

美团 (3690 HK)

平衡增长与效率

2022 年 6 - 8 月，美团在充满挑战的环境中实现了稳健的业务复苏，但自 9 月以来，疫情反复为业务复苏带来扰动。但我们认为外卖降低补贴以及新业务的成本优化应有助于全年盈利能力的提高。尽管由于季节性和不可预见的运营条件，核心本地生活业务强劲的利润率扩张或不太可能在四季度持续，但我们仍然看好美团的长期货币化潜力，因为其有能力持续更好地满足消费者消费、休闲和生活方式相关的需求，以其庞大的用户基础、高用户粘性和使用频率深化货币化潜力。股票催化剂可能来自三个方面：1) 核心本地生活业务业绩复苏快于预期；2) 优于预期的单位经济模型改善；3) 美团优选潜在的商业模式进化。我们 DCF 对应的目标价为 220.0 港币，维持买入评级。

■ **外卖业务长期单位经济模型扩张处于正轨。**据国家信息中心数据，2021 年中国外卖交易总额占餐饮交易总额的 21.4% (2020: 16.9%)，美团占据了 70% 的外卖市场交易份额。我们认为整体外卖仍有进一步线上渗透的空间，因其有助于提高线下餐饮门店的运营效率，我们认为基于其庞大的商家群体及成熟的网络效应，美团有能力在外卖市场维持其市场份额。用户补贴率优化和广告业务营收占比提升可以驱动外卖业务单位经济模型在长期持续优化。我们预测 2021-2024E 外卖业务营收/经营利润 CAGR 为 22.5/54.8%。

■ **到店酒旅：静待 2023 年运营复苏。**尽管美团的到店酒旅业务面临疫情反复的短期逆风，但其营收长期增长前景不改，我们认为低线城市商家进一步渗透及 CPC 广告进一步渗透将形成支撑。据艾瑞数据，2021 年中国食品服务/休闲娱乐市场 GMV 总计为人民币 10.4 万亿元/2.2 万亿元，我们估计美团的到店业务仅占休闲娱乐市场总 GMV 的 9%。此外，我们预测 CPC 广告在商户中的渗透率将从 2021 年的约 30% 增加到 2024 年的约 40%，这将推动到店酒旅业务实现 21-24 年营收/营业利润 26.6/28.8% 的年复合增长率。整理来看，对于美团新划分的核心本地商业业务单元（主要包括外卖、到店酒旅和闪购），我们预测 2021-2024E 营收/经营利润 CAGR 为 25.5/42.5%。

■ **新业务：短期关注美团优选 UE 提升，长期关注商业模式进化。**在优化成本和提高效率的战略举措的推动下，美团 2Q22 新业务及其他业务单元产生的经营亏损同比和季环比均有所收窄。我们预测美团优选/新业务及其他（不包括闪购和民宿业务）在 2022E 年的经营亏损为 223 亿元/ 289 亿元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万人民币)	114,795	179,128	220,818	285,213	362,527
同比增长 (%)	17.7	56.0	23.3	29.2	27.1
净利润(百万人民币)	4,708.1	(23,538.2)	(9,425.3)	6,298.9	24,320.0
调整后净利润(百万人民币)	3,120.6	(15,571.5)	519.3	13,354.2	31,701.9
调整后每股收益(人民币)	0.51	(2.54)	0.08	2.13	5.01
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	(0.46)	1.74	4.10
市盈率(倍)	209.3	na	na	128.5	33.6
市净率(倍)	10.1	11.6	6.8	6.2	5.1
股本回报率 (%)	5.0	(21.1)	(7.8)	5.1	16.7

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价 港元 220.00
潜在升幅 57.6%
当前股价 港元 139.60

中国互联网

贺赛一
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

黄群
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫
easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	865,292.5
3 月平均流通量(百万港元)	164.9
52 周内股价高低(百万港元)	297.40/106.00
总股本(百万)	6198.4

资料来源：FactSet

股东结构

Huai River Investment Limited	10.1%
Crown Holdings Asia Limited	7.9%

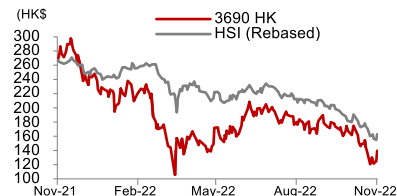
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-15.7%	-6.1%
3 - 月	-22.4%	1.2%
6 - 月	-18.8%	10.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	97,529	114,795	179,128	220,818	285,213	362,527
销售成本	(65,208)	(80,744)	(136,654)	(161,974)	(198,432)	(240,968)
毛利	32,320	34,050	42,474	58,844	86,781	121,558
运营费用	(29,641)	(29,720)	(65,601)	(67,012)	(77,996)	(92,568)
销售	(23,158)	(26,477)	(49,296)	(48,018)	(55,776)	(66,415)
研发费用	(8,446)	(10,893)	(16,676)	(20,897)	(25,043)	(29,101)
其他	1,963	7,649	370	1,903	2,823	2,949
运营利润	2,680	4,330	(23,127)	(8,168)	8,785	28,990
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	107	264	146	(354)	(354)	(354)
利息收入	166	214	546	595	655	720
利息支出	(191)	(370)	(1,131)	(1,405)	(1,405)	(1,405)
其他	0	0	0	0	0	0
税前利润	2,762	4,438	(23,566)	(9,331)	7,681	27,952
所得税	(526)	270	30	(93)	(1,383)	(3,634)
税后利润	2,236	4,708	(23,536)	(9,425)	6,298	24,318
非控股权益	(2)	(1)	2	1	(1)	(2)
净利润	2,238	4,708	(23,538)	(9,425)	6,299	24,320
调整后净利润	4,657	3,121	(15,572)	519	13,354	31,702

