时我们预计今年 5G 手机的价格趋势会继续下探，小米作为一家以运营效率高著称的公司，redmi k30 第一次把 5G 手机价格拉到 2k 以下，5 月 26 日推出 5G 手机 redmi 10x 达到 1599 元，较低的价格将加速 5G 手机普及。到 2020Q1 小米已经推出 6 款 5G 手机，预计今年还将持续推出至少 4 款 5G 手机，产品的发布速度较快。

➢ AIoT 为小米注入成长性

根据 IDC，在 2020 年一季度，全球可穿戴设备的出货量同比增长了 29.7%。而这个领域中，份额最高的四个品牌正是四个手机品牌，分别是苹果、小米、三星、华为。小米的 IoT 业务战略正是以手机为中心，向周边产品拓展。通过培养可靠的 IoT 生态链伙伴，继而把生态链伙伴的产品纳入小米的版图。可以看到小米

一周个股分析

腾讯（700）

FY2020Q1 财务数据	
最新收盘价	485
总市值	4.63 万亿
T12M 每股收益	10.78
T12M 市盈率	1239
净资产收益率	21.37%
市盈率	44.99
净利润	294.03
52 周最高	505
52 周最低	311.33

过去 52 周价格走势图



往期回顾

➢ 《网易：游戏核心稳健，有道增长迅速，云音乐提升估值》20200601

在手环、充电宝等品类已经取得非常好的成绩。所以，如果供应链的公司可以协助这些手机品牌向手机周边产品扩张，那么无疑会给供应链和手机品牌公司带来更强劲的成长动力

- 智能手机行业展望

我们预测 2020 年全球智能手机出货量将同比下降 11%。但是，在 2020 年下半年，由于中国更加严格的管控措施能够有效控制疫情，中国地区智能手机的需求复苏速度（+4%YoY）将快于海外地区（-12%YoY）。整体上，我们认为中国的智能手机月度出货同比将呈 V 字型复苏。而且，我们预计今年中国的 5G 手机渗透率将超过 50%。这为供应链基本面的复苏提供了支撑。

- 期待 5G 出货量提升

进入 5G 的大周期，我们可以看到，中国的 5G 部署速度快于全球大部分地区，而中国手机品牌推出 5G 手机的速度也快于苹果等海外手机品牌。因此，我们认为在这个升级周期中，中国的供应链凭借中国的市场可以获得比 4G 周期更加丰厚的利润。我们也期待，5G 手机下半年进入 1500 元档位后，能够带动智能手机 5G 零部件的出货量。

我们认为这些政策指引和目标都是为了科技业和制造业注入信心，一定程度也降低了国与国之间贸易的不确定性。而且，根据工信部 5 月的数据显示，中国 5G 基站数量已经达到 25 万个，5G 用户数量达到 3600 万。我们相信伴随着 5G 基础建设的完善，5G 智能手机在中国的渗透率也会迅速提升。这可以为供应链的企业带来基本面的改善，也可以为这些公司带来更强大的抵御外部不确定性冲击的能力

