

基本面触底回升，头部机构 减持退出无碍长期发展

美团-W (3690. HK)

维持
买入
孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

18811432273

SAC 执证编号: S1440519080005

SFC 中央编号: BOS358

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

15000106325

SAC 执证编号: S1440521100004

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

18627096223

SAC 执证编号: S1440520110001

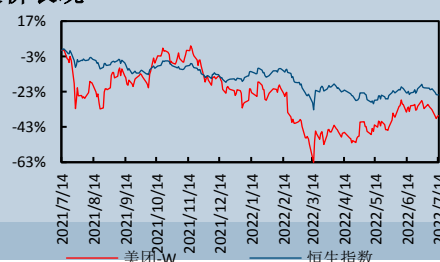
发布日期: 2022年07月15日

当前股价: 182.5 港元

目标价格6个月: 247.16 港元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-3.03/-1.53	18.43/21.35	-38.14/-12.34
12月最高/最低价(港元)			298.0/103.5
总股本(万股)			618,469.19
流通H股(万股)			550,644.21
总市值(亿港元)			11,287.06
流通市值(亿港元)			10,049.26
近3月日均成交量(万股)			3,437.08
主要股东			
			Huai River Investment Limited 10.16%

股价表现


我们中长期战略看多美团主要基于以下三方面原因: (1) 外卖、到店酒旅基本盘竞争格局稳固, 2022年抖音到店酒旅异军突起, 但碍于内容平台定位, 对美团到店酒旅的影响或较为有限。

(2) 增长曲线之惑困扰着所有头部互联网公司, 美团优选是头部互联网公司中为数不多的有较大概率跑通的新业务, 这部分估值在股价上有望随着优选盈利时间表的到来逐步予以体现。(3) 作为供给和履约在线下的互联网商业模式, 本地生活业务对促进就业有较为积极的意义, 在宏观经济面临较大压力的当下, 预计以美团为代表的本地生活互联网公司所面临的政策风险敞口较小, 尤其是相交短视频等供给和履约在线上的互联网模式而言。

外卖: 淡化短期疫情波动, 长期经营目标有望实现。3月以来受疫情防控趋严影响外卖单量增速显著下行, 4月全国单量同比显著下滑, 5月中旬后有所好转, 4-5月单量与去年同期基本持平, 6月边际改善但受去年同期高基数影响同比也基本持平。疫情影响下小商户歇业, 大商户及KA商户维持运营推升AOV水平, 同时上海、北京补贴投放显著下降, 带动二季度外卖收入增速显著高于单量增速, 同时外卖业务利润率维持稳健。**我们认为2025年每单利润1元, 每天1亿单(85%-90%外卖, 10%-15%闪送)的外卖长期经营目标仍有望实现。**UE层面, AOV仍有望缓慢提升, 至少保持接近2%的类通胀增速, 广告的货币化率水平仍有提升空间, 补贴率仍有望下降, 1P模式下骑手成本和骑手收入间的gap仍有望收窄, 外卖UE有长期向上的驱动。单量层面, 除非未来三年每年都遇到类似2020/2022年如此严重的疫情, 否则单量增速仍有望恢复到20%以上的增长中枢, 潜在的驱动在于人群和场景的扩张: 人群方面, 外卖人群有望向更广泛的年龄段用户扩张, 有望继续向低线城市人群扩张; 场景方面, 美团外卖从原先的正餐逐步向早餐、下午茶、夜宵以及其他非餐场景扩张。**竞争格局方面, 外卖市场竞争格局稳固。**外卖履约体系的建立需要一个过程, 京东试图以达达为抓手切入外卖赛道并且成功分一杯羹目前看也十分困难。

图表1： 美团外卖 UE 模型（元）

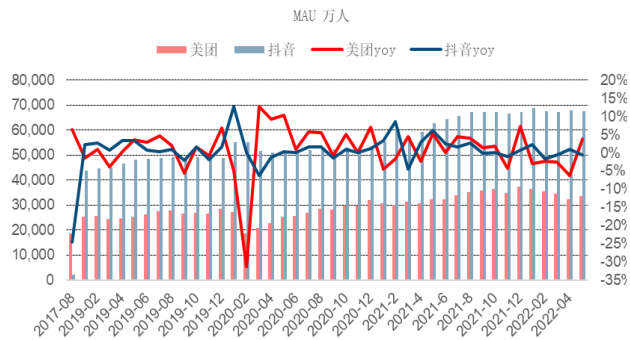
整体 UE 模型	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
AOV	44.2	45.0	48.2	48.9	49.6	50.3	51.1	51.9
单量（百万）	6393	8722	10147	14368	17069	22403	26536	30065
take rate（未考虑收入冲抵）	13.49%	13.97%	13.56%	13.72%	13.30%	14.00%	14.50%	14.60%
配送+佣金收入	5.59	5.69	5.68	5.76	5.51	6.01	6.36	6.48
在线营销服务收入	0.37	0.59	0.75	0.80	0.94	0.89	0.90	0.95
其他收入	0.01	0.01	0.11	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
单均收入	5.97	6.29	6.53	6.70	6.60	7.05	7.41	7.57
1P 收入冲抵（1P 和 3P 摊薄）	(0.58)	(0.59)	(0.50)	(0.33)	(0.27)	(0.27)	(0.26)	(0.26)
单均实际收入	5.39	5.69	6.04	6.37	6.33	6.78	7.14	7.31
单均骑手成本（1P 和 3P 摊薄）	(4.77)	(4.71)	(4.80)	(4.75)	(4.84)	(4.89)	(4.86)	(4.84)
% AOV	10.8%	10.5%	10.0%	9.7%	9.8%	9.7%	9.5%	9.3%
其他成本	(0.37)	(0.41)	(0.33)	(0.28)	(0.20)	(0.20)	(0.20)	(0.20)
% AOV	0.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
毛收入	0.25	0.58	0.91	1.35	1.28	1.69	2.08	2.27
交易用户激励	(0.59)	(0.41)	(0.48)	(0.52)	(0.42)	(0.44)	(0.46)	(0.44)
% AOV	1.3%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
1P+3P 补贴率	2.6%	2.2%	2.0%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
社保及算法取中				(0.30)	(0.30)	(0.40)	(0.50)	(0.50)
其他费用	(0.09)	(0.01)	(0.15)	(0.10)	(0.15)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
% AOV	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
经营利润	(0.43)	0.16	0.28	0.43	0.41	0.60	0.87	1.08

资料来源: Wind, 中信建投

到店酒旅：无惧抖音竞争，中长期增长中枢有望维持。到店酒旅受疫情影响大于外卖，到餐业务一线城市收入占比 40% 以上，到综业务一线城市收入占比更高，酒店业务 GTV 受疫情影响大于到店业务。预计二季度美团到店酒旅收入同比降低 22%-23%，但仍好于此前市场预期的降 25%-30%。目前市场对美团到店酒旅的担忧主要在于抖音的潜在威胁，抖音 2022 年到店酒旅 GMV 目标为 500 亿，上半年实现 220 亿，预估全年超额完成目标的概率较大。2022 年美团到店酒旅 GMV 预计达到 3000 亿体量，**抖音的异军突起难免引发投资者担忧，但我们认为，抖音做到店酒旅仍面临很多问题。**抖音目前的打法主要是通过流量扶持+超低价团购获客，但流量有机会成本，抖音流量总规模很大但实际分配给到店酒旅的只有 1-2%，内容平台定位下抖音广告加载率天花板较低且目前 adload 水平已较高，预估未来增速必将受限于流量和加载率困境。同时超低价团购不可持续，疫情期间商家有赔本赚吆喝的诉求，但疫情后没有。同时抖音的基因和本地生活业务不匹配，抖音缺乏正规线下 BD 团队，团购产品大部分是第三方而非自营，缺乏对商户掌控力；缺乏类似大众点评和口碑这种权威评价体系，可能反向引流，因此抖音对美团到店酒旅业务的影响或较为有限。**中长期看，我们认为美团到店酒旅仍有望维持 20%-25% 的复合增速。**从结构上看，美团到店和酒旅的收入占比大概七比三，到店里面到餐和到综的收入占比大概四比六，从现在的趋势看，未来到综收入应该能占到美团到店酒旅的一半以上。到综板块潜力巨大，未来驱动可能有两个方向，第一是新赛道的出现，随着中国经济的发展，人民生活水平的提升，对非餐到店的需求持续增长，到综赛道众多，有不同的生命周期，在未来某个阶段，可能过去某一个比较火的子赛道萎缩，但还

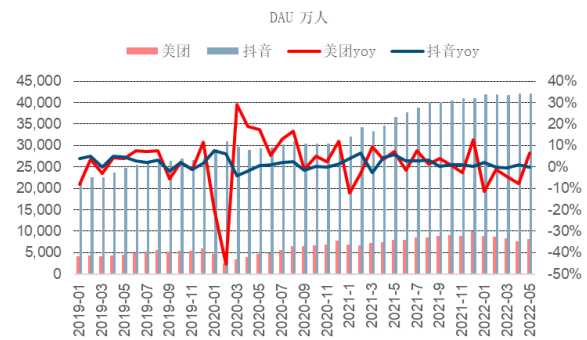
会有新的子赛道顶上，美团凭借自身的市场地位，有比较大的可能会抓住新的机会，形成马太效应。第二点在于到综市场下沉空间依然十分广阔，从城市级别看，低线城市的到店业务以到餐为主，到综主要集中在一二线城市，因为到综相比到餐更偏可选消费，未来随着低线城市居民收入水平的提升，对可选服务的需求也会提升。所以我们认为美团到店酒旅中长期的增速不会回落到一个非常低的水平，维持 20%-25% 的年复合增长目标。

图表2：美团 抖音 MAU 比较



资料来源：Questmobile，中信建投

图表3：美团 抖音 DAU 比较



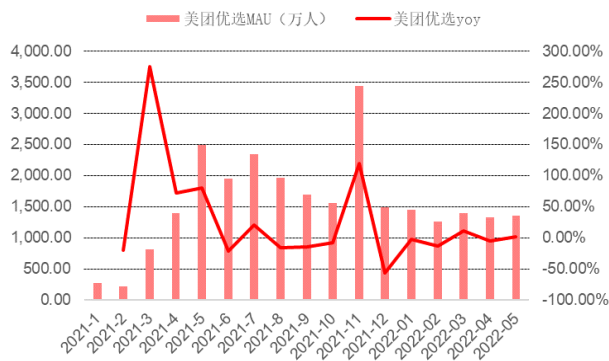
资料来源：Questmobile，中信建投

零售业务追求高质量增长，新业务投入将考虑主业经营状况。 预计新业务收入 2022Q2 同比增速约为 36%-38%，零售业务转向追求高质量增长，疫情使得网约车、骑行等出行业务受到影响，收入增速较前两个季度有所下降。新业务的整体亏损情况有望进一步收窄到 80 亿，为了达到 2022 年整体 EBITDA 打平的目标，会根据外卖、到店酒旅收入情况调整新业务的投入力度。美团新零售的布局主要分三个方向：低线城市以社区团购业务美团优选为抓手，高线城市分为 1P 模式下的美团买菜和 3P 模式下的美团闪购，在互联网监管大趋势下，社区电商赛道的各个业态都从原先强补贴追求收入体量的高增长，转为加速利润端扭亏。

社区团购竞争格局日趋明朗，关注 UE 改善。 2021 年以来社区团购在政策监管、夏季冷链建设不足等多方面因素影响下，行业增长低于预期，但竞争格局逐步清晰，互联网巨头的入场带动市场出清加速，美团优选和多多买菜稳居第一梯队。2022 年二季度以来，美团优选战略收缩，西北四省和北京先后撤出，对日单量影响约 100-200 万单。优选在西北地区订单密度较低，供应链和人力成本较高，SKU 中生鲜占比较高，客单价较低，亏损率较高，发展潜力有限，因此在西北地区优选战略收缩，聚焦陕西西安附近地区主打精细化运营。北京等一线城市中美团买菜用户覆盖较广，社区团购的基本盘在中低线城市，前置仓的基本盘在高线城市，所以优选在北京战略撤出有利于减少内部竞争。2022 年 UE 改善是美团和多多比拼的重点，美团将集中精力发展优势区域和优势业务，调整 SKU 结构、优化选品以提升 ROI，优选长期价值仍具潜力。

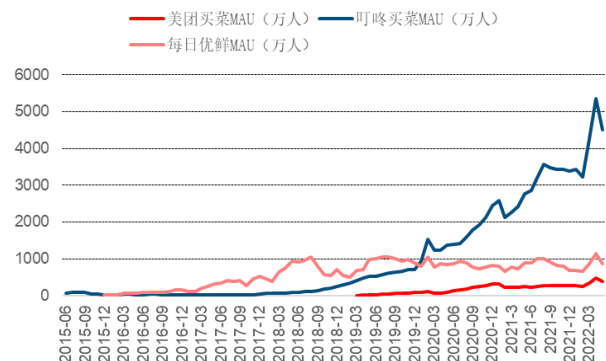
美团买菜疫情期间表现出众，美团闪购“万物到家”心智更加稳固。 美团买菜作为前置仓的主力玩家之一，有望配合社区团购实现错位竞争，美团买菜在疫情期间对于保供工作贡献显著，上线社区急单、抽调团队支援上海，全力保障疫情区域的订单履约。根据 22Q1 数据，疫情期间的囤货需求使得买菜 ATU 同比增长超过 45%，单量同比增长超过 85%，GTV 同比增长超过 110%，订单密度和配送效率均有显著提升，亏损也在明显改善。另一方面，疫情加速了用户“万物到家”心智的渗透，美团闪购与饿了么、京东到家三足鼎立，目前保持良好增长，单量和 GTV 在 22Q1 同比增长 70% 和 80%，日均单量超过 390 万单，长期发展潜力和盈利潜力值得看好。

图表4： 美团优选 MAU（万人）



资料来源: Questmobile, 中信建投

图表5： 三家前置仓平台 MAU 比较（万人）



资料来源: Questmobile, 中信建投

头部机构红杉中国减持美团属一级市场基金正常的基金周期操作，是基于退出考量。港交所7月14日权益披露资料显示，红杉中国减持约2107万股美团股票，价值约39亿港元，系基金正常退出，持股比例由3.19%下降到2.81%。红杉中国在持股美团长达10余年后进入退出期，于近两年开始减少持股比例，均系旗下基金正常退出。历史上红杉中国的多次减持有两种方式，一种是非交易过户，即由基金向LP（有限合伙人）采取分配股票的方式将收益给到投资人，实际上并未主动出售美团股票；另一种方式是美元基金或人民币基金到期以后，LP有退出需求，因此需要基金管理人陆续出售股票。可见红杉减持的原因并非对美团前景看空，而是由于项目到达退出期才予以减持，此系私募股权投资行业的通行做法。关于项目到达退出期，不同投资主题的创业投资基金一般设有结束期限，如需要在8年后至12年后退出。回顾红杉中国对美团的投资历程：红杉在2006年投资大众点评，2010年投资美团，均是第一个机构投资者，后美团和大众点评合并。如果以2006年计算，红杉已经持股长达16年，远超普通基金的存续时间，这也说明基金管理人和LP对美团的基本面长期看好，并不急于退出套现。

盈利预测和估值：我们预计美团FY22-23收入分别为2189亿元、2971亿元，增速分别为22%、36%，经调整利润分别为-109.9亿元、49.88亿元。按照分部估值法，外卖业务、到店酒旅业务、新业务分别给予117.86港元、81.65港元、47.66估值，目标价247.16港元，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情反复，复工复产不及预期，宏观经济及消费复苏不及预期，抖音对到店酒旅竞争格局的潜在冲击，互联网政策风险，新业务减亏低预期。

图表6：美团盈利预测

资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E
总流动资产	88,306	147,829	141,546	162,959	营业收入	114,795	179,128	218,939	297,101
总非流动资产	78,269	92,825	95,619	112,243	营业成本	-80,744	-136,654	-164,048	-207,084
总资产	166,575	240,653	237,165	275,201	毛利润	34,050	42,474	54,891	90,017
总流动负债	51,148	68,593	91,149	111,490	销售费用	-20,883	-40,683	-41,598	-47,536
总非流动负债	17,793	46,504	55,826	70,471	研发费用	-10,893	-16,676	-19,704	-25,254
总负债	68,941	115,097	146,975	181,961	管理费用	-5,594	-8,613	-10,598	-14,333
普通股股本	0.4	0.4	0.4	0.4	投资损益（公允价值计价）	4,956	816	0	0
储备	108,052	137,513	99,692	103,076	经营资产减值	-468	-260	0	0
其他综合性收益	-10,359	-11,900	-9,454	-9,788	其他经营净收益	3,161	-186	-227	138
归属母公司股东权益	97,693	125,613	90,238	93,289	EBIT	4,330	-23,127	-17,237	3,032
少数股东权益	-59	-57	-48	-49	财务收入	214	546	312	392
股东权益合计	97,634	125,557	90,190	93,240	财务费用	-370	-1,131	-969	-1,317
总权益及负债	166,575	240,653	237,165	275,201	投资损益（权益法计价）	264	146	205	175
					EBT	4,438	-23,566	-17,689	2,282
					所得税	270	30	0	-415
现金流量表					净利润(含少数股东权益)	4,708	-23,536	-17,689	1,866
经营活动所得现金净额	8475	-4011	-2704	19192	净利润(不含少数股东权益)	4,708	-23,538	-17,698	1,867
投资活动所得现金净额	-21,232	-58,492	7,838	-21,884	少数股东损益	-1	2	8	-0
融资活动所得现金净额	17,418	78,598	1,349	2,325	净利润(Non-GAAP)	3,121	-15,572	-10,990	4,988
现金及现金等价物增加/减少净额	4,661	16,095	6,483	-367	关键比率				
年初的现金及现金等价物	13,396	17,094	32,513	38,997	营业收入 YOY	18%	56%	22%	36%
汇率变动	-964	-675	0	0	净利润 YOY	-32.99%	-598.99%	29.42%	145.39%
年末的现金及现金等价物	17,094	32,513	38,997	38,629	净利率	2.72%	-8.69%	-5.02%	1.68%

资料来源: Bloomberg, 中信建投

分析师介绍

孙晓磊：海外研究首席分析师，北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 6 年复合从业经历，专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。2019 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2020 年、2021 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名。

崔世峰：海外研究联席首席分析师，南京大学硕士，5 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网龙头公司研究，所在卖方团队获得 2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名。

于伯韬：FRM，香港大学金融学硕士，武汉大学经济学学士，4 年港股策略及行业从业经历，2021、2020 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名成员，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名成员，2019 年新浪金麒麟策略研究第六名成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk