

美团点评(3690.HK)香港招股上市

平安证券有限公司
证券研究院

中国最大的团购及餐厅点评平台

李永琛

darrenlee@pingansec.com.hk

每股60-72港元，9月12日截止申购，预计9月20日上市

公司介绍

美团点评是中国领先的生活服务电子商务平台，运营多个知名品牌，包括美团，大众点评，美团外卖，摩拜单车。集团在2017年为2800市县的3.1亿年度交易用户完成了超过58亿笔交易，总交易金额约人民币3570亿元。美团点评从大城市扩张至全国中小城镇，建立了覆盖全国的「在线+线下」模式，服务目标由需求端扩展至供应端。透过先进的大数据提供个性化的推荐，利用人工智能技术计算实时订单最优匹配，美团点评有效提高了消费者和商家的效率。美团点评赚取佣金、在线营销服务和其他服务收入，在2015年/2016年/2017年总收入分别是人民币40亿元/130亿元/339亿元，2016年同比增长223.2%，2017年同比增长161.2%。

不适用

前次评级

不适用

公司强项

美团点评相信他们拥有以下的优势，并能够从竞争中脱颖而出：

- 生活服务电子商务行业的领导者，享有规模与网络效应
- 刚需高频服务领域中的知名品牌
- 覆盖消费者生命周期价值的一站式平台
- 助力商家取得成功的多元解决方案
- 最大的同城实时配送网络
- 专有和创新技术

竞争格局

根据艾瑞研究报告预测，生活行业规模将从2017年的18.4万亿元人民币增长至2023年的33.1万亿元人民币，预计年复合增长率10.2%。美团点评连续二年成功提升了餐饮外卖服务和酒店在线预订服务的市占率。按交易金额计算市场份额，美团点评在餐饮外卖服务的市占率从2015年的31.7%上升到2018年1季度的59.1%。酒店在线预订服务的市占率从2015年的19.6%上升到2018年1季度的33.6%。另外，美团点评到店餐饮亦连续3年保持第一。

财务数据

美团点评2018年4个月收人民币158亿元，同比增长95%，餐饮外卖占总收入61%。2018年4个月毛利40亿元，同比增长20%，毛利率26%。到店、酒店及旅游是最主要毛利来源，占总毛利95%。2018年4个月亏损228亿元，主要是因为计入了205亿元可转换可赎回优先股之公允价值变动。2017年每股亏损12.37元，2018年4月每股亏损14.76元。

估值

根据美团点评招股书的数据，下图10比较了美团点评，餐饮、酒店及旅票预定行业，中国主要电商和小米(1810.HK) - 另外一间在香港采用同股不同权架构上市的公司 - 的估值。

风险提示：1) 经营风险，2) 行业风险，3) 财务风险，4) 股权结构风险，5) 法律风险



美团点评在9月4日启动上市路演，以每股60.00-72.00港元的价格发行4.8027亿股新的B类股票，预计集资288亿-346亿港元。按每股72.00港元计算，企业估值约4300亿港元。公开申购将在9月12日截止，于9月13日确定最终发行价，并计划于9月20日正式挂牌上市。美团点评将会是继小米(1810.HK)后，香港第二只同股不同权的上市公司。

公司介绍

美团点评是中国领先的生活服务电子商务平台，聚焦于大众、刚需、高频的生活服务品类，运营多个知名品牌，包括生活服务在线平台「美团」，生活信息在线探索平台「大众点评」，实时配送服务「美团外卖」，以及共享单车服务「摩拜单车」。集团在2017年为2800市县的3.1亿年度交易用户完成了超过58亿笔交易，总交易金额约人民币3570亿元(图1)。

图1：美团的业务规模



资料来源：美团点评招股书



美团点评从单一品类服务提供商发展成为一家多品类服务电子商务平台(图2)，从大城市扩张至全国中小城镇，建立了覆盖全国的「在线+线下」模式，服务目标由需求端扩展至供应端。

图2：美团的服务扩展



资料来源：美团点评招股书

透过先进的大数据提供个性化的推荐，利用人工智能技术计算实时订单最优匹配，美团点评有效提高了消费者和商家的效率。美团点评赚取佣金、在线营销服务和其他服务收入，在2015年/2016年/2017年总收入分别是人民币40亿元/130亿元/339亿元，2016年同比增长223.2%，2017年同比增长161.2%。

美团点评计划透过上市发新股集资288亿-346亿港元，资金将作以下用途：

- 约35%的资金将用于技术升级和提升研发能力
- 约35%的资金将用于开发新业务和新产品
- 约20%的资金将用于收购或投资，目标资产及业务与美团点评的业务有互补性并符合美团点评的策略
- 约10%将用作营运资金及一般企业用途。



公司强项

美团点评相信他们拥有以下的优势，并能够从竞争中脱颖而出：

- 生活服务电子商务行业的领导者，享有规模与网络效应

美团点评业务覆盖全国，拥有 3.1 亿交易用户和行业领先的实时配送网络。规模庞大的活跃客户群在美团点评的平台上生成大量数据，网络效应提升单位经济效益，降低获客成本，并持续提升行业壁垒。

- 刚需高频服务领域中的知名品牌

根据艾瑞报告，美团点评运营着中国最大的到店餐饮服务平台及中国第二大酒店预订平台。

- 覆盖消费者生命周期价值的一站式平台

通过交叉销售扩大所触达的消费者群体。在 2017 年，美团酒店预订业务 80% 的新增客户来自实时配送及到店餐饮交易用户。丰富的服务品类有助于降低获客成本，增强用户黏性。

- 助力商家取得成功的多元解决方案

美团点评向商家提供在线营销工具、实时配送基础设施、云 ERP 系统、聚合支付系统、供应链和金融解决方案等。通过这些解决方案，美团点评成功扩大商家群体，并培养出长期忠诚度。在 2015 年、2016 年和 2017 年，美团点评的在线商家数分别为约 300 万、440 万和 550 万，其中活跃商家占比分别为 66%、68% 和 80%。

- 最大的同城实时配送网络

根据艾瑞报告，美团点评运营着全球规模最大的同城实时配送网络，2017 年 4 季度的日平均活跃配送骑手数量约 53.1 万人。

- 专有和创新技术

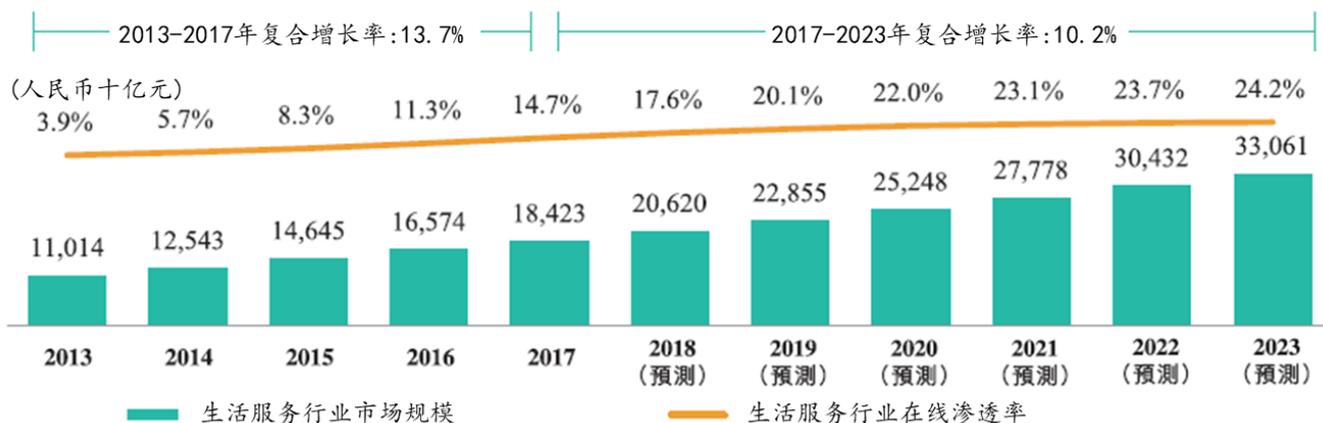
美团点评开发了多个不同系统以提升服务质量和效率。自行研发的实时智能调度系统能够实时追踪每位配送骑手的位置，并计算最优配送路线。天网系统与地方监管数据库销量对接，方便在线商家验证流程和有效追踪商家的资质。利用大数据开发了天眼系统，能够对消费者的评论进行语意分析，量化及分类与食品安全有关的内容。



