



美团 (3690.HK): 重注下的社区电商尚待观察, 下调至“持有”评级

截至3月26日, 公司股价从高点已回调约35%, 接近我们此前目标价326.0港元(2020.08)。但考虑到社区电商领域的政策不确定性、竞争激烈、短期内难以盈利等因素, 我们认为股价短期上涨空间有限, 下调至“持有”评级, 目标价维持326.0港元。

- 营收超预期, 社区电商投入导致亏损:** 美团四季度收入379亿人民币, 同比增长34.7%, 高市场预期3%。调整后净亏损为14.4亿, 市场预期亏损为9.7亿, 去年同期净利润22.7亿, 亏损主要受新业务拖累, 由于公司四季度在社区电商“美团精选”等加大投入所致。
- 餐饮外卖收入稳健增长, 到店酒旅逐步复苏:** 目前平台交易用户数为5.1亿, 同比增长13.3%; 活跃商家数约680万, 同比增长10.1%。分部业务来看, 餐饮外卖同比增长37%, 至215亿; 到店酒旅同比增长12.2%, 至71亿; 新业务同比增长51.9%, 至92亿。餐饮外卖交易金额和交易笔数分别同比增长39.4%和33.0%, 餐饮外卖变现率略下降至13.8%, 去年同期为14.0%。酒店间夜量同比增长8.8%, 高星级酒店间夜量占比提升至15%。
- 社区电商或导致2021年利润率承压:** 新业务本季度经营亏损超60亿, 其中过半来自于美团精选, 其次是美团买菜和共享单车等业务。新业务经营亏损率为-65%, 去年同期为-22%, 导致公司整体毛利率本季度下降约十个百分点, 至25%。公司大力推广社区电商“美团优选”, 目前覆盖2000多个市县, 但整体仍处于早期, 今年会继续加大投入, 我们预计公司未来几个季度利润率继续承压。
- 下调至“持有”评级和维持目标价326.0港元:** 考虑到社区电商领域的政策不确定性、竞争激烈、短期内难以盈利等, 我们认为股价短期上涨空间有限, 下调至“持有”评级, 基于分部加总法的目标价仍维持326港元。
- 投资风险:** 人力成本上升; 竞争激烈; 政策不确定性。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
营业收入	65,227	97,529	114,795	176,912	247,934
营收增速	92.3%	49.5%	17.7%	54.1%	40.1%
调整后净利润	(8,346)	4,657	3,121	(1,688)	11,437
调整后净利率	-12.8%	4.8%	2.7%	-1.0%	4.6%
调整后EPS (人民币元)	(3.06)	0.79	0.53	(0.29)	1.93
调整后PE(x)	(95.7)	372.9	556.5	(1,028.6)	151.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2021年3月29日

评级 **持有**

目标价 (港元)	326.0
潜在升幅/降幅	+7.9%
目前股价 (港元)	302.0
52周内股价区间 (港元)	85.3-460.0
总市值 (百万港元)	1,778,334
近3月日均成交额 (百万港元)	8,982

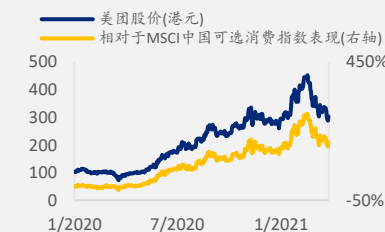
注: 截至2021年3月26日收盘价

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

相关报告:

《美团点评 (3690.HK): 2Q20 业绩: 外卖利润显著提升, 远超预期》(2020-08-28)

《美团点评 (3690.HK): 有限半径, 无限覆盖》(2020-06-10)

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	114,795	176,912	247,934
销售成本	(50,122)	(65,208)	(80,744)	(125,665)	(167,701)
毛利率	23.2%	33.1%	29.7%	29.0%	32.4%
销售费用	(15,872)	(18,819)	(20,883)	(32,362)	(44,200)
销售费用率	24.3%	19.3%	18.2%	18.3%	17.8%
研发费用	(7,072)	(8,446)	(10,893)	(16,913)	(18,851)
研发费用率	10.8%	8.7%	9.5%	9.6%	7.6%
管理费用	(5,610)	(4,402)	(5,594)	(8,394)	(8,934)
管理费用率	8.6%	4.5%	4.9%	4.7%	3.6%
营业利润	(11,086)	2,680	4,330	(6,421)	8,249
财务费用	(45)	(191)	(370)	(300)	(400)
财务费用率	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
其他费用	(104,654)	107	264	-	-
税前利润	(115,491)	2,762	4,438	(6,221)	8,749
所得税	(2)	(526)	270	933	(1,312)
有效所得税率	0.0%	19.0%	-6.1%	15.0%	15.0%
税后利润	(115,493)	2,236	4,708	(5,288)	7,437
少数股东权益	-	-	-	-	-
归属于普通股股东净利润	(115,493)	2,236	4,708	(5,288)	7,437
净利润率	-177.1%	2.3%	4.1%	-3.0%	3.0%

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	17,094	14,521	28,492
应收款项	466	677	1,031	983	1,305
短期投资	41,830	49,436	43,999	43,999	43,999
存货	400	275	466	466	466
流动资产合计	73,149	82,135	88,306	85,685	99,979
固定资产	3,979	5,376	13,917	14,116	14,415
无形资产	33,876	32,700	31,676	31,676	31,676
预付款项	867	1,762	8,789	8,789	8,789
长期投资	8,345	9,450	23,438	23,438	23,438
非流动资产合计	47,512	49,878	78,269	78,468	78,767
资产总计	120,662	132,013	166,575	164,153	178,745
短期借款	1,800	3,553	6,395	4,500	4,500
贸易应付账款	5,341	6,766	11,967	11,967	11,967
应付商家款项	7,596	7,495	9,415	15,384	22,539
交易用户预付款及押金	6,568	6,348	6,530	6,530	6,530
流动负债合计	31,825	36,593	51,148	55,221	62,377
长期借款	470	467	1,957	750	750
递延税项负债	1,196	1,388	756	756	756
非流动负债合计	2,327	3,366	17,793	16,585	16,585
负债总计	34,152	39,959	68,941	71,807	78,963
普通股股东权益	86,504	92,112	97,693	92,405	99,841
少数股东权益	5	(58)	(59)	(59)	(59)
总权益	86,510	92,054	97,634	92,346	99,783
负债和所有者权益合计	120,662	132,013	166,575	164,153	178,745

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

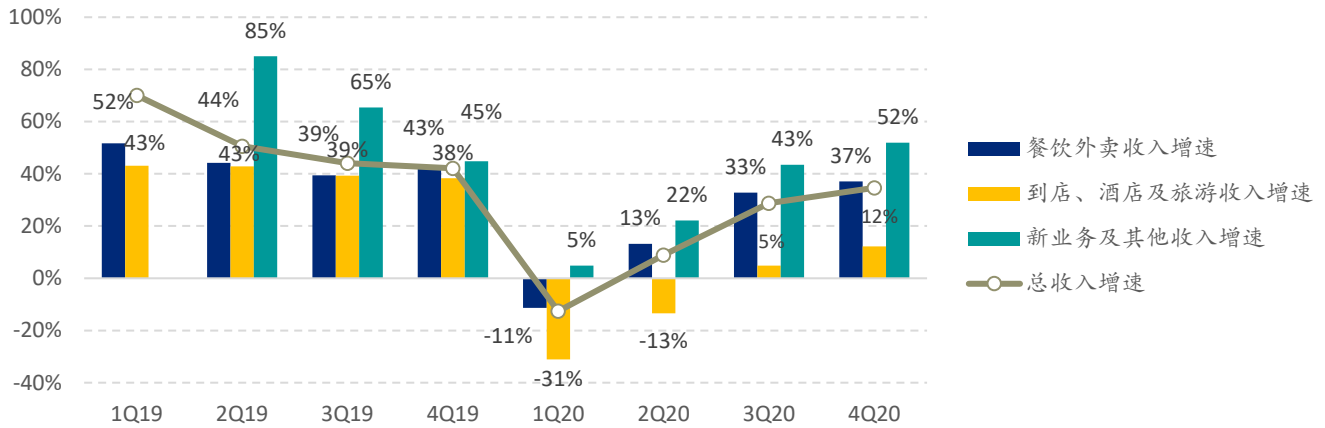
现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	(115,491)	2,762	4,438	(6,221)	8,749
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)	1,565	6,017	6,834
支付税费	(199)	(463)	270	933	(1,312)
经营现金流	(9,180)	5,574	10,024	4,530	18,971
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	-	-	-
投资现金流	(23,439)	(10,174)	(4,000)	(4,000)	(5,000)
借款, 净额	1248	1390	4333.209	-3102.47	0
财务成本	(62)	(219)	-	-	-
支付股息	(4)	-	-	-	-
融资现金流	29,295	1,114	4,333	(3,102)	-
现金及现金等价物净流量	(3,323)	(3,486)	4,661	(2,573)	13,971
年初现金及现金等价物	19,409	17,044	13,396	17,094	14,521
汇率变动影响	958	(162)	(964)	-	-
年末现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	14,521	28,492

主要财务比率

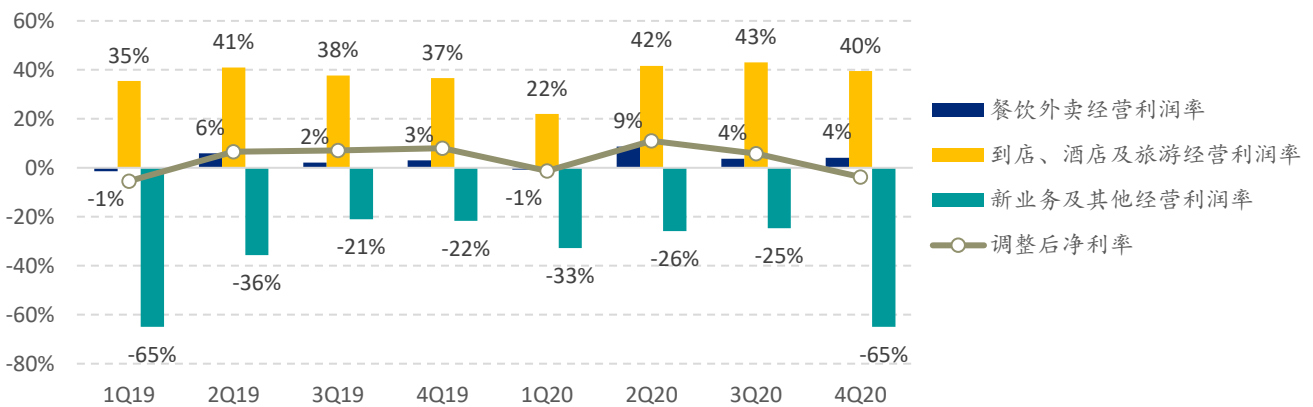
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					
每股收益	(42.40)	0.39	0.82	(0.92)	1.29
每股自由现金流	(4.18)	0.45	1.04	0.09	2.42
每股账面价值	31.76	15.97	16.94	16.02	17.31
估值 (倍)					
调整后目标P/E	(95.7)	372.9	556.5	(1,028.6)	151.8
目标P/B	9.2	18.9	17.8	18.8	17.4
目标P/S	12.2	17.8	15.1	9.8	7.0
盈利能力比率					
毛利率	23.2%	33.1%	29.7%	29.0%	32.4%
经营利润率	-17.0%	2.7%	3.8%	-3.6%	3.3%
净利率	-177.1%	2.3%	4.1%	-3.0%	3.0%
ROE	-502.7%	2.5%	5.0%	-5.6%	7.7%
盈利增长					
营业收入增长率	92.3%	49.5%	17.7%	54.1%	40.1%
营业利润增长率	189.8%	N/A	61.6%	N/A	N/A
净利润增长率	508.3%	N/A	110.5%	N/A	N/A
偿债能力指标					
资产负债率	28.3%	30.3%	41.4%	43.7%	44.2%
现金比率	53.6%	36.6%	33.4%	26.3%	45.7%
流动比率	229.8%	224.5%	172.6%	155.2%	160.3%

图表 2: 美团分部业务收入增速



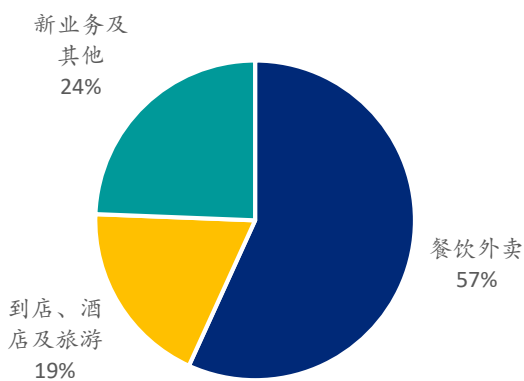
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 美团分部业务经营利润率及整体调整后净利率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美团分部业务占比 (4Q20)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 美团估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	2021E		估值方法		估值
	收入	经营利润	P/E	P/S	
餐饮外卖	103,762			8	830,100
到店、酒店和旅游	29,237	12,279	30		368,382
新业务	43,912			10	439,124
市值(人民币 百万)					1,735,176
港元/人民币					0.86
市值(港元 百万)					1,904,193
股数(百万)					5,845
目标价(港元)					326

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (当地货币)	P/S	P/E(市盈率)			
					2019	2020	2021E	2022E
US BABA US EQUITY	阿里巴巴	602,990	216.0	4.4	N/A	N/A	21.7	18.8
HK 700 HK EQUITY	腾讯	765,655	620.0	8.5	34.1	28.2	33.0	26.8
HK 3690 HK EQUITY	美团	228,892	302.0	8.3	233.6	306.2	228.0	70.0
CH 002352 CH EQUITY	顺丰	57,374	82.4	1.9	28.2	53.8	42.1	33.5
US TCOM US EQUITY	携程	22,781	37.9	6.1	28.9	N/A	87.0	22.9
HK 780 HK EQUITY	同程艺龙	4,953	17.6	3.7	37.9	84.2	20.5	15.3
US UBER US EQUITY	UBER	100,155	53.9	6.3	N/A	N/A	N/A	N/A
US GRUB US EQUITY	GRUBHUB	5,700	61.1	2.6	N/A	N/A	115.3	54.0
US GRPN US EQUITY	Groupon	1,384	47.8	1.4	37.9	N/A	147.4	14.0
平均				4.8	66.8	118.1	86.9	31.9

注: E= Bloomberg; N/A 代表公司亏损或未有年报或无一致预测, 3月26日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 美团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
3690 HK Equity	美团	302.0	持有	326.0	29/3/2021	本地生活服务
700 HK Equity	腾讯	620.0	买入	700.0	13/11/2020	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	216.0	买入	335.0	27/8/2020	电商
1024 HK Equity	快手	280.0	持有	310.0	15/3/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	17.6	买入	18.0	10/9/2020	OTA
8083 HK Equity	有赞	2.5	买入	4.0	2/3/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	17.8	买入	15.7	21/12/2020	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	51.5	买入	52.0	21/12/2020	SaaS
600588 CH Equity	用友	35.2	买入	54.0	21/12/2020	SaaS
268 HK Equity	金蝶	24.4	买入	31.0	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	35.8	买入	58.0	21/12/2020	SaaS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 26 日收盘价

图表 9: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
损益表					
餐饮外卖	38,143	54,843	66,265	103,762	145,583
到店酒店	15,840	22,275	21,252	29,237	34,595
新业务	11,244	20,410	27,277	43,912	67,757
收入合计	65,227	97,529	114,795	176,912	247,934
同比增长	92%	50%	18%	54%	40%
成本	(50,122)	(65,208)	(80,744)	(125,665)	(167,701)
毛利润	15,105	32,320	34,050	51,247	80,233
毛利率	23%	33%	30%	29%	32%
销售费用	(15,872)	(18,819)	(20,883)	(32,362)	(44,200)
研发费用	(7,072)	(8,446)	(10,893)	(16,913)	(18,851)
管理费用	(5,610)	(4,402)	(5,594)	(8,394)	(8,934)
其他	2,363	2,026	7,649	-	-
营业利润	(11,086)	2,680	4,330	(6,421)	8,249
营业利润率	-17%	3%	4%	-4%	3%
利息收入	294	166	214	500	900
融资成本	(45)	(191)	(370)	(300)	(400)
其他	(104,654)	107	264	-	-
税前利润	(115,491)	2,762	4,438	(6,221)	8,749
所得税开支	(2)	(526)	270	933	(1,312)
税后利润	(115,493)	2,236	4,708	(5,288)	7,437
净利润率	-177%	2%	4%	-3%	3%
非控股权益	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	(115,493)	2,236	4,708	(5,288)	7,437
<i>非通用会计准则</i>					
以股份为基础的酬金	1,865	2,191	3,277	3,600	4,000
调整后经营利润	(9,221)	4,871	7,608	(2,821)	12,249
调整后经营利润率	-14%	5%	7%	-2%	5%
调整后净利润	(8,346)	4,657	3,121	(1,688)	11,437
调整后净利润率	-13%	5%	3%	-1%	5%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 10: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
资产负债表					
流动资产					
现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	14,521	28,492
应收账款及其他应收	466	677	1,031	983	1,305
预付款项、押金及其他资产	9,065	9,591	12,940	12,940	12,940
短期投资	41,830	49,436	43,999	43,999	43,999
受限制现金	4,256	8,760	12,776	12,776	12,776
分类为持作出售资产	88	-	-	-	-
存货	400	275	466	466	466
流动资产合计	73,149	82,135	88,306	85,685	99,979
非流动资产					
物业、厂房及设备	3,979	5,376	13,917	14,116	14,415
无形资产	33,876	32,700	31,676	31,676	31,676
递延税项资产	445	590	449	449	449
按权益法列账的投资	2,103	2,284	13,181	13,181	13,181
按公允价值计量计入当期损益金融资产	6,242	7,166	10,257	10,257	10,257
预付款项、押金及其他资产	867	1,762	8,789	8,789	8,789
非流动资产合计	47,512	49,878	78,269	78,468	78,767
总资产	120,662	132,013	166,575	164,153	178,745
流动负债					
银行借贷	1,800	3,553	6,395	4,500	4,500
贸易应付账款	5,341	6,766	11,967	11,967	11,967
应付商家款项	7,596	7,495	9,415	15,384	22,539
交易用户预付款	3,226	3,856	4,308	4,308	4,308
交易用户押金	3,341	2,492	2,222	2,222	2,222
其他应付款项及应计费用	7,362	7,864	10,557	10,557	10,557
递延收入	3,158	4,567	5,053	5,053	5,053
流动负债合计	31,825	36,593	51,148	55,221	62,377
非流动负债					
借款	470	467	1,957	750	750
递延税项负债	1,196	1,388	756	756	756
递延收入	625	389	167	167	167
其他非流动负债	36	1,122	14,913	14,913	14,913
非流动负债合计	2,327	3,366	17,793	16,585	16,585
总负债	34,152	39,959	68,941	71,807	78,963
股本	258,285	260,360	263,155	263,155	263,155
其他储备	(5,741)	(4,447)	(6,262)	(6,262)	(6,262)
累计亏损	(166,039)	(163,801)	(159,201)	(164,489)	(157,052)
公司拥有人应占权益	86,504	92,112	97,693	92,405	99,841
非控股权益	5	(58)	(59)	(59)	(59)
总权益	86,510	92,054	97,634	92,346	99,783
现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	(9,180)	5,574	8,475	4,530	18,971
投资活动现金流量净额	(23,439)	(10,174)	(21,232)	(4,000)	(5,000)
融资活动所得现金流量净额	29,295	1,114	17,418	(3,102)	-
现金及现金等价物增加净额	(3,323)	(3,486)	4,661	(2,573)	13,971
年初现金及现金等价物	19,409	17,044	13,396	17,094	14,521
汇率变动影响	958	(162)	(964)	-	-
年末现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	14,521	28,492

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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(腾讯 700.HK)在过去 12 个月内有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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