

美团点评-W (03690) 2020年一季报点评

外卖业务恢复超预期，疫情之下带来新业务机会，本地生活龙头不改长期价值

推荐 (维持)

目标价: 156 港元

当前价: 135.3 港元

事项:

- ❖ 美团点评发布 2020 年一季度财报，公司 2020 年第一季度实现营收 167.54 亿元人民币，同比下降 12.6%，经营亏损为 17 亿元，经调整净亏损为 2.2 亿元，同比减少 79.4%。此前彭博一致预期营收 155.89 亿元 (-yoy18.7%)；调整后净亏损为 11.1 亿元。

评论:

疫情压力下表现稳健，营收、调整后净亏损与营业亏损皆略好于预期。短期波动不改长期价值。

- ❖ **餐饮外卖业务恢复超预期，疫情带来供给侧结构性改变，AOV 大幅提升，外卖广告增长超预期。** Q1 日均订单量 1510 万笔 (同比-17.3%)，GTV715 亿 (同比-13%)，AOV 大幅提升达到 53 元 (同比+14.4%主) 要源自整体供给侧结构的变化，品牌连锁商户尤其是独立的、精品商户，例如五星酒店和黑珍珠餐厅进入了供给，在疫情中加速拥抱外卖。广告贡献超预期增长，变现率达到 1.3%，综合变现率 13.3%，同比下降 0.9 个点。主要源于对商户的扶持以及整体行业的修复，但长期高质量餐厅的收益将抵消这部分影响。预期随着进入 Q2 北方城市放松，及中小商户恢复外卖单量与 GTV 将引来正向增长。
- ❖ **酒旅到店受行业冲击恢复较慢，但酒店竞争强度变低，整体 OPM 将迎来改善。** 到店酒旅业务 20Q1 收入 31 亿元，同比下降 31.1%，经营利润 22% (-14pct)，由于供需两侧都保持在低位，Q2 预期恢复慢于外卖业务。酒店业务行业冲击较大，间夜量 4280 万 (同比-45.5%)。但是整体行业低迷也带来了竞争性的机会，对高星酒店的切入带来更多机会，预期随着酒店的 Q2 的恢复，整体 OPM 将迎来改善。
- ❖ **疫情为新业务带来趋势性机会。** 2B 餐饮商户数字化取得优势，2C 端生鲜和商超本地零售业务，通过疫情获得了发展机会。单车业务 capex 将加速投入，但是电单车的引入将提升整体运营效率，闪购与买菜业务受疫情催化，起到市场教育作用，品类的行业性增长料将带来单量的持续增长。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：** 公司整体盈利能力不断提升，在疫情压力下显示出强大的营业韧性。我们维持预计 20-22 年经调整净利润 10 亿/165 亿/236 亿。考虑到疫情为新业务带来了趋势性的机会，我们认为公司供给和需求双端显示出强大的增长潜力，2022 年才可达到稳态格局，因此我们参考 2022 年预期盈利情况给予估值 (前值为 2021 年盈利估值)，2022 年餐饮外卖 PE 估值 (20X)，4626 亿，到店酒旅业务 PE 估值 (30X)，4686 亿，新业务 PS 估值 (1X)，452 亿，折现到 2020 年，对应 9108 亿港币给予目标价 156 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	113,542	171,066	194,875
同比增速(%)	49.50%	16.42%	50.66%	13.92%
经调整净利 (Non Gaap)(百万)	4,899	1,018	16,550	23,611
经调整 EBITDA	7,753	1,377	22,086	31,267
每股盈利(元)	0.43	-0.41	2.49	2.97

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 20 年 5 月 27 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 耿琛

电话: 0755-82755859

邮箱: gengchen@hcyjs.com

执业编号: S0360517100004

联系人: 靳相宜

电话: 010-66500831

邮箱: jinxiangyi@hcyjs.com

目录

一、疫情压力下表现稳健，营收、调整后净亏损与营业亏损皆略好于预期，短期波动不改长期价值.....	4
二、餐饮外卖业务恢复超预期，疫情带来供给侧结构性改变，AOV 大幅提升，外卖广告增长超预期.....	5
三、酒旅到店受行业冲击恢复较慢，但酒店竞争强度变低，整体 OPM 有望迎来改善.....	7
四、疫情为新业务带来趋势性机会.....	9
五、盈利预测与估值.....	10
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.....	10

