

证券研究报告—动态报告

港股

互联网/软件

美团点评-W(03690)
买入

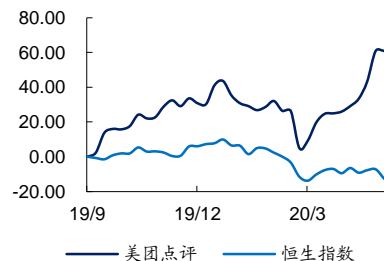
合理估值 135-140 港元

收盘

125.80

(维持评级)

2020年05月26日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	5,827
总市值/流通(百万港币)	733,000
恒生指数	22952.24
12个月最高/最低(港币)	131.4/57

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

海外公司财报点评

稳扎稳打，立足未来

● 2020年Q1好过预期

2020年Q1, 公司收入同比增长下滑13%, 好过市场预期。其中, 外卖业务下滑11%, 到店业务下滑31%, 而此前市场担忧美团点评的外卖业务下滑20%左右, 到店业务下滑50%以上。毛利在收入下滑13%的情境下, 毛利同比增长依然维持3%的水平, 这充分显现了公司业务的适应能力。

● 外卖业务Q1较大的亮点是品牌商户的加盟

疫情使得广大的品牌商户开始快速的加入到外卖供给侧, 这是非常重要的一个变化。堂食景气时, 品牌商户认为外卖的客单价相比较低, 积极性不高, 但我们相信品牌商一旦使用起外卖平台, 它们会越来越适应这一方便、高效的电子商务环境。这也是美团Q1乃至全年将着力倡导拓展品牌商户的原因之所在: 培养习惯, 着眼未来。由于家庭订餐以及品牌商户的高质量/高溢价的影响, Q1的客单价大幅增长至52元, 其中1P模式51元, 3P模式达到了惊人的53元(较2019Q4高10元)。因此, 我们估量, 品牌商户的加盟使得公司的客单价将会继续维持高位, 这有利于在客单量复苏但不是非常强劲的情境下, 拉高GTV的水平, 同时也有助于提升未来公司的客户消费意愿。

● 到店业务Q2与2020年逐渐恢复

到店综合类如医疗美容、宠物等板块有着快速的恢复; 相对低迷的是KTV/亲子等板块。对于酒店业务, 本地快速恢复后, 跨省、商旅行业性的恢复速度慢较。但今年竞争强度变低了, 公司可以在行业里有更佳灵活性, 将继续加强高星酒店的切入, 同时在供应链能力和建设上有更多的机会。

● 投资建议

鉴于: 1、公司经历2019年之后, 业务的核心能力加强, 份额增加; 2、应对阿里的竞争, 不会对收入端和份额产生本质的影响, 利润端当下不是影响估值的关键要素(成长、格局更重要); 3、公司的外卖、到店业务未来依然有较大的发展空间和较好的持续性; 4、公司成功入选恒生指数。我们按照分部估值, 给予公司的合理估值为135-140港币, 维持买入评级。

● 风险提示

宏观经济低于预期, 商户业态受到疫情影响关闭的可能超预期。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,529	113,739	175,199	236,261
(+/-%)	49.5%	16.6%	54.0%	34.9%
净利润(百万元)	2,236	815	8,620	16,623
(+/-%)	-101.9%	-63.5%	957.4%	92.8%
每股收益(元)	0.38	0.14	1.48	2.85
EBIT Margin	33.1%	32.1%	35.5%	36.2%
净资产收益率(ROE)	0.7%	-0.1%	4.4%	6.7%
市盈率(PE)	2.3%	0.7%	4.9%	7.0%
EV/EBITDA	2.4%	0.9%	8.5%	14.5%
市净率(PB)	6.92	6.87	6.28	5.55

