

海外市场 6 月展望

美股依然乐观，港股颇具吸引

2020 年 06 月 12 日

事件

- 6 月 11 日美股大跌，三大指数跌幅均超过 5%，恐慌指数大涨 48%，投资者担心市场是否会二次探底

观点

- 市场下跌是针对前期暴涨行情的结构性回调。我们预计市场交易重心将回到有业绩支撑的科技股

1. 过去两周市场提前乐观预期疫情完全结束，经济恢复正常，将注意力从受益于疫情的科技股转移到前期跌幅较大的价值、周期股，如航空、邮轮、零售等，其估值提升速度快于基本面修复
2. 散户入场和空头回补是过去两周上涨的两大动因。市场出现 junk rally，垃圾股大涨。高昂的投资者情绪导致前期涨势迅猛的股票波动较大，出现急涨急跌的现象。
3. 我们预计市场结构调整，交易重心可能再回到有业绩支撑的科技互联网，特别在 7 月中报来临之际

- 我们对美股前景仍然乐观，有以下两个原因：

1. 不要和美联储作对。Don't fight the Fed. 美联储预计将维持利率在 0 左右至 2022 年。正如华尔街流传的那句话，“只要音乐不停，就不要停止跳舞”。宽松的信贷环境将继续支持市场上涨
2. 美国 50 个州已全部在不同程度上重新开放经济活动，投资者担忧经济重启和大规模抗议将导致第二波疫情出现。我们认为，1) 新增病例曲线伴随复工小幅上升在所难免，但不会达到前期疫情的高峰和混乱局势；2) 经济一旦开放，再次封锁的可能性较低

- 港股下半年颇具吸引。标的选择上，综合行业分析师的研究成果，我们推荐美团、小米

1. 《国安法》引起美国“制裁”利空已出尽，香港国际金融中心地位难以撼动
 - 1) 香港不会实施外汇管制，受《基本法》保护，港币可自由兑换，资金可自由进出。
 - 2) 联系汇率制度是香港自设机制。极端的情况是美国把香港银行业剥离 SWIFT 体系。目前只有朝鲜和伊朗被禁，应用于香港的机会不大
 - 3) 任何的限制性措施，必然损害美国服务业（金融）在港的庞大利益，损人不利己
2. 网易、京东 6 月回归受热捧。中概股相继回归为港股带来优质标的，提升市场活跃度，香港交易所受益
3. 没有资本外流。港币对美元汇率 6 月 9 日再次触及 7.75 强方兑换保证，这显示已有资金流入香港
4. 恒指估值现处于 10.5 倍市盈率水平，低于 2010 年以来十年估值中枢 11.7 倍

