

本期核心观点

| 美股：今年四季度或是 QE 减量理想时期

1.考虑到低基数和全体免疫、复产因素，二季度可能是这轮通胀热浪的高点，随后通胀的压力将会逐渐缓解；2.从历史经验来看，美联储净资产增速的转向过程是相对缓慢，同时也需要经济高度持续复苏来配合,过早或过晚都会带来市场风险；3.目前市场上主流机构预期美联储将在 2021 年保持资产购买步伐不变。从一致预期和就业市场充分修复角度，我们认为 Q4 可能会是美联储购债规模预期变化的更好观察窗口期，也可能是市场最能接受的时期。

| 港股：港版“纳斯达克”深化改革，牵动逾百亿美元被动资金

全球虽然面临通胀抬升，国债收益率上行等中期大概率事件，但市场亦普遍认为 1-2 个季度内，通胀不会触发主要央行货币政策的收缩，我们认为对港/A 不会产生系统性风险。上周季度检讨后，港版“纳斯达克”继续得到深化，考虑到逾百亿美元被动资金布局需求，互联网和医疗保健等新经济料将因此受益。（图 2）

| Doordash：后起之秀如何抢占美国外卖市场的半壁江山？

疫情催化之下，限制隔离措施引发食品外卖服务需求激增，作为全美最大的外卖配送平台，DoorDash 于 12 月 9 日登陆纽交所。公司的市场份额在过去几年中迅速扩张，到 2020 年公司市场份额占有率接近 50%，我们认为高客单价和强周边策略，有助于 DoorDash 保持在食品配送领域的领先地位，有望最终击败竞争对手 Uber Eats 和 Grubhub。

标普 500 指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《4Q 美港股展望：中概将成最大赢家》
20201005
- 《2Q20 中概股投资策略展望》

目录

1、本周核心观点.....	1
2、美股市场分析：四季度或是 QE 减量理想时期	3
3、港股市场分析：港版“纳斯达克”深化改革，牵动逾百亿美元被动资金	6
4、一周 IPO 观察：BOSS 直聘提交招股，时代天使、优然牧业通过聆讯	10
5、一周基本面日程：财报季收尾阶段，关注美国 4 月 PCE 等最新通胀数据	13
6、Doordash：后起之秀如何抢占美国外卖市场的半壁江山？	15
5、本周热门个股财报分析：美团直面反垄断调查风波，拼多多激战社区团购	23
7、免责声明.....	33

美股市场分析

| 投资要点

美股市场近期继续保持震荡态势，标普 500 指数几乎整个 5 月份基本都保持在 4000-4200 区域运行，初步兑现了我们四月底时在《[警惕 5 月波动魔咒，中期前景仍乐观](#)》20210426 中的判断。另一方面，QE 减量的话题依然是近期市场讨论、并进行后市展望的重点。

一、通胀来势汹汹，本周的经济数据值得观察

| 共和党对拜登下调基建方案至 1.7 万亿美元并不买账，投资者对通胀前景担忧也在持续。继在 4 月 CPI 惊人涨幅之后，本周开始仍将有诸多数据可以用来观察通胀热浪的持续程度。根据彭博预期，周二公布的凯斯-席勒指数（周二公布）料将显示美国房价两位数的涨幅，不少投资者也将地产视为抗通胀的资产（近期美国房价持续飙升）；其次待公布的还有，世界大型企业研究会消费者信心（周二），该报告中的详细信息——包括通胀预期和劳动力市场状况——会比总指数更引人关注。还有周五公布的密歇根大学消费者信心，此前发布的密歇根大学 5 月份消费者信心初值报告显示通胀预期大增。最后是美联储最为青睐的核心 PCE 平减指数（周五）料将升至近 30 年来最高水平。

二、美联储缩减购债预期加强，四季度或是重要观察窗口期

QE 减量的话题继续成为市场讨论的重点，近期约有三位以上的美联储官员表示疫情危机正在减退，或为调整宽松政策打下了基础，有必要在接下来的几次会议上开始讨论减码（最近的一次为 6 月中旬）。这样的话，市场开始担忧 QE 减量也属于情理之中。

当然，对于美联储来讲，其主要监测长期通胀预期的变化，因为它们直接受货币政策的影响，对短期的变化不那么敏感。对于自己的双重使命，相对于通胀问题，美联储目前更注重

劳动力市场（在五月非农数据意外爆冷后，6月初公布的非农数据将显得格外引人注目，随后才是待披露的5月CPI数据）。加上通胀预期本身是一个比较难观测的变量，一般主流的通胀指标是看PCE物价指数。其次是CPI，但两个数据实际上都有一定的滞后性。而美国的通胀和其他国家一样，主要分为商品通胀和服务通胀。商品通胀主要取决于海外因素和本币汇率，服务通胀主要取决于失业率等国内因素，服务通胀一般能占到通胀指标的3/4左右，这也解释了为什么美联储会如此关心就业市场中期表现。

三、美联储为什么能够容忍短期的通胀？美联储政策风险有哪些？

历史上，货币政策作为弹性工具，对二级市场投资者来讲往往是一个择时性的问题（图1）。对于美联储来讲，这轮超常规QE的退出可能比过去更需要充分的时间。因为其中的潜在的风险包括：1. 美联储一旦低估通胀压力，可能在后续带来货币政策超预期收紧，比如在未来某个时间快速收紧；2. 如果高估通胀压力，QE提前减量反而带来紧缩过头的风险。

图1：2008年金融危机后，标普500在QE期间，OT扭曲期间，无QE期间的表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

货币紧缩虽然是制约流动性的核心，但从历史经验来看，货币收紧其实也并非完全等同于流动性的紧缩，打破这个情形的前提是相对较高的通胀，通胀预期决定了货币供应是内增还是外增。我们从利率的角度去理解会更加直观。

情形 1：通胀缺席，如果未来通胀并没有大幅上升，随着紧缩预期加强，实际利率升高，市场流动限制的更强烈。（名义利率=实际利率+通胀预期）甚至在通胀预期低迷时期，过分强调减量、加息，也会出现紧缩过头的情形，对应为风险资产偏好的下降，流动性降低，复苏夭折。

情形 2：通胀升温，如果未来通胀预期稳固上升，虽然 QE 减量、甚至是加息，但实际利率仍然可以处在偏低的水平，对应的情形是：市场风险资产偏好加大，流动性被放大。比较典型的是 05-07 全球紧缩周期，但流动性并不缺乏，因为通胀预期比较高，降低了实际利率。不过当时阶段的全球重要经济体的经济增速普遍也比现在高。

