

本期核心观点

| 美股：总统弹劾表决即将开启

目前阶段影响市场的两大变量中，中美贸易已向前一步，下一阶段谈判的议题包括数字贸易、数据本地化，跨境数据流和网络入侵等话题。本周影响美股政策事件仍然密集，众议院计划下周二对旨在避免政府 12 月 20 日陷入停摆的支出法案进行投票，周三对特朗普弹劾指控进行全院表决，周四对美墨加贸易协议进行表决，多重因素影响下，美股高位震荡格局或将在年末延续。

| 港股：油价抬升，改善中资股盈利

对于港股而言，近期来自政策面的压力有所缓解，美中协议在望和约翰逊英国大选获胜，加上中央经济工作暗示财政刺激将在 2020 年起更大作用，均提振市场风险偏好。同时香港特区行政长官林郑月娥本周六起赴京述职，香港局势未来或有新的信号出现。市场层面，油价延续四季度以来的震荡上行，带动 PPI 的同时，有望改善制造业盈利水平，从而促进恒指中期表现。

| 京东：下沉市场驱动四季度业绩稳健增长

从我们追踪的数据来看，京东自营收入 10 月份增长了 34.9%，11 月增长 37.5%，好于三季度平均 23% 的增速。

保守计算，京东四季度营收有望达到 1687 亿人民币，同比增长 25.1%，略低于三季度的 28.7%，但好于当前市场一致预期的 23%。我们认为四季度业绩较三季度的回落，已在当前的市场预期中体现。

邮箱

newsletter@itger.com

道琼斯指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

➤ 《弹劾和贸易谈判进入关键周》

20191216

➤ 《弹劾调查临近，波动率回升》

20191202

➤ 《指数高位震荡，市场性价比下降》

20191125

目录

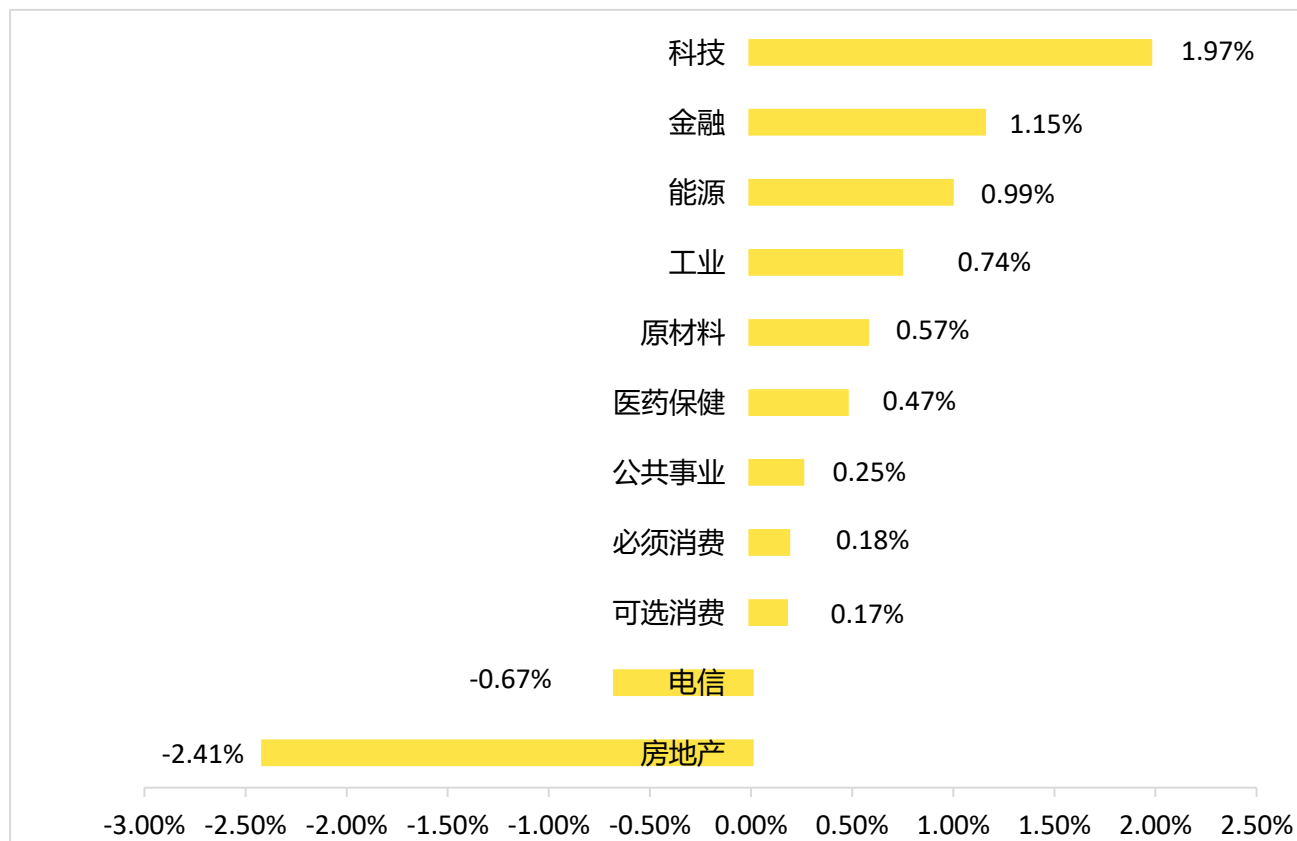
1、本周核心观点.....	1
2、上周美股市场回顾.....	3
3、美股市场分析	5
4、港股策略点评.....	7
5、老虎美股 50 指数	9
6、老虎港股 30 指数.....	12
7、本周基本面日程分析:	14
8、京东四季度业绩观察: 下沉市场驱动业绩稳健增长	16
9、ETF 市场观察.....	24
10、中美互联网巨头 ETF - TTTN 周报	29
11、重要声明.....	31

上周市场回顾

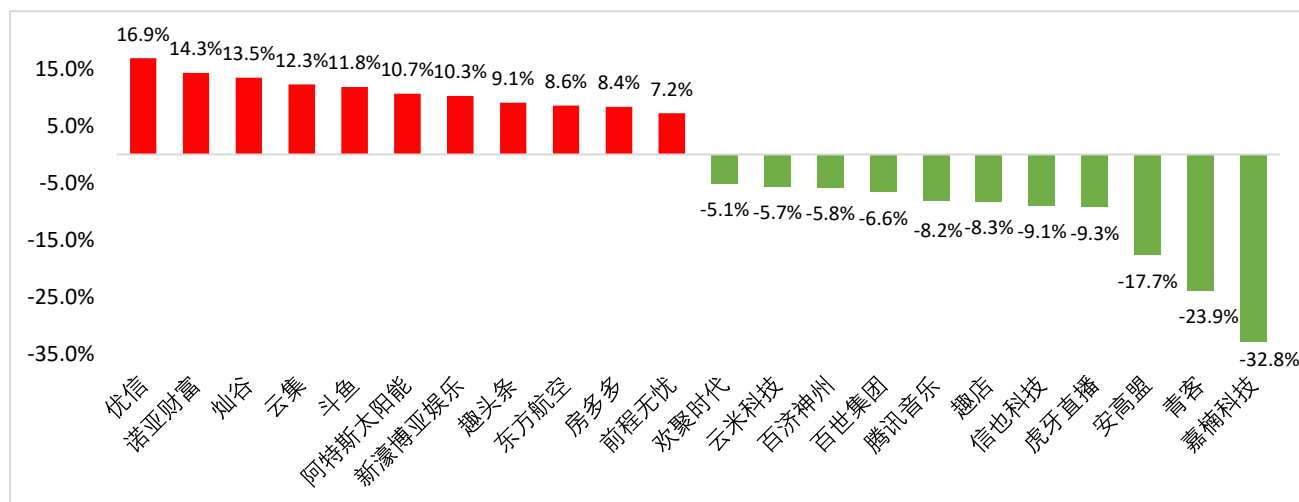
主要指数环境

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	0.73%	57	3,168.80	3182.68	3126.09
纳斯达克指数	0.91%	168	8,734.88	8768.87	8600.82
道琼斯工业指数	0.43%	489	28,135.38	28290.73	27801.80
恒生指数	4.49%	1332	27,687.76	27687.76	26355.53
罗素 2000 指数	0.25%	28	1637.98	1654.07	1626.37
原油	0.83%	2	59.69	60.39	58.11
黄金	1.04%	29	1,480.30	1491.60	1463.00

