

【广发海外】美团-W (03690.HK)

业绩符合预期，美团优选战略价值突显

核心观点：

- **业绩概况：**公司发布三季度业绩，2020Q3 公司实现营收 354.01 亿元，同增 28.8%，毛利率 30.57%，同比下降 4.32pct。期间费用来看，单季度 S&M 为 58.36 亿元，同增 3.93%；R&D 为 29.70 亿元，同增 38.96%。NON-GAAP 归母净利润 20.55 亿元，同增 5.82%，整体业绩符合预期。分业务营业利润上，餐饮外卖盈利 7.68 亿元，OPM 同比增加 1.6pct 至 3.7%；到店、酒旅盈利 27.87 亿元，OPM 同比增加 5.3pct 至 43.0%；新业务亏损 20.29 亿元，OPM 同比减少 3.7pct 至 -24.7%。
- **外卖广告收入延续高增长，酒店间夜增速转正。** Q3 外卖广告及其他收入 24.42 亿元，同增 60%，广告变现率同比提升 0.17pct 至 1.6%，环比 Q2 维持高位，佣金率环比提升 0.3pct 至 11.99%。由于代理商免征 VAT 和夏季补贴导致骑手成本增长，单均骑手成本环增 0.5 元至 7.3 元，导致 Q2 外卖单均盈利下降至 0.24 元。Q3 酒店间夜量同比增长 3.7% 达到 1.14 亿次，创历史新高，同时高星酒店合作数量环比增长 25%。
- **美团优选战略升级，全面布局生鲜业务。** 10 月中旬，美团优选升级为一级战略业务，加速全国布局。截至 11 月 25 日，美团优选已覆盖全国 226 个城市，三线以下占比达到 80.5%，发展势头迅猛。我们认为社区团购是互联网巨头未来两年的必争之地，该业务对于美团的生态价值贡献远高于其业务本身，既包括差异化的流量池补充，提升平台交叉导流和广告变现能力，更可以实现 2B 和 2C 供应链体系的长期协同发展。
- **投资建议：**美团的餐饮外卖竞争优势显著，持续改善商户供给的同时提升用户的精细化运营能力，单量和盈利保持稳健增长。到餐、酒店预订业务 Q3 已迎来增长拐点且 OPM 创新高，Q4 收入有望加速恢复。新业务中新零售业务增长显著，多模式并行掘金万亿生鲜市场，成为公司新增长点。预计 20~22 年公司的 NON-GAAP 净利润 54/200/344 亿元，综合 SOTP 算得每股合理价值 329.12 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球疫情的出现反复；新兴业务开拓不及预期。

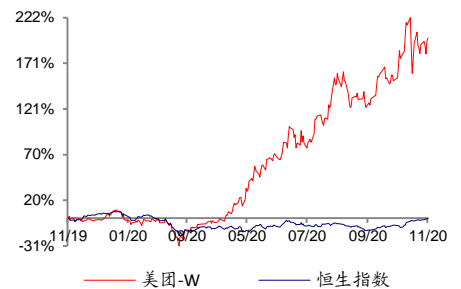
盈利预测： 注：本文“元”代表人民币，净利润\EPS 均为 NON-GAAP 口径

单位 百万元，人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	65227	97529	114663	182500	247461
增长率 (%)	92.25%	49.52%	17.57%	59.16%	35.59%
经调整 EBITDA (百万元)	-4734	7340	5551	18209	35612
归母净利润 (百万元)	-8517	4657	5437	19965	34352
EPS (元/股)	-1.45	0.79	0.92	3.39	5.84
市销率 (P/S)	22.18	14.84	12.62	7.93	5.85
市盈率 (P/E)	-	310.72	266.11	72.47	42.12
EV/EBITDA	-	196.42	128.06	65.34	38.19

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；EPS 按最新股本计算。

公司评级	买入
当前价格	289.2 港元
合理价值	329.12 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-12-01

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

相关研究：

【广发传媒&海外】美团点评- 2020-08-23
W (03690.HK) : 外卖订单加
速增长，单均利润创新高

联系人：

吴桐 021-60759783

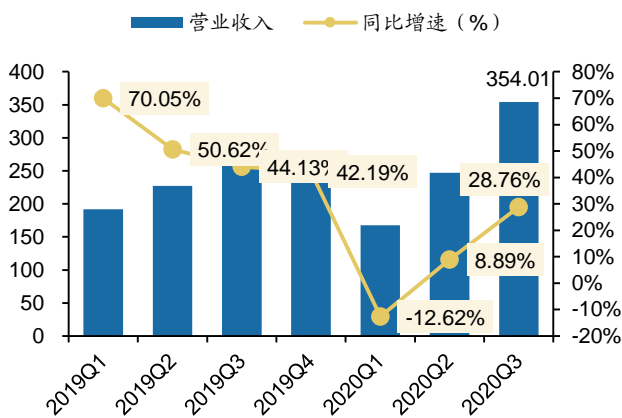
wutong@gf.com.cn

一、业绩符合预期，到店营收增速转正

业绩概况：公司发布三季度业绩，2020Q3公司实现营收354.01亿元，同增28.8%，毛利率30.57%，同比下降4.32pct。期间费用来看，单季度S&M为58.36亿元，同增3.93%；R&D为29.70亿元，同增38.96%；G&A为14.15亿元，同增34.01%。由于当期投资产生的公允价值变动收益为57.79亿元，2020Q3的GAAP归母净利润为63.21亿元，同比大幅增长373.5%；剔除该影响以及其他事项后，NON-GAAP归母净利润20.55亿元，同比提升5.82%。

