

## 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再所难免，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

<b>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.....</b>	<b>5</b>
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
<b>2. 我们对美股前景仍然乐观，有以下两个原因： .....</b>	<b>6</b>
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
<b>3. 港股下半年势头良好 .....</b>	<b>9</b>
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
<b>4. 美团点评： B 端变现进入加速期，亏损幅度好于预期 .....</b>	<b>13</b>
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
<b>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 .....</b>	<b>19</b>
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
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>29</b>

## 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

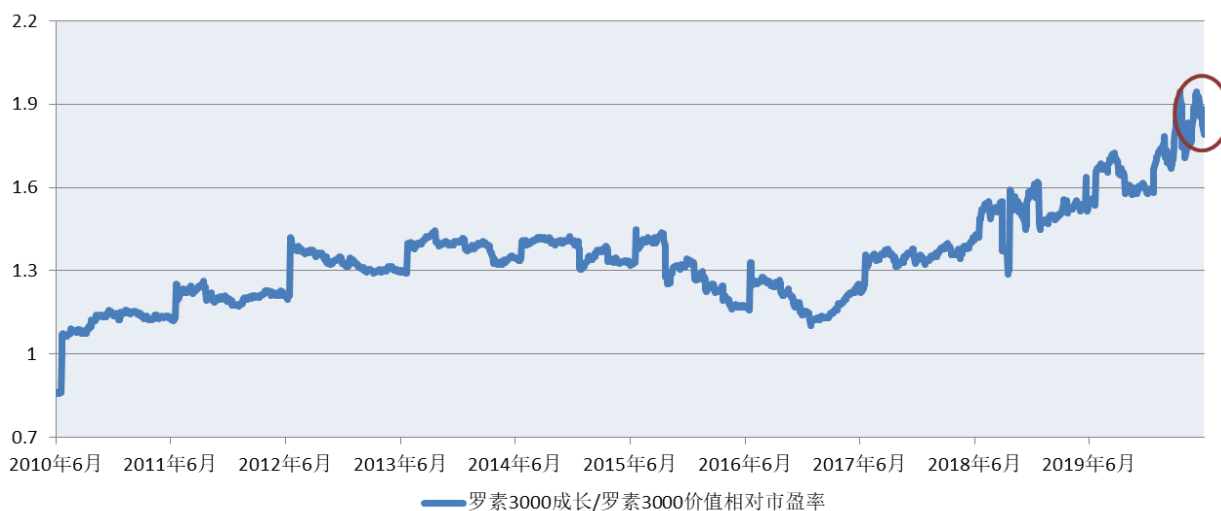
## 1. 市场下跌是针对前期行情的结构性回调，交易重心将回到有业绩支撑的科技股