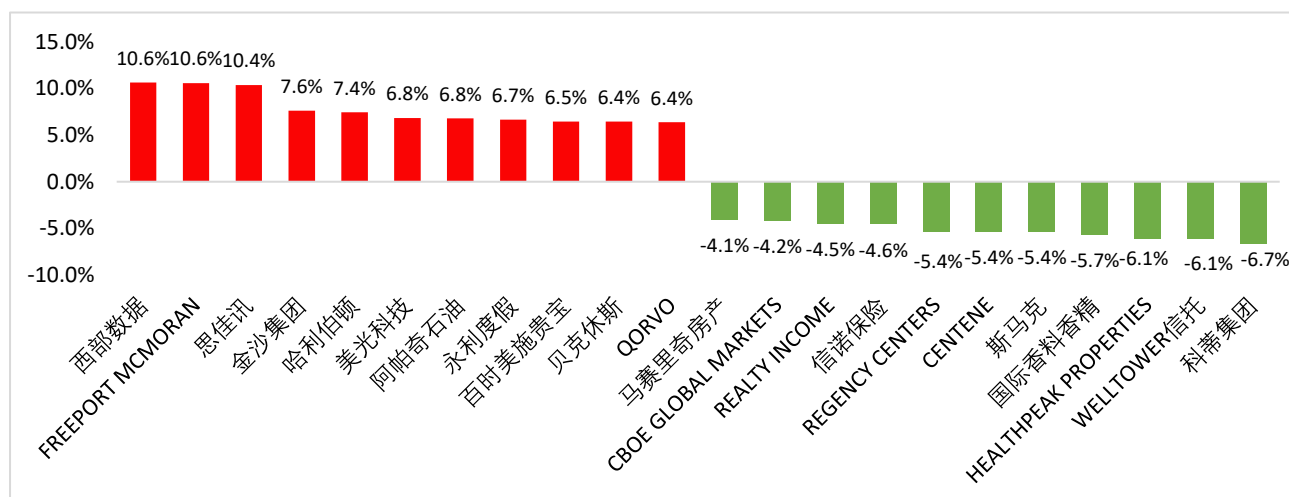
标普 500 板块表现



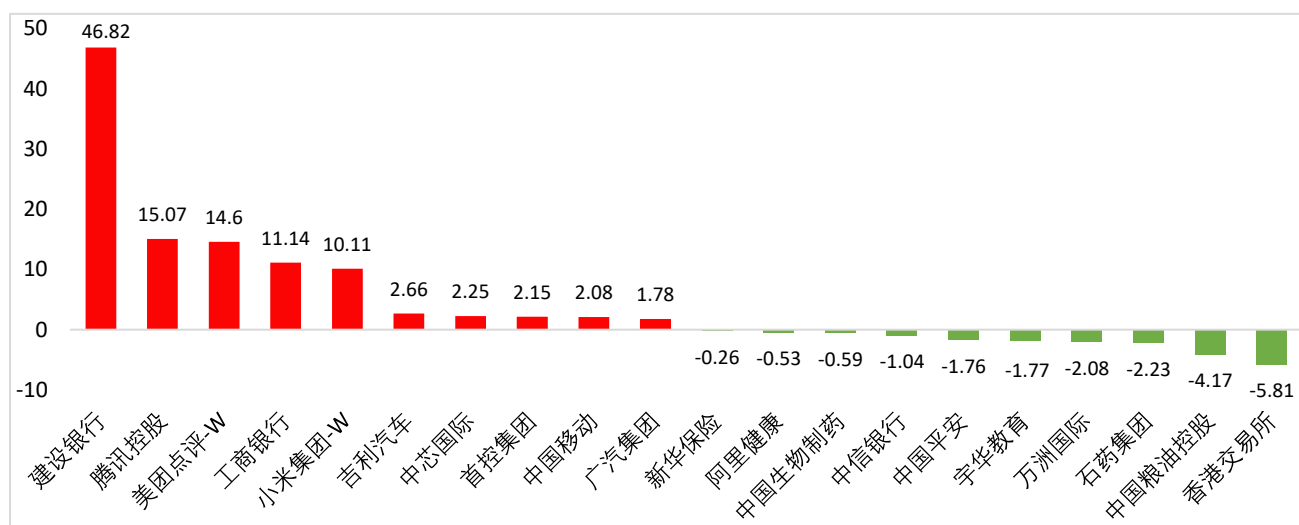
一周中概股涨跌幅榜（市值>5亿美元）



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：谈判向前一步，总统弹劾本周进入众议院表决阶段

一阶段谈判基本超出市场预期，继续支撑美股高位，12月下旬的政策和宏观变量主要包括：

1) 贸易协议一阶段签署在望，二阶段中美将就数据及网络问题交涉；2) 针对特朗普的弹劾本周将进入众议院表决的历史性时刻；3) 美联储暗示 2020 不再降息，强调通胀持续显著回升后才考虑加息，未来只要有必要会继续购买短期债券，释放流动性，中性偏鸽表态整体符合市场预期。4) 政策风险的缓和推动大宗资产走升，原油迈上 60 美元整数关口

谈判向前一步，美国高级官员：第二阶段将和中国谈数据及网络问题

漫长曲折的美中贸易谈判终于在对华新一轮关税加征期限之前取得突破，美国总统特朗普已批准与中国达成的原则性贸易协议，美国将降低关税，并暂停原定于上周日生效、涵盖智能手机和玩具等 1600 亿美元商品的新关税。正式签署可能要待一月份。

贸易谈判向前一步，一阶段协议签署在望

时间	日程	详情
2019 年 12 月	美方	1) 美国暂停原定周日生效、涵盖智能手机和玩具等 1600 亿美元商品的新关税。 2) 特朗普同意降低部分已加征关税，把针对 1200 亿美元中国商品 15% 的关税税率下调一半，但将保留对大约 2500 亿美元中国商品 25% 的关税。
2019 年 12 月	中方	中国财政部声明，在宣布达成第一阶段贸易协议后： 1) 中国周日表示将暂不实施对原产于美国的部分进口商品的加征关税措施； 2) 将暂不实施对原产于美国的汽车及零部件恢复加征关税； 3) 将继续对总计价值 1260 亿美元的美国商品暂停加征关税。
2020 年 1 月初	一阶段协议签署	美国贸易代表莱莱特希泽表示，他预计明年 1 月初他将与中国副总理刘鹤签署这份 86 页的协议，然后再公布于众。双方的律师团队会在正式签署前审核文本，莱特希泽预计，协议将在签署 30 天后生效。
待定	第二阶段谈判	特朗普上周五表示，将“立即”开始围绕第二阶段协议的谈判。美国高级官员：第二阶段将和中国谈数据及网络问题。
2020 年 11 月	大选	特朗普将明年连任希望放在强劲的经济表现上，鼓吹失业率降至 1960 年代以来最低水平。在 2016 年竞选时，特朗普承诺要让美国衰落的制造基地焕发新生，而这个行业是关税战的重灾区之一。

数据来源：公开市场整，老虎证券整理

➤ 特朗普将明年连任希望放在经济上

许多经济学家将明年全球经济能否反弹与贸易战是否停火挂钩。美国经济今年也显现出下行迹象，创纪录的经济扩张在本季度大幅减速，关税给制造业等行业带来了不确定性。这种破坏力让特朗普尤其面临压力，他将明年连任希望放在强劲的经济表现上，鼓吹失业率降至 1960 年代以来最低水平。在 2016 年竞选时，特朗普承诺要让美国衰落的制造基地焕发新生，而这个行业是关税战的重灾区之一。换句话讲，随着大选的临近，贸易问题大概率将逐渐改善。

➤ 总统弹劾本周进入众议院表决的历史性时刻

本周影响美股的政策事件仍然密集：1) 众议院计划周二对旨在避免政府 12 月 20 日陷入停摆的支出法案进行投票，2) 周三众议院将对针对特朗普的弹劾指控进行全院表决，3) 周四对美墨加贸易协议进行表决，多重因素影响下，市场或将维持年末高位震荡格局。

12 月下半句美股主线因素

时间	日程	详情
2019 年 12 月 17	众议院对支出法案投票	众议院计划本周二对旨在避免政府 12 月 20 日陷入停摆的支出法案进行投票。目前通过的概率较高，应该不用特别担心。
2019 年 12 月 18	众议院对弹劾集体表决	本周三，众议院如果通过弹劾条款，即正式指控特朗普，接下来将移交参议院对“弹劾”案进行审理并裁决。
2019 年 12 月 19	美墨贸易	美墨加贸易协议进行表决
2019 年 1 月	参议院审理时间	众议院全院表决通过弹劾条款的情况下，参议院将在 1 月审理弹劾案。最终弹劾成功需要超过 2/3 的票数通过。（注：共和党占参议院多数）