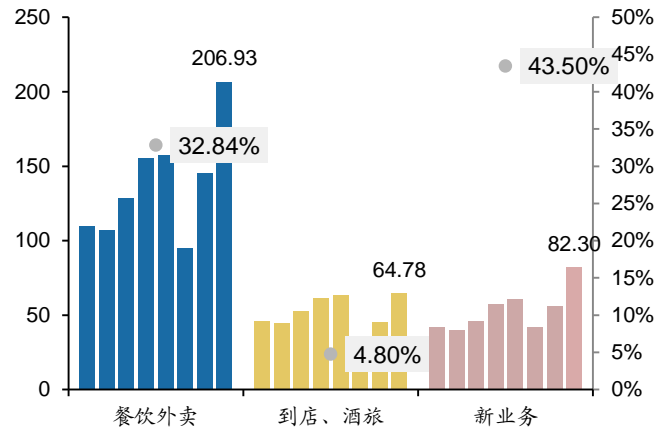
分业务来看，餐饮外卖业务实现收入206.93亿元（YoY+32.80%，QoQ+132.20%），到店和酒旅业务实现收入64.78亿元（YoY+4.80%，QoQ+19.50%），新业务实现收入82.30亿元（YoY+43.50%，QoQ+68.80%）。营业利润贡献上，餐饮外卖盈利7.68亿元，OPM同比增加1.6pct至3.7%；到店、酒旅盈利27.87亿元，OPM同比增加5.3pct至43.0%；新业务亏损20.29亿元，OPM同比减少3.7pct至-24.7%。

图1：美团点评单季度营收（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

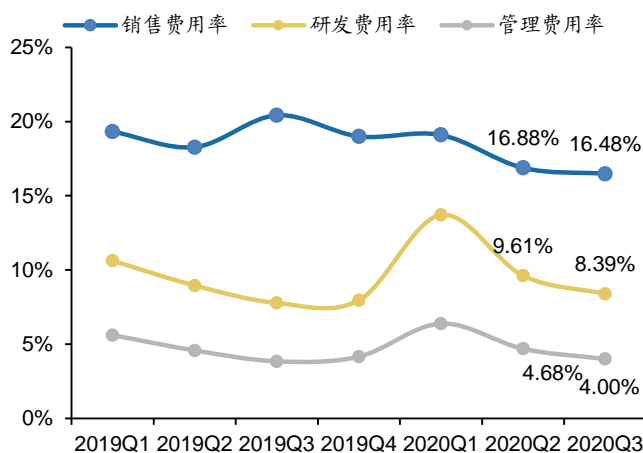
图2：美团点评分业务营收（亿元）和20Q3同比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

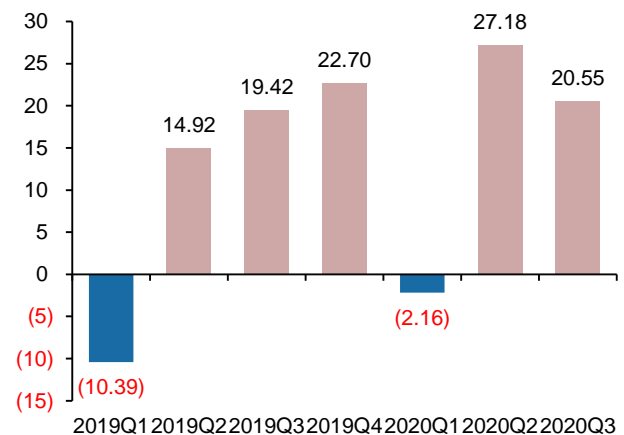
注：从左往右依次为 2018Q4~2020Q3 单季度数据

图3：美团点评分季度期间费用率走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：美团点评分季度NON-GAAP归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1: 美团点评分业务的营业利润 (亿元) 和营业利润率 (%)

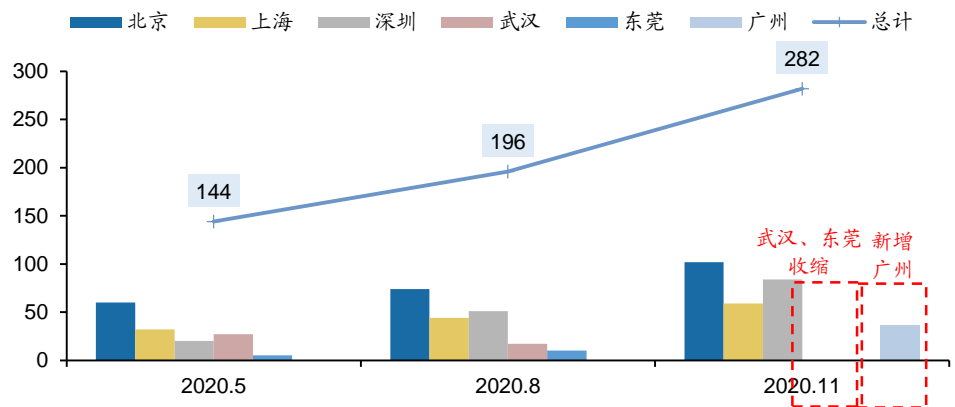
业绩分拆	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	QoQ	YoY
餐饮外卖 OP	7.6	3.31	4.83	-0.71	12.53	7.68	-38.69%	132.23%
餐饮 OPM (%)	5.89%	2.12%	3.07%	-0.75%	8.62%	3.71%	-4.90pct	1.59pct
到店、酒旅 OP	21.5	23.3	23.29	6.8	18.92	27.87	47.35%	19.54%
到店 OPM (% , pct)	40.94%	37.72%	36.64%	21.98%	41.63%	43.03%	1.40pct	5.3 pct
新业务 OP	-16.5	-12	-13.19	-13.64	-14.60	(20.29)	-39.01%	68.82%
新业务 OPM (% , pct)	-35.68%	-20.95%	-21.67%	-32.71%	-25.91%	-24.65%	1.26pct	-3.70pct

