

美团-W (03690.HK)

业绩略超预期，新业务持续拓展

事件：公司发布 20Q3 季报。20Q3 公司实现收入 354 亿元，同比+28.8%；经营利润 67.2 亿元，同比+365%；期内利润 63.2 亿元，同比+374%；经调整 EBITDA 为 26.8 亿元，同比+17.1%；经调整净利润 20.5 亿元，同比+5.8%。经营现金流 33 亿元，同比+26.4%。分业务看，20Q3 美团外卖/到店酒旅/新业务/未分配项目的经营利润分别为 7.7/27.9/-20.3/52.0 亿元，同比+132.2%/+19.5%/+68.8%/NA。

新业务投入及亏损加大拖累经营利润率，经营杠杆显现带动三费率下降。20Q3 经营利润率 19.0%，同比+13.7pct；经营利润的增长及经营利润率的提升主要系公允价值变动计量的金融资产带来 58 亿的投资收益；若扣除投资收益的影响，则经营利润率为 2.6%，同比-2.7pct，下降主要系新业务投入增长，导致亏损规模加大。毛利率 31%，同比-4pct，主要系低毛利率的快驴、买菜、闪购及其他新业务规模增长。销售费用率 16.5%，同比-0.4pct，系营销效率提升。研发费用率 8.4%，同比-1.4pct，系经营杠杆作用提高。行政费用率 4.0%，同比-0.7pct，亦系经营杠杆作用提高。

外卖：20Q3 单均 UE 0.24 元同比改善明显。配送成本小幅增长符合预期。20Q3 外卖业务 GTV 为 1522 亿元，同比+36%，GTV 增长由单量和客单价同时驱动：外卖单量 32.1 亿笔，同比+30%；客单价 47.4 元，同比+4.5%。我们测算外卖变现率为 13.6%，同比-0.3pct，变现率下降系对用户补贴增加及品牌商户占比提升（品牌商户变现率较低于普通商户），其中佣金/广告/其他变现率分别为 12.0%/1.6%/0.0%，同比-0.6pct/+0.2 pct/+0pct。20Q3 外卖经营利润 7.7 亿元，同比+132%，外卖单均 UE 达到了 0.24 元，同比+78%（去年同期为 0.13 元）。UE 提升主要受客单价提升和广告变现率提升带动，部分被配送成本增加拖累，补贴率稳定在 3.2%-3.5%。20Q3 配送成本 7.28 元，同比增加 0.1 元左右，环比增加 0.4 元左右，季节性因素/增值税因素各贡献约一半。如果扣除增值税的影响，则单季度配送成本约下降 0.2 元左右。外卖补贴率稳定在 3.2%-3.5%，主要补贴支出方向为会员。

到店酒旅：到综持续增长，经营杠杆显现带动经营利润率提高。20Q3 到店酒旅收入 65 亿元，同比+5%。我们测算其中到店/酒店业务收入分别为 48.7/16.1 亿元，同比+7.3%/-2.0%（按酒店 ADR 同比小幅下降测算）。20Q3 酒店预订间夜量 1.14 亿，同比+3.7%。到店收入构成中，佣金/广告/其他收入分别为 17.1/31.5/0.1 亿元，同比+2.8%/+10.4%/-60%。广告增长好于佣金，原因是到综（广告收入更多）增长好于餐饮、医美、丽人、宠物等到综业务增长迅速。20Q3 到店酒旅经营利润 27.9 亿元，同比+20%；经营利润率 43.0%，同比+5.3pct，主要系经营杠杆作用提高。

新业务：闪购和社区团购增长迅速，自营买菜及快驴持续增长，网约车及餐饮 ERP 系统拖累收入。新业务收入 82 亿元，同比+43%；分佣金/广告/其他收入分别为 15.6/1.0/65.7 亿元，同比+28%/+89%/+47%。佣金收入增长主要由闪购和社区团购业务驱动，而其他收入增长主要受益快驴和买菜业务的增长，疫情促进了生鲜零售业务的大发展；同时受网约车及餐饮 ERP 系统收入减少拖累。经营利润-20.3 亿元，亏损幅度同比增加 8 亿元，主要系闪购业务扩张亏损加大、美团优选投入亏损和其他新业务的经营亏损增加，餐饮 ERP 系统亏损下降。

投资建议：维持“买入”评级，21 年目标价 364 港币。我们用分部估值法，预计 23 年外卖/到店酒旅净利润分别为 415/187 亿元，分别按外卖/到店酒旅 23 年 40/30 倍 PE 计算，加上新业务，对应 23 年外卖/到店酒旅/新业务 1.67/0.56/0.39 万亿元估值，合计 2.61 万亿元，换算成港币为 2.91 万亿港币，对应 2023 年目标价 487 港币。外卖和到店酒旅业务按 15%的折现率，新业务按 25%的折现率分别折回 2021 年，对应 2021 年目标价 364 港币，目标市值 2.15 万亿港币。

风险提示：疫情二次扩散、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	110,589	168,486	211,996	262,179
增长率 yoy (%)	50%	13%	52%	26%	24%
净利润（百万元）	2,236	7,691	24,906	39,100	55,578
增长率 yoy (%)	102%	244%	224%	57%	42%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.38	1.31	4.21	6.58	9.31
净资产收益率 (%)	2%	8%	20%	24%	25%
P/E（倍）	236.8	199.6	62.0	39.7	28.0

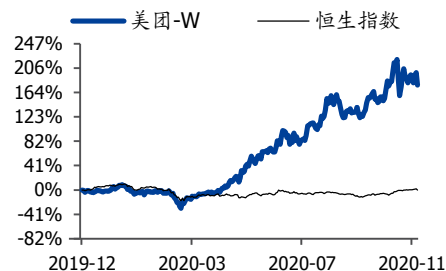
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	290.00
总市值(百万元)	1,513,707.54
总股本(百万股)	5,219.68
其中自由流通股(%)	
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)：外卖盈利大幅提升，业绩表现超预期》2020-08-24
- 《美团点评-W (03690.HK)：20Q2 季报经营及业绩前瞻，预计二季度业绩环比有明显提升》2020-07-28
- 《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》2020-05-26



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	100,777	147,185	208,383	291,659
现金	13,396	33,554	62,342	113,116	179,907
应收票据及应收账款	677	1,410	2,148	2,702	3,342
其他应收款	9,591	10,214	13,173	15,710	18,624
预付账款	275	305	442	537	644
存货	58,196	55,295	69,079	76,319	89,141
其他流动资产	49,878	54,770	56,126	57,017	57,979
非流动资产	9,450	9,764	10,024	10,310	10,625
长期投资	5,376	7,436	9,452	11,060	12,670
固定资产	32,700	36,141	34,912	33,690	32,473
无形资产	1,762	838	1,147	1,368	1,622
其他非流动资产	590	590	590	590	590
资产总计	132,013	155,547	203,310	265,401	349,638
流动负债	36,593	51,098	72,218	93,903	121,057
短期借款	3,553	3,553	3,553	3,553	3,553
应付票据及应付账款	14,262	16,119	22,399	27,795	33,983
其他流动负债	18,778	31,426	46,266	62,556	83,521
非流动负债	3,366	4,706	6,443	7,748	9,254
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,366	4,706	6,443	7,748	9,254
负债合计	39,959	55,804	78,661	101,652	130,311
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	-160,559	-135,653	-96,553	-40,975
归属母公司股东权益	92,054	99,743	124,649	163,749	219,327
负债和股东权益	132,013	155,547	203,310	265,401	349,638

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5574	19696	46110	63482	86028
净利润	2762	9321	29793	46603	66110
折旧摊销	4846	4886	4970	7753	9585
财务费用	220	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-2645	2954	8453	5905	6790
其他经营现金流	391	2535	2894	3221	3544
投资活动现金流	-10174	461	-17321	-12709	-19236
资本支出	-2937	-6636	-8539	-9970	-11620
长期投资	-6906	7412	-8522	-2453	-7302
其他投资现金流	-238	-315	-260	-286	-314
筹资活动现金流	-93	0	0	0	0
短期借款	1114	0	0	0	0
长期借款	3640	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2526	0	0	0	0
现金净增加额	-3486	20158	28789	50773	66791

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,529	110,589	168,486	211,996	262,179
营业成本	65,208	75,021	108,529	131,825	158,276
销售费用	18,819	21,321	24,499	26,712	29,206
研发费用	8,446	7,940	8,162	8,895	10,140
管理费用	4,985	4,280	4,814	5,455	6,102
其他经营收益	2,609	7,318	7,337	7,519	7,681
营业利润	2,680	9,346	29,818	46,628	66,134
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	9,321	29,793	46,603	66,110
所得税	526	1,630	4,887	7,503	10,532
持续经营净利润	2,236	7,691	24,906	39,100	55,578
终止经营净利润	0	0	0	0	0
净利润 (年内溢利)	2,236	7,691	24,906	39,100	55,578
归母净利 (应占年内溢利)	2,239	7,691	24,906	39,100	55,578
non-GAAP 净利润	4,657	4,427	24,894	39,743	56,865
EBITDA	7,254	9,376	35,232	54,010	75,696
EPS (元/股)	0.38	1.31	4.21	6.58	9.31

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%	13%	52%	26%	24%
EBITDA (%)	253%	29%	276%	53%	40%
税前利润 (%)	102%	237%	220%	56%	42%
净利润 (%)	156%	-5%	462%	60%	43%
盈利能力					
毛利率 (%)	33%	32%	36%	38%	40%
净利率 (%)	5%	4%	15%	19%	22%
ROE (%)	2%	8%	20%	24%	25%
偿债能力					
资产负债率 (%)	30%	36%	39%	38%	37%
净负债比率 (%)	43%	56%	63%	62%	59%
流动比率	224%	197%	204%	222%	241%
速动比率	224%	197%	203%	221%	240%
营运能力					
总资产周转率	77%	77%	94%	90%	85%
应收账款周转率	170.6	106.0	94.7	87.4	86.7
应付账款周转率	7.2	7.3	8.7	8.4	8.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	1.31	4.21	6.58	9.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.0	3.3	7.8	10.7	14.4
每股净资产 (最新摊薄)	15.8	17.0	21.1	27.6	36.7
估值指标 (倍)					
P/E	236.8	199.6	62.0	39.7	28.0
P/B	5.9	15.4	12.4	9.5	7.1
EV/EBITDA	198.3	151.2	39.4	24.8	16.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、整体数据：到店板块超预期，经营杠杆持续显现.....	5
二、外卖业务：UE 同比增长明显，实际配送成本小幅下降	7
三、到店酒旅业务：到综持续增长，酒旅业务拓展良好	9
四、新业务：社区团购成发展重点，规模迅速扩张.....	11
五、盈利预测与投资建议.....	13
六、风险提示	15

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.....	6
图表 4: 公司历史各季度变现率明细.....	6
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: 公司历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化.....	6
图表 8: 公司历史各季度经营利润率.....	6
图表 9: 公司历史各季度净利润 (期内亏损) (亿元) 及同比变化.....	7
图表 10: 公司历史各季度经调整净利润 (亿元) 及同比变化	7
图表 11: 公司历史各季度经调整净利润率.....	7
图表 12: 公司历史各季度交易用户数及平均交易笔数	7
图表 13: 公司历史各季度活跃商家 (万家)	7
图表 14: 公司历史各季度用户激励 (亿元) 及占收入比重.....	7
图表 15: 外卖业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化.....	8
图表 16: 外卖业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化.....	8
图表 17: 外卖业务历史各季度变现率.....	8
图表 18: 外卖业务历史各细分收入变现率.....	8
图表 19: 外卖业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化	9
图表 20: 外卖业务历史各季度经营利润率	9
图表 21: 外卖业务历史各季度交易笔数 (亿笔)	9
图表 22: 外卖业务历史各季度平均每单均价 (元) 及同比变化.....	9
图表 23: 到店酒旅业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化.....	10
图表 24: 到店酒旅业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化	10
图表 25: 到店酒旅业务佣金收入 (亿元) 及同比.....	10
图表 26: 到店酒旅业务营销收入 (亿元) 及同比	10
图表 27: 到店酒旅业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化.....	11
图表 28: 到店酒旅业务历史各季度经营利润率	11
图表 29: 到店酒旅业务历史酒店间夜量及同比变化.....	11
图表 30: 新业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化	12
图表 31: 新业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化	12
图表 32: 新业务历史各季度佣金收入 (亿元) 及同比	12
图表 33: 新业务历史各季度营销收入 (亿元) 及同比	12
图表 34: 新业务历史各季度其他收入 (亿元) 及同比	12

图表 35: 新业务历史各季度经营利润 (亿元)	12
图表 36: 新业务历史各季度经营利润率	13
图表 37: 公司历史各季度利润表 (亿元)	13
图表 38: 公司历史各季度利润表项目占收入比重	14
图表 39: 公司各季度经营活动现金流 (亿元)	14
图表 40: 公司各季度投资活动现金流 (亿元)	14
图表 41: 公司各季度筹资活动现金流 (亿元)	15
图表 42: 公司各季度现金及等价物变动 (亿元)	15

一、整体数据：到店板块超预期，经营杠杆持续显现

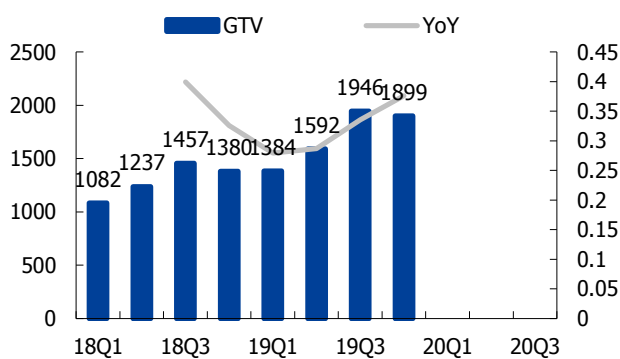
事件：公司发布 20Q3 季报。20Q3 公司实现收入 354 亿元，同比+28.8%；经营利润 67.2 亿元，同比+365%；期内利润 63.2 亿元，同比+374%；经调整 EBITDA 为 26.8 亿元，同比+17.1%；经调整净利润 20.5 亿元，同比+5.8%。经营现金流 33 亿元，同比+26.4%。分业务看，20Q3 美团外卖/到店酒旅/新业务/未分配项目的经营利润分别为 7.7/27.9/-20.3/52.0 亿元，同比+132.2%/+19.5%/+68.8%/NA。