图表目录

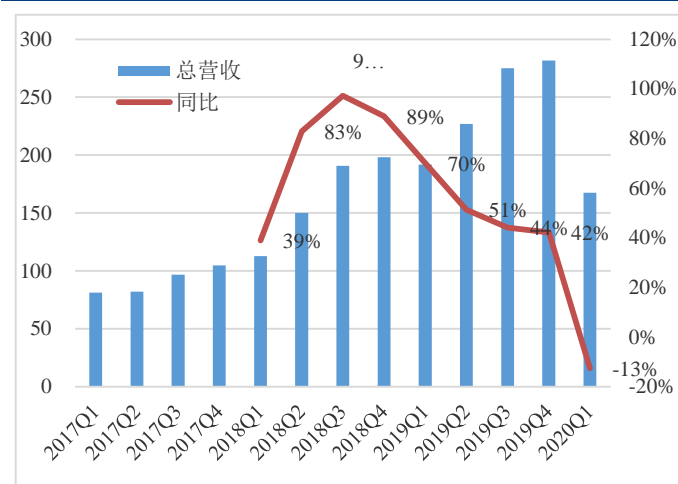
图表 1	美团 2018-2019 Q3 收入 (亿元) 与增速	4
图表 2	美团 2018-2019Q3 Non-GAAP 净利润 (百万元) 与净利率	4
图表 3	各个业务毛利率情况	4
图表 4	美团 2018-2019Q3 交易额 (亿元) 及增速	5
图表 5	美团 2017-2019Q3 总体综合变现率 %	5
图表 6	美团分业务交易额 (亿元)	5
图表 7	美团分业务收入 (亿元)	5
图表 8	美团年度交易用户数 (单位: 亿)	6
图表 9	美团每用户平均每年交易笔数	6
图表 10	美团活跃商户数及增速 (百万家)	6
图表 11	餐饮外卖业务 GMV (亿元)	7
图表 12	餐饮外卖业务毛利率及变现率	7
图表 13	餐饮外卖业务收入 (百万元)	7
图表 14	餐饮外卖交易笔数 (百万单)	7
图表 15	到店及酒旅业务营收及增速情况 (百万元)	8
图表 16	到店及酒旅业务毛利率与变现率	8
图表 17	到店及酒旅板块广告业务及占收比	8
图表 18	酒店业务及占收比	8
图表 19	美团酒店间夜量 (百万)	9
图表 20	新业务及其他 GMV 及营收情况 (亿元)	9
图表 21	新业务及其他变现率及毛利率	9
图表 22	物业、厂房及设备折旧及同比增速 (亿元)	10
图表 23	美团经营活动现金流 (亿元)	10
图表 24	美团现金及现金等价物 (百万元)	10

一、疫情压力下表现稳健，营收、调整后净亏损与营业亏损皆略好于预期，短期波动不改长期价值

公司在疫情压力下显示出强大的营业韧性。疫情为新业务带来了趋势性的机会，公司供给和需求双端显示出强大的增长潜力。我们认为，依赖于极度精细化的运营以及对成本的极度把控，规模效应持续显现，平台长期价值逐步发挥优势。短期波动不改长期价值

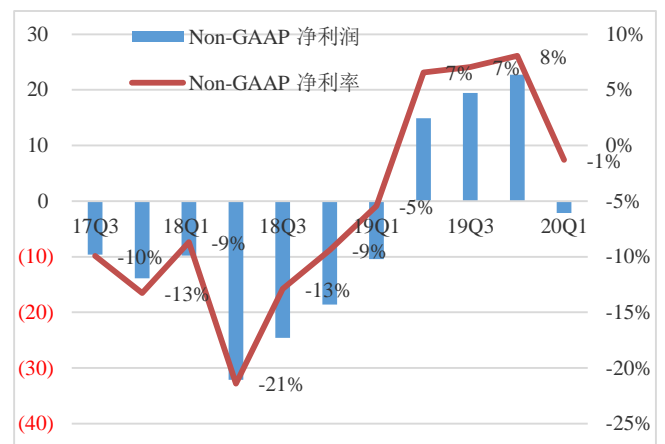
疫情压力下稳步复苏，短期波动不改长期价值。随着国内疫情有效控制及三月复工，外卖、酒旅、到餐、到综等业务均不同程度迎来有序恢复。受需求侧爆发和外卖商家覆盖率提升，二季度有望实现外卖业务全面恢复，营收进入正向增长，到店酒旅业务有望在下半年迎来全面恢复。

图表 1 美团 2017-2020Q1 收入 (亿元) 与增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 美团 2017-2020Q1 Non-GAAP 净利润 (百万元) 与净利率



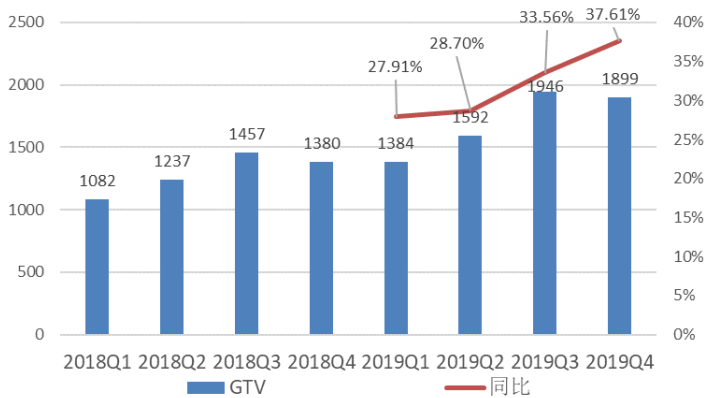
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 各个业务毛利率情况