宏观经济下行风险；

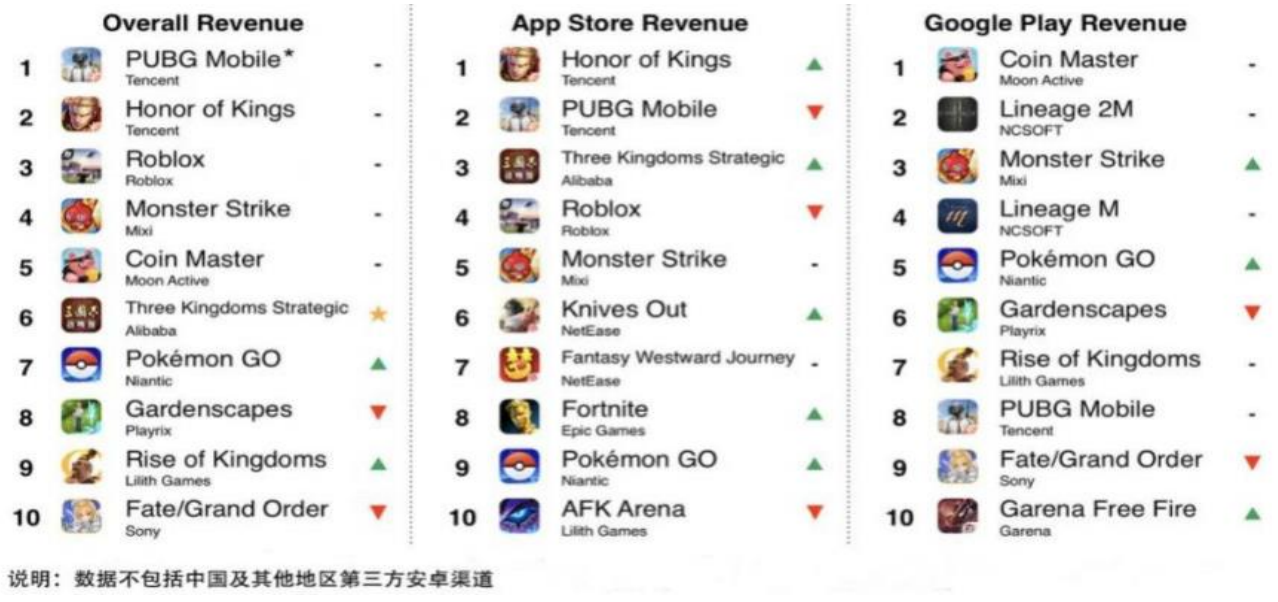
- 推出的手游不及预期；国内手机未成功放量
- 海外手机开拓受阻，疫情持续发酵，
- 供应链恢复不及预期，5G 建设不及预期
- IoT 设备渗透进程放缓，互联网变现不及预期
-

一、各大厂商为 5G 周期做准备

境外市场收入占比达到 50%，欧洲市场手机出货量同比增长 58.3%。1Q2020，小米在欧洲市场市占率达到 14.3%，排名前四。其中在西欧市场出货量同比增长 79.3%。小米在欧洲市场的快速增长一方面是推出了合适的产品，一季度全球最畅销的 10 款手机中，小米有 3 款。另一方面是小米不断完善欧洲的销售渠道，扩大销售范围。我们认为随着欧洲疫情的缓解，小米在欧洲的出货量也将逐渐恢复。

我们认为小米在欧洲会主打中高端市场。虽然欧洲市场 5G 建设还没大规模实现，但是未来 5G 必然会是主流方向。所以目前小米在欧洲也是主推 5G 手机，比如小米 10 系列。同时由于欧洲地区有许多西班牙语和葡萄牙语地区，这都为未来开辟拉美和非洲地区奠定了基础。

图 1：2020 年 5 月全球热门移动游戏收入 Top10



数据来源：SensorTower，老虎证券

作为对比，2019-2020 年的 5G 手机渗透率确实慢于 2014 年的 4G 手机渗透率。分别以 2013 年 12 月工信部发布 4G 牌照以及 2019 年 6 月工信部发布 5G 牌照之后 1 个月作为起始时间点比较，如下图所示，我们可以看到中国 4G 智能手机渗透率同期都是高于 5G 的。同时，按照工信部的预计，今年年底中国的 5G 基站数量将超过 60 万个。因而 5G 基站的建设速度也同样慢于 4G 基站的建设速度。