### 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

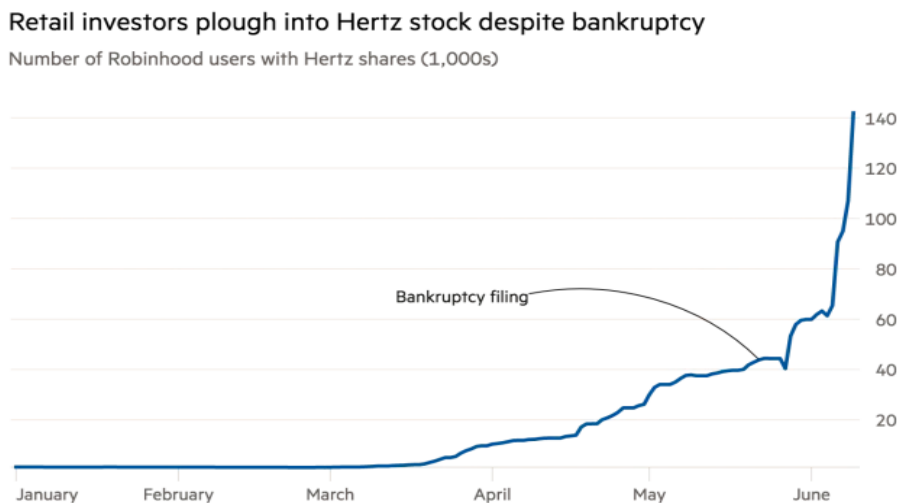
### 1.2. 散户入场和空头回补是过去两周上涨的两大动因

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。

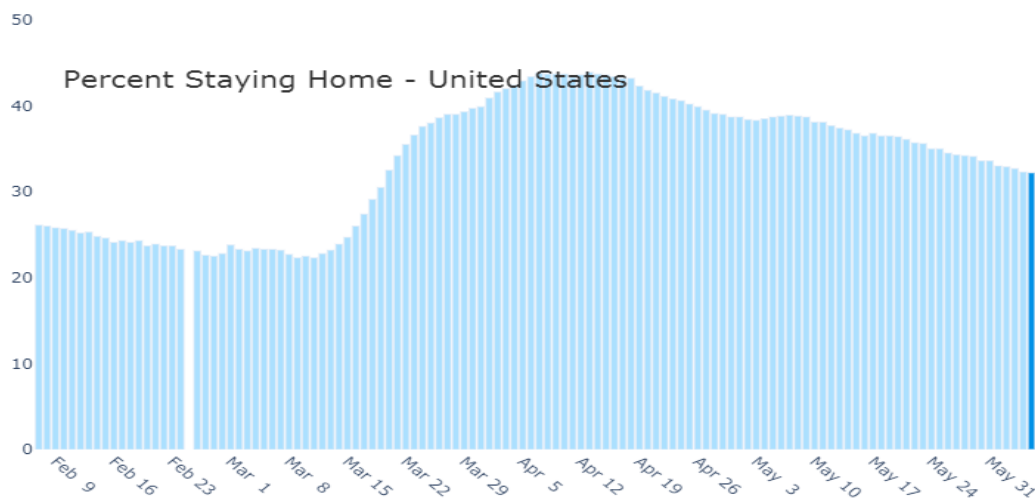
### 2.2. 美国全面复产复工，抗议不会影响其进程

#### 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。

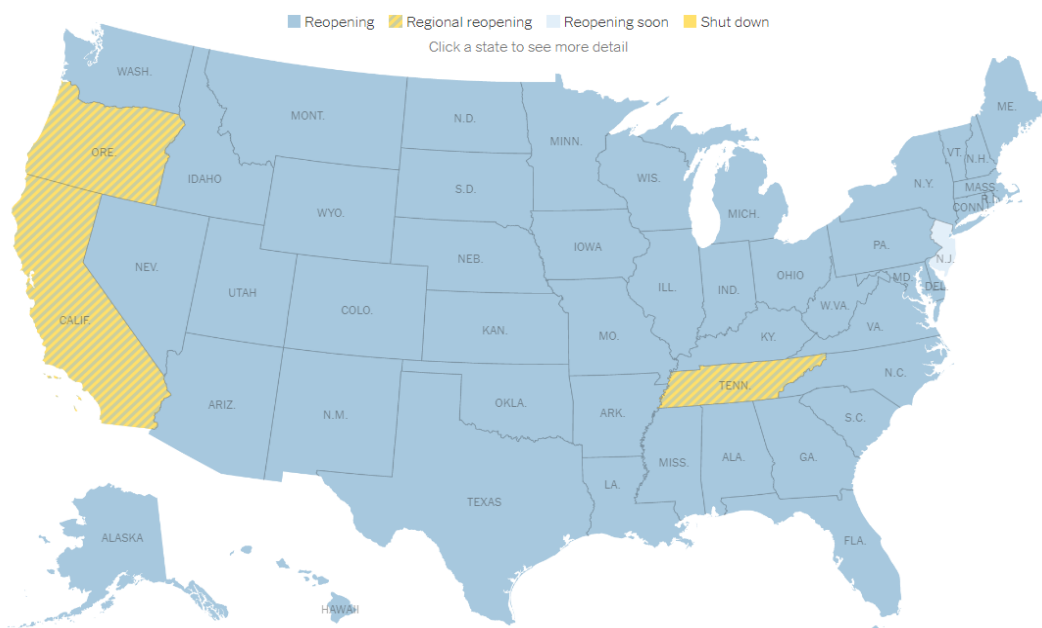


图 3：全美居家比例逐渐下降（6月6日）



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

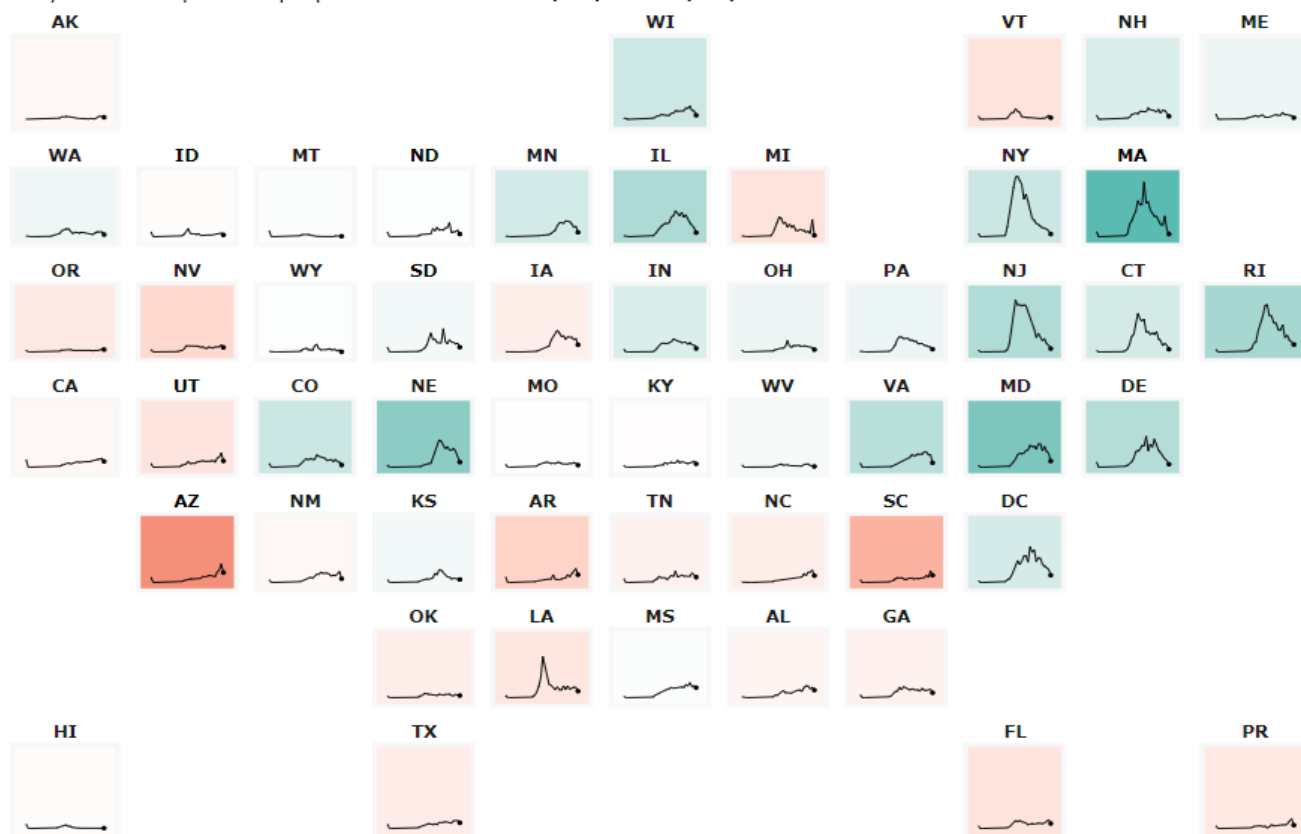
### 2.2.2. 复产复工后，疫情曲线出现反复不可避免，但大方向趋势向下未改

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日美国明尼阿波利斯市黑人 George Floyd 被白人警察当街暴力执法致死。当地游行示威很快演变成了席卷全美的种族游行及骚乱。复盘美国历史上比较严重的暴力示威事件可以看出，多数暴乱的起因是黑人和白人间的种族冲突。美国在应对暴乱事件的效率较高，采取较为强硬的武装力量出面平息，大多在七到十一天内结束。

好在骚乱仅仅不到一周就已回归和平示威。这次运动让各界人士开始反思美国社会深层次问题，以及探讨贫富差距是否在新冠疫情、货币宽松政策下被进一步加大。美国国内民众对黑人的广泛同情与特朗普对示威者的强硬态度形成了鲜明的对比，在此期间，拜登相对特朗普的支持率明显提升，为大选增添了新的变数。



图 6：历次游行引发骚乱过程梳理

事件	时期	地点	期限	起因	死伤人数	经济损失	股市表现
Watts Riots	1965.8.11-8.16	洛杉矶	6 天	黑人被白人警察因危险驾驶拘捕后形式恶化	死亡 34 人 受伤 1032 人逮捕 3438 人	超过 3 亿元美金	+1.16%
Hunters Points Riots	1966.9.27-10.1	旧金山	5 天	旧金山警察射杀 Matthew Johnson	死亡 1 人、受伤 727 人、逮捕 1465 人	106 万美金	-1.67%
Newark Riots	1967.7.12-7.17	新泽西	6 天	黑人被白人警察殴打	死亡 26 人、受伤 51 人、逮捕 359 人	0.77 亿美元	+0.29%
King Assassination Riots	1968.4.4-4.14	全美超过 125 个城市	11 天	马丁路德金被暗杀	死亡 40 人、受伤 2500 人、逮捕 15000 人	10 亿美元以上	+3.34%
LA Riots	1992.4.29-5.2	洛杉矶	4 天	Rodney King 被四名警察殴打，后警察被无罪释放。	63 人死亡，2383 人受伤，12111 人被捕	5000 多座建筑物被毁，财产损失达 10 亿美元	+0.84%
George Floyd Protests	2020.5.26 至今	起始双子城，蔓延至全美	7 天	白人警察执法失当致非裔男 George Floyd 死亡	死亡 7 人，1600 被捕		

数据来源：The New York Times, CNN, 东吴证券研究所

虽然抗议对经济没有重大的直接影响，但在疫情的大背景下，投资者担心把“社交距离”抛之脑后的聚集会导致疫情复发，从而延缓经济重启节奏。我们认为无论如何，经济一旦重启，再次停摆的可能性很低。一是美国从疫情中吸取了经验和教训，做足了复工的准备，即使疫情再度扩大也不会回到第一波时最高点。二是美国已经无法承受新一轮同等规模的经济损失和社会动荡。

### 3. 港股下半年势头良好

#### 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

投资者担心：资金自由进出、联系汇率制度、香港国际金融中心的地位，在这三个问题上，美方的筹码都没有其想象的大。

1. 香港不会实施外汇管制。《基本法》第 110 条列明：“香港特别行政区自行制定货币金融政策”，中央也无意图动摇香港国际金融中心的地位，因此港币还可自由兑换，资金可自由进出。

2. 联系汇率制度是香港自设机制，并不需要美国批准。一个极端情况是：美国把香港银行剥离 SWIFT 体系，切断与香港金融机构的美元交易，但首当其冲受到影响的就是在港美资机构利益。目前只有朝鲜和伊朗被禁美元的自由兑换，该情况在香港出现的概率极低。

3.1) 美国在香港的服务业有非常大的利益，尤其是金融行业。任何的限制措施，也同时损害着美国企业在香港的利益。

2) 香港位于亚洲的中心地带，与内地紧密结合，并联通世界各地。香港的优势包括独立、健全的法律制度、简单和较低的税制、一应俱全的金融产品，以及大量的金融人才。2018 年香港金融业从业员超过 26.3 万人，占香港工作人口近 7%，并占香港本地生产总值约 20%。只要这些优势存在，其金融中心的地位不会受到美国制裁的影响。

### 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

在瑞幸咖啡事件曝光后，同时受到美国国内反华情绪高涨的催化，促使美国政府不断加强对于中概股的管制。5 月 20 日参议院通过了《国外公司问责法案》，该法案要求，如果在美国上市的外国公司连续三年无法向 PCAOB 提供审计材料，那么这些外国公司将被迫退市。此外，公司必须每年向 SEC 提交文件，证明自己不是其政府实体所有或控制的公司。在成为法律之前，该法案还需要获得众议院通过和特朗普签字。

我们认为针对中概股的监管势必进一步加强，未来中国企业赴美上市融资也会面临更多困难，但全面退市的可能性较低，因为华尔街在其中有重大利益。

我们梳理了市值前 20 位的中概股和其美国投资者（前十大股东）持仓占比，发现美国机构占据超过四分之一的股份，最夸张的是拼多多股东里，美国基金占比高达 87%。

图 7：中概股中美国投资者的持仓占比

证券代码	证券简称	最新收盘价(美元)	总市值(亿美元)	美国投资者持仓占比
BABA.N	阿里巴巴	219.00	5,875.10	12.55%
CHL.N	中国移动	35.00	1,433.28	49.35%
JD.O	京东	59.17	874.94	19.40%
PDD.O	拼多多	68.31	818.10	87.22%
PTR.N	中石油	36.72	672.05	35.44%
LFC.N	中国人寿	10.67	603.17	0.53%
NTES.O	网易	409.13	533.16	12.41%
SNP.N	中石化	46.97	568.67	35.20%
CEO.N	中海油	123.67	552.16	50.56%
BIDU.O	百度	117.03	403.36	26.47%
TAL.N	好未来	65.85	389.70	44.95%
ZTO.N	中通快递	34.45	270.05	13.22%
CHA.N	中国电信	31.59	255.67	2.43%
TME.N	腾讯音乐	12.39	207.85	10.15%
EDU.N	新东方	132.50	209.92	23.09%
YUMC.N	百胜中国	51.49	193.83	36.22%
CHU.N	中国联通	6.05	185.12	0.84%
TCOM.O	携程网	29.52	175.07	24.31%
BGNE.O	百济神州	172.88	134.15	31.24%
IQ.O	爱奇艺	17.51	128.46	1.92%

数据来源：纽约证券交易所，纳斯达克交易所，东吴证券研究所

但如果政府与华尔街无法达成一致，法案全面通过，那么现存中概股面临两个选择：一是退市，二是二次上市。

目前美国有 248 支中概股，仅有阿里巴巴和百济神州已于去年回港二次上市。今年 6 月网易、京东相继回港，后续预计还有更多公司。一方面为港交所带来业务，另一方面也将有助于香港投资者找到更好的投资标的。

