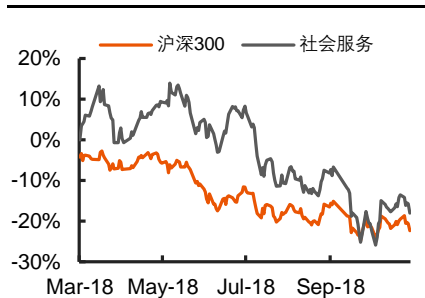


社会服务行业专题报告

互联网+生活服务专题系列三：美团点评财务报表剖析

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*社会服务*中免与阿里达成战略合作，同程艺龙11月26日港股上市》 2018-11-25

《行业周报*社会服务*市场风险偏好提高，关注中小市值股票投资机会》 2018-11-18

《行业周报*社会服务*京能集团拟出让古北水镇10%股权，三湘印象拟回购股份》 2018-11-12

《行业动态跟踪报告*社会服务*三季报综述：盈利保持较高增长，细分子行业表现各异》 2018-11-05

《行业周报*社会服务*三季报发布完毕，行业盈利增速维持高位》 2018-11-04

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 如何看待不断扩大的巨额亏损：**主要由国际会计准则下可转换可赎回优先股的会计处理造成，上市后优先股已全部完成转股，2019年财务报表中该科目将不复存在。扣除“可转换可赎回优先股公允价值变动”，美团点评2015年至2018年1-9月的真实亏损额分别为98亿、15亿、39亿、75亿，亏损金额在今年有所提高，主要是网约车试点和摩拜单车亏损所致。
- 毛利率持续下降：**近年公司整体毛利率下降的主要原因是毛利率低的外卖业务收入占比提升导致。收入占比最大的两块业务（餐饮外卖，以及到店、酒店及旅游）的毛利率其实处于提升态势，2018年毛利率的进一步下降主要是由于新业务中摩拜单车、以及试点网约车的亏损导致。
- 美团点评收入来自哪里：**收入的增长来自交易金额增长和变现率提高。1) 交易金额增长主要来自交易用户和交易频率的增长。未来交易用户的增长有天花板，交易频率的增长更具备可持续性：一方面来自高频率业务如餐饮外卖业务的增长，另一方面来自服务品类的拓展带来的交叉销售的提高。2) 变现率主要取决于平台对商家和用户的议价能力，与平台提供的服务和行业竞争格局相关，近年随着美团点评竞争优势的确立，变现率呈提升态势，未来阿里与美团竞争升级，预计美团点评变现率难以维持增长。
- 美团点评钱花在哪里：**美团点评主要有四大开支，按照开支占比排序为销售成本>销售及营销开支>研发开支>一般及行政开支。销售成本中，餐饮外卖骑手成本占绝大部分比例，2018年新业务成本爆发式增长；销售及营销开支中占比最大的为补贴，2018年以来营销重心发生改变，补贴增速下降，地推和广告增速提高，此外并非所有补贴均计入销售及营销开支科目，部分会冲抵收入，因此财务报表中补贴金额和销售收入是失真的；美团点评研发开支全部费用化，不存在以后年度进行摊销的隐忧问题。
- 巨额商誉是否有减值风险：**美团点评的商誉主要来自两部分，一是2015年收购大众点评产生的136亿元收购溢价，二是2018年收购摩拜单车产生的128亿元收购溢价。我们认为收购大众点评为美团带来了超额的经济利益，其商誉价值是合理的，没有减值的风险。摩拜单车处于经营亏损状态，且在美团可能减少出行业务投入的背景下，摩拜难有看点，我们认为对于收购摩拜形成的巨额商誉，需谨慎看待，但近期也有积极因素，所以暂时没有减值风险。
- 投资建议：**短期来看，在竞争加剧背景下，预计核心业务的变现率提升将难以维持，营销开支增速将提高，因此实际经营亏损规模可能还会扩大。长期来看，美团点评规模已经巨大，上市后打通融资渠道，且背后有腾讯支持，实力不容小觑，因此，我们认为美团点评与阿里在本地生活领域双雄争霸，未来可能保持双寡头竞争格局，将在竞争中共享互联网+生活服务领域发展的盛宴。

- **风险提示：**1、美团点评业务增长不及预期风险。虽然美团点评过去取得了高速增长，但未来如果出现竞争加剧、消费支出放缓等因素，美团点评业务增长率可能下降和不及预期。2、美团点评经营亏损进一步扩大风险。未来美团点评可能会减少在出行业务上的投入，摩拜业务亏损可能将持续；美团点评与阿里在核心业务上竞争加剧，造成美团点评的经营亏损可能进一步扩大。3、美团点评商誉减值风险。美团点评收购摩拜产生 128 亿商誉，如果摩拜发生现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，且短期内难以恢复等因素，美团点评可能面临商誉减值风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2018-11-26	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
美团点评	3690.HK	52.65	-13.94	-9.26	-1.14	0.60	-3.8	-5.7	-46.2	87.8	未评级
阿里巴巴	BABA.N	150.33	3.53	3.36	4.99	6.83	42.6	44.7	30.1	22.0	未评级

注：数据来源于 wind 一致预期，美团点评货币单位为 HKD，阿里巴巴货币单位为 USD

正文目录

一、	前言	6
二、	如何看待不断扩大的巨额亏损	6
三、	毛利率持续下降的原因	8
四、	美团点评收入来自哪里	9
	4.1 收入计算公式：交易金额乘以变现率	9
	4.2 交易金额：源于交易用户和交易频率的增长，交易频率更具空间	10
	4.3 变现率：取决于平台议价能力，竞争加剧状态下增长难以持续	12
五、	美团点评钱花在哪里	18
	5.1 四大开支结构	18
	5.2 销售成本：餐饮外卖骑手成本为主，出行业务成本爆发式增加	19
	5.3 销售及营销开支：2018 年加强地推、广告，减弱补贴	22
	5.4 研发开支：全部费用化，占收入比例趋稳	26
	5.5 一般及行政开支：占比最低，雇员福利开支为主	27
六、	巨额商誉是否有减值风险	28
	6.1 商誉的含义和风险	28
	6.2 美团点评的商誉分析	29
七、	投资建议	32
八、	风险提示	32

图表目录

图表 1	美团点评收入及增速	6
图表 2	美团点评净利润及增速	6
图表 3	美团点评可转换可赎回优先股公允价值变动科目金额	6
图表 4	美团点评扣除"可转换可赎回优先股公允价值变动"后的净利润	7
图表 5	美团点评经调整的净利润及增速	7
图表 6	美团点评整体毛利率	8
图表 7	美团点评按业务类型划分的收入结构变化情况	8
图表 8	美团点评分业务的毛利率	9
图表 9	收入由交易金额和变现率决定	10
图表 10	交易金额及同比增速	10
图表 11	交易笔数及同比增速	10
图表 12	交易金额结构	11
图表 13	交易笔数结构	11
图表 14	年度交易用户数及同比增速	11
图表 15	每位交易用户平均每年交易笔数及同比增速	11
图表 16	我国 15-49 岁人口占比 52%	12
图表 17	美团点评潜在用户的增长空间	12
图表 18	美团点评活跃商家	12
图表 19	美团点评按收费类型的收入结构	13
图表 20	美团点评变现类型	14
图表 21	美团外卖份额稳步提升（按交易额）	15
图表 22	美团点评变现率	15
图表 23	美团点评不同业务收入构成	16
图表 24	美团点评不同业务的变现率	17
图表 25	2018Q3 主流餐饮外卖平台餐饮外卖业务交易额环比增长	17
图表 26	美团点评的主要开支占收入比例	19
图表 27	美团点评销售成本及增速	19
图表 28	销售成本的构成	20
图表 29	销售成本中各项业务的占比	21
图表 30	销售成本中各项支出的占比	21
图表 31	餐饮外卖骑手成本规模及增速	22
图表 32	餐饮外卖骑手成本占餐饮外卖销售成本比例	22
图表 33	销售及营销开支规模和增速	23

图表 34	销售及营销开支中各项支出占比	23
图表 35	营销人员人力开支规模及增速	24
图表 36	按职能划分的雇员人数及占比 (人) _201804	24
图表 37	交易用户激励开支规模及增速	24
图表 38	交易用户激励开支占收入比例	24
图表 39	补贴的会计处理	25
图表 40	交易用户实际补贴规模	26
图表 41	抵消收入的补贴占收入的比例	26
图表 42	研发开支规模及增速	26
图表 43	研发开支构成	26
图表 44	行政开支规模及增速	27
图表 45	行政开支构成	27
图表 46	近五年 A 股上市公司商誉总额趋势	29
图表 47	近四年 A 股上市公司商誉减值情况	29
图表 48	美团商誉规模及占总资产比例	29
图表 49	阿里巴巴商誉规模及占总资产比例	29
图表 50	收购美团支付代价	30
图表 51	收购美团评估价值	30
图表 52	摩拜 2018 年 4 月份财务数据	30
图表 53	美团点评新业务 (含摩拜单车) 毛利情况	30
图表 54	美团点评经营活动产生的现金流量净额	31
图表 55	美团点评和阿里巴巴账面货币资金规模	31

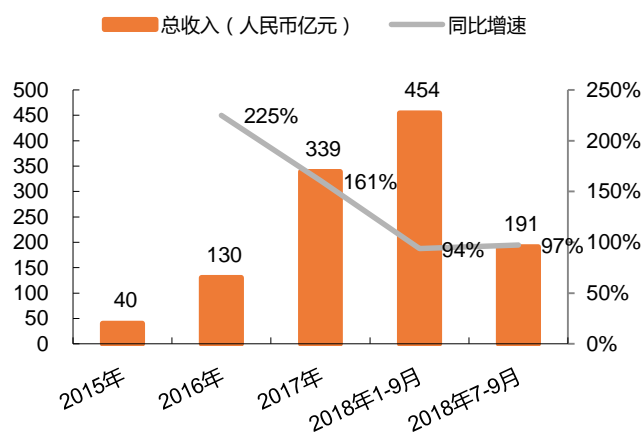
一、前言

近期，互联网+生活服务平台掀起热潮，美团、同程艺龙先后上市，阿里合并饿了么与口碑。在此背景下，我们将推出系列专题报告，对囊括吃、住、行、玩的互联网+生活服务平台进行研究。本篇为系列三，从财务报表深入剖析美团点评。

二、如何看待不断扩大的巨额亏损

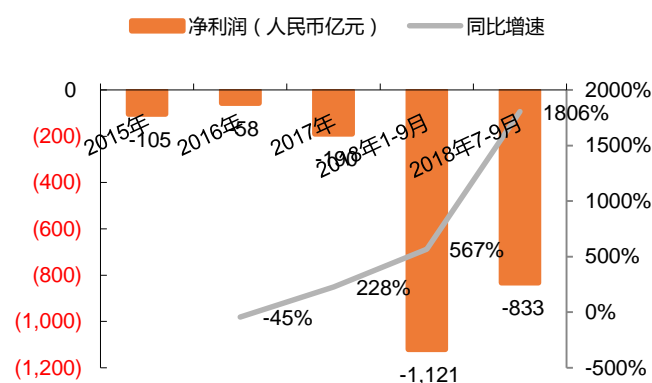
强劲的收入增长和不断扩大的巨额亏损。2015年至2018年1-9月，美团点评营业收入分别为40亿、130亿(+223%)、339亿(+161%)、454亿(+94%)，保持着非常强劲的增长态势。但公司的利润亏损持续扩大，2015年至2018年1-9月，公司亏损额分别为105亿、58亿、190亿、1121亿。其中，2018年Q3实现营业收入191亿(+97%)，亏损高达833亿。

图表1 美团点评收入及增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

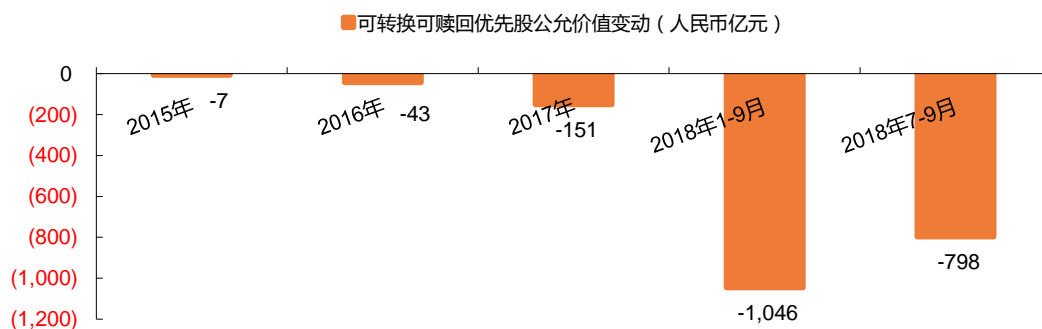
图表2 美团点评净利润及增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

巨额亏损的主要原因是“可转换可赎回优先股公允价值变动”科目影响。由于美团点评在香港上市，财报遵循国际会计准则，利润表中财务科目“可转换可赎回优先股公允价值变动”，2015年至2018年1-9月，该科目亏损金额分别为7亿、43亿、151亿、1046亿，其中2018年Q3亏损金额为798亿。

图表3 美团点评可转换可赎回优先股公允价值变动科目金额



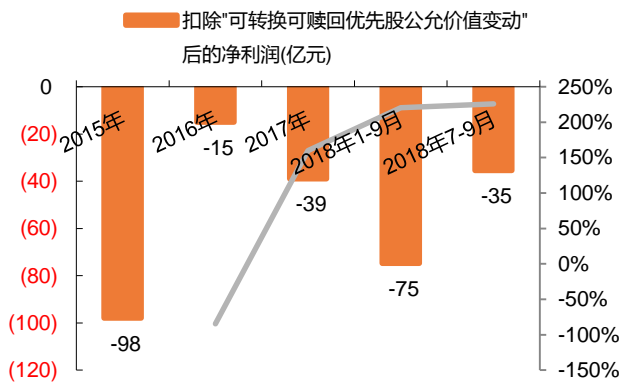
资料来源:wind, 平安证券研究所

估值越高，“可转换可赎回优先股公允价值变动”损失金额越大。则美团点评在上市前，发行可转换优先股的方式进行融资，收到的融资款会在报表上形成金融负债，计入“可转换可赎回优先股”。依据国际会计准则，下一轮融资时，如果企业的估值升高，则这部分金融负债的公允价值也会上升，对应着就会在损益表上产生公允价值变动损失。因此，企业的估值上升越高，这部分负债的公允价值就越高，对应亏损金额反而越大。美团今年9月上市，按照上市的发售价重估，因此Q3该科目公允价值变动损失陡增798亿元。因此我们在对利润进行分析时，需要把这部分金额从利润中剥离，以真实的反映美团点评经营情况。