数据来源：公开市场整，老虎证券整理

港股策略点评：政策面缓解，盈利估值流动性皆恢复

上周政策面的回暖得到验证，美中协议在望、约翰逊英国大选获胜，加上中央经济工作暗示财政刺激将在 2020 年起更大作用，均提振市场风险偏好。

同时香港特区行政长官林郑月娥上周六起赴京述职，香港局势未来或有新的信号出现。这也是影响港股中期行情的重要情绪因素。

除此之外，近期港股在估值上有历史底部中枢的支撑、制造业盈利有原油复苏的催化、资金上又受益于今年降息、扩表下，全球流动性的扩张，这些为中期行情的启动提供了前提。

| 估值探底，获得支撑后反弹

由于前期恒指估值已基本探至历史低位（2003 年来向下一倍标准差附近），也是过去行情中反复验证的底部区域，随着上周政策面回暖，港股静态 PE（TTM）开始反弹，进一步验证了该底部区域的有效性。

| PPI 有望带动中资股盈利，催化指数行情

受中美贸易不断缓和以及需求走升影响，油价波动尽管曲折，但四季度整体保持震荡上行，油价的复苏，带动 PPI 的同时，也有望改善制造业盈利水平，从而促进恒指中期表现。我们从历史表现看，恒指的扩张也多发生于油价抬升的时期。

| 美联储扩表有望催化外资趋势性流入港股

当前美联储已重新扩表，11 月美联储证券资产规模相对 9 月低点增加 1086 亿美元，流动性持续好转。未来只要有必要，美联储表示会继续行动买入短期债券。

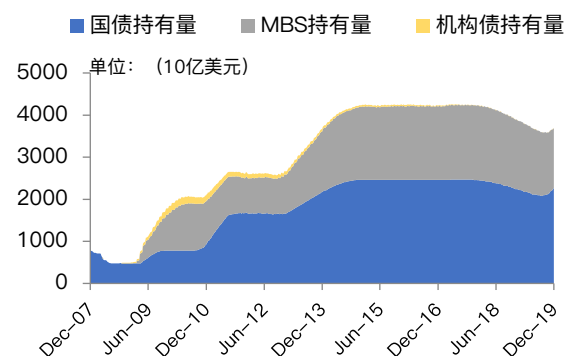
不过在负利率时代，美联储扩表下美元进入弱势周期，新兴市场将因此更受资金青睐。对于外资来讲，仍会趋势性流入新兴市场，除了 A 股之外、港股配置地位也会相应会提升。

恒指 vs 油价



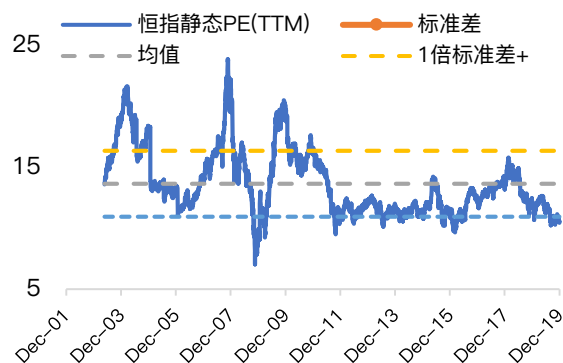
数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

美联储持有证券持有量: 10月开始抬升



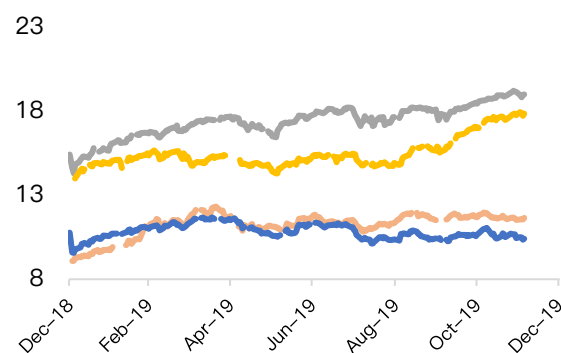
数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

恒指静态 PE 于向下一个标准差区间反弹



数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

主要指数远期 PE 比较



数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

老虎美股 50 指数

本周美股大盘继续奔向新高，标普 500 指数单周总回报 0.75%，老虎美股指数总回报

0.1%。信息技术和金融板块表现较出色，推涨大盘，通信和地产板块则有所回调。

本周无成分股调整。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	飞塔	FTNT	105.64	99	91	71
2	Arrowhead 制药	ARWR	66.46	98	76	63
3	Copart	CPRT	88.62	97	88	60
4	SYNNEX	SNX	127.11	96	82	65
5	世邦魏理仕	CBRE	58.26	96	81	62
6	Vertex 制药	VRTX	218.98	96	75	61
7	Generac 控股	GNRC	99.05	96	83	59
8	FMC	FMC	99.18	95	93	63
9	Essent	ESNT	53.25	95	90	47
10	Western Alliance	WAL	55.93	95	84	76
11	Amedisys	AMED	162.30	95	89	59
12	联合租赁	URI	162.74	95	88	67
13	佳明	GRMN	97.43	94	84	60
14	Chemed	CHE	440.12	93	87	64
15	微软	MSFT	154.53	93	85	73
16	豪士科	OSK	91.02	93	88	55
17	Incyte	INCY	91.51	93	76	54

18	富通	FCN	111.63	93	96	58
19	泰瑞达	TER	66.69	92	68	65
20	Lululemon	LULU	223.55	92	87	55
21	Penumbra	PEN	159.32	92	90	42
22	霍顿房屋	DHI	54.81	92	78	53
23	Primerica	PRI	136.56	92	84	68
24	Qorvo	QRVO	113.41	91	81	75
25	中通快递 (开曼)	ZTO	21.57	91	84	55
26	MarketAxess 控股	MKTX	373.89	91	83	47
27	维萨	V	185.14	91	81	63
28	新东方教育科技	EDU	123.20	91	74	57
29	Teledyne 科技	TDY	347.71	90	81	59
30	Pulte	PHM	40.38	90	78	58
31	安朗杰公共	ALLE	123.01	90	80	62
32	硕腾	ZTS	124.45	90	80	61
33	Popular	BPOP	58.51	90	80	69
34	快扣	FAST	37.03	90	76	60
35	Trex	TREX	87.89	90	86	54
36	CINTAS	CTAS	261.81	89	86	56
37	爱德华生命科学	EW	232.64	89	83	42
38	欧文斯科宁	OC	64.58	89	81	46

39	NVR	NVR	3798.35	88	87	55
40	TopBuild	BLD	105.95	88	85	46
41	卡莱	CSL	158.96	86	83	56
42	Lennar	LEN	58.30	85	76	45
43	阿里巴巴	BABA	204.91	85	68	69
44	阿契资本	ACGL	41.75	84	78	55
45	好未来教育	TAL	45.52	84	64	62
46	安捷伦	A	83.71	83	58	69
47	Kirby	KEX	82.10	82	66	47
48	First American 金融	FAF	60.75	80	84	36
49	网易	NTES	304.00	80	62	51
50	托尔兄弟	TOL	39.73	72	55	48

老虎港股 30 指数

港股市场本周大幅上涨，恒指本周总回报 4.94%，而老虎港股指数总回报达到 2.09%。

金融板块的表现出色助力恒指，而医疗和可选板块则有所回调。本周调出波司登和东阳光药，调入永利澳门和美的置业。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	中国平安	02318	93.10	98	97	61
2	融创中国	01918	43.25	97	84	71
3	药明生物	02269	94.85	96	88	67
4	雅生活服务	03319	26.60	94	83	57
5	中国建材	03323	7.65	93	89	60
6	海螺水泥	00914	53.30	91	79	65
7	安踏体育	02020	71.90	90	80	43
8	碧桂园	02007	11.84	90	73	67
9	腾讯控股	00700	361.00	89	70	73
10	龙湖集团	00960	34.00	89	72	62
11	碧桂园服务	06098	25.90	89	70	48
12	中升控股	00881	31.20	89	69	78
13	永利澳门	01128	18.26	88	82	64
14	海螺创业	00586	32.00	88	75	65
15	金界控股	03918	13.98	88	76	53
16	舜宇光学科技	02382	142.70	88	62	68
17	世茂房地产	00813	29.05	87	76	58