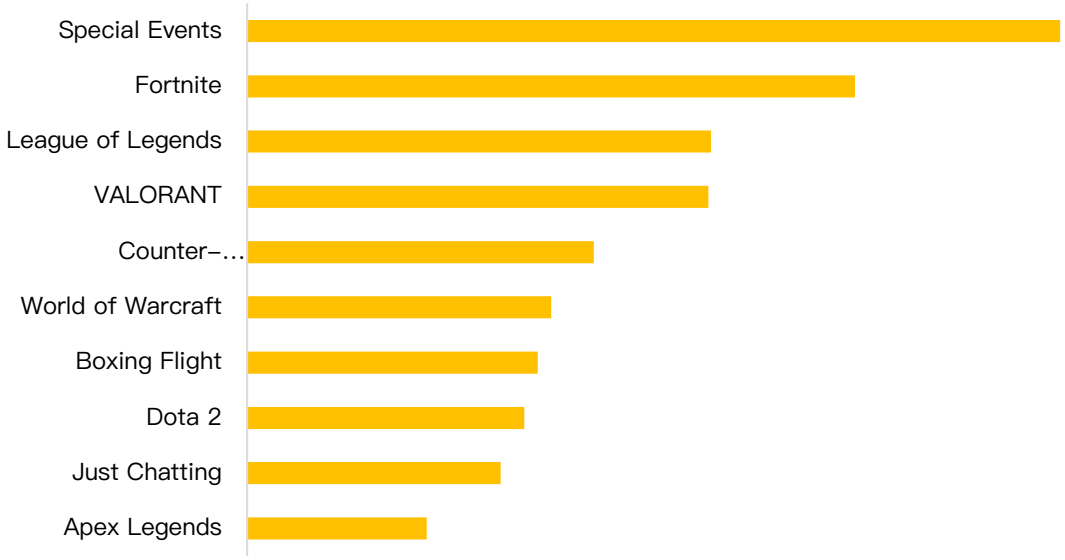
当然，理解 5G 周期与 4G 周期之间的异同之处，可以让我们更好的理解 5G 这个大周期：4G 时代中国处于追逐全球发达国家 4G 步伐的时代。因而苹果发布的 iPhone5 已经支持使用 4G 网络通信，而 iPhone5 的发布时间比中国工信部在 2013 年年底发布 4G 牌照的时间早了 15 个月。相对而言，预计支持 5G 通信的新一代 iPhone 要比中国工信部 5G 发牌时间晚 15 个月。

4G 时代，为了推动消费者升级 4G 套餐，中国三大运营发放补贴给终端并且定制了入门级的 4G 智能手机以绑定 4G 套餐的方式免费送给用户，因而强力拉动初期的 4G 入门级手机的销量。而 5G 时代，运营商是逐步建设 5G 网络并逐渐推广 5G 套餐，并没有补贴手机终

端来吸引或者刺激消费者使用 5G 套餐。本轮中国的 5G 升级周期更多是来自中国手机品牌为了抢夺品牌或者战略制高点而推出 5G 手机，因而 5G 手机是从高端旗舰慢慢向中低端手机渗透的过程。

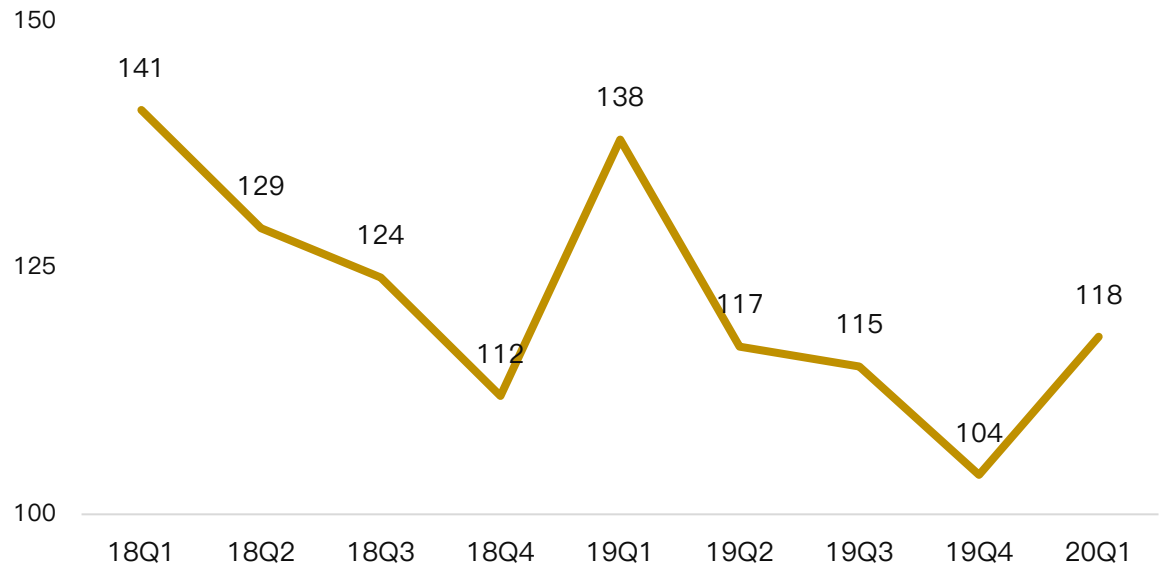
进入 5G 的大周期，我们可以看到，中国的 5G 部署速度快于全球大部分地区，而中国手机品牌推出 5G 手机的速度也快于苹果等海外手机品牌。因此，我们认为在这个升级周期中，中国的供应链凭借中国的市场可以获得比 4G 周期更加丰厚的利润。我们也期待，5G 手机下半年进入 1500 元档位后，能够带动智能手机 5G 零部件的出货量。

图 2：Twitch 各游戏观看人数峰值（亿元）



数据来源：Twitchtrack，老虎证券

图 3：腾讯季度 PC 端游戏收入（亿元）



数据来源：公司财报，老虎证券

二、5G 手机元年

过去 10 年，是中国制造业在全球市场夺取份额并积累原始资本的 10 年。在这过程中，中国手机也逐渐在全球智能手机市场斩获更高的份额。我们注意到在 2019 年，中国五大手机品牌（华为、OPPO、vivo、小米、传音）在全球智能手机市场中拿下了 46%的市场份额，这甚至超过前两大品牌巨头三星和苹果之和的 36%的份额。

根据工信部 5 月的数据显示，中国 5G 基站数量已经达到 25 万个，5G 用户数量达到 3600 万。我们相信伴随着 5G 基础建设的完善，5G 智能手机在中国的渗透率也会迅速提升。这可以为供应链的企业带来基本面的改善，也可以为这些公司带来更强大的抵御外部不确定性冲击的能力。

两会期间，工信部强调和分享了 5G 建设以及新能源汽车的最新进展和政府持续推动发展的决心。我们也留意到政府报告非常明确的提出 2020 年的宽带和专线平均资费目标是降低

15%。在今年 6 月初，工信部也做出预测，今年中国将建设超过 60 万个 5G 基站，5G 手机出货量将达到 1.8 亿部。

我们相信伴随着 5G 基础建设的完善，5G 智能手机在中国的渗透率也会迅速提升。这可以为供应链的企业带来基本面的改善，也可以为这些公司带来更强大的抵御外部不确定性冲击的能力。

三、可穿戴设备稳定增长

5G+AIoT 战略稳步推进。截至 2020 年第一季度，小米 IoT 联网设备数量达到 2.52 亿台，同比增长 42.6%，使用 5 台及以上小米设备的用户达到 460 万人，同比增长 67.9%，小爱同学月活跃用户数量同比增长 54.9%至 7050 万人，米家 APP 月活跃用户达到 4000 万人。我们认为 IoT 业务是小米会长期投入的业务。首先，空冰洗每个细分行业空间都很大，有几千亿的市场空间。其次对小米来说做白电的优势在于运营渠道好、互联互通功能强、AI 体验好、外观设计好以及定价厚道性价比较高。疫情对第一季度的白电大家电影响很大，包括安装难、生产难以及行业竞争加剧等压力，随着疫情缓解，小米 IoT 产品也将持续推出新品。例如红米 98 寸电视主打极致性价比。

其次，IoT 业务目前体量已经很大，由于基数较高所以增速势会有放缓的趋势。2019 年整个 IOT 业务已达到 620 亿，占总收入比重 30%。作为最大收入比重来源的电视，1Q2020 的销量 270 万台，受疫情影响，仅增长 3%，电视增速下滑影响 IoT 整体收入增速。但不需要安装的智能家电如耳机、门锁，手环，滑板车、路由器以及扫地机器人等增速都达到 40%。长

期来看，我们认为 IoT 在海外还有很大的增长空间，海外市场规模比国内大很多，但小米现在市占率还比较低。

根据 IDC，在 2020 年一季度，全球的可穿戴设备的出货量同比增长了 29.7%。而这个领域中，份额最高的四个品牌正是四个手机品牌，分别是苹果、小米、三星、华为。小米的 IoT 业务战略正是以手机为中心，向周边产品拓展。通过培养可靠的 IoT 生态链伙伴，继而把生态链伙伴的产品纳入小米的版图。可以看到小米在手环、充电宝等品类已经取得非常好的成绩。所以，如果供应链的公司可以协助这些手机品牌向手机周边产品扩张，那么无疑会给供应链和手机品牌公司带来更强劲的成长动力，同时也给供应链公司的基本面注入确定性。

