



美团(3690.HK): 响应服务业纾困举措, 外卖业务短期承压

近日, 发改委等部门提出引导外卖等互联网平台下调餐饮业商户服务费标准, 公司外卖收入短期或受到一定负面影响。此外, 骑手成本以及社区零售投入等因素, 也使得盈利承压, 我们认为, 仍需等待更好投资时机, 维持“持有”评级, 调整目标价至 202 港元。

- 发改委引导外卖平台下调商户服务费:** 近日, 发改委等部门印发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》, 其中提出引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准, 降低相关餐饮企业经营成本, 对疫情中高风险地区内的餐饮企业, 给予阶段性商户服务费优惠。
- 公司外卖收入或受短期影响:** 尽管此次政策并非针对互联网外卖平台强化监管, 而是意在为受疫情影响的服务业纾困, 但预计短期仍将对公司外卖业务造成一定影响, 而影响持续时长或取决于整体餐饮行业的复苏情况。目前, 公司外卖业务处于微盈利状态, 整体变现率为 13.4%, 其中佣金率约 12%, 下调空间有限, 公司或通过佣金返还和流量优惠等多种措施相结合, 对中小商户予以扶持。
- 社区电商仍需大量投入, 利润率承压:** 公司新业务在 2021 年三季度亏损持续扩大, 经营亏损达到 109 亿人民币, 经营利润率为 -79.5%。社区电商仍然是公司投资的重点领域, 我们看好公司在社区电商的长线布局, 以获得在餐饮外卖外的新流量入口, 但前期的大量投入及激烈的市场竞争, 预计将导致公司未来几个季度利润端继续承压。
- 维持“持有”评级和调整目标价至 202 港元:** 考虑到公司外卖业务面临的政策不确定性, 预料短期收入承压; 此外, 骑手成本以及社区零售投入等因素, 也使得短期盈利承压。因此, 我们下调了 2022E-2023E 收入和盈利预测, 我们认为仍需等待更好的投资时机, 维持“持有”评级, 调整目标价至 202 港元, 对应 2022E/2023E 年 4.3x/ 3.3x 的 P/S。
- 投资风险:** 人力成本上升; 消费疲软; 竞争激烈; 政策不确定性。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	97,529	114,795	179,180	236,259	309,213
经营利润	2,680	4,330	(23,823)	(14,892)	285
调整后净利润	4,657	3,121	(16,004)	(8,873)	6,627
目标 PS(x)			5.6	4.3	3.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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

2022 年 2 月 23 日

评级

持有

目标价 (港元)	202
潜在升幅/降幅	14%
目前股价 (港元)	176.6
52 周内股价区间 (港元)	166.8-408.2
总市值 (百万港元)	1,083,788
近 3 月日均成交额 (百万港元)	5,251

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	97,529	114,795	179,180	236,259	309,213
收入成本	(65,208)	(80,744)	(137,534)	(176,730)	(219,403)
毛利	32,320	34,050	41,646	59,529	89,810
研发费用	(8,446)	(10,893)	(16,555)	(20,082)	(24,737)
销售费用	(18,819)	(20,883)	(39,358)	(42,527)	(50,874)
管理费用	(4,339)	(5,594)	(8,656)	(11,813)	(13,915)
其他营业费用	1,963	7,649	(898)	-	-
经营盈利	2,680	4,330	(23,823)	(14,892)	285
利息收益	(25)	(156)	(360)	500	375
投资及其他收益	107	264	309	-	-
除税前盈利	2,762	4,438	(23,873)	(14,392)	660
所得税开支	(526)	270	308	720	(33)
持续经营净利润	2,236	4,708	(23,566)	(13,673)	627
年度盈利	2,236	4,708	(23,566)	(13,673)	627
少数股东权益	(3)	(1)	2	-	-
本公司权益持有人	2,239	4,708	(23,568)	(13,673)	627
调整后净利润	4,657	3,121	(16,004)	(8,873)	6,627

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
除税前盈利	2,762	4,438	(23,873)	(14,392)	660
折旧及摊销	4,846	5,194	6,723	7,601	9,369
股权激励费用	2,191	3,277	4,560	4,800	6,000
其他调整项	(1,579)	(6,330)	-	-	-
营运资金变动	(2,645)	1,896	7,669	5,279	5,674
经营现金流	5,574	8,475	(4,921)	3,287	21,702
固定资产	(2,923)	(10,943)	(8,540)	(11,261)	(14,738)
无形资产	(15)	(23)	(36)	(47)	(62)
短期投资	(6,906)	2,679	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其他投资现金流	(330)	(12,945)	-	-	-
投资现金流	(10,174)	(21,232)	(10,576)	(13,308)	(16,800)
借款净额	3,640	10,900	-	3,000	5,000
其他融资现金流	(2,526)	6,518	64,650	-	-
融资现金流	1,114	17,418	64,650	3,000	5,000
汇率变动影响	(162)	(964)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(3,648)	3,697	49,152	(7,021)	9,903
年初现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	66,246	59,225
年末现金及现金等价物	13,396	17,094	66,246	59,225	69,128

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	13,396	17,094	66,246	59,225	69,128
应收款项	677	1,031	1,609	2,122	2,777
短期投资	49,436	43,999	45,999	47,999	49,999
其他流动资产	18,626	26,182	26,351	26,369	26,365
流动资产合计	82,135	88,306	140,206	135,716	148,269
固定资产	5,376	13,917	15,734	19,394	24,764
无形资产	32,700	31,676	31,712	31,759	31,821
长期投资	9,650	24,657	24,657	24,657	24,657
其他非流动资产	2,152	8,018	8,018	8,018	8,018
非流动资产合计	49,878	78,269	80,122	83,829	89,260
资产总计	132,013	166,575	220,328	219,545	237,529
短期借款	3,553	6,395	6,395	9,395	14,395
应付账款	6,766	11,967	20,384	26,193	32,517
其他流动负债	26,274	32,786	32,786	32,786	32,786
流动负债合计	36,593	51,148	59,564	68,374	79,698
长期借款	467	1,957	1,957	1,957	1,957
其他非流动负债	2,899	15,835	15,835	15,835	15,835
非流动负债合计	3,366	17,793	17,793	17,793	17,793
负债总计	39,959	68,941	77,357	86,166	97,491
股本溢价	260,360	263,156	327,806	327,806	327,806
保留盈利及其他	(168,248)	(165,463)	(184,776)	(194,369)	(187,709)
本公司权益持有人应占权益	92,112	97,693	143,029	133,437	140,097
非控制性权益	(58)	(59)	(59)	(59)	(59)
权益总额	92,054	97,634	142,971	133,378	140,038

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	49.5%	17.7%	56.1%	31.9%	30.9%
毛利增速	114.0%	5.4%	22.3%	42.9%	50.9%
经营利润增速	NM	61.6%	NM	-37.5%	NM
净利润增速	NM	110.5%	NM	-42.0%	NM
调整后净利润增速	NM	-33.0%	NM	-44.6%	NM
盈利能力比率					
毛利率	33.1%	29.7%	23.2%	25.2%	29.0%
经营利润率	2.7%	3.8%	-13.3%	-6.3%	0.1%
净利率	2.3%	4.1%	-13.2%	-5.8%	0.2%
调整后净利率	4.8%	2.7%	-8.9%	-3.8%	2.1%
每股指标 (元)					
基本EPS	0.4	0.8	-3.8	-2.2	0.1
摊薄EPS	0.4	0.8	-3.8	-2.2	0.1
调整后EPS	0.8	0.5	-2.6	-1.4	1.1
估值 (倍)					
调整后目标P/E			N/A	N/A	152.4
目标P/S			5.6	4.3	3.3
目标P/B			13.1	11.7	10.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 美团估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E		估值方法		
	收入	经营利润	P/E	P/S	估值
餐饮外卖	120,799			3	362,397
到店、酒店和旅游	40,533	17,347	20		346,938
新业务	74,927			4	299,710
市值(人民币 百万)					1,009,045
港元/人民币					0.82
市值(港元 百万)					1,238,092
股数(百万)					6,135
目标价(港元)					202

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	行业	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	年初至今 股价变动 (%)	P/S(市销率)			P/E(市盈率)		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
3690 HK Equity	美团	本地生活	138,880	176.60	-21.65	4.9	3.6	2.8	N/A	N/A	82.3
UBER US Equity	Uber	外卖、出行	65,343	33.68	-19.68	3.7	2.4	1.9	N/A	N/A	83.4
DASH US Equity	DoorDash	外卖	31,963	93.17	-37.43	6.5	5.4	4.4	N/A	N/A	146.5
DMER GR Equity	Delivery Hero	外卖	13,002	45.65	-53.92	1.7	1.2	0.9	N/A	N/A	N/A
TKWY NA Equity	Just Eat	外卖	8,099	33.57	-31.53	1.4	1.1	0.9	N/A	N/A	N/A
ROO LN Equity	Deliveroo	外卖	3,194	126.50	-39.68	1.3	1.0	0.8	N/A	N/A	N/A
平均						3.3	2.5	2.0	N/A	N/A	104.1
9961 HK Equity	携程	OTA	17,807	218.00	14.26	5.8	4.6	3.3	188.8	49.9	20.4
780 HK Equity	同程旅行	OTA	4,365	15.36	6.37	3.7	2.8	2.3	23.3	18.4	13.3
平均						4.7	3.7	2.8	106.0	34.1	16.8
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	306,143	112.93	-4.93	2.7	2.2	1.9	10.9	13.9	12.4
JD US Equity	京东	电商	110,657	70.98	1.30	0.7	0.6	0.5	44.2	36.3	24.6
PDD US Equity	拼多多	电商	68,179	54.40	-6.69	4.4	3.3	2.5	76.4	41.0	22.0
平均						2.6	2.1	1.7	43.8	30.4	19.7

E=Bloomberg 一致预期, 港股/A 股截至 2 月 23 日收盘, 美股截至 2 月 22 日收盘价, 欧洲市场为 2 月 23 日盘中价格

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 美团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

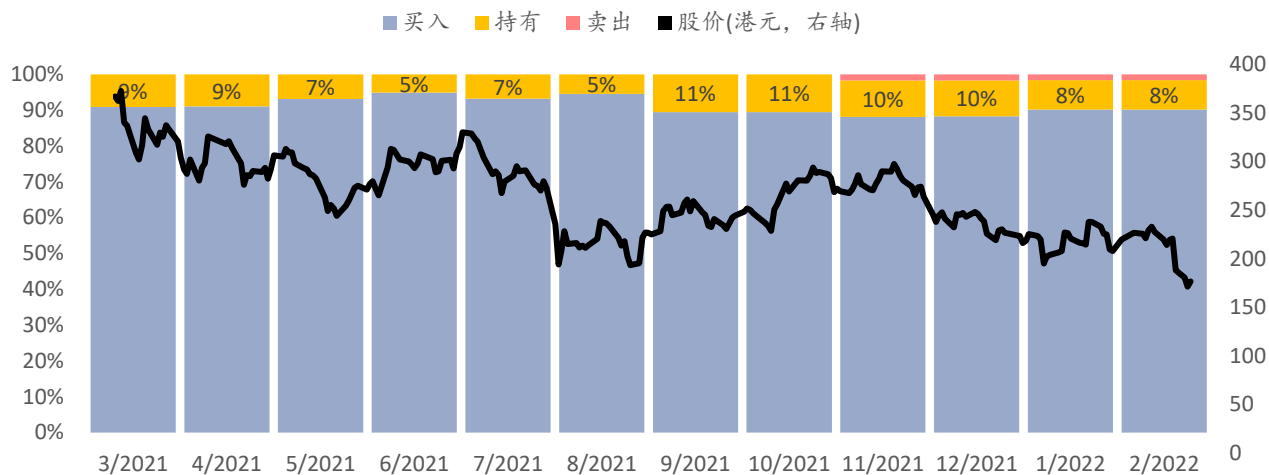
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	445.00	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	112.40	买入	168.00	23/11/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	112.93	买入	172.00	23/11/2021	电商
3690 HK Equity	美团	176.60	持有	202.00	23/2/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	91.65	买入	123.00	24/11/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	248.60	买入	678.00	23/11/2021	中视频、游戏
BILI US Equity	哔哩哔哩	31.04	买入	87.00	23/11/2021	中视频、游戏
780 HK Equity	同程旅行	15.36	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.25	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	5.39	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.10	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	32.73	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	19.24	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	16.58	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	125.72	买入	211.00	17/2/2022	游戏、电商

注: 港股/A股截至2月23日收盘, 美股截至2月22日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 美团市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 美团 SPDBI 情景假设



乐观情景: 收入利润好于预期
(概率: 20%)

目标价: 283 港元

- 消费复苏推动收入增长好于预期;
- 新业务运营效率改善好于预期。

悲观情景: 收入利润持续承压
(概率: 20%)

目标价: 121 港元

- 消费疲软导致收入增长低于预期;
- 新业务亏损仍保持高位。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
收入	97,529	114,795	179,180	236,259	309,213
收入成本	(65,208)	(80,744)	(137,534)	(176,730)	(219,403)
毛利	32,320	34,050	41,646	59,529	89,810
研发费用	(8,446)	(10,893)	(16,555)	(20,082)	(24,737)
销售费用	(18,819)	(20,883)	(39,358)	(42,527)	(50,874)
管理费用	(4,339)	(5,594)	(8,656)	(11,813)	(13,915)
其他营业费用	1,963	7,649	(898)	-	-
经营盈利	2,680	4,330	(23,823)	(14,892)	285
利息收益	(25)	(156)	(360)	500	375
投资及其他收益	107	264	309	-	-
除税前盈利	2,762	4,438	(23,873)	(14,392)	660
所得税开支	(526)	270	308	720	(33)
持续经营净利润	2,236	4,708	(23,566)	(13,673)	627
年度盈利	2,236	4,708	(23,566)	(13,673)	627
少数股东权益	(3)	(1)	2	-	-
本公司权益持有人	2,239	4,708	(23,568)	(13,673)	627

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 9: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
现金及现金等价物	13,396	17,094	66,246	59,225	69,128
应收款项	677	1,031	1,609	2,122	2,777
短期投资	49,436	43,999	45,999	47,999	49,999
其他流动资产	18,626	26,182	26,351	26,369	26,365
流动资产合计	82,135	88,306	140,206	135,716	148,269
固定资产	5,376	13,917	15,734	19,394	24,764
无形资产	32,700	31,676	31,712	31,759	31,821
长期投资	9,650	24,657	24,657	24,657	24,657
其他非流动资产	2,152	8,018	8,018	8,018	8,018
非流动资产合计	49,878	78,269	80,122	83,829	89,260
资产总计	132,013	166,575	220,328	219,545	237,529
负债					
短期借款	3,553	6,395	6,395	9,395	14,395
应付账款	6,766	11,967	20,384	26,193	32,517
其他流动负债	26,274	32,786	32,786	32,786	32,786
流动负债合计	36,593	51,148	59,564	68,374	79,698
长期借款	467	1,957	1,957	1,957	1,957
其他非流动负债	2,899	15,835	15,835	15,835	15,835
非流动负债合计	3,366	17,793	17,793	17,793	17,793
负债总计	39,959	68,941	77,357	86,166	97,491
所有者权益					
股本溢价	260,360	263,156	327,806	327,806	327,806
保留盈利及其他	(168,248)	(165,463)	(184,776)	(194,369)	(187,709)
本公司权益持有人应占权益	92,112	97,693	143,029	133,437	140,097
非控制性权益	(58)	(59)	(59)	(59)	(59)
权益总额	92,054	97,634	142,971	133,378	140,038
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	5,574	8,475	(4,921)	3,287	21,702
投资活动现金流量净额	(10,174)	(21,232)	(10,576)	(13,308)	(16,800)
融资活动所得现金流量净额	1,114	17,418	64,650	3,000	5,000
现金及现金等价物增加净额	(3,486)	4,661	49,152	(7,021)	9,903
汇率变动影响	(162)	(964)	-	-	-
年初现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	66,246	59,225
年末现金及现金等价物	13,396	17,094	66,246	59,225	69,128

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

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

