

美团点评-W (03690.HK) 2020年三季度报点评

# 各项业务全面复苏，线上零售有望再造下一个外卖市场

## 事项:

❖ 美团发布2020年三季度财报，公司2020年第三季度实现营收354亿元人民币，同比增长28.8%，经营利润67亿元，同比增长374%，其中包括58亿元的投资收益；经调净利润21亿元，同比增长6%。

## 评论:

第三季度的财报表明美团彻底走出疫情影响，餐饮外卖、到店酒旅以及新业务各板块迎来全面正增长，同时交易用户与商户数增长创新高，供需两端进入快速增长通道。营收增长、经营利润与经调利润皆转正。营收354亿元，同比增长28.8%（Q2 8.9%），经营利润率由5.3%升至19%。截止2020年9月30日，账上现金及现金等价物197亿元及短期理财337亿元，合计534亿元，年度活跃商户数增长至650万，年度交易用户数达4.8亿创新高。

餐饮外卖日均单量达到历史峰值3492万单，同比增长30.1%，单均盈利0.23元，OPM 3.7%，奶茶宵夜占比提升，订单结构进一步优化，广告变现率提升。Q3经营利润7.7亿，AOV47元，日均单量3492万单（不含闪购单量），OPM 3.7%（20Q1 2.1%）。主要由于奶茶宵夜等订单结构的优化和差异化运营带来运营效率的提升同时平台的运营颗粒度从商家进阶为菜品，营销体系完善带来广告占比的进一步提升，外卖广告变现率上升至1.6%（19Q3 1.3%），骑手成本每单核算20Q3单均7.4元，与去年同期持平。

❖ 酒旅到店交易量、交易金额、收入及经营利润均实现正向增长，营销开支减少带来净利率提升，OPM：43%历史新高。酒旅到店业务20Q3收入65亿元，同比4.8%，经营利润28亿元，同比20%，OPM增至43%（20Q2 42%）。盈利能力大幅提升，主要由于广告收入在业务占比的持续提升，以及用户补贴的持续减少。酒店业务间夜量20Q3间夜量1.13亿，同比增长3.7%。

❖ 后疫情时代新零售线上化全面提速，社区团购+买菜+闪购有望再造下一个外卖市场。新业务及其他实现营收82亿元，同比增长43.5%，经营亏损21亿元，OPM-24.7%，环比收窄（20Q2-25.9%）。单车及电单车业务盈利模型跑通，持续向好，经营现金流可覆盖capex投入，7月上线社区团购业务美团优选，计划2020年年底扩展至1000个城市。社区团购+买菜+闪购构成美团生鲜零售赛道的立体化网络，有望再造下一个外卖市场。

❖ 盈利预测、估值及投资评级：公司在市占格局上不断占优，展现出强劲的盈利能力。疫情为本地生活赛道本身的带来极大的机会。我们认为公司有望成长为本地生活线上化的无边界巨头，看好公司长期价值。我们维持预计20-22年Non GAAP下经调净利润77亿/165亿/305亿。我们参考分部估值方法，2023年餐饮外卖PE估值（30X），对应2023年10271亿，到店酒旅业务PE估值（30X），对应2023年5104亿，考虑到社区团购在生鲜零售市场的广阔前景与竞争优势，升总体估值至2023年总计22815亿元人民币，折现到2020年，对应21285亿港元，提升目标价至362港元，维持“推荐”评级。

❑ 风险提示：餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损，疫情反复。

## 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	97,529	119,182	179,528	243,420
同比增速(%)	50%	22%	51%	36%
经调整净利 (Non Gaap)(百万)	4,899	7,669	16,510	30,488
每股盈利(元)	0.43	0.72	2.45	4.56

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为20年12月9日收盘价

推荐 (维持)

目标价：362港元

当前价：286港元

## 华创证券研究所

证券分析师：靳相宜

电话：010-66500831

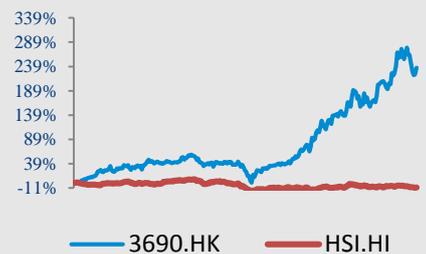
邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com