因此选择在合适时间进行预期管理，并在合适的时间减量则显得尤其重要。

四、四季度或是 QE 减量重要观察窗口期

我们更倾向于认为：1.考虑到低基数和全体免疫、复工复产因素，二季度可能是这轮通胀热浪的高点时刻，随后通胀的压力将会逐渐缓解；2.从历史经验来看，美联储净资产增速的转向过程是相对缓慢的，同时也需要经济高度持续的复苏来配合，过早或过晚都会带来金融市场风险，但至少二季度并不是货币政策开始减量的窗口期；3.包括彭博在内，目前市场上比较主流的机构预期美联储将在整个 2021 年保持资产购买步伐不变。考虑到，历史上 QE 削减前会有明确沟通，从市场一致预期和就业市场充分修复的角度，我们认为四季度可能会是美联储购债规模预期变化的一个更好的观察窗口期，也可能是市场最能接受的时期。

港股策略点评

投资要点

一、港股回暖，中资股配置来之不易的窗口期

港股上周有所回暖，如果以季度为窗口观察，恒指 Q2 已回到微涨态势，年初至今涨幅约为 4.5%，恒生指数当前仍然处在历史偏高水平。全球虽然面临通胀上行，国债收益率上行等中期大概率事件，但市场亦普遍认为 1-2 个季度内，通胀不会触发各国主要央行货币政策的收缩。往前看，即便未来货币政策拐点终将来临，但对港股来讲，如果是以通胀作为参考，考虑国内的通胀问题晚于货币、财政双宽松的海外发达国家，这意味着货币政策的拐点也有望滞后于欧美。单方面的利率问题，对权益的影响应该边际减弱。我们维持年初时的展望，一季度的强劲后，仍然看好年内恒指冲击历史最强水平。

二、港版“纳斯达克”迎来里程碑一站，逾百亿美元被动资金布局牵动市场

恒生指数公司上周五公布了各大指数季度检讨结果，随着诸多科技股纳入指数、还有之前的指标权重削弱的削弱，这个被认为是港股 50 年来最大的变革也算走出了里程碑的一步。根据恒生指数公司披露，截至 2020 年底，被动式追踪恒生指数系列的产品资产管理总值约为 380 亿美元，庞大的被动资金规模意味着指数调整将对行情带来较大积极影响。

2.1 指数改革的主要看点及影响：

值得一提的是：一个多月前恒指公司曾公布一系列优化建议，也被市场看作有望循序分步实施。

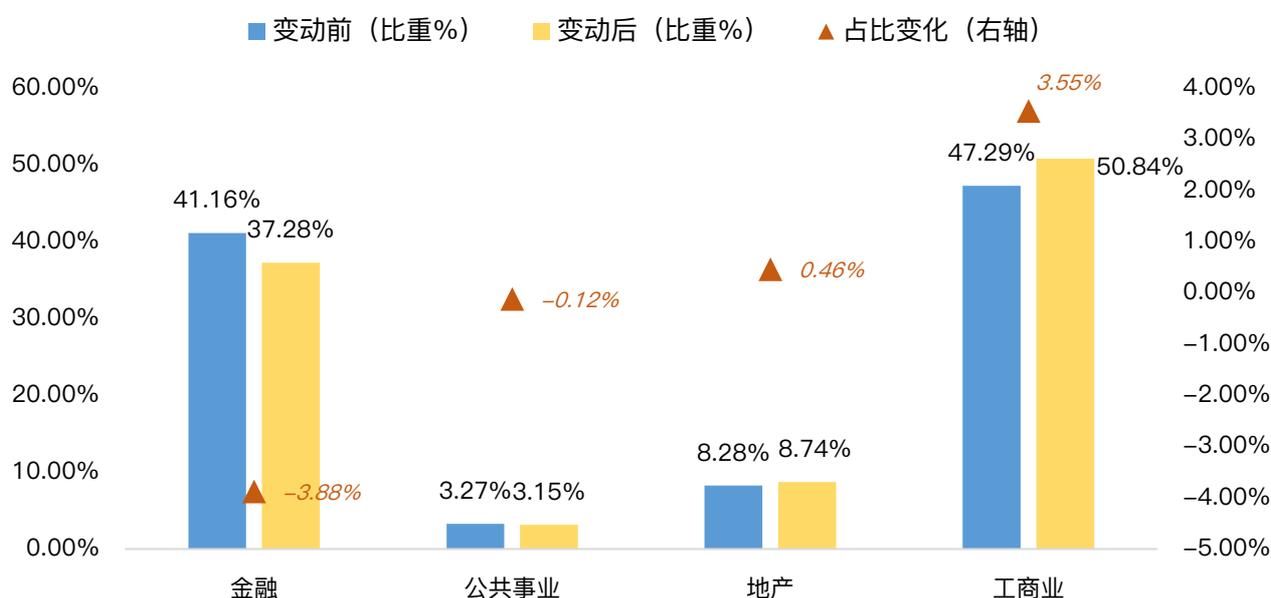
其中比较关键的改革主要涉及五个方面：

- 恒生指数的扩容目标：2022 年中之前将成份股数量从目前的 55 只增加至 80 只。最终固
- 定为 100 只。如果分阶段实施且循序渐进，意味着从现在至明年年中的五个季度每次将净

增加约 5 只股票。

- 增加各行业的市值覆盖率，以更好反映市场全貌，例如金融股权重将会持续降低。调整后消费、医药和科技行业的覆盖度或将明显提升，成为最大赢家。
- 迅速纳入新股，将会覆盖更多互联网和医疗保健等新经济公司，对标港版“纳斯达克”；不过另一方面，这也意味着，在指数优化的过程中部分个股有调出风险。
- 维持香港公司成份股数量
- 对所有成份股采用 8% 权重上限，例如过去像腾讯、友邦、汇丰等超过 8% 的指标股权重本次已经下调。不排除追踪指数的资金可能因此撤出这些股票；另一方面，则利好美团和阿里巴巴吸引资金流入，因为调整前二次上市和同股不同权公司的权重上限仅在 5%。

图 1：本次恒指季检后各行业占比变化



数据来源：恒生指数公司官网（假设指数于 2021 年 5 月 18 日调整），老虎证券整理

2.2 具体的成份股调整

本次恒生指数成份股数目由 55 只增加至 58 只，新加入的成份股包括**信义光能 (968)**，**比亚迪 (1221)**，**碧桂园服务 (6098)**。

