

中信证券研究部



姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



杨清朴
社会服务分析师
S1010518070001

核心观点

20Q1 经营韧性显现，单季营收 167.5 亿元/+4.9% (yoy)，调整后经营亏损 2.16 亿元 (vs 此前预期经营亏损 6.3 亿元)。疫情影响下，公司交易用户增长 8.9% 至 4.48 亿，虽然放缓但仍平稳，年均交易笔数提升至 26.2 次，活跃商家数环比略有下降。我们预计 20Q2 到店酒旅业务仍在恢复期，外卖业务将重回增长轨道。疫情影响料在未来的 2-3 个季度仍然存在，但公司强大的运营执行能力在带领核心业务保持领先优势的同时，在新业务的投入和探索上料将不断突破，维持“买入”评级。

■ 外卖盈利端表现好于预期，连锁商户贡献占比提升。外卖业务需求恢复较快，外卖成为众多餐饮品牌赖以推动复苏的主要渠道，我们估计五一假期后外卖业务已基本实现恢复。尽管 20Q1 受到 2-3 月疫情冲击影响，外卖业务经营表现仍然略超预期。Q1 外卖业务 GTV 715 亿元/-5.4% (yoy)，好于此前我们预期的 683 亿元。结构上来看，Q1 外卖 AOV 同比提升 11.4% 至 52 元，但日均单量同比减少 18.2% 至 1510 万单 (vs 预期 1580 万单)，优质连锁商户的占比提升是带来结构变化的主要原因之一。Q1 外卖业务变现率 13.3%，环比 19Q4 下滑 0.7pct，变现率的下降，一方面和“春风行动”下平台为商家提供一系列返佣、补贴、免费流量支持等有关，另一方面更受订单结构的变化影响，连锁商户 TR 相对较低。Q1 公司外卖业务经营亏损约 0.71 亿 (平均每单亏约 0.1 元，vs19Q1 每单亏约 0.3 元)，略好于预期。主要由于疫情期间 C 端用户外卖需求相对刚性特征下，平台在交易用户端的投入有所减少、预计综合补贴率控制在 2.5% 以内，平台 ROI 水平继续提升。而从骑手成本来看，阶段性因素影响下骑手单均配送成本预计与去年同期基本持平 (预计单均配送成本约 8 元)。往后看，我们预计外卖业务订单结构将逐渐回归，主要财务指标上我们预计将呈现 AOV 增速降低、单量增速提升、变现率提升、补贴率提升、单均配送成本下降的表现趋势。

■ 到店仍处在恢复期，新业务可圈可点。到店、酒旅业务由于线下消费场景恢复较慢，存在逐步恢复过程。Q1 到店、酒旅业务收入同比下滑 31.1% 至 30.95 亿元，好于此前预期的 28.6 亿元，下滑程度略好于预期；经营溢利 6.8 亿元，与我们预期的 6.6 亿元基本一致。Q1 期间，疫情对到店业务产生较大冲击，线下商户大多处于接触式消费领域，商户业务量的减少使得平台佣金收入减少，Q1 同比下降 50.6%、环比下降 62.6%，同时广告业务尤其是点击付费类产品下降也较为显著，Q1 到店业务下广告收入同比下降 8.2%、环比下降 39.8%。类似特征的酒店业务间夜量也大幅下滑 45.5%，但好于市场普遍预期的近 60% 下滑。但疫情期间 BD、营销费用节省明显，商户活动和流量采购等开销减少，我们看到 Q1 到店、酒旅业务经营利润率 22.0%，同比降 13.5pcts、环比降 14.7pcts，表现相对韧性。新业务层面，Q1 新业务投入产出控制持续保持良好，经营亏损约 14 亿元，同比亏损 27.5 亿元收窄明显、环比亏损 13 亿元略有扩大。Q1 期间新业务中出行业务基本停摆、快驴等 ToB 业务影响较大，但同时投入也相应收缩；此外 ToC 业务中买菜、闪购在疫情期间订单量和 AOV 均实现高速增长，经营利润率改善显著。

美团点评 03690.HK

评级	买入 (维持)
当前价	127.0 港元
目标价	131.3 港元
总股本	5,793 百万股
流通股本	5,058 百万股
52 周最高/低价	72.65/41.2 港元
1 月绝对涨幅	6.46%
6 月绝对涨幅	19.15%
12 月绝对涨幅	1.45%

■ **核心业务竞争优势巩固，硝烟再起新零售。**外卖业务竞争格局来看，我们认为短期内美团在市占率方面的领先优势继续保持。根据阿里财报披露，饿了么外卖业务 Q1 收入端下滑约 8%，剔除非餐业务（Q1 收入同比增约 88%，假设占订单比重约 15%），饿了么餐饮外卖业务收入下滑幅度预计略超过美团的 11.4%，侧面印证美团在餐饮外卖的市场份额仍保持优势。但随着饿了么、达达等竞争对手加大对非餐和新零售相关品类的资源投入力度，后续竞争焦点或阶段性转向各平台新场景、新品类的探索。目前到店、酒旅业务预计整体恢复至疫情前约 6-7 成水平，复苏进度相对较慢，消费者信心重建、重启消费需要一段过程。商家因需求端疲软仍面临一定压力，因此预计对平台的到店业务也将形成一定的抑制。预计至 Q3 线下消费将上一台阶，我们对到店业务中长期变现率提升空间仍然保持乐观。综上，我们对 2020 年预测略微修正为：考虑外卖恢复良好，成本端继续优化，预计外卖业务收入 658 亿/+20.1% (yoy)，Non-GAAP OP 33 亿 (vs 原预测 28 亿元)；到店、酒旅业务恢复进度较为缓慢，预计收入下降 4.5%，Non-GAAP OP 约 69 亿 (vs 原预测 74 亿)；疫情后新零售业务 AOV 回落显著，同时市场竞争加剧，公司或继续加大对买菜、闪购等新业务的投入力度，预计全年 Non-GAAP 亏损约 67 亿 (vs 原预测约 55 亿)。

■ **风险因素：**疫情再度扩散，严重情况超预期；互联网政策性风险；平台补贴、竞争加剧导致业绩释放低于预期等。

■ **投资建议：**公司核心成长逻辑未受疫情影响，长期或更受益于线上消费习惯强化。外卖刚需高频特征下需求快速回升，消费者在疫情中线上消费习惯也在被促进提升；疫情冲击商户线下业务，突显线上平台价值，美团平台粘性不断加深，生态价值继续巩固，财务的负面影响预计 Q3 前将消化。调整预测至：2020-2022 年净利 19.1/132.3/215.6 亿元（原预测 27.1/131.2/215.1 亿元），经调整净利 51.4/170.6/254.4 亿元（原预测 59.6/169.6/254.2 亿元）。美团的平台价值显著，建议作为港股的核心资产进行持续配置。基于 2021 年预测：外卖业务 Non-GAAP 经营利润 130 亿元、到店酒旅业务 Non-GAAP 经营利润 115 亿元，15% 所得税率、30 倍 PE 估值对应价值 6,250 亿元；新业务 0、现金 628 亿元，合计市值 6,878 亿元人民币，折合 7,642 亿港元（每股 131.3 港元），维持“买入”评级。

项目/年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65,227	97,529	110,880	157,053	195,895
营业收入增长率%	92.3	49.5	13.7	41.6	24.7
Non-GAAP 经营溢利/亏损	-11,805	3,058	1,909	13,221	21,553
归属公司权益人净利润	-115,493	2,236	-14.6	592.7	63.0
经调整后溢利/亏损	-8,517	4,657	5,143	17,046	25,433
EPS (元)	-42.40	0.38	0.31	2.18	3.55
毛利率%	23.2	33.1	32.4	38.3	40.4
净资产收益率 ROE%	-133.5	2.4	1.9	11.3	15.0
PE	-2	188	360	52	32
EV/EBITDA	-77	50	109	28	19

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 25 日收盘价

表 1: 美团点评 2020 分季度经营数据预测

	19Q1	20Q1	20Q2 E	20Q3 E	20Q4 E	2019	2020E
GMV (亿元)	1,384	1207	1707	2411	2346	6,821	7,672
变现率%	13.9%	13.9%	14.2%	14.3%	15.1%	14.3%	14.5%
收入合计	191.7	167.5	242.0	345.5	353.7	975.3	1108.8
外卖	107.1	94.9	145.2	208.4	209.9	548.4	658.4
到店、酒旅	44.9	30.9	45.1	67.1	69.8	222.8	212.9
新业务	39.8	41.7	51.7	70.0	74.1	204.1	237.4
毛利	50.7	49.1	75.5	114.9	119.9	323.2	359.5
外卖	15.4	17.2	30.1	42.6	42.2	102.3	132.1
到店、酒旅	39.7	27.1	39.5	59.0	61.6	197.5	187.2
新业务	-4.4	4.8	5.9	13.3	16.1	23.4	40.1
经营费用-GAAP	68.2	56.0	78.0	104.5	104.8	314.5	340.2
外卖	19.9	17.5	27.9	34.8	35.3	100.9	111.9
到店、酒旅	25.2	19.8	27.8	37.0	37.6	118.5	122.6
新业务	23.1	18.8	22.3	32.7	31.9	95.1	105.6
Non-GAAP OP	-13.1	-2.4	4.0	17.2	22.2	30.6	36.2
外卖	-2.0	2.4	6.1	11.8	13.0	13.7	33.8
到店、酒旅	15.5	7.8	12.9	23.4	26.1	84.0	68.9
新业务	-26.6	-12.6	-15.0	-18.0	-17.0	-67.1	-66.6

