

美团 (3690 HK, 买入, 目标价: HK\$180.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$180.00 当前股价: HK\$103.00

股价上行/下行空间 +75%

52 周最高/最低价 (HK\$) 195.60/100.70

市值 (US\$mn) 84,209

当前发行数量(百万股) 6,375

三个月平均日交易额 (US\$mn) 348

流通盘占比 (%) 57

主要股东 (%)

腾讯控股 18

红杉资本 7

Qihui Holdings Ltd. 3

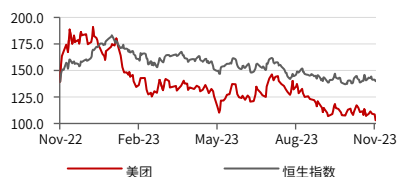
按 2023 年 11 月 28 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	180.00	225.00	-20%
2023E EPS (RMB)	3.36	3.09	9%
2024E EPS (RMB)	4.24	6.24	-32%
2025E EPS (RMB)	6.47	8.04	-20%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测(差幅%)

	2023E	2024E
营收 (RMBmn)	277,368 (-1%)	339,394 (-3%)
EPS (RMB)	3.47 (-3%)	5.23 (-19%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

3Q23 回顾: 市场份额争夺战进行中, 利润率表现受压

- 宏观环境及补贴压力令餐饮外卖业务前景承压。
- 在竞争再度升级的大背景下, 到店酒旅业务将优先守住市场份额而非盈利能力。
- 维持“买入”评级, 将 SOTP 目标价从 225.00 港元下调至 180.00 港元。

此港股通报告之英文版本于 2023 年 11 月 29 日上午 7 时 39 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰(证券分析师登记编号: S1680519040001)审核。如您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

餐饮外卖业务: 根据我们的测算, 3Q23 板块营收同比增长 19%, 略低于 20% 的订单量增速, 订单量两年期复合年增长率 (CAGR) 环比增至 17%。营收的同比增长再次由订单频次增加以及广告收入增长所推动, 部分被中小餐厅 AOV (平均订单价值) 较低的订单占比提高、团购版外卖产品“拼好饭”的用户补贴加大以及不再享受去年下半年的免征增值税政策而抵消。考虑到广告收入的强势增长远远抵消了补贴力度加大的影响, 我们测算 3Q23 餐饮外卖业务 UE (单位经济效益) 同比改善, 但补贴加大仍导致板块 UE 环比下降。展望未来, 管理层预计 4Q23 餐饮外卖订单量的两年期 CAGR 将与今年前三季度水平 (16%) 持平。基于上述因素, 我们预测收入增速将继续低于外卖单量增速。不过, 考虑到对用户/产品的加大投入以及其市场领军地位, 美团测算其目前在内地餐饮外卖市场的占有率高于疫情前水平, 且希望长期维持高市占率。我们现测算 4Q23 餐饮外卖订单量/营收同比增长 24%/18%, 预计 2024 年增速均为 16%。我们预计 4Q23 餐饮外卖业务 UE 同环比均将下降, 主要原因在于 AOV 下降、补贴加大以及不再享受免征增值税政策, 不过部分影响将被配送效率提升及广告收入增加而抵消。我们预计餐饮外卖业务 UE 将于 2024 年趋于稳定。

到店、酒店及旅游业务: 我们测算 3Q23 板块 GTV (总交易额) / 营收分别同比高增 93%/34%, 经营利润率环比大幅下降至 31%。管理层表示, 经营利润率环比下降的主要原因在于公司采取的多项反竞争措施, 其中包括: 1) 加大商家返利和用户补贴; 2) 提高直播和特价团购 (均提供大幅折扣) 在总交易额中的占比; 3) 增加供应长尾的观光门票。值得一提的是, 八月 GTV 创下单月新高, 且 3Q23 活跃商家数同比增长逾 50%。考虑到美团仍将积极巩固市场地位 (通过加大用户补贴及进一步通过 1P 模式 (对比 3P 商家自行配送模式) 提升商家渗透率来实现) 视为首要任务, 我们将 4Q23/2024 年到店酒旅板块经营利润率预测下调至 28%/33%, 或占 GTV 的 1.6%/2.1%。我们将 4Q23 板块 GTV 同比增速预期上调至 150%, 同时将 2024 年的增速预期维持在 30% 不变。

其他业务: 我们将 4Q23 闪购业务订单量/营收的同比增速预测各下调至 20%, 主要原因是高基数以及用户获取/品牌建设带来的 4.03 亿元经营亏损。我们将 4Q23 新业务营收同比增速预测下调至 9%, 主要考虑到网约车/快驴业务的战略调整, 以及疫情管控导致美团优选和美团买菜业务存在高基数。我们预测 4Q23 板块经营亏损为 50 亿元 (环比持平, 同比收窄), 预计 2024 年经营亏损为 173 亿元 (对比 2023 年为 204 亿元)。

维持“买入”评级, 下调 SOTP 目标价至 180.00 港元 (图表 4)。我们预计 4Q23 集团营收将同比增长 21%, 调整后经营利润率为 3.2% (未分配项目前)。我们预计 4Q23 核心本地商业营收同比增长 25%, 经营利润率为 13.6% (同环比下降 300/390 个基点)。

风险提示: 竞争、宏观环境、监管。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	179,128	219,955	275,541	328,164	389,121
息税前利润 (RMBmn)	(23,127)	(5,820)	11,689	18,781	33,555
归母净利润 (RMBmn)	(15,572)	2,827	21,398	27,893	44,016
每股收益 (RMB)	(2.58)	0.46	3.36	4.24	6.47
市盈率 (x)	N/A	379.4	30.6	24.3	15.9

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润与每股收益按照非 IFRS 准则计算。

业绩梳理

图表 1: 美团实际业绩 vs 华兴证券 (美国) 预测

百万元 (EPS除外)	3Q22A	3Q23A	3Q23E	差异	Y/Y
核心本地商业板块					
即时配送交易 (百万笔)	5,025	6,179	6,101	1%	23%
同比增速	16%	23%	49%		
核心本地商业收入 (百万元)	46,328	57,691	56,663	2%	25%
餐饮外卖	33,536	39,743	39,347	1%	19%
到店	9,842	13,228	13,099	1%	34%
闪购	2,950	4,720	4,217	12%	60%
核心本地商业经营利润 (百万元)	9,321	10,096	9,768	3%	8%
经营利润率 (%)	20%	17.5%	17.2%	26bps	-262bps
新业务板块					
收入 (百万元)	16,291	18,776	19,224	-2%	15%
新业务经营利润 (百万元)	(6,771)	(5,112)	(5,185)	1%	25%
经营利润率 (%)	-42%	-27%	-27%	-26bps	1434bps
公司合计					
收入	62,619	76,467	75,887	1%	22%
毛利润	18,505	26,982	24,609	10%	46%
毛利率 (%)	29.6%	35.3%	32.4%	286bps	573bps
销售及营销费用	10,886	16,905	14,267	18%	55%
占总收入比重 (%)	17%	22%	19%	331bps	472bps
研发费用	5,414	5,321	6,450	-18%	-2%
占总收入比重 (%)	9%	7%	9%	-154bps	-169bps
一般及管理费用	2,505	2,538	3,035	-16%	1%
占总收入比重 (%)	4%	3%	4%	-68bps	-68bps
调整后EBIT	988	3,359	3,583	-6%	240%
调整后EBIT利润率 (%)	2%	4%	5%	-33bps	281bps
核心本地商业经营利润 (百万元)	9,321	10,096	9,768	3%	8%
新业务经营利润 (百万元)	(6,771)	(5,112)	(5,185)	1%	25%
调整后EBITDA	4,802	6,189	6,556	-6%	29%
调整后EBITDA利润率 (%)	8%	8%	9%	-55bps	43bps
调整后净收入/ 净亏损	3,527	5,727	4,484	28%	62%
调整后净利润率 (%)	24%	21%	18%	203bps	-329bps
调整后每股收益	0.56	0.90	0.71	26%	59%

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (美国) 预测

图表 2：美团—预测调整

百万元 (EPS除外)	4Q23E		
	调整前	调整后	变动
收入	73,087	72,492	-1%
同比增速	22%	21%	
核心本地商业	53,099	54,337	2%
新业务	19,988	18,155	-9%
调整后EBIT	2,110	2,331	10%
核心本地商业	8,429	7,392	-12%
新业务	(6,319)	(5,060)	20%
调整后EBIT利润率 (%)	2.9%	3.2%	33bps
核心本地商业	16%	14%	-227bps
新业务	-32%	-28%	374bps
调整后EBITDA	4,122	2,082	-49%
调整后EBITDA利润率 (%)	5.6%	2.9%	-277bps
调整后净收入/净亏损	1,986	2,519	27%
调整后净收益率 (%)	2.7%	3.5%	76bps
调整后稀释每股收益	0.31	0.40	27%

百万元 (EPS除外)	2023E			2024E			2025E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	275,556	275,541	0%	333,225	328,164	-2%	400,710	389,121	-3%
同比增速	25%	25%		21%	19%		20%	19%	
核心本地商业	203,848	206,113	1%	245,741	244,850	0%	295,730	289,144	-2%
新业务	71,708	69,428	-3%	87,484	83,314	-5%	104,981	99,976	-5%
调整后EBIT	20,829	17,677	-15%	34,256	27,298	-20%	45,294	41,749	-8%
核心本地商业	38,780	38,070	-2%	47,596	44,633	-6%	58,687	54,524	-7%
新业务	(17,951)	(20,394)	-14%	(13,340)	(17,335)	-30%	(13,394)	(12,775)	5%
调整后EBIT利润率 (%)	7.6%	6.4%	-114bps	10.3%	8.3%	-196bps	11.3%	10.7%	-57bps
核心本地商业	19%	18%	-55bps	19%	18%	-114bps	20%	19%	-99bps
新业务	-25%	-29%	-434bps	-15%	-21%	-556bps	-13%	-13%	-2bps
调整后EBITDA	24,623	22,216	-10%	42,739	26,865	-37%	54,453	42,999	-21%
调整后EBITDA利润率 (%)	8.9%	8.1%	-87bps	12.8%	8.2%	-464bps	13.6%	11.1%	-254bps
调整后净收入/净亏损	19,622	21,398	9%	40,851	27,893	-32%	54,254	44,016	-19%
调整后净收益率 (%)	7.1%	7.8%	64bps	12.3%	8.5%	-376bps	13.5%	11.3%	-223bps
调整后稀释每股收益	3.09	3.36	9%	6.24	4.24	-32%	8.04	6.47	-20%

资料来源：华兴证券（美国）预测

尽管我们维持对 2023 年总收入同比增长 25% 的预测，但因消费需求减弱、外卖业务同比高基数、以及对到店酒旅商户/用户的补贴加大，我们将 4Q23/2024 年的总收入预测下调 21%/19%，由此 4Q23/2023 年/2024 年调整后 EBITDA 利润率调低至 2.9%/ 8.1%/ 8.2%。在以上预测修正以及对部分损益表中的下行项目进行调整之后，我们的调整后稀释每股收益对应变化+27%/ +9%/ -32%。

估值

我们维持“买入”评级，并将 SOTP 目标价从 225.00 港元下调至 180.00 港元，主要是考虑了宏观经济承压和竞争加大，我们对核心业务（外卖和到店酒旅）板块的估值分别进行了下调。考虑到新业务对公司的收入贡献呈现波动，我们仅保留其中的社区电商和闪购业务，因为我们认为其余业务板块更能代表我们对美团前景的估值。详情如下：