- 风险提示：疫情在美国二次爆发，经济复苏不及预期，美国将香港银行剥离 SWIFT 体系，中概股全面退市

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

15221062309

zhangfp@dwzq.com.cn

相关研究

1、《三分钟看中观：面板价格止跌》2020-06-10

2、《策略点评 20200605：外资对消费板块的偏好将现内部分化》2020-06-05

3、《三分钟看中观：汽车上涨的景气度线索》2020-06-03

4、《行业比较：板块业绩估值差的收窄》2020-06-03

5、《月度策略及金股组合：箱体震荡，风格切换》2020-05-31

内容目录

1. 市场下跌是针对前期行情的结构性回调，交易重心将回到有业绩支撑的科技股	5
1.1. 过去两周市场提前乐观预期疫情完全结束，估值提升速度快于基本面修复	5
1.2. 散户入场和空头回补是过去两周上涨的两大动因	5
1.3. 市场结构调整，交易重心将重回有业绩支撑的科技股	6
2. 我们对美股前景仍然乐观，有以下两个原因：	6
2.1. 不要和美联储作对 Don't fight the Fed	6
2.2. 美国全面复产复工，抗议不会影响其进程	6
2.2.1. 全面复产复工，经济数据回升好于预期	6
2.2.2. 复产复工后，疫情曲线出现反复不可避免，但大方向趋势向下未改	7
2.2.3. 抗议不会阻挡复工复产进程	8
3. 港股下半年势头良好	9
3.1. 中美在香港的博弈引发了资本市场担忧，但长期来看影响不大	9
3.2. 中概股面临渐增的监管压力，寻求在港二次上市，为香港市场带来新的投资机会	10
3.3. 没有出现资金外逃	11
3.4. 恒指估值处于 10.4 倍市盈率水平，低于 2010 年以来估值中枢 11.7 倍	12
4. 美团点评：B 端变现进入加速期，亏损幅度好于预期	13
4.1. 外卖：	14
4.2. 到店酒旅	16
4.3. 新业务	16
4.4. 盈利预测与估值	17
4.5. 风险提示：	18
5. 小米集团：供应链优化下的新物种——流通损耗进一步减少，流通效率进一步提高	19
5.1. 小米的流通模式与高效率	19
5.2. 小米竞争优势的底层逻辑：链条缩短与价值量重构	20
5.2.1. 石头科技：小米生态链优势的量化证明	21
5.2.2. 小米商业逻辑的重构	22
5.3. IoT 生态迅速铺开，为流量变现做好铺垫	23
5.4. 流量变现与 IoT 设备保有量正相关，是公司盈利能力不断提高的推动力	25
5.4.1. 低获客成本也是依托于硬件业务的高效率	25
5.4.2. 流量变现是公司盈利能力不断提高的主要推动力	26
5.5. IoT 市场远远大于移动互联网市场，小米已掌握先发优势	27
5.6. 盈利预测与评级	28
5.7. 风险提示	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: 罗素 3000 成长/罗素 3000 价值相对市盈率自 5 月 15 日开始回落	5
图 2: Hertz 申请破产后, 散户投资者反而一拥而入, 股价迅速抬升	6
图 3: 全美居家比例逐渐下降 (6 月 6 日)	7
图 4: 美国 50 个州均在不同程度下重启经济 (6 月 11 日更新)	7
图 5: 美国各州过去十四天日新增病例数增减度 (绿色代表下降趋势, 红色代表上升趋势)	8
图 6: 历次游行引发骚乱过程梳理	9
图 7: 中概股中美国投资者的持仓占比	11
图 8: 香港银行体系客户存款金额	12
图 9: 恒指估值便宜, 市盈率低于十年历史平均	12
图 10: 分业务收入 (单位: 百万元)	13
图 11: 佣金, 营销及其他服务收入 (单位: 百万元)	13
图 12: 毛利率%	14
图 13: 费用率%	14
图 14: 外卖 GMV (亿元), 收入 (亿元) 及变现率%	15
图 15: 1Q20 订单量为 13.75 亿单 (-yoy 17%)	15
图 16: 佣金和其他收入占比%	15
图 17: 商户成本拆分	15
图 18: 到店酒旅 GMV (亿元) 及增速%	16
图 19: 酒店间夜量 (百万) &yoy%	16
图 20: 新业务收入(百万元)及增速%	17
图 21: 小米生态链示意图	19
图 22: 小米利润率情况	20
图 23: 京东利润率情况	20
图 24: 好市多利润率情况	20
图 25: 各公司人效与平效对比 (万元)	20
图 26: 小米扫地机器人价格和毛利率 (元)	21
图 27: 科沃斯毛利率	21
图 28: 石头科技与科沃斯毛利率对比 (2019)	22
图 29: 石头科技与科沃斯毛利率对比 (2019)	22
图 30: 小米商业逻辑重构: 小米竞争力金字塔	23
图 31: 小米收入结构 (百万元)	23
图 32: 小米毛利结构 (百万元)	23
图 33: IoT 产品设备数 (百万)	24
图 34: 小米智能手机、IoT 产品出货量情况 (百万)	24
图 35: 智能电视及笔记本电脑销售额 (百万元)	24
图 36: 智能电视及小米盒子 MAU (百万)	24
图 37: MIUI 月活情况 (百万)	25
图 38: 米家 APP 和小爱同学月活 (百万)	25
图 39: 小米在用户获取上具备很强优势 (元)	26