执业编号：S0360520080001

## 公司基本数据

总股本(亿股)	58.79
已上市流通股(亿股)	51.44
总市值(亿港元)	14275
流通市值(亿港元)	12489
资产负债率%	29%
每股净资产(港元)	0.11

## 市场表现对比图(近12个月)



# 目录

一、彻底走出疫情影响，各板块迎来全面正增长，交易用户与商户数增长创新高，供需两端进入快速增长通道.....	4
二、餐饮外卖日均单量达到历史峰值 3492 万单，单均盈利 0.23 元，OPM3.7%.....	5
三、酒旅到店各项指标均实现正向增长，营销开支减少带来净利率提升，OPM: 43%历史新高.....	7
四、后疫情时代新零售线上化全面提速，社区团购+买菜+闪购有望再造下一个外卖市场 .....	8
五、盈利预测与估值.....	9
六、风险提示：餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损，疫情反复.....	9

# 图表目录

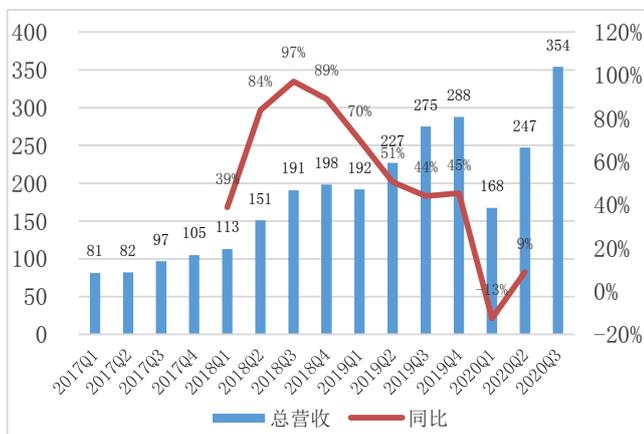
图表 1	美团 2017-2020Q3 收入 (亿元) 与增速	4
图表 2	美团 2017-2020Q3 Non-GAAP 净利润与净利率	4
图表 3	美团 2019-2020Q3 营业利润与营业利润率	4
图表 4	美团现金及现金等价物 (百万元)	4
图表 5	美团活跃商户数 (百万家) 及增速	5
图表 6	美团年度交易用户数 (单位: 亿)	5
图表 7	美团 2017-2020Q3 综合变现率	5
图表 8	美团分业务收入 (亿元)	5
图表 9	餐饮外卖日均单量及同比增速	6
图表 10	美团餐饮外卖业务营业利润及营业利润率	6
图表 11	美团 17Q3-20Q3 餐饮外卖 AOV 及增速	6
图表 12	餐饮外卖交易笔数 (百万单)	6
图表 13	美团 17Q3-20Q3 餐饮外卖 GMV 及增速	7
图表 14	餐饮外卖变现率 (%)	7
图表 15	到店及酒旅业务营收及增速	7
图表 16	到店及酒旅业务营业利润及营业利润率	7
图表 17	到店及酒旅板块广告业务及占收比	8
图表 18	美团酒店间夜量 (百万)	8
图表 19	新业务及其他营收及增速	8
图表 20	新业务及其他营业利润及营业利润率	8
图表 21	物业、厂房及设备折旧 (亿元)	9
图表 22	美团经营活动现金流 (亿元)	9
图表 23	美团现金及现金等价物 (百万元)	9

## 一、彻底走出疫情影响，各板块迎来全面正增长，交易用户与商户数增长创新高，供需两端进入快速增长通道

三季度美团营收保持增长，经营利润与经调利润皆转正。营收 354 亿元，同比增长 28.8% (Q2 yoy+8.9%)，经调净利润 21 亿元，同比增长 6%，经营利润率由 5.3% 升至 19.0%。截止 2020 年 9 月 30 日，账上现金及现金等价物 197 亿元及短期理财 337 亿元，合计 534 亿元。年度活跃商户数增长至 650 万，同比增长 10%，增速达到近一年新高；年度交易用户数达 4.8 亿创新高，同比增长 9.3% (Q2 yoy+8.1%)。