资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	82,135	88,306	147,829	156,207	174,543	214,465
现金与现金等价物	13,396	17,094	32,513	35,326	44,728	76,394
限制性现金	8,760	12,776	13,277	14,605	16,065	17,672
存货	275	466	682	677	1,008	1,048
其他流动资产	59,704	57,970	101,357	105,600	112,742	119,351
非流动资产	49,878	78,269	92,825	84,705	92,983	94,007
物业及厂房及设备 (净额)	5,376	13,917	22,814	29,351	33,151	34,407
无形资产	32,700	31,676	31,049	30,955	30,926	30,975
其他非流动资产	11,802	32,675	38,962	24,400	28,906	28,625
总资产	132,013	166,575	240,653	240,913	267,526	308,472
流动负债	36,593	51,148	68,593	76,886	89,979	99,626
短期债务	3,553	6,395	11,565	11,416	12,033	11,775
应付账款	14,262	21,382	26,117	27,049	36,742	39,173
应付税款	18,778	23,371	30,911	38,421	41,204	48,677
非流动负债	3,366	17,793	46,504	46,640	47,303	47,399
长期债务	467	1,957	12,220	12,062	12,714	12,442
其他非流动负债	2,899	15,835	34,284	34,578	34,589	34,957
总负债	39,959	68,941	115,097	123,526	137,282	147,025
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	260,360	263,155	311,221	318,508	325,067	331,955
留存收益	(163,801)	(159,201)	(182,742)	(198,199)	(191,901)	(167,583)
其他储备	(4,447)	(6,262)	(2,867)	(2,867)	(2,867)	(2,867)
股东权益总额	92,112	97,693	125,613	117,442	130,300	161,506
少数股东权益	(58)	(59)	(57)	(56)	(56)	(58)
总负债和股东权益	132,013	166,575	240,653	240,913	267,526	308,472

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	2,762	4,438	(23,566)	(9,425)	6,298	24,318
折旧摊销	4,846	5,194	8,928	11,600	14,929	17,783
营运资金变化	(2,645)	1,896	7,209	4,888	115	3,418
其他	612	(3,053)	3,418	7,287	6,560	6,888
净经营现金流	5,574	8,475	(4,011)	14,350	27,902	52,407
投资现金流						
资本开支	(2,985)	(11,223)	(9,010)	(17,822)	(18,415)	(18,725)
处理短期投资所得现金	(6,906)	2,679	(44,744)	6,811	(1,068)	(1,121)
其他	(283)	(12,688)	(4,737)	(221)	(285)	(363)
净投资现金流	(10,174)	(21,232)	(58,492)	(11,231)	(19,768)	(20,209)
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
净借贷	1,390	5,452	15,768	(308)	1,269	(529)
发行股票所得现金	0	0	45,286	0	0	0
其他	(276)	11,966	17,544	1	(1)	(2)
净融资现金流	1,114	17,418	78,598	(307)	1,269	(531)
净现金流变动						
年初现金	17,044	13,396	17,094	32,513	35,326	44,728
汇率变动	(173)	(964)	(675)	0	0	0
其他	11	0	0	0	0	0
年末现金	13,396	17,094	32,513	35,326	44,728	76,394
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	49.5%	17.7%	56.0%	23.3%	29.2%	27.1%
毛利润	114.0%	5.4%	24.7%	38.5%	47.5%	40.1%
经营利润	na	61.6%	na	na	na	230.0%
净利润	na	110.4%	na	na	na	286.1%
调整后净利润	na	(33.0%)	na	na	2,471.4%	137.4%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	33.1%	29.7%	23.7%	26.6%	30.4%	33.5%
营业利润率	2.7%	3.8%	(12.9%)	(3.7%)	3.1%	8.0%
调整后净利润率	4.8%	2.7%	(8.7%)	0.2%	4.7%	8.7%
股本回报率	2.5%	5.0%	(21.1%)	(7.8%)	5.1%	16.7%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
流动比率 (倍)	2.2	1.7	2.2	2.0	1.9	2.2
应收账款周转天数	2.1	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5
存货周转天数	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款周转天数	33.4	41.8	35.7	33.5	33.5	33.5
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	165.4	209.3	na	na	128.5	33.6
市盈率 (摊薄)	165.4	209.3	na	na	128.5	33.6
市帐率	4.0	10.1	11.6	6.8	6.2	5.1
市现率	147.6	na	na	na	84.5	23.8
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。