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	65,227	97,529	110,880	157,053	195,895
销售成本	50,122	65,208	74,934	96,970	116,786
毛利	15,105	32,320	35,946	60,083	79,109
销售及营销开支	-15,872	-18,819	-20,739	-28,867	-35,395
研发开支	-7,072	-8,446	-9,290	-10,236	-12,045
一般及行政开支	-5,832	-4,339	-4,591	-5,253	-5,880
按公允价值计量且变动计入当期损益的投资之公允价值变动	1,836	-568	-220	-150	152
其他 (亏损) / 收益净额	748	2,531	1,715	1,649	1,493
经营亏损	-11,086	2,680	2,821	17,227	27,435
财务收入	294	166	115	202	403
财务成本	-45	-191	-355	-161	-80
可转换可赎回优先股之公允价值变动	-	0	0	0	0
应占以权益法入账的投资之 (亏损) / 收入	-48	107	3	3	3
除所得税前亏损	-115,491	2,762	2,584	17,270	27,761
所得税抵免 (开支)	-2	-526	-675	-4,049	-6,207
持续经营业务年/期内亏损	-115,493	2,236	1,909	13,221	21,553
年/期内亏损	-115,493	2,236	1,909	13,221	21,553
贵公司权益持有人	-115,477	2,239	1,898	13,187	21,502
非控股权益	-16	-3	10	34	51
经调整亏损净额	-8,517	4,657	5,143	17,046	25,433
经调整 EBITDA	-4,734	7,254	6,276	21,746	32,837

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
除所得税前亏损	-115,491	2,762	2,584	17,270	27,761
折旧和摊销	5,367	5,367	2,057	3,130	3,802
营运资金变动	-238	-238	-245	6,120	6,576
其他	101,182	-2,317	-4,142	-6,240	-8,737
经营现金流	-9,180	5,574	253	20,280	29,402
资本支出	-8,104	-8,104	-3,087	-4,495	-5,301
投资收益	599	599	1,715	1,449	1,343
其他	-15,934	-2,669	-220	-150	152
投资现金流	-23,439	-10,174	-1,592	-3,196	-3,805
发行股票	0	0	2,284	2,748	2,450
负债变化	1,248	1,248	-1,098	-2,455	0
其他	28,047	-134	2,145	2,339	2,420
融资现金流	29,295	1,114	3,331	2,632	4,870
现金净增加额	-3,323	-3,486	1,991	19,716	30,467

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
物业、厂房及设备	3,979	5,376	6,012	6,976	7,136
无形资产	33,876	32,700	31,928	31,156	30,384
递延税项资产	445	590	790	640	440
采用权益法列账的投资	2,103	2,284	3,287	4,290	6,293
公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产	6,242	7,166	7,332	7,506	7,615
预付款项、按金及其他资产	867	1,762	749	776	818
非流动资产合计	47,512	49,878	50,098	51,343	52,686
存货	400	275	525	679	818
贸易应收款项	466	677	807	1,143	1,070
公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产	0	0	0	0	0
预付款项、按金及其他资产	9,065	9,591	7,705	8,355	9,425
短期投资	41,830	49,436	50,274	50,847	51,314
受限制现金	4,256	8,760	8,760	8,760	8,760
现金及现金等价物	17,044	13,396	15,388	35,104	65,571
流动资产合计	73,149	82,135	83,458	104,888	136,956
总资产	120,662	132,013	133,556	156,231	189,642
股本	384	389	424	457	491
股份溢价	258,285	260,360	262,860	265,360	267,860
其他储备	-5,741	-4,447	-2,163	584	3,035
累计亏损	-166,039	-163,801	-161,902	-148,716	-127,213
贵公司权益持有人应占权益	86,504	92,112	98,795	117,229	143,682
非控股权益	5	-58	-48	-14	37
总权益	86,510	92,054	98,747	117,215	143,719
递延税项负债	1,196	1,388	1,488	1,588	1,488
递延收入	625	389	800	800	900
赎回负债	0	0	0	0	0
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	1,122	1,122	1,122	1,122
非流动负债合计	2,327	3,366	3,877	3,977	3,977
应付总额	20,299	21,499	22,495	28,481	34,998
交易用户预付款	3,226	3,856	2,108	2,670	2,803
交易用户按金	3,341	2,492	1,492	492	-508
借款	1,800	3,553	2,455	0	0
递延收入	3,103	4,567	2,383	3,395	4,653
其他流动负债	56	626	0	0	0
流动负债合计	31,825	36,593	30,933	35,038	41,946
负债总额	34,152	39,959	34,809	39,015	45,923
总权益负债	120,662	132,013	133,556	156,231	189,642

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。