(单位: %)	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
餐饮外卖	0.00%	7.90%	6.30%	7.60%	15.80%	16.60%	13.40%	14.39%	22.3%	19.5%	17.70%
酒店、到店及旅游业务	0.00%	88.50%	87.70%	87.80%	90.80%	90.60%	86.80%	88.34%	88.8%	88.6%	88.80%
新业务及其他 (包含摩拜)	0.00%	46.20%	28.70%	-7.30%	-76.40%	-37.40%	-23.30%	-11.10%	9.1%	18.7%	21.20%

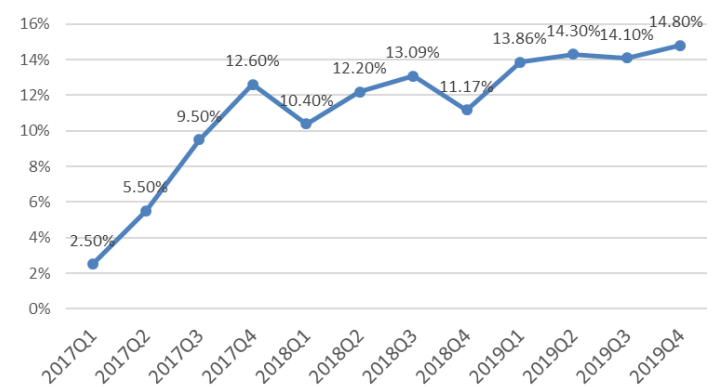
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 美团 2018-2019Q4 交易额 (亿元) 及增速



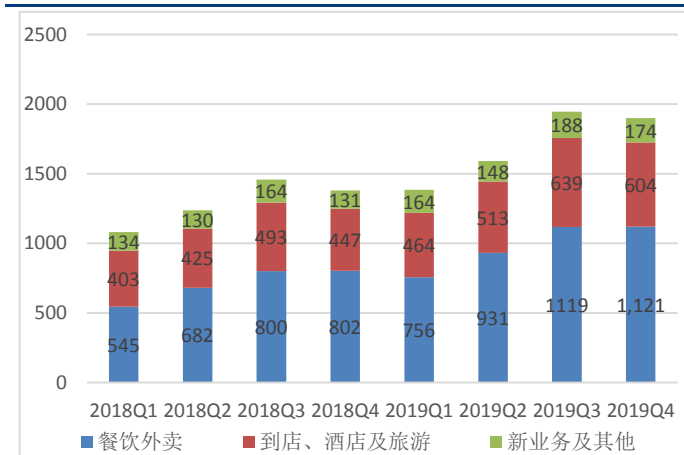
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5 美团 2017-2019Q4 总体综合变现率 %



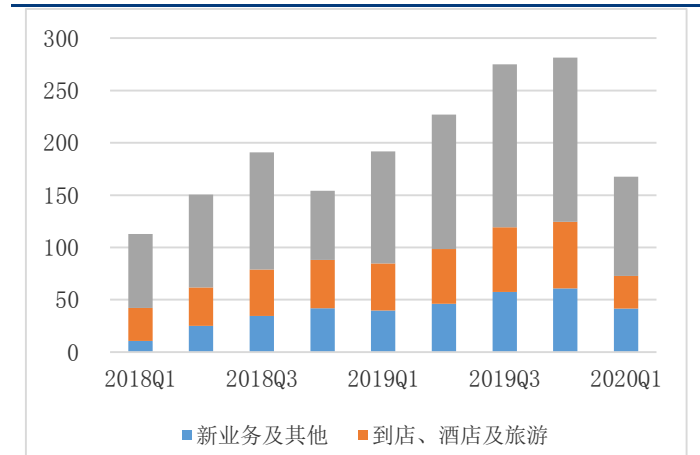
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6 美团分业务交易额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

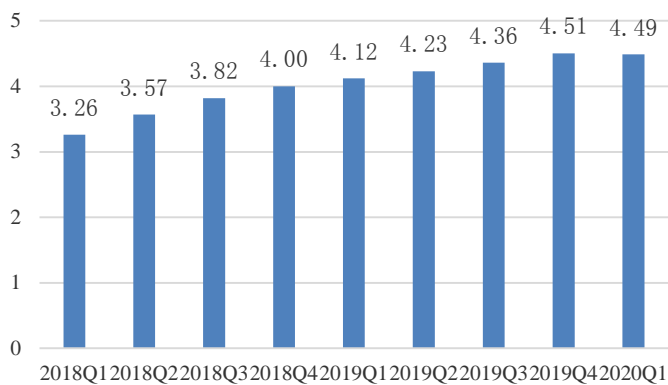
图表 7 美团分业务收入 (亿元)



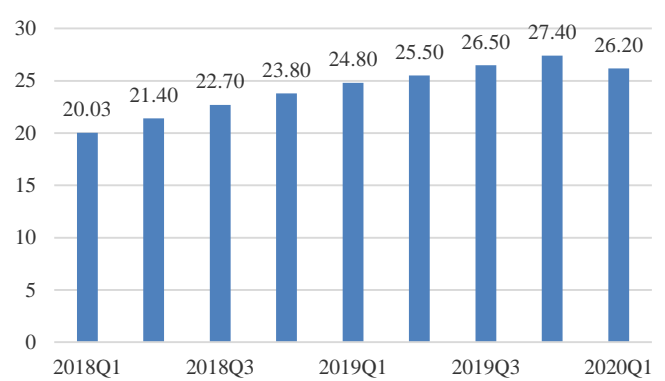
资料来源: 公司公告, 华创证券

二、餐饮外卖业务恢复超预期, 疫情带来供给侧结构性改变, AOV 大幅提升, 外卖广告增长超预期

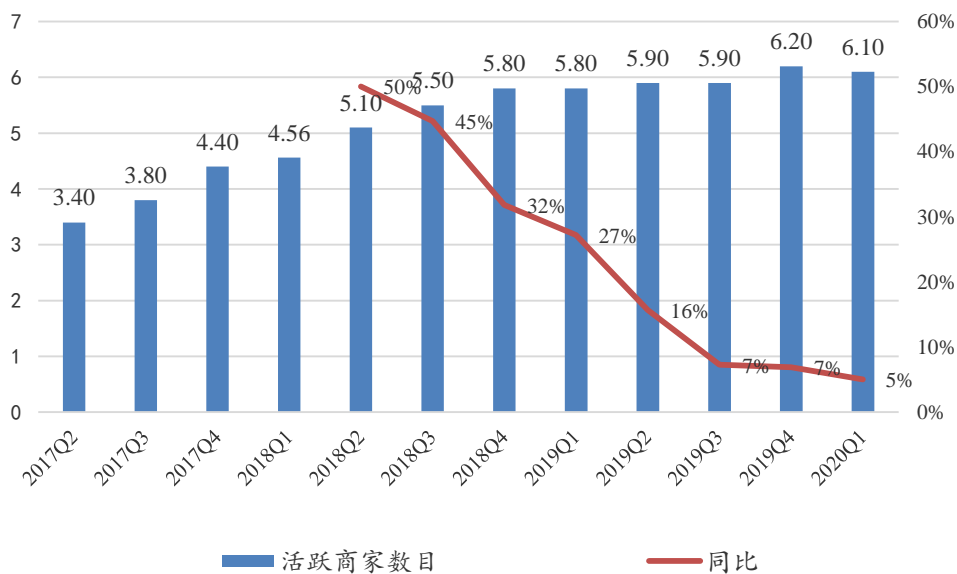
Q1 日均订单量 1510 万笔 (同比-17.3%), GTV715 亿 (同比-13%), AOV 大幅提升达到 53 元 (同比+14.4%) 主要源自整体供给侧结构的变化, 品牌连锁商户尤其是独立的、精品商户, 例如五星酒店和黑珍珠餐厅进入了供给, 在疫情中加速拥抱外卖。广告贡献超预期增长, 变现率达到 1.3%, 综合变现率 13.3%, 同比下降 0.9 个点。主要源于对商户的扶持以及整体行业的修复, 但长期高质量餐厅的收益将抵消这部分影响。预期随着进入 Q2 北方城市放松, 及中小商户恢复外卖单量与 GTV 将引来正向增长。

图表 8 美团年度交易用户数 (单位: 亿)


资料来源: 公司公告, 华创证券

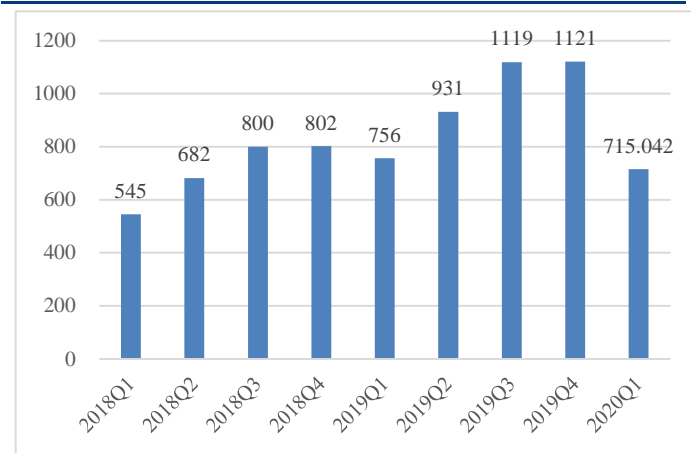
图表 9 美团每用户平均每年交易笔数


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 美团活跃商户数及增速 (百万家)


