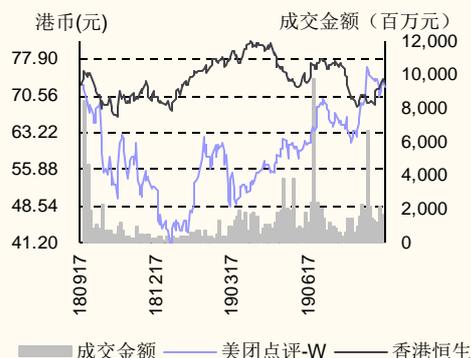


市价 (港币): 72.000 元  
目标 (港币): 85.49-85.49 元

## 规模效应渐成, 盈利潜力初现

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 5,798.43  
总市值(百万元) 419,226.32  
年内股价最高最低(元) 76.200/41.200  
香港恒生指数 27124.55



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对 18.43 34.01  
相对香港恒生 18.80 40.52

## 相关报告

- 《聚焦精细化运营, 推动高质量成长-《2019-05-25 公司研...》, 2019.5.26
- 《竞争加剧, 减持在即-《2019-03-12 港股公司深度研究》, 2019.3.13
- 《从模仿者到谋局者, 从幸存者到领跑者-《2018-11-30 港...》, 2018.11.30

孙玮 联系人  
sunwei1@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	65,227	92,377	132,519	179,321
同比增长	92.3%	41.6%	43.5%	35.3%
母公司股东溢利(百万)	(8,515)	(1,981)	(55)	1,871
同比增长	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
毛利率	23.2%	31.7%	34.5%	36.2%
净利润率	-177.0%	-2.1%	0.0%	1.0%
每股收益	(3.13)	(0.35)	(0.01)	0.33
每股经营现金流	(3.37)	1.18	2.37	3.05
市盈率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	199.6x
市净率(倍)	2.1x	4.4x	4.4x	4.3x

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

## 基本结论

- **规模增长放缓背景下转向利润考量。**2019 美团首次转亏为盈, 源于 1) 成本端骑手费用受益于二季度天气良好, 补贴降低, 且规模优势下配送效率提升; 2) 新业务大幅减亏; 3) 二季度销售、管理、研发费用率降至近三年最低值。整体经营效率提升的背后是总交易规模增速的进一步放缓。我们认为美团完成本地生活服务综合平台的基础搭建后, 开始加速商业化变现, 由规模增长转向利润考量。
- **到家业务: 防御性战略下规模优势渐成。**美团以防御性战略避开饿了么在三四线城市的直面竞争, 且通过寻求规模优势, 不断提升配送效率, 盈利改善好于预期。目前来看, 阿里携饿了么+口碑对美团正面狙击的效果有限, 且根据国金最新的跟踪数据, 7-8 月补贴比例开始回落。美团初战告捷, 但同时我们也认为未来在外卖业务盈利持续改善的同时, 美团依然会重回三四线, 因为来自三四线的外卖需求对提升整体规模具有着非常重要的意义。
- **到店业务: 交叉导流下业务不断延伸, 变现能力加速。**平台导流优势下, 美团到店核心业务正以低成本的方式不断扩张, 利润中心继续巩固。此外, 结合平台优势, 美团一方面加强营销内容的输出, 另一方面本地业务延伸至健身、医美、生活服务等, 变现能力加速。
- **创新业务: 减亏目标下多以轻模式探索。**短期以减亏为主要目标, 多以轻模式推广, 重投入的业务则有所缩窄。以出行为例, 打车聚合模式目前已推广至 42 个城市, 且从国金跟踪的 MAU 数据来看, 已快速上升至滴滴打车的 1/3。而重投入的共享单车则降低投放量, 提高单次收费积极减亏。

## 估值与投资建议

- 基于公司最新指引以及二季度数据好于预期, 我们调整了 19-21 年的营收预测以及费用率假设, 19-21 年 EPS 分别由-2.16/-2.42/-3.11 元上调至-0.35/-0.01/0.33 元。采用 DCF 方法估值 (WACC: 11.6%/永续增长率: 1%), 12 个月目标价升至港币 85.49 元, 投资评级由“中性”上调至“买入”。

## 风险提示

- 1) 商户产品质量和服务口碑的波动; 2) 新业务拓展不达预期影响估值; 3) 限售股解禁风险。

## 内容目录

一、从规模增长转向利润考量.....	3
二、到家业务：防御性战略下规模效应渐成.....	5
三、到店业务：交叉导流赋能，在线营销变现加快.....	8
四、新业务：减亏目标下的战略调整.....	11
五、估值与投资建议.....	13
六、风险提示.....	15
附录：三张报表预测摘要.....	16