18	美的置业控股有限公司	03990	21.80	87	81	76
19	申洲国际	02313	108.40	87	77	55
20	中国联塑	02128	9.51	85	72	70
21	爱康医疗	01789	9.00	84	70	49
22	华润水泥控股	01313	9.50	84	58	65
23	中芯国际	00981	11.22	84	60	70
24	康师傅控股	00322	12.48	83	74	57
25	中银航空租赁	02588	80.65	81	68	66
26	美团点评	03690	101.10	80	63	54
27	威高股份	01066	9.00	80	78	43
28	华润燃气	01193	43.10	78	70	47
29	李宁	02331	24.10	77	60	42
30	中海物业	02669	4.89	77	68	54

基本面日程分析

本周重要经济数据、事件

周一 (12/16)	周二 (12/17)	周三 (12/18)	周四 (12/19)	周五 (12/20)
23:00 12月NAHB房价指数	21:30 11月新屋开工	1:30 纽约联储主席威廉姆斯在新闻发布会（关于纽约地区当前经济情况和劳动市场）上致开幕辞，并参加小组讨论 23:30 上周EIA原油库存变化	21:30 上周季调后初请失业金人数 23:00 11月NAR季调后成屋销售	21:30 第三季度PCE物价指数第三季度实际GDP 23:00 12月密歇根大学消费者信心指数 11月PCE物价指数 11月PCE 11月个人收入

资料来源:公开资料整理

风险释放，关注 11 月 PCE 数据

随着中美达成一阶段贸易协议、美联储按兵不动、英国大选顺利结束，上周几大风险已全部释放，虽然市场对消息面的敏感性大幅降低，但积极的结果预计对美股后市的走向仍然具有一定推动作用。

本周经济事件相对较少，关注点主要集中在一系列经济数据，如 11 月 PCE 物价指数、11 月 PCE、11 月个人收入等。

此外，北京时间周二晚间，纽约联储主席威廉姆斯将在一场金融论坛致开幕词，预计威廉姆斯不会偏离上周美联储会议纪要鸽派的立场，但此次讲话也有可能为美联储作出转变提供更多的信息；届时，威廉姆斯可能会透露自己在点阵图方面的态度。

财报关注：美光科技、耐克、辉盛研究系统

老虎财报季

周一 (12/16)	周二 (12/17)	周三 (12/18)	周四 (12/19)	周五 (12/20)
美股盘前				
	捷普科技(JBL) 纳威司达(NAV)	沛齐(PAYX)	中国铝业(ACH) 达登饭店(DRI) 埃森哲(ACN) 辉盛研究系统(FDS) 康尼格拉(CAG) 学乐集团(SCHL)	车美仕(KMX) 黑莓(BB)
美股盘后				
海科航空(HEI)	联邦快递(FDX) 信达思(CTAS)	美光科技(MU)	耐克(NKE)	

京东：下沉市场驱动业绩稳健增长，家电品类占比阶段性回升

| 四季度前瞻

➤ 业绩观察：京东四季度的营收将保持稳健

从我们追踪的数据来看，京东自营收入 10 月份增长了 34.9%，11 月增长 37.5%，好于三季度平均 23% 的增速。

保守计算，京东四季度营收有望达到 1687 亿人民币，同比增长 25.1%，略低于三季度的 28.7%，但好于当前市场一致预期的 23%。我们认为四季度业绩较三季度的回落，已在当前的市场预期中体现。

➤ 核心变量：3C 和家电销量走俏，京喜改版向下沉市场渗透

我们认为京东四季度营收有望稳健增长的原因主要包括，

- 1) 双十一期间稳健的 GMV 增速，GMV 同比扩张 27.9%，略高于去年同期的 25.7%。
- 2) 10 月底主打低价产品的京喜（原京东拼购）小程序改版，较低的交易费率将吸引更多中小型商家的加入，从而满足下沉市场的用户需求。借助微信的渠道下沉有望获得更多的用户。
- 3) 营收结构上 10 月、11 月家电品类在社零分项回落的情况下，保持了较高的增长，营收占比加速扩张，也在侧面反映今年京东投资线下零售连锁企业、加强区域产业带合作，供给高性价比商品等下沉市场策略奏效，渗透率提高。
- 4) 华为和苹果等一线品牌新品的迭代，手机销售占比回升，日用百货类商品保持稳健。

业绩前瞻

京东.

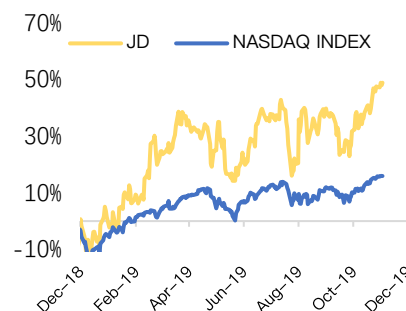
财务数据

变化	4Q19E	一致预期
营收 (mn)	168,724	165,896
营收增速	25.1%	23.0%
毛利润	26,174	23,531
毛利率	15.5%	14.2 %

价格(12/12/19)

市值	49.6(bn)
T12M EPS	1.93
T12M PE	122.5
股息率	NA
52 周高点	5.43
52 周低点	19.26

12 个月表现

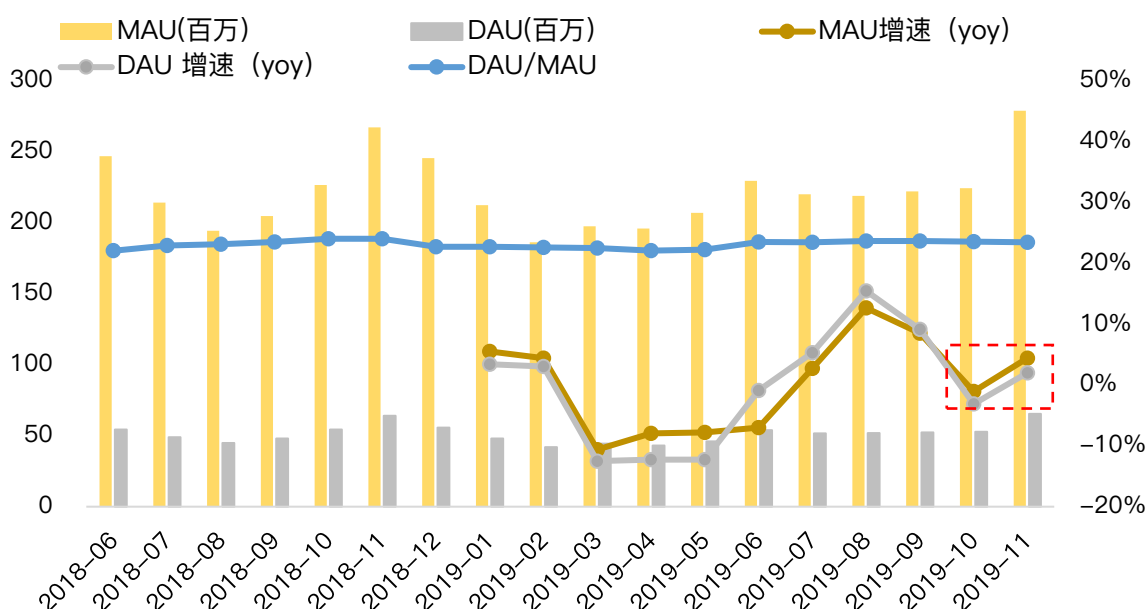


| 四季度 APP 日活月活增速放缓，小程序贡献预计加强

京东 APP 的日活和月活增速的拐点出现在二季度，增速高点出现在 8 月份，与二、三季度京东的活跃账户增长趋势相一致。

经过三季度的加速扩张后，10 月、11 月京东 APP 的日活和月活的增速已经开始放缓，与此同时，主打低价产品的京喜小程序改版对用户增长的贡献有望在四季度体现。

图 1：京东 DAU and MAU 趋势 (201806-201911，不含小程序)