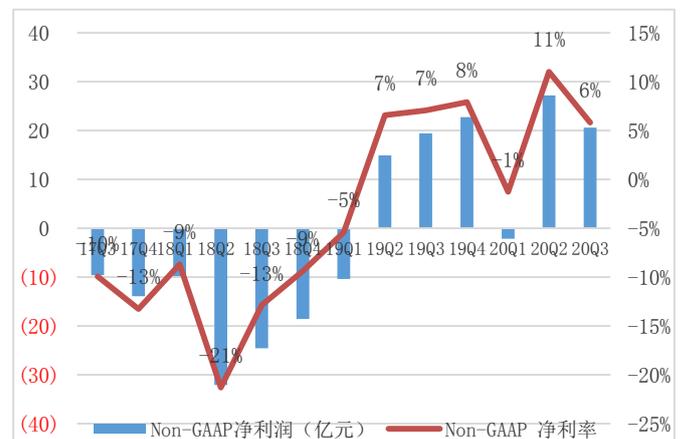
三季度美团彻底走出疫情影响，各板块迎来全面正增长。外卖业务实现营业收入 207 亿元，同比增长 33%，增速较 Q2 提升 20pct；到店酒旅业务实现营业收入 65 亿元，同比增长 5%，增速较 Q2 提升 18pct；新业务实现营业收入 82 亿元，同比增长 43%，增速较 Q2 提升 21pct。综合变现率大幅提升至 23.3%，同比增长 9pct，环比增长 5.5pct。

图表 1 美团 2017-2020Q3 收入 (亿元) 与增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 美团 2017-2020Q3 Non-GAAP 净利润与净利率



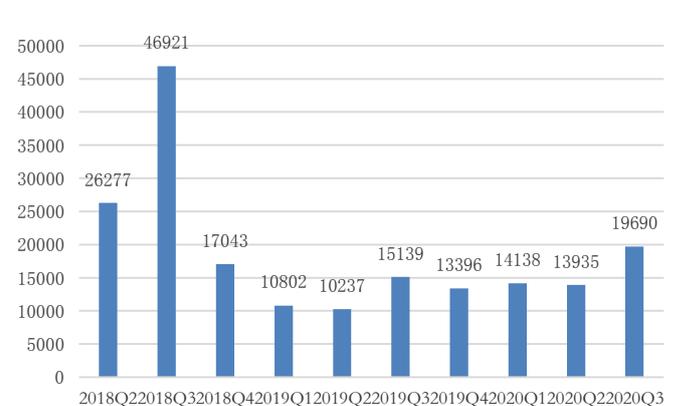
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 美团 2019-2020Q3 营业利润与营业利润率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 美团现金及现金等价物 (百万元)



