

美团点评-W (03690.HK)

20Q1 季报点评：疫情下业绩表现出色，供给端积极变化明显

事件：公司发布 20Q1 季报。20Q1 公司实现收入 167.5 亿元，同比-12.6%；经营利润-17.2 亿元，去年同期-13.0 亿元；期内亏损-15.8 亿元，去年同期-14.3 亿元。经调整 EBITDA 为 0.4 亿元，同比-91.0%；经调整亏损-2.2 亿元，去年同期-10.5 亿元。经营现金流-50.4 亿元，去年同期为-32.8 亿元。

从业务角度看，20Q1 美团业绩出色，主要系外卖和到店业绩表现优异，但同时受新业务和其他项目的拖累。20Q1 美团外卖/到店酒旅/新业务/未分配项目的经营利润分别为-0.7/6.8/-13.6/-9.6 亿元，去年同期为-1.5/15.9/-25.8/-1.6 亿元。外卖和新业务在受疫情的不利影响下仍然实现了减亏。

从财报角度看，20Q1 经营利润率的下滑主要受行政及研发费用率的提升和投资亏损扩大拖累。20Q1 经营利润率-10.2%，同比-3.4pct。毛利率 31.0%，同比+4.6pct，主要受益外卖毛利率的提升和单车折旧的减少。销售费用率 19.1%，同比+0.2pct。行政费用率 13.7%，同比+3.1pct，主要系收入下降导致占比提升，研发费用仅同比增长 3 亿至 20Q1 的 23 亿元。行政费用率 6.4%，同比+1.1pct，主要系收入下降导致占比提升，行政费用仅同比增长 1 亿至 20Q1 的 11 亿元。金融资产减值+投资的公允价值变动合计为 4.5%，同比-5.0%，主要系小贷规模增长导致亏损拨备增加及股权亏损导致的。

外卖：单价提升带动外卖单均盈利改善，20Q1 仅小幅亏损。20Q1 外卖业务 GTV 715 亿元，同比-5.4%。GTV 下降主要受交易笔数拖累，一部分被客单价提升抵消。20Q1 外卖交易笔数 13.7 亿笔，同比-17.3%；客单价 52.0 元，同比+14.4%。外卖变现率 13.3%，同比-0.9pct，主要系美团为商户提供返佣、补贴和免费流量的影响，其中佣金/广告/其他变现率分别为 12.0%/1.3%/0%，同比-1.2pct/+0.3pct/+0pct。外卖经营利润-0.7 亿元，较去年同期的-1.5 亿元进一步缩小，主要受益客单价提升、广告收入增长。

到店酒旅：酒店业务受疫情拖累明显，到店营销收入相对坚挺。到店酒旅收入 30.9 亿元，同比-31%。我们测算其中到店/酒店分别实现收入 24.4/6.6 亿元，同比-26.5%/-44.2%。分收入类型看，到店酒旅佣金/营销/其他收入分别为 12.0/18.9/0 亿元，同比-51%/-8%/-63%，佣金收入下降主要受酒店拖累；营销收入中，点击付费类广告产品下滑较大，订阅类广告产品影响较小。经营利润 6.8 亿元，同比-57%，主要受收入下滑的拖累，部分被 BD 薪酬和酒店用户激励的降低所抵消；经营利润率 22.0%，同比-13.5pct。

新业务：生鲜零售快速增长，单车打车等业务拖累收入。新业务当季实现收入 42 亿元，同比+4.9%，增长主要受益美团买菜、闪购等生鲜零售额的增长。分收入类型看，佣金/营销/其他收入分别为 10.4/0.6/30.7 亿元，同比+27%/+33%/-1%，佣金收入增长主要由闪购增长驱动，其他收入下滑受单车、网约车及餐饮供应链拖累。经营利润-13.6 亿元，去年同期-25.8 亿元，主要系单车折旧降低、网约车司机成本下降及餐饮供应链的亏损降低；经营利润率-32.7%，同比+32.3pct。

盈利预测与投资建议：维持“买入”评级。我们预测 2021/22/23 年美团的净利润分别为 159/300/465 亿元，EPS 分别为 3.19/5.61/8.41 元。20Q1 美团的业绩表现优异，展示出了优异的成本控制能力和抗风险能力。我们预期 20Q2 外卖业务恢复至同比微幅正增长，到店酒旅预计在 Q2 同比-10%到-20%左右，新业务亏损扩大至 15 亿左右，预计全年经营利润 37 亿，调整后净利 42 亿。维持 2023 年的估值不变，用分部估值法，对外卖平台/外卖物流/到店酒旅业务分别给予 2023 年 30/25/30 倍 PE，分别得到 8409/1506/6378 亿元的估值，合计 16293 亿元；然后按平均 26%的折现率折现至 2021 年，得到美团 2021 年合理市值 10296 亿元，对应 11462 亿港币市值和 195 港币的目标价。

风险提示：假设基础改变、竞争格局加剧和流动性的风险。

财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	97,529	113,540	155,619	200,748	252,294
增长率 yoy (%)	50%	16%	37%	29%	26%
归母净利润 (百万元)	2,236	1,656	15,882	29,953	46,462
增长率 yoy (%)	102%	-26%	859%	89%	55%
non-GAAP 净利润	4,657	4,191	18,776	33,174	50,005
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.80	0.72	3.19	5.61	8.41
净资产收益率 (%)	2%	2%	14%	21%	25%
P/E (倍)	236.8	161.6	36.3	20.6	13.7

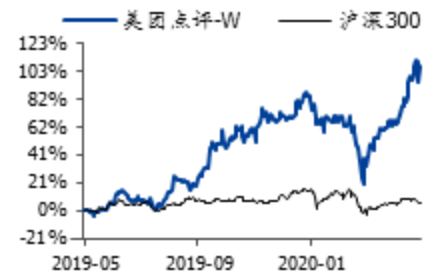
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	休闲服务
前次评级	买入
最新收盘价	125.80
总市值(百万元)	656,635.89
总股本(百万股)	5,219.68
其中自由流通股(%)	87.38
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 张泽

执业证书编号：S0680520010002

邮箱：zhangze@gszq.com

相关研究

- 《美团点评-W (03690.HK)：深度之五：美团的战略、战术和能力圈》2020-05-21
- 《美团点评-W (03690.HK)：19Q4 季报再超预期，流量战略布局显成效》2020-03-31
- 《美团点评-W (03690.HK)：19Q3 业绩表现再超预期，经营杠杆持续显现》2019-11-22



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
流动资产	82,135	98,298	132,229	184,882	258,766
现金	13,396	28,633	53,155	93,973	150,540
应收账款	677	1,447	1,984	2,559	3,216
预付账款	9,591	11,132	12,886	15,583	18,624
存货	275	315	400	497	606
其他流动资产	58,196	56,770	63,804	72,269	85,780
非流动资产	49,878	51,894	52,209	52,973	53,987
长期投资	9,450	9,764	10,024	10,310	10,625
固定资产	5,376	4,485	5,563	7,031	8,684
无形资产	32,700	36,142	34,910	33,685	32,467
预付账款	1,762	913	1,122	1,357	1,622
其他非流动资产	590	590	590	590	590
资产总计	132,013	150,192	184,438	237,856	312,753
流动负债	36,593	51,631	68,734	90,844	117,734
短期借款	3,553	3,553	3,553	3,553	3,553
应付账款	14,262	16,574	20,531	26,101	32,427
其他流动负债	18,778	31,505	44,650	61,190	81,754
非流动负债	3,366	4,795	6,057	7,411	8,957
优先股	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,366	4,795	6,057	7,411	8,957
负债合计	39,959	56,426	74,791	98,255	126,691
少数股东权益	-58	-58	-58	-58	-58
股本	0	0	0	0	0
资本公积	260,360	260,360	260,360	260,360	260,360
留存收益	-168,248	-166,594	-150,713	-120,760	-74,298
归属母公司股东收益	92,054	93,708	109,590	139,543	186,004
负债和股东权益	132,013	150,134	184,380	237,798	312,695

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-9180	5574	13194	33639	51405
净利润	-115491	2762	3169	19952	36687
折旧摊销	5367	4846	4886	4497	5470
财务费用	62	220	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-4987	-2645	2605	6295	6027
其他经营现金流	105869	391	2535	2894	3221
投资活动现金流	-23439	-10174	2043	-9116	-10587
资本支出	-2251	-2937	-3933	-5316	-6800
长期投资	-15970	-6906	6290	-3540	-3501
其他投资现金流	1691	-238	-315	-260	-286
筹资活动现金流	-6909	-93	0	0	0
短期借款	29295	1114	0	0	0
长期借款	2305	3640	0	0	0
普通股增加	28516	0	0	0	0
资本公积增加	-855	0	0	0	0
其他筹资现金流	-671	-2526	0	0	0
现金净增加额	-3323	-3486	15237	24522	40818

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,529	113,540	155,619	200,748	252,294
营业成本	65,208	77,324	98,329	122,172	148,961
销售费用	18,819	19,297	22,441	25,025	28,253
研发费用	8,446	8,880	9,674	10,983	12,307
管理费用	4,985	4,845	5,197	5,857	6,525
其他经营收益	2,609	0	0	0	0
营业利润	2,680	3,194	19,977	36,711	56,248
财务费用	25	25	25	25	25
非营业损益	107	0	0	0	0
利润总额 (除税前溢利)	2,762	3,169	19,952	36,687	56,223
所得税	526	1,513	4,071	6,734	9,761
持续经营净利润	2,236	1,656	15,882	29,953	46,462
终止经营净利润	0	0	0	0	0
净利润 (年内溢利)	2,236	1,656	15,882	29,953	46,462
归母净利润 (应占年内溢利)	2,239	1,656	15,882	29,953	46,462
non-GAAP 净利润	4,657	4,191	18,776	33,174	50,005
EBITDA	7,254	10,690	29,180	47,771	69,348
EPS (元/股)	0.8	0.7	3.2	5.6	8.4

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
成长能力					
总收入收入 (%)	50%	16%	37%	29%	26%
EBITDA (%)	253%	47%	173%	64%	45%
税前利润 (%)	102%	15%	530%	84%	53%
净利润 (%)	156%	-10%	348%	77%	51%
盈利能力					
毛利率 (%)	33%	32%	37%	39%	41%
净利率 (%)	5%	4%	12%	17%	20%
ROE (%)	2%	2%	14%	21%	25%
偿债能力					
资产负债率 (%)	30%	38%	41%	41%	41%
净负债比率 (%)	43%	60%	68%	70%	68%
流动比率	224%	190%	192%	204%	220%
速动比率	224%	190%	192%	203%	219%
营运能力					
总资产周转率	77%	80%	93%	95%	92%
应收账款周转率	170.6	106.9	90.7	88.4	87.4
应付账款周转率	7.2	7.4	8.4	8.6	8.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.8	0.7	3.2	5.6	8.4
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.0	2.3	5.7	8.7	12.3
每股净资产 (最新摊薄)	15.8	16.0	18.6	23.6	31.3
估值指标 (倍)					
P/E	236.8	161.6	36.3	20.6	13.7
P/B	5.9	7.2	6.2	4.9	3.7
EV/EBITDA	91.1	60.4	21.3	12.1	7.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、整体数据：外卖到店表现出色，亏损控制在较低水平	5
二、外卖业务：单位经济模型改善明显，供给端变化积极	7
三、到店酒旅业务：成本控制良好，疫情下仍实现盈利	9
四、新业务：预计将持续投入，亏损可能扩大	11
五、盈利预测与投资建议	12
六、风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化	5
图表 2: 公司历史各季度营收 (亿元) 及同比变化	5
图表 3: 公司历史各季度综合变现率	5
图表 4: 公司历史各季度变现率明细	5
图表 5: 公司历史各季度毛利 (亿元) 及同比变化	6
图表 6: 公司历史各季度毛利率	6
图表 7: 公司历史各季度净利润 (期内亏损) (亿元) 及同比变化	6
图表 8: 公司历史各季度经调整净利润 (亿元) 及同比变化	6
图表 9: 公司历史各季度经调整净利润率	6
图表 10: 公司历史各季度交易用户数及平均交易笔数	6
图表 11: 公司历史各季度活跃商家 (万家)	7
图表 12: 公司历史各季度用户激励 (亿元) 及占收入比重	7
图表 13: 外卖业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化	8
图表 14: 外卖业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化	8
图表 13: 外卖业务历史各季度变现率	8
图表 14: 外卖业务历史各细分收入变现率	8
图表 15: 外卖业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化	8
图表 16: 外卖业务历史各季度经营利润率	8
图表 19: 外卖业务历史各季度交易笔数 (亿笔)	9
图表 20: 外卖业务历史各季度平均每单均价 (元) 及同比变化	9
图表 21: 到店酒旅业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化	9
图表 22: 到店酒旅业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化	9
图表 23: 到店酒旅业务佣金收入 (亿元) 及同比	10
图表 24: 到店酒旅业务营销收入 (亿元) 及同比	10
图表 25: 到店酒旅业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化	10
图表 26: 到店酒旅业务历史各季度经营利润率	10
图表 28: 到店酒旅业务历史酒店间夜量及同比变化	10
图表 29: 新业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化	11
图表 30: 新业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化	11
图表 31: 新业务历史各季度佣金收入 (亿元) 及同比	11
图表 32: 新业务历史各季度营销收入 (亿元) 及同比	11
图表 33: 新业务历史各季度其他收入 (亿元) 及同比	12
图表 34: 新业务历史各季度经营利润 (亿元)	12
图表 34: 新业务历史各季度经营利润率	12

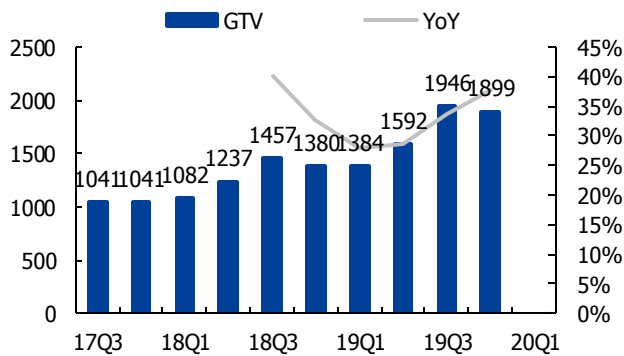
图表 35: 公司历史各季度利润表 (亿元)	13
图表 36: 公司历史各季度利润表项目占收入比重	13
图表 37: 公司各季度经营活动现金流 (亿元)	14
图表 38: 公司各季度投资活动现金流 (亿元)	14
图表 39: 公司各季度筹资活动现金流 (亿元)	14
图表 40: 公司各季度现金及等价物变动 (亿元)	14

一、整体数据：外卖到店表现出色，亏损控制在较低水平

虽然受疫情营销，但是 **20Q1** 公司整体业务仍然表现出色，经调整溢利**-2.2** 亿元，去年同期**-10.5** 亿元。从业务角度看，主要系外卖和到店的出色表现带动，但同时受新业务和其他项目的拖累。20Q1 美团外卖/到店酒旅/新业务/未分配项目的经营利润分别为**-0.7/6.8/-13.6/-9.6** 亿元，去年同期为**-1.5/15.9/-25.8/-1.6** 亿元。外卖和新业务在受疫情的不利影响下仍然实现了减亏。19Q2/19Q3/19Q4/20Q1 公司收入分别为**227.0/274.9/281.6/167.5** 亿元，同比+51%/+44%/+42%/-13%，收入并没有受到疫情的很大影响。

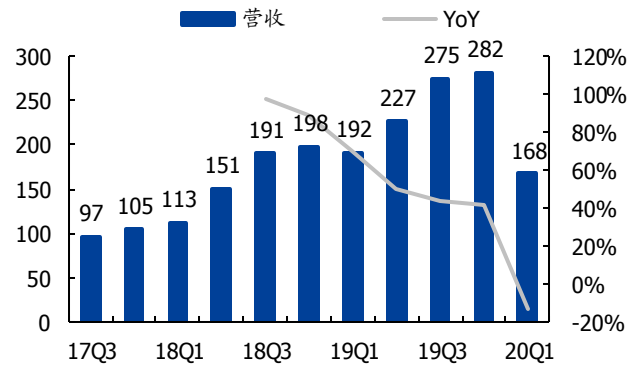
活跃商户逐步恢复，用户数量没有受到很大影响。19Q2/19Q3/19Q4/20Q1 公司年度交易用户数分别为**4.22/4.36/4.51/4.49** 亿人，环比仅小幅下降；活跃商家**590/590/620/610** 万家，环比基本持平。但是我们要注意到 20Q1 仍然包含了疫情发生前的 1 月，疫情发生后的下滑幅度可能更大。

图表 1: 公司历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



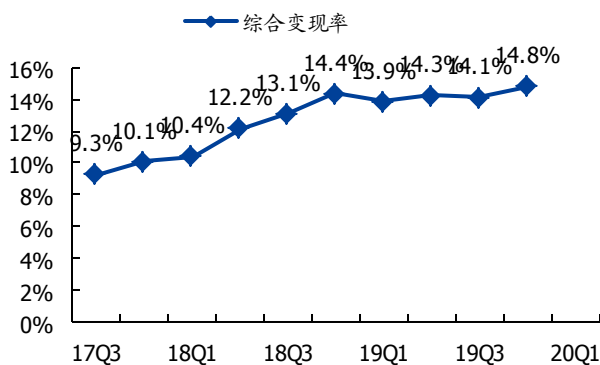
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 2: 公司历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



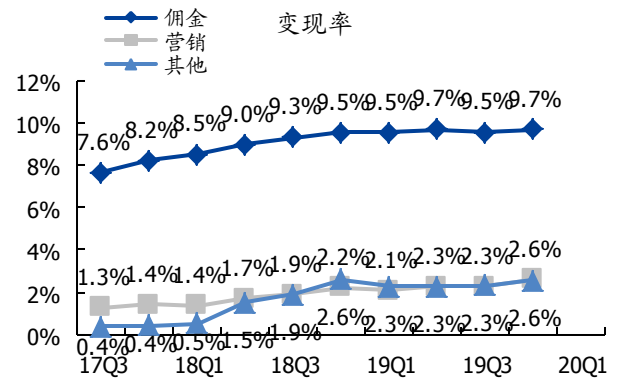
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 3: 公司历史各季度综合变现率



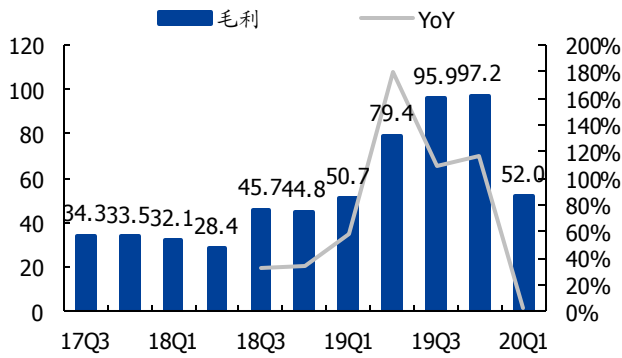
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 4: 公司历史各季度变现率明细



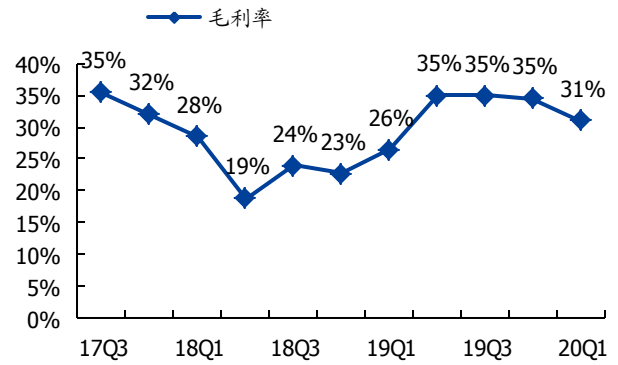
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 5: 公司历史各季度毛利 (亿元) 及同比变化



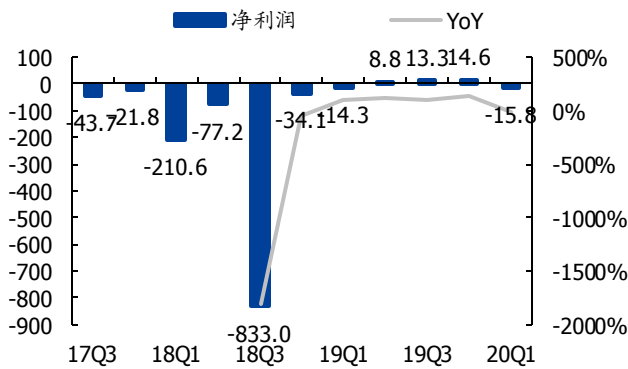
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 6: 公司历史各季度毛利率



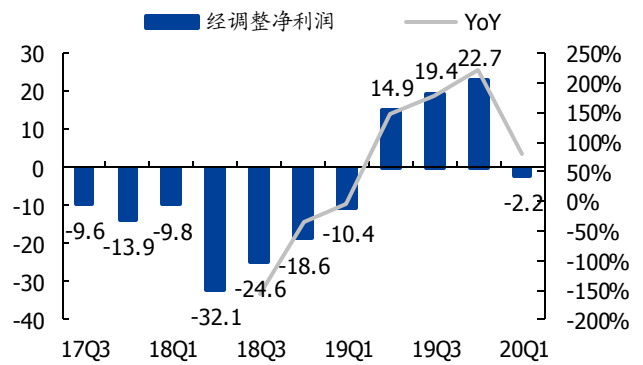
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 7: 公司历史各季度净利润 (期内亏损) (亿元) 及同比变化



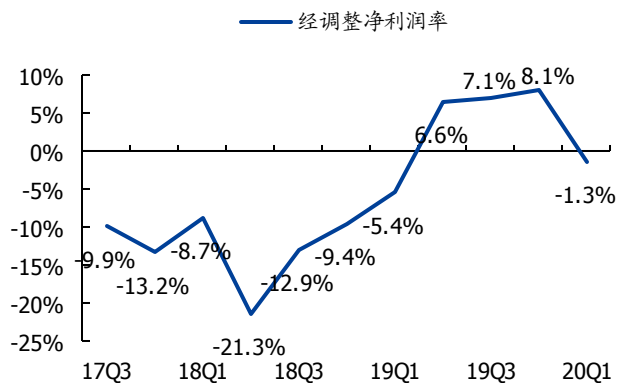
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 8: 公司历史各季度经调整净利润 (亿元) 及同比变化



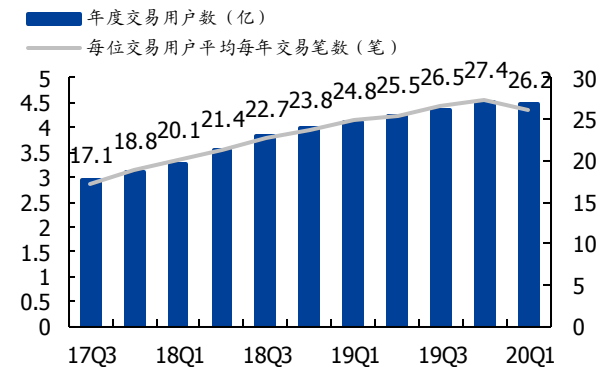
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 9: 公司历史各季度经调整净利润率



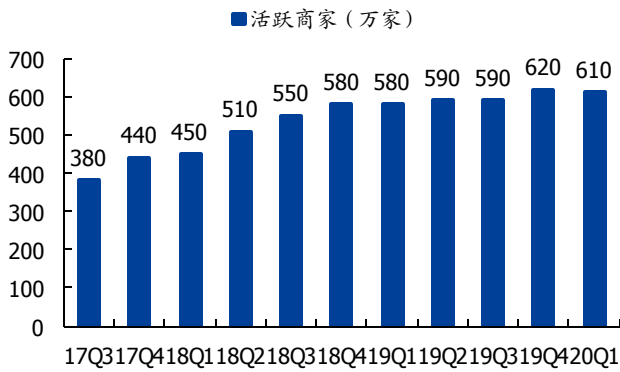
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 10: 公司历史各季度交易用户数及平均交易笔数



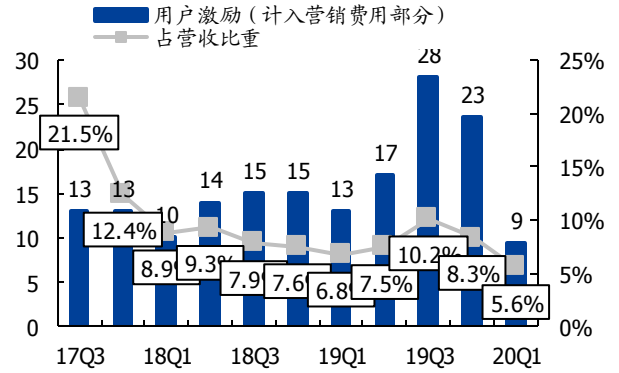
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 11: 公司历史各季度活跃商家 (万家)



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 12: 公司历史各季度用户激励 (亿元) 及占收入比重



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

二、外卖业务: 单位经济模型改善明显, 供给端变化积极

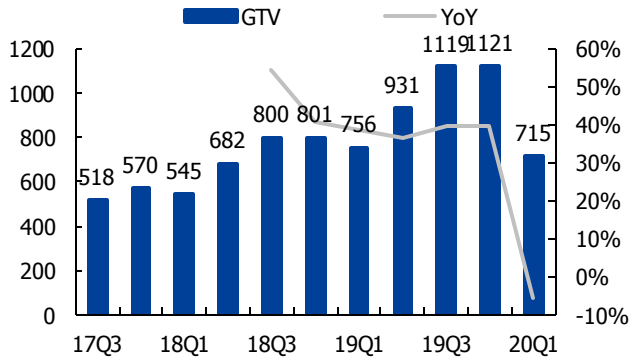
外卖在 20Q1 受益客单价提升, UE 模型得到改善, 亏损幅度进一步降低。经营利润仅小幅亏损 0.7 亿元, 主要受益客单价的提升, 但是一定程度上被配送成本的上涨所抵消。在疫情期公司增加了抗疫措施的支出。

供给端: 20Q1 外卖还是发生了很多的积极变化, 有很多品牌连锁商户、星级酒店、黑珍珠餐厅等, 过去是不重视外卖的, 都在这次疫情中加入美团的供给。4 月份外卖商户供给恢复 100%, 但是结构不一样, 品牌商户占比提高了, 而中小商户占比降低了, 因为中小商户恢复速度更慢。

需求端: 更多用户更愿意为安全、高质量的餐饮去付更多溢价。外卖客单价显著提升, 达到 52.0 元, 同比增加了 7.5 元。预计在疫情逐步退去后的 Q2 客单价会有些回落, 主要由于校园、写字楼周边的一些商户的恢复; 但是不会回落到疫情前水平, 整体会有比较明显的上升。

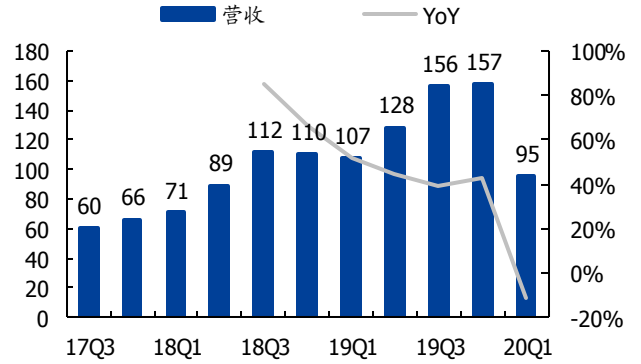
变现率: 由于外卖仍处于抓优质供给, 扶持商户, 建立深度合作关系的阶段, 所以公司仍在做一些返佣以帮助商户; 加上政府的号召, 公司也需要承担一定的社会责任, 因此预计 20Q2 变现率将与 20Q1 持平。

图表 13: 外卖业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



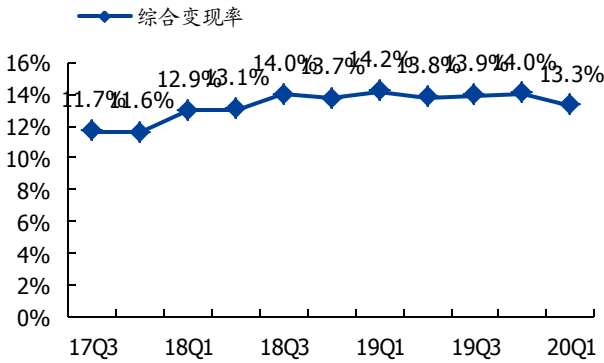
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 14: 外卖业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



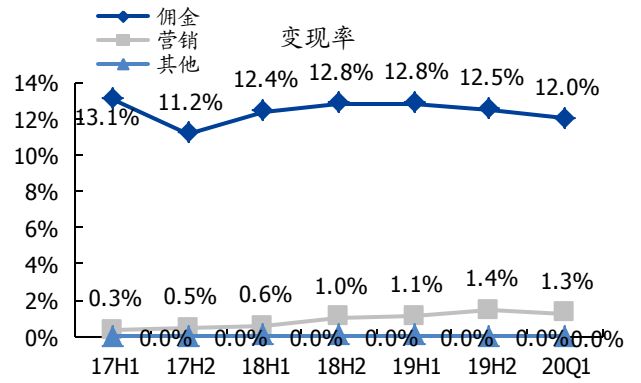
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 15: 外卖业务历史各季度变现率



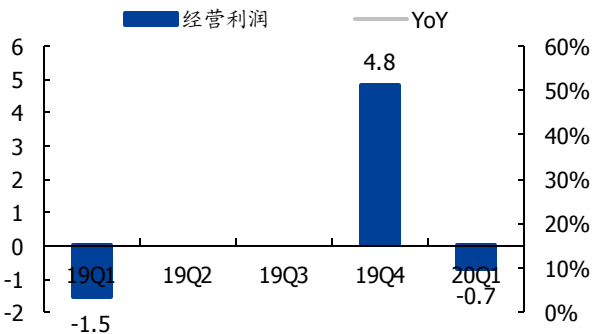
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 16: 外卖业务历史各细分收入变现率



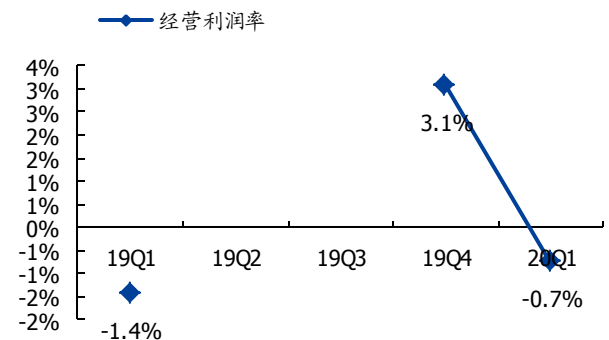
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 17: 外卖业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化



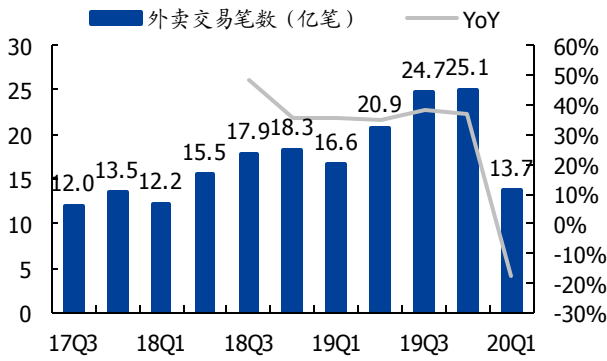
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 18: 外卖业务历史各季度经营利润率



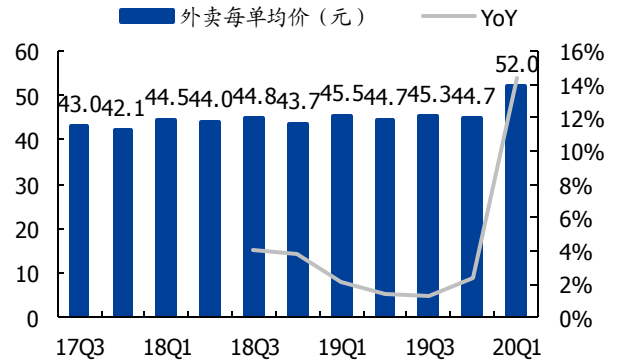
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 19: 外卖业务历史各季度交易笔数 (亿笔)



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 20: 外卖业务历史各季度平均每单均价 (元) 及同比变化

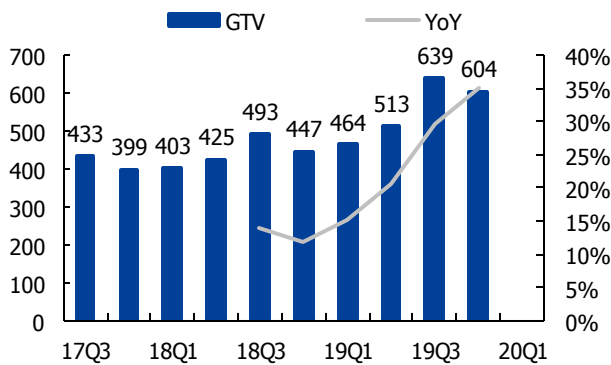


资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

三、到店酒旅业务: 成本控制良好, 疫情下仍实现盈利

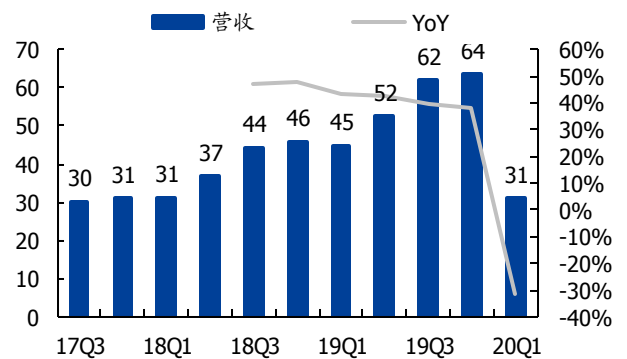
到店酒旅仍实现了正的经营利润, 主要受益广告费用的减少及用户激励的降低。到店酒旅的恢复整体来看相对还是比较慢的, 部分刚需品类恢复较快, 但是部分非刚需品类仍需要较长时间去恢复。酒店的本地需求虽然有所恢复, 但是跨城的休闲游, 商旅, 仍然较为低迷, 是个整个行业的不利因素。我们预计 Q2 到店酒旅同比-10%到-20%左右。整体来看, 酒店和其他到店一样, 随着恢复经营利润逐步改善。

图表 21: 到店酒旅业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



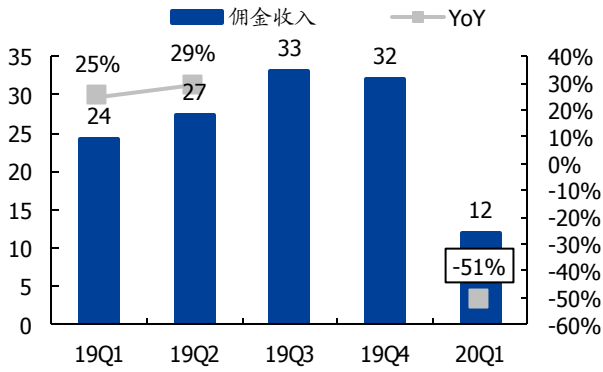
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 22: 到店酒旅业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



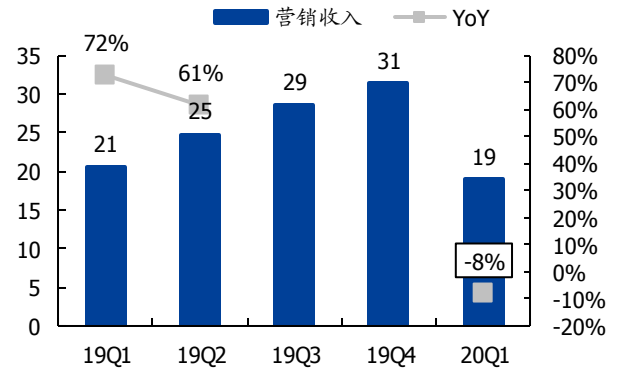
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 23: 到店酒旅业务佣金收入 (亿元) 及同比



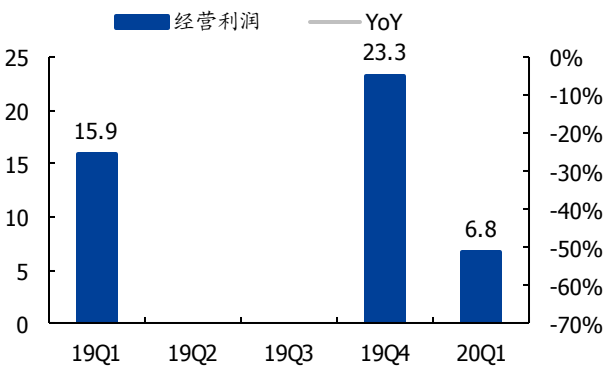
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 24: 到店酒旅业务营销收入 (亿元) 及同比



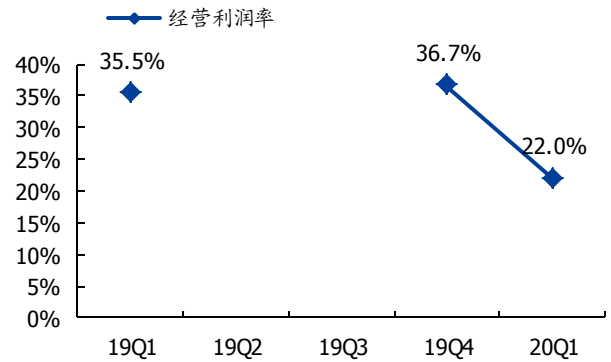
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 25: 到店酒旅业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化



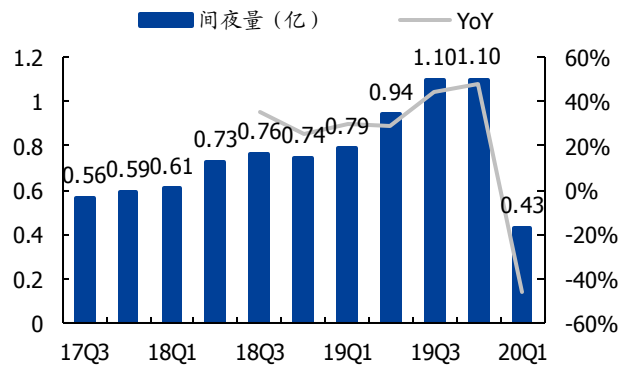
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 26: 到店酒旅业务历史各季度经营利润率



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 27: 到店酒旅业务历史酒店间夜量及同比变化

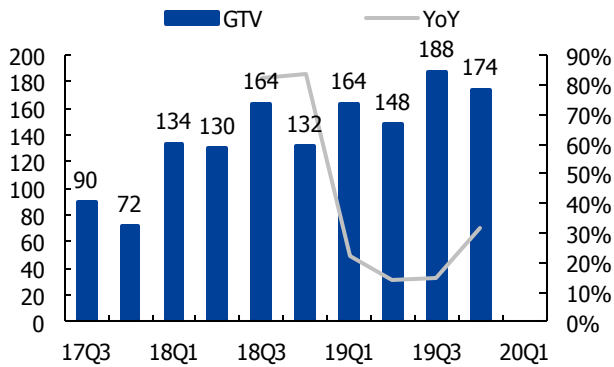


资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

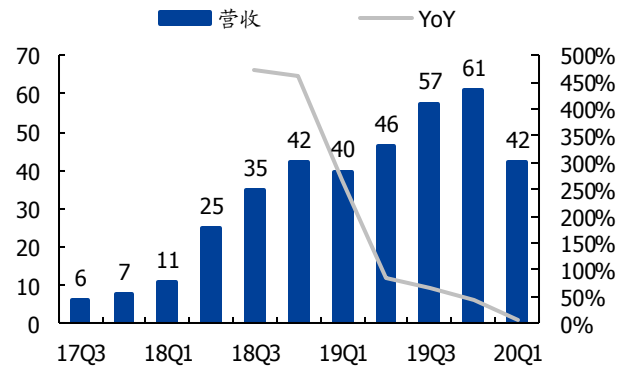
四、新业务：预计将持续投入，亏损可能扩大

疫情的发生，更加凸显新业务的价值。预计今年公司在新业务上的投入会加大。过去重点投入的方向，目前来看都是非常正确的决策，包括供给、需求两侧数字化。预计公司今年新业务投入规模预计比加大。今年美团也在布局电动车，预计全年会有个几十亿的相关资本开支。目前来看，快驴、买菜等生鲜零售业务仍需长期投入，预计将长期亏损；金融业务由于有一定风险，公司会更注重风险的控制，其次才是规模的增长。

图表 28: 新业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



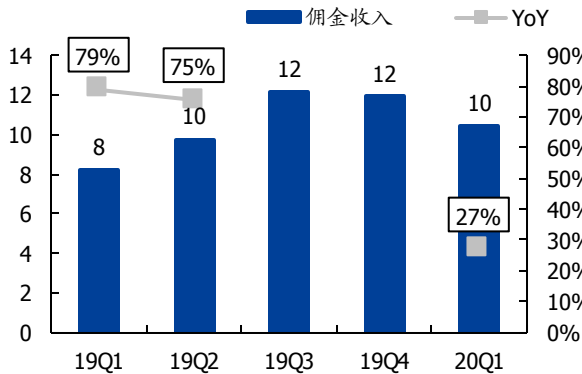
图表 29: 新业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

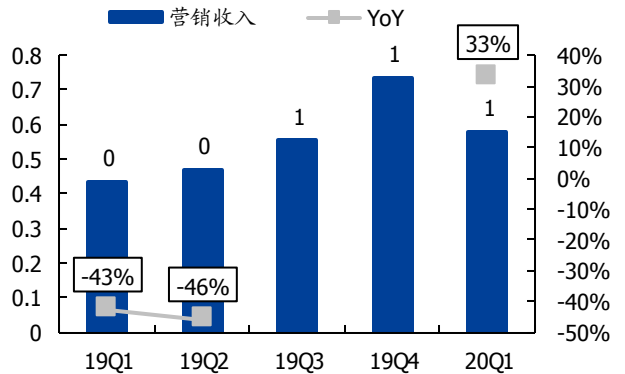
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 30: 新业务历史各季度佣金收入 (亿元) 及同比



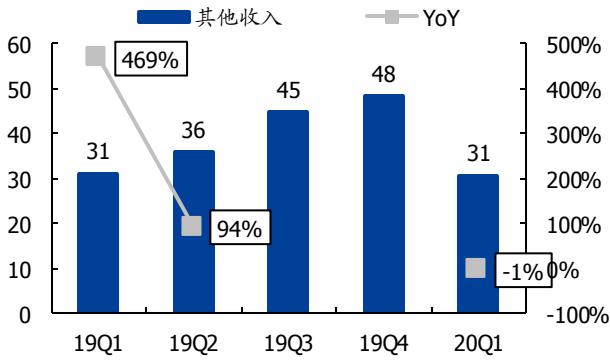
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 31: 新业务历史各季度营销收入 (亿元) 及同比



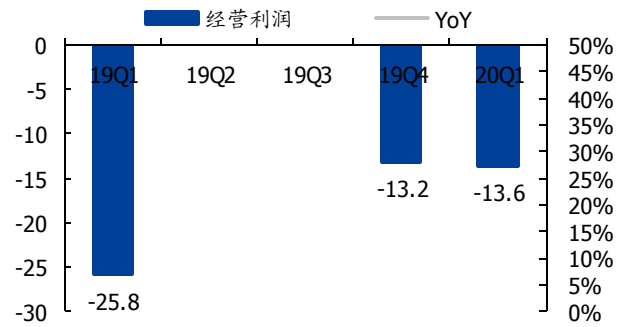
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 32: 新业务历史各季度其他收入 (亿元) 及同比



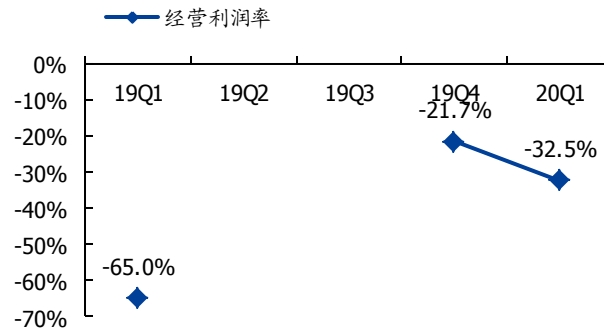
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 33: 新业务历史各季度经营利润 (亿元)



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 34: 新业务历史各季度经营利润率



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

五、盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议: 维持“买入”评级。我们预测 2021/22/23 年美团的净利润分别为 159/300/465 亿元, EPS 分别为 3.19/5.61/8.41 元。20Q1 美团的业绩表现优异, 展示出了优异的成本控制能力和抗风险能力。我们预期 20Q2 外卖业务恢复至同比微幅正增长, 到店酒旅预计在 Q2 同比-10%到-20%左右, 新业务亏损扩大至 15 亿左右, 预计全年经营利润 37 亿, 调整后净利 42 亿。维持 2023 年的估值不变, 用分部估值法, 对外卖平台/外卖物流/到店酒旅业务分别给予 2023 年 30/25/30 倍 PE, 分别得到 8409/1506/6378 亿元的估值, 合计 16293 亿元; 然后按平均 26%的折现率折现至 2021 年, 得到美团 2021 年合理市值 10296 亿元, 对应 11462 亿港币市值和 195 港币的目标价。

图表 35: 公司历史各季度利润表 (亿元)

利润表	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	104.8	112.8	150.7	190.8	198.0	191.7	227.0	274.9	281.6	167.5
营业成本	-71.2	-80.6	-122.3	-145.0	-153.2	-141.0	-147.6	-179.0	-184.4	-115.6
毛利	33.5	32.1	28.4	45.7	44.8	50.7	79.4	95.9	97.2	52.0
销售费用	-33.6	-28.5	-38.7	-46.2	-45.4	-37.1	-41.5	-56.1	-53.5	-32.0
研发费用	-11.5	-13.8	-17.0	-20.0	-19.8	-20.4	-20.3	-21.4	-22.4	-23.0
管理费用	-9.1	-6.7	-10.0	-13.2	-28.5	-10.8	-10.4	-10.6	-18.2	-13.1
营业利润	-15.3	-10.5	-28.5	-34.5	-37.3	-13.0	11.1	14.5	14.2	-17.2
优先价值变动	-6.6	-202.1	-46.4	-797.6						
除税前溢利	-22.0	-212.2	-74.2	-831.5	-36.9	-12.9	11.0	14.6	14.9	-16.9
净利润(含少数股东权益)	-21.8	-210.6	-77.2	-833.0	-34.1	-14.3	8.8	13.3	14.6	-15.8
经营溢利(营业利润)	-15.3	-10.5	-28.5	-34.5	-37.3	-13.0	11.1	14.6	14.1	-17.2
YoY				-230%	-144%	-24%	139%	142%	138%	-32%
期内溢利(净利润)	-21.8	-210.6	-77.2	-833.0	-34.1	-14.3	8.8	13.3	14.6	-15.8
YoY				-1806%	-57%	93%	111%	102%	143%	-10%
经调整 EBITDA	-13.6	-11.2	-15.9	-11.7	-8.5	4.6	23.3	22.9	21.8	0.4
YoY				-40%	37%	141%	247%	295%	355%	-91%
经调整溢利净额	-13.9	-9.8	-32.1	-24.6	-18.6	-10.4	14.9	19.4	22.7	-2.2
YoY				-158%	-34%	-6%	146%	179%	222%	79%

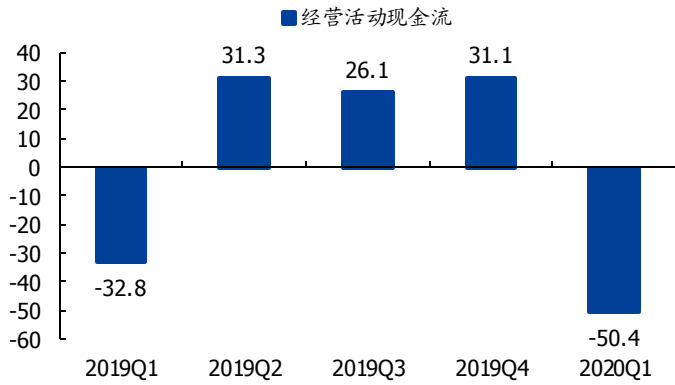
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 36: 公司历史各季度利润表项目占收入比重

营收占比	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
营业成本	-68.0%	-71.5%	-81.2%	-76.0%	-77.4%	-73.6%	-65.0%	-65.1%	-65.5%	-69.0%
毛利	32.0%	28.5%	18.8%	24.0%	22.6%	26.4%	35.0%	34.9%	34.5%	31.0%
销售费用	-32.1%	-25.2%	-25.7%	-24.2%	-22.9%	-19.3%	-18.3%	-20.4%	-19.0%	-19.1%
研发费用	-11.0%	-12.3%	-11.3%	-10.5%	-10.0%	-10.6%	-9.0%	-7.8%	-8.0%	-13.7%
管理费用	-8.7%	-5.9%	-6.6%	-6.9%	-14.4%	-5.6%	-4.6%	-3.8%	-6.4%	-7.8%
营业利润	-14.6%	-9.3%	-18.9%	-18.1%	-18.9%	-6.8%	4.9%	5.3%	5.1%	-10.2%
优先价值变动	-6.3%	-179.3%	-30.8%	-418.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	-21.0%	-188.2%	-49.3%	-435.9%	-18.6%	-6.7%	4.9%	5.3%	5.3%	-10.1%
净利润(含少数股东权益)	-20.8%	-186.8%	-51.2%	-436.7%	-17.2%	-7.5%	3.9%	4.8%	5.2%	-9.4%
经营亏损(营业利润)	-14.6%	-9.3%	-18.9%	-18.1%	-18.9%	-6.8%	4.9%	5.3%	5.0%	-10.2%
期内亏损(净利润)	-20.8%	-186.8%	-51.2%	-436.7%	-17.2%	-7.5%	3.9%	4.8%	5.2%	-9.4%
经调整 EBITDA	-13.0%	-9.9%	-10.6%	-6.1%	-4.3%	2.4%	10.3%	8.3%	7.7%	0.2%
经调整亏损净额	-13.2%	-8.7%	-21.3%	-12.9%	-9.4%	-5.4%	6.6%	7.1%	8.1%	-1.3%

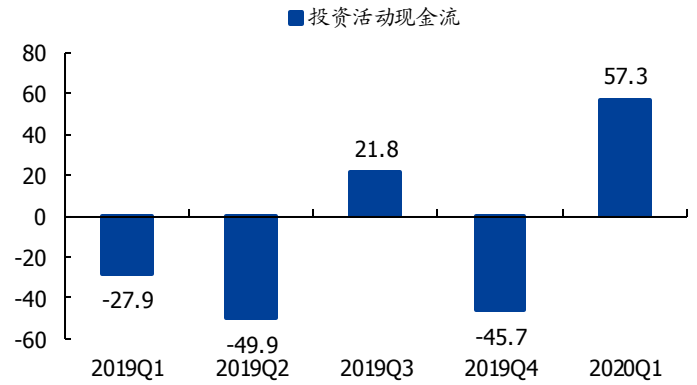
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 37: 公司各季度经营活动现金流 (亿元)



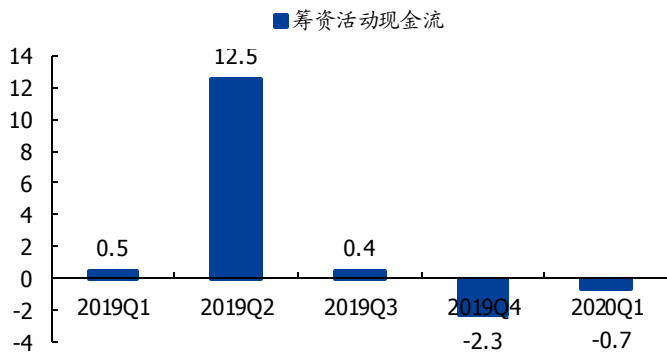
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 38: 公司各季度投资活动现金流 (亿元)



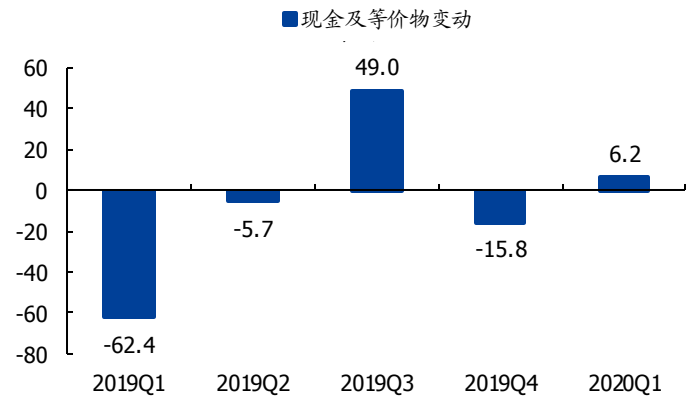
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 39: 公司各季度筹资活动现金流 (亿元)



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 40: 公司各季度现金及等价物变动 (亿元)



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

六、风险提示

假设基础改变的风险。本报告的预测是基于一定的假设基础，如美团市占率维持稳定、变现率逐步提升等。若本报告基于的假设基础发生变化，则预测的结果将不再准确。

竞争格局加剧的风险。当下互联网红利已经趋近尾声，各细分行业的竞争已经趋于白热化。未来若其他互联网巨头进入美团的领域，可能会对整个市场格局及美团的业绩造成冲击。

流动性的风险。股价的波动除了与基本面相关外，还与流动性有关。近期资本市场的波动加剧，前期因海外流动性的紧缩，曾导致美团股价的大幅下挫。未来资本市场若再次出现流动性的问题，则可能会对美团的股价造成冲击。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com