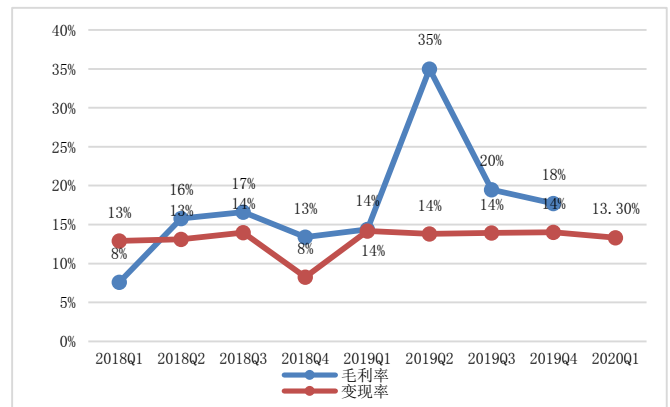
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11 餐饮外卖业务 GMV (亿元)



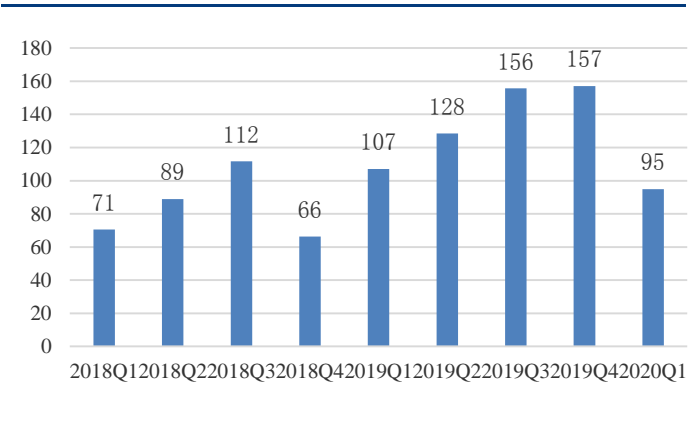
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12 餐饮外卖业务毛利率及变现率



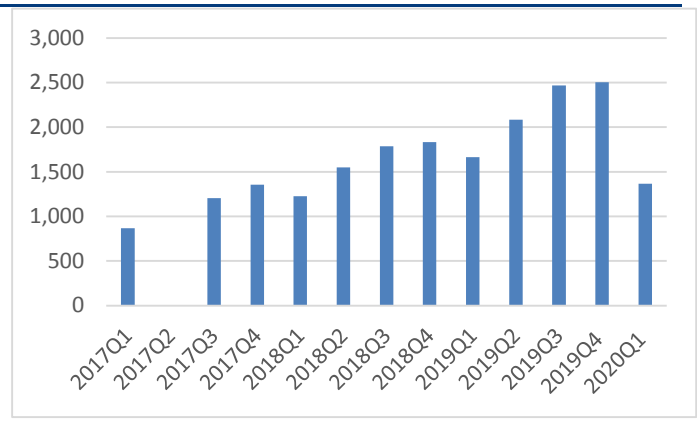
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 13 餐饮外卖业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 14 餐饮外卖交易笔数 (百万单)

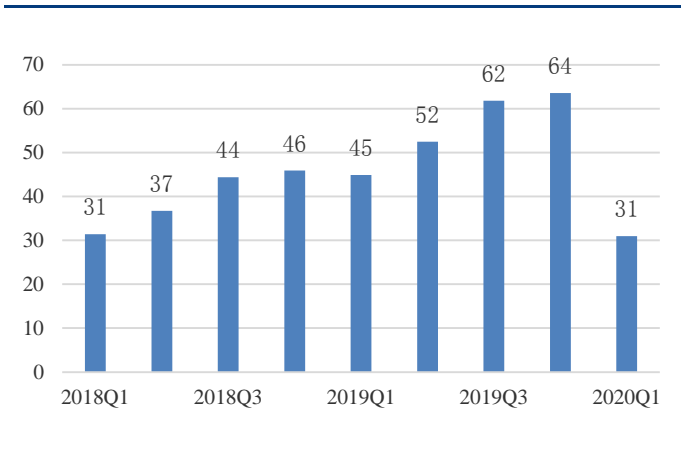


资料来源: 公司公告, 华创证券

三、酒旅到店受行业冲击恢复较慢, 但酒店竞争强度变低, 整体 OPM 有望迎来改善

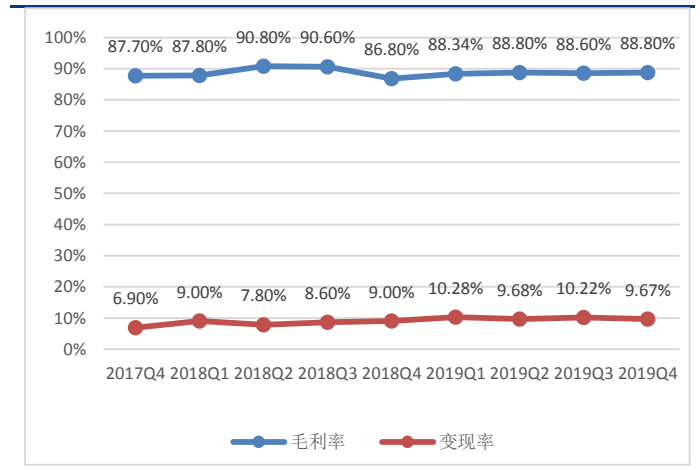
酒旅到店受行业冲击恢复较慢, 但酒店竞争强度变低, 整体 OPM 有望迎来改善。到店酒旅业务 20Q1 收入 31 亿元, 同比下降 31.1%, 经营利润 22% (-14pct), 由于供需两侧都保持在低位, Q2 预期恢复慢于外卖业务。酒店业务行业冲击较大, 间夜量 4280 万 (同比-45.5%)。但是整体行业低迷也带来了竞争性的机会, 对高星酒店的切入带来更多机会, 预期随着酒店的 Q2 的恢复, 整体 OPM 将迎来改善。

图表 15 到店及酒旅业务营收及增速情况 (百万元)



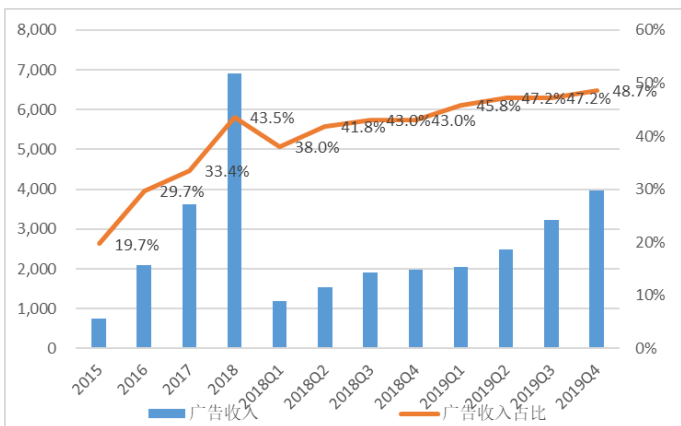
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 16 到店及酒旅业务毛利率与变现率



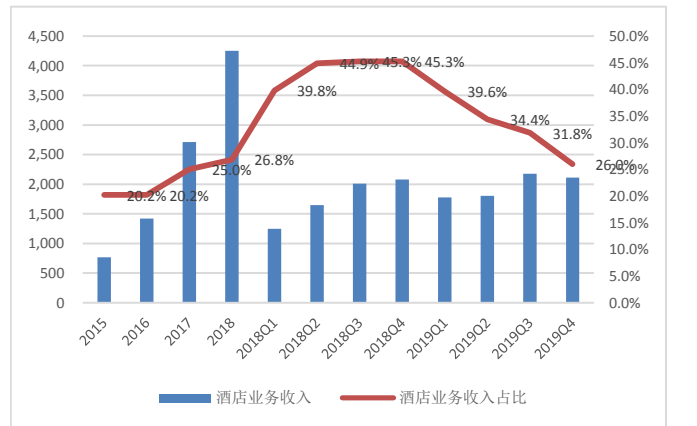
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 17 到店及酒旅板块广告业务及占收比



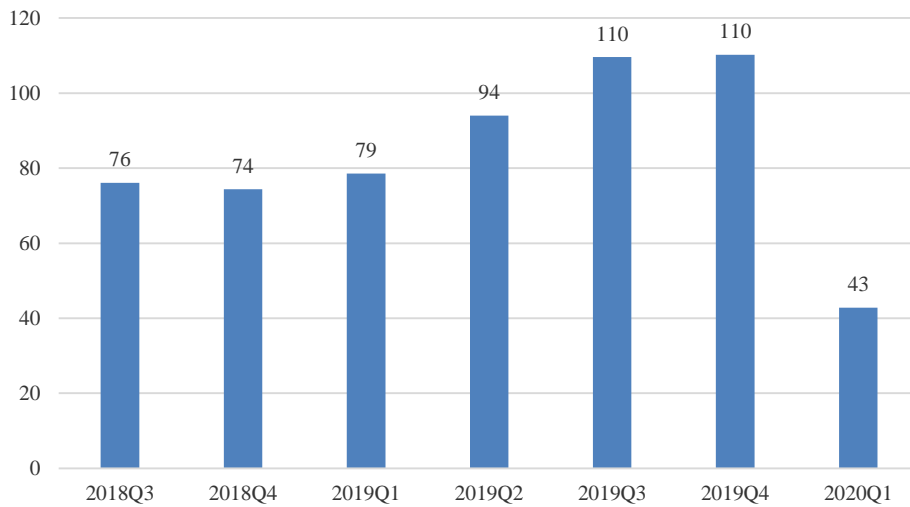
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 18 酒店业务及占收比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 19 美团酒店间夜量 (百万)

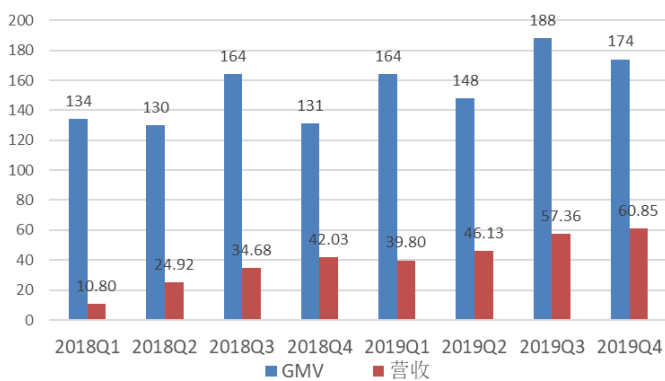


资料来源: 公司公告, 华创证券

四、疫情为新业务带来趋势性机会

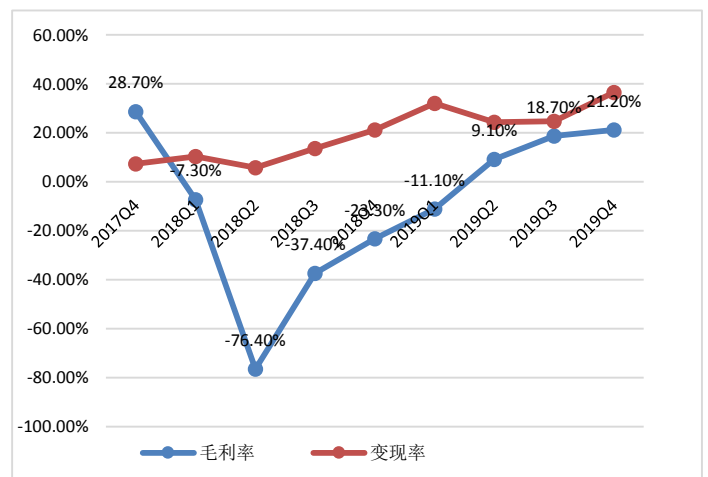
疫情为新业务带来趋势性机会。2B 餐饮商户数字化取得优势, 2C 端生鲜和商超本地零售业务, 通过疫情获得了发展机会。单车业务 capex 将加速投入, 但是电单车的引入将提升整体运营效率, 闪购与买菜业务受疫情催化, 起到市场教育作用, 品类的行业性增长料将带来单量的持续增长。

图表 20 新业务及其他 GMV 及营收情况 (亿元)



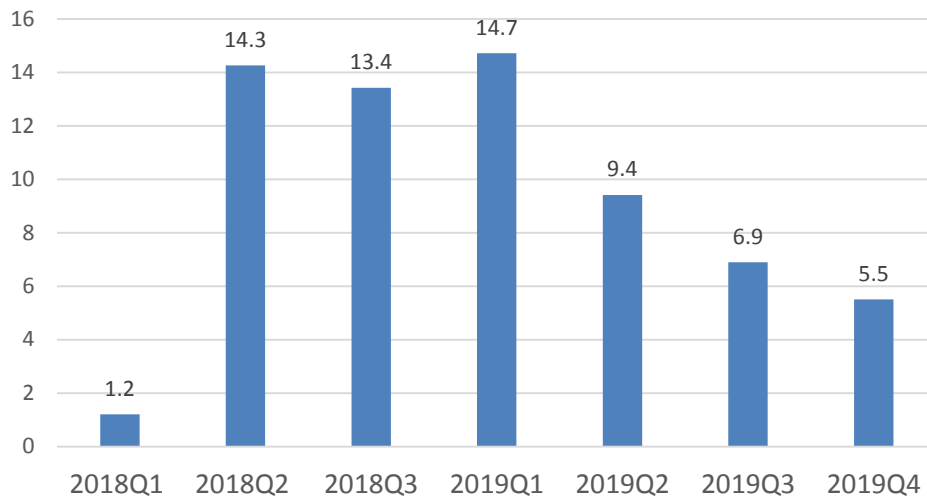
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21 新业务及其他变现率及毛利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 22 物业、厂房及设备折旧 (亿元)

