

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%；美国失业率将从 3.7% 跃升至 5.5%。
 - b. 联邦基金利率在明年 3 月达到 5-5.25% 的峰值，然后美联储在 12 月降息 25 个基点；10 年期美债收益率从 4% 降至 3.25%；美国投资级债券的息差将收紧至 130 个基点；欧元对美元汇率反弹至 1.10，日元反弹至 137，人民币反弹至 7.00；WTI 原油价格预计将在 2023 年第三季度达到 104 美元/桶的峰值；黄金将反弹至 2000 美元/盎司；标普 500 指数 2023 年年底的目标点位是 4000 点。

公司估值与评级表

股票	代码	现价	目标价	评级	21PE	22PE	23PE	21息率	22息率	20-22EPS	每股净资产	市值
		(港元)	(港元)		(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	CAGR (%)	(港元)	(亿港元)
零售消费												
李宁	2331	54.7	94.8	买入	30.8	26.4	20.5	0.93	1.12	64.6	9.60	1432
安踏	2020	81.15	121.45	买入	25.5	23.7	18.6	2.16	1.70	26.9	13.75	2202
特步	1368	7.95	13.7	买入	19.7	16.4	13.7	3.04	3.06	44.4	3.82	209
波司登	3998	3.32	6.06	买入	15.7	13.0	11.1	4.52	5.42	19.9	1.31	361
申洲国际	2313	62.9	108.17	买入	25.3	19.4	14.9	2.59	2.61	不适用	24.49	945
海昌海洋公园	2255	3.57	4.75	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	1.18	143
H&H国际控股	1112	9.35	14.8	买入	10.7	6.3	5.3	6.41	9.02	不适用	11.16	60
蒙牛乳业	2319	31.15	54	买入	22.1	18.1	14.9	1.35	1.64	31.2	10.56	1231
现代牧业	1117	0.94	1.4	买入	6.0	5.6	4.2	0.00	0.00	11.8	1.65	74
中国飞鹤	6186	5.35	8.74	买入	6.0	8.0	6.0	2.90	5.39	不适用	3.05	476
旺旺	151	5.14	6.3	买入	13.6	12.9	11.9	0.63	3.24	11.4	1.29	618
日清食品	1475	6.42	6.6	买入	22.3	19.5	17.5	2.65	2.49	8.1	3.79	67
达利食品	3799	3.25	4.6	买入	10.8	10.5	9.4	4.44	4.78	0.0	1.72	445
统一	220	6.45	8.16	买入	16.6	16.1	14.2	6.20	7.06	不适用	3.82	279
康师傅	322	12.44	16.9	买入	16.0	22.4	16.0	9.99	8.74	不适用	4.50	700
农夫山泉	6933	42	57.27	买入	59.1	54.1	45.0	1.32	1.32	20.8	2.10	2115
奈雪的茶	2150	5.06	7.85	买入	不适用	不适用	32.6	0.00	0.00	不适用	3.56	87
华润啤酒	291	48.25	75.07	买入	30.8	33.4	26.8	1.31	1.20	41.4	9.86	1565
青岛啤酒	168	66.85	95.8	买入	25.8	23.8	19.4	1.83	1.98	24.6	21.00	438
颐海国际	1579	18.86	30.79	买入	21.8	18.9	16.3	1.29	1.48	0.0	4.45	197
恒安国际	1044	34.15	42.3	持有	11.0	11.0	10.9	7.32	7.76	不适用	18.83	397
敏华控股	1999	6.43	13.12	买入	11.6	10.2	8.8	4.04	4.67	15.1	3.25	253
维达国际	3331	18.94	24.61	买入	13.8	18.0	12.9	2.64	2.01	不适用	10.43	228
海底捞	6862	14.78	21.4	买入	不适用	166.4	35.0	0.00	0.00	15.5	1.56	824
海伦司	9869	10.44	14.55	买入	不适用	134.4	21.9	0.00	0.00	0.0	2.80	132
教育												
宇华教育	6169	1.12	2.2	买入	2.3	3.2	3.0	0.00	0.00	1.6	1.73	250
新高教	2001	2.36	4.25	买入	5.3	4.8	4.1	6.58	10.35	21.1	2.43	37
希望教育	1765	0.67	1	买入	7.5	6.7	6.0	3.31	1.66	不适用	1.22	54
博彩												
银河娱乐集团	27	43.05	58.73	买入	不适用	不适用	30.8	0.70	0.00	不适用	15.84	1880
澳门博彩控股	880	3.38	4	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	3.18	192
金沙中国	1928	18.8	21.04	买入	不适用	不适用	87.6	0.00	0.05	不适用	1.48	1521
软件及互联网、硬件及半导体												
金蝶国际	268	12.22	22	买入	不适用	不适用	-220.2	0.00	0.00	不适用	2.34	424
