

结构逐步转型，B端收入步入快速增长期 买入（维持）

2020年05月27日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 郭天瑜

guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	97,529	115,000	166,768	217,797
同比（%）	49.5%	17.9%	45.0%	30.6%
归母净利润（百万元）	2,239	2,368	8,345	14,803
同比（%）	102%	5.8%	252.4%	77.4%
每股收益（元/股）	0.39	0.41	1.43	2.54
P/E（倍）	332	315	89	50

投资要点

- **事件：**美团 1Q20 实现营业收入 167.54 亿元（-yoy12.6%）；经调整 EBITDA 达 0.41 亿元，经调整净利润-2.16 亿元，亏损率为-1.3%。
- **外卖——1Q20 收入 94.9 亿元（-yoy11.4%），GMV 为 715 亿元（-yoy 5.4%），订单量为 13.75 亿单（-yoy 17%）；变现率达 13.3%，经营亏损约 0.71 亿元，亏损主要由于疫情影响下外卖订单量下降，密度降低，致使单均骑手成本上升。GMV 降低幅度低于订单降幅主要由于疫情期间，部分品牌商户加速进入外卖平台，致使整体客单价提升至 52 元（+yoy 14.5%，+qoq 16.3%）。复工后中长尾商户供给恢复，环比客单价将略有回调，但由于高端商户的留存，整体客单价同比仍有望保持提升。**
- **外卖业务量价齐升，逐步进入利润释放阶段。**1，GMV——用户消费恢复，叠加高端商户留存致使客单价增长，带动 GMV 增长；2，B 端高毛利广告收入提升，1Q20 佣金占比由 19Q1 的 93% 降至 90%，其他服务收入（营销和其他）占比提升至 10%。考虑外卖平台对于商户的核心作用为摊薄租金和人工等固定成本，当前凭条提点率已接近商户盈利上限，未来 B 端收入（如高毛利的广告营销服务等）将成为外卖业务利润提升的核心驱动之一；3，成本端——截止 2020 年 5 月，外卖订单量已经恢复 90%，6 月同比增速或将转正，订单量恢复后，骑手端规模效应显现，单均配送成本将下降，提升外卖盈利能力。
- **到店酒旅——营销服务表现出色，后疫情时期将持续贡献利润。**1Q20 收入 30.95 亿（-yoy 31%），佣金 11.97 亿（-yoy50.6%）；广告服务 18.87 亿元，同比下降 8%；其他服务 0.11 亿元，经营利润 6.8 亿，经营利润率为 22%，疫情过后，商户为弥补 Q1 损失，在广告端需求或将增加，此前停滞的部分广告业务收入也将恢复，今年广告业务依旧将保持快速增长；虽然酒旅恢复尚需时间，但由于酒旅业务中广告收入占比较高，整体利润率的回升将快于收入回升。
- **新业务——1Q20 新业务收入 41.68 亿（+yoy 4.9%），经营亏损 13.64 亿，亏损率由 19Q1 的 47.2% 收窄至 32.7%，主要由于单车折旧大幅减少，同时疫情期间网约车和快驴等业务量降低，相关成本减少，未来随着出行和美团买菜，闪送等业务快速发展，新业务将保持提升趋势。**
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年美团收入达 1150/1668/2178 亿元，增速为 18%/45%/31%；经调整 EBITDA 约 84/137/197 亿元，考虑公司由于业务结构转型趋势良好，营销等服务占比提升带动盈利能力增强，结合 SOTP 估值，公司 2020 年估值约 9407 亿港元，对应目标价为 161 港元，维持“买入”评级。（1 元=1.0851 港币）
- **风险提示：**骑手成本上升，行业政策风险，酒店发展不及预期，疫情反复，新用户获取不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	138.90
一年最低/最高价	57.00/138.90
市净率(倍)	8.09
港股流通市值(百万港元)	707163.5