数据来源: 美团点评季报, 广发证券发展研究中心

二、从“买菜”到“优选”，O2O 模式持续迭代，美团全面布局生鲜业务

从2017年尝试经营小象生鲜以来，美团在生鲜市场多措并举，持续调整的战略打法。2019年布局前置仓模式的“美团买菜”，由于一线城市对生鲜的品质和时效性要求高，“半小时达”的前置仓模式更能满足一线城市的用户需求，经过1年半的发展，截至2020年11月，全国已经有282前置仓，平均单仓日单量达到800单，整体保持健康发展。从行业情况来看，虽然前置仓商业模式已能在部分地区成功跑通，但局限于收入能力和线上消费成熟的高线市场，根据前期报告《从生鲜O2O更迭探讨美团新业务发展之路》预测得到，2025年前置仓总市场规模为1200亿元，仅“美团买菜”的单一业务条线仍无法满足美团长期想触达的用户和获取的市场规模。

图5: 2020年5月~11月美团买菜前置仓全国分布及数量 (个)



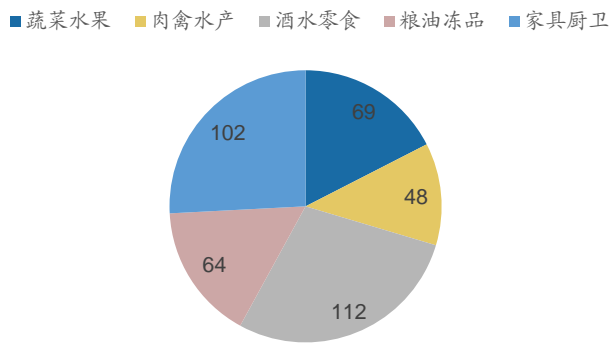
数据来源: 美团买菜 APP, 广发证券发展研究中心

美团优选: 发端于齐鲁, 志在全国“千城”。美团优选首先在7月15日上线山东济南, 选择济南出于如下两个原因考虑, 其一, 济南位于鲁中西部地区, 离北京美团总部距离较近, 其二, 济南作为二线城市的代表, 经济水平和居民消费实力都比较符合社区拼团模式目标市场的要求。美团优选在济南开城后, 除了向周边城市辐射开拓了济宁、聊城、潍坊等更下沉的三四线市场外, 还在8月22日进入了第二个省份, 湖北, 由于武汉地区用户社区团购习惯已经养成, 美团优选快速完成复刻, 上线首周日销售量就突破5万单。9月初美团优选南下进入华南地区, 上线45天后全省日单量达到40万单, 日销售额超400万, 其中10月28日广东省的订单突破60万单。

从社区团购产业链上、中、下游三个环节对美团优选做出分析:

在供应链环节，美团以地采方式搭建本地化供应链，目前SKU总量在1500个左右，每天根据实际情况上线的SKU数量会有所不同，以2020年11月12日广州市某美团优选自提点为例，当日上线的商品SKU数量总计为395个，五大类商品分别是蔬菜水果、肉禽水产、酒水零食、粮油冻品以及家居厨卫，我们统计了相关品类中SKU的数量如下，蔬菜水果69个SKU（占比17.5%），肉禽水产有48个（12.2%），酒水零食有112个（28.4%），粮油冻品64个（16.2%），家居厨卫102个（25.8%）。蔬菜水果的价格低廉，引流效果明显。虽然美团前期在供应链没有积累，但目前供应链体系都围绕本地展开，壁垒相对较低，且本地供应商对美团品牌的认可度较高，合作意愿强，所以相较于其他平台，美团在获取货源上并无明显劣势。

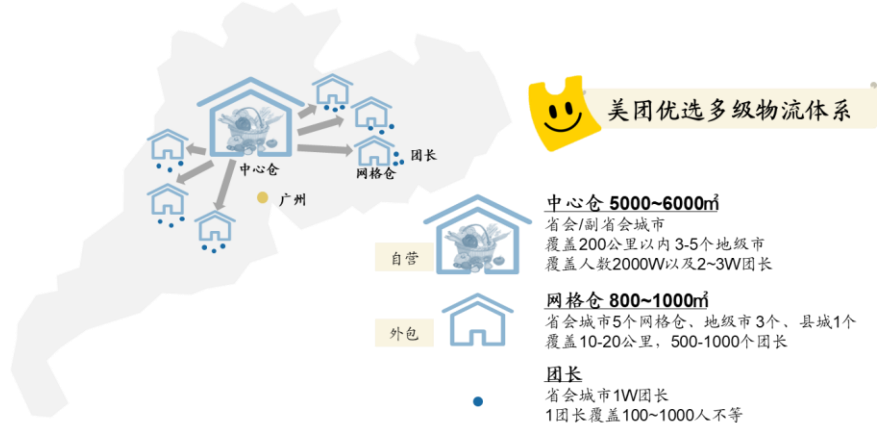
图6: 广州市某自提点美团优选品类结构展示（2020年11月12日）



数据来源：美团优选小程序，广发证券发展研究中心

中游物流：多级物流体系，自营与外包相结合。由于美团采用本地化供应链，每个地区的采购体系相对独立，中心仓是本地供应商运输货物的最终目的地，由此形成了地区中心仓-->城市网格仓-->社区团长三级分发模式，美团负责地区中心仓运营以及中心仓到城市网格仓的配送，城市网格仓的运营及城区配送则由外包商负责。中心仓一般设置于省会或者副省会城市，面积在5000~6000平米，可以辐射周边3~5个地级市，服务于2~3万个团长，覆盖约2000万人，一个省一个中心仓，在单量较大的省份可以设置两个中心仓。网格仓的面积在800~1000平米，可以服务500~1000个团长，一般5个网格仓就可以覆盖一个省会城市，3个网格仓可覆盖一个地级市，而在县城只需要1个网格仓。

图7: 美团优选多级物流体系



数据来源：美团优选小程序，广发证券发展研究中心

开拓团长方面，由于团长的数量和质量直接决定了平台触达的用户数量和平台的单量，现阶段团长是各平台争夺的关键资源。美团优选的地推团队目前包括部分既有销售人员抽调，但更多来自传统零售或老牌社区团购的新招募人员。10月初，美团优选已招募了超过2000个销售人员做线下拓展和团长运营。

在前端获客上，美团、微信小程序两大平台线上引流，迅速积累用户。美团优选拥有来自美团和微信两大平台导流，短期主要依靠团长在微信群里转发小程序广告，引导用户下单，中长期有望持续向美团主APP迁移和转化，为美团用户规模扩容。

图8：美团优选流量入口



数据来源：美团优选小程序，美团 APP，广发证券发展研究中心

优选业务战略升级。7月，在美团优选项目启动之初，美团在买菜事业部（原小象事业部）、快驴事业部之外成立了与之平级的优选事业部，由美团高级副总裁、最高管理决策机构S-team成员陈亮负责，抽调买菜、快驴、酒旅等部门的高级管理人员，组建了优选事业部团队。其中负责战略合作的辛崇阳原本是买菜事业部的负责人，销售部的刘薇原本在快驴事业部直接向郭万怀汇报。10月，美团内部进行了新一轮的组织架构调整并将美团优选升级为一级战略项目，显示出美团内部管理层对做好美团优选项目的决心。伴随美团优选在全国版图铺开，美团优选组织结构新增了五大区域负责人，并向优选事业部各业务条线的负责人汇报。

图9：美团优选调整后组织结构

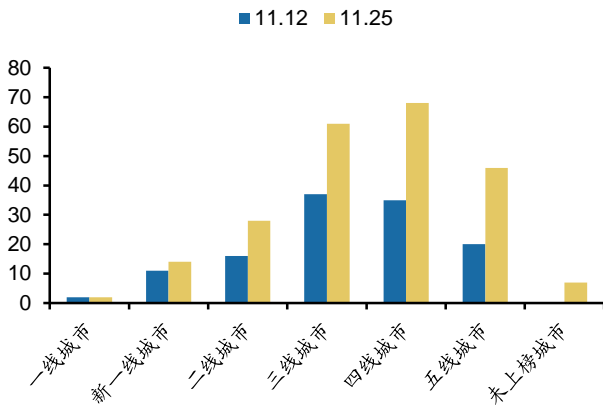


数据来源：美团官网，广发证券发展研究中心

济南、广州两大根据地向着中、西部地区扩散。通过前期在山东地区积累的经验，美团优选从10月开始加快开城步伐，10月6日进入郑州，10月25日进入杭州、福州，11月开始进入滴滴的优势地区重庆和四川。截至11月12日，根据美团小程序显示，美

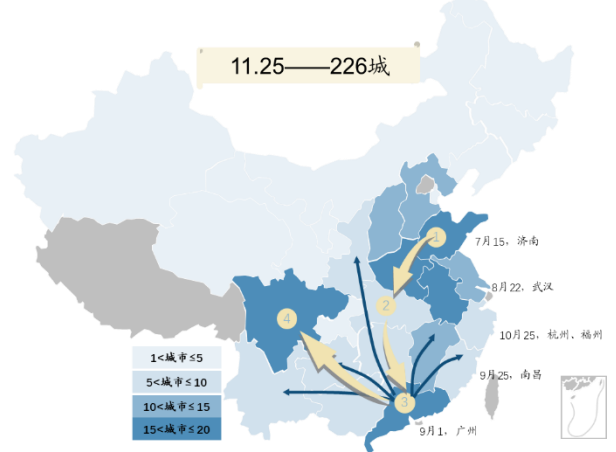
团优选已经在全国20个省份121个城市布局，其中广东、河南、山东、江西四个省份的布局城市已达到10个以上，在四川、贵州、湖北、陕西、云南布局的城市数量在5~10个之间。从分布城线来看，121个城市中，三线城市37个，四线城市35个，五线城市20个，三四五线城市合计占比达到76.03%。截至11月25日，美团布局城市数已经扩大到226个，其中三线城市61个，四线城市68个，五线城市53个，三四五线城市合计占比达到80.5%，低线城市的占比进一步提升。

图10: 2020年11月美团优选已进入城市城线分布



数据来源: 美团优选小程序, 广发证券发展研究中心

图11: 2020年11月美团优选已进入城市省份分布



数据来源: 美团优选小程序, 广发证券发展研究中心

截至目前，社区团购的主要参与者包括老牌玩家兴盛优选、十荟团、同程生活，第一批入局的橙心优选、美团优选、多多买菜等互联网巨头，以及即将加速入局的京东、字节。我们认为具备“高频、大众、刚需、深下沉、重运营”特征的社区团购将是未来两年互联网巨头们的必争之地：

(1) 万亿大市场，根据我们前期报告《从生鲜O2O更迭探讨美团新业务发展之路》提到，2019年生鲜市场交易规模达到4.98万亿元，其线上渗透率仅为7.04%，而传统的综合电商在产品上无法覆盖高频消费的低单价的叶菜和本地水果，在用户上无法触达更下沉的县域级市场，O2O的社区团购成为加速生鲜线上化的重要突破口，兴盛优选也已成功证明了该商业模式的可能性。

(2) 庞大的用户规模和高频流量入口，拼多多、美团、滴滴均将社区团购视为一级战略业务重点投入。(3) 高密度的网格仓在后期将演化出接近基于电商业务所形成的物流体系，长期实现“万物皆可团”（生鲜只是其中的一个细分品类）。

根据各家团购平台的发展目标，我们预计今年社区团购市场有望突破千亿。但是目前，社区团购市场仍处于各平台跑马圈地的粗放增长阶段，当前阶段的竞争核心在于前端拓团长，做裂变；后端抢占区域最优质的供应商和最佳仓配资源，比拼的是团队执行力和资本实力。目前，各家平台在团长端和供应链上难以做出差异化。中长期的竞争要素将围绕精细化运营和供应链建设能力展开，重点包括改善履约和异地供应链的建设。我们相对看好腾讯系的公司（能得到社交流量的支持），尤其是地面BD能力突出，长期可实现本地生活生态协同发展的美团，以及在供应链和覆盖用户上具备优势的拼多多。

根据2020Q3财报交流会信息，王兴认为美团在社区团购上的优势主要包括线下BD能力强，积累的线下零售和管理团长的经验。同时，美团在B2B领域（快驴进货）积累了供应链经验，以及全球领先的持续研发投入的智能派单系统。我们认为社区

团购对于美团的生态价值远高于业务价值:

(1) 从业务价值的角度, 社区团购需要长期的投入才能形成壁垒, 盈利周期较长, 目前业态评估的稳态净利率仅为2~3%, 对公司的利润贡献相对有限。

(2) 从生态价值的角度, 社区团购触达的是价格相对敏感的下沉市场人群, 且部分是35~45岁的日常买菜群体。该部分用户群体和外卖用户的重合度较低, 可以为美团增加庞大的流量池, 对于美团后续进行精细化分众运营, 对美团体内的其他业务交叉导流, 提升平台的广告变现能力有明显帮助。

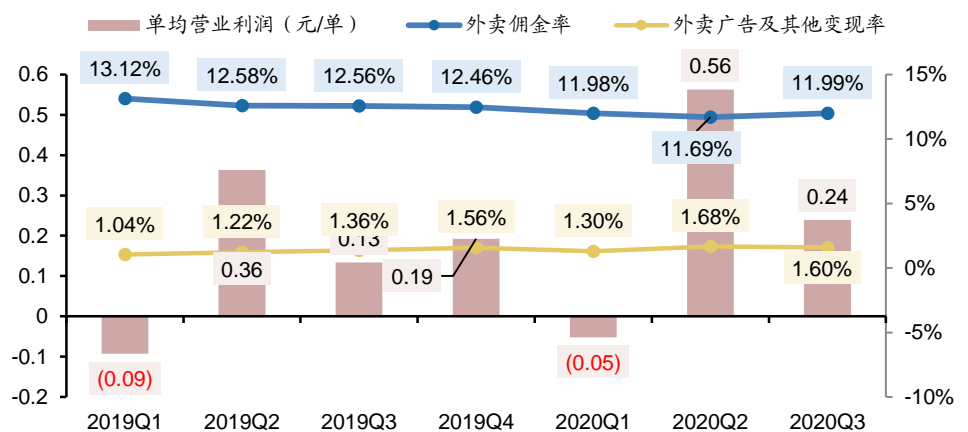
(3) 同时, 美团在B2B供应链的快驴业务上已有了多年积累, 但由于供应链的短板业务发展速度相对缓慢, 而美团可以通过社区团购平台持续培养和积累供应链能力, 长期可实现2B和2C供应体系协同发展, 而餐饮供应链也同样是万亿规模。

三、盈利预测和投资建议

与前次报告相比, 本次报告主要调整事项包括:

(1) **外卖业务上:** 随着需求环境逐渐恢复, 同时夏季作为外卖需求的旺季, 外卖单量增速持续改善, 20Q3期间, 美团完成外卖交易额笔数为32.12亿笔(日均单量为3492万单), 同比增长30.12%, 外卖交易额为1522亿元, 同比增长36.04%, 客单价从Q1的52元/单高位持续回落至47.4元/单(YOY+4.56%)。广告收入维持高增长, Q3实现广告收入24.42亿元, 同比增长60%, 广告变现率同比提升0.17pct至1.6%; 实现佣金收入182.5亿元, 同比增长29.9%, 佣金率环比提升0.3pct至11.99%, 疫情后首次恢复增长。由于夏季补贴导致骑手成本增长(单均骑手成本约为7.3元, 环比增长0.5元), Q3外卖业务的单均营业利润环比减少0.32元, 同比提升0.11元/单。

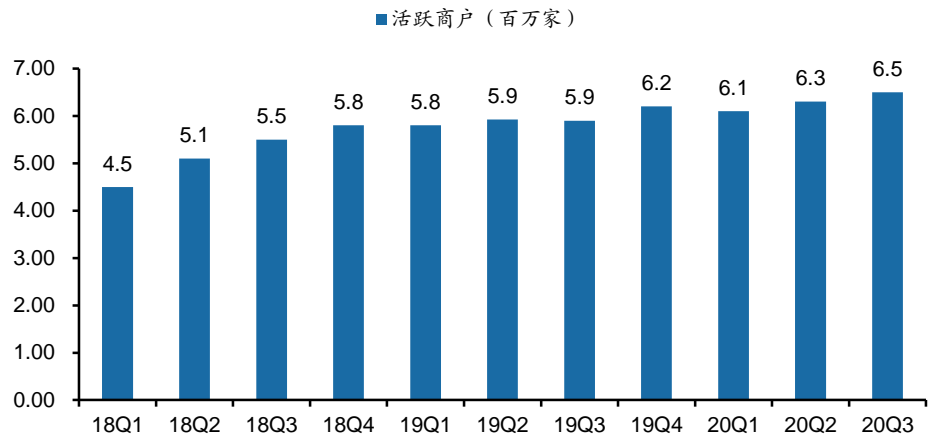
图12: 美团点评外卖单均利润率(元/单)、佣金率及广告等其他变现率(%)



数据来源: 公司年报、季报, 广发证券发展研究中心

用户增长放缓后深化精细化运营。一方面, 公司在精细化运营上继续深耕: 商户数字化升级加速, 平台积极拓展供给, Q3活跃商户数环比增加20万。在需求侧, 考虑到夏季夜宵和下午茶的消费比例提升, 美团外卖为消费者提供了多元且有吸引力的促销活动, 如开展了七夕节和珍珠奶茶主题活动, 同时资源持续向会员用户倾斜, Q3外卖会员用户数创新高, 外卖会员用户订单比例持续提升, 推动下单频次增长。

图13: 美团外卖活跃商户数走势 (百万家)



数据来源: 公司年报、季报, 广发证券发展研究中心

由于冬季的外卖需求出现季节性回落, 同时阿里在“双十一”和“双十二”期间加大外卖补贴投入, 美团外卖的市占率在整体上行趋势中出现阶段性回落, 我们调整20Q4外卖单量增速为30.45% (日均单量为3552万单), 而随着品牌商户订单占比增加, 广告变现率有望提升, 调整20Q4外卖业务的营业收入为213.4亿元, 同比增长35.8%, 2020~2021年外卖的收入分别为661亿元和1055亿元, 分别同比增长20.5%和59.6%。骑手成本和补贴率预计环比持平, 预计Q4外卖单均盈利0.21元, 调整利润为6.89亿元, 2020~2021年调整的营业利润为104.6亿元和245.0亿元。

(2) 到店业务方面, 三季度开始, 随着线下消费恢复加速, 公司也开始加大到店餐饮运营活动, 与商户推出了各类折扣券和团购套餐, 8月初堂食日订单增加到700万单, 同比增长40%。7月初, 公司联合15万商家开展“玩美季”暑期活动, 覆盖了美容美体、医美、运动健身、宠物、亲子乐园、教育培训、婚纱摄影等188个品类, 投入补贴金额1亿元, 有效促进了到店业务收入的恢复。到店业务中包括丽人、亲子及汽车服务等均实现正增长。随着国内旅游持续复苏, Q3平台的酒店间夜量同比增长3.7%达到1.14亿次, 创历史新高, 同时高星酒店合作数量和间夜量占比均有明显增长。

到店广告收入增速较快, 交易业务收入增长转正。2020Q3到店业务实现佣金收入33.21亿元, 同比增长0.42%; 实现广告及其他收入31.57亿元, 同比增长9.85%, 广告及其他收入的占比为48.73%。我们预计Q4餐饮、酒店、休娱、美业等收入增长有望实现加速恢复, 调整Q4到店营业收入增长至12.5%, 2020~2021年到店业务营业收入为212.71和315.79亿元, 分别同比下滑4.5%和同比增长48.5%, 调整OPM维持在40%附近。

(3) 新业务方面, 美团买菜、闪购业务的营收迅速增长: 美团买菜Q3交易用户和交易量均快速增长, 用户数环比增长100%, 交易量环比增长120%。闪购业务中药品种类的销售额同比增长230%, 鲜花品类的销售额同比增长160%。此外, RMS、快驴供应链等业务也正在快速恢复, 10月底快驴APP的月活用户数已达到46万, 同比增长17.21%。出行方面, 截至Q3, 运营效率更高, 盈利能力更强的电单车投放数已近百万, 我们预计新投放单车将推升Q4的收入增速。

考虑到美团已将社区团购作为一级战略业务投入, 且市场竞争相对激烈, 预计新业务在Q4和明后年的收入增长有望加快, 同时亏损幅度也会增大。我们调整20Q4年新业务营收增速至52.7%, 2020~2021年收入增速分别为33.9%和66.4%, 下调20Q4

新业务的调整后营业利润亏损30.6亿元，2020~2021年新业务的亏损金额分别为80.4亿元和98.8亿元。

最终体现为2020年美团点评的营业收入为1146.6亿元，同比增长17.6%，NON-GAAP净利润54.37亿元，同比增长16.7%。

表 2: 美团点评分业务的营业收入、营业利润预测 (亿元, 人民币) 和同比增速 (%)

财务指标	2019A	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2020E	2021E
餐饮外卖销售收入	548.43	94.90	145.44	206.93	213.41	660.69	1054.69
增长率 (%)	43.8%	-11.4%	13.2%	32.8%	35.8%	20.5%	59.6%
到店、酒旅收入	222.75	30.95	45.44	64.78	71.54	212.71	315.79
增长率 (%)	40.6%	-31.1%	-13.4%	4.8%	12.5%	-4.5%	48.5%
新业务收入	204.10	41.68	56.34	82.30	92.90	273.23	454.53
增长率 (%)	81.5%	4.9%	22.1%	43.5%	52.7%	33.9%	66.4%
营业收入总计	975.29	167.54	247.22	354.01	377.86	1146.63	1825.00
增长率 (%)	49.5%	-12.6%	8.9%	28.8%	34.2%	17.6%	59.2%
餐饮外卖销售 OP	14.34	-0.71	12.53	7.68	6.89	26.40	147.43
到店、酒旅 OP	85.32	6.80	18.92	27.87	30.91	84.50	132.84
新业务 OP	-75.76	-13.64	-14.60	-20.29	-30.58	-80.41	-98.78

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 所属行业其他公司的估值比较 (样本日期: 2020/12/01, 按照 2020 年 12 月 01 日汇率中间价折算)

公司名称	所处行业	总市值 (百万美元)	2020年预计		PS			PE		
			归母净利润 (百万美元)	营收规模 (百万美元)	(其他公司选择彭博一致预期)			(其他公司选择彭博一致预期)		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
美团点评	本地生活	219489	1057	17394	14.84	12.62	7.93	310.72	266.11	72.47
Grubhub	餐饮外卖 行业	6496	-1	1792	4.95	3.62	3.02	88.68	—	108.13
Delivery Hero		9508	-919	2993	6.86	3.18	1.82	—	—	—
Takeaway.com		15727	54	2748	33.78	5.72	4.06	—	292.65	80.75
餐饮外卖行业平均					15.20	4.17	2.97	88.68	292.65	94.44
Groupon	本地生活 服务	917	-61	1401	0.41	0.65	0.94	12.33	—	31.10
Yelp		2535	62	866	2.50	2.93	2.60	15.61	40.62	23.86
ANGI		6108	-6	1461	4.61	4.18	3.70	157.78	—	—
Zillow		25311	18	3262	9.23	7.76	5.38	—	1440.56	318.61
58 同城		0	621	2354	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Uber		89458	-5363	11289	6.94	7.92	5.44	—	—	—
Lyft		12396	-883	2372	3.43	5.23	3.69	—	—	—
到店服务行业平均					3.87	4.10	3.11	46.43	493.73	93.39
Ctrip.com	酒店旅行 服务	20289	-332	2771	3.93	7.32	4.47	29.11	—	24.53
Booking		84067	312	6792	5.58	12.38	8.20	18.84	269.77	35.37
Expedia		17499	-1092	5435	1.45	3.22	2.21	18.60	—	84.28
TOUR		432	0	0	1.34	—	—	—	—	—
TripAdvisor		3703	-151	604	2.37	6.13	3.86	14.81	—	60.93
酒旅 OTA 平台行业平均					2.93	7.26	4.68	20.34	269.77	51.28

