

总第 4179 期

2022 年 11 月 29 日 星期二

研究观点

【大市分析】

盘面正式受考验 通过后续更扎实

【公司研究】

美团-W (03690, 买入): 22Q3 业绩超预期, Q4 业绩受疫情影响短期承压

【宏观经济评论】

第一上海——美股宏观策略周报

评级变化

公司	代码	评级		目标价(港元)			2022年EPS(港元)			2023年EPS(港元)		
		新	旧	新	旧	变动	新	旧	变动	新	旧	变动
美团	3690	买入	买入	218.00	258.00	-16%	0.205	(0.611)	134%	2.603	2.109	23%

【大市分析】

首席策略师

叶尚志

852-25321549

Linus.yip@firstshanghai.com.hk

盘面正式受考验 通过后续更扎实

11月28日，港股继续震动并且加大了幅度来给盘面进行考验，恒指在开盘初段曾一度跌穿17000点关口，但是最终仍能够收回到中短期支持17000至17150点区间以上来收盘，总体由11月展开的反弹修正行情未有受到严重破坏，我们对后市仍可维持正面态度看法。事实上，市场目前关注的，包括内地疫情以及相对防疫政策的变化、近日市传对冲基金Bill Ackman沽空港元的消息、以及人行在上周末宣布降准后的影响等等，市场都集中来反应，也是在周一加大了港股波动率的原因，也是目前对港股盘面最好的考验。正如我们以前指出，每波走出来的行情，都不会是直线的，有曲折才够真实，而通过了考验后也就会走得更加的扎实。而从上述的一些市场关注消息点来看，确实是要多加继续注视保持警惕，但以目前情况来判断，相信依然是在可控范围。综合来说，我们对后市保持正面，但要有底线，恒指未有跌低于17000点来收盘之前，情况是尚可的，18500点/19400点依然可以是接下来的参考目标。但也不是盲目乐观，在宏观面未看到有质变之前，恒指这一波反弹修正行情要升穿20000点，还是会有相当难度的。

港股继续震动整理，在盘中曾一度大跌740点低见16834点，但是在持续回整后资金趁低切入的积极性有所增强，大市成交量以及港股通净流入量都有所提升了，估计是令到跌幅得以明显收窄的原因。指数股表现分化，其中，澳门博彩牌照批发出炉，消息刺激澳门博彩股全线上升，金沙中国(01928)涨了8.42%，是恒指成份股最大涨幅榜的第一名，而永利澳门(01128)和美高梅(02282)，更是分别涨了有15.13%和13.06%。至于在上周五收盘后公布了超市场预期业绩的美团-W(03690)，也逆市上升了有2.05%。

恒指收盘报17298点，下跌276点或1.56%。国指收盘报5872点，下跌99点或1.65%。恒生科指收盘报3433点，下跌67点或1.92%。另外，港股主板成交量回升至1182亿多元，而沽空金额有213.2亿元，沽空比例提升至18.03%，空头有尝试加仓迹象。至于升跌股数比例是524:1024，日内涨幅超过10%的股票有42只，而日内跌幅超过10%的股票有44只。港股通再次出现净流入，在周一录得逾66亿多元的大额净流入。

【公司研究】

罗凡环

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

行业 TMT
 股价 139.4 港元
 目标价 218 港元
 (+56%)

市值 8664 亿港元
 总股本 61.89 亿股
 52 周高/低 256/103 港元
 每股净资产 25 元

股价表现



美团-W (3690, 买入)：22Q3 业绩超预期，Q4 业绩受疫情影响短期承压

22Q3 业绩超预期

22Q3 总收入 626.2 亿元 (YoY+28.2%, +QoQ22.9%), 超出 彭博一致预期的 623 亿元。本季度综合毛利 185.1 亿元, 毛利率为 29.6%, 经营利润为 9.9 亿元, 经调整净利润 35.3 亿元, 连续两个季度实现扭亏为盈, 好于彭博一致预期的 8 亿元。三季度公司围绕高增量增长、有效的成本控制措施以及提高经营杠杆下, 收入和利润均超市场的预期。交易用户数 6.87 亿人 (YoY+2.9%, QoQ+0.4%), 活跃商家数 930 万家 (YoY+12.0%, QoQ+1.1%), 即时配送交易笔数 5025 百万 (YoY+16.2%, QoQ+22.5%), 每位交易用户平均每年交易笔数 39.5 (YoY+14.8%, QoQ+3.7%), 公司经营数据实现稳步增长。