竞争格局

中国城市化进程持续推进,经济增长动力从投资转向内需消费升级,加上劳动力供给充足,推动中国生活服务行业发展。根据艾瑞研究报告预测,生活行业规模将从2017年的18.4万亿元人民币增长至2023年的33.1万亿元人民币,预计年复合增长率10.2%(图3)。

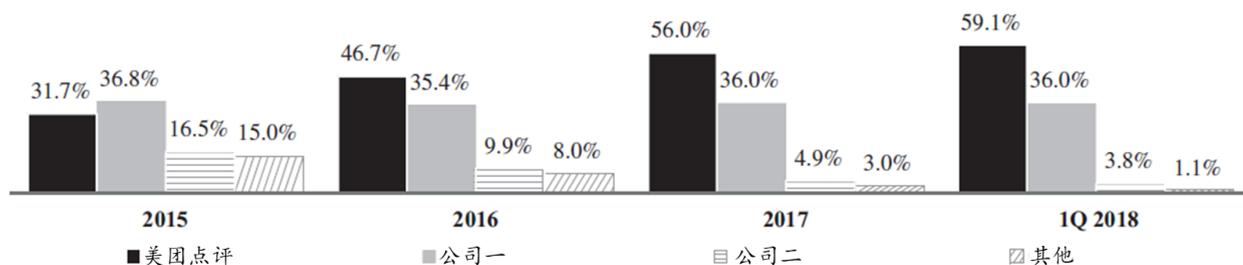
图3: 生活服务行业市场规模(根据交易金额计算)



资料来源: 美团点评招股书, 艾瑞报告

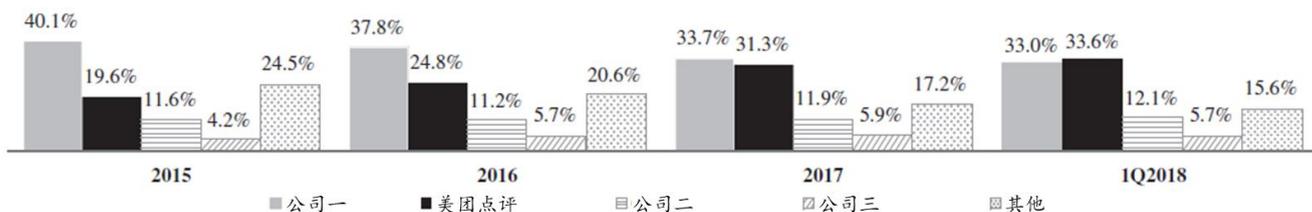
在行业保持低双位同比增长的同时,美团点评连续二年成功提升了餐饮外卖服务和酒店在线预订服务的市占率。根据艾瑞报告,按交易金额计算市场份额,美团点评在餐饮外卖服务的市占率从2015年的31.7%上升到2018年1季度的59.1%(图4)。酒店在线预订服务的市占率从2015年的19.6%上升到2018年1季度的33.6%(图5)。另外,美团点评到店餐饮亦连续3年保持第一。

图4: 餐饮外卖市占率(根据交易金额计算)



资料来源: 美团点评招股书, 艾瑞报告

图5: 酒店在线预订市占率(根据交易金额计算)



资料来源: 美团点评招股书, 艾瑞报告



财务数据

美团点评 2018 年 4 个月收人民币 158 亿元，同比增长 95%，餐饮外卖占总收入 61%。2018 年 4 个月毛利 40 亿元，同比增长 20%，毛利率 26%。到店、酒店及旅游是最主要毛利来源，占总毛利 95%。2018 年 4 个月亏损 228 亿元，主要是因为计入了 205 亿元可转换可赎回优先股之公允价值变动。2017 年每股亏损 12.37 元，2018 年 4 月每股亏损 14.76 元。

图6：综合损益表

单位：人民币千元	截至 12 月 31 日止年度			截至 4 月 30 日止 4 个月	
	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年	2018 年
持续经营业务					
营业收入	4,018,959	12,988,077	33,927,987	8,119,582	15,824,284
销售成本	(1,239,504)	(7,046,841)	(21,708,483)	(4,742,856)	(11,786,849)
毛利	2,779,455	5,941,236	12,219,504	3,376,726	4,037,435
销售及营销开支	(7,140,962)	(8,337,132)	(10,908,688)	(2,626,651)	(4,098,373)
研发开支	(1,204,033)	(2,366,674)	(3,646,634)	(949,458)	(1,933,480)
一般及行政开支	(2,905,420)	(1,722,605)	(2,171,408)	(475,194)	(966,108)
按公允价值计量且变动计入当期损益的投资之公允价值变动	46,953	23,550	472,874	(176,490)	245,764
其他(亏损)/收益净额	(49,928)	206,212	208,260	82,046	189,042
经营亏损	(8,473,935)	(6,255,413)	(3,826,092)	(769,021)	(2,525,720)
财务收入	13,541	21,681	60,885	9,437	72,534
财务成本	(56,561)	(55,981)	(19,214)	(1,129)	(11,163)
可转换可赎回优先股之公允价值变动	(725,113)	(4,313,365)	(15,138,824)	(7,435,977)	(20,499,801)
应占以权益法入账的投资之亏损	(661)	(28,018)	(10,418)	43,625	26,425
除所得税前亏损	(9,242,729)	(10,631,096)	(18,933,663)	(8,153,065)	(22,937,725)
所得税抵免/(开支)	11,648	(267,903)	(54,218)	(50,991)	143,070
持续经营业务年内亏损	(9,231,081)	(10,898,999)	(18,987,881)	(8,204,056)	(22,794,655)
已终止经营业务(亏损)/盈利	(1,288,257)	5,104,001	-	-	-
年内亏损	(10,519,338)	(5,794,998)	(18,987,881)	(8,204,056)	(22,794,655)
应占亏损					
公司权益持有人	(10,519,338)	(5,789,900)	(18,916,617)	(8,176,928)	(22,772,750)
非控股权益	-	(5,098)	(71,264)	(27,128)	(21,905)
总计	(10,519,338)	(5,794,998)	(18,987,881)	(8,204,056)	(22,794,655)
公司权益持有人应占每股亏损					
每股基本及摊薄(亏损)/盈利					
持续经营业务	(8.68)	(7.50)	(12.37)	(5.45)	(14.76)
已终止经营业务	(1.21)	3.52	-	-	-
总计	(9.89)	(3.98)	(12.37)	(5.45)	(14.76)

资料来源：美团点评招股书



图7：按分部劃分的收入

单位：人民币千元	截至12月31日止年度			截至4月30日止4个月	
	2015年	2016年	2017年	2017年	2018年
收入					
餐飲外賣	174,754	5,300,993	21,031,933	4,659,681	9,685,827
到店、酒店及旅遊	3,773,721	7,019,642	10,852,810	3,040,702	4,351,167
新業務及其他	70,484	667,442	2,043,244	419,199	1,787,290
總計	4,018,959	12,988,077	33,927,987	8,119,582	15,824,284
毛利					
餐飲外賣	(216,256)	(405,551)	1,699,419	425,356	902,645
到店、酒店及旅遊	3,033,035	5,938,725	9,579,479	2,669,621	3,828,837
新業務及其他	(37,324)	408,062	940,606	281,749	(694,047)
總計	2,779,455	5,941,236	12,219,504	3,376,726	4,037,435

资料来源：美团点评招股书

图8：综合财务状况表

单位：人民币千元	截至12月31日止年度			2018年
	2015年	2016年	2017年	4月30日
非流动资产				
物業、厂房及设备	446,470	511,230	915,682	6,259,591
无形资产	17,788,854	19,148,840	19,852,974	35,999,413
递延稅項资产	4,258	398,836	243,263	249,504
采用权益法核算的投资	156,891	2,384,674	1,952,175	2,108,480
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,511,740	5,569,886	5,919,594	6,803,812
預付款項，押金及其他资产	107,251	68,562	312,340	327,370
非流动资产总值	21,015,464	28,082,028	29,196,028	51,748,170
流动资产				
存貨	7,860	36,581	88,374	265,675
貿易應收款項	278,459	266,413	432,494	462,091
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	25,099	-
預付款項，押金及其他资产	3,996,836	1,021,804	4,186,391	7,129,655
短期投资	784,400	12,607,872	25,838,177	6,718,661
受限制現金	2,502	325,287	4,458,761	6,136,251
現金及現金等价物	16,804,326	9,376,575	19,408,839	26,270,336
非流动资产总值	21,874,383	23,634,532	54,438,135	46,982,669
总资产	42,889,847	51,716,560	83,634,163	98,730,839

资料来源：美团点评招股书



2018年09月05日(星期三)

图8：综合财务状况表（续）

单位：人民币千元	截至12月31日止年度			2018年
	2015年	2016年	2017年	4月30日
权益				
股本	93	93	98	98
股份溢价	8,463,931	8,567,622	9,338,529	8,678,971
其他储备	(476,367)	(2,742,872)	466,103	1,877,678
累计亏损	(25,657,329)	(31,447,229)	(50,363,846)	(72,725,225)
公司权益持有人应占权益	(17,669,672)	(25,622,386)	(40,559,116)	(62,168,478)
非控股权益	-	47,035	57,734	35,950
总权益	(17,669,672)	(25,575,351)	(40,501,382)	(62,132,528)
非流动负债				
递延税项负债	442,579	1,173,439	1,050,119	1,085,298
递延收入	-	860,000	833,500	759,411
赎回负债	-	369,636	316,264	322,466
可转换可赎回优先股	49,874,217	62,412,889	101,418,292	125,120,953
其他非流动负债	-	-	-	8,125
非流动负债总额	50,316,796	64,815,964	103,618,175	127,296,253
流动负债				
贸易应付款项	441,565	1,299,747	2,666,799	3,673,603
应付商家款项	4,473,281	4,305,336	9,363,873	10,238,089
交易用户预付款	2,421,097	2,043,751	2,290,160	2,612,947
交易用户存款	-	-	-	7,579,302
其他应付款项及应计费用	1,265,383	2,339,447	3,920,323	5,862,930
借款	-	1,000	162,000	1,217,000
递延收入	472,390	1,212,548	2,114,215	2,383,243
赎回负债	1,169,007	-	-	-
可转换可赎回优先股	-	1,274,118	-	-
流动负债总额	10,242,723	12,475,947	20,517,370	33,567,114
负债总额	60,559,519	77,291,911	124,135,545	160,863,367

资料来源：美团点评招股书



2018年09月05日(星期三)

图9：综合现金流量表

单位：人民币千元	截至12月31日止年度			截至4月30日止4个月	
	2015年	2016年	2017年	2017年	2018年
经营活动所得现金流量净值	(4,004,434)	(1,918,024)	(310,200)	55,180	(3,435,900)
投资活动所得/(所用)现金流量净值	852,664	(9,556,784)	(15,157,090)	813,618	11,011,035
融资活动所得现金流量					
借款所得款项	-	-	312,000	150,000	805,000
借款预付款项	(300,000)	-	(151,000)	(300)	(140,000)
已付财务成本	-	-	(9,783)	(678)	(9,250)
发行可转换可赎回优先股之所得款项	18,805,796	5,590,974	25,802,523	-	-
行使购股权及归属受限制股受单位	-	-	170,251	96,391	19,412
购回普通股	-	(1,785,752)	(651,300)	(93,852)	(846,305)
出售非控股权益之所得款项	-	-	60,000	-	-
收购非控股权益之付款	-	-	(24,910)	-	(12,628)
融资活动所得现金流量净值	18,505,796	3,805,222	25,507,781	151,561	(183,771)
现金及现金等价物增加/(减少)净值	15,354,026	(7,669,586)	10,040,491	1,020,359	7,391,364

资料来源：美团点评招股书



估值

根据美团点评招股书的数据，下图 10 比较了美团点评，餐饮、酒店及旅票预定行业，中国主要电商和小米 (1810.HK) - 另外一间在香港采用同股不同权架构上市的公司 - 的估值。

图10：估值比较

	股票代码	股价	市盈率		市销率	同比销售增长	营业利润率
			2017年	2018年预估*	2017年	2017年	2017年
美团点评	3690.HK	HK\$72 (招股价上限)	-19.6x	不适用	10.9x	161.2%	-11.3%
		HK\$60 (招股价下限)	-16.4x	不适用	91.2x	161.2%	-11.3%
餐饮、酒店及旅票预定							
携程旅行	CTRP.US	US\$38.46	40.4x	32.3x	5.2x	39.3%	10.9%
Booking Holdings	BKNG.US	US\$1925.36	23.5x	21.5x	6.8x	18.0%	35.8%
Groupon	GRPN.US	US\$4.22	91.9x	25.9x	0.9x	-5.6%	1.0%
中国电商							
阿里爸爸	BABA.US	US\$170.44	54.0x	30.1x	10.6x	58.1%	27.7%
京东	JD.US	US\$29.43	559.2x	69.4x	0.7x	40.3%	-0.2%
唯品会	VIPS.US	US\$6.72	15.5x	11.9x	0.4x	28.8%	3.7%
香港上市同股不同权架构新经济股							
小米	1810.HK	HK\$16.56	不适用	36.1x	不适用	67.1%	-36.8%

*彭博市场一致预期

资料来源：美团点评招股书，彭博



主要风险

- 1) 经营风险：美团点评維持歷史增長率的能力；有效管理增或執行策略的能力；聘用、留存及激勵員工的能力；成功擴展新業務的能力；維護、保護及提升品牌的能力；以具成本效益的方式獲取新交易用戶及活躍商家、留存現有交易用戶及活躍商家的能力
- 2) 行业風險：業務面臨競爭及美团点评有效競爭的能力
- 3) 財務風險：美团点评歷史上產生了顯著損失，未來可能會繼續產生顯著損失；以可接受條款獲得足夠資金為營運提供資金的能力
- 4) 股權架構風險：美团点评採用同股不同權架構，A類股份每股可投十票，公眾持有的B類股份每股可投一票。
- 5) 法律风险



投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

免责声明

本报告由平安证券有限公司提供。本报告的信息来源于平安证券认为可靠的公开资料，但我们对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。平安证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

平安证券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。平安证券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

平安证券现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。平安证券目前的经营经营范围包括第1类（证券交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。平安证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，平安证券的产品及服务并不向美国人提供。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

香港

平安证券有限公司
香港中环添美道1号中信大厦18楼
电话：+85225228197
传真：+85228400745
电子邮件：cs@pingansec.com.hk
网址：www.pingansec.com.hk