四、小米复苏中的确定性与不确定性

比较关注小米的国际化，5G 换机潮，还有 IoT 战略。Q1 小米历史上首次实现境外收入占比达到 50%，出货量反超华为，这些都是小米国际化成功的标志性事件。

我们比较看好小米的成长性，尽管过去小米股价有曲折，但国内 5G 手机渗透率加快，还有小米在 IoT 和海外市场奠定的优势会是未来小米的亮点。

1）从全球疫情影响看，中国智能手机购买复苏进程要快于欧美，从供应链恢复程度看，大致的顺序是：中国>欧洲>美国>印度等发展中国家。小米在中国和欧洲的份额是比较大的优势。

2）中国 5G 发展速度快于全球多数国家，这是和过去 4G 时期完全不同的。从价格看，目前国内 5G 手机价格已经进入 2000 元左右的价位段，小米 5 月下旬发布的 RedMiX10 5G

手机更是将门槛降到了 1599 元，从这个角度看，下半年国内 5G 手机渗透率大概率提升。

3）可穿戴设备过去几个季度的增长趋势。环顾全球，小米和苹果都是份额比较高的品牌。小米在物联网（IoT） 战略下，诸多品类已经取得不错的销量。

五、风险提示

- 宏观经济下行风险；
- 推出的手游不及预期；
- 移动广告收入增长弱于预期；
- 由于竞争加剧，对新业务(如云和互联网金融)的投资超过预期，导致利润承压

ETF 上半年回顾（1H2020）

尽管上半年股市行情大起大落，但是投资者对 ETF 的投资热情不减。今年上半年美国上市 ETF 的净流入额达 2022 亿美元，远远高于去年同期的数据 1213 亿美元。

➢ ETF 资金流向

从资产类别来看，美国固收类 ETF 是上半年的最大赢家，吸金 922.68 亿美元。美联储因救市大量购买债券 ETF，是固收 ETF 需求强劲的很重要因素。

其次是美国股票 ETF，上半年吸金 680.89 亿美元。尽管经历了 3 月份“活久见”的多次大盘熔断，但是持续放水救市，在超低利率下，股票资产还是受到投资者青睐。

第三吸金的商品 ETF，这其中黄金 ETF（GLD）的资金净流入量 155 亿，快占到商品全部净流入 331.34 亿美元的一半。

➢ 十大申购赎回榜

同样是跟踪标普 500 指数的 VOO 和 SPY，由于 VOO 的管理费率更低，呈现出“冰与火”，VOO 上半年净流入 225 亿美金，而 SPY 净流出 220 亿美金。尽管如此，老牌的 SPY 市值还是远大于 VOO。由于美联储购买企业债券，投资级信贷息差在继续收窄。投资级公司债 LQD 和高收益公司债 HYG 上半年分别吸引了 155 亿和 86 亿美金流入。而国际股票在上半年被持续抛售，发达国家股票 EFA、新兴市场股票 IEMG、EEM、VWO，资金都大幅净流出。

全球 ETF 一周观察

股票、固收、商品、货币

上半年涨幅超 30%的美国 ETF

代码	1H20 收益（%）
ARKG	55.61
WCLD	52.49
CLIX	48.32
ARKW	47.33
OGIG	45.10
ARKK	42.48
ONLN	42.20
HERO	41.04
FDNI	38.00
KURE	37.86
IBUY	36.83
CLOU	36.03
ESPO	35.83
CHIH	33.11
EMQQ	32.32
FNGS	32.00
NERD	31.93
ARKF	31.67
IPO	30.36
ZROZ	30.31

| 上半年 ETF 资金流向

ETF 资金流向（按资产类别划分）			
资产类别	资产规模	上半年净流入	年初至今资产规模变动
美国股票	24001.78	680.89	2.84%
国际股票	7785.82	-104.49	-1.34%
美国固收	8723.83	922.68	10.58%
国际固收	920.36	39.20	4.26%
商品	1236.47	331.34	26.80%
货币	15.67	2.66	16.99%
杠杆	350.00	42.97	12.28%
反向	160.49	115.26	71.82%
资产配置	97.39	3.99	4.09%
其他	45.20	-12.10	-26.77%
合计	43337.01	2022.41	4.67%