**有一些投资人担心中概股被迫退市，是否会引发抛售。我们认为，不会。**

如果退市，上市公司必然向流通股东发出收购要约，提供溢价补偿，以获得支持。

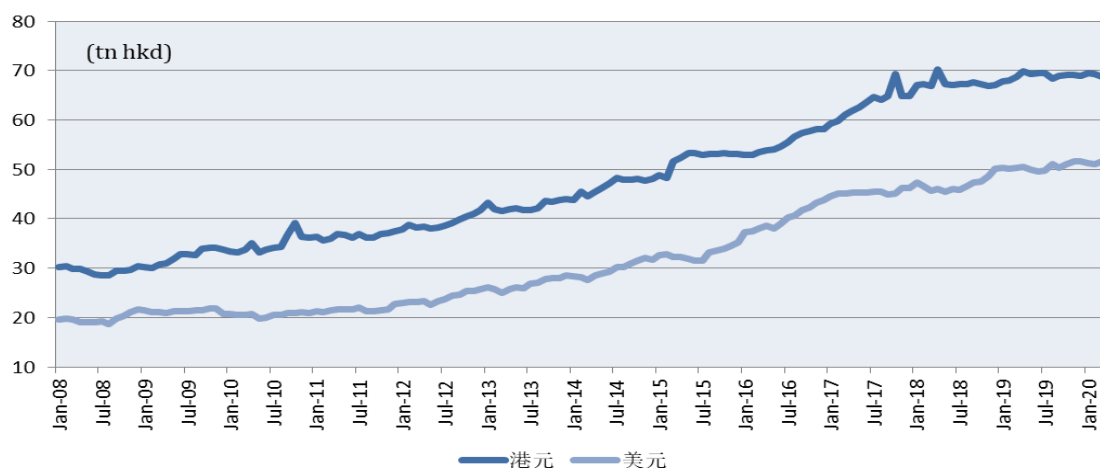
如果二次上市，香港或者内地同类公司估值往往较高，二次上市挂牌价格可能高于现在股价，也有利于中概股现有股东。

类似阿里巴巴这样的二次上市，香港和纽约交易所之间的股份可以转移交换，香港上市的股票价格能够直接影响原先股票价格。

### 3.3. 没有出现资金外逃

香港市场没有出现资金外流。港币兑美元汇率在 6 月 9 日再次触及 7.75 强方兑换保证，促使金管局介入买入美元，抛售港币。这显示反而有资金流入香港。

图 8：香港银行体系客户存款金额

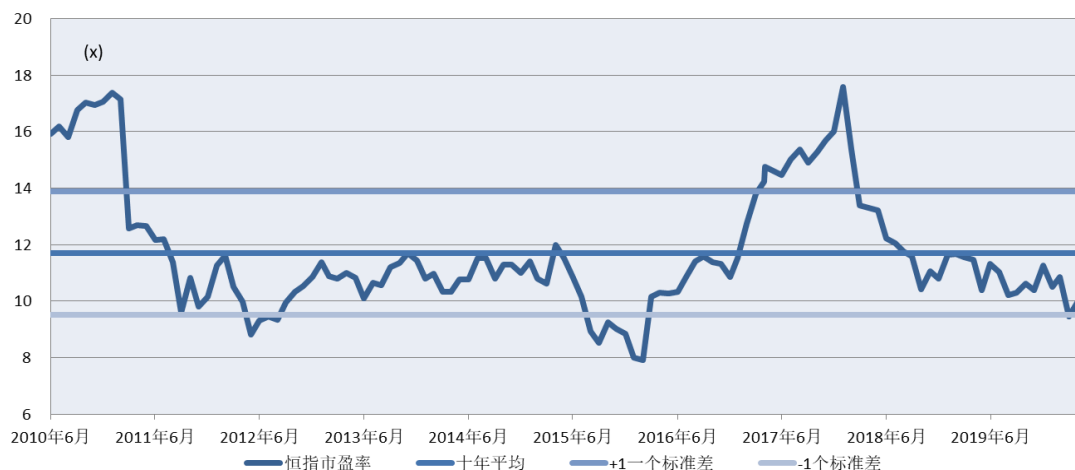


数据来源：香港金融管理局，东吴证券研究所

### 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

恒指市盈率 5 月 29 日触底反弹，现处于 10.5 倍水平，低于 2010 年以来十年估值中枢 11.7 倍。与走势迅猛的 A 股、美股相比，更具备配置吸引力。综合行业分析师的研究成果，我们推荐美团、小米。

图 9：恒指估值便宜，市盈率低于十年历史平均



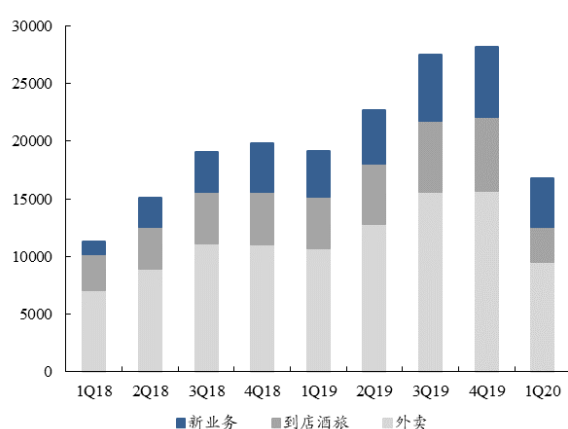
数据来源：恒生指数公司，东吴证券研究所

#### 4. 美团点评：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。

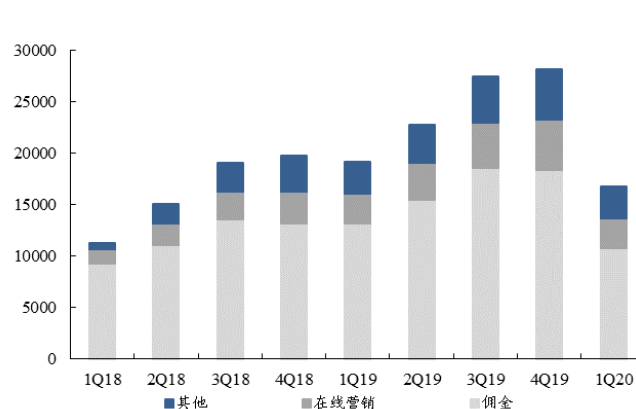
佣金, 在线营销和其他占比为 65%/17%/18%, 结构稳定。从不同业务而言, 外卖, 到店酒旅和新业务占比为 56.6%/18.5%/24.5%, 受疫情影响, 商户广告投放减少, 买菜等业务增长致使营销占比下降, 新业务占比提升。

图 10: 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 11: 佣金, 营销及其他服务收入 (单位: 百万元)



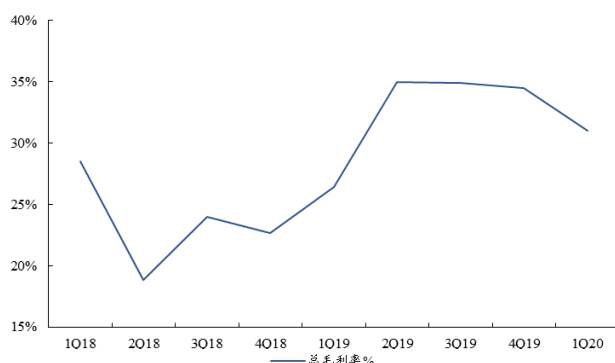
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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。

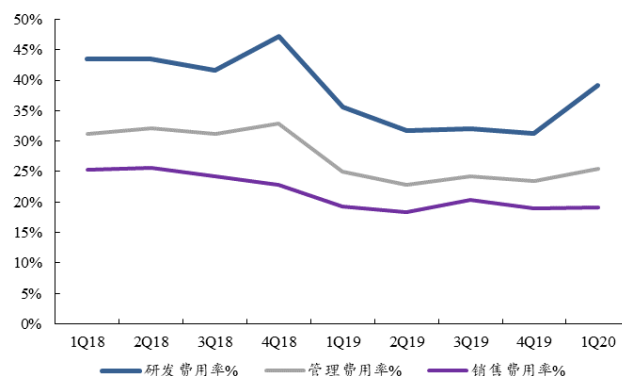
研发和管理费用均保持稳定。1Q20 研发费用 23 亿, 同比增长 12.8%; 研发费用率 14%, 环比提升 6 个百分点, 同比提升 3 个百分点, 主要由于员工福利开支增加。管理费用率为 6%, 环比提升 2 个百分点。

图 12: 毛利率%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 费用率%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.1. 外卖:

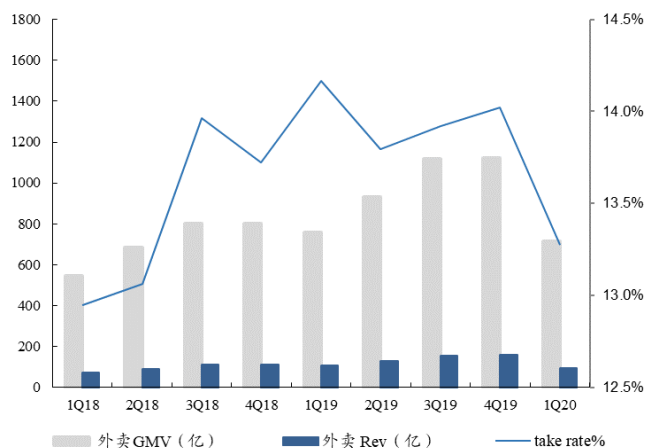
2020Q1 美团外卖实现营业收入 94.9 亿元 (- yoy11.4 %), 整体 GMV 达 715 亿元 (- yoy 5.4 %), 订单量为 13.75 亿单 (- yoy 17%); 外卖业务综合变现率达 13.3%, 同比下降 0.7 个百分点, 环比下降 0.9 个百分点。

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。

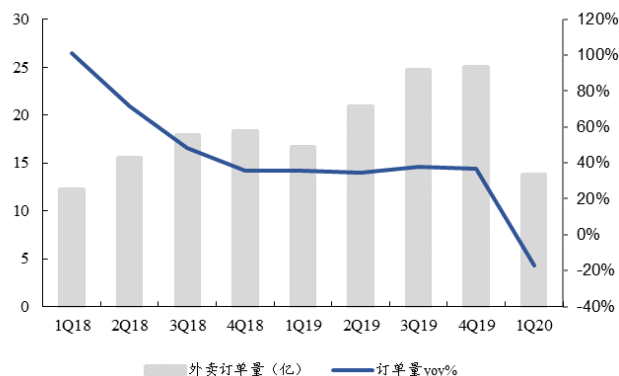


图 14: 外卖 GMV (亿元), 收入 (亿元) 及变现率%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 1Q20 订单量为 13.75 亿单 (-yoy 17%)

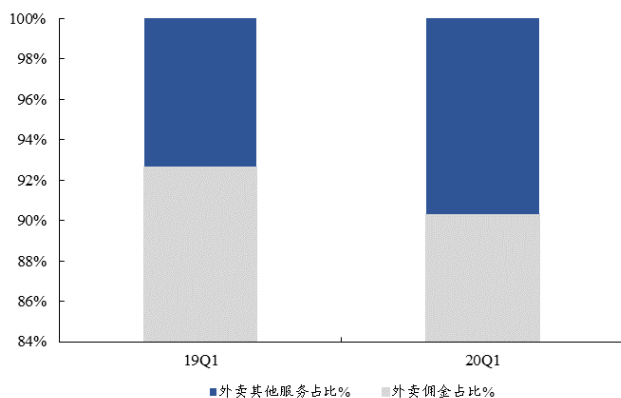


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**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。

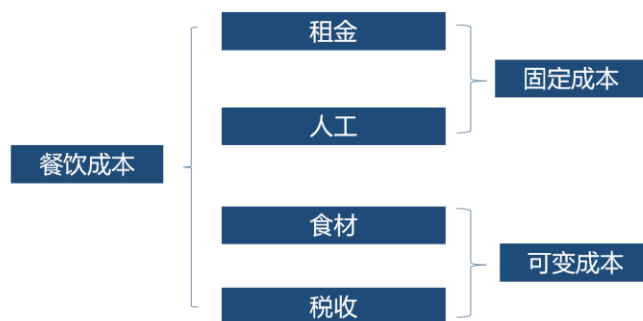
总体而言, 外卖业务已经逐步进入利润释放阶段, 我们认为 2020Q2 盈利能力有望大幅提升, 主要由于: 1, GMV——用户消费恢复将推动订单量大幅提升; 同时, 高端商户留存将推动客单价提升, 将带动整体 GMV 增长; 2, 变现率——B 端高毛利广告收入提升将带动变现率上升; 3, 成本端——订单密度和配送效率同步提升, 致使骑手端规模效应显现, 提升盈利空间。

图 16: 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 17: 商户成本拆分



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所整理

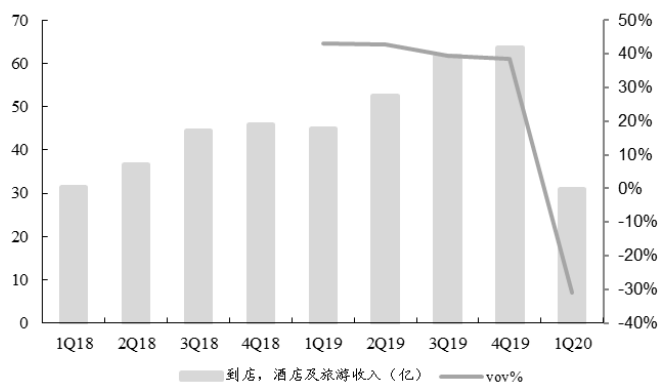
## 4.2. 到店酒旅

1Q20 整体到店酒旅实现收入 30.95 亿 (-yoy 31%)，佣金 11.97 亿 (-yoy 50.6%)；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。

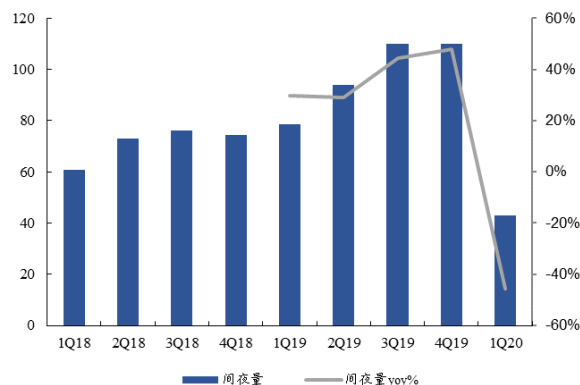
**酒旅逐步恢复，美团优势显现。**1Q20 酒店间夜量为 4280 万，同比下降 45.5%，目前尚处于恢复期，但由于疫情造成的办公模式转变和出行限制等影响，商旅需求恢复较慢，但由于美团本身酒店业务中，低线城市合作酒店较多，且同城预订较多，在恢复期具有一定优势；其次，在高端酒店领域，美团结合自身在餐饮和旅游等优势，联合各大酒店品牌推出各类促销活动，进一步加强了在高星酒店的渗透。

图 18: 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 19: 酒店间夜量 (百万) & yoy%

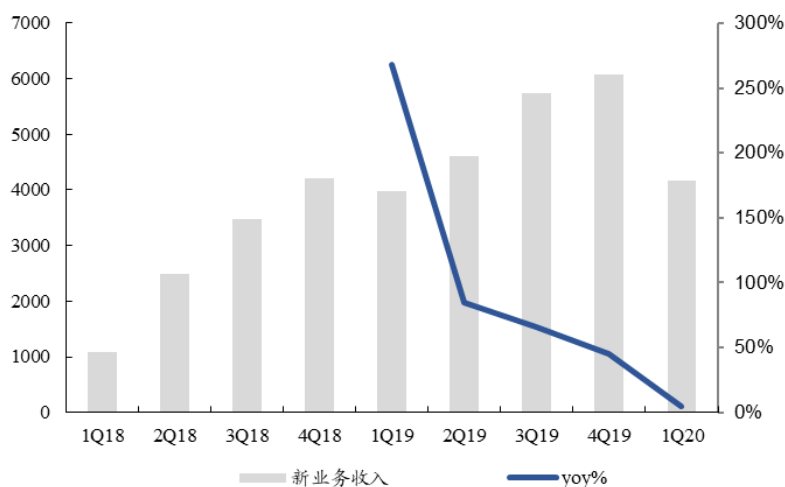


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.3. 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 20：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。

#### 4.4. 盈利预测与估值

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。预计外卖业务 2020 年收入为 667 亿元，

考虑美团外卖的龙头地位和未来 B 端收入成长性,予以 8x PS,对应估值为 5336 亿元。

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。参照到店酒旅业务 19 年利润率,预计 2020 年到店酒旅收入为 238 亿,净利润可达 83 亿元,考虑大众点评的高市占率和商户营销需求增加,予以 40x PE,对应估值为 3334 亿元。

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。目前新业务进展尚不明确暂不予以估值。

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,结合 SOTP 估值,公司 2020 年估值约 9407 亿港元,对应目标价为 161 港元,维持“买入”评级。(1 元=1.0851 港币)

#### 4.5. 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。

## 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

### 5.1. 小米的流通模式与高效率

小米生态链中，除手机、笔记本、电视、人工智能音箱和无线路由器以外，其余多数商品都非自主产品，而是生态链中的合作伙伴开发完成，小米采购合作伙伴开发的小米定制产品，然后通过自己的渠道进行销售。

图 21：小米生态链示意图



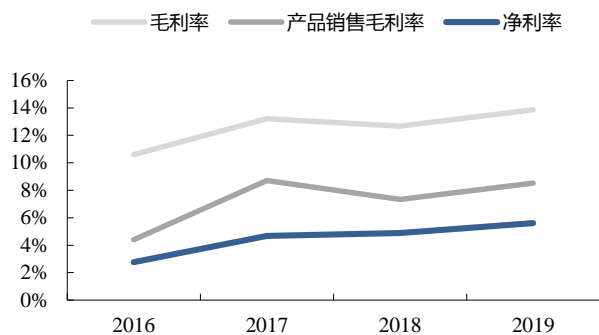
注：我们会在下文解释进销价格的变化

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

小米模式在直观上相对于京东自营等线上零售企业并没有显著差别，都是进货再卖货的模式。不同点在于，京东广泛采集品牌商品，通过流通效率的提高获取利润。而小米是从自己投资的生态链企业手中购买产品（包括分成和市价购买两种模式，但本质上都是进货再卖货），产品是专门为小米定制的商品。小米一方面与合作伙伴有股权联结，并派遣工程师协助合作伙伴一起参与到产品的研发设计以及生产制作流程，甚至专利共享；另一方面为合作伙伴提供销售渠道和品牌背书，实现产品的销售。

