本期核心观点

美股：短期重拾上行动能，二次探底担忧仍未消除

海外多国加快复工复产，美股盘整后重拾上行动能。1）短期看好上行动能持续，修正需要新催化剂，可能令调整时间延后；2）盈利下修没有结束，依然是未来美股二次探底的重要论据；3）中美关税问题缓和，中概股短期仍具备上升空间，且中期存在基本面支撑；4）继续看好货币、商品、避险多重属性下，黄金中长期上升趋势；企业复工加夏季用油高峰临近，原油需求持续改善。

港股：港交所改革结果即将披露，把握科技股机遇

1）短期风险偏好回升，未来一个月主要风险仍然是海外市场波动产生的二次冲击，未来如果出现修正，不排除探至 21000 点附近进行磨底。2）本周五港交所披露改革结果，预计阿里、美团、小米有望进入恒指、国企指数编制；3）二次上市潮开启，预计京东最快 6 月初在港上市；4）港股处在中长期底部区域，中期持续关注复苏能见度更高的腾讯、小米、阿里等科技、消费类龙头。

动视暴雪：疫情下玩家数激增，盈利潜力释放

动视暴雪自年初已上涨近 50%，使命召唤系列在 PC 端和移动端的表现带来了一个异常强劲的季度，动视暴雪也成为为数不多的上调全年业绩指引的公司。

我们看好在疫情持续期以及全球经济疲软期内，公司作为全球游戏开发商龙头，从防御性和成长性都是不错的选择，在核心游戏持续带动下，盈利潜力进一步释放。

道琼斯指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《后疫情时代的公司展望》20200427
- 《2Q20 中概股投资策略展望》20200413
- 《疫情冲击下的美股公司展望》20200330

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：短期重拾上行动能，二次探底担忧仍未消除 5

4、港股策略点评：港交所改革结果即将披露，把握科技股机遇 11

5、老虎美股 50 指数 14

6、老虎港股 30 指数 17

7、本周基本面日程分析 19

8、动视暴雪：疫情下玩家数激增，盈利潜力释放 21

9、ETF 市场观察 28

10、中美互联网巨头 ETF - TTTN 周报 33

11、本周美股财报前瞻： 36

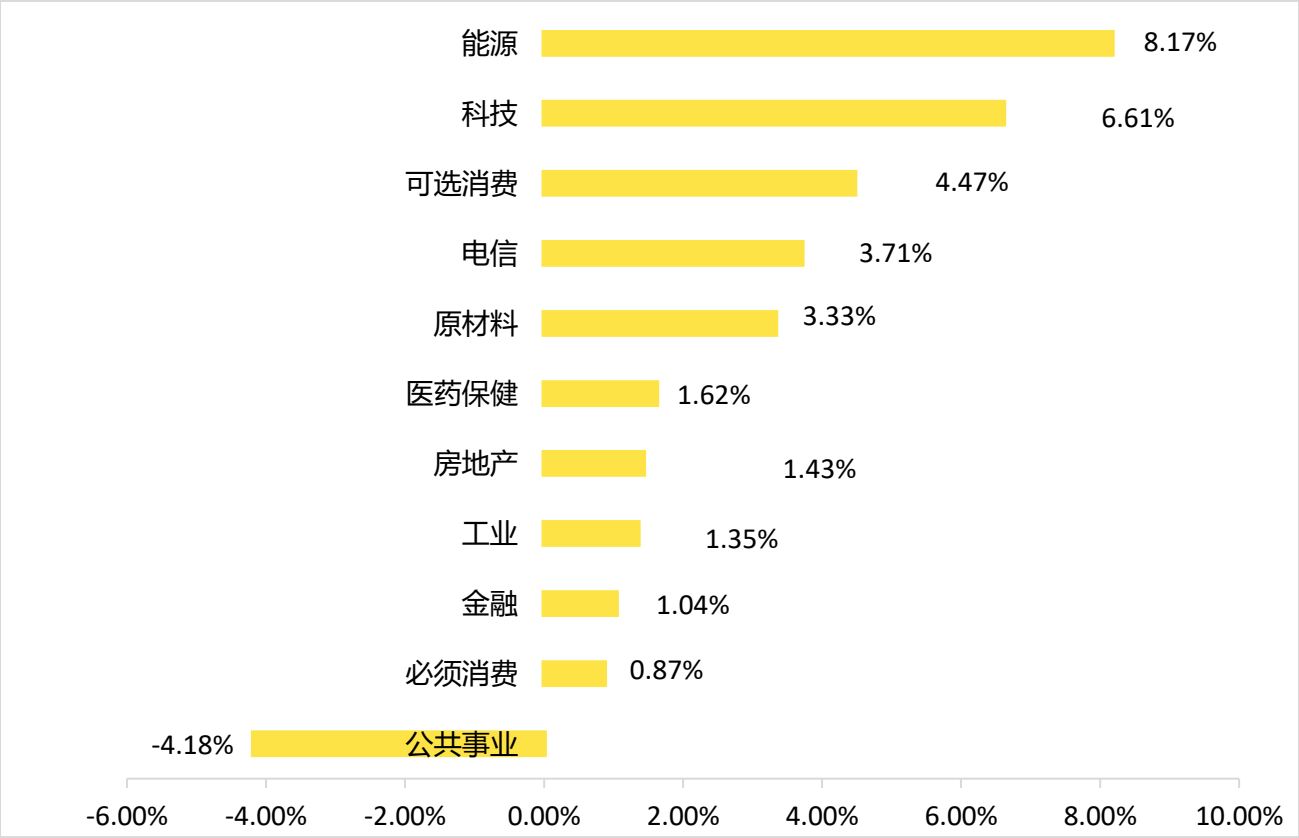
12、重要声明 38

上周市场回顾

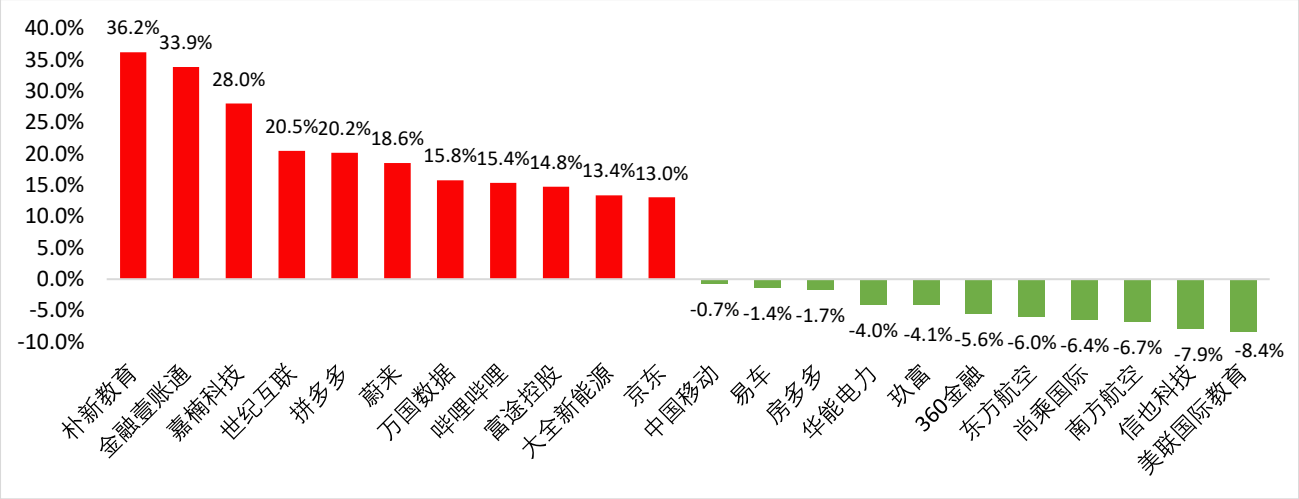
主要指数环境

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	3.50%	134	2,929.80	2932.16	2797.85
纳斯达克指数	6.00%	588	9,121.32	9125.98	8537.83
道琼斯工业指数	2.56%	989	24,331.32	24349.90	23361.16
恒生指数	-1.67%	679	24,230.17	24263.73	23584.95
罗素 2000 指数	5.49%	96	1329.64	1330.11	1234.01
原油	16.82%	7	26.04	27.98	20.84
黄金	0.23%	53	1,704.80	1735.50	1683.00