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

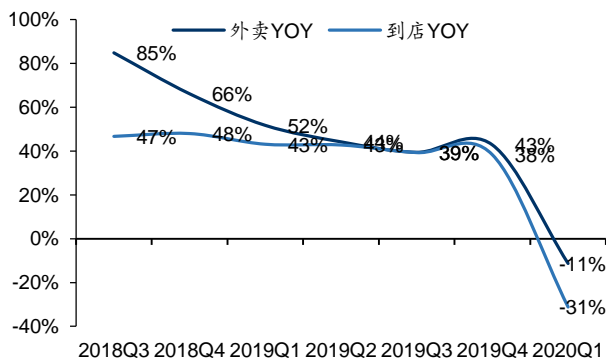
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

Q1 品牌商户的加盟，使得未来盈利基础更加夯实

2020 年 Q1 收入超预期

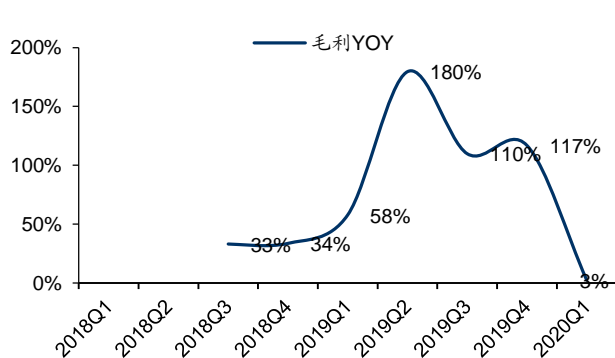
2020 年 Q1，公司收入同比增长下滑 13%，好过市场预期。其中，外卖业务下滑 11%，到店业务下滑 31%，而此前市场担忧美团点评的外卖业务下滑 20% 左右，到店业务下滑 50% 以上。尤其是毛利，在收入下滑 13% 的情境下，毛利同比增长依然维持 3% 的水平，这充分显现了公司业务的适应能力。

图 1：收入增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

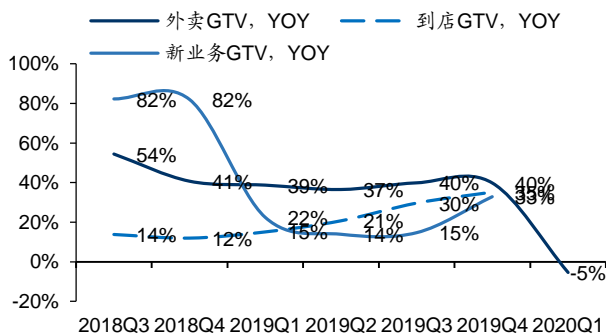
图 2：毛利增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

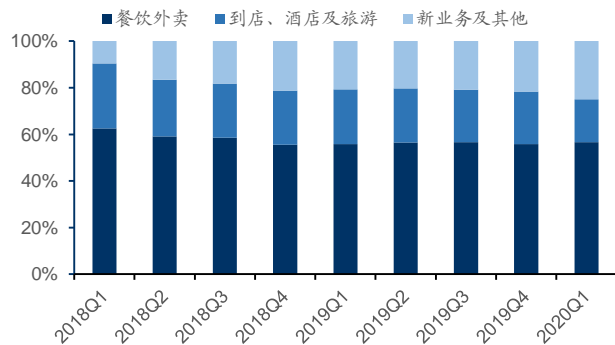
一方面，外卖业务得益于公司比较快速的实现了运力的补充，此外，商户也越来越多的选择了外卖平台代替堂食。

图 3：GTV 增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 4：收入结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

外卖业务 Q1 较大的亮点是品牌商户的加盟

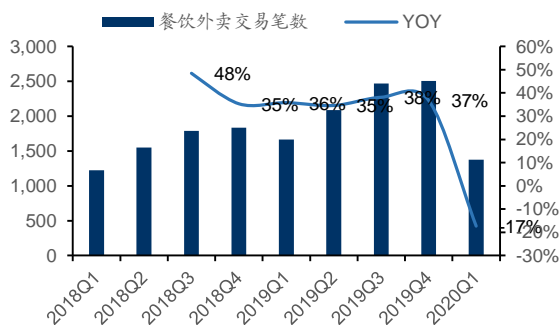
外卖业务 Q1 最大的亮点是：1、品牌商户的加盟；2、客单价的大幅提升。

得益于疫情的影响，4 月份外卖商户供给已经恢复到疫情前的 100%，其中品牌商户占比显著提高；

易观 2020 年上调了外卖行业的 GTV 至 7200 亿元，或许行业略有担心其估量的规模能否实现，然而，我们提及未来可以拓展天花板的方向还有：低线的广大城市的渗透，外卖单量的增加，多场景的增加、客单价的提升。目前看，疫情使得广大的品牌商户开始快速的加入到外卖供给侧，这是非常重要的一个变化。堂食景气时，品牌商户认为外卖的客单价相比较低，积极性不高，但我们

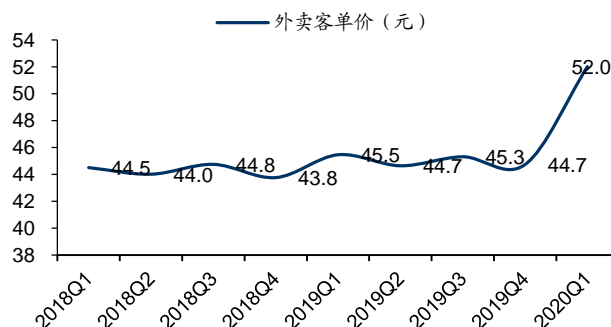
相信，正如我们在逐渐适应会议电话一样，品牌商一旦使用起外卖平台，它们会越来越适应这一方便、高效的电子商务环境。这也是美团 Q1 乃至全年将着力倡导拓展品牌商户的原因之所在：培养习惯，着眼未来。由于家庭订餐以及品牌商户的高质量/高溢价的影响，Q1 的客单价大幅增长至 52 元，其中 1P 模式 51 元，3P 模式达到了惊人的 53 元（较 2019 高 10 元）。因此，我们估量，品牌商户的加盟使得公司的客单价将会继续维持高位，这有利于在客单量复苏但不是非常强劲的情境下，拉高 GTV 的水平，同时也有助于提升未来公司的客户消费意愿。

图 5：外卖业务单量



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

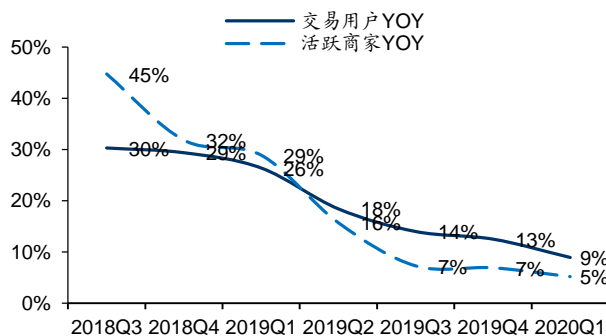
图 6：外卖业务客单价



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

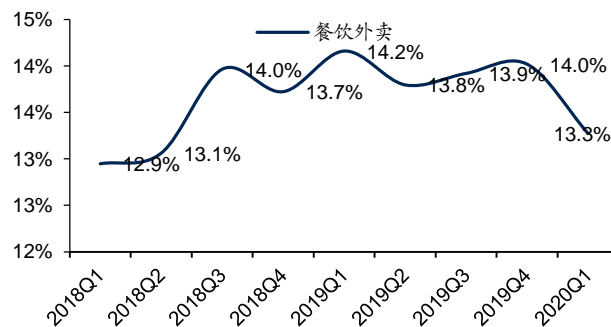
可喜的是，交易用户、活跃商家在疫情的 Q1 都维持了正增长，达 9% 和 5%，Q2 该数字有望提升。Q1 的变现率稍有下滑，主要是为吸引品牌商户而做了适度的补贴，以及拿出部分资源补贴疫情中的其他商户。此外，广告的恢复情况是很好的（广告对变现率的贡献 1.3%），这也给了公司极大的信心，因为广告对变现率提升的空间较大。

图 7：用户增长



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 8：变现率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

不同的到店业务恢复速度不同，总体今年较去年打平的预期

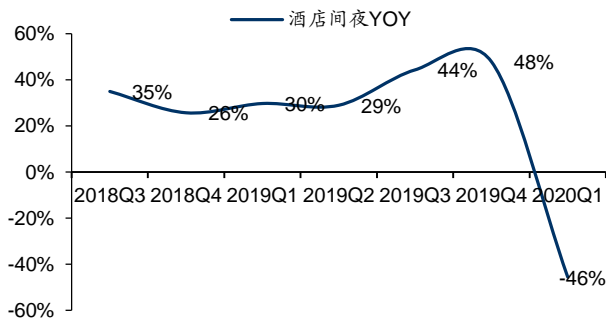
到店综合类如医疗美容、宠物等板块有着快速的恢复；相对低迷的是 KTV/亲子等板块。对于酒店业务，本地快速恢复后，跨省、商旅行业性的恢复速度较慢。但今年竞争强度变低了，公司可以在行业里有更佳灵活性，将继续加强高星酒店的切入，同时在供应链能力和建设上有更多的机会。

目前来看，到店业务 Q2 的 YOY 大约依旧为 -10% 以上，但环比有明显的改善，我们预期随着 CPC 广告的恢复，经营利润率比 Q1 要好。

酒店 Q1 的 ADR 170 元，比 Q4 下滑几元（明显好过同业）。

因此，长期来看，到店业务从 GTV 空间上，大约有 20 万亿元（对比社零 32 万亿），公司尚有充分的挖掘空间。简言之，2021 年之后保持 30% 以上的复合增长是可期的。

图 9：酒店间夜同比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 10：返工安心住

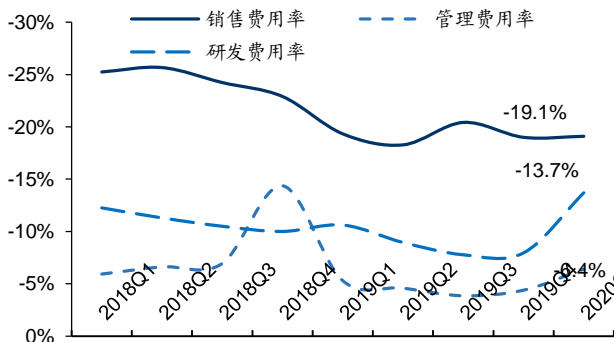


资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

费用率与毛利率 Q2 预期向好的方向发展

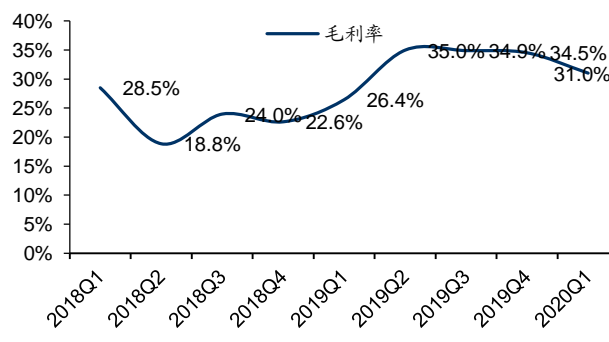
由于收入增速放缓，公司的费用率小有抬高，毛利率下滑，但我们估计 Q2 将会大幅改善。

图 11：费用率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 12：毛利率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2020 年的预期

我们在上个月的基本假设是：尽管海外疫情严重，但中国已经形成了巨大的联防联控网络，该网络的效率远胜于发达国家和其他发展中国家。因此，我们对疫情在中国的控制是有信心的，也不认为有二次爆发的可能。