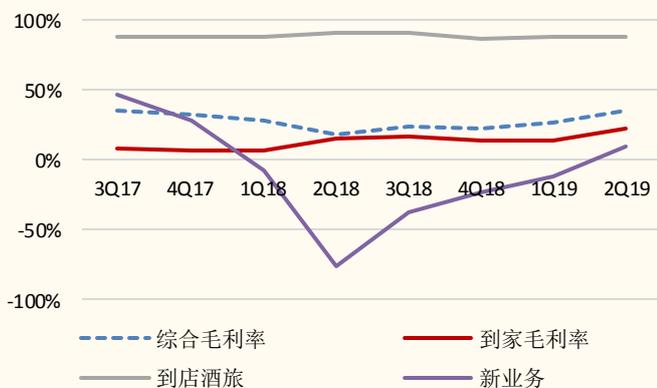
## 图表目录

图表 1：到家业务和新业务毛利提升显著.....	3
图表 2：费用率继续降低.....	3
图表 3：外卖增速进一步放缓.....	4
图表 4：日消费时长近几个月快速爬升.....	4
图表 5：外卖业务客单价和变现率趋势.....	5
图表 6：外卖骑手每单成本（按 1P 占比 65%测算）.....	5
图表 7：外卖交易笔数占总交易笔数的 7 成左右.....	5
图表 8：外卖毛利率呈波动向上.....	6
图表 9：交易量季节间波动向上.....	6
图表 10：到店业务 take rate 稳步上升.....	9
图表 11：到店业务营收及增速.....	9
图表 12：酒店间夜数二季度同比增长 29%.....	9
图表 13：与携程系酒店间夜数差距不断拉大（指数化*）.....	9
图表 14：年度活跃商家数增速放缓.....	10
图表 15：在线营销收入增速加快.....	10
图表 16：“必系列”榜单.....	10
图表 17：生活服务类商家.....	10
图表 18：美团医美营销页面.....	11
图表 19：天猫 99 划算节医美推广.....	11
图表 20：聚合模式下主要城市的打车业务 MAU 对比.....	12
图表 21：打车业务司机费用支出大幅缩窄.....	12
图表 22：美团单车 MAU（以 2017/01 月数据为 100，指数化处理）.....	12
图表 23：美团馒头直聘页面.....	13
图表 24：DCF 估值模型.....	14

## 一、从规模增长转向利润考量

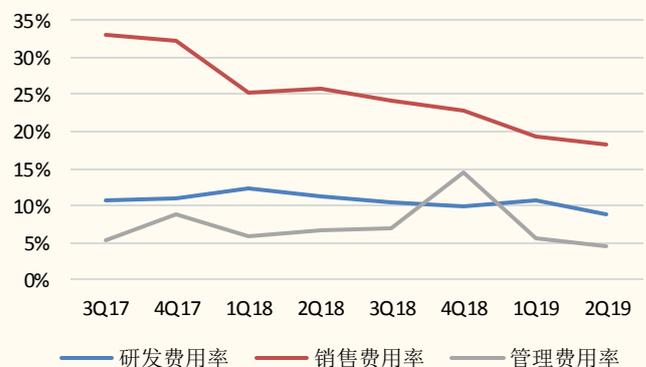
美团 2Q19 实现归母净利润 8.8 亿元，经调整净利润 14.9 亿元，首次实现季度利润转正。利润转正主要的原因来自于三个原因：到家业务盈利能力持续改善、新业务的大幅扭亏和整体费用率的进一步缩窄。从过去几个季度的数据来看，公司的综合毛利率受外卖毛利率和新业务毛利率（包括骑手成本、打车补贴、单车折旧等）影响较大。而二季度天气状况良好，外卖骑手激励补贴大幅降低，同时规模效应下外卖配送效率进一步提升，使得到家业务的毛利率同比上升 6.4pts 至 22.3%，环比提升了 7.9pts。此外网约车转型平台聚合模式和单车投放减少导致折旧成本的大幅降低也使得新业务板块的毛利率由负转正，改善明显。另一方面，公司整体的销售、管理和研发费用率均处于过去八个季度以来的最低值，三项总费用率同比下降了 8.0pts，环比下降 3.8pts，对公司扭亏为盈产生重要贡献。

图表 1：到家业务和新业务毛利提升显著



来源：公司财报，国金证券研究所

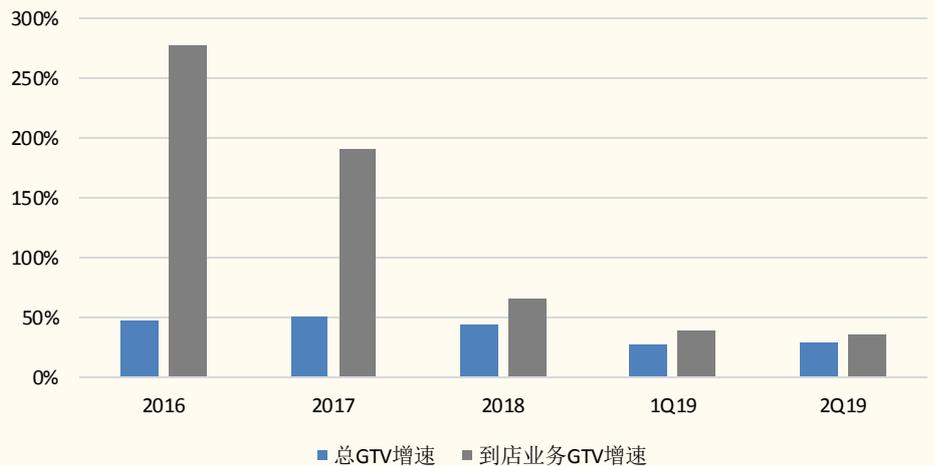
图表 2：费用率继续降低



来源：公司财报，国金证券研究所

随着中国移动互联网行业的用户红利逐步见顶，我们看到今年上半年美团和阿里、京东等国内头部互联网企业一样，开始了从大规模投入追求营收增长到精细化运营追求利润水平的战略转变。美团总体交易规模的同比增速已经连续两个季度低于 30%，而到家业务 GTV 二季度的增速也进一步放缓至 37%。从 ROI 的角度考量，平台通过粗放式的费用投入拉动整体交易规模增长的边际效应在降低。但就目前的体量和市场份额而言，美团确实已经成功跨过了财务意义上的盈亏平衡点，具备了规模性盈利的能力。在二季度业绩中，美团已经向市场展示，通过拉升老业务盈利能力、有节制探索新业务和整体管理水平的提升这个组合拳，公司将逐渐走入一个经营性现金流充沛、利润率不断提升的良性发展阶段。这个转变点出现的时间，比我们预期的要更早。

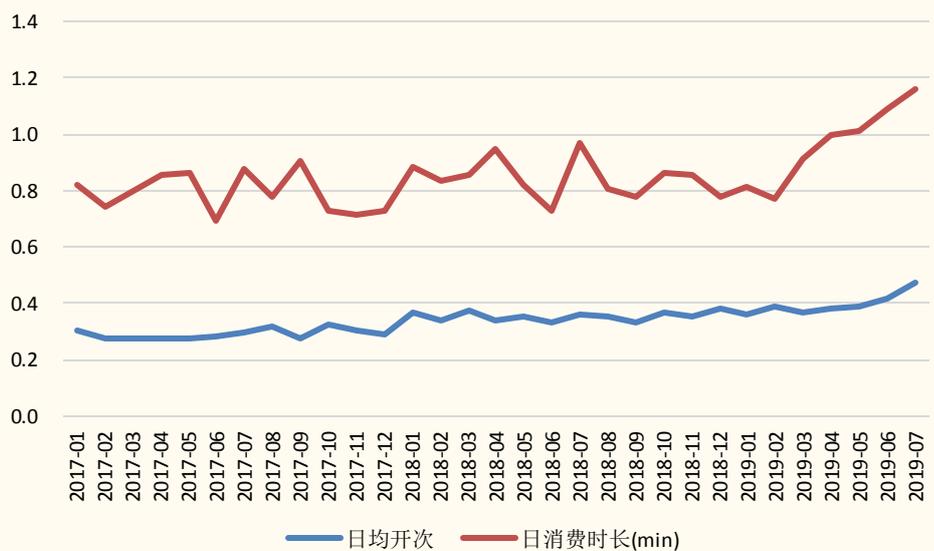
图表 3：外卖增速进一步放缓



来源：公司财报，国金证券研究所

另一个正面的信号是，我们看到美团用户的粘性正在逐步增强。这意味着，把美团打造为一个生活服务品类的超级入口的战略目标正得到有效执行。从国金证券研究创新中心的监控数据来看，美团 APP 的日均开次和日消费时长近期出现快速抬升的趋势，一定程度上也侧面验证了美团在积极通过提供更丰富的本地生活服务内容，积极提升平台用户的活跃度，提升对平台的粘性。从中长期看，我们认为美团将持续切入餐饮之外的其他垂直生活服务品类（如健身、招聘、家政、医疗美容等）。尽管消费频率会降低，甚至会触达本地生活服务的长尾需求，但除了与其他业务配合形成交叉销售的可能之外，低频品类在本身的 take rate 和广告营销收入也具有相当大的想象空间。总体来说，我们认为在规模增速进入一个相对稳定的增速区间，美团开始从追求规模的增长转向利润的考量。因而资源投入上转向精细化运营，更看重整体变现率的提升和投入产出比考量下整体费用率的控制。

图表 4：日消费时长近几个月快速爬升

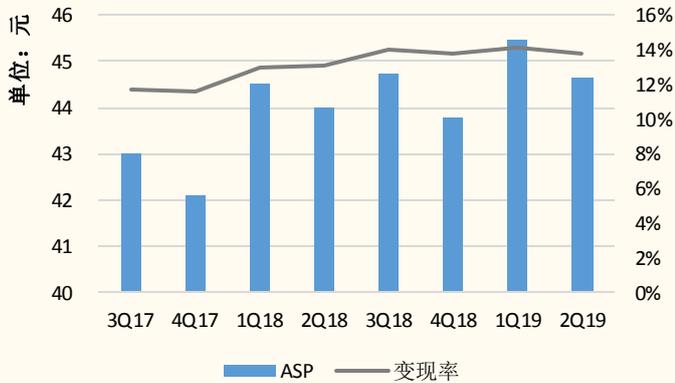


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

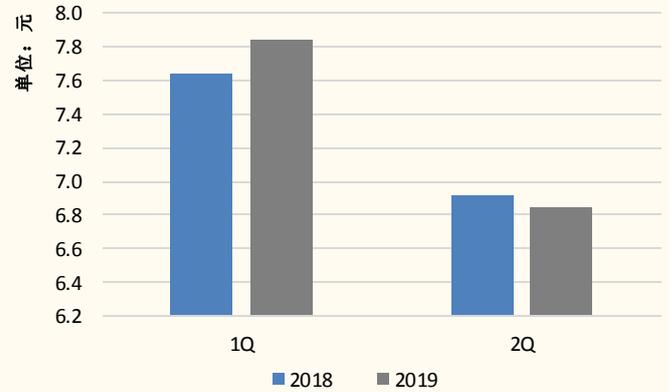
## 二、到家业务：防御性战略下规模效应渐成

二季度业绩主要的亮点在于初具曙光的外卖盈利模型：客单价同比上升1.4%，变现率同比上升了0.7pts，每单骑手成本（按1P占比65%）同比下降1.1%，综合提升毛利率6.4pts。

图表 5：外卖业务客单价和变现率趋势



图表 6：外卖骑手每单成本（按1P占比65%测算）

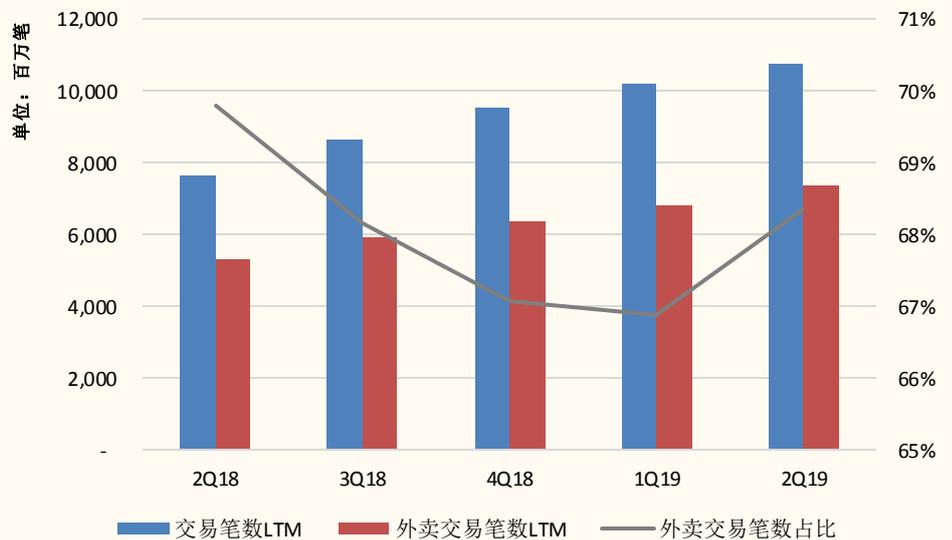


来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

我们整理了过去几个季度的外卖订单量和整体订单量，由于公司公布的交易用户口径是基于过去12个月的数据，因此，我们以过去12个月（LTM）的滚动数据口径整理。从过去几个季度的数据来看，外卖交易笔数占整体近七成。这也使得目前业务结构下外卖的毛利率对整体的盈利依然起着至关重要的角色。