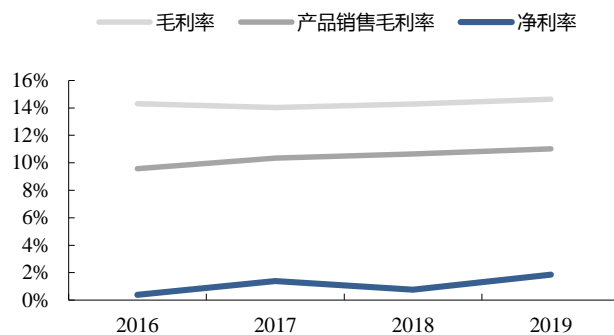
如下图，可以看到，同样是以 3C 产品为主的两家公司，京东将毛利率做到 14.63% 才能勉强盈利，商品销售毛利率为 11.02%；而小米综合毛利率做到 13.9% 就能实现 5.6% 的净利率，商品销售毛利率仅为 8.53%。京东已经是流通损耗极低的公司，但小米相对于京东的优势却显而易见（流通损耗：小米为 13.9% - 5.6% = 8.3%，京东为 14.63% - 1.85% = 12.78%）。不仅如此，小米甚至要比好市多还要高效，流通损耗比好市多（12.98% - 2.4% = 10.58%）还要小。另外，公司在人效与平效上，相对于这些企业也突显出较大的差距。所以，小米的这种模式为何具有如此显著的优势？

图 22：小米利润率情况



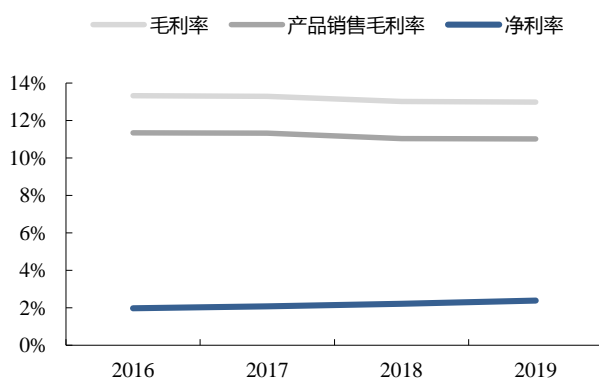
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 23：京东利润率情况



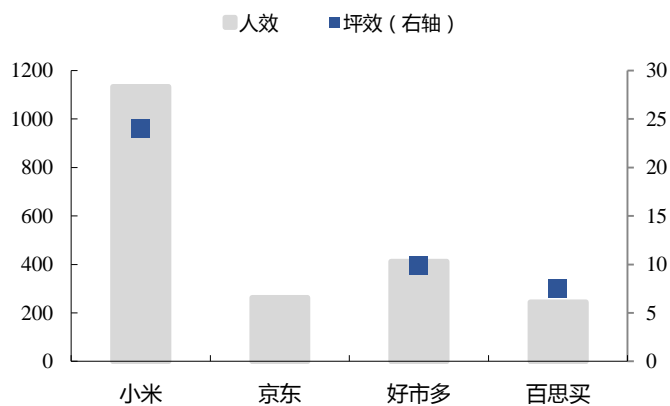
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 24：好市多利润率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 25：各公司人效与坪效对比（万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 5.2. 小米竞争优势的底层逻辑：链条缩短与价值量重构

核心原因在于小米模式本质上进一步缩减了流通的环节，同时对商品的价值量进行了重构。

与传统流通模式“工厂→品牌商→电商/零售商→消费者”相比，小米模式直接把链条压缩成了“工厂→零售商→消费者”，这种模式不仅仅是流通链条的缩短，还有着更加突出的优势。根据我们前文的分析，前述流通模式下的零售环节（无论是线上还是线下）实际上是在商品成本一定的前提下，通过效率的提升挤压自身的费用，实现商品售价的降低，建立竞争优势，所以即使是从线下零售到电商的变革，也无非是传统商超 20%+ 的毛利率降到了电商的 14%。但供应链往生产端的渗透，一方面撇去了大多数非强心智商品品类的品牌商环节，通过建立消费者对零售商（小米）的信任，降低消费者对原



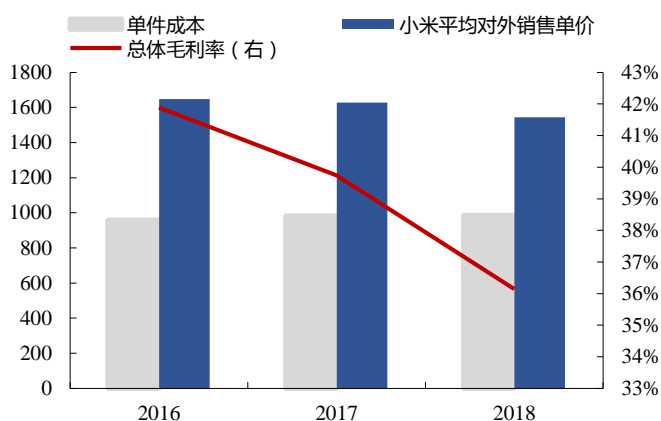
有链条下品牌方的依赖，完成去品牌化的过程，节省了品牌商环节的损耗（尤其是对于差异化不显著，基础功能性突显的商品品类）；另一方面，由于涉及到生产环节，可以通过改变商品生产成本和特性，进而改变商品的售价。这就是小米系列产品高性价比的核心原因。我们已经可以看到，迪卡侬在运动品领域，优衣库、无印良品在服装领域，宜家家居产品领域，还有好市多在较多品类上都采取了和小米类似的模式并取得了成功。

### 5.2.1. 石头科技：小米生态链优势的量化证明

接下来我们通过生态链企业石头科技在招股说明书中披露的具体细节和数据，来探讨小米生态体系的效率表现及小米产品的性价比如何体现。

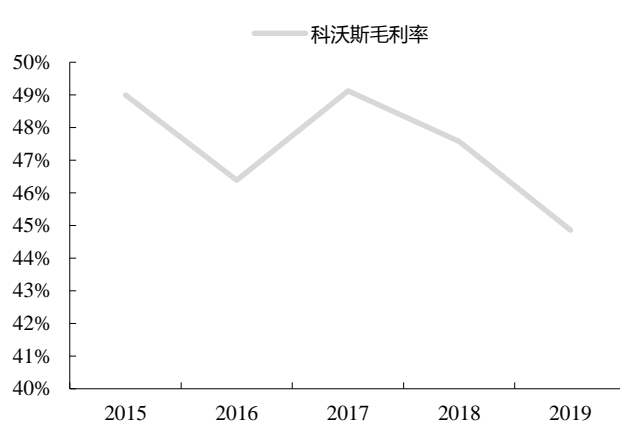
如下图所示，单件成本为石头科技生产一件小米定制的扫地机器人所需付出的全部成本，小米对外售价为小米将扫地机器人出售给消费者时的售价。可以看到，从产品被生产出来，到石头科技将产品卖给小米，小米最终将产品销售给消费者，这中间全部环节的毛利率（包含石头科技的价差和小米的价差）仅为 36.1%，也就意味着，消费者仅需要支付多出成本 50% 左右的费用。而科沃斯在不包含经销商费用的前提下（例如通过京东销售，按照销售给京东的价格确认收入），就已经达到了接近 100% 的价差。所以小米的性价比并不是说说而已。

图 26：小米扫地机器人价格和毛利率（元）



数据来源：石头科技招股书，东吴证券研究所

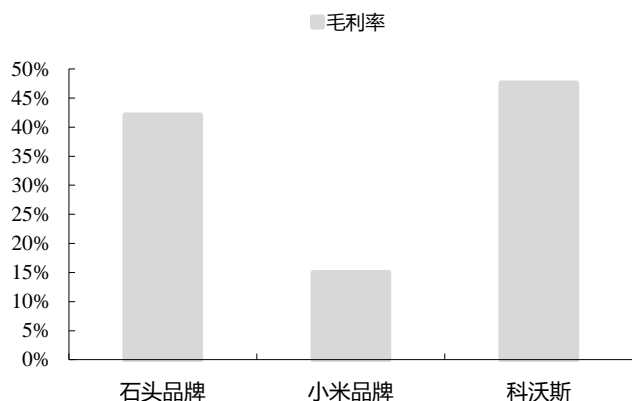
图 27：科沃斯毛利率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

