

# 中國股票

面對今年經濟不景氣，中國電子商貿及網上服務業是市場上的少數亮點。許多公司於新冠肺炎期間的網上銷售激增，即使隨著新增病例人數下降及封鎖措施放寬，網上銷售仍然活躍。儘管第一季度中國實體零售商的銷售下降19%，但同期網上購物卻增長6%<sup>1</sup>。

中國千禧世代<sup>2</sup>是網上消費增長的主要動力。近年來，他們被視為中國國內消費的主力軍，佔年增長率高達65%<sup>3</sup>。總體而言，該群體人口年輕，受過良好教育，擁有穩定工作，因此可支配收入高，尤其是仍然與家人同住且並無家庭負擔者。他們與科技一同長大，選擇網上購物的可能性比傳統渠道高。他們的偏好及行為對推動中國科技業的發展起著重要作用。

疫情期間，隨著新群體(例如長者)轉向網上購買食品、醫療保健產品及其他生活必需品，網上服務進一步加速普及。在新冠肺炎封鎖期間，由於幾乎沒有其他選擇，2020年上半年中國的電子商貿滲透率已達到零售銷售總額的30%(疫情前為26%)<sup>4</sup>。

不久前，我們仍然只以觀望態度跟進中國科技巨企的崛起。我們的公司研究對它們的管治標準、透明度及高估值表示擔憂。但現時不少相關問題已得到緩解，部份更出現明顯改善。隨著我們進一步研究(以及對該等公司的風險與回報加深了解)，我們認為一些公司具備我們經常尋覓的質素標準。

在本通訊中，我們重點介紹兩家我們認為應繼續受益於電子商貿持續發展的公司。美團點評是一款「超級應用程式」，用戶人數及盈利能力穩步上升，而中通快遞則每年投遞數十億件網上購物郵件。

這兩家公司均為行業領導者，擁有具領導地位的龐大業務及競爭優勢，我們認為這些優勢應會持續下去。他們擁有精幹的管理人員、優秀的管治及高瞻遠矚的思維。我們相信，他們將不僅從電子商貿的發展中受益，還應能夠適應不斷變化的競爭環境，實現長期可持續增長。

## 「超級應用程式」的興起

在當今科技無處不在的年代，我們大多數人已經開始依靠流動應用程式來安排我們的日常生活。自從十多年前蘋果公司創立了一句著名的口號<sup>5</sup>之後，事實上目前任何事情都已有相關的應用程式。從傳遞訊息到送餐，以及其他的林林總總的服務，我們只需輕按幾下智能手機，即可處理我們各種社交活動。

在中國，許多相關服務已捆綁到一個包羅萬有的平台，我們稱之為「超級應用程式」。美團點評便是此類綜合生態系統的表表者。該應用程式包括外賣送餐、生鮮果蔬、超市與藥房、餐廳與旅遊預訂、電影預訂與娛樂門票，以及交通服務。作為O2O(“Online to Offline”，線上到線下)業務，美團提供在網上交易、但「在現實世界」線下消費的產品及服務。

美團的線上(消費者)及線下(商戶)業務均具雄厚實力。美團在全國擁有逾4.5億用戶及600萬家商戶，是迄今為止中國最大的本地服務電子商貿平台。它在送餐服務(中國每三份送餐訂單中，有兩份是透過美團應用程式下單)及國內酒店預訂(佔40%市場份額)市場具有領導地位，而店內餐飲及旅遊服務是其主要利潤來源。

自2010年成立以來，美團的業務迅速發展。其核心業務最初受團體折扣公司Groupon啟發，從事餐廳餐飲套餐的本地交易，後來逐漸擴展到電影、旅遊服務及點餐送餐。推出五年後，美團與大眾點評(中國版Yelp)合併，從而在餐廳預訂及其他生活方式服務產品方面提供「搜尋 - 資訊 - 交易」的一站式服務。

如今，點餐送餐已在美團點評的總交易價值中佔重大比重。作為一個高頻率、低利潤的業務，美團點評只能勉強達到收支平衡。然而，由於大多數人定期使用該等服務，因此它能夠以低成本吸引新用戶並將其帶入美團生態系統。

<sup>1</sup> 資料來源：中國商務部

<sup>2</sup> 註：上世紀八十年代及九十年代出生者

<sup>3</sup> 資料來源：《Millennials: China's new economic force》(千禧世代：中國的新經濟力量)，Faisal Kidwai，2019年1月16日，刊於chinadaily.com.cn