基础数据

每股净资产(元)	15.82
资产负债率(%)	25.34
总股本(百万股)	5826.74
流通股本(百万股)	5091.17

相关研究

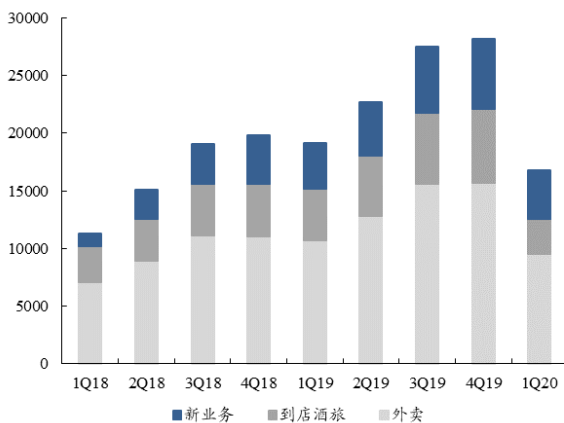
- 1、《美团点评-W (03690)：非佣类收入快速增长，护城河稳固》2020-04-02
- 2、《美团点评-W (03690)：外卖点单频次提升，在线营销驶入快车道》2019-11-24
- 3、《美团点评-W (03690)：外卖规模效应显现，提升美团整体盈利能力》2019-08-26

1. 概述：B 端变现进入加速期，亏损幅度好于预期

美团 1Q20 实现营业收入 167.54 亿元(-yoy12.6%);经调整 EBITDA 达 0.41 亿元,经调整净利润-2.16 亿元,亏损率为-1.3%,去年同期-10.49 亿元,20Q1 业绩显著好于此前预期。

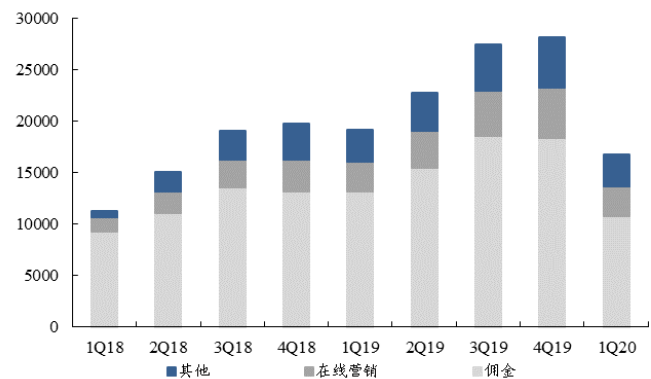
佣金,在线营销和其他占比为 65%/17%/18%,结构稳定。从不同业务而言,外卖,到店酒旅和新业务占比为 56.6%/18.5%/24.5%,受疫情影响,商户广告投放减少,买菜等业务增长致使营销占比下降,新业务占比提升。

图 1: 分业务收入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 佣金, 营销及其他服务收入 (单位: 百万元)



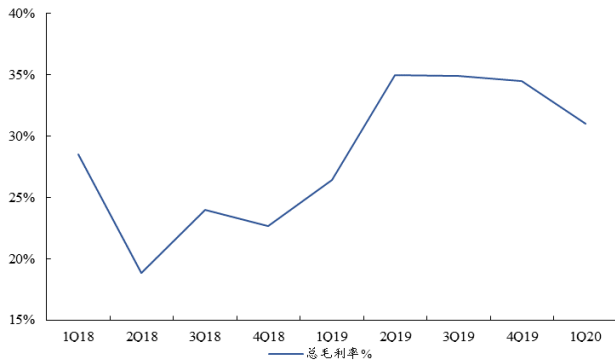
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1Q20 毛利率为 31%, 环比下降 3.5 个百分点, 同比提升 4.6 个百分点, 主要由于 Q1 疫情影响下, 外卖方面客单价提升致使餐饮部分毛利提升; 同时, 新业务中网约车司机成本和单车折旧减少; 疫情结束后, 网约车成本将有所增加, Q2 毛利率环比或略有下降, 但由于 B 端的营销服务发展较快, 同比毛利率依旧有望保持提升。

费用方面, 1Q20 销售费用 32 亿元, 同比下降 13.7%, 销售费用率为 19%, 环比同比均保持稳定。虽然 Q1 疫情期间公司在外卖的激励和补贴均有提升, 但由于交易用户和交易量减少致使激励费用降低。总体而言, 公司目前销售费用率保持稳定, 侧面反映出用户对于平台的粘性已经逐步养成。

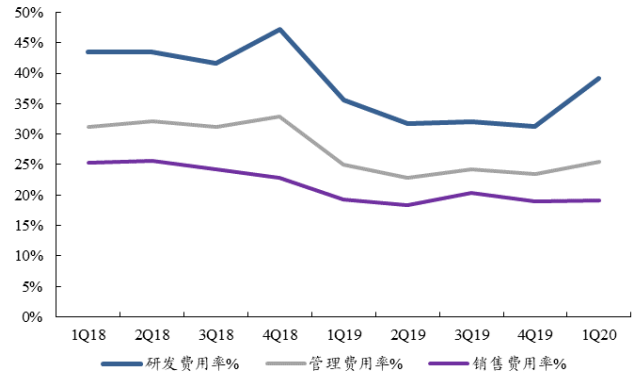
研发和管理费用均保持稳定。1Q20 研发费用 23 亿, 同比增长 12.8%; 研发费用率 14%, 环比提升 6 个百分点, 同比提升 3 个百分点, 主要由于员工福利开支增加。管理费用率为 6%, 环比提升 2 个百分点。

图 3：毛利率%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：费用率%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

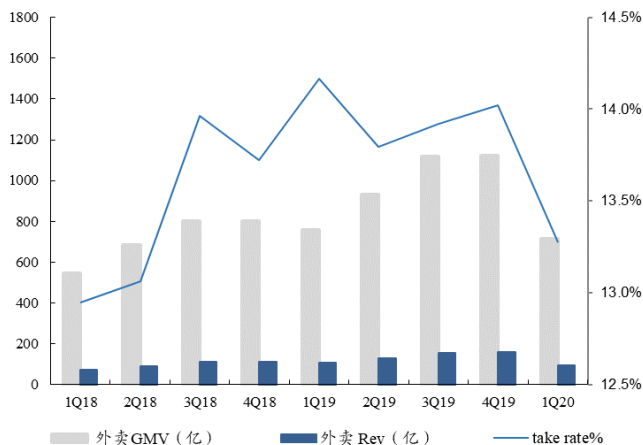
2. 外卖：

2020Q1 美团外卖实现营业收入 94.9 亿元 (-yoy11.4%)，整体 GMV 达 715 亿元 (-yoy 5.4%)，订单量为 13.75 亿单 (-yoy 17%)；外卖业务综合变现率达 13.3%，同比下降 0.7 个百分点，环比下降 0.9 个百分点。

1Q20 外卖经营亏损约 0.71 亿元，亏损主要由于疫情影响下外卖订单量下降，密度降低，致使单均骑手成本上升。截止 2020 年 5 月，整体外卖订单量已经恢复 90%，6 月增速或将转正，订单量恢复后，骑手端规模效应显现，单均配送成本将保持下降趋势，进一步提升外卖盈利能力。

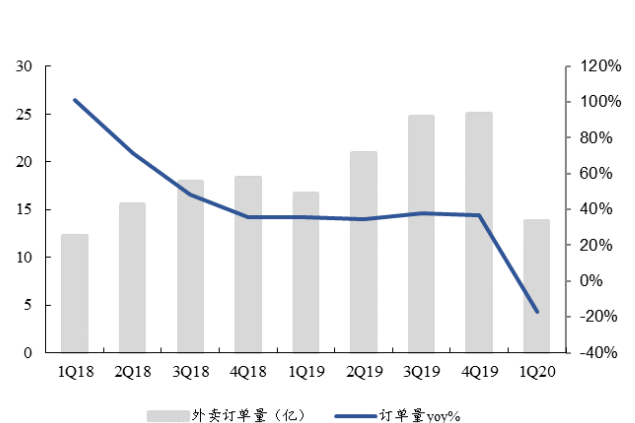
GMV 降低幅度低于订单降幅主要由于疫情期间，部分品牌商户加速进入外卖平台，致使整体客单价提升至 52 元，同比增长 14.5%，环比增长 16.3%。随着复工后中长尾商户供给恢复，环比客单价将略有回调，但由于高端商户的留存，整体客单价同比仍有望保持提升。

图 5：外卖 GMV (亿元)，收入 (亿元) 及变现率%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：1Q20 订单量为 13.75 亿单 (-yoy 17%)

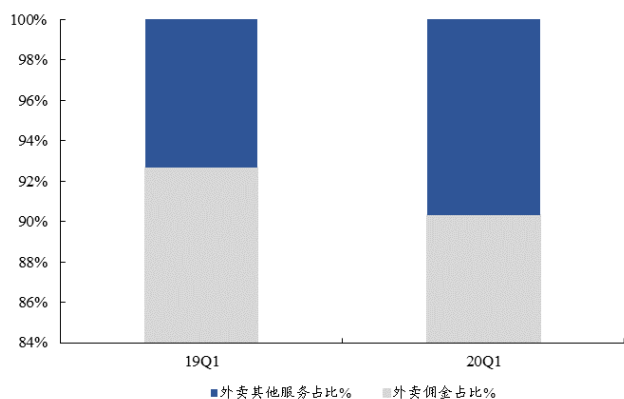


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务结构逐步转型，B 端变现进入加速期。1Q20 公司调整收入披露方式，从各业务结构来看，外卖业务中，佣金收入占比由 19Q1 的 93% 降至 90%，其他服务收入（营销和其他）占比提升至 10%。目前外卖平台对于商户的核心作用在于摊薄租金和人工等固定成本，当前佣金提点率已经接近商户盈利上限，未来 B 端的变现收入增加（如高毛利的广告营销服务等）将逐步成为外卖业务利润提升的核心驱动。

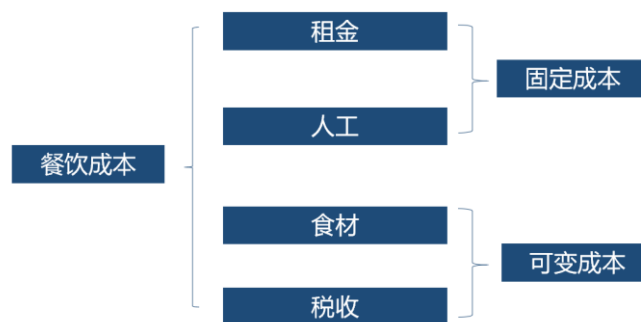
总体而言，外卖业务已经逐步进入利润释放阶段，我们认为 2020Q2 盈利能力有望大幅提升，主要由于：1，GMV——用户消费恢复将推动订单量大幅提升；同时，高端商户留存将推动客单价提升，将带动整体 GMV 增长；2，变现率——B 端高毛利广告收入提升将带动变现率上升；3，成本端——订单密度和配送效率同步提升，致使骑手端规模效应显现，提升盈利空间。

图 7：佣金和其他收入占比%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：商户成本拆分



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所整理

3. 到店酒旅

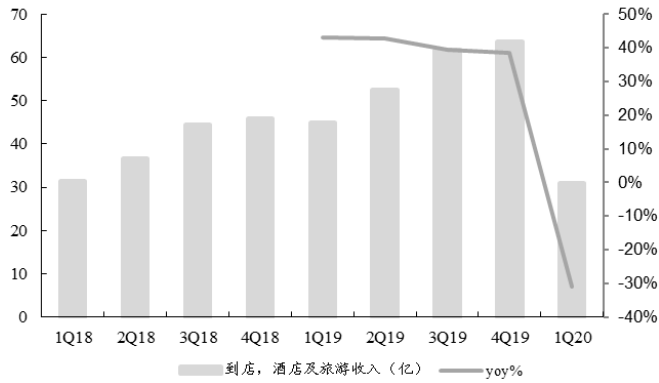
1Q20 整体到店酒旅实现收入 30.95 亿 (-yoy 31%)，佣金 11.97 亿 (-yoy 50.6%)；广告服务 18.87 亿元，同比下降 8%；其他服务 0.11 亿元，经营利润 6.8 亿，经营利润率为 22%，去年同期经营利润为 15.93 亿。

营销服务表现出色，后疫情时期将持续贡献利润。1Q20 在整体酒店和到店佣金大幅下滑情况下，广告业务在整体到店酒旅收入占比提升至 61%。疫情过后，商户为弥补 Q1 损失，在广告端需求或将增加，此前停滞的部分广告业务收入也将逐步恢复，我们认为今年整体广告业务依旧将保持快速增长。

酒旅逐步恢复，美团优势显现。1Q20 酒店间夜量为 4280 万，同比下降 45.5%，目前尚处于恢复期，但由于疫情造成的办公模式转变和出行限制等影响，商旅需求恢复较慢，但由于美团本身酒店业务中，低线城市合作酒店较多，且同城预订较多，在恢复期

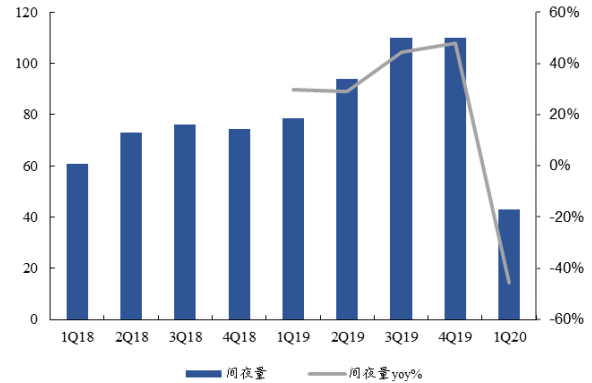
具有一定优势；其次，在高端酒店领域，美团结合自身在餐饮和旅游等优势，联合各大酒店品牌推出各类促销活动，进一步加强了在高星酒店的渗透。

图 9：到店酒旅 GMV (亿元) 及增速%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：酒店间夜量 (百万) &yoy%

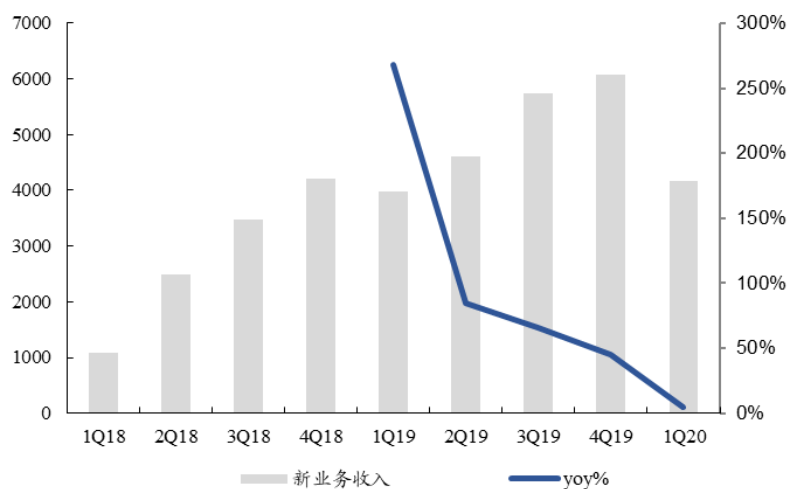


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 新业务

1Q20 新业务整体收入 41.68 亿 (+yoy 4.9%)，其中佣金收入 10.39 亿元，广告收入 0.58 亿元，其他收入 30.7 亿元，经营亏损 13.64 亿元，亏损率由 19Q1 的 47.2% 收窄至 32.7%，主要由于单车折旧大幅减少，同时疫情期间网约车和快驴等业务量降低，相关成本减少。

图 11：新业务收入(百万元)及增速%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来新业务方面，美团将加速 C 端和 B 端数字化赋能脚步：

1) To C 端——完善生活服务全场景布局：首先，“出行”作为日常生活中消费频次仅次于“餐饮”的重要生活场景成为各平台必争之地，美团近年推出“美团打车”，收购“摩拜单车”等，逐步覆盖更多的生活场景，致力于提供更全面的生活服务。公司将对 300 万辆旧自行车完成更新，预计 Q2 将更新 150 万辆新车，并且投放十余万辆共享电单车，进一步通过高频的出行业务实现引流，并增加用户粘性。其次，疫情推动了美团买菜等业务快速发展，加速用户使用习惯的形成，为未来发展奠定基础。

2) To B 端——为商户实现数字化赋能：未来，凭借着“大众点评”和“美团”在 O2O 生活服务市场的高市占率和高用户粘性，美团顺理成章可推进 B 端的商户衍生服务，包括餐饮管理系统（RMS），快驴进货（供应链），在线商户营销等一系列服务。

5. 盈利预测与估值

虽然 2020 年 Q1，美团所在生活服务行业受疫情冲击较为严重，但我们认为疫情对于公司的负面影响并不会改变公司各项业务快速发展趋势。

- 1, **外卖业务：**佣金类业务方面，疫情加速了高端餐饮加入平台，用户的使用习惯也加速提升，疫情结束后，在提点率稳定的情况下，订单量和客单价将同步驱动 GMV 快速增长；同时，成本端由于订单密度和配送效率的提升，骑手成本将逐步下降，提升整个佣金类业务盈利能力；其他收入方面，在线上流量红利消失情况下，营销等收入将快速增长。预计外卖业务 2020 年收入为 667 亿元，考虑美团外卖的龙头地位和未来 B 端收入成长性，予以 8x PS, 对应估值为 5336 亿元。
- 2, **到店酒旅：**随着疫情结束，此前停滞的到店消费和营销收入都将快速改善；虽然酒店和到店消费恢复尚需时间，但考虑营销收入为改业务核心支撑，因此预计 Q2 起，利润率将有所回升。参照到店酒旅业务 19 年利润率，预计 2020 年到店酒旅收入为 238 亿，净利润可达 83 亿元，考虑大众点评的高市占率和商户营销需求增加，予以 40x PE, 对应估值为 3334 亿元。
- 3, **新业务：**“疫情”带动美团买菜等新即时配送业务快速发展，用户习惯加速养成；同时，随着单车减值亏损收窄，新的单车和电动车继续投放，美团新业务有望保持稳定增长，并逐步打开盈利空间。目前新业务进展尚不明确暂不予以估值。

预计 2020-2022 年美团收入达 1150/1668/2178 亿元，增速为 18%/45%/31%；经调整 EBITDA 约 84/137/197 亿元，考虑公司由于业务结构转型趋势良好，营销等服务占比提升带动盈利能力增强，结合 SOTP 估值，公司 2020 年估值约 9407 亿港元，对应目标价为 161 港元，维持“买入”评级。（1 元=1.0851 港币）

6. 风险提示:

1, 外卖业务风险: 骑手成本难以下降, 餐饮食品卫生及安全风险, 政府对于外卖平台管控风险, 补贴难以下降风险。

2, 到店, 旅游及酒店: 行业竞争激烈, 酒店旅游受经济周期影响, 团购业务萎缩风险等。

3, 新业务: 单车, 快驴等固定资产投资较大, 并且需要长期投入, 同时, 打车, 闪购等业务均处于发展初期, 需要大规模资金投入, 同时行业竞争激烈致使新业务板块发展不及预期, 可能引起亏损。

美团点评-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
非流动资产	49,878	63,153	75,865	88,163	营业收入	97,529	115,000	166,768	217,797
物业、厂房及设备	5,376	7,258	9,072	10,887	营业成本	-65,208	-75,112	-105,791	-134,051
无形资产	32,700	42,509	51,862	61,197	毛利	32,320	39,888	60,977	83,746
其他非流动资产	10,040	10,743	11,495	12,299	销售及营销开支	-18,819	-20,700	-28,351	-35,936
预付款项	1,762	2,643	3,437	3,780	一般及行政开支	-8,446	-8,050	-11,674	-15,246
流动资产	82,135	90,726	96,707	107,101	研发开支	-4,339	-8,625	-10,006	-13,068
存货	275	550	826	1,073	其他(亏损)/收益净额	2,531	0	0	0
贸易应收款项	677	724	775	829	营业利润	2,680	2,513	10,946	19,496
现金及现金等价物	13396	8107	5628	6772	财务收入	166	230	334	436
其他流动资产	67787	81344	89479	98427	财务成本	-191	-115	-167	-218
资产总计	132,013	153,879	172,572	195,264	优先股公允价值变动	0	0	0	0
非流动负债	2,323	3,399	2,005	1,670	投资亏损/收益	107	0	0	0
长期借款	467	500	500	200	除所得税之前亏损	2,762	2,628	11,113	19,714
其他非流动负债	1,857	2,899	1,505	1,470	所得税抵免/开支	-526	-263	-2,778	-4,928
流动负债	36,593	46,782	60,734	72,010	净利润(含少数股东权益)	2,236	2,365	8,335	14,785
应付账款	6,766	10,826	16,239	21,111	少数股东权益	-2.6	-2.8	-10.0	-17.7
短期借款	3,553	1,800	1,800	1,800	归母净利润	2,239	2,368	8,345	14,803
其他流动负债	26,274	34,156	42,695	49,099	经调整 EBITDA	7,253	8,353	13,721	19,650
负债合计	38,916	50,181	62,739	73,680					
股东权益合计	92,054	105,092	109,868	121,637	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债和股东权益合计	132,013	153,879	172,572	195,264	每股收益(元)	0.39	0.41	1.43	2.54
					每股净资产(元)	15.8	18.0	18.9	20.9
					发行在外股份(百万股)	5,808	5,827	5,827	5,827
					ROE(%)	7.9%	7.9%	12.5%	16.2%
					毛利率(%)	33.1%	34.7%	36.6%	38.5%
					销售净利率(%)	2.3%	2.1%	5.0%	6.8%
					资产负债率(%)	29.5%	32.6%	36.4%	28.0%
					收入增长率(%)	49.5%	17.9%	45.0%	30.6%
					净利润增长率(%)	101.9%	5.8%	252.4%	77.4%
					P/E	332	315	89	50
					P/B	8.1	7.1	6.8	6.1

现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动所得现金流量	5,574	4,677	8,581	13,411
投资活动所得现金流量	-10,174	-11,191	-12,311	-13,542
融资活动现金流量	1,114	1,226	1,250	1,275
现金净增加额	-3,486	-5,289	-2,479	1,144
汇兑损益	-173	0	0	0
期初现金及等价物	17044	13396	8107	5628
期末现金及等价物	13396	8107	5628	6772

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所 (以 2020.05.26 收盘价为基准 汇率: 1 元=1.0851 港币)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