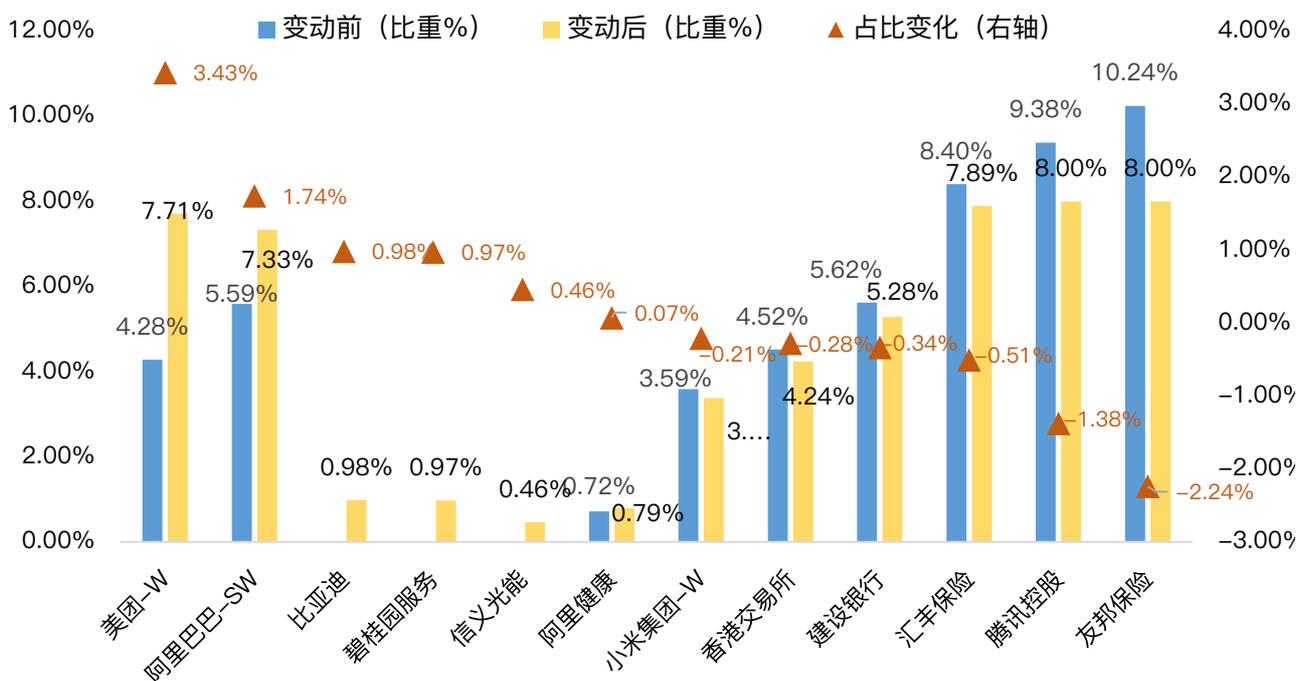
恒生科技指数成份股数目由现时 31 只重置至 30 只, 新加入汽车之家 (2518)、哔哩哔哩 (9726); 剔除中兴通讯 (763)、宏腾精密 (6088)、祖龙娱乐 (9990);

恒生中国企业指数成份股数目由现时 51 只重置至 50 只, 新加入比亚迪 (1221)、恒大物业 (6666), 剔除粤海投资 (270)、中国联通 (762)、中国铁塔 (788)。

恒生综合指数成份股数目由 502 只增加至 506 只, 新加入的成分股包括医渡科技 (2158)、微创心通 (2160)、汽车之家 - S (2518)、诺辉健康 - B (6606)。参考恒生新闻稿:

《恒生指数有限公司宣布指数检讨结果》20210521

图 2: 本次恒生指数季检后比重变化较大的主要成分股



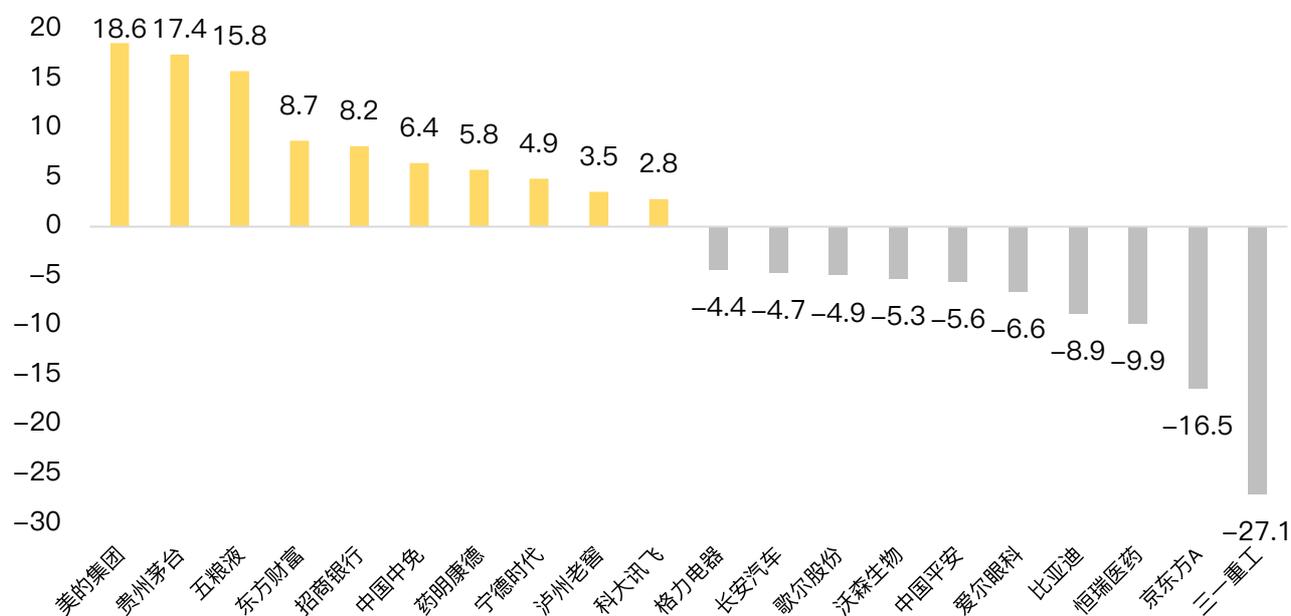
数据来源: 恒生指数公司官网 ((假设指数于 2021 年 5 月 18 日调整)), 老虎证券整理

三、陆港通观察: 金融、大消费仍然是陆股通配置主旋律, 南向资金大幅回流中资股

从资金风格上看, 陆港通资金基本延续了一季度时期的风格, 保持对大消费、聚焦零售业务的金融公司的增持, 比如净流入居前的公司依然为美的、贵州茅台、五粮液、东方财富、招

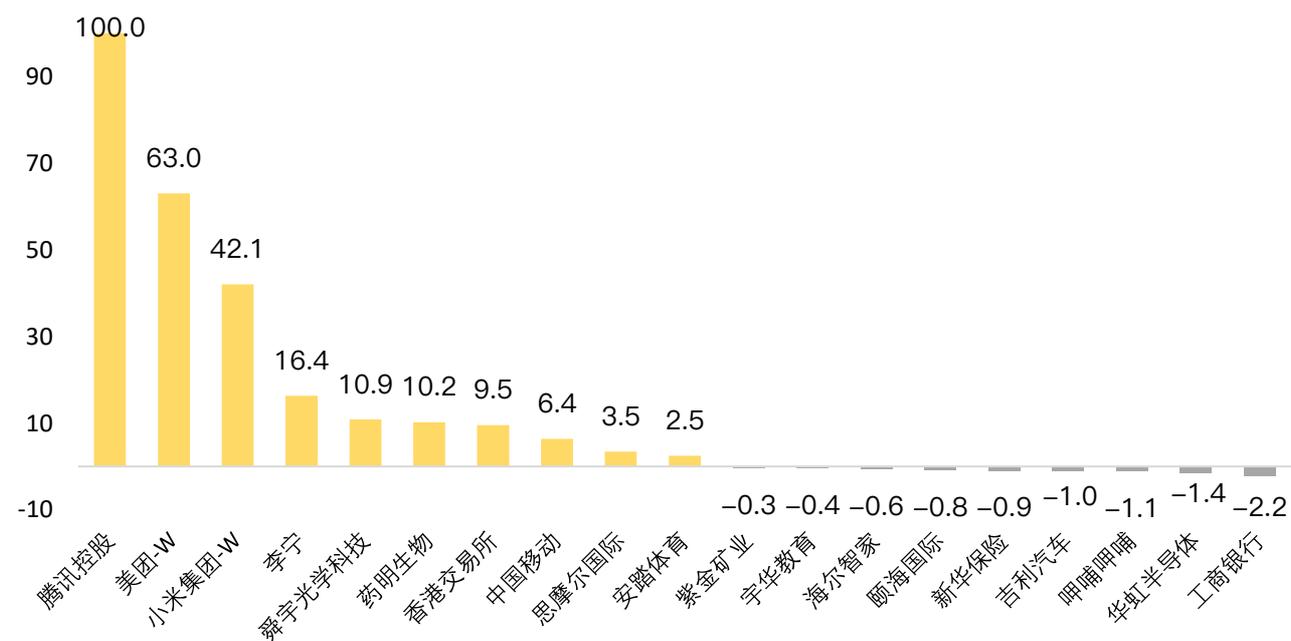
商银行等。值得一提的是，港股通方面，业绩兑现压力缓解后，南向资金继续流入腾讯、美团、小米等商业壁垒稳固的头部科技企业。

图 3：陆股通（沪股通+深股通）一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

图 4：港股通一周净流入榜单



数据来源：Wind，老虎证券

一周 IPO 观察：BOSS 直聘提交招股，时代天使、优然牧业通过聆讯

本周港股 IPO 观察

截止 5 月 21 日当周，香港 IPO 市场并没有新股上市。京东物流结束招股，共吸引到约 2163.05 亿港元的孖展贷款，获得认购 272.97 倍，招股价定在区间下沿的 40.36 港币。据市场消息，牙科医疗器械龙头时代天使将与 5 月最后一周开启招股。

本周只有 2 家公司通过聆讯，为优然牧业和科济药业。1 家公司新递表，为安源种业。

一、时代天使通过聆讯

中国牙齿隐形矫正领先企业时代天使通过港交所聆讯。2019 年，中国隐形矫治市场成为世界第二大市场，中国隐形矫治正畸案例数目由 2015 年的 4.78 万例增至 2019 年的 30.39 万例。时代天使是国内领先的隐形矫治解决方案提供商，市占率为 41.3%，排名市场第一。时代天使服务的牙科医生数量由 2018 年的约 1.15 万位增加至 2019 年的约 1.58 万位，并进一步增加至 2020 年的 1.99 万位。财务方面，2018 年至 2020 年，分别实现营业收入 4.89 亿元、6.46 亿元及 8.17 亿元；分别实现净利润 5820 万元、6770 万元及 1.51 亿元。

二、优然牧业通过聆讯

优然牧业是中国乳业上游市场的领导者，业务布局覆盖由育种到饲料再到原料奶生产的乳业上游全产业链。按 2020 年收入计，是中国规模最大的乳业上游综合产品和服务提供商。优然牧业 2018 年-2019 年收入分别为 63.34 亿元、76.68 亿元和 117.8 亿元，期间净利润分别为 6.53 亿元、8.02 亿元和 15.4 亿元。

| 本周美股 IPO 观察

随着大盘回调，本周美股 IPO 市场情绪依然不佳。领先的多合一平台 Squarespace (SQSP) 上市首日破发-14.2%，丹麦燕麦奶品牌 Oatly 上市首日收涨 18.82%。

一、掌门教育 (ZME) 递交招股书

掌门教育是国内知名的教育机构，拥有掌门 1 对 1、掌门优课、掌门少儿、小狸启蒙四大在线教育产品，专注为学生提供高品质在线定制化教育服务，致力于将优质教育资源通过互联网传递到全国各地。按现金收入口径计算，2020 年，“掌门 1 对 1”在 K12 在线 1 对 1 行业排名第一。2020 年，掌门 1 对 1 课程付费学生人数为 54.5 万人，同比增长 43.2%。

2021 年 1 季度，掌门优课学生人数为 29.4 万人，同比 2020 年 3 季度增长 222.6%。财务方面，2020 年，掌门教育营收为 40.18 亿人民币，同比增长 50.6%；毛利为 18.14 亿，同比增长 78.3%；2020 年，掌门教育经营现金流为 3.44 亿，同比增长 358.7%。主要机构股东包括元生资本、华平投资、顺为资本、CMC、软银，分别持有公司 15.8%、10.5%、7.6%、6.3%、5.8% 股权。

二、BOSS (BZ) 直聘递交招股书

BOSS 直聘于 5 月 22 日正式向 SEC 提交上市申请。BOSS 直聘成立于 2013 年，是一款招聘行业变革性产品，促进求职者与企业端用户双向互动交流、注重智能匹配。截至 2021 年 3 月 31 日，BOSS 直聘共服务 8580 万认证求职者，同期拥有 1300 万认证企业端用户、服务 630 万家认证企业。根据灼识咨询的数据显示，按 2020 年月活跃用户数 (MAU) 计算，BOSS 直聘是中国最大的在线招聘平台。2019 年、2020 年，BOSS 直聘的营收分别为 10.0 亿元、19.4 亿元，同比增长 94.7%。2021 年 Q1 的营收 7.89 亿元，同比增长 179.0%；同期经调整后亏损分别为 4.68 亿元及 2.85 亿元。公司拟于纳斯达克挂牌上市，承销商包括高

盛、摩根士丹利、瑞银、中金、老虎证券。

三、SPAC 方面，本周有 7 家公司成功 IPO。

确认意向方面，SCVX 与人工智能机器制造软件公司 Bight Machines 合并；SGAM 与家庭电影娱乐分发商 Redbox 合并；XPOA 与娱乐游戏公司 Jam City 合并。

一周基本面日程：财报季收尾阶段，关注美国4月PCE等最新通胀数据

本周重要经济数据、事件

周一 (5/17)	周二 (5/18)	周三 (5/19)	周四 (5/20)	周五 (5/21)
	20:30 4月营建许可总数	23:35 美国亚特兰大联储主席、2018年FOMC票委博斯蒂克(Raphael Bostic)讲话	2:00 美联储FOMC货币政策会议纪要 20:30 5月费城联储制造业指数	21:45 5月Markit制造业PMI 22:00 4月成屋销售年化总数

资料来源:公开资料整理

财报季收尾阶段：美团直面反垄断调查风波，拼多多激战社区团购

美股 Q1 财报季即将结束，本周还有**英伟达**、**Salesforce** 等 13 家标普 500 成分股公司公布财报。中概股方面，**拼多多**、**老虎证券**、**理想汽车**、**欢聚集团**将交出季考答卷。

港股有三家重磅公司发布财报，分别是**美团**、**快手**、**小米集团**。

老虎财报季

周一 (5/24)	周二 (5/25)	周三 (5/26)	周四 (5/27)	周五 (5/28)
美股盘前				
朴新教育(NEW)	老虎证券(TIGR)	拼多多(PDD)	百思买(BBY)	蘑菇街(MOGU)
	华住(HTHT)	理想汽车(LI)	美敦力(MDT)	卡特彼勒(CAT)
	汽车地带(AZO)	波奇网(BQ)	道明银行(TD)	希贝特体育(HIBB)
	信也科技(FINV)	高途(GOTU)	达乐公司(DG)	
	CB乡村店(CBRL)		汽车之家(ATHM)	
			美元树(DQ)	
			云米科技(VIOT)	
			云集(YJ)	
美股盘后				
声网(API)	世纪互联(VNET)	英伟达(NVDA)	欢聚集团(YY)	
一起教育科技(YQ)	财捷(INTU)	Snowflake(SNOW)	Salesforce(CRM)	
	安捷伦科技(A)	Okta(OKTA)	好市多(COST)	
	托儿兄弟(TOL)	美鹰服饰(AEO)	戴尔(DELL)	
			惠普(HPQ)	
			360数科(QFIN)	
			Autodesk(ADSK)	
			Vmware(VMW)	

港股

周一 (5/24)	周二 (5/25)	周三 (5/26)	周四 (5/27)	周五 (5/28)
快手-W(01024)	金山软件(03888) 阿里健康(00241)	小米集团(01810)	联想集团(00992)	美团-W(03690)

| 关注美国 4 月 PCE 等最新通胀数据

本周有一系列重磅经济数据公布，市场聚焦美联储最爱的通胀指标—PCE 物价指数将，此外美国还将公布一季度 GDP、4 月房屋销售和消费者信心指数等数据。近期，美国消费者信心在 5 月初意外恶化，因为不断上升的通胀日益令人担忧，不断上涨的价格和持续的需求为通胀创造了潜在的空间，包括在进一步涨价之前增加购买量或要求雇主提高工资。

DoorDash: 后起之秀如何抢占美国外卖市场的半壁江山?

疫情催化之下, 限制隔离措施引发食品外卖服务需求激增,

DoorDash 及其竞争对手 Uber Eats、Grubhub 和 Postmates

因此受益。DoorDash 作为全美最大的外卖配送平台, 于 12 月

9 日登陆纽交所, 公司一度将 IPO 定价区间由 75-85 美元上调

至 90-95 美元, 最终定价 102 美元。该股上市首日最终收于

189.51 美元, 较发行价上涨 86%, 市值 602 亿美元, 成为

2020 年美股市场上规模最大的 IPO 之一。

| 投资要点

➤ 抢占美国外卖配送市场的半壁江山

同 GrubHub 和 Justeat 等早期的外卖平台一样, DoorDash 也

是以轻资产模式为主, 通过地推等手段吸引商家入驻, 顾客在平

台上选择餐厅下单, 商家自行配送, 平台从用户付费中抽取佣金。

公司的市场份额在过去几年中迅速扩张, 到 2020 年公司市场份

额占有率接近 50%, 远远领先 26% 的 UberEats、16% 的

Grubhub 和 7% 的 Postmates 等其他同行, 2020 年因新冠疫情

和随之而来的封锁而加速发展。

➤ 经济重启催生压力, Q1 财报打消顾虑

DoorDash 营收连续几个季度以惊人的速度增长, 并从同行手中

夺走了大量市场份额, 其激进的定价策略和易于使用的 APP 获

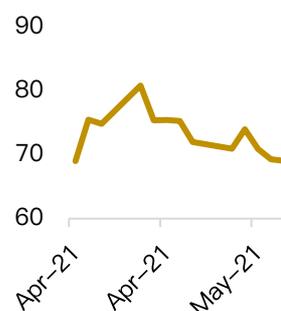
得了顾客和商家的青睐。

一周个股分析

DoorDash(DASH)

发行价	102 美元
市值	448 亿美元
流通市值	45.40 亿美元
ROA	-6.17%
ROE	-15.67%
市净率	9.84

近期股价走势



往期回顾

- 《网易: 游戏核心稳健, 有道增长迅速, 云音乐提升估值》

20200601

公司的营收主要来自消费者支付的配送费以及向合作商家收取的佣金。虽然公司 2020 年的收入增速超过 200%，但 2021 年收入增速可能有所放缓。随着美国各州重启经济，以及消费者重新在餐馆用餐，外卖用户增长、订单量和平均订单金额等指标将面临一定压力。

➤ 高客单价和强周边策略

DoorDash 与同行相比有两大优势：低于同行的 Take rate 和主攻郊区和周边。因此 DoorDash 拥有更广阔的市场和物流配送平台，加上其在郊区的优势，有助于保持在食品配送领域的领先地位，有望最终击败竞争对手 Uber Eats 和 Grubhub。

➤ 风险提示

- 来自同行竞争加剧的风险
- 经济重新开放后主营业务需求减少的风险
- 劳务关系纠纷及其他系统性风险

一、DoorDash—美版“美团”公司简介

2013 年，Stanley Tang、Andy Fang、及 Tony Xu 三位华裔创办了 DoorDash，几年时间后，成长为美国领先的食物配送公司，将商家、消费者以及 Dashers（相当于国内的骑手）三者连接起来，其商业模式与国内美团、饿了么十分相似。

欧外卖平台大致分为两类，一类是以第三方服务平台起家，不负责配送，依靠抽取佣金专区收入，例如外卖平台的两大鼻祖：美国的 GrubHub 和英国 Justeat；另一类是以物流或网约车业务起家，后切入外卖赛道，在平台的基础上还提供配送服务，例如 Uber Eats、DoorDash 和 Postmates。

