

美团 (3690 HK)

风物长宜放眼量

我们预计美团 2Q21E 收入同比增长 71%，调整后净亏损 48 亿元。外卖业务 2Q21E 表现稳健，2H21 或面临变现保守、盈利摊薄（骑手社保上升）。到店酒旅预计收入同比增长 88%，调整后经营利润率为 39%。郑州洪水及近期疫情反复将带来一次性影响，但风险可控。新业务投资持续、环比亏损扩大。我们认为市场已对反垄断罚款、二选一整改相应消化，且社保已部分纳入预测。基于悲观假设，我们预估股价支撑位为 180 港元（不考虑新业务估值，对应外卖+到店酒旅 30x FY22E EV/EBIT）。短期股价或因政策趋严承压，但我们看好美团长期增长潜力及高壁垒。维持全年预测及目标价 383 港元。考虑估值下行空间有限及潜在催化剂（反垄断罚款落地等），建议逢低买入。

- **预计 2Q21E 业绩符合预期。**我们预计 2Q21E 收入同比增长 71%，和市场一致预期相符。预计调整后净亏损环比扩大至 48 亿元，高于市场预期的 39 亿元，源于社区电商业务投资增加。按业务分部计，我们预计外卖/到店酒旅/新业务 2Q21E 收入将同比增长 55%/88%/98%，经营利润率分别为+9%/+39%/-97%。
- **短期盈利承压，长期逻辑稳健。**我们预计 2Q21E 外卖 GTV/订单量/AOV 同比变动 +46%/+54%/-5%，佣金率为 14.2%（对比 1Q21 佣金率 14.4%）。预计下半年 GTV 将保持增长态势，但经营利润率或因社保费用上升而摊薄。基于社保潜在调整，我们预计下半年外卖业务经营利润率将降至 6%，低于 2Q21E 的 9%。到店酒旅业务 2Q21E 预计同比增长 88%（对比 1Q21 同比增长 113%），经营利润率为 39%。郑州洪水和近期新增疫情或短期影响 3Q21E 业绩，但不改长期内生增长逻辑。新业务投资将持续加大（如：夏季加强冷链建设），但市场预期已反应。我们预测 2Q21E 新业务收入同比增长 98%，经营亏损为 108 亿元，其中美团优选亏损 78 亿元。根据第三方数据和专家观点，尽管监管趋严、竞争加剧，但美团优选日均单量在 2Q21E 保持相对稳定（5 月略降，但 6 月企稳回升），优于大盘（下降趋势）。
- **维持买入评级。**我们维持全年财务预测不变，重申目标价 383 港元（基于分部加总估值）。待政策逐步明朗化，建议关注疫情结构化机遇、新业务增长和数字化运营。维持买入评级。风险：反垄断业务整改强于预期；心动外卖潜在竞争；社区零售单量承压；社保费用高于预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	97,529	114,795	180,899	249,250	320,130
同比增长(%)	50	18	58	38	28
净收入(百万元人民币)	4,657	3,305	(20,285)	(1,237)	14,820
每股盈利(元人民币)	0.79	0.52	(3.29)	(0.20)	2.27
每股盈利变动(%)	NA	(34)	(733)	(94)	(1,264)
市场预测每股盈利(元人民币)	NA	NA	(2.50)	0.24	3.08
市盈率(倍)	250	378	不适用	不适用	87
市销率(倍)	12.3	10.5	6.6	4.8	3.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	3.7	5.0	(80.6)	(16.4)	14.0
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$383.0
(此前目标价)	HK\$383.0)
潜在升幅	+60.2%
当前股价	HK\$239.0

中国互联网行业

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

卢秋阳

(852) 3761 8728

miriamlu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	1,310,354
3 月平均流通量(百万港元)	7,866.19
52 周内股价高/低(港元)	460.0/ 190.4
总股本(百万)	5,451

资料来源：彭博

股东结构

Tencent	19.5%
Sequoia Capital	6.5%
Baillie Gifford	5.0%

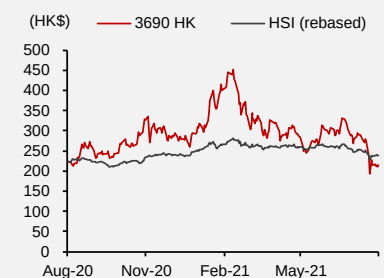
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.3%	-9.0%
3-月	-17.8%	-18.3%
6-月	-9.2%	-16.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

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。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际证券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。招银国际证券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定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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错误、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定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。本公司可发布其公司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。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

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)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券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。

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撰写的报告。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。