

# 美团点评-W (03690.HK)

## 深度之四：“外卖”与“服务营销”赛道的领跑者

外卖是否具备规模效应、以及到店业务发展空间是目前市场最为关心的问题。本文旨在重申业务长期逻辑、梳理财务数据以解答市场聚焦问题。

与传统的规模效应不同，外卖的规模效应来自动态成本的压缩，订单密度的提升会大幅提升配送效率。外卖业务长期价值来自“B端人工对租金的替代”以及“C端服务对价”。目前外卖业务的主要驱动力来自于C端客户使用频次上升。我们预计2023年外卖业务盈利能力可达307亿元，配送单量可达166.5亿单(18年64亿单)。美团外卖6月市场(单量)占比约65%，19Q2公司在外卖竞争格局仍然激烈的情况下，实现了单季度盈亏平衡。我们预计，人均点外卖频率有望从目前的17天/次提升至8/天/次。伴随订单密度的持续上升成本有望继续压缩。外卖业务18年亏损约60亿。预计19/20/21年外卖业务将整体盈利1/71/150亿元。

到店业务利润来自“店家营销费用”，商业模式从“抽佣”向“广告”迁移。到店业务利润来自于商家的营销费用。此业务依然处于快速增长期，未来稳态盈利能力可达160亿元/年。目前广告营收以年均21%的速度升高。长期来看，餐饮业广告支出占营收约为1%，其中线上占比50%、美团市占率按80%核算，未来到店广告市场规模将达到400亿元的空间，对应净利规模160亿元(18年40亿)，成长空间仍大。预计19/20/21年到店业务将整体盈利60/84/105亿。

**新兴业务：摩拜及打车业务将大幅减亏，新兴业务战略从扩张进入防御阶段。摩拜折旧Q2季度大幅度减少以及打车业务补贴减少是新兴业务大幅减亏的主要原因，19Q2毛利率首次转正。**18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1/19Q2毛利分别为-0.8/-19.0/-13.0/-9.8/-4.4/4.2亿元，19Q2毛利率首次转正。我们预测19/20/21年净利润贡献分别为-33.2/-6.7/8.6亿元。

在手现金充足，经营现金流与净利匹配程度高。后台费用占比未来有望持续压缩，经营杠杆逐步显现。我们推算不跟随营收增长的后台成本总额约有251.8亿。雇员开支/推广广告/无形资产摊销/租金物业费/物业折旧费/专业费19H1占营收比分别为20.3%/1.8%/1.4%/0.3%/5.8%/0.2%，较18年同比下降了3.1/3.2/0.3/1.2/0.8/0.3pct；合计占比29.8%，较18年下降了8.8pct(绝对值基本持平)。19H1公司在手现金(包括理财产品与现金等价物)为586亿。2015~18年公司净利润与经营现金流基本匹配，差额在5%以内，业绩提升对应真实现金流的增长。

**盈利预测与投资建议：**维持“买入”评级，上调目标价至137.29港币。预计公司整体将在今年(19年)扭亏为盈，我们预测19/20/21年公司NON-GAAP净利润分别为28/148/263亿元，EPS为0.46/2.40/4.19元。我们根据不同业务的竞争格局和盈利能力，分别给外卖/到店酒旅/新兴业务(除摩拜)0.99/1.18/0的P/GTV，外卖/到店酒旅/新业务合理估值分别为4392/2129/0亿元，美团合理市值为6520亿元，对应7165亿港币，目标价137.29港币。

**风险提示：**行业竞争加剧、现金流断裂、消费下行风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,928	65,227	94,146	121,221	148,814
增长率yoy(%)	161%	92%	44%	29%	23%
NON-GAAP净利润(百万元)	-2,853	-8,519	2,785	14,839	26,272
增长率yoy(%)	95%	-199%	133%	433%	77%
EPS最新摊薄(元/股)	-1.87	-2.99	0.46	2.40	4.19
净资产收益率(%)	47%	-134%	0%	6%	11%

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

**买入(维持)**

### 股票信息

行业	买入
前次评级	买入
最新收盘价	73.75
总市值(百万元)	384,951.49
总股本(百万股)	5,219.68
其中自由流通股(%)	
30日日均成交量(百万股)	

### 股价走势



### 作者

分析师 焦俊

执业证书编号: S0680518060003

邮箱: jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱: zhangze@gszq.com

### 相关研究

- 1、《美团点评-W (03690.HK): 美团的第二曲线》2019-02-04
- 2、《美团点评-W (03690.HK): 18Q3季报点评: GMV持续增长, 经调整净利环比减亏》2018-11-23
- 3、《美团点评-W: 跟踪报告—经营数据向好, 费用增加及收购摩拜导致利润承压》2018-09-20



## 写给美团点评的长期投资者

### 19Q2公司业绩单季度首次盈利 14.9亿，大超市场预期

**超预期一：外卖业务 Q2 季度毛利贡献 28.5 亿，同比增长一倍以上。外卖业务整体扭亏为盈。主要由于外卖业务的毛利率快速上升所致。外卖毛利率快速上升有三个驱动力：**1、订单密度上升带来的规模效应。2、广告营收占比提升（广告毛利率约为 85%，较外卖 14% 的毛利率更高）。3、部分商家端提成比例有所上升（由于有 1P 与 3P 比例的扰动，我们较难量化）。

之前市场预期 2020 年外卖业务才会实现盈亏平衡。我们预期 19Q4 季度会实现盈亏平衡。我们属于相对比较乐观的卖方，公司的数据依然大超我们的预期。盈亏平衡时间点提早了半年。这一消息对市场的提振作用明显，按照 15% 的折现率匡算，涨幅应该在 7%-8% 左右。当下市值已经反映了这部分超预期。

**超预期二：新兴业务毛利率转正，亏损大幅减少。**主要由于摩拜单车折旧基本在去年完成，今年 Q2 摊销大幅减少所致。此外，打车业务由“自营平台”转向“聚合模式”，红包投放大量减少，对亏损减少也起到了极大助力。经过对年报报表附注的精读可以提前预判此项变化。超出市场预期，但在我们的预期之内。

### 超预期的原因

为什么市场没有预判到 Q2 季度的业绩超预期？主要是对“规模效应”的惯常思维。一般的规模效应来自于：销售量增大后对单个商品生产固定成本的摊薄。那么外卖这门生意如果连固定资产都没有何谈固定成本的摊薄呢？如果这是一个没有规模效益的生意，单均又是在亏钱的状态下，做的越大是不是就是亏钱越多呢？在这样的思辨之后很多投资人都对外卖这门生意持有了否定的看法。然而，这种看法存在较大的偏差。

外卖的规模效应来自于运营效率的提升，订单密度的提升可以带来单均成本的下降。一个外卖小哥跑一趟送一单外卖还是送两单外卖对于小哥来讲并没有增加太多的成本（辛劳）。但是第一个用户和第二个用户都会支付同样的成本。也就是当订单密度上升后，单均成本是可以快速下降的。

我们之前对订单密度提升带来效率的提升有严重的错判。我们之前把过多的精力用在了判断“竞争格局”是否会缓和上，却惊异的发现在竞争格局没有发生缓和的时候外卖竟然也实现了盈利。我们之前认为这种效率的提升并没有多少，因为成本下降的空间应该是非常有限的。而且外卖小哥的工资本身就不高，一再的压缩成本会导致社会问题和配送质量问题。但是我们没有考虑到外卖的发展阶段。一个深圳的外卖小哥如果非常努力在 17 年、18 年可以赚到 1.5 万至 2 万的月薪（考虑各种补贴）。这一薪酬水平已经超过了建筑工地的施工人员，以及快递员的薪酬。到 19 年上半年，深圳外卖小哥的平均薪资在 8000-10000 元左右。呈现了下滑的趋势。

在外卖刚刚兴起的时候，外卖平台的运营者需要以较高的工资来吸引足够多的配送人员。这种高工资是一种价格信号，可以快速的解决外卖产能不足的问题。当产能问题解决后，价格会快速回归到原来的水平。美团从去年下半年开始了价格回归的过程。与此同时饿了么与美团的竞争开始加剧，减缓了这个过程的发生。未来订单密度的每一次提升，都是单均价格提升的契机。我们在正文中具体论证了这部分的数值。

## 对美团的长期看法

我们长期看好美团的观点一直没有改变。到店与外卖都是两个不可多得可以长久盈利的业务。到店业务竞争格局非常稳定，我们没有发现能够挑战其行业地位的潜在竞争者。外卖业务虽然面临强劲的竞争对手，但是其在低线城市的优势非常明显，我们在上一篇深度报告中也详细论证了外卖业务护城河是多么的坚固。

外卖本质是“人工替代租金”。我们判断外卖长期的单均盈利能力是持续上升的。未来一二线城市物业的稀缺性将会超过人工，我们对这一观点抱有长久的信心。因此外卖生意的利润将会越来越厚。市场似乎还没有充分意识到外卖业务未来盈利的确定性与体量。市场最关心的是外卖未来到底能挣多少钱，我们在本文也进行了详细的论证。有一个不可争辩的事实，外卖的确让我们的生活变得更加便利了，从这一角度来讲它造福了社会。

到店业务到底是不是进入了稳态或者说瓶颈期？我们认为远远没有。这项业务的变现能力还远没有达到顶峰。相比电梯广告、电视广告、搜索广告以及户外实体广告，美团APP提供的广告投放渠道是不可得的、能够为商家带来真实增量的渠道。未来这一渠道会越来越值钱。在我们看来，美团并没有尽最大的努力进行变现，而是在“商业变现”与“消费者体验”之间进行权衡。基于此种判断，到店的盈利能力在未来5年依然会保持较高增速，甚至会超预期的加速增长。消费者因为美团拥有了更多选择，这种附加服务的价格却是由商家支付，这种商业模式长期来看非常友好。

美团到底是“传统公司”还是“互联网”公司呢？我们倾向于认为当下美团是个传统公司，将来美团会是一个科技公司。互联网公司有两种，一种是借助互联网为工具来做传统业务的，另一种是做科技创新的公司。不管是哪一种都是对社会效率的提升。美团一直以亚马逊作为精神图腾。并不是在业务上的趋同，而是发展逻辑以及经营哲学的一致。从这个角度来说，美团对于新业务的扩张和研发的投入是不会停止的。这对于想短期看到美团变成现金奶牛的投资者可能会失望了。但是从长远来看“美团”是有可能成为中国的亚马逊。将经营垄断带来的超额收益更多的投入到科技创新之中，是对这个时代最大的回礼。

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	54,438	73,149	77,992	101,163	134,863	<b>营业收入</b>	33,928	65,227	94,146	121,221	148,814
现金	19,409	17,044	8,233	27,798	59,884	<b>营业成本</b>	21,708	50,122	65,024	75,921	87,524
应收账款	432	466	1,200	1,545	1,897	<b>销售费用</b>	10,909	15,872	15,000	16,741	18,476
预付账款	4,186	9,065	9,365	10,813	11,624	<b>研发费用</b>	3,647	7,072	7,500	8,486	9,538
存货	88	400	265	309	356	<b>管理费用</b>	2,171	5,832	5,900	6,659	7,479
其他流动资产	30,322	46,174	58,929	60,699	61,102	<b>其他经营收益</b>	681	2,585	600	630	663
<b>非流动资产</b>	29,196	47,512	50,933	50,930	50,965	<b>营业利润</b>	(3,826)	(11,086)	1,322	14,043	26,459
长期投资	7,872	8,345	8,604	8,840	9,100	<b>财务费用</b>	(42)	(249)	(300)	(300)	(300)
固定资产	916	3,979	3,736	4,615	5,498	<b>非营业损益</b>	(15,149)	(104,654)	-	-	-
无形资产	19,853	33,876	37,380	36,143	34,909	<b>利润总额</b>	(18,934)	(115,491)	1,622	14,343	26,759
预付账款	312	867	768	887	1,012	<b>所得税</b>	54	2	962	2,284	4,014
其他非流动资产	243	445	445	445	445	<b>持续经营净利润</b>	(18,988)	(115,493)	660	12,059	22,745
<b>资产总计</b>	83,634	120,662	128,925	152,094	185,828	<b>终止经营净利润</b>	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	20,517	31,825	27,912	32,946	36,580	<b>净利润 (含少数权益)</b>	(18,988)	(115,493)	660	12,059	22,745
短期借款	162	1,800	1,800	1,800	1,800	<b>净利润 (不含少数权益)</b>	(18,917)	(115,477)	660	12,059	22,745
应付账款	12,031	12,937	13,818	17,150	19,099	<b>non-GAAP 净利润</b>	(2,853)	(8,519)	2,785	14,839	26,272
其他流动负债	8,325	17,088	12,294	13,996	15,681	<b>EBITDA</b>	(2,692)	(4,734)	7,263	19,765	31,691
<b>非流动负债</b>	103,618	2,327	2,644	3,050	3,464	<b>EPS (元/股)</b>	(1.87)	(2.99)	0.46	2.40	4.19
优先股	101,418	36	36	36	36						
其他非流动负债	2,200	2,291	2,608	3,014	3,428						
<b>负债合计</b>	124,136	34,152	30,556	35,996	40,044						
少数股东权益	58	5	5	5	5						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	9,339	258,285	258,285	258,285	258,285						
留存收益	466	(5,741)	(5,741)	(5,741)	(5,741)						
归属母公司股东收益	(40,501)	86,510	173,483	185,542	208,287						
<b>负债和股东权益</b>	83,634	120,662	204,039	221,538	248,330						
<b>现金流量表 (百万元)</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	(310)	(9,180)	944	22,977	36,019	<b>成长能力</b>					
除所得税前净利	(18,934)	(115,491)	1,622	14,343	26,759	<b>总收入收入 (%)</b>	161%	92%	44%	29%	23%
折旧摊销	844	4,830	4,994	4,849	4,543	<b>EBITDA (%)</b>	46%	-76%	253%	172%	60%
财务费用	10	9	0	0	0	<b>税前利润 (%)</b>	-78%	-510%	101%	784%	87%
投资损失	13	0	0	0	0	<b>净利润 (%)</b>	-159%	-199%	133%	433%	77%
营运资金变动	2,512	(4,641)	(8,096)	705	889	<b>盈利能力</b>					
其他经营现金流	15,244	106,113	2,425	3,079	3,828	<b>毛利率 (%)</b>	36%	23%	31%	37%	41%
<b>投资活动现金流</b>	(15,157)	(23,439)	(8,797)	(3,413)	(3,933)	<b>净利率 (%)</b>	-8%	-13%	3%	12%	18%
资本支出	(742)	(5,690)	(3,295)	(4,185)	(5,093)	<b>ROE (%)</b>	47%	-134%	0%	6%	11%
短期投资	(14,160)	(10,451)	(5,243)	1,009	1,420	<b>偿债能力</b>					
长期投资	(290)	(845)	(259)	(236)	(260)	<b>资产负债率 (%)</b>	148%	28%	24%	24%	22%
其他投资现金流	35	(6,453)	(0)	0	0	<b>净负债比率 (%)</b>	-306%	39%	18%	19%	19%
<b>筹资活动现金流</b>	25,508	29,295	0	0	0	<b>流动比率</b>	265%	230%	279%	307%	369%
借款	161	1,498	0	0	0	<b>速动比率</b>	265%	229%	278%	306%	368%
可转换可赎回优先股	25,803	28,615	0	0	0	<b>营运能力</b>					
股份回购	(651)	(846)	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	50%	64%	75%	86%	88%
其他筹资现金流	196	28	0	0	0	<b>应收账款周转率</b>	97.1	145.1	113.0	88.3	86.5
<b>现金净增加额</b>	10,040	(3,323)	(7,852)	19,565	32,086	<b>应付账款周转率</b>	3.8	5.2	7.0	7.8	8.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

写给美团点评的长期投资者 .....	2
一、公司核心价值来自“外卖”与“到店”业务 .....	8
1.1、公司概览：中国最大的生活服务类互联网平台，深耕餐饮产业链 .....	8
1.2、到店业务是目前主要利润来源，外卖业务盈利能力快速增长 .....	10
二、外卖业务：运营规模效应显现，多因素驱动长期增长 .....	11
2.1、订单密度上升，外卖业务扭亏为盈 .....	11
2.2、商业模式：外卖是否是一个好生意？ .....	15
2.3、市场占比领先，竞争格局明朗 .....	16
2.4、美团外卖的市场空间究竟有多大？驱动力有哪些？ .....	18
2.5、外卖稳定的盈利能力怎样？应该如何估值？ .....	21
三、到店及酒旅：市场空间仍大，变现模式由“抽佣”转向“广告” .....	24
3.1、到店商业模式逐步进化，“线上广告”将成未来主流获客模式 .....	25
3.2、GTV 增速下滑并不意味着业务瓶颈，营收是更好的衡量指标 .....	26
3.3、到店及酒旅的市场空间有多大？如何估值？ .....	29
四、新兴业务：大幅减亏，进入战略防守阶段 .....	31
五、稳健盈利能力被低估，经营杠杆逐步显现 .....	33
5.1、利润表：成本端分析，未来后台压缩空间仍大 .....	33
5.2、资产负债表：质量逐步健康，在手现金充足 .....	35
5.3、现金流量表：经营性现金流快速好转，账面现金充裕 .....	36
六、评级、盈利预测 .....	38
七、风险提示 .....	40

## 图表目录

图表 1：美团点评逐步扩张自己的业务版图 .....	8
图表 2：美团业务全景图 .....	8
图表 3：美团“第二曲线”示意图 .....	9
图表 4：美团历年 GTV .....	10
图表 5：19H1 美团各业务 GTV 占比 .....	10
图表 6：美团营收情况 .....	10
图表 7：19H1 美团各业务营收占比 (%) .....	10
图表 8：美团毛利情况 .....	10
图表 9：美团各业务毛利情况（单位：亿元） .....	10
图表 10：公司历年订单量、单均价格、GTV、营收、毛利、毛利率、红包、变现率情况 .....	11
图表 11：外卖业务季度订单情况 .....	12
图表 12：外卖业务单均价格 .....	12
图表 13：外卖业务季度 GTV 情况 .....	12
图表 14：外卖业务季度营收情况 .....	12
图表 15：单季度变现率情况 .....	12
图表 16：外卖业务季度毛利与增速情况 .....	12
图表 17：外卖业务单均毛利（元） .....	13
图表 18：单均成本呈现下降趋势（1P）(单位：元) .....	13
图表 19：19Q2 外卖 GTV 到净利的传导 .....	14

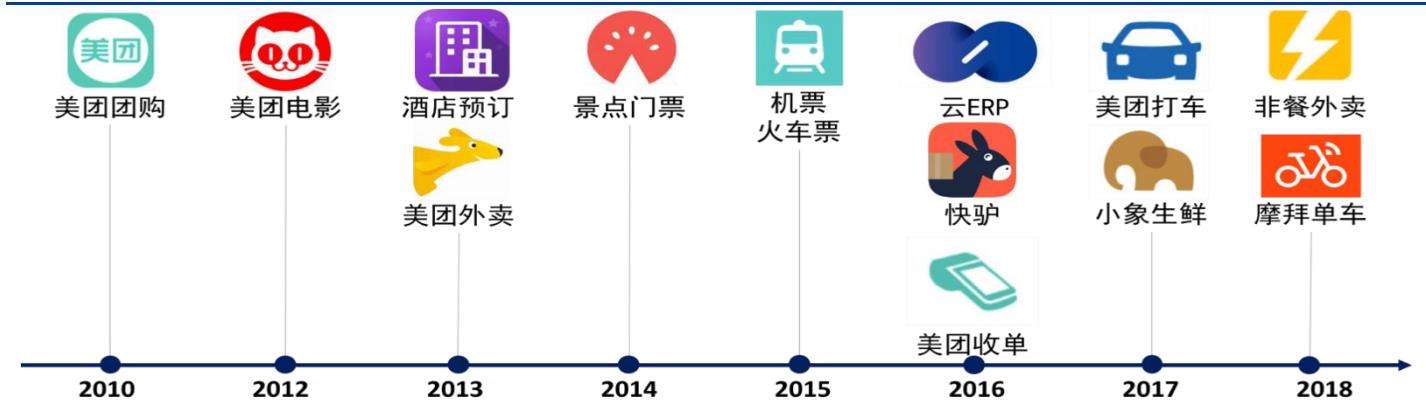
图表 20: 外卖 19Q2 与 18Q2 总毛利对比 (单元: 元) .....	15
图表 21: 1P 模式下 19Q2 与 18Q2 单均外卖毛利对比 (单元: 元) .....	15
图表 22: 外卖盈利公式.....	16
图表 23: 美团外卖补贴率情况估计.....	17
图表 24: 外卖行业历史竞争格局 (年) (GTV 口径) .....	17
图表 25: 外卖行业近期竞争格局 (季度) (GTV 口径) .....	17
图表 26: 19Q2 外卖行业市场格局 (营收口径, 只对比美团与饿了么) .....	17
图表 27: 美团与饿了么地域分布 (GTV 口径, 百万) (2019 年 7 月) .....	18
图表 28: 我国外卖市场产值估算.....	19
图表 29: 我国外卖市场年度订单量估算.....	19
图表 30: 我国外卖市场单均价格估算.....	19
图表 31: 美团外卖人均单量匡算.....	19
图表 32: 外卖用户各年龄构成 .....	20
图表 33: 外卖用户各年龄段渗透率.....	20
图表 34: 外卖市场空间匡算 .....	20
图表 35: 外卖利润增加来自配送成本下降、广告收入增加、变现率提升及用户激励减少 .....	21
图表 36: 1P 模式下每个订单构成 (19Q2 与 2023 年对比) (单位: 元) .....	22
图表 37: 一般餐厅成本构成占比 .....	22
图表 38: 外卖业务 GTV 与利润规模预测 (亿元) .....	24
图表 39: 抽佣商业模式.....	25
图表 40: 在线广告商业模式 .....	25
图表 41: 纸媒广告 VS 到店抽佣 VS 线上广告商业模式 .....	26
图表 42: 团购 VS 广告 GTV 与营收确认差异 .....	26
图表 43: 到店酒旅业务历年经营状况.....	27
图表 44: 到店酒旅业务季度 GTV (亿元) 及增速 .....	28
图表 45: 到店酒旅业务季度营收 (亿元) 及增速 .....	28
图表 46: 到店业务佣金收入 (亿元) 及增速 .....	28
图表 47: 到店业务在线营销收入 (亿元) 及增速 .....	28
图表 48: 到店酒旅业务季度变现率变化情况 (在线营销 VS 抽佣) .....	28
图表 49: 到店酒旅业务毛利 (亿元) 及毛利率情况 .....	28
图表 50: 历年中美广告产值与 GDP 占比 .....	29
图表 51: 我国餐饮产值 .....	29
图表 52: 公司历年间夜量 .....	30
图表 53: 酒店间夜量市场占比 .....	30
图表 54: 到店业务未来业务规模及利润预测 (亿元) .....	30
图表 55: 新业务构成 .....	31
图表 56: 新业务历史 GTV (亿元) 及增速 .....	31
图表 57: 新业务历史营收 (亿元) 及增速 .....	31
图表 58: 新业务变现率情况 .....	32
图表 59: 2018 年新业务 GTV 构成估计 .....	32
图表 60: 单车业务账面价值及摊销情况 (单位: 亿元) .....	32
图表 61: 美团打车聚合模式示意图 .....	33
图表 62: 按类型划分的费用构成 (2018 年) .....	34
图表 63: 2018M4 公司全职雇员构成 .....	34
图表 64: 公司各项费用占营收比重 .....	35
图表 65: 2019H1 公司资产构成 .....	36
图表 66: 2019H1 公司负债构成 .....	36

图表 67: 公司经营活动现金流 (亿元) .....	36
图表 68: 公司投资活动现金流 (亿元) .....	36
图表 69: 公司筹资活动现金流 (亿元) .....	37
图表 70: 公司现金及等价物变动 (亿元) .....	37
图表 71: 公司经营活动现金流与净利润对比 (亿元) .....	37
图表 72: 公司经调整的投资活动现金流与经营活动现金流 (亿元) .....	37
图表 73: 公司实际货币资金变动 (亿元) .....	38
图表 74: 公司期末实际现金及等价物 (亿元) .....	38
图表 75: 公司营收预测 (亿元) .....	38
图表 76: 公司 <i>non-GAAP</i> 净利润预测 (亿元) .....	39
图表 77: 美团点评估值模型 (亿元) .....	39

## 一、公司核心价值来自“外卖”与“到店”业务

### 1.1、公司概览：中国最大的生活服务类互联网平台，深耕餐饮产业链

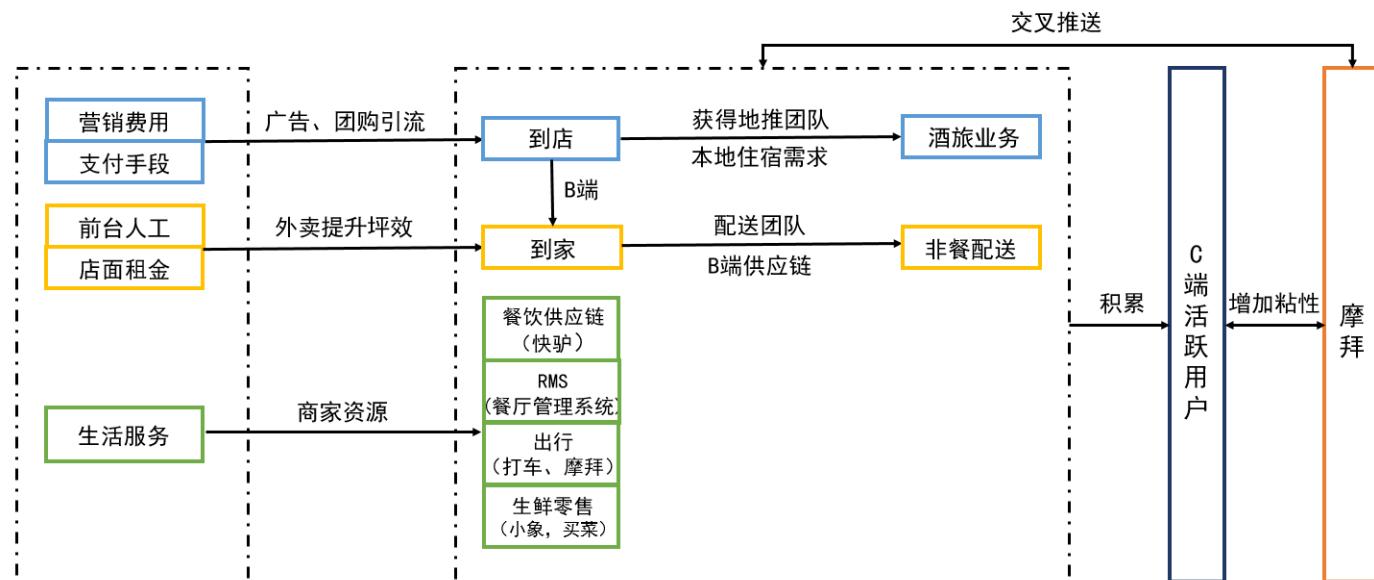
图表 1：美团点评逐步扩张自己的业务版图



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

美团点评是目前中国最大的生活服务类互联网公司。美团成立于 2010 年，起家于团购券业务，目前业务涵盖到店及酒旅、外卖、出行&餐饮供应链，几乎嵌入了生活的每一个场景。公司 2010 年涉足团购业务，2013 年开始外卖业务，13-15 开展酒旅预订，16 年设立快驴专注供应链解决方案，17 年进军网约车与小象生鲜，18 年收购摩拜并开展“非餐饮外卖业务”。

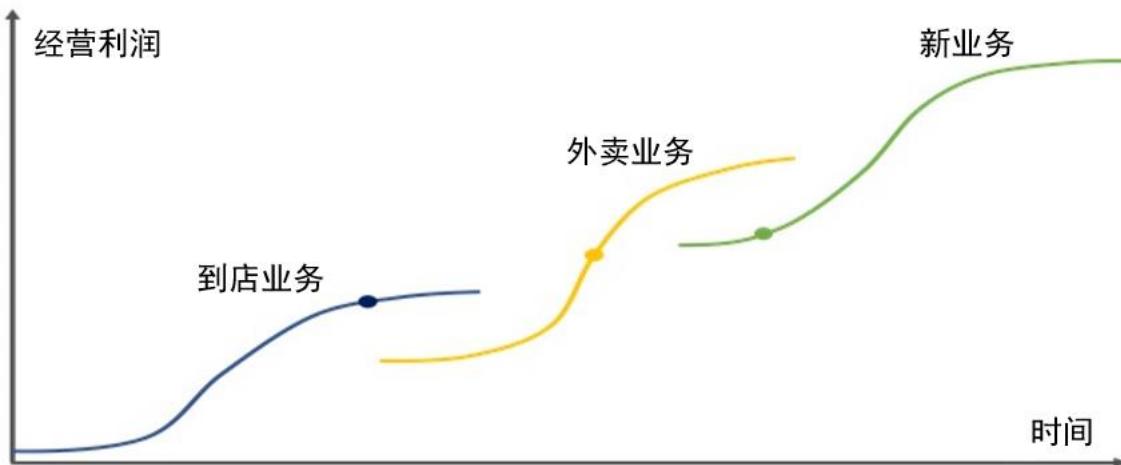
图表 2：美团业务全景图



资料来源：国盛证券研究所

美团点评主要有“到店及酒旅”、“到家”以及新兴业务三个业务板块。美团战略聚焦“**FOOD+PLATFORM**”，始终深耕“餐饮生态”，提升了产业链效率。餐饮产业链包括营销、配送、运营、菜品制作以及食材采购，除了菜品制作这一环节外，其他环节都可以被标准化、工业化。美团是餐饮产业标准化的重要推手，主要利润也来源于此。“到店及酒旅业务”聚焦商家的营销与引流需求。“到家业务”主要以外卖为主，帮助商家提高了坪效，同时为消费者提供了便利。“新兴业务”主要包括生鲜配送的“快驴”、生鲜零售的“小象”以及“美团买菜”、餐厅管理系统 RMS 以及出行领域的“打车”及“美团单车”。

图表 3：美团“第二曲线”示意图

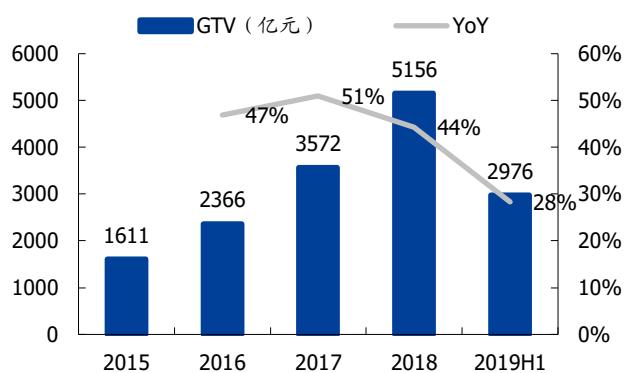


资料来源：国盛证券研究所

外卖业务充分利用了到店业务积累的“店家资源”以及“地推团队”优势。目前到店业务处于业务深耕变现阶段，外卖业务处于总量扩张中期，其他新兴业务还处在业务发展初期。美团善于利用“第一曲线”中累计的优势去开展“第二曲线”业务，看似漫无目的扩张其背后都是竞争优势的延展。通过到店业务获得的餐饮商家资源，帮助其在13年切入“外卖业务”。同样也是利用餐饮商家资源，在16年切入餐饮供应链业务（快驴）。在“外卖”业务积累了大量的配送人员后，顺理成章的开展了“同城快送”业务。

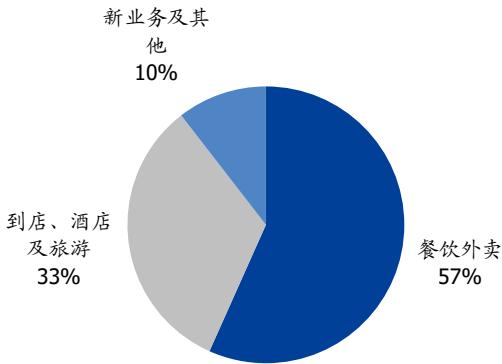
## 1.2、到店业务是目前主要利润来源，外卖业务盈利能力快速增长

图表 4：美团历年 GTV



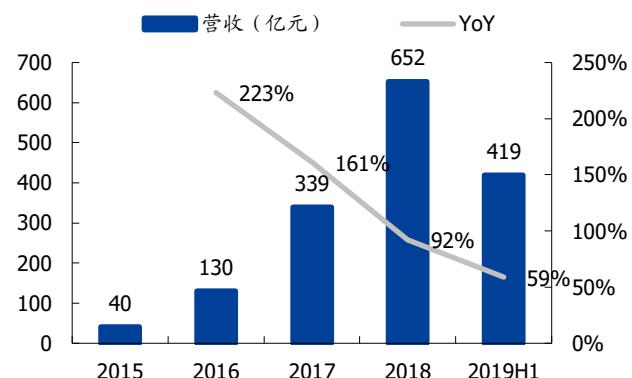
资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 5：19H1 美团各业务 GTV 占比



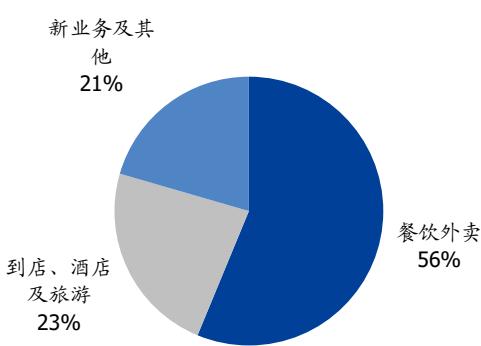
资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 6：美团营收情况