核心本地商业依然稳健, 新业务快速增长

核心本地商业方面, 22Q3 收入 463.3 亿元 (YoY+28.2%, QoQ+26.0%), 经营利润 93.2 亿元 (YoY+121.9%, QoQ+12.8%), 经营利润率由 11.6% 同比提高 8.5pct 至 20.1%, 期间即时配送交易笔数为 50.2 亿单 (+YoY16.2%)。美团核心本地商业业务在 7-8 月疫情得到有效控制以及暑期需求旺盛情况下, 外卖单量和到店业务恢复到正常水平, 日单量峰值 8 月突破 6000 万, 但 9 月份单量增长受到疫情反弹影响承压。新业务方面, 22Q3 新业务收入 163 亿元 (YoY+39.7%, QoQ+15%), 经营亏损环比略微收窄至 68 亿元, 经营亏损率由去年同期的 86.0% 同比收窄 44.4pct 至 41.6%, 主要由于公司灵活调整新业务策略, 提高经营效率。展望四季度, 由于全国各主要经济城市疫情防控面临更加复杂的形式, 中高风险地区数量也在增加, 预计会对需要充足骑手运力的外卖业务、线下消费的到店酒旅业务需求造成同比增速下滑的短期影响, 但新业务预计保持增长韧性, 继续改善经营效率。

降本增效, 提高运营效率

22Q3 期间费用中, 销售费用、研发费用和管理费用分别为 108.9/54.1/25.1 亿元, 费用率及同比增速分别为 17.4%/8.6%/4.0% (较去年同期分别下降 5.9pct/1.1pct/0.9pct)、-4.4%/14.8%/4.9%, 公司运营费用率持续改善, 经调整净利润 35.5 亿元, 经调整净利润率达到 5.6%。

下调目标价至 218 港元, 维持买入评级

综合分析, 虽然公司核心业务短期受到疫情反复影响, 到店业务也将面临抖音直接竞争, 但我们依然看好公司的长期竞争优势, 我们下调公司 2022-2024 年的收入预测, 给予 2023 年外卖业务利润的 30 倍 PE 估值, 到店酒旅业务的 23 倍 PE 估值以及新业务的 2 倍 PS 估值, 得出目标价 218 港元, 较上一收盘价还有 56% 的涨幅空间, 维持买入评级。

风险提示

监管风险的不确定性、行业竞争加剧、新业务发展不及预期、疫情反复使得宏观经济低迷等

图表：盈利预测

截至12月31日止财政年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入（人民币百万元）	114,795	179,128	217,884	266,645	337,435
变动(%)	17.7%	56.0%	21.6%	22.4%	26.5%
经调整净利润	3,121	-15,572	1,174	14,771	32,116
变动(%)	-33.0%	N/A	N/A	1157.9%	117.4%
归母净利润	4,708	-23,536	-8,194	8,019	25,364
经调整每股盈利（人民币元）	0.53	-2.54	0.19	2.41	5.23
变动(%)	34.3%	N/A	N/A	1157.9%	117.4%
市盈率139.4港元（估）	286.6	N/A	668.3	53.1	24.4