图表 7：外卖交易笔数占总交易笔数的7成左右



来源：公司财报，国金证券研究所

在外卖GTV增速放缓的背景下，季节性的因素对订单、客单价、骑手成本造成的季度间的波动性逐渐体现。

客单价方面，由于外卖的需求中很大一部分来自于在校学生群体，因此在校园订单集中的二季度和四季度客单价相对较低；而寒暑假学生放学回家，校园单减少，因而整体的客单价相对高一些。另外春节期间用户对价格敏感度较低，因此客单价相应会高些。而在交易量方面，则是季节天气影响因素更大些，

比如炎热、寒冷天气，相应的外卖需求量会上升，但与此同时骑手的激励补贴也更高。

我们认为，相较于季度间客单价的波动，骑手的补贴成本才是真正决定盈利质量的关键。虽然我们期待外卖配送效率的整体提升能够系统性、“永久性”地降低骑手成本，但目前而言这个迭代进度不会特别快。我们判断美团今年三、四季度的骑手成本大概率会回到每单 7 元以上，整体的毛利率仍会出现明显的波动趋势。

图表 8：外卖毛利率呈波动向上



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 9：交易量季节性波动向上



来源：公司财报，公司国金证券研究所

尽管饿了么从去年四季度开始对美团的外卖业务发起了声势浩大的正面攻势，但实际对美团造成的冲击却明显低于我们的预期。从我们跟踪的 Top100 城市外卖市场份额的数据来看，过去三个季度激烈的外卖大战对整体份额的影响并不显著，美团在 Top100 城市的市场份额一直维持在 65%左右，来自阿里饿了么+口碑的本地生活服务体系的反击在总体的竞争格局并没有造成大的改变。

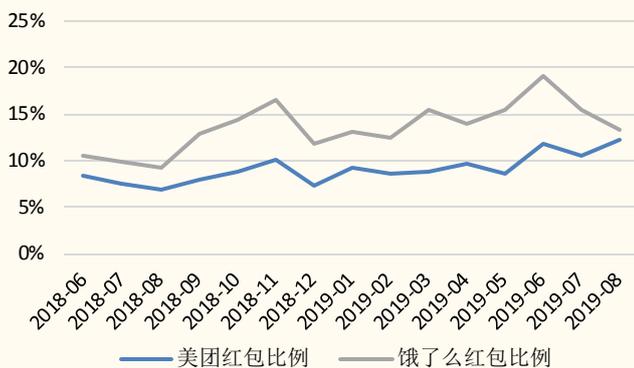
图表 10：Top100 城市美团市占率



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

究其原因，我们认为饿了么这轮的高举高打还是采用高额补贴去冲击美团优势区域的用户、骑手和商家资源等。但这种传统战术的背后显示出，饿了么还没有真正找出美团外卖业务上的软肋。从我们监控的数据来看，今年上半年中国外卖市场的补贴力度达到了历史的最高点，超过 60% 的商户有红包、满减等促销活动。但身经百战的美团在资金不占优的局面下，暂时性避开了饿了么在三四线城市的份额竞争而选择在一二线城市反击，以良好的费用率控制实现了二季度外卖业务毛利率的大幅提升。受到自身财务资源和上市规划等因素的掣肘，我们看到饿了么也开始调整战术，7-8 月开始补贴的比例有明显的下降。美团顶住了饿了么的第一波攻势。

图表 11：补贴比例趋势（红包）



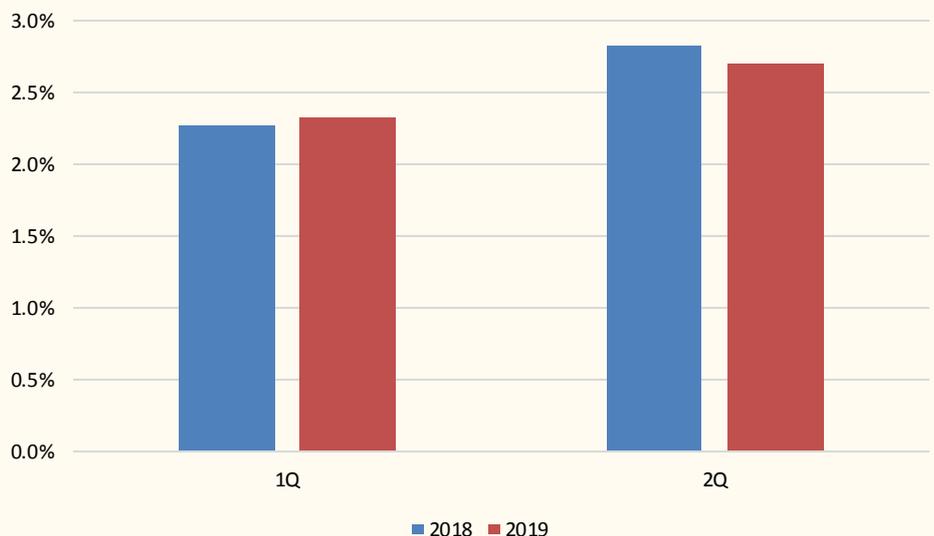
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 12：补贴比例趋势（满减）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 13：用户补贴占 GTV 比重



来源：公司财报，国金证券研究所

巩固了市场份额，提升了利润率水平，是否意味着美团外卖业务的战略导向会全面转为盈利能力？从管理层对于外卖业务的中长期发展方向来看，美团依然坚持“一天一亿单，一单利润一元”的中期目标，这意味着如果以 30% 的