单位：亿美元，数据来自 etf.com，时间区间：2020H1

| 香港上市 ETF 上半年表现

香港上市的 ETF 和美国的类似，涨幅靠前是也是云计算与生物科技类 ETF。跟踪中国创业板的 ETF (3147.hk)，上半年的涨幅也有 30%+。

2020H1 涨幅前十五的香港上市 ETF			
代码	基金全称	2020H1 收益（%）	管理费率（%）
2826.HK	未来资产中国云端运算 ETF	53.01	0.50

2820.HK	未来资产中国生物科技 ETF	50.19	0.50
3147.HK	南方东英中国创业板指数 ETF	32.18	0.99
3072.HK	日兴资产管理环球互联网 ETF	31.10	0.60
2812.HK	三星中证中国龙网 ETF	30.55	0.65
3173.HK	Premia 中证财新中国新经济 ETF	26.41	0.50
3186.HK	中金金瑞 CSI 中国互联网指数 ETF	26.20	0.72
3047.HK	山证国际大商所铁矿石期货指数 ETF	26.17	0.70
7266.HK	南方东英纳斯达克 100 指数每日杠杆(2x)产品	18.26	1.50
3182.HK	标智纳斯达克中国新经济公司海外 50 指数基金	17.80	0.50
7261.HK	华夏 Direxion 纳斯达克 100 指数每日杠杆(2x)	17.61	0.99
3081.HK	价值黄金 ETF	16.39	0.15
2840.HK	SPDR 金 ETF	15.95	0.40
3086.HK	BMO 纳斯达克 100ETF	14.42	0.30
2834.HK	iShares 安硕纳斯达克 100 指数 ETF	14.18	0.30

单位：亿美元，数据来自 etf.com，时间区间：2020H1

| 2020H1 涨幅超过 30%的 ETF

上半年标普 500 指数下跌 3.1%，其中科技板块 XLK 上涨 14.9%，可选消费板块 XLY 上涨 2.6%。这些板块支撑着标准普尔 500 指数的上涨，抵消了其它行业的损失。近期，苹果、亚马逊、Zoom 等公司的股价都创下了历史新高，因为由于疫情肆虐，人们对这些公司的商品和服务的需求增加了。这些公司在对大多数企业极为不利的环境中却逆市发展。

在这类公司中持有更集中头寸的 ETF 今年表现异常出色，涨幅达到或超过 30%。如云计算 ETF、生物科技类 ETF。

2020H1 涨幅超过 30%的美国 ETF（不包括杠杆、反向及恐慌 ETF 产品）		
代码	基金全称	2020H1 收（%）
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	55.61
WCLD	WisdomTree Cloud Computing Fund	52.49
CLIX	ProShares Long Online/Short Stores ETF	48.32
ARKW	ARK Next Generation Internet ETF	47.33
OGIG	O'Shares Global Internet Giants ETF	45.10
ARKK	ARK Innovation ETF	42.48
ONLN	ProShares Online Retail ETF	42.20
HERO	Global X Video Games & Esports ETF	41.04
FDNI	First Trust Dow Jones International Internet ETF	38.00
KURE	KraneShares MSCI All China Health Care Index ETF	37.86
IBUY	Amplify Online Retail ETF	36.83
CLOU	Global X Cloud Computing ETF	36.03
ESPO	VanEck Vectors Video Gaming & eSports ETF	35.83
CHIH	Global X MSCI China Health Care ETF	33.11
EMQQ	Emerging Markets Internet & Ecommerce ETF	32.32
FNGS	MicroSectors FANG+ ETN	32.00
NERD	Roundhill BITKRAFT Esports & Digital Entertainment ETF	31.93
ARKF	ARK Fintech Innovation ETF	31.67
IPO	Renaissance IPO ETF	30.36
ZROZ	PIMCO 25+ Year Zero Coupon US Treasury Index ETF	30.31

单位：亿美元，数据来自 etf.com，时间区间：2020H1

| 上半年资金净流入前十 ETF

代码	全名	净流入
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	225.51
LQD	iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF	155.76
GLD	SPDR Gold Trust	154.91
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	106.81
QQQ	Invesco QQQ Trust	104.92
VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF	90.69
HYG	iShares iBoxx USD High Yield Corporate Bond ETF	86.28
BIL	SPDR Bloomberg Barclays 1-3 Month T-Bill ETF	72.69
USO	United States Oil Fund LP	60.66
ESGU	iShares ESG MSCI U.S.A. ETF	52.20