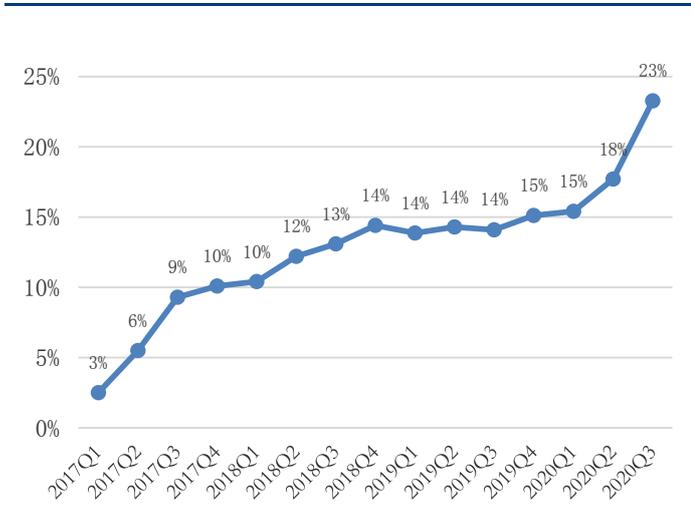
资料来源：公司公告，华创证券

**图表 5 美团活跃商户数（百万家）及增速**

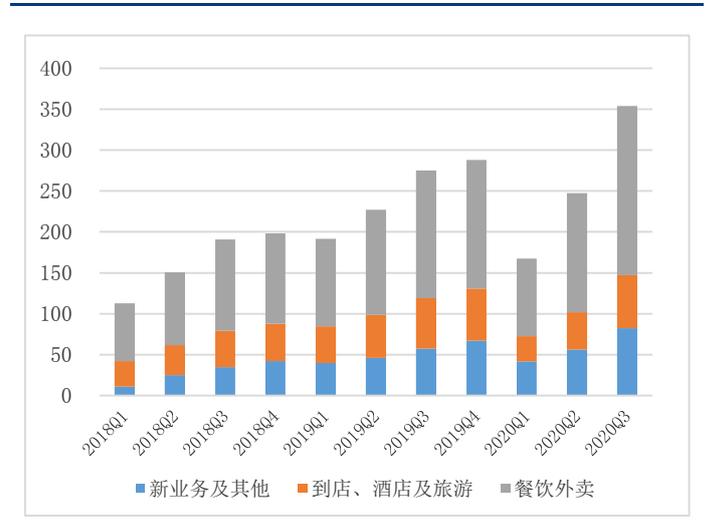

资料来源：公司公告，华创证券

**图表 6 美团年度交易用户数（单位：亿）**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 7 美团 2017-2020Q3 综合变现率**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 8 美团分业务收入（亿元）**


资料来源：公司公告，华创证券

## 二、餐饮外卖日均单量达到历史峰值 3492 万单，单均盈利 0.23 元，OPM3.7%

餐饮外卖日均单量达到历史峰值 3492 万单，同比增长 30.1%，单均盈利 0.23 元，OPM3.7%。奶茶宵夜占比提升，订单结构进一步优化，广告变现率提升。Q3 经营利润 7.7 亿，AOV47 元，日均单量 3492 万单（不含闪购单量），OPM 3.7%（20Q1 2.1%）。主要由于奶茶宵夜等订单结构的优化和差异化运营带来运营效率的提升同时平台的运营颗粒度从商家进阶为菜品，营销体系完善带来广告占比的进一步提升，外卖广告变现率上升至 1.6%（19Q3 1.3%），

骑手成本每单核算 20Q3 单均约 7.4 元，与去年同期持平。

图表 9 餐饮外卖日均单量及同比增速



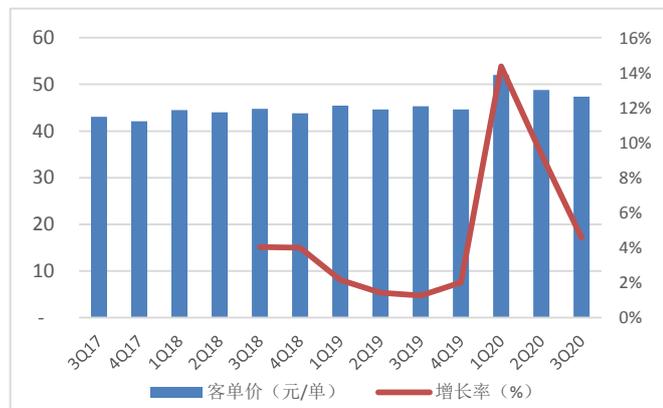
资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 美团餐饮外卖业务营业利润及营业利润率



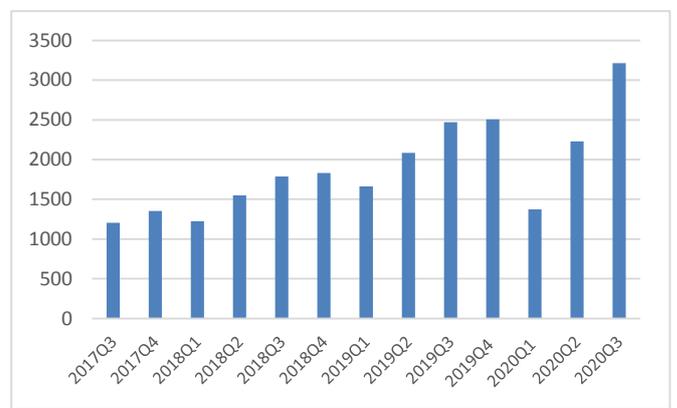
资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 美团 17Q3-20Q3 餐饮外卖 AOV 及增速



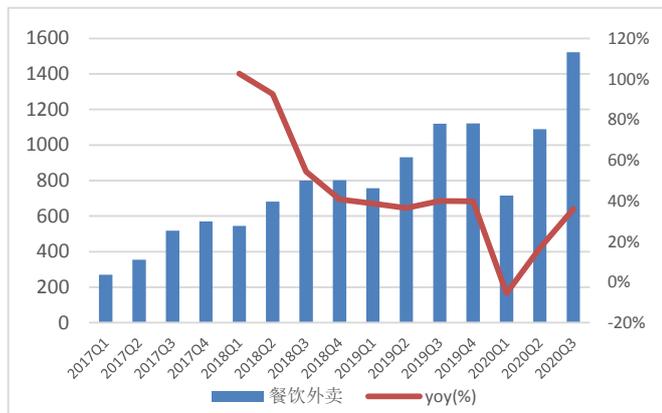
资料来源：公司公告，华创证券

图表 12 餐饮外卖交易笔数 (百万单)



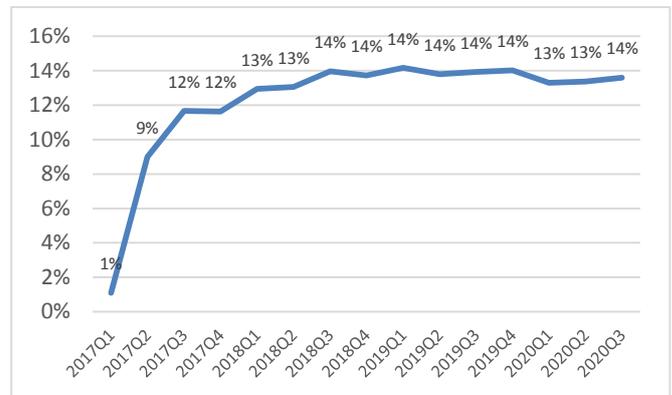
资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 美团 17Q3-20Q3 餐饮外卖 GMV 及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 餐饮外卖变现率 (%)

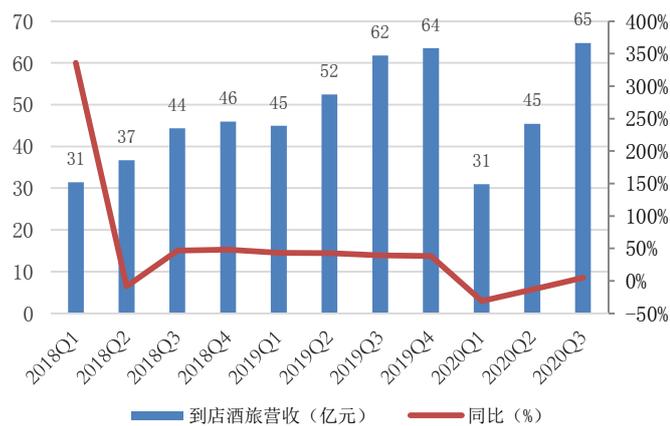


资料来源：公司公告，华创证券

### 三、酒旅到店各项指标均实现正向增长，营销开支减少带来净利率提升，OPM: 43%历史新高

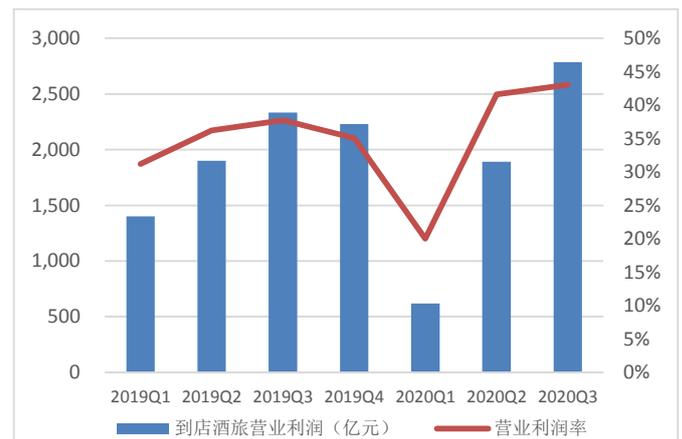
酒旅到店交易量、交易金额、收入及经营利润均实现正向增长，营销开支减少带来净利率提升，OPM: 43%历史新高。酒旅到店业务 20Q3 收入 65 亿元，同比 4.8%，增幅较 Q2 的 -13% 大幅提升。经营利润 28 亿元，同比 20%，营业利润率为 43%，同比增加 5.3pct，OPM 增至 43% (20Q2 OPM 为 42%)。盈利能力大幅提升，主要由于广告收入在业务占比的持续提升，以及用户补贴的持续减少。三季度到店酒旅业务实现广告收入 31 亿元，占收入的比重达到 49%。酒店业务间夜量 20Q3 间夜量 1.13 亿，同比增长 3.7%，低星酒店快于高星酒店的增速。