- 外卖业务方面，我们采用 15 倍的 2024 年 P/E（之前为 25 倍的 2023 年 P/E），得到估值为 560 亿美元（之前为 810 亿美元）。以上倍数相对于美团的全球外卖同业公司均值（28 倍 2024 年 P/E，仅涵盖 DoorDash 和达美乐披萨）存在约 45% 的折价，主要是因为美团的 TAM（可触达市场）更小且配送业务更为成熟（图表 5）。
- 到店、酒店及旅游方面，我们采用 15 倍的 2024 年 P/E（之前为 20 倍的 2023 年 P/E），得到估值为 400 亿美元（之前为 440 亿美元）。以上估值倍数相较美团的全球旅游业同行均值（18 倍的 2024 年 P/E）存在约 15% 的折价，原因是其 TAM 较小（图表 5）。
- 社区电商和同城零售业务方面，我们采用 0.8 倍的 2024 年 P/GMV（之前为 1.0 倍的 2023 年 P/GMV），得到估值为 490 亿美元（之前为 470 亿美元）。以上倍数与美团相关同业 0.8 倍的估值均值保持一致（图表 3）。

图表 3：美团社区电商可比公司 P/GMV 估值倍数

公司名称	股票代码	P/GMV (2024E)	2024年GMV同比增速
阿里巴巴	BABA-US	0.2x	9%
拼多多	PDD-US	0.3x	21%
发发奇	FTCH-US	0.2x	26%
亚马逊	AMZN-US	2.7x	6%
DoorDash	DASH-US	0.5x	16%
Etsy.com	ETSY-US	0.7x	4%
Ebay.com	EBAY-US	0.3x	0%
美客多	MELI-US	1.6x	14%
均值		0.8x	12%
美团社区电商		0.8x	23%

注：数据截至 2023 年 11 月 28 日。阿里巴巴、拼多多、发发奇和亚马逊的 GMV 为华兴证券（美国）预测，其他为 FactSet 一致预测。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

图表 4: 美团—SOTP 估值 (基于 2024 年预测)

基于2024年预测数据的SOTP估值	
公司合计 (十亿港元)	HKD 1,148
目标价 (港元)	HKD 180
餐饮外卖	
包含股权激励的经营收入 (十亿元人民币)	26.1
目标P/E倍数	15x
餐饮外卖业务估值 (十亿美元)	56
到店、酒店及旅游	
剔除股权激励的经营收入 (十亿元人民币)	18.8
目标P/E倍数	15x
到店、酒店业务估值 (十亿美元)	40
社区电商及同城零售	
社区及闪购GMV总额 (十亿元人民币)	415
目标 P/GMV倍数	0.8x
美团买菜估值 (十亿美元)	49
流通股数量 (百万股)	6,375
美元兑人民币汇率	7.15
美元兑港元汇率	7.80
港元兑人民币汇率	0.92

注: 汇率采用 2023 年 11 月 27 日数据。

资料来源: FactSet, 华兴证券 (美国) 预测

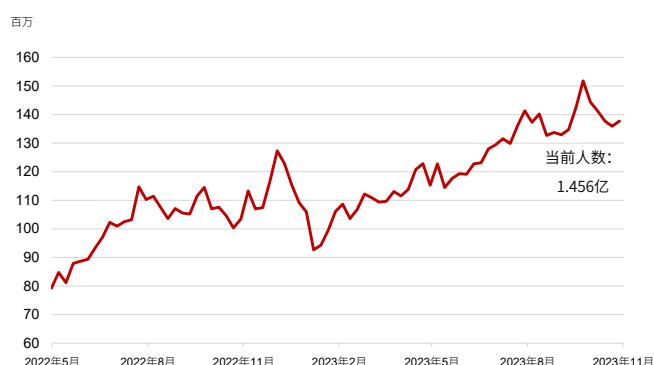
图表 5：美国—可比公司估值

采用当地货币（百万），特殊情况见标注

股票代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	EV/Sales		销售额增长率		P/E		调整后净利润率		PEG	
				2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
3690-HK	美团	103.00	81,322	1.9x	1.6x	25%	19%	27.2x	20.9x	7.8%	8.5%	0.0x	0.7x
餐饮外卖行业可比公司													
UBER-US	优步	56.06	110,714	3.2x	2.7x	16%	15%	38.1x	30.0x	7.8%	8.6%	NA	1.1x
DASH-US	DoorDash (A类股)	93.95	34,894	3.7x	3.2x	30%	18%	49.5x	30.8x	8.2%	11.2%	NA	0.5x
DPZ-US	达美乐比萨	387.07	13,971	4.2x	3.9x	-1%	7%	27.0x	25.4x	11.5%	11.5%	1.7x	3.9x
均值				3.7x	3.3x	15%	13%	38.2x	28.7x	9.2%	10.5%	1.7x	1.8x
旅游行业可比公司													
BKNG-US	缤客	3,130.80	125,395	5.9x	5.4x	24%	11%	22.9x	20.7x	25.7%	25.7%	0.6x	2.0x
TCOM-US	携程	35.52	23,340	3.9x	3.1x	107%	23%	19.6x	15.7x	19.4%	19.6%	0.0x	0.6x
ABNB-US	爱彼迎 (A类股)	129.00	87,720	8.2x	7.3x	17%	12%	13.0x	23.0x	68.4%	34.7%	0.1x	NA
EXPE-US	亿客行	135.90	21,982	1.8x	1.6x	10%	9%	15.4x	12.9x	11.1%	12.1%	0.5x	0.7x
均值				4.9x	4.4x	40%	14%	17.7x	18.1x	31.2%	23.0%	0.3x	1.1x
全球零售行业可比公司													
WMT-US	沃尔玛	156.77	428,609	0.7x	0.7x	5%	3%	24.3x	22.6x	2.7%	2.8%	9.7x	3.0x
COST-US	开氏客	594.90	264,404	1.1x	1.0x	7%	4%	40.5x	37.9x	2.7%	2.8%	3.7x	5.4x
LOW-US	劳氏	199.82	126,086	1.9x	1.9x	-11%	0%	16.5x	17.1x	8.8%	8.6%	NA	NA
TGT-US	塔吉特	131.33	61,029	0.7x	0.7x	-2%	0%	15.8x	14.6x	3.6%	3.9%	0.4x	1.8x
3382-JP	柒和伊控股	5,795.00	34,610	0.7x	0.6x	-3%	1%	16.1x	14.1x	2.8%	3.1%	1.2x	1.0x
SFM-US	Sprouts Farmers Markets	42.23	4,609	0.9x	0.8x	7%	6%	15.9x	16.4x	4.2%	3.9%	1.5x	NA
均值				1.0x	1.0x	1%	2%	21.5x	20.5x	4.1%	4.2%	3.3x	2.8x
零售平台类可比公司													
BABA-US	阿里巴巴	77.53	204,621	1.1x	1.0x	10%	9%	8.7x	8.1x	17.7%	17.4%	0.5x	1.2x
JD-US	京东	28.34	45,073	0.1x	0.1x	3%	8%	9.4x	8.3x	3.2%	3.3%	0.4x	0.7x
PDD-US	拼多多	117.72	169,555	4.3x	3.0x	82%	42%	19.8x	17.0x	25.7%	21.2%	0.4x	1.0x
AMZN-US	亚马逊	147.73	1,505,221	2.8x	2.5x	11%	11%	29.3x	24.9x	9.0%	9.5%	0.4x	1.4x
EBAY-US	eBay Inc.	41.35	23,073	2.5x	2.4x	3%	2%	10.2x	9.9x	22.5%	22.6%	NA	3.8x
ETSY-US	Etsy, Inc.	73.95	9,375	3.9x	3.7x	6%	6%	14.1x	14.5x	24.4%	22.3%	0.9x	NA
均值				2.5x	2.1x	19%	13%	15.2x	13.8x	17.1%	16.0%	0.5x	1.6x
ERP/CRM/网页开发/支付行业可比公司													
SAP-DE	SAP SE	141.60	182,702	5.5x	5.0x	1%	9%	26.9x	23.2x	19.9%	21.2%	0.8x	1.4x
WIX-US	Wix.com Ltd.	98.01	5,684	3.7x	3.3x	12%	12%	22.2x	19.7x	16.4%	16.5%	NA	1.6x
GDDY-US	GoDaddy, Inc. (A类股)	96.69	15,611	4.4x	4.1x	4%	7%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
SHOP-US	Shopify, Inc. (A类股)	73.79	93,438	12.9x	10.8x	25%	19%	105.3x	65.1x	12.7%	17.3%	0.1x	1.1x
SQ-US	Square, Inc. (A类股)	60.31	34,916	1.5x	1.4x	24%	13%	29.0x	18.2x	5.5%	7.8%	0.3x	0.3x
PYPL-US	PayPal Holdings Inc	56.39	65,300	2.2x	2.1x	8%	8%	11.8x	11.0x	18.6%	18.6%	0.8x	1.4x
均值				5.0x	4.4x	12%	11%	39.0x	27.4x	14.6%	16.3%	0.5x	1.1x

注：美团收盘价采用 2023 年 11 月 28 日数据，其余公司采用 11 月 27 日数据。美团、携程、京东、阿里巴巴、拼多多和亚马逊为华兴证券（美国）预测，其他公司来自 FactSet 一致预测。阿里巴巴财年截至 3 月 31 日。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

图表 6: 美团日活用户数 (2022 年 5 月至今)


资料来源: QuestMobile

图表 7: 大众点评日活用户数 (2022 年 5 月至今)


资料来源: QuestMobile

风险提示

- 同业竞争加剧可能影响市场份额和利润率:** 到店、酒店及旅游业务一直为美团的主要盈利来源。随着短视频平台进入本地服务市场, 竞争加剧, 美团将采取一系列措施捍卫自己的市场份额, 包括降低商户费率和向用户提供优惠奖励, 这些举措可能会导致该子业务的盈利能力承压。与此同时, 美团最大的营收来自外卖业务。竞争可能迫使美团提供与同行相似甚至更高的补贴, 进而损害利润表现。如果美团不提供类似的补贴优惠, 则可能难以获得新商户入驻和新用户光临, 导致增速和营收不及预期。
- 宏观经济疲软:** 美团的部分业务, 比如到店、酒店及旅游属于可选消费品。消费者信心不足和通胀抬头可能会拖累这一业务的营收增长, 宏观经济复苏慢于预期也会打压美团的营收和经营利润率表现。
- 反垄断法趋严和劳动法加快推出可能会增加骑手成本, 使得利润不及预期。** 美团采用与配送公司签约的形式获得骑手, 而非直接聘用骑手。如果反垄断法规趋严, 或者行业监管机构加快推出针对骑手的福利要求, 平台之间为争夺骑手会加大竞争, 而骑手短缺可能会让美团无法维持现有的配送成本水平, 导致收入和利润率承压。
- 新业务投资拖累利润率:** 美团的新业务处于早期阶段, 需要资本投入, 尤其是社区团购业务美团优选。这些投资可能会让公司整体利润率承压, 拉低利润。

注: 我们在此感谢林静菲对撰写本报告做出的贡献。

附：财务报表

年结：12月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
餐饮外卖业务	116,464	142,100	164,836	191,209
到店、酒店及旅游业务	31,845	45,494	56,352	67,952
新业务及其他	71,646	87,947	106,976	129,959
营业收入	219,955	275,541	328,164	389,121
营业成本	(158,202)	(180,822)	(221,256)	(261,333)
毛利润	61,753	94,719	106,908	127,788
管理及销售费用	(70,257)	(87,029)	(92,957)	(99,064)
其中：研发支出	(20,740)	(21,430)	(23,573)	(25,459)
其中：市场营销支出	(39,745)	(56,390)	(59,069)	(62,259)
其中：管理支出	(9,772)	(9,209)	(10,314)	(11,345)
息税前利润	(5,820)	11,689	18,781	33,555
息税折旧及摊销前利润	3,438	19,622	27,348	42,805
利息收入	658	803	803	803
利息支出	(1,629)	(1,409)	(1,409)	(1,409)
税前利润	(6,756)	11,589	18,175	32,948
所得税	70	(99)	(1,162)	(1,834)
净利润	(6,685)	11,490	17,012	31,114
调整后息税前利润	466	11,688	18,298	33,749
调整后息税折旧及摊销前利润	9,725	22,216	26,865	42,999
调整后净利润	2,827	21,398	27,893	44,016
基本每股收益 (RMB)	(1.09)	1.81	2.64	4.77
稀释每股调整收益 (RMB)	0.46	3.36	4.24	6.47

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	143,145	(24,646)	(178,642)	(318,046)
货币资金	126,637	(41,868)	(196,023)	(335,638)
应收账款	2,053	2,571	3,063	3,631
存货	1,163	1,329	1,626	1,921
其他流动资产	13,292	13,321	12,692	12,040
非流动资产	101,336	101,106	103,023	105,441
固定资产	22,201	20,328	18,875	17,958
无形资产	30,643	30,093	29,543	28,993
商誉	0	1	1	1
其他	30,412	32,603	36,524	40,409
资产	244,481	76,460	(75,619)	(212,605)
流动负债	76,430	70,435	73,663	75,897
短期借款	17,562	17,562	17,562	17,562
预收账款	10,135	10,155	9,711	9,282
应付账款	46,467	42,718	46,390	49,052
长期借款	1,549	0	0	0
非流动负债	36,850	0	0	0
负债	115,675	71,281	74,509	76,743
股份	0	0	0	0
资本公积	311,221	311,221	311,221	311,221
未分配利润	(179,549)	(303,176)	(458,483)	(597,703)
归属于母公司所有者权益	128,806	5,179	(150,128)	(289,348)
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	244,481	76,460	(75,619)	(212,605)

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(美国)预测

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	(6,685)	11,490	17,012	31,114
折旧摊销	9,259	7,934	8,567	9,250
利息（收入）/支出	(157)	2,212	2,212	2,212
其他非现金科目	8,743	9,136	10,880	12,901
其他	1,313	109	1,162	1,834
营运资本变动	(813)	(11,880)	(1,141)	(2,854)
经营活动产生的现金流量	11,659	19,000	38,693	54,458
资本支出	(5,731)	(5,511)	(6,563)	(7,782)
收购及投资	(190,729)	(188,649)	(188,649)	(188,649)
处置固定资产及投资	181,610	48,863	1,990	1,990
其他	138	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(14,714)	(145,296)	(193,222)	(194,441)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	(6,859)	0	0	0
发行（回购）股份	(992)	(992)	(992)	(992)
其他	(2,139)	(2,620)	(2,620)	(2,620)
筹资活动产生的现金流量	(9,990)	(3,611)	(3,611)	(3,611)
现金及现金等价物净增加额	938	938	938	938
自由现金流	5,927	13,489	32,129	46,675

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
外卖日单量（百万笔）	44	53	61	71
外卖变现率（%）	15	15	15	15
总变现率（%）	15	13	13	13
调整后息税折旧摊销前利润率%	4	8	8	11

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	22.8	25.3	19.1	18.6
毛利润	45.4	53.4	12.9	19.5
息税折旧及摊销前利润	123.4	470.7	39.4	56.5
调整后息税折旧及摊销前利润	203.2	128.5	20.9	60.1
净利润	71.6	271.9	48.1	82.9
调整后净利润	118.2	656.8	30.4	57.8
稀释每股调整收益	72.1	266.2	46.3	80.7
调整后稀释每股调整收益	117.8	632.3	26.1	52.7
盈利率 (%)				
毛利率	28.1	34.4	32.6	32.8
息税折旧摊销前利润率	1.6	7.1	8.3	11.0
调整后息税折旧摊销前利润率	4.4	8.1	8.2	11.1
息税前利润率	(2.6)	4.2	5.7	8.6
调整后息税前利润率	0.2	4.2	5.6	8.7
净利率	(3.0)	4.2	5.2	8.0
调整后净利率	1.3	7.8	8.5	11.3
净资产收益率	(5.2)	221.9	(11.3)	(10.8)
总资产收益率	(2.7)	15.0	(22.5)	(14.6)
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.9	N/A	N/A	N/A
速动比率	1.9	N/A	N/A	N/A
估值比率 (x)				
市盈率	379.4	30.6	24.3	15.9
市净率	8.3	126.6	N/A	N/A
市销率	3.0	2.4	2.0	1.7

附录

分析师声明

本人季迪英（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：美团（3690 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888