

增持

美团-W (03690.HK)

预计 22Q1 增长放缓，经营效率不断改善

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师: 谢琦 021-60933157 xieqi2@guosen.com.cn
联系人: 赵达 010-88005148 zhaoda@guosen.com.cn

执证编码: S0980520080008

事项:

美团将于五月发布 2022Q1 财报。

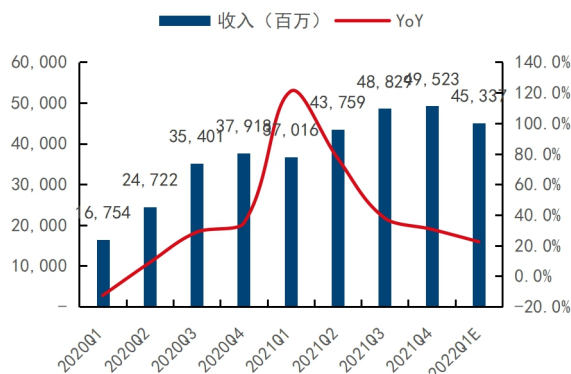
国信互联网观点: 1) 2022 年春节期间本地生活需求强劲，从 3 月开始多地爆发疫情使收入增速放缓。我们预计一季度整体收入同比增长 22.5% 至 453.4 亿元，调整后净利润为-43.79 亿元。外卖业务/到店业务/新业务及其他的经营利润分别为 15.0 亿/30.3 亿/-95.0 亿元。近期美团在外卖及新业务板块均做出优化调整，以提升经营效率，社区电商业务持续减亏将使整体利润不断得到改善。2) 美团在过去面临不利因素仍能保持稳健业绩，商业模式强韧，但目前短期挑战仍存，维持“增持”评级。目标区间为 226-256 港币，估值区间不变。

评论:

◆ 公司整体: 疫情影响 3 月收入增速，经营效率不断改善

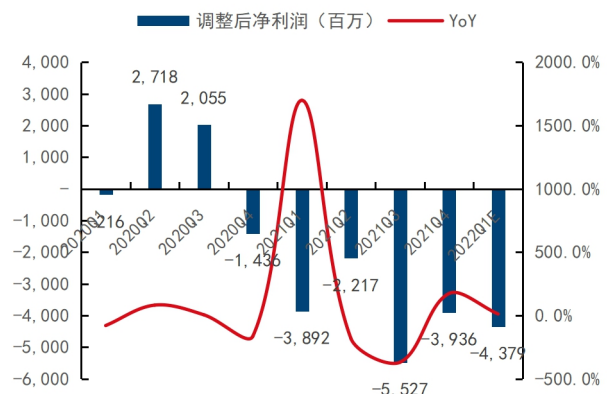
我们预计公司 2022Q1 实现营业收入 454 亿元，同比增长 22.5%。2022 年春节期间本地生活需求强劲，但从 3 月开始深圳市、上海市、吉林省、山东省多地爆发疫情，对公司外卖及酒旅到店业务带来负面影响。预计公司实现调整后经营利润-43.8 亿元。近期美团在外卖及新业务板块均做出优化调整，提升经营效率，社区电商业务持续减亏将使整体利润不断得到改善。

图1: 公司季度营业总收入(百万元)及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图2: 公司调整后净利润(百万元)及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

表 1：2022Q1 季度收入预测（百万元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1E
营业收入	16,754	24,722	35,401	37,917	37,016	43,759	48,829	49,523	45,337
营业收入 YOY	-12.6%	8.9%	28.8%	34.7%	120.9%	77.0%	37.9%	30.6%	22.5%
餐饮外卖	9,490	14,544	20,693	21,538	20,575	23,125	26,485	26,127	23,867
外卖 YOY	-11.4%	13.2%	32.8%	37.0%	116.8%	59.0%	28.0%	21.3%	16.0%
到店酒旅	3,095	4,544	6,478	7,135	6,584	8,602	8,621	8,722	7,572
到店 YOY	-31.1%	-13.4%	4.8%	12.2%	112.7%	89.3%	33.1%	22.2%	15.0%
新业务及其他	4,168	5,634	8,230	9,244	9,856	12,032	13,723	14,674	13,898
新业务 YOY	4.9%	22.1%	43.5%	51.9%	136.5%	113.6%	66.7%	58.7%	41.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