基于如此假设：

- 1、公司在 Q2 外卖订单量持平或小有增长，客单价有较大比例的同比增长，收入增速约 10% 的 YOY；
- 2、到店业务在 Q1 收入下滑 31%，Q2 同比下滑 11%，Q3 转正增长，全年打平去年；
- 3、新业务部分，Q1 影响较大，主要是快驴业务（餐饮 B2B）在餐馆停业的情

况下订单缺乏，此外单车也受到较大影响。预期 Q2 开始明显转暖。

表 1：2020 年季度收入预测

千元，人民币	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入	19,173,512	22,703,137	27,493,629	28,158,253	16,753,887	24,584,746	35,217,886	38,064,379
营业收入 YOY	70%	51%	44%	42%	-13%	8%	28%	35%
餐饮外卖	10,705,803	12,844,720	15,576,972	15,715,710	9,490,423	14,129,192	19,471,215	20,116,109
外卖 YOY	52%	44%	39%	43%	-11%	10%	25%	28%
到店、酒店及旅游	4,492,102	5,245,308	6,181,117	6,356,945	3,094,978	4,458,512	6,799,229	8,454,737
到店 YOY	43%	43%	39%	38%	-31%	-15%	10%	33%
新业务及其他	3,975,607	4,613,109	5,735,540	6,085,598	4,168,486	5,997,042	8,947,442	9,493,533
新业务 YOY	268%	85%	65%	45%	5%	30%	56%	56%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所预测

年度判断是：2020 年收入降速，但 2021 年会加速（2020 年上半年低基数）。

表 2：年度收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	339	652	975	1137	1752
YOY	161%	92%	50%	17%	54%
餐饮外卖	210	381	548	626	906
YOY	297%	81%	44%	14%	45%
到店、酒店及旅游	109	158	223	224	390
YOY	55%	46%	41%	1%	74%
到店&旅游	81	118	166	168	293
YOY	45%	44%	41%	1%	75%
酒店	27	41	57	57	97
YOY	91%	51%	39%	0%	70%
新业务及其他	20	112	204	287	456
YOY	206%	450%	82%	41%	59%
向商家提供的服务	9	58	149	182	294
YOY	1481%	539%	158%	22%	62%
向消费者提供的服务	11	40	28	70	111
YOY	87%	248%	-30%	150%	60%
共享单车	0	15	27	36	51
YOY	NA	NA	82%	32%	41%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所预测

投资建议与风险提示

投资建议

鉴于：1、公司经历 2019 年之后，业务的核心能力加强，份额增加；2、即便 2020 年应对阿里的竞争，我们不认为对收入端和份额产生本质的影响，利润端当下不是影响估值的关键要素（成长、格局更重要）；3、公司的外卖、到店业务未来依然有较大的发展空间和较好的持续性；4、公司成功入选恒生指数。

我们给予 2021 年，给予分部估值的系数如下：

外卖业务 4 倍 PS，稳态利润率 12.5%；

到店业务 8 倍 PS，稳态利润率 29.8%；

新业务 1 倍 PS。

得到如下估值表，该估值对应 2020 年港币 138 元。

表 3: 估值表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖						
营业收入 (亿元)	381	548	632	904	1199	1453
YOY		44%	15%	43%	33%	21%
市值 (亿人民币)	1526	2194	2528	3615	4796	5814
估值对应未来市盈率			32.0	27.8	19.4	14.6
到店、酒店及旅游						
营业收入 (亿元)	158	223	224	390	507	641
YOY		41%	1%	74%	30%	27%
市值 (亿人民币)	1267	1782	1795	3119	4055	5129
估值对应未来市盈率			26.9	26.7	15.4	11.8
新业务及其他						
营业收入 (亿元)	112	204	287	456	657	880
YOY		82%	41%	59%	44%	34%
市值 (亿人民币)	112	204	287	456	657	880
估值对应未来市盈率			16.7	11.8	7.5	5.2
估值合计 (亿美元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖	218	313	361	516	685	831
到店、酒店及旅游	181	255	256	446	579	733
新业务及其他	16	29	41	65	94	126
美团点评估值 (亿美元)	415	597	659	1027	1250	1689
估值合计 (亿元)						
餐饮外卖	1526	2194	2528	3615	4796	5814
到店、酒店及旅游	1267	1782	1795	3119	4055	5129
新业务及其他	112	204	287	456	657	880
美团点评估值 (亿元)	2905	4180	4611	7190	9508	11823

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

疫情冲击导致宏观经济低于预期, 本地商户业态受到疫情影响关闭的可能超预期。

表 4: 财报预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13396	59359	65295	71825	营业收入	97529	114381	174982	236261
应收款项	4880	6183	9458	12771	营业成本	(65208)	(77757)	(112899)	(150776)
存货净额	275	408	595	797	毛利	32320	36624	62083	85484
其他流动资产	63583	62830	67072	71361	销售费用	(18819)	(21499)	(32015)	(40864)
流动资产合计	82135	128780	142421	156754	管理费用	(12785)	(15337)	(22413)	(28844)
固定资产	5533	5213	4119	2126	EBITDA	4371	3003	11921	21118
无形资产及其他	32700	31392	30084	28776	折旧摊销	(4845)	(4522)	(5573)	(6650)
其他长期资产	11645	11645	11645	11645	EBIT	(474)	(1520)	6348	14469
非流动资产合计	49878	48249	45848	42547	其他净收入	0	0	0	0
资产总计	132013	177030	188269	199300	经营利润	717	(212)	7656	15777
短期借款及交易性金融负债	3553	38782	22131	212	财务费用	(25)	(559)	(770)	(172)
应付款项	7740	8169	11905	15938	营业外净收支	683	2600	2678	2758
其他流动负债	25300	33414	48918	64543	税前利润	2762	1271	8794	18190
流动负债合计	36593	80365	82954	80693	所得税费用	(526)	(526)	(144)	(1574)
长期借款及应付债券	467	967	967	967	少数股东损益	0	0	0	0
其他长期负债	2899	2899	2899	2899	归属于母公司净利润	2236	745	8650	16616
长期负债合计	3366	3866	3866	3866					
负债合计	39959	84231	86820	84559	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	(58)	(58)	(58)	(58)	净利润	2236	745	8650	16616
股东权益	92112	92857	101507	114800	资产减值准备	0	106	(22)	(41)
负债和股东权益总计	132013	177030	188269	199300	折旧摊销	4845	4522	5573	6650
					公允价值变动损失	(1963)	0	0	0
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	财务费用	25	559	770	172
每股收益	0.38	0.13	1.48	2.85	营运资本变动	(1197)	7967	11514	11813
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.57	其它	0	(106)	22	41
每股净资产	15.81	15.94	17.42	19.70	经营活动现金流	3921	13234	25737	35079
ROIC	1%	0%	11%	23%	资本开支	(7127)	(3000)	(3150)	(3308)
ROE	2%	1%	9%	14%	其它投资现金流	(9231)	0	0	0
毛利率	33%	32%	35%	36%	投资活动现金流	(16538)	(3000)	(3150)	(3308)
净利率	2.3%	0.7%	4.9%	7.0%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	0%	-1%	4%	6%	负债净变化	(3)	500	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	7%	9%	支付股利、利息	0	0	0	(3323)
收入增长	50%	17%	53%	35%	其它融资现金流	8976	35229	(16651)	(21919)
净利润增长率	-102%	-67%	1062%	92%	融资活动现金流	8969	35729	(16651)	(25242)
资产负债率	30%	48%	46%	42%	现金净变动	(3648)	45963	5936	6530
P/S	6.5	5.6	3.6	2.7	货币资金的期初余额	17044	13396	59359	65295
P/E	285.2	856.5	73.7	38.4	货币资金的期末余额	13396	59359	65295	71825
P/B	6.9	6.9	6.3	5.6	企业自由现金流	(3863)	8197	19333	27454
EV/EBITDA	155.0	240.4	60.8	34.2	权益自由现金流	4955	43452	2027	5389

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032