单位：亿美元，数据来自 etf.com，时间区间：2020H1

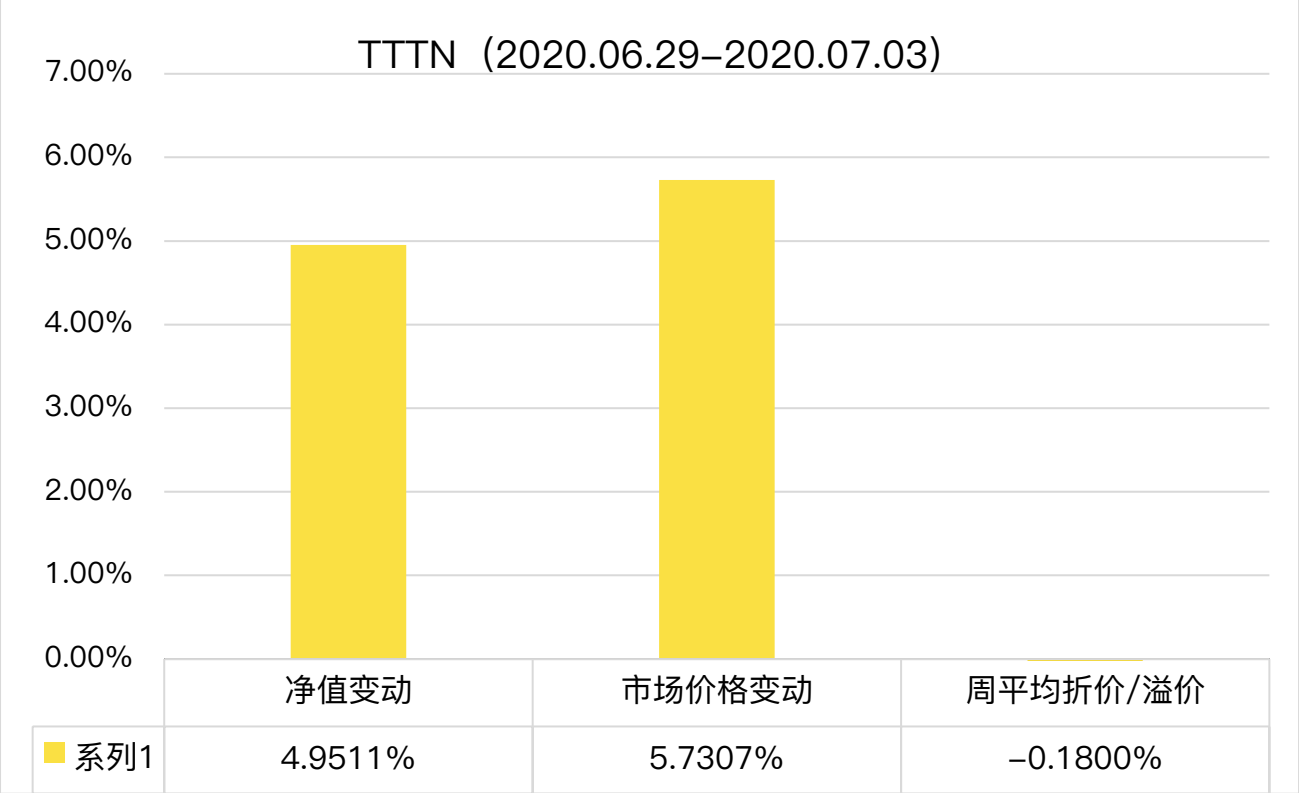
| 一周资金净流出前十 ETF

代码	全名	净流入
SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	-220.08
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	-100.94
IWM	iShares Russell 2000 ETF	-49.09
IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	-49.04
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	-46.05
FLOT	iShares Floating Rate Bond ETF	-37.36
IJH	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	-36.48
VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	-35.98
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	-34.25
GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF	-26.95

单位：亿美元，数据来自 etf.com，时间区间：2020H1

老虎中美互联网巨头 ETF – TTTN 周报

| 上周表现



代码	公司	本周涨幅	对基金净值的贡献
700 HK	腾讯	8.14%	0.73%
AMZN	亚马逊	7.33%	0.61%
FB	FACEBOOK	8.02%	0.58%
GOOG	谷歌	7.71%	0.55%
3690 HK	美团点评	9.73%	0.44%

本周中美互联网巨头 ETF（代码 TTTN）基金净值上涨 4.9511%；市价上涨 5.7307%。

腾讯继续上涨 8.14%，对基金净值贡献最多。

| 本周持仓股要闻

亚马逊逾 10 亿美元收购自动驾驶初创公司 Zoox。据外媒，亚马逊已同意以超过 10 亿美元的价格收购自动驾驶初创公司 Zoox，此项收购将扩大亚马逊在自动驾驶汽车技术领域的影响力。

谷歌(GOOG.O、GOOGL.O)和淡马锡控股公司据悉正在就电商平台 Tokopedia 的融资轮进行洽谈，规模超 5 亿美元。

腾讯 QQ 推出辣酱表情 上面还画了只企鹅。腾讯控股(00700.HK)和老干妈之间的纠纷还没有最终结果，双方在营销上已经放飞自我。腾讯 QQ 上线了辣酱表情，上面还画了一只企鹅。据悉，这款“企鹅牌”辣酱表情目前仅在安卓端推出，iOS 端还不能看到。腾讯此前请求法院查封冻结贵州老干妈价值千万元的资产，获法院裁定同意。7 月 1 日，贵阳警方通报，3 人伪造老干妈公司印章与腾讯合作。

扎克伯格：抵制 Facebook 的广告主很快就会回归。500 多名广告主以 Facebook(FB.O)没有控制仇恨言论为由对其发起联合抵制，但该公司 CEO 扎克伯格对此并不感到担心。扎克伯格在 Facebook 内部会议上表示：“我猜想，所有这些广告主很快就会回到我们的平台上来。”尽管遭到广告主的抵制，但扎克伯格的立场很坚定。他在内部会议上说道：“我们不会因为公司收入的一小部分受到威胁而改变自己的政策或方法。”

亚马逊(AMZN.O)将 Prime Day 推迟到 10 月。

亚马逊将向一线员工发放 5 亿美元感谢金。亚马逊(Amazon)表示，将向 6 月疫情期间所有一线员工和运送合作伙伴发放超过 5 亿美元奖金。亚马逊将向每位全职亚马逊员工、全食超市员工以及送货服务合作伙伴司机提供 500 美元，为兼职员工提供 250 美元；向所有亚马逊和全食超市的一线管理层发放 1000 美元，并向送货服务合作伙伴所有者支付 3000 美元。

eBay 春季卖家更新部分政策推迟至 7 月 20 日生效。在春季卖家更新中，eBay 宣布自今年 6 月 1 日起，当买家以“商品与描述不符”为由，通过 eBay“退款保证”发起退货申请时，卖家需要在 3 个工作日内做出回应。若卖家超时未回应，eBay 将自动为买家退款，买家也无需将商品寄回。目前，这一政策的生效日期已推迟至 7 月 20 日。

百度(Baidu.com Inc.)表示，计划在未来 10 年增加在云计算、人工智能、数据中心和其他新基础设施方面的投资，为“未来的智能经济”做准备。该公司还表示，计划在未来五年内培训 500 万人工智能专业人员。该公司一直在与中国 200 多所顶尖大学合作，开发与人工智能和深度学习相关的课程，并已经培训了 100 多万名人工智能专家。该公司还计划到 2030 年拥有 500 万台智能云服务器。

携程宣布完成其于 2025 年到期的 1.99%可转换优先票据认沽权要约。携程宣布完成其于 2025 年到期的 1.99%可转换优先票据的认沽权要约。携程称将已支付的现金转发给付款代理，以分配给适用的持有人。在偿还这些票据的回购之后，按完全稀释基准，本公司的普通股总数将减少 90 万股。

京东旗下电商购物平台 1 号店启动灰度测试。京东旗下电商购物平台 1 号店启动全新版本灰度测试，新版本中“1 号店”名称变更为“1 号会员店”。相关人士表示，京东意欲通过 1 号会员店深入实践会员制电商。此前，京东零售集团 CEO 徐雷曾透露，京东计划在二季度末、三季度初将“1 号店”转型为“1 号会员店”，针对高线市场的中高端人群推出精选商品的付费会员服务。

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。