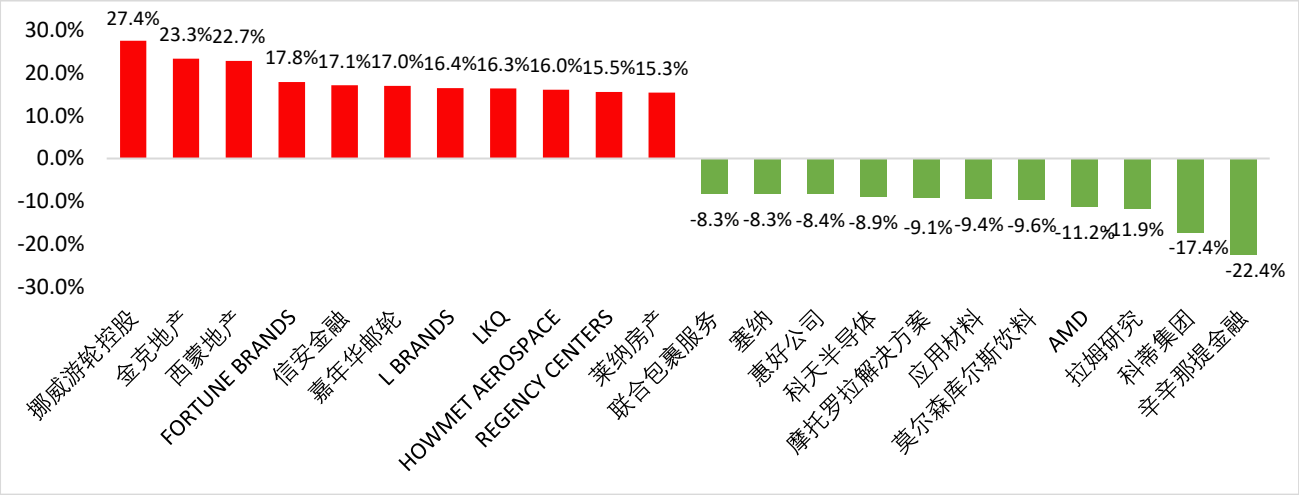
标普 500 板块表现



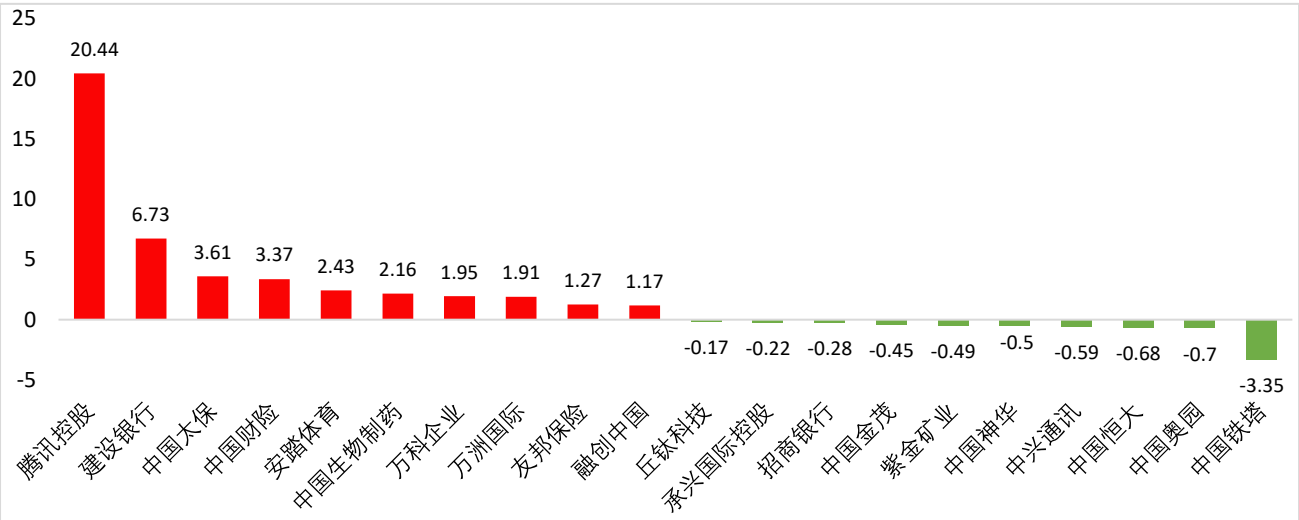
一周中概股股涨跌幅榜（市值>5 亿美元）



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

欧美多国加速复工复产，关税问题缓和，美股震荡上行，但仍然在过去两年的成交密集区。

主要观点

- 恐慌指数跌进 30，同时近期美股上涨有市场广度指标配合，短期看好美股上行动能持续，不过美股 20.8X 的动态 PE 较历史相比已经偏高，且盈利继续下修的可能性偏大，未来会不会出现“二次修正”，可能需要新催化剂，疫情是否二次爆发会是焦点问题。
- 关于中概股，上周五中美贸易代表团对话积极，关税问题缓和暗示中概股整体在汇率稳定预期下，短期仍具备上升动能（图 5），且中期存在来自汇率、业绩的基本面支撑。
- 关于商品，继续看好黄金、原油现阶段的表现。黄金受益于避险、通胀、货币等多重属性，原油受益于企业复工复产、夏季用油高峰临近下供需重新平衡的过程。

一、关于“二次修正”

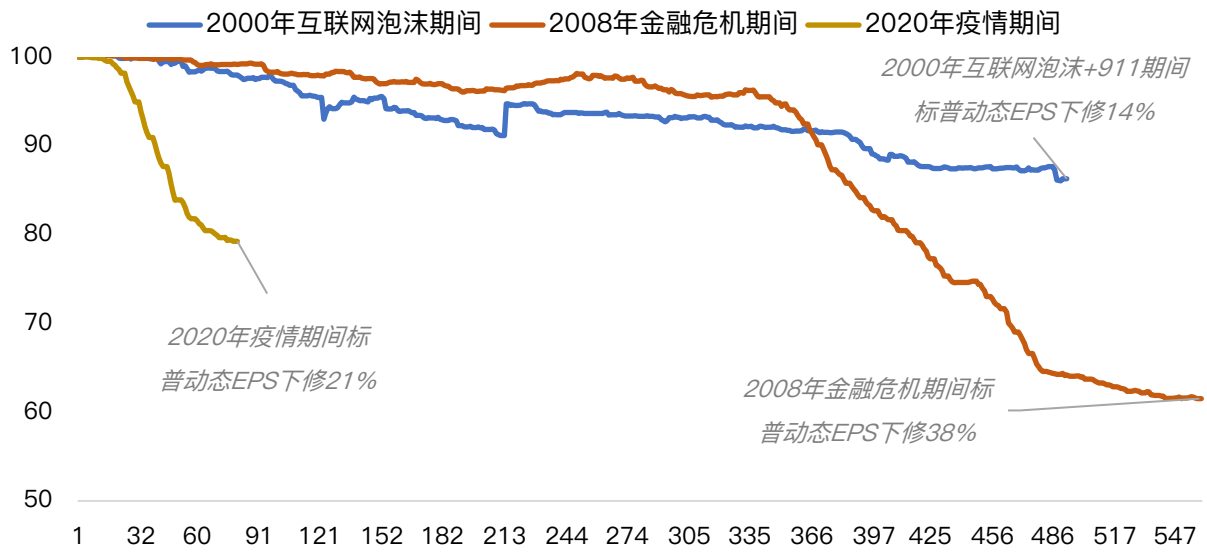
美股还有没有“二次修正”？这是目前分歧比较大的一个话题，包括不少美国主流机构也都持有截然相反的观点。

| 对于二次修正的必要条件，除了需要盈利的下修外，可能还需要新的催化剂来触发。

标普目前 20.8X 的动态市盈率已经超过了疫情前的水平，且接近 2000 年互联网泡沫时期，说明自从 3 月 QE 之后，美股对宽松的消化已经比较充分。我们看近期市场对疲软的经济数据、盈利变化也不敏感，这一段表现其实有些类似于 18 年底降息、扩表后美股的表现，当时美股上涨了接近一年的时间，直到今年年初因为疫情触发才真正跌下来。

不过现阶段和 19 年并非完全一样的地方在于：1）从历史经验来看，相比过去历次危机，这次盈利下修的时间可能还不充分，现阶段美股盈利继续下调的概率比较大（图 1）；而此时经过前期的反弹，估值（Forward PE）已经偏高。如果盈利继续削弱，即便美股现在进入盘整，估值也会继续被动拉升。高估值也会反过来限制美股上涨的速度。

图 1：标普 500 指数历次危机期间远期 EPS 下修情况



数据来源：Bloomberg，老虎证券，备注：横轴为天数，动态 EPS 不断滚动计，初始值选择顶部时期，设为 100

图 2：标普 500 指数 Forward PE 回到历史高位水平



数据来源：Bloomberg，老虎证券

但仅仅是盈利缓慢的下修可能并不足够将市场带入较大幅度的“二次修正”，还需要新的催化剂来触发，引起估值的回落。在可预见的范围内，这个催化剂有可能来自于三个方面，但目前看概率上都不算大。

2.1）欧美复工复产时间由于早于同期中国，美国新增病例增速也还没有真正降下来，复工复产后，疫情会不会出现二次大规模的扩散，是一个不确定因素。不过多数病理学家认为，疫情如果二次爆发可能在秋、冬季节。而华尔街现阶段考虑比较多的是二、三季度，对于 9 月以后的事件占到的权重还并不是很大。

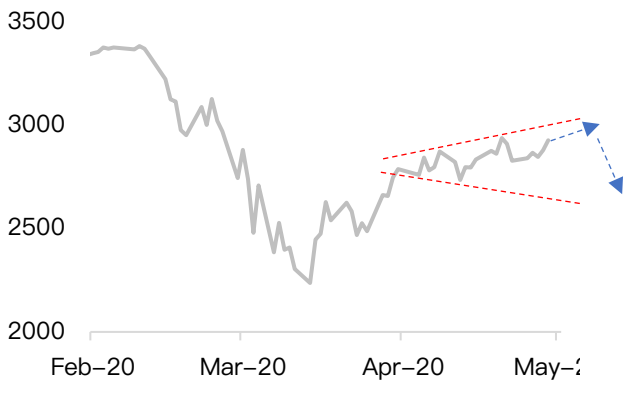
2.2）中美关税问题演变。上周中美代表会谈积极，说明特朗普对中国的关税威胁目前还停留在口头，但是过去关税问题的多变也给贸易问题的演变带来不确定性。

2.3）流动性危机复现的可能性大吗？不大。美国是以消费为主的国家，美联储挽救流动性的决心，加上企业融资渠道的多样化，已经基本缓解了这部分的担忧。

二、关于波动性

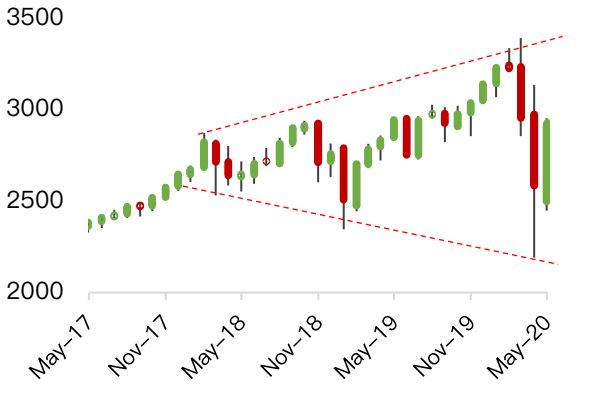
目前标普在 2700-2950 区域的震荡已经达到四周的时间，这个区域既是 2018 年年初灾前的位置，也是过去两年高位震荡期间反复测试的区域，代表着过去两年投资者的平均成本。但是美股显然不会一直在这个空间里持续运行。比较积极的一面是，VIX 进入 30 以下区域，结合反弹有市场广度的配合，降低了系统性修正的概率。但回调仍然是有可能的，我们预计美股还是会完成日线图中对于“扩张三角形”形态的修正，但是时间上可能会延后。在这之前，指数可能继续向上先测试上沿压力（斜率会影响空间，随着时间推移，空间会提升）。