数据来源：老虎证券整理

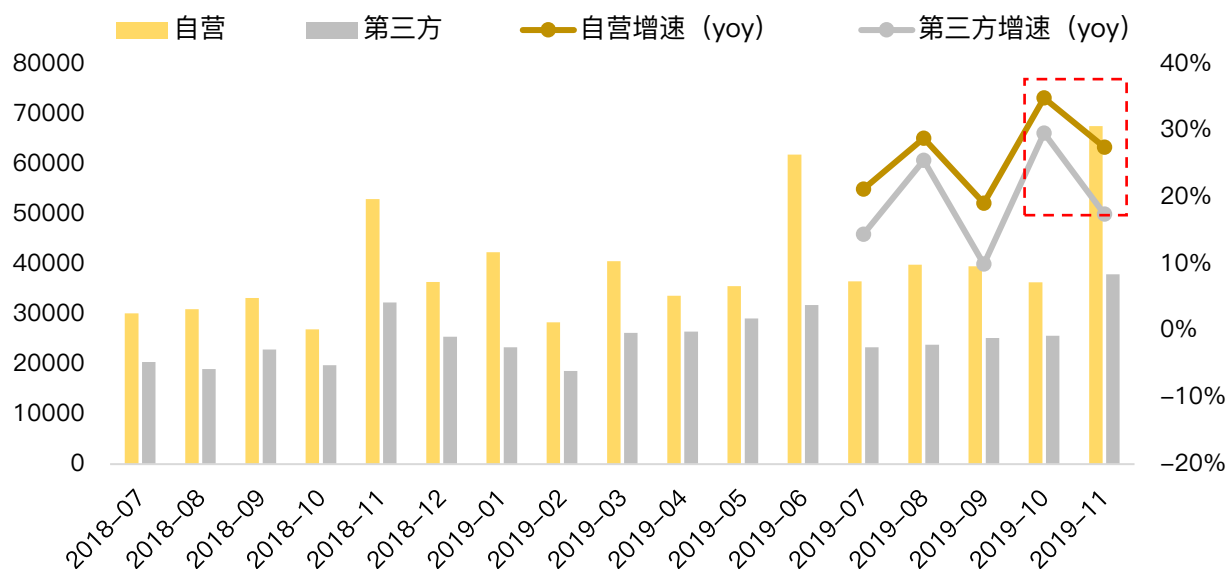
| 10 月、11 月销售稳健增长，双十一期间 GMV 增速小幅抬升

我们追踪的数据显示，京东自营和第三方销售在 10 月、11 月份整体保持了较快的增长，其中京东自营收入 10 月份增长了 34.9%，11 月增长了 37.5%，好于三季度平均 23% 的增速。

今年 618 和双十一期间的 GMV 增速小幅抬升，这部分已披露的数据，也显示业绩比较稳健。

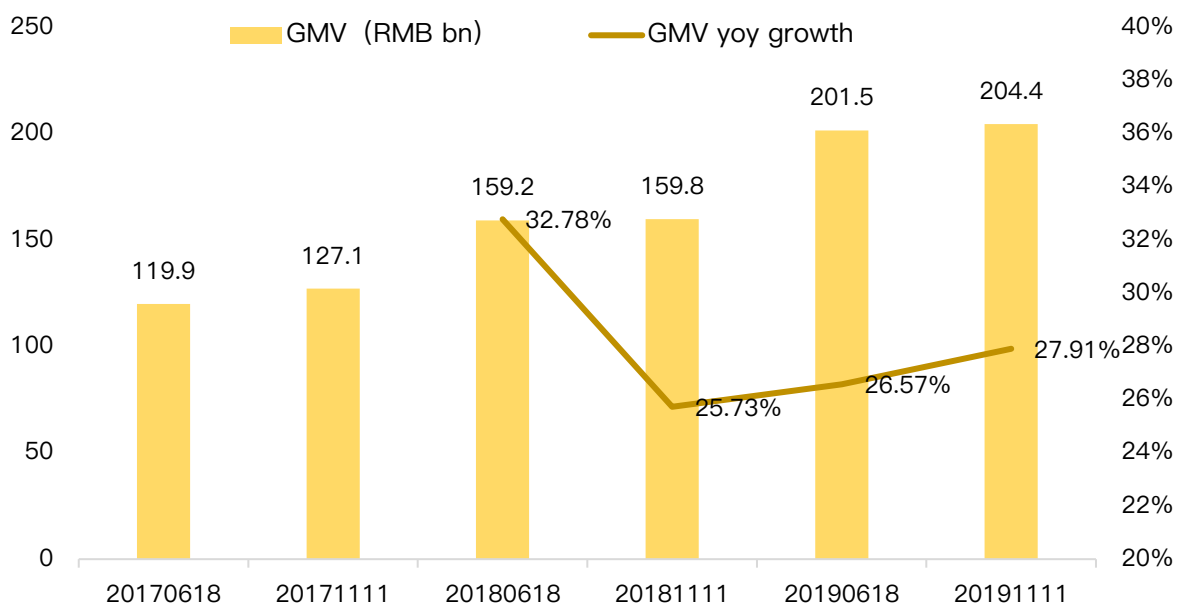
我们保守预估，京东三季度营收有望达到 1687 亿人民币，同比增长 25.1%，略低于四季度的 28.7%，但好于当前市场一致预期的 23%。

图 2: 京东自营和第三方销售数据(201807-201911)



数据来源: 老虎证券整理

图 3: 京东双十一期间和 618 期间 GMV 增速 (2017-2019)



数据来源: 老虎证券整理

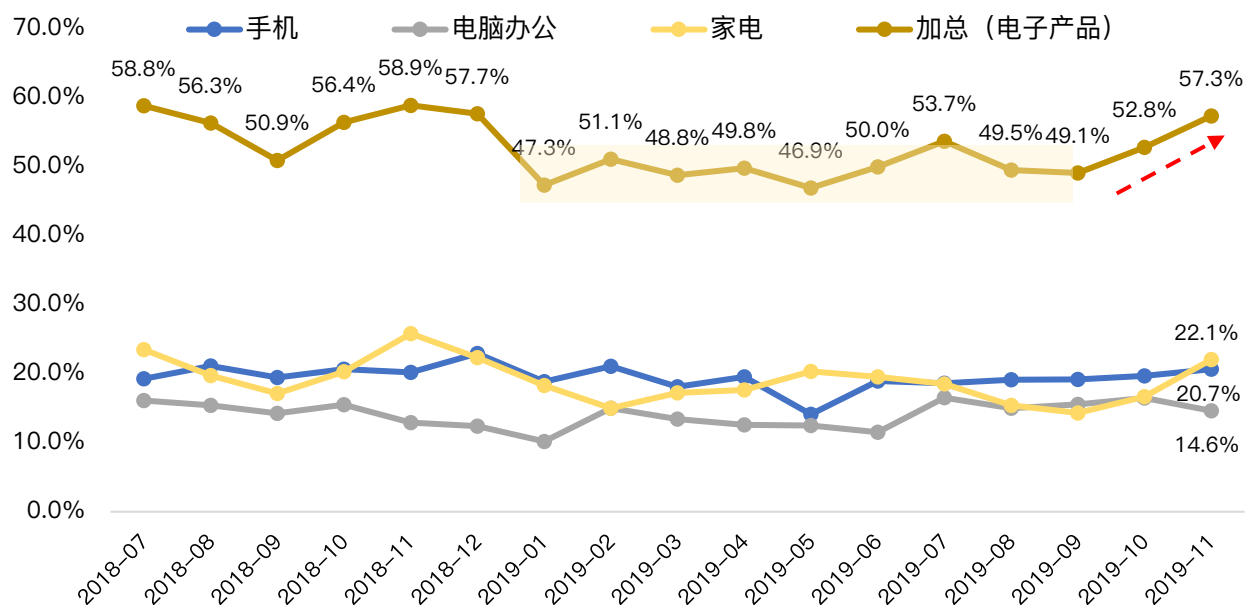
| 10月、11月家电营收占比回升，侧面反映下沉市场策略深化

从营收结构观测，10月、11月京东最具竞争力的家电和3C品类营收占比开始回升。

尤其是家电品类的营收占比回升幅度更为明显，其次为手机品类。在10月份家电品类社零增速(0.7%,yoy)相对逆风的情况下，这样的表现着实不易。我们认为背后反映的是京东联合线下零售伙伴推出的下沉市场策略正不断在改善，其中驱动因素主要为：

