

美团点评-W

跟踪报告—经营数据向好，费用增加及收购摩拜导致利润承压

事件：1、公布 IPO 价格区间为 69 港币，对应公司定价 4142 亿港币（约 528 亿美金），本次 IPO 募资 325.55 亿港币。2、公司更新 18M1-4 财务数据。3、首次披露分酒店业务数据。4、披露摩拜单车 4 月份运营及财务情况。

18 年前四月经营数据向好，变现率/毛利率因外卖营收增加产生结构性变化。17M4 至 18M4 年活跃用户达 3.4 亿（+25.9%），年活跃商户 470 万（+51.6%），年交易笔数 69.02 亿（+77.5%）。18M1-M4 GMV1478 亿（+57.4%），营收 158.25 亿（+94.9%），毛利 40.37（+19.6%），综合变现率 10.7%（+2.1pct），综合毛利率 25.5%（-16.1pct）；外卖、到店及旅游、酒店、新兴业务毛利率分别为 9.3%、89.3%、84.5%、-38.8%。外卖业务的 GMV 及营收占比上升，导致变现率上升，综合毛利率下滑（外卖业务变现率较高，毛利率较低）。

18M1-4 经营性亏损达 25.3 亿较 17 年同期扩大约 18 亿，主要由于收购摩拜及期间费用增加所致。18M1-4 亏损 227.9 亿（去年同期亏损 82 亿），其中可转债公允价值变动-205 亿（去年同期-74.36 亿），经营性亏损 25.3 亿（去年同期亏损 7.7 亿）。经营性亏损扩大 17.6 亿，主要由于收购摩拜摊销增加及销售费用增加所致。前四月费用合计 70 亿（去年同期 40.5 亿），销售及营销费用为 40.98 亿元（+56.0%，较去年同期增加 14.72 亿）。营销红包支出 14.9 亿较去年增加 5.47 亿；摩拜 4 月并表增加折旧 3.98 亿。

餐饮外卖业务 GMV 与营收快速增长，变现率与毛利率平稳。18 年 M1-M4 餐饮外卖业务完成 16.92 亿笔交易（+95.2%）贡献 GMV750.64 亿（占比 61.2%），营收 96.9 亿（+107.9%），毛利 9.0 亿（+112.2%），变现率 12.9%（-0.3pct），毛利率 9.3%（+0.2pct）。变现率及毛利率趋于稳定，餐饮外卖业务增长由交易量驱动。

到店及旅游业务货币化水平稳步升高，受外卖业务分流影响 GMV 略有下滑。到店业务盈利驱动力由“GMV 增长”转变为“变现率提升”。18M1-4 到店及旅游 GMV388.46 亿（-4.1%），营收 31.75 亿（+36.9%），毛利 28.35 亿（+39.0%），变现率 8.2%（+2.4pct），毛利率 89.3%（+1.4pct）。非餐饮类到店营收增长以及广告增长导致变现率（货币化水平）快速提升。到店及旅行业务是公司现金奶牛，18M1-4 毛利贡献占比达 70.2%。

公司首次单独披露酒店业务数据，18M1-4 酒店业务毛利贡献 9.94 亿同比增 57.9%。18M1-4 间夜量达 0.87 亿（+52.6%），GMV162.55 亿（+63.1%），营收 11.76 亿（+63.2%），毛利 9.94 亿（+57.9%），变现率 7.2%（+0.0pct），毛利率 84.5%（-2.8pct）。

新业务中非餐饮类外卖、供应链金融快速发展，摩拜自 4 月起并入统计口径。18M1-4 贡献 GMV176 亿（+120.0%），营收 17.87 亿（+5%），毛亏损 6.94 亿（大部分来自摩拜），变现率 10.1%（+4.9pct）。18M1~4 按营收种类划分：其他服务及销售营收（出行+供应链服务+小额贷）10.68 亿（+451%），占 58.8%；佣金（非餐饮外卖）营收达 6.26 亿（+501.8%），占比 35.0%。

摩拜 4 月份并表，收购对价 155.6 亿，单月毛利亏损 4.07 亿，拖累净利率。交易用户按金为 81.25 亿元，占摩拜负债的 77.4%。18M1~4，摩拜活跃单车 710 万，活跃用户 4810 万，营收 1.47 亿，毛利亏损 4.07 亿（主要来自于 3.98 亿摊销）。

风险提示：竞争格局变化风险、资金链断裂风险、战略管理风险。

作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

联系人 张泽

邮箱：zhangze@gszq.com



内容目录

一、营收端平稳增长，费用端提升较快导致利润承压	4
1、经营数据向好：用户数、活跃商户、GMV 齐增长	4
2、费用端受竞争影响快速上升，利润贡献承压	9
二、分业务解析：外卖总量驱动，到店结构性优化	13
1、餐饮外卖：盈利模式成熟，订单与单价推动业绩增长	13
2、到店及酒旅业务：到店变现率提升，酒店快速增长	15
3、新业务：摩拜并表，亏损扩大	20
三、155 亿收购摩拜：亏损、估值与价值	23
四、风险提示	24

图表目录

图表 1: 年活跃用户平稳增长 (亿)	4
图表 2: 每位交易用户平均交易笔数	4
图表 3: 年总交易笔数 (亿)	4
图表 4: 交易后用户交易频次随时间变化	4
图表 5: 年度活跃商家数 (万)	5
图表 6: 美团各分部 GMV 占比	5
图表 7: 总 GMV 情况 (亿)	5
图表 8: 综合营收情况 (亿元)	6
图表 9: 分业务营收占比	6
图表 10: 美团各业务变现率	7
图表 11: 分类型营收占比	7
图表 12: 销售成本 (亿)	8
图表 13: 总成本拆分	8
图表 14: 美团点评总毛利情况 (亿)	8
图表 15: 各业务毛利占比	8
图表 16: 美团各业务毛利率	9
图表 17: 美团经营亏损情况 (亿)	9
图表 18: 美团亏损额明细—期内亏损至经营亏损 (亿)	10
图表 19: 美团亏损额明细—期内亏损至经调整亏损净额 (亿)	10
图表 20: 美团费用总额 (亿)	11
图表 21: 美团费用支出细则 (亿)	11
图表 22: 现金流净额情况 (亿)	12
图表 23: 美团年/期末现金类资产数量 (亿)	12
图表 24: 公司资产结构	12
图表 25: 公司负债结构	12
图表 26: 餐饮外卖业务 GMV (亿)	13
图表 27: 按 GMV 算, 美团外卖市场份额	13
图表 28: 餐饮外卖业务订单单价 (元)	14
图表 29: 美团外卖交易笔数 (亿)	14
图表 30: 外卖业务营收 (亿)	14
图表 31: 外卖业务营收按类型拆分	14
图表 32: 美团餐饮外卖业务变现率	15
图表 33: 美团外卖业务毛利 (亿)	15

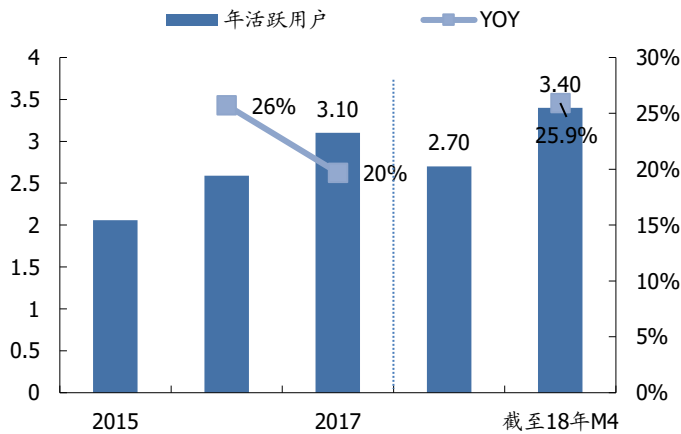
图表 34: 美团餐饮外卖业务毛利率	15
图表 35: 美团到店、旅游、在线酒店合计 GMV (亿)	16
图表 36: 美团在线酒店业务 GMV (亿)	16
图表 37: 美团到店、旅游业务 GMV (亿)	16
图表 38: 美团在线酒店间夜数 (亿)	17
图表 39: 按间夜数, 美团在线酒店业务市占率.....	17
图表 40: 美团到店、旅游、在线酒店合计营收 (亿)	17
图表 41: 美团在线酒店业务营收 (亿)	18
图表 42: 美团到店、旅游业务营收 (亿)	18
图表 43: 到店、旅游以及酒店营收按照属性划分(亿).....	18
图表 44: 美团到店、旅游、在线酒店业务毛利 (亿)	19
图表 45: 美团在线酒店业务毛利 (亿)	19
图表 46: 到店、旅游业务毛利 (亿)	19
图表 47: 美团到店、旅游、在线酒店毛利率.....	20
图表 48: 美团新业务及其他业务构成.....	20
图表 49: 美团新业务及其他业务 GMV (亿)	21
图表 50: 美团新业务及其他业务营收 (亿)	21
图表 51: 估算 2b, 2c 分业务营收 (亿)	22
图表 52: 美团新业务及其他业务毛利 (亿)	22
图表 53: 美团新业务及其他业务毛利率.....	23
图表 54: 美团收购摩拜单车支付代价 (亿)	23
图表 55: 摩拜单车 4 月份经营情况	23
图表 56: 摩拜单车资产详情.....	24
图表 57: 摩拜单车负债详情	24

一、营收端平稳增长，费用端提升较快导致利润承压

1、经营数据向好：用户数、活跃商户、GMV 齐增长

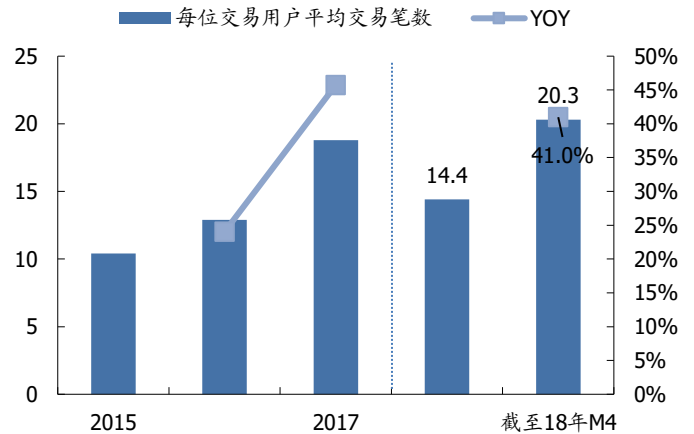
公司更新了18年1至4月份的经营数据与财务数据（包括4月份摩拜并表）。公司用户数较年底微增，用户平均交易次数快速增长。GMV 同比增长 57.44%，营收同比增长 94.88%。GMV 增长主要由于单用户交易笔数增加（主要为外卖）；到店及外卖业务增长、并表摩拜以及变现率提升是营收增长的主要驱动力。

图表 1：年活跃用户平稳增长（亿）



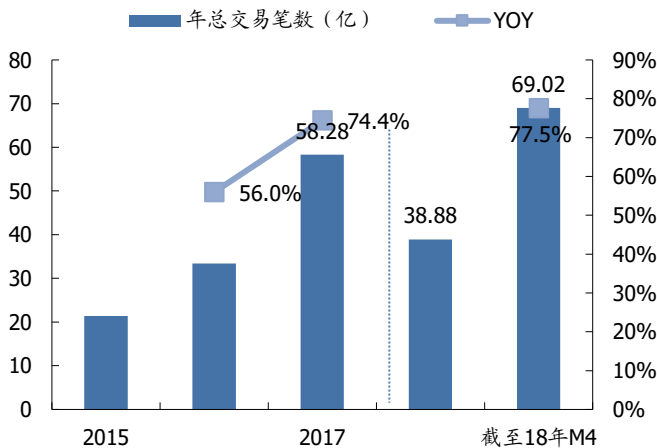
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 2：每位交易用户平均交易笔数



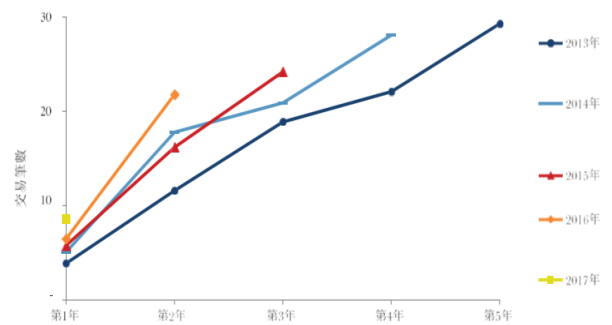
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 3：年总交易笔数（亿）



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

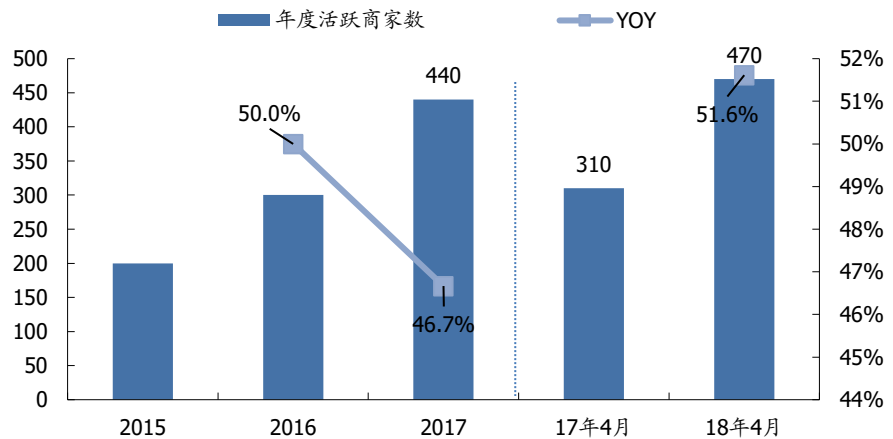
图表 4：交易后用户交易频次随时间变化



附注：年份表示交易用户的同类群组。数字包括Meituan Corporation 与 Dianping Holdings 的战略交易发生前的 Dianping Holdings 数据。

资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

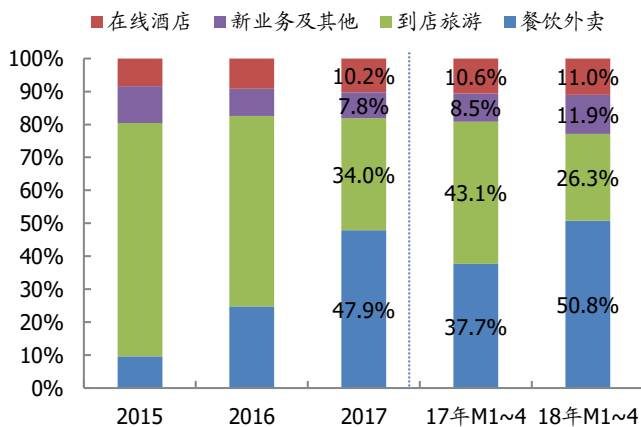
图表 5: 年度活跃商家数 (万)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

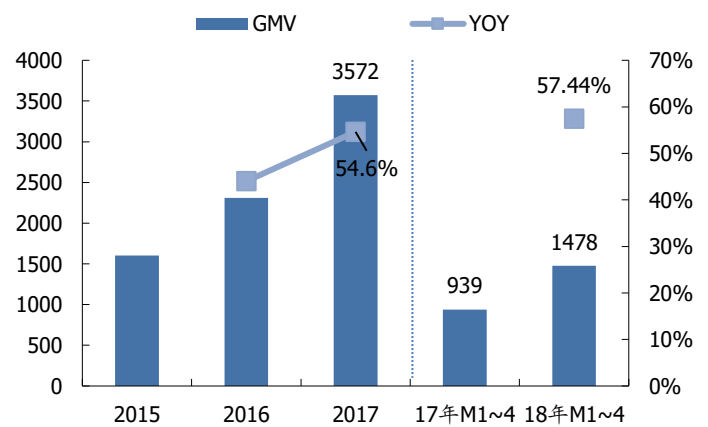
美团点评年活跃客户、交易量、交易笔数稳步上升。年活跃商家增速快于年活跃用户数增速, 供给端丰富程度增加。用户交易频次与使用年限正相关, 商家端丰富程度对 C 端消费频次产生明显正向影响。年度活跃商家数为 470 万家, 同比增长 51.6%。18 M4 年活跃用户为 3.40 亿人, 同比增长 25.9%, 环比 17 年增长 9.7%。2017M4-2018M4 每位用户平均交易笔数为 20.3 笔, 同比增长 41.0%; 活跃用户数实现平台年总交易笔数 69.02 亿笔, 同比增长 77.5%。商家数增速快于用户数增速, 线上生活服务供给端不断丰富, 非餐饮类商户上升迅速。同时平台用户粘性不断上升, 用户年平均交易笔数随用户使用年限上升; 且在相同使用年限下, 新用户交易笔数更高, 商家端丰富程度对 C 端消费频次产生正向影响。供给与需求双双上升, 未来交易总数将维持上升趋势。交易用户使用频次与户龄正相关, APP 使用粘性逐步体现。

图表 6: 美团各分部 GMV 占比



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

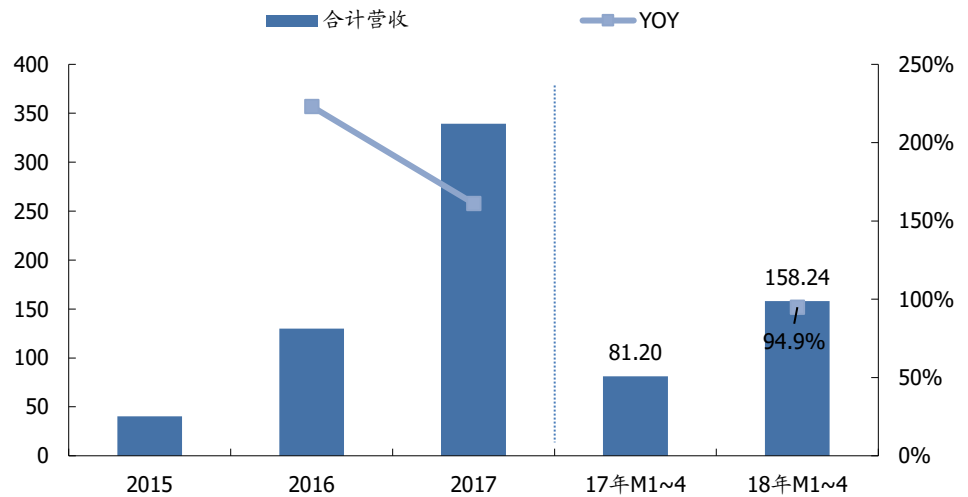
图表 7: 总 GMV 情况 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

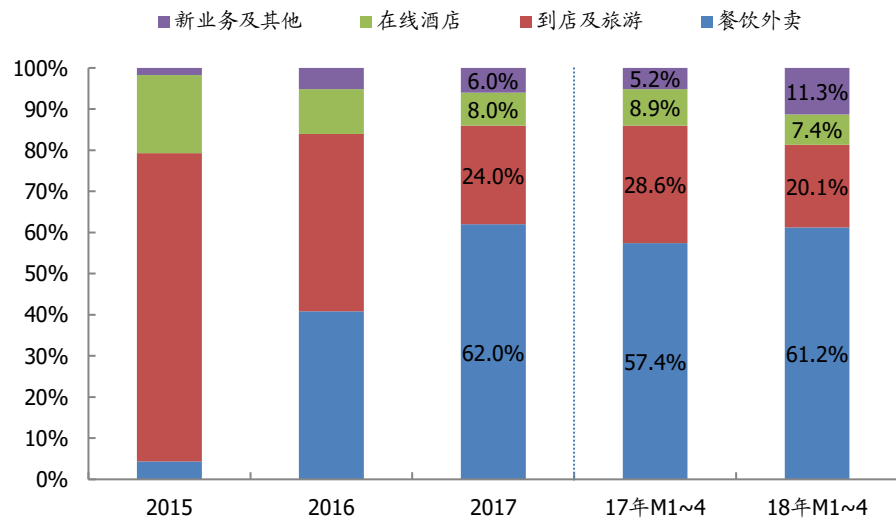
GMV 与变现率双驱动, 营收稳步升高。GMV 结构较 17 年底变化不大, 外卖业务占比略有提升。18M1-M4, 公司总 GMV 为 1478 亿元, 同比增长 57.4%, 17 年增速为 54.6%; 因大部分增长来自餐饮外卖, 单笔交易平均价格被拉低, 故 GMV 增速低于交易笔数增长。餐饮外卖贡献大部分 GMV, 占总 GMV 50.8% (17 年为 47.9%); 其次为到店及旅游业务, 占总 GMV 26.3% (17 年为 34.0%)。

图表 8: 综合营收情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

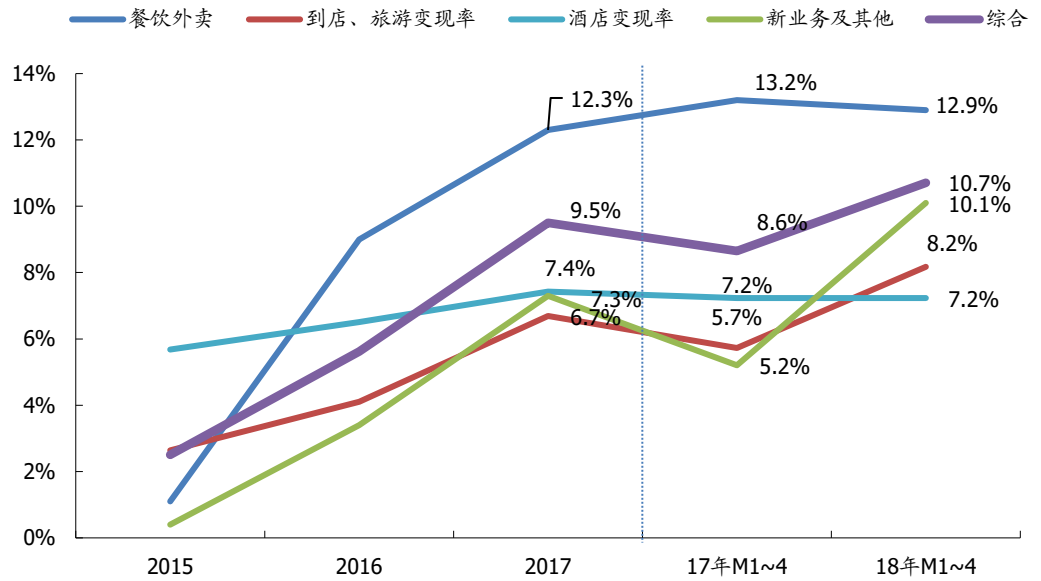
图表 9: 分业务营收占比



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

营收结构因餐饮外卖业务高速发展外卖业务占比增加。此外，摩拜并表以及非餐饮外卖等业务发展导致新兴业务占比亦增加。18M1-M4 公司营收 158.24 亿元，同比增长 94.88%，大于 GMV 增速 57.4%。分业务看，餐饮外卖贡献最大量营收，占总营收 61.2%（17 全年为 62.0%）。其次为到店及旅游业务，贡献营收 31.75 亿，占总营收 20.1%（17 全年为 24.0%）。

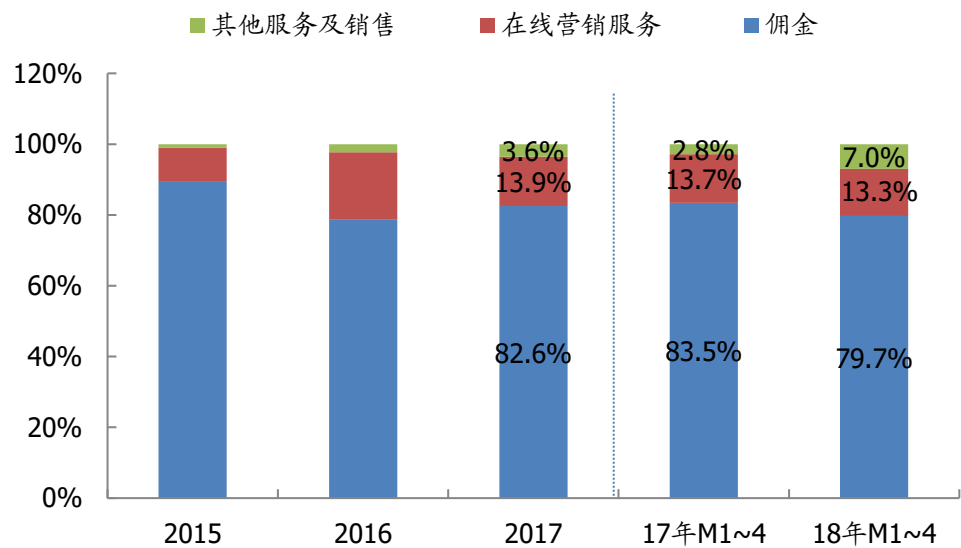
图表 10: 美团各业务变现率



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

营收增速大于 GMV 增速是因变现率提高所致。综合变现率主要是结构性上涨: 1) GMV 占比第二的到店及旅游业务变现率上升 2) 与变现率约 100% 的摩拜单车并表。3) 红包发放比例减少也起到了提升变现率的效果。17 年 M1-M4 对比 18M1-M4 综合变现率由 8.6% 提升至 10.7%; 到店及旅游业务变现率从 5.7% 提升至 8.2%, 增长显著。摩拜单车 GMV 基本等同于营收, 变现率接近 100%, 故对新业务及其他业务变现率提高效果显著。餐饮外卖变现率最高且趋于稳定, 18M1-M4 为 12.9%, 同比减少 0.3pct。

图表 11: 分类型营收占比

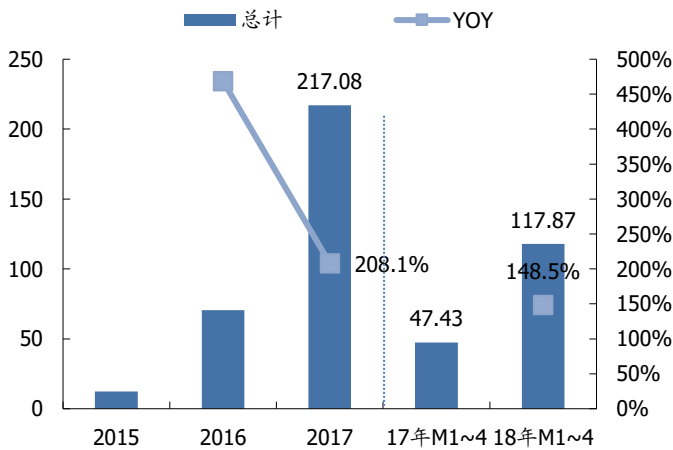


资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

营收分类型看: 佣金是最大营收来源, 占 79.7%; 在线营销类营收增长最快占比提升

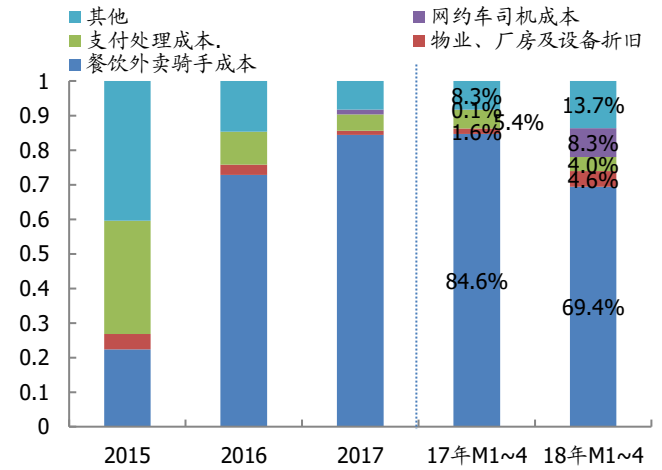
至 3.7%，同比增长 88.8%；其他服务营收占比仅为 0.2%，大幅增长 382.4%，主要由于统计口径纳入了网约车、摩拜单车所致。18M1-M4 佣金收入 126.17 亿元，同比增长 86.2%，占总营收 79.7%；在线营销服务收入 21.07 亿元，同比增长 88.8%，占总营收 13.3%；其他服务收入 11.00 亿元，同比增长 382.4%，占总营收 7.0%。其他服务收入增长主要来自网约车、摩拜单车、供应链以及金融服务。

图表 12: 销售成本 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

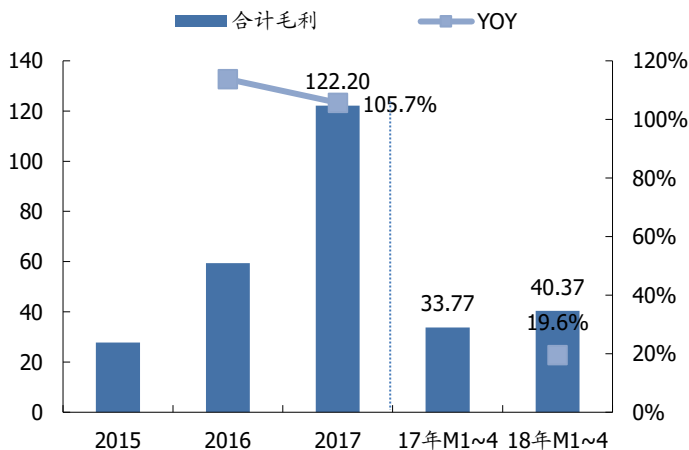
图表 13: 总成本拆分



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

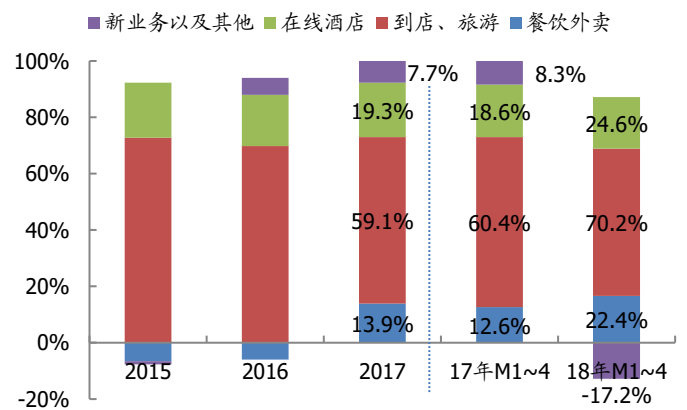
销售成本因业务扩展大幅上升,同时成本结构亦产生变化--其他及网约车成本占比上升,外卖骑手成本占比下降。18M1-M4,销售成本 117.87 亿,同比增长 148.5%。其中餐饮外卖骑手成本占比最大,为 81.77 亿,同比增长 103.7%,占总成本 69.4%,占比下降的主要原因为新业务发展导致其他销售成本及网约车司机成本增加。18M1-M4 网约车司机成本 9.76 亿,占总成本 8.3%。其他销售成本 16.14 亿,同比增长 311.1%,占总成本 13.7%。

图表 14: 美团点评总毛利情况 (亿)



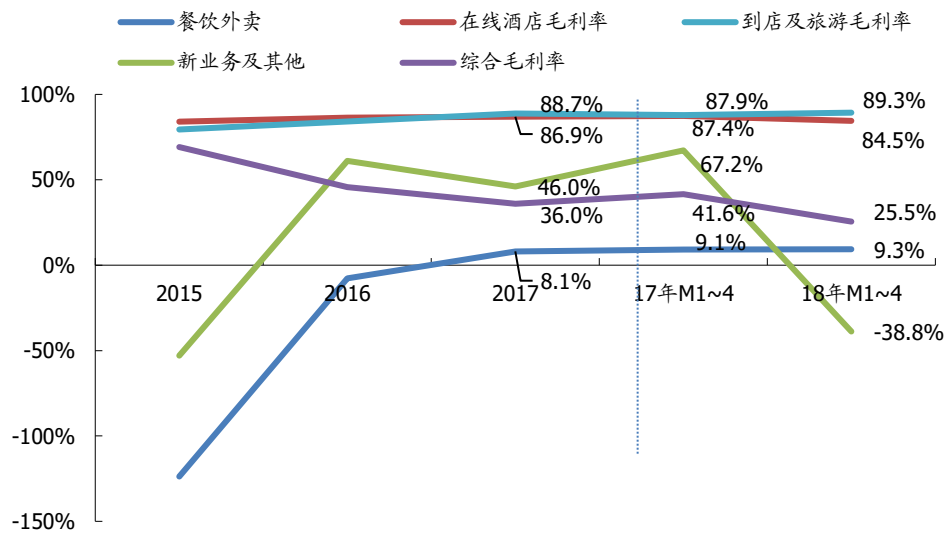
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 15: 各业务毛利占比



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 16: 美团各业务毛利率



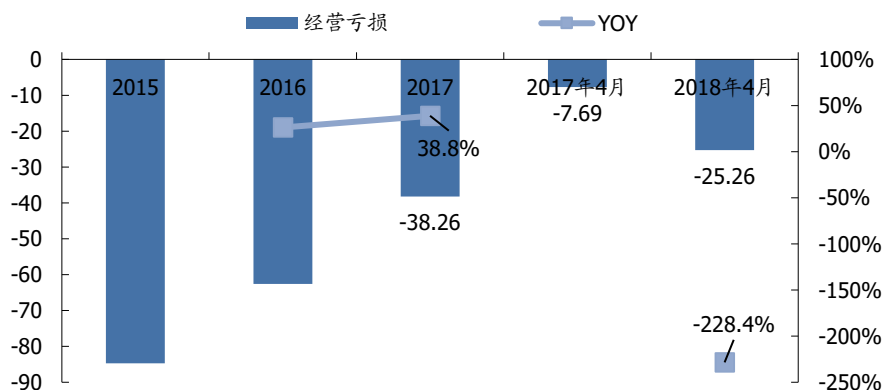
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

18M1-M4 毛利 40.38 亿，同比增速 19.6%，远小于营收增速 94.9%。主要由网约车业务发展与摩拜并表所致。到店及旅游依然贡献大份额毛利，17、18 年 M1-M4 占比分别达 60.4%、70.2%；其次为在线酒店业务，17、18 年 M1-M4 毛利分别占 18.6%、24.6%。餐饮外卖毛利已然接近在线酒店，17、18 年 M1-M4 分别占比 12.6%、22.4%。因公司新业务尚在发展阶段，新业务亏损，17、18 年 M1-M4 毛利 2.82、-6.94 亿，占总毛利 8.3%、-17.2%。**18 年 M1-M4 综合毛利率为 25.5%；餐饮外卖/在线酒店/到店及旅游/新兴业务毛利率分别为 9.3%/84.5%/89.3%/-38.8%。**除新兴业务外毛利率趋于平稳。

2、费用端受竞争影响快速上升，利润贡献承压

在毛利快速增长的背景下，公司亏损扩大。主要原因为外卖业务竞争加剧，所支付的用户激励费用增加。此外，研发与行政费用增速亦大于毛利增速。

图表 17: 美团经营亏损情况 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 18: 美团亏损额明细—期内亏损至经营亏损 (亿)

亿元	2015	2016	2017	17年 M1~4	18年 M1~4
年/期内亏损	-105.2	-57.9	-189.9	-82.0	-227.9
加:					
可转换可赎回优先股的公允价值变动	7.25	43.13	151.39	74.36	205.00
已终止经营业务之亏损/(盈利)	12.88	-51.04			
财务收入	-0.14	-0.22	-0.61	-0.09	-0.73
财务成本	0.57	0.56	0.19	0.01	0.11
应占以权益法入账的投资之亏损	0.01	0.28	0.10	-0.44	-0.26
所得税开支/(抵免)	-0.12	2.68	0.54	0.51	-1.43
经营亏损	-84.74	-62.55	-38.26	-7.69	-25.26

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 19: 美团亏损额明细—期内亏损至经调整亏损净额 (亿)

亿元	2015	2016	2017	17年 M1~4	18年 M1~4
年/期内亏损	-105.2	-57.9	-189.9	-82.0	-227.9
加:					
可转换可赎回优先股的公允价值变动	7.25	43.13	151.39	74.36	205.00
已终止经营业务之亏损/(盈利)	12.88	-51.04	-		
以股份为基础的薪酬开支	25.99	9.13	9.71	2.06	4.08
投资之公允价值亏损/(收益)	-0.47	0.26	-5.42	1.98	-2.50
出售投资及附属公司之亏损/(收益)	-0.33	-0.10	2.41		-0.30
收购产生的无形资产摊销	0.72	3.03	3.26	1.08	1.47
经调整亏损净额	-59.1	-53.5	-28.5	-2.6	-20.2

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

公司公布三种亏损口径—期内亏损、经营亏损以及经调整亏损净额; 其中经营亏损距离核心净利最为接近—不考虑控股造成损益, 考虑了股权激励薪酬。年/期内亏损为毛利减去费用支出(销售及营销开支、研发开支与一般及行政开支)、财务损益、优先股价值变动、控股损益以及所得税开支/抵免所得结果。经营亏损为毛利减去费用支出、控股损益及少量其他损益所得。经调整亏损净额从年内亏损中剔除管理层认为非公司经营表现的项目: 优先股公允价值变动、股权激励、投资损益以及无形资产摊销的亏损净额(关于统计口径及费用划分详见招股说明书 P294)。

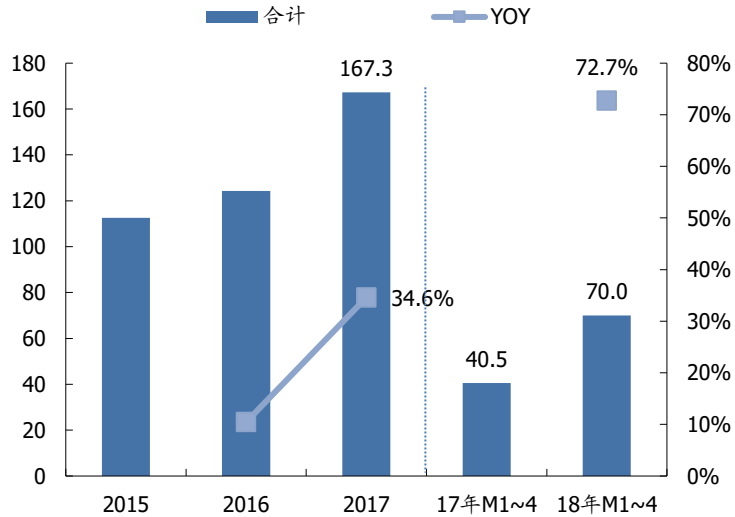
期内亏损受到优先股公允价值影响。18M1-4 期内亏损 227.9 亿(去年同期亏损 82 亿), 其中可转债公允价值变动-205 亿(去年同期-74.36 亿), 经营性亏损 25.3 亿(去年同期 7.7 亿)。此亏损口径扩大主要来自可转换可赎回优先股之公允价值变动影响。

经营亏损可较真实反映公司长期盈利能力, 其扩大主要由研发及销售费用增加所致。18 年前四月费用支出合计 70 亿(去年同期 40.5 亿), 其中销售及营销费用为 40.98 亿元(+56.0%, 较去年同期增加 14.71 亿), 其中红包支出 14.9 亿较去年增长 58.0%。

经调整经营性亏损受到股权激励及对外投资公允价值变动影响。18M1-M4, 经调整亏损净额为-20.20 亿元, 同比扩大 691.7%。其中除可转换可赎回优先股之公允价值变动外,

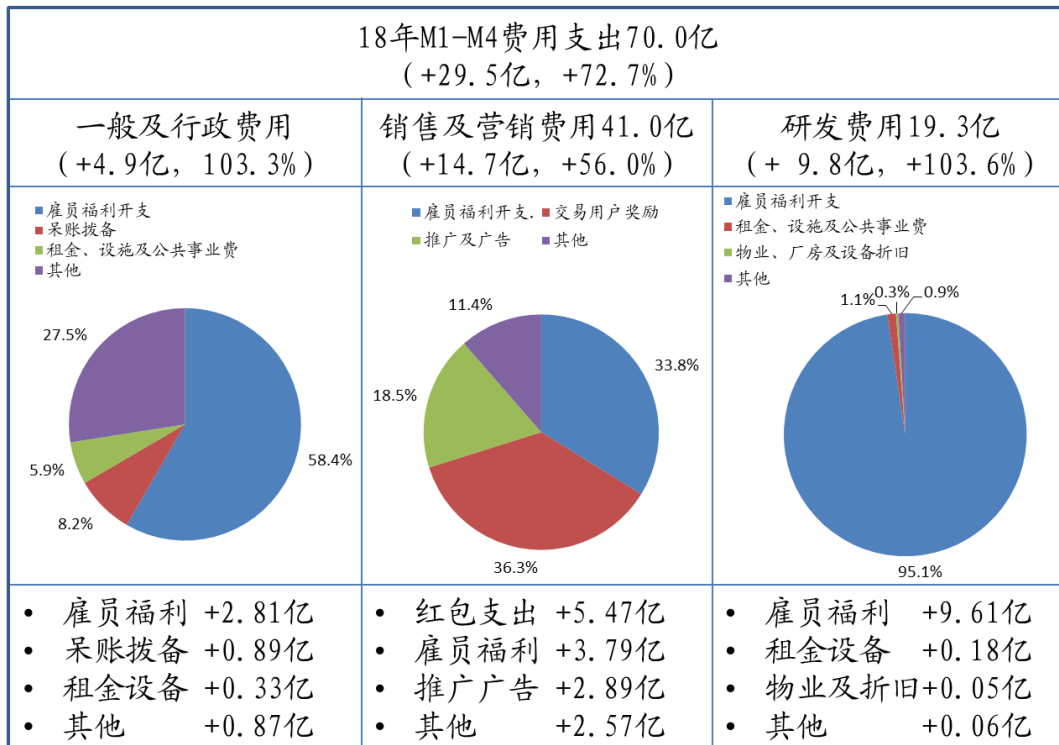
以股份为基础的薪酬开支(股权激励)为4.08亿,同比增长98.1%;投资损益2.50亿,同比扩大226.2%,其他项目为无形资产摊销及出售投资与负数公司之收益,数目与变化都较小,无显著影响。18M1-M4经调整亏损净额与经营亏损的差为5.06亿,与股权激励数额相近。

图表 20: 美团费用总额 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 21: 美团费用支出细则 (亿)



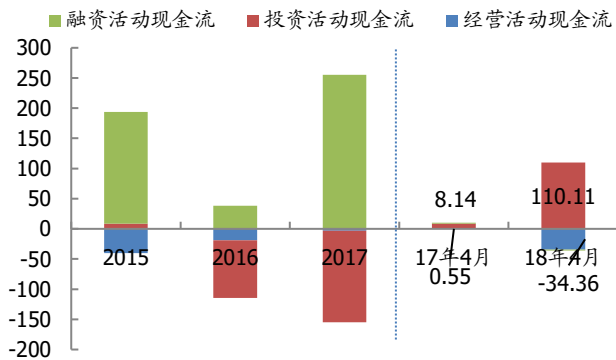
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

18M1-4 费用增长较快, 导致经营亏损同比扩大 17.6 亿。费用产生结构性变化, 研发与行政支出占比增加。18M1-M4 公司经营亏损 25.26 亿元 (去年同期为 7.69 亿), 同比

扩大 17.6 亿。公司费用达 70.0 亿元，同比增加 29.5 亿。其中营销开支 40.98 亿，同比增加 14.7 亿，增速 56.0%；研发开支 19.33 亿，同比增加 9.8 亿，增速 103.6%；一般及行政开支 9.66 亿，同比增加 4.9 亿，增速 103.3%。18M1-M4 营销/研发/行政支出占比为 58.6%/27.6%/13.8%；17 年同期为 64.8%/23.4%/11.7%，营销支出占比下降，研发与行政支出占比上升。

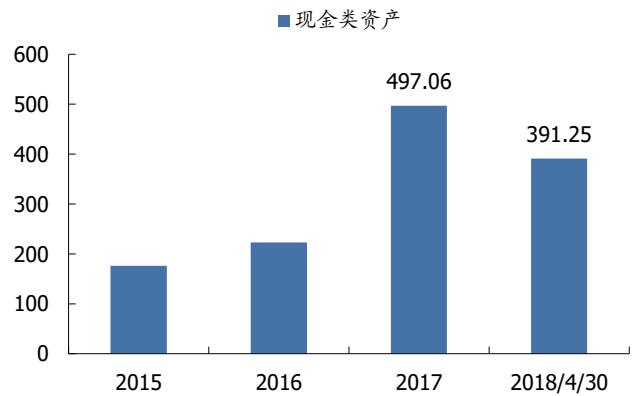
各项支出内部无明显结构性变化。营销支出中红包支出 14.88 亿元（较去年增加 5.46 亿），同比增长 58%，占营销开支 36.3%（去年同期 35.9%）。研发费用主要由研发人员薪酬构成，为 18.4 亿，占研发开支 95.2%，同比增长 109%。一般行政费用中行政人员薪酬 5.6 亿，占行政开支 58.0%，同比增长 100%（研发与行政人员薪酬详见招股说明书 P309，交易用户激励 I-69 详见招股说明书 515 页）。

图表 22: 现金流净额情况 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

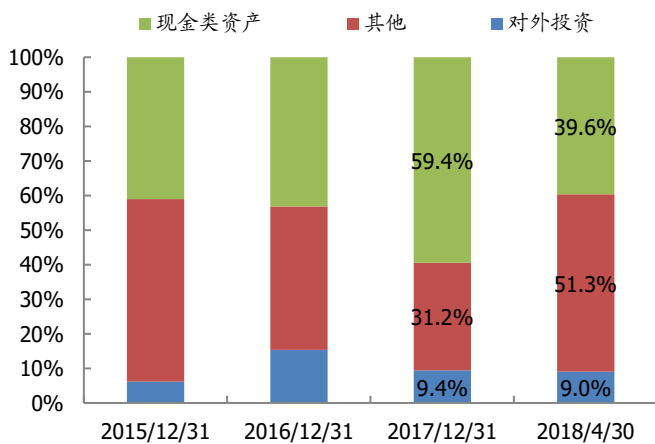
图表 23: 美团年/期末现金类资产数量 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

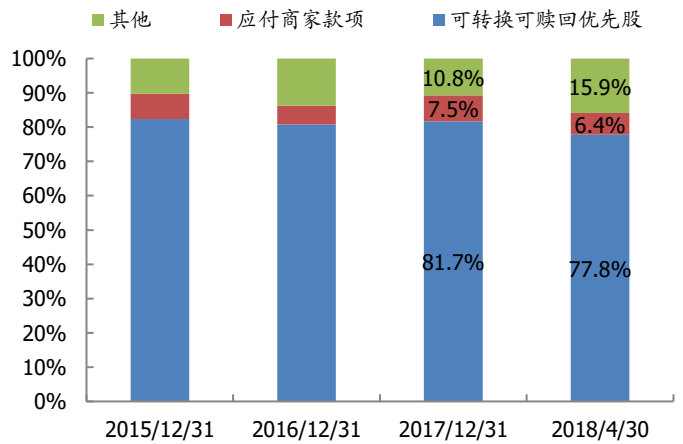
从现金流来看，费用支出增加导致经营性现金流恶化。18M1-M4 经营现金流为-34.36 亿元，去年同期为 0.55 亿元流入。17 年经营净现金流接近 0，公司业务收支平衡。18 年 M4 期末现金类资产（现金及其等价物、短期投资、限制性现金）391.25 亿，环比 17 年末降低 21.3%；主要因收购摩拜支出 94 亿现金。

图表 24: 公司资产结构



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 25: 公司负债结构



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

截至 18 年 4 月 30 日美团点评资产总额为 987 亿元，资产结构为现金：投资：其他

=4:0.9:5，较17年底现金类资产占比下降，其他资产占比上升。现金类资产（现金及其等价物、受限现金、短期投资）共计391亿，占比为39.6%；投资类资产合计89亿，占比为9.0%；其他类资产（如应收款、预付款、无形资产及固定资产等）共计507亿，占比为51.3%。资产结构为现金：投资：其他=4:0.9:5。对比2017年末比例6:0.9:3；现金资产占比下降主要因公司支付现金收购摩拜；其他资产占比上升主要因为收购摩拜产生128.2亿元商誉。

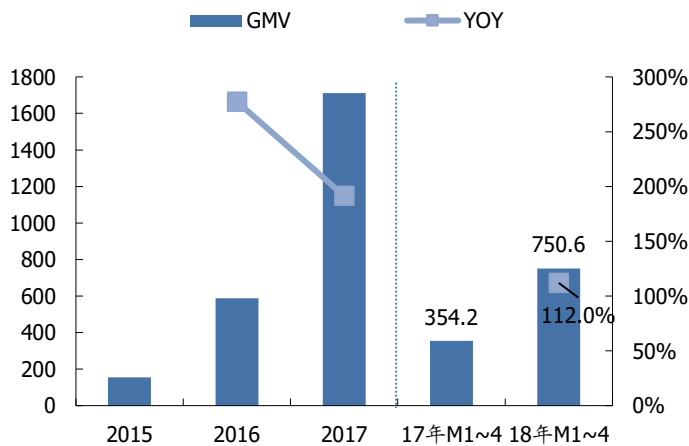
总负债1609亿，主要为1251亿优先股，占总负债77.8%。负债结构为优先股:应付:其他=7.8:1.6:0.6，较2017年末结构8:1.5:0.5变化不大。截至18年4月30日，美团点评总负债为1609亿，1251亿的可赎回可转换优先股为债务主体，占比高达78%。应付类负债有：应付商家款94亿，占比为7%；其他应付款39亿，占比为3.2%；贸易应付款27亿，占比为2.1%；应付类负债合计160亿，占比为12.8%。其他类负债（如用户预付款，递延收入等）合计68亿，占比为5.5%；按类别分公司负债结构为：优先股:应付:其他=7.8:1.6:0.6；较2017年末结构变化不大。然优先股价值上升205亿，借款上升10.5亿元，部分源自并表摩拜而来的3.9亿借款。

二、分业务解析：外卖总量驱动，到店结构性优化

1、餐饮外卖：盈利模式成熟，订单与单价推动业绩增长

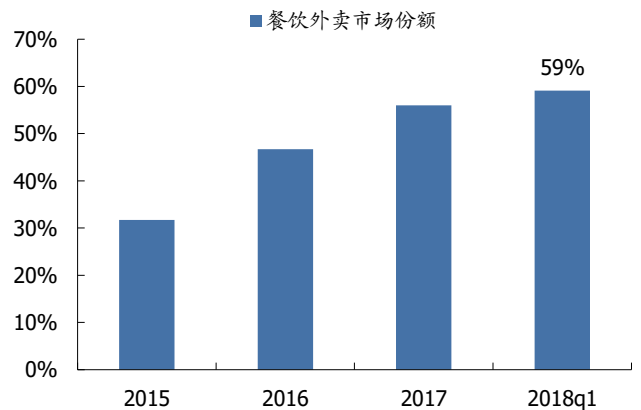
餐饮外卖业务变现与盈利模式成熟，变现率与毛利率趋于稳定。毛利增长由订单数与订单单价共同驱动。

图表 26：餐饮外卖业务 GMV (亿)



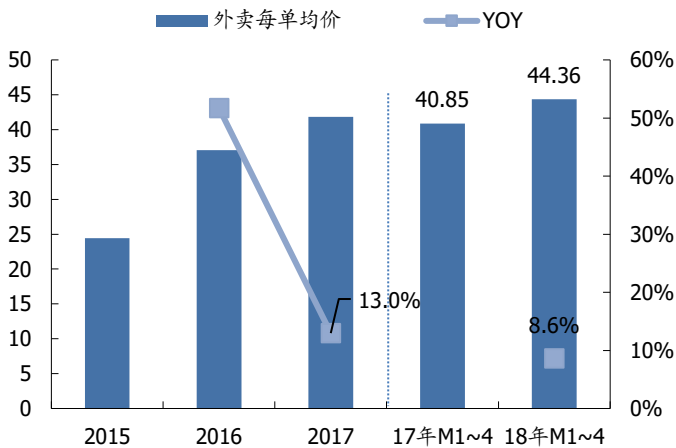
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 27：按 GMV 算，美国外卖市场份额



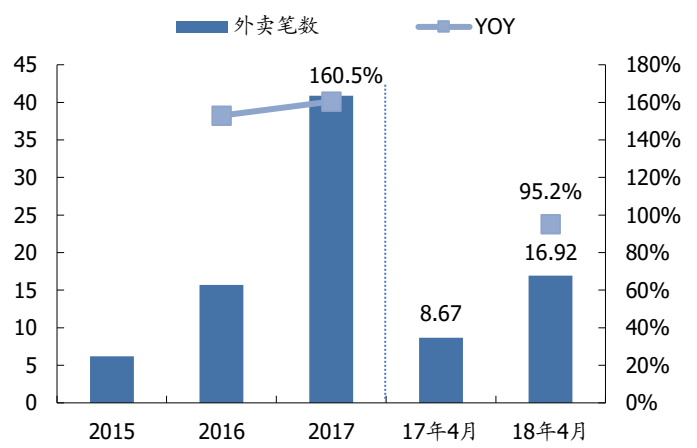
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 28: 餐饮外卖业务订单单价 (元)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

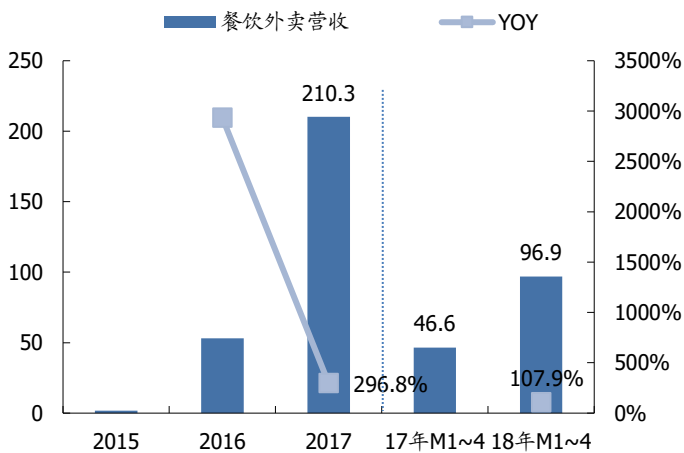
图表 29: 美团外卖交易笔数 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

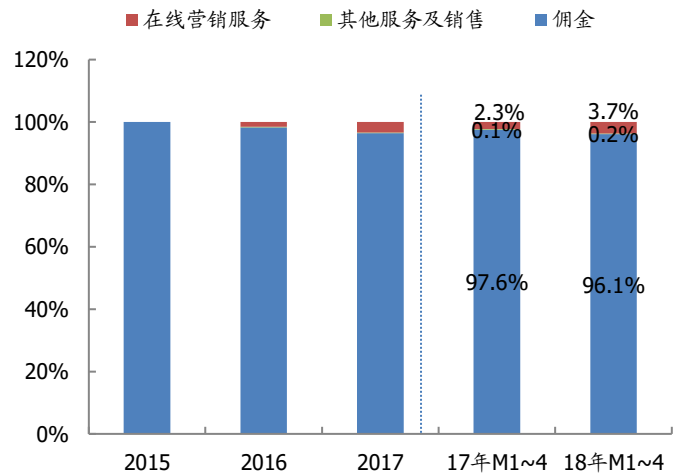
GMV 增长由订单数与订单单价共同推动, 达 112.0%。18 年 M1-4 餐饮外卖 GMV 为 750.64 亿元, 同比增长 112.0%。且按 GMV 算, 2018Q1 美团外卖市占率 59%, 进一步拉大与对手差距。GMV 增长由订单数与每单单价共同推动。18 年前四个月外卖笔数为 16.92 亿单, 同比增长 95.2%; 订单单价为 44.4 元, 增长 8.6%。

图表 30: 外卖业务营收 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

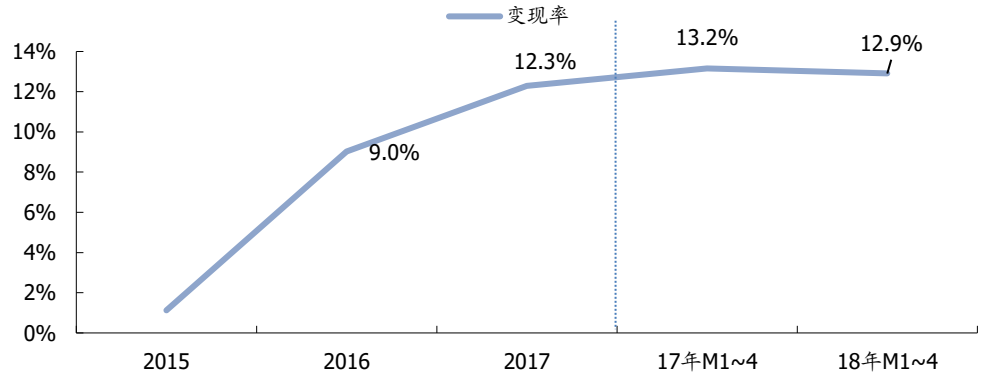
图表 31: 外卖业务营收按类型拆分



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

18M1-4 餐饮外卖业务营收 96.9 亿元, 同比增长 107.9%; 其中佣金贡献 96.12% 营收, 分类型营收结构无明显变化。18M1-M4 外卖业务佣金收入达 93.11 亿元, 同比增长 104.7%, 占外卖业务总收入 96.12%; 在线营销服务收入为 3.55 亿元, 同比增长 236.4%, 占 3.7%; 其他服务与销售收入为 0.20 亿元, 同比增长 196.6%, 占 0.2%。

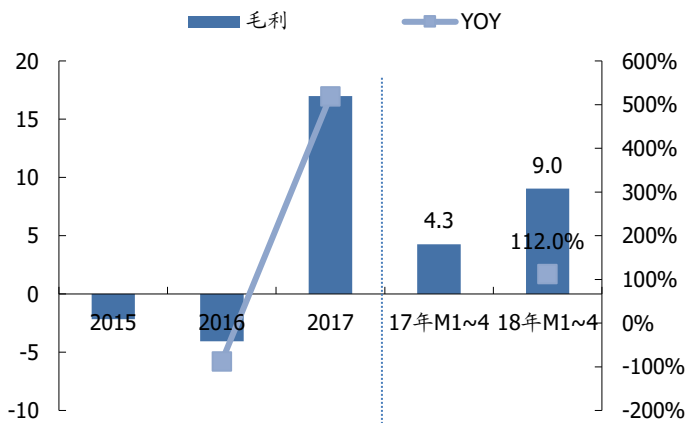
图表 32: 美团餐饮外卖业务变现率



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

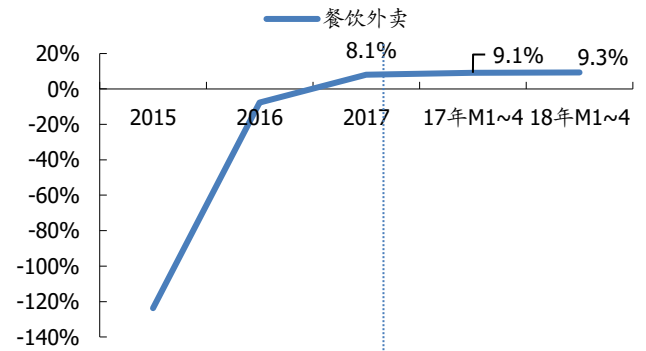
餐饮外卖业务变现率自 17 年来趋于平稳, 在 13% 上下波动。18M1~4 餐饮外卖业务变现率 12.9%。

图表 33: 美团外卖业务毛利 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 34: 美团餐饮外卖业务毛利率



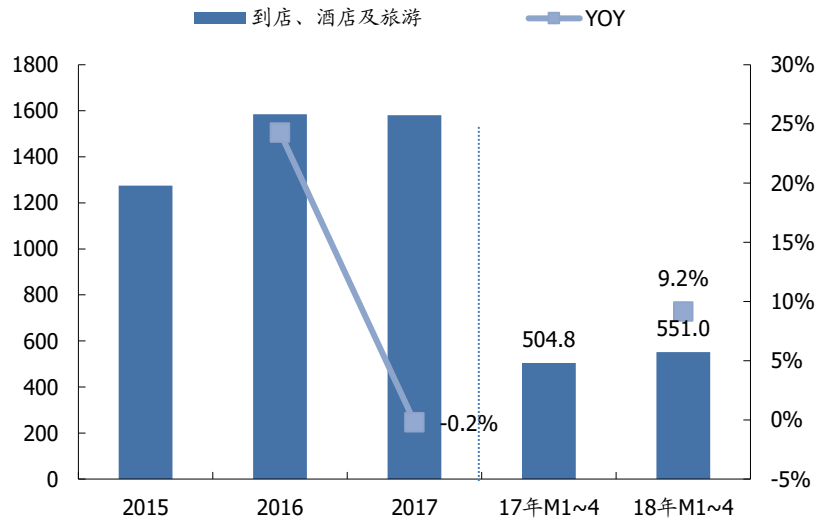
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

变现率与毛利率稳定, 毛利增速 112.2%, 主要由 GMV 驱动。18M1-M4, 餐饮外卖业务毛利 9.0 亿元, 同比增长 112.0%, 增速与 GMV 几乎相同, 毛利增长主要由 GMV 驱动; 同期骑手成本 81.77 亿元, 占总成本的 93.1%, 下降 1.7pct。毛利率为 9.3%, 同比增加 0.2pct, 2016 年来亦趋于稳定。

2、到店及酒旅业务: 到店变现率提升, 酒店快速增长

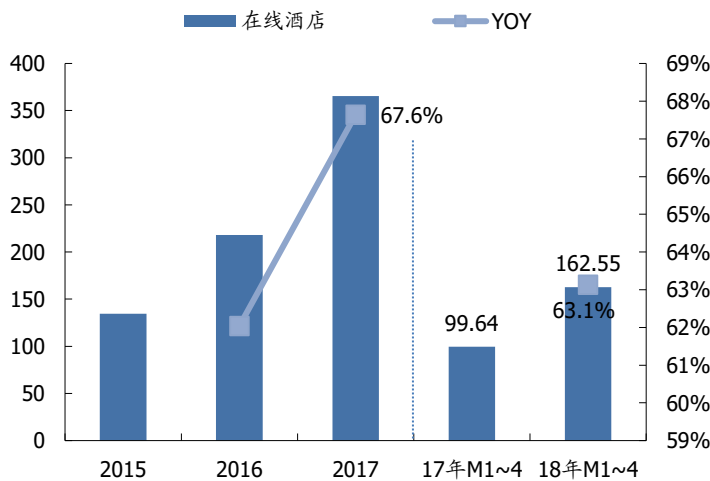
到店及酒旅业务是公司现金奶牛。到店业务业绩增长驱动力已由 GMV 增长转换为变现率提升。酒店 GMV 带动毛利快速提升。广告收入占比增加说明营收自抽佣向广告转变。

图表 35: 美团到店、旅游、在线酒店合计 GMV (亿)



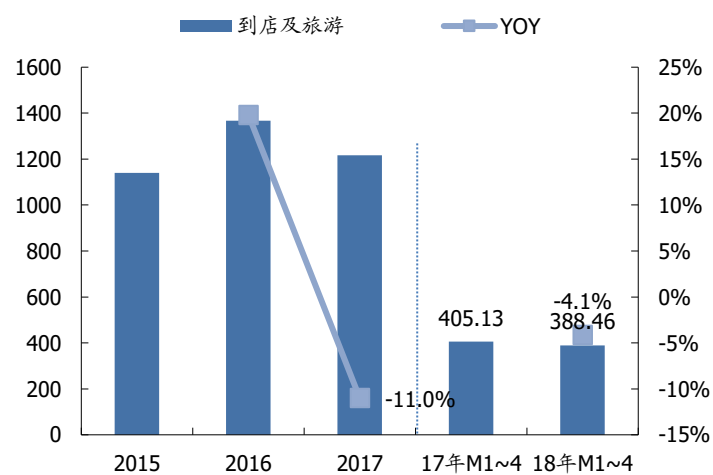
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 36: 美团在线酒店业务 GMV (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

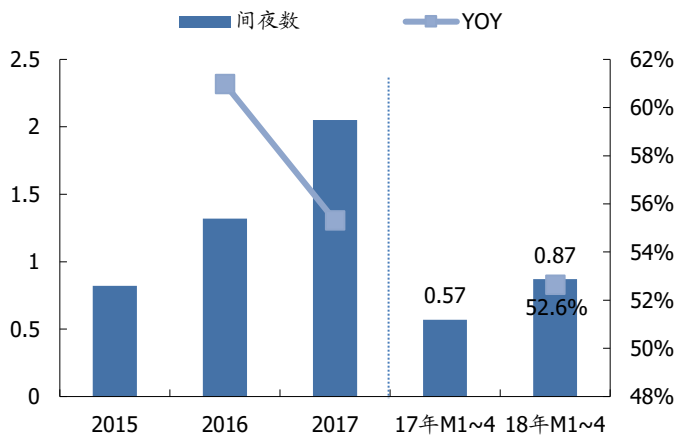
图表 37: 美团到店、旅游业务 GMV (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

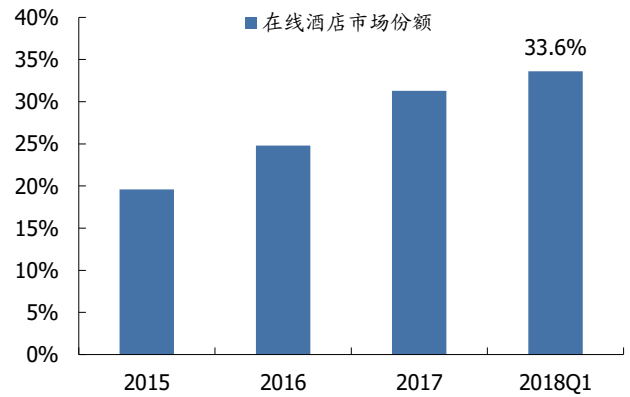
总体 GMV 微降, 在线酒店维持快速增长, 到店及旅游业务 GMV 受外卖分流有所下降。18 M1-M4 到店、旅游及在线酒店 GMV 551.0 亿, 同比增长 9.2%, GMV 增长主要由在线酒店业务贡献。18 M1-M4 在线酒店 GMV 为 162.55 亿元, 同比增长 63.1%。18 M1-M4 到店及旅游业务受外卖业务分流, GMV 为 388.46 亿元, 同比下降 4.1%。

图表 38: 美团在线酒店间夜数 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

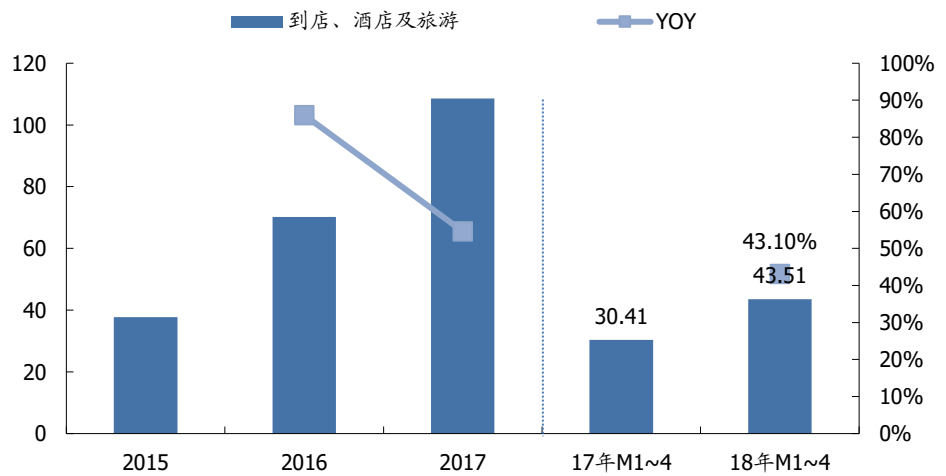
图表 39: 按间夜数, 美团在线酒店业务市占率



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

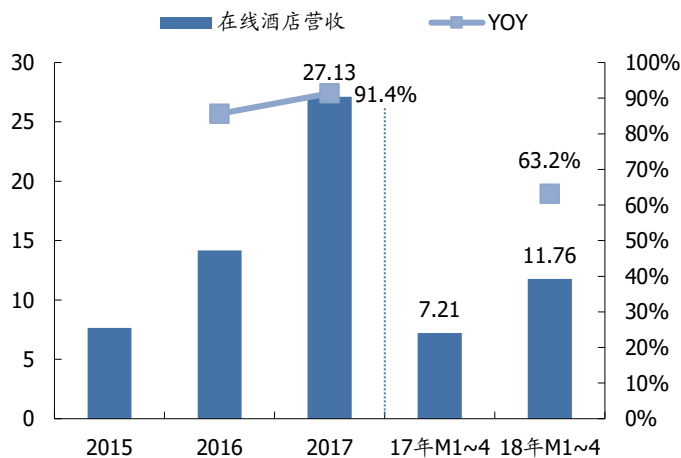
间夜数、ADR 共同推动 GMV 上涨, ADR186.8 元高于预期, 且市场份额达历年新高, 取得行业龙头位置。18 年 M1-M4, 在线酒店间夜数为 0.87 亿, 同比增长 52.6%, 平均房价为 186.8 元。2018Q1 以间夜数计算的市场份额为近年新高 33.6%, 取得行业龙头地位。

图表 40: 美团到店、旅游、在线酒店合计营收 (亿)



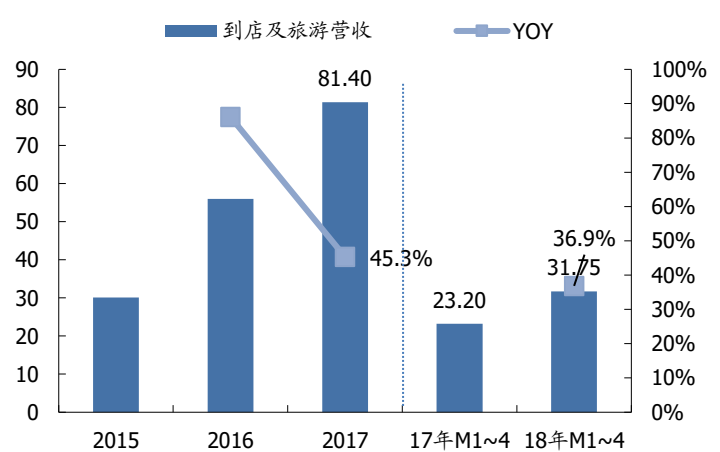
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 41: 美团在线酒店业务营收 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 42: 美团到店、旅游业务营收 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

GMV 推动在线酒店营收, 变现率驱动到店及旅行业务营收。18 M1-M4, 到店、旅行以及酒店业务营收 43.51 亿, 同比增长 43.1%, 营收增速大于 GMV 增速, 收入增长由变现率驱动。分业务看, 在线酒店营收 11.76 亿, 同比增长 63.2%。到店及旅游业务营收 31.75 亿, 同比增长 36.9%, 主要来自变现率提升。

图表 43: 到店、旅游以及酒店营收按照属性划分(亿)

单位: 亿元、%	2015	2016	2017	17年 M1~4	18年 M1~4
佣金	34.26	48.70	71.36	21.24	26.81
YOY		42.1%	46.5%		26.2%
在线营销服务	3.45	21.13	36.50	8.89	16.58
YOY		512.0%	72.7%		86.4%
其他服务及销售	0.02	0.37	0.67	0.27	0.12
YOY		1436.2%	80.9%		-54.7%
佣金变现率	2.7%	3.1%	4.5%	4.2%	4.9%
广告变现率	0.3%	1.3%	2.3%	1.8%	3.0%
综合变现率	2.9%	4.3%	6.9%	6.0%	7.9%

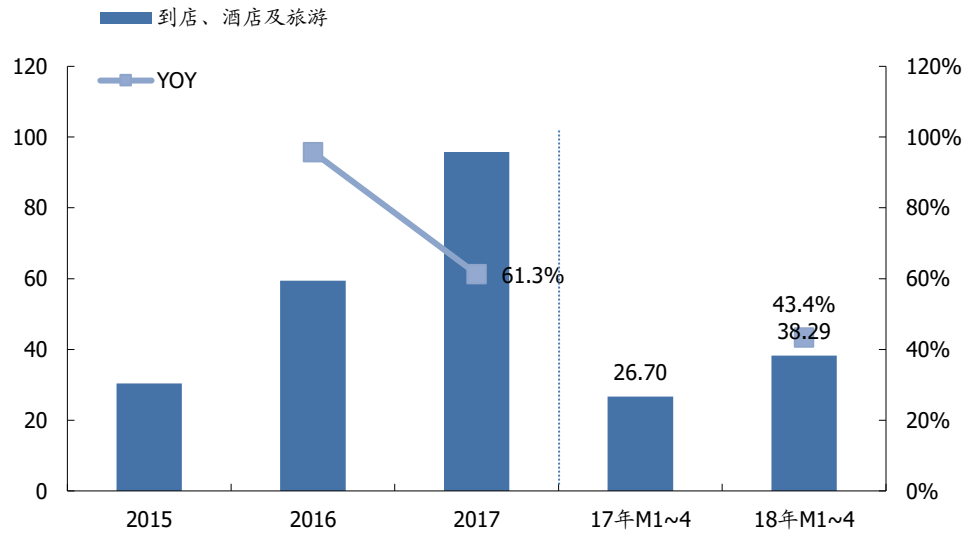
资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

到店及酒旅业务营收结构改善, 佣金占比下降, 在线营销服务占比上升, 广告快速增长推动变现率上升。分类型看, 18 M1-M4 佣金收入 26.81 亿元, 同比增长 26.2%, 占到店、旅游及酒店营收比 61.6%; 在线营销服务收入 16.58 亿元, 同比增长 86.5%, 占 38.1%, 与去年同期相比提升了 8.9 pct。广告变现率 3.0%, 同比增加 1.2pct; 佣金变现率 4.9%, 同比增加 0.7pct, 广告正逼近佣金变现率。

在线酒店业务变现率趋于平稳, 到店及旅行变现率仍然呈上升趋势。18M1- M4 在线酒

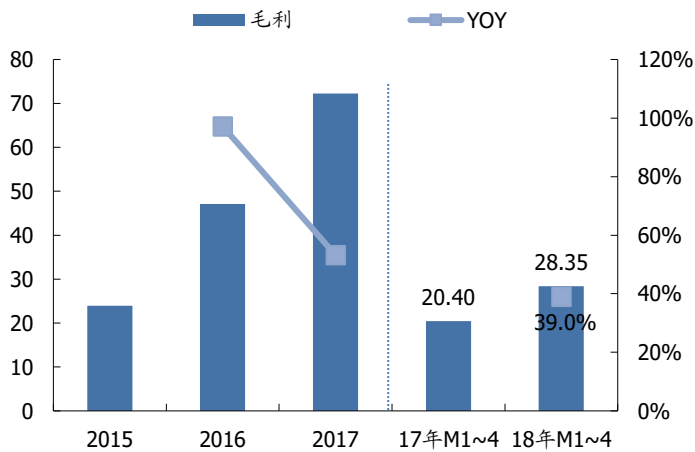
店业务变现率7.2%，同比增加0.0pct；到店、旅游业务变现率为8.2%，同比增加2.4pct；到店及旅行变现率为历年新高且依然呈上升趋势。

图表 44：美团到店、旅游、在线酒店业务毛利（亿）



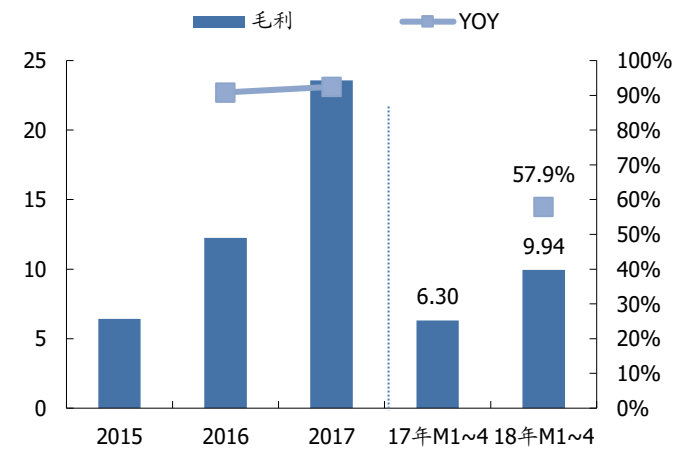
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 45：美团在线酒店业务毛利（亿）



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

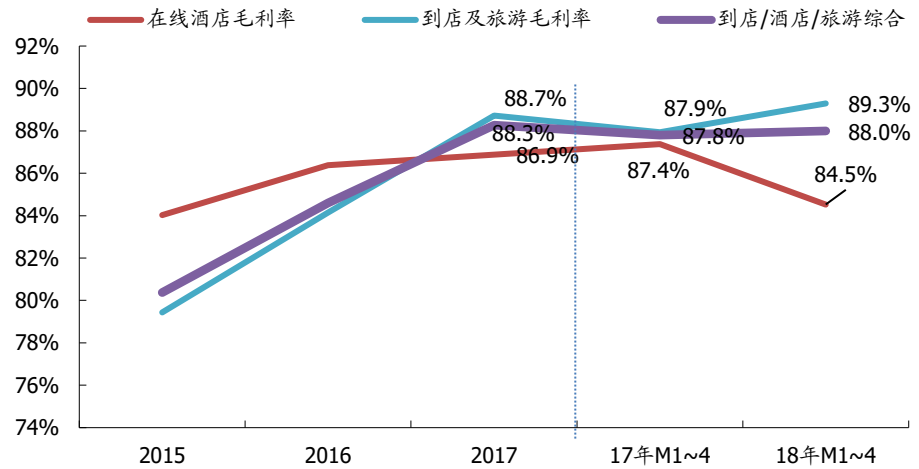
图表 46：到店、旅游业务毛利（亿）



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

到店、在线旅店及旅游业务贡献大部分毛利，但增速放缓。18M1-M4，到店、旅游在线酒店业务毛利 38.29 亿，同比增长 43.4%，占公司总毛利 94.8%。其中：到店及旅行业务毛利 28.35 亿元，同比增长 39.0%。在线酒店业务毛利 9.94 亿元，同比增长 57.9%。两业务毛利增速均有所放缓。

图表 47: 美团到店、旅游、在线酒店毛利率



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

到店、旅行及酒店业务营业成本主要是网络带宽费用、服务器费用等随接待游客数量浮动的流量成本，故毛利率较高。18 M1-M4 到店、旅行及酒店业务综合毛利率 88.0%，其中到店及旅游毛利率 89.3%，在线酒店业务业务毛利率 84.5%。到店、旅行及酒店业务营业成本主要来自于网络带宽及服务器托管等随客户数量浮动之费用，故它们毛利率相似且未来将稳定保持在高位。

3、新业务：摩拜并表，亏损扩大

图表 48: 美团新业务及其他业务构成

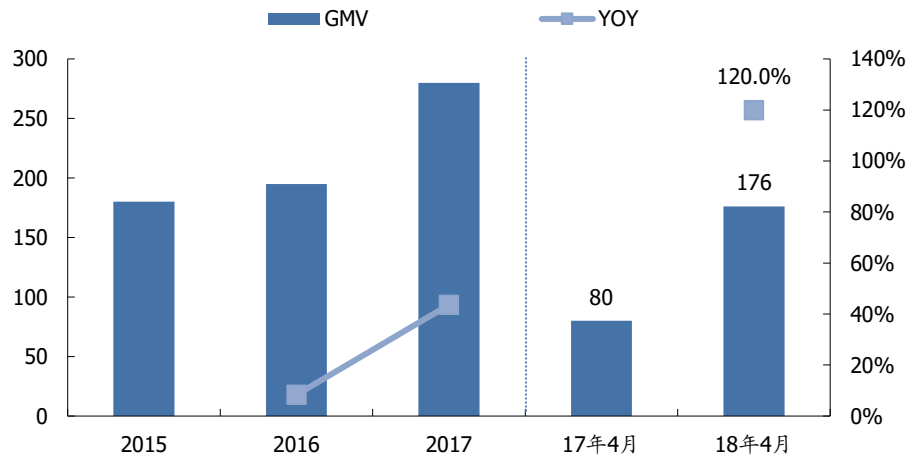
新业务及其他业务	
对消费者	对商户
<ul style="list-style-type: none"> • 网约车 • 共享单车 • 非餐饮外卖 • 生鲜超市 • 对用户小额贷款 • 交通票务 	<ul style="list-style-type: none"> • 供应链管理 • 云端ERP • 聚合支付系统 • 对商家小额贷款

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

新兴业务主要包含非餐饮外卖业务、出行业务、供应链服务以及小额贷款业务。2018 年新

业务增长迅速，主要来自于打车、非餐饮外卖业务以及4月起合并的摩拜单车。非餐饮外卖业务主要贡献佣金收入，出行、供应链服务、小额贷款业务贡献其他服务及销售收入。

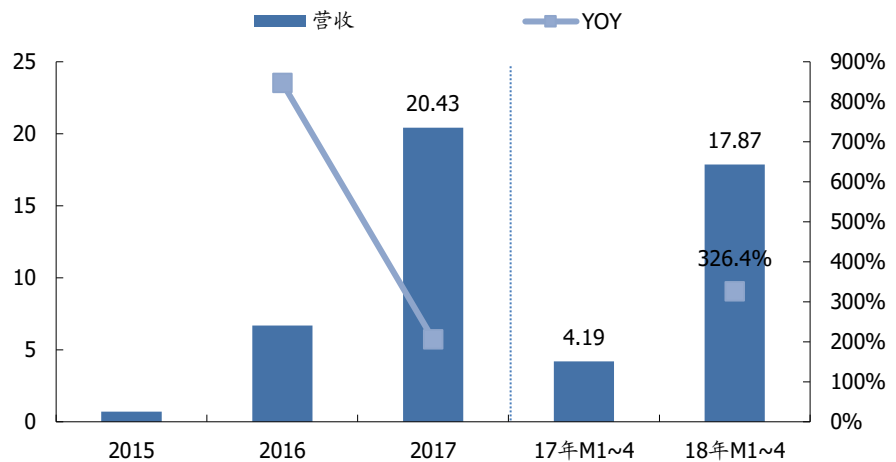
图表 49: 美团新业务及其他业务 GMV (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