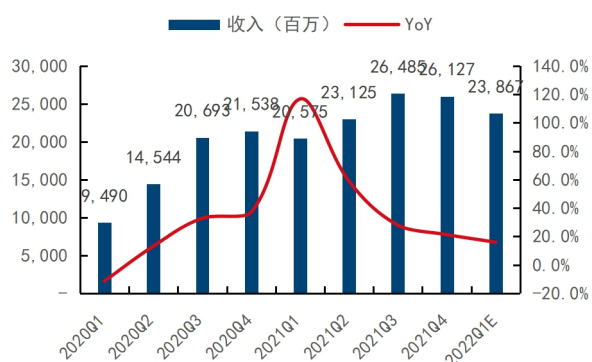
◆ 外卖业务：收入增长放缓，3 月共返还商户佣金超 3000 万元

收入和单量受疫情影响增速下降，AOV 维持高位。我们预计本季度美团餐饮外卖实现营收 239 亿元，同比增长 16%，GTV 同比增长 19%至人民币 1698 亿元。主要系：1）需求端：春节期间需求强劲，但 3 月开始多地疫情对订单负面影响显现，预计订单量同比增长 16%至 33.53 亿笔，比上季度的 17%单量增速有小幅下降；2）商家端：佣金率改革后，商家有动力通过套餐购买优惠等方式继续提升 AOV，预计 AOV 继续保持较高数额，商业化率由于商户佣金减免等原因小幅下降至 14.1%。

美团 3 月 1 日发布针对疫情期间困难商户的佣金减免措施，3 月共返还佣金超 3000 万元，并进一步推出“繁盛计划”，优化与商户的沟通机制，免费提供“外卖管家服务”帮助商家。

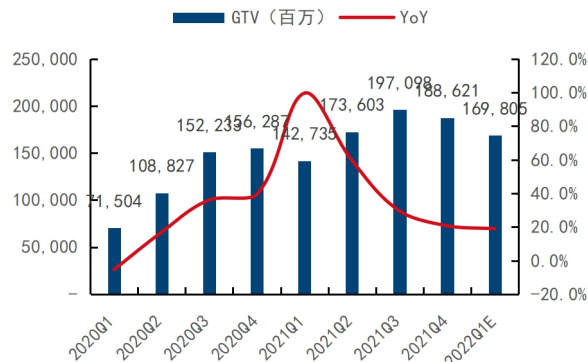
在 2022 年 4 月举办的第五届外卖产业大会上，美团展示了近期一系列改进。在外卖 APP 商户页面开始展示榜单排名、门店收录时间、近期下单/复购人数、用户评价等指标，引导商户从单纯依靠补贴向口碑营销转变。在履约配送环节，美团推出全城送服务以及团餐配送，同时引入商户营销日历使得运力与单量匹配，提升配送触达范围及管理效率。

图 3：公司季度外卖收入（百万元）及增速



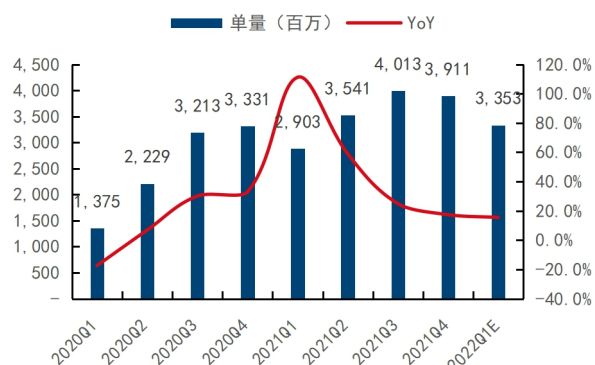
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图 4：公司季度 GTV（百万元）及增速



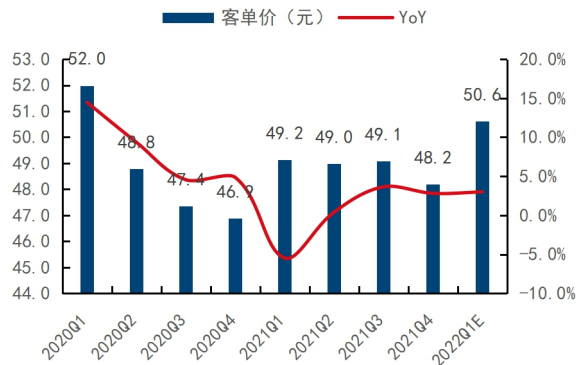
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图 5：公司季度外卖单量（百万单）及增速