图 40：公司各业务毛利率水平.....	26
图 41：公司各业务收入占比情况.....	26
图 42：小米单用户互联网服务收入（元）	27
图 43：不同互联网公司 ARPU 值对比（元，2019）	27
图 44：全球联网设备规模（亿）	27
图 45：中国 IoT 设备连接规模（亿）	27
图 46：小米在消费级 IoT 市场具备先发优势	28

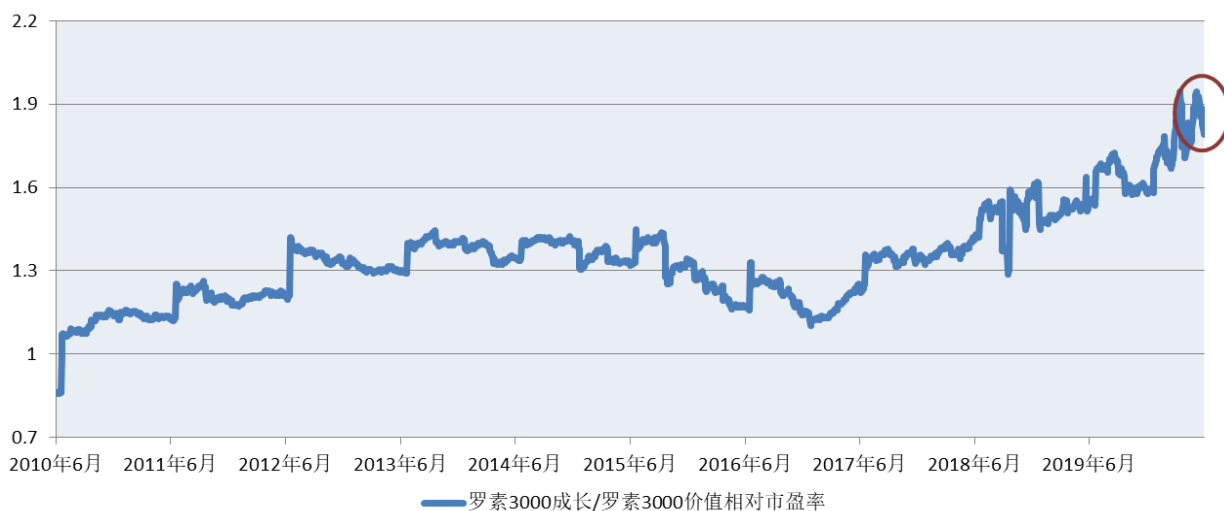
1. 市场下跌是针对前期行情的结构性回调，交易重心将回到有业绩支撑的科技股

1.1. 过去两周市场提前乐观预期疫情完全结束，估值提升速度快于基本面修复

3月23日起，受益于疫情的科技股率先反弹，苹果、微软、亚马逊、脸书和谷歌 (FAAMG) 这五只股票，贡献了纳斯达克指数见底以来 80% 的涨幅。五月中、六月初经济开始重启，投资者将注意力转移到前期跌幅较大的价值股，如航空、邮轮、酒店、零售等。

罗素 3000 成长指数相对罗素 3000 价值指数的市盈率在 5 月 15 日达到 1.92 倍后开始回落。过去两周美股风格轮替明显，价值股价格相对成长股价格快速修复。资金追逐前期跌幅过大且受益于复产复工的板块和公司，尽管其基本面修复可能会相当缓慢，甚至要到 2022 年企业经营才能回归正常。