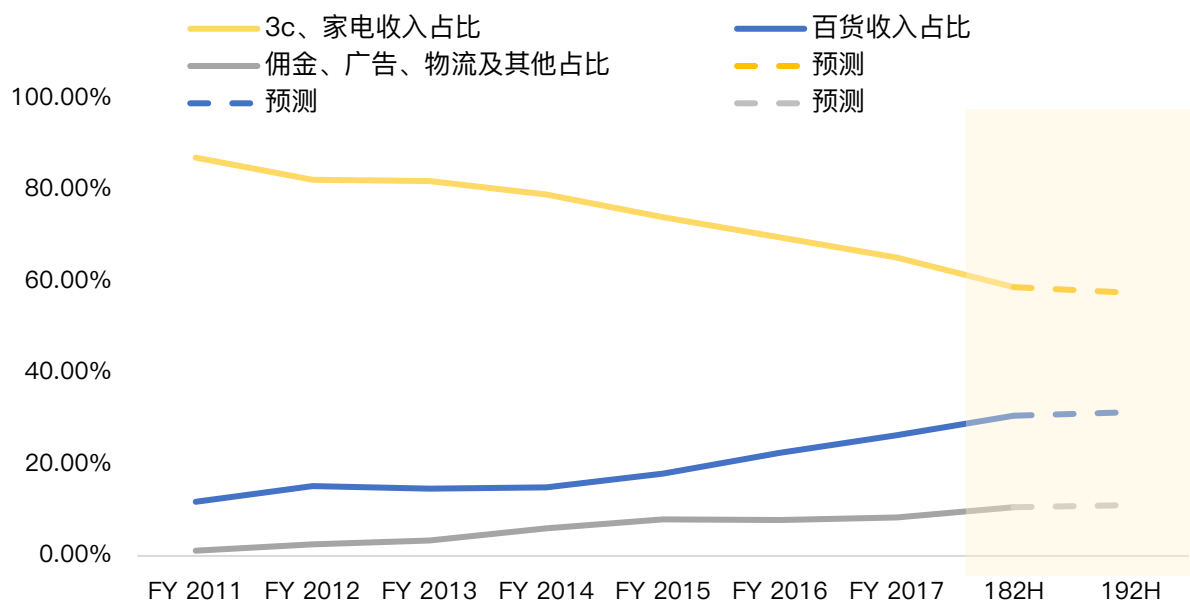
- 1) 改善高性价比商品供给：从商品供给端出发，19年京东开始加强和区域性产业带的合作，与3C、家电等品类品牌共同推出高性价比定制产品，更好的对接下沉市场用户需求。
- 2) 投资线下零售连锁企业：上半年京东战略投资五星家电、迪信通等合作伙伴，在家电和3C品类方面，联合线下零售伙伴推出低线城市下沉策略，逐渐加大对下沉市场用户的渗透。
- 3) 除了家电外，10月、11月3C品类占比的提升，相信与华为、苹果等新品推出有关。

图4：各品类占比(201807-201911)：10月、11月电子产品营收占比回升



数据来源：老虎证券整理

图 5：今年电子产品营收占比虽然呈继续下滑的趋势，但下半年降幅应有所放缓



数据来源：老虎证券预测

京东下沉策略对冲了 10 月份社零分项中家电增速的下滑

10 月份社零增速有所回落，家电市场整体失速 (0.7, yoy)，日用百货类增长较为稳健。

1) 从销售数据上看，京东并没有受到家电市场整理低迷的影响，家电销量反而在下沉市场策略下实现了高于行业平均增速的增长。

2) 日用百货本身拥有比家电市场更快的增速，在京东的收入结构中也有逐渐上升的趋势。这部分的增长波动比较稳健。

3) 通讯器材受到四季度华为 (Mate 30 Pro)、苹果 (iPhone11) 等一线品牌迭代的影响，整体行业都实现了较高的增速。

图 7：限额以上不同品类社零各月同比增速：整体下滑，家电失速，通讯类增长，日百稳健

社零分项同比增速	2018			2019									
	Oct	Nov	Dec.	Feb.	Mar.	Apr	May.	Jun.	Jul.	Aug.	Sept	Oct	
粮油、食品类	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	10.4	9.0	10.0%
饮料类	7.9	7.9	9.2	8.0	12.1	9.7	12.7	9.1	9.7	10.4	8.9	9.5	9.5%
服装鞋帽针纺织品类	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	(1.1)	4.1	5.2	2.9	5.2	3.6	(0.8)	9.0%
化妆品类	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2	8.5%
金银珠宝类	4.7	5.6	2.3	4.4	(1.2)	0.4	4.7	7.8	(1.6)	(7.0)	(6.6)	(4.5)	8.0%
日用品类	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4	12.3	13.0	13.0	12.0	12.0	7.5%
体育、娱乐用品类	(8.5)	(3.2)	(7.0)	(4.4)	(0.9)	(3.6)	5.9	7.2	3.8	12.1	15.7	11.5	7.0%
书报杂志类	7.4	21.6	13.7	33.9	9.6	24.6	11.1	(0.8)	2.9	9.0	6.6	5.2	6.5%
家用电器和音像器材类	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8	7.7	3.0	4.2	5.4	0.7	6.0%
文化办公用品类	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8	(4.0)	3.6	3.1	6.5	14.5	19.8	(0.2)	(3.4)	
家具类	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1	8.3	6.3	5.7	6.3	1.8	
通讯器材类	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2	13.8	2.1	6.7	5.9	1.0	3.5	8.4	22.9	
其他类	1.7	2.0	2.5	(2.4)	2.1	(7.9)	(3.6)	1.3	0.7	2.0	3.7	(0.7)	

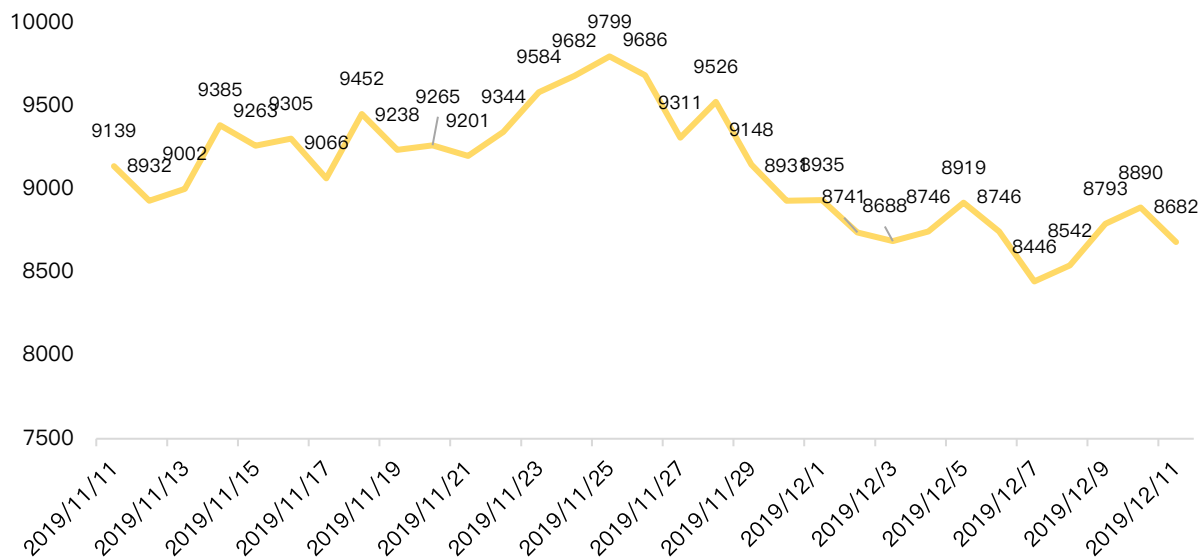
数据来源：Wind，老虎证券整理

小程序改版对用户增长的贡献，将在四季度集中体现

线上方面，10 月底主打低价产品的京喜（原京东拼购）小程序改版，以社交化的方式（微信购物一级入口）继续向下沉市场渗透。

费率优势：京喜采用较低扣点的方式，交易费率仅为 0.6%。将吸引更多中小型商家的加入，从而满足下沉市场的用户需求。（相当于商家完成 100 元的拼购订单，京东只抽 0.6 元，剩下的 99.4 元属于商家净收入，对比京东商城的非拼购商家，交易费率则高达 3~10%，拼多多虽然没有交易费率，但 0.6% 交易费率也与拼多多商家的体现手续费相当），

图 6: 京喜小程序阿拉丁指数 (反应微信购物一级入口页面流量趋势, 2019111-20191211)



数据来源: aldzs.com, 老虎证券整理

| 总结: 下沉策略有望在 Q4 贡献更多的用户增长。

京东改善高性价比商品供给, 以及投资线下零售连锁企业, 和微信合作深化, 借助微信的渠道下沉, 有望为公司持续带来新的流量。

| 财务预测: 营收增速好于一致预期, 毛利率回升, 运营利润回落

我们预计四季度京东营收增速较三季度小幅下滑 (25% vs 28.7%), 但仍然高于当前市场一致预期的 23%。也就是相对于 Q3 的高增长, Q4 增速的回落, 已在当前的市场预期中充分反应。

成本端, 小程序流量获取成本边际改善 (小程序对用户增长的贡献将在四季度体现), 利于毛利率的扩张, 我们预计毛利率小幅抬升至 15.5%。不过电子产品营收占比回升 (电子产品毛利低于日百) 可能阶段性影响毛利表现。随着四季度销售活动投入增大, 运营利润也将环比回落。

