



美团 (3690.HK): 复苏趋势明朗, 上调至“买入”评级

本地生活服务是我们下半年看好的细分板块之一 (详见 [互联网行业 2022 中期展望](#))，疫情受控后，业绩修复确定性高。我们曾在 2021 年 3 月将公司下调至“持有”评级，主要考虑到社区电商业务竞争激烈和政策不确定性。目前，竞争格局趋于明朗，公司在新业务亏损持续收窄。我们上调至“买入”评级，上调目标价至 233 港元。

· **业绩彰显韧性，期待疫情后业绩复苏：**虽然一季度整体宏观环境因疫情承压，但公司业务展现强劲韧性。一季度收入 463 亿人民币，同比增长 25%，高于市场预期 2.2%。调整后净亏损为 36 亿人民币，调整后净亏损率为 7.8%，市场预期调整后净亏损为 46 亿。核心业务方面，**餐饮外卖业务**保持稳健增长，收入同比增长 17% 至 242 亿，交易用户数同比增长 22% 至 6.9 亿，餐饮外卖交易笔数同比增长 16% 至 33.6 亿。外卖业务利润率亦同比改善，经营利润率同比提升 1.1 个百分点至 6.5%。**到店酒旅收入**为 76 亿，同比增长 16%，受疫情反复的影响，用户对长途和商务出行的需求受到明显抑制，普遍转向本地服务消费。国内酒店间夜量录得个位数百分比同比下滑，表现优于同业。

· **加大新业务投入，亏损率持续收窄：**在疫情防控的大背景下，团购、闪购等业务得到了高速增长。新业务及其他收入为 145 亿人民币，同比上升 47%，美团闪购订单量同比增长近 70%，美团买菜订单量同比增长近 120%。公司表示，将继续提升供应链能力及丰富商品品类，以满足用户不断变化的需求。商品零售仍是未来公司的投入重点领域，长远将发展成为另一个主要消费渠道。此外，在收入保持高速增长的同时，新业务的调整后亏损率同比持续收窄，一季度经营亏损率同比收窄 19.3 个百分点至 62.3%。

· **提升至“买入”评级，上调目标价至 233 港元：**本地生活服务行业高频刚需，随着疫情逐渐得到控制，我们看好公司下半年业绩持续修复，上调至“买入”评级；由于复苏确定性较高，我们上调了整体估值，得到目标价至 233 港元，对应 2022E/2023E 年 5.7x/ 4.5x 的 P/S。

· **投资风险：**人力成本上升；疫情反复导致宏观经济放缓；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	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	114,795	179,128	214,384	272,029	334,185
经营利润	4,330	(23,127)	(18,816)	(816)	13,367
调整后净利润	3,121	(15,572)	(10,693)	7,438	21,174
目标 PS(x)			5.7	4.5	3.7

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 6 月 14 日

评级

买入

目标价 (港元)	233
潜在升幅/降幅	24%
目前股价 (港元)	188.2
52 周内股价区间 (港元)	103.5-338
总市值 (百万港元)	1,163,850
近 3 月日均成交额 (百万港元)	6,640

市场预期区间



股价表现



截至 2022 年 6 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



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	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	114,795	179,128	214,384	272,029	334,185
收入成本	(80,744)	(136,654)	(163,078)	(190,420)	(228,917)
毛利	34,050	42,474	51,306	81,609	105,268
研发费用	(10,893)	(16,676)	(20,009)	(23,122)	(26,735)
销售费用	(20,883)	(40,683)	(39,366)	(46,245)	(50,128)
管理费用	(5,594)	(8,613)	(10,718)	(13,057)	(15,038)
其他营业费用	7,649	370	(27)	-	-
经营盈利	4,330	(23,127)	(18,816)	(816)	13,367
利息收益	(156)	(585)	155	150	150
投资及其他收益	264	146	46	-	-
除税前盈利	4,438	(23,566)	(18,614)	(666)	13,517
所得税开支	270	30	698	33	(2,028)
持续经营净利润	4,708	(23,536)	(17,916)	(633)	11,490
年度盈利	4,708	(23,536)	(17,916)	(633)	11,490
少数股东权益	(1)	2	(0)	-	-
本公司权益持有人	4,708	(23,538)	(17,916)	(633)	11,490
调整后净利润	3,121	(15,572)	(10,693)	7,438	21,174

现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
除税前盈利	4,438	(23,566)	(18,614)	(666)	13,517
折旧及摊销	5,194	8,928	14,636	12,083	13,006
股权激励费用	3,277	5,194	6,725	8,071	9,685
其他调整项	(6,330)	(1,776)	-	-	-
营运资金变动	1,896	7,209	2,611	2,500	3,673
经营现金流	8,475	(4,011)	5,357	21,988	39,882
固定资产	(10,943)	(8,904)	(10,657)	(13,522)	(16,612)
无形资产	(23)	-	-	-	-
短期投资	2,679	(44,744)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其他投资现金流	(12,945)	(4,843)	-	-	-
投资现金流	(21,232)	(58,492)	(12,657)	(15,522)	(18,612)
借款净额	10,900	25,346	3,000	5,000	5,000
其他融资现金流	6,518	53,252	-	-	-
融资现金流	17,418	78,598	3,000	5,000	5,000
汇率变动影响	(964)	(675)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	3,697	15,420	(4,299)	11,466	26,270
年初现金及现金等价物	13,396	17,094	32,513	28,214	39,680
年末现金及现金等价物	17,094	32,513	28,214	39,680	65,950

资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	17,094	32,513	28,214	39,680	65,950
应收款项	1,031	1,793	2,146	2,723	3,345
短期投资	43,999	84,282	86,282	88,282	90,282
其他流动资产	26,182	29,240	29,209	29,166	29,143
流动资产合计	88,306	147,829	145,851	159,851	188,720
固定资产	13,917	22,814	18,835	20,275	23,880
无形资产	31,676	31,049	31,049	31,049	31,049
长期投资	24,657	34,202	34,202	34,202	34,202
其他非流动资产	8,018	4,760	4,760	4,760	4,760
非流动资产合计	78,269	92,825	88,846	90,285	93,890
资产总计	166,575	240,653	234,697	250,136	282,610
短期借款	6,395	11,565	14,565	19,565	24,565
应付账款	11,967	15,166	18,098	21,133	25,405
其他流动负债	32,786	41,862	41,862	41,862	41,862
流动负债合计	51,148	68,593	74,525	82,560	91,832
长期借款	1,957	12,220	12,220	12,220	12,220
其他非流动负债	15,835	34,284	34,284	34,284	34,284
非流动负债合计	17,793	46,504	46,504	46,504	46,504
负债总计	68,941	115,097	121,029	129,063	138,336
股本溢价	263,156	311,222	311,222	311,222	311,222
保留盈利及其他	(165,463)	(185,608)	(197,497)	(190,092)	(166,890)
本公司权益持有人应占权益	97,693	125,613	113,725	121,129	144,331
非控制性权益	(59)	(57)	(57)	(57)	(57)
权益总额	97,634	125,557	113,668	121,073	144,275

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
盈利增速					
营业收入增速	17.7%	56.0%	19.7%	26.9%	22.8%
毛利润增速	5.4%	24.7%	20.8%	59.1%	29.0%
经营利润增速	61.6%	NM	-18.6%	-95.7%	NM
净利润增速	110.5%	NM	-23.9%	-96.5%	NM
调整后净利润增速	-33.0%	NM	-31.3%	NM	184.7%
盈利能力比率					
毛利率	29.7%	23.7%	23.9%	30.0%	31.5%
经营利润率	3.8%	-12.9%	-8.8%	-0.3%	4.0%
净利率	4.1%	-13.1%	-8.4%	-0.2%	3.4%
调整后净利率	2.7%	-8.7%	-5.0%	2.7%	6.3%
每股指标 (元)					
基本EPS	0.8	-3.9	-2.9	-0.1	1.9
摊薄EPS	0.8	-3.9	-2.9	-0.1	1.9
调整后EPS	0.5	-2.6	-1.7	1.2	3.4
估值 (倍)					
调整后目标P/E			N/A	164.6	57.8
目标P/S			5.7	4.5	3.7
目标P/B			10.1	9.5	8.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 美团-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E		估值方法		估值
	收入	经营利润	P/E (x)	P/S (x)	
餐饮外卖	113,146			5	565,731
到店、酒店和旅游	33,587	15,128	30		453,836
新业务	67,650			3	202,951
市值(人民币 百万)					1,222,518
港元/人民币					0.850
市值(港元 百万)					1,438,257
股数(百万)					6,183
目标价(港元)					233

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 美团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 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	377.00	买入	450.00	19/5/2022	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	103.80	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	98.52	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	188.20	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	86.50	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	196.90	买入	259.00	14/6/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.49	买入	33.00	14/6/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程艺龙	15.28	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.22	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	5.21	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	29.70	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友	19.28	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	16.56	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	10.40	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	70.62	买入	140.00	18/5/2022	游戏、电商

注：港股、A 股港股截至 6 月 13 日收盘价；美股截至 6 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg、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

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