腾讯	700	270	450	买入	19.0	20.3	17.8	0.59	0.59	不适用	109.51	25866
网龙	777	14.38	25	买入	6.3	5.2	4.6	3.76	4.52	15.8	16.68	78
金山软件	3888	22.6	40.3	买入	32.8	45.2	27.2	0.53	0.80	不适用	25.60	310
中软国际	354	6.21	11.7	买入	14.6	13.6	10.5	0.36	0.36	不适用	4.57	192
中国民航信息网络	696	13.3	17	买入	60.5	41.6	27.1	0.02	0.07	不适用	7.54	389
百奥家庭互动	2100	0.4	1.04	买入	36.0	5.0	3.8	15.00	5.00	不适用	0.76	11
美团-W	3690	139.4	218	买入	不适用	661.0	52.1	0.00	0.00	不适用	27.56	8625
小米集团-W	1810	9.34	15.4	买入	9.8	20.0	14.3	0.00	0.00	不适用	6.56	2331
微盟集团	2013	3.97	9.21	买入	不适用	不适用	42.1	0.00	0.00	不适用	1.95	103
创梦天地	1119	3.58	7	买入	不适用	不适用	8.3	0.00	0.00	23.0	3.37	51
比亚迪电子	285	23.35	33	买入	19.6	23.1	15.3	0.51	0.44	不适用	13.04	526
舜宇光学	2382	83.95	140	买入	16.6	27.5	19.0	1.30	0.81	23.0	22.15	921
丘钛科技	1478	3.77	6.3	买入	4.6	10.1	6.2	5.64	1.98	不适用	4.75	45
瑞声科技	2018	17.02	17	买入	13.0	22.1	17.2	1.18	0.59	不适用	21.22	206
中芯国际	981	16.58	30	买入	10.1	10.1	8.2	0.00	0.00	41.7	16.30	1310
金邦达宝嘉	3315	1.42	2.24	买入	6.9	6.6	6.0	12.68	13.38	不适用	2.84	12
长飞光纤	6869	13.38	9.42	买入	13.4	13.1	12.1	2.24	2.30	6.6	15.34	101
中兴通讯	763	15.38	19.36	买入	9.4	8.6	7.4	0.00	0.00	10.6	7.46	651
中国电信	728	3.07	3.9	买入	8.3	8.3	7.3	7.49	9.45	9.2	5.50	426
中国联通	762	4.1	5.7	买入	8.0	7.1	6.1	6.10	8.54	8.8	12.68	1255
中国移动	941	51.6	80	买入	7.6	8.1	7.7	7.87	8.04	0.5	72.10	11023
华虹半导体	1347	25.95	30	买入	16.6	10.7	12.8	0.00	0.00	不适用	20.90	339
上海复旦	1385	36.45	50	买入	47.6	24.0	17.8	0.21	0.33	168.5	5.30	297
地产及物业												
华润置地	1109	33.2	48	买入	6.6	6.5	5.9	4.18	4.61	5.0	34.00	2367
中国海外	688	19.84	33.6	买入	4.9	5.1	5.0	6.71	6.15	不适用	34.85	2171
万科企业	2202	14.58	24.7	买入	6.9	5.7	5.3	7.61	6.09	不适用	22.27	277
碧桂园	2007	2.92	3.6	买入	2.2	3.8	3.3	11.78	7.98	不适用	9.70	712
旭辉控股	884	1.23	8.86	买入	1.0	0.9	0.8	36.10	39.71	12.2	5.21	101
新世界发展	17	17.78	40	买入	43.4	41.3	34.9	11.59	11.70	9.3	22.39	448
绿景中国地产	95	1.15	2.1	买入	8.0	11.5	10.6	0.00	0.00	不适用	2.77	57
碧桂园服务	6098	16.98	58	买入	12.0	8.2	5.3	1.96	3.07	39.6	14.61	548
华润万象生活	1209	34.5	46.6	买入	40.9	32.4	25.5	1.09	1.13	41.4	6.37	787
卓越商企服务	6989	3.38	14.2	买入	6.5	4.6	3.3	4.93	6.90	39.3	3.09	41
星盛商业	6668	1.62	4.5	买入	8.1	6.1	4.6	5.48	7.54	18.8	1.35	17
丰盛生活服务	331	4.91	7.21	买入	3.8	6.1	5.1	9.16	6.52	8.5	0.53	22
贝壳	2423	37.3	70	买入	不适用	不适用	38.6	0.00	0.00	不适用	3.40	1415
金融												
港交所	388	279	400	买入	28.2	26.3	24.1	3.19	3.41	7.9	37.09	3538
中金公司	3908	13.32	24.2	买入	6.4	5.7	5.1	3.17	3.58	15.1	12.06	582
中国平安	2318	41.85	90	买入	5.3	4.5	4.1	6.42	7.06	1.2	63.17	3117

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2022 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789
网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)