上市后优先股已全部完成转股，“可转换可赎回优先股公允价值变动”科目将成为历史。根据3季报披露的数据，上市完成后，所有优先股全部转为B类普通股。随着转股的实施，这部分按公允价值计量的负债就会整体转入权益，因此我们看到“可转换可赎回优先股”科目金额变为零，转入权益类科目“股本”和“股本溢价”中，从2019年开始，损益表中“可转换可赎回优先股公允价值变动”科目将成为历史，亏损将大幅减少。

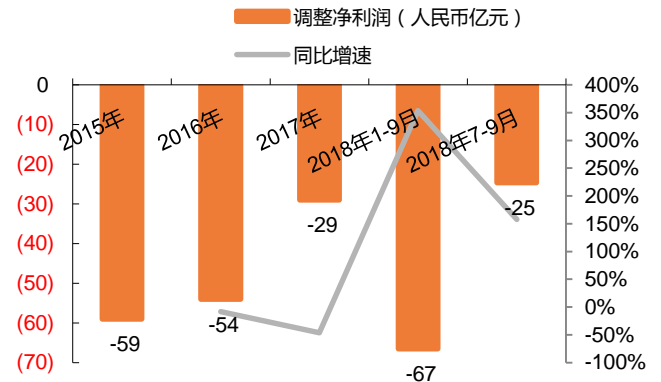
真实的净利润亏损，要比账面价值低很多，需对账面数据进行调整。扣除“可转换可赎回优先股公允价值变动”，美团点评2015年至2018年1-9月的真实亏损额下降为98亿、15亿、39亿、75亿，其中2018年Q3真实亏损为35亿元；如果再扣除以股份为基础的薪酬开支、投资公允价值收益/亏损、处置投资及附属公司之收益/亏损、已终止经营业务亏损/溢利、收购产生的无形资产摊销，最终2015年至2018年1-9月经调整的净利润亏损分别为59亿、54亿、29亿、67亿。剔除非经营因素后，美团点评的亏损金额在今年有所提高，主要原因是网约车试点和摩拜单车亏损所致。

图表4 美团点评扣除“可转换可赎回优先股公允价值变动”后的净利润



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

图表5 美团点评经调整的净利润及增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

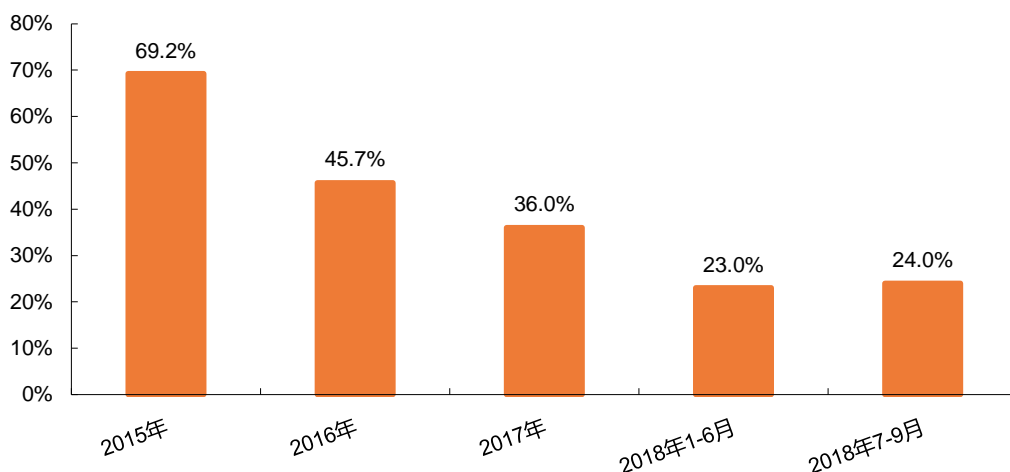
小结:

1. 巨额亏损主要由国际会计准则下可转换可赎回优先股的会计处理造成，美团点评估值越高，“可转换可赎回优先股公允价值变动”损失金额越大。
2. 上市后优先股已全部完成转股，“可转换可赎回优先股公允价值变动”科目将成为历史。
3. 扣除“可转换可赎回优先股公允价值变动”后为真实的经营亏损，2015年至2018年1-9月的真实亏损额为98亿、15亿、39亿、75亿，要比账面价值低很多。
4. 美团点评的真实亏损金额在今年有所增加，主要原因是网约车试点和摩拜单车亏损所致。

三、 毛利率持续下降的原因

公司重要财务指标表现欠佳,即毛利率持续下降。2015年至2018年1-6月,公司毛利率分别为69.2%、45.7%、36.0%、23.0%,2018年Q3略微提升为24%。这是否代表公司经营状况的恶化?下文我们就此进行分析。

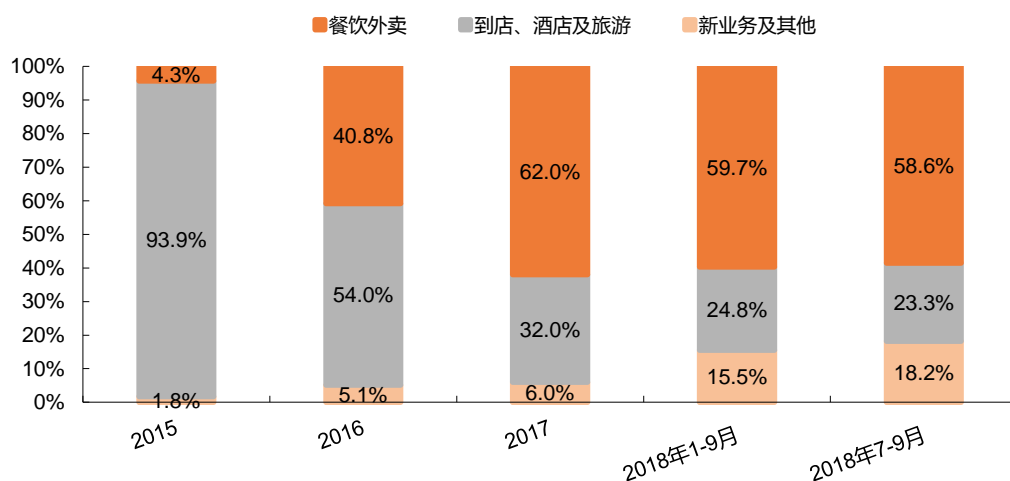
图表6 美团点评整体毛利率



资料来源:wind, 平安证券研究所

近年收入结构重心改变,餐饮外卖占比提升,到店、酒店及旅游占比下降。美团点评目前有三个业务分部,包括(1)餐饮外卖;(2)到店、酒店及旅游;(3)新业务及其他。近年来公司收入结构重心发生改变,在2016年之前,公司93.9%的收入来自到店、酒店及旅游业务,只有4.3%的收入来自外卖业务。但从2016年开始,外卖业务爆发式增长,收入占比迅速提升,从2016年的40.8%提高至2017年的62%,成为最主要的收入来源。此外,公司的新业务收入占比也持续提升,从2015年的1.8%提高至2017年6%,并且由于对B端商家服务收入的增长,以及2018年4月收购摩拜单车,使得2018年1-9月新业务收入占比进一步提升至15.5%,其中2018年Q3新业务收入占比已达18.2%。

图表7 美团点评按业务类型划分的收入结构变化情况

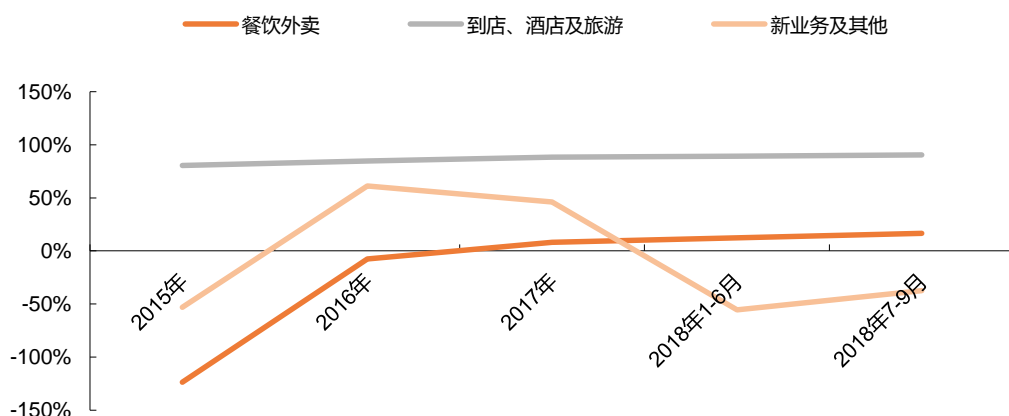


资料来源:招股说明书,定期报告,平安证券研究所

从各业务的毛利率来看，各项业务毛利率差异很大：

- 到店、酒店及旅游业务发展最为成熟，毛利率高且稳定，约 88%左右；
- 规模最大、增长最快的餐饮外卖业务毛利率很低，且 2015 年-2016 年毛利亏损，从 2017 年开始毛利扭亏为盈并保持提升态势，2018 年上半年和 Q3 进一步提高到 12.2%和 16.6%，主要原因是运营效率提升，以及平台对用户的议价能力提高所致。
- 新业务毛利率波动很大，2018 年 1-6 月毛利出现大幅度亏损，毛亏近 20 亿，毛利率为-55.5%，主要是并表摩拜单车，以及试点网约车导致。其中，收购摩拜单车的成本主要是单车折旧成本，试点网约车成本主要是司机成本。但 2018 年 Q3 毛利率有所提升，为-37.4%，表明经营状况有所好转。

图表8 美团点评分业务的毛利率



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

小结:

1. 公司近年整体毛利率下降的主要原因是由于毛利率低的外卖业务收入占比提升导致的。
2. 收入占比最大的两块业务（餐饮外卖，以及到店、酒店及旅游）的毛利率其实处于提升态势，特别是餐饮外卖毛利率提升较快。
3. 2018 年毛利率的进一步下降是由于新业务中摩拜单车、以及试点网约车的亏损导致。

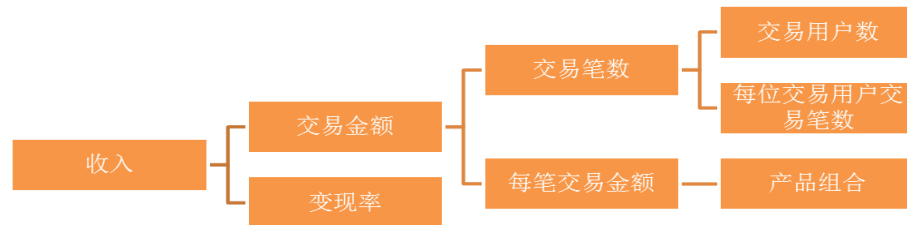
四、 美团点评收入来自哪里

4.1 收入计算公式：交易金额乘以变现率

美团点评的收入等于交易金额乘以变现率：

- 交易金额主要由交易笔数和每笔交易金额决定，交易笔数主要由交易用户数、交易频率决定，每笔交易金额主要由产品组合决定。
- 变现率指交易金额中转化为收入的比率，主要由业务类型和平台收费比率决定。

图表9 收入由交易金额和变现率决定

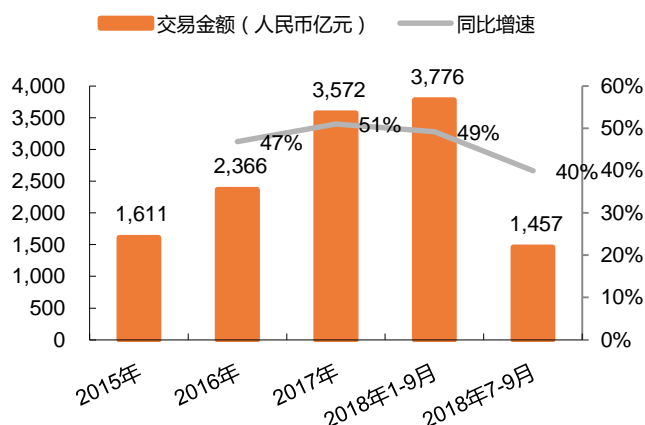


资料来源:平安证券研究所

4.2 交易金额：源于交易用户和交易频率的增长，交易频率更具空间

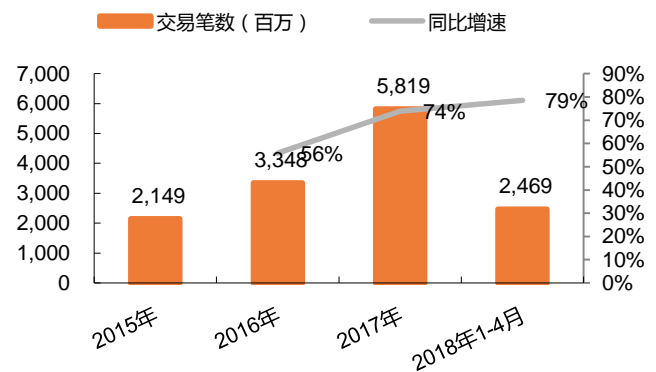
交易金额的增长由交易笔数的增长所致。2015年-2018年1-9月，美团点评交易金额及同比增速分别为1611亿元、2366亿元(+47%)、3572亿元(+51%)、3776亿元(+49%)，其中2018年Q3交易金额1457亿元(+40%)，增速有所下降。2015年-2018年1-4月交易笔数及同比增速分别为21.49亿、33.48亿(+56%)、58.19亿(+74%)、24.69亿(+79%)，交易笔数的增速超过交易金额的增速，因此单笔交易金额下降，交易金额的增长由交易笔数的增长所致。

图表10 交易金额及同比增速



资料来源:招股说明书,定期报告,平安证券研究所

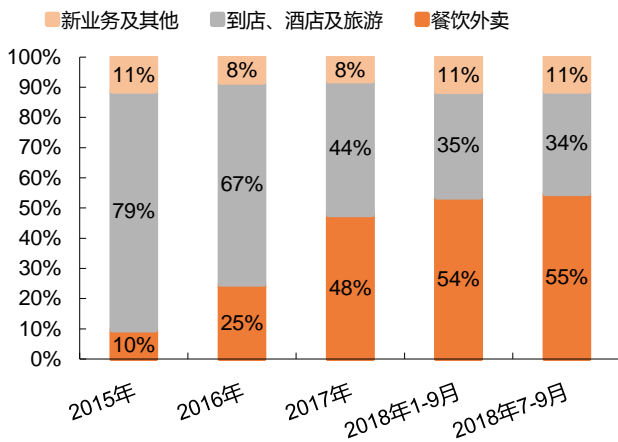
图表11 交易笔数及同比增速



资料来源:招股说明书,平安证券研究所

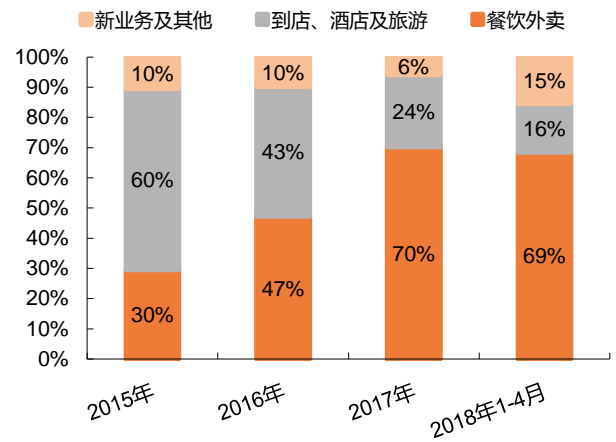
交易笔数增长主要来自餐饮外卖业务的增长。从交易笔数结构可知，餐饮外卖的占比快速提升，同时到店、酒店及旅游占比随之下降，因此交易笔数增长主要来自餐饮外卖业务的增长。对比交易金额结构，虽然餐饮外卖额占比也在提升，但提升幅度低于交易笔数占比，原因是餐饮外卖虽然频率高，但单笔金额低，拉低了整体单笔交易金额。