新业务 GMV 快速上涨，主要由于摩拜并表及网约车业务发展。公司并入摩拜单车 4 月份经营数据。18 M1-M4 公司新业务及其他业务 GMV 176 亿元，同比增长 120.0%。

图表 50: 美团新业务及其他业务营收 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

因出行、供应链、金融(小额贷款)以及非餐饮业务的高速发展，营收产生结构性变化。18M1-M4 公司新业务及其他业务营收 17.87 亿元，同比增长 326.4%。其中，主要由出行、供应链服务、小额贷款贡献的其他服务营收 10.68 亿元，同比增长 451%，占业务营收 59.7%；主要由非餐饮外卖业务贡献的佣金营收达 6.26 亿元，同比增长 501.8%，占业务营收 35.0%。在线营销服务营收占比下降至 5.3%

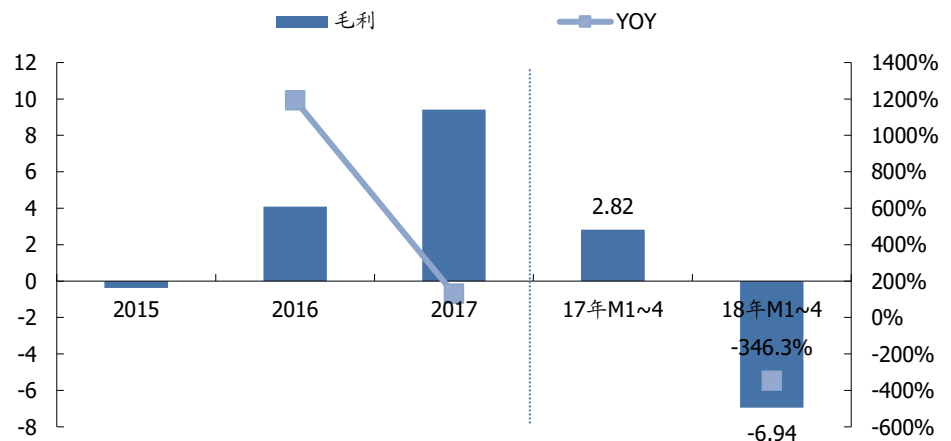
图表 51: 估算 2b, 2c 分业务营收 (亿)

亿元	2017	17年前4月	18年前4月
非餐饮外卖	5.89	1.04	6.26
共享单车 (18年4月份)	-	-	1.47
打车+生鲜超市+对用户小额贷款等	5.53	1.15	5.98
在线 ERP+供应链服务+对商户小额贷款	5.60	0.79	3.22
在线营销服务	3.41	1.21	0.94
合计营收	20.43	4.19	17.87

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

18年 M1-M4 新业务营收 17.87 亿元, 同比增长 326.4%, 主要增长来自出行及供应链服务。按产品分类, 我们推算非餐饮外卖/打车+生鲜超市+对用户小额贷款/在线 ERP+供应链服务+对商家小额贷款/在线营销服务分别营收 6.26/5.98/3.22/0.94 亿元, 同比分别增长 501.8%/420.2%/308.1%/-22.3%。打车及供应链增速最高。

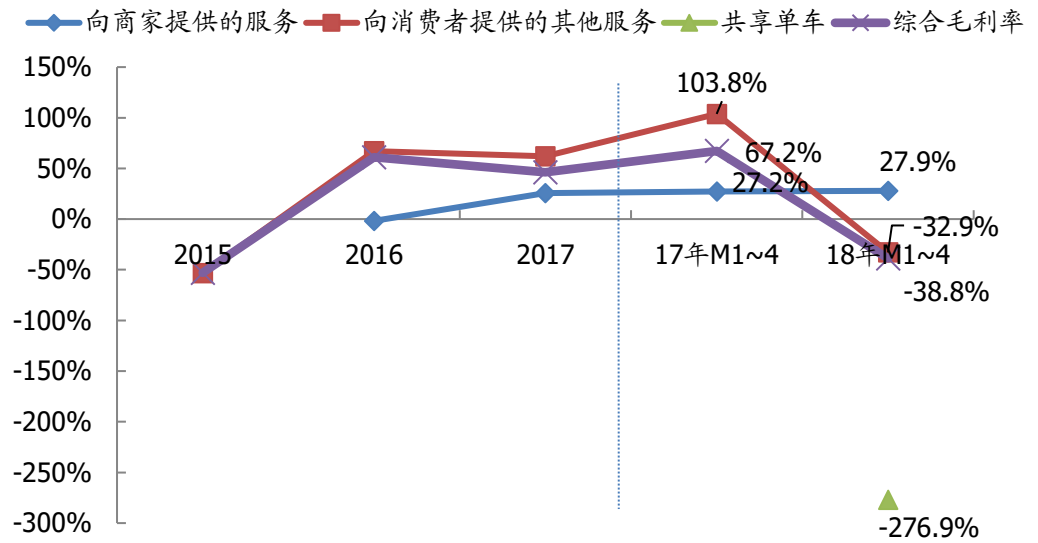
图表 52: 美团新业务及其他业务毛利 (亿)



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

网约车快速发展使对消费者服务亏损, 对商家服务保持盈利。18 M1-M4 公司新业务及其他业务毛利为-6.94 亿元。其中 18M4 摩拜亏损 4.07 亿元, 18 M1-M4 向消费者提供的其他服务亏损 4.03 亿, 同比下降 278%, 向商家提供的服务毛利 1.16 亿, 同比增长 115%, 增长稳定。毛利下降是因成本上升, 向客户提供的其他服务成本主要提升自网约车司机成本: 网约车司机成本由 2017 年前 4 个月 0.054 亿增加至 2018 年同期的 9.76 亿。

图表 53: 美团新业务及其他业务毛利率



注：共享单车仅包含18M4数据

资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

对商家业务毛利率小幅稳定上升，对消费者业务尚处发展初期。18 M1-M4,新业务及其他业务综合毛利率-38.8%；其中向商家提供的服务毛利率 27.9%，发展稳定；摩拜单车毛利率-276.9%，是拉低毛利率水平的主要原因。

三、155 亿收购摩拜：亏损、估值与价值

美团点评于 4 月份完成对摩拜的收购，总对价 155.6 亿元，可识别净资产总额为 27.43 亿元，占代价 17.6%，其 18M4 毛利亏损 4.07 亿，其中 3.96 亿元来自自行车折旧。未来摩拜单车可以帮助美团低成本获客，发展广告业务以及获得出行数据。

图表 54: 美团收购摩拜单车支付代价 (亿)

项目	价值 (亿)
现金代价	94.44
发行优先股(167.7 百万股股份)	58.88
期权替代	2.32
公司支付总代价	155.64

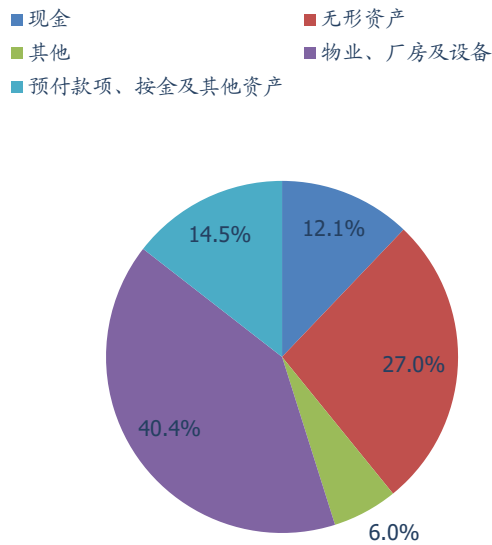
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 55: 摩拜单车 4 月份经营情况

	2018 年 4 月
活跃用户 (百万)	48.1
摩拜活跃单车 (百万)	7.1
骑乘次数 (亿)	2.6
每次骑乘收入	0.56
收入 (亿元)	1.47
经营成本(亿元)	-1.58
单车及汽车折旧	-3.96
毛损/利	-4.07
毛损/利率	-277.2%

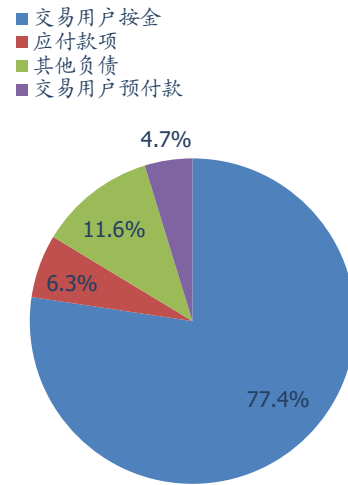
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 56: 摩拜单车资产详情



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 57: 摩拜单车负债详情



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

2018M4, 摩拜毛利亏损 4.07 亿。M4 期间摩拜营收 1.47 亿, 毛损-4.07 亿。2018M4 摩拜完成 2.6 亿次行程, 每行程平均收入 0.56 元, 营收 1.47 亿元。

美团点评于 4 月份完成对摩拜的收购, 总对价 **155.6 亿元**, 可识别净资产总额为 **27.43 亿元**, 占代价 **17.6%**。截至 2018 年 4 月 30 日, 摩拜单车资产主要由“物业/产房及设备”和“无形资产”构成, 总额分别为 53.5、35.8 亿, 分别占总资产的 40.4%、27%; 预付款项目/现金及其等价物/预付款项与其他分别为 19.2/16.1/7.9 亿, 占比分别为 14.5%/12.1%/6.0%。而负债主要由 81.25 亿“交易用户押金”构成, 占总负债 77.4%, 应付款项/交易用户预付款/其他负债分别为 6.6/12.2/5.0 亿, 分别占摩拜总负债 6.3%/11.6%/4.7%。

2018M1~M4, 摩拜有 710 万量活跃单车, 4810 万活跃客户, 2717 万押金用户, 按代价 **155.6 亿**算, 相当于每位活跃客户估值 **323 元**, 每位押金用户估值 **573 元**, 或每辆单车估值 **2192 元**。根据我们估计, 4810 万活跃用户中有 2717 万押金用户 (81.25 亿元交易押金/299 元的押金=2717 万人), 2093 万免押金试骑用户。

摩拜的模式未来将会成为美团生态中重要一环, 虽然其本身难以盈利, 但可为美团带来 C 端用户定位及广告推送渠道。当骑行用户达到一定规模后, 有望通过广告变现。

四、风险提示

竞争格局变化风险。公司在到店、外卖、酒店及票务领域面对不同的竞争对手, 新入者与市场需求变化都可能导致竞争格局的改变, 从而对公司业绩造成不利影响。据阿里巴巴 19Q1 财报披露, 其已设立控股公司持有饿了么和口碑两大业务, 未来外卖服务和到店消费的业务协同有望加强, 可能对美团点评的经济护城河构成不利影响。另外阿里巴巴于 8 月 8 日推出“88VIP”全新会员计划, 打通天猫、淘宝、优酷、饿了么等业务的会员

体系，在识别用户价值的同时向各个业务线导流，平台优质用户逐步构筑起用户壁垒，未来可能对公司的未来发展产生不利影响。

资金链断裂风险。近三年经营活动现金流维持净流出态势，公司在销售、研发及新业务上需要持续大量投资，若未来融资环境或竞争条件恶化，公司可能产生资金链断裂风险。

战略管理风险。通过业务版图的不断扩张，公司从单一服务品类提供商发展成多品类的生活服务电商平台，若将来公司无法有效管理并执行战略，则有可能导致新业务的失败，从而对公司业绩造成重大不利影响。

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：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 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 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com