图 1：罗素 3000 成长/罗素 3000 价值相对市盈率自 5 月 15 日开始回落



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

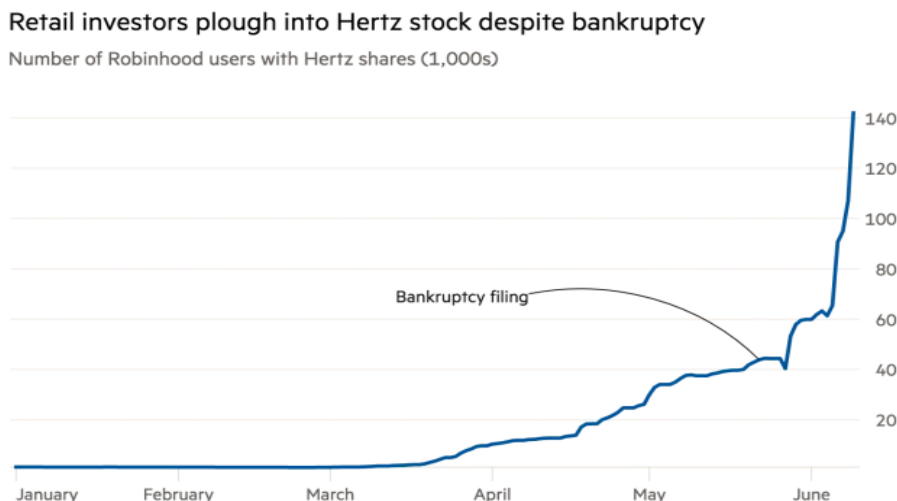
1.2. 散户入场和空头回补是过去两周上涨的两大动因

散户入场和空头回补是过去两周上涨的两大动因。在市场已经出现较大反弹后，高涨的投资者情绪或将导致前期涨势迅猛的股票波动较大，易出现急涨急跌。

近期美股散户投资者的活跃程度提升，其增持份额前十的股票价格激增。同时，市场出现 junk rally，垃圾股大涨。美股散户的增持股票近半数集中在申请破产保护公司或濒临破产的公司。有趣的是，在 Hertz 申请破产后，散户投资者反而一拥而入，股价迅

速抬升。

图 2：Hertz 申请破产后，散户投资者反而一拥而入，股价迅速抬升



数据来源：Robintrack，东吴证券研究所

1.3. 市场结构调整，交易重心将重回有业绩支撑的科技股

尽管科技股屡创新高，但受益于疫情，其基本面可支撑高估值。市场的回调意味着投资者修正过分乐观的情绪，重新审视价值股的“估值陷阱”。我们预计市场结构调整，交易重心可能再次回到有业绩支撑的科技互联网，特别在7月中报来临之际。

2. 我们对美股前景仍然乐观，有以下两个原因：

2.1. 不要和美联储作对 Don't fight the Fed

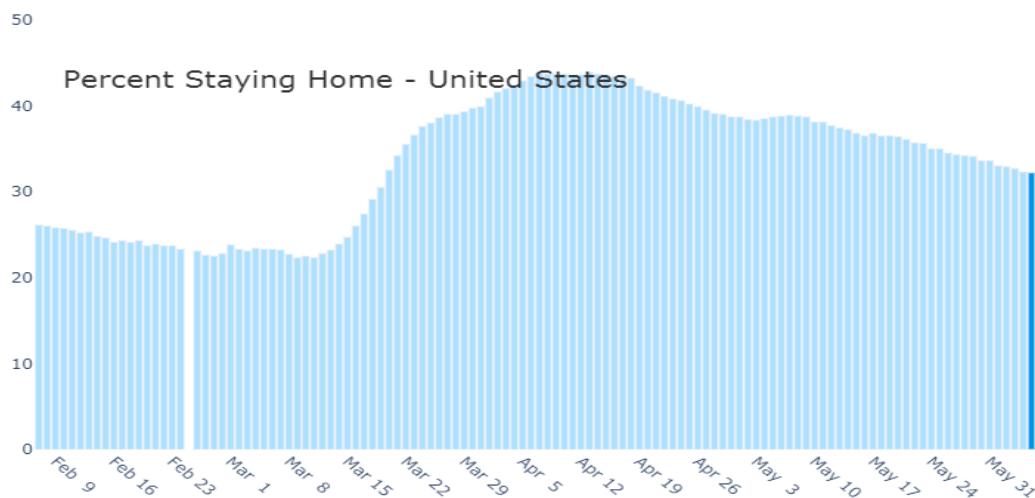
美联储预计将维持利率在0左右至2022年。正如华尔街流传的那句话，“只要音乐不停，就不要停止跳舞”。我们预测宽松的信贷环境将继续支持市场上涨。