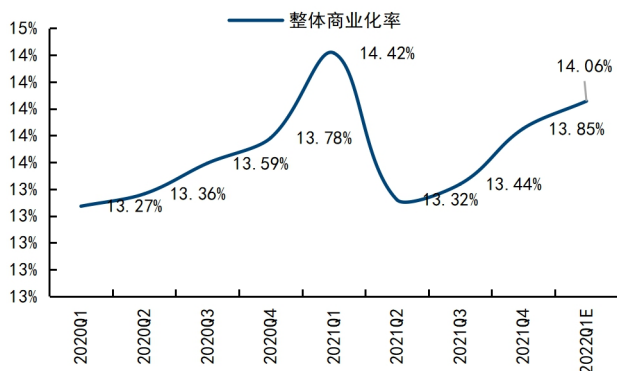
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图 6：公司外卖业务客单价（元）及增速



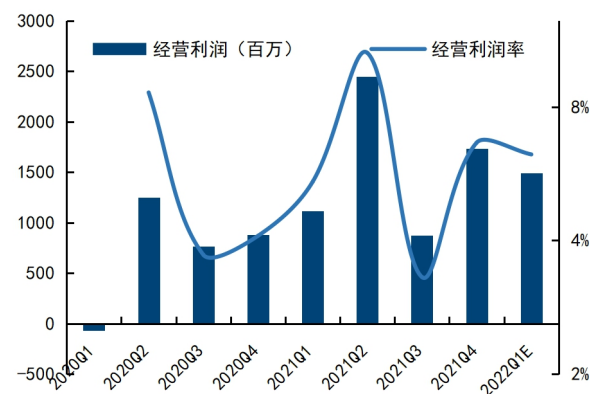
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图 7：外卖业务变现率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图 8：公司外卖业务经营利润（百万元）及利润率

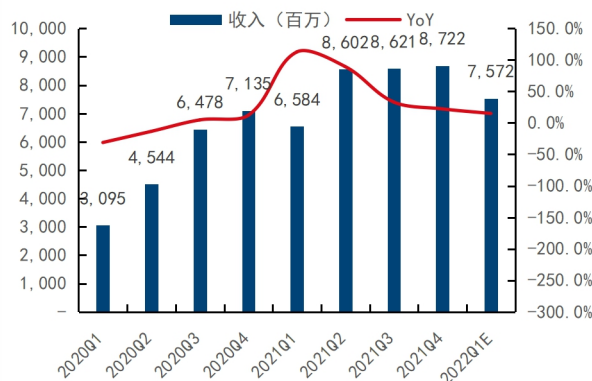


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

◆ 到店、酒店及旅游业务：需求前高后低，商业模式有韧性

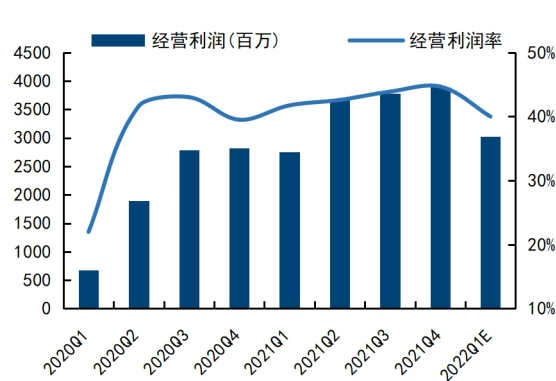
我们预计 2022Q1 到店、酒店及旅游部分的收入为 76 亿元，同比增长 15%，比上季度增速有所下降。2022 年春节期间线下餐饮娱乐需求旺盛，3 月份由于多城市疫情管控使得需求受到抑制。作为大众点评核心市场之一，上海地区的封控对板块收入增速造成了一定负面影响。美团到店、到综业务在 2021 年“五一”、国庆及 2022 年春节期间 GTV 及收入增长均有良好表现，体现了在宏观环境不确定性增加的大背景下其商业模式的内在强韧性，预计在宏观环境改善后业绩能够较快恢复。

图9：到店酒旅收入（百万元）规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图10：公司到店酒旅业务经营利润（百万元）及利润率

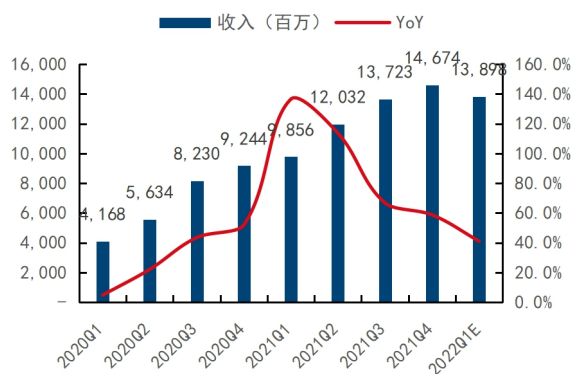


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

◆ 新业务：预计优选业务亏损逐季减少

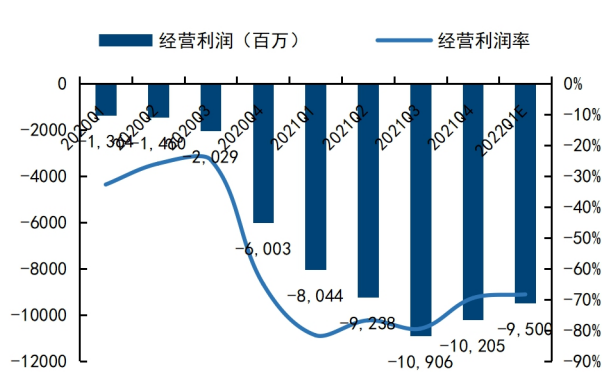
我们估计一季度收入为 139 亿元，同比增长 41%，经营利润为-95 亿元，由于社区电商亏损减少使得利润水平环比继续改善，预计社区电商亏损约 60 亿元。目前快驴及社区电商业务都将战略重心转向提升效率和减亏，由于新业务为公司亏损的主要来源，我们看好此板块利润逐季改善对整体盈利水平的提升。

图11：新业务收入（百万元）规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图12：公司新业务经营利润（百万元）及利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

◆ 投资评级：公司合理估值区间为 226-256 港币，维持“增持”评级

美团在 2021 年面临疫情反复、极端天气等因素，仍保持着稳健的业绩，我们因而对美团的长期发展保有信心，2022 年初仍面临着疫情管控和宏观经济带来的诸多不确定性，短期增长仍可能放缓。我们维持之前的收入预期，基于 2022 年的分部估值测算，其系数如下：

外卖业务 3.75-4.5 倍 PS，对应稳态净利率 15%，PE 为 25-30 倍；

到店及酒旅业务给予 10.5-12.25 倍 PS，预计稳态净利润 35%，PE 为 30-35 倍；

看好新业务的成长潜力，但由于其收入的高增长和盈利水平的不确定性，出于谨慎，新业务（不含优选）PS 给予 2.0 倍；

美团优选给予 1.2 倍 PS，对应 3%的稳态利润率和 40 倍 PE。

得到如下估值表：

表 2：估值表					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
餐饮外卖					
营业收入（亿元）	663	963	1161	1457	1726
YOY	21%	45%	21%	25%	19%
市值（亿人民币）	2982	4334	5225	6555	7769
到店、酒店及旅游					
营业收入（亿元）	213	325	386	529	663
YOY	-5%	53%	19%	37%	25%
市值（亿人民币）	2603	3985	4729	6485	8119
新业务及其他（不含优选）					
营业收入（亿元）	273	468	623	747	747
YOY	34%	72%	33%	20%	20%
市值（亿人民币）	545	936	1245	1494	1494
美团优选					
营业收入（亿元）		817	1570	2133	2895
YOY		0%	92%	36%	36%
市值（亿人民币）		834	1601	2175	2953
估值合计（亿人民币元）	6130	10089	12801	16709	20336
美团估值（亿港元）	7539	12406	15741	20547	25007

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

目标区间为 226-256 港币，估值区间不变，维持“增持”评级。

◆ 风险提示

新业务投入导致亏损加大，疫情反复影响线下业务，政策监管带来经营业务调整。

相关研究报告：

- 《美团-W（03690.HK）-盈利环比改善，疫情压力或将持续，长期有耐心》——2022-03-28
- 《美团-W（03690.HK）-商户佣金减免和骑手权益改善彰显平台社会责任》——2022-03-06
- 《美团-W-03690.HK-重大事件快评：四季报前瞻：疫情负面影响犹在，经营壁垒持续提升》——2022-01-24
- 《美团-W-03690.HK-财报点评：商业模式有韧性，疫情压力或将持续》——2021-11-29
- 《美团-W-03690.HK-重大事件快评：“二选一”罚款 34.42 亿元，对竞争格局影响有限》——2021-10-10

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	17,094	32,513	15,841	11,728	11,105	营业收入	114,795	179,128	234,347	304,124	377,803
应收款项	7,063	17,076	21,103	28,443	33,106	营业成本	(80,744)	(136,654)	(184,985)	(231,558)	(278,813)
存货净额	466	682	973	1,216	1,461	销售费用	(20,883)	(40,683)	(31,637)	(31,933)	(35,891)
其他流动资产	63,683	97,558	109,115	123,270	143,725	管理费用	(16,486)	(25,288)	(28,397)	(36,244)	(44,269)
流动资产合计	88,306	147,829	147,031	164,657	189,397	EBITDA	1,875	(18,017)	(3,225)	14,047	31,036
固定资产	13,917	22,814	19,706	21,771	23,068	折旧摊销	(5,194)	(7,115)	(9,082)	(11,293)	(13,841)
无形资产及其他	31,676	31,049	27,795	26,160	24,525	EBIT	(3,319)	(25,132)	(12,306)	2,755	17,195
其他长期资产	32,675	38,962	40,653	42,385	44,158	其他净收入	0	0	0	0	0
非流动资产合计	78,269	92,825	88,154	90,315	91,751	经营利润	(3,319)	(23,497)	(10,671)	4,390	18,830
资产总计	166,575	240,653	235,185	254,972	281,148	财务费用	(156)	(585)	(1,040)	(1,314)	(1,435)
短期借款及交易性金融负债	6,395	11,565	12,722	13,994	15,393	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	13,258	15,270	19,306	24,130	28,991	税前利润	4,438	(23,566)	(11,711)	3,075	17,395
其他流动负债	31,495	41,758	50,321	61,442	73,450	所得税费用	270	30	0	(461)	(2,609)
流动负债合计	51,148	68,593	82,348	99,565	117,834	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1,957	12,220	12,220	12,220	12,220	归属于母公司净利润	4,708	(23,536)	(11,711)	2,614	14,786
其他长期负债	15,835	34,284	34,284	34,284	34,284						
长期负债合计	17,793	46,504	46,504	46,504	46,504	现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	68,941	115,097	128,852	146,069	164,337	净利润	4,708	(23,536)	(11,711)	2,614	14,786
少数股东权益	(59)	(57)	(57)	(57)	(57)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	97,693	125,613	106,390	108,960	116,867	折旧摊销	5,194	7,115	9,082	11,293	13,841
负债和股东权益总计	166,575	240,653	235,185	254,972	281,148	公允价值变动损失	(7,649)	(370)	0	0	0
						财务费用	156	585	1,040	1,314	1,435
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	9,413	4,634	(1,286)	(3,803)	(1,132)
每股收益	0.76	(3.81)	(1.89)	0.42	2.39	其它	(3,191)	8,146	0	0	-0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.48	经营活动现金流	8,475	(4,011)	(3,916)	10,103	27,494
每股净资产	15.80	20.32	17.21	17.62	18.90	资本开支	(13,735)	(8,897)	(10,232)	(11,766)	(13,531)
ROIC	-4%	-26%	-11%	4%	13%	其它投资现金流	(5,487)	(33,875)	(11,557)	(14,155)	(15,297)
ROE	5%	-19%	-11%	2%	13%	投资活动现金流	(21,232)	(58,492)	(22,476)	(26,610)	(29,516)
毛利率	30%	24%	21%	24%	26%	权益性融资	0	41,660	0	0	0
EBIT Margin	-3%	-14%	-5%	1%	5%	负债净变化	1,491	10,262	0	0	0
EBITDA Margin	2%	-10%	-1%	5%	8%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	18%	56%	31%	30%	24%	其它融资现金流	9,124	26,676	1,157	1,272	1,399
净利润增长率	110%	-600%	-50%	-122%	466%	融资活动现金流	17,418	78,598	9,719	12,393	1,399
资产负债率	41%	48%	55%	57%	58%	现金净变动	3,697	16,095	(16,673)	(4,113)	(623)
P/S	6.4	4.1	3.1	2.4	1.9	货币资金的期初余额	13,396	17,094	32,513	15,841	11,728
P/E	155.7	(31.1)	(62.6)	280.4	49.6	货币资金的期末余额	17,094	32,513	15,841	11,728	11,105
P/B	7.5	5.8	6.9	6.7	6.3	企业自由现金流	(1,949)	(22,280)	(14,743)	(1,935)	13,793
EV/EBITDA	427.7	(47.1)	(267.3)	62.6	28.9	权益自由现金流	8,533	14,073	(14,626)	(1,781)	13,973

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032