资料来源：公司资料、第一上海预测

【宏观经济评论】

第一上海——美股宏观策略周报

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

1. 上周经济数据不多。失业数字 24 万，略超预期。标普 PMI 数字低于预期，制造业 47.6，服务业 46.1，都在紧缩区。密西根大学调查的消费者情绪指标 56.8，高于预期，三年通胀预期 3%，与前值持平。新屋销售 63 万，超预期。地产价格仍在快速冷却。
2. 大家关注的是感恩节零售数据。Adobe 测算的黑色星期五线上销售额是 90 多亿美元，同比上升 9%。全部零售总额正常情况下通常同比增长在 2-3% 左右，所以这个数字还可以。
 - a. Walmart 今年的线上增速非常出色，远超过 AMZN 的增速。不要小看美国传统线下零售商等实力，包括 COST。
 - b. PDD 旗下的 TEMU 今年非常激进。广告在美国的中文媒体都打遍了。在有些廉价的英文媒体广告位也能看到。促销力度也够大。单件商品价格从不到 1 美元到 50 多美元都有，大部分集中在 20 美元以下。我下过一单，由美国邮局配送，发货地是加州洛杉矶附近的一个小城，Ontario。从下单到收货大概是 9 天。这个速度相对于 Wish 是快了很多，有可能避免后者的不幸命运。但是存货风险由谁来承担，现在可能不是问题，将来不好说。
 - c. AMZN 在取得事实上的垄断地位之后，在价格上对用户没有那么友好了，跟线下店 Walmart 比已经不占价格优势了。这给 TEMU 留下了空间。
 - d. 但是，从经营利润的角度看，美国电商这个赛道，也许并没有大家想象的那么性感。虽然从股价的角度，基于过于乐观的预期，PDD 有可能会在一段时间内受益。还是要警惕，不要入戏太深。
3. 十年国债利率下降到了 3.7% 以内。我们前几周推荐的 TLT 也涨势喜人。油价也有所下跌。这些都是对经济衰退预期的反映。未来几个季度的担忧重点已经从估值转向业绩了。本周鲍威尔还会讲话，但是重头戏还是 12 月 13 号的 CPI 数据，会直接影响到 14 号的加息幅度。目前市场预期 67% 的概率加息 50 个基点。

4. 又有一家加密货币公司 **BlockFi** 破产。这是市场逐步出清泡沫的好事情。
 - a. 历史从来都不是简单的重复。这次与 2000 年的互联网泡沫不同，这次的泡沫集中在加密货币和元宇宙等 **Web 3.0** 领域。直接和间接参与的都受到了沉重打击，包括改名 **Meta** 的脸书、**Roblox**、**Unity** 等等。大规模破产也在这个领域。
 - b. 理想和口号总是美好动人的，比如“去中心化”、“争夺 **XX** 定价权”，但现实却不总是那么顺利。自古以来，革命都是一个很高风险、成功率很低的事情，否则朱元璋也不会犹豫那么久才参加革命。而我们经常被幸存者偏差带来的错觉误导，轻易而狂热地卷入这样的事业或者投资活动。
 - c. 在美国，敢想、能说的人很多，而且都有一种迷之自信，因为这是他们从幼儿园开始培养的技能。比如 **SBF**，还有那个创办了 **Theranos** 号称能一滴血检验百病的女生 **Elizabeth Holmes**。他们的活动能力都是超强的，尤其擅长收买政客和名人站台，制造巨大的假象，在一段时间内蒙骗很多人，包括很聪明的人。但是能真正执行落地的人很少。象 **Elon Musk** 和马云那样既能说又能干的是极其罕见的。中国的企业家大部分是行胜于言的君子如黄仁勋、张忠谋、任正非等等。中国也有一些类似的 **PPT** 造车的人。我们对于新事物还是要严谨分析，严格挑选，绝不能盲目跟风，不管是什么名人、名基金站台都不要相信。哪怕红杉、高瓴都投了也不要盲目跟。
5. 上周末国内爆发了一些抗议活动。这些新闻先是在推特等自媒体传播，然后被美国财经媒体报道，现在已经逐步渗透到了美国主流媒体。美国已经有投资人开始关注对中国风险暴露大的股票名单了。
 - a. 目前主要担忧的是供应链受干扰。在富士康郑州工厂的冲突已经影响到了苹果的股价。有内部人士透露，有高达 6 百万台 **iPhone14 Pro** 的生产缺口。
 - b. 苹果也下调了整体 **iPhone14** 系列总产量目标，从 9 千万下调到 8 千 7 百万台。事实上，**iPhone14 Pro** 在美国最近都没有现货了，现在下单，发货在一个月以后，赶不上圣诞节了。
 - c. 主要是受这个消息的影响，周一指数也呈现明显的一路低走。
 - d. 未来一个月是个很关键的观察窗口。高层如何应对是关键：是顺应民意放松呢，还是继续坚持清零。中概股略有上涨，因为市场预期高层会适当让步放松。
6. 关于华尔街对明年的预期，我们选取美国银行投资策略师 **Michael Hartnett** 作为代表：
 - a. 经济预测：美国 GDP 在 2023 年小幅上涨 0.4%；美国 CPI 将从 8.1% 下降到 4.4%；

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_49506