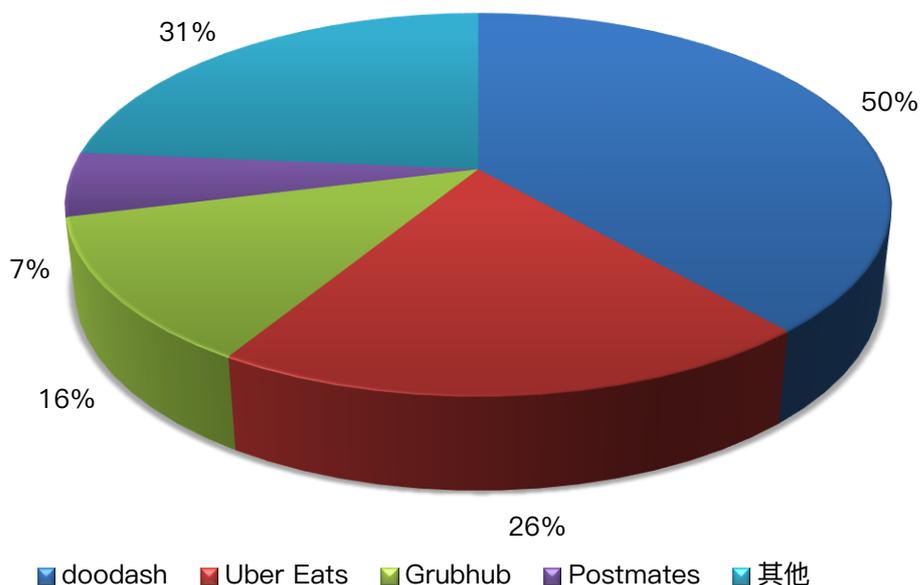
同 GrubHub 和 Justeat 等早期的外卖平台一样，DoorDash 也是以轻资产模式为主，通过地推等手段吸引商家入驻，顾客在平台上选择餐厅下单，商家自行配送，平台从用户付费中抽取佣金。

数据显示，DoorDash 平均每月连接 39 万个商家、1800 万消费者以及 100 万名 Dashers。公司的市场份额在过去几年中迅速扩张，到 2020 年公司市场份额占有率接近 50%，远远领先 26% 的 UberEats、16% 的 Grubhub 和 7% 的 Postmates 等其他同行，2020 年因新冠疫情和随之而来的封锁而加速发展。

DoorDash 主要有两个主要的产品：Marketplace 和 Drive。Marketplace 主要提供客户获取、履行服务、交付、支付处理和客户支持；而 Drive 主要提供物流服务，它允许像 Chipotle 这样的商家通过 DoorDash 的物流平台接触到线下的消费者。此外，Doordash 正在向新兴垂直领域扩张，如 Storefront。商家可以通过 Storefront 独立创建自己的网站，使当地餐馆通过线上服务接触到更多的消费者，这将与 Shopify 或其他类似的平台展开正面交锋。

值得一提的是，DoorDash 并没有自己的配送团队，而是采取类似众包的方式给用户送单，配送员被称为 Dasher，每单至少能获得 6 美元的送餐费，甚至可能获得意外的小费收入。

图 1：美国 2020 年外卖平台市场份额

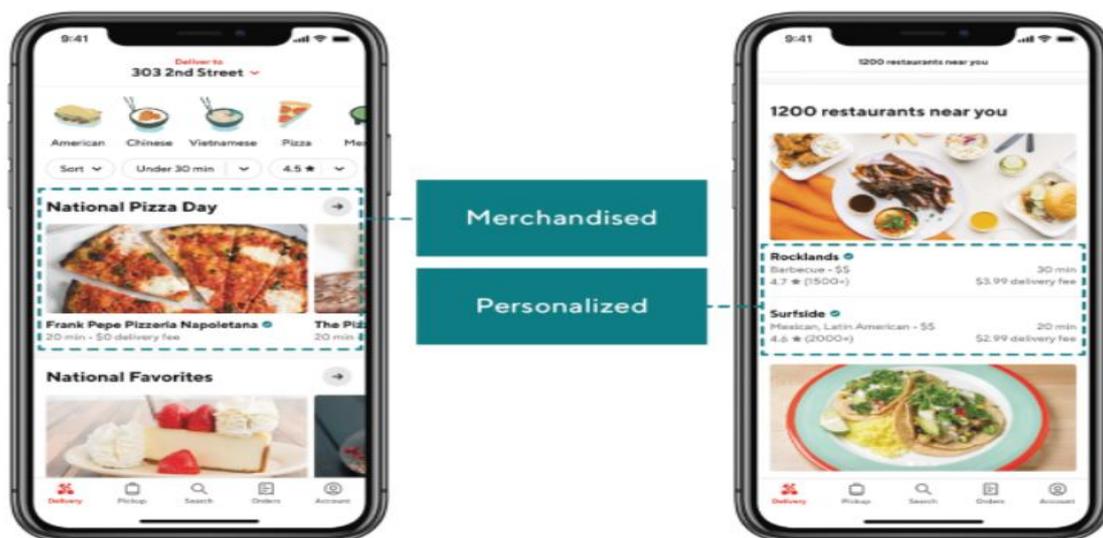


数据来源：公司招股书，老虎证券

二、消费者习惯的产物

Doordash 营收连续几个季度以惊人的速度增长，并从同行手中夺走了大量市场份额，其激进的定价策略和易于使用的 APP 获得了顾客和商家的青睐。

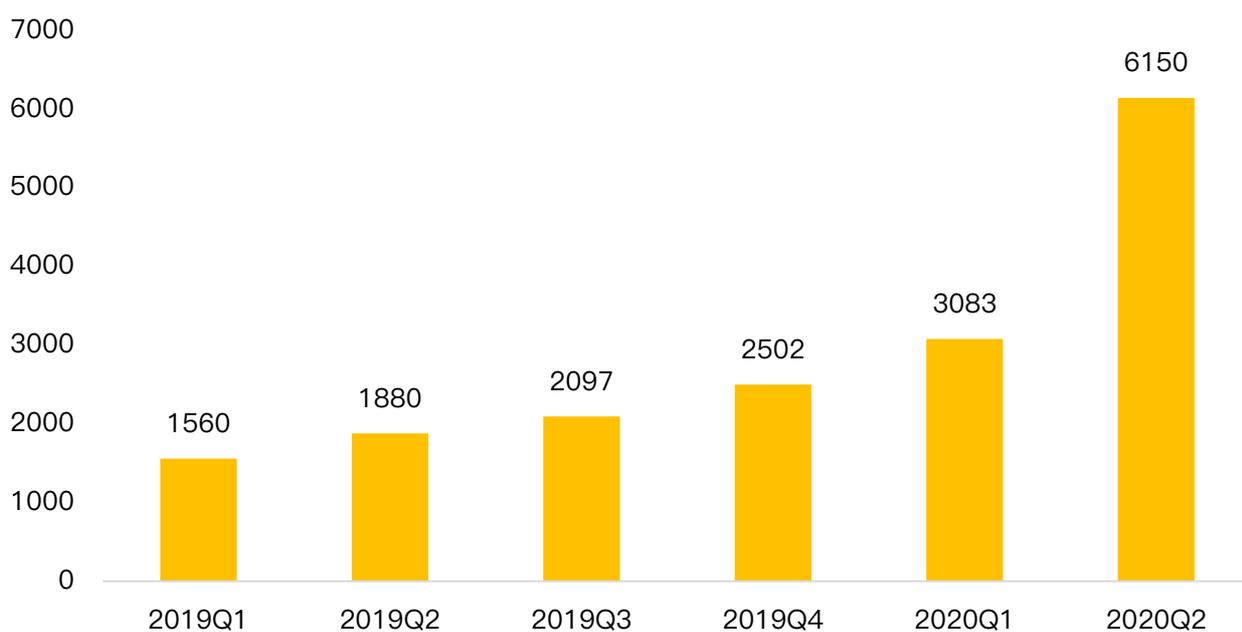
图 2：Doordash APP



数据来源：公司招股书，老虎证券

公司的营收主要来自消费者支付的配送费以及向合作商家收取的佣金。超过 95% 的订单来自合作伙伴商户，Marketplace GOV 定义为在本地物流平台上完成的订单价值，包括税金，小费以及任何消费者费用，也包括与 DashPass 相关的会员费，2020 年以来 Marketplace GOV 保持高速增长。

图 3: Marketplace 平台订单总价值

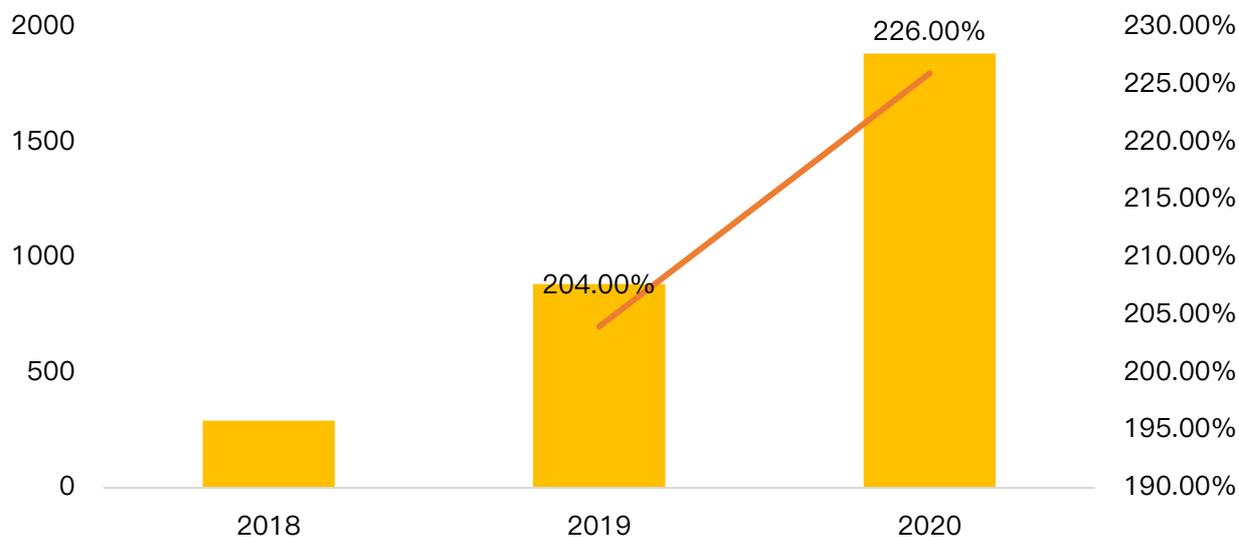


数据来源: 公司招股书, 老虎证券

由于疫情导致大范围封锁，美国餐饮业几乎全线崩溃。即使 2021 年进入后疫情时期，消费者对出行聚会的担忧依然不减，餐馆客流量一直在低位运行。消费者习惯潜移默化的发生了变化，而 DoorDash 更像是消费者习惯的产物，很多人都涌向 DoorDash 外卖服务。

受此影响，DoorDash 2020 年收入大幅增长，从 2019 年的 8.85 亿美元飙升至 2020 年的 28.86 亿美元，同比增长了 226%。但其仍处于亏损状态，2018 年和 2019 年的净亏损分别为 2.04 亿美元和 6.67 亿美元，2020 年前三季度则净亏损 1.49 亿美元。

图 4：年度营收及同比增长



数据来源：公司招股书，老虎证券

虽然公司 2020 年的收入增速超过 200%，但管理层预计 2021 年可能有所放缓。随着美国各州重启经济，以及消费者重新在餐馆用餐，外卖用户增长、订单量和平均订单金额等指标将面临一定压力。不过和新用户相比，该公司的忠诚用户（比如旗下 DashPass 会员）改变消费习惯的可能性更低。

一季度，消费者外卖需求超出了预期，加上极端天气以及美国经济纾困计划给民众发放现金，这导致 DoorDash 外卖人员无法满足需求。尤其是纾困现金给外卖业务造成了巨大的挑战，这笔现金导致消费者外卖需求增加，但与此同时又减少了外卖员愿意送餐的工作时间。不过，doordash 顶住压力，交出了一份超预期 Q1 成绩单。公司第一财季净收入达到 10.8 亿美元，同比增长了 198%，超过分析师预期；DoorDash 净亏损高达 1.1 亿美元，和去年同期的 1.29 亿美元亏损相比有所收窄。

除此之外，公司正在拓展垂直业务，除了餐饮外送，还会进入花卉配送、宠物食品配送、便利店商品和食品杂货配送领域。和上一财季相比，这些新配送业务的订单量增长了四成，不过新业务的活跃用户在全公司占比还不到一成。另外，新配送业务的顾客“回头率”高于纯餐饮外卖客户。

三、高客单价和强周边策略

尽管疫情是 DoorDash 在 2020 年加速增长一个客观因素，但我们认为，高回客率可能会推动基于订阅的 DashPass 收入，同时提高整体毛利率，但 DoorDash 可能不得不继续利用激励雇佣工人来维持其规模和市场份额。

过去几年，发达国家是零工经济的主要市场。目前政治关注的焦点仍然是“零工经济”的性质，以及这些公司如何对骑手进行分类和对待，任何赔偿骑手的提案都可能给平台类企业带来更大的利润压力。

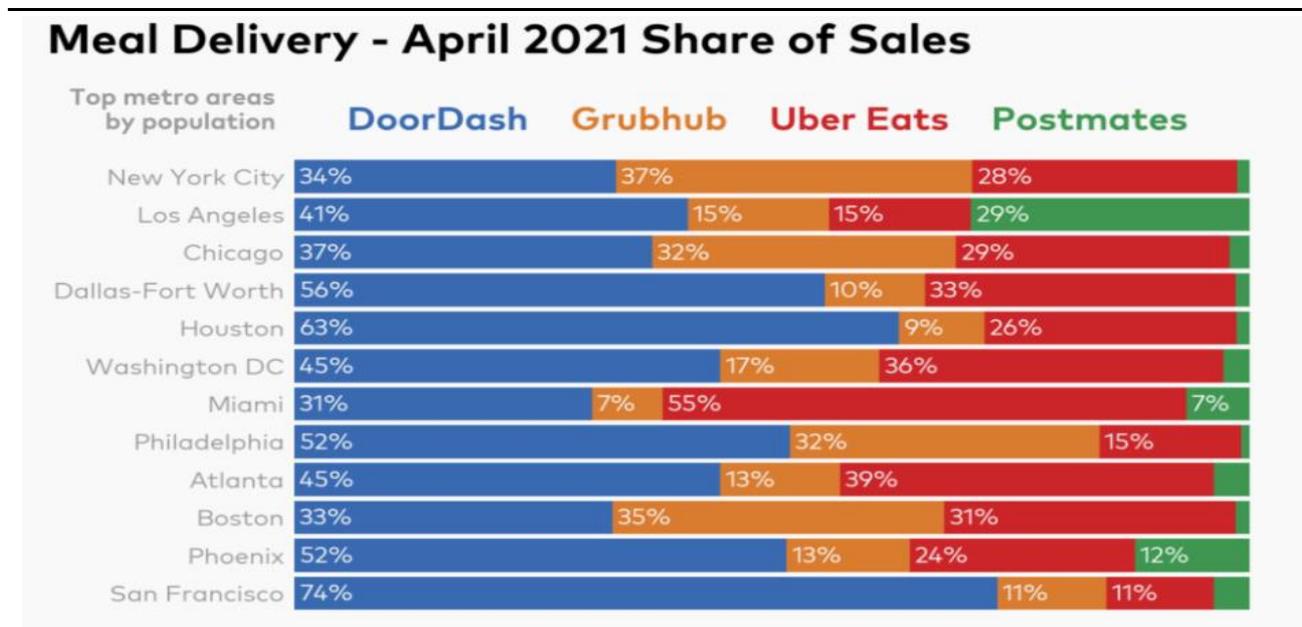
不过，面对监管风险，DoorDash 与同行相比有两大缓冲优势：

1) 低于同行的 Take rate。DoorDash 的平台抽佣率大约在 20%左右；相比之下，Grubhub 要向餐厅收取 10%的基本费用和 20%的营销费用，总共收取 30%的费用；而 Uber Eats 的抽佣率也在 30%的左右，较低的抽佣率吸引了更多合作餐厅。

2) 主攻郊区和周边。当 Uber Eats 或是 Grubhub 把重点放在美国东西两岸一线城市的独立餐厅时，DoorDash 选择性地进攻郊区和连锁品牌。

将郊区和低线城市作为战略重点，因为郊区或低线城市的家庭离餐馆距离远，更需要外卖服务，但是长期以来，这块服务需求被忽视。考虑到郊区和低线城市的居民在点外卖时，通常以家庭为单位订购更多商品，也就意味着客单价更高，而且和城市相比，交通更便利，停车更方便，增长也更快。并且，郊区和低线城市的本地食品配送物流增长速度要高于纽约、洛杉矶、芝加哥等一线大城市。

图 5：美国各城市配送市场份额



数据来源：Second Measure, 老虎证券

四、小结

近期由于骑手短缺导致的拼车和送货价格上涨可能抑制订单量增长，但我们对 doordash 在中长期内保持收入增长势头仍然持乐观态度。

DoorDash 拥有更广阔的市场和物流配送平台，加上其在郊区的优势，有助于保持在食品配送领域的领先地位，有望最终击败竞争对手 Uber Eats 和 Grubhub。

风险提示

- 来自同行竞争加剧的风险
- 经济重新开放后主营业务需求减少的风险
- 劳务关系纠纷及其他系统性风险

本周热门个股财报分析

拼多多-PDD 预期 EPS: -0.68/预期营收: 3.14B

拼多多将于5月26日盘前公布第一季度业绩。市场预期2021年Q1拼多多的营收为204.01亿元，同比增长211.9%；非公认会计准则下营业亏损将超过50亿，超过疫情最严重时期36亿元的峰值。

2020年拼多多新增2.03亿新用户，本季度平台收入有望保持强劲增长。

然而，拼多多盈利可能再次令投资者失望，一季度，拼多多或刷新单季亏损记录，主要由于公司加大了在生鲜食品业务“多多买菜”物流基础设施的投入。

快手-01024 预期 EPS: -2.15 / 预期营收: 87.58B

快手将于5月24日港股收盘后公布第一季度业绩。据彭博预期，2021年Q1快手营收为170.17亿元；调整后净利润为亏损57.46亿人民币。

据Questmobile，截至2021年3月，快手主站与快手极速版的合计月活量为5.37亿，仅次于抖音的6.45亿。受益于在线广告和电商交易活动的推动，单位用户货币化的提高，快手可能在第一季度实现强劲的收入增长。尽管公司第四季度利润率大幅改善，但市场普遍预计第一季度Ebitda将再次亏损。值得注意的是，去年第四季度，快手网络广告收入同比增长170%，占总营收的比重为47%，首次超过了流媒体直播收入，本季度广告收入增速将进一步加快，成为最重要的收入来源，电商因低基数或实现数倍增长。

小米集团-01810 预期 EPS: 0.70/预期营收: 331B

小米集团将于5月26日公布2021年一季度业绩。据彭博预期，2021年Q1小米集团的营收为746.77亿元，同比增长50.2%；调整后净利润为39.30亿元，同比增长70.9%。

美团-03690 预期 EPS: -1.01/ 预期营收: 179B

美团将于5月28日公布2021年Q1业绩。市场预期一季度的营收356.97亿元，同比增长113.1%；调整后净利润为亏损39.76亿元。

一季度，小米手机业务表现稳健，与美国政府和
解扫除了最大障碍。小米高调进军高端智能手机
市场，以期强化长期品牌价值和互联网服务创收
潜力，小米产品矩阵进一步得到完善，同时为互
联网服务业务的长期增长提供支撑。

此外，小米官宣开始造车，首期投资为 100 亿元
人民币，预计未来 10 年投资额为 100 亿美元。
在度过全球手机市场疲软期后，小米股价会有更
大的遐想空间

随着美团加大在其电商团购平台美团优选方面的投
入，预计美团将在 2021 年重新恢复亏损状态，最
早 2022 年利润才会逐渐回升。

其核心食品配送、店内餐饮、酒店和旅游业务在
2020 年的强劲势头可能会持续下去。然而，投资
新业务会继续拖累该公司的短期盈利能力。

此外，一季度反垄断调查与劳工纠纷令美团股价持
续承压，加之盈利的拖累，我们预计美团股价中短
期内承压。

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。