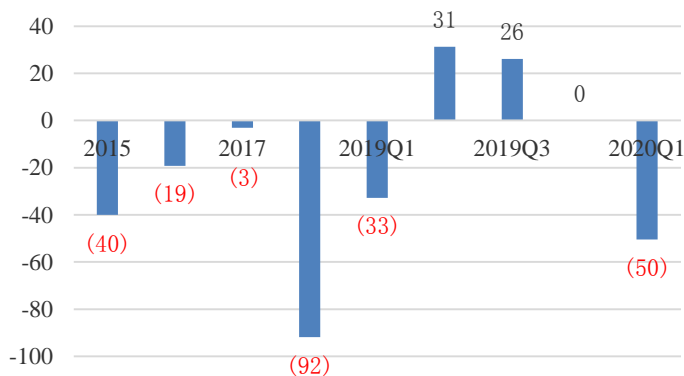


资料来源: 公司公告, 华创证券

五、盈利预测与估值

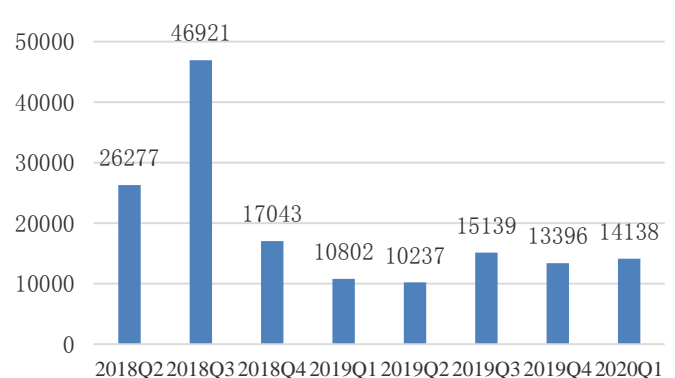
公司整体盈利能力不断提升, 在疫情压力下显示出强大的营业韧性。我们维持预计 20-22 年经调整净利润 10 亿/165 亿/236 亿。考虑到疫情为新业务带来了趋势性的机会, 我们认为公司供给和需求双端显示出强大的增长潜力, 2022 年才可达到稳态格局, 因此我们参考 2022 年预期盈利情况给予估值 (前值为 2021 年盈利估值), 2022 年餐饮外卖 PE 估值 (20X), 4626 亿, 到店酒旅业务 PE 估值 (30X), 4686 亿, 新业务 PS 估值 (1X), 452 亿, 折现到 2020 年, 对应 9108 亿港币给予目标价 156 港元。维持“推荐”评级。

图表 23 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 24 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
资产合计	132,013	164,728	210,538	263,012
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	132,013	164,728	210,538	263,012
负债和股东权益	92,055	95,057	103,311	119,518

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,432	9,238	30,133	37,300
净利润	2,507	-2,408	11,735	17,614
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

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,529	113,542	171,066	194,875
主营业务收入	97,529	113,542	171,066	194,875
营业总支出	96,812	123,090	158,518	199,279
营业成本	65,208	76,953	107,331	127,244
营业开支	31,604	46,136	51,188	72,035
营业利润 (EBIT)	717	-9,548	12,548	17,928
金融资产拨备	57	0	0	0
投资公允价值变动	169	0	0	0
其他 (亏损)/收益	2,062	2,082	2,103	2,124
净额				
经营利润	2,948	-7,465	14,651	20,052
除税前利润	3,030	-7,322	14,749	20,443
所得税	526	-1,830	3,687	5,111
少数股东损益	-3	-6	23	32
归母净利润	2,507	-5,486	11,039	15,300
经调整净利 (Non Gaap)	4,899	-1,933	13,207	21,673
经调整 EBITDA	7,753	-2,471	18,712	29,216
EPS (摊薄)	0.43	-0.94	1.89	2.63

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	49.5%	16.4%	50.7%	13.9%
归属普通股股东净利润增长率	102.2%	-318.9%	301.2%	38.6%
获利能力				
毛利率	48.6%	48.6%	42.6%	55.0%
经调整净利 (Non Gaap)	-8.7%	-8.7%	4.3%	-1.1%
ROE	2.8%	2.8%	-5.9%	11.1%
ROA	2.0%	2.0%	-3.6%	5.7%
偿债能力				
资产负债率	43.4%	62.6%	77.6%	81.3%
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	-0.94	1.89	2.63
每股经营现金流	1.28	0.88	4.53	5.91
每股净资产	15.80	16.31	17.73	20.51
估值比率				
P/E	291	-133	66	48

资料来源：公司公告，华创证券预测

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大学计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

研究员：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	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
广深机构销售部	张娟	所长助理、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
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	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	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@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