Square		95833	389	9071	42.56	10.56	7.99	250.11	246.31	170.29
Wirecard	企业服务	74	783	4014	0.03	0.02	0.01	0.11	0.09	0.07
Global Payments		58978	1927	6818	8.28	8.65	7.71	47.62	30.61	24.67
Fiserv		77456	3020	14258	5.36	5.43	5.09	27.91	25.65	21.37
商户服务行业平均					10.53	5.80	5.68	60.89	88.23	41.02
阿里巴巴		723774	27248	105321	0.99	6.87	5.29	3.57	26.56	21.12
京东	综合电商	136721	2531	112703	1.64	1.21	0.99	87.84	54.02	37.41
拼多多		176652	-477	7803	40.48	22.64	14.59	—	—	300.75
电商竞争者行业平均					14.37	10.24	6.96	31.64	116.78	94.30

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

考虑美团点评餐饮外卖的市占率处于绝对领先地位, 盈利模式跑通后净利润将保持高速增长, 明年VAT对骑手成本的影响因素有望消除, 同时变现率有望恢复。我们预计2020~2021年对应单均利润为0.26元/单、1.0元/单, 调整后利润贡献分别26.40亿元、147.43亿元, 分别同比增长86.41%、458.38%, 由于外卖净利润处于高速增长期, 我们给予2021年经营正常状态下的外卖业务60xPE, 对应分部估值为8846亿元。

到店、酒店和旅游业务已实现盈利, 且盈利能力将随着广告收入占比提高而持续提升, 到店和酒旅业务20~22年的调整后利润分别为84.5、132.8和182.2亿元。参考2021年实现盈利的本地生活服务公司的估值, 结合公司业绩增长, 我们给予2021年正常经营下的到店、酒店和旅游业务40xPE, 对应合理市值为5314亿元人民币。

新业务主要包括非餐饮外送、商户服务业务和出行业务, 其中非餐饮外送业务参考外卖行业的平均PS估值为3.0x, 海外商户服务公司的平均PS估值为5.2x, 出行业务的参考PS估值为3.1x, 新零售和生鲜业务的估值可以参考前期报告《从O2O生鲜模式更迭探讨美团生鲜业务发展之路》的分析, 社区团购按照明年预期GMV对标兴盛优选给予估值。综合考虑到新业务各项营收权重, 算得新业务2021年对应合理市值为2273亿元人民币。

如下表所示, 采用SOTP方法算得美团点评的每股合理价值为329.12港元/股。

表 4: 美团点评分部估值情况

业务类型	餐饮外卖	到店、酒店和旅游	新兴业务
21年预计营收(亿元人民币)	1055	316	455
21年预计利润(亿元人民币)	147.43	132.84	-98.78
估值参考	参考 PE 60x	参考 PE 40x	参考 PS 5x
合理估值(亿元人民币)	8846	5314	2273
20年合理总市值(亿元人民币)		16432	
汇率 HKD/CNY		0.8487	
20年合理总市值(亿港元)		19362	
总股本(百万股)		5883	
每股合理价值(港元/股)		329.12	

资料来源: 广发证券发展研究中心

投资建议: 美团的餐饮外卖竞争优势显著, 持续改善商户供给的同时提升用户的精细化运营能力, 单量和盈利保持稳健增长。到餐、酒店预订业务Q3已迎来增长拐点且OPM创新高, Q4收入有望加速恢复。新业务中新零售增长显著, 公司多措并举据

金万亿生鲜市场，其中美团优选已升级为一级战略业务，其生态价值远高于业务价值，有望成为公司新增长点，但短期加剧新业务的亏损。预计20~22年公司营收分别为1147/1825/2475亿元，NON-GAAP净利润54.4/200/344亿元，综合SOTP算得每股合理价值329.12港元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

- (1) 全球疫情的控制时间延长，本地生活业务的影响程度超预期。
- (2) 由于经济持续下行和消费者习惯转变导致餐饮外卖线上渗透率和下单频次的提升速度放缓。经济景气度的下滑也会引起酒店业务的间夜量增长速度低于预期。
- (3) 货币化率提升存在瓶颈，佣金率持续提升会对用户下单的积极性和商户上线意愿产生负面影响，在线营销比重提升会对用户使用体验产生负面影响，难以保证货币化率长期的持续提升。
- (4) 新业务培育速度低于预期，目前美团优选、金融支付，供应链管理，企业服务，美团打车等新兴业务尚处于培育期，可能因为相关领域的业务和管理经验不足导致其业务增速低于预期。
- (5) 行业竞争加剧的风险。2020年3月阿里集团宣布本地生活战略升级，将支付宝打造为本地生活服务平台，行业竞争或有加剧风险。2020Q4多家互联网巨头宣布布局社区团购业务，竞争持续升温。
- (6) 预测部分参考的部分行业数据来自第三方公司统计，可能与实际数据存在差异。

附表：

表5：美团点评核心经营数据一览（货币单位：人民币）

核心经营指标	18Q3	18Q4	18A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	20Q2	20Q3
活跃商户 (百万家)	5.5	5.8	5.8	5.8	5.90	5.90	6.2	6.2	6.1	6.3	6.5
YOY	44.70%	31.80%	31.80%	28.89%	16.20%	7.27%	6.90%	6.90%	5.17%	6.31%	10.17%
交易用户数 (亿人)	3.82	4.00	4.00	4.12	4.23	4.36	4.51	4.51	4.49	4.57	4.77
YOY	30.30%	29.16%	29.16%	26.40%	18.41%	14.08%	12.63%	12.63%	8.94%	8.21%	9.34%
人均年化交易笔数 (笔/人/年)	22.7	23.8	23.8	24.8	25.5	26.5	27.4	27.4	26.2	25.7	26.8
YOY	32.70%	26.60%	26.60%	23.38%	19.20%	16.74%	15.13%	15.13%	5.65%	0.78%	0.90%
交易金额(亿元)											
餐饮外卖	800	802	2829	756	931	1119	1121	3927	715	1088	1522
YOY	54.40%	40.70%	65.30%	38.72%	36.50%	39.88%	39.78%	38.9%	-5.42%	16.89%	36.04%
到店、酒店及旅游	493	447	1768	464	513	639	604	2220			
YOY	13.90%	12.00%	11.80%	15.14%	20.70%	29.61%	35.12%	25.57%			
新业务及其他	164	131	559	164	148	188	174	674			