图表12 交易金额结构



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

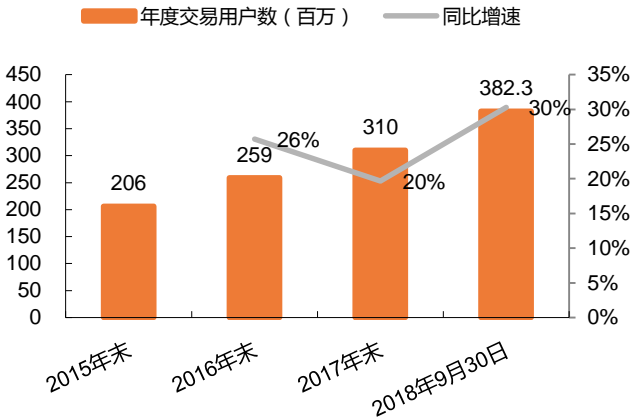
图表13 交易笔数结构



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

交易频率的增速超过交易用户数的增速。2015年-2018年9月, 美团点评年度交易用户数及同比增速分别为2.06亿、2.59亿(+26%)、3.10亿(+20%)、3.82亿(+30%), 每位交易用户平均每年交易笔数及同比增速分别为10.4笔、12.9笔(+24%)、18.8笔(+46%)、22.7笔(+33%), 因此交易笔数的增长主要是交易用户和交易频率均增长所致, 其中交易频率的增速超过交易用户数的增速。

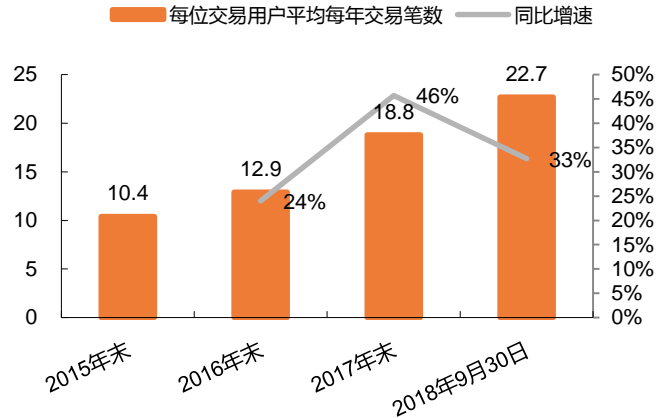
图表14 年度交易用户数及同比增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

备注: 截止日期止12个月

图表15 每位交易用户平均每年交易笔数及同比增速

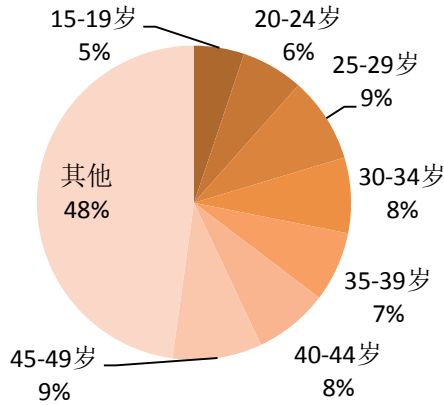


资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

备注: 截止日期止12个月

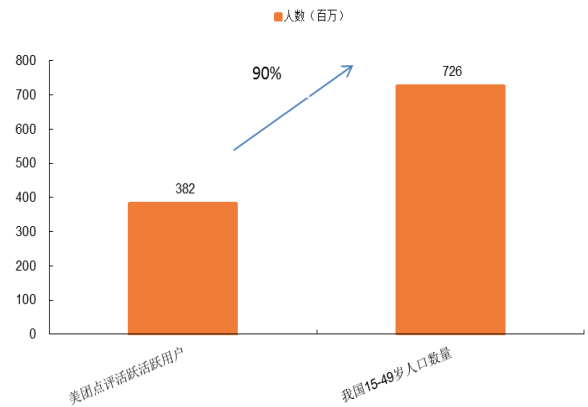
交易用户的增长, 来自潜在用户的转化。我们认为潜在用户主力为青少年和中年人, 根据我国人口抽样数据显示, 2017年末我国总人口13.9亿人, 15-49岁人口占总人口的比例为52%, 则15-49岁人口总数为7.26亿人, 2017年美团活跃交易用户数量为3.8亿人, 已经达我国15-49岁人口的53%, 假设这个年龄段的人口全部变成美团点评的交易用户, 则美团点评交易用户还有90%的增长空间。但因为饿了么和口碑也在本地生活服务领域与美团点评竞争激烈, 所以这个假设是偏乐观的。

图表16 我国 15-49 岁人口占比 52%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表17 美团点评潜在用户的成长空间

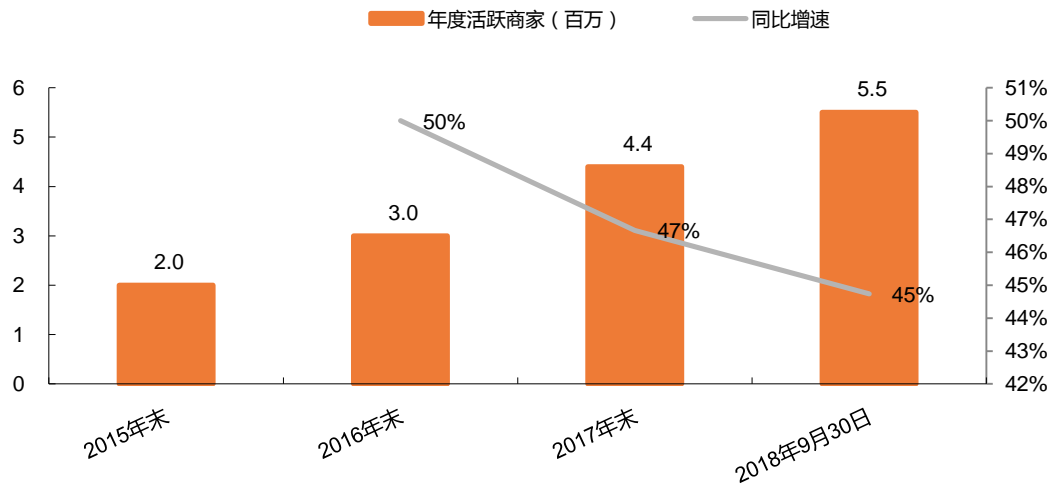


资料来源:wind, 定期报告, 平安证券研究所

我们认为未来更具空间和持续性的是交易频率的增长。交易频率的增长，一方面来自高频率业务如外卖餐饮业务的增长，另一方面来自服务品类的拓展带来的交叉销售的提高。

服务品类拓展基于现有的交易用户资源和商户资源，拓展方向分为横向和纵向。一方面基于 C 端进行横向业务拓展，如生鲜、跑腿、出行业务，另一方面基于 B 端商户进行产业链纵向拓展，如向 B 端商户提供 ERP 系统、供应链管理、金融服务等业务。

图表18 美团点评活跃商家

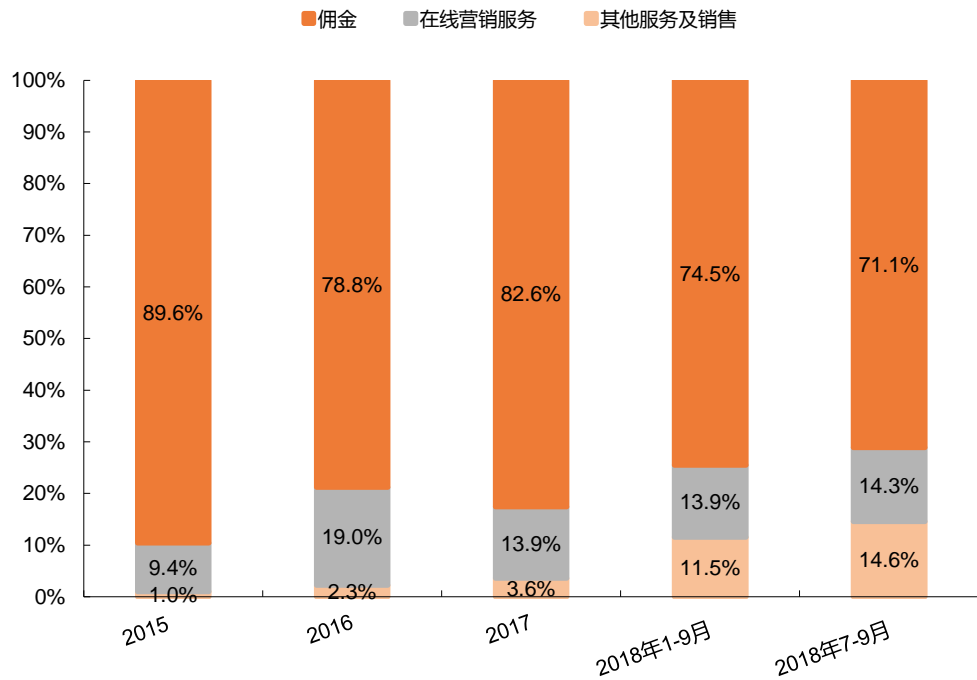


资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

4.3 变现率：取决于平台议价能力，竞争加剧状态下增长难以持续

美团点评的业务主要通过三种收费方式进行变现，分别为佣金、在线营销服务、其他服务及销售，2017 年收入占比分别为 82.6%、13.9%、3.6%，由于 2018 年 4 月收购摩拜，其他服务及销售收入占比提高，2018 年 1-9 月收入结构变为佣金 74.5%、在线营销服务 13.9%，其他服务及销售 11.5%。

图表19 美团点评按收费类型的收入结构

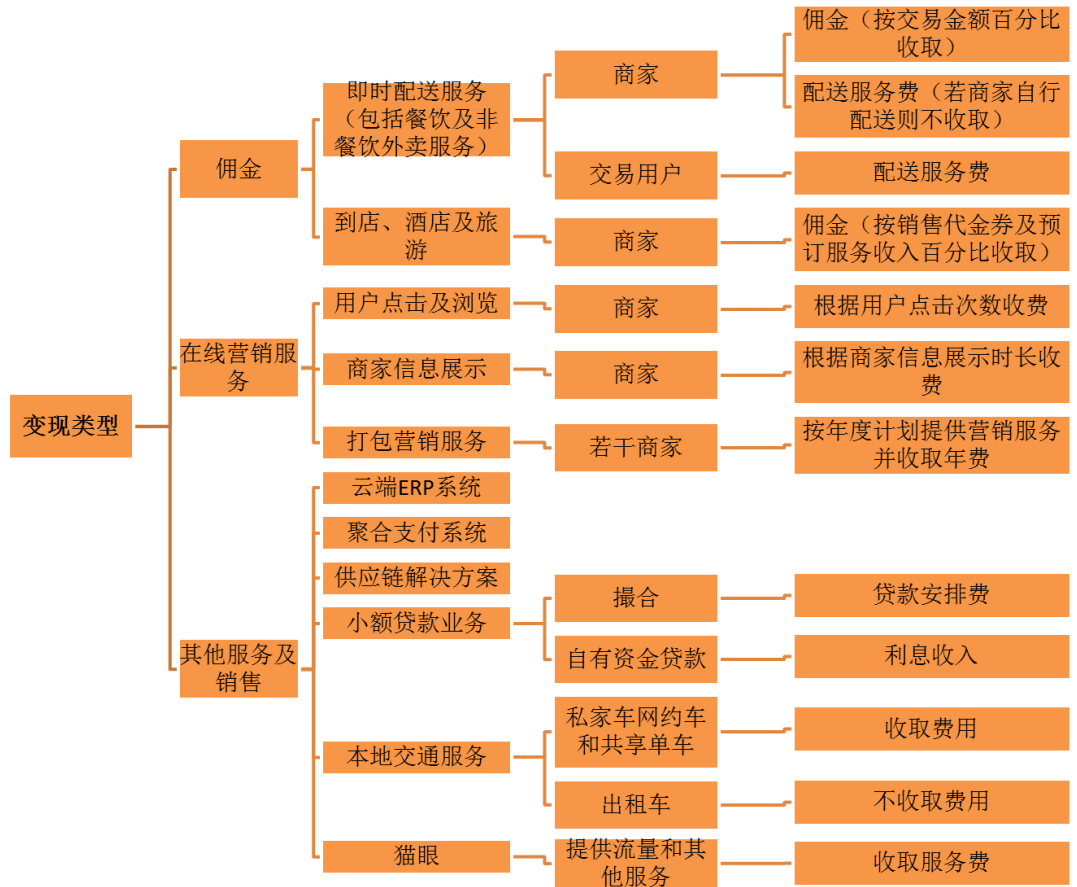


资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

佣金是最主要的变现方式, 主要包括三部分:

- (1) 外卖业务(餐饮+非餐饮)中平台对商家按交易金额百分比收取的佣金;
- (2) 到店、酒店及旅游业务中平台对商家按销售代金券及预订服务金额百分比收取的佣金;
- (3) 配送服务费(商家+交易用户收取), 如果商家选择自己配送, 则不收取配送服务费。

图表20 美团点评变现类型

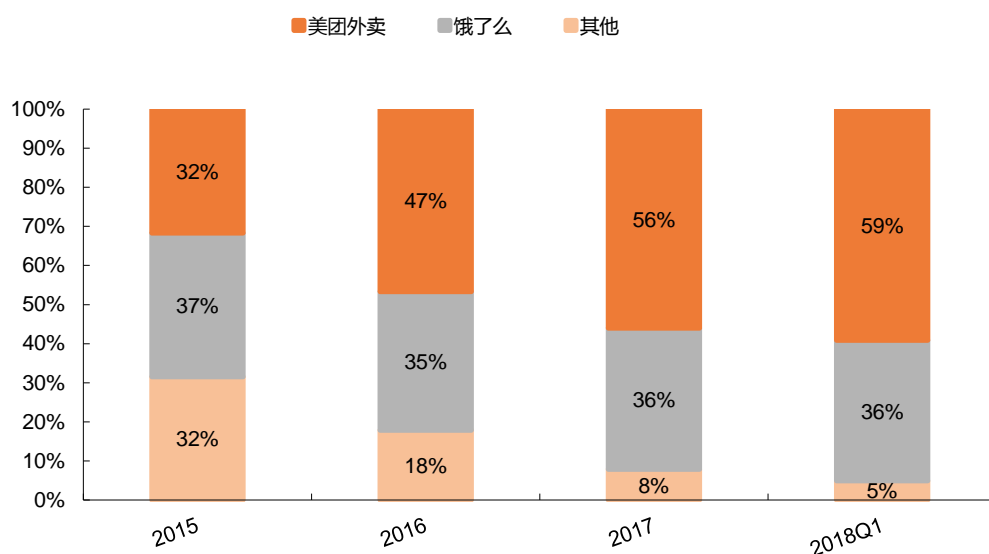


资料来源:招股说明书,平安证券研究所

变现率的高低，主要取决于平台对商家和用户的议价能力，与平台为商家提供的服务和行业竞争格局相关。如果平台为商家提供的服务能更加有效提高商家的收益，以及拓宽和深化平台服务产品的类别以抓住更多变现的机会，则变现率会提高。如果行业竞争激烈，或者有新进入者，则变现率会较低，如果行业形成垄断格局，则变现率会提高，平台可以结束烧钱模式，进行变现。

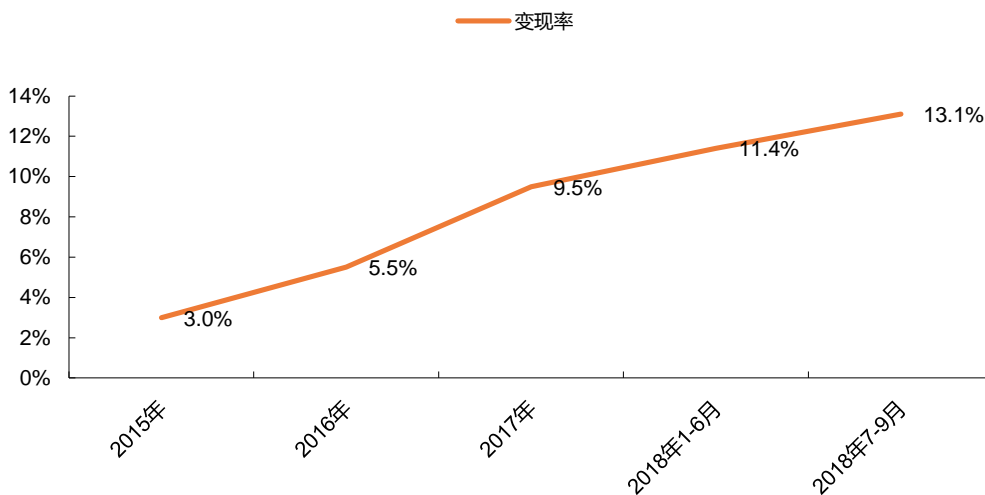
在竞争占据优势的情况下，美团点评的变现率保持提升态势。美团点评收入占比最大的业务美团外卖，其市场份额从2015年的32%提高至2018年Q1的59%，确立了龙头地位。2015年-2018年1-4月变现率分别为3.0%、5.5%、9.5%、10.7%，2018年1-6月提升为11.4%。2018年Q3月进一步提升为13.1%。

图表21 美团外卖份额稳步提升（按交易额）



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

图表22 美团点评变现率

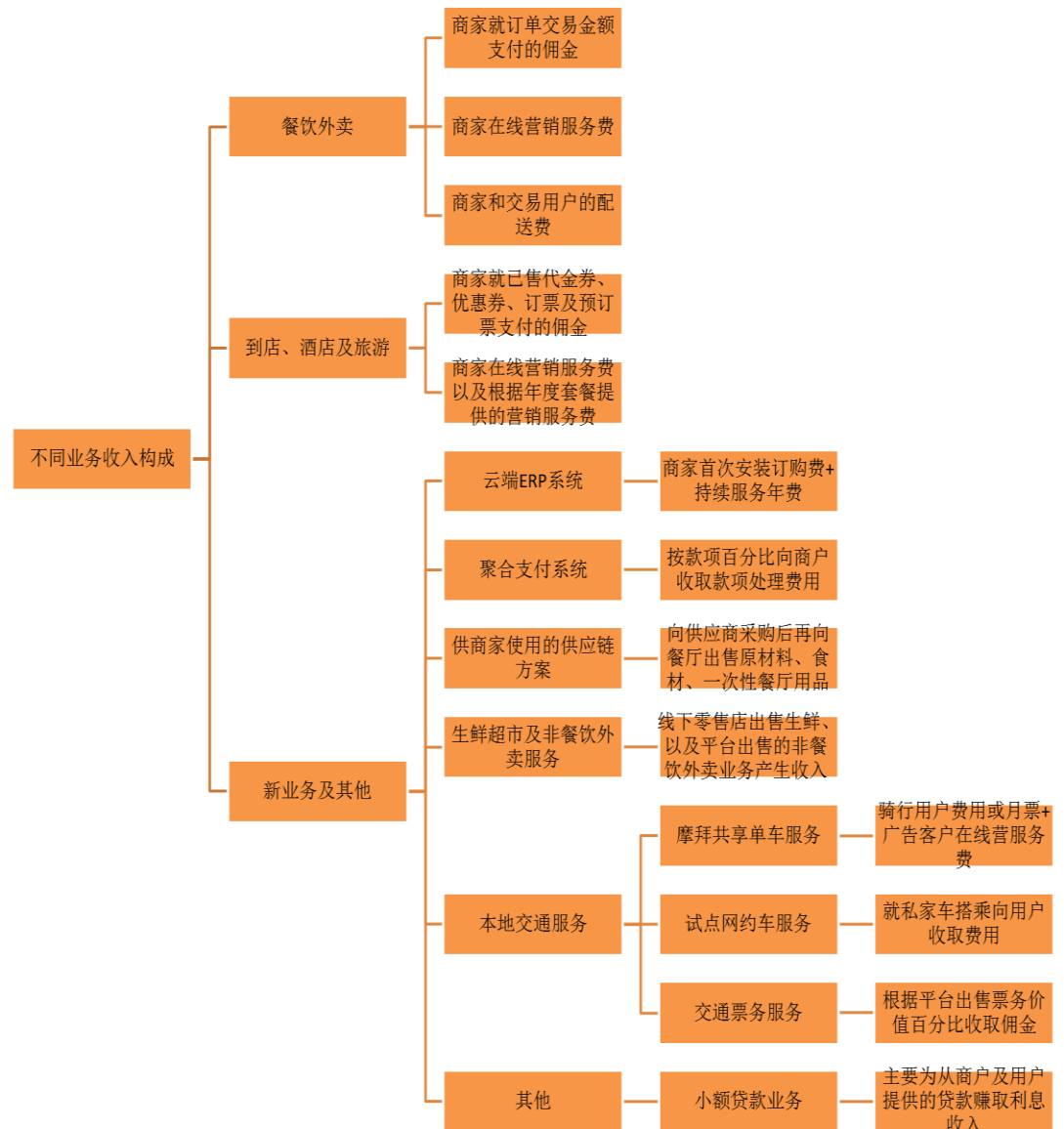


资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

美团点评整体变现率的提高, 除了与佣金率的提高有关外, 还与业务结构有关。美团点评的不同业务收入模式不同, 其中:

- 餐饮外卖业务的收入包括三部分, 分别为订单交易佣金、营销服务费、配送费 (商家+用户);
- 到店、酒店及旅游业务的收入包括两部分, 分别为佣金、营销服务费;
- 新业务及其他根据其中不同业务类型有不同收入模式, 具体见如下图表所示:

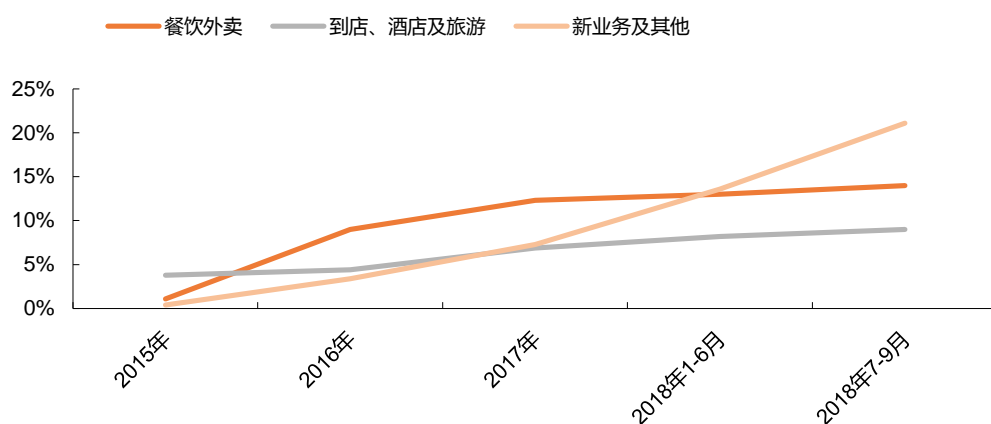
图表23 美团点评不同业务收入构成



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

2018年之前, 餐饮外卖业务的变现率最高, 且交易金额占比提升最快, 因此带动美团点评整体的变现率稳步提高, 2018年由于并表变现率高摩拜单车, 公司变现率进一步提高。餐饮外卖业务变现率高, 增长也快, 从2015年的1.1%增长到2017年的12.3%, 2018年上半年达13.0%, 2018年Q3为14.0%, 增长有所放缓。到店、酒店及旅游变现率保持稳定、缓慢增长, 从2015年的3.8%增长到2018年Q3的9.0%, 目前变现率最低。新业务的变现率提升最快, 从2015年的0.4%提高至2018年Q3的21.1%, 且在2018年开始变现率超过餐饮旅游, 主要原因是变现率较高的摩拜单车并表所致。

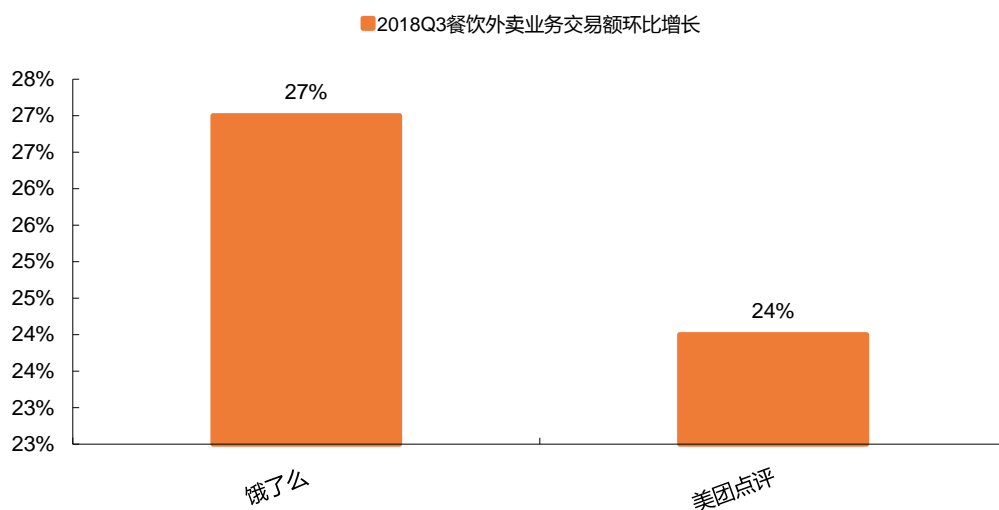
图表24 美团点评不同业务的变现率



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

阿里对决美团点评, 预计核心业务变现率难以维持增长。今年以来, 行业竞争格局发生很大变化。2018年4月2日, 阿里巴巴联合蚂蚁金服以95亿美元全资收购饿了么。10月12日, 阿里巴巴宣布旗下饿了么与口碑合并, 两家合并诞生的阿里本地生活服务公司覆盖到店和外卖业务, 与美团点评针锋相对。根据艾媒咨询公布的监测数据显示, 2018年Q3, 饿了么餐饮外卖业务交易额环比增速为27%, 超过美团点评的24%。随着阿里与美团点评竞争升级, 预计接下来, 双方在本地生活服务领域将会有一场硬仗要打, 预计美团点评核心业务变现率难以维持增长。

图表25 2018Q3 主流餐饮外卖平台餐饮外卖业务交易额环比增长



资料来源: 艾媒咨询, 平安证券研究所

小结:

1. 收入的增长来自交易金额的增长和变现率的提高。
2. 交易金额: 过去几年交易金额的增长主要来自餐饮外卖业务的发展, 带来交易用户、交易频率的增长。

- 交易用户的增长有天花板，2017 年美团点评交易用户数量已达 3.8 亿人，我国 15-49 岁人口数量为 7.26 亿人，按照最乐观的估计，这部分人口全部转化为美团点评交易用户，则美团点评交易用户还有 90% 的增长空间。
 - 交易频率的增长更具备可持续性，交易频率的增长，一方面来自高频率业务如外卖餐饮业务的增长，另一方面来自服务品类的拓展带来的交叉销售的提高。
 - 服务品类拓展基于现有的交易用户资源和商户资源，拓展方向分为横向和纵向。基于 C 端进行横向业务拓展，如生鲜、跑腿、出行业务；基于 B 端商户进行产业链纵向拓展，如向 B 端商户提供 ERP 系统、供应链管理、金融服务等业务。
- 3. 变现率：**美团点评变现方式包括佣金、在线营销服务、其他服务及销售，主要通过佣金进行变现。
- 变现率主要取决于平台对商家和用户的议价能力，与平台为商家提供的服务和行业竞争格局相关。
 - 随着美团点评竞争优势的确立，各项业务的变现率均呈提升态势，收入提升最快的餐饮外卖业务带动公司整体变现率提高。
 - 2018 年并表摩拜、试点网约车后，新业务变现率最高，增长最快。
 - 阿里与美团竞争升级，双方在本地生活服务领域将会有一场硬仗要打，在竞争加剧情况下，预计美团点评变现率难以维持增长。

五、 美团点评钱花在哪里

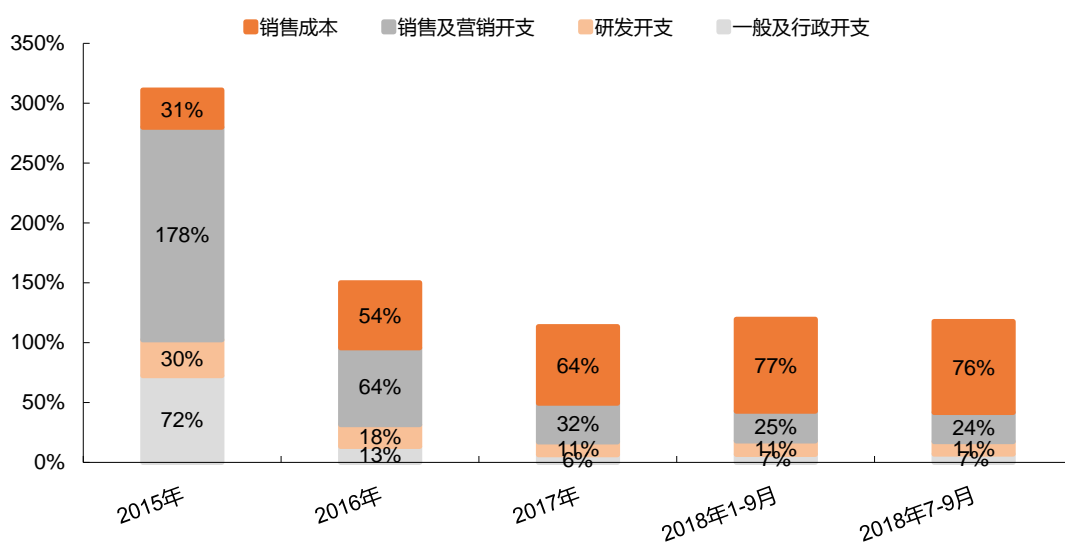
5.1 四大开支结构

美团点评主要有四大开支，按照开支占比多少排序分别是**销售成本>销售及营销开支>研发开支>一般及行政开支**。2015 年至 2018 年 1-9 月，销售成本占收入比例分别为 31%、54%、64%、77%，销售及营销开支占收入比例分别为 178%、64%、32%、25%，研发开支占收入比例分别为 30%、18%、11%、11%，一般及行政开支即管理费，占收入比例分别为 72%、13%、6%、7%。

四大开支占收入比例变化很大。销售成本开支比重大幅提升，目前成为主要的开支项目；销售及营销开支在早期是最大的开支项目，随着平台逐步成熟和竞争优势的确立，以及规模扩大带来的规模效应，比重持续下降，但仍是第二大开支项目。研发开支和行政开支在早期都占比高，随着业务规模扩大占比逐步下降，目前基本稳定，分别成为第三和第四大开支。

各项开支占比变化与美团点评的业务属性和发展阶段相关。美团点评的业务本质是建立电商平台，撮合 B 端商家和 C 端用户进行交易，首先需要搭建团队和平台，因此行政开支和研发开支在早期占比很高，搭建好团队和平台后，第二步就是在营销方面投入大量资金来吸引商家和客户参与平台交易，即所谓的“引流”，由此产生大量销售及营销开支，这部分开支占比在早期最高。随着引流带来业务规模的提升，与开展业务本身挂钩的销售成本开支会随之增加，并成为最主要的开支项目。下文我们逐一分析销售成本、销售及营销开支、研发开支这三个最主要的开支。

图表26 美团点评的主要开支占收入比例

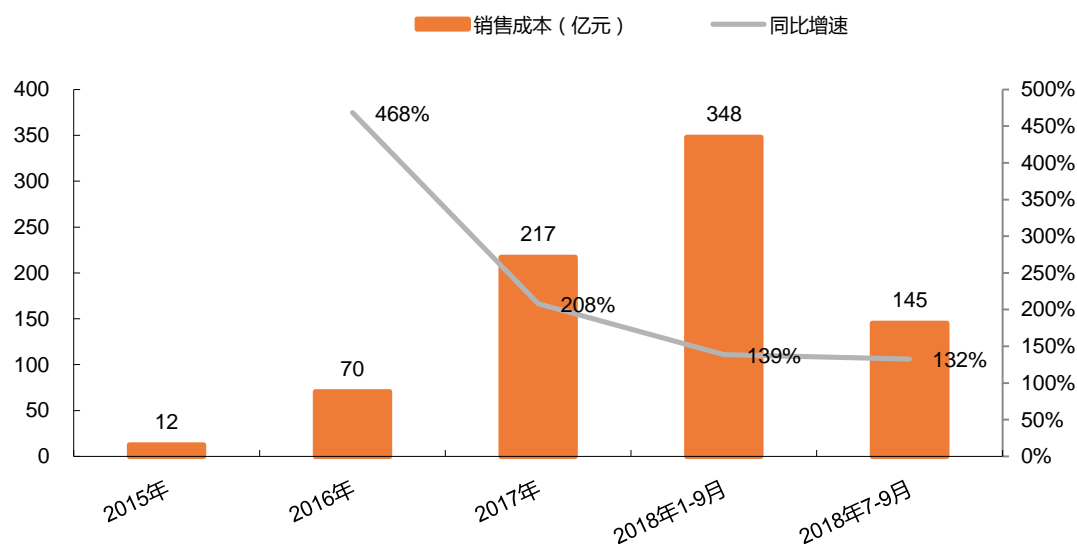


资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

5.2 销售成本：餐饮外卖骑手成本为主，出行业务成本爆发式增加

销售成本增速放缓，但增速仍高。2015年至2018年1-9月，美团点评销售成本及增速分别为12亿元、70亿元（+468%）、217亿元（+208%）、348亿元（+139%）。

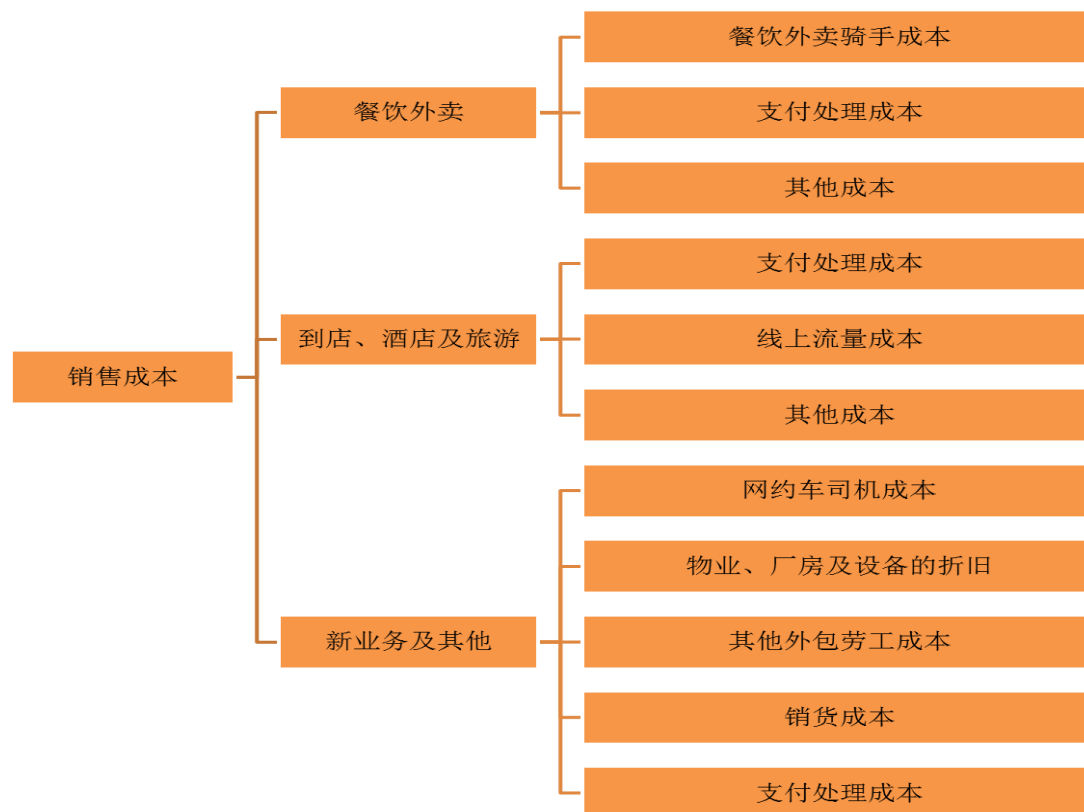
图表27 美团点评销售成本及增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

销售成本按业务类型构成：餐饮外卖业务的销售成本主要包括餐饮外卖骑手成本、支付处理成本及其他成本；到店、酒店及旅游的销售成本主要包括支付处理成本、线上流量成本及其他成本；新业务成本主要包括网约车司机成本、物业、厂房及设备的折旧、其他外包劳工成本等。

图表28 销售成本的构成



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

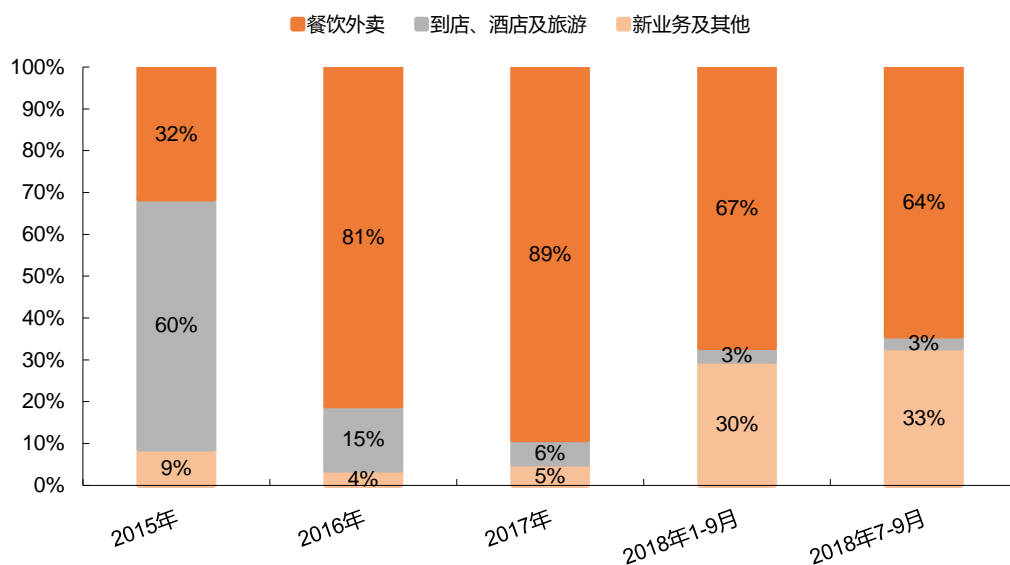
备注: 其他成本包括客户服务及其他人员的雇员福利开支、物业、厂房及设备的折旧、宽带及服务器托管费用

餐饮外卖销售成本占比最高，2018年新业务销售成本占比迅速提高。在销售成本中，按照业务类别来看：餐饮外卖业务占比最高，2015年-2017年占比分别为32%、81%、89%，2018年1-9月由于新业务成本快速增加，占比降至67%，其中2018年Q3进一步降至64%。到店、酒店及旅游虽然为第二大收入来源，但毛利率高，因此销售成本占比低，2017年为6%，2018年1-9月进一步降为3%。新业务销售成本占比在2018年显著提升，在2017年为5%（11亿元），2018年1-9月为30%（103亿元）。

新业务销售成本爆发式增长，我们认为主要原因是两个：

- 一是与美团打车扩张有关。美团打车于2017年2月14日在南京试点打车业务，2018年3月21日正式登陆上海，为了在上海争夺市场，美团点评投入大量成本补贴司机，网约车司机成本占销售成本的比例从2017年的1%大幅提升至2018年1-4月的8%。
- 二是与4月初收购摩拜单车有关。该项业务为重资产，折旧成本高，处于比较严重的亏损状态，物业、厂房及设备的折旧开支占销售成本的比例从2017年的1%提升至2018年1-4月的5%，可以佐证我们的判断。

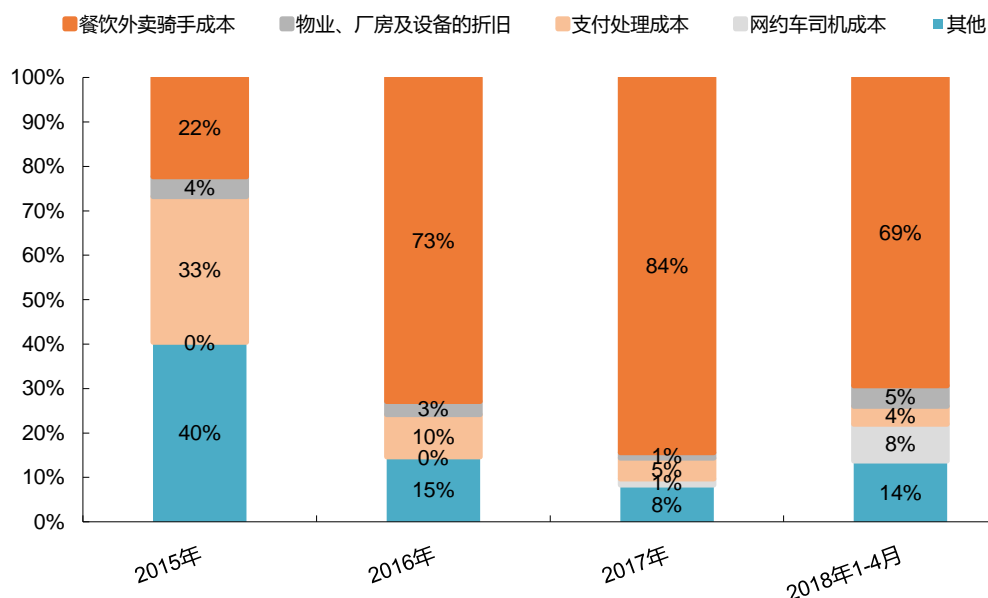
图表29 销售成本中各项业务的占比



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

餐饮外卖骑手成本为销售成本主要构成成分。按照销售成本的开支类别来看, 包括餐饮外卖骑手成本、物业、厂房及设备折旧、支付处理成本、网约车司机成本及其他成本。其中, 餐饮外卖骑手成本占绝大部分, 2015年-2017年餐饮外卖骑手成本占销售成本的比例分别为22%、73%、84%, 2018年1-4月占比降为69%。

图表30 销售成本中各项支出的占比



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

餐饮外卖骑手成本占餐饮外卖业务销售成本9成以上比例。2015年至2018年1-4月, 餐饮外卖骑手成本及增速分别为3亿元、51亿元(+1755%)、183亿元(+257%)、82亿元(+104%), 餐饮外卖骑手成本占餐饮外卖业务销售成本的比例分别为71%、90%、95%、93%, 占绝大部分比例。

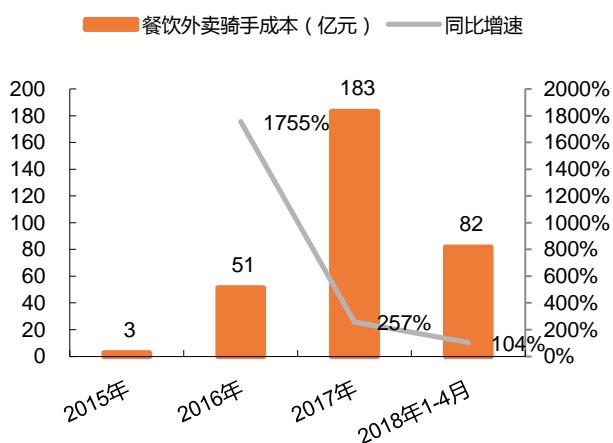
美团外卖骑手与快递公司快递员不同之处。美团外卖的骑手配送，与快递不一样的地方在于，顺丰的快递为自营模式，三通一达为加盟模式，而**美团外卖属于同城即时配送**，半径小、时效性强，且骑手为合作商雇佣，并不属于美团员工。根据艾瑞报告，美团已经建立并经营着世界上规模最大的同城即时配送网络，2017年第四季度，美团日均活跃配送骑手数量达到约53.1万人。

美团点评平台上的商家可以选择委托美团点评提供配送服务或由他们自行配送，大部分商家选择委托美团点评配送。2017年，在美团点评平台上完成的即时配送交易中超过70%是通过美团点评配送网络完成的。

美团与商家的配送安排有专送和快送两种模式。

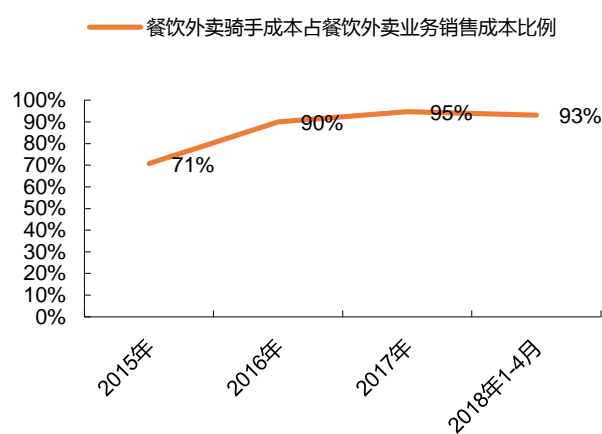
- **美团专送：**配送骑手为美团配送合作商的全职员工或合同工。美团授权配送合作商使用美团的商标，配送合作商则需要遵守美团指定的经营标准。美团还要求配送合作商按照美团的标准对骑手进行激励和监督。美团向配送合作商提供优质的支持和资源，以确保选择专送的商家可以享受到最高水准的配送服务。
- **美团快送：**在此模式下，美团与配送合作商订立协议，配送合作商则雇佣配送骑手为合同工。订单通过美团建立的众包平台由配送骑手履行。众包配送骑手一般不是全职配送骑手。配送骑手也被要求遵守美团的配送合作商制定的配送服务标准。

图表31 餐饮外卖骑手成本规模及增速



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

图表32 餐饮外卖骑手成本占餐饮外卖销售成本比例



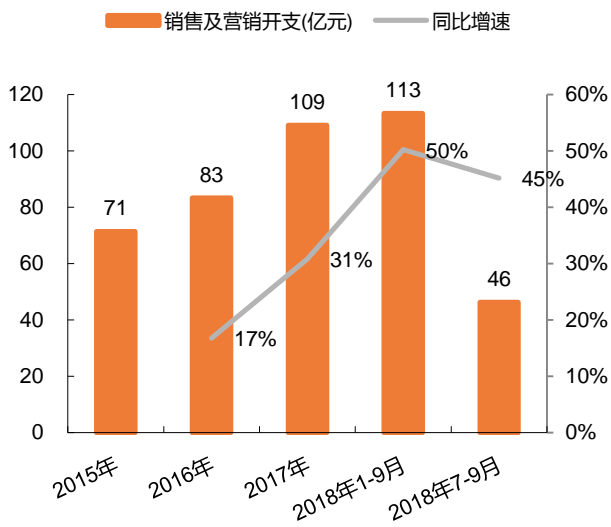
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

5.3 销售及营销开支：2018年加强地推、广告，减弱补贴

美团进行引流的主要方式包括销售人员地推、线上打广告、交易用户补贴，这几项支出，对应财务报表上的科目为**销售及营销开支**。销售及营销开支为美团点评第二大支出，2015年-2018年1-9月，该项支出金额分别为71亿元、83亿元(+17%)、109亿元(+31%)、113亿元(+50%)，呈加快增长态势。

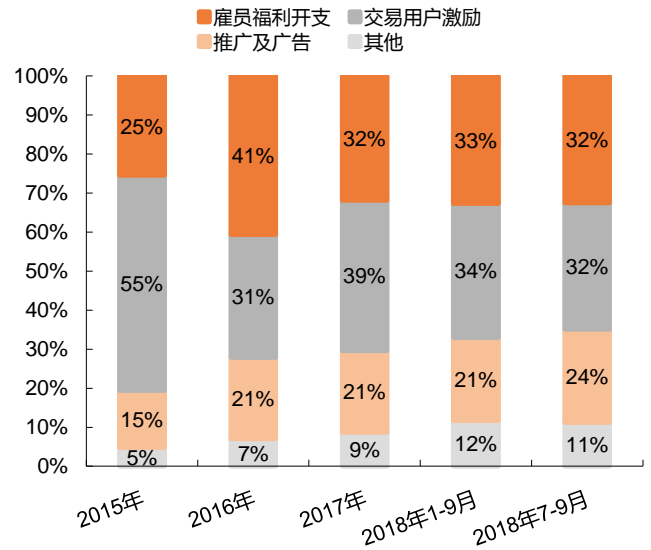
销售及营销开支构成及比例。主要包括三大类，分别为：**销售及业务开发人员雇员福利开支**（人力开支）、**交易用户激励**（即补贴，包括折扣及优惠券）、**推广及广告费用**（与在线应用商店列表及智能手机应用程序预安装及品牌活动有关的）。占比最大的为**交易用户激励**，2015年-2018年1-9月占销售及营销开支的比例分别为55%、31%、39%、34%。其次为**人力开支**，2015年-2018年1-9月占销售及营销开支的比例分别为25%、41%、32%、33%。

图表33 销售及营销开支规模和增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

图表34 销售及营销开支中各项支出占比



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

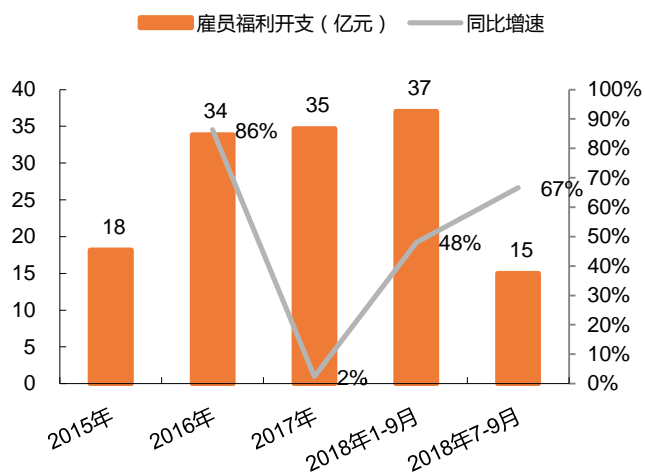
美团点评有一个两级营销团队, 分别为集团层面和业务分部层面。集团层面的营销部门负责推广美团品牌的营销活动, 目的是引流; 各业务分部层面的营销团队负责该业务具体营销活动, 目的在于将平台上的用户转换为交易用户。截止到 2018 年 4 月份, 美团营销团队共有 28458 人, 占美团雇员总数的 61%, 为美团人力占比最大的部分。

美团点评采用各种营销活动推广品牌及服务。线上营销活动包括通过中国互联网导航网站、各种流行搜索引擎以及展示广告进行的付费营销。线下营销活动包括通过户外广告、公关活动等传统主流媒体进行的促销活动以及赞助活动, 以提高美团的知名度并推广美团的品。美团有自动跟踪系统监控通过广告引导的流量以跟踪和调整营销策略。

美团与商家发展关系的方式包括:

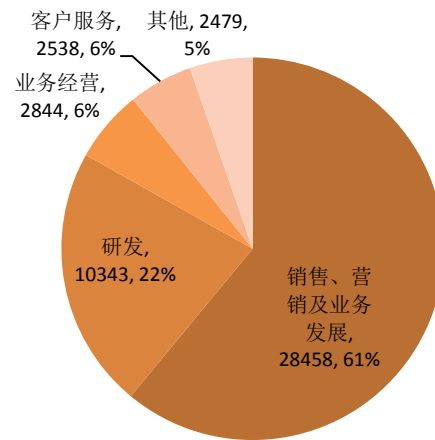
- 线下直接销售, 例如美团本地地面销售团队的业务开发活动、电话营销及大客户销售;
- 线上直接销售, 例如通过线上交易平台销售聚合支付系统硬件;
- 某些城市的分销代理, 通过委聘销售团队获取商家;
- 商家自助入驻平台, 该流程简化且透明, 越来越多的商家通过这种方式完成此流程, 商家可用手机号码注册, 从美团数据库中认领其拥有的餐馆或商店, 并以电子方式提交证书文件, 美团通常在三天内做出回应决定。

图表35 营销人员人力开支规模及增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

图表36 按职能划分的雇员人数及占比(人)_2018Q4

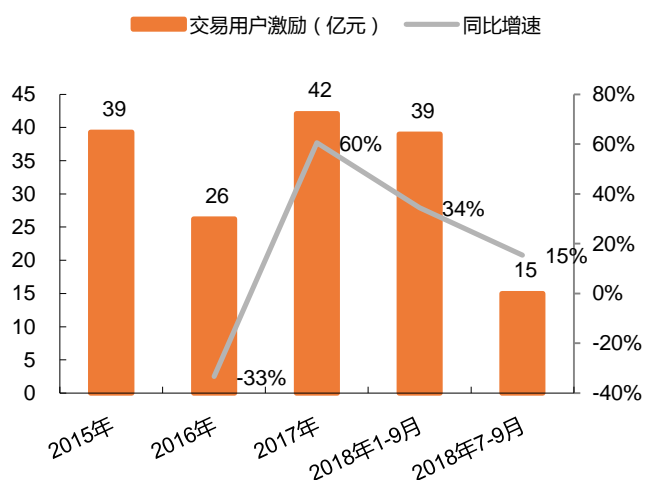


资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

交易用户激励开支规模与竞争激烈程度和新业务开发有关, 规模效应下占收入比例呈下降趋势。美团与大众点评合并前, 互相竞争激烈, 导致交易用户激励开支在 2015 年规模为 39 亿元, 占销售收入比例为 98%。2016 年美团与大众点评合并后, 交易用户激励开支规模大幅下降 33% 至 26 亿元, 占销售收入比例降至 20%。此后由于业务扩张及推出新业务, 交易用户激励开支规模持续增长, 但由于业务扩张带来的营销效率提高, 占销售收入比例保持下降趋势, 2017 年-2018 年 1-9 月规模分别为 42 亿元 (+60%)、39 亿元 (34%), 占收入比例分别为 12%、9%, 其中 2018 年 Q3 交易用户激励只有 15 亿元, 同比增速降为 15%, 占收入比例降为 8%。

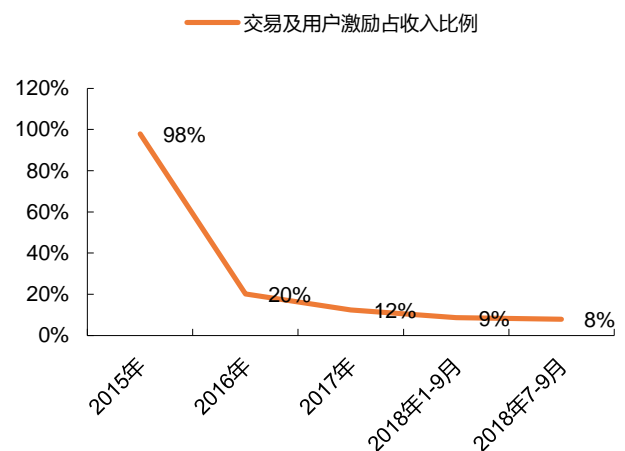
2018 年以来尤其是 Q3 营销重心发生改变, 补贴增速下降, 地推和广告增速提高。我们可以看到, 2018 年以来尤其是 Q3, 美团点评的推广及广告费用、营销人员人力开支规模增速在提升, 但交易用户补贴规模增速有所下降, 从 2017 年的 60% 降为 2018 年 1-9 月的 34%, 2018 年 Q3 降为 15%。

图表37 交易用户激励开支规模及增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

图表38 交易用户激励开支占收入比例

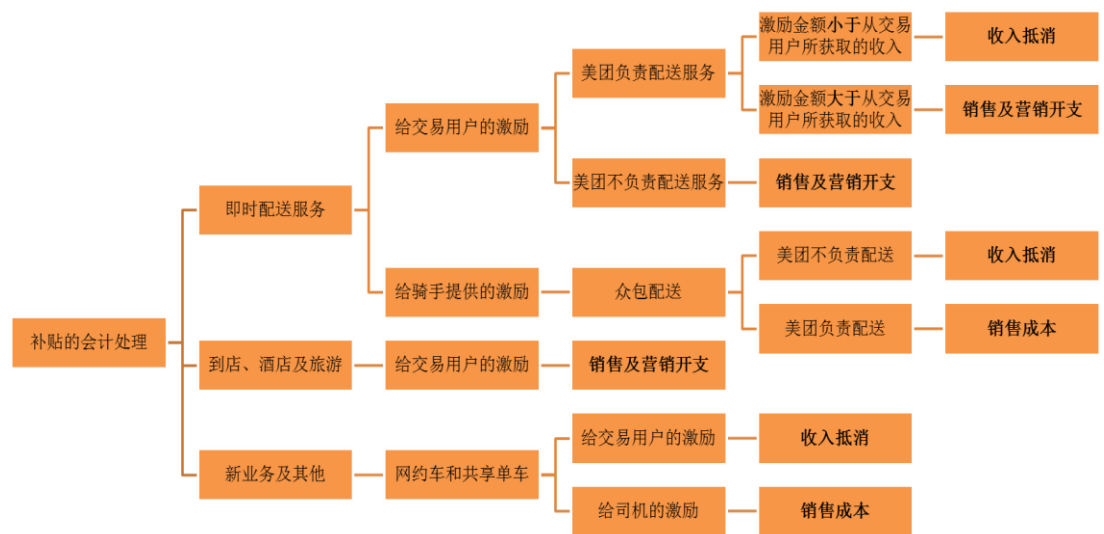


资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

特别说明：关于补贴的会计处理，并非所有补贴均计入销售及营销开支科目。对于互联网平台而言，补贴是引流的重要方式。补贴主要包括优惠券及折扣，主要形式为红包，不过，并非所有补贴均计入销售及营销开支科目，具体会计处理如下图所示：

- 按照补贴对象来看，公司给交易用户提供的激励根据情况不同计入**销售及营销开支**或者**收入抵消项**；给骑手提供的激励支出根据情况不同计入**收入抵消项**或**销售成本**；给司机的激励计入**销售成本**。
- 按照业务类型来看，**即时配送服务**中，补贴根据情况不同分别计入**收入抵消**、**销售及营销开支**、**销售成本**；在**到店、酒店及旅游**业务中，补贴全部计入**销售及营销开支**；在**新业务及其他**中，补贴根据对象不同分别计入**收入抵消**和**销售成本**科目。

图表39 补贴的会计处理



资料来源：招股说明书,平安证券研究所

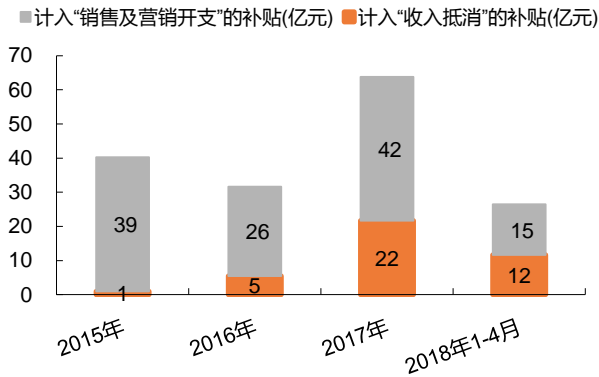
例如，在**即时配送服务**中，给交易用户提供的补贴，如果美团负责配送：

- 如果补贴金额小于从交易用户所获取的收入部分，补贴在收入中进行抵销；
- 如果补贴金额大于从交易用户所获取的收入，超过的金额计入销售及营销开支。

如果美团不负责配送，则补贴金额全部计入销售及营销开支。

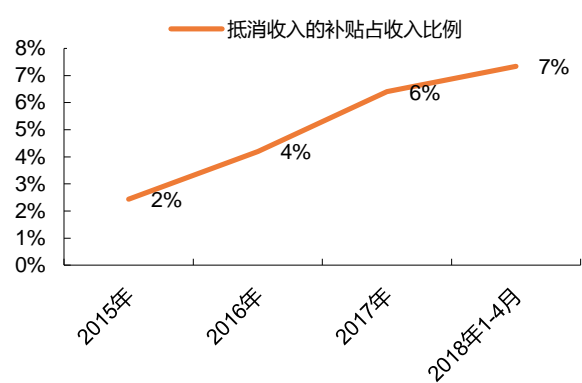
由此可知，财务报表中补贴金额和销售收入是失真的：如果算上抵消收入的补贴金额，美团点评给交易用户的实际补贴额度比会计报表中列示的更大；如果剔除这部分抵消，实际收入规模比会计报表中列示的更大。2015年-2018年1-4月，交易用户补贴实际总额度分别为40亿元、32亿元、64亿元、27亿元，其中抵消收入的补贴金额分别为1亿元、5亿元、22亿元、12亿元，占当期收入的比例分别为2%、4%、6%、7%。

图表40 交易用户实际补贴规模



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

图表41 抵消收入的补贴占收入的比例



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

5.4 研发开支：全部费用化，占收入比例趋稳

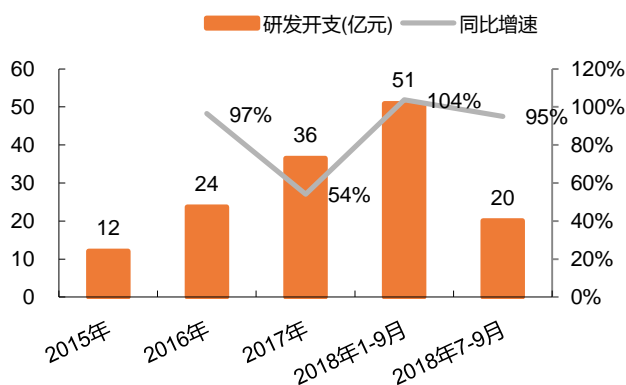
互联网公司高科技行业，研发能力非常重要，包括大数据、人工智能和深度学习技术研发，因此研发费用为公司第三大开支。按照会计准则，研发开支可以费用化在当期利润表中确认，也可以资本化为无形资产进行逐步摊销。不过，截止到目前，美团点评的研发开支全部当期费用化，没有转化为无形资产，因此也不存在以后年度进行摊销的隐忧问题。

美团和大众点评有各自的 App 和网站，研发开支保持增长态势。2015 年-2018 年 1-9 月，研发开支规模分别为 12 亿元、24 亿元 (+97%)、36 亿元 (+104%)、51 亿元 (+104%)。

研发开支占收入的比例趋稳，维持 12% 左右的水平。对于互联网公司，在最初创立时要搭建平台，研发开支占收入比例最高，美团点评在 2015 年时研发开支占收入比例为 30%，随着平台搭建完成和业务的逐步成熟，后续的研发投入会相对于收入逐步降低，最近两年美团点评研发开支占收入的比例维持 12% 左右的水平。

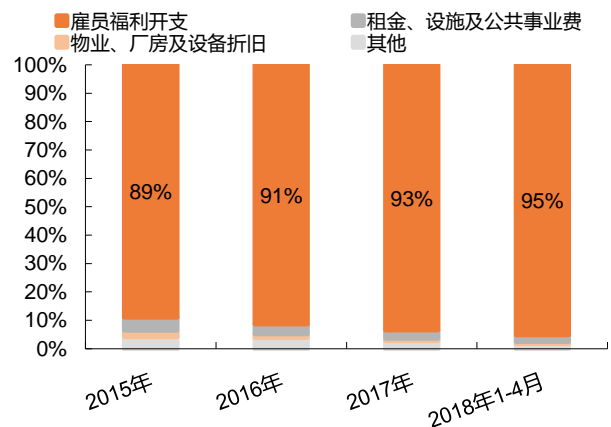
研发开支中最主要的是研发人员的人力开支。2015 年-2018 年 1-4 月，研发人员开支占研发开支的比例分别为 89%、91%、93%、95%，占绝大部分比例，且占比呈提升态势。研发人员开支的提高主要是由于研发人员数量的增长导致，截止到 2018 年 4 月末，美团点评共有研发人员 10343 人，占全体员工的比例 22.2%。

图表42 研发开支规模及增速



资料来源: 招股说明书, 定期报告, 平安证券研究所

图表43 研发开支构成



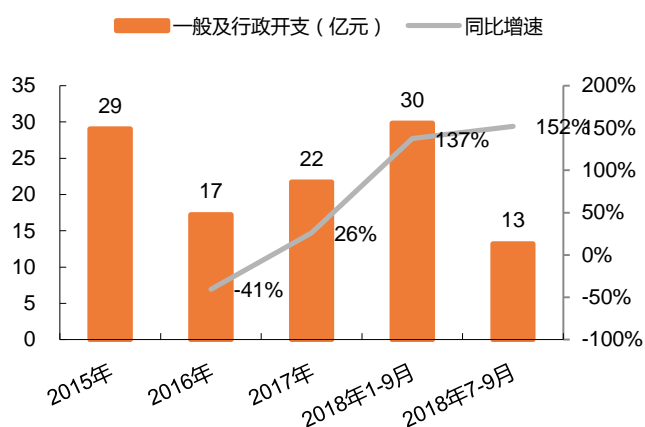
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

5.5 一般及行政开支：占比最低，雇员福利开支为主

占收入比例趋于稳定，雇员福利开支为主。行政开支为第四大开支，2015-2018年1-9月规模及增速分别为29亿元、17亿元（-41%）、22亿元（+26%）、30亿元（+137%），行政开支占总收入的比例近两年稳定在6%-7%左右。行政开支主要包括管理及行政雇员福利开支、附件税费、无形资产摊销等费用，其中最主要构成为雇员福利开支，2015年-2018年1-4月，雇员福利开支占行政开支的比例为85%、42%、60%、58%。

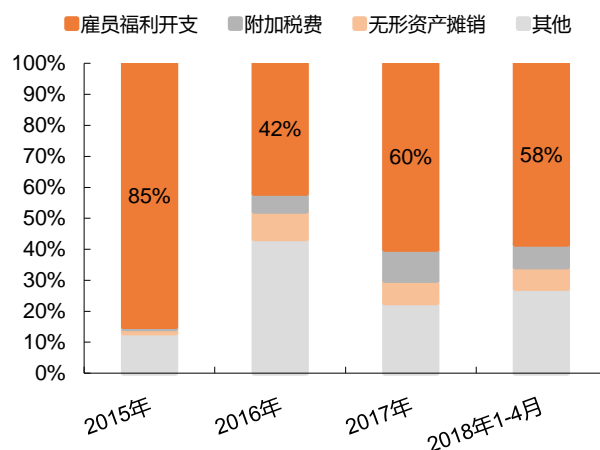
2015年产生大量行政开支的主要原因在于美团和大众点评合并，导致向 Dianping Holdings 股东支付补偿金额人民币15亿元，计入雇员福利开支所致，该补偿为 Meituan Corporation 与 Dianping Holdings 进行战略交易产生的一次性费用。2018年行政开支大量增加，主要是由于行政人员的数量和薪酬增加所致。

图表44 行政开支规模及增速



资料来源：招股说明书，定期报告，平安证券研究所

图表45 行政开支构成



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

小结：

1. 美团点评主要有四大开支，按照开支占比排序为销售成本>销售及营销开支>研发开支>一般及行政开支。
2. 在销售成本中，餐饮外卖骑手成本占绝大部分比例，美团已经建立并经营着世界上规模最大的同城即时配送网络。
3. 销售及营销开支中占比最大的为补贴，补贴是交易用户转化的重要方式，补贴开支规模与竞争激烈程度和新业务开发有关，规模效应下占收入比例呈下降趋势。
4. 2018年以来尤其是Q3，营销重心发生改变，补贴增速下降，地推和广告增速提高。
5. 并非所有补贴均计入销售及营销开支科目，部分会冲抵收入，因此财务报表中补贴金额和销售收入是失真的：如果算上抵消收入的补贴金额，美团点评给交易用户的实际补贴额度比会计报表中列示的更大；如果剔除这部分抵消，实际收入规模比会计报表中列示的更大。
6. 研发开支是第三大开支，研发开支相对于收入逐步降低，最近两年美团点评研发开支占收入的比例维持12%左右的水平，并且美团点评的研发开支全部当期费用化，没有转化为无形资产，因此也不存在以后年度进行摊销的隐忧问题。

六、 巨额商誉是否有减值风险

6.1 商誉的含义和风险

报表上的商誉，与我们普通的理解是有差异的。商誉既不能拆开来解释为商业信誉，也不是一般意义上的企业声誉，更不等同于品牌知名度，它来源于兼并、收购，是一些难以言说的内容，如良好的口碑、优秀的企业文化、管理团队、忠诚的客户、美好的品牌形象、发达的销售渠道等等，以收购溢价的形式体现。

商誉的会计准则中的定义为：在非同一控制下的企业合并中，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。从这个意义上说，商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力（如社会平均投资回报率）的资本化价值。

商誉与其他无形资产会计处理差异。虽然商誉在报表上列示在无形资产会计科目中，但商誉与其他无形资产在计量上的不同之处在于，商誉不用摊销而只需要在会计期末进行减值测试，而其他无形资产需要按一定年限逐年进行摊销。

毕马威会计公司的一份研究报告表示，一半以上的公司并购，其实是有损于股东价值，另外 1/3 的公司并购并没有为股东新增价值，这样估计下来，大致只有 1/6 的公司并购是值得的。美国《商业周刊》对公司并购的分析，也得出类似的结果：61% 的公司并购，其实是损害了股东的财富。面对如此之高的失败比例，谨慎一点的投资者，应该考虑公司并购形成的特殊产物——商誉，做出自己谨慎的判断。

A 股近年产生的商誉问题。从 A 股市场来看，最近 5 年并购活跃，由此产生大量商誉，上市公司商誉总额从 2014 年的 3332 亿元增至 2018 年 3 季度末的 14484 亿元，增长了 3 倍多。但高额商誉并非表明收购结果的乐观，最近几年商誉减值数量和金额也逐年提高，2015 年-2018 年 3 季度末，每年商誉减值的上市公司数量分别为 241 家、314 家、479 家、135 家，减值金额分别为 126 亿元、186 亿元、513 亿元、144 亿元。

由于商誉期末的减值测试牵涉商誉后续计量问题，无论预测未来现金流还是确定折现率，都充满太多主观因素和人为操作空间。近期，证监会公开发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，对 A 股 2018 年年底可能发生的商誉减值向投资者郑重提出风险警示。根据《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，与商誉减值相关的特定减值迹象包括但不限于：

- 现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩；
- 所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化；
- 相关业务技术壁垒较低或技术快速进步，产品与服务易被模仿或已升级换代，盈利现状难以维持；
- 核心团队发生明显不利变化，且短期内难以恢复；
- 与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉，相关资质的市场惯例已发生变化，如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等；
- 客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高，且没有证据表明短期内会下降；
- 经营所处国家或地区的风险突出，如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等。

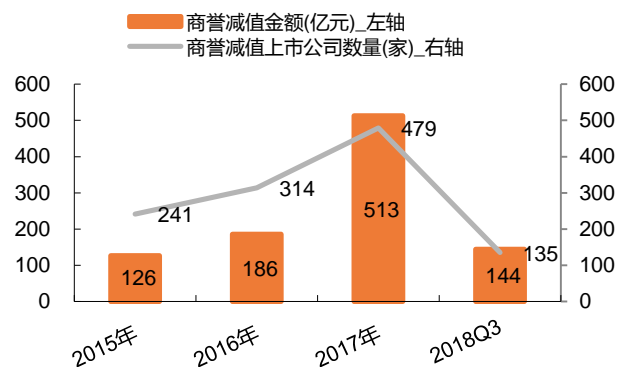
由于我国会计准则已经基本与国际会计准则趋同，因此，我们也可以此标准来分析美团点评的商誉。

图表46 近五年 A 股上市公司商誉总额趋势



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表47 近四年 A 股上市公司商誉减值情况



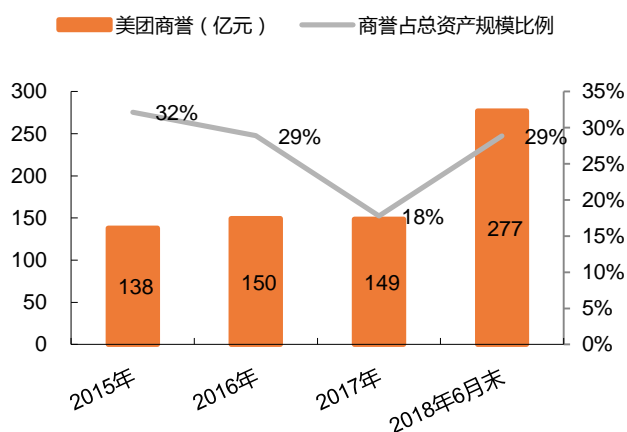
资料来源:wind, 平安证券研究所

6.2 美团点评的商誉分析

美团点评账面上有巨额的商誉，主要来自收购大众点评和摩拜单车。2015年-2018年6月末，美团点评商誉规模分别为138亿元、150亿元、149亿元、277亿元，占总资产的比例分别为31%、29%、18%、29%。美团点评的商誉主要来自两部分，一是2015年收购大众点评产生的136亿元收购溢价，二是2018年收购摩拜单车产生的128亿元收购溢价，还有剩下的部分是收购钱袋宝所致。

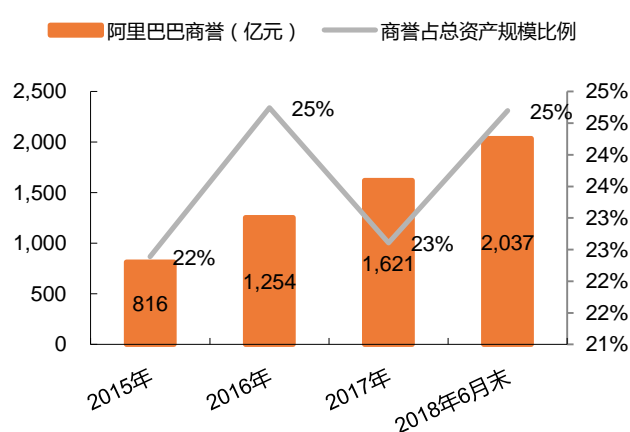
阿里巴巴账面上的商誉规模也很大。2018年6月末，阿里巴巴商誉有2037亿元，占总资产的比例为25%。我们认为这与互联网行业自身特点有关，互联网行业最核心竞争力在于流量、数据、资本，由此使得行业龙头的发展路径离不开兼并收购，由此产生大量的商誉。

图表48 美团商誉规模及占总资产比例



资料来源:招股说明书, 中报, 平安证券研究所

图表49 阿里巴巴商誉规模及占总资产比例



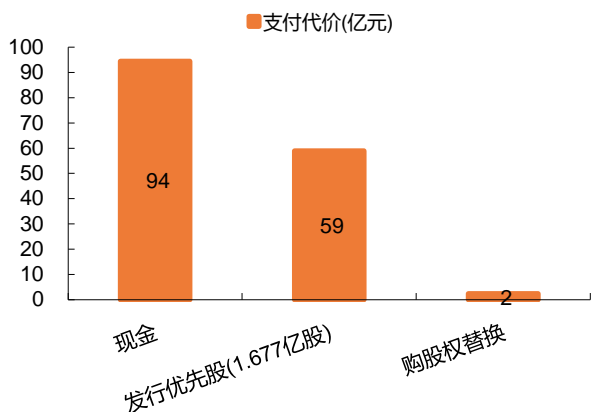
资料来源:wind, 平安证券研究所

美团点评的收购对价。美团点评于2018年4月4日完成对摩拜100%股权的收购，根据中报披露的数据，收购摩拜总共支付代价为155亿元，其中现金代价94亿元，发行优先股折算成人民币为59亿元，购股权替换为2亿元。

在评估当日，摩拜可识别净资产规模只有27亿元，剩下的128亿元估值溢价都计入商誉。可识别资产中，无形资产规模有36亿，包括商标、用户名单、技术等。不过，摩拜账上有一项科目值得关

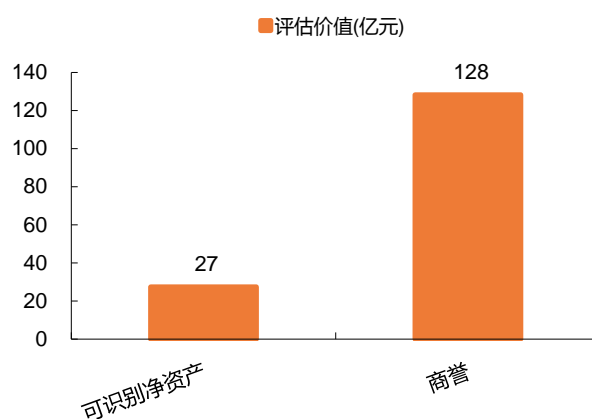
注，即交易用户押金，规模为 81 亿元，在持续稳定经营的情况下，这部分押金规模也会比较稳定，可以通过理财管理产生利息收入。

图表50 收购美团支付代价



资料来源:中报, 平安证券研究所

图表51 收购美团评估价值



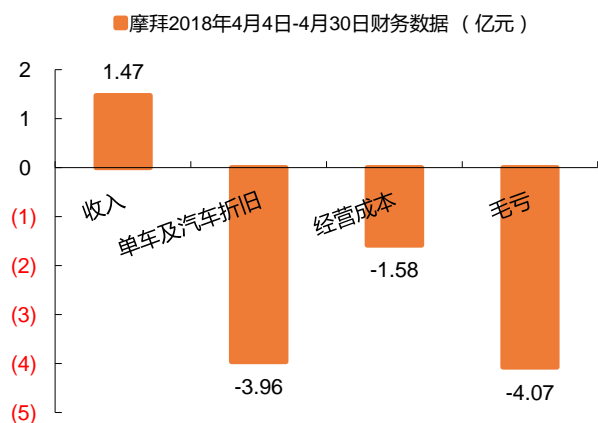
资料来源:中报, 平安证券研究所

收购大众点评的商誉价值。美团 2015 年收购大众点评后，在两者竞争激烈的到店业务领域实现了强强联合，显著减少了竞争带来的补贴成本和价格战，并且双方流量、资源共享，带来规模效应，也为美团点评后来的快速发展奠定了重要基础。因此，我们认为收购大众点评为美团带来了超额的**经济利益**，其商誉价值是合理的，没有减值的风险。

收购摩拜的商誉价值。美团收购摩拜，是美团在核心业务领域之外的边界扩张，给美团带来的好处主要是三个方面，一是获得摩拜单车高频的入口和巨大的数据，例如 4 月 4 日至 4 月 30 日，摩拜单车的骑乘次数为 2.6 亿次；二是与美团的本地生活服务业务协同，补齐美团业务场景中的 3 公里以内超短途出行场景；三是在业务版图上面，与竞争对手阿里旗下的 **OFO 和哈啰单车抗衡**。

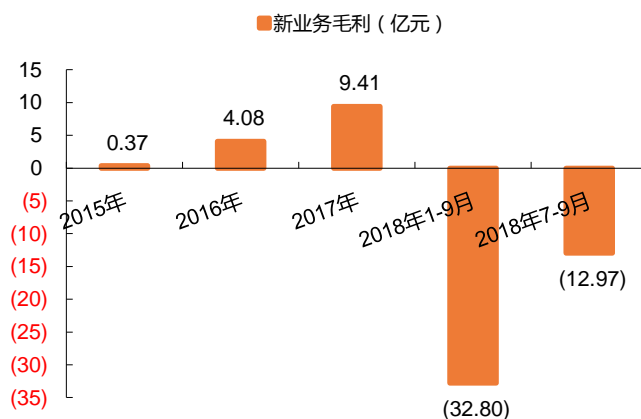
摩拜单车拖累美团点评整体业绩。在收购后的 4 月 4 日至 4 月 30 日，短短的 27 天，摩拜单车收入 1.47 亿元，折旧 3.96 亿元，经营成本 1.58 亿元，合计经营支出高达 5.54 亿元，**毛亏 4.07 亿元**。收购摩拜单车后，拖累了美团点评整体的经营业绩，**2018 年 1-9 月美团点评新业务及其他（含摩拜单车）毛亏高达 32.80 亿元**，而 2017 年 1-9 月，新业务及其他实现毛利 7.26 亿元。

图表52 摩拜 2018 年 4 月份财务数据



资料来源:中报, 平安证券研究所

图表53 美团点评新业务（含摩拜单车）毛利情况



资料来源:招股说明书, 中报, 平安证券研究所

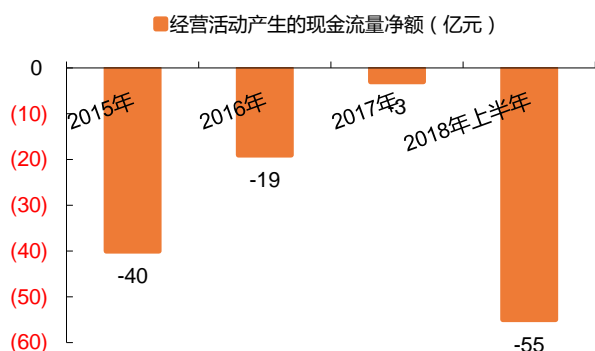
美团点评资金压力变大，与阿里资金实力悬殊。美团重金收购摩拜，不仅支付 94 亿元的现金，还需要承受摩拜每月的经营开支，会加大美团的资金压力。虽然 4 月末摩拜账上有 81 亿用户押金，但 7 月份开始免押金。从美团点评经营活动产生的现金流量净额来看，从 2015-2017 年，净流出规模在逐步减少，2017 年净流出只有 3 亿元，经营活动现金流量净额快实现转正，但 2018 年上半年，净流出陡增至 55 亿元，甚至超过 2015 年的规模。在与阿里全面对抗的背景下，资金实力是非常关键的因素，美团账上虽有 263 亿元资金，但与阿里的 1644 亿元相比，相差悬殊。不过，美团点评上市后打通融资渠道，且背后有腾讯的支持，因此实力也不容小觑。

摩拜业务难有看点。今年美团点评在核心业务上面临来自阿里的巨大挑战，10 月底美团点评新的组织架构表明，其将减少在出行业务上的重金投入，集中力量在核心业务上与阿里对垒。在美团可能减少出行业务投入的背景下，摩拜的业务难有看点。

我们认为对于收购摩拜形成的巨额商誉，需谨慎看待，但是近期也有积极因素，所以暂时没有减值风险：

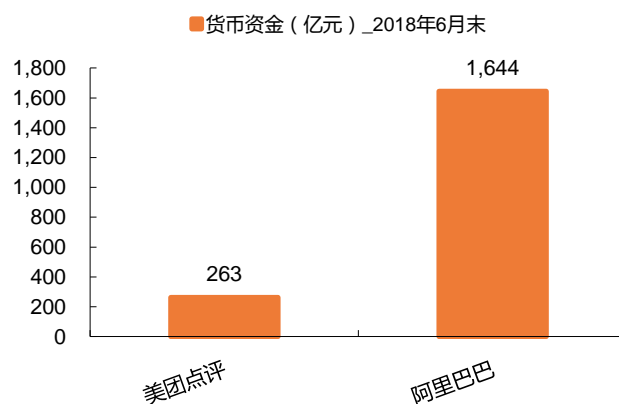
- 美团点评收购摩拜时，并没有业绩承诺，因此不存在业绩不达承诺的风险；
- 美团点评新业务及其他在 2018 年 Q3 产生的毛亏 12.97 亿元，较 Q2 有所下降，原因是摩拜单车和试点网约车提高了运营效率，因此摩拜单车并没有出现经营恶化的风险；
- 摩拜单车最大的竞争对手 OFO 近期陷入资金链断裂、押金退还困难等诸多负面传闻，行业的竞争格局可能有所改善。

图表54 美团点评经营活动产生的现金流量净额



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表55 美团点评和阿里巴巴账面货币资金规模



资料来源:wind, 平安证券研究所

小结：

1. 美团点评的商誉主要来自两部分，一是 2015 年收购大众点评产生的 136 亿元收购溢价，二是 2018 年收购摩拜单车产生的 128 亿元收购溢价。
2. 我们认为收购大众点评为美团带来了超额的经济利益，其商誉价值是合理的，没有减值的风险。
3. 摩拜单车处于亏损的经营状态，且在美团可能减少出行业务投入的背景下，摩拜难有看点，我们认为对于收购摩拜形成的巨额商誉，需谨慎看待，但近期也有积极因素，所以暂时没有减值风险。

七、投资建议

美团点评的核心业务（餐饮外卖，到店、酒店及旅游）的交易金额、变现率、毛利率等经营指标均持续向好，新业务的收入规模在 2018 年有大幅提高，主要是试点网约车、收购摩拜、以及针对 B 端商户的业务规模提升所致。但新业务盈利能力差，特别是摩拜单车和试点网约车拖累整体业绩，导致 2018 年剔除非经营性因素（主要为可转换可赎回优先股公允价值变动，由于 9 月份美团点评上市后优先股转普通股，因此该科目在 2019 年将不复存在）后的亏损仍较 2017 年有较大幅度的增加。

今年以来，行业竞争格局发生改变，阿里收购饿了么，合并饿了么与口碑，预计未来阿里与美团点评在本地生活服务领域的竞争将进一步加剧。美团点评的最新组织架构调整表明其将收敛在盈利状况差的出行业务上的投入，集中力量在核心业务上与阿里对决。

短期来看，在竞争加剧背景下，预计核心业务的变现率提升将难以维持，营销开支增速将提高，因此实际经营亏损规模可能还会扩大。

长期来看，美团点评规模已经巨大，上市后打通融资渠道，且背后有腾讯的支持，实力不容小觑，因此，我们认为美团点评与阿里在本地生活领域双雄争霸，未来可能保持双寡头竞争格局，将在竞争中共享互联网+生活服务领域发展的盛宴。

八、风险提示

- 1、**美团点评业务增长不及预期风险。**虽然美团点评过去取得了高速增长，但未来如果出现竞争加剧、消费支出放缓、中国生活服务电子商务行业增速放缓、替代的商业模式出现、政府政策等因素，美团点评业务增长率可能下降和不及预期。
- 2、**美团点评经营亏损进一步扩大风险。**摩拜持续亏损，未来美团点评可能会减少在出行业务上的投入，摩拜业务亏损可能将持续；美团点评与阿里在核心业务上竞争加剧，未来变现率可能无法持续提升，营销开支增速可能进一步提高，造成美团点评的经营亏损可能进一步扩大。
- 3、**美团点评商誉减值风险。**美团点评收购摩拜产生 128 亿商誉，如果摩拜发生现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化，核心团队发生明显不利变化，且短期内难以恢复等因素，美团点评可能面临商誉减值风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033