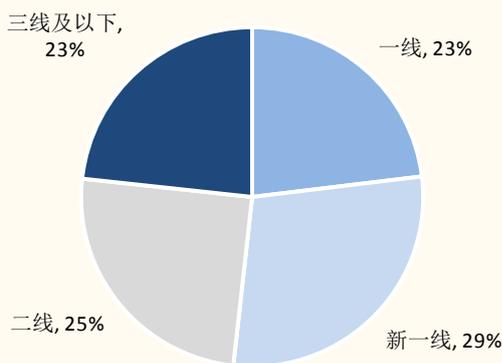
复合增速，实现这个规模量级至少需要 3-5 年左右的时间。换言之，在实现这个量级的规模之前，外卖业务依然是规模/市占率的优先性高于利润。

在当前饿了么强势出击的背景之下，我们看到美团选择在三四线城市防守，在一二线城市反击，并通过效率的提升来降低成本支出。但从中长期来看，我们认为美团依然会继续巩固三四线的市场份额，因为来自三四线的外卖需求对提升整体规模具有着非常重要的意义。

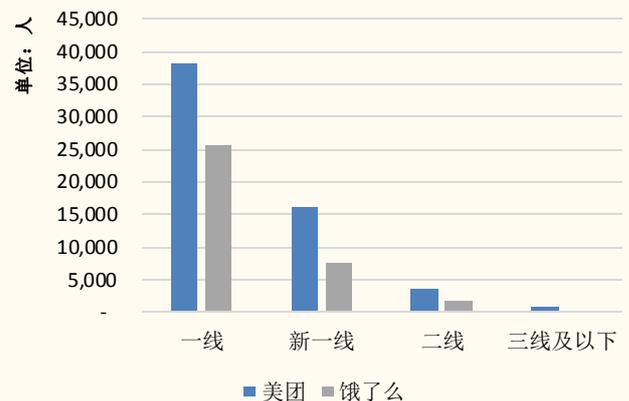
根据国金证券研究创新中心跟踪的数据，以饿了么的订单量为例，不同线城市的订单数占比几乎是各占 25%，但考虑到三四线的城市数量远高于一二线城市，这也意味着对应到三四线单个城市的订单规模远低于一二线城市。这点从单个城市的平均骑手规模也可以获得侧面的验证。

也就是说在目前的订单量级上，即便一线的规模护城河基本确立，但在三四线城市依然是一场持久仗。我们认为外卖业务如果实现盈利能力有明显改善的话，那么美团会重新加大三四线城市的投入，巩固在三四线城市的市场份额。这也意味着，短期内依然是市占率的优先性大于利润率，但美团会在规模和利润率的取舍上采用更平衡的策略，以尽早实现外卖业务的整体盈利。

图表 15：饿了么订单占比



图表 16：不同城市的平均骑手规模数对比



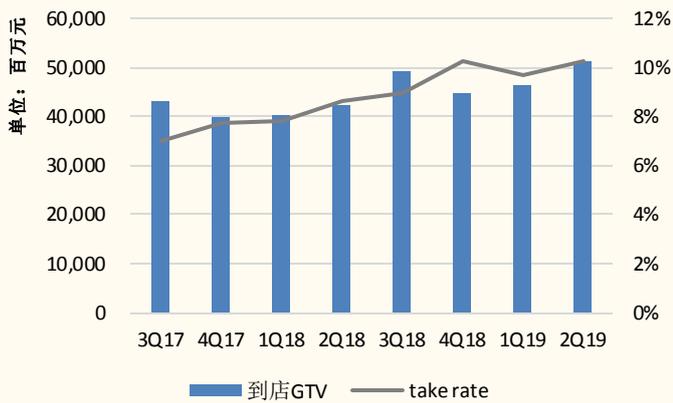
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

### 三、到店业务：交叉导流赋能，在线营销变现加快

到店业务始终扮演着美团利润中心的角色。以二季度为例，到店业务 GTV 占整体的 32%，毛利层面占比则为 59%。具体来看，二季度到店业务 GTV 同比上升 21%，但由于二季度变现率上升到 10.2%，较去年同期增加了 1.6pts，这使得收入层面较去年同期增长了 42.8%。此外到店业务的毛利率稳定在 90% 左右。

图表 10: 到店业务 take rate 稳步上升



来源: 公司财报, 国金证券研究所

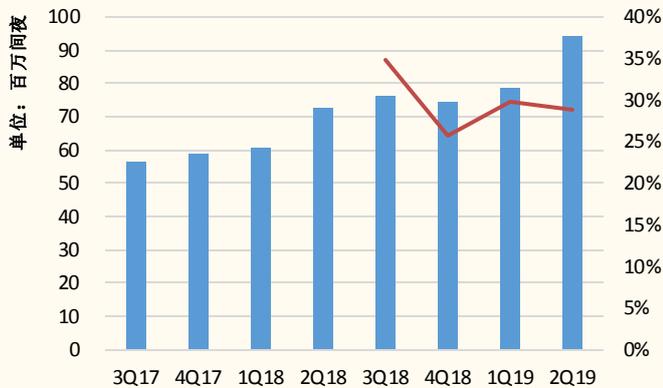
图表 11: 到店业务营收及增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

凭借平台交叉导流的优势, 美团平台的酒店间夜数二季度同比增长 29%至 9400 万, 且与携程系得优势在持续扩大。来自艾瑞咨询的数据也显示, 携程系得间夜量份额已经从 2015 年得 55.9% 逐渐跌落至 19 年上半年 47.5%, 美团以平台交叉导流的方式使得酒店间夜数的增速远高于传统的 OTA, 超级平台价值进一步凸显。

图表 12: 酒店间夜数二季度同比增长 29%



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 13: 与携程系酒店间夜数差距不断拉大 (指数化\*)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所 \*以 2019/01 数据指数化处理