YOY	82.20%	81.90%	99.60%	22.39%	14.10%	14.63%	32.82%	20.30%			
各业务加总	1457	1380	5156	1384	1592	1946	1899	6821			
YOY	39.96%	32.56%	44.34%	27.91%	28.70%	33.56%	37.61%	32.29%			
货币化率 (%)											
餐饮外卖	13.97%	13.72%	13.48%	14.16%	13.80%	13.92%	14.02%	13.97%	13.27%	13.36%	13.59%
到店、酒店及旅游	9.00%	10.28%	8.96%	9.68%	10.22%	9.67%	10.52%	10.03%			
新业务及其他	21.15%	32.08%	20.11%	24.24%	31.17%	30.51%	34.97%	30.28%			
总货币化率	13.09%	14.35%	12.65%	13.85%	14.26%	14.13%	14.83%	14.30%			
外卖单量											
餐饮外卖 (百万单)	1787.50	1832.30	6393.40	1662.60	2085.10	2469.10	2505.30	8722.10	1374.50	2228.90	3212.70
YOY	48.45%	35.32%	56.32%	35.79%	34.59%	38.13%	36.73%	36.42%	-17.33%	6.90%	30.12%
酒店业务											
间夜量 (百万)	76.1	74.4	284.5	78.6	94	109.8	110	392.4	42.8		113.9
YOY	34.93%	25.68%	38.78%	28.64%	28.90%	44.28%	47.85%	37.93%	-45.55%	78	3.73%

数据来源：公司招股书、年报、季报，广发证券发展研究中心

单位: 亿元, 人民币					
至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	731	821	1058	1489	2033
货币资金	170	134	395	463	659
应收及预付	95	103	155	246	334
存货	4	3	3	4	5
其他流动资产	461	582	504	776	1035
非流动资产	475	499	471	457	445
长期股权投资	83	94	94	94	94
固定资产	40	54	43	37	31
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	339	327	325	317	311
其他长期资产	13	24	8	8	8
资产总计	1207	1320	1528	1946	2478
流动负债	318	366	514	782	1035
短期借款	18	36	34	55	74
应付及预收	127	140	281	427	563
其他流动负债	107	121	141	209	274
非流动负债	23	34	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	24	24	24
负债合计	342	400	538	806	1059
股本	0	0	0	0	0
资本公积	2525	2559	2520	2520	2520
留存收益	-1660	-1638	-1528	-1379	-1100
归属母公司股东权益	865	921	991	1140	1419
少数股东权益	0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
负债和股东权益	1207	1320	1528	1946	2478

单位: 亿元, 人民币					
至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	652	975	1147	1825	2475
营业成本	501	652	797	1157	1478
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	159	188	194	306	389
管理费用	58	43	54	91	124
研发费用	71	84	112	168	223
利息支出	2.9	1.7	5.2	8.2	11.2
利息收入	0.4	1.9	2.3	3.7	4.9
公允价值变动收益	-1027	2	57	57	57
投资净收益	7	25	23	23	23
营业利润	-1155	28	73	187	349
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-1155	28	73	187	349
所得税	0	5	3	37	70
净利润	-1155	22	70	150	279
少数股东损益	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
归母净利润	-85	47	54	200	344
EBITDA	-47	73	56	182	356
EPS (元)	-1.4	0.8	0.9	3.4	5.8

单位: 亿元, 人民币					
至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-92	56	249	339	458
净利润	-1155	28	73	187	349
折旧摊销	54	48	33	30	29
营运资金变动	-50	-26	144	156	145
其它	1061	11	2	4	5
投资活动现金流	-234	-102	13	-287	-277
资本支出	-88	-44	-23	-16	-17
投资变动	-150	-73	36	-271	-260
其他	4	13	0	0	0
筹资活动现金流	293	11	-1	17	15
银行借款	12	36	-1	20	19
股权融资	276	4	0	0	0
其他	0	0	3	0	0
现金净增加额	-23	-37	261	68	195
期初现金余额	194	170	134	395	463
期末现金余额	170	134	395	463	659

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	92.3	49.5	17.6	59.2	35.6
营业利润增长	-508.3	101.9	211.7	114.6	86.4
归母净利润增长	-510.5	101.9	211.3	114.6	86.4
获利能力					
毛利率	36.0	23.2	33.0	35.0	23.2
净利率	-177.1	2.3	6.1	8.2	11.3
ROE	-502.7	2.5	7.3	14.0	21.8
ROIC	-262.8	6.7	9.7	26.7	51.7
偿债能力(%)					
资产负债率	28.3	30.3	35.2	41.4	42.7
净负债比率	39.5	43.4	54.3	70.8	74.6
流动比率	229.8	224.5	205.9	190.5	196.5
速动比率	83.8	65.7	107.1	90.8	96.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	145.1	181.1	95.7	81.9	76.7
存货周转率	205.2	193.1	263.3	318.6	338.9
每股指标(元)					
每股收益	-1.4	0.8	0.9	3.4	5.8
每股经营现金流	-0.6	-0.6	4.4	1.2	3.3
每股净资产	14.7	15.6	16.8	19.4	24.1
估值比率					
P/S	22.2	14.8	12.6	7.9	5.8
P/E	-	310.7	266.1	72.5	42.1
EV/EBITDA	-	196.4	128.1	65.3	38.2

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
吴桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。