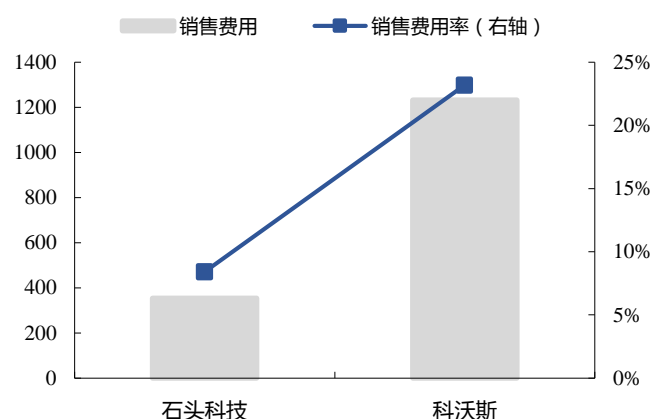
我们根据石头科技招股书中的披露，将公司自有产品的毛利率、代工小米品牌产品的毛利率以及科沃斯的毛利率进行对比，可以看到小米品牌扫地机器人毛利率远远低于其他品牌，但为何还能让石头科技获得更高的利润率水平，原因就在于小米品牌产品有现成销售渠道，也无需品牌推广，对于石头科技而言只需支付研发成本，导致石头科技的销售费用率远远低于同业，从而使得小米品牌产品的净利率水平较高。

图 28：石头科技与科沃斯毛利率对比（2019）



数据来源：招股书，公司财报，东吴证券研究所

图 29：石头科技与科沃斯毛利率对比（2019）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

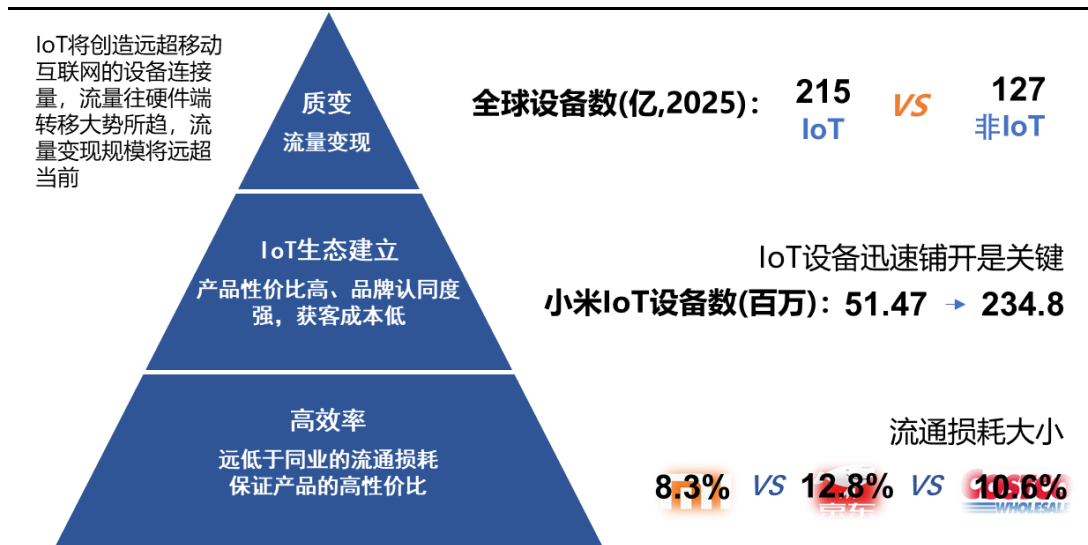
我们看到，虽然生态链企业逐步做大之后出于降低经营风险的角度开拓了多元化的业务来源，但小米的业务利润丰厚，对生态链合作伙伴而言依然具有非常强的吸引力。随着这些合作伙伴做强做大，小米品牌产品的竞争力也会相应提高，小米的生态链是开放的（自主决定去留），同时也是充满竞争的，消费者会对生态链企业的产品进行选择，从而市场化的建立了生态链企业的淘汰机制，这保证了来自生态伙伴的产品力的持续提升。

我们通过数据证明了小米生态链的强大高效。正如我们一开始所讲，小米模式一方面缩短了流通链条，将品牌商环节取代，节省了大量营销推广费用，另一方面，协助合作伙伴，深入上游，改变了商品的价值量，二者共同导致小米生态链的流通损耗大大减少，从而使得商品的性价比大大增加。我们能够看到，小米生态链可以给合作伙伴赋能，通过集约化的开支节省了各个环节的损耗，具有很强的规模经济性。

### 5.2.2. 小米商业逻辑的重构

基于上述的认识，我们可以将公司 IoT 战略的同心圆和“铁人三项”进行重构，并将其命名为小米竞争力金字塔，如下图所示。

图 30：小米商业逻辑重构：小米竞争力金字塔



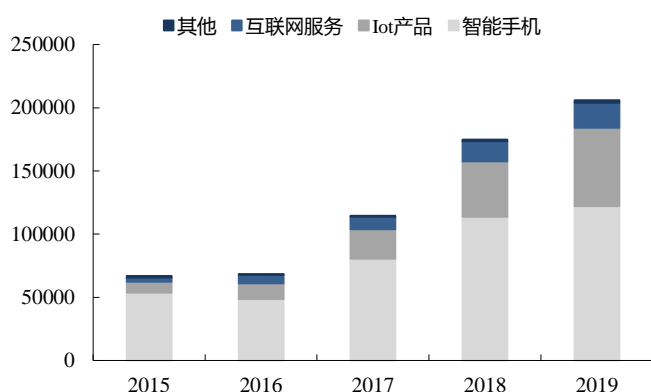
数据来源：公司财报，东吴证券研究所整理

我们已经分析了小米生态中底层的竞争优势，接下来将逐一分析小米在这个基础上建立的 IoT 生态和流量变现。

### 5.3. IoT 生态迅速铺开，为流量变现做好铺垫

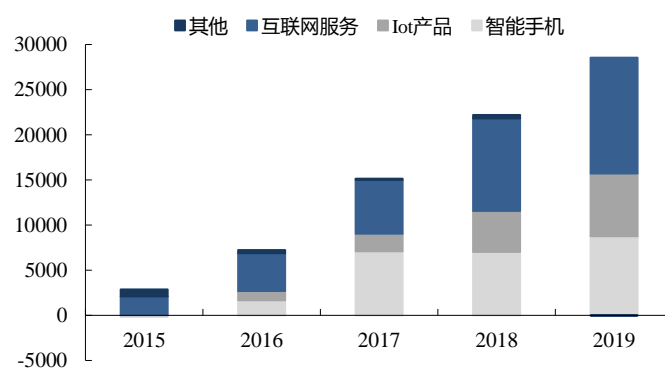
根据公司收入和毛利结构，当前手机业务虽然在收入上依然占有较大比重，但在毛利的贡献上已经只有约 1/3，反而 IoT 类产品无论在收入还是毛利上都占据越来越大的比重。

图 31：小米收入结构（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 32：小米毛利结构（百万元）



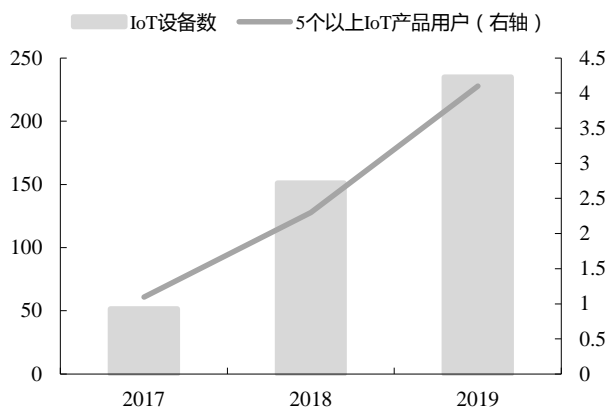
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

得益于小米生态高效和对产品性能改造铸就的性价比，小米 IoT 产品的存量设备数呈现快速的增长，至 2019 年底已有 2.35 亿台 IoT 设备（不包含手机和笔记本电脑），拥

有 5 个以上 IoT 产品的用户数已超过 4 百万。我们按照 IoT 设备 3 年折旧计算，能够计算出 IoT 设备每年的销售量情况，可以看到小米 IoT 设备起量速度要比手机快得多。

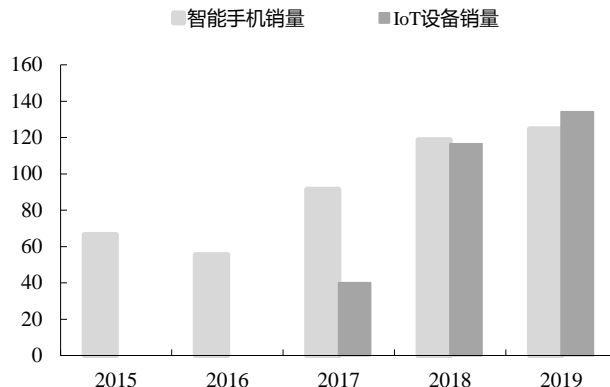
（注：下图 IoT 设备数和 5 个以上产品用户均不包含手机和笔记本电脑）

图 33: IoT 产品设备数 (百万)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

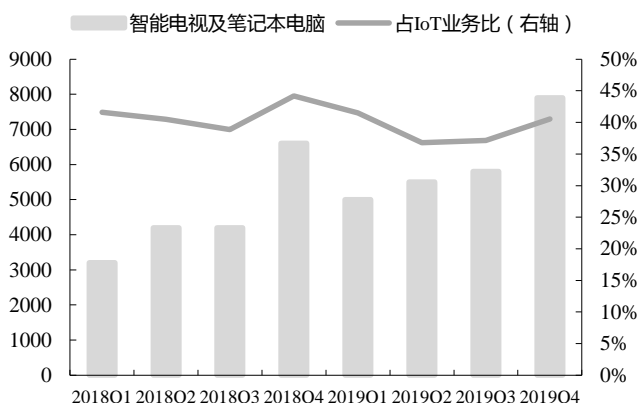
图 34: 小米智能手机、IoT 产品出货量情况 (百万)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

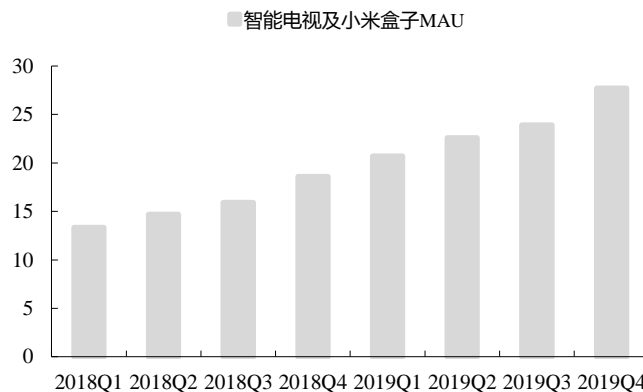
当前智能电视及笔记本电脑是 IoT 业务中最重要的组成部分，二者合计占 IoT 业务收入 40%，仅看智能电视约占 IoT 收入 30%，是影响 IoT 业务规模和盈利能力的最大品类。智能电视业务最近几年的毛利率在 8-10% 之间，相对于 IoT 业务 2019 年 11.2% 的毛利率处于较低水平，主要原因在于智能电视和手机一样，可以通过互联网进行变现，包括广告、会员付费等，智能电视的使用时长一般为 5-7 年，也就意味着一台电视出售之后，可以在 5-7 年间持续贡献互联网收入，从而弥补硬件本身的低毛利率。公司出售的智能电视中接近 80% 是国内业务，相比之下，海外市场扩展空间更大。

图 35: 智能电视及笔记本电脑销售额 (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 36: 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

对于不能进行互联网变现的产品，公司会以相对电视业务更高的毛利率出售，所以 IoT 业务的平均毛利率高于电视业务毛利率。公司在国内的 IoT 业务逐渐进入更多的品类，例如 2018 年进入白电、厨电，这部分产品的行业平均毛利率在 30-50%，未来随着

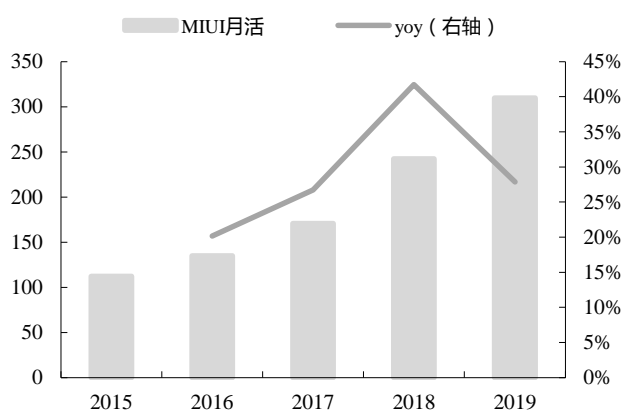
公司进入更多的品类，IoT 业务的毛利率会缓慢上升。

#### 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

由于公司在 2019 年报中公布，来自硬件业务的净利率没有超过 1%，我们根据公司收入规模计算，硬件业务贡献净利润约 18 亿元，公司净利润为 100.44 亿元，也就意味着公司 82% 以上的净利润来自互联网服务。因此把小米当做硬件销售公司来看是不合适的。

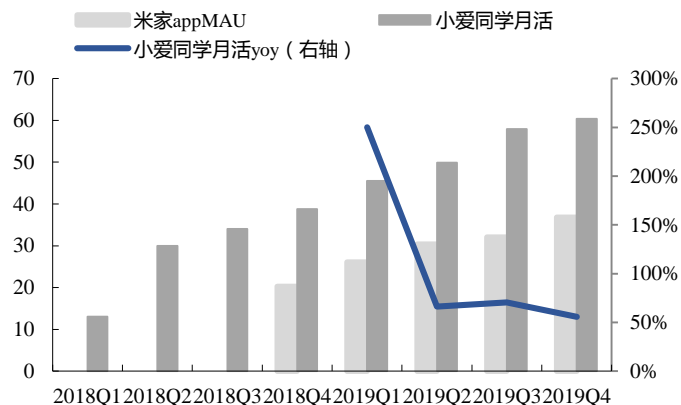
公司通过保持硬件低毛利率可以降低小米 IoT 生态的获客成本，迅速扩大用户基础。由于手机搭载 MIUI 系统，因此 MIUI 月活的变化可以大致反映小米手机用户数的存量变化。此外，公司米家 APP 和智能音箱系统小爱同学也分别达到了 36.8/60.4 百万的月活水平，并且其中超过一半的月活来自非小米手机用户。可以看到生态内的用户数增长速度很快，在移动互联网流量红利逐渐消逝的背景下，公司各项产品月活的快速增长反映了硬件作为流量洼地逐渐获得更多流量的优势。

图 37: MIUI 月活情况 (百万)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 38: 米家 APP 和小爱同学月活 (百万)

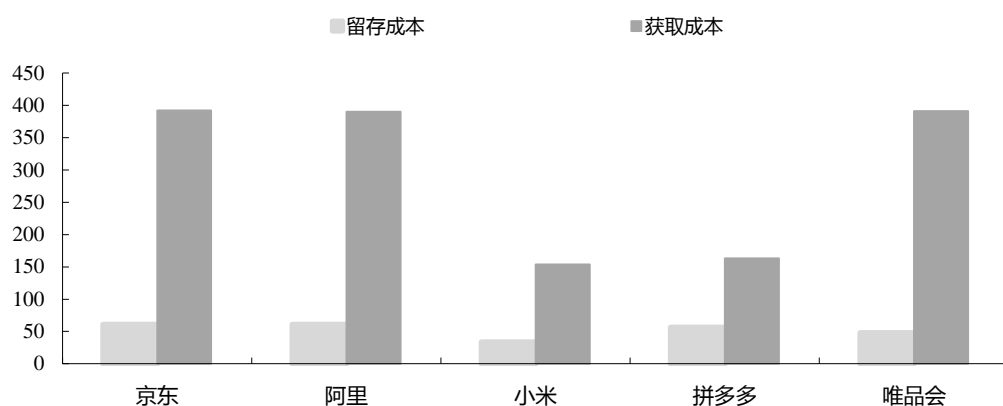


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

##### 5.4.1. 低获客成本也是依托于硬件业务的高效率

依托高效的生态，小米不仅用户增长快，获客和留存成本也低。下图为小米获客成本与其他电商公司的对比。互联网公司获取和留存用户通常要付出高额的流量费用，2019 年，京东、阿里、唯品会获客成本均在 390 元左右，留存用户成本约为 60 元，所以对于他们而言，比拼的就是单用户的 ARPU 值情况。而拼多多的获客成本显著低于前三者，获客成本仅 163 元，充分体现出拼团裂变和微信生态圈流量洼地的优势，但拼多多在留存用户的成本上并没有比三者更低，由于用户只有买到满意的产品才会复购，因此充分说明拼多多应该在产品质量上下更多的功夫。

图 39：小米在用户获取上具备很强优势（元）



注：获客成本=销售费用/新增年度活跃买家数，留存成本=销售费用/年度活跃买家数，小米为 MIUI 月活数，因此成本被高估；以上均为 2019 年报数据，阿里为 2020 财年

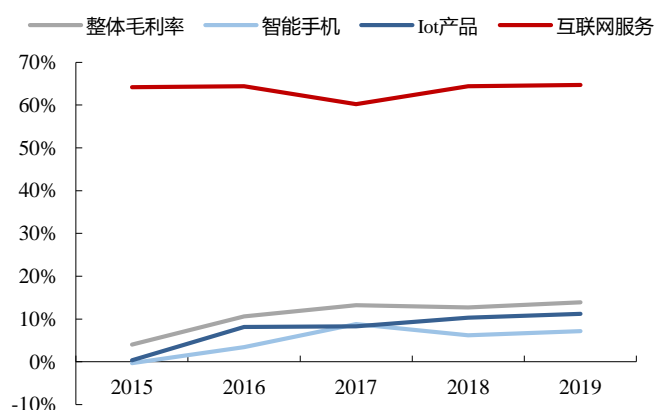
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

而小米生态获取用户的方式完全不同，主要通过硬件销售获得，获客成本体现在为了销售产品所产生的推广费用上，由于我们上文提到的高效率，公司可以通过极致的性价比广泛获取用户，这种方式大大降低了小米的获客成本，另外，小米多产品的生态有助于用户的留存，导致小米无论获客还是留存成本都是几大电商公司中最低的。

#### 5.4.2. 流量变现是公司盈利能力不断提高的主要推动力

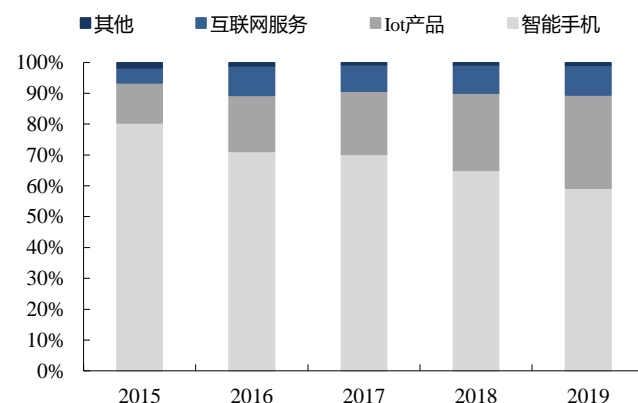
互联网服务的收入规模与生态内 IoT 设备的保有量正相关（由于网络效应的原因，呈现非线性正相关），IoT 设备规模的扩大可以实现流量变现上的快速增长。由于互联网服务的毛利率远高于硬件的销售，我们前面也看到该业务已经是公司毛利中占比最大的部分，但收入占比依然还较小，也就意味着，随着互联网服务收入的快速增长，将推动公司整体利润率水平的提升。

图 40：公司各业务毛利率水平



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 41：公司各业务收入占比情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

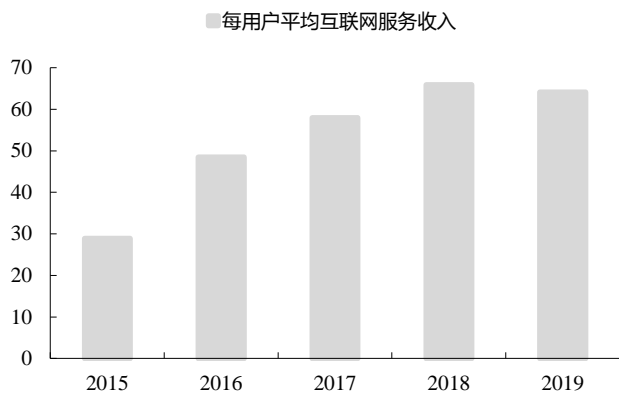
我们以 MIUI 月活为基数计算，2019 年小米互联网服务收入的 ARPU 为 64.1 元（由

26 / 30



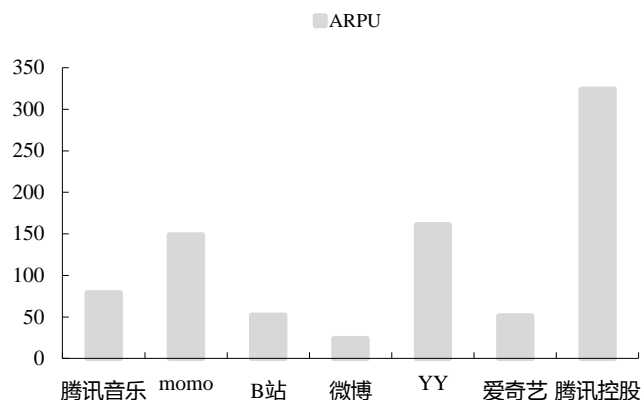
于用户范围更广，因此低估了实际值)，与主要依靠流量变现的互联网公司相比，在货币化能力上依然具有较大的提升空间。公司互联网服务的收入来源较为多元，包括我们上文提到的电视互联网收入、移动互联网下的广告、游戏收入、互联网金融收入等，这部分收入本身具有扩展的空间，例如电视互联网除了广告、订阅外，还可以拓展教育、游戏、购物等，未来随着智能音箱的规模积累，也会衍生出相应的变现方式。

图 42：小米单用户互联网服务收入（元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 43：不同互联网公司 ARPU 值对比（元，2019）

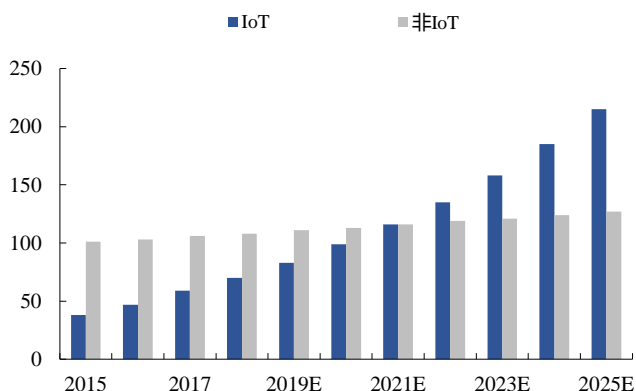


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

### 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

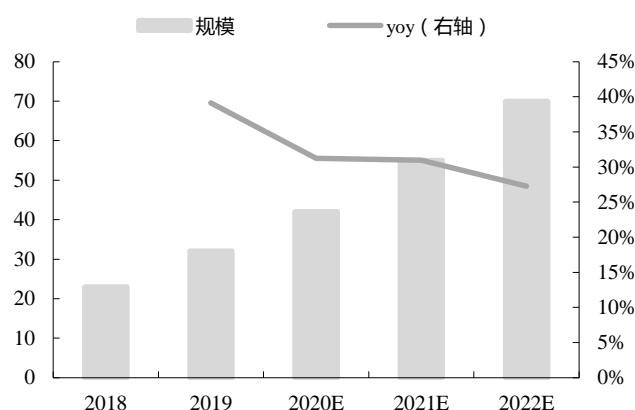
根据 IoT Analytics Research 预测，2022 年全球 IoT 设备数量将达到 135 亿台，超越非 IoT 设备（指智能手机、平板电脑、笔记本电脑、固定电话）数的 116 亿台。IoT 设备将保持 17.91% 的复合增长速度，相比之下，非 IoT 设备数已经增长停滞，也就意味着物联网连接的设备数将远远大于移动互联网，因此物联网所能产生的价值也将远超移动互联网，而在这个过程中，小米已经掌握了一定的先发优势。

图 44：全球联网设备规模（亿）



数据来源：IoT Analytics Research，东吴证券研究所

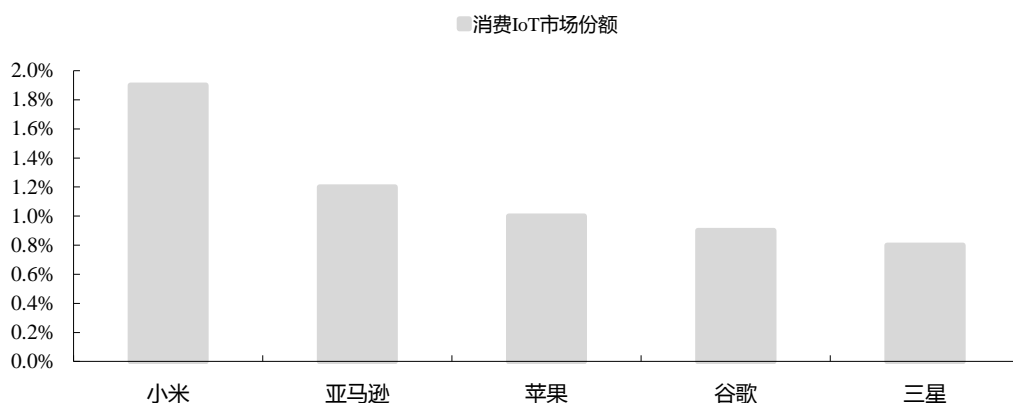
图 45：中国 IoT 设备连接规模（亿）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

根据小米在其招股说明书中披露，至 2018 年 Q1，小米在全球 IoT 消费级设备中的市场份额为 1.9%，虽然是市场份额最大的厂商，但 IoT 市场集中度很低，CR5 也仅有 5.8% 的市场份额，未来市场集中度有充分的上升空间。根据小米 2019 年 IoT 设备数为 2.35 亿台计算，结合 IoT Analytics Research 的数据估算，当前公司的全球市占率已经提升至 2.83%。先发优势明显。

图 46：小米在消费级 IoT 市场具备先发优势



数据来源：小米招股说明书，东吴证券研究所

## 5.6. 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%，对应 PE 为 22.9/18.2/15.1 倍。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。

## 5.7. 风险提示

- 1、行业竞争加剧。若竞争对手牺牲利润，大幅降价抢占市场份额，则公司产品售价也会相应受到影响，从而对公司盈利能力产生影响。
- 2、海外疫情严重程度超预期。公司收入中 44.3% 来自国际市场，但海外疫情的延续时间、严重程度难以把握，可能会对公司的业绩造成不利影响。
- 3、技术更新迭代风险。公司主要销售 3C 产品，受技术变革影响较大，尤其手机业务，在 4G 到 5G 过度的背景下，关键技术的把控，市场份额的获取对公司都是考验。
- 4、贸易战风险。公司海外业务占比较大，同时产品的供应链也涉及到美国等发达国家的 key 零部件，因此贸易战可能对公司的海外业务造成影响。
- 5、港股流动性风险。港股受资金流动影响大，股价也可能因此波动较大。

## 6. 风险提示

疫情在美国二次爆发，经济复苏不及预期，美国将香港剥离出 SWIFT 体系，中概股全面退市。

## 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>