在非酒旅到店业务方面, 来自在线营销的广告增值收入增速也在加快。

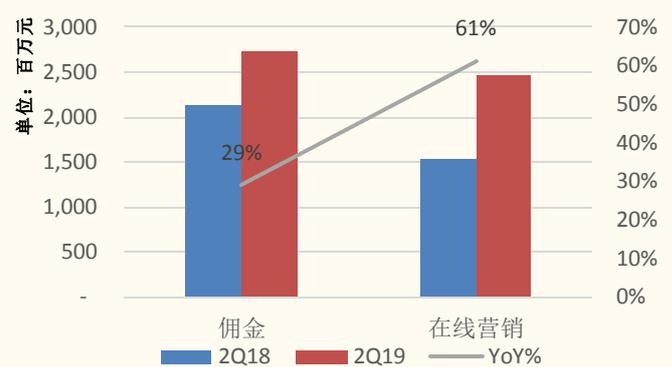
二季度披露年度活跃商家数 590 万, 增速进一步放缓至 15.7%。我们认为通过外卖业务吸引 C 端用户, 再通过平台交叉导流的优势吸引更多垂直品类的 B 端商户入驻的生态架构基本搭成, 通过增值服务的变现方式正在加快。

图表 14：年度活跃商家数增速放缓



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 15：在线营销收入增速加快



来源：公司财报，国金证券研究所

在变现方式上，我们认为基于到家业务的属性不同，可能会分化成两个方向：一类是基于吃喝玩乐、用户互动的城市内容分享，以“种草”“拔草”为营销导向，包括黑珍珠餐厅榜单，酒店+X，以及推出覆盖国内外 50 多个城市的“必系列”“榜单，涉及”必吃、必逛、必住、必玩“榜单，基本涵盖餐饮酒旅等休闲娱乐类，即“大众点评”式的商业化变现路线。而另一方面，在非吃喝玩乐相关的商家方面，则基于“搜索工具”的定位，为常规的生活服务类相关商家提供竞价排名。总体而言，随着美团平台优势的巩固，我们认为到店业务的广告变现有着更大的想象空间。

图表 16：“必系列”榜单



来源：美团 APP，国金证券研究所

图表 17：生活服务类商家



来源：美团 APP，国金证券研究所

虽然市场更为关注美团与阿里饿了么+口碑业务的竞争格局。但其实美团和阿里在涉及本地生活服务的各个细分领域都有正面的竞争。以二季度广告收入贡献快速增长的医美类为例，阿里也在积极开展医疗美容相关的业务。我们认为，两大平台的正面竞争不会停止，但结局可能不是两大巨头一决高低，而是抢夺众多垂直服务平台的市场，如同过去的垂直品类电商。

图表 18：美团医美营销页面



来源：美团 APP，国金证券研究所

图表 19：天猫99划算节医美推广



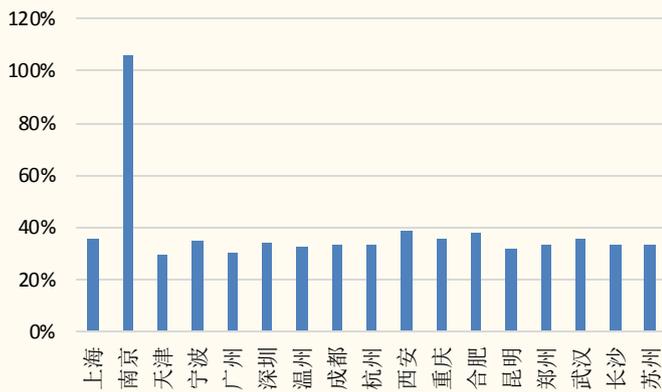
来源：天猫 APP，国金证券研究所

#### 四、新业务：减亏目标下的战略调整

新业务是美团巩固本地生活服务平台，扩充“衣食住行”生活需求，为未来到家和到店业务进一步提升商业化空间的试验田。而目前在减亏为主要目标的指引下，我们看到轻模式下推广的新业务得以继续，而重投入的业务则有所缩窄。

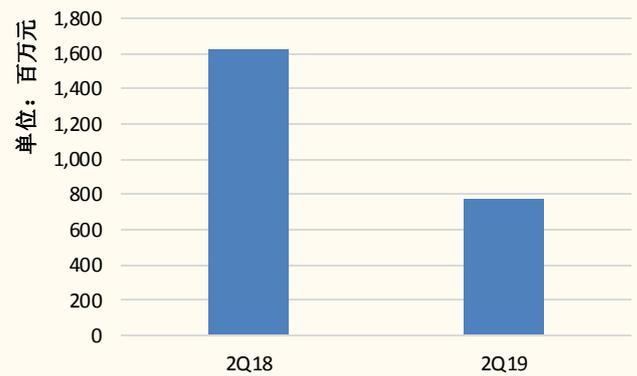
以出行为例，截至二季度末，美团共在 42 个城市推广了聚合模式打车业务。我们选取了最先开展该业务的 17 个城市，对比了美团 MAU 和滴滴出行的 MAU。除了南京站，其余多个以聚合模式为主的城市打车 MAU 快速上升到滴滴打车 MAU 的三分之一，并且是以一个较低成本扩张的方式。根据财报披露的数据，二季度的打车司机补贴相关支出不到去年同期的一半。

图表 20：聚合模式下主要城市的打车业务 MAU 对比



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 21：打车业务司机费用支出大幅缩窄



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

而重资产模式运营的共享单车业务则明显不再追求规模扩大，而是缩减亏损，通过精细化运营寻求盈利。从供给端看，美团一方面通过减少单车投放规模：目前单车保有量约 500 万辆，较收购时披露的 710 万减少了 200 万辆；另一方面则通过提升单价（目前起步价涨至 1.5 元）寻求盈利。单车数量减少带来的资本支出和折旧费用的大幅降低，是美团单车业务超越我们预期的主要原因（我们前期假设美团单车数量不再增加，但会维持原有车队规模）。