图 3：过去 20 天标普的扩张三角形形态



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 4：2016-2020 标普月线扩张三角形形态



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

三、关于中概股

上周中美贸易代表团积极的对话，显示特朗普对中国的关税威胁仅停留在口头，人民币汇率没有出现较大的贬值压力，这也是现阶段中概股跑赢指数的主要原因。

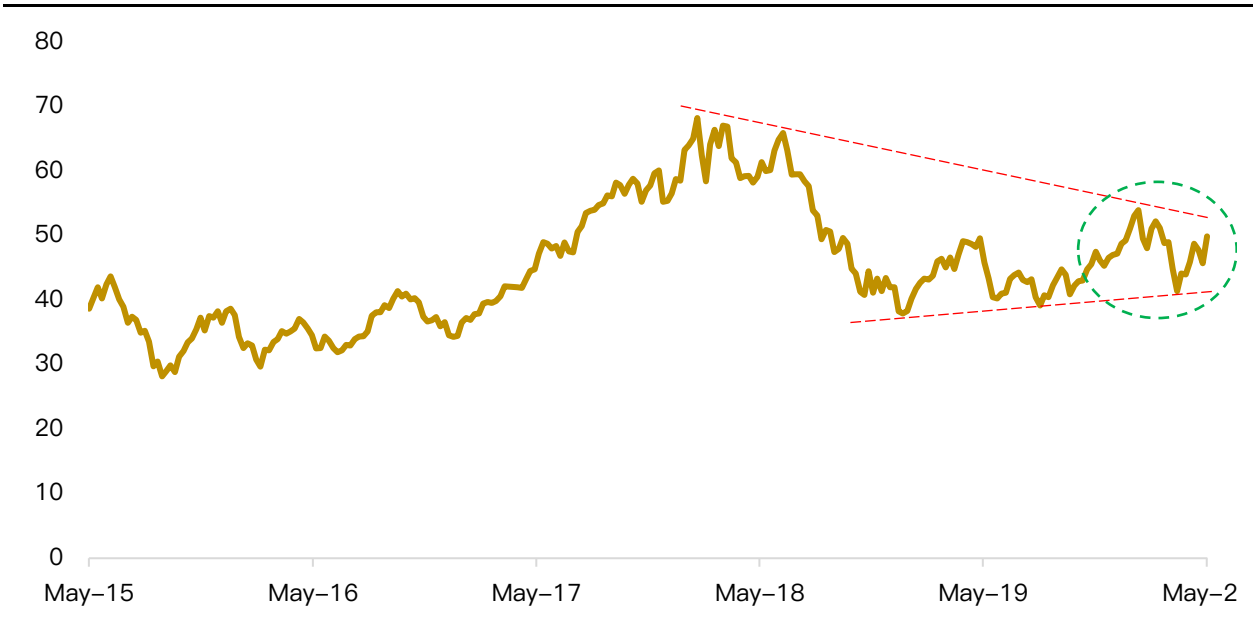
| 中概股汇率冲击时间上也许很难精准捕捉，但空间上也许有一定的参考性。

短期贸易问题缓和，结合中概股 ETF（KWEB）目前的撑压区域，显示近期仍然有部分上行空间，健康的指数环境，对中资股表现，打新都会产生积极的影响。

不过，过去贸易问题总会有一些戏剧性的转折，很难在时间上精准捕捉，后期如果出现贸易摩擦升温、美元流动性收紧这类情况，结合周线阻力位，也许是需要密切关注的窗口时期。

正如我们对二季度的展望，今年有望是中概股可以与 17 年媲美的年份，中长期中概股仍然会具备来自汇率、来自业绩的支撑。参考（*《2Q20 中概股投资主题：把握业绩改善龙头 20200413》*）我们建议继续关注科技以及消费类龙头股这类投资主题，以及周线窗口可能能产生的回调机会。（从周线上看，目前上涨还有一定空间，未来不排除回调再向上突破）

图 5：中概股 ETF（KWEB）周线收盘价（201505-202005）



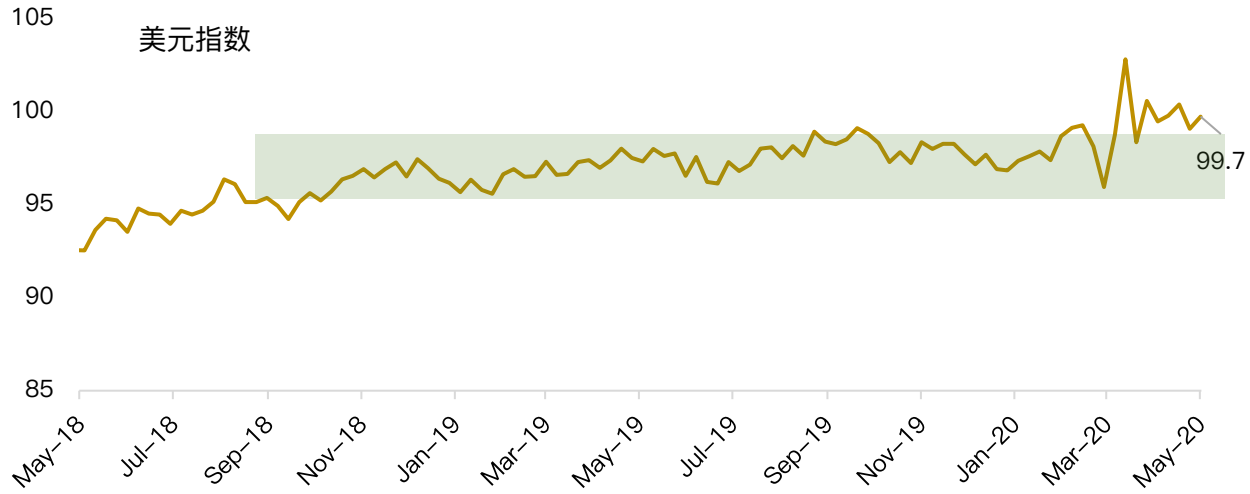
数据来源：Bloomberg，老虎证券

四、其他资产：黄金、原油

继续看好黄金、原油现阶段的表现。

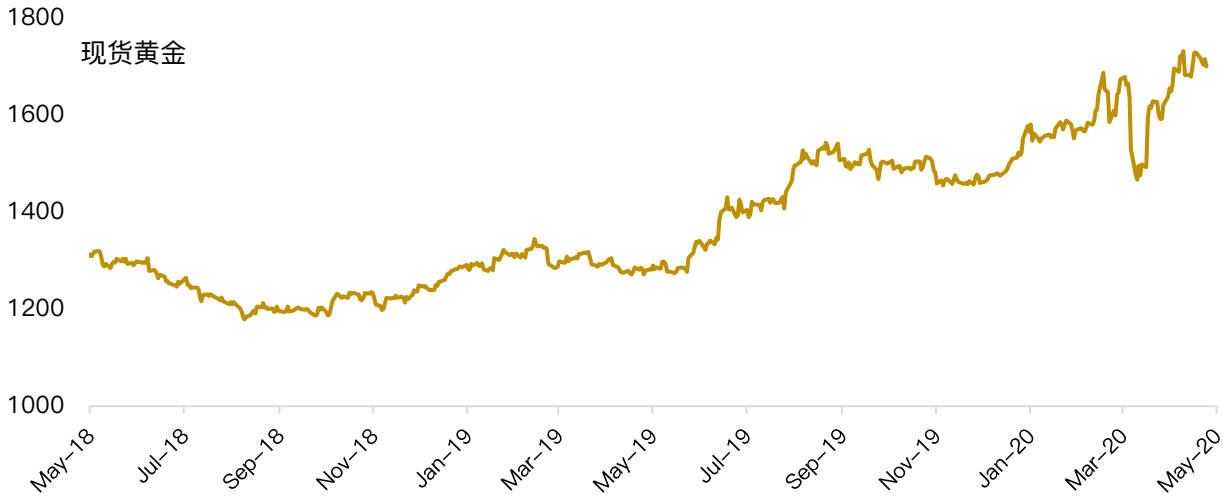
黄金受益于避险、通胀、货币等多重属性，GC 的整理可能会在近期结束。原油受益于企业复工复产、夏季用油高峰临近下供需重新平衡的过程。

图 8：美元指数上周大幅回落，美联储未来有望较长时间锁定低利率（2018-2020）



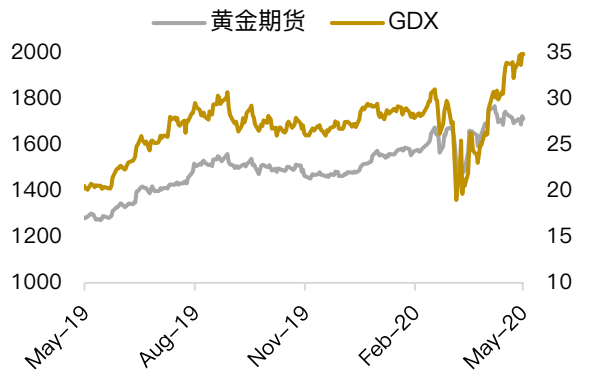
数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 9：现货黄金（201805-202005）



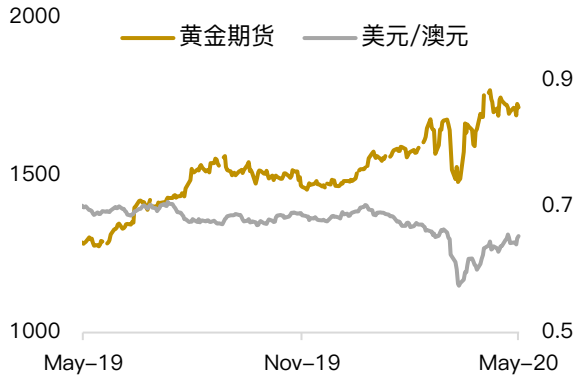
数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 10：黄金期货 vs GDX



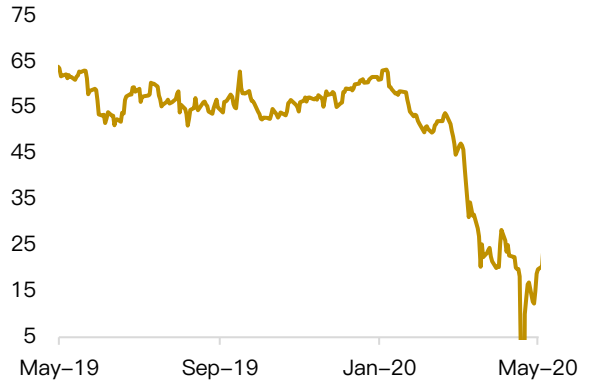
数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 11：黄金期货 vs 美元/澳元



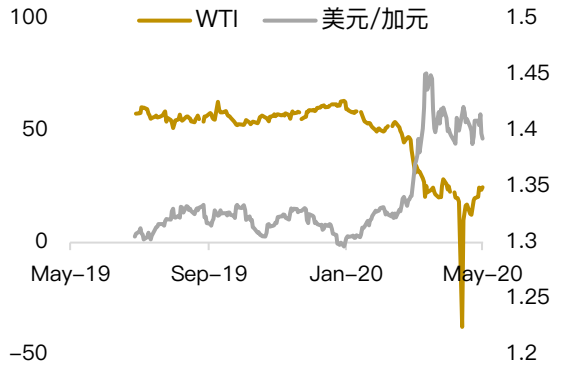
数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 12：WTI 原油(7 月合约)



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 13：WTI vs 美元/加元



数据来源：Bloomberg，老虎证券

港股策略点评

港股已经连续一个月维持盘整，上周恒指回落，不过腾讯、阿里、小米等消费、科技类龙头都延续了不俗的涨幅，这和 5 月港交所潜在落地的一系列改革预期也有关系。

改革预期背后的新经济企业增长红利

历时近半年的咨询，港交所将在本周五（5 月 15 日）的指数检讨中，披露对于同股不同权、二次上市企业是否纳入恒指、国企指数的改革结果。

- 受改革预期提振的公司

如果同股不同权、二次上市企业均被允许纳入指数，基本意味着阿里、美团、小米将进入指数编制。从投资的角度来看，不仅有利于上市公司流动性改善，指数投资者也可以分享“新经济”类企业高速增长的红利。

图 1：这次港交所改革的焦点问题

类型	港交所改革焦点问题
同股不同权公司	能否进入恒指、国企指数的选股范畴？如果纳入同股不同权公司，是否限制这类公司在指数中的比例？
二次上市公司	能否进入恒生指数、国企指数的选股范畴？如果指数纳入二次上市公司，是否限制这类公司在指数中的比例？
恒生指数	是否应在恒生指数里采用行业比重上限来解决过去金融股权重过高的问题？是否应维持恒生指数中港股和非港股的平衡？
国企指数	国企指数是否应去除对现有红筹股和民营企业的额外入选准则？

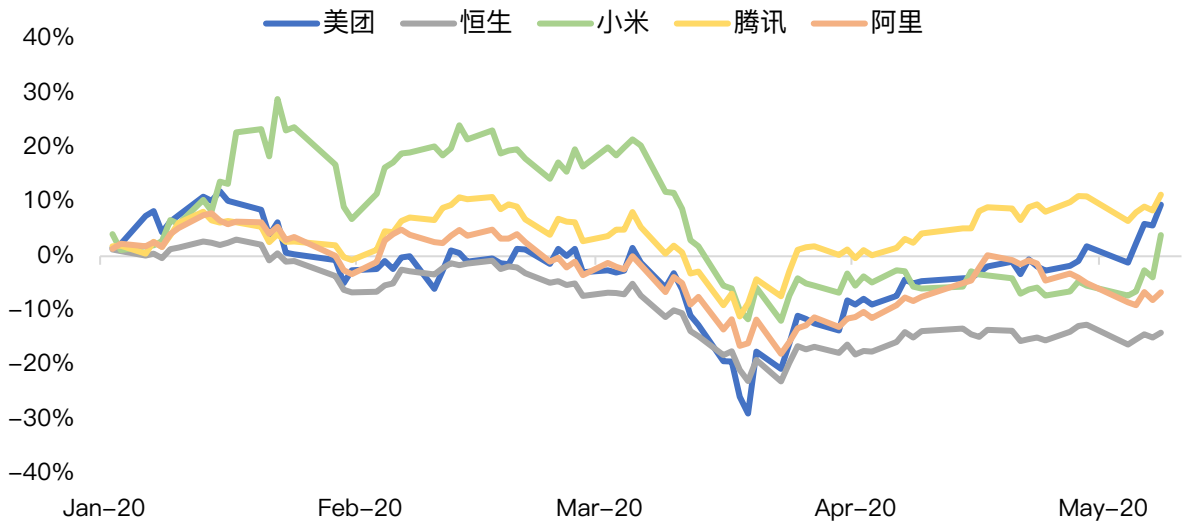
数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

- 中概赴港二次上市潮

以京东、网易、携程、百度为代表的的中概赴港二次上市潮已经开始，京东最快预计在 6 月上市。作为中国核心资产，不仅可以改善消费和科技类公司在港股的权重，也可以改善过去

因海外投资者不足够了解中概股所带来的估值折价。总的来看，新经济类企业占比提升，中长期可直接带动港股估值水平。今年以来，互联网企业明显跑赢港股。

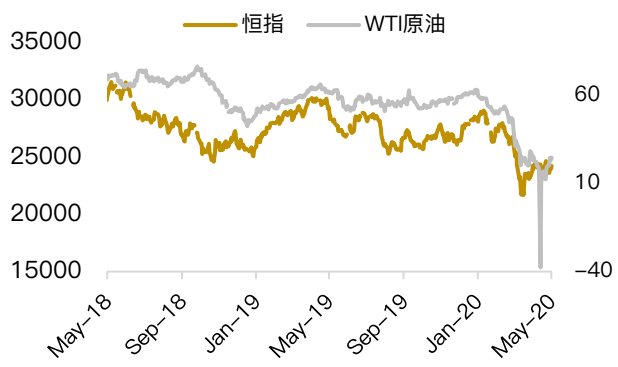
图 2：今年以来互联网类公司明显跑赢恒生指数，尤其是在指数平稳期内



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

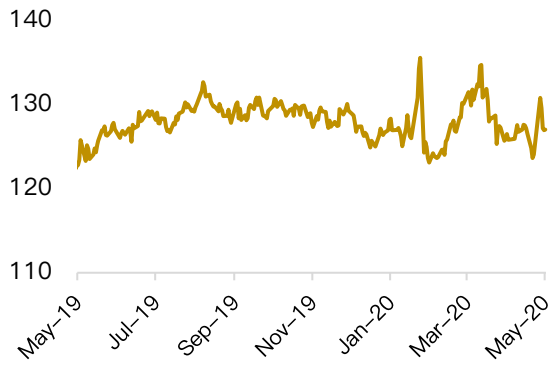
中期建议持续关注复苏能见度更高的腾讯、小米、阿里等科技、消费类龙头；以及港股综合考虑 PE、PB、股息率后的估值优势。（图 5）预计港股调整在尾部阶段，但仍然需要防范海外市场波动对港股可能产生的二次冲击，本轮修正如果出现，力度大的话，可能探至 21000 点附近磨底。

图 3：恒指表现 vs WTI 原油（2018-2020）



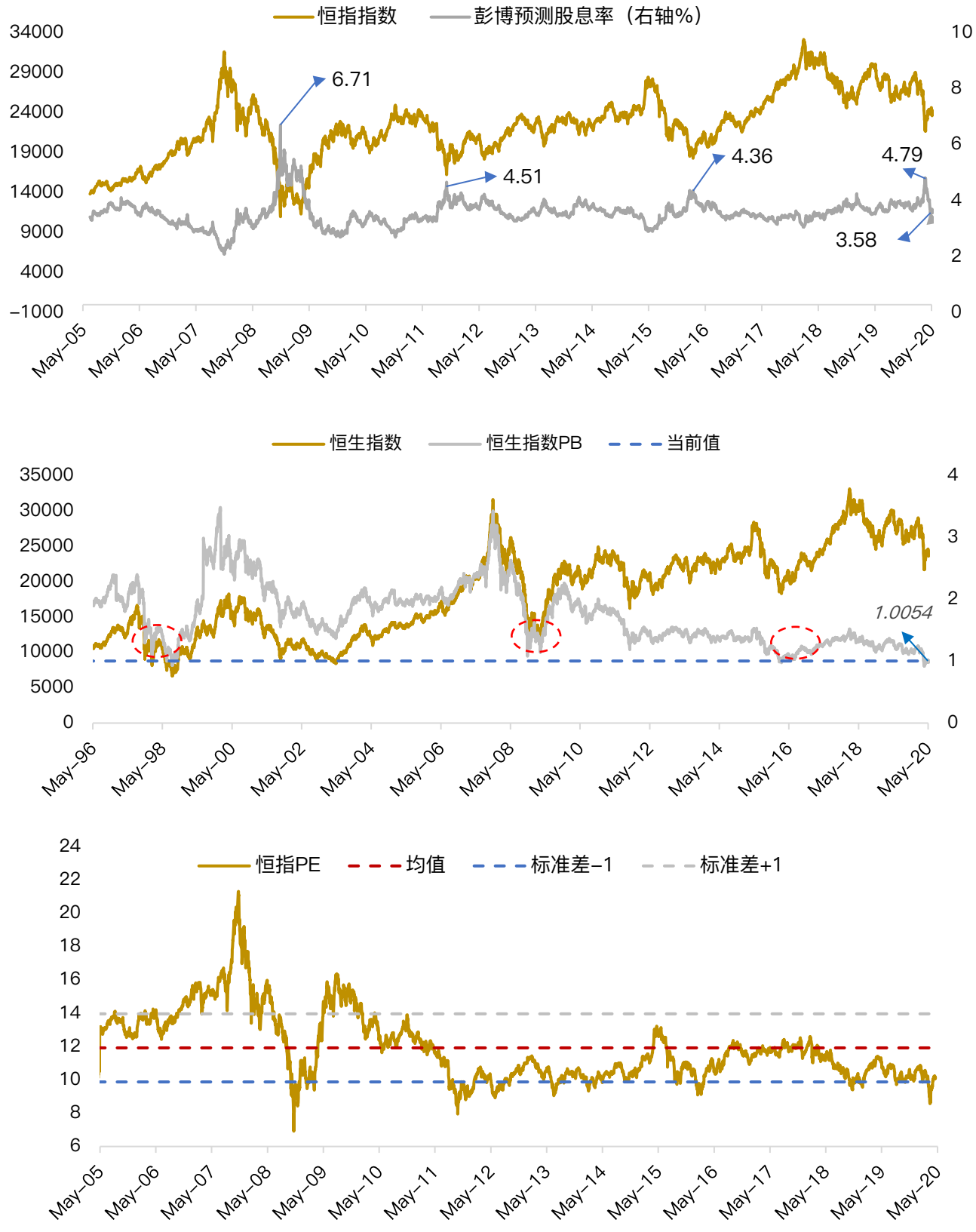
数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 4：沪深港通 AH 股溢价指数(19-2020)



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 5：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

本周美股大盘继续反弹，标普 500 指数单周总回报 3.56%，老虎指数大幅回升 8.1%。信息技术贡献最大，可选消费、工业和医疗板块亦有不错涨幅。本周调出 PEN、PYPL、RP，取而代之的是 GDDY、EA、MTCH。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	Trade Desk	TTD	315.50	99	91	69
2	飞塔	FTNT	136.84	99	96	75
3	SolarEdge 科技	SEDG	118.32	99	88	58
4	EPAM 系统	EPAM	223.30	99	87	60
5	奥多比	ADBE	367.51	99	84	62
6	ServiceNow	NOW	377.26	99	87	68
7	Facebook	FB	212.35	99	79	70
8	Repligen	RGEN	122.85	98	78	66
9	Veeva Systems	VEEV	192.34	98	77	66
10	DexCom	DXCM	405.50	98	81	76
11	京东	JD	46.78	97	77	62
12	微软	MSFT	184.68	97	85	62
13	纽蒙	NEM	64.55	96	71	65
14	再生元制药	REGN	563.40	96	85	60
15	GoDaddy	GDDY	75.05	96	95	68
16	电子艺界	EA	116.62	96	90	58
17	MarketAxess	MKTX	484.32	96	83	69

18	奈飞	NFLX	435.55	96	91	61
19	Vertex 制药	VRTX	271.63	95	70	60
20	科力斯	QLYS	104.40	95	86	55
21	德国 QIAGEN 公共	QGEN	42.83	95	93	67
22	Square	SQ	76.05	94	71	69
23	新东方教育科技	EDU	127.65	94	80	60
24	AMD	AMD	53.19	93	90	54
25	Match	MTCH	79.99	92	80	55
26	Etsy	ETSY	80.71	92	51	74
27	亚马逊	AMZN	2379.61	92	62	59
28	Quidel	QDEL	158.60	92	86	84
29	百健	BIIB	314.02	92	85	53
30	中通快递（开曼）	ZTO	31.15	92	88	67
31	Trex	TREX	115.09	91	82	69
32	Incyte	INCY	95.92	90	75	56
33	Generac	GNRC	103.86	90	76	58
34	天宝	TRMB	37.00	90	89	61
35	CoStar	CSGP	657.42	89	74	58
36	阿里巴巴	BABA	201.19	89	57	52
37	维萨	V	185.09	88	77	61
38	富通	FCN	123.44	88	74	45

39	Alphabet	GOOG	1388.37	87	65	65
40	佳明	GRMN	81.34	87	81	54
41	硕腾	ZTS	125.47	87	74	50
42	FMC	FMC	93.48	87	80	60
43	苹果	AAPl	310.13	86	75	67
44	网易	NTES	359.77	86	87	59
45	CINTAS	CTAS	218.21	86	85	56
46	Amedisys	AMED	180.04	83	71	48
47	Anixter 国际	AXE	94.49	81	74	66
48	NVR	NVR	3119.67	78	73	56
49	卡莱	CSL	119.98	76	70	49
50	好未来教育	TAL	54.80	69	23	56

老虎港股 30 指数

本周港股小幅回撤，恒生指数当周总回报-1.55%，老虎港股 30 指数总回报 1.89%。金融板块拖累了恒指的表现，而地产、通信亦表现较为颓势。信息技术和可选消费拉升了老虎指数本周的回报。本周中软国际代替龙光地产。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	药明生物	02269	124.80	98	90	64
2	雅生活服务	03319	42.65	96	83	65
3	中国建材	03323	9.86	95	89	63
4	美团点评	03690	111.60	95	86	70
5	春立医疗	01858	42.80	94	86	54
6	腾讯控股	00700	418.20	94	83	61
7	西部水泥	02233	1.53	93	81	74
8	维达国际	03331	22.50	93	82	59
9	中国联塑	02128	11.06	92	80	57
10	舜宇光学科技	02382	115.70	92	91	57
11	中海物业	02669	9.11	91	77	74
12	颐海国际	01579	65.85	91	74	65
13	中国软件国际	00354	4.85	90	71	65
14	威高股份	01066	12.28	89	66	65
15	碧桂园服务	06098	36.45	89	63	66
16	安踏体育	02020	67.90	89	80	62
17	海螺水泥	00914	59.55	89	76	57

18	美的置业	03990	19.30	87	80	49
19	中升控股	00881	33.40	87	78	74
20	金蝶国际	00268	11.68	86	74	59
21	爱康医疗	01789	21.75	86	72	59
22	华润水泥控股	01313	10.50	86	71	64
23	中国平安	02318	78.60	85	80	51
24	中芯国际	00981	17.04	85	67	71
25	海螺创业	00586	34.80	84	73	44
26	龙湖集团	00960	36.50	83	76	44
27	康师傅控股	00322	13.84	83	73	55
28	新城悦服务	01755	19.32	82	53	66
29	华润置地	01109	31.00	82	77	47
30	香港交易所	00388	242.80	72	52	47

基本面日程分析

本周重要经济数据、事件

周一（5/11）	周二（5/12）	周三（5/13）	周四（5/14）	周五（5/15）
	20:30 4月未季调核心PCE物价指数 4月未季调PCE物价指数 22:00 费城联储主席哈克就新冠疫情的影响进行讨论 美联储理事夸尔斯在美国参议院金融委员会远程听证会上就金融机构监管发表证词陈述	0:00 EIA公布月度短期能源展望报告 5:00 克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话 20:30 4月生产者物价指数 21:00 美联储主席鲍威尔就经济问题发表讲话	20:30 上周季调后初请失业金人数	20:30 4月零售销售 22:00 5月密歇根大学消费者信心指数
资料来源:公开资料整理				

就业市场暗淡，经济数据下行预期强烈

下周有大量宏观经济出炉，重点关注美国 4 月通胀数据和周五公布的 4 月零售销售数据，目前人们对经济数据下行的预期仍然坚定。

美国就业市场正遭遇至暗时刻。美国劳工部周五公布的数据显示，4 月份美国就业市场受到了新冠病毒导致的经济关闭的空前影响，美国非农就业人数减少了 2050 万人，为 1939 年有记录以来的最大降幅；失业率飙升至 14.7%，创下记录新高。

此外，周三美联储主席鲍威尔将就经济问题发表讲话，会涉及负利率预期问题。

财报收尾阶段，关注安德玛、京东、腾讯音乐

财报季进入收尾阶段，截至上周，标普 500 成分股中已有超过 85%的公司公布了第一季度财报，总营收同比增长了 1.1%，净利润同比下降了 10.6%。

金融股成为主要的拖累，而科技股、医疗股在疫情期间显示出特有的韧性，并引领了市场复苏。

本周还将有 20 家标普 500 成分股公布业绩，包括思科、应用材料、安德玛、挪威游轮等，中概股方面腾讯、京东、腾讯音乐、华米科技也将公布业绩。

老虎财报季 5月11日 – 5月15日 重要美股财报一览

公布日期	港股	美股盘前	美股盘后
周一 5月11日		安德玛A类股（UAA）	腾讯音乐（TME）
		万豪酒店（MAR）	
周二 5月12日		华米科技（HMI）	
		朴新教育（NEW）	
周三 5月13日	腾讯控股（00700）	Jumia（JMIA）	思科（CSCO）
周四 5月14日	中芯国际（00981）	迅雷（XNET）	应用材料（AMAT）
			世纪互联（VNET）
周五 5月15日		京东(JD)	

* 数据整理：老虎证券

动视暴雪：疫情下玩家数激增，盈利潜力释放

游戏行业在疫情期间整体呈现井喷式增长，线下娱乐方式基本中断，社交隔离使得以家庭为单位的线上娱乐方式成为大众首选，游戏公司因此受益。

动视暴雪自年初已上涨近 50%，视频游戏开发商是疫情的受益者，尤其是使命召唤系列在 PC 端和移动端的表现带来了一个异常强劲的季度，公司专注于核心游戏增强了投资者对公司产品的信心，动视暴雪也成为为数不多的上调全年业绩指引的公司。

| 投资要点

➢ 疫情推动动视暴雪业绩超预期

动视暴雪在逆风下交出了一份超预期的财报，我们看到不论是财务指标还是运营指标，动视暴雪都没有受到疫情的负面影响，反而显示出较前几个季度更加鲜明的增加势头。

➢ 使命召唤系列带动 MAU 大幅攀升

《使命召唤:战区》自今年 3 月 10 日推出以来已吸引了超过 6000 万玩家；《使命召唤：现代战争》第一季度的销售量达到了该系列在发行季度之外的最高销售记录；移动端在居家令的带动下，用户覆盖面和参与度也都在上升，推动动视部门 MAU 大幅攀升。

➢ 暴雪受益于核心游戏版本更新，玩家稳定增长

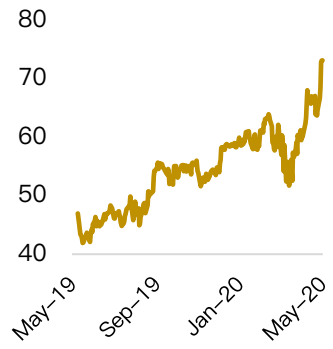
暴雪旗下每一款 IP 的活跃用户都在第一季度实现了逐月增长，这是受居家政策的影响所致。《魔兽世界》的活跃玩家群体在第一季度进一步扩大，主要是受到新玩家和老玩家回归的影响。

一周个股分析

动视暴雪（ATVI）

FY19Q4 财务数据	
最新收盘价	73.14
总市值	563.53 亿
T12M 每股收益	2.02
T12M 市盈率	36.20
净资产收益率	5.83%
股息收益率	0.56%
净利润	5.05
52 周最高	74.80
52 周最低	41.84

过去 52 周价格走势图



往期回顾

➢ 《好未来：亏损是线下转线上之殇，递延收入含金量待考》20200504

- 疫情下游戏行业观察

在疫情大流行期间，3 月份美国和全球消费者在电子游戏上的支出激增，新游戏的增量玩家以及线下零售店关闭后向数字下载的加速转变都利好游戏行业。

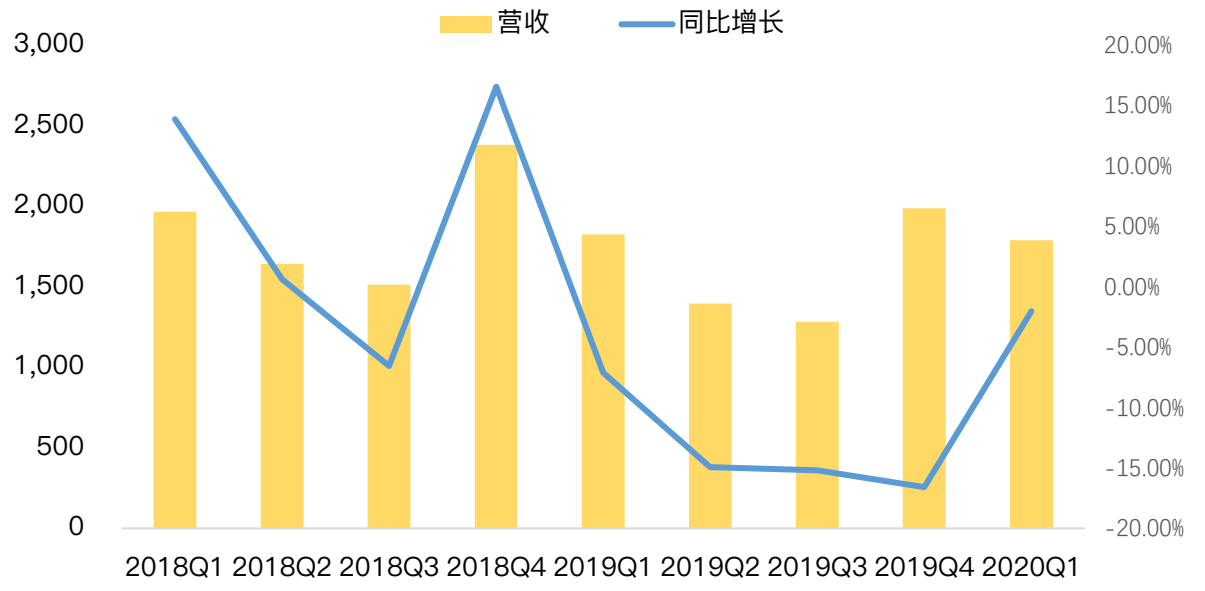
- 结论及展望

我们看好在疫情持续期以及全球经济疲软期内，公司作为全球游戏开发商龙头，从防御性和成长性都是不错的选择，在核心游戏持续带动下，盈利潜力进一步释放。

一、疫情推动动视暴雪业绩超预期

动视暴雪 2020Q1 财报显示，一季度营收 17.9 亿美元，同比下降 2%，超出市场预的 16.4 亿美元；一季度净利润 5.05 亿美元，同比增长 13%。

图 1：动视暴雪季度营收(百万美元)及同比增长

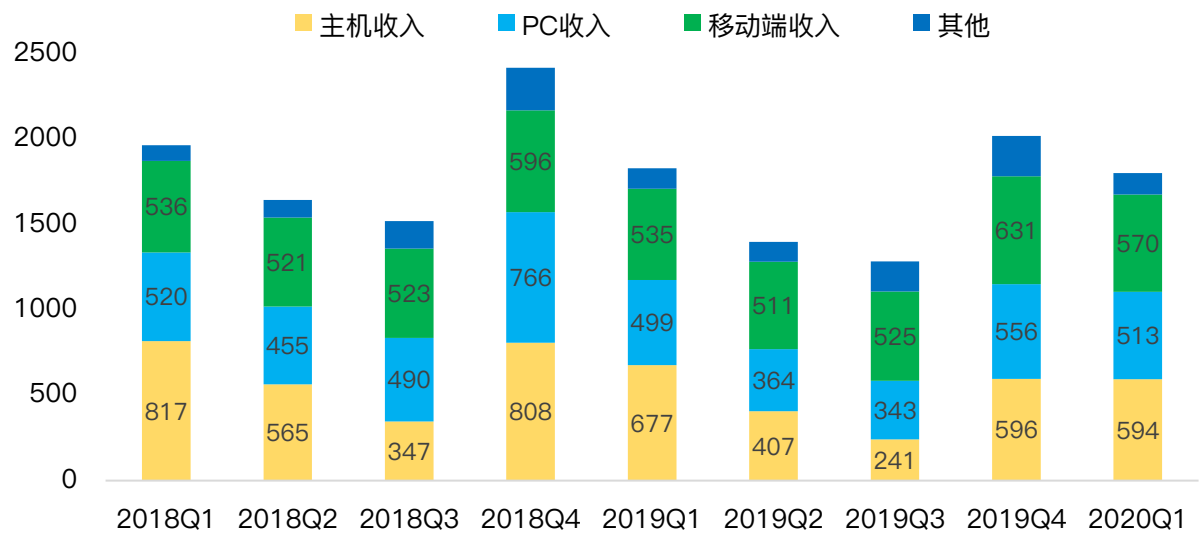


数据来源：公司财报，老虎证券

本季度总月活用户为 4.07 亿，净收入为 15.2 亿美元，其中数字渠道的净收入为 13.6 亿美元，游戏内收入 9.56 亿美元。

分类型看，主机游戏收入占比在降低，PC 收入稳中有升，移动端收入增速最快。

图 2：动视暴雪主机、PC、移动游戏收入(百万美元)



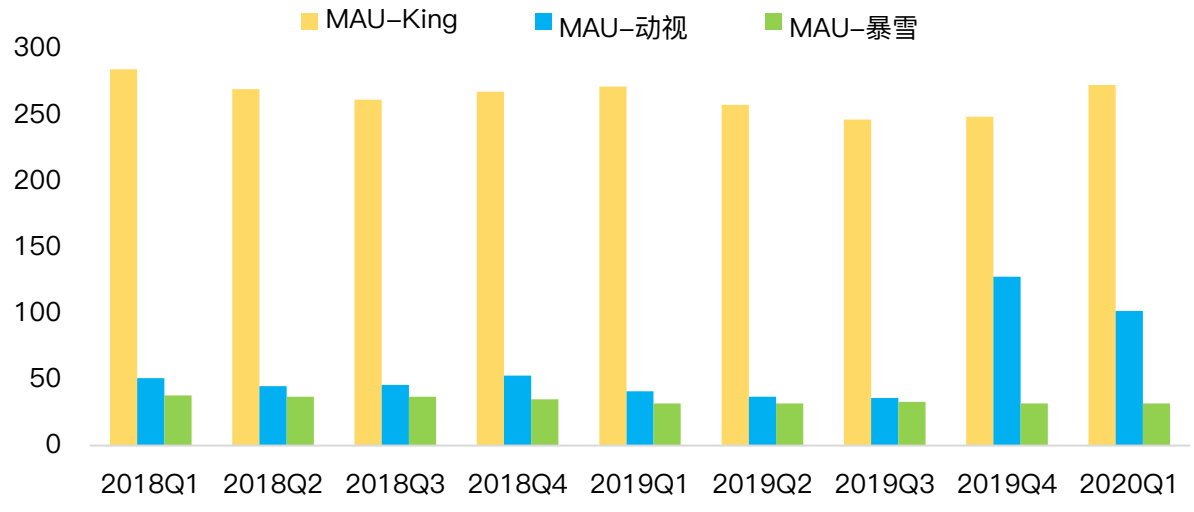
数据来源：公司财报，老虎证券

我们看到不论是财务指标还是运营指标，动视暴雪都没有受到疫情的负面影响，反而显示出较前几个季度更加鲜明的增加势头。

二、成使命召唤系列成为最大亮点

动视在第一季度 MAU 达到 1.02 亿，《使命召唤：战区》自今年 3 月 10 日推出，迄今为止已吸引超过 6000 万玩家，推动动视部门 MAU 大幅增长。

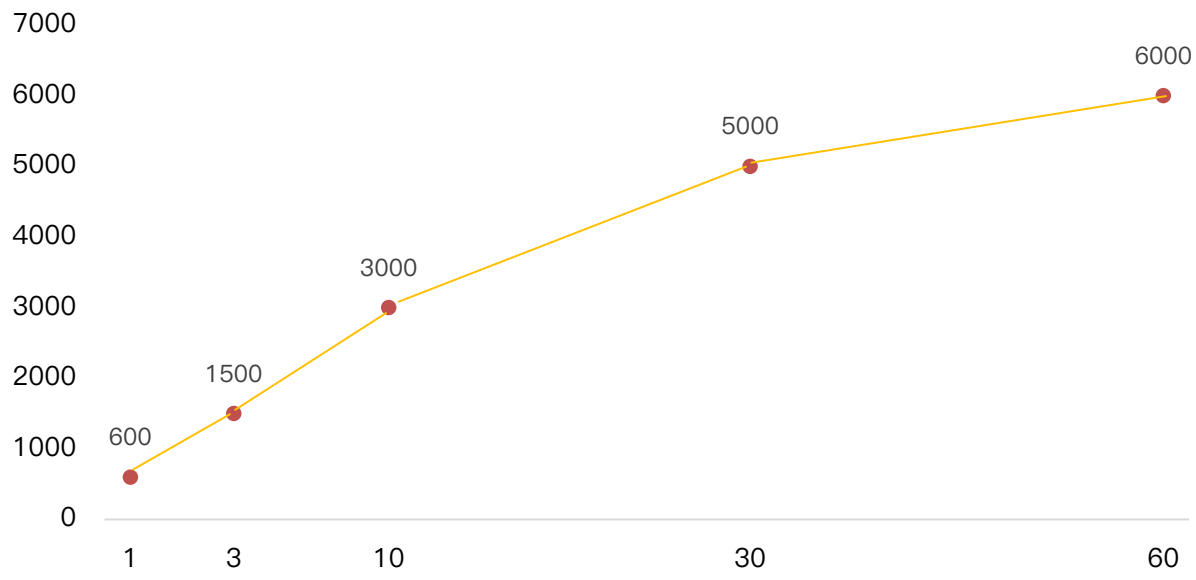
图 3：动视暴雪各部门 MAU(百万)



数据来源：公司财报，老虎证券

复盘《使命召唤：战区》玩家人数增长轨迹，可以发现首月玩家数便突破了 5000 万，次月的增量为 1000 万，增速有所缓和。值得一提的是，《Apex 英雄》首月的玩家数同样为 5000 万，但上线 8 个多月才达到 7000 万。对比来看，或许《使命召唤：战区》的后续增长更具潜力。

图 4：《使命召唤：战区》玩家人数



数据来源：公司财报，老虎证券

《使命召唤：现代战争》第一季度的销售量达到了该系列在发行季度之外的最高销售记录，发行后的销量和玩家数量超过了所有前作。在 1 月和 2 月销量较上年同期大幅增长后，3 月销量加速增长，这是受《战区》更新和居家需求上升的推动。

《现代战争》的游戏内净营收额与《黑色行动》相比，同比增长了一倍以上。今年 4 月，游戏第三赛季内容的发布延续了这一势头，这是迄今为止玩家参与度和玩家投资表现最好的一季。《使命召唤》移动端继续在去年 10 月的突破性发行基础上开发新的内容、功能和活动，旨在优化用户粘性、用户留存和玩家投资。今年 3 月，在引人注目的内容和活动的节奏越来越快，以及居家的推动下，这款游戏的覆盖面和参与度都有所增加。

此外，《使命召唤联赛》最初计划在一个以本地城市为基础的主场模式下进行，第一季所有比赛都将转向在线进行和远程制作，以保证玩家和粉丝的安全，同时向全球观众提供优质的电子竞技内容。

三、暴雪受益于版本更新，玩家稳定增长

暴雪在第一季度拥有 3200 万活跃用户，在 2019 年下半年翻了一番之后，《魔兽世界》的活跃玩家群体在第一季度进一步增加，这主要是受到新玩家和回归玩家的影响，因为开发团队在资料片之间提供的内容比以往任何时候都多。《魔兽世界》现行服的更高热度推动了将于今年下半年推出的《暗影国度》预售加速增长。

暴雪旗下每一款 IP 的活跃用户都在第一季度有了逐月的增长，这是受居家政策的影响所致。在 11 月酒馆战棋游戏模式的推动下，《炉石传说》的玩家活跃度持续提升，并在线上内容方面中展现出了强大的执行力。

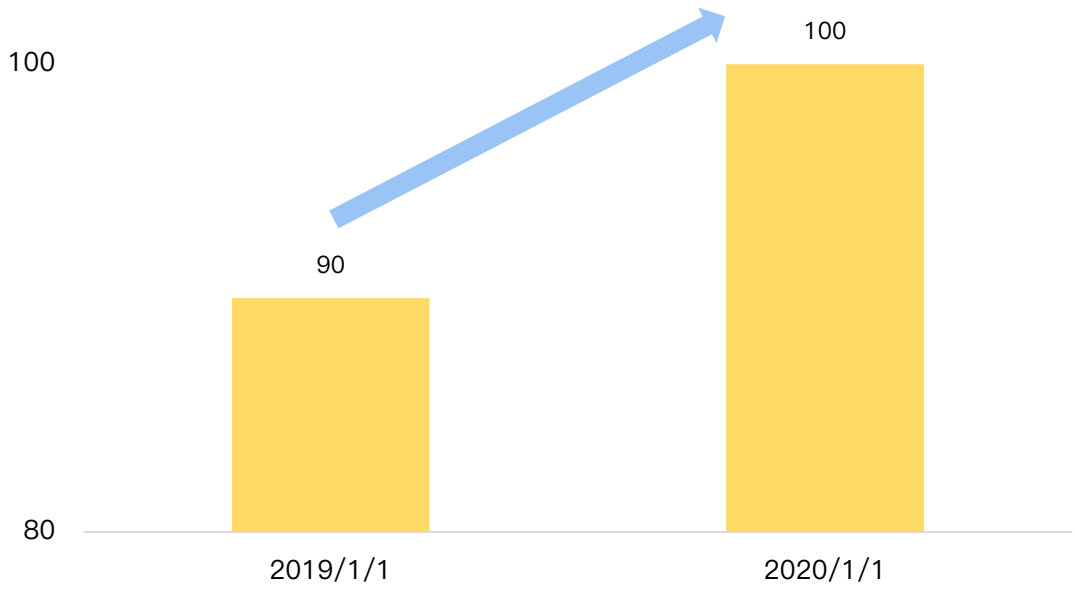
《守望先锋》的玩家活跃度在 3 月份有了显著的提高，本季度《守望先锋联赛》也成功地转向了在线进行和远程制作。

四、疫情下游戏行业观察

在疫情大流行期间，3 月份美国和全球消费者在电子游戏上的支出激增，新游戏的增量玩家以及线下零售店关闭后向数字下载的加速转变都利好游戏行业。

Superdata 报告显示，今年 3 月，全球游戏消费总额达到 100 亿美元，创下单月最高纪录，同比增长 11%。主机游戏和 PC 游戏的收入分别增长了 64%(8.83 亿美元至 15 亿美元)和 56%(3.63 亿美元至 5.67 亿美元)，这得益于北美和欧洲的游戏消费。此外，移动游戏收入增长 15%达到 57 亿美元。

图 5：全球电子游戏消费金额



数据来源：Superdata Arcade，老虎证券

在美国，电子游戏在硬件、软件和配件上的支出达到了 16 亿美元，同比增长 35%，这是自 2008 年以来的最高。任天堂 Switch 游戏机的硬件销售增长了 63%，并且 NS 在全球范围内陷入缺货状态。在软件方面，3 月份排名前 10 的游戏中有 9 款游戏的销量比去年同期有所上升，其中《动物穿越》是最畅销的游戏，《现代战争》位居第二。

图 6：2020 年 3 月全球收入最高的十大游戏

	PC	主机	移动
1	地下城与勇士	动物穿越	英雄联盟
2	英雄联盟	FIFA 20	梦幻花园
3	穿越火线	MLB The Show 20	糖果粉碎传奇
4	梦幻西游2	《毁灭战士：永恒》	最后的避难所:生存
5	《毁灭战士：永恒》	使命召唤:现代战争	精灵宝可梦
6	CS:GO	NBA 2K20	金币大师
7	无主之地3	侠盗猎车手	Roblox
8	半条命	堡垒之夜	怪物弹珠
9	魔兽世界	彩虹六号:围攻	部落战争
10	坦克世界	Madden NFL 20	黑道风云

数据来源：SuperData Arcade，老虎证券

疫情期间，消费者对电子游戏的需求非常强劲。

结论及展望

我们看好在疫情持续期内以及全球经济疲软期间，公司作为全球游戏开发商龙头，从防御性和成长性都是不错的选择，主要基于以下几点：

1）公司拥有 60 亿美元的现金、现金等价物以及短期投资，健康的资产负债表使其具有较强的抗风险能力。

2）公司的业务已逐渐转向数字渠道，在面对不确定的环境时拥有极大的灵活性。

3）此外，由于玩家有更多时间玩游戏，我们预计在不久的将来我们的业务可能会由于在各个地区颁布的在家下订单而对我们的产品和服务的需求增加。

我们认为随着《使命召唤：现代战争》、《使命召唤战区》、《使命召唤移动版》和《魔兽世界》在内的多款核心游戏的吸引力保持强劲，动视暴雪盈利空间会进一步释放。

ETF 一周观察（20200504-20200508）

上周，美国 ETF 罕见的净流出了 48 亿美元，不过美国 ETF 年初至今仍然达到 1158 亿美元，高于去年同期 709 亿美元。净流入最大的单支 ETF 仍然要看高收益债 ETF（HYG）、黄金 ETF（GLD）和纳斯达克 100ETF（QQQ）。

- 正当掘金时，GLD 流入近百亿资金

HYG 年初至今净流入达到 32 亿美元，主要的资金来源于美联储，美联储目前利用流动性工具拯救各种“堕落天使”债券。

年初至今 GLD 的净流入已经达到惊人的 100 亿，金价的异动让许多投资者相信黄金周期很快就要开启了。

QQQ 今年的劲头也很猛，自从年初大跌之后，QQQ 的反弹力度非常大，因此也有很多人看好它，QQQ 年初至今涨幅有 5.5%，远高于标普 500 的-9%。QQQ 的管理资产规模达到了 1000 亿美元，成为了市面上第五支迈入千亿规模的 ETF。

- 行业、国债表现

本周行业 ETF 全行业上涨，涨幅最大的是能源行业，达到 8.17%，主要涨幅来自于原油 6 月合约价格反弹，另外，能源板块依然是年初至今最差板块，跌幅为 35.41%，年初至今仅有科技板块取得正收益。

股市的上涨另债市显得较为暗淡，上周国债价格均跌，跌幅最大为美国长期国债 ETF（TLT），为-2.36%，但年初至今依然看好美国长期国债（TLT），年初至今的涨幅仍然达到 21.39%，。

全球 ETF 一周观察

股票、固收、商品、货币

覆盖 ETF 一周表现

资金流入 Top3	
HYG	14.14 亿
GLD	13.74 亿
QQQ	7.39 亿
行业类涨幅 TOP3	
XLE	8.17%
XLK	6.61%
XLC	4.6%
国债涨幅 Top3	
IEI	0.16%
SHY	0.07%
SHV	-0.01%
货币类涨幅 Top3	
FXA	1.73%
CEW	1.1%
UUP	0.78%
商品类涨幅 Top3	
USO	13.8%
SLV	3.74%
GLD	0.4%
香港 ETF 涨幅 Top3	
3175.HK	16.3%
3097.HK	10.9%
9845.HK	8.35%

| 美国上市 ETF 资金流向（按资产类别划分）

资产类别	资产规模	本周净流入	周资产规模变动	年初至今资产规模变动
美国股票	22105.52	-72.20	-0.33%	2.24%
国际股票	7051.32	-62.01	-0.88%	-2.08%
美国固收	8042.75	63.72	0.79%	4.94%
国际固收	847.96	3.33	0.39%	-0.42%
商品	1059.01	19.00	1.79%	22.64%
货币	22.96	-0.24	-1.03%	42.74%
杠杆	324.96	-5.72	-1.76%	23.35%
反向	184.29	6.80	3.69%	57.30%
资产配置	88.17	-0.96	-1.09%	-0.41%
其他	42.97	0.38	0.89%	-38.38%
合计	39769.92	-47.90	-0.12%	2.91%

单位：亿美元，数据来自 etf.com，周时间区间：05/01/2020 - 05/07/2020

| 香港上市 ETF 表现

代码	名称	周涨跌幅	年初至今涨跌幅	市值(亿港
3175.HK	三星标普高盛原油 ER 期货 ETF	16.38%	-84.37%	44.60
3097.HK	未来资产标普原油期货增强型 ER ETF	10.91%	-63.52%	1.66
9845.HK	未来资产中国电动车 ETF	8.35%	-0.18%	0.92
2845.HK	未来资产中国电动车 ETF	8.30%	-0.50%	7.12
7261.HK	华夏 Direxion 纳斯达克 100 指数每日杠杆(2x)	8.19%	-1.40%	1.77
3087.HK	db x-trackers 富时越南 UCITS ETF	6.84%	-18.41%	16.63
3147.HK	南方东英中国创业板指数 ETF	6.43%	13.61%	4.65
9826.HK	未来资产中国云端运算 ETF	6.13%	30.33%	0.87
2826.HK	未来资产中国云端运算 ETF	6.12%	29.76%	6.72
3072.HK	日兴资产管理环球互联网 ETF	5.97%	12.82%	1.70

注：数据来自 wind，截止 2020.5.8 收盘

| 一周资金净流入前十 ETF

代码	全名	净流入
HYG	iShares iBoxx USD High Yield Corporate Bond ETF	14.14
GLD	SPDR Gold Trust	13.74
QQQ	Invesco QQQ Trust	7.39
XBI	SPDR S&P Biotech ETF	6.40
AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	6.29
XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund	4.97
BND	Vanguard Total Bond Market ETF	4.45
XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	4.15
JPST	JPMorgan Ultra-Short Income ETF	4.09
HYLB	Xtrackers USD High Yield Corporate Bond ETF	3.73

单位：亿美元，数据来自 etf.com，周时间区间：05/01/2020 - 05/07/2020

| 一周资金净流出前十 ETF

代码	全名	净流入
SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	-31.27
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	-16.12
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	-12.01
IWM	iShares Russell 2000 ETF	-11.65
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	-11.41
ACWI	iShares MSCI ACWI ETF	-8.66
VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	-8.15
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	-7.01
IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	-5.93
IWF	iShares Russell 1000 Growth ETF	-5.51

单位：亿美元，数据来自 etf.com，周时间区间：05/01/2020 - 05/07/2020

| 行业 ETF 一览

代码	行业	管理费	本周涨跌幅	年初至今涨幅
XLI	工业	0.03%	1.35%	-22.54%
XLC	通信	0.03%	4.60%	-3.30%
XLB	材料	0.03%	3.33%	-14.56%
XLF	金融	0.03%	1.04%	-27.58%
XLK	科技	0.03%	6.61%	3.39%
XLE	能源	0.03%	8.17%	-35.41%
XLY	非必需消费品	0.03%	4.47%	-6.51%
XLV	医疗保健	0.03%	1.62%	-2.41%
XLP	日用消费品	0.03%	0.87%	-7.72%
XLU	公共事业	0.03%	0.50%	-13.09%
XLRE	房地产	0.03%	1.43%	-13.76%

注：数据来自彭博，截止 2020.5.8。本表的 ETF 是跟踪标普 500 指数的 11 个一级行业指数的 ETF，市盈率、市净率与股息率取自其跟踪的指数。

| 国债 ETF 一览

代码	名称	管理费	周涨跌幅	年初至今涨幅
SHV	iShares Short Treasury Bond ETF	0.15%	-0.01%	0.57%
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	0.15%	0.07%	2.67%
IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	0.15%	0.16%	6.38%
IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	0.15%	-0.15%	10.52%
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	0.15%	-2.36%	21.39%

注：数据来自彭博，截止 2020.5.8 收盘

| 货币 ETF 一览

基金代码	货币种类	管理费	周涨跌幅	年初至今涨幅
UUP	美元指数基金	0.75%	0.78%	4.08%
FXE	欧元兑美元	0.40%	-1.29%	-3.69%
FXY	日元兑美元	0.40%	0.11%	1.58%
FXB	英镑兑美元	0.40%	-0.80%	-6.41%
FXA	澳元兑美元	0.40%	1.73%	-7.04%
CEW	新兴市场货币兑美元	0.55%	1.10%	-10.96%
UUP	美元指数基金	0.75%	0.78%	4.08%

注：数据来自彭博，截止 2020.5.8 收盘

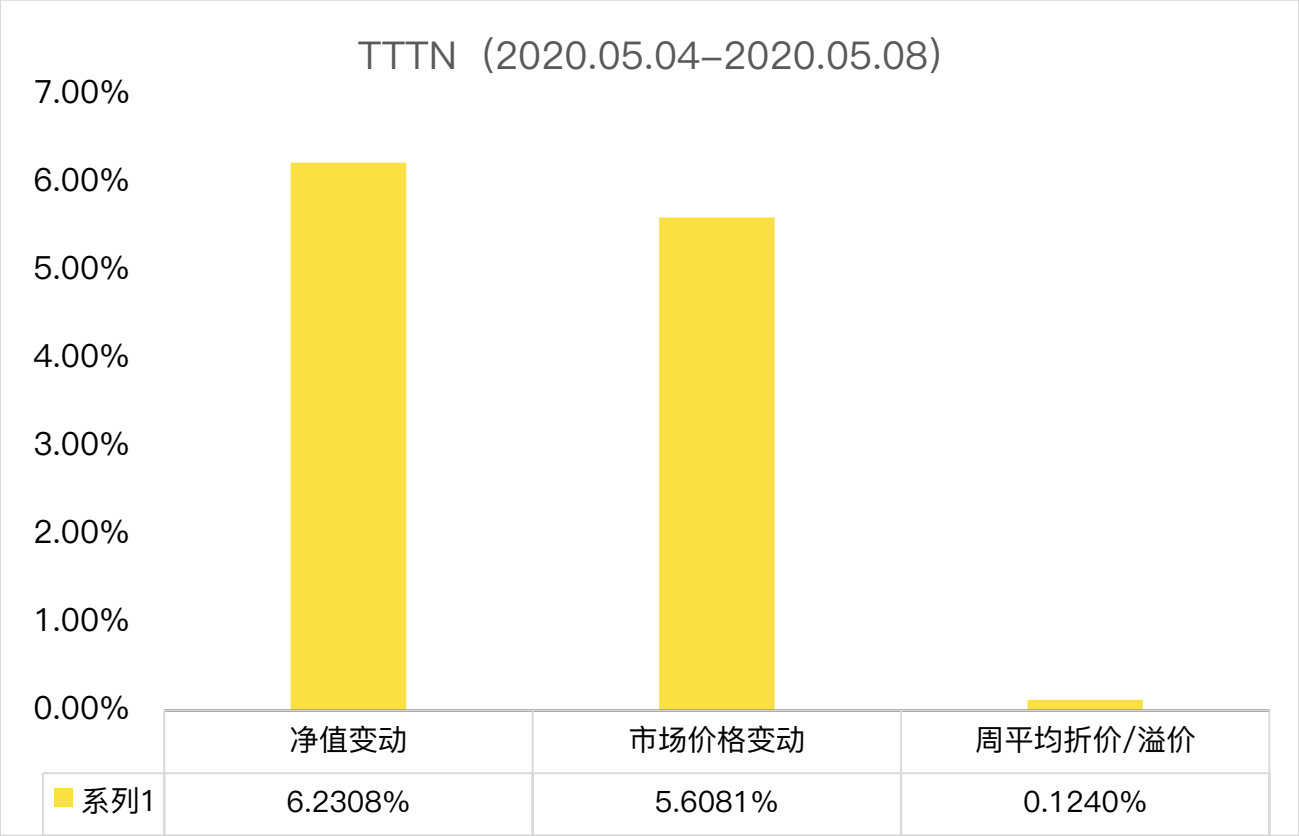
| 商品 ETF 一览

基金代码	品种	管理费	周涨跌幅	年初至今涨幅
GLD	黄金	0.40%	0.40%	12.26%
SLV	白银	0.50%	3.74%	-13.43%
USO	原油	0.45%	13.84%	-79.05%
UNG	天然气	0.60%	-2.84%	-25.03%
DBA	农业	0.85%	1.02%	-16.24%

注：单位亿美元，数据来自彭博，截止 2020.5.8 收盘

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
MELI	魅可多	29.56%	1.15%
VIPS	唯品会	13.03%	0.61%
JD	京东	13.05%	0.55%
NTES	网易	10.58%	0.43%
FB	FACEBOOK	4.98%	0.41%

本周中美互联网巨头 ETF（代码 TTTN）基金净值上涨 6.2308%；市价上涨 5.6081%。

其中魅可多（MELI）因 2020Q1 业绩超预期周上涨 29.56%，对基金净值贡献最多。

| 本周持仓股要闻

谷歌计划下月逐步复工。Alphabet 首席执行官桑达尔-皮查伊说，该公司在全球各地的办公室里需要随时有 10%到 15%的员工。

谷歌(GOOG.US)母公司 Alphabet 宣布放弃多伦多智慧城市项目。据媒体报道，谷歌(GOOG.US)母公司 Alphabet 旗下的人行道实验室(Sidewalk Labs)表示，由于持续的经济不确定性，该公司撤销了在多伦多设立“智能区”的计划。

亚马逊（AMZN.O）：国家美式足球联盟将向 Prime 会员免费直播。

Facebook 更新其网站 FACEBOOK.COM。新的网址速度更快、更便于使用。

Facebook 允许员工在家办公到年底。Facebook 发言人证实公司允许大部分员工在 2020 年底之前继续居家办公，7 月 6 日前不会重新开放大部分办公室。自 3 月以来，Facebook 员工一直居家办公。公司仍继续向因裁员、办公室关闭或生病而无法工作员工支付时薪。

阿里研究院：五一阿里零售平台夜间购物成交金额占比达 39.8%。阿里研究院发布《数字点亮夜经济》，报告显示，2019 年，北京、西安等 12 个大中型城市消费夜化度为 43%，其中，夜间餐饮消费占比近 4 成，夜间文娱消费占比近 5 成，夜间网购消费占比超 4 成。夜经济便利度为 57%，其中，夜间餐饮商家活跃度为 4 成，夜间出行活跃度超 9 成，夜间商户支付活跃度近 4 成。2020 年五一假期，阿里零售平台夜间购物成交金额占比达到 39.8%，同比去年上涨 3.9 个百分点。饿了么平台夜间订单占比 33.55%。高德全国路网平均夜间拥堵延时指数为白天的 103.9%。

京东宣布将参与新西兰国家产品节。京东宣布将会与新西兰新西兰国家产品节，为中国消费者创造一个为期一周的购物狂欢，让他们购买高品质的新西兰进口产品。50 个品牌参加了此

次促销活动，提供近 300 种直接从新西兰采购的产品，包括肉类、葡萄酒、健康产品和水果等。

高盛：上调腾讯目标价至 494 港元 维持“买入”评级。高盛发布报告称，上调对腾讯目标价，由 488 港元升至 494 港元，此按综合方式作估值，潜在升幅 21%，维持对其“买入”评级。该行预计，腾讯旗下游戏娱乐平台定位良好，网游因公共卫生事件影响令客户有更多参与度，同时公司也致力推出多项游戏，微信的朋友圈广告也有增加，并称支付交易于 3 月份开始复苏，而投资项目也跑赢市场。

腾讯王者荣耀 4 月收入按季升 43% 五一收入创单日新高。市场调研机构 Sensor Tower 发表报告，腾讯控股（00700.HK）旗下《王者荣耀》 4 月份收入按季增长 43%，重返中国区 iOS 手游畅销榜榜首，并带动腾讯游戏收入按季增长 9%。在五一假期首日，《王者荣耀》单日收入更创新高。Sensor Tower 指，随 S19 赛季开放新英雄、新皮肤等内容，《王者荣耀》月份收入按季增长 43%。

百度(BIDU.US)与广州开发区就自动驾驶、智能交通等达成战略合作协议。百度(BIDU.US)与广州开发区达成战略合作协议，双方在自动驾驶、智能交通等领域开展全面合作。

Booking 一季度亏损近 7 亿美元 出售携程 ADS。5 月 8 日凌晨，Booking Holdings 发布 2020 年一季度财报。今年一季度，Booking Holdings 净利润亏损 6.99 亿美元，去年同期为盈利 7.65 亿美元；营业收入为 22.88 亿美元，同比下跌 19.35%；预订量同比下滑 51%至 124 亿美元。报告期内，Booking Holdings 子公司 Booking Holding Treasury Company 出售了部分携程 ADS。3 月 23 日至 4 月 3 日，Booking Holdings 出售了对携程的部分 ADS（美国存托股）。在公开市场以每股 23.45 美元的平均价格，出售了 450 万股携程 ADS，套现了约 1 亿美元。

本周热门个股财报分析

安德玛-UAA 预期 EPS：-0.19 /预期营收：961.78M

安德玛第一季度的业绩可能会受到全球疫情爆发的巨大影响，随着二季度全球各地门店关闭更加普遍，预计第二季度将面临更大的压力。库存堆积可能会破坏其扭亏为盈的目标，给销售和利润率带来压力。

投资者要重点关注公司抵御疫情和清理过剩库存的计划，以及首席产品官莉萨·科利尔关于重镇业绩的想法（如促销活动），而北美和欧洲门店关闭期间数字销售的增加也会引起人们的兴趣。

我们认为，一季度营收预计下降 20%、二季度营收下降 32%的共识可能会存在更大的下行空间，亏损会扩大。

腾讯音乐-TME 预期 EPS：0.08/ 预期营收：898.29M

腾讯音乐一季度的营收增速预计会下降，因为其高利润的社交娱乐业务的利润率水平仍然较低，抵消了在线音乐业务强劲的订阅收入。

市场普遍预期第一季度营收将增长 10%(低于第一季度的 35%)，营业利润将缩窄 20%。公司继续将优质内容转移到付费墙，加上病毒爆发期间催生了更多的家庭用户，这可能会推动在线音乐的付费用户和订阅收入强劲增长。但它的社交娱乐部门可能会面临压力，因为由于竞争加剧，月活跃用户预计连续减少。此外，一季度的新监管限制将进一步阻碍其从较小用户群中获得收入的能力。2020 年，腾讯音乐将开始扩展进入长音频领域，并将利用母公司腾讯控股提供的独特社交和娱乐内容资源进一步加强其在音乐内容方面的领先地位。

本田汽车-HMC 预期 EPS：0.28/预期营收：31.73B

截至 3 月份的第四财季，Covid-19 导致公司停产和销售突然下滑，本田的营业利润也受到很大影响。随着疫情在全球范围内的蔓延，预计第一季度收入和利润将加速下滑。

思科-CSCO 预期 EPS：0.71/ 预期营收：11.88B

由于思科在企业 IT 支出方面的巨大风险敞口，它在本季度会面临巨大的挑战。思科约 60%的收入都来自企业 IT 支出，其中一半来自中小型企业，这些企

由于零部件采购困难和销售大幅下滑，该公司从 3 月底起暂停了在日本和海外的工厂的生产，中国除外。自 3 月中旬以来，中国一度停产的工厂已逐渐恢复生产。该公司第四季度全球零售额都在下降，日本下降 15.1%、美国下降 19.2%，中国下降 33.8%。但在中国，本田的销量下滑速度从 2 月份的 85.1%回升到 3 月份的 50.8%。

业面临着疫情的巨大冲击。鉴于这种风险敞口，我们预计近期的销售和订单增长可能会受到影响。

销售额的大幅下降可能已经在人们的预料之中，彭博共识自 3 月份以来将思科第三季度的营收目标下调了 6%至 119 亿美元，同比降幅为 8%，而 2020 财年的营收指引下降 3.5%至 5%。

但思科自身有一些优势能抵御一部分风险，比如 WebEx 和应用。但总体而言，这些业务规模太小，不足以完全对冲硬件销售的下滑。

万豪酒店-MAR 预期 EPS：0.95/预期营收：4.25B

如果万豪酒店北美地区每间可用客房平均收入与 STR 报告的周降幅一致，那么万豪的北美每间可用客房平均收如在第一季度将下降 15%，美国酒店业 3 月份的平均每间可用客房平均收入每周下降近 50%。3 月 18 日，万豪采取措施保持流动性，暂停派息和股票回购，推迟了 2020 年资本支出计划的三分之一，并削减员工、薪酬和非必要支出，以消除 1.4 亿美元的薪酬成本。同一天，万豪酒店取消了 2 月 26 日发布的 2020 年业绩指引，该指引是基于对增长率 0-2%的预期(不包括冠状病毒在），这一观点是假设了亚洲的疫情爆发将使每个月的费用收入减少 2500 万美元。

京东-JD 预期 EPS：-0.13/ 预期营收：19.17B

预计京东将在 5 月 15 日美国市场开盘前公布第一季度业绩，一季度国内疫情爆发对电商冲击较大，但京东第一季度的销售额仍有可能增长，这要归功于其自营物流网络的实力。

市场普遍预期营收将增长 13%，这符合该公司至少 10%的增长预期。然而，除了本季度向客户和商家提供补贴外，销售额增长的连续下滑可能会让京东出现运营亏损。

在疫情爆发期间，中国消费者对电子商务的依赖可能会推动京东用户更快的增长，因为京东是为数不多的几家维持杂货、新鲜农产品、医疗保健和家居产品配送的公司之一。

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。