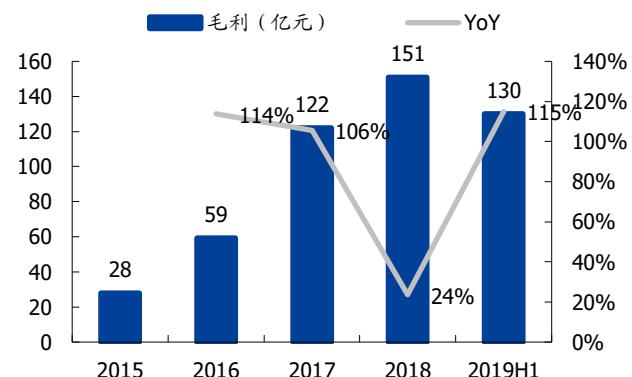
资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 7：19H1 美团各业务营收占比 (%)



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 8：美团毛利情况



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 9：美团各业务毛利情况 (单位：亿元)

	2015	2016	2017	2018	19H1
餐饮外卖	-2.2	-4.1	17.0	52.7	44.0
到店、酒店及旅游	30.3	59.4	95.8	141.0	86.3
新业务及其他	-0.4	4.1	9.4	-42.6	-0.2
总计	27.8	59.4	122.2	151.0	130.1

资料来源：Wind、国盛证券研究所

外卖业务贡献主要营收和GTV，到店业务为主要利润来源。2019H1公司GTV 2976亿元（同比+28%），2015~18年CAGR为47%，其中外卖/到店/新兴业务分别占比57%/33%/10%.19H1营收419亿元（同比+59%），2015~18年CAGR为153%，其中外卖/到店/新兴业务分别占比56%/23%/21%。19H1毛利130亿元（同比+115%），2015~18年CAGR为76%。19H1毛利构成中，外卖/到店/新兴业务分别为44.0/86.3/-0.2亿元。

由于新兴业务口径变化，以及外卖业务的快速发展，GTV与营收总量数据并不能完全反应公司业务变化趋势。分业务数据更能体现其增长趋势。目前公司最主要的投资价值来自于“外卖”及“到店”业务。目前到店业务已经是现金奶牛业务，18年贡献净利润约40亿，预计19年贡献净利润60亿。我们预计“外卖”业务未来将会是下一个现金奶牛业务，其盈利能力未来有望超过到店业务。

## 二、外卖业务：运营规模效应显现，多因素驱动长期增长

美团自2013年进入外卖业务，从一个后入者逐步成为行业领军企业仅用了5年时间。外卖业务的竞争优势部分来自于“到店业务”资源的导入。外卖团队中很多干部都来自于团购业务条线，在开发与转化B端餐饮资源上具备先天优势。此外在众多低线城市美团外卖具备先发优势，也是其成功的主要原因之一。

### 2.1、订单密度上升，外卖业务扭亏为盈

图表10：公司历年订单量、单均价格、GTV、营收、毛利、毛利率、红包、变现率情况

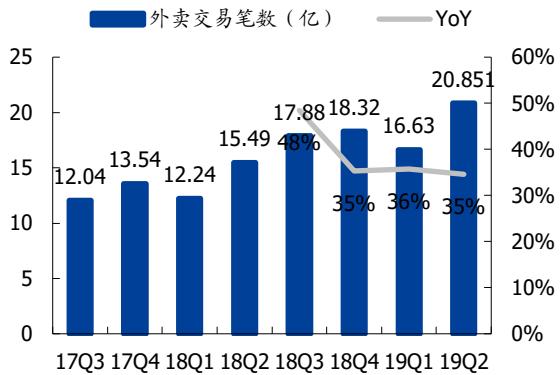
	2015	2016	2017	2018	2019H1
外卖交易笔数(亿)	6.37	15.85	40.9	63.9	37.5
YoY		148.8%	158.0%	56.3%	35.1%
外卖每单均价(元)	24.4	37.0	41.8	44.2	45.0
YoY		51.7%	12.9%	5.7%	1.7%
GTV(亿元)	156	587	1711	2828	1687
YoY		277.4%	191.4%	65.3%	37.5%
变现率	1.1%	9.0%	12.3%	13.5%	14.0%
收入(亿元)	1.7	53.0	210.3	381.4	235.5
YoY		2933.4%	296.8%	81.4%	47.5%
毛利(亿元)	-2.2	-4.1	17.0	52.7	44.0
YoY		-88.0%	518.5%	210.1%	126.2%
毛利率	-123.6%	-7.7%	8.1%	13.8%	18.7%
收入抵销(亿元)	1.0	5.4	21.7	NA	NA
销售及营销开支(亿元)	39.3	26.2	42.1	54	30
红包合计	40.3	31.7	63.8	NA	NA

资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

外卖业务GTV呈现快速增长，变现率稳步提升。外卖业务主要驱动力来自订单数的增

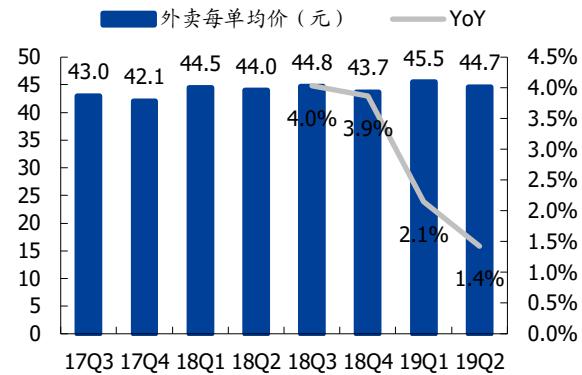
加以及变现率、毛利率的提升。2016/17/18/19H1 外卖 GTV 分别为 587/1711/2828/1687 亿元，增速为 277.4%/191.4%/65.3%/37.5%。2016/17/18/19H1 订单量分别为 15.85/40.9/63.9/37.5 亿单，同比增速为 148.8%/158.0%/56.3%/35.1%；期间单价则从 2015 年的 24.4 元增长到 2019H1 年的 45.0 元，增幅小于订单数的增长。订单量增长是未来外卖业务增长的主要驱动力。

图表 11：外卖业务季度订单情况



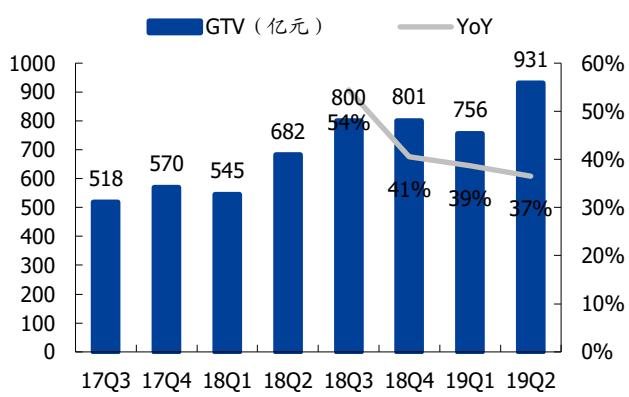
资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

图表 12：外卖业务单均价格



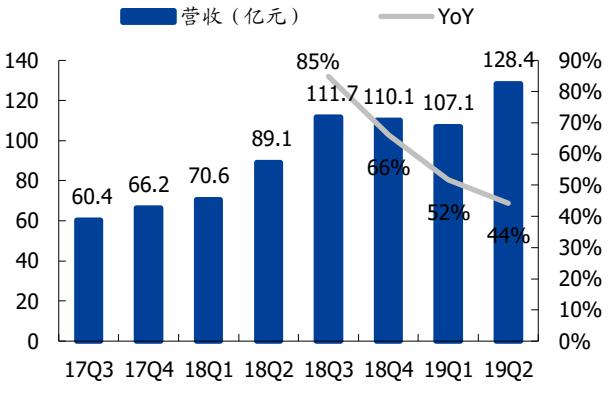
资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

图表 13：外卖业务季度 GTV 情况



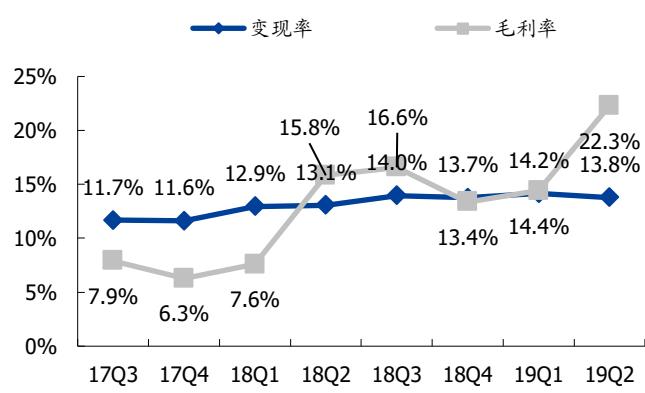
资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

图表 14：外卖业务季度营收情况



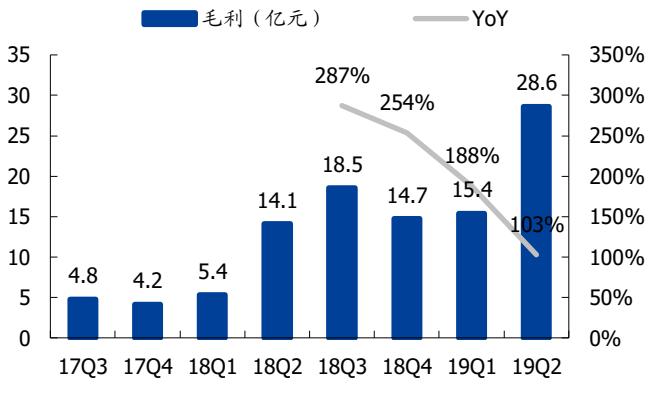
资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

图表 15：单季度变现率情况



资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

图表 16：外卖业务季度毛利与增速情况



资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

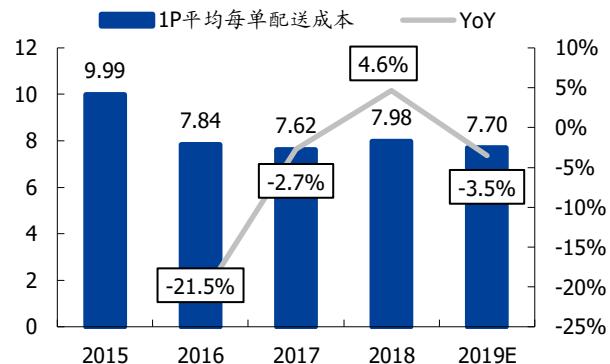
从季度高频数据来看，订单量稳步上升。运营规模效应逐步显现，外卖已于 **19Q2** 实现扭亏为盈。外卖业务的订单量 **19Q2** 同比增速为 35%，单季达到了 20.85 亿。平均单价小幅增长，**19Q2** 为 44.7 元/单，同比+1.4%。GTV 在订单数和单价提升的双重驱动下快速增长，**18Q3/18Q4/19Q1/19Q2** 公司外卖 GTV 分别为 800/801/756/931 亿元，同比增速分别为 54%/41%/39%/37%。GTV 和变现率提升带动营收增长，**18Q3/18Q4/19Q1/19Q2** 外卖营收分别为 111.7/110.1/107.1/128.4 亿元，同比增速分别为 85%/66%/52%/44%。随着订单密度的提升，单均成本逐步下降，**19Q2** 外卖业务已于净利层面实现盈利，单季毛利达 28.6 亿元，同比+102.8%。

图表 17：外卖业务单均毛利（元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
配送部分单均毛利	-0.34	-0.30	0.26	0.50	0.83	1.13	1.40	1.62	1.83
YoY		10.6%	185.4%	91.1%	66.9%	36.8%	23.6%	15.9%	12.9%
其中：									
1P 单均毛利	-7.78	-2.25	-0.51	-0.15	0.38	0.82	1.20	1.51	1.80
YoY		71.1%	77.2%	71.0%	356.0%	114.4%	46.5%	26.1%	19.3%
3P 单均毛利	0.14	1.28	1.46	1.59	1.66	1.72	1.77	1.83	1.88
YoY		839.4%	14.0%	9.2%	4.0%	3.7%	3.4%	3.1%	3.0%
广告部分单均毛利	0.00	0.05	0.16	0.33	0.54	0.73	0.89	1.00	1.07
YoY			231.7%	110.3%	64.4%	36.0%	20.8%	13.0%	6.2%
合计平均每单毛利	-0.34	-0.26	0.42	0.82	1.37	1.87	2.29	2.62	2.90
YoY		24.5%	262.2%	98.4%	65.9%	36.5%	22.5%	14.8%	10.3%

资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 18：单均成本呈现下降趋势（1P）（单位：元）

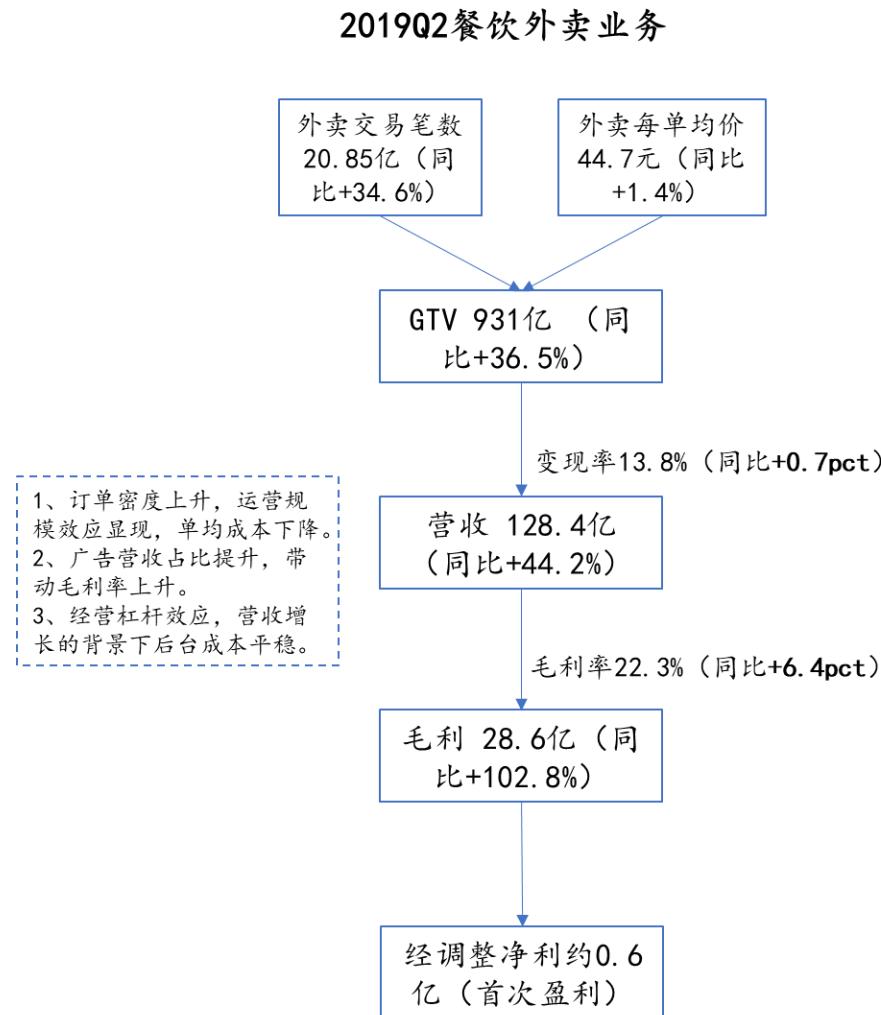


资料来源：公司招股说明书、年报、国盛证券研究所

毛利由亏损转至盈利的根本原因来自于订单密度的提升。订单密度上升后外卖小哥的单均送达效率大幅提升，单均成本下降明显。在开展某一地域的前期，成本要先行于营收。在没有订单之前，先要雇佣足够多的“外卖小哥”提供运力。这就造成了成本（外卖小哥固定工资）先于营收（订单量提升）增长的情况，毛利表现为负值。伴随订单密度的逐步提升，外卖小哥单均成本具备了下降空间。压缩成本后，这部分地区的盈利能力也会显著提升。此外，部分地区红包投放也会造成“营收抵减”，红包发放会减少营收的确认，但是 GTV 照原值确认，因此变现率会显得较低。一旦红包投放减少，变现率也会逐步提升。

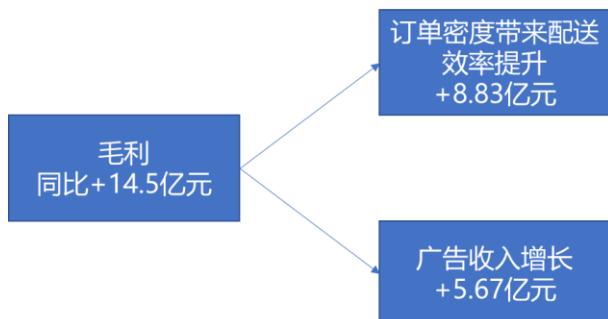
外卖配送模式分为1P与3P，两者仅为财务确认有所不同：1P模式下营收确认包括外卖骑手的工资，3P模式下营收仅确认抽佣部分。目前1P模式占订单比例约为65%，3P模式占比约为35%。1P模式下变现率较高、毛利率较低；3P模式下变现率较低，毛利率接近100%。不考虑其他因素，3P模式占比提升将会带来变现率提升以及毛利率的上升，但毛利总量并不会改变。

图表 19: 19Q2 外卖 GTV 到净利的传导



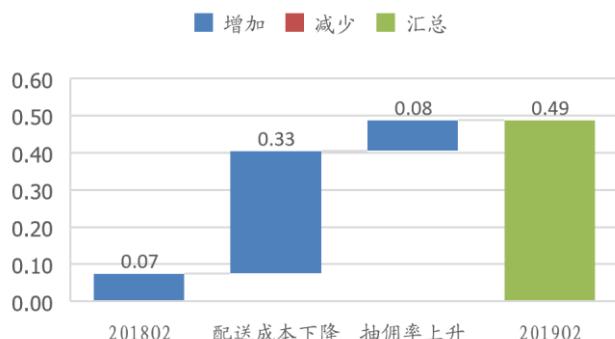
资料来源：公司季报、国盛证券研究所

图表 20: 外卖 19Q2 与 18Q2 总毛利对比 (单元: 元)



资料来源：公司季报、国盛证券研究所（注：实际上还有用户激励增长导致收入递减项目增长的扰动，所以实际订单密度的提升的效果可能存在低估）

图表 21: 1P 模式下 19Q2 与 18Q2 单均外卖毛利对比 (单元: 元)



资料来源：公司季报、国盛证券研究所

**19Q2 外卖业绩大幅超预期，订单密度带来的规模效应（对应毛利增长）是主要原因。**从收入到利润的四个环节，GTV、营收、毛利、净利呈现四级火箭增速逐级递增。从收入到利润的角度，19Q2 业绩增长可以拆分为：1、订单密度上升，运营规模效应显现，单均成本下降。2、广告营收占比提升，带动毛利率上升。毛利率同比+6.4pct。3、经营杠杆效应，营收增长的背景下后台成本平稳，我们预计单季后台费用平稳在 28 亿左右。

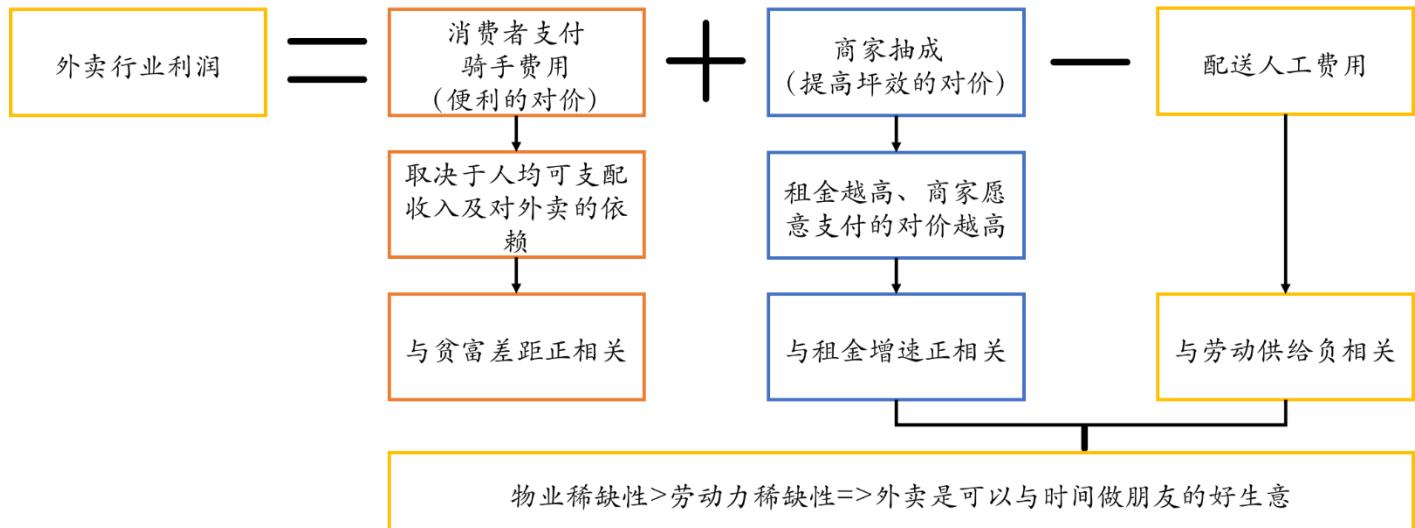
根据我们的测算，**19Q2 外卖毛利增长 14.5 亿元**，我们估计其中订单密度提升/广告收入增长分别贡献 **8.83/5.67 亿元**。如果单独看 1P 的订单，1P 每单毛利从 18Q2 的 0.07 元增长到了 19Q2 的 0.49 元，增加了 0.42 元，其中：1.每单配送成本下降带动每单毛利增加 0.33 元。2.抽佣率提升带动每单毛利增长 0.08 元。

虽然竞争格局加剧，但是美团仍在 **19Q2** 单季度实现扭亏为盈。说明外卖业务的盈利能力较市场预期强很多，外卖业务无需竞争格局缓和就能实现盈利。未来随着订单密度的持续增长及广告收入的增加，外卖业务的盈利能力有望快速提升。**19Q2 在 1P 模式下平均每单外卖的配送成本下降了 0.33 元**，但受竞争格局加剧的影响，成本的下降未能在毛利和净利上充分体现。未来随着订单密度的持续增长，加上外卖广告业务收入的增长，在竞争格局没有进一步恶化（用户激励占比没有进一步提升）的情况下，外卖业务的盈利能力有望持续提升。

## 2.2、商业模式：外卖是否是一个好生意？

外卖本身是一门人工成本占比非常大的服务性行业，因此对人工成本极其敏感。由于动态成本占比较大，固定成本占比极小因此鲜有规模效应。基于此种观点，许多人非常不看好外卖生意的长期盈利能力。外卖生意对人力成本极为敏感即使规模再大，都很难获得超额收益。我们认为外卖本身是用“人工”替代“租金”的一种商业模式，相比人工的绝对涨幅，我们更应该注重“人工”与“租金”之间增速的差异。（详见美团深度报告之三：第二曲线）。

图表 22：外卖盈利公式



资料来源：国盛证券研究所

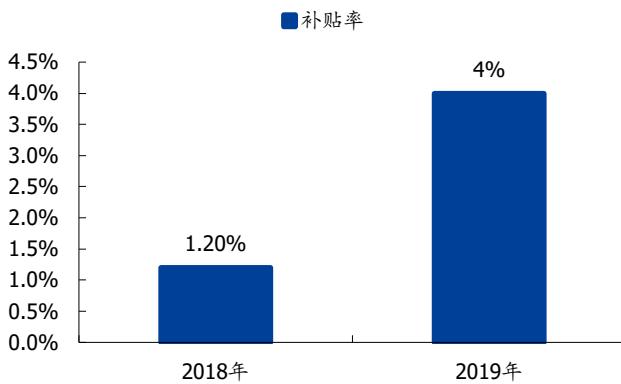
我们认为外卖业务价值来自于两部分：**B** 端“人工对租金”替代价值，以及**C** 端外卖小哥对消费者提供的便利。商家需要“外卖”来增加销售渠道以及提高坪效，消费者需要外卖的便利，这是外卖商业模式成立的基础。餐厅之所以使用“外卖”主要由于其提供了更多的客源渠道，而这部分渠道成本就是支付的抽佣。横向对比散客“堂食”的渠道成本，其中最大的一项便是租金。我们由此得出一个大概的结论：租金在餐饮店营收中的占比约为外卖抽佣比例的上限。此外，随着中产阶级的逐步庞大，对“便利”支付对价的人群将不断增多，未来“便利对价”仍有不断上行空间。

外卖是一个高频刚需的行业。伴随壁垒越来越强，单均利润也会逐步变厚。美团外卖作为外卖的组织者，在收取双方费用扣除外卖小哥的工资后，剩下的存余就是利润。在行业初期，为了保证没有新进入者，以及生态的稳定，抽成和成本之间只能达成弱平衡，因此是个薄利的行业。伴随竞争格局的稳定，运营壁垒以及双边网络的形成，平台的溢价能力将会越来越强，单均利润也有望越来越厚。

店面租金与配送人工之间增速差异越大，说明这门生意可以留存的利润越丰厚。长期来看因为店面的稀缺性大于人工的稀缺性，故租金的增速将明显快于人工。时间周期越长，租金与人工涨幅差距越大，因此外卖是一门可以与时间做朋友的生意。假设经过多年运营后，我们对于餐馆的抽成达到极限，提成比例的上限将是租金与服务员人工在餐馆营收中的占比。那么我们可以得到一个很简单的公式：美团外卖的利润空间=消费者为便利支付的溢价+商家的租金-配送成本。我们将这一公式进一步简化，为了留住消费者，防止新进入者的进入，我们将消费者抽成降为0。那么美团外卖的利润空间=店面租金-配送人工成本。如果店面租金长期增速快于配送人工成本的增速，外卖这门生意会越来越好。

### 2.3、市场占比领先，竞争格局明朗

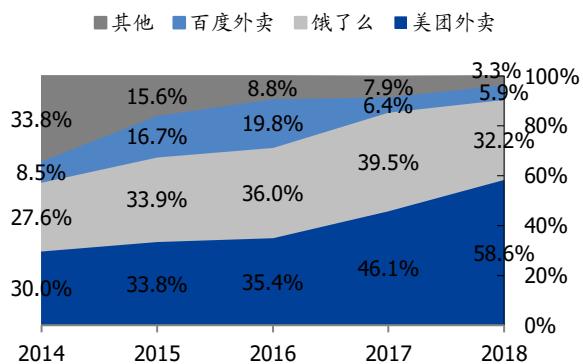
图表 23：美团外卖补贴率情况估计



资料来源：公司季报、国盛证券研究所

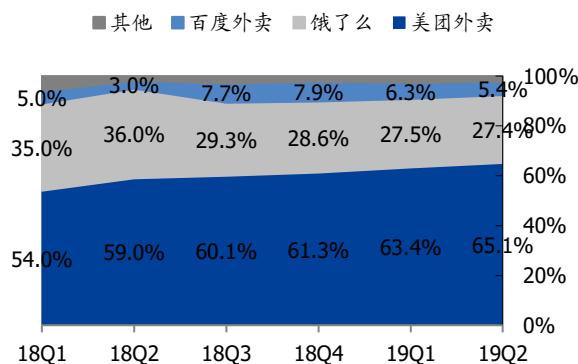
**竞争格局加剧，用户激励投入同比加大。**2018年4月阿里巴巴全资收购饿了么之后，加大了对饿了么的投入，用户激励大幅增加。为应对饿了么的挑战，美团也加大了外卖业务的用户激励。根据我们的测算，2018年美团的用户激励投入在1.2%左右，2019年提升至4%。

图表 24：外卖行业历史竞争格局（年）(GTV口径)



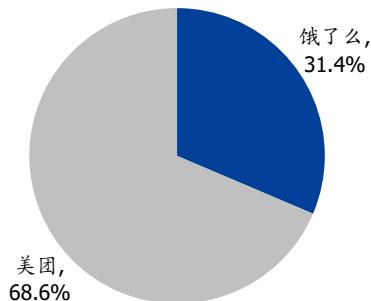
资料来源：美团招股书、Trustdata、国盛证券研究所（2017年8月饿了么收购百度外卖，后者后改为饿了么星选）

图表 25：外卖行业近期竞争格局（季度）(GTV口径)



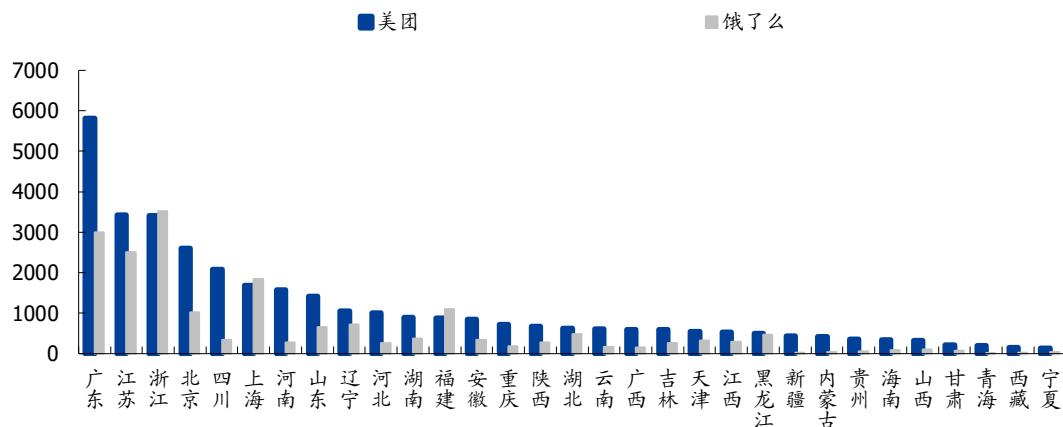
资料来源：Trustdata、国盛证券研究所（2017年8月饿了么收购百度外卖，后者后改为饿了么星选）

图表 26：19Q2 外卖行业市场格局（营收口径，只对比美团与饿了么）



资料来源：阿里巴巴年报、美团年报、国盛证券研究所

图表 27: 美团与饿了么地域分布 (GTV 口径, 百万) (2019年7月)



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所

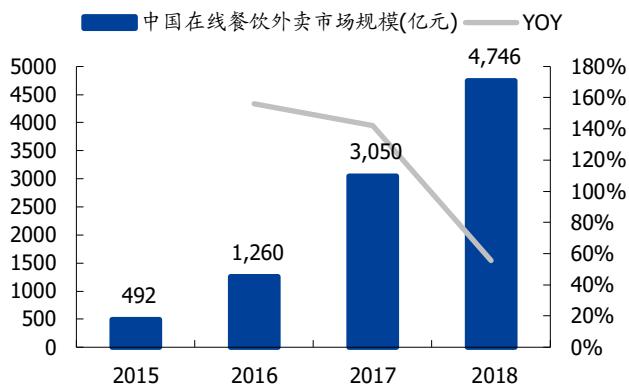
美团市场份额持续领先竞争对手，市占率不断提升。依靠原有到店业务积累的线下运营能力及不断深耕的技术与运营优势，美团外卖的市场份额近年来不断提升，目前领先对手明显。2016/17/18 年，美团外卖市占率分别为 35.4%/46.1%/58.6%，分别提升 1.7 /10.7 /12.5pct。19Q2 美团/饿了么（加饿了么星选）/其他外卖市占率分别为 65.1% /32.8%/2.1%，美团市场份额领先明显。从营收口径看美团占比更高，达到了 68.6%，而饿了么只有 31.4%。

竞争格局与市场占比呈现地域分化。美团外卖在低线城市（经济不发达地区）具有明显优势，在一二线城市与饿了么占比相若。外卖的网络效应具有较强的地域属性，每一个城市占比情况都差异较大。根据我们前期草根调研的情况，美团在一二线城市占比约为 58.6%，在三四线城市占比约为 80%。美团外卖在低线城市的优势来自于先发优势以及混业的成本优势。目前美团在三四五线城市具有明显优势占比约为 80%，在一二线城市“美团外卖”与“饿了么”基本呈现各占一半的情况。一二线城市总体占外卖 GTV 比例约为 70%，三四五线城市约占 30%。因此，目前美团外卖 GTV 口径的市占率 65.1% 来自一线城市的 41% ( $70\% * 58.6\% = 41\%$ )，来自三四五线城市 24% ( $30\% * 80\% = 24\%$ )。我们认为美团外卖在低线城市的占比高来自于早期的先发优势，以及低线城市的混业经营。

目前竞争格局仍然较为激烈，以长周期视角来看竞争格局的缓和是一种必然。我们认为外卖本身是一个“双边网络”效应较强的业务，平台需要同时集齐足够的 C 端客群以及 B 端客群，因此竞争格局是趋向稳定较难发生大规模变化。未来随着市场的逐步饱和以及红包投放效率的边际下降（单位用户激励带来的新增单量趋于下降），用户激励的投放规模有望趋于稳定（不再增加）直至下降。我们预期在经过充分博弈后，竞争格局会逐步缓和达成寡头共谋。

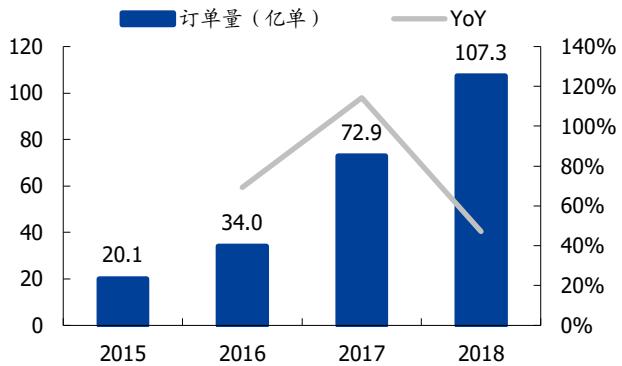
## 2.4、美团外卖的市场空间究竟有多大？驱动力有哪些？

图表 28：我国外卖市场产值估算



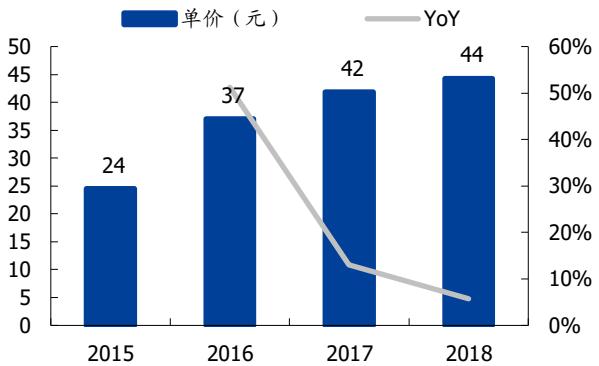
资料来源：美团招股书、阿里年报、国盛证券研究所

图表 29：我国外卖市场年度订单量估算



资料来源：美团年报、阿里年报、国盛证券研究所

图表 30：我国外卖市场平均价格估算



资料来源：美团年报、阿里年报、国盛证券研究所

**18年外卖产值接近4746亿，全年配送107亿单，平均价格44元。平均每个客户17天点一次外卖。18年外卖使用人群约为5亿。平均下来每人每年会点22.8单外卖，换算为每个用户每17天点一次外卖。单均价格呈现长期缓慢增长的趋势，目前订单量是主要增长来源。订单量主要由新客及人均订单驱动。**

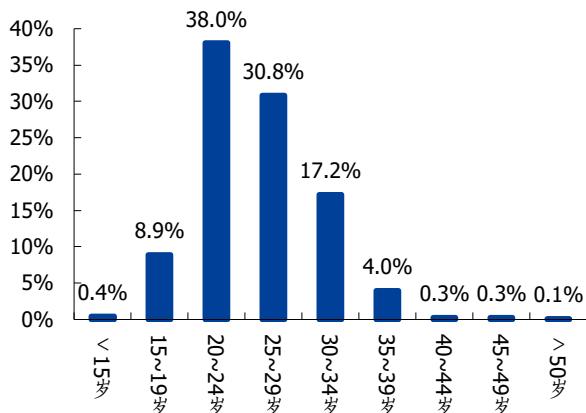
图表 31：美团外卖人均单量匡算

2018年	前10%	后90%	合计
人数(人)	0.3	2.7	3.0
人均单量(单)	120	10	21
总单量(亿单)	36	27.9	63.9
总单量占比	56%	44%	100%

资料来源：美团招股书、年报、国盛证券研究所计算

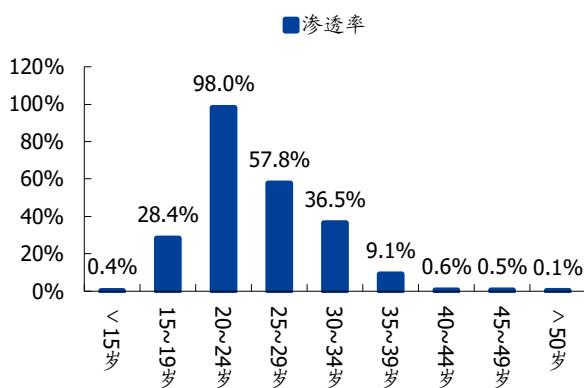
**外卖驱动力一：已有用户使用频次增加是外卖行业最大的驱动力。腰部低频用户向顶端高频用户的转化。目前人均21单外卖的均值背后是偏态分布的人均订单结构。前10%的高频用户，贡献了56%的订单。未来腰部、底部的低频客户逐步向高频客户转化是外卖订单增长的主要动力。**

图表 32: 外卖用户各年龄构成



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所

图表 33: 外卖用户各年龄段渗透率



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所

**外卖驱动二: 代际驱动外卖人群基数长期持续增长。**外卖带来的便捷对于年轻人有较强吸引力。未来伴随代际的更替, 外卖普及的人群基数会越来越大。目前的客群分部呈现偏尾分布, 未来会逐步向正态分布靠拢。美团外卖的稳态增速将维持在 **10%**以上。目前外卖的主力人群是 20~24 岁及 25~29 岁的人群, 占比分别为 38.0%、30.8%。代际的普及程度是逐步提升的, 20~24 的年龄段人群使用外卖的比例已经高达 98%。随着这部分人群年龄的增长, 他们点外卖的习惯将带到 30 岁的年龄层, 外卖服务的普及率会越来越高。

图表 34: 外卖市场空间匡算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
订单量 (亿单)	107.30	133.50	165.58	197.16	225.01	252.33
YoY	47%	24%	24%	19%	14%	12%
单价 (元)	44.23	44.87	45.41	45.87	46.23	46.56
YoY		1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%
活跃用户 (亿人)	5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
外卖使用频率 (天/次)	17.01	15.04	12.12	10.18	8.92	7.96
外卖行业产值 (亿元)	4746	5990	7519	9043	10402	11747
YoY	56%	26%	26%	20%	15%	13%

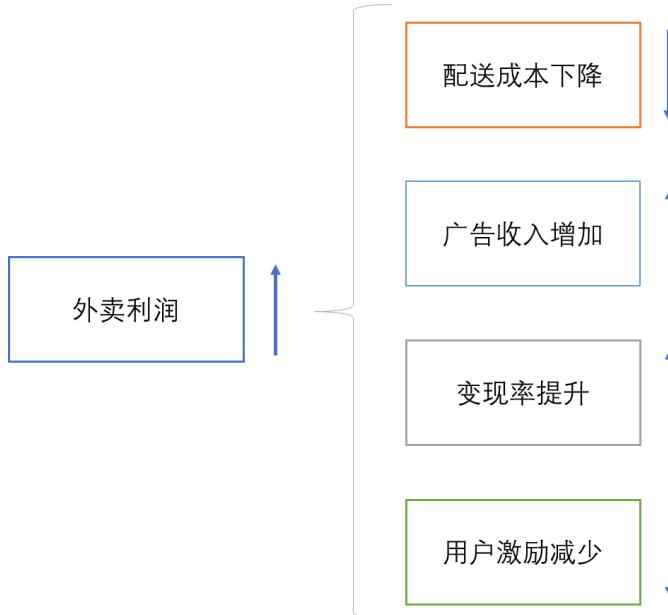
资料来源: 公司招股书、年报、国盛证券研究所

我们预计 **2023** 年外卖市场规模可达 **1.2** 万亿, 对应 **5.5** 亿人每 **8** 天使用一次外卖服务。**5** 年后外卖产业订单量可达 **250** 亿单/年, 相较 **2019** 年约 **133** 亿单外卖, 仍有 **89%** 成长空间 (**CAGR 17%**)。保守估计未来订单量增速将会逐年递减在 **10%** 增速左右达到增速稳定, 订单单价将会伴随通货膨胀缓慢上升。根据我们产业调研的信息, 区域人口密度达到 1000 人/平方千米以上, 外卖业务才能够达到盈亏平衡。2010 年我国能够达到人口密度在 1000 人以上的城市约有 594 个, 覆盖总人口达 4.57 亿 (2010 年中国城市统计年鉴数据)。我们推算 2018 年外卖产业活跃用户数为 5 亿 (美团约 4 亿, 饿了么约 3.8 亿), 未来稳态为 5.5 亿。以 18 年为例, 全年 107 亿外卖订单, 对应 5 亿活跃用户, 每 17 天使用一次外卖服务。至 2023 年, 达到 252 亿订单时, 对应 5.5 亿活跃用户, 每 8 天使用一次外卖服务。

## 2.5、外卖稳定的盈利能力怎样？应该如何估值？

伴随竞争格局的缓和、租金的缓慢上涨、订单配送效率的提升及消费者消费能力的提升，外卖的单均成本有望逐步降低，单均利润将逐步增加，外卖业务盈利能力将快速提升。

图表 35：外卖利润增加来自配送成本下降、广告收入增加、变现率提升及用户激励减少



资料来源：国盛证券研究所

未来外卖业务利润提升来自四个方面：配送成本下降、广告收入增长、变现率提升和用户激励降低。1. 订单密度提升及技术进步（算法优化）会带来配送效率提升，带动单均配送成本的下降。此外代理的利润提留已经呈现下降趋势，在外卖开展初期为了吸引足够多的骑手加入这个行业，一般愿意给代理商一部分超额收益。当配送产能基本能够满足行业需求时，平台将会逐步提升代理商的效率、变向压缩单均利润。2. 营收中，广告收入增速将快于佣金增速，现在市场并没有认识到外卖业务里广告的投放价值；外卖广告是外卖行业商家竞争加剧的产物，预计未来广告业务增速将以 40% 的复合增速增长（超过佣金增速的 22%）。3. 商家端支付佣金比例提升的前提条件是租金的上涨，在经济增速放缓时，佣金提升速度将会相对放慢。消费者支付的对价取决于“骑手”与“消费者”之间的贫富差距。4. 长期来看，随着市场的成熟与饱和、红包投放边际效率的下降及竞争格局将逐步趋于缓和（前文已经详细论述过），红包的投放大概率会逐步降低。

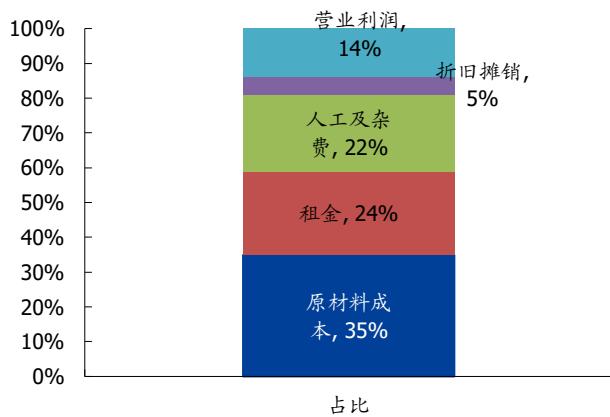
图表 36: 1P 模式下每个订单构成 (19Q2 与 2023 年对比) (单位: 元)

		2019Q2	2023	备注
1P 每个订单构成	实付(不含运费)	28.0	29.3	小幅增长
	实付(C端运费)运费	5.0	5.5	增加 10%
	满减	11.7	11.7	保持不变
	合计	44.7	46.5	
用户激励	计入销售费用	0.72	0.72	保持不变
	收入抵销	0.60	0.67	相应增加
	合计	1.32	1.39	总激励保持恒定比例
公司收入	公司抽成	5.32	6.15	19年 19%。23年抽成比例提升 2 个百分点
	C端支付的运费	5.00	5.50	
	合计	10.32	11.65	
公司支出	红包(收入递减)	0.60	0.67	
	骑手	8.23	8.18	效率提升虽然会带来成本下降，但是人工每年都在上涨，所以单均成本下降不明显 (考虑 CPI 后实际上下降更多)
	代理商利润	1.00	1.00	保持恒定
	毛利	0.49	1.80	增长 268%
	合计	10.32	11.65	

资料来源：公司年报、国盛证券研究所测算

我们将 **19Q2** 外卖业务费用具象化，目前一单 **1P** 的外卖大约能创造 **0.49** 元毛利，如果考虑后台成本单均亏损约 **1** 元左右。我们预计未来稳态能够达到单均毛利 **1.80** 元，单均纯利 **0.83** 元(税前)的结构。这是基于我们假设红包投放比例保持目前水平不变的前提下。若未来红包投放减少，则毛利和净利的增加将更多。配送效率的提升将会带来配送成本的下降，但是由于人工每年都在上涨，所以体现在单均成本的下降并不明显；但若考虑 CPI 的增长后，实际配送成本将有明显下降。后台成本例如地推人员的工资福利、行政人员的薪酬、IT 设备的总体摊销都不会伴随单量的增长而线性增长。因此，未来很长一段时间将会呈现，净利增长(或减亏)的速度快于毛利增长。

图表 37: 一般餐厅成本构成占比



资料来源：国盛证券研究所估计

租金占比提升增厚外卖的利润空间。外卖业务通过节省了店铺面积、增加订单量提高了

商家的坪效，美团外卖的最大利润空间=商家节省的租金+消费者为便利支付的价格-配送成本。假定公司从消费者端获得的利润为 0，则未来外卖利润空间主要来自于租金替代。

长期来看，外卖业务的抽成比例将会伴随租金占比的上升而提高。目前 **1P 提成比例在 19% 左右（由于满减及 3P 占比扰动，最终报表上的变现率约为 14%）**。普通餐厅的租金占比在 24% 左右，其中后厨与前厅面积比例一般为 1:3。假设外卖可以节省 50% 的前台餐厅面积（即后厨与前厅面积比例降为 1:1），则外卖最多可分成 12% 的餐厅收入。根据我们的测算，目前公司的抽成已经占实际外卖订单的 11.3%，短期内提升空间有限。但未来随着租金占比的进一步提升，外卖业务的抽成空间将越来越丰厚。餐饮行业的业态正在伴随着外卖的兴起而发生改变：专门的外卖店正在兴起，这些店铺具备面积小、回本快的特点。

代理商利润存在压缩空间，未来单均成本有望持续下降，平台将留存更多的利润。单均配送成本目前为 **9.23 元**，未来有望下降。目前美团外卖的单均配送成本为 9.23 元，其中约 1 元是代理商的利润，8.23 元是骑手的成本。在进入市场的初期，配送产能短缺。外卖平台公司愿意给代理商较高的利润水平来吸引更多的代理商进入这个行业，这样可以快速解决配送产能短缺的问题。随着外卖产能逐步被满足，后期代理商的利润将逐步被压缩。假设代理商的利润降低一半，则未来每单可减少 0.5 元的成本。目前美团骑手平均每天配送 28 个订单，假设未来随订单密度提升+算法优化，骑手的配送效率提升 10%，在骑手总收入不变的情况下，每单成本可以减少 0.8 元左右。（但由于实际上每年人工费用在上涨，所以单均的下降在实际中可能并不明显，若考虑每年 2% 左右的通货膨胀则单均成本会有明显的下降）。

未来外卖每单利润可达到 **0.71 元左右（1P）**。结合上文和图表 36 中我们对 1P 模式下每单外卖收入和成本的拆分，我们测算得到 2023 年，1P 模式下外卖每单毛利将增加 1.31 元，至 1.80 元。其中抽成增加、C 端运费增加、红包减少、配送成本减少分别将增加 0.83、0.5、-0.07、0.05 元。单均后台成本将由 2019 年的 1.52 元降低至 2023 年的 0.97 元（主要是经营杠杆的影响），1P 模式下每单净利有望达到 0.71 元（ $(1.80 - 0.97) * (1 - 15\%)$ ），而目前为 -1.03 元。若加上 3P 收入及广告收入，外卖平均每单净利可达 1.85 元。

图表 38：外卖业务 GTV 与利润规模预测（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
GTV	1711	2828	3834	4850	5878	6814	7753
YoY	191.5%	65%	36%	27%	21%	16%	14%
营收	210	381	556	743	943	1135	1330
YoY	297%	81%	46%	34%	27%	20%	17%
其中：							
佣金(亿元)	203	357	504	655	815	969	1130
YoY	289.4%	76.1%	41.0%	30.0%	24.4%	18.9%	16.7%
在线营销(亿元)	7	23	51	87	126	164	197
YoY	755.9%	228.8%	119.7%	70.0%	45.0%	30.0%	20.0%
其他(亿元)	0.4	0.9	1.1	1.5	1.8	2.0	2.3
毛利	17	53	117	199	293	387	482
YoY	-518%	210%	122%	71%	47%	32%	25%
后台费用	68	113	116	119	122	124	127
YoY		67%	3%	3%	2%	2%	2%
所得税		0	0	9	22	35	48
净利	-51	-60	1	71	150	228	307
YoY	4090%	19%	102%	6158%	110%	52%	35%

资料来源：公司年报、国盛证券研究所

根据我们的预测，外卖业务的 GTV 在 2023 年将达到 7753 亿元，4 年 CAGR 为 19.3%。变现率由 14.5% 提升至 17.2%，带动营收以 24.4% 的复合增速增长至 2023 年的 1330 亿元。毛利增速将快于收入增长，2023 年将达到 482 亿元，期间 CAGR 为 42.5%。净利润则将由 2019 年的 1 亿元增长至 2023 年 307 亿元。

由于外卖业务尚未盈利，故这里使用 PE 及 PEG 进行估值会失效。我们给予 2023 年盈利 25 倍估值（对应未来 PEG 1 倍），以 15% 折现率折现到 19 年底。得到外卖业务 2019 年估值约为 4392 亿元。

### 三、到店及酒旅：市场空间仍大，变现模式由“抽佣”转向“广告”

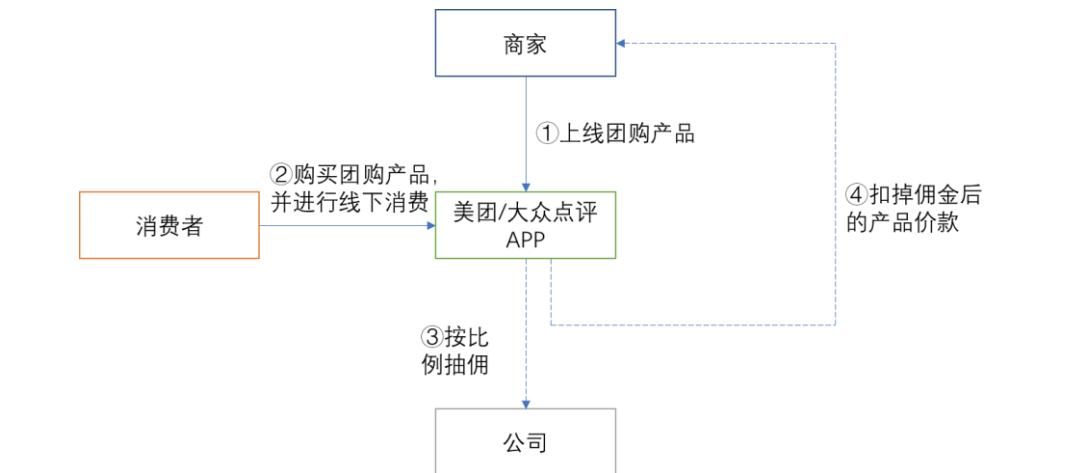
到店及酒旅业务是当下公司主要的盈利来源（18 年毛利占比 93%），未来成长空间仍然较大。到店业务赚取的是商户的营销费用。对于商家而言线上广告投放渠道相当稀缺，美团与大众点评的双平台是稀缺的线上生活服务互联网平台，其变现价值巨大。

到店与酒旅两者商业模式类似，都是以抽取佣金为基础。由于到店业务更加高频，因此广告模式的发展空间更大。目前到店的商业模式正在向抽佣转向广告，主要驱动力来自于原有商家的二次深耕。而酒旅业务仍然是以抽佣的商业模式为主，主要驱动力是间夜量的增长。

### 3.1、到店商业模式逐步进化，“线上广告”将成未来主流获客模式

实体生活服务商家的引流获客渠道历经“纸媒广告模式”、“抽佣模式”逐步演进到“线上广告模式”。作为唯一能够链接线下客流与商户的O2O平台，到店业务的价值不言而喻。美团正在探索一种更好变现“平台价值”的商业模式。

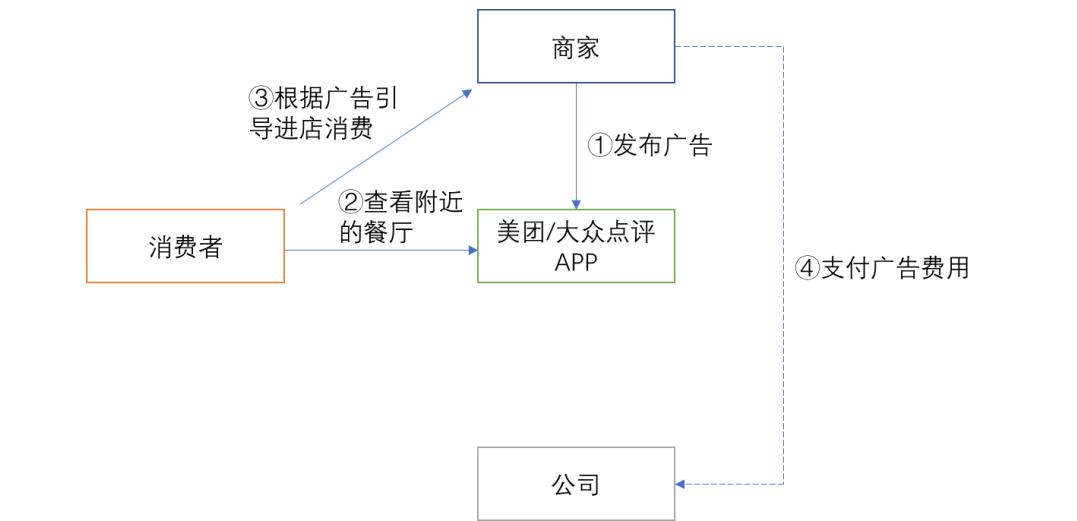
图表 39：抽佣商业模式



资料来源：国盛证券研究所

抽佣模式下，商家在美团/大众点评上上架团购产品，消费者进行线上挑选并购买产品进行线下消费。在消费者完成消费后，公司确认交易完成，同时按一定比例抽取佣金，并定期与商家结算扣掉佣金后的商家收入。

图表 40：在线广告商业模式



资料来源：国盛证券研究所

广告模式下，商家购买在美团/大众点评上的广告位及靠前排名的机会，以此获得更多的曝光机会。消费者在线上挑选后线下进店消费。商家再根据购买广告的类型为广告进行付费，目前主要有CPM（按展示付费）、CPC（按点击付费）、CPM（按销售付费）三种广告付费方式。

图表 41: 纸媒广告 VS 到店抽佣 VS 线上广告商业模式

	纸媒广告	抽佣	线上广告
精准引流	否	是	是
费用	高	低	低
优缺点	无法精准引流 / 费用高	只能按盈利能力较差的商家抽佣 / 存在甩单问题	解决了甩单问题 / 差异化分成商家的超额收益

资料来源：国盛证券研究所

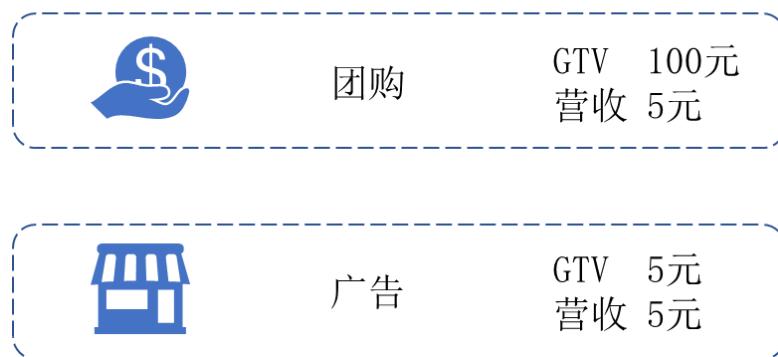
“抽佣模式”相较“纸媒广告”做到了可量化，可统计，引流效果精准等优势。作为到店及酒旅业务的核心价值在于“引流”，站在商家角度“获客成本”是否可以被量化是非常重要的指标。

线上广告模式是生活服务领域的“淘宝模式”，实际上是O2O平台线下流量的拍卖机制，投入更多的广告费用将会获得更多的线下客流。“线上广告”相较“抽佣模式”更加灵活，允许盈利能力强的商家获得更多的客流。抽佣模式下，每个餐饮店的毛利率差异较大，根据区域统一价格的原则很难让所有的商户都满意，只能按照区域内盈利能力较差的商家进行抽佣。“线上广告”模式解决了抽佣比例设置的难题，每个商家根据自己的盈利能力决定投入多少广告。更多的广告投入意味着更高的点击量，更高的客源，大大激发了商家投广告的热情。变现能力获得了进一步的提升。此外，“在线广告”以效果为导向收费，解决了“抽佣模式”实际操作中的甩单问题。

### 3.2、GTV 增速下滑并不意味着业务瓶颈，营收是更好的衡量指标

图表 42: 团购 VS 广告 GTV 与营收确认差异

一笔成交金额100元，抽成5%的交易  
在不同模式下收入和GTV确认的差异



资料来源：国盛证券研究所

到店“团购”模式下会录入更多的 **GTV**，广告模式下营收与 **GTV** 相等。假设同样的营收的情况下，团购模式下的 **GTV** 将会多。在同样一笔通过平台产生的 100 元的交易、公司分成 5 元的情况下，团购模式下公司确认 **GTV** 100 元，收入 5 元，变现率 5%；广告模式下公司确认 **GTV** 5 元，营收 5 元，变现率 100%。

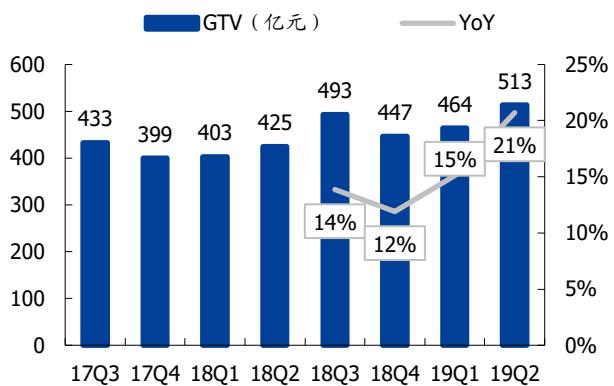
图表 43：到店酒旅业务历年经营状况

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>19H1</b>
酒店间夜量（亿）	0.82	1.32	2.05	2.84	1.73
YoY		61.0%	55.3%	38.5%	29.3%
<b>GTV</b> （亿元）	1275	1584	1581	1768	977
YoY		24.2%	-0.2%	11.8%	18.0%
变现率	3.0%	4.4%	6.9%	9.0%	10.0%
收入（亿元）	37.7	70.2	108.5	158.4	97.4
YoY		86.0%	54.6%	46.0%	43.0%
其中：					
佣金	34.3	48.7	71.4	90.4	51.7
YoY		42.1%	46.5%	26.7%	27.3%
在线营销服务	3.5	21.1	36.5	67.3	45.3
YoY		512.0%	72.7%	84.5%	66.2%
其他服务及销售	0.0	0.4	0.7	0.6	0.3
YoY		1436.2%	80.9%	-5.5%	67.2%
毛利（亿元）	30.3	59.4	95.8	141.0	86.3
YoY		95.8%	61.3%	47.1%	41.7%
毛利率	80.4%	84.6%	88.3%	89.0%	88.6%

资料来源：公司年报、国盛证券研究所

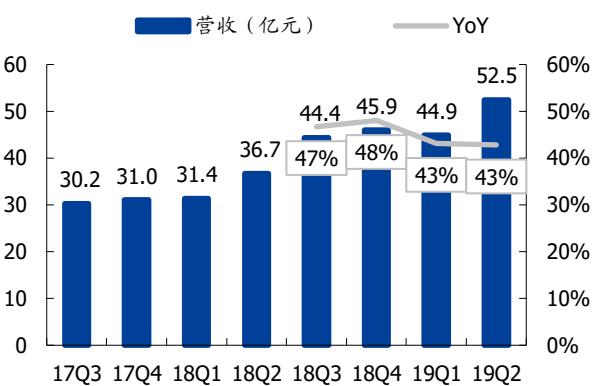
到店业务 **GTV** 呈现增速放缓的趋势，主要由于广告模式营收占比逐步增大导致，并不代表业务发展达到了瓶颈。同样营收贡献的情况下，广告模式的 **GTV** 贡献较少。根据夜间量情况我们推算，酒旅贡献的 **GTV** 增速略快于到店 **GTV**。2016/17/18/19H1 年公司 **GTV** 分别为 1584/1581/1768/977 亿元，增速分别为 24.2%/-0.2%/11.8%/18.0%。2016/17/18/19H1 年公司收入分别为 70.2/108.5/158.4/97.4 亿元，增速分别为 86.0%/54.6%/46.0%/43.0%。收入增长快于 **GTV** 增长，系公司到店业务的商业模式正由抽佣为主向广告为主转变。16/17/18/19H1 年到店业务的在线营销收入增速分别为 512.0%/72.7%/84.5%/66.2%。

图表 44: 到店酒旅业务季度 GTV (亿元) 及增速



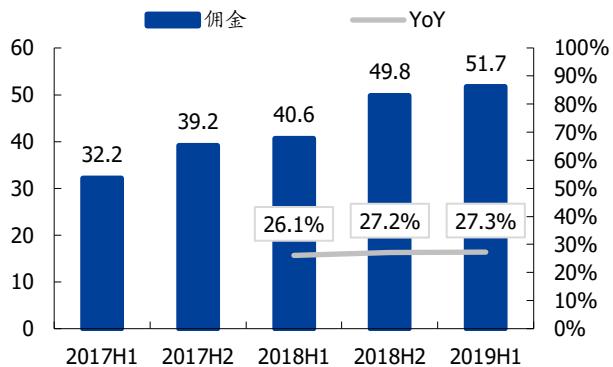
资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 45: 到店酒旅业务季度营收 (亿元) 及增速



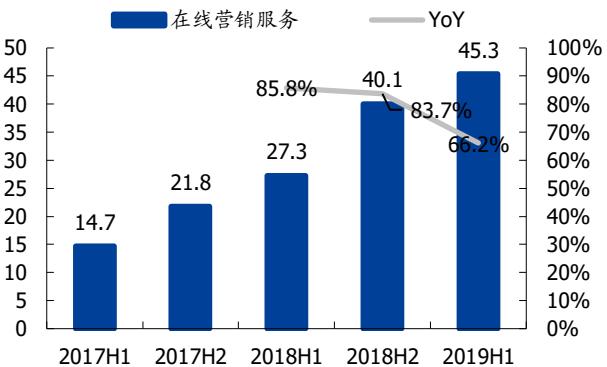
资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 46: 到店业务佣金收入 (亿元) 及增速



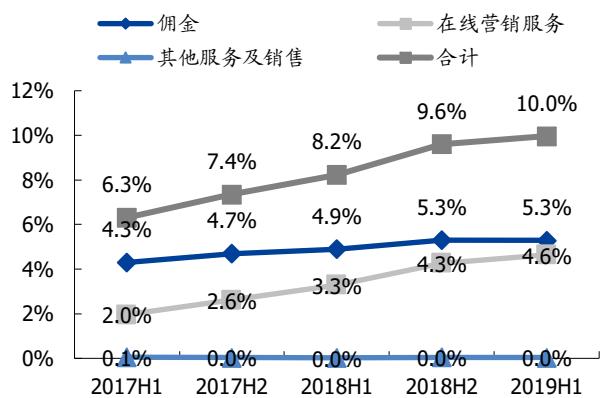
资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 47: 到店业务在线营销收入 (亿元) 及增速



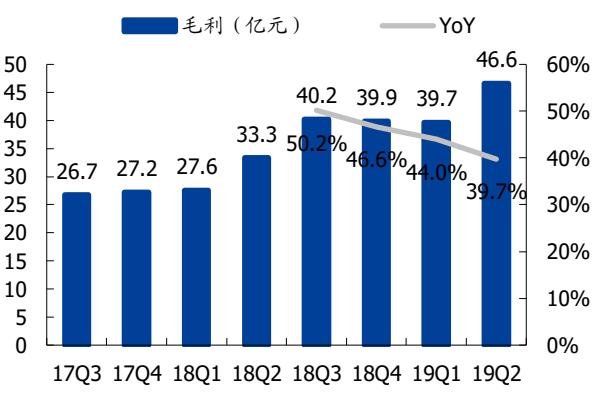
资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 48: 到店酒旅业务季度变现率变化情况 (在线营销 VS 抽佣)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 49: 到店酒旅业务毛利 (亿元) 及毛利率情况



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

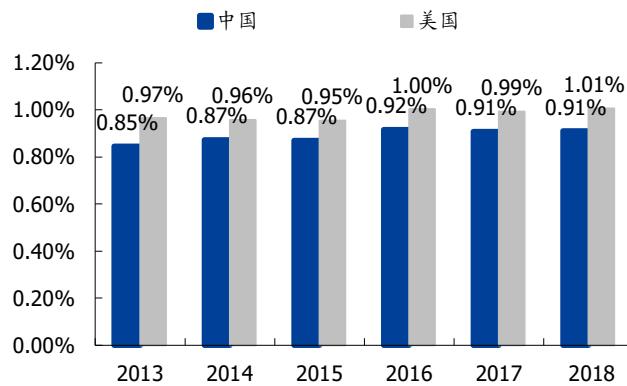
在线营销类营收增长的速度明显快于抽佣类营收，说明到店商业模式正在快速由“抽佣”转向“广告”。如果考虑到酒旅快速增长带来的扰动，这个趋势会更加明显一些。

18H1/18H2/19H1 公司到店业务的在线营销收入增速为+85.8%/+83.7%/66.2%，明显高于同期的佣金收入增速+26.1%/+27.2%/27.3%。2017H1 到 2019H1，公司的佣金变现率从 4.3% 提升到 5.3%（主要是酒店业务规模增长贡献），而在线营销的变现率则从 2.0% 提升至 4.6%。

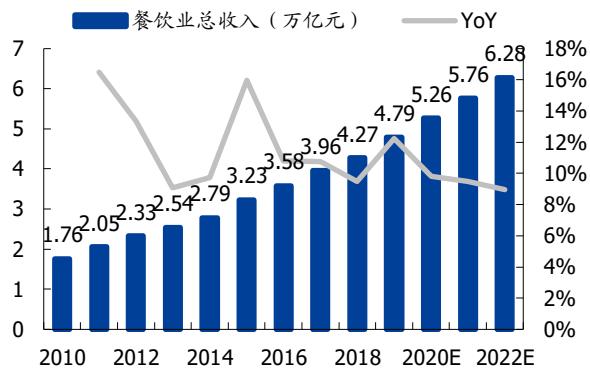
### 3.3、到店及酒旅的市场空间有多大？如何估值？

美团生态是线下实体店稀缺的增量获客渠道，到店以及酒旅业务赚取的是生活服务实体店的营销费用。“广告”或是“抽佣”是两种不同的收费方式，本质都是商家为获客所支付的成本。到店业务大多数发生在餐饮场景，因此可以根据餐饮 GTV 的规模测算其市场空间。酒旅业务的主要驱动力仍然为间夜量的增长。

图表 50：历年中美广告产值与 GDP 占比



图表 51：我国餐饮产值



资料来源：智研咨询、国盛证券研究所

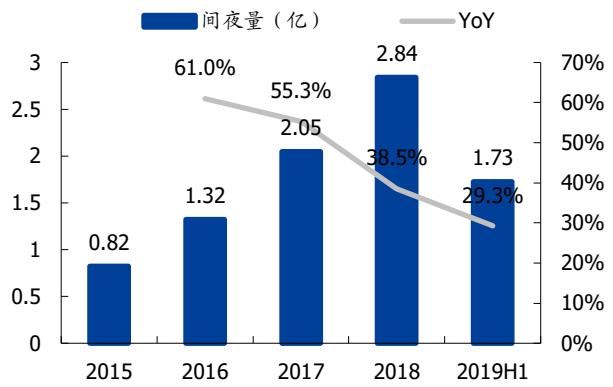
资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

美国的广告产值占 GDP 的比例约为 1%，其中线上广告占比为 52%。而在线上广告中，移动端占比超过 70%，计算得移动端广告占整体广告的比例约为 36%。而移动广告行业格局非常集中，CR2 超过 51%，Google/Facebook 市占率分别达 27%/25%。

**2028 年美团到店广告的市场空间可达 400 亿元。**2018 年中国广告占 GDP 的比例约为 0.91%。餐饮业由于对象是 C 端，占比要高一些。我们了解到餐饮业中广告的支出一般在 1% 左右。假设其中一半是线上广告，餐饮产业线上广告中美团占比约为 80%。按 2028 年餐饮行业总规模 10 万亿元计算，预计未来餐饮行业广告规模可达 1000 亿元，美团的收入规模可达 400 亿元。按 40% 的净利润率匡算，每年的利润规模可达 160 亿元。

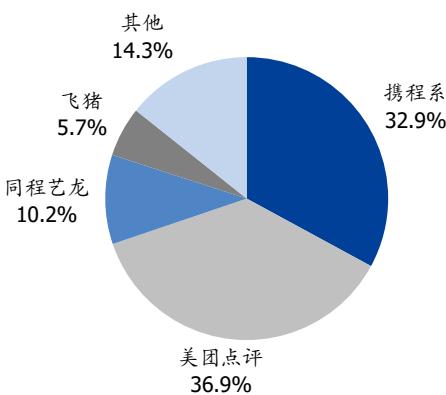
未来美团到店业务的增长动力来自于，更多的活跃商户使用广告推广，商户营销费用向美团倾斜。目前美团拥有 550 万家商户，其中活跃商户 350 万家。真正采用广告的商户占比约为 10%，未来发展空间仍然极大。

图表 52: 公司历年间夜量



资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

图表 53: 酒店间夜量市场占比



资料来源：Trustdata、公司年报、国盛证券研究所估计

美团酒旅业务的酒店预订量未来可达 **12 亿间夜/年**。酒旅业务目前的消费人群主要聚焦在“小镇青年”，本地住宿需求约 50%，异地住宿需求 50%。美团酒旅约占 OTA 行业整体的 7% (GTV 口径)，未来有望占比超过 10%。美团目前间夜量增速约为 30%，明显快于行业增速 10%。全国小镇青年 3 亿，按每人每年住 4 次美团酒店的频次计算，美团 2028 年的间夜量有望达到 12 亿间夜/年。

图表 54: 到店业务未来业务规模及利润预测 (亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
GTV	1581	1768	1979	2216	2504	2818	3157
YoY	-0.2%	12%	12%	12%	13%	13%	12%
营收	109	158	211	267	319	376	435
YoY	55%	46%	33%	26%	20%	18%	16%
其中：							
佣金 (亿元)	71	90	109	129	155	184	216
YoY	47%	27%	21%	18%	20%	19%	18%
在线营销 (亿元)	36	67	101	136	164	191	218
YoY	72.7%	84.5%	50.0%	35.0%	20.0%	17.0%	14.0%
其他服务 (亿元)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
毛利	96	141	187	236	283	333	385
YoY	61%	47%	33%	26%	20%	18%	16%
后台费用	65	94	118	139	161	186	212
YoY		44%	24.6%	18%	16%	15%	14%
所得税		6	10	14	17	21	24
净利	26	40	60	84	105	126	149
YoY	67%	53%	49%	40%	25%	21%	18%

资料来源：公司年报、国盛证券研究所

我们预测到 **2023** 年公司的 **GTV** 将达到 **3157** 亿元，期间 **CAGR** 为 **12.3%**。**GTV** 增长主要由酒旅业务驱动，酒旅业务到 **2023** 年 **GTV** 将达到 **1791** 亿元，期间 **CAGR** 为 **25.7%**；到店业务 **GTV** **1366** 亿元，期间 **CAGR** 为 **2.0%**。**2023** 年公司营收将达到 **435** 亿元，期间 **CAGR** 为 **19.8%**。收入增长由酒店业务规模增长和到店广告两部分驱动，我

们判断来自广告的营收会持续提升，广告部分营收将会以 21.2% 的增速攀升，抽佣营收将会维持小幅增长的状态。酒旅业务贡献营收维持 28.7% 的增长。

到店业务的营业成本包括：①支付处理成本、②线上流量成本、③客户服务及其他人员的雇员福利开支、④物业、厂房及设备的折旧以及⑤带宽及服务器托管费用。预计未来到店业务的毛利率将保持稳定，维持在 90% 左右。后台费用的增速低于收入的增速（部分费用不随收入增长而增长）。预计 2019/20/21/22/23 年，到店业务净利润分别为 60/84/105/126/149 亿元，同比增速分别为 49%/40%/25%/21%/18%。到店及酒旅业务早已实现盈利，可以估算当下的净利贡献以及增速情况来估算其价值。综合考虑其成长性以及未来的发展空间后，我们认为这部分业务可以给予 PEG 为 1 的估值，即为 19 年动态 PE40 倍估值，对应市值 2129 亿 RMB。

#### 四、新兴业务：大幅减亏，进入战略防守阶段

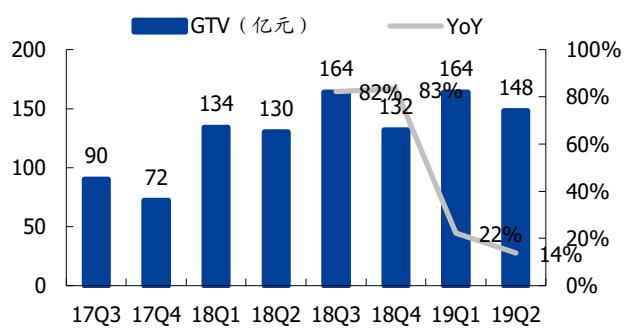
图表 55：新业务构成

业务	业务介绍
RMS	美团自主研发的餐厅管理系统，为商家提供网上接单、财务管理等服务
供商家使用的供应链方案	即快驴，为商家提供一站式的餐饮供应链服务
整合支付服务	为商家提供各类支付解决方案，包括互联网支付、移动电话支付、银行卡收单等
微贷业务	为商家提供的便利快捷无抵押的贷款服务，额度为月流水的 1~3 倍，最高可达 100 万元
本地交通服务	包括单车业务和打车业务
非餐饮外卖服务	美团闪送，包括超市、生鲜、果蔬，鲜花等多种品类商品的配送业务
其他产品及服务	包括新零售（小象、美团买菜）等

资料来源：公司招股书、国盛证券研究所

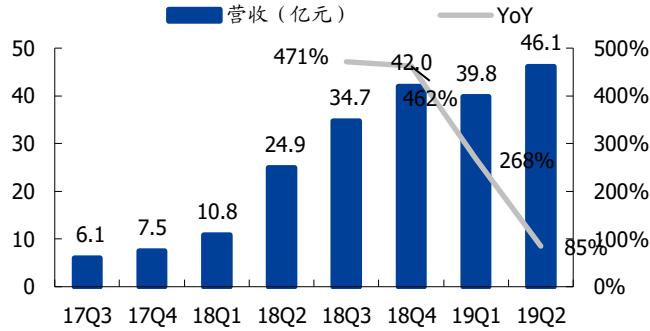
新业务及其他分部的收入主要来源于①RMS；②供商家使用的供应链方案；③整合支付服务；④微贷业务；⑤本地交通服务；⑥非餐饮外卖服务；⑦其他产品及服务。

图表 56：新业务历史 GTV（亿元）及增速



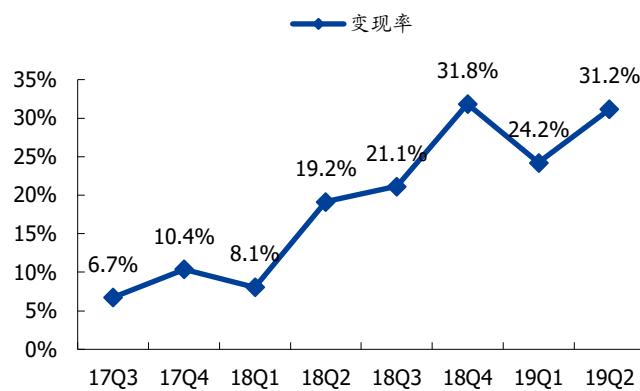
资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

图表 57：新业务历史营收（亿元）及增速



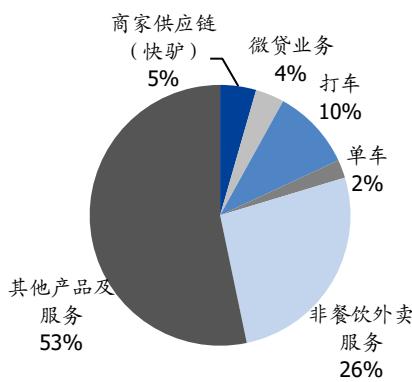
资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

图表 58: 新业务变现率情况



资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

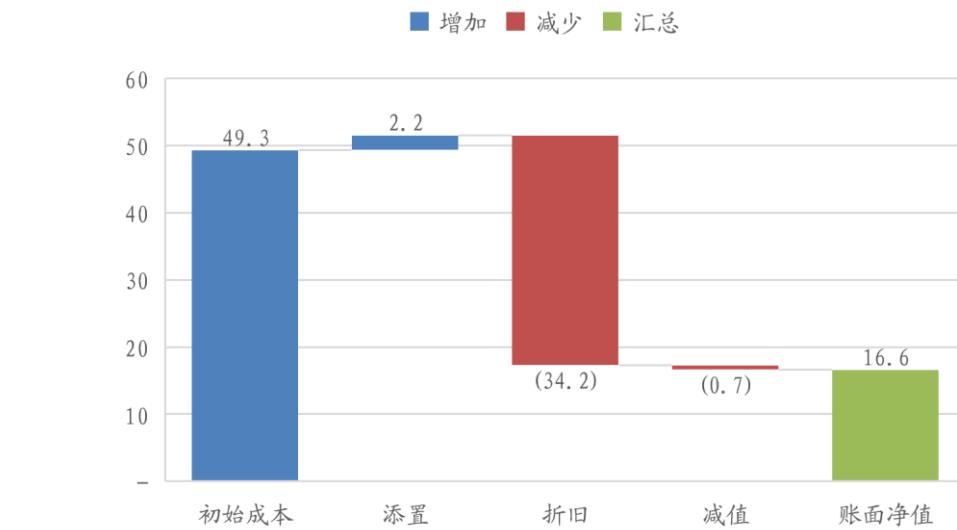
图表 59: 2018 年新业务 GTV 构成估计



资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

18Q3/18Q4/19Q1/19Q2 公司新业务 GTV 分别为 164/132/164/148 亿元，同比 +82%/+83%/+22%/+14%；营收分别为 34.7/42.0/39.8/46.1 亿元，同比 +471%/+462%/+268%/+85%。变现率分别为 21.1%/31.8%/24.2%/31.2%。由于新业务的收入构成一直在变化，因此直接看 GTV 及变现率参考意义不大。相比而言，我们更关注摩拜单车的折旧亏损情况及打车业务的运营情况。

图表 60: 单车业务账面价值及摊销情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

折旧减少，单车亏损在 2019 年有望大幅降低。单车业务初始收购成本为 49.3 亿元，2018 年共添置了 2.2 亿元的新车，当年折旧 34.2 亿元，减值 0.7 亿元。截止 2018 年底，单车账面净值为 16.6 亿元。根据公司在招股书中披露的数据及规划，单车的折旧年限为 2 年，未来单车的数量将保持在 500 万辆上下（每年资本开支在 2 亿左右）。按照目前的账面净值，单车业务的大部分折旧摊销将在 19Q2 结束。2019 年亏损较 2018 年有望大幅降低。

图表 61：美团打车聚合模式示意图



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

**打车业务商业模式变为聚合。**“聚合模式”：美团通过接入首汽约车、曹操出行、神州专车等主流出行服务商，用户可以在美团一键呼叫多个不同平台的车辆，享受到不同品类的打车服务。目前已在上海、南京、深圳、广州等 25 个城市开通。聚合模式下，美团可以有效利用现有其他打车平台的车辆资源，降低自身的直接投入，增加用户的可选择范围。

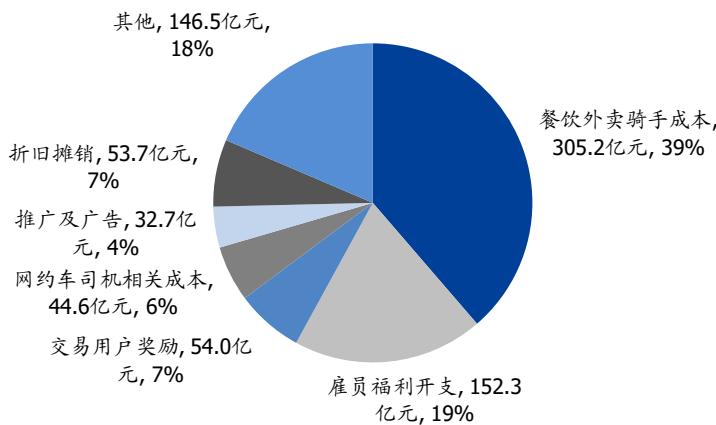
2018 年 3 月 21 日美团进入上海，按每天 20 万单，每单补贴 20 元匡算，美团打车在 2018 年的补贴总投入超过 10 亿元。2019 年起，公司对打车的投入更加谨慎，且通过推出聚合模式来降低公司直接的运营成本。因此预计今年公司在打车业务的亏损有望大幅减少。预计激励降低及抽成比例上升将给今年带来 15 亿元的减亏。

随着摩拜摊销折旧的减少，打车投入的降低，以及在其他新业务上的战略收缩和减少投入（减少小象鲜生的门店，放缓供应链的投入），预计新业务将在 2019 年大幅减亏。未来公司在新业务上的投入也会更加谨慎，新业务亏损有望逐步降低。

## 五、稳态盈利能力被低估，经营杠杆逐步显现

### 5.1、利润表：成本端分析，未来后台压缩空间仍大

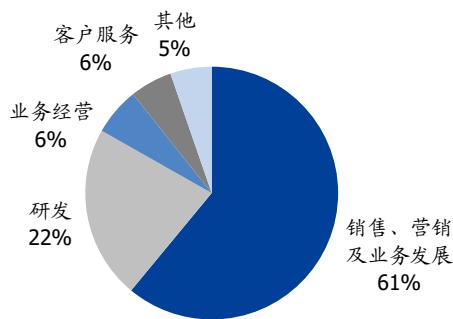
图表 62：按类型划分的费用构成（2018 年）



资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

将公司的总成本和费用按性质划分，可以划分为骑手成本、雇员开支、交易用户激励、网约车司机成本、推广广告、折旧摊销等。雇员开支是除了骑手成本外占比最高的部分，2018 年公司总共支出了 152.3 亿元的雇员开支，占整体费用的比例为 19%。

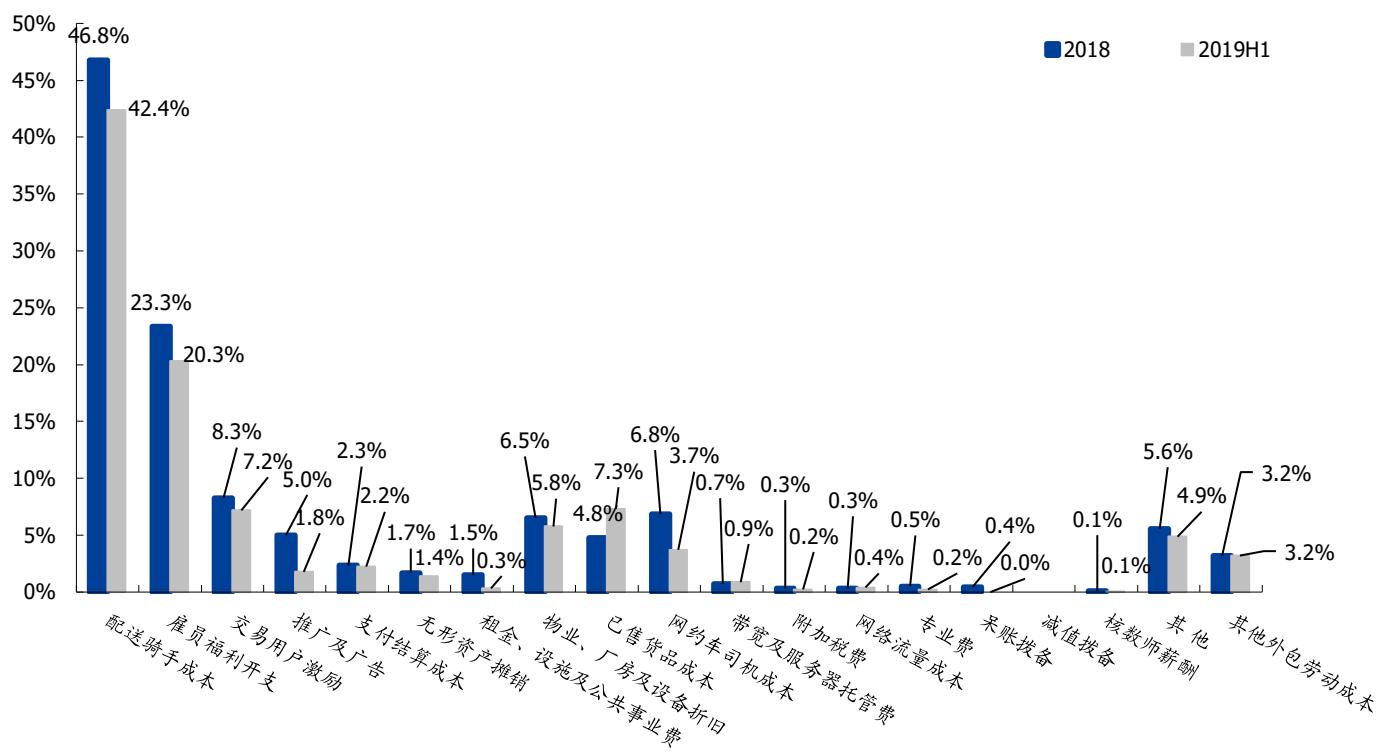
图表 63：2018M4 公司全职雇员构成



资料来源：公司招股书、国盛证券研究所

截止 2018 年底，公司共有 5.84 万名雇员。公司未披露 2018 年底的雇员明细，但是根据招股书中的资料，截止 2018M4，公司雇员总数为 4.67 万名，其中销售、营销及业务发展/研发/业务经营/客户服务/其他占比分别为 61.0%/22.2%/6.1%/5.4%/5.3%。据此我们估算 2018 年底公司共有销售、营销及业务发展人员 3.5 万人，根据我们了解的情况其中约 3 万人是商业拓展人员。按平均薪酬 10 万元/年计算，公司每年要为这部分人群要支付 30 亿元的员工成本。在业务拓展初期，由于平台上的商户数量较少，需要大量的地推人员去拓展商户，故此时公司需要维持较大的地推人员规模。进入成熟期后，商户拓展所需的人力和精力大大压缩，相关人员开支有望降低，未来盈利能力有望提升。按每人维护 360 家活跃商户计算，所需维护人员 1.5 万人，每年可以节省 15 亿元的开支。

图表 64：公司各项费用占营收比重

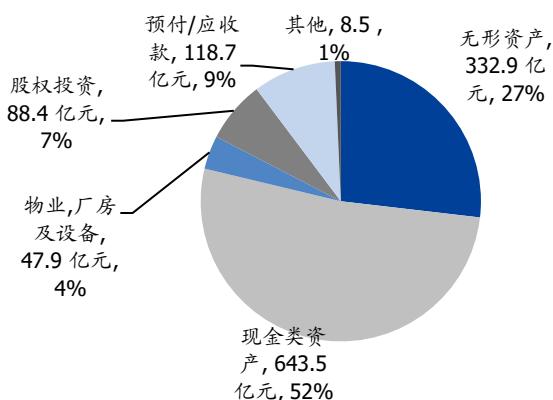


资料来源：公司年报、季报、国盛证券研究所

部分后台成本具备经营杠杆，不随营收的增长而增长。我们认为公司部分后台费用是固定支出，不会随着收入的增长而增长。对比 18 年和 19H1 各项费用明细我们发现，雇员开支/推广广告/无形资产摊销/租金物业费/物业折旧费/专业费占比同比下降明显，2018 年占营收比重分别为 23.3%/5.0%/1.7%/1.5%/6.5%/0.5%，2019H1 占比分别为 20.3%/1.8%/1.4%/0.3%/5.8%/0.2%，同比下降了 3.1/3.2/0.3/1.2/0.8/0.3pct. 2018 年 6 项费用合计支出 251.8 亿元，占比为 38.6%；2019H1 合计为 124.8 亿元（总量基本不变），占比为 29.8%，同比下降 8.8pct，经营杠杆明显。

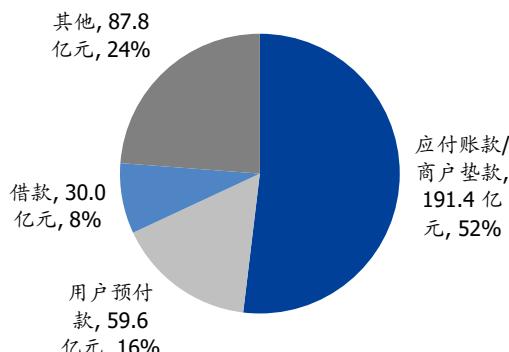
## 5.2、资产负债表：质量逐步健康，在手现金充足

图表 65: 2019H1 公司资产构成



资料来源：公司季报、国盛证券研究所

图表 66: 2019H1 公司负债构成



资料来源：公司季报、国盛证券研究所

公司资产构成以现金为主，在手现金充足。截止 2019H1，公司总资产 1240 亿元。其中占比最大的是现金类资产，占比达 52%，公司共有 643 亿元各类形式的现金。其次是无形资产，占 27%。固定资产、股权投资、预付/应收款、其他占比分别为 4%、7%、9%、1%。

负债以商户垫款为主，短期负债兑付压力很小。截止 2019H1，公司共有负债 369 亿元，其中占比最高的为应付账款/商户垫款，占比为 52%，达 191 亿元；其次是用户预付款，占比为 16%，数额为 59.6 亿元。应付账款/商户垫款和用户预付款是正常进行业务的必要款项，因此短期内不存在大规模兑付的压力。此外公司还有 30 亿的短期借款。

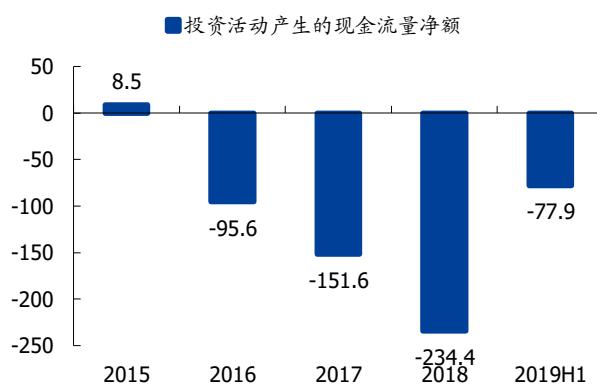
### 5.3、现金流量表：经营性现金流快速好转，账面现金充裕

图表 67: 公司经营活动现金流 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 68: 公司投资活动现金流 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 69: 公司筹资活动现金流 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

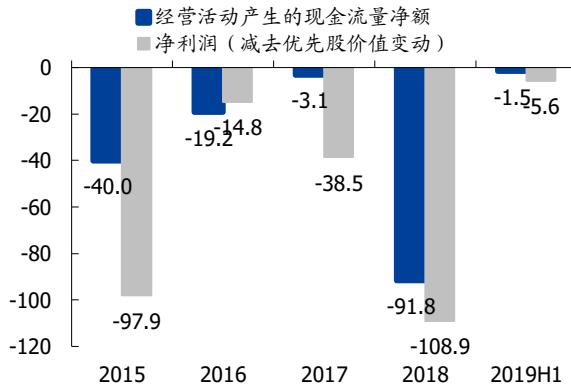
图表 70: 公司现金及等价物变动 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

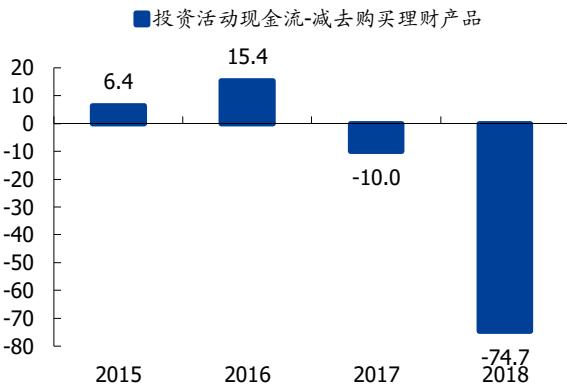
公司现金流量表上的数额不能真实反映公司的现金流情况。2016/17/18/19H1 年公司经营活动现金流分别为 -19.2/-3.1/-91.8/-1.5 亿元，投资活动现金流为 -95.6/-151.6/-234.4/-77.9 亿元，筹资活动现金流为 38.1/255.1/293.0/13.0 亿元，现金及等价物变动为 -74.3/100.3/-23.7/-66.4 亿元。公司投资活动现金流中包含公司购买的短期理财产品的影响。这部分理财产品主要为美元计价的定期存单、定期存款及货币市场基金（原到期日为三至六个月），大部分为合约保本型，因此实际上可以视为现金。故现金流量表未能反映公司真实的现金流情况。我们下面对现金流量表的数额进行合理调整，以便反映公司真实的现金流情况。

图表 71: 公司经营活动现金流与净利润对比 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 72: 公司经调整的投资活动现金流 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 73: 公司实际货币资金变动 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

图表 74: 公司期末实际现金及等价物 (亿元)



资料来源：公司招股书、年报、季报、国盛证券研究所

**净利润与经营活动现金流匹配，差额主要来自应付账款的增加。**2015/16/17/18年，公司经营活动现金流分别为-40.0/-19.2/-3.1/-91.8亿元，合计经营性现金流为-154.1亿元；同期公司扣去优先股价值变动后的净利润合计为-260.1亿元。净利润与经营性现金流的差异主要来自应付款项的增加，期间净利润与经营性现金流差异为106亿元，而同期应付类款项合计增加116亿元。

**公司对外投资较为谨慎，经调整的投资现金流有序变动。**2015/16/17/18年公司经调整的投资活动现金流分别为6.4/15.4/-10.0/-74.7亿元。公司对外投资较为谨慎，2015年到现在公司投资额超过10亿元的重大并购只有2015年与大众点评合并（216亿元）、2016年收购钱袋宝（13.5亿元）和2018年收购摩拜（156亿）。

**整体现金流变动平稳可控，账面现金稳步增长。**2015/16/17/18/19H1，公司实际货币变动为152.6/44.0/232.6/136.3/-2.8亿元，整体呈现净流入的状态（系公司近年来在不断的融资）。期间公司的实际现金余额分别为175.9/219.8/452.5/588.7/586.0亿元。目前账上资金可支持公司的长期扩张。

## 六、评级、盈利预测

图表 75: 公司营收预测 (亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营收 (亿元)	339	652	941	1,212	1,488	1,762	2,044
YoY	161%	92%	44%	29%	23%	18%	16%
其中：							
餐饮外卖	210	381	556	743	943	1,135	1,330
到店、酒店及旅游	109	158	211	267	319	376	435
新业务及其他	20	112	174	202	226	251	279

资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

图表 76: 公司 non-Gaap 净利润预测 (亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
non-GAAP 净利润(亿元)	-29	-85	28	148	263	373	486
YoY	-158.8%	-198.6%	132.7%	432.8%	77.1%	42.0%	30.3%
其中:							
餐饮外卖	-50.7	-60.2	1.1	71.3	149.7	227.9	307.2
到店、酒店及旅游	26.3	40.3	59.9	83.8	104.5	126.2	148.9
新业务及其他	-4.2	-65.3	-33.2	-6.7	8.6	18.8	29.8

资料来源：公司招股书、年报、国盛证券研究所

我们预测公司 **2019/20/21** 年营收分别为 **941/1,212/1,488** 亿元，non-GAAP 净利润分别为 **28/148/263** 亿元。我们预计 19 年美团整体实现盈利，我们的核心假设是基于 1. 外卖 19Q2 已经实现盈利，预计全年盈亏平衡。2. 到店酒旅业务全年利润增长 50% 左右。3. 新业务受摩拜折旧摊销减少、打车投入降低，减亏 30 亿左右。

图表 77: 美团点评估值模型 (亿元)

	2023 年								2019 年
	GTV	变现率	营收	净利率	贡献净利	稳态 PE	P/GTV	折现率	估值
到家	7,753	17%	1,330	23%	307	25	0.99	15%	4,392
到店酒旅	3,157	14%	435	34%	149	25	1.18	15%	2,129
摩拜	13	100%	13	0%	0	0	0.00	40%	0
新兴业务	1,052	25%	266	11%	30	0	0.00	30%	0
合计	11,975	17.1%	2,044	24%	486	27	1.10	15%	6,520
港元汇率									0.91
合计(亿港元)									7,165

资料来源：美团公告、国盛证券研究所

估值模型假设：我们预测到 2023 年，公司的到家业务 GTV 为 7753 亿元，变现率 17%，净利率 23%，给予 25 倍 PE，对应 P/GTV 为 0.99。同理，我们分别给予到店酒旅/新兴业务 1.18/0 倍的 P/GTV。同时，我们按业务的竞争格局和风险大小的不同，分别给予到家/到店酒旅/摩拜/新兴业务 15%/12%/40%/30% 的折现率。

我们认为外卖/到店酒旅/新兴业务合理估值分别为 **4392/2129/0** 亿元，美团合理市值为 **6520** 亿元，对应 **7165** 亿港币，目标价 **137.29** 港币，综合考量未来成长性与当下面临的竞争格局，给与“买入”评级。当下美团的很多业务都难以完全理解，但是如果把投资的时间轴继续拉长我们可以清晰的看到美团未来的价值。我们尝试根据先有的发展路径预测五年之后各个业务的状态。对于每一项业务的折现率的设定则跟竞争格局、业务发展程度以及政策监管情况来设定。总体的原则是：对于确定性高的业务给与更低的折现率，给与确定性低的业务更高的折现率。对于很多正在亏损的新兴业务，我们保守估计未来的估值为零（或者其价值已经通过协同反应在了其他业务之中）。

## 七、风险提示

**行业竞争加剧的风险。**由于外卖行业本身的属性，一家独大的情况较难做到。在阿里收购了饿了么后，加大了对饿了么的扶持力度，2018年“口碑”与“饿了么”合并，又投入了用户激励抢占市场。行业竞争加剧可能对公司的盈利产生不利影响。

**现金流断裂风险。**目前公司整体经营现金流仍处于大幅流出的状态。新的业务也需要持续的现金流投入。长期亏损对公司的现金储备有一定压力。

**消费下行风险。**目前宏观经济承压，抑制了消费的增长。由于公司的业务主要面向大众消费者，消费下行将对公司各业务都产生不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com