图表 22：美团单车 MAU（以 2017/01 月数据为 100，指数化处理）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

其他创新业务方面，多数是作为到家业务和到店业务的补充，比如针对 B 端餐饮商家赋能的 RMS 业务和餐饮供应链业务（快驴），针对 C 端用户的美团买菜和美团闪购。总的来说，新业务是一个需要持续投入的创新试验场，是基于核心业务和核心能力下合理的延伸。短期依然是以积极减亏为主，但我们认为在整体利润率改善，现金流周转良好的基础下，美团必然会加大投入，不

断加深平台护城河，在各条业务线与阿里积极对抗的过程中，不断提升内部效率，以及提升平台整体的价值。

从近期的发展来看，美团虽然在重投入的创新业务上有所收缩，但在轻模式业务或者投入较小的业务上始终在做积极的布局。比如美团近期重新开启共享充电宝业务，这是美团在 2017 年开始第一次小规模测试后的第三次启动。市场经过三年的市场迭代，已经证明共享充电宝存在稳定的用户需求，并且目前头部共享充电宝运营商基本实现盈利。我们认为美团当前再次切入共享充电宝市场，不仅可以利用自身与餐饮商户的深度绑定，可以低成本投放共享充电宝，同时平台交叉导流的模式下也可以使得共享充电宝业务快速发展。

另外，结合自身的平台导流和商家赋能优势，美团近期低调上线了招聘业务：馒头招聘。从 APP 投放的招聘岗位需求看，初期主要与平台商户合作，上线大量餐饮/休闲娱乐服务员相关岗位，直击此类商户招人难、流动率高的痛点，利用平台导流优势，试图进一步探索餐饮商家的增值服务，为未来全方位的赋能和更进一步的变现提供空间。

图表 23：美团馒头直聘页面



来源：美团 APP，国金证券研究所

## 五、估值与投资建议

二季度首次转亏为盈，使得现金流周转有明显改善，其中经营性现金流为正的 31 亿元。上半年经营性现金流净流出 1.5 亿元，较 18 年同期 55 亿元的净流出明显缩窄。美团通过一次漂亮的业绩发布，展示了其日臻进步的盈利潜力，也改变了市场对其未来发展节奏的预期。

基于对公司业务进展和发展战略的最新变化，我们小幅调整了 19-21 年的营收规模，调整幅度分别为 1.0%/0.0%/-6.5%，同时我们也调低了短期的费用率假设。最终得到 19-21 年的盈利预测由 EPS -2.16/-2.42/-3.11 元上调至-0.35/-0.01/0.33 元。同时认为美团会在现金流转好的情况下，中长期会继续加大新业务的投入，以进一步巩固平台护城河。

在估值方法的选择上，我们依然以折现现金流的估值方法。首先，我们始终认为对美团的投资是一场考验耐心和毅力的马拉松。美团仍是一个年轻的公司，尽管战略能力优秀、团队执行力突出，但在成长充满着各种可能性的同时也伴随着大量不确定性。本地生活服务 O2O 业务的特性决定了这是一场旷日持久的拉锯战和消耗战。其次，我们认为美团的平台生态是以交叉导流为基础的，外卖的低毛利支撑起了一个巨大的本地生活流量入口，使得到店业务的流量获取成本大幅降低，进一步提升了到店业务的利润空间。再者，我们认为创新业务的亏损还将持续，但其除了实现独立的业务盈利模式外，更重要的是为美团进一步巩固平台自身优势，加深护城河，因而在基于健康的自由现金流的基础上，应当积极看待新业务短期的亏损。

基于 DCF 方法估值，我们采用 11.6% 的 WACC 和 1% 的永续增长率，12 个月目标价升至港币 85.49 元，上调投资评级从“中性”至“买入”。

图表 24：DCF 估值模型

(人民币百万)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
息税前利润	(1,981)	(55)	1,871	8,938	16,783	32,680	40,055	47,885	55,543	62,283	69,266
加：折旧与摊销	3,431	3,943	4,587	5,312	6,116	7,160	8,486	10,097	12,042	14,377	17,180
减：所得税	(495)	(14)	468	2,234	4,196	8,170	10,014	11,971	13,886	15,571	17,316
减：资本支出	2,587	3,180	4,124	4,000	4,903	6,413	7,720	9,258	11,058	13,168	15,734
减：运营资本的变化	(5,545)	(10,098)	(11,647)	(9,068)	(6,794)	(9,898)	(10,869)	(13,903)	(14,270)	(16,821)	(19,582)
去杠杆后自由现金流	4,904	10,818	13,512	17,083	20,593	35,156	41,676	50,656	56,911	64,742	72,978
终值											693,871
贴现现金流	4,904	9,692	10,845	12,283	13,265	20,288	21,546	23,462	23,614	24,067	24,303
预测期现值	183,365										
终值的现值	231,075										
企业价值	414,440										
减：净负债与少数股东权益	23,626										
归属股东的权益现值	438,067										
总股本	5,660										
归属股东每股权益价值(人民币/股)	77.40										
港币/人民币汇率	0.91										
归属股东每股权益价值(港元/股)	85.49										

WACC 假设			
无风险利率	4.0%	税前债务成本	4.6%
风险溢价	7.5%	税率	17.0%
Beta	1.2	税后债务成本	3.8%
权益成本	13.0%	目标负债率	15.0%
永续增长率	1.0%	WACC	11.6%

来源：国金证券研究所

## 六、风险提示

1) 商户产品质量和服务口碑的风险。随着业务的不断发展，美团各业务线下连接的活跃商家数已经到达 580 万家，涉及餐饮、酒店、休闲娱乐、亲子教美业婚纱等本地生活中的各个领域。作为平台方，美团主要提供信息的交互和交易的撮合，但不会涉及商家自身在产品和服务上的运营。在品控上，美团主要通过用户在线上的评价来监督管理。一旦平台上爆发出大规模涉及产品或服务质量的投诉（如外卖食品质量低劣等），将对美团平台的口碑和美誉度造成不利影响。

2) 新业务拓展不达预期的风险。美团目前切入的新业务包括出行、非餐饮外卖、新零售，to B 的商户管理系统和供应链服务等。尽管产生的收入体量还比较小（2018 年占总营收 17.2%），新业务（特别是 to B 类业务）对于未来提升美团的估值水平具有重要的意义，关系到美团是否能从一个基于吃喝玩乐的生活服务平台成长为一个全产业链的 Amazon for service。然而，新业务的拓展需要天时地利人和的配合，一旦重点投入的新业务发展不达市场预期，对于美团的估值和股价都会产生不利影响。

3) 限售股解禁风险。美团限售股解禁比例较高，上市前的投资者大幅减持套现可能造成股价短期大幅波动。

**附录：三张报表预测摘要**

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	73,149	79,472	97,369	121,057	<b>营业额</b>	65,227	92,377	132,519	179,321
现金及现金等价物	63,130	66,231	77,118	91,453	销售成本	50,122	63,118	86,737	114,481
交易用投资	0	0	0	0	<b>毛利</b>	15,105	29,259	45,782	64,840
应收款项	466	914	1,674	3,247	销售、一般性和行政开支	21,704	23,371	34,322	46,803
其他应收款	9,065	11,389	17,064	24,073	研究发展费用	7,072	9,700	13,252	17,932
存货	400	850	1,426	2,196	其他营业收入	2,585	924	1,325	1,793
<b>非流动资产</b>	47,512	46,677	45,933	45,494	<b>EBITDA</b>	(5,719)	527	3,462	6,472
可供出售投资	6,242	6,242	6,242	6,242	折旧和摊销	5,367	3,431	3,943	4,587
联营和共同控制实体的投资	2,103	2,128	2,160	2,197	<b>EBIT</b>	(11,086)	(2,904)	(481)	1,885
投资物业	0	0	0	0	融资收入净额	(104,357)	240	375	570
固定资产	3,979	4,292	4,450	4,920	分占联营和共同控制实体的溢利	(48)	25	32	37
在建工程	0	0	0	0	<b>除所得税前溢利</b>	(115,491)	(2,638)	(74)	2,492
土地使用权	0	0	0	0	所得税开支	2	(660)	(18)	623
无形资产	33,876	32,703	31,768	30,822	<b>除所得税后溢利</b>	(115,493)	(1,979)	(55)	1,869
<b>总资产</b>	120,662	126,149	143,302	166,551	非控制性股东应占溢利	(16)	2	0	(2)
<b>流动负债</b>	31,825	39,191	56,019	77,094	股息	-	-	-	-
短期借款	1,800	400	119	195	<b>母公司股东应占溢利</b>	(8,515)	(1,981)	(55)	1,871
应付款项	12,937	16,255	22,575	29,796	<b>EPS</b>	(3.13)	(0.35)	(0.01)	0.33
预收账款	17,032	22,480	33,269	47,047					
其他	56	56	56	56	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	2,327	2,427	2,808	3,112	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	470	570	951	1,256	<b>成长性</b>				
其他	1,857	1,857	1,857	1,857	营业额增长率	92.3%	41.6%	43.5%	35.3%
<b>负债合计</b>	34,152	41,618	58,826	80,206	EBIT 增长率	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
股本	0.38	0.38	0.38	0.38	净利润增长率	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
储备	252,543	252,543	252,543	252,543	<b>盈利能力</b>				
保留溢利	(166,039)	(168,020)	(168,076)	(166,205)	EBIT/营业额	-17.0%	-3.1%	-0.4%	1.1%
非控制性股东权益	5	7	7	6	EBITDA/营业额	-8.8%	0.6%	2.6%	3.6%
<b>总权益</b>	86,510	84,531	84,476	86,344	毛利率	23.2%	31.7%	34.5%	36.2%
<b>总负债和总权益</b>	120,662	126,149	143,302	166,551	净利率	-177.0%	-2.1%	0.0%	1.0%
					ROE	-133.5%	-2.3%	-0.1%	2.2%
					<b>偿债能力</b>				
<b>综合现金流量表</b>	单位:百万				资产负债率	28.3%	33.0%	41.1%	48.2%
<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	流动比率	2.30	2.03	1.74	1.57
除所得税后溢利	(115,689)	(1,979)	(55)	1,869	速动比率	2.00	1.72	1.41	1.23
折旧和摊销	5,367	3,431	3,943	4,587	<b>营运能力</b>				
利息费用	62	60	38	46	资产周转率	0.64	0.75	0.98	1.16
营运资本的变动	(4,987)	5,545	10,098	11,647	应收帐款周转率	6.84	7.51	7.07	6.56
<b>经营活动产生现金流量</b>	(9,180)	6,732	13,578	17,495	应付账款周转率	1.67	1.63	1.55	1.49
资本性支出	(2,280)	(2,587)	(3,180)	(4,124)	存货周转率	125.23	74.27	60.83	52.14
投资、贷款于联营和共同控制实体	(164)	0	0	0	<b>每股资料</b>				
<b>投资活动产生现金流量</b>	(23,439)	(2,271)	(2,753)	(3,495)	每股收益	(3.13)	(0.35)	(0.01)	0.33
借款变动	1,718	(1,300)	100	381	每股经营现金流	(3.37)	1.18	2.37	3.05
发行股份	28,516	0	0	0	每股净资产	31.76	14.76	14.75	15.08
支付的股利和利息	(62)	(60)	(38)	(46)	<b>估值比率(倍)</b>				
<b>融资活动产生现金流量</b>	29,295	(1,360)	62	335	PE	n.a.	n.a.	n.a.	199.6x
现金净变动	(3,323)	3,101	10,887	14,335	PB	2.1x	4.4x	4.4x	4.3x
现金的期初余额	19,409	17,044	20,145	31,032	EV/EBITDA	n.a.	716.6x	109.2x	58.4x
<b>现金的期末余额</b>	17,044	20,145	31,032	45,367					

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH