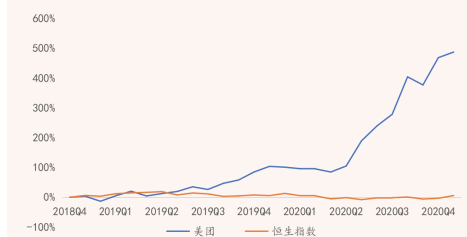


海外·互联网分析师: 杨仁文
执业证书编号: S1220514060006

联系人: 韩筱辰
E-mail: hanxiaochen@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

美团-W (3690.HK) 20Q3 深度点评&纪要: 全面恢复增长, 着眼长期价值

美团-W (3690.HK)

公司研究

互联网行业

公司财报点评

2020.12.1/推荐

事件: 美团于 2020 年 11 月 30 日发布 2020 年 Q3 季度业绩报告。公司 20Q3 实现营业收入 354 亿元 (YoY +29%, QoQ +43%), 毛利润 108 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%), 经营性溢利为 67.2 亿元 (YoY +363%), 其中包括投资于上市实体的公允价值变动收益 58 亿元, 经调整净利润为 20.5 亿元 (YoY +6%)。

我们的观点:

1、主要财务指标分析: 20Q3 公司从疫情中恢复, 全面增长, 新赛道新业务协同发展业绩超预期, 实现营业收入 354 亿元 (YoY +29%, QoQ +43%), 毛利 108 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%), 经营性溢利为 67.2 亿元, 其中包含投资于上市实体的公允价值变动收益 58 亿元, 经调整净利润为 20.5 亿元 (YoY +6%), 净利率为 6%。

分业务收入: 20Q3 公司实现餐饮外卖收入 206.9 亿元 (YoY +33%, QoQ +42%); 到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元 (YoY +5%, QoQ +43%); 新业务及其他收入 82.3 亿元 (YoY +43%, QoQ +46%)。

分业务经营溢利: 20Q3 公司实现餐饮外卖经营溢利 7.7 亿元 (YoY +133%, QoQ -38%), 经营利润率 4% (YoY +2pct); 到店、酒店及旅游经营溢利 27.9 亿元 (YoY +20%, QoQ +48%), 经营利润率 43% (YoY +5pct); 新业务及其他经营溢利-20.3 亿元 (YoY +49%, QoQ +39%), 经营利润率-25%。

分类型收入: 20Q3 公司实现佣金收入 231.3 亿元 (YoY +25%, QoQ +45%); 在线营销服务收入 56.6 亿元 (YoY +28%, QoQ +31%); 其他服务及销售收入 66.1 亿元 (YoY +47%, QoQ +47%)。

费用情况: 20Q3 公司研发费用率 8% (YoY +0pct, QoQ -1pct), 销售及营销费用率 16% (YoY -4pct, QoQ -1pct), 一般及行政费用率 4% (YoY +0pct, QoQ -1pct)。

毛利及利润率情况: 20Q3 公司毛利为 108.2 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%), 毛利率为 30.6% (QoQ -4.1pct, YoY -4.3pct), 经营性损益为 67.2 亿元, 经营利润率为 19%, 其中包括投资于上市实体的公允价值变动收益 58 亿元, 经调整净利润为 20.5 亿元 (YoY +6%), 净利率为 6% (YoY -1pct)。

2、餐饮外卖: 平台供给多样性提升, 带动场景拓展, 三要素 (用户、商户、配送网络) 三方优化提升, AOV 表现良好。商户规模扩大提升运营效率, 促销手法创新提升用户粘性, 算法提升保证骑手安全和配送效率。

20Q3 餐饮外卖业务交易金额 1522 亿元 (YoY +36%, QoQ +40%),

交易用户数为 476.5 万 (YoY +9%, QoQ +4%)，活跃商家数为 650 万 (YoY +10%, QoQ +3%)，交易笔数 3212 亿笔 (YoY +30%, QoQ +44%)，平均订单价 47.4 元 (YoY +5%, QoQ -3%)，变现率 13.6% (YoY -0.3pct, QoQ +0.2pct)，收入 206.9 亿元 (YoY +33%, QoQ +42%)，经营溢利 7.7 亿元 (YoY +133%, QoQ -38%)，经营利润率 4% (YoY +2pct)。

3、到店、酒旅及其他：到店业务已完全恢复实现正增长，消费升级类别的增长加速，酒店预订业务基本恢复，夏季旅游高峰目的地转向国内形成本地优势。

20Q3 到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元 (YoY +5%, QoQ +43%)，经营溢利 27.9 亿元 (YoY +20%, QoQ +48%)，经营利润率 43% (YoY +5pct)，酒店间夜量 1.14 亿 (YoY +4%, QoQ +46%)。

4、新业务及其他：积极布局下沉市场，深入生鲜零售和出行（主要是共享电单车）赛道。生鲜零售平台+自营+社区团购三种模式齐头并进，形成 Food + Platform 战略优势。

20Q3 新业务及其他收入 82.3 亿元 (YoY +43%, QoQ +46%)，经营溢利-20.3 亿元 (YoY +49%, QoQ +39%)，经营利润率-25%。

5、盈利预测：我们持续看好公司长远发展和后续业绩的增长。我们预测 2020-2023 年营业收入分别为 1124.4 / 1671.7 / 2180.8 / 2909.2 亿元，净利分别为 48.3 / 221.3 / 346.9 / 646.7 亿元，EPS 为 0.83 / 3.79 / 5.94 / 11.07 元。目标价格 346 港币，维持“推荐”评级。

美团-W (3690. HK) 2020-2023 财务预测					
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	975.3	1124.4	1671.7	2180.8	2909.2
(+/-) (%)	49.5%	15%	49%	30%	33%
净利润 (亿元)	22.40	48.3	221.3	346.9	646.7
净利率	2.3%	4%	13%	16%	22%
EPS (元)	0.39	0.83	3.79	5.94	11.07

数据来源：方正证券研究所

风险提示：宏观经济增速下滑，市场竞争加剧，行业增长不及预期，政策风险，补贴滑坡后 GMV 增长不足预期，新业务拓展低于预期，业务过度多元化、协同不足，运营资金不足，盈利不达预期等。

图表目录

图表 1:	2019Q3-20Q3 公司业绩·实际 vs 一致预期情况图示 (单位: 亿元)	5
图表 2:	2018Q1-20Q3 公司主要财务指标情况图示 (单位: 亿元)	5
图表 3:	2018Q1-20Q3 公司分业务收入情况图示 (单位: 亿元)	6
图表 4:	2018Q1-20Q3 公司分业务经营溢利情况图示 (单位: 亿元)	6
图表 5:	2018Q1-20Q3 公司分类型收入情况图示 (单位: 亿元)	7
图表 6:	2018Q1-20Q3 公司毛利及毛利率情况图示 (单位: 亿元)	7
图表 7:	2018Q1-20Q3 公司主要费用率情况图示 (单位: %)	8
图表 8:	2018Q1-20Q3 公司利润率情况图示 (单位: %)	8
图表 9:	2018Q1-20Q3 公司各项业务交易金额情况图示 (单位: 亿元)	9
图表 10:	2018Q1-20Q3 公司各项业务变现率情况图示 (单位: %)	9
图表 11:	18Q1-20Q3 公司交易用户数情况图示 (单位: 百万)	10
图表 12:	18Q1-20Q3 公司活跃商家数情况图示 (单位: 百万)	10
图表 13:	18Q1-20Q3 公司每位交易用户平均每年交易笔数情况图示 (单位: 笔)	10
图表 14:	2019.01-2020.09 美团, 美团外卖和饿了么月活用户数情况图示 (单位: 百万)	11
图表 15:	2019.01-2020.09 美团, 美团外卖和饿了么日活用户数情况图示 (单位: 百万)	11
图表 16:	2019.01-2020.09 美团, 美团外卖和饿了么月人均单日使用时长 (单位: 分钟)	12
图表 17:	18Q1-20Q3 餐饮外卖交易笔数情况图示 (单位: 百万)	12
图表 18:	18Q1-20Q3 餐饮外卖平均订单价情况图示 (单位: 元)	13
图表 19:	18Q1-20Q3 酒店间夜量情况图示 (单位: 百万)	13
图表 20:	2020-2024 公司损益预测情况图示 (单位: 百万)	14
图表 21:	2020-2024 公司资产负债预测情况图示 (单位: 百万)	15
图表 22:	2020-2024 公司现金流预测情况图示 (单位: 百万)	16

事件:**【财务摘要】**

基本概况: 公司 20Q3 实现营业收入 354 亿元(YoY +29%, QoQ +43%), 毛利 108 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%), 经营性溢利为 67.2 亿元, 其中包含投资于上市实体的公允价值变动收益 58 亿元, 经调整净利润为 20.5 亿元 (YoY +6%), 经营利润率为 6%。

分业务收入: 20Q3 公司实现餐饮外卖收入 206.9 亿元 (YoY +33%, QoQ +42%); 到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元 (YoY +5%, QoQ +43%); 新业务及其他收入 82.3 亿元 (YoY +43%, QoQ +46%)。

分类型收入: 20Q3 公司实现佣金收入 231.3 亿元 (YoY +25%, QoQ +45%); 在线营销服务收入 56.6 亿元 (YoY +28%, QoQ +31%); 其他服务及销售收入 66.1 亿元 (YoY +47%, QoQ +47%)。

毛利及毛利率: 20Q3 公司毛利为 108.2 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%), 毛利率为 30.6% (QoQ -4.1pct, YoY -4.3pct)。

费用情况: 20Q3 公司研发费用率 8% (YoY +0pct, QoQ -1pct), 销售及营销费用率 16% (YoY -4pct, QoQ -1pct), 一般及行政费用率 4% (YoY +0pct, QoQ -1pct)。

利润率情况: 20Q3 公司毛利率为 30.6% (YoY -4.3pct, QoQ -4.1pct), 经营利润率为 19% (YoY +14pct, QoQ +10pct), 净利率为 6% (YoY -1pct)。

经营现金流: 经营现金流由 20Q2 的 56 亿元降为 20Q3 的 33 亿元。

现金及现金等价物: 截至 2020 年 9 月 30 日, 现金及现金等价物为人民币 196.9 亿元, 短期投资为 337 亿元, 分别对应 2020 年 6 月 30 日的 139 亿元人民币及 445 亿元人民币。

【业务摘要】

餐饮外卖: 20Q3 餐饮外卖业务交易金额 1522 亿元 (YoY +36%, QoQ +40%), 交易用户数为 476.5 万 (YoY +9%, QoQ +4%), 活跃商家数为 650 万 (YoY +10%, QoQ +3%), 交易笔数 3212 亿笔 (YoY +30%, QoQ +44%), 平均订单价 47.4 元 (YoY +5%, QoQ -3%), 变现率 13.6% (YoY -0.3pct, QoQ +0.2pct), 收入 206.9 亿元 (YoY +33%, QoQ +42%), 经营溢利 7.7 亿元 (YoY +133%, QoQ -38%), 经营利润率 4% (YoY +2pct)。

到店、酒旅及其他: 20Q3 到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元 (YoY +5%, QoQ +43%), 经营溢利 27.9 亿元 (YoY +20%, QoQ +48%), 经营利润率 43% (YoY +5pct), 酒店间夜量 1.14 亿 (YoY +4%, QoQ +46%)。

新业务及其他: 20Q3 新业务及其他收入 82.3 亿元 (YoY +43%, QoQ +46%), 经营溢利 52 亿元 (YoY +482%, QoQ +456%), 经营利润率 63%。

我们的观点:

1、主要财务指标分析: 20Q3 整体表现符合预期。

业绩总览: 公司 20Q3 实现营业收入 354 亿元 (YoY +29%, QoQ +43%), 毛利 108 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%), 经营性溢利为 67.2 亿元, 其中包含投资于上市实体的公允价值变动收益 58 亿元, 经调整净利润为 20.5 亿元 (YoY +6%), 净利率为 6%。

图表 1: 2019Q3-20Q3 公司业绩·实际 vs 一致预期情况图示 (单位: 亿元)

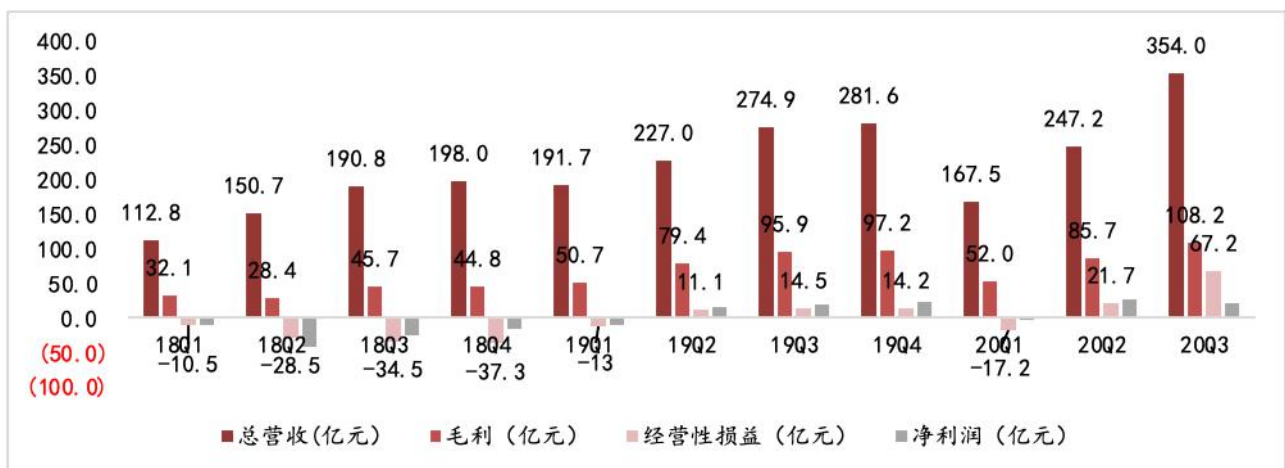
人民币亿元	3Q2019A	4Q2019A	1Q2020A	2Q2020A	3Q2020A	3Q2020一致预测	实际 VS 一致预测
营业收入	274.9	281.6	167.5	247.2	354	340.5	4%
季度环比%	21%	2%	-41%	48%	43%		
季度同比%	44%	42%	-13%	9%	29%		
营业成本	179.0	184.4	115.5	161.5	245.80	231.2	6%
毛利润	95.9	97.2	52.0	85.7	108.20	109.3	-1%
季度环比%	21%	1%	-47%	65%	26%		
季度同比%	110%	117%	3%	8%	13%		
毛利率	35%	35%	31%	35%	31%	32%	-5%
经营盈利	14.5	14.2	-17.2	21.7	67.2	4.1	1539%
季度环比%	31%	-2%	-221%	-226%	210%		
季度同比%	-142%	-138%	32%	95%	363%		
净盈利	19.4	22.7	-2.2	27.2	20.5	4.40	366%
季度环比%	30%	17%	-110%	-1336%	-25%		
季度同比%	-179%	-244%	-79%	83%	6%		
净盈率	7.1%	8.1%	-1.3%	11.0%	5.8%	1%	+4.8pct

*包含投资于上市实体的公允价值变动收益人民币58亿元

资料来源: 公司公告、Bloomberg、方正证券研究所

*包含投资于上市实体的公允价值变动收益人民币58亿元 资料来源: 公司公告、Bloomberg、方正证券研究所

图表 2: 2018Q1-20Q3 公司主要财务指标情况图示 (单位: 亿元)

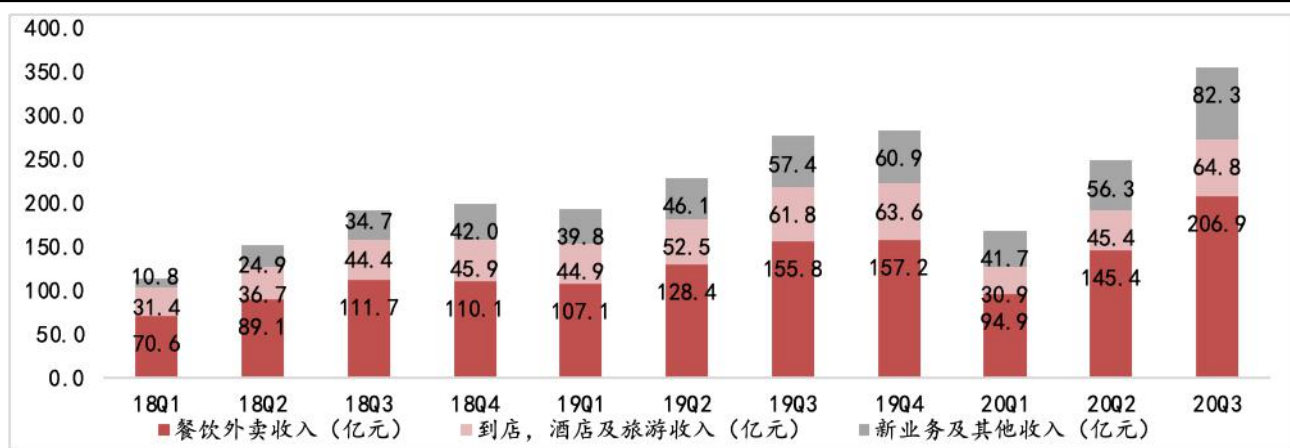


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

(1) 分业务收入

分业务收入: 20Q3 公司实现餐饮外卖收入 206.9 亿元 (YoY +33%, QoQ +42%); 到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元 (YoY +5%, QoQ +43%); 新业务及其他收入 82.3 亿元 (YoY +43%, QoQ +46%)。

图表 3：2018Q1-20Q3 公司分业务收入情况图示（单位：亿元）

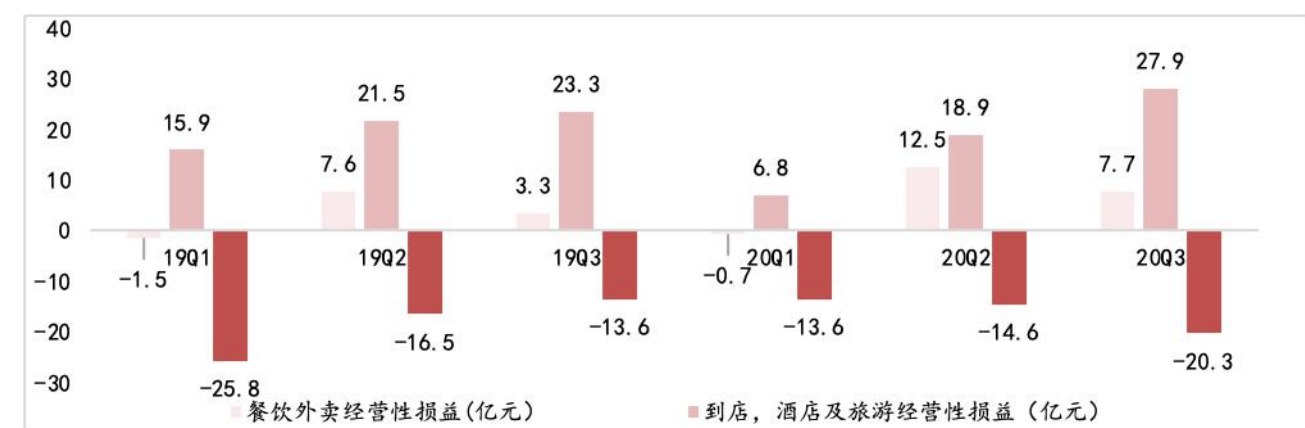


资料来源：公司公告，方正证券研究所

(2) 分业务经营溢利

分业务经营溢利：20Q3 公司实现餐饮外卖经营溢利 7.7 亿元 (YoY +133%, QoQ -38%)，经营利润率 4% (YoY +2pct)；到店、酒店及旅游经营溢利 27.9 亿元 (YoY +20%, QoQ +48%)，经营利润率 43% (YoY +5pct)；新业务及其他经营溢利-20.3 亿元 (YoY +49%, QoQ +39%)，经营利润率-25%。

图表 4：2018Q1-20Q3 公司分业务经营溢利情况图示（单位：亿元）

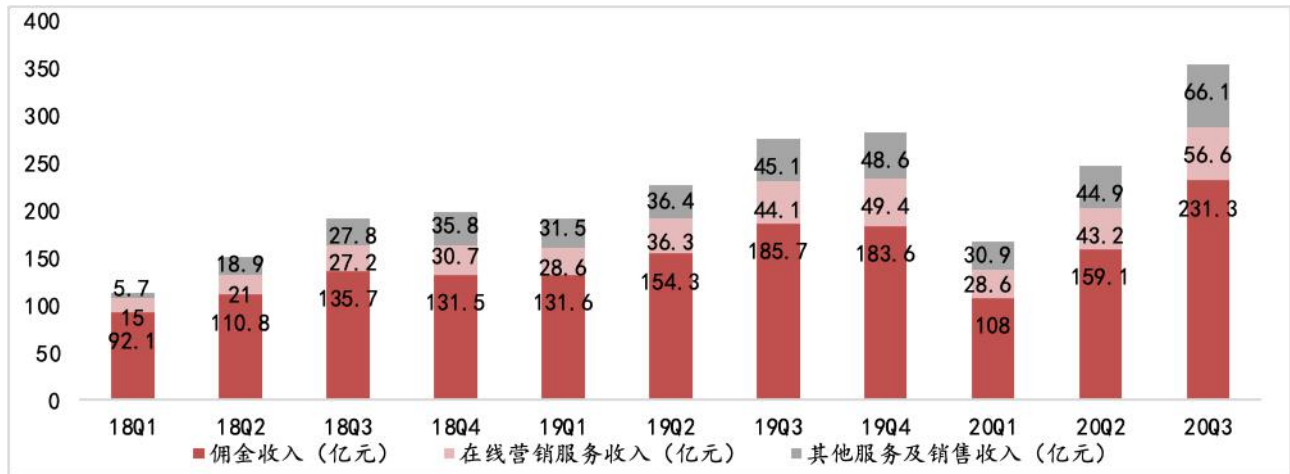


资料来源：公司公告，方正证券研究所

(3) 分类型收入

分类型收入：20Q3 公司实现佣金收入 231.3 亿元 (YoY +25%, QoQ +45%)；在线营销服务收入 56.6 亿元 (YoY +28%, QoQ +31%)；其他服务及销售收入 66.1 亿元 (YoY +47%, QoQ +47%)。

图表 5：2018Q1-20Q3 公司分类型收入情况图示（单位：亿元）

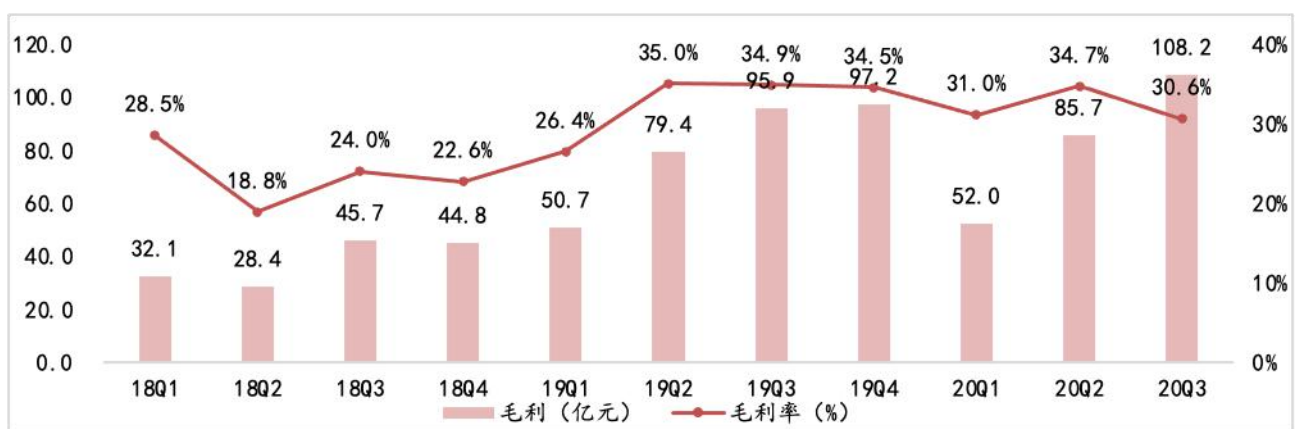


资料来源：公司公告，方正证券研究所

(4) 毛利及毛利率

毛利及毛利率：20Q3 公司毛利为 108.2 亿元 (YoY +13%, QoQ +26%)，
 毛利率为 30.6% (QoQ -4.1pct, YoY -4.3pct)。

图表 6：2018Q1-20Q3 公司毛利及毛利率情况图示（单位：亿元）

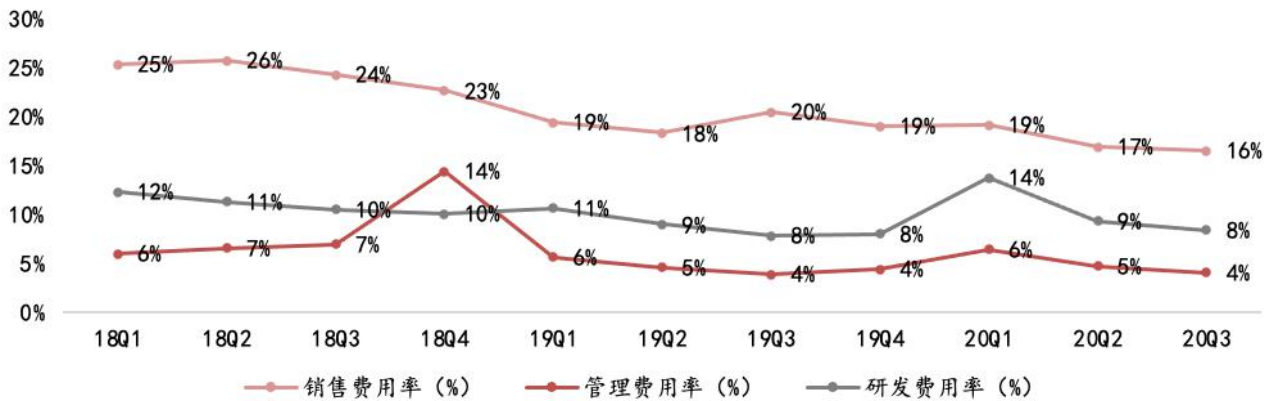


资料来源：公司公告，方正证券研究所

(5) 费用情况

费用情况：20Q3 公司研发费用率 8% (YoY +0pct, QoQ -1pct)，
 销售及营销费用率 16% (YoY -4pct, QoQ -1pct)，一般及行政
 费用率 4% (YoY +0pct, QoQ -1pct)。

图表 7：2018Q1-20Q3 公司主要费用率情况图示（单位：%）

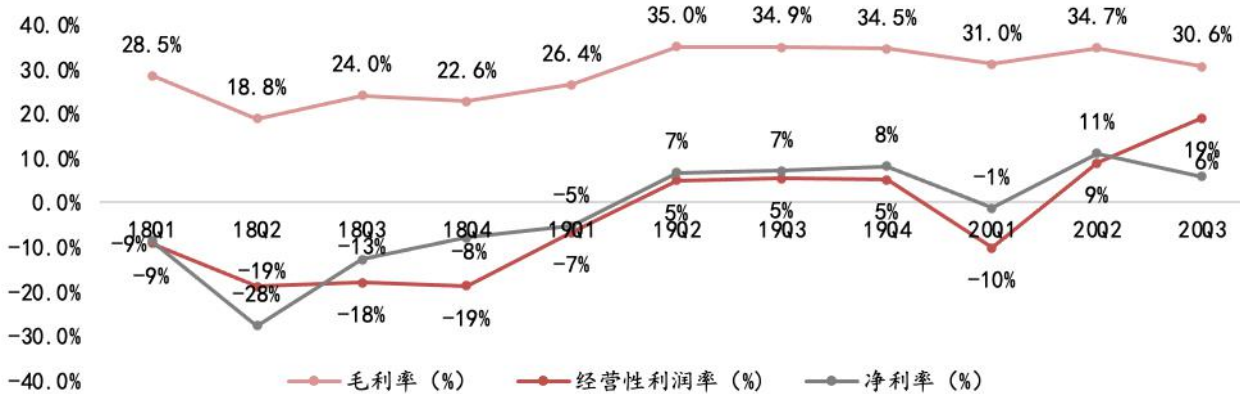


资料来源：公司公告，方正证券研究所

(6) 利润率情况

利润率情况：20Q3 公司毛利率为 30.6%（YoY -4.3pct，QoQ -4.1pct），经营利润率为 19%（YoY +14pct，QoQ +10pct），净利率为 6%（YoY -1pct）。

图表 8：2018Q1-20Q3 公司利润率情况图示（单位：%）

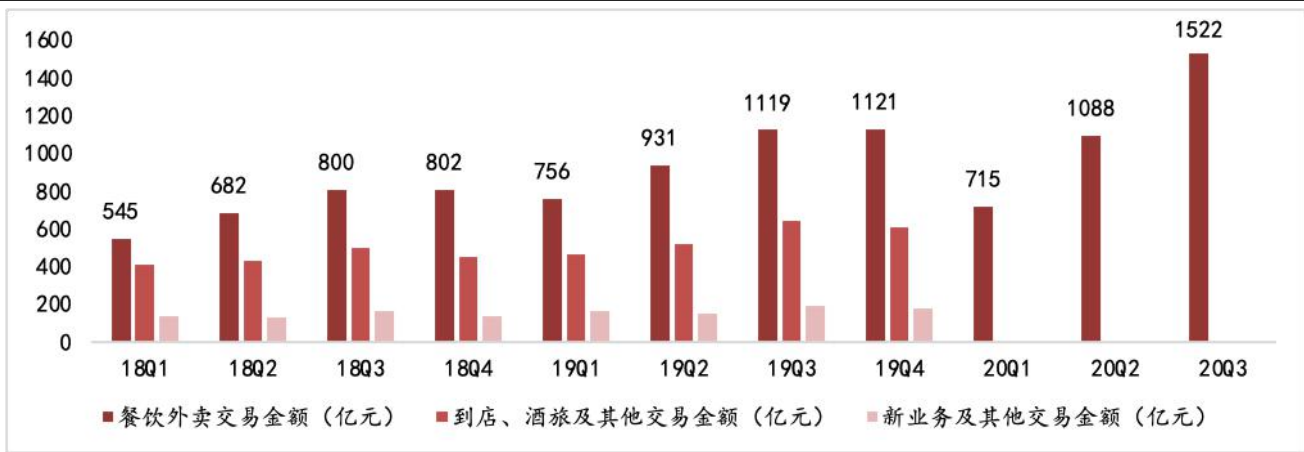


资料来源：公司公告，方正证券研究所

2、经营数据分析

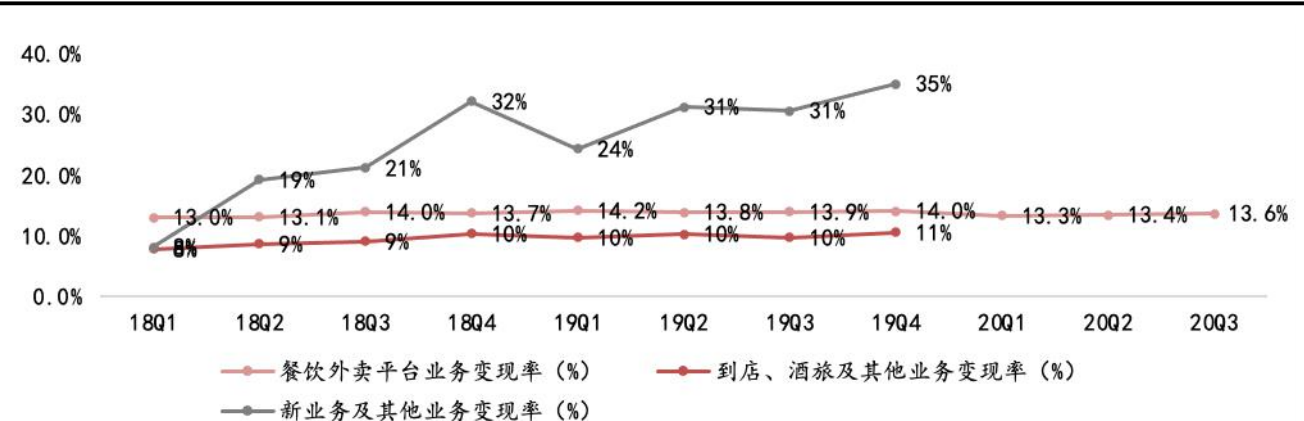
夏季消费需求增长，摆脱疫情影响恢复增长趋势。20Q3 餐饮外卖业务交易金额 1522 亿元（YoY +36%，QoQ +40%），变现率 13.6%（YoY -0.3pct，QoQ +0.2pct），酒店间夜量 1.14 亿（YoY +4%，QoQ +46%）。

图表 9：2018Q1-20Q3 公司各项业务交易金额情况图示（单位：亿元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 10：2018Q1-20Q3 公司各项业务变现率情况图示（单位：%）

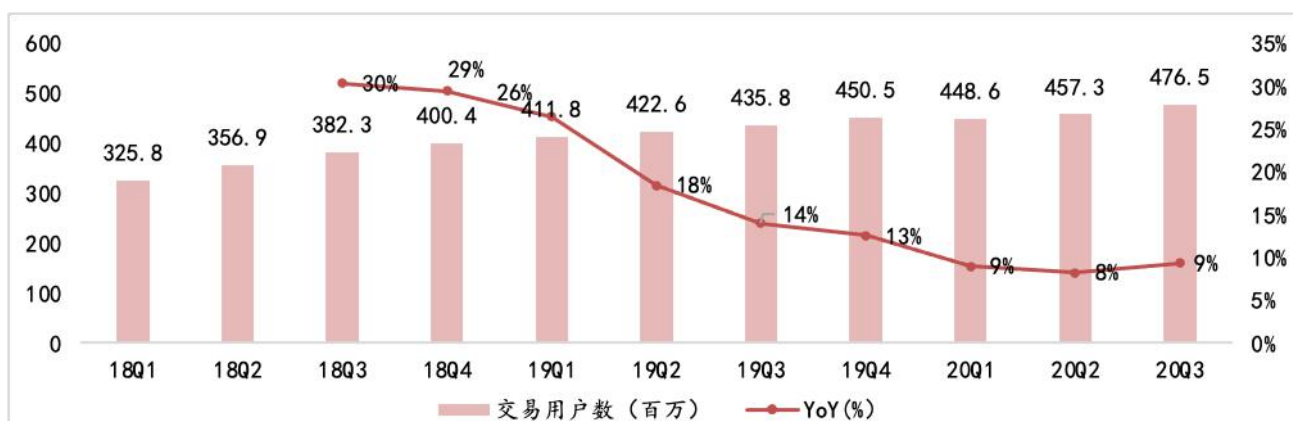


资料来源：公司公告，方正证券研究所

（1） 餐饮外卖

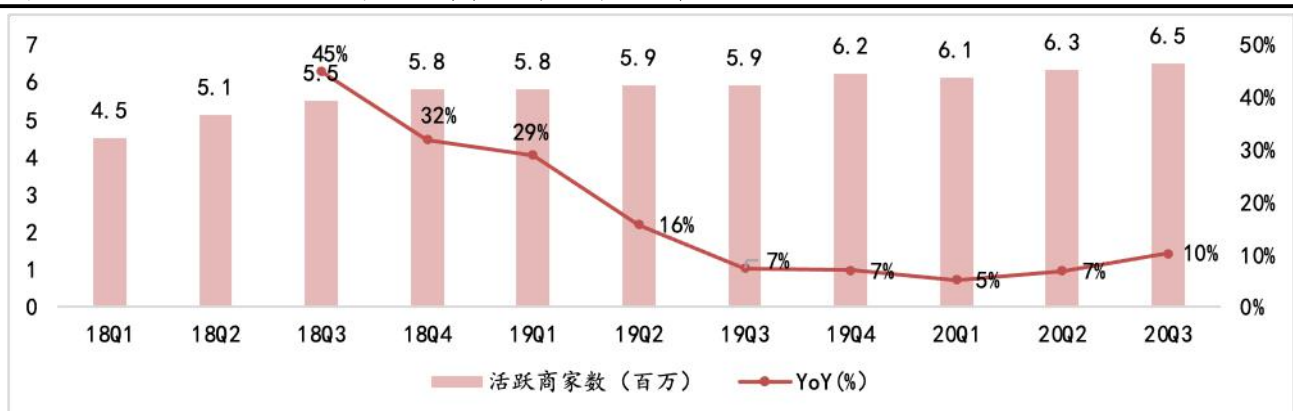
餐饮外卖：20Q3 餐饮外卖业务交易金额 1522 亿元 (YoY +36%, QoQ +40%)，交易用户数为 476.5 万 (YoY +9%, QoQ +4%)，活跃商家数为 650 万 (YoY +10%, QoQ +3%)，较 2020Q2 上升 20 万，交易笔数 3212 亿笔 (YoY +30%, QoQ +44%)，平均订单价 47.4 元 (YoY +5%, QoQ -3%)，平均每位用户每年交易 26.8 笔 (YoY +1%, QoQ +4%)，变现率 13.6% (YoY -0.3pct, QoQ +0.2pct)，收入 206.9 亿元 (YoY +33%, QoQ +42%)，经营溢利 7.7 亿元 (YoY +133%, QoQ -38%)，经营利润率 4% (YoY +2pct)。

图表 11: 18Q1-20Q3 公司交易用户数情况图示 (单位: 百万)



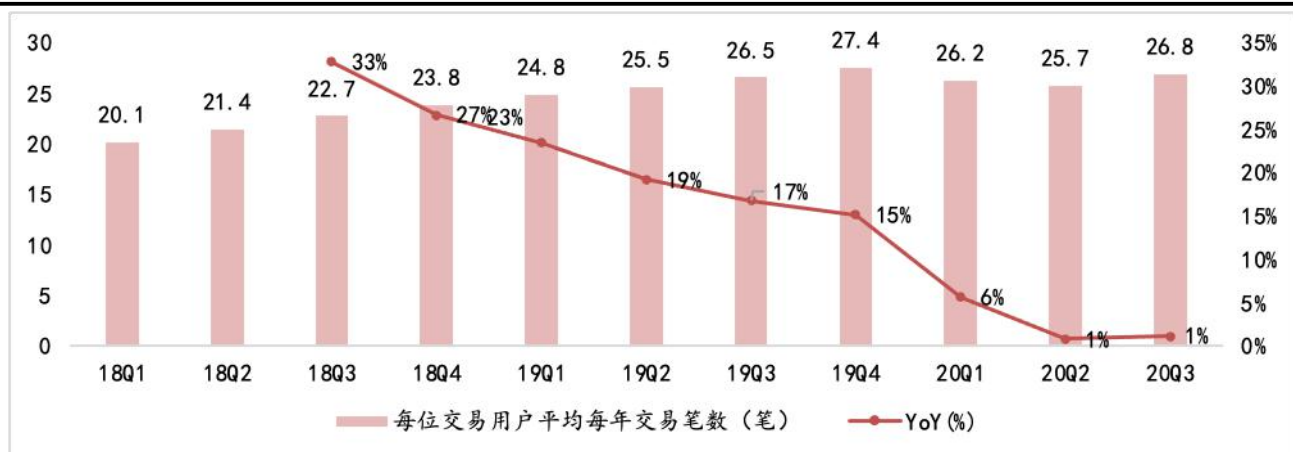
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 12: 18Q1-20Q3 公司活跃商家数情况图示 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

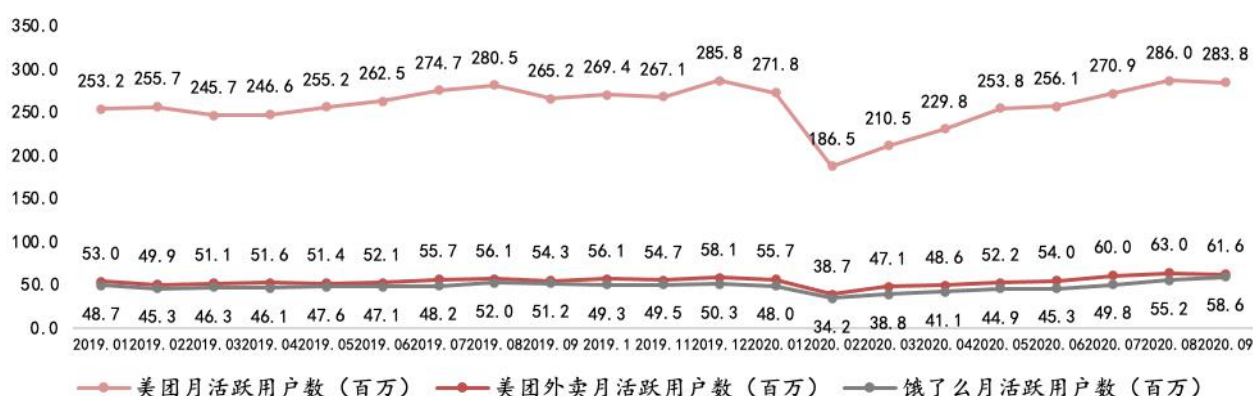
图表 13: 18Q1-20Q3 公司每位交易用户平均每年交易笔数情况图示 (单位: 笔)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

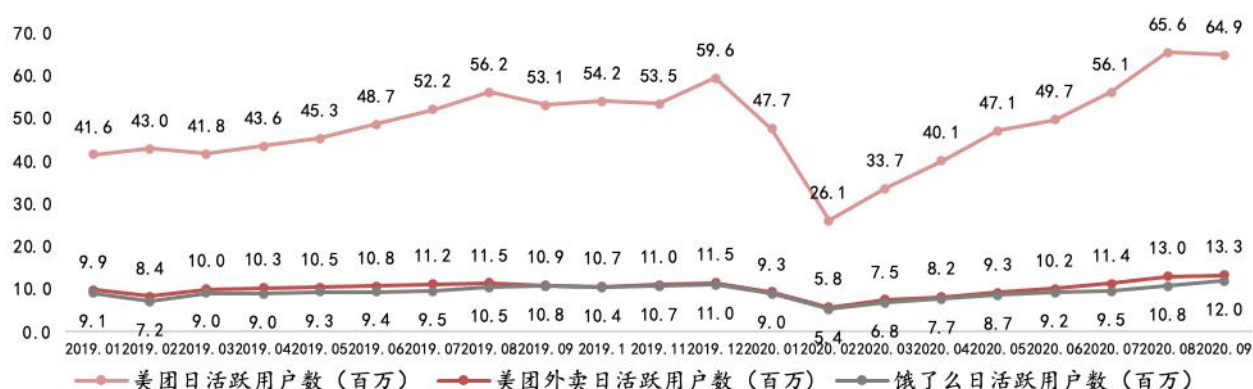
月活、日活、人均单日使用时长均有增长，美团 APP 2020 年 9 月月活跃用户数为 2.8 亿 (YoY +7%, QoQ -1%)，日活跃用户数为 6490 万 (YoY +38%, QoQ -1%)，人均单日使用时长为 14.7 分钟 (YoY +5%, QoQ -1%)，美团外卖 APP 2020 年 9 月月活跃用户数为 6155 万 (YoY +13%, QoQ -2%)，日活跃用户数为 1332 万 (YoY +44%, QoQ +2%)，人均单日使用时长为 11.76 分钟 (YoY +4%, QoQ -4%)

图表 14: 2019.01-2020.09 美团，美团外卖和饿了么月活用户数情况图示 (单位: 百万)



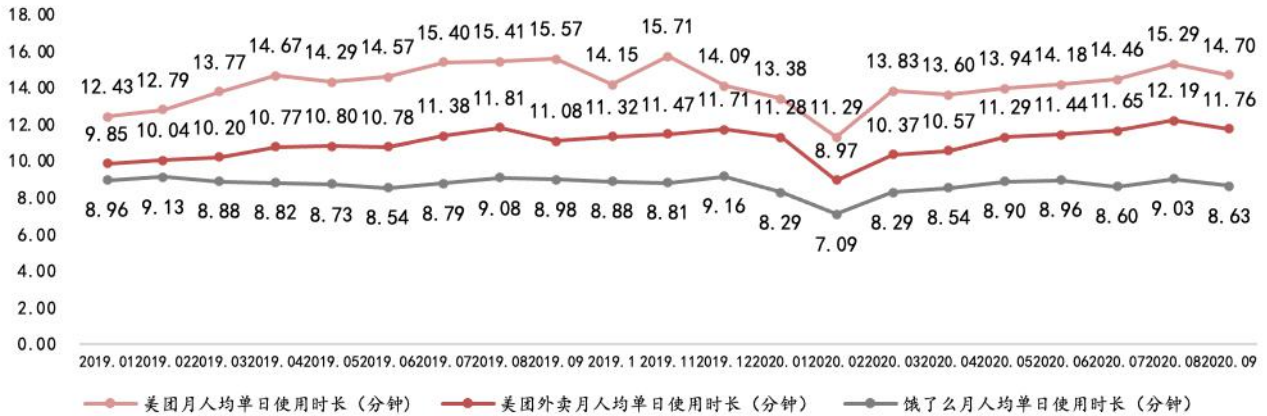
资料来源: Questmobile, 方正证券研究所

图表 15: 2019.01-2020.09 美团，美团外卖和饿了么日活用户数情况图示 (单位: 百万)



资料来源: Questmobile, 方正证券研究所

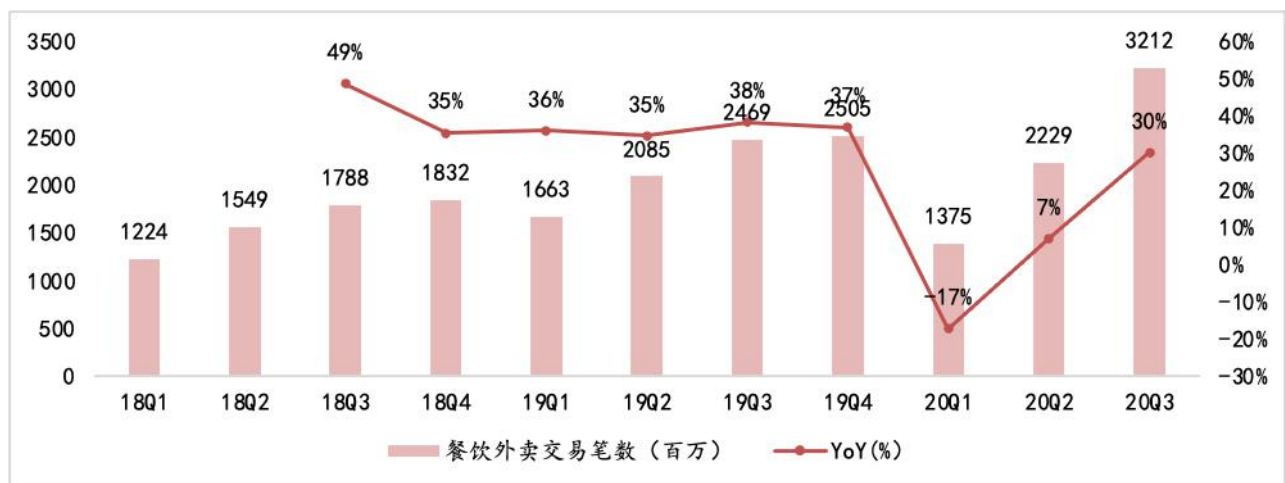
图表 16: 2019.01-2020.09 美团, 美团外卖和饿了么月人均单日使用时长 (单位: 分钟)



资料来源: Questmobile, 方正证券研究所

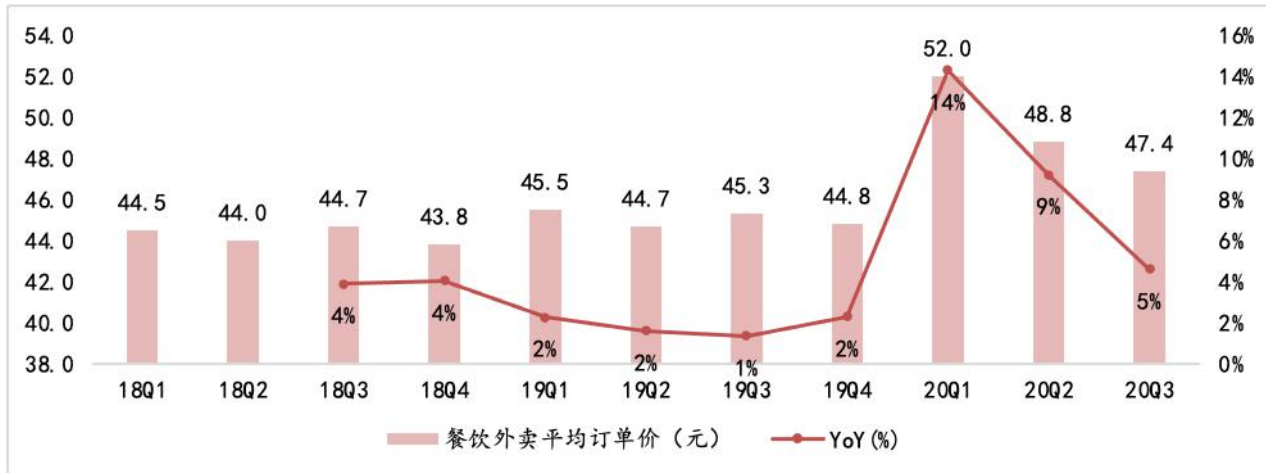
夏季是餐饮外卖业务的旺季, 交易金额和交易笔数均有显著增长。通过扩大商户规模提供多样性, 完善运营体系提高运营效率, 推出细分商品的差异化运营以及营销手段保持行业的竞争优势。在通过精准识别消费者的喜好趋势后有针对性的举办如奶茶和七夕节等主题的营销活动, 并在深夜时段给夜宵商家增加报告率。20Q3 餐饮外卖佣金收入提升 30%, 在线营销服务收入提升 60%, 平台的促销活动起到了一定的效果。公司分配了更多的资源给消费者, 优化不同的消费场景智能推荐提升消费者的互动性和粘性。同时配送端用算法和智能调配系统保证骑手安全和效率, 在配送时间和任务分配上提供了更多的弹性, 做到用户、商家、配送三方升级。

图表 17: 18Q1-20Q3 餐饮外卖交易笔数情况图示 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 18: 18Q1-20Q3 餐饮外卖平均订单价情况图示 (单位: 元)

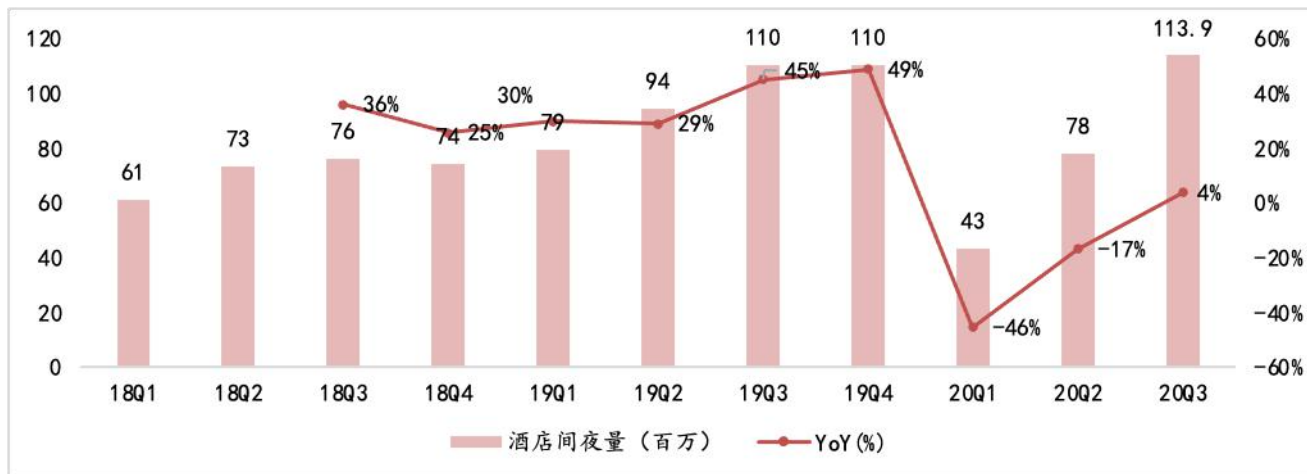


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

(2) 到店、酒旅及其他: 20Q3 到店、酒店及旅游收入 64.8 亿元 (YoY +5%, QoQ +43%), 经营溢利 27.9 亿元 (YoY +20%, QoQ +48%), 经营利润率 43% (YoY +5pct), 酒店间夜量 1.14 亿 (YoY +4%, QoQ +46%)。

疫情得到高效控制+夏季消费需求旺季, 到店、酒旅及其他收入实现大幅增长。到店业务的协同性加强, 由餐饮外卖商家转化为到店餐饮商家, 同时公司推出一系列营销活动帮助促进疫情恢复, 如“玩美季”。丽人, 亲子以及汽车服务等非聚集性活动消费得到同比增长。一些消费升级的类别正在加速增长, 如医美, 宠物护理。同时, 针对特定人群的类别逐渐兴起, 如付费自习室, 互动宠物体验, 迷失逃脱等。酒店业务方面酒店间夜量实现同比 3.7% 增长, 由于旅游需求恢复的同时目的地由海外改为国内旅游的境内竞争优势。同时公司在不断扩大高级酒店的合作数量, “酒店+X”项目主打差异化价值主张, 满足不同的消费者不同的需求。

图表 19: 18Q1-20Q3 酒店间夜量情况图示 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

(3)新业务及其他:20Q3 新业务及其他收入 82.3 亿元(YoY +43%, QoQ +46%), 经营溢利-20.3 亿元(YoY +49%, QoQ +39%), 经营利润率-25%。公司继续加大新业务投资着力 Food + Platform 战略发展。美团闪送将作为资源倾斜对象着力发展下沉市场及老年用户群体。以美团优选(社区团购)+美团闪送(平台)+美团买菜(自营)三种模式改善运营效率并加强 SKU 管理,满足消费者全方位的不同的需求,给消费者灌输独特的品牌意识。

3. 财务预测

图表 20: 2020-2024 公司损益预测情况图示 (单位: 百万)

Income Statement for Meituan Dianping								
<i>RMB in Millions, except per share</i>								
	Historical Year Ending December 31,			Projected Year Ending December 31,				
	Hist 2017	Hist 2018	Hist 2019	Proj 2020	Proj 2021	Proj 2022	Proj 2023	Proj 2024
Sales	33,928.0	65,227.3	97,528.5	112,444.7	167,174.9	218,076.5	290,917.7	350,518.0
Cost of goods sold, excluding depreciation & amortization	20,864.2	44,755.5	60,362.3	75,903.9	91,529.0	114,346.2	128,911.9	147,134.6
Gross profit	13,063.8	20,471.8	37,166.2	36,540.8	75,645.8	103,730.3	162,005.8	203,383.4
SG&A expenses	16,726.7	28,489.8	31,603.7	28,111.2	44,802.9	56,918.0	77,966.0	87,279.0
Other operating (income) / expenses	(681.1)	(2,299.1)	(1,963.2)	(2,250.8)	(2,403.9)	(2,737.4)	(3,108.4)	(3,450.3)
EBITDA	(2,981.8)	(5,719.0)	7,525.7	10,680.4	33,246.9	49,549.8	87,148.3	119,554.7
Depreciation	327.7	4,252.3	3,654.8	3,405.4	4,199.9	4,603.2	4,903.8	4,719.4
Amortization	516.6	1,114.5	1,191.0	1,285.1	1,742.3	2,240.7	2,793.4	3,190.3
EBIT	(3,826.1)	(11,085.8)	2,679.9	5,990.0	27,304.7	42,705.9	79,451.1	111,645.0
as a % of sales				5.3%	16.3%	19.6%	27.3%	31.9%
Interest expense	19.2	44.7	191.0	251.9	339.2	439.4	571.7	738.5
Interest (income)	(60.9)	(294.0)	(166.2)	(227.8)	(357.0)	(558.6)	(964.5)	(1,819.5)
Other non-operating (income) / expense	15,149.2	104,654.3	(107.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax income	(18,933.7)	(115,490.8)	2,762.4	5,965.9	27,322.5	42,825.1	79,843.8	112,726.0
Income taxes	54.2	1.9	526.2	1,133.5	5,191.3	8,136.8	15,170.3	21,417.9
Net income	(18,987.9)	(115,492.7)	2,236.2	4,832.4	22,131.2	34,688.3	64,673.5	91,308.1
as a % of sales			2.3%	4.3%	13.2%	15.9%	22.2%	26.0%
Total Shares Out. in millions			5,767.9	5,800.6	5,841.6	5,841.6	5,841.6	5,841.6
Earnings per share			0.39	0.83	3.79	5.94	11.07	15.63
Ratios & assumptions								
Sales growth rate		92.3%	49.5%	15.3%	48.7%	30.4%	33.4%	20.5%
Gross margin	38.5%	31.4%	38.1%	32.5%	45.2%	47.6%	55.7%	58.0%
SG&A expenses (as a % of sales)	49.3%	43.7%	32.4%	25.0%	26.8%	26.1%	26.8%	24.9%
Other operating (income) / expenses (\$ amount)	(681.1)	(2,299.1)	(1,963.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other non-operating (income) / expense (\$ amount)	15,149.2	104,654.3	(107.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Effective tax rate	(0.3%)	(0.0%)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 21: 2020-2024 公司资产负债预测情况图示 (单位: 百万)

Balance Sheet for Meituan Dianping

RMB in Millions, except per share

	Historical Year Ending December 31,			Projected Year Ending December 31,				
	Hist 2017	Hist 2018	Hist 2019	Proj 2020	Proj 2021	Proj 2022	Proj 2023	Proj 2024
Current Assets								
Cash	19,408.8	17,043.7	13,396.2	16,981.8	30,615.3	43,867.7	84,733.4	157,865.8
ST Investments	25,863.3	41,830.0	49,435.6	50,600.1	58,511.2	65,422.9	72,729.4	80,619.1
Accounts Receivable, net	432.5	466.3	676.8	792.1	1,131.9	1,536.2	2,049.3	2,469.2
Inventories	88.4	400.2	275.2	471.9	617.9	772.0	870.3	993.3
Other Current Assets	8,645.2	13,321.1	18,351.3	22,488.9	33,435.0	43,615.3	58,183.5	70,103.6
Assets for sales	0.0	88.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Current Assets:	54,438.1	73,149.4	82,135.0	91,334.9	124,311.4	155,214.1	218,566.0	312,051.0
Non-Current Assets								
PP&E, net	915.7	3,978.8	5,376.2	7,593.1	11,751.9	18,052.6	26,240.1	35,541.4
Intangibles	4,983.4	6,170.4	4,994.0	4,833.3	4,697.9	4,638.0	4,753.7	5,068.6
LT Investments	7,871.8	8,345.4	9,650.0	11,244.5	13,374.0	17,446.1	20,364.2	24,536.3
Goodwill	14,869.6	27,705.6	27,705.6	27,705.6	27,705.6	27,705.6	27,705.6	27,705.6
Other Long-term Assets	555.6	1,311.9	2,152.1	2,248.9	3,343.5	4,361.5	5,818.4	7,010.4
Total Assets:	83,634.2	120,661.5	132,012.9	144,960.2	185,184.3	227,417.9	303,448.1	411,913.2
Current Liabilities								
Accounts Payable	2,685.6	5,748.2	7,117.5	8,610.4	11,274.0	14,084.5	15,878.6	18,123.2
Accrued Liabilities	1,930.5	3,631.2	3,968.5	4,554.2	5,491.7	6,860.8	7,734.7	8,828.1
Others	15,739.2	20,645.6	21,954.0	22,771.2	27,458.7	34,303.9	38,673.6	44,140.4
ST Borrowings	162.0	1,800.0	3,552.6	5,239.3	6,911.0	9,091.8	12,000.9	15,506.1
Total Current Liabilities:	20,517.4	31,825.1	36,592.6	41,175.0	51,135.5	64,340.9	74,287.9	86,597.8
Non-Current Liabilities								
Long-Term Debt	101,418.3	470.1	466.7	466.7	466.7	466.7	466.7	466.7
Deferred Income Taxes	1,050.1	1,195.9	1,388.5	1,518.1	1,830.6	2,286.9	2,578.2	2,942.7
Other Long-term Liabilities	1,149.8	660.8	1,510.8	1,518.1	1,830.6	2,286.9	2,578.2	2,942.7
Total Liabilities:	124,135.5	34,151.7	39,958.5	44,677.9	55,263.3	69,381.4	79,911.0	92,949.9
Total Equity:	(40,501.4)	86,509.8	92,054.4	102,752.7	132,798.6	167,486.9	232,160.4	323,468.5
Total Liabilities and Equity:	83,634.1	120,661.5	132,012.9	147,430.5	188,061.9	236,868.4	312,071.5	416,418.3
Check	0.000	0.000	0.000	(2,470.287)	(2,877.572)	(9,450.409)	(8,623.421)	(4,505.118)

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 22: 2020-2024 公司现金流预测情况图示 (单位: 百万)

Cash Flow Statement for Meituan Dianping

RMB in Millions, except per share

	Projected Year Ending December 31,				
	Proj 2020	Proj 2021	Proj 2022	Proj 2023	Proj 2024
Operating activities					
Net income	4,832.4	22,131.2	34,688.3	64,673.5	91,308.1
Stock-based compensation expense	5,234.2	6,559.4	0.0	0.0	0.0
Depreciation	3,405.4	4,199.9	4,603.2	4,903.8	4,719.4
Amortization	1,285.1	1,742.3	2,240.7	2,793.4	3,190.3
(Increase) / decrease in working capital	(1,553.9)	(3,143.2)	286.0	(8,141.9)	(3,658.2)
Change in other long-term assets and liabilities	40.1	(469.6)	(105.3)	(874.2)	(463.1)
Cash Flow from Operating Activities:	13,243.2	31,020.0	41,712.9	63,354.6	95,096.5
Investing activities					
Capital expenditures	(5,622.2)	(8,358.7)	(10,903.8)	(13,091.3)	(14,020.7)
Additions to definite life intangibles	(1,124.4)	(1,606.9)	(2,180.8)	(2,909.2)	(3,505.2)
Additions to Investments	(2,759.0)	(10,040.6)	(10,983.9)	(10,224.6)	(12,061.7)
Cash Flow from Investing Activities:	(9,505.7)	(20,006.3)	(24,068.5)	(26,225.1)	(29,587.6)
Cash flow available for financing activities	3,737.5	11,013.7	17,644.5	37,129.5	65,508.9
Financing activities					
Net issuance / (repayment) of ST borrowings	1,686.7	1,671.7	2,180.8	2,909.2	3,505.2
Issuance of long-term debt	470.0	470.0	470.0	470.0	470.0
(Repayment) of long-term debt	(470.0)	(470.0)	(470.0)	(470.0)	(470.0)
Repurchase of equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Option proceeds	631.7	1,355.3	0.0	0.0	0.0
Cash Flow from Financing Activities:	2,318.4	3,027.1	2,180.8	2,909.2	3,505.2
Net change in cash	6,055.9	14,040.8	19,825.2	40,038.7	69,014.1
Beginning cash balance	13,396.2	16,981.8	30,615.3	43,867.7	84,733.4
Ending cash balance	19,452.1	31,022.6	50,440.6	83,906.4	153,747.5

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

4. 盈利预测: 我们持续看好公司长远发展和后续业绩的增长。我们预测 2020-2023 年营业收入分别为 1124.4 / 1671.7 / 2180.8 / 2909.2 亿元, 净利分别为 48.3 / 221.3 / 346.9 / 646.7 亿元, EPS 为 0.83 / 3.79 / 5.94 / 11.07 元。目标价格 346 港币, 维持“推荐”评级。

美团-W (3690. HK) 2020-2023 财务预测					
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	975.3	1124.4	1671.7	2180.8	2909.2
(+/-) (%)	49.5%	15%	49%	30%	33%
净利润 (亿元)	22.40	48.3	221.3	346.9	646.7
净利率	2.3%	4%	13%	16%	22%
EPS (元)	0.39	0.83	3.79	5.94	11.07

数据来源: 方正证券研究所

风险提示: 宏观经济增速下滑, 市场竞争加剧, 行业增长不及预期, 政策风险, 补贴滑坡后 GMV 增长不足预期, 新业务拓展低于预期, 业务过度多元化、协同不足, 运营资金不足, 盈利不达预期等。

附录：美团点评 2020 年 9 月底季度业绩交流会投资者问答

免责声明：

本纪要由方正证券海外团队翻译/整理，可能存在与该公司官方公布的纪要原文/录音有不一致或不准确之处，请投资者以上市公司发布的纪要原文/录音为准；会议纪要内容仅供投资者参考，不包含任何方正证券研究所的投资意见和建议，投资者需自行承担投资决策的风险。

1. 美团优选在过去的几个月内有相关的进展么？在行业内的有什么竞争优势？

答：美团优选是一个很新项目，在 7 月初的时候启动。几个月内用户数和交易数量都有非常迅猛的增长。因为是一个新项目，公司也在持续探索发展的方向和模式。美团的愿景是希望大家都能吃得好，方式有很多种，可以到店就餐，可以通过餐饮外卖服务，同时也有很多人选择购买食材自己烹饪。老年人普遍习惯购买食材自己回家烹饪，所以这是一个很大的市场。在过去的三年，美团尝试了好几种模型，最终美团优选被选出来因为这是可以高效渗透下沉市场的模式。在过去不到 5 个月的时间，公司持续投资在仓储，物流，新城市的开拓营销，社区团长的激励补贴中。美团优选计划在年底前拓展超过 1000 个城市。美团优选是公司目前优先发展的方向，做到地域范围全覆盖是目前的发展重点。最终行业的竞争格局取决于如何有效的雇佣人才，了解客户需求以及运用现有资源，确保最后是双赢结局。美团有几个优势：1. 美团了解线下发展模式；2. 美团熟悉庞大的本地销售管理尤其是上线以后与社区团长的合作；3. 美团过去有运营几个相关的业务：美团买菜和 B2B 食物分销平台快驴进货，所以公司拥有相关的供应链知识。过去的一年中，公司研发了 AI 技术的全国范围内的运营系统。智能新基建的发展会是行业的关键。公司会持续投资在美团优选，建设供应链，人力基础设施。在接下来的几个季度，新业务将会快速扩张同时也会有经营亏损，不过公司看重长期的 ROI、战略价值、长期回报而不在乎短期盈利。

2. 美团优选的长期愿景是什么？公司会根据不同的城市特点发展不同的模式还是在同一个城市发展几个不同的模式？美团优选的财务情况如何？

答：公司尝试了几种不同的模式，美团优选也就是社区团购的模式有巨大的潜力可以渗透进入这个市场。线上生鲜市场不会被一种模式主宰，这是一个多样化的市场。美团目前有三个模式：一是美团优选，可以提供隔日送达，发展下沉市场，特点是少量的 SKU 但具有竞争力的价格；二是美团闪送，同时针对一二线市场和下沉市场，拥有丰富的 SKU，日均交易量在 20Q3 同比增长 80% 以上；第三个是前置仓模式的美团买菜，运送时间只需要 30 分钟，保证质量和便利程度。因为模式需要供应链和人力资源的支持，公司需要更高的 AOV 和利率达到收支平衡。这个季度公司建成了超过 100 个分销仓库，提升运营效率。我们会同步发展三个模式，但目前会倾斜更多的资源给美团选购，发展下沉市场。目前我们给美团优选的目标是营收而不是 GMV，这个模式仍然非常的新，我们需要与审计师沟通。

3. 第四季度的交易用户数会有怎样的增长趋势？关于提升交易用户和交易频率，公司有相关的长线计划么？

答：美团 7 月开始恢复，8 月份全面从疫情中恢复过来。公司的各项指标都得到全面的正向增长。公司持续看好行业的前景，目前线上食品运送平台的渗透率很低，只占到城市消费的不到 2.5%。疫情改变了消费者和供应端的行为，美团的外卖业务在长线预期可以发展到 30000 万 MPU。用户在平台呆的时间越久，购买的频率越高。公司会投入更多去多样化发展不同的模式，探索智能系统去促进消费频率增长。公司持续利用现有资源拓展下沉市场和老年市场。

4. 疫情恢复正常以后，酒店旅游业务，尤其是低星酒店的竞争环境怎么样？公司对于高级酒店有什么疫

情后的战略发展计划？

答：美团在低星酒店中处于领导地位。旅游需求由海外转回国内，促使了各项业绩在 Q3 得到增长。酒店预订保持着长期的可持续发展，人们消费能力提升使渗透率增加。低星酒店的渗透率只有不到 35%，公司会关注底线酒店的发展，同时也会分配资源给高级酒店商争取合作机会。美团的优势在于有广大的客户群，覆盖率和更高的频率，高级酒店的质量和数量都在提升，公司对未来高级酒店的发展持有积极态度。

5. 如何看待近期发布的平台经济领域反垄断指南征求意见稿对公司的影响？

答：反垄断意见稿是一个很重要的指导和互联网规范性的文件，有助于互联网公司的长期健康发展。它有助于公平的竞争，促进创新的规范化以及保证了市场的平衡。公司相信中国的互联网市场具有多样性，也相信制度的改革可以带来双赢的结局。公司会依照文件内容加速公司的运营管理。

6. 到店业务中各项业务的增长情况怎么样？第四季度到店业务的利率会有什么发展？

答：到店业务各项业务都已恢复，其中增长比较可观的是健康、宠物医疗、居家等相关类别，人们消费需求增加加上夏季的消费旺季，使各项业务获得了增长，同时商家也愿意投入更多在线上平台。公司会针对不同种类的商家，制定不同的营销策略，满足用户新兴的需求。这都总体体现在人们本地生活的基建中，并支持长期的增长。到店业务的利润率相比去年得到了提升，利润率提升不是现在的首要任务，公司持续发展交易相关的产品，和不同商家的广告的策略。公司希望保持健康的利润率并为公司带来健康的现金流。

7. 美团单车的投资计划是什么？美团各项业务的协同性怎么样？

答：20Q3 公司投资了 40 亿人民币在电动自行车领域，周转率增长超过 30%，电动自行车适合各个城市的短距离交通，满足便利优惠的需求。用户愿意加价使用电动自行车。在同时间但稍长距离的场合，电动自行车取代了公交车和出租车等传统交通方式。电动自行车有更高的单价和周转率，当达到经济规模以后，盈利将不难实现。同时公司也会提升运营效率，当用户使用的时间越长，带来的价值则越大，当提供的产品种类足够丰富，用户的粘性则得到提升，公司会遵循“food+platform”的战略方向持续发展。

美团 2020 年 9 月底季度业绩

2020 年 11 月 30 日

电话会议：中国北京时间下午 7:00

原文链接：

<https://edge.media-server.com/mmc/p/n2wfm4ie>

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com