图表 15 到店及酒旅业务营收及增速



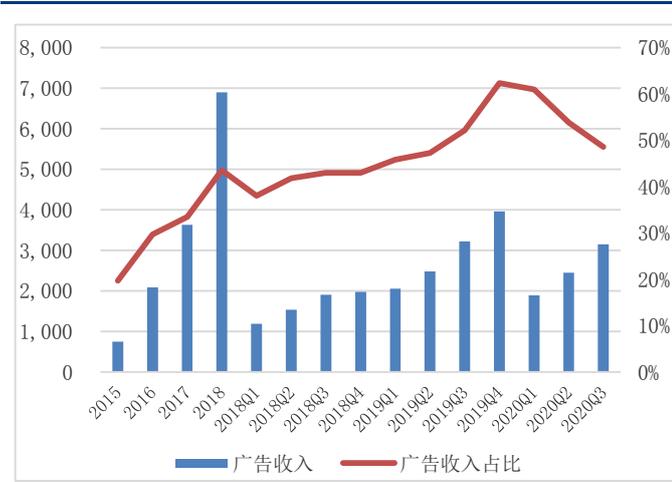
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 到店及酒旅业务营业利润及营业利润率



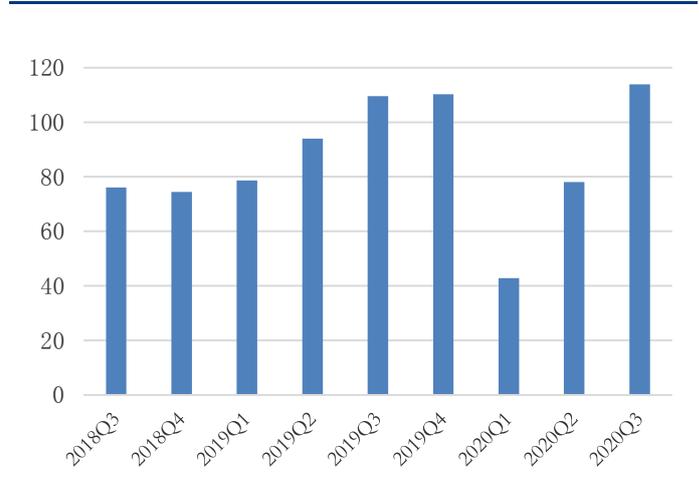
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 到店及酒旅板块广告业务及占收比



资料来源：公司公告，华创证券测算

图表 18 美团酒店间夜量 (百万)