图 8: 京东利润表 (GAAP)

单位 (百万元)	FY17	FY18	FY19E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
收入	362,332	462,020	574,928	121,081	150,281	134,843	168,724
线上直营	331,824	416,109	511,030	108,651	133,516	118,854	150,008
服务和其他	30507.0	45911.0	63898.6	12429.8	16764.3	15988.5	18,716.07
主营业务成本	(311,517)	(396,066)	(488,332)	(102,897)	(128,156)	(114,729)	(142,550)
毛利润	50,814	65,954	86,597	18,184	22,125	20,114	26,174
毛利率 (%)	14.0	14.3	15.1	15.0	14.7	14.9	15.5
销售及一般行政管理	(19,133)	(24,396)	(27,127)	(5,261)	(6,977)	(5,788)	(9,100)
履约费用	(25,865)	(32,010)	(36,473)	(8,063)	(9,155)	(8,755)	(10,500)
科技内容支出	(6,652)	(12,144)	(15,868)	(3,717)	(3,726)	(3,585)	(4,840)
商誉和无形资产减值	0	(22)	0	0	0	0	0
长期资产出售	0	0	3,070	83	0	2,987	0
运营利润	(836)	(2,619)	10,200	1,226	2,267	4,973	1,734
运营利润率 (%)	(0.2)	(0.6)	1.8	1.0	1.5	3.7	1.0
财务成本净额	1,567	1,263	636	125	221	340	(50)
占联营公司利润或亏损	(1,927)	(1,113)	(1,520)	(717)	(303)	(199)	(300)
其他	1,316	95	1,729	6,886	(1,199)	(3,958)	0
税前利润	120	(2,373)	11,044	7,519	985	1,156	1,384
税费开支	(140)	(427)	(1,623)	(280)	(439)	(605)	(300)
少数股东权益及其他	(135)	(309)	(233)	(79)	(73)	(61)	(20)
普通股可分配净利润	116	(2,491)	9,655	7,319	619	612	1,104
净利率 (%)	0.03	(1)	1.68	6.04	0.41	0.45	0.65
参考项目							
营收增速 (%)	40.28	27.51	24.44	20.93	22.89	28.70	25.10
毛利率 (%)	14.0	14.3	15.1	15.0	14.7	14.9	15.5
运营利润率 (%)	(0.2)	(0.6)	1.8	1.0	1.5	3.7	1.0
净利率 (%)	0.03	(1)	1.68	6.04	0.41	0.45	0.65

数据来源: 公司财报, 老虎证券预测

ETF 一周观察 (20191209-20191213)

中美达成了第一阶段的贸易协议，而本来延迟到 12 月 15 日的关税加征以及之前已经加征的部分关税被取消了，同时英国双十二大选结果出来，保守党的鲍里斯得以继续留在唐宁街，脱欧前景变得更有希望。原本年初的地缘政治风险在本周一并消除了一大半，投资者的风险偏好上升，股票 ETF 受到更多的净流入。

股票 ETF：得益于美股创新高

本周美国 ETF 净流入又增加了 93 亿美元，得益于美股创新高，标普 500 指数年初至今回报达到 28%。美国股票 ETF 本周得到 61 亿美元的净流入，其中 18 亿流入了标普 500ETF (SPY) 和纳斯达克指数 ETF (QQQ)。

固收 ETF：投资者同时买入债券避险

债券 ETF 也有正流入 26 亿美元，在大量买股票的同时投资者们也会买些债券避避风险。美国全债 (AGG) 本周获得 6 亿美元净流入，是最受欢迎的债券 ETF。

商品、货币 ETF：涨幅最大的仍然是英镑

本周美元指数 UUP 周内略有下跌，跌幅为 0.45%，因此其他地区的货币走势均上升；涨幅最大的仍然还是英镑，双十二英国大选，众望所归的保守党鲍里斯继续掌政，脱欧进程步伐加紧。

本周天然气价格持续回落，为-1.94%，年初至今天然气回报已经是负 28.45%。原油价格因为减产计划而继续回升。

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

SPY	1790.78 亿
QQQ	1747.34 亿
IVV	947.28 亿

行业类涨幅 TOP3

XLK	1.97%
XLY	1.17%
XLF	1.15%

国债涨幅 Top3

TLT	0.5 %
IEF	0.17%
IEI	0.06%

货币类涨幅 Top3

FXB	1.52%
CEW	0.83%
FXA	0.42%

商品类涨幅 Top3

SLV	2.33%
DBA	1.72%
USO	1.38%

香港 ETF 涨幅 Top3

7231.HK	9.34%
7200.HK	9.32%
7205.HK	9.32%

TTTN 过去一年走势图



| 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	年初至今净流入
美国股票	24672.12	61.44	0.25%	4.82%
国际股票	8636.54	7.01	0.08%	2.19%
美国固收	7522.76	25.94	0.34%	16.74%
国际固收	884.08	3.19	0.36%	21.12%
商品	782.36	-1.61	-0.21%	9.72%
货币	13.68	-0.20	-1.48%	-31.29%
杠杆	377.62	-0.09	-0.02%	-19.02%
反向	121.31	-0.52	-0.43%	46.48%
资产配置	104.99	-1.48	-1.41%	4.09%
其他	46.22	-1.14	-2.46%	23.24%
合计	43161.68	92.56	0.21%	6.71%

单位: 亿美元, 数据来自 etf.com, 周时间区间: 2019.12.06-2019.12.12

| 香港上市 ETF 表现

代码	名称	周涨跌幅	年初至今涨跌幅	市值(亿港元)
7231.HK	未来资产恒指每日杠杆(2x)产品	9.34%	9.29%	0.79
7200.HK	南方东英恒生指数每日杠杆(2x)产品	9.32%	9.19%	6.54
7205.HK	三星恒生指数每日杠杆(2x)产品	9.32%	9.14%	1.13
7242.HK	易方达元大恒生指数每日杠杆(2x)产品	9.29%	7.01%	0.62
7221.HK	华夏 Direxion 恒生指数每日杠杆(2x) 产品	8.89%	7.36%	0.50
7230.HK	未来资产国指每日杠杆(2x)产品	8.83%	9.73%	0.34
7288.HK	南方东英恒生中国企业指数每日杠杆(2x)产品	8.70%	10.50%	1.88
7267.HK	华夏 Direxion 恒生国企指数每日杠杆(2x) 产品	8.67%	8.52%	0.48
7228.HK	三星恒生中国企业指数每日杠杆(2x)产品	8.59%	10.68%	2.09
2848.HK	Xtrackers MSCI 韩国 UCITS ETF	6.62%	1.74%	6.73

注: 数据来自 wind, 截止 2019.12.13 收盘

| 一周资金净流入前十 ETF

代码	全名	净流入
SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	1790.78
QQQ	Invesco QQQ Trust	1747.34
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	947.28
IWM	iShares Russell 2000 ETF	790.22
AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	596.45
XLE	Energy Select Sector SPDR Fund	424.84
BKLN	Invesco Senior Loan ETF	387.09
BND	Vanguard Total Bond Market ETF	386.21
XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	326.02
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	285.42

单位: 亿美元, 数据来自 etf.com, 周时间区间: 2019.12.06-2019.12.12

| 一周资金净流出前十 ETF

代码	全名	净流入
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	-1142.84
LQD	iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF	-638.81
XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	-441.26
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	-352.73
IJH	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	-343.96
EWQ	iShares MSCI France ETF	-315.12
GDXJ	VanEck Vectors Junior Gold Miners ETF	-275.02
HYG	iShares iBoxx USD High Yield Corporate Bond ETF	-260.07
IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	-239.56
KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF	-238.98

单位: 亿美元, 数据来自 etf.com, 周时间区间: 2019.12.06-2019.12.12

| 行业 ETF 一览

代码	行业	市值 (亿美元)	市盈率 (TTM)	市净率	本周涨跌幅	年初至今涨幅
XLK	科技	257.69	20.72	2.24	1.97%	44.85%
XLY	非必需消费品	141.53	18.28	1.55	1.17%	24.83%
XLF	金融	271.77	21.37	5.88	1.15%	29.58%
XLE	能源	108.12	19.74	2.48	0.99%	5.99%
XLI	工业	107.23	21.61	4.51	0.74%	27.59%
XLB	材料	37.03	19.24	4.99	0.57%	19.64%
XLV	医疗保健	196.13	14.40	1.52	0.47%	17.05%
XLU	公共事业	110.85	25.67	7.49	0.25%	20.63%
XLP	日用消费品	139.51	48.43	3.70	0.18%	24.31%
XLC	通信	66.44	22.85	7.74	-0.38%	27.55%
XLRE	房地产	35.80	21.07	3.46	-2.41%	21.95%

