

2020年6月10日



## 美团点评：有限半径，无限覆盖

评级：买入

首次覆盖

我们首次覆盖美团点评 (3690.HK)，给予买入评级，目标价 202 港元。美团点评是我国最大的本地生活服务平台，打造吃喝玩乐行一站式服务。其外卖和酒店预订（按间夜量）市场份额均为行业第一，分别为 66%和 49%。在交易额增长和变现率提升的双重驱动下，我们预测公司收入保持强劲增长，三年复合增长 33%；利润逐渐释放，预测三年增长超五倍。

赵丹（互联网分析师）  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

林琰（研究部主管）  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

杨子超（研究助理）  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

# 目录

SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	5
外卖领先优势扩大，盈利前景渐明朗 .....	6
我国外卖行业仍有很大增长空间 .....	6
市占率提升，抢占下沉市场 .....	13
餐饮外卖盈利可期 .....	18
到店酒旅业务，提供稳定现金流 .....	22
一站式服务，助力交叉销售 .....	22
酒店业务将保持稳健增长 .....	24
新业务，挖掘未来增长点 .....	26
B 端赋能，向产业链上游渗透 .....	26
C 端获客，探索新的流量入口 .....	28
估值分析与预测 .....	32
首予“买入”评级，目标价 202 港元 .....	32
公司股价走势 .....	33
投资风险 .....	34
财务分析及预测 .....	35
附录 .....	37
公司简介 .....	37
股权结构 .....	39
管理层介绍 .....	40
财务报表 .....	41



# 美团点评 (3690. HK): 有限半径, 无限覆盖

我们首次覆盖美团点评 (3690. HK), 给予买入评级, 12 个月目标价为 202 港元, 潜在升幅 27%。

- **美团点评, 打造吃喝玩乐行一站式服务:** 美团点评是我国最大的本地生活服务平台, 其餐饮外卖和酒店预订 (按间夜量) 市场份额均为行业第一, 分别为 66% 和 49%。在交易额增长和变现率提升的双重驱动下, 我们预测公司收入保持强劲增长, 三年复合增长 33%; 利润逐渐释放, 预测净利润三年增长超五倍。
- **外卖领先优势扩大, 盈利前景渐明朗:** 我们认为, 中国外卖行业仍有很大增长空间, 未来三年年均复合增长 22%; 美团外卖领先优势继续扩大, 双寡头竞争格局仍将持续; 规模效应凸显, 随着广告变现率的提升和经营成本下降, 外卖业务盈利可期。
- **到店酒旅稳健增长, 提供现金流支持:** 美团点评通过高频外卖业务向低频到店酒旅导流, 用高毛利业务反哺新业务, 推动整体增长。因为业务覆盖广, 通过交叉销售, 有助于降低获客成本, 深挖用户价值。我们预测到店酒旅收入三年年均复合增长 15%。
- **新业务, 挖掘新的增长点:** 新业务主要包括两端: To B 业务, 加深对上游产业链的渗透, 提升中小商户效率, 增强粘性; To C 业务探索围绕本地生活中的高频消费为主, 寻找新的流量入口。我们预测新业务收入三年年均复合增长 46%, 亏损将逐步收窄。
- **估值:** 我们给予“买入”评级, 目标价为 202 港元。我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 1,148 亿, 1,742 亿和 2,273 亿; 我们基于分部加总法对公司进行估值, 目标价为 202 港元, 对应 69x/44x 2021E 和 2022E 市盈率。
- **投资风险:** 经济增速放缓; 行业竞争加剧。

图表 1: 美团点评财务摘要

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65,227	97,529	114,836	174,222	227,284
营收增速	92.3%	49.5%	17.7%	51.7%	30.5%
调整后净利润	(4,790)	4,427	3,414	19,231	29,896
调整后净利率	-7.3%	4.5%	3.0%	11.0%	13.2%
调整后 EPS (元)	-	0.75	0.58	3.25	5.05
调整后 PE (x)	-	179.5	232.8	41.3	26.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 评级 买入

目标价 (港元)	202
潜在升幅/降幅	27%
目前股价 (港元)	160
52 周内股价区间 (港元)	59.2-165.9
总市值 (百万港元)	930,133
近 90 日日均成交额 (百万港元)	3,955

### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业总收入	65,227	97,529	114,836	174,222	227,284
销售成本	(50,122)	(65,208)	(77,769)	(109,224)	(139,360)
毛利率	23.2%	33.1%	32.3%	37.3%	38.7%
销售费用	(15,872)	(18,819)	(21,182)	(29,269)	(36,365)
销售费用率	24.3%	19.3%	18.4%	16.8%	16.0%
研发费用	(7,072)	(8,446)	(10,142)	(12,196)	(15,228)
研发费用率	10.8%	8.7%	8.8%	7.0%	6.7%
管理费用	(5,610)	(4,402)	(4,869)	(5,227)	(6,364)
管理费用率	8.6%	4.5%	4.2%	3.0%	2.8%
营业利润	(11,086)	2,680	874	18,307	29,966
财务费用	(45)	(191)	(200)	(300)	(400)
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其他费用	(104,654)	107	11	-	-
税前利润	(115,491)	2,762	886	18,507	30,466
所得税	(2)	(526)	(263)	(2,776)	(4,570)
有效所得税率	0.0%	19.0%	29.7%	15.0%	15.0%
税后利润	(115,493)	2,236	622	15,731	25,896
少数股东权益	-	-	-	-	-
归属于普通股股东净利润	(115,493)	2,236	622	15,731	25,896
净利润率	-177.1%	2.3%	0.5%	9.0%	11.4%

### 资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	17,044	13,396	16,330	37,896	69,527
应收款项	466	677	672	968	1,196
短期投资	41,830	49,436	49,436	49,436	49,436
存货	400	275	275	275	275
<b>流动资产合计</b>	<b>73,149</b>	<b>82,135</b>	<b>85,064</b>	<b>106,926</b>	<b>138,786</b>
固定资产	3,979	5,376	5,625	5,824	6,123
无形资产	33,876	32,700	32,700	32,700	32,700
预付款项	867	1,762	1,762	1,762	1,762
长期投资	8,345	9,450	9,450	9,450	9,450
<b>非流动资产合计</b>	<b>47,512</b>	<b>49,878</b>	<b>50,127</b>	<b>50,325</b>	<b>50,624</b>
<b>资产总计</b>	<b>120,662</b>	<b>132,013</b>	<b>135,190</b>	<b>157,251</b>	<b>189,410</b>
短期借款	1,800	3,553	4,000	4,500	5,000
贸易应付账款	5,341	6,766	6,766	6,766	6,766
应付商家款项	7,596	7,495	9,570	15,150	20,662
交易用户预付款及押金	6,568	6,348	6,348	6,348	6,348
<b>流动负债合计</b>	<b>31,825</b>	<b>36,593</b>	<b>39,114</b>	<b>45,194</b>	<b>51,207</b>
长期借款	470	467	500	750	1,000
递延税项负债	1,196	1,388	1,388	1,388	1,388
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,327</b>	<b>3,366</b>	<b>3,399</b>	<b>3,649</b>	<b>3,899</b>
<b>负债总计</b>	<b>34,152</b>	<b>39,959</b>	<b>42,514</b>	<b>48,844</b>	<b>55,106</b>
普通股股东权益	86,504	92,112	92,735	108,465	134,362
少数股东权益	5	(58)	(58)	(58)	(58)
<b>总权益</b>	<b>86,510</b>	<b>92,054</b>	<b>92,677</b>	<b>108,407</b>	<b>134,304</b>
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>120,662</b>	<b>132,013</b>	<b>135,190</b>	<b>157,251</b>	<b>189,410</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

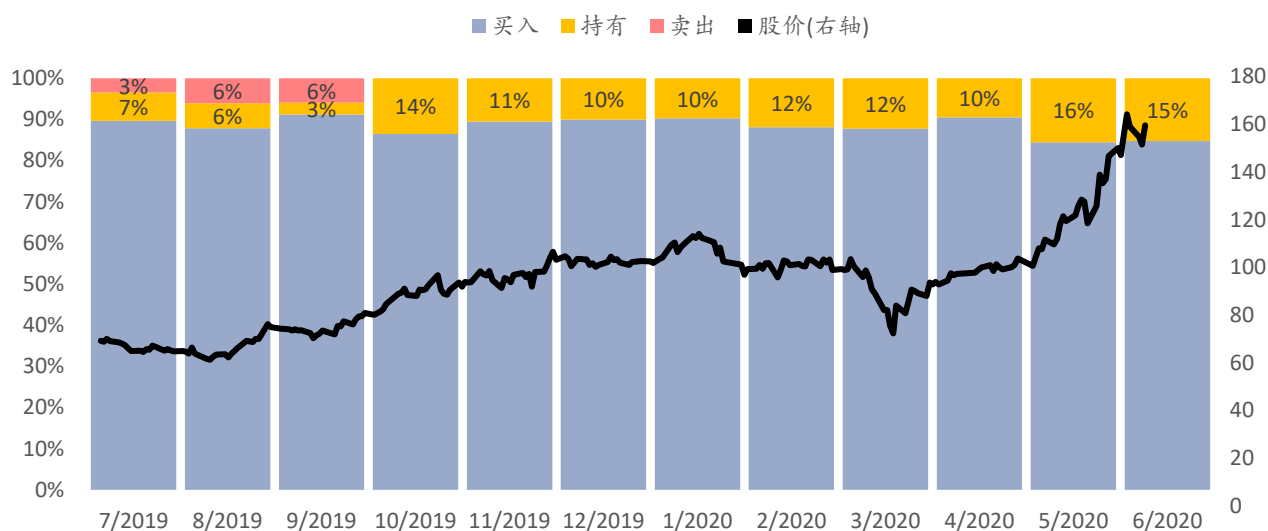
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	(115,491)	2,762	886	18,507	30,466
折旧及摊销	5,367	4,846	3,751	3,801	4,701
财务成本	62	220	-	-	-
营运资金变动	(4,987)	(2,645)	2,080	5,284	5,284
<b>经营现金流</b>	<b>(8,981)</b>	<b>6,038</b>	<b>6,717</b>	<b>27,591</b>	<b>40,452</b>
支付税费	(199)	(463)	(263)	(2,776)	(4,570)
购买物业、厂房及设备净额	(2,186)	(2,923)	(4,000)	(4,000)	(5,000)
购买无形资产, 净额	(66)	(15)	-	-	-
投资净额	(14,424)	(14,279)	(7,180)	-	-
利息收益	533	1,316	-	-	-
股息收益	66	14	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(23,439)</b>	<b>(10,174)</b>	<b>(4,000)</b>	<b>(4,000)</b>	<b>(5,000)</b>
借款, 净额	1248	1390	481	750	750
财务成本	(62)	(219)	-	-	-
支付股息	(4)	-	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>29,295</b>	<b>1,114</b>	<b>481</b>	<b>750</b>	<b>750</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(3,323)</b>	<b>(3,486)</b>	<b>2,934</b>	<b>21,565</b>	<b>31,632</b>
年初现金及现金等价物	19,409	17,044	13,396	16,330	37,896
汇率变动影响	958	(162)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>17,044</b>	<b>13,396</b>	<b>16,330</b>	<b>37,896</b>	<b>69,527</b>

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.02	0.39	0.11	2.73	4.49
每股自由现金流		0.45	0.43	3.61	5.35
每股账面价值		15.97	16.08	18.81	23.29
<b>估值 (倍)</b>					
调整后市盈率		179.5	232.8	41.3	26.6
P/B		8.6	8.6	7.3	5.9
P/S		8.1	6.9	4.6	3.5
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	23.2%	33.1%	32.3%	37.3%	38.7%
经营利润率	-17.0%	2.7%	0.8%	10.5%	13.2%
净利率	-177.1%	2.3%	0.5%	9.0%	11.4%
ROE	-502.7%	2.5%	0.7%	15.6%	21.3%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	92%	50%	18%	52%	30%
营业利润增长率	190%	-124%	-67%	1994%	64%
净利润增长率	508%	-102%	-72%	2428%	65%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	28%	30%	31%	31%	29%
现金比率	54%	37%	42%	84%	136%
流动比率	230%	224%	217%	237%	271%

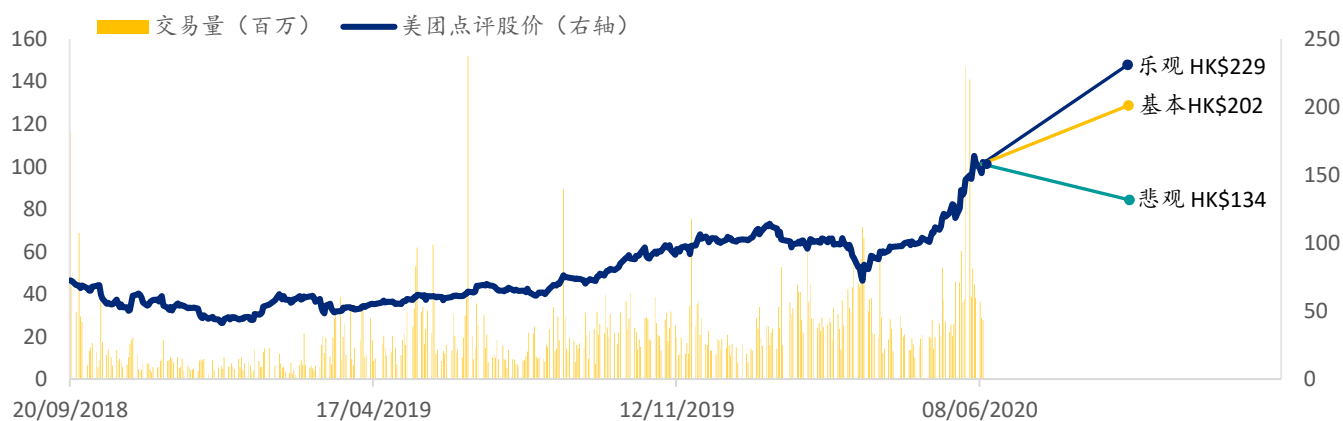
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2: 美团市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 美团 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司盈利水平好于预期**

目标价: 229 港元

- 若餐饮外卖和新业务盈利能力改善, 2021 年全年利润或超预期; 我们给予餐饮外卖和新业务 **7.0x 2021 年 P/S 估值**。

**悲观情景: 公司盈利水平不及预期**

目标价: 134 港元

- 竞争激烈或导致餐饮外卖盈利水平不及预期, 新业务的亏损未见改善; 我们给予餐饮外卖和新业务 **3.5x 2021 年 P/S 估值**。

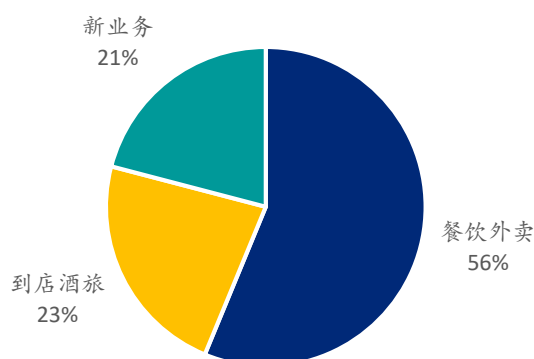
资料来源: 浦银国际预测

# 美团 (3690.HK): 有限半径, 无限覆盖

## 外卖领先优势扩大, 盈利前景渐明朗

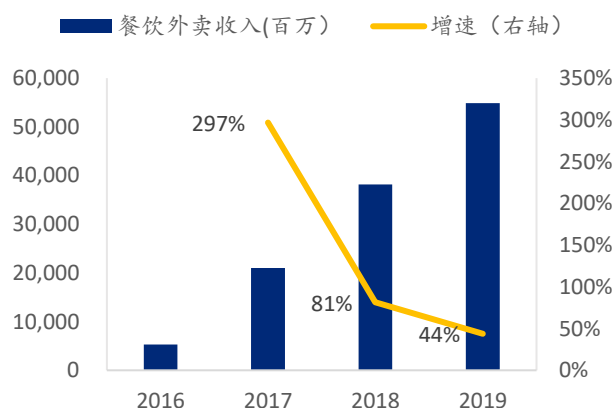
餐饮外卖是美团点评主要收入来源。美团点评以“吃”为核心, 逐步打造“吃喝玩乐行”一条龙服务, 其中餐饮外卖贡献公司 56% 的收入。2019 年, 公司餐饮外卖业务同比增长 44%, 高于外卖行业增速 (31%)。

图表 4: 美团收入结构 (2019 年)



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 5: 美团餐饮外卖收入增速

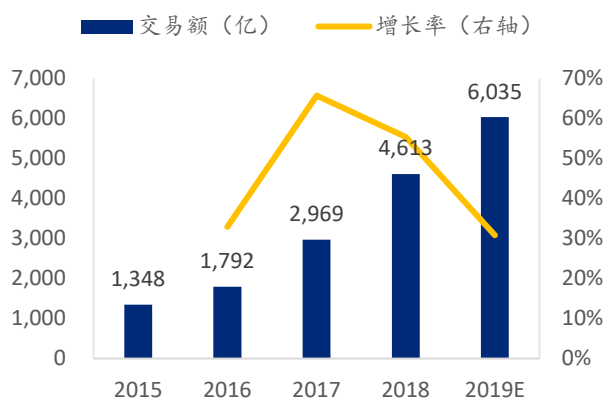


资料来源: 公司公告、浦银国际

### ● 我国外卖行业仍有很大增长空间

我国外卖市场规模保持高速增长。随着移动互联网的普及、城镇化持续推进, 以及外卖行业补贴对于用户习惯的培养, 中国外卖行业在过去几年经历了高速增长。根据《中国外卖产业调查研究报告》统计, 2015-2018 年我国外卖市场年均复合增速超过 50%。该报告预测 2019 年市场规模达到 6035 亿元, 同比增长 30.8%。

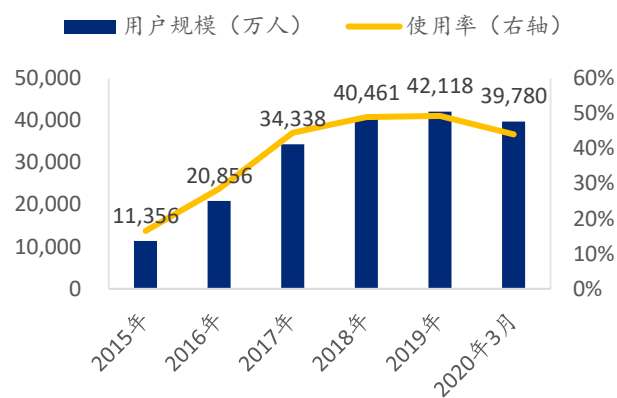
图表 6: 中国外卖市场规模



E=Trustdata

资料来源: Trustdata、浦银国际

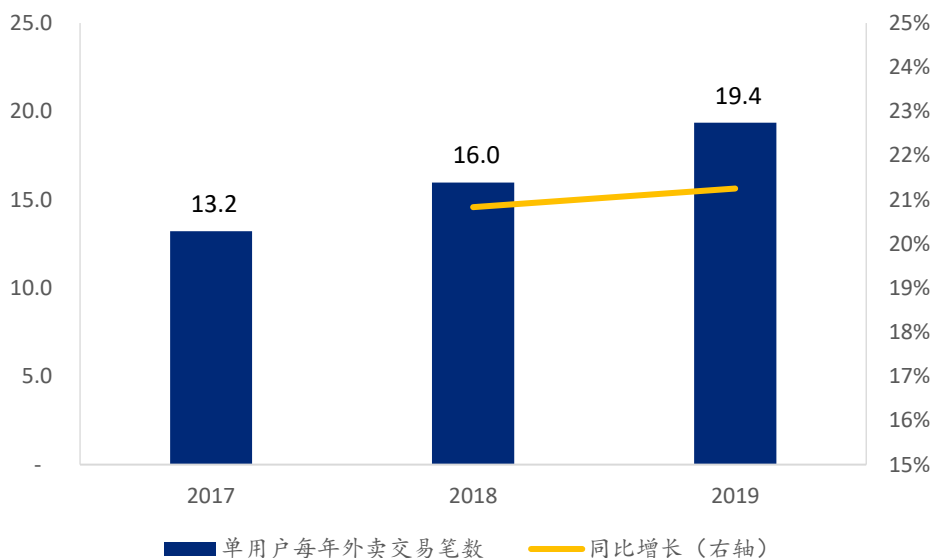
图表 7: 中国网上外卖用户约 4 亿



资料来源: CNNIC, 浦银国际

我国外卖行业的未来增长将更多来自于消费频次的提升。根据 CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 3 月，我国网上外卖用户规模达 3.98 亿，占中国网民整体 44%。疫情期间，由于线下餐厅关店，导致外卖用户规模较 2019 年 6 月有所下滑。随着疫情逐渐好转，外卖用户规模有望较快恢复，但整体用户增速已放缓。我们认为，外卖行业的未来增长将更多会来自于消费频次的提升。根据美团财报测算，2019 年美团外卖单用户年均订单量提升至 19.4 单，同比增长 21%。

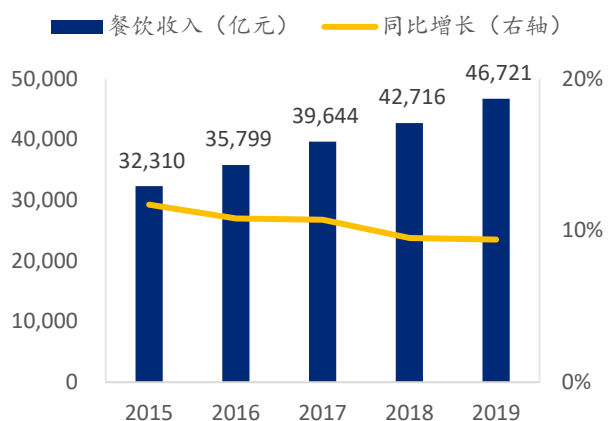
图表 8: 美团单用户每年外卖交易笔数



资料来源: 公司财报、浦银国际

餐饮收入占消费品零售总额比重稳步提升。我国餐饮市场在 2019 年市场规模达到 46,721 亿元，同比增长 9.4%，增速高于消费品零售总额约 1.4 个百分点。餐饮消费占消费品零售总额比重也提升至 11.4%，成为国内消费市场的重要组成部分。在消费升级的大趋势下，餐饮不只是满足基本的饮食需求，还逐渐被赋予休闲、社交等社会功能，而餐饮外卖也将受益于此。

图表 9: 2019 年全国餐饮收入同比增长 9.4%



资料来源：中商产业研究院、浦银国际

图表 10: 中国餐饮收入占消费品零售总额比重



资料来源：中商产业研究院、浦银国际

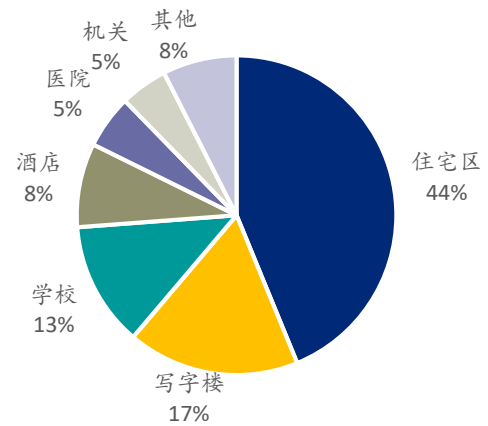
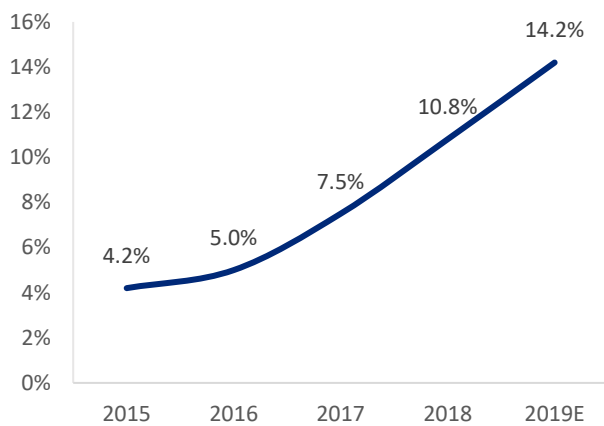


餐饮市场收入增量主要由大众餐饮贡献，更加依赖外卖平台。在限额以上单位餐饮（年营业收入超过 200 万元）收入方面，2019 年餐饮收入为 94,45 亿元，同比增长 7.1%，低于行业增速，五年间占比从 26.8% 降至 20.2%，说明我国中小餐饮企业的发展速度快于大型餐饮企业。而中小企业餐饮的发展更加依赖外卖业务。此外，根据《中国餐饮报告 2018》显示，中国餐饮行业的闭店率高达 70%，餐厅平均寿命只有 508 天，新店则更需借助大的第三方平台来进行品牌推广来获取新客。

外卖行业的渗透率持续提升。我国的外卖行业在 2016 年的渗透率仅为 5%，到 2019 年提升至 14%，我们预计 2022 年有望超过 20%。日本餐饮外卖的渗透率在 2016 年已达到 20.6%。目前，外卖的使用场景以住宅区为主，占比 44%，其次为写字楼、学校和酒店等，分别为 17%、13% 和 8%。随着外卖配送网络覆盖范围逐步扩大，非住宅类使用场景将有所上升。

图表 11: 中国外卖渗透率持续提升

图表 12: 中国外卖行业使用场景统计 (2Q19)



E=Trustdata 预测  
资料来源: Trustdata、浦银国际

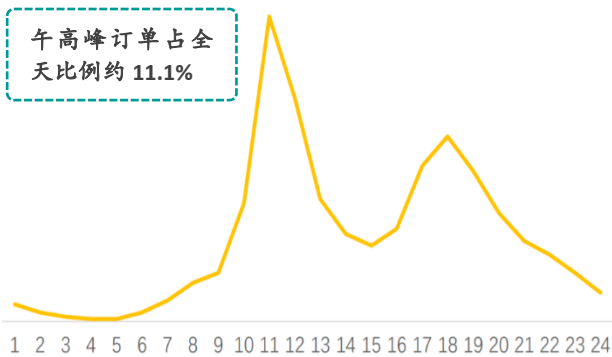
资料来源: 前瞻研究院、浦银国际

我们认为中国外卖行业在未来几年仍将保持快速增长，预计到 2022 年，外卖行业市场将超过万亿规模，三年年均复合增长率为 22%，仍有很大增长空间，主要得益于：

1. 餐饮消费场景纵向延伸，从正餐扩展至饮品、下午茶、夜宵等细分领域。

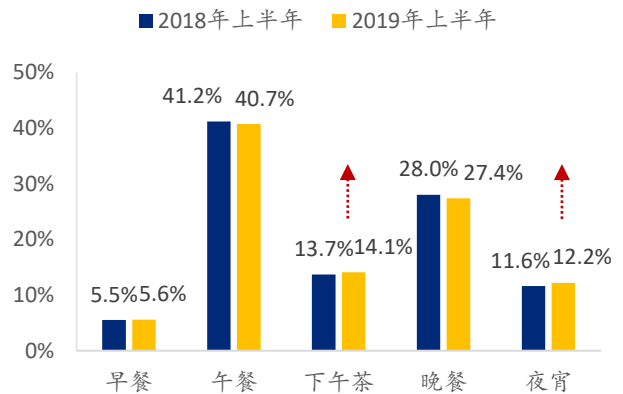
目前，餐饮外卖中以正餐为主，而消费升级或带动非正餐美食品类的增长，如甜点饮品，下午茶等。外卖消费时间也已经从午高峰和晚高峰向全时段扩展，其中夜间消费订单占比明显提升，美团夜间订单量占全天订单量的 35.2%。自 2018 年起，各地纷纷出台政策推动“夜经济”发展，餐厅延长夜间营业时间，有助于夜宵品类的增长。2019 年，北京、南京等地夜宵订单量同比增长超 60%。

图表 13: 外卖订单下单时段分布 (1Q-3Q19)



资料来源: 美团研究院、浦银国际

图表 14: 外卖美食细分品类消费时段分布

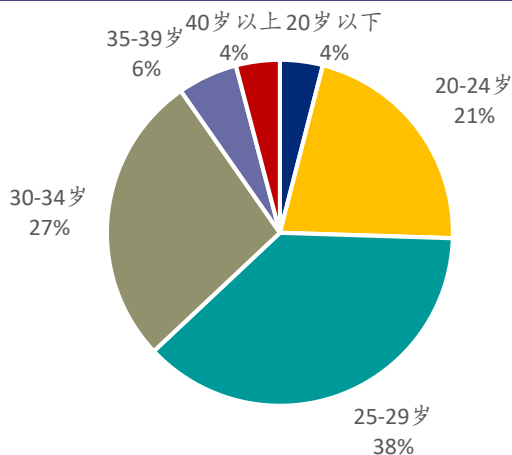


资料来源: Trustdata、浦银国际

## 2. 懒宅经济为外卖行业创造需求

根据美团研究院数据, 80 后和 90 后是我国外卖消费的主力军。其中, 20-24 岁用户的订单量占比为 21%; 25-29 岁为 38%; 30-34 岁为 27%。“Z 世代”作为深受“懒宅经济”影响的一代, 早已习惯通过外卖平台来满足饮食需求, 外卖已逐渐成为刚需。随着“Z 世代”逐渐走向社会, 外卖消费频次和消费金额都将有所上升。此外, 伴随着家庭结构日趋小型化, 家庭饮食结构也会发生很大变化, 年轻家庭会对外卖更加依赖。

图表 15: 中国外卖用户年龄分布 (1H19)

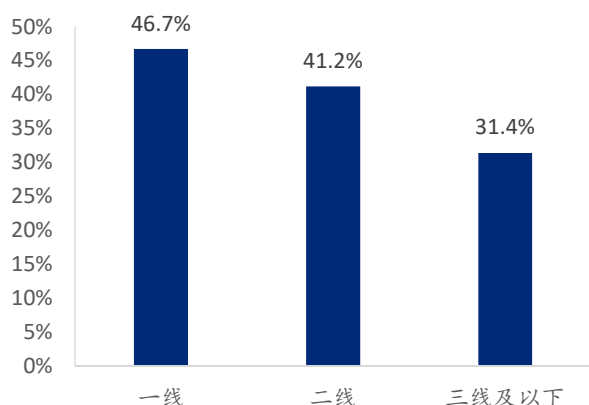


资料来源: 美团研究院、浦银国际

### 3. 下沉市场潜力巨大

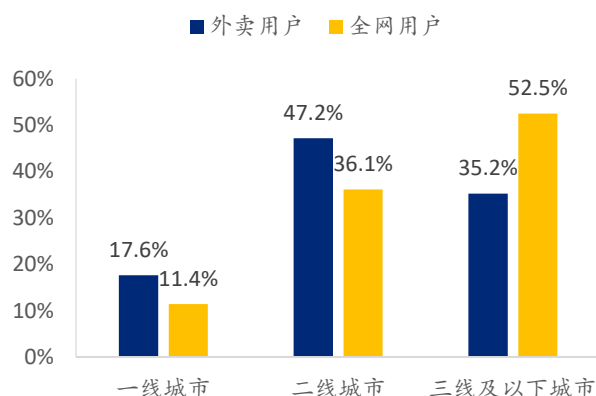
目前，低线城市的外卖行业增速明显，成为外卖行业新增用户的主要来源。从外卖商家的渗透率来看，三线及以下的渗透率为 31.4%，较一线城市的 46.7% 仍有很大差距；从外卖用户的分布来看，三线及以下的网民占全国网民的 52.5%，而外卖用户却只占到 35.2%。不论是新增用户，还是消费频次等方面，外卖行业在下沉市场仍有很大潜力。

图表 16: 中国各等级城市外卖商家线上渗透率 (2019.6)



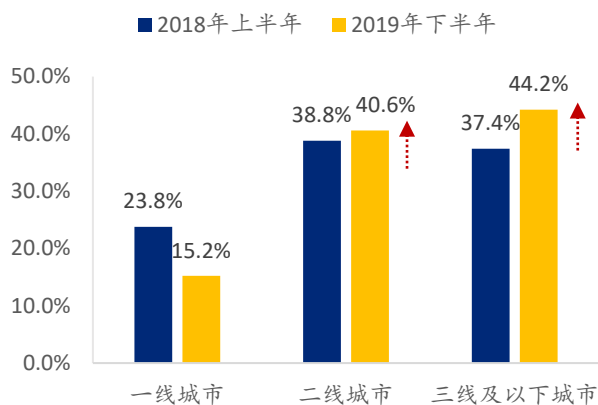
资料来源: 智研咨询、浦银国际

图表 17: 外卖用户 vs 全网用户城际分布 (2019.6)



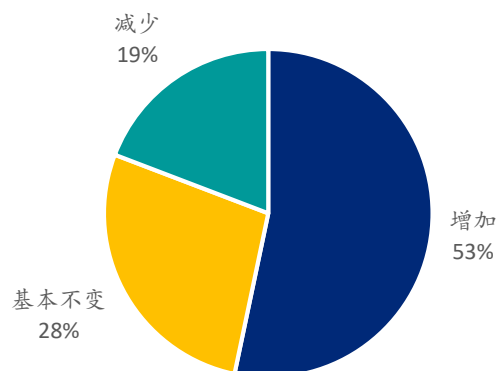
资料来源: Trustdata、浦银国际

图表 18: 外卖行业新增用户城际分布



资料来源: Trustdata、浦银国际

图表 19: 下沉市场超五成用户外卖消费金额有所提升 (2019.6)

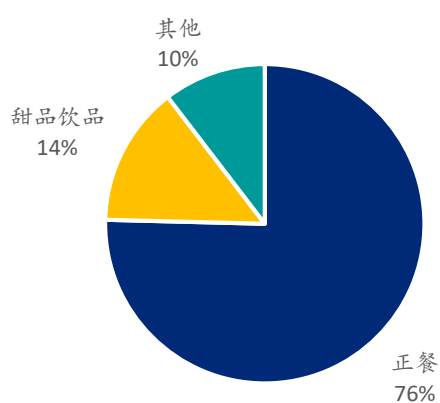


资料来源: 极光、浦银国际

#### 4. 从餐饮向非餐饮的扩张

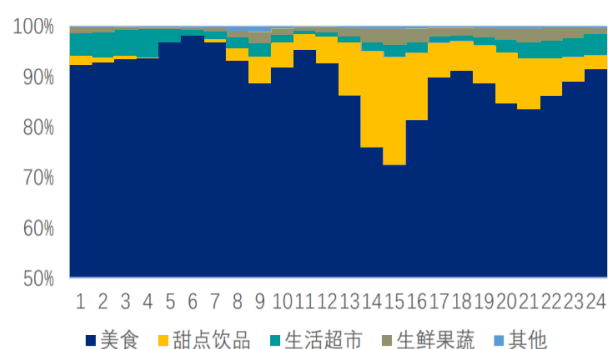
除传统餐饮外，目前外卖服务已经延伸到生活超市、生鲜等更多生活场景，这使得外卖成为了全时段、跨品类的重要消费场景。根据 Trustdata 数据，2019 年三季度，非餐饮外卖同比增长 116%，远超过餐饮 30% 的增速。疫情期间，外卖平台推出的买菜、买药、闪购等到家服务迎来暴发，进一步推动用户线上消费习惯的培育。我们认为非餐饮外卖将成为外卖行业新的增长点。

图表 20: 我国外卖行业订单品类分布 (3Q19)



资料来源: Trustdata、浦银国际

图表 21: 我国外卖行业品类消费时段分布 (3Q19)



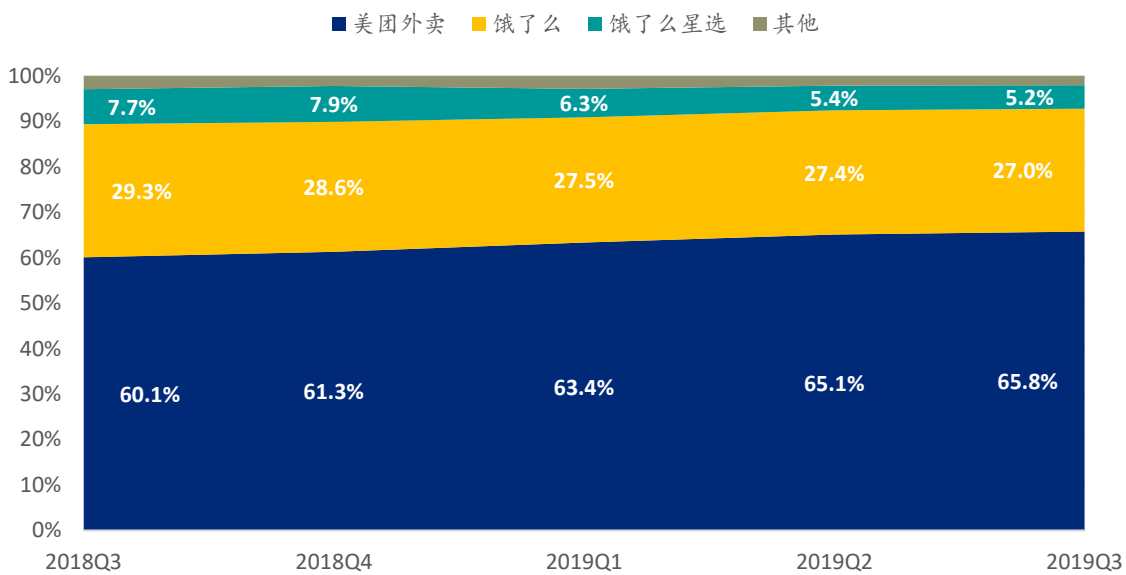
资料来源: 美团研究院、浦银国际

## ● 市占率提升，抢占下沉市场

### 1. 我国外卖行业呈双寡头垄断格局

根据 Trustdata 数据，在 2019 年三季度，美团外卖在餐饮外卖市场的市占率为 65.8%，饿了么（包含饿了么和饿了么星选）市占率为 32.2%。从最近几个季度的数据来看，美团的领先优势在逐步扩大，市场集中度仍在提升。

图表 22：中国外卖市场份额



资料来源：Trustdata，浦银国际

## 2. 美团将保持领先优势

美团外卖依托于美团生态，以餐饮为核心的多元化生态。饿了么在被阿里收购后，主要依赖于阿里系的淘宝和支付宝为其引流，打造本地生活服务平台。

图表 23: 美团外卖流量入口



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 24: 饿了么流量入口



资料来源：公司财报、浦银国际

用户方面，根据 Questmobile，目前美团外卖的 MAU 为 1.3 亿，饿了么的用户数为 0.9 亿。而 Fastdata 数据显示，约有 31.57% 用户同时使用美团与饿了么，纯美团外卖的商家占比高达 52.75%，纯饿了么商家占比只有 15.68%。

收入方面，2019 年第四季度美团餐饮外卖收入约是“饿了么+口碑”的两倍。而增速方面，饿了么同比增长 47%，高于美团外卖的 43%。短期内，美团外卖领先优势无法被超越。

图表 25: 核心运营数据对比（美团外卖 vs 饿了么，截至 2019 年底）

	饿了么	美团外卖
用户数 MAU*	0.9 亿	1.3 亿
商户数	350 万	620 万
骑手数	300 万	399 万
覆盖城市数	2000	2800
4Q19 收入	76 亿（同比增长 47%）	157 亿（同比增长 43%）
流量入口	饿了么、口碑、支付宝	美团外卖、美团、大众点评、微信

\*注：用户数统计时间为 2020.04

资料来源：Trustdata, Questmobile 浦银国际

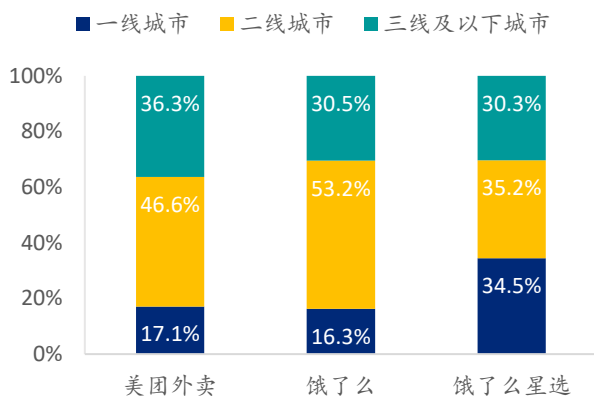
- 一二线外卖市场市占率相对稳定，补贴影响有限

目前，一二线城市餐饮外卖较为成熟，渗透率上升空间有限。用户习惯已基本固定，补贴对于已有用户的吸引力有限。此外，由于外卖整体客单价相对于电商而言较低，且主要基于即时需求，因此用户比价的动力并不强。未来的行业格局的变数更多来自于低线城市的竞争。

- 下沉市场将影响未来格局走势，美团赢得先机。

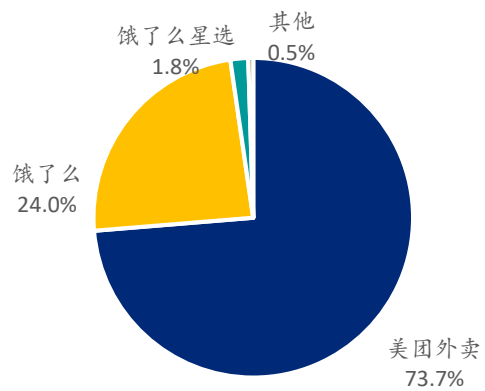
从用户结构来看，美团外卖的低线用户占比较高，利于未来增长。美团外卖的三线及以下用户占比为 36.3%，高于饿了么的 30.5% 占比。由于低线城市的增长潜力更大，美团在下沉市场处于领先。

图表 26: 主流外卖平台城市用户等级分布 (2019.6)



资料来源: Trustdata、浦银国际

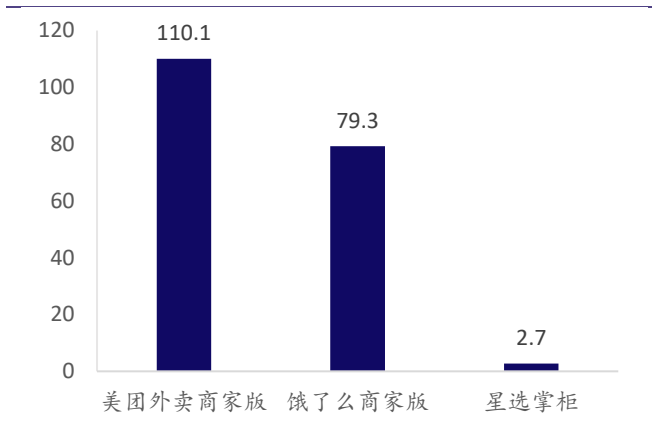
图表 27: 下沉市场首先使用的外卖平台 (2019.6)



资料来源: 极光、浦银国际

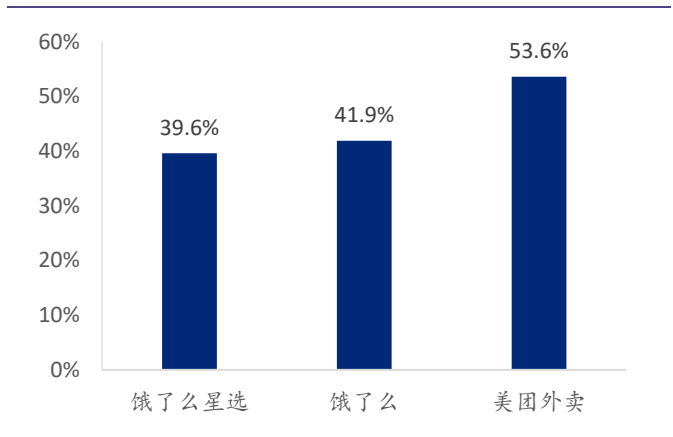
根据极光调查数据显示，在下沉市场中，首选使用美团外卖的用户占比达 73.7%；首选使用饿了么的用户占比为 24.0%。商家方面，美团外卖商家版在下沉市场的 MAU 达 110 万，饿了么商家版 MAU 则接近 80 万。

图表 28: 下沉市场商家版用户规模 (万, 2019.6)



资料来源: Trustdata、浦银国际

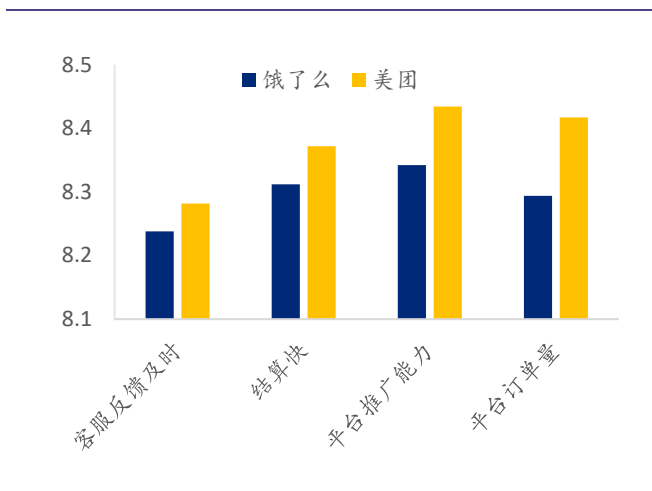
图表 29: 外卖品牌留存率 (2019.6)



资料来源: Trustdata、浦银国际

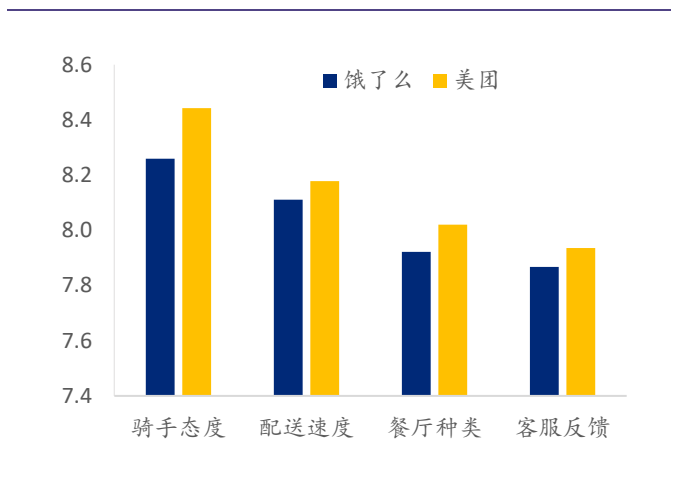
美团外卖在下沉市场更受青睐。极光数据显示,从商户和用户角度而言,美团外卖表现优于对手。对于商家而言,主要包含客服及时反馈、结算速度、平台推广能力及平台订单量等四个维度。对于用户而言,主要包括骑手态度、配送速度、餐厅种类和客服反馈等维度。美团综合评价要优于竞争对手。

图表 30: 下沉市场商家版维度评分 (2019.6)



资料来源: 极光、浦银国际

图表 31: 下沉市场消费者维度评分 (2019.6)



资料来源: 极光、浦银国际



### 3. 双寡头格局持续

- 美团外卖尚未确立绝对优势，饿了么市场份额也不会短时期骤降。

3月10日，蚂蚁金服宣布，把支付宝从金融支付平台升级为数字生活开放平台，通过支付宝对饿了么及口碑进行流量支持。阿里巴巴仍将本地生活服务视为公司的重要战略之一。此外，由于阿里巴巴生态更加丰富，其88VIP会员所享有的权益，比美团会员更具吸引力。因此，饿了么市场份额也不会短时期内出现骤降。

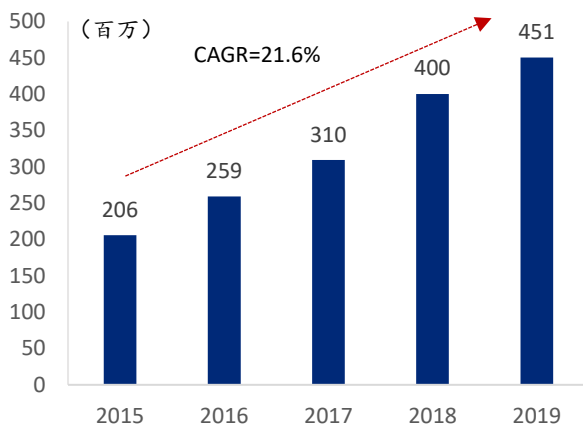
- 外卖行业进入壁垒高，新玩家难以突破

#### 1) 外卖行业进入的用户和技术壁垒高：

**用户壁垒：**包括消费者、商户和骑手等方面，如前期补贴培养的用户习惯，地推覆盖商家的人力成本，以及创建骑手团队的资本支出。截至2019年底，美团点评全平台已积累了4.5亿用户和620万商户，骑手已经接近400万。

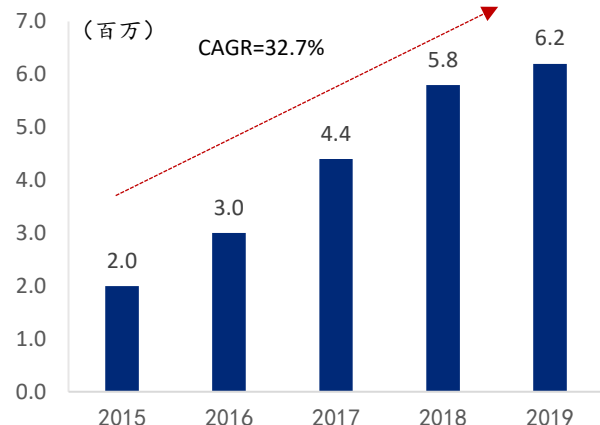
**技术壁垒：**主要是基于LBS的骑手调度系统，通过海量数据和AI算法，每天指挥超过80万的骑手处理3000万以上的订单，从而形成渗透到城市各个角落的即时配送网络。

图表 32: 2019年美团交易用户数超4.5亿



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 33: 2019年美团活跃商户数620万



资料来源：公司财报、浦银国际

#### 2) 顺丰“丰食”影响有限：

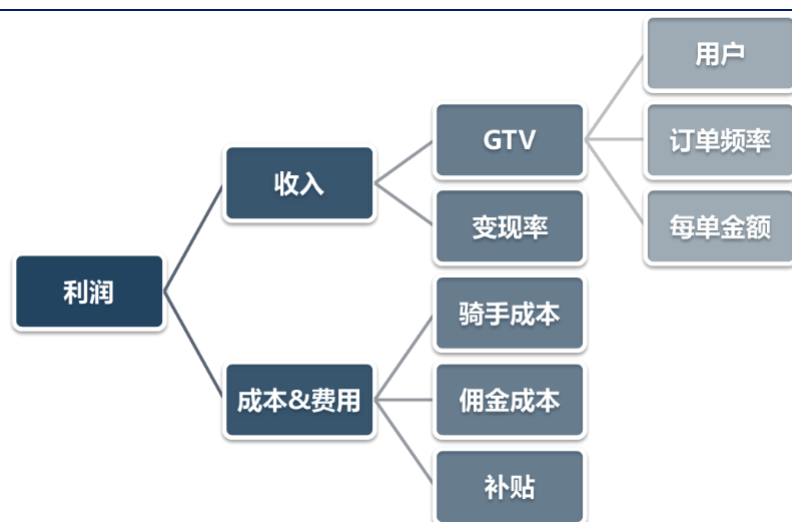
近期，顺丰开始推广“丰食”送餐业务，市场或担心顺丰的入局或打破当前的外卖市场的双寡头竞争格局。我们认为“丰食”对美团外卖业务影响有限，主要由于：

- a) 顺丰以连锁品牌餐饮为主，像麦当劳，真功夫等。而美团商家覆盖仍是以中小餐馆为主，2019 年上半年来自品牌商家外卖订单量占比约为 1/4；
- b) 顺丰“丰食”主要以 To B “团餐”为主，美团以 To C 个人为主；
- c) 顺丰“丰食”主要采取集中配送，需按时间段提前预订。而美团外卖以即时预订为主。

## ● 餐饮外卖盈利可期

餐饮外卖业务长期处于亏损，主要由于前期需要补贴培育市场，同时花重金打造骑手团队。自 2019 年二季度起，美团外卖才开始首次录得盈利。而 2020 年一季度受疫情影响，餐饮外卖业务再次转亏，经营利润率为-0.7%。

图表 34：外卖商业模式



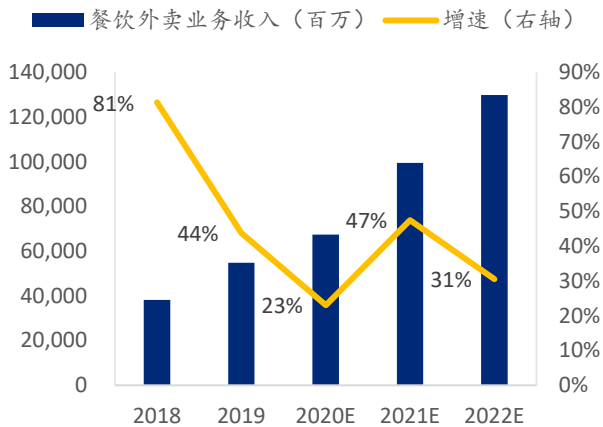
资料来源：浦银国际

影响外卖盈利的因素包括：收入端，即佣金抽成和广告变现；成本端，包括补贴、骑手成本和其他经营成本。长期来看，我们认为餐饮外卖仍盈利可期。

### 1. 收入端：广告变现率将稳步提升

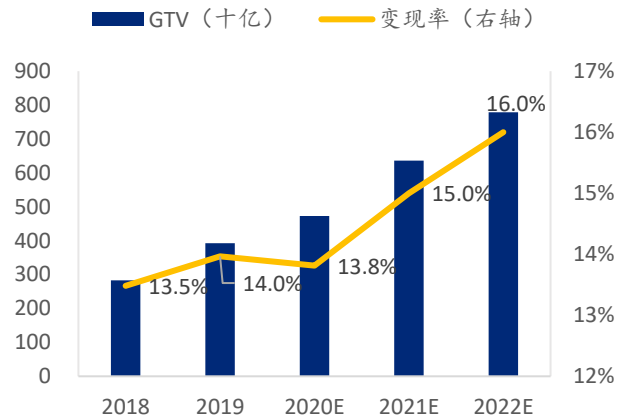
我们预计 2020-2022 年外卖收入分别为 675 亿、995 亿和 1,299 亿，年均复合增长 35%，主要得益于 GTV（整体交易额）的持续增长（CAGR：27%），以及变现率的稳步改善。

图表 35: 美团餐饮外卖收入预测



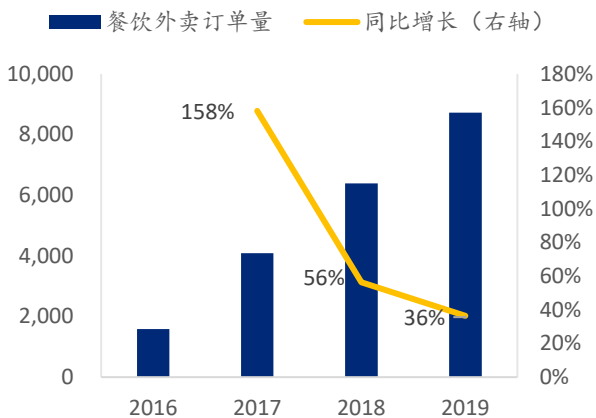
E=浦银国际预测  
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 36: 美团外卖 GTV 和变现率预测



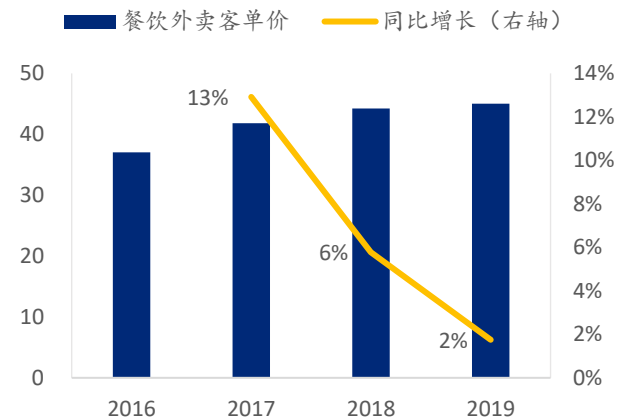
E=浦银国际预测  
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 37: 美团餐饮外卖订单量 (百万)



E=浦银国际预测  
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 38: 美团餐饮外卖客单价 (元)

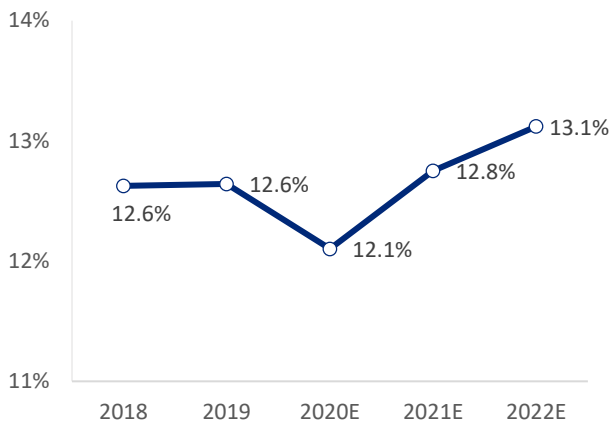


E=浦银国际预测  
资料来源: 公司财报、浦银国际

• 受疫情影响，佣金率在 2020 年将有所下滑，之后或逐步提升

佣金率外卖平台抽取佣金主要分为两种模式：平台配送和商家自行配送。目前美团平台负责配送的订单量占比约为 60-70%；由美团负责配送的商户抽佣率为 15%-25% (各地各店存在差异)，商家自行配送的佣金率为 5%-10%。2019 年，餐饮外卖的佣金变现率为 12.6%。疫情期间，餐饮业受到极大冲击，外卖平台推出“返佣计划”来扶持上游中小商户，我们预计 2020 年全年佣金率将会下滑。但长期来看，美团通过 B 端赋能，提升上游运营效率，或将推动佣金率的逐步提升。

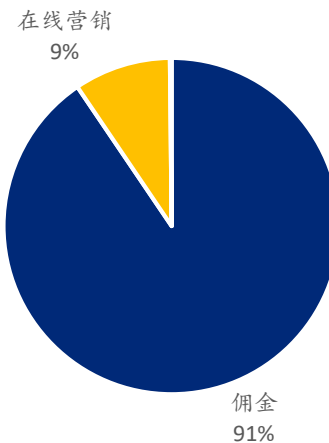
图表 39: 美团餐饮外卖佣金率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 40: 2019 年美团餐饮外卖收入模式



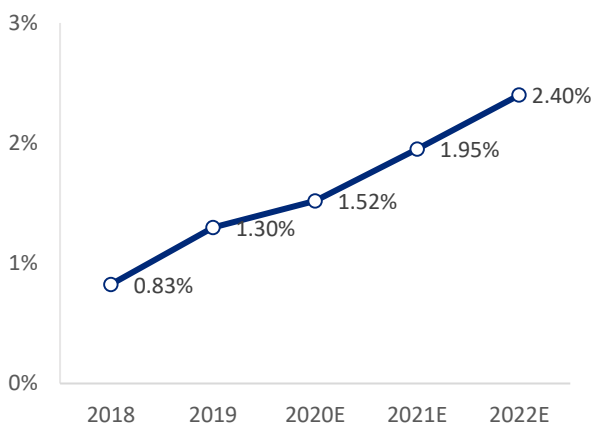
资料来源: 公司财报、浦银国际

• 广告收入有很大提升空间

在线营销方面, 美团向餐馆提供各类营销工具, 包括开屏广告、搜索关键词、品牌展示等。目前, 餐饮外卖主要是以佣金模式为主, 收入占比超过 90%, 在线营销收入占比约为 9%。我们预计在线营销收入将保持高速增长, 三年年均复合增长超过 56%。收入占比在 2022 年有望超过 15%, 由于广告业务的利润率较高, 或带动整体利润率的提升。

2019 年, 在线营销占餐饮外卖的交易额的变现率仅为 1.3%, 相对于到店业务 4.7% 的广告变现率, 仍有很大提升空间。受疫情影响, 许多高端餐厅也陆续开通外卖渠道。我们认为随着高端餐厅的加入, 将有推动广告营销需求。

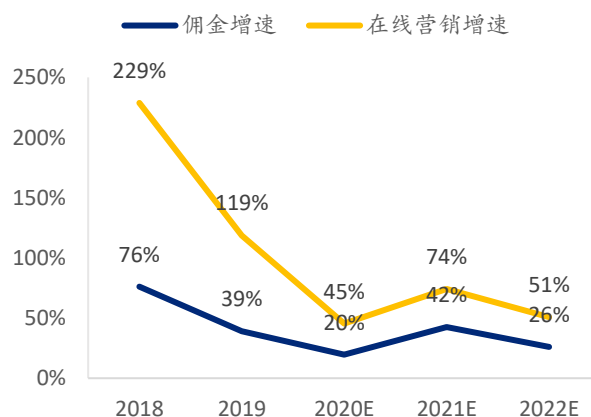
图表 41: 美团餐饮外卖中在线营销变现率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 42: 美团餐饮外卖不同收入模式增速



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

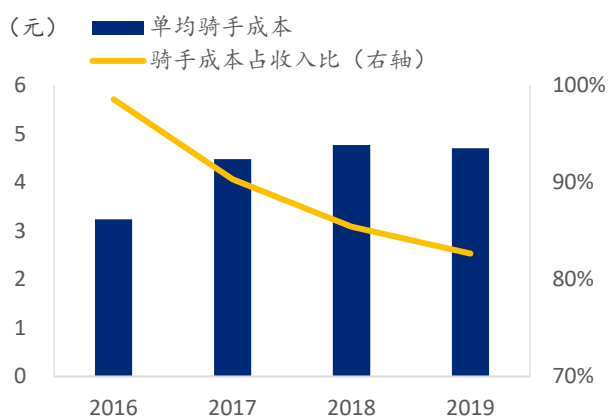
## 2. 成本端：用户补贴和其他经营成本或下降

外卖能否盈利的关键是能否降低自营配送下的单均骑手成本。在平台负责配送的情况下，需要支付骑手成本，每单外卖处于亏损状态；在不负责配送情况下，每单盈利。

美团外卖单均骑手成本从 2018 年的 4.77 元下降至 2019 年的 4.71 元。骑手成本占佣金收入的比例也呈下降趋势，从 2016 年的 99% 降至 2019 年的 83%。骑手成本因城市差别较大，目前三四线城市骑手每单费用为 3-5 元，而在一线城市，由于人力较贵，每单费用 7-8 元左右。

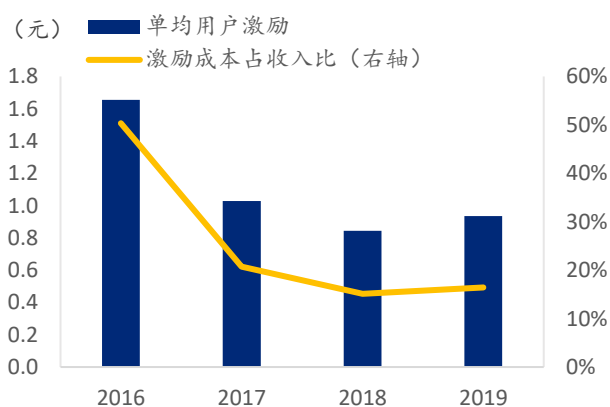
2018 年每单外卖补贴核算约为 0.84 元，2019 年增长至 0.93 元，主要用于在低线城市的快速扩张。长期来看，激励成本占佣金收入的比例也呈下降趋势，从 2016 年的 50% 降至 2019 年的 16.4%。随着外卖市场逐渐成熟，用户补贴或继续下降。

图表 43: 骑手成本占收入比逐年下降



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 44: 用户激励成本呈下降趋势



资料来源：公司财报、浦银国际

# 到店酒旅业务，提供稳定现金流

## ● 一站式服务，助力交叉销售

美团点评以“Food+Platform”为核心战略，逐渐形成对本地生活全场景覆盖。其中，到店酒旅包含餐厅用餐、酒店入住、景区游玩、休闲娱乐、丽人、医美、亲子、学习培训等本地生活服务。

图表 45: 美团 APP 首页导航



资料来源：美团 APP、浦银国际

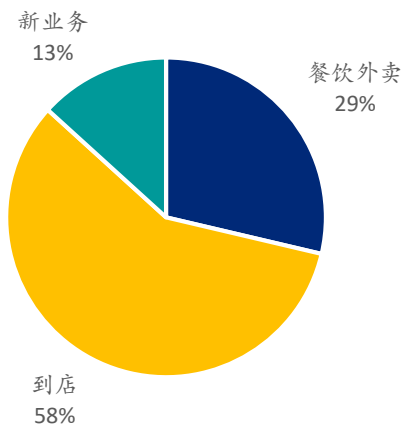
图表 46: 大众点评微信支付小程序界面



资料来源：微信小程序、浦银国际

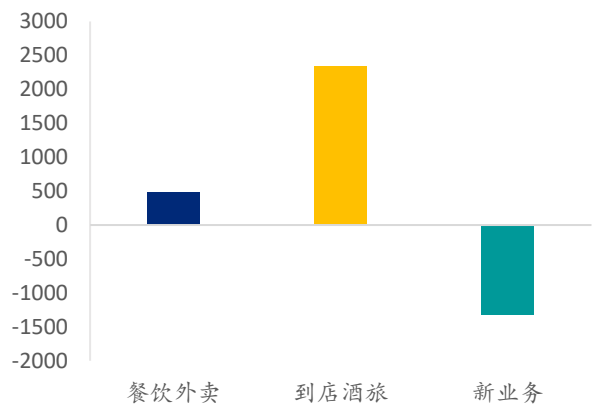
到店酒旅是公司主要的利润来源。根据 2019 年财报数据，到店、酒店和旅游业务毛利率最高，接近 90%；餐饮外卖毛利率约 20%；新业务毛利率为 19%。到店酒旅约贡献近六成的毛利润。

图表 47: 毛利润分布 (4Q19)



资料来源：公司财报、浦银国际

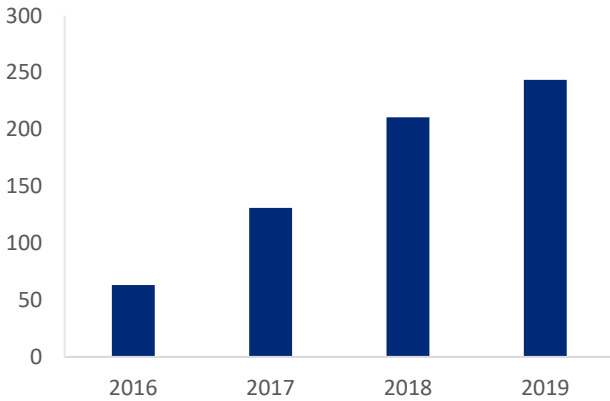
图表 48: 经营利润分布 (4Q19, 百万)



资料来源：公司财报、浦银国际

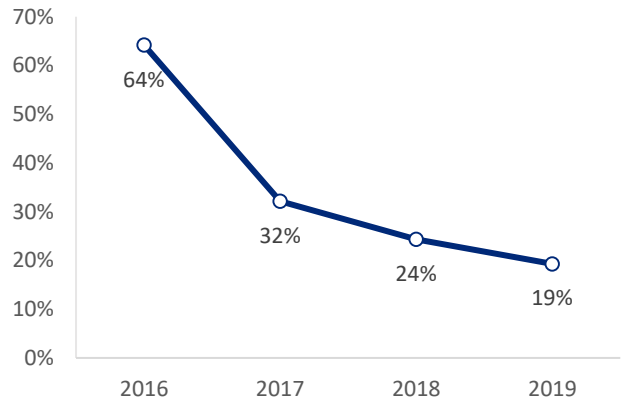
美团点评通过餐饮外卖的高频业务向低频业务导流，并用高毛利业务反哺低毛利业务。截至 2019 年底，美团交易用户数超 4.5 亿，活跃商户数超 620 万，同比分别增长 12.5% 和 6.9%，增速逐渐放缓。一方面，美团点评通过提供“吃喝玩乐”一站式服务，满足用户的不同需求，深度挖掘现有用户价值；另一方面，美团点评通过进行交叉销售，有助于降低用户获取成本。

图表 49: 单用户收入贡献持续提升



资料来源: 公司财报、浦银国际

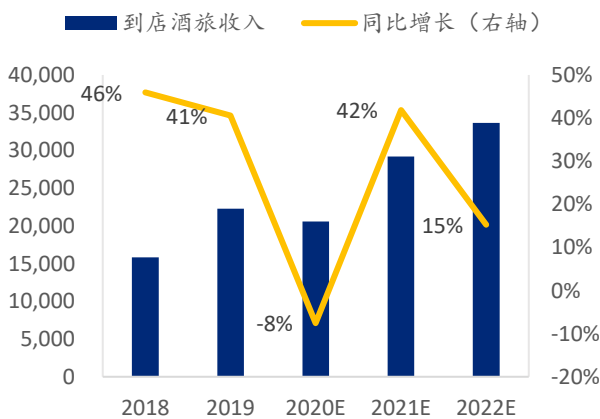
图表 50: 销售费率持续优化



资料来源: 公司财报、浦银国际

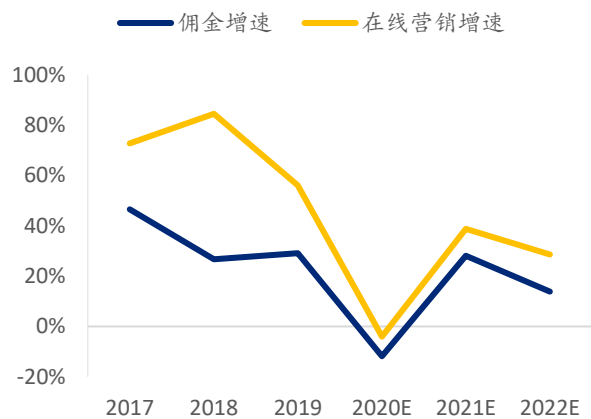
到店酒旅将从抽佣模式转向营销模式。我们预测美团到店酒店业务未来三年年均复合增长 14.8%，其中广告收入和佣金收入的年均复合增长率分别为 20% 和 9%。在到店酒旅业务中，美团的收入结构逐渐从抽佣模式转向营销模式，目前佣金模式和广告模式的占比分别为 52.4% 和 47.2%。美团点评作为本地生活服务平台，商家推介方面有很强的导流作用，广告价值高。我们认为美团在规模优势下将继续开发商家营销需求，推动变现率的稳步提升。

图表 51: 美团到店酒旅业务收入 (百万)



E=浦银国际预测  
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 52: 到店酒旅不同收入模式增速



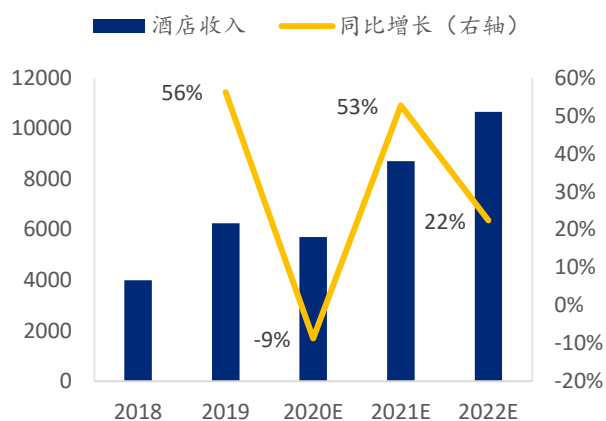
资料来源: 公司财报、浦银国际

## ● 酒店业务将保持稳健增长

根据 Trustdata 数据显示,2019 年中国在线酒店预订间夜量同比增长 26.7%, 全年酒店间夜量规模超 8 亿。其中, 美团酒店间夜量近 4 亿, 市占率达 48.7%, 位居行业第一, 携程和同程艺龙位列第二和第三, 分别占 26.9% 和 9.3%。

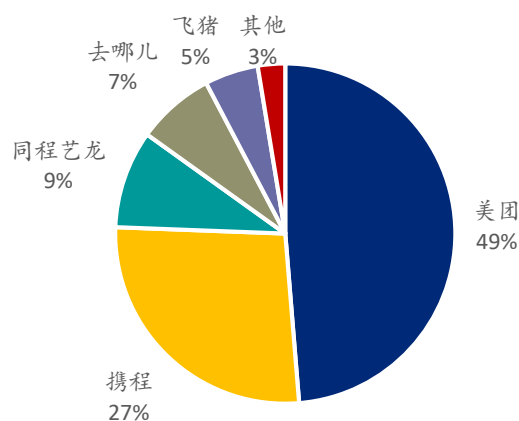
由于疫情影响, 美团的酒店业务受到严重冲击, 我们预测 2020 年酒店收入或同比下滑 9%。随着疫情得到控制, 酒店业务也将陆续恢复, 我们预计未来三年年均复合增长率为 19.5%, 主要受间夜量增长驱动。

图表 53: 美团点评酒店收入预测 (百万)



E=浦银国际预测  
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 54: 2019 年我国在线酒店市占率 (按间夜量)



资料来源: Trustdata、浦银国际

对于酒店预订行业而言, 未来增长主要来自于低线城市, 而美团和同程艺龙的优势更为明显, 都是以覆盖低线酒店为主。而携程用户偏商旅, 酒店以一二线城市的中高端酒店为主。从 4Q19 的酒店业务增速来看, 美团和同程艺龙的酒店业务增速要远高于携程的增速。我们认为, 按间夜量来看, 美团和同程艺龙的市场份额有望进一步提升。

而在低线市场, 美团与同程艺龙将形成错位竞争。同程艺龙仍是以跨区域预订为主, 流量入口也多是基于交通票务引流。而美团酒店主打本地人在当地的即时住宿需求, 且以低线城市的单体酒店为主, 是典型的长尾市场。

此外, 美团发布“酒店+x”的战略连接高星酒店。但我们认为, 美团进军高端酒店市场仍存在很大挑战, 主要在于用户习惯仍存在很大差异。

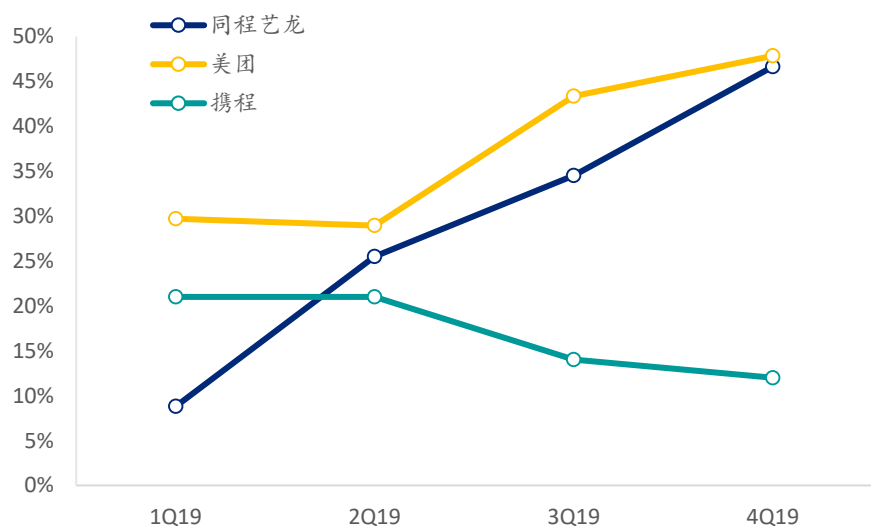


图表 55: 酒店预订业务对比 (2019 年)

	美团	携程	同程艺龙
用户覆盖	低线为主	一二线为主	低线为主
酒店业务增速 (4Q19)	48% (间夜量)	12%	47%
日均房价	180 元	450 元	260 元
流量来源	美团、大众点评	携程、百度	微信
佣金率	~7.5%	~8.5%	~13%
用户预订习惯	本地用户为主	跨区域为主	跨区域为主
酒店收入占比	7%	38%	32%

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 56: 酒店预订增速对比 (4Q19 年)



注: 美团未公布酒店收入数字, 我们采用间夜量增速

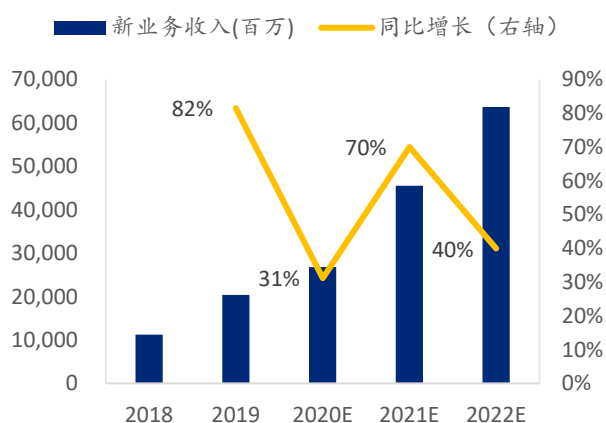
资料来源: 公司财报、浦银国际

## 新业务，挖掘未来增长点

新业务是公司未来收入增长点。我们预测新业务未来三年年均复合增长率超过 46%，主要由于很多业务仍属早期，增速较快。2019 年，新业务收入占比为 21%，我们预计到 2022 年，将接近 28%。

我们预期新业务亏损将逐步收窄。根据 1Q20 财报数据，目前新业务的经营利润率为-33%。由于此类业务多数仍属于市场培育阶段，短时期内难以实现盈利，仍将拖累公司的整体利润率水平。但随着前期布局的出行业务的提价策略，以及高毛利的金融业务占比提升等，会逐步改善利润率水平。

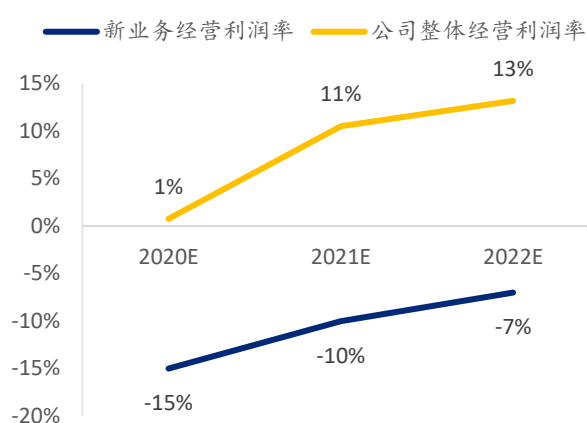
图表 57: 美团点评新业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 58: 美团点评新业务 OPM 预测



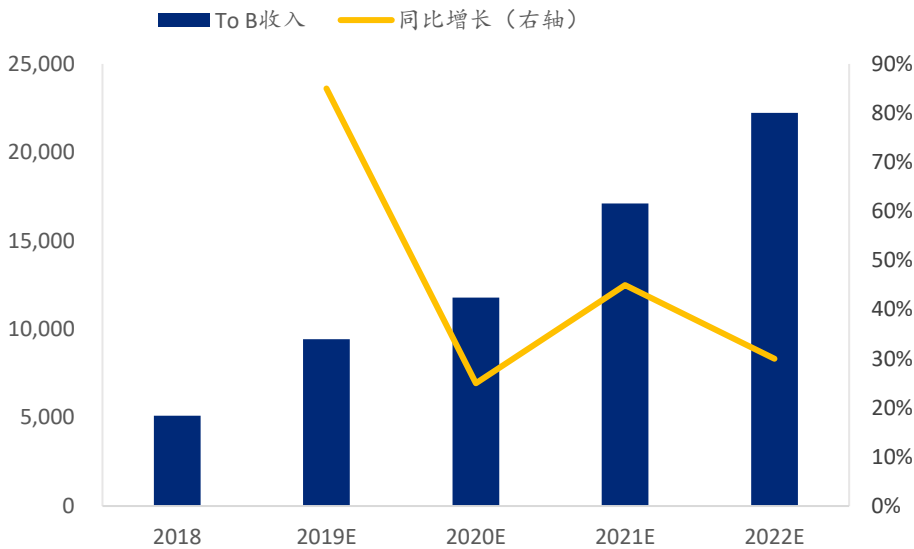
E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

## ● B 端赋能，向产业链上游渗透

美团点评对上游服务支持力度不断加大，加速推动供给侧数字化升级。美团向商户提供的数字解决方案并不限于接入外卖系统，还包括营销、配送、IT、供应链和金融服务等，打通了商户从原材料采购、生产、门店管理、市场开拓、物流配送及融资等环节。一方面，加强了公司和上游商户之间的深度连接，不只是简单的信息撮合平台；另一方面，美团点评通过 B 端赋能，帮助商家提升效率，致使长期平均成本下降，也为后期的佣金率提升创造空间。

图表 59: 新业务中 To B 收入预测 (百万人民币)



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

截止目前, 美团在 B 端的布局包括:

- 1. 餐饮开放平台:** 目前已接入 ERP 主流厂商包括餐行健、天子星、天财商龙, 屏芯、食为天信息(黑马)、卓骥大家来、五味、客如云等。后续餐饮商户可以在 ERP 后台高效完成团购验券、闪惠支付、外卖订单管理、门店管理等。美团点评将与餐饮 ERP 服务商共建良性和高效的餐饮生态系统, 为线下商户提供基于生态的、全链条的整体解决方案, 推动餐饮业效率提升。
- 2. 美团小贷:** 主要面向中小微餐饮企业, 包括美团点评的合作商户提供金融服务, 通过持续稳定的为小微商户提供低成本的运营资金。在产品方面, 美团小贷主要有两大产品: 极速贷和经营贷。其中极速贷最高贷款额度为 15 万元, 最快 2 个小时贷款到账; 经营贷最高贷款额度为 100 万元。
- 3. 快驴进货:** 为美团点评集团推出的一站式餐饮供应链 APP, 可以为餐饮商户提供包括食材、酒水、调料和餐厨用品等在内的商品, 协助餐饮商户以更低成本, 更高效的方式来获取安全可靠的食材供应。截至 2019 年底, 快驴进货覆盖 22 个省、45 座城市、350 区县, 服务百万商家, 平均为商户降低成本 5-10%。

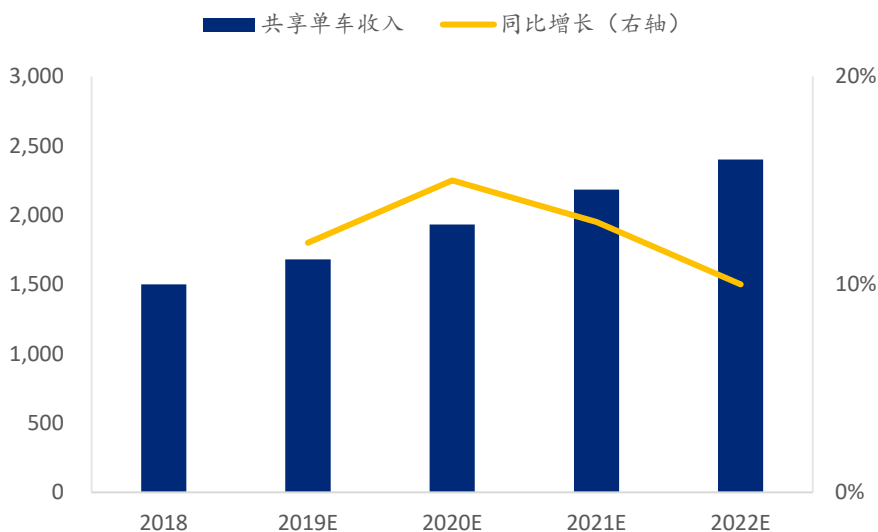
## ● C端获客，探索新的流量入口

美团的C端业务探索仍然围绕本地生活场景中的高频消费为主。因为餐饮外卖用户增速放缓不可避免，美团希望在餐饮外卖之外寻找到新的流量入口。目前，面向C端的新业务布局主要的共享单车、生鲜电商、网约车和共享充电宝等服务。

### 1. 共享单车，继续加大投入

共享单车呈“三足鼎立”局势。前期投入大、回收周期长、利润率较低是共享单车行业特点，但作为线下流量入口，潜在价值巨大。自从2018年美团收购摩拜单车以后，开始对其整合，逐步用美团单车来取代摩拜单车。目前共享单车竞争格局相对稳定，哈啰、美团、青桔，三家合计约占市场份额的95%。

图表 60: 美团共享单车收入预测 (百万人民币)



E=易观

资料来源：易观、浦银国际

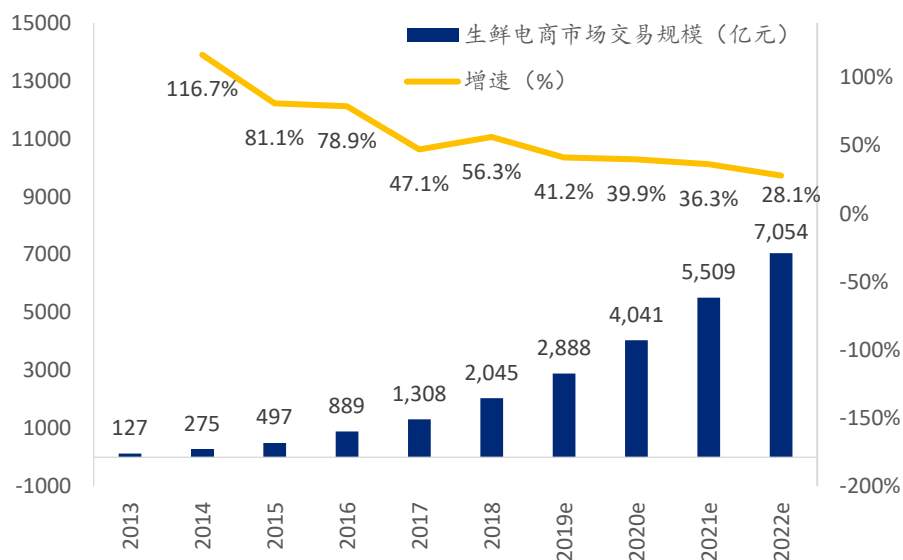
**共享单车提价，多元变现模式。**国内主要城市覆盖和用户习惯培育基本完成，行业未来或通过继续提价或增加广告来进行变现。2019年4月，摩拜单车进行调价，从先前的每30分钟1元改为每15分钟1元，超出时长后为0.5元/15分钟。2019年10月，美团摩拜再次调价，在北京骑行30分钟以内收费1.5元，骑行超出30分钟，每30分钟收费1.5元。

**车辆置换和电单车业务将增加资本开支。**公司管理层曾表示，共享单车将是2020年的重点投资领域，将在接下来几个季度更换一些老的单车。此外，美团也将发力电单车领域，我们预计2020年美团的资本开支仍将保持高位。

## 2. 生鲜外卖，潜力巨大

生鲜电商在疫情期间迎来暴发，高频刚需，有望成为外卖之后新的线下流量入口。据欧睿数据，我国整个生鲜市场交易规模，已超5万亿，但线上渗透率不到5%。据艾瑞数据，2018年，我国生鲜电商市场交易规模约2000亿元，预测到2022年，我国生鲜电商市场交易规模有望突破7000亿元。

图表 61: 中国生鲜电商市场规模 (2013-2022e)



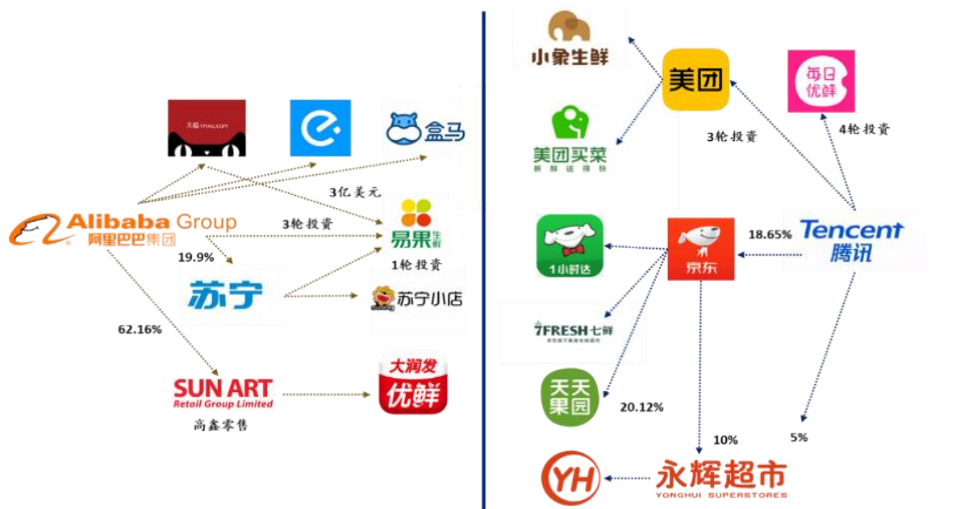
E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

美团在生鲜电商的布局主要通过小象生鲜和美图买菜，而生鲜电商行业竞争仍然激烈，包括盒马鲜生的盒马菜市、京东的7FRESH、永辉超市的Mini店、每日优鲜、苏宁的苏宁菜场和叮咚买菜等，绝大部分仍处于亏损状态，前期的用户补贴和后期自建冷链物流等仍是制约生鲜电商盈利的关键因素。

我们认为生鲜电商仍会是美团接下来重点发力的行业之一，目前对于超市、生鲜等零售连锁的佣金率不到10%，低于餐饮外卖的佣金率水平。

图表 62: 电商巨头把持生鲜电商行业



资料来源: Mobtech、浦银国际

### 3. 网约车，发展受限

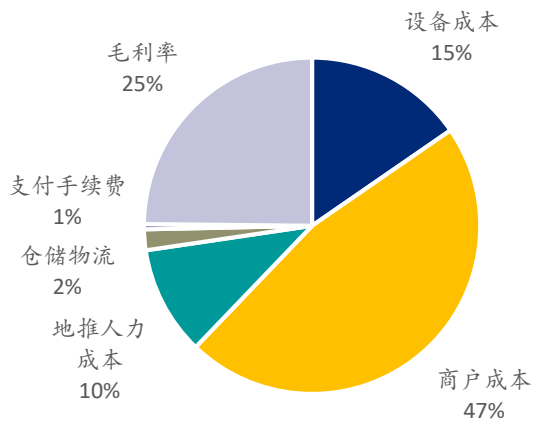
在 2019 年 4 月，美团打车转型“聚合模式”，通过接入主流出行服务商，提供打车服务，接入的平台包括首汽约车、曹操出行、神州专车等。目前，网约车平台在 54 个城市提供服务。

在网约车市场，滴滴已经占据 90% 以上的市场份额，美团打车难以与之抗衡，发展受阻，后才转入聚合平台模式，从而减少网约车业务的亏损。网约车业务与本地生活存在极大的协同效应。近日，Uber 已向美国餐饮配送服务平台 GrubHub 发出收购要约，也证明了这一点。我们期待未来美团将加深与其他网约车公司战略合作，持续完善美团生态。

### 4. 共享充电宝行业的搅局者

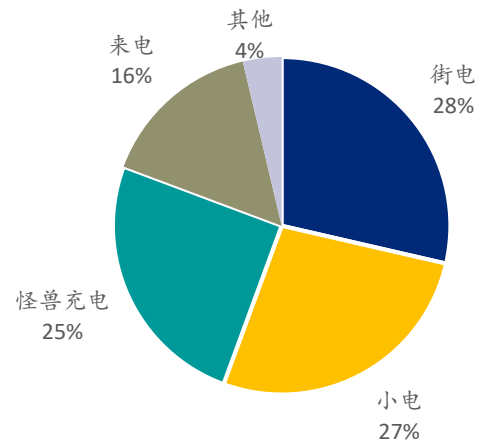
近期，美团点评也宣布进入共享充电宝业务，或成为行业的搅局者。共享充电宝这一赛道，从一开始不被投资人看好，到逐渐被市场所接受，证明了其解决了用户的实际刚需。《2020 年共享充电宝行业分析报告》显示，共享充电宝市场用户规模在 2.5 亿左右，交易规模达 79.1 亿元，未来三年复合增长率约为 44.9%。共享充电宝行业行业壁垒较低，目前市场也尚未出现绝对龙头。我们看好公司在这一赛道的布局，可以利用平台已有的商户覆盖优势。共享充电宝相对稳健的现金流与流量入口也是对现有业务的很好补充。

图表 63: 2019 年共享充电宝行业盈利分析



资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 64: 2019 年共享充电宝市场份额



资料来源：艾瑞、浦银国际

# 估值分析与预测

## ● 首予“买入”评级，目标价 202 港元

由于美团包含不同的业务种类，我们采用分部加总法对其进行估值。我们给予“买入”评级，12个月目标价为202.0港元。

由于到店、酒店和旅游业务是目前公司的主要利润来源，且盈利水平相对稳定，我们对该分部业务采用市盈率估值，采用20x的2021年市盈率；而餐饮外卖和新业务目前利润率尚未企稳，我们采用6x的2021年市销率来估算。

图表 65: 美团点评估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	2021E		估值方法		
	收入	经营利润	P/E	P/S	估值
餐饮外卖	99,497			6	596,985
到店、酒店和旅游	29,213	10,225	20		204,492
新业务	45,511			6	273,067
<b>市值(人民币 百万)</b>					<b>1,074,543</b>
港元/人民币					0.9
<b>市值(港元 百万)</b>					<b>1,193,937</b>
股数(百万)					5,923
<b>目标价(港元)</b>					<b>202</b>

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 66: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价	P/S	P/E(市盈率)			
					2018A	2019A	2020E	2021E
US BABA US EQUITY	阿里巴巴	592,131	220.7	6.3	46.7	42.5	31.5	26.1
HK 700 HK EQUITY	腾讯	550,036	446.2	7.7	50.8	41.2	33.0	26.6
HK 3690 HK EQUITY	美团	120,016	159.6	7.0	N/A	461.9	268.0	54.4
CH 002352 CH EQUITY	顺丰	33,399	53.5	N/A	50.9	41.6	39.0	32.1
US TCOM US EQUITY	携程	17,211	29.0	5.0	27.4	21.9	N/A	23.2
HK 780 HK EQUITY	同程艺龙	4,038	14.6	3.7	26.4	18.9	27.2	14.2
US UBER US EQUITY	UBER	63,447	36.6	5.0	N/A	N/A	N/A	N/A
US GRUB US EQUITY	GRUBHUB	5,326	57.9	3.3	32.6	72.0	N/A	279.8
US GRPN US EQUITY	Groupon	909	1.6	0.8	7.4	7.4	N/A	145.5
<b>平均</b>				<b>4.9</b>	<b>34.6</b>	<b>88.4</b>	<b>79.7</b>	<b>75.2</b>

注: E= Bloomberg; NA 代表公司亏损, 市盈率不适用, 6月10日数据

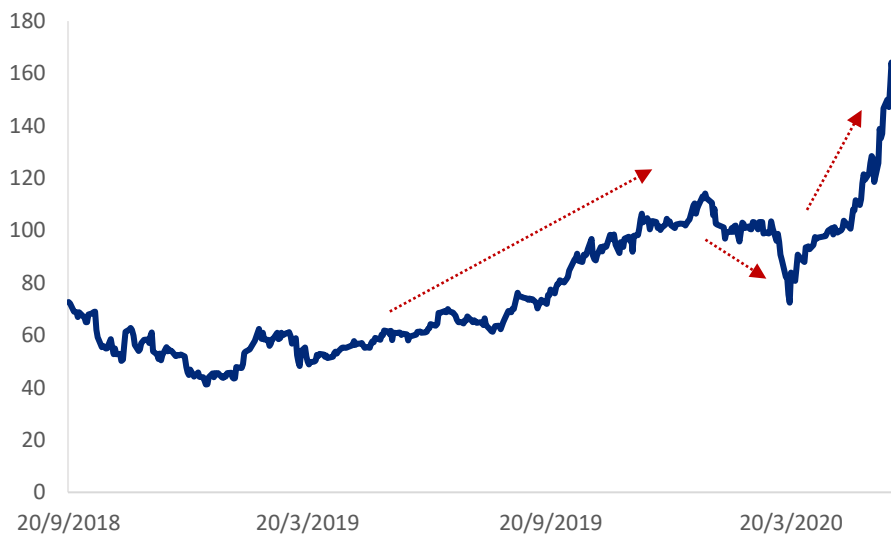
资料来源: Bloomberg、浦银国际



## ● 公司股价走势

公司于 2018 年 9 月在港股上市。在 2019 年，随着餐饮外卖的盈利能力逐渐改善，股价呈稳步上升趋势，2019 年全年股价涨幅超 130%。2020 年初，受疫情和市场情绪影响，股价短时期出现大幅下滑，跌至 70 港元。进入三月下旬，国内疫情逐渐得到控制，受市场恢复预期影响，股价快速反弹，两个月时间，股价翻倍，创历史新高。对于美团，疫情短期带来负面影响，但疫情期间的结构性变化对美团是长期利好的，包括跑腿业务的快速渗透以及高端品牌餐厅也开始尝试外卖业务等。

图表 67: 上市以来美团股价走势



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 投资风险

- 宏观经济增速放缓，或影响居民的收入，进而减少对本地生活服务类的支出，公司的相关收入将受到影响。
- 受疫情影响，中小餐厅经营困难，或不满餐饮外卖的佣金率，进而影响公司的变现进度。
- 携程或通过补贴加大对低线酒店的扩张进度，抢占市场份额，影响公司的酒店预订收入。
- 出行市场的竞争格局仍存在很大不确定性，或拖累公司利润率水平。

# 财务分析及预测

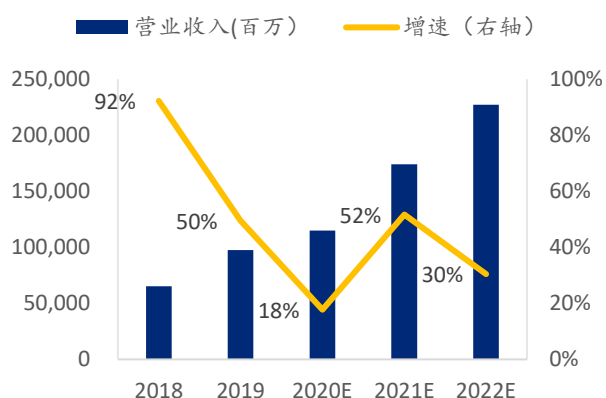
## 1. 预计收入未来三年年均复合增长达 30%

从收入来看，美团 2019 全年收入同比增长 49.5%，达到 975 亿，主要得益于 GTV 的增长和变现率的改善。利润方面，2019 年调整后净利润为 44.3 亿，首次实现年度盈利，调整后净利率 4.5%。

受疫情影响，2020 年一季度公司收入出现同比下滑。疫情暴发，美团到店酒店业务首当其冲，而外卖业务因供给端餐厅停业影响，订单量也出现下滑。但短期疫情影响并不改变美团长期的增长逻辑，我们认为，随着疫情逐渐好转，美团的餐饮外卖业务会率先恢复，而到店酒旅业务或需较长恢复时间。

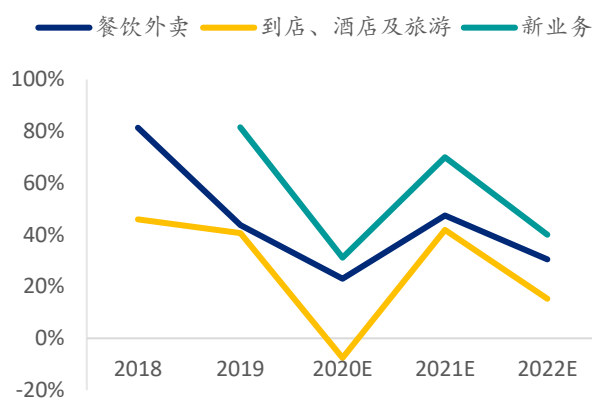
我们预计，今年二季度公司收入有望恢复正向增长，同时，我们预测 2020 全年年收入同比上升 18%。由于 2020 年的低基数，我们预测 2021 年公司收入增速将大幅反弹，增速呈倒“N”形，三年年均复合增长率为 33%。

图表 68: 美团点评收入预测



E=浦银国际预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 69: 美团点评分部业务增速



E=浦银国际预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

分部收入来看，餐饮外卖业务三年年均复合增长 33%，主要受益于 GTV 增长和变现率的改善。受益于低线城市渗透率的提升和整体用户外卖频次提升，GTV 年均复合增长 27%。广告收入的提升，或带动整体变现率超过 16%。

到店、酒店和旅游业务三年年均复合增长率为 15%，其中酒店和其他到店的三年 CAGR 分别为 19%和 13%。

新业务是公司未来的增长点，我们预计新业务三年年均复合增长率为 46%。美团买菜和闪购业务将迎来快速上升阶段。此外，共享充电宝和小贷等业务也会带动新业务的增长。

图表 70: 美团点评收入预测

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>餐饮外卖</b>					
收入	38,143	54,843	67,473	99,497	129,904
同比增长	81%	44%	23%	47%	31%
GTV	282,900	392,700	490,619	663,316	811,899
同比增长	65%	39%	25%	35%	22%
变现率	13.5%	14.0%	13.8%	15.0%	16.0%
<b>到店、酒店和旅游</b>					
收入	15,840	22,275	20,592	29,213	33,665
同比增长	46%	41%	-8%	42%	15%
<b>新业务</b>					
收入	11,244	20,410	26,771	45,511	63,716
同比增长	450%	82%	31%	70%	40%
<b>总收入</b>	<b>65,227</b>	<b>97,529</b>	<b>114,836</b>	<b>174,222</b>	<b>227,284</b>
同比增长	92%	50%	18%	52%	30%

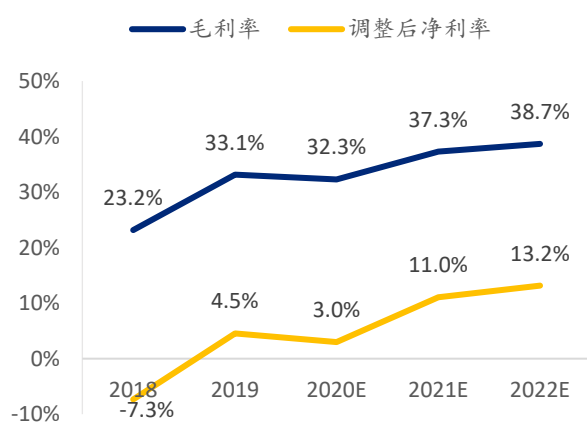
E=浦银国际预测;

资料来源: 公司财报、浦银国际

## 2. 毛利率和净利率在 2020 年有所下滑, 2021 年逐步恢复

2019 财年毛利率为 33.1%, 调整后净利率为 4.5%。2020 年因受疫情影响, 毛利率和净利率都会因收入下降而有所下滑, 我们预计毛利率和净利率分别为 32.3%和 3.0%。我们认为在未来两年, 随着餐饮外卖业务的改善以及新业务亏损收窄等, 公司的利润率将会有显著改善。我们预计 2020-2022 年, 公司调整后净利润分别为 34 亿、192 亿和 299 亿人民币。

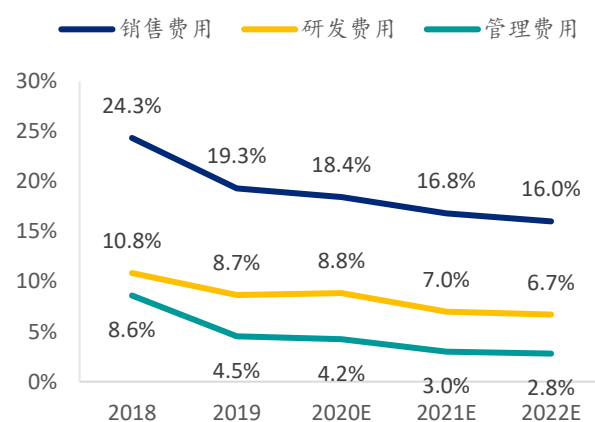
图表 71: 美团点评毛利率和净利率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 72: 美团点评三大费率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

# 附录

## ● 公司简介

美团点评是我国最大的综合性生活服务平台，由美团与大众点评在 2015 年 10 月 8 日合并成立，以美团和大众点评两个 APP 入口为主，向消费者提供餐饮服务、外卖、打车、共享单车、酒店旅游、电影、休闲娱乐等 200 多个品类服务，业务覆盖全国 2800 个县区市。截至 2019 年底，美团年度交易用户总数达 4.5 亿，平台活跃商户总数达 620 万。

### 1. 公司业务

美团以“吃”为核心，逐步打造“吃喝玩乐行”一条龙服务，做到本地生活服务的全场景覆盖。公司业务主要分为餐饮外卖、到店酒店及旅游和新业务三大板块，根据 2019 年财报，收入占比分别为 56.2%、22.8%和 20.9%。

#### • 美团餐饮外卖业务

主要是美团旗下网络订餐平台，盈利模式包括向交易用户收取配送费，同时根据商家订单规模收取佣金，并根据商户的营销推广需求额外收取广告营销费。

#### • 到店酒店和旅游业务

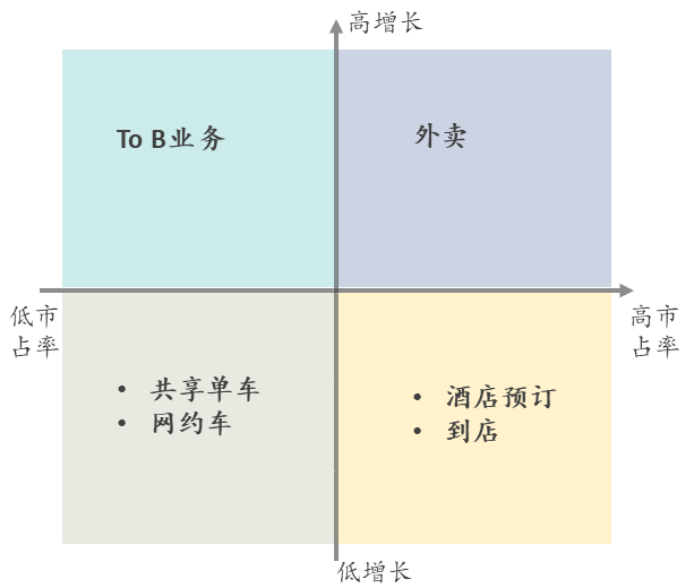
包括到店餐饮，酒店、机票、旅游的预订，以及娱乐、美容、亲子等各类生活服务。美团为用户提供线下消费场景的信息搜索和点评分享，并通过线上预订、在线支付、购买优惠券和团购以及在线营销服务等方式获得收入。其中酒店预订业务又是该板块中最大的细分领域，收入约占到该分部的 30%。

#### • 新业务

主要有面向 C 端用户的打车、单车、买菜、闪购、小象生鲜，以及面向 B 端商户的餐饮供应链管理系统“快驴”以及相关金融业务。

外卖业务是美团的主要营收来源，收入贡献 56%，而到店、酒店及旅游业务则是主要利润来源。外卖是典型的高频、刚需场景，通过外卖进入平台的大量用户可以被再次导流到到店、酒旅等相对低频、高毛利的业务。

图表 73： 美团点评业务矩阵



资料来源：公司财报、浦银国际

## 2. 竞争格局

由于美团所在业务都是围绕本地生活服务展开，因此每条赛道细分市场规  
模大，但同时竞争激烈：在外卖领域，有阿里旗下饿了么；到店领域，有口  
碑；在酒店领域，有携程、飞猪和同程艺龙等；在网约车领域，有滴滴、高  
德地图；在共享单车领域，有哈罗单车、滴滴的青桔；在生鲜电商，有盒马，  
每日优鲜等；在共享充电宝领域，有街电、小电科技等。

而本地生活服务平台核心壁垒在于“运营效率+规模”，只有通过前期的不断  
运营，将规模做大，才能做到厚积薄发，通过规模经济确立行业壁垒。此外，  
美团通过布局本地生活服务的多个领域，也可以最大限度地利用交叉导流  
优势，从而降低获客成本。

## ● 股权结构

股权结构方面，腾讯是公司第一大股东，持股比例为 20.7%。公司采取同股不同权架构，创始人王兴表决权比例为 46.08%。

图表 74：美团点评主要机构股东（截至 2020 年 6 月 10 日）

排序	主要股东	占比(%)
1	腾讯	20.71
2	红杉资本	8.35
3	Baillie Gifford	5.07
4	Qihui Holdings	3.53
5	高瓴资本	3.06
6	老虎基金	3.01
7	DST Managers	2.70
8	Coatue Management	2.26
9	BlackRock	2.24
10	Capital Group	2.22

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 管理层介绍

图表 75: 美团点评公司管理层介绍

姓名	职位	履历
王兴	联合创始人、董事长兼首席执行官	王兴在互联网行业拥有超过 10 年的管理及创业经验。2005 年创立中国第一个大学生社交网站校内网（后更名为人人网），2007 年创立社交媒体网站饭否网，2010 年创立美团。王兴于 2001 年获清华大学电子工程学士学位，并于 2005 年获美国特拉华大学计算机工程硕士学位。
穆荣均	联合创始人、执行董事、高级副总裁，分管金融服务平台、公司事务平台	穆荣均于 2005 年至 2007 年在百度担任高级软件工程师及项目经理。2007 年联合创立饭否网，并担任技术总监，2010 年联合创立美团。穆荣均分别于 2002 年和 2005 年获得清华大学自动化工程学士学位和计算机科学与技术硕士学位。
王慧文	联合创始人、执行董事、高级副总裁，分管 LBS 平台、用户平台	2005 年联合创立校内网，2009 年创立淘房网，2010 年加入美团。王慧文于 2001 年获清华大学电子工程学士学位。
陈少晖	首席财务官、高级副总裁，分管财务平台、战略与投资平台	曾任职科尔尼管理咨询公司及美国中经合集团，2011 年起担任腾讯投资执行董事，2014 年加入美团。2018 年 7 月，陈少晖获委任为北京光线传媒股份有限公司董事。陈少晖于 2004 年获北京大学经济学学士学位，并于 2010 年获哈佛大学工商管理硕士学位。
陈亮	高级副总裁，分管小象事业部	2002 年起先后任职广州通信研究所软件工程师、深圳天时通科技有限公司首席技术官。2005 年参与创立校内网，2007 年起加入雅虎通信事业部，2008 年联合创立淘房网，并于 2011 年加入美团。陈亮于 2002 年获华南理工大学机电工程学士学位。
张川	高级副总裁，分管到店事业群	曾分别就职教育部信息中心、用友软件，2006 年起担任百度产品总监，并于 2011 年起担任 58 同城执行副总裁，2017 年加入美团点评。张川于 1997 年获北京师范大学计算机科学学士学位，2003 年获清华大学工商管理硕士学位。

资料来源：公司财报，浦银国际



## ● 财务报表

图表 76: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>损益表</b>					
餐饮外卖	38,143	54,843	67,473	99,497	129,904
到店酒店	15,840	22,275	20,592	29,213	33,665
新业务	11,244	20,410	26,771	45,511	63,716
<b>收入合计</b>	<b>65,227</b>	<b>97,529</b>	<b>114,836</b>	<b>174,222</b>	<b>227,284</b>
同比增长	92%	50%	18%	52%	30%
成本	(50,122)	(65,208)	(77,769)	(109,224)	(139,360)
<b>毛利润</b>	<b>15,105</b>	<b>32,320</b>	<b>37,068</b>	<b>64,998</b>	<b>87,924</b>
毛利率	23%	33%	32%	37%	39%
销售费用	(15,872)	(18,819)	(21,182)	(29,269)	(36,365)
研发费用	(7,072)	(8,446)	(10,142)	(12,196)	(15,228)
管理费用	(5,610)	(4,402)	(4,869)	(5,227)	(6,364)
其他	2,363	2,026	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>(11,086)</b>	<b>2,680</b>	<b>874</b>	<b>18,307</b>	<b>29,966</b>
营业利润率	-17%	3%	1%	11%	13%
利息收入	294	166	200	500	900
融资成本	(45)	(191)	(200)	(300)	(400)
其他	(104,654)	107	11	-	-
<b>税前利润</b>	<b>(115,491)</b>	<b>2,762</b>	<b>886</b>	<b>18,507</b>	<b>30,466</b>
所得税开支	(2)	(526)	(263)	(2,776)	(4,570)
<b>税后利润</b>	<b>(115,493)</b>	<b>2,236</b>	<b>622</b>	<b>15,731</b>	<b>25,896</b>
净利润率	-177%	2%	1%	9%	11%
非控股权益	-	-	-	-	-
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>(115,493)</b>	<b>2,236</b>	<b>622</b>	<b>15,731</b>	<b>25,896</b>
<i>非通用会计准则</i>					
以股份为基础的酬金	1,865	2,191	2,792	3,500	4,000
<b>调整后经营利润</b>	<b>(9,221)</b>	<b>4,871</b>	<b>3,666</b>	<b>21,807</b>	<b>33,966</b>
调整后经营利润率	-14%	5%	3%	13%	15%
<b>调整后净利润</b>	<b>(4,790)</b>	<b>4,427</b>	<b>3,414</b>	<b>19,231</b>	<b>29,896</b>
调整后净利润率	-7%	5%	3%	11%	13%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 77: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
现金及现金等价物	17,044	13,396	16,330	37,896	69,527
应收账款及其他应收	466	677	672	968	1,196
预付款项、押金及其他资产	9,065	9,591	9,591	9,591	9,591
短期投资	41,830	49,436	49,436	49,436	49,436
受限制现金	4,256	8,760	8,760	8,760	8,760
分类为持作出售资产	88	-	-	-	-
存货	400	275	275	275	275
<b>流动资产合计</b>	<b>73,149</b>	<b>82,135</b>	<b>85,064</b>	<b>106,926</b>	<b>138,786</b>
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	3,979	5,376	5,625	5,824	6,123
无形资产	33,876	32,700	32,700	32,700	32,700
递延税项资产	445	590	590	590	590
按权益法列账的投资	2,103	2,284	2,284	2,284	2,284
按公允价值计量计入当期损益金融资产	6,242	7,166	7,166	7,166	7,166
预付款项、押金及其他资产	867	1,762	1,762	1,762	1,762
<b>非流动资产合计</b>	<b>47,512</b>	<b>49,878</b>	<b>50,127</b>	<b>50,325</b>	<b>50,624</b>
<b>总资产</b>	<b>120,662</b>	<b>132,013</b>	<b>135,190</b>	<b>157,251</b>	<b>189,410</b>
<b>流动负债</b>					
银行借贷	1,800	3,553	4,000	4,500	5,000
贸易应付账款	5,341	6,766	6,766	6,766	6,766
应付商家款项	7,596	7,495	9,570	15,150	20,662
交易用户预付款	3,226	3,856	3,856	3,856	3,856
交易用户押金	3,341	2,492	2,492	2,492	2,492
其他应付款项及应计费用	7,362	7,864	7,864	7,864	7,864
递延收入	3,158	4,567	4,567	4,567	4,567
<b>流动负债合计</b>	<b>31,825</b>	<b>36,593</b>	<b>38,629</b>	<b>43,834</b>	<b>48,988</b>
<b>非流动负债</b>					
借款	470	467	500	750	1,000
递延税项负债	1,196	1,388	1,388	1,388	1,388
递延收入	625	389	389	389	389
其他非流动负债	36	1,122	1,122	1,122	1,122
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,327</b>	<b>3,366</b>	<b>3,399</b>	<b>3,649</b>	<b>3,899</b>
<b>总负债</b>	<b>34,152</b>	<b>39,959</b>	<b>42,514</b>	<b>48,844</b>	<b>55,106</b>
股本	258,285	260,360	260,360	260,360	260,360
其他储备	(5,741)	(4,447)	(4,447)	(4,447)	(4,447)
累计亏损	(166,039)	(163,801)	(163,178)	(147,448)	(121,551)
<b>公司拥有人应占权益</b>	<b>86,504</b>	<b>92,112</b>	<b>92,735</b>	<b>108,465</b>	<b>134,362</b>
非控股权益	5	(58)	(58)	(58)	(58)
<b>总权益</b>	<b>86,510</b>	<b>92,054</b>	<b>92,677</b>	<b>108,407</b>	<b>134,304</b>
<b>现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	(9,180)	5,574	6,453	24,815	35,882
投资活动现金流量净额	(23,439)	(10,174)	(4,000)	(4,000)	(5,000)
融资活动所得现金流量净额	29,295	1,114	481	750	750
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(3,323)</b>	<b>(3,486)</b>	<b>2,934</b>	<b>21,565</b>	<b>31,632</b>
年初现金及现金等价物	19,409	17,044	13,396	16,330	37,896
汇率变动影响	958	(162)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>17,044</b>	<b>13,396</b>	<b>16,330</b>	<b>37,896</b>	<b>69,527</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼



浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

[jessie\\_huang@spdbi.com](mailto:jessie_huang@spdbi.com)

852-2808 6466

王奕昊

[stephy\\_wang@spdbi.com](mailto:stephy_wang@spdbi.com)

852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