



美团 (3690.HK): 抖音外卖影响料有限, 建议逢低吸纳

我们认为, 抖音布局外卖业务对美团影响有限, 公司竞争格局优势明显, 护城河高, 是我们的行业首选之一。我们重申美团“买入”评级, 调整目标价至 228 港元。

• **事件:** 2月7日, 多家媒体报道称, 抖音将于3月1日上线全国外卖服务, 目前已在北上广三地进行内测。对此, 抖音生活服务相关负责人回应称, “团购配送”项目目前仍在北京、上海、成都试点中, 近期已开放该三城商家自助入驻, 后续将视试点情况, 考虑逐步拓展试点城市, 目前无具体时间表。2月8日美团盘中股价跌幅一度达9%。

• **点评:** 我们认为, 市场对此过度担忧, 预计抖音外卖业务对美团影响有限, 建议逢低吸纳。近年来, 抖音不断加码本地生活服务, 2022年8月19日, 抖音就曾和饿了么宣布合作拓展本地生活业务, 效果一般, 并未对美团带来实质性影响。在抖音“团购配送”项目中, 商家可以套餐形式在抖音的短视频或直播中展示商品, 用户在抖音购买后, 商家可通过抖音的三方聚合配送(含顺丰同城、闪送、达达快送), 也可以选择自行配送。我们认为, 短期外卖竞争格局将保持稳定, 美团龙头地位仍稳固。主要由于餐饮外卖作为即时需求, 对线下履约要求高, 更看重用户体验, 存在较高行业壁垒。抖音最大的优势在于用户流量, 根据我们调研商家反馈, 抖音流量优势更适合做品牌宣传, 比如对于全国连锁或网红店铺, 但整体来看转化率较低。抖音用户更多从兴趣出发, 而美团用户的目的性更强, 用户心智和消费习惯存在很大差异。抖音进军外卖业务, 是否会引发新一轮的价格战, 进而影响美团利润, 主要取决于外卖业务在抖音集团的战略地位。我们认为, 当下抖音更多是试水流量变现, 后续效果仍待观察。此外, 相对于到家业务, 抖音流量的到店业务优势更大, 但当前体量仍相对较小。

• **维持美团“买入”评级, 调整目标价至 228 港元:** 我们认为, 市场对此过于恐慌, 预计美团超跌反弹。后疫情时代, 本地生活服务行业复苏确定性高, 2023年业绩有望在低基数上迎来高增长, 进而推动利润率改善。公司竞争格局优势明显, 护城河高, 是我们的行业首选之一。当前, 美团估值仍处于低位区间, 估值吸引, 我们重申“买入”, 根据 SOTP 估值得到最新目标价 228 港元, 对应 4.3x 2023E P/S。

• **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

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	114,795	179,128	217,728	276,555	339,914
经营利润	4,330	(23,127)	(6,826)	2,766	15,296
调整后净利润	3,121	(15,572)	2,119	12,829	25,200
目标 PS(x)			5.5	4.3	3.5

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

2023年2月8日

评级

买入

目标价(港元)	228
潜在升幅/降幅	+39%
目前股价(港元)	163.7
52周内股价区间(港元)	103.5-235.8
总市值(百万港元)	950,022
近3月日均成交额(百万港元)	6,509

市场预期区间



股价表现



股价截至 2月7日

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	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	114,795	179,128	217,728	276,555	339,914
收入成本	(80,744)	(136,654)	(156,696)	(193,588)	(232,841)
毛利	34,050	42,474	61,032	82,966	107,073
研发费用	(10,893)	(16,676)	(20,708)	(23,507)	(27,193)
销售费用	(20,883)	(40,683)	(38,821)	(44,249)	(50,987)
管理费用	(5,594)	(8,613)	(10,216)	(12,445)	(13,597)
其他营业费用	7,649	370	1,888	-	-
经营盈利	4,330	(23,127)	(6,826)	2,766	15,296
利息收益	(156)	(585)	(913)	150	150
投资及其他收益	264	146	132	-	-
除税前盈利	4,438	(23,566)	(7,607)	2,916	15,446
所得税开支	270	30	165	(146)	(2,317)
持续经营净利润	4,708	(23,536)	(7,442)	2,770	13,129
年度盈利	4,708	(23,536)	(7,442)	2,770	13,129
少数股东权益	(1)	2	(0)	-	-
本公司权益持有人	4,708	(23,538)	(7,442)	2,770	13,129
调整后净利润	3,121	(15,572)	2,119	12,829	25,200

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)	(7,607)	2,916	15,446
折旧及摊销	5,194	8,928	14,636	12,190	13,189
股权激励费用	3,277	5,194	8,383	10,059	12,071
其他调整项	(6,330)	(1,776)	-	-	-
营运资金变动	1,896	7,209	1,894	3,513	3,745
经营现金流	8,475	(4,011)	17,305	28,677	44,452
固定资产	(10,943)	(8,904)	(10,823)	(13,747)	(16,897)
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)	(12,823)	(15,747)	(18,897)
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	7,482	17,930	30,555
年初现金及现金等价物	13,396	17,094	32,513	39,996	57,926
年末现金及现金等价物	17,094	32,513	39,996	57,926	88,481

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	39,996	57,926	88,481
应收款项	1,031	1,793	2,179	2,768	3,402
短期投资	43,999	84,282	86,282	88,282	90,282
其他流动资产	26,182	29,240	29,184	29,177	29,153
流动资产合计	88,306	147,829	157,641	178,153	211,319
固定资产	13,917	22,814	19,002	20,559	24,267
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	89,012	90,569	94,277
资产总计	166,575	240,653	246,653	268,722	305,596
短期借款	6,395	11,565	14,565	19,565	24,565
应付账款	11,967	15,166	17,390	21,484	25,840
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	73,817	82,911	92,268
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	120,321	129,415	138,771
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)	(184,833)	(171,858)	(144,340)
本公司权益持有人应占权益	97,693	125,613	126,389	139,364	166,881
非控制性权益	(59)	(57)	(57)	(57)	(57)
权益总额	97,634	125,557	126,332	139,307	166,825

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%	21.5%	27.0%	22.9%
毛利增速	5.4%	24.7%	43.7%	35.9%	29.1%
经营利润增速	61.6%	NM	-70.5%	NM	453.1%
净利润增速	110.5%	NM	-68.4%	NM	374.0%
调整后净利润增速	-33.0%	NM	NM	505.5%	96.4%
盈利能力比率					
毛利率	29.7%	23.7%	28.0%	30.0%	31.5%
经营利润率	3.8%	-12.9%	-3.1%	1.0%	4.5%
净利率	4.1%	-13.1%	-3.4%	1.0%	3.9%
调整后净利率	2.7%	-8.7%	1.0%	4.6%	7.4%
每股指标 (元)					
基本EPS	0.8	-3.9	-1.2	0.4	2.1
摊薄EPS	0.8	-3.9	-1.2	0.4	2.1
调整后EPS	0.5	-2.6	0.3	2.1	4.1
估值 (倍)					
调整后目标P/E			565.5	93.4	47.5
目标P/S			5.5	4.3	3.5
目标P/B			10.0	9.3	8.6

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)	2023E		估值方法		估值
	收入	经营利润	P/E (x)	P/S (x)	
餐饮外卖	140,374	11,932	30		357,955
到店、酒店和旅游	39,797	18,307	30		549,203
新业务	96,383			3	289,150
市值(人民币 百万)					1,196,308
港元/人民币					0.85
市值(港元 百万)					1,407,421
股数(百万)					6,183
目标价(港元)					228

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
9988 HK Equity	阿里巴巴	104.80	买入	124.00	9/9/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	105.50	买入	127.00	9/9/2022	电商
9618 HK Equity	京东	222.60	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	57.09	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多	94.45	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.60	持有	11.00	31/1/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	40.00	买入	50.00	9/9/2022	电商
9991 HK Equity	宝尊	19.34	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	7.50	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	380.00	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	163.70	买入	228.00	8/2/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	66.60	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	187.40	买入	170.00	30/11/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.27	买入	22.00	30/11/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	17.32	买入	21.00	1/2/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.26	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	5.86	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	30.90	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	25.16	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	18.16	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	7.03	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	68.54	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

注: 股价截至 2 月 7 日

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团 - 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关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人士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(汇通达 9878.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。

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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