注：数据来自彭博，截止 2019.12.13。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	市值	周涨跌幅	年初至今涨幅
SHV	iShares Short Treasury Bond ETF	205.96	0.04%	1.39%
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	176.11	0.06%	2.40%
IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	97.41	0.06%	4.94%
IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	181.86	0.17%	7.93%
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	180.75	0.50%	15.86%

注：数据来自彭博，截止 2019.12.13 收盘

| 货币 ETF 一览

基金代码	货币种类	管理费	市值 (亿美元)	周涨跌幅	年初至今涨幅
UUP	美元指数基金	0.75%	2.56	-0.45%	4.75%
FXE	欧元兑美元	0.40%	2.74	0.50%	-3.71%
FXV	日元兑美元	0.40%	1.83	-0.69%	-0.23%
FXB	英镑兑美元	0.40%	1.62	1.52%	4.63%
FXA	澳元兑美元	0.40%	1.00	0.42%	-2.19%
CNY	人民币兑美元	0.55%	0.08	0.46%	1.09%
CEW	新兴市场货币兑美元	0.55%	0.19	0.86%	3.48%

注：数据来自彭博，截止 2019.12.13 收盘

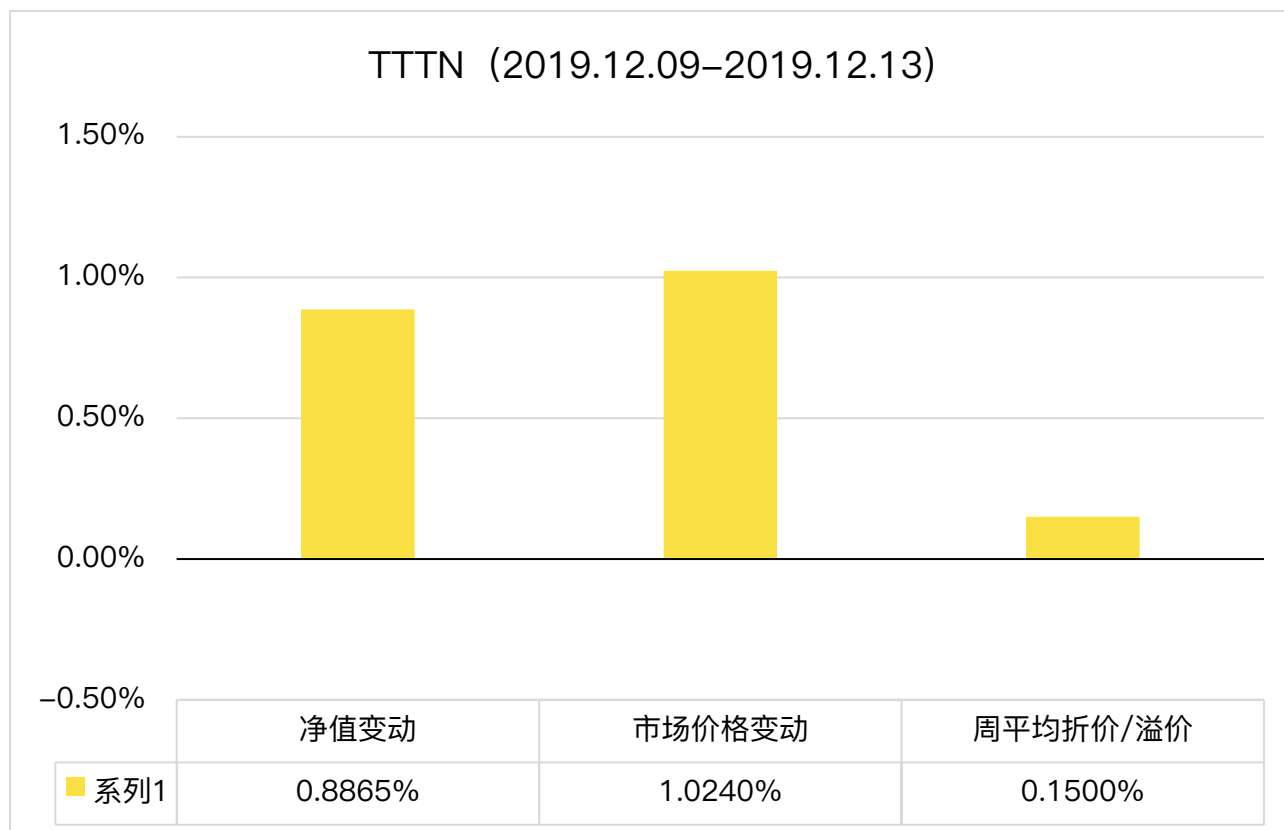
| 商品 ETF 一览

基金代码	品种	管理费	市值	周涨跌幅	年初至今涨幅
GLD	黄金	0.40%	420.63	1.04%	14.68%
SLV	白银	0.50%	61.98	2.33%	9.09%
USO	原油	0.45%	12.10	1.38%	29.30%
UNG	天然气	0.60%	4.29	-1.94%	-28.45%
DBA	农业	0.85%	3.54	1.72%	-2.36%

注：单位亿美元，数据来自彭博，截止 2019.12.13 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
700 HK	腾讯	7.57%	0.60%
ATHM	汽车之家	5.99%	0.18%
WUBA	58同城	3.64%	0.16%
JD	京东	3.25%	0.13%
BABA	阿里巴巴	1.50%	0.13%

本周中美互联网巨头 ETF（代码 TTTN）基金净值微跌 0.8865%；市价微涨 1.0240%。

成分股中，腾讯上涨 7.57%，对基金净值贡献最多。

| 上周 ETF 持仓要闻回顾

公司	代码	一周要闻回顾
京东	JD	<u>京东周伯文:5G 和人工智能结合有望为用户带来新的体验。</u> 东集团副总裁、京东云与 AI 事业部总裁周伯文 12 月 14 日在第三届 EmTech China 全球新兴科技峰会上表示,人工智能和实体经济深度融合,正在推动智能经济时代的到来,而 5G 会加速这一进程。高密度、低延时、高带宽是 5G 的三大核心特点。对人工智能来说,5G 时代的改变是更强大的数据闭环、新的产品形态以及新的应用场景,比如交通、政务等。作为加速器,5G 和人工智能结合有望为用户带来新的体验。
推特	TWTR	<u>奈飞的内容投资</u> 据 Variety 预计:奈飞 (NFLX.O) 今年将在内容投资上花费 150 亿美元,年底会有 200 亿美元的收入。
Google	GOOG	<u>Google 阻止某些 Linux Web 浏览器使用其服务。</u>
亚马逊	AMZN	<u>亚马逊加入交换机开源项目:或颠覆博通等芯片制造商</u> 北京时间 12 月 15 日, Linux 基金会宣布, 亚马逊将为一款名为 Dent 的开源软件做出贡献, 这可能会使为这家互联网巨头的实体店提供帮助。
亚马逊	AMZN	<u>贝索斯被全球 CFO 理事会评为最佳商业领袖 马云列第二。</u> 据国外媒体报道, 最新一项调查结果显示, 全球主要大企业的许多首席财务官 (CFO) 认为, 亚马逊 CEO 杰夫·贝索斯 (Jeff Bezos) 是 10 年来最优秀的商界领袖。紧随贝索斯之后的分别是阿里巴巴创始人马云和特斯拉 CEO 埃隆·马斯克 (Elon Musk), 分居第二和第三位。 此外, 其他上榜的企业高管还包括微软 CEO 塞蒂亚·纳德拉 (Satya Nadella)、苹果公司 CEO 蒂姆·库克 (Tim Cook)、“股神” 沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 和摩根大通 CEO 杰米·戴蒙 (Jamie Dimon)。
阿里巴巴	BABA	<u>淘宝双 12:中小商家成交过亿量翻倍 90 后成创业主力军。</u> 今年双 12 当天, 淘宝上成交过亿的中小商家数量同比去年翻倍。事实上, 在过去一年淘宝上诞生了 2000 多家成交过千万的新淘品牌。
阿里巴巴	BABA	<u>饿了么口碑双 12 成交额翻番 商家会员增长提效三倍。</u> 2019 年至今, 由腾讯开发的《PUBG Mobile》及《和平精英》全球总收入达到 13 亿美元, 是该系列 2018 年上市以来总收入的 88%。这一成绩主要归功于今年在中国市场发行的《和平精英》, 该游戏目前在中国 App Store 的收入已经超过 6.14 亿美元。

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。