经营利润好于市场预期，主要归功于到店酒旅业务的超预期。20Q3 公司经营利润 67.2 亿元，是历史新高；但是主要系公允价值变动计量的金融资产带来 58 亿的投资收益的影响；若不考虑未分配项目的影响（总计 52 亿，含前面 58 亿的投资收益）则外卖+到店酒旅+新业务合计经营利润为 15 亿元，高于市场 10 亿的预期。其中外卖 7.7 亿元，基本符合预期的 8 亿元；到店酒旅 27.8 亿元，高于预期的 24 亿元；新业务-20 亿元，也好于预期的-22 亿元。

新业务投入及亏损加大拖累经营利润率，经营杠杆显现带动三费率下降。20Q3 经营利润率 19.0%，同比+13.7pct；若扣除投资收益的影响，则经营利润率为 2.6%，同比-2.7pct，下降主要系新业务投入增长，导致亏损规模加大。毛利率 31%，同比-4pct，主要系低毛利率的快驴、买菜、闪购及其他新业务规模增长。销售费用率 16.5%，同比-0.4pct，系营销效率提升。研发费用率 8.4%，同比-1.4pct，系经营杠杆作用提高。行政费用率 4.0%，同比-0.7pct，亦系经营杠杆作用提高。

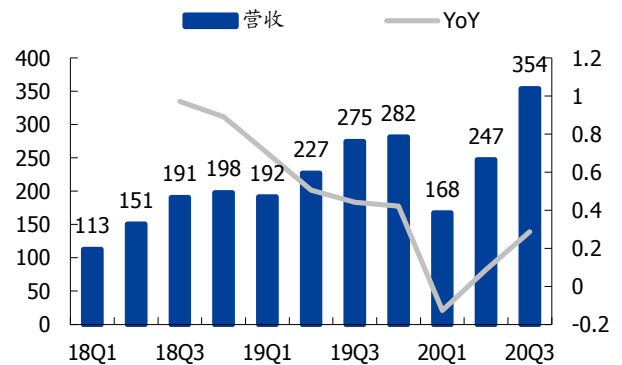
商户和用户数量稳步增长，超级平台效应持续显现。20Q3 公司活跃商户数 650 万，交易用户数 4.765 亿，都是历史新高。每位交易用户平均每年交易笔数 26.8 笔，同比+0.9%，表明公司的超级平台战略持续显现，用户粘性持续提升。

图表 1：公司历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



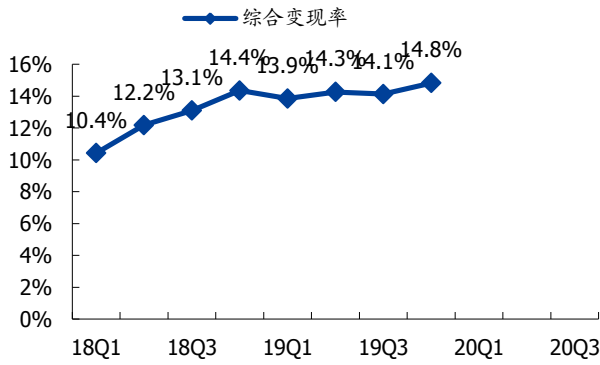
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所（备注：20Q1 后不再披露）

图表 2：公司历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



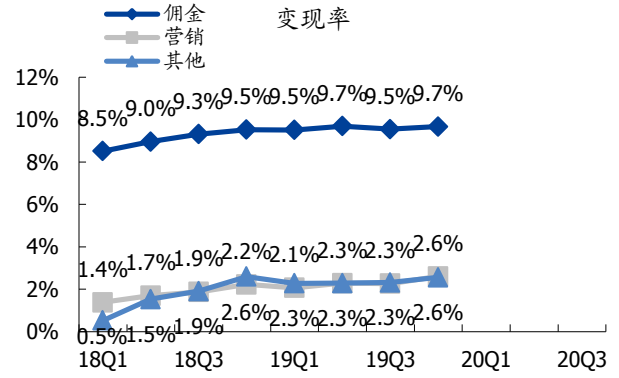
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表3: 公司历史各季度综合变现率



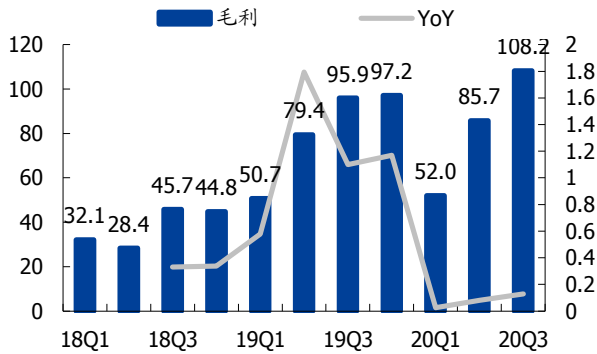
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所 (备注: 20Q1后不再披露)

图表4: 公司历史各季度变现率明细



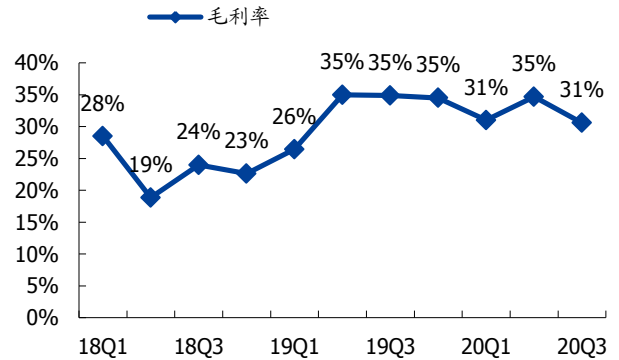
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所 (备注: 20Q1后不再披露)

图表5: 公司历史各季度毛利(亿元)及同比变化



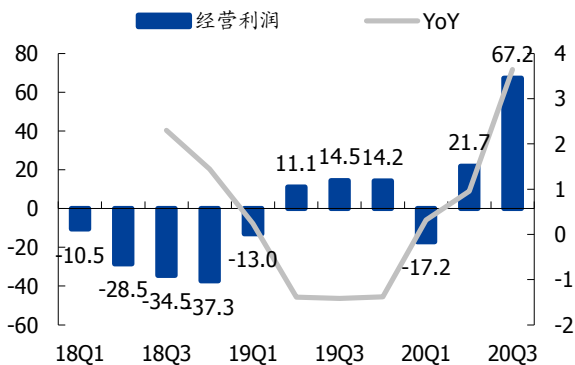
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表6: 公司历史各季度毛利率



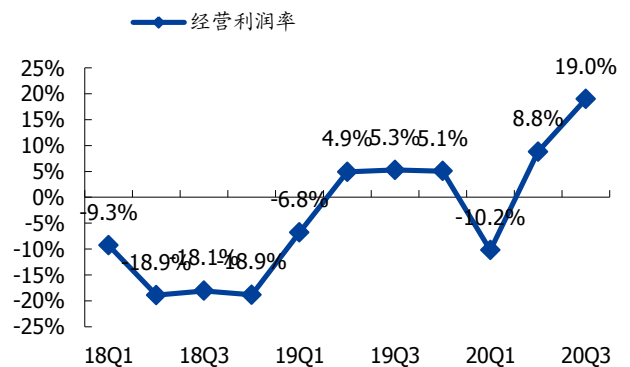
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表7: 公司历史各季度经营利润(亿元)及同比变化



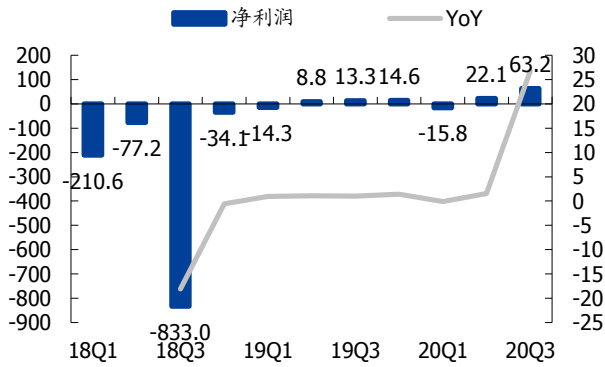
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表8: 公司历史各季度经营利润率



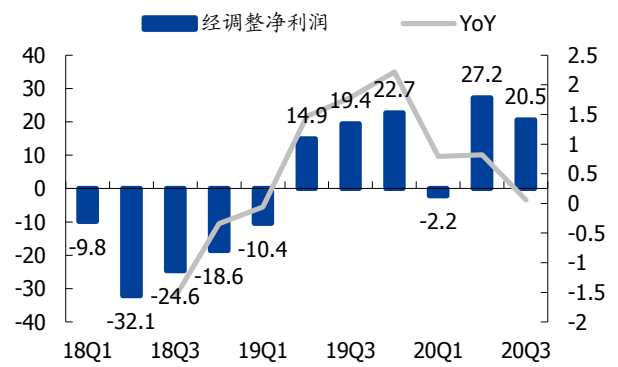
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 9: 公司历史各季度净利润 (期内亏损) (亿元) 及同比变化



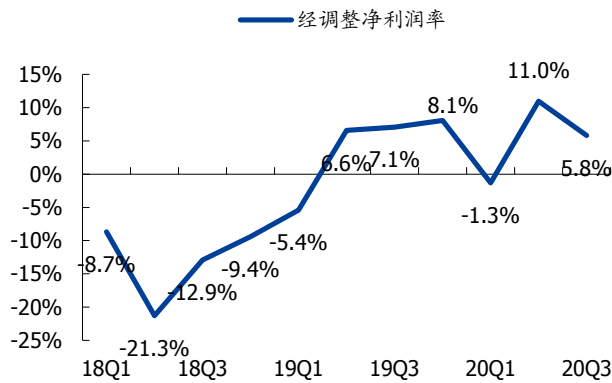
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 10: 公司历史各季度经调整净利润 (亿元) 及同比变化



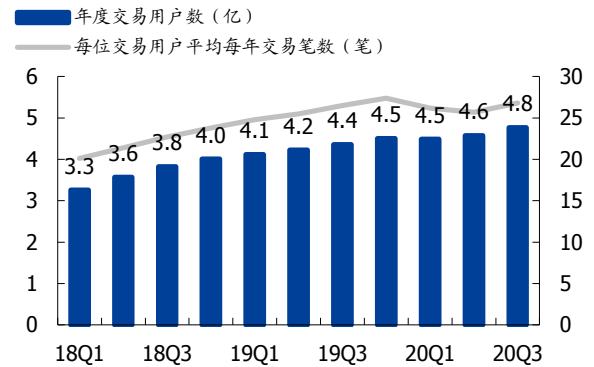
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 11: 公司历史各季度经调整净利润率



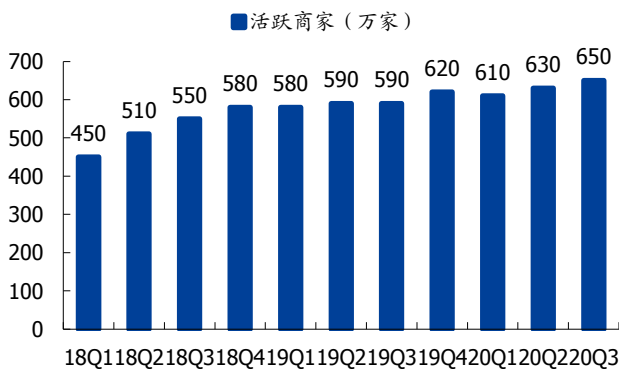
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 12: 公司历史各季度交易用户数及平均交易笔数



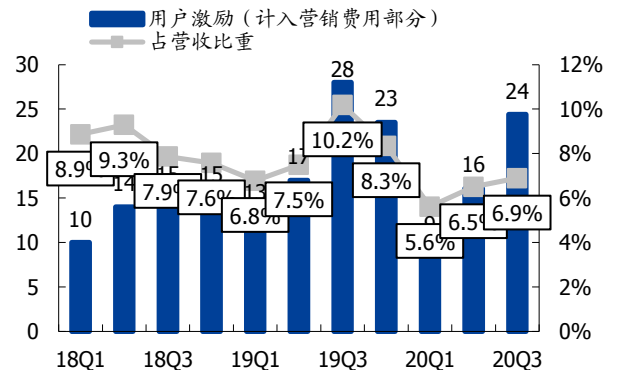
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 13: 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 14: 公司历史各季度用户激励 (亿元) 及占收入比重



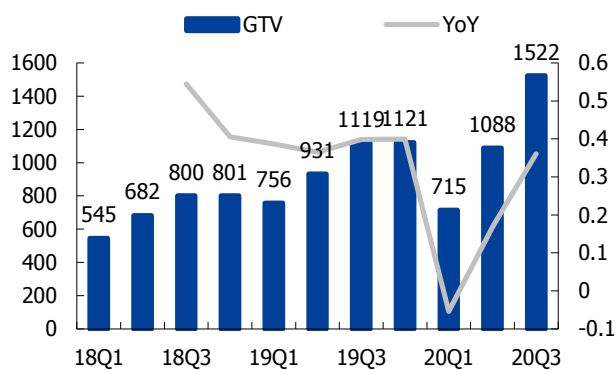
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

二、外卖业务: UE 同比增长明显, 实际配送成本小幅下降

外卖：20Q3 单均 UE 0.24 元同比改善明显。配送成本小幅增长符合预期。20Q3 外卖业务 GTV 为 1522 亿元，同比+36%，GTV 增长由单量和客单价同时驱动：外卖单量 32.1 亿笔，同比+30%；客单价 47.4 元，同比+4.5%。我们测算外卖变现率为 13.6%，同比-0.3pct，变现率下降系对用户补贴增加及品牌商户占比提升（品牌商户变现率较低于普通商户），其中佣金/广告/其他变现率分别为 12.0%/1.6%/0.0%，同比-0.6pct/+0.2pct/+0pct。20Q3 外卖经营利润 7.7 亿元，同比+132%，外卖单均 UE 达到了 0.24 元，同比+78%（去年同期为 0.13 元）。UE 提升主要受客单价提升和广告变现率提升带动，部分被配送成本增加拖累，我们测算补贴率稳定在 3.2%-3.5%。20Q3 配送成本 7.28 元，同比增加 0.1 元左右，环比增加 0.4 元左右，季节性因素/增值税因素各贡献约一半。如果扣除增值税的影响，则单季度配送成本约下降 0.2 元左右。外卖补贴率稳定在 3.2%-3.5%，主要补贴支出方向为会员。

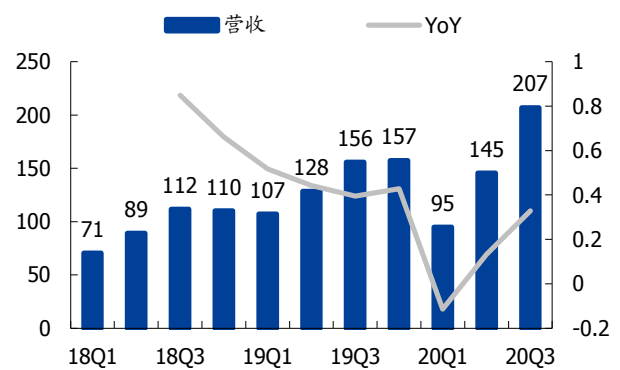
在 Q3 季度，受益天气等因素，外卖业务实现了高增长。在夏季期间，非正餐品类（如夜宵及下午茶）持续增长，公司通过拓展商户供给，优化商品质量，增强特定品类营销能力，对此类消费类别开启了更具针对性及差异化的营运，实现了良好的成果。会员数量也在进一步增加，平均月活会员超过 4000 万，且会员贡献的订单比例也在进一步提升。

图表 15: 外卖业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



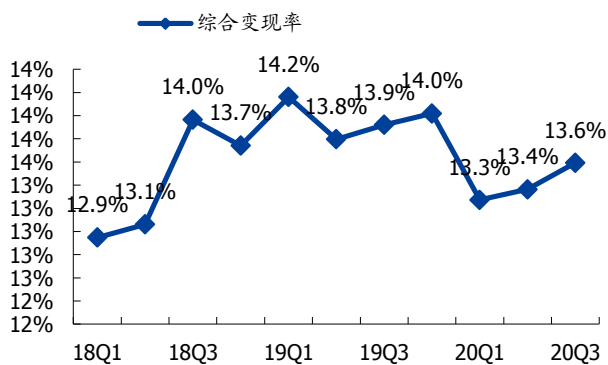
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 16: 外卖业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



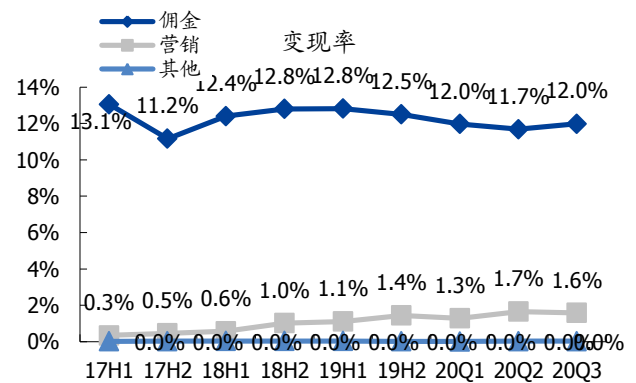
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 17: 外卖业务历史各季度变现率



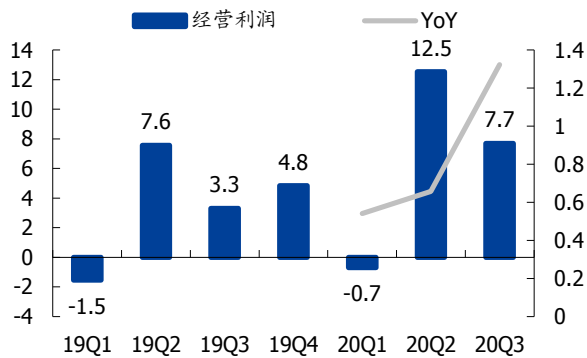
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所测算

图表 18: 外卖业务历史各细分收入变现率



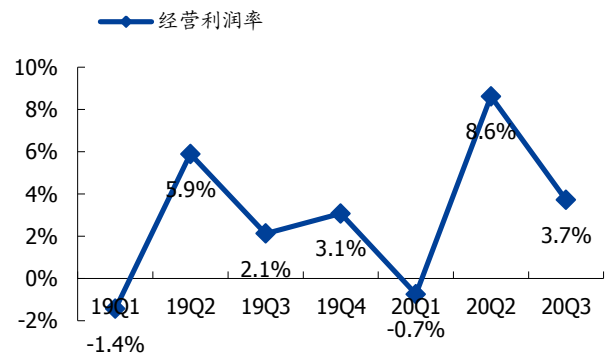
资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所测算

图表 19: 外卖业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化



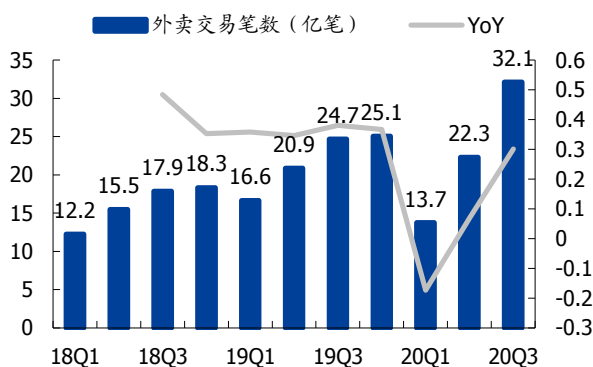
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 20: 外卖业务历史各季度经营利润率



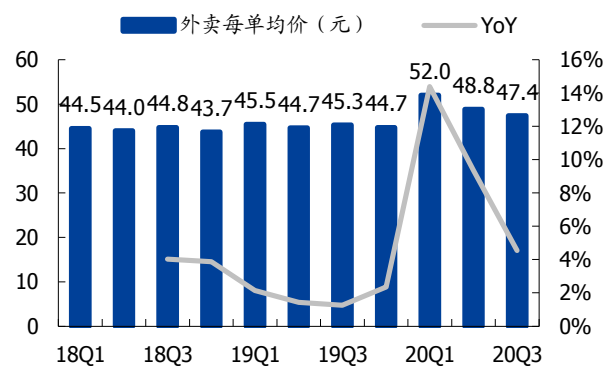
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 21: 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 22: 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: 到综持续增长, 酒旅业务拓展良好

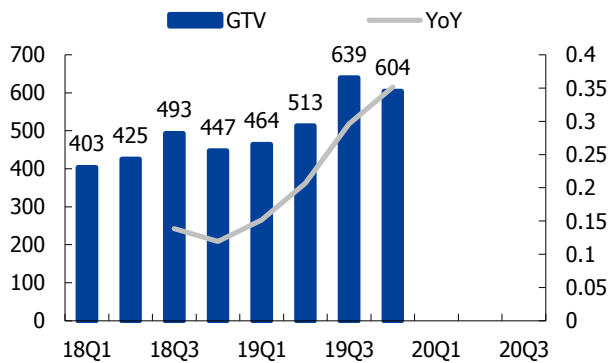
到店酒旅: 到综持续增长, 经营杠杆显现带动经营利润率提高。 20Q3 到店酒旅收入 65 亿元, 同比+5%。我们测算其中到店/酒店业务收入分别为 48.7/16.1 亿元, 同比+7.3%/-2.0%。20Q3 酒店预订间夜量 1.14 亿, 同比+3.7%。到店收入构成中, 佣金/广告/其他收入分别为 17.1/31.5/0.1 亿元, 同比+2.8%/+10.4%/-60%。广告增长好于佣金, 原因是到综 (广告收入更多) 增长好于餐饮, 医美、丽人、宠物等到综业务增长迅速。20Q3 到店酒旅经营利润 27.9 亿元, 同比+20%; 经营利润率 43.0%, 同比+5.3pct, 主要系经营杠杆作用提高。

到综业务持续增长, 高星酒店持续拓展。 到综业务持续增长, 其中丽人、亲子及汽车服务等非聚集性活动消费 Q3 都恢复同比正增长, 医美及宠物护理的增长进一步加速。同时, 一些针对特定人群的服务类别亦迅速增长, 包括付费自习室、互动宠物体验及密室逃脱。高星酒店持续拓展, 平台上高星酒店数量环比大幅增长, 公司的“酒店+X”项目也在持续扩张。

经营利润率达到历史高点，但后续可能下降。20Q3到店酒旅经营利润率43%达到了历史最高点，是由于营销类支出（尤其是酒店的补贴）降低了，到餐和到综的广告支出也是偏少的状态。另外因为酒店是低利润率的业务，占比降低也带动了整体到店酒旅经营利润率的改善。后续随着市场费用的恢复及酒店占比的提升，到店酒旅的经营利润率预计会回落。

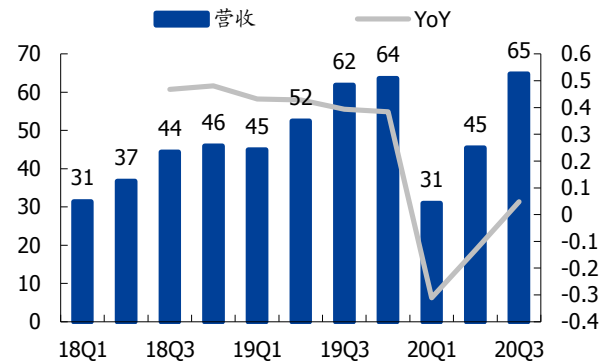
预计20Q4收入同比增速有望回升至10%以上，经营利润率同比持平。我们预计20Q4到店酒旅同比增速将达到10%以上，同时随着营销开支的增长，经营利润率将下降至37%左右与去年同期持平。

图表 23: 到店酒旅业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



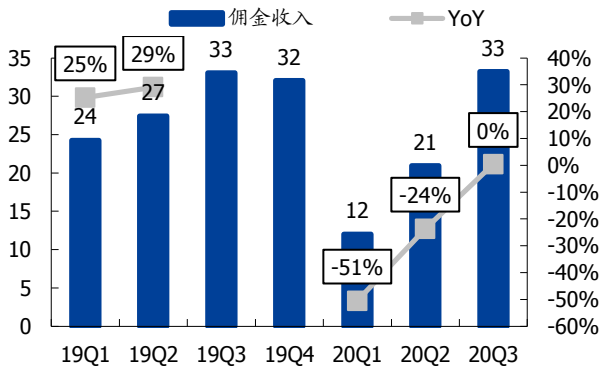
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所 (备注: 20Q1 后不再披露)

图表 24: 到店酒旅业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



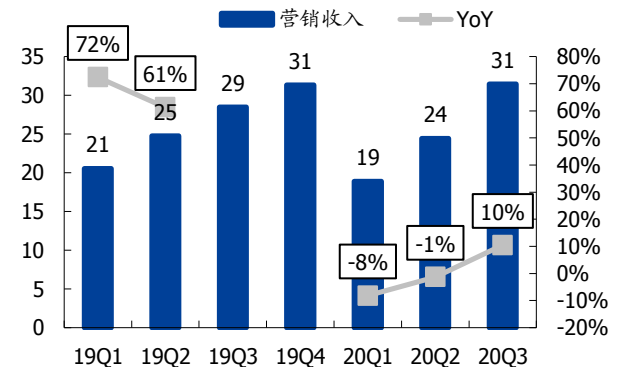
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 25: 到店酒旅业务佣金收入 (亿元) 及同比



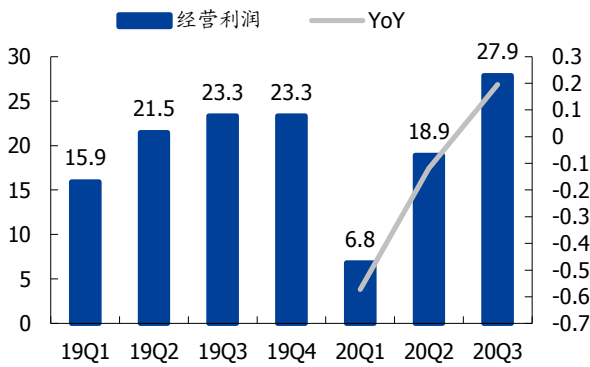
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 26: 到店酒旅业务营销收入 (亿元) 及同比



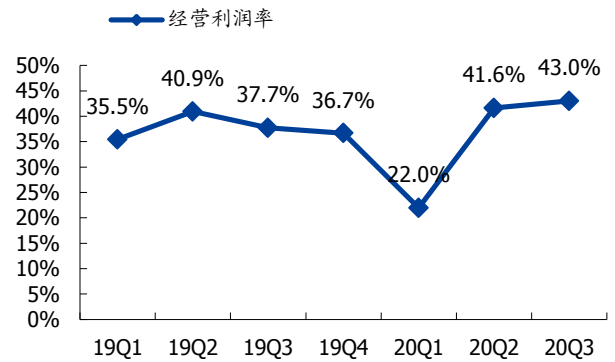
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 27: 到店酒旅业务历史各季度经营利润 (亿元) 及同比变化



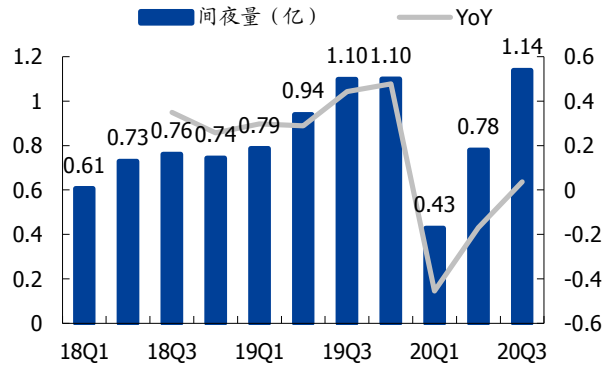
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 28: 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 29: 到店酒旅业务历史酒店间夜量及同比变化



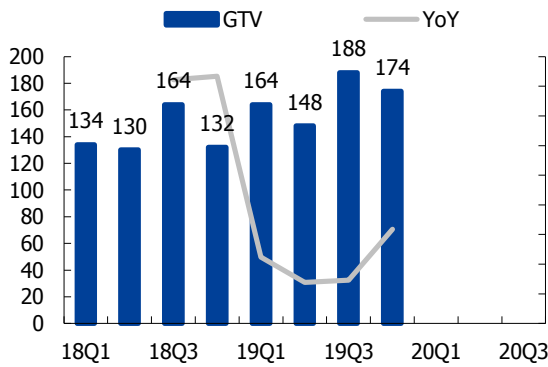
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

四、新业务: 社区团购成发展重点, 规模迅速扩张

新业务: 闪购和社区团购增长迅速, 自营买菜及快驴持续增长, 网约车及餐饮 ERP 系统拖累收入。 新业务收入 82 亿元, 同比+43%; 分佣金/广告/其他收入分别为 15.6/1.0/65.7 亿元, 同比+28%/+89%/+47%。佣金收入增长主要由闪购和社区团购业务驱动, 而其他收入增长主要受益快驴和买菜业务的增长, 疫情促进了生鲜零售业务的大发展; 同时受网约车及餐饮 ERP 系统收入减少拖累。经营利润-20.3 亿元, 亏损幅度同比增加 8 亿元, 主要系闪购业务扩张亏损加大、美团优选投入亏损和其他新业务的经营亏损增加, 餐饮 ERP 系统亏损小幅下降。

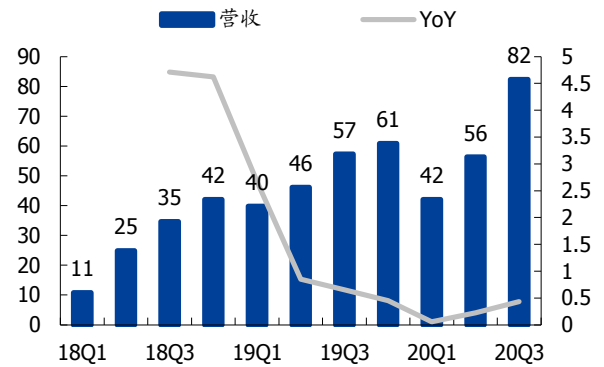
未来新业务投入力度将继续加大, 社区团购是发展重点。 目前新业务中美团优选 (即社区团购业务) 是公司的拓展重点, 投入规模比其他业务都要大。优选的发展策略是以拓城和长期能力优化为主, 在履约、产品、物流等方面巩固扎实, 短期不追求 GMV 市占的第一, 今年的目标是年底拓展至 1000 个城市。此外买菜、快驴、闪购等业务在 20Q3 也有一个明显的增长。

图表 30: 新业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



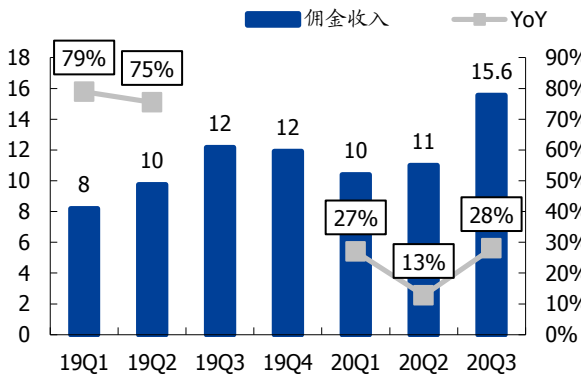
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所 (备注: 20Q1 后不再披露)

图表 31: 新业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



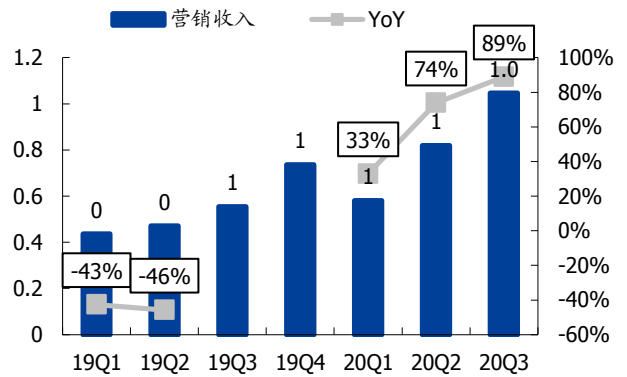
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 32: 新业务历史各季度佣金收入 (亿元) 及同比



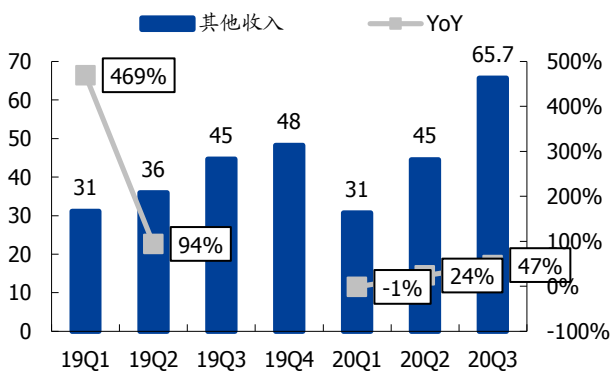
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 33: 新业务历史各季度营销收入 (亿元) 及同比



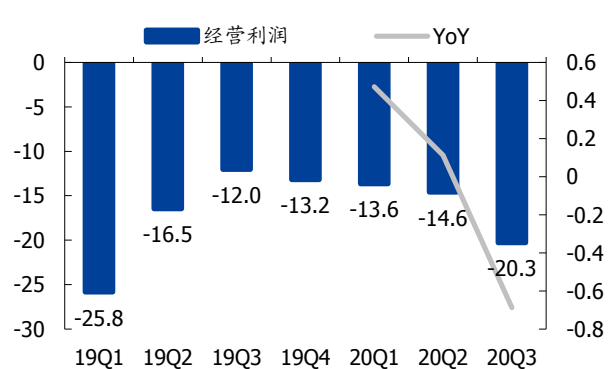
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 34: 新业务历史各季度其他收入 (亿元) 及同比



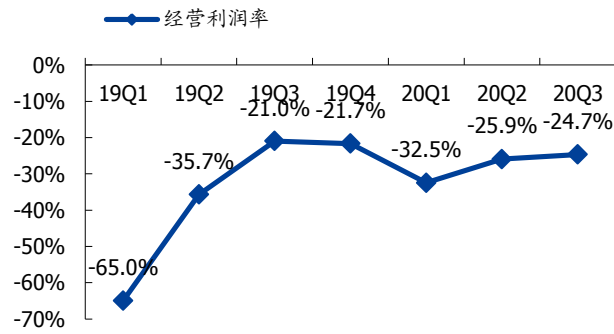
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 35: 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 36: 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

投资建议: 维持“买入”评级, 21年目标价 364 港币。我们用分部估值法, 预计 23 年外卖/到店酒旅净利润分别为 415/187 亿元, 分别按外卖/到店酒旅 23 年 40/30 倍 PE 计算, 加上新业务, 对应 23 年外卖/到店酒旅/新业务 1.67/0.56/0.39 万亿元估值, 合计 2.61 万亿元, 换算成港币为 2.91 万亿港币, 对应 2023 年目标价 487 港币。外卖和到店酒旅业务按 15% 的折现率, 新业务按 25% 的折现率分别折回 2021 年, 对应 2021 年目标价 364 港币, 目标市值 2.15 万亿港币。

图表 37: 公司历史各季度利润表 (亿元)

利润表	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入	150.7	190.8	198.0	191.7	227.0	274.9	281.6	167.5	247.2	354.0
营业成本	-122.3	-145.0	-153.2	-141.0	-147.6	-179.0	-184.4	-115.6	-161.5	-245.8
毛利	28.4	45.7	44.8	50.7	79.4	95.9	97.2	52.0	85.7	108.2
销售费用	-38.7	-46.2	-45.4	-37.1	-41.5	-56.1	-53.5	-32.0	-41.7	-58.4
研发费用	-17.0	-20.0	-19.8	-20.4	-20.3	-21.4	-22.4	-23.0	-23.8	-29.7
管理费用	-10.0	-13.2	-28.5	-10.8	-10.4	-10.6	-18.2	-13.1	-12.0	-15.5
营业利润	-28.5	-34.5	-37.3	-13.0	11.1	14.5	14.2	-17.2	21.7	67.2
优先价值变动	-46.4	-797.6								
除税前溢利	-74.2	-831.5	-36.9	-12.9	11.0	14.5	15.0	-16.9	22.0	67.5
净利润 (含少数股东权益)	-77.2	-833.0	-34.1	-14.3	8.8	13.3	14.6	-15.8	22.1	63.2
经营溢利 (营业利润)	-28.5	-34.5	-37.3	-13.0	11.1	14.5	14.2	-17.2	21.7	67.2
YoY		-230%	-144%	-24%	139%	142%	138%	-32%	95%	365%
期内溢利 (净利润)	-77.2	-833.0	-34.1	-14.3	8.8	13.3	14.6	-15.8	22.1	63.2
YoY		-1806%	-57%	93%	111%	102%	143%	-10%	152%	374%
经调整 EBITDA	-15.9	-11.7	-8.5	4.6	23.3	22.9	21.8	0.4	26.1	26.8
YoY		-40%	37%	141%	247%	295%	355%	-91%	12%	17%
经调整溢利净额	-32.1	-24.6	-18.6	-10.4	14.9	19.4	22.7	-2.2	27.2	20.5
YoY		-158%	-34%	-6%	146%	179%	222%	79%	82%	6%

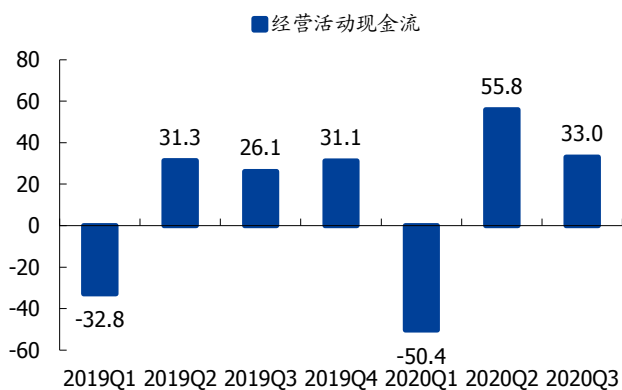
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 38: 公司历史各季度利润表项目占收入比重

营收占比	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
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	-81.2%	-76.0%	-77.4%	-73.6%	-65.0%	-65.1%	-65.5%	-69.0%	-65.3%	-69.4%
毛利	18.8%	24.0%	22.6%	26.4%	35.0%	34.9%	34.5%	31.0%	34.7%	30.6%
销售费用	-25.7%	-24.2%	-22.9%	-19.3%	-18.3%	-20.4%	-19.0%	-19.1%	-16.9%	-16.5%
研发费用	-11.3%	-10.5%	-10.0%	-10.6%	-9.0%	-7.8%	-8.0%	-13.7%	-9.6%	-8.4%
管理费用	-6.6%	-6.9%	-14.4%	-5.6%	-4.6%	-3.8%	-6.4%	-7.8%	-4.9%	-4.4%
营业利润	-18.9%	-18.1%	-18.9%	-6.8%	4.9%	5.3%	5.1%	-10.2%	8.8%	19.0%
优先价值变动	-30.8%	-418.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	-49.3%	-435.9%	-18.6%	-6.7%	4.9%	5.3%	5.3%	-10.1%	8.9%	19.1%
净利润(含少数股东权益)	-51.2%	-436.7%	-17.2%	-7.5%	3.9%	4.8%	5.2%	-9.4%	8.9%	17.9%
经营亏损(营业利润)	-18.9%	-18.1%	-18.9%	-6.8%	4.9%	5.3%	5.1%	-10.2%	8.8%	19.0%
期内亏损(净利润)	-51.2%	-436.7%	-17.2%	-7.5%	3.9%	4.8%	5.2%	-9.4%	8.9%	17.9%
经调整 EBITDA	-10.6%	-6.1%	-4.3%	2.4%	10.3%	8.3%	7.7%	0.2%	10.6%	7.6%
经调整亏损净额	-21.3%	-12.9%	-9.4%	-5.4%	6.6%	7.1%	8.1%	-1.3%	11.0%	5.8%

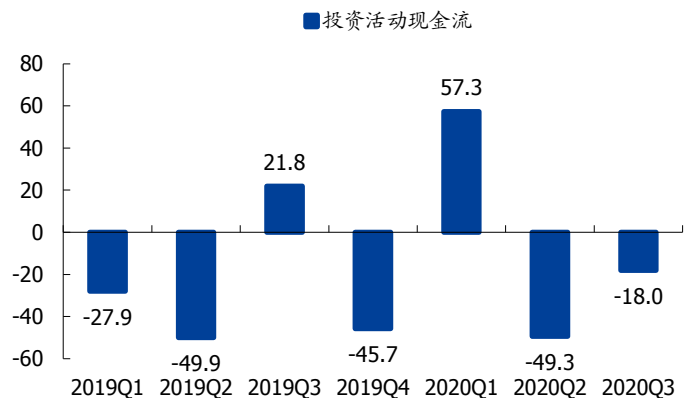
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 39: 公司各季度经营活动现金流(亿元)



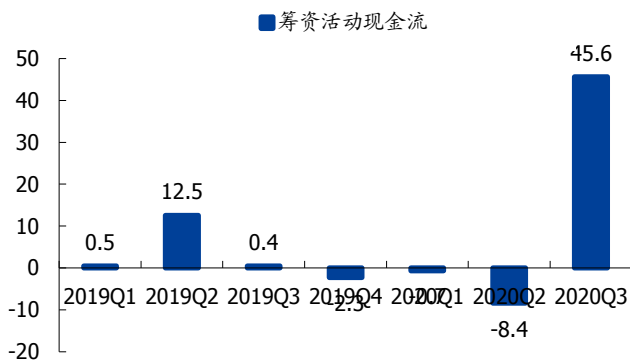
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 40: 公司各季度投资活动现金流(亿元)



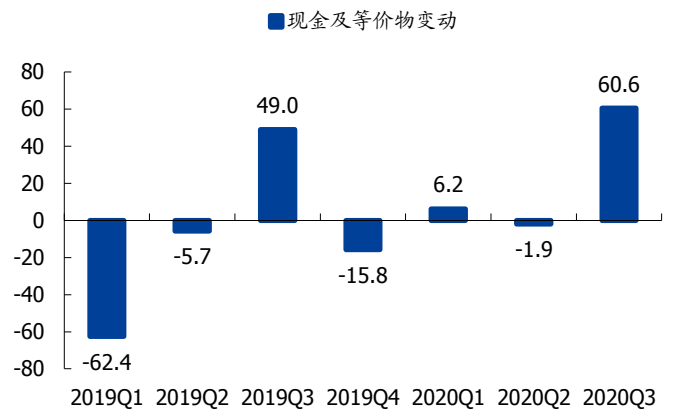
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 41: 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 42: 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

疫情二次扩散的风险。疫情会对公司业务造成不利冲击。若后期疫情发生二次扩散，则可能对公司的业务造成不利影响。

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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