2.2. 美国全面复产复工，抗议不会影响其进程

2.2.1. 全面复产复工，经济数据回升好于预期

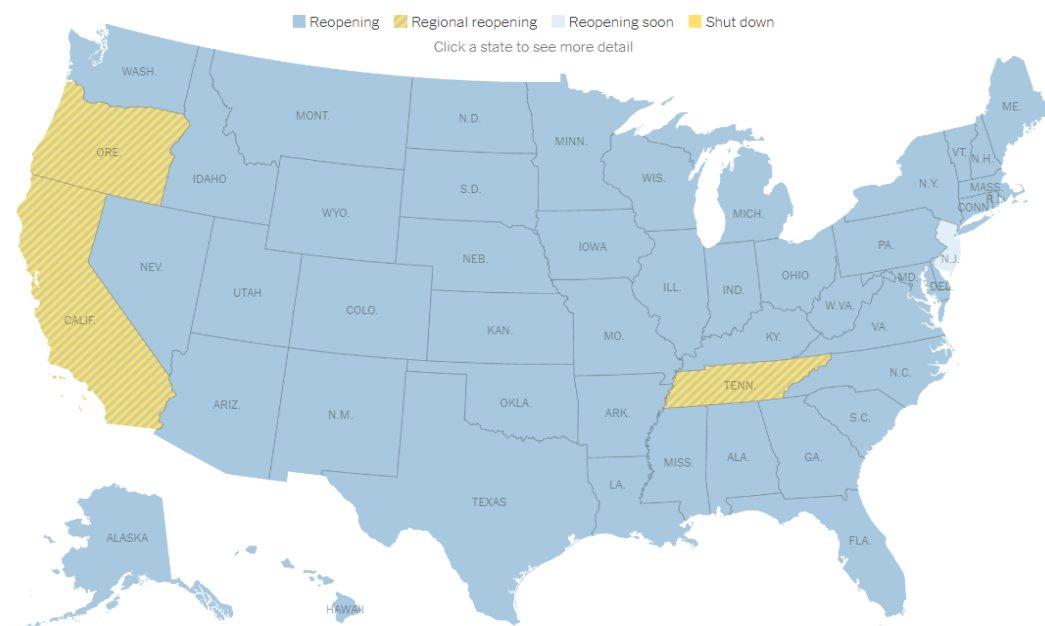
迄今为止，美国全部50个州均在不同程度上重新开放经济活动。上周五公布的美国5月非农新增就业251万人，创下1948年以来单月最高记录。亮眼的就业数据预示着雇主重新开始雇佣员工，最坏时期已经过去，经济复苏走上正轨。