资料来源：公司公告，华创证券测算

#### 四、后疫情时代新零售线上化全面提速，社区团购+买菜+闪购有望再造下一个外卖市场

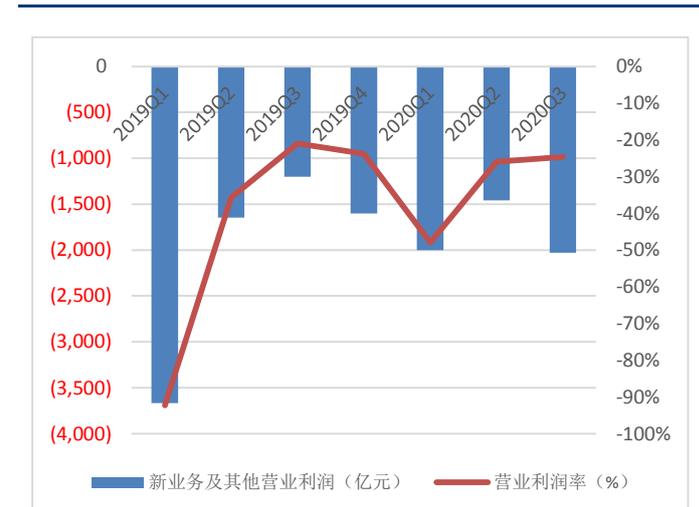
后疫情时代新零售线上化全面提速，社区团购+买菜+闪购有望再造下一个外卖市场。新业务及其他实现营收 82 亿元，同比增长 43.5%。经营亏损 21 亿元，OPM-24.7%，环比收窄 (20Q2-25.9%)。单车及电单车业务盈利模型跑通，持续向好，经营现金流可覆盖 capex 投入，7 月上线社区团购业务美团优选，计划 2020 年年底扩展至 1000 个城市。社区团购+买菜+闪购构成美团生鲜零售赛道的立体化网络，有望再造下一个外卖市场。

图表 19 新业务及其他营收及增速

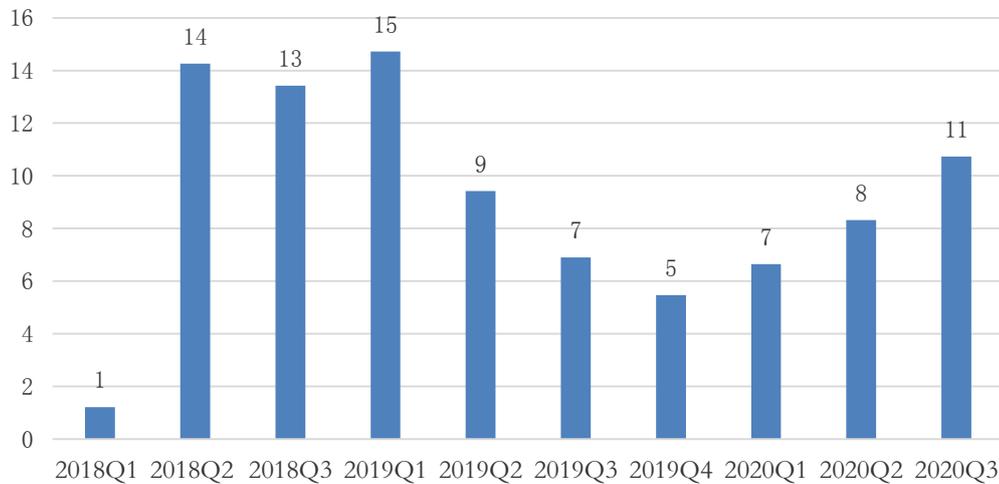


资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 新业务及其他营业利润及营业利润率



资料来源：公司公告，华创证券

**图表 21 物业、厂房及设备折旧 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 华创证券

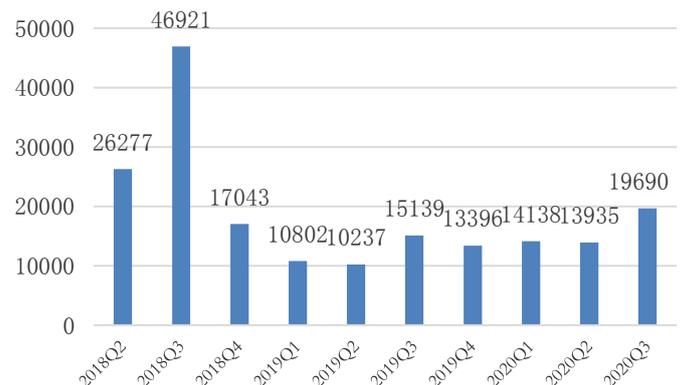
## 五、盈利预测与估值

公司在市占格局上不断占优, 展现出强劲的盈利能力。疫情为本地生活赛道本身的带来极大的机会。我们认为公司有望成长为本地生活线上化的无边界巨头, 看好公司长期价值。我们维持预计 20-22 年 Non GAAP 下经调净利润 77 亿/165 亿/305 亿。