<sup>4</sup> 資料來源：國家統計局、里昂證券，2020年上半年數據

<sup>5</sup> 2009年，蘋果公司在第一代iPhone及其應用商店廣告中創立了「總有一款應用程式幫到您！(There's an app for that)」的口號



美團的數據顯示，它的客戶通常從餐飲服務開始，然後逐漸使用其他服務。在該應用程式中，有80%以上的新酒店預訂來自最初訂購送餐或預訂店內用餐的客戶；在使用美團三年以上的客戶中，有約半數最終使用五種以上的服務。總體而言，自2016年以來，每名用戶的平均交易數量已增長一倍，達到每年26次。

美團的策略仍然是以增長為主。該公司將大部分廣告收入投放到客戶及商戶激勵措施，以擴大用戶群和增強客戶粘性。隨著公司發掘新的收入來源以提高盈利能力(例如社群團購)，其產品組合不斷擴大。

我們認為，管理層在追求增長方面紀律嚴謹，密切關注其新計劃的投資回報率。例如，由於投資回報率偏低，他們關閉了多家小象生鮮門店，並將網約車業務從直接模式改為聚合模式，以提高回報。

董事長兼行政總裁王興先生不斷創業，曾多次嘗試進軍中國互聯網市場，雖略見成績，但總曇花一現。由於缺乏資金，王先生把類似於Facebook的社交網站「校內網」售予千橡互動集團，而類似Twitter的微博平台「飯否」則遭到中國政府審查，其後被迫關閉。

這樣的經歷通常會影響創業家未來的行為。我們與管理層及行業專家會談後認為，王先生曾面臨諸多挑戰，「犯過企業家常犯的所有錯誤」。如今，他變得務實和樸實，全力打造美團，而他的持股比例超過10%，與其他股東的利益一致性令人放心。

我們看好王先生在這家公司建立的互信問責文化，並相信這有利於企業的未來發展。許多高級管理團隊成員與他並肩合作多年，或是校友，或是創業之初的合作夥伴。這支團隊一貫表現出色，其策略決策備受讚譽，而騰訊及百度高級管理人員的加入更帶來豐富經驗。此外，隨著高級管理人員退居二線，集團培養年輕的管理人員接替高級職務。這應有助於公司發展及確保業務持續性。

董事會亦十分優秀，包括三位聯合創辦人/高級管理人員(王興先生；穆榮均先生；及王慧文先生)、兩名投資者代表(騰訊擁有該公司19%的股權，紅杉資本擁有12%的股權)及三名分別在財務、諮詢及科技領域具有良好背景的獨立非執行董事，彼此之間形成良好平衡。

美團的近期業績強勁，尤其是新冠肺炎加速了消費者行為及生活方式選擇的轉變。儘管第一季度收入有所下滑，但隨著經濟出現令人鼓舞的復甦跡象，往後數個季度的業績大幅反彈。

另一方面，我們仍有若干問題需要關注。美團成立於2010年，於2018年上市，財務往績的年期較短。盈利能力及營運現金流

僅於2019年轉負為正。儘管如此，仍有一些令人鼓舞的跡象：廣告費持續攀升，加上消費者習慣的形成及在送餐市場的主導地位，美團應該能夠在今後下調獎勵金。我們認為美團或許很快就能實現盈利能力。

長遠來看，我們認為美團未來仍有長期發展空間。美團點評在市場份額及應用流量方面具領導地位，我們認為其可望繼續取得出色業績，並履行其「幫大家吃得更好，生活更好」的使命。

## 中國快遞市場

2019年，中國快遞量達630億件<sup>6</sup>，相當於每天約有1.72億件快件，每人超過45個快件。中國快遞市場已連續第六年蟬聯全球最大快遞市場寶座。我們認為，中國快遞行業的龐大業務量及增長潛力，為投資者提供了一個獨特機會。

中國快遞行業目前呈五雄爭霸格局。其中四大快遞公司，即申通快遞、圓通快遞、中通快遞、韻達快遞，均在中國東部浙江杭州的一個小縣城桐廬成立。由於同鄉同源，這四家公司被稱為桐廬幫或通達系(儘管它們是獨立公司)。

順豐控股於廣東順德成立。與通達系不同，順豐面向中高端企業客戶。順豐以「定時」服務(保證在特定時間之內派送)為主要收入來源，故採用直營模式，對業務營運保持嚴格控制。順豐的電子商貿業務持續增長，但主要專注於高端市場(主要是奢侈品牌)，而通達系則服務大眾市場。

我們認為在桐廬幫中，中通快遞是最佳的營運商。它的服務較佳，成本領先，而且網絡最穩定。綜觀中通的整個發展歷程，創辦人及長期任職的管理團隊的業務發展決策無不經過深思熟慮、謹慎細緻，他們的核心價值觀強調公平、透明、共贏，為公司的未來奠定了堅實基礎。

創辦人兼董事長賴梅松先生是中通發展背後的關鍵人物。我們認為他是一位幹練而有遠見的領導者，早於2003年他已表示：公司屬於每個持分者，而非僅屬於少數高級管理人員。因此，中通的「同建共享」理念深深植根於其文化之中。

賴先生獲得了高級管理團隊的支持，為這項事業同心協力。中通的財務狀況簡單明瞭，資產負債表強勁，持有大量現金(淨現金股本比率為53%)，足以在業務放緩時提供緩衝。

通達系管理主要地區的分揀中心及中心之間的運輸，而本地化網絡合作夥伴則提供第一公里及最後一公里服務(收件及送件)，並就使用通達系品牌支付費用。在中國這樣幅員遼闊的國家中，網絡特許經營模式使通達系可以在全國範圍內拓展業務。

<sup>6</sup> 資料來源：中國國家郵政局



然而，這意味著通達系十分依賴本地合作夥伴的效率，因此應該提供誘因，激勵他們妥善地完成各自的任務。在這方面，中通的多層級送件收費系統已被證明是一個成功的商業策略。在此之前，它的許多網絡合作夥伴仍處於虧損狀態，因為他們僅賺取收件費，而免費提供送件服務。

2010年，中通以現金及股票方式收購了大部分省級網絡合作夥伴的業務（主要包括分揀中心及長途運輸），將網絡合作夥伴的高級管理人員納入為股東。這有助激勵他們成為公司的主要持分者，使其利益與公司保持一致。

按送件量計，中通現已成為中國最大的快遞公司。我們相信，受電子商貿發展的推動，中通未來仍有增長的空間。中國約80%至90%的送件涉及阿里巴巴旗下的天貓與淘寶、京東、拼多多以及微信的電子商貿和直播頻道等平台上的購物。

得益於中國大量的數碼原住民，上述趨勢在新冠肺炎之前便已急速增長。例如，在2019年雙十一（即黑色星期五／網絡星期一一大優惠的中國版）當天，中通收到逾2億份訂單，並收取1.13億件快件。在接下來的一週，中通遞送了超過5億件快件。相比之下，澳洲2019全年的快遞量亦不過是9.34億件<sup>7</sup>。

最近的估算顯示，中通的市場份額超逾21%<sup>8</sup>。我們認為，其卓越的營運及策略應有助於持續提升實力，搶佔市場份額，鞏固其作為行業領導者的地位。

## 展望

隨著中國有效控制疫情並逐步復原，中國經濟正展現廣泛復甦。經濟數據方面，工業生產、固定資產投資及零售銷售均穩步改善。旅遊及包括消閒和娛樂的合約制服務業表現落後，但這些行業亦開始出現增長跡象。歐美市場需求改善，加上製造業公司將生產線遷往中國，帶動出口維持強勁。

展望未來，隨著各項活動恢復正常，加上政府承諾繼續支持經濟，中國經濟料將持續復甦。另一方面，環球形勢仍充滿變數。我們認為須密切注視經濟復甦步伐及其對中國的影響。

從「由下而上」的角度來看，公司表現好淡紛呈。我們認為，擁有高科技含量及出色執行能力，而且受惠於消費者行為改變的優質公司，將在危機減退後變得更強大。我們繼續關注基本因素穩健且未來數年盈利前景明朗的企業。同時，我們亦持續尋覓投資機會，發掘短期內受疫情影響而估值被低估，但業務並未受損的公司。

<sup>7</sup> 資料來源：必能寶包裹運輸指數

<sup>8</sup> 資料來源：Bernstein Research，截至2020年第二季度

數據來自公司年度報告或其他投資者報告。截至2020年9月30日。

## 免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對MUFG或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。