图 3：全美居家比例逐渐下降（6月6日）



数据来源：Safegraph，东吴证券研究所

图 4：美国 50 个州均在不同程度下重启经济（6月11日更新）



数据来源：The New York Times，东吴证券研究所

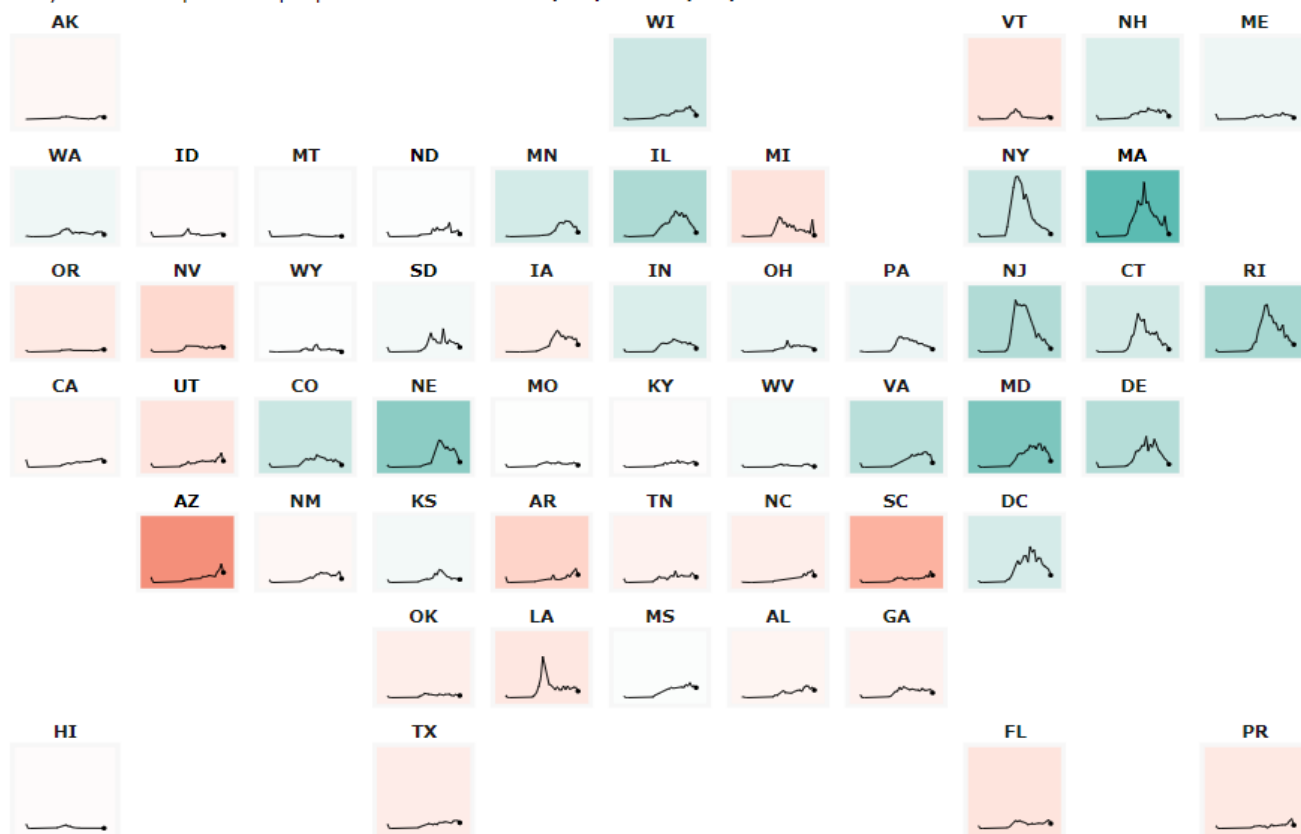
2.2.2. 复产复工后，疫情曲线出现反复不可避免，但大方向趋势向下未改

我们观察了美国 50 个州过去十四天的日新增病例数曲线趋势，发现 24 个州随着复产复工带来新增病例数有小幅回升，但均在 6 月 6 日-8 日见顶回落。可见复产复工带来疫情回升不可避免，但仍然可控。全美范围内，日新增病例数在 4 月见顶后就趋势性向

下，未见重大反复。因此，复产复工进程丝毫不受影响，各州都在防疫指引下有序开放经济活动。

图 5：美国各州过去十四天日新增病例数增减度（绿色代表下降趋势，红色代表上升趋势）

Daily New Cases per 100k people. Data shown from 1/22/20 to 6/10/20.



数据来源：John Hopkins University，东吴证券研究所

2.2.3. 抗议不会阻挡复工复产进程

5月26日美国明尼阿伯利斯市黑人 George Floyd 被白人警察当街暴力执法致死。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4525