我们参考分部估值方法, 2023 年餐饮外卖 PE 估值(30X), 对应 2023 年 10271 亿, 到店酒旅业务 PE 估值(30X), 对应 2023 年 5104 亿, 考虑到社区团购在生鲜零售市场的广阔前景与竞争优势, 升总体估值至 2023 年总计 22815 亿元人民币, 折现到 2020 年, 对应 21285 亿港元, 提升目标价至 362 港元, 维持“推荐”评级。

**图表 22 美团经营活动现金流 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**图表 23 美团现金及现金等价物 (百万元)**


资料来源: 公司公告, 华创证券

## 六、风险提示: 餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损, 疫情反复

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13,396	26,461	49,333	81,719
应收款项合计	10,268	6,903	8,563	9,106
存货	275	602	794	815
其他流动资产	49,436	70,930	85,750	100,464
流动资产合计	82,135	107,094	146,637	194,300
长期股权投资	9,450	16,906	21,887	24,933
物业、厂房及设备	5,376	6,849	9,087	11,748
非流动资产合计	49,878	57,634	63,901	68,712
<b>资产合计</b>	<b>132,013</b>	<b>164,728</b>	<b>210,538</b>	<b>263,012</b>
应付账款	21,499	17,394	21,265	25,038
其他流动负债	5,194	6,719	8,792	9,980
流动负债合计	36,593	36,937	45,889	54,730
长期借贷	992	1,093	1,158	1,236
其他非流动负债	130	19,032	29,952	37,611
非流动负债合计	3,366	22,580	34,289	42,468
负债合计	39,959	59,517	80,178	97,199
归属母公司股东权益	92,055	95,057	103,311	119,518
少数股东权益	-58	96	195	301
所有者权益合计	92,113	105,115	130,165	165,512
负债和股东权益	132,013	164,728	210,538	263,012

**现金流量表**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,432	18,253	29,776	45,363
净利润	2,507	4,252	14,433	26,794
折旧与摊销	4,846	4,593	4,988	5,099
营运资本变动	-2,914	5,103	5,347	3,937
其他非现金调整	-124	1,290	1,261	309
投资活动现金流	-3,858	-6,749	-5,378	-4,094
资产	3,737	4,589	5,492	6,388
投资	-7,606	-11,338	-10,870	-10,482
融资活动现金流	1,558	1,610	1,508	1,435
债权募资	1,558	1,610	1,508	1,435
股权募资	0	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,529	119,182	179,528	243,420
主营业务收入	97,529	119,182	179,528	243,420
营业总支出	96,812	115,469	163,569	212,361
营业成本	65,208	79,736	116,877	156,543
营业开支	31,604	35,733	46,692	55,819
营业利润 (EBIT)	717	3,713	15,960	31,059
金融资产拨备	57	0	0	0
投资公允价值变动	169	169	169	169
其他 (亏损)/收益	2,062	1,649	1,666	1,683
净额				
经营利润	2,948	5,531	17,795	32,911
除税前利润	3,030	5,675	18,060	33,527
所得税	526	1,419	3,612	6,705
少数股东损益	-3	4	15	28
归母净利润	2,507	4,252	14,433	26,794
经调整净利 (Non Gaap)	4,899	7,670	16,510	30,488
经调整 EBITDA	7,753	10,258	21,906	39,172
EPS (摊薄)	0.43	0.72	2.46	4.56

**主要财务比率**

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	49.5%	22.2%	50.6%	35.6%
归属普通股股东净利润增长率	102.2%	69.6%	239.5%	85.6%
获利能力				
毛利率	48.6%	45.3%	55.6%	52.0%
经调整净利 (Non Gaap)	-8.7%	4.1%	4.3%	6.8%
ROE	2.8%	4.5%	14.6%	24.1%
ROA	2.0%	2.8%	7.4%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	30.3%	36.1%	38.1%	37.0%
流动比率	224.5%	289.9%	319.5%	355.0%
速动比率	223.7%	288.3%	317.8%	353.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.72	2.46	4.56
每股经营现金流	1.26	3.11	5.07	7.72
每股净资产	15.66	16.17	17.57	20.33
估值比率				
P/E	293	173	51	27
P/B	8	8	7	6

## 互联网研究团队介绍

分析师：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500