

美团点评-W (03690.HK) 深度研究报告

推荐 (首次)

目标价: 68.99 港元

当前价: 62.7 港元

从老美团到新美团——运营逻辑与估值再探讨

- ❖ 2018 年下半年, 本地生活服务行业经历了阿里巴巴与美团的补贴大战, 在大战中的美团, 面临着盈利压力的美团, 其运营逻辑也在发生着悄悄的改变。美团传统的业务逻辑是: 通过高频的、低毛利的外卖, 为低频、高毛利的到店、酒店和旅游导流。以高频带低频, 实现整体业务的规模性增长。现在美团的商业逻辑变了, 不再把餐饮外卖当成一个纯粹的导流入口, 开始提高佣金、广告收入、商家服务等营收比重, 通过外卖的各个链条来获取更多的营收。
- ❖ 围绕着交易金额和变现率, “一个扩大, 一个提升”, 共同驱动 GTV 与营收强劲增长。围绕着交易金额和变现率, 美团的战术有两个方向, 一个是扩大, 一个是提高。扩大的是交易额, 增加交易场景, 提高的是变现率。从一个扩大来看, 美团一季度总交易金额增长 27.9% 达 1384 亿元, 其中餐饮外卖业务 GTV 756 亿, 同比增长 39%, 酒旅到店业务 GTV 464 亿, 同比增长 15% 新业务 GTV 164 亿, 同比增长 22%。美团 GTV 的持续增长主要来自于交易用户、交易频次以及交易单价的三个指标共同驱动, 同时来自于增加交易场景。
- ❖ 餐饮外卖核心战略逻辑从导流变更为营收, 行业竞争格局缓和, 外卖行业进入效率运营与成本控制比拼。外卖业务 Q1 收入 107 亿, 毛利率 14.4%, 同比增加一倍, 变现率 14.2%, 提升近 1 个点。美团不再把餐饮外卖当成一个纯粹的导流入口, 开始提高佣金、广告收入、商家服务等营收比重, 通过外卖的各个链条来获取更多的营收。我们预计 2019 年外卖 GMV 将达到 4000 亿, 对应收入 565 亿元, 净亏损进一步收窄。预计外卖盈利点将在 2020 年。
- ❖ 到店酒旅业务维持营收高增速, 同时强化广告体系。到店酒旅业务第一季度, 收入为 44.9 亿元, 同比增长 43.2%; 毛利为 39.7 亿元, 同比增长 44.0%。由于具有对商业重要的导流功能, 美团到店业务的广告价值非常高, 2017 年, 美团的广告收入是 47 亿元, 2018 年已经增加到 97 亿, 同比增长 106%, 2019 年 Q1 广告收入为 28.6 亿元保持 100% 以上的增速。我们预计 2019 年到店酒旅业务将继续从抽佣向广告模式转变, 实现净利润 147 亿。
- ❖ 新业务进入大规模调整期, 但短期内亏损料将持续。19 年以来美团对新业务进行了较大调整。截止 2019 年 3 月 31 日, 美团新业务主要包含三个领域: 美团闪购 (外卖非餐业务)、对商家的 RMS 服务、出行业务 (包括摩拜、美团打车)。2019 年美团将持续推进打车业务, 新开城市的巨额补贴料将使得美团新业务整体亏损持续。我们预计美团 19 年新业务仍将有 150 亿的净利亏损。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级: 我们预计公司 19 到 21 年的归母净利润分为: -71 亿/67 亿/310 亿。我们认为 2019 年外卖与新业务尚不能实现盈利, 合计给予零估值, 到店旅游业务可实现净利 117 亿, 酒旅业务可实现净利 30 亿, 参考同行业估值给予 30 倍, 对应估值分别为: 3510 亿和 900 亿, 合计人民币 4410 亿元, 按照 0.9 汇率计算, 对应 3969 亿港元, 目标价 68.99 港元, 考虑外卖业务成长性与业绩弹性, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- ❑ 风险提示: 餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损, 现金流管控不当, 成本上升。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	65,227	101,461	142,690	187,910
同比增速(%)	92.25%	55.55%	40.64%	31.69%
归母净利润(百万元)	-115,477	-7,162	6,757	31,084
同比增速(%)	-47%	-94%	-194%	360%
每股盈利(元)	-20.05	-1.24	1.17	5.40

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 19 年 6 月 20 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 耿琛

电话: 0755-82755859

邮箱: gengchen@hcyjs.com

执业编号: S0360517100004

证券分析师: 王薇娜

电话: 010-66500993

邮箱: wangweina@hcyjs.com

执业编号: S0360517040002

目 录

一、从老美团到新美团：经营逻辑在悄然改变.....	5
（一）经营逻辑的转变首先反映在经营利润率的大幅提升	6
（二）经营逻辑的两个核心：“一个扩大，一个提升”，共同驱动 GTV 与营收强劲增长.....	6
（三）经营逻辑转变的运营指标持续向好：用户规模与消费频次共同增长	7
二、新美团各项核心业务详解.....	8
（一）餐饮外卖：行业竞争格局缓和,外卖行业进入效率运营与成本控制比拼	8
1、2019 年 Q1 外卖市场份额两强格局趋稳，美团市占稳定在 63%左右	8
2、在规模化了的成熟外卖市场，决定外卖市占格局的关键性因素是什么？	9
3、从每单外卖模型来看，决定外卖盈利的关键性因素是什么？	10
4、餐饮外卖营收预测.....	11
（二）到店酒旅业务——美团的核心盈利业务，美团估值的核心	13
1、整体到店酒旅业务维持营收高增速	13
2、酒店业务：本地下沉打法，与携程形成错位竞争，未来增量来自于下沉市场	13
3、到店业务：到餐业务收入增速下滑，到综业务尤其是广告业务有望释放巨大潜力	16
（三）新业务进入大规模调整期，但短期内亏损料将持续	17
1、摩拜运营盈亏平衡，亏损主要在单车折旧	17
2、重开打车业务，对成本将有较大拖累	18
三、盈利预测与估值探讨.....	19
四、风险提示.....	22

图表目录

图表 1	美团 2018 年 6 月组织架构	5
图表 2	美团 2019 年 2 月组织架构	6
图表 3	美团 2018Q1-2019 Q1 收入（亿元）与增速	6
图表 4	美团 2017-2019Q1 净利润（Non-GAAP）亿元与净利率	6
图表 5	美团 2018Q1-2019 Q1 交易额与收入增幅	7
图表 6	美团 2017Q1-2019Q1 总体及各业务变现率	7
图表 7	各个业务毛利率情况	7
图表 8	美团年度交易用户数（单位：亿）	8
图表 9	美团每用户平均每年交易笔数	8
图表 10	餐饮外卖业务 GMV 及营收情况	8
图表 11	餐饮外卖业务毛利及毛利率	8
图表 12	美团饿了么基本数据对比	9
图表 13	在线外卖整体市场规模及美团市占预测	9
图表 14	2018 年美团外卖业务每单配送模式及营收拆解	10
图表 15	餐饮外卖基本数据及营收预测	11
图表 16	美团 2015-2018 年总成本分拆（销售成本、销售和营销费用、研发费用和一般行政费用）	12
图表 17	美团 2015-2018 年总成本分拆（销售成本、销售和营销费用、研发费用和一般行政费用）	13
图表 18	到店及酒旅业务 GMV 及营收情况	13
图表 19	到店及酒旅业务毛利及毛利率	13
图表 20	美团国内酒店间夜量及增速	14
图表 21	美团酒店业务 2015 年到 2018 年 Q3 单间单夜 ARPU 值（元）	14
图表 22	美团高端酒店“酒店+餐饮”“酒店+娱乐”打包推送范例	15
图表 23	美团酒旅行业天花板及增速测算	15
图表 24	美团 2015-2018 业务比重	16
图表 25	美团酒旅到店业务分拆及营收预测	17
图表 26	新业务及其他 GMV 及营收情况	17
图表 27	新业务及其他毛利及毛利率	17
图表 28	摩拜单车 2018 年运营状况（百万元）	18
图表 29	美团网约车补贴成本（百万元）	18
图表 30	滴滴 2018 年 Q4 平台服务费率及成本构成	18
图表 31	美团各个业务 GMV 三层模型推演	19
图表 32	美团各个业务营收及毛利预测	20

图表 33 美团各个业务净利润拆分及预测	20
图表 34 美团估值模型-分业务法	21
图表 35 美团估值模型——P/GMV 法	22
图表 36 美团 P/GMV 估值结果	22

一、从老美团到新美团：经营逻辑在悄然改变

2018年下半年，本地生活服务行业经历了阿里巴巴与美团的补贴大战，在大战中的美团，面临着盈利压力的美团，其运营逻辑也在发生着悄悄的改变。美团传统的业务逻辑是：通过高频的、低毛利的外卖，为低频、高毛利的到店、酒店和旅游导流。以高频带低频，实现整体业务的规模性增长。现在美团的商业逻辑变了，不再把餐饮外卖当成一个纯粹的导流入口，开始提高佣金、广告收入、商家服务等营收比重，通过外卖的各个链条来获取更多的营收。

老美团讲述的是一个流量导流的故事，力图打造一个基于用户本地生活服务的综合平台，平台的底层是用户与商家，而在平台之上，分为高频与不赚钱的餐饮外卖和出行业务负责导流，低频与盈利的到店业务负责盈利，物流与小额贷款业务负责稳固对商家的服务能力。而基于平台洗用户的能力，实现高频业务对低频业务的导流。

图表 1 美团 2018 年 6 月组织架构



资料来源：华创证券整理

而经历了 2018 年下半年与阿里巴巴的补贴大战后，美团从内部的组织架构全面向全链条的增收能力转变，战略聚焦 Food + Platform。根据美团公布的组织架构，可以看到美团“双平台、双事业群”的运营理念，用户平台和 LBS（Location Based Service，基于位置服务）平台，由王慧文负责，用户着力于全面提升用户体验和服务能力；出行事业群改为 LBS 平台，包含 LBS 服务、网约车、大交通、无人配送等部门，进一步增强 LBS 基础服务能力。LBS 平台着力提升用户粘性与交易频次。新增快驴事业部，由陈旭东负责，为商家提供优质供应链服务，同时新增小象事业部，由陈亮负责，继续深耕生鲜零售，提升消费体验。到店与酒旅业务进行整合，酒旅事业群被划分到店事业群中。可以看出，从老美团到新美团的调整，显示出美团的业务逻辑从搭建平台洗用户，逐步转变为对各个业务链条的精细化运营。


```
graph TD; A[用户平台 (王慧文)  
(美团平台, 点评平台, 服务体验平台等)] --- B[到家事业群 (张川)]; A --- C[到店事业群 (王莆中)]; A --- D[LBS平台 (王慧文)  
(LBS服务、网约车、大交通、无人配送等)]; B --- E[外卖]; B --- F[闪购、智慧厨房等]; C --- G[团购]; C --- H[酒旅]; C --- I["RMS(SaaS 收银与点餐), 聚合收单等"]; D --- J[快驴事业部 (陈旭东)]; D --- K[小象事业部 (陈亮)]; J --- L[供应链]; K --- M[生鲜零售];
```

用户平台 (王慧文)
(美团平台, 点评平台, 服务体验平台等)

到店事业群 (张川)

到店事业群 (王莆中)

快驴事业部 (陈旭东)

小象事业部 (陈亮)

外卖

闪购、智慧厨房等

团购

酒旅

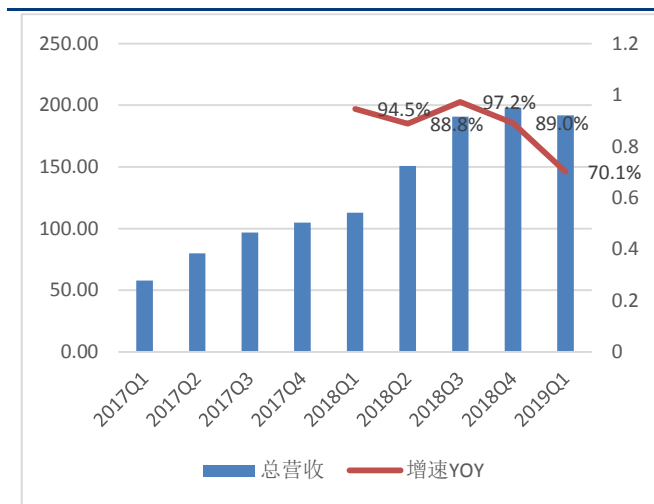
RMS(SaaS 收银与点餐), 聚合收单等

供应链

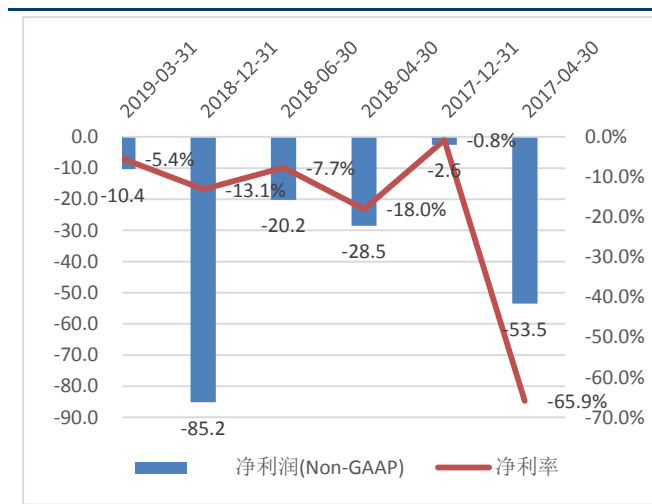
生鲜零售

（一）经营逻辑的转变首先反映在经营利润率的大幅提升

图表 3 美团 2018Q1-2019 Q1 收入(亿元)与增速



图表 4 美团 2017-2019Q1 净利润 (Non-GAAP) 亿元与净利率



资料来源：公司公告，华创证券

(二) 经营逻辑的两个核心：“一个扩大，一个提升”，共同驱动 GTV 与营收强劲增长

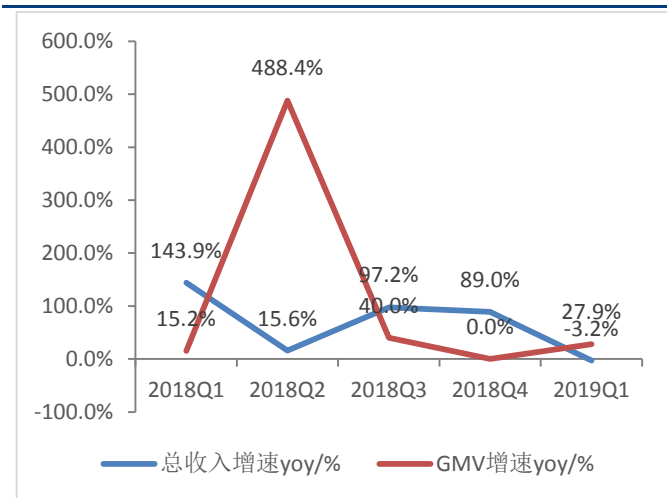
围绕着交易金额和变现率，美团的战术有两个方向，一个是扩大，一个是提高。扩大的是交易额，增加交易场

景，提高的是变现率。

从一个扩大来看，美团一季度总交易金额增长 27.9% 达 1384 亿元，其中餐饮外卖业务 GTV756 亿，同比增长 39%，酒旅到店业务 GTV464 亿，同比增长 15% 新业务 GTV164 亿，同比增长 22%。美团 GTV 的持续增长主要来自于交易用户、交易频次以及交易单价的三个指标共同驱动，同时来自于增加交易场景，美团在不断的扩大新的配送场景，从下午茶到商超配送，再到跑腿代买，美团闪购与美团配送业务，都是为了找到同等高频的场景能达到餐饮配送需求的量级。

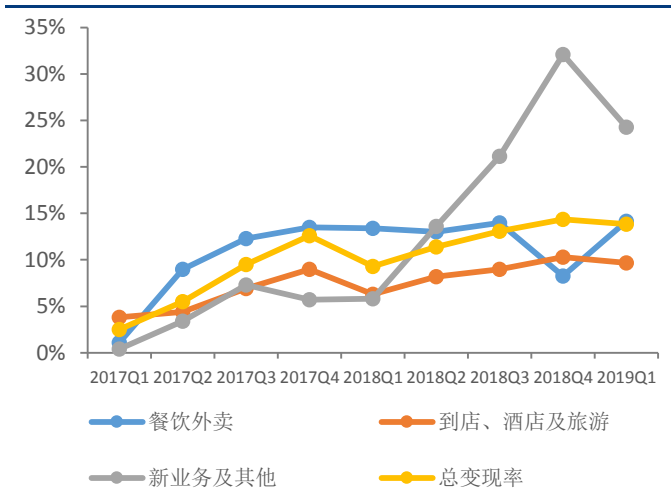
从一个提高来看，整体变现率由 2018 年同期的 10.4% 上升至 13.9%，主要源于外卖业务的毛利率提升较快，Q1 达到 14.4%，同比几乎翻了一倍，其次源于新业务变现率的迅速提升，新业务 Q1 变现率 24.3%，同比增加 18 个 pct。

图表 5 美团 2018Q1-2019 Q1 交易额与收入增幅



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 美团 2017Q1-2019Q1 总体及各业务变现率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 各个业务毛利率情况

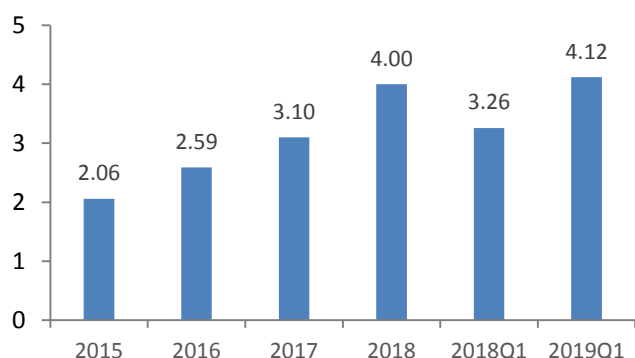
(单位: %)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
餐饮外卖	9.10%	0.00%	7.90%	6.30%	7.60%	15.80%	16.60%	13.40%	14.39%
酒店、到店及旅游业务	87.90%	0.00%	88.50%	87.70%	87.80%	90.80%	90.60%	86.80%	88.34%
新业务及其他 (包含摩拜)	67.30%	0.00%	46.20%	28.70%	-7.30%	-76.40%	-37.40%	-23.30%	-11.10%

资料来源：公司公告，华创证券

(三) 经营逻辑转变的运营指标持续向好：用户规模与消费频次共同增长

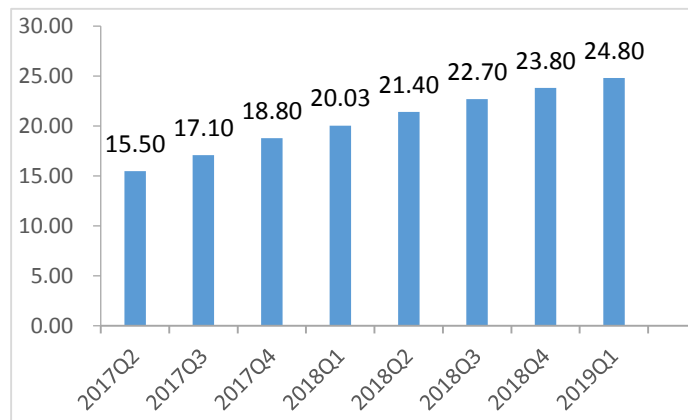
美团交易用户数 4.118 亿，大基数下仍然维持同比增长 26.4%；活跃商家数目 580 万，同比增长 27.3%；每位交易用户平均每年交易笔数 24.8 笔，同比增长 23.8%。平台用户留存率维持在 60% 的高水平，每年外卖点单数量为 45 次。且从趋势上看，使用年限越长，频次越高。

图表 8 美团年度交易用户数 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 9 美团每用户平均每年交易笔数



资料来源: 公司公告, 华创证券

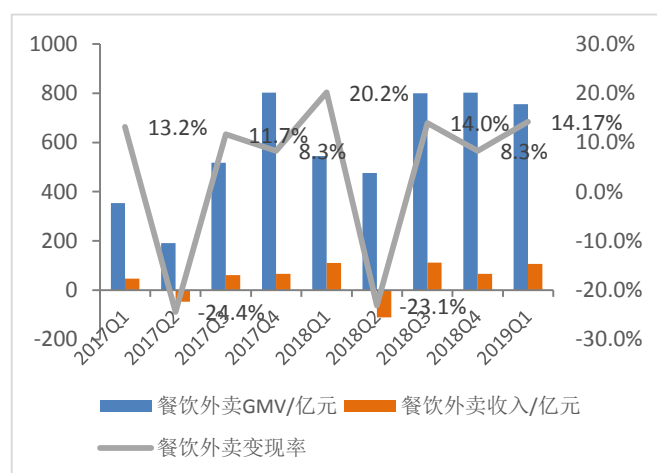
二、新美团各项核心业务详解

(一) 餐饮外卖: 行业竞争格局缓和, 外卖行业进入效率运营与成本控制比拼

1、2019 年 Q1 外卖市场份额两强格局趋稳, 美团市占稳定在 63%左右

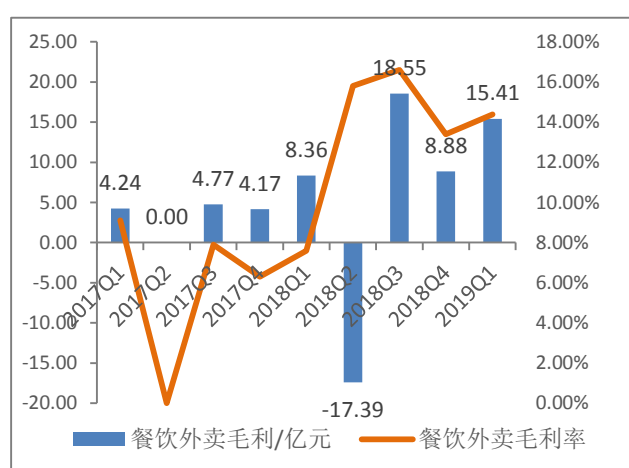
外卖业务 Q1 收入 107 亿, 毛利率 14.4%, 同比增加一倍, 变现率 14.2%, 提升近 1 个点。美团不再把餐饮外卖当成一个纯粹的导流入口, 开始提高佣金、广告收入、商家服务等营收比重, 通过外卖的各个链条来获取更多的营收。阿里经过去年半年的激进补贴后, 市占并没有非常明显的提升, 第三方数据外卖市占上, 一季度美团外卖以 63.4% 的市场份额领跑行业, 环比提高了 2.1%, 饿了么市场份额为 27.5%, 环比下降 1.1%。由此看出, 说明 C 端补贴大量获客的模型只存在于市场的培育阶段, 当外卖市场达到成熟阶段时 (目前全市场交易用户数超过 5 亿人, 全市场交易量超过 5000 亿元), 用户初期用户习惯教育的用户补贴的效用会不断衰减, 之后随着市场规模的持续增加, 同样的补贴产生边际效用不断弱化。

图表 10 餐饮外卖业务 GMV 及营收情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11 餐饮外卖业务毛利及毛利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

2、在规模化了的成熟外卖市场，决定外卖市占格局的关键性因素是什么？

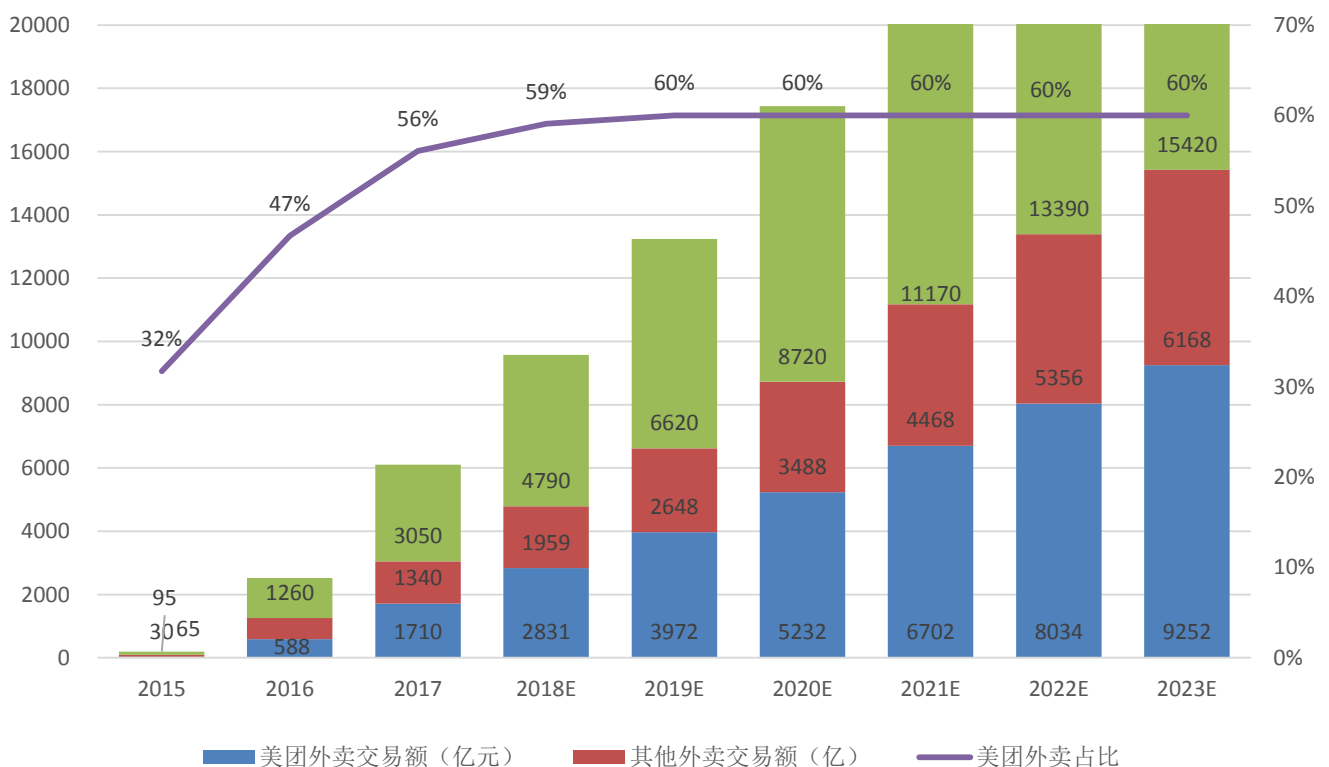
外卖平台作为一个供给决定需求的双边平台，在市场已经达到一定规模，两个巨头玩家的市占形成对峙局面后，行业迎来拐点，进入效率运营与成本控制比拼阶段。在这个阶段，平台掌握的外卖商家数、平台的覆盖范围、以及内部运营协同效率比消费者数量更能够决定平台的市场发展空间与竞争格局。从活跃商家数、年度交易用户数方面，美团凭借各个业务相互之间的导流，商户数与交易用户数皆为饿了么的近一倍，在覆盖城市数方面，美团凭借优异的渠道下沉能力，在三线以下很多城市具有极强的垄断优势，城市覆盖上，美团为 2800 家，饿了么+口碑为 676 家（多数集中在二线以上城市）。

图表 12 美团饿了么基本数据对比

	美团	饿了么
2019Q1 营收/亿元	191.70	68.37
年度交易用户数/亿人	4.12	2.3
活跃商户数/百万	5.80	3.5（和口碑商户之和）
覆盖城市	2800（美团全部业务覆盖）	676

资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 在线外卖整体市场规模及美团市占预测



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

3、从每单外卖模型来看，决定外卖盈利的关键性因素是什么？

从每单外面模型来看，决定外卖盈利的关键性因素为：每单补贴、每单骑手成本、佣金抽成三个指标。

从每单外卖的情况去拆解，又分为平台负责配送和不负责配送两种情况。目前负责配送占比 64%，不负责配送占比 36%。在两种情况下，平台对商户的抽佣率、骑手成本完全不同。如果将用户补贴的情况考虑进去核算，假设总成本项中所有交易用户激励都用来补贴外卖，那么 2018 年每单外卖补贴核算约为 0.86 元。在负责配送的情况下，平台抽佣率较高，可达到 18%-20%，同时需要付出骑手成本，此时每单外卖处于亏损状态，大约亏损 0.26 元。在不负责配送情况下，平台抽佣率较低，约为 5% 左右，此时每单外卖处于正收益，每单赚 1.39 元。但平台出于对商户的争夺，对市占的争夺，倾向于增加负责配送的订单比例，因此我们判断，2019 年，负责配送的订单比例将进一步上升。

图表 14 2018 年美团外卖业务每单配送模式及营收拆解

总单量（百万）	6393	
配送单量（百万）	4092	
配送单量占总单量比	64%	
不负责配送单量（百万）	2301	
不负责配送单量占总单量比	36%	
负责配送（占比 64%）	佣金抽成	18%
	佣金收入	8.1
	骑手成本	7.5
	总成本	8.36
	总收入	-0.26
不负责配送（占比 36%）	佣金抽成	5%
	佣金收入	2.25
	总成本	0.86
	总收入	1.39

资料来源：公司财报，华创证券

从每单外卖的模型可以看到，在市占稳定的情况下，决定外卖模型盈利的成本点是补贴、骑手成本、收入点是佣金抽成，尤其是负责配送商家的佣金抽成。

佣金抽成分析：对于目前美团负责配送的商家来说，抽佣率已经达到了 18% 左右，未来外卖业务配送单量抽佣的极限值是多少？是否还有增长的空间呢？

对于一个普通的餐厅商户，外卖是自己业务的纯增量，可以不考虑店租和人工成本，而且外卖是错开用餐高峰的，点外卖一般是提前于饭点的。那么从餐厅做外卖的成本收入来考虑，外卖原材料一般占 35%，美团抽佣金 16-20%，商家 15% 满减做活动吸引用户，还剩 30%。这个就是商家的纯利润。因此我们考虑未来抽佣上涨来自两块：

第一，商家减少满减活动。

第二，为了引流，进一步压低 30% 的利润。

因此，我们判断未来外卖业务负责配送的抽佣会进一步提升至 20%-25%之间，整体佣金抽成将进一步提升至 14%-15%。

用户补贴分析：用户补贴相对是较为可控的开支项目，2018 年全年用户激励为 44 亿元，2018 年全年外卖毛利率为 52 亿，已经可以覆盖不计减收部分的用户补贴。

骑手成本分析：骑手成本目前平均为 7.5 元每单，但是骑手的运力处于尚未满额状态，2018 年全年 60 万骑手，平均每天每位骑手送单不到 20 单，处于尚未满额状态，随着订单量的增长驱动，骑手日均配送单量上升，成本有望被进一步摊薄。

4、餐饮外卖营收预测

从 2019 年 Q1 来看，外卖日均交易笔数增长、佣金抽成率增长和成本下降，驱动毛利率提升。2019 年一季度，餐饮外卖日均交易笔数增长至 1850 万比，同比增长 31%。外卖佣金收入持续提升，平均佣金比率已经上升至 13.5%，其中美团负责配送的店家佣金比率高达 20%以上。除扩大规模外，凭借对消费者偏好的洞察力和以大数据及人工智能技术为基础的精准营销工具，运营效率也进一步提高，每单平均配送人工成本进一步下降，共同驱动毛利率提升。

不考虑三项费用与补贴，我们预测今年外卖将维持 6:4 市占，交易额将达到 4065 亿，而骑手成本下降与平均抽佣的提升，将大幅提升外卖毛利率。

图表 15 餐饮外卖基本数据及营收预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
外卖服务交易金额/亿	156	587	1711	2828	4065	5565
日均餐饮外卖交易笔数/百万	1.7	4.3	11.2	16	22.87	28.68
全年餐饮外卖交易笔数/百万	621	1570	4088	5840	8348	10468
全年餐饮外卖配送量/百万	0	593	2319	3737	5425	7118
人均交易笔数		10	16	20	27	31
每单平均单价/元	25	37	42	45	46	50
每单配送骑手成本/元	0	8.7	7.9	7.5	7	7
佣金抽成	1.10%	8.90%	11.90%	13.00%	13.50%	14.00%
佣金收入/亿	2	52	203	320	549	779
广告收入/亿	0	0.8	7.1	14	24	36
其他收入/亿	0	0.1	0.4	0.7	1.1	1.5
配送成本/亿	2.8	51	183	280	380	498
其他成本/亿	1.1	5.7	10	20	38	68
毛利率	-124%	-8%	8%	14%	27%	31%

资料来源：公司财报，华创证券

如果考虑三项费用与用户激励，美团将用户激励与三项费用等开支放在一起披露，我们对总成本进行了各个分项的拆分，估测在总成本中，70%左右为餐饮外卖的成本。估算方法：骑手成本占总成本比重 40%，交易用户激励估算全部为餐饮外卖补贴、推广及广告推算全部为餐饮外卖、已售货品、网约车司机为新业务成本，支付结算和带宽为酒旅到店业务成本，其他按照收入占比拆分。其中 2018 年全年同比，餐饮外卖占总成本比明显下降，主要源于新业务网约车司机成本的大幅上升（占成本比从 2017 年 0.8% 上升至 2018 年 6%）、配送骑手成本下降（占成本比从 2017 年 48% 下降至 2018 年 39%）。测算出，美团 2015-2018 年餐饮外卖的成本加开支项分别为：87 亿/136 亿/270 亿/513 亿，测算对应净利润为：-86 亿/-83 亿/-60 亿/-131 亿。

图表 16 美团 2015-2018 年总成本分拆（销售成本、销售和营销费用、研发费用和一般行政费用）

人民币(亿元)	2015	2016	2017	2018	各业务份额 (估算)
配送骑手成本	2.8	51.3	183.2	305.2	餐饮外卖
雇员福利开支	55.0	66.4	86.5	152.3	50%餐饮外卖
交易用户激励	39.3	26.2	42.1	54.0	餐饮外卖
推广及广告	10.4	17.4	22.8	32.7	餐饮外卖
支付结算成本	4.1	6.7	10.2	15.2	酒旅到店
无形资产摊销	0.8	3.1	5.2	11.1	酒旅到店
租金、设施及公共事业费	2.8	3.9	4.1	9.7	餐饮外卖
物业、厂房及设备折旧	1.0	2.7	3.3	42.5	餐饮外卖
已售货品成本	0.0	0.3	3.0	31.3	新业务
网约车司机成本	0.0	0.0	2.9	44.6	新业务
带宽及服务器成本	0.8	1.9	2.7	4.8	酒旅到店
附加税费	0.2	1.0	2.2	2.2	50%餐饮外卖
网络流量成本	0.1	1.1	1.9	2.2	50%餐饮外卖
专业费	1.4	0.8	1.7	3.4	50%餐饮外卖
呆账准备	0.6	2.8	0.6	2.9	50%餐饮外卖
减值准备	0.0	1.5	0.1	17.0	50%餐饮外卖
核数师薪酬	0.1	0.1	0.3	0.5	50%餐饮外卖
其他外包劳动成本	—	—	1.3	20.9	50%餐饮外卖
其他	5.5	7.6	11.5	36.4	50%餐饮外卖
总成本（销售成本、销售和营销费用、研发费用和一般行政费用）	124.9	194.7	385.6	789.0	
餐饮外卖占整个总成本比重（估算）	70%	70%	70%	60%	
餐饮外卖总成本（估算）	87	136	270	513	

资料来源：公司财报，华创证券测算

基于对总成本的估算，我们测算餐饮外卖业务对应净利润为：-86 亿/-83 亿/-60 亿/-92 亿。

图表 17 美团 2015-2018 年总成本分拆 (销售成本、销售和营销费用、研发费用和一般行政费用)

人民币 (亿元)	2015	2016	2017	2018
收入	2	53	210	381
营业成本	4	57	193	329
毛利	-2	-4	17	53
营业成本+开支	87	136	270	513
净利润	-86	-83	-60	-92

资料来源: 公司财报, 华创证券测算

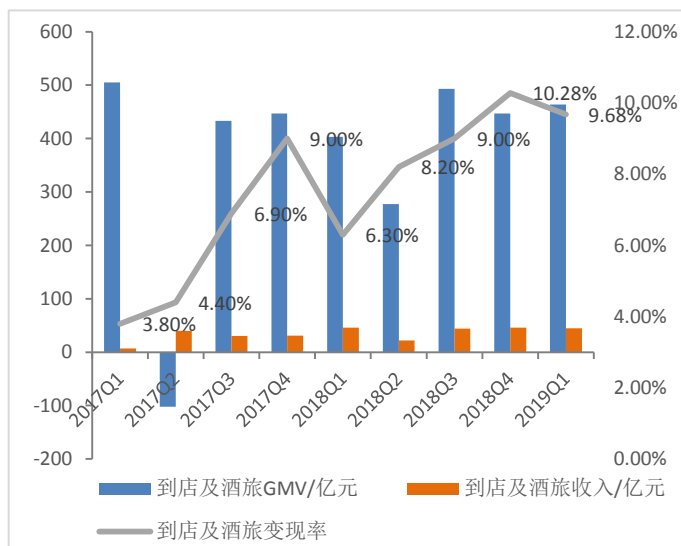
从 2019 年 Q1 情况来看, 餐饮外卖日均交易笔数增长至 1850 万比, 同比增长 31%。外卖佣金收入持续提升, 平均佣金比率已经上升至 13.5%, 其中美团负责配送的店家佣金比率高达 20% 以上。我们能预测 2019 年全年餐饮外卖部分收入为 565 亿, 骑手成本 417 亿, 补贴及开支总计 70 亿, 净利润预估为 -67 亿。

(二) 到店酒旅业务——美团的核心盈利业务, 美团估值的核心

1、整体到店酒旅业务维持营收高增速

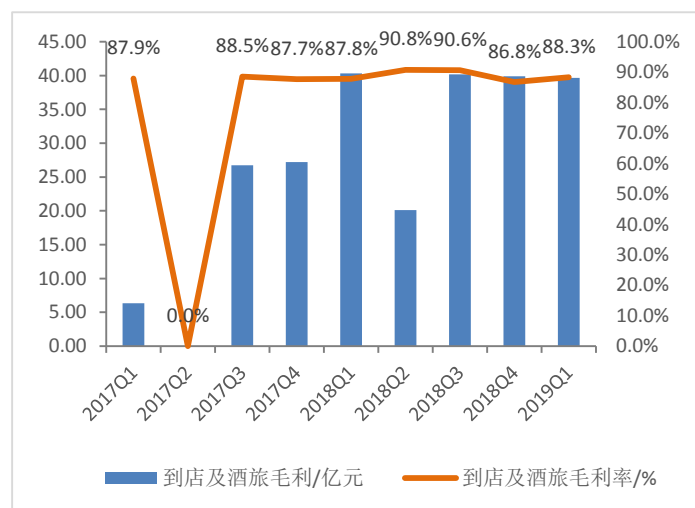
到店酒旅业务第一季度, 收入为 44.9 亿元, 同比增长 43.2%; 毛利为 39.7 亿元, 同比增长 44.0%。由于具有对商业重要的导流功能, 美团到店业务的广告价值非常高, 2017 年, 美团的广告收入是 47 亿元, 2018 年已经增加到 97 亿, 同比增长 106%, 2019 年 Q1 广告收入为 28.6 亿元保持 100% 以上的增速。

图表 18 到店及酒旅业务 GMV 及营收情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 19 到店及酒旅业务毛利及毛利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

2、酒店业务: 本地下沉打法, 与携程形成错位竞争, 未来增量来自于下沉市场

在酒店业务版图上, 目前美团已经形成了与携程在错位竞争对峙的市场格局。携程专注于高端商务旅游市场,

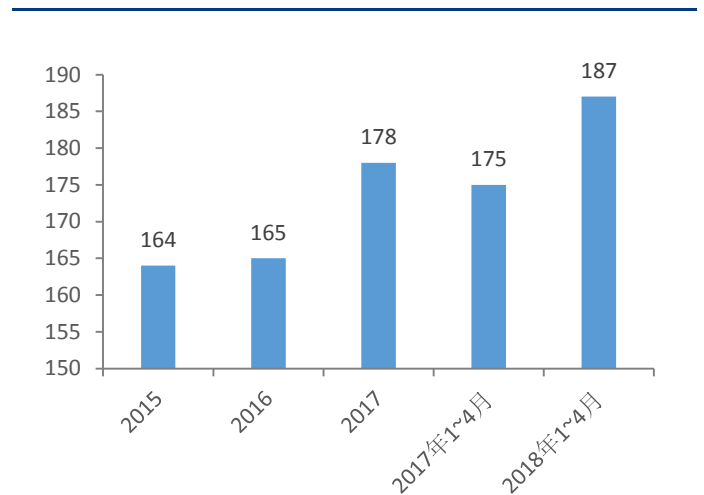
而美团专注于本地生活服务相对低端市场。根据第三方统计，美团酒店间夜量 2019 年已经超过携程，根据 GMV 口径，市占约为 30%。从酒店单价上看，美团酒店 ARPU 值为 187 元，携程为 350-400 元。竞争策略上，美团依据自身本地服务网络优势，发展“酒店+餐饮/娱乐”的打法，逐步从异地预订为主逐步转向本地预订场景，根据 trustdata2018 年发布报告显示，一线城市本地预订已经超过 40%，三线及以下城市本地预订比例达到 30%。

图表 20 美团国内酒店间夜量及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 21 美团酒店业务 2015 年到 2018 年 Q3 单间单夜 ARPU 值 (元)



资料来源：公司公告，华创证券

根据草根调研，美团 2 万余家高端酒店中，大约 90% 以上与携程高端酒店重合。从城市分布来看，重合酒店主要集中在一线、二线前 50 个主要城市。说明在高端酒店战场上，美团的扩展来自于对携程传统市场份额的侵略，而非新高端酒店的开拓。而美团的主要拓展策略，一方面压低酒店 take rate，另一方面依据自身本地服务网络优势，发展“酒店+餐饮/娱乐”的打法，从异地预订为主逐步转向本地预订场景。

根据美团披露的数据，美团平台上 32% 的用户更喜欢将酒店和美食关联的消费，17% 的年轻用户喜欢酒店和休闲娱乐的关联消费。美团为此尝试携手不同商家推出的“酒+餐”打包产品，结果是每个月可以带来 1.5 亿的高星级酒店餐饮消费额。

图表 22 美团高端酒店“酒店+餐饮”“酒店+娱乐”打包推送范例



资料来源：美团官网，华创证券

根据酒旅行业线上线下份额。2019 年全年酒旅行业国内总体交易额约为 6800 亿元，平均增速 9% 左右，线上化率 40%，线上总交易额 2632 亿。在线酒店间夜量为 9.5 亿，其中美团点评按照 36% 市占测算，预计为 3.4 亿，按照 ARPU206 元每间每夜测算，我们预测美团酒店 2019 年 GMV 为 706 亿，以 8%-10% 抽佣率推算，收入为：78 亿，估算净利为 30 亿，净利率 38%。

图表 23 美团酒旅行业天花板及增速测算

人民币(亿元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
酒旅行业交易额	5760	6250	6800	7430	8050	8750	9380
YOY (%)		9%	9%	9%	8%	9%	7%
酒旅行业线上化率	32%	36%	39%	41%	44%	44%	45%
酒旅行业线上总交易额	1820	2231	2632	3061	3518	3876	4183
YOY (%)		23%	18%	16%	15%	10%	8%
中国在线酒店间夜量	7	8.14	9.54	10.82	11.95	13.02	13.97
YOY (%)		24%	17%	13%	10%	9%	7%
美团点评市占率（按间夜量）	31%	35%	36%	37%	38%	39%	40%
美团点评国内酒店间夜量	2.05	2.84	3.43	4.00	4.54	5.08	5.59
YOY (%)		39%	21%	17%	13%	12%	10%
美团点评国内酒店均价	178	187	206	226	238	249	262

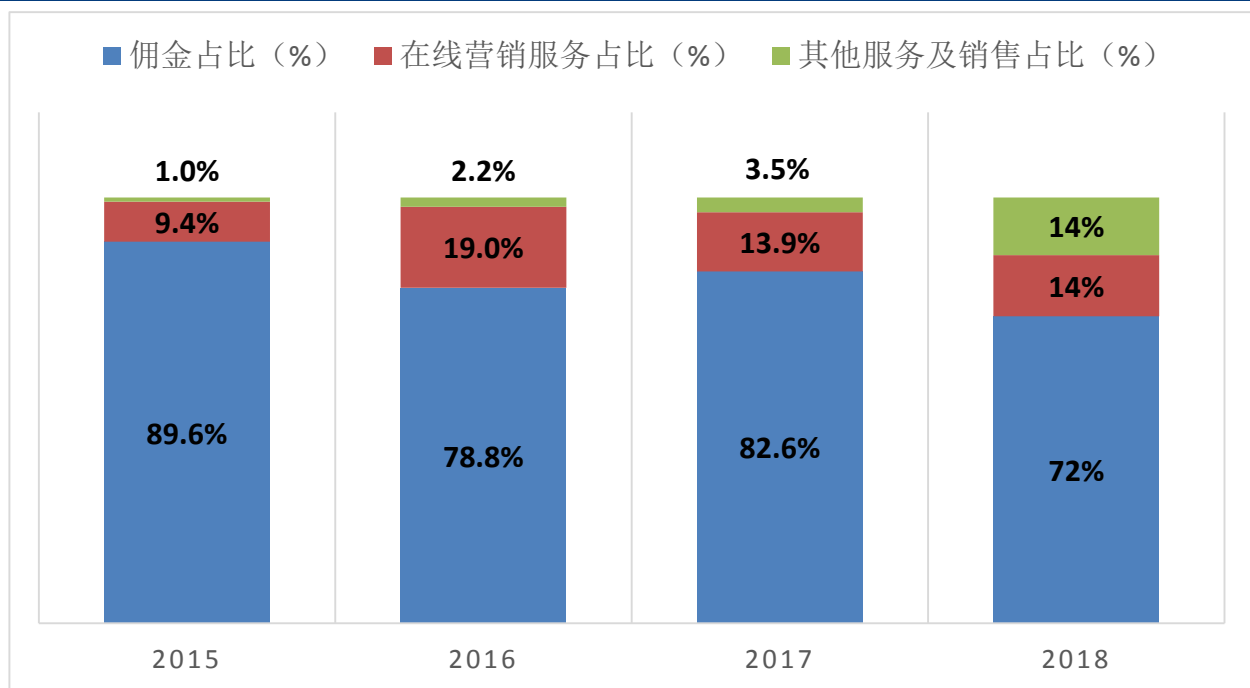
人民币(亿元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
YOY (%)			10%	10%	5%	5%	5%
美团酒店 GMV	365.31	531	706	906	1079	1267	1464
YOY (%)		45%	33%	28%	19%	17%	16%
美团点评市占率(按 GMV)	20%	24%	27%	30%	31%	33%	35%

资料来源：美团财报，华创证券测算

3、到店业务：到餐业务收入增速下滑，到综业务尤其是广告业务有望释放巨大潜力

美团到店业务分为到店餐饮和到店综合。而我们认为美团的广告业务基本来自于到店业务，尤其是其中的到店综合业务。到店综合主要包括了：婚纱摄影、教育培训、美容美发、桌游娱乐等等本地项目。该类商家的特征是获客成本极高，因此，用于获客的营销与广告费用预算天花板较高。美团平台市占率较高，对于商家有非常强势的导流功能，2017 年，美团的广告收入是 47 亿元，2018 年已经增加到 97 亿，同比增长 106%，2019 年 Q1 广告收入为 28.6 亿元保持 100% 以上的增速。因此，我们预计到店综合带来的广告业务，未来将释放巨大潜力，到店业务收入保持 45% 以上的增速，2019 年估测收入为 168 亿。

图表 24 美团 2015-2018 业务比重



资料来源：美团财报，华创证券

图表 25 美团酒旅到店业务分拆及营收预测

	2015	2016	2017	2018	2019E
酒店业务收入	8	14	27	43	78
YOY (%)		85.6%	91.3%	58%	82.53%
到店业务收入	30	56	81	115	168
YOY (%)		86.11%	45.31%	41.81%	45.81%
到店酒旅业务合计	38	70	109	158	247

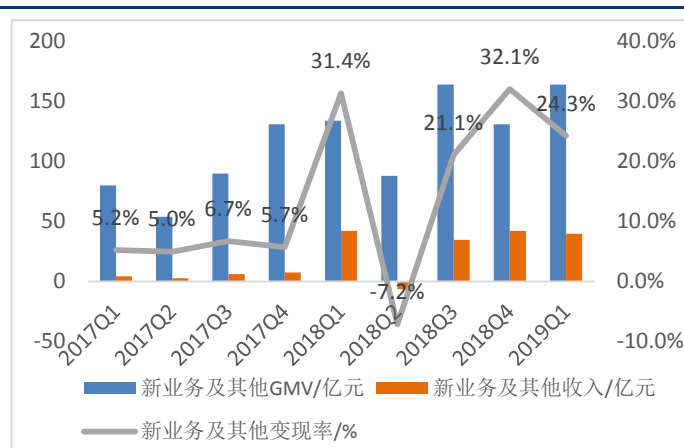
资料来源：公司财报、华创证券测算

(三) 新业务进入大规模调整期，但短期内亏损料将持续

新业务进入大规模调整期，但短期内亏损将持续。自 18 年四季度以来，美团对新业务进大规模的调整。截止 2019 年 3 月 31 日，美团新业务主要包含三个领域：美团闪购（外卖非餐业务）、对商家的 RMS 服务、出行业务（包括摩拜、美团打车）。2019 年 Q1 显示，新业务交易额同比增长 22.4% 达到 164 亿元，营收同比增长 43.2% 达到 39.7 亿元，显示出强劲的增长态势，主要是由于餐厅管理系统及闪购业务实现迅速增长。毛利率上，公司一季度毛利率环比大幅上升，公司一季度新业务毛利率-11.1%，环比增长 12%。毛利率的改善主要源于公司对新业务的投入从激进到保守，量入为出。缩减回报率相对较低的生鲜业务，一季度关闭了低线城市的小象生鲜超市，主要改善现有门店的购物体验 and 运营效率；

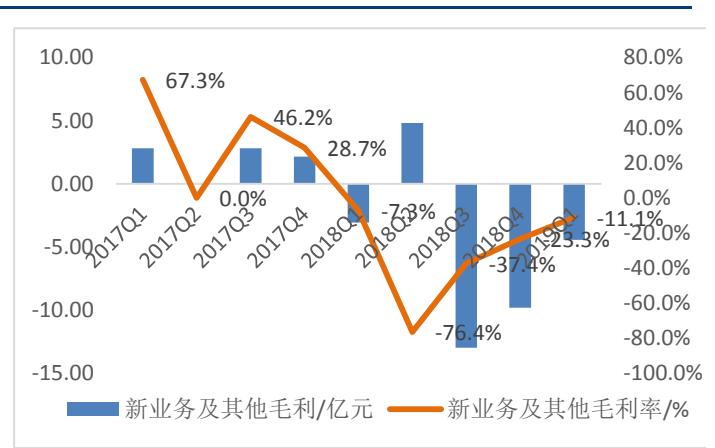
但是同时，为了维持高频用户的粘性，2019 年美团将持续推进打车业务，新开城市的巨额补贴料将使得美团新业务整体亏损持续。同时，摩拜单车的亏损料将持续影响净利表现。

图表 26 新业务及其他 GMV 及营收情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 新业务及其他毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

1、摩拜运营盈亏平衡，亏损主要在单车折旧

美团点评以 155.63 亿人民币收购摩拜，其中包括 94.43 亿人民币现金、价值 58.88 亿人民币的优先股和价值 2.32 亿元的期权。从披露情况来看，摩拜可识别净资产总额仅为 27 亿，美团还将承担 81 亿用户押金费用。从摩拜经营情况来看，毛利率为-227%，单车折旧的 39 亿将所谓损耗。短期内还看不到盈利可能。

图表 28 摩拜单车 2018 年运营状况 (百万元)

经营成本	1250
单车及折旧	3960 (每月平均 3.96 亿, 共计 10 个月)
毛利率	-227%
收入	1238

资料来源: 公司财报, 华创证券测算

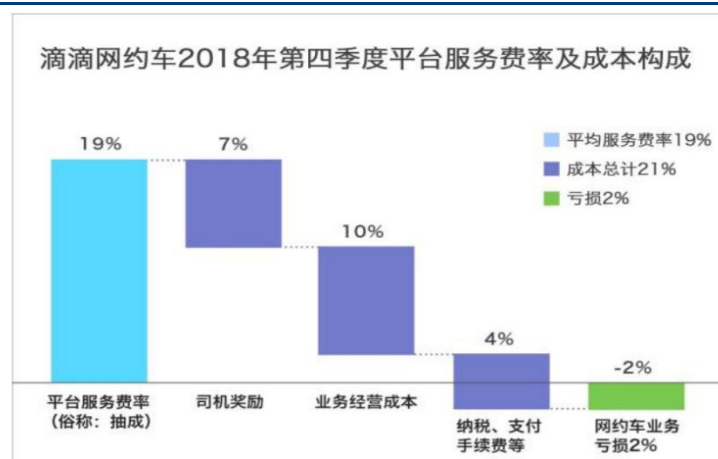
2、重开打车业务, 对成本将有较大拖累

打车行业本身属于重运营的低利润行业, 网约车司机补贴占成本比例一直居高不下。以达到市场垄断地位的滴滴为例, 2018 年 Q4 滴滴公布了其平台服务费率及成本构成。可以看到, 导致滴滴网约车业务依旧 2% 的净亏损率的核心原因, 来自于占 7% 比例的司机补贴。而从美团 2018 年成本来看, 美团 2018 年仅在上海和南京开网约车业务, 但是 2018 年网约车司机补贴已经达到了 44 亿, 平均每个城市单城 20 亿。

图表 29 美团网约车补贴成本 (百万元)

人民币(百万)	2015	2016	2017	2018 年 H1	2018
网约车司机成本	0	0	293	2095	4463
YOY%				7555%	1422%

资料来源: 美团财报, 华创证券

图表 30 滴滴 2018 年 Q4 平台服务费率及成本构成


资料来源: 滴滴问答, 华创证券

2019 年美团打车计划重开 18 个城市, 采用聚合模式, 用户可以在美团一键呼叫多个不同平台的车辆, 进一步提高用户满意度并增强用户粘性。聚合模式比单独 APP 运营成本端更可控, 但是对网约车司机的补贴依旧不可避免, 因此我们预计美团 2019 年新业务。我们预计美团 19 年新业务仍将有 150 亿的净利亏损。

三、盈利预测与估值探讨

作为本地生活服务行业的第一巨头，美团增长的天花板，其来自于三层模型的推演——1、在衣食住行的每一个细分领域中，线上线下的总体行业盘子有多大。2、进一步，各个细分领域中，能够带到线上的规模有多大，各个细分领域其天然的渗透率天花板是有所区别的，例如酒店行业的渗透率自然的高于线下较重的外卖行业。3、在整个线上的是市场上，美团能够占据多大的市占。基于三层模型的推演，我们从上到下，进行了餐饮外卖、酒店到店及出行等新业务的推演。

图表 31 美团各个业务 GMV 三层模型推演

业务分项	单位：人民币亿元	2017	2018	2019E	2020E
餐饮外卖	餐饮业交易额	39844	44400	48110	51910
	餐饮外卖线上化率	8%	10%	13%	16%
	外卖市场线上总交易额	3188	4440	6254	8306
	美团市占率	54%	62%	65%	67%
	美团外卖 GMV	1710	2828	4065	5565
到店及旅游	到店旅游线上交易额	2391	2930	3175	3634
	美团市占率	42%	45%	45%	45%
	美团到店 GMV	1216	1237	1429	1526
酒店业务	酒店行业交易额	5760	6250	6800	7430
	酒店行业线上化率	32%	36%	39%	41%
	酒店行业线上总交易额	1820	2231	2632	3061
	美团市占率	31%	35%	36%	37%
	美团酒店 GMV	365	531	741	950
出行及其他	出行业务线上交易额	2700	4050	5265	6845
	美团市占率	4%	3%	3%	2%
	美团出行 GMV	50	122	158	137
	美团其他业务 GMV	230	438	1438	3163
合计	美团 GMV 合计	3570	5156	7988	11477

资料来源：公司财报、艾瑞咨询、国家统计局、华创证券测算

基于整个行业规模、线上化率及美团市占的假设，我们预测 2019 年美团餐饮外卖、到店旅游、酒店及新业务 GMV 分别为：4065 亿、1429 亿、741 亿、158 及 1438 亿，合计 7988 亿。基于不同业务 GMV 的变现率预测，我们预计美团 2019、2020 年业务的核心增长来自于餐饮外卖 GMV 的增长，而收入增速则主要来自于到店就酒店业务的贡献。相比来看，到店及酒店业务竞争稳定，毛利率高，能够为美团提供稳定的现金流，以为餐饮外卖盈利换来时间窗口。

图表 32 美团各个业务营收及毛利预测

业务 (人民币亿元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业总收入	40.2	129.9	339.2	652.7	1014.6	1426.9
YOY (%)		223.17%	161.22%	92.25%	55.55%	40.64%
美团餐饮外卖业务收入	1.8	53.0	210.3	381.4	565.5	789.7
YOY (%)		2929.14%	296.76%	81.36%	48.25%	39.65%
GMV 变现率	1.10%	9.00%	12.30%	13.49%	14.13%	14.63%
酒店业务收入	7.6	14.2	27.1	43.0	78.4	100.6
YOY (%)		85.60%	91.30%	58%	82.53%	28.31%
GMV 变现率	5.68%	6.51%	7.43%	8.09%	11.10%	11.11%
到店及旅游业务/百万元	30.1	56.0	81.4	115.4	168.3	233.0
YOY (%)		86.11%	45.31%	41.81%	45.81%	38.44%
到店餐饮线上化率			6.00%	6.60%	6.60%	7.00%
新业务及其他收入 (包含摩拜单车)	0.7	6.7	20.4	112.4	202.4	303.6
YOY (%)		846.94%	206.13%	450.29%	80.00%	50.00%
变现率	0.40%	3.40%	7.30%	13.00%	18.00%	20.00%

资料来源: 公司财报、华创证券测算

我们预计公司 19/20 年净利润分别为: -71 亿/68 亿。我们预计 2019 年餐饮外卖业务仍不能够实现盈亏平衡, 盈亏平衡点将出现在 2020 年。新业务料将在未来 2 年持续亏损。公司整体业务有望在 2020 年迎来由亏损向盈利转变的转折点。

图表 33 美团各个业务净利润拆分及预测

业务分项	单位: 人民币亿元	2018A	2019E	2020E
餐饮外卖	美团外卖 GMV	2828	4003	5399
	美团外卖收入	381	565	792
	净利	-91	-67	9
	净利率			1.1%
到店	美团 GMV	1237	1299	1364
	收入	115	168	246
	净利	80	117	171
	净利率		70%	70%
酒店业务	美团 GMV	531	706	906
	收入	43	78	101
	净利	15	30	35

业务分项	单位:人民币亿元	2018A	2019E	2020E
	净利率		38%	35%
新业务	美团 GMV	560	1595	3299
	收入	112	287	660
	净利	-87	-150	-148
合计		-83	-71	68

资料来源: 公司财报、华创证券测算

图表 34 美团估值模型-分业务法

业务分项	单位:人民币亿元	2018A	2019E	2020E
餐饮外卖	净利	-91	-67	9
	PE			30
	估值			270
到店	净利	80	117	171
	PE		30	26
	估值		3510	4446
酒店业务	净利	15	30	35
	PE		30	26
	估值		900	910
新业务	净利	-87	-150	-147
	估值	0	0	0
合计	估值人民币		4410	5626
	估值港币		3969	5063

资料来源: 公司财报、华创证券测算

由于美团各个业务的不同特性,以及餐饮外卖与到店酒旅业务不同的盈利能力与市场竞争格局,我们在估值中,采取分业务估值的基本思路——即只给予目前盈利且稳定的业务估值,尚未实现盈利的业务暂不给予估值。竞争格局稳定、现金流充裕、且已经实现盈利的到店酒旅业务,构成美团估值的核心,相对波动性小,更能够体现公司的价值。参考同类业务公司携程,给予 2019 年 30 倍 PE,则美团合理市值为 4410 亿人民币,对应 3969 亿港元,目标价 68.99 港元,给予“推荐”评级。

我们可以看出,如果将占美团 GMV 一半的餐饮外卖业务核算零估值,仅核算到店酒店和旅游的部分,美团目前估值已经趋近合理。新业务与餐饮外卖业务尚未实现盈利,暂时给予零估值。新业务目前处于探索边界阶段,未来还将面临调整,短期无法实现盈利。餐饮外卖业务目前还处于竞争格局的最后定型期,承担了美团 60%左右的总成本,但尚未实现盈利,我们考虑当餐饮外卖业务不能实现盈利时,只能看作是到店酒旅业务的导流获客平台,而不给予估值。只有餐饮外卖业务实现盈利,才是美团整体估值逻辑转变的关键节点。餐饮外卖业务将是美团未来价值最大弹性的业务,我们判断 2020 年将迎来利润由负转正的关键节点。从这个角度来看,美团目前是被高度的低估。

如果将美团作为一个整体去估值，从 P/GMV 角度则可以提供另一种思路的对应。在这种思路下，我们将美团所有业务作为一个整体，采用美团整体 GMV 估值，这种估值方法的波动性较高，受到市场竞争格局、美团内部战略的影响非常大。但是可以作为对分业务估值的一种验证。

我们将可比公司分为电商、外卖、OTA 及到店业务，选取了各行业头部可比公司，p/GMV 水平相差较大。我们认为美团外卖业务属于重运营重配送成本的交易类业务，与京东自营的商业模式有可比性。同时，到店与酒旅部分业务模型与阿里巴巴的淘宝纯佣金广告模式有可比性，因此，我们取京东与阿里巴巴的均值 P/GMV: 0.55，估值结果美团 2019 年 GMV 预测 7988 亿元，对应 4393 亿人民币，对应 3954 亿港元。

图表 35 美团估值模型——P/GMV 法

行业分类	公司名称	市值 (亿元)	P/GMV	PE 2018	PE 2019	PE 2020	PS 2018	PS 2019	PS 2020
电商	阿里巴巴	28498	0.61	30.82	23.70	18.15	8.23	5.97	4.57
	京东	3854	0.30	64.07	39.67	27.06	0.77	0.61	0.51
	苏宁	1144	0.47	38.55	51.11	37.79	0.51	0.41	0.33
	小米	3588	1.48	50.79	29.45	22.95	2.34	1.79	1.42
外卖	Justeat	466	1.61	45.34	34.89	26.33	8	6.56	5.58
	Grubhub	407	1.65	62.78	49.23	38.16	10.35	8.22	6.66
OTA	booking	5538	1.05	22.85	19.92	17.46	6.65	5.88	5.2
	携程	1479	0.25	36.64	26.87	19.62	5.14	4.09	3.44
到店业务	Yelp			52.52			3.1		
均值			0.87	43.98	34.4	25.9	5.25	4.19	3.46

资料来源：美团财报，wind，各公司财报，华创证券测算

图表 36 美团 P/GMV 估值结果

美团 GMV/亿元			P/GMV	美团估值		
2018E	2019E	2020E		2018E	2019E	2020E
5448	7988	11477	0.55	2724	4393	5739

资料来源：公司财报，华创证券测算

四、风险提示

餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损，现金流管控不当，成本上升。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	17,044	227,118	447,141	741,266
应收款项合计	5,663	8,809	12,389	16,315
存货	400	611	790	994
其他流动资产	4,450	4,450	4,450	4,450
流动资产合计	73,149	91,580	95,361	123,616
固定资产净值	3,979	7,029	9,983	12,844
权益性投资	2,103	2,103	2,103	2,103
其他长期投资	6,317	6,317	6,317	6,317
商誉及无形资产	33,876	314	320	272
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	1,237	1,237	1,237	1,237
非流动资产合计	47,512	17,000	19,960	22,773
资产合计	120,662	108,580	115,321	146,389
应交税金	744	744	744	744
短期借贷及长期借贷	1,800	1,000	1,000	1,000
当期到期部分				
其他流动负债	23,940	23,940	23,940	23,940
流动负债合计	31,825	26,921	26,921	26,921
长期借贷	470	470	470	470
其他非流动负债	1,857	1,857	1,857	1,857
非流动负债合计	2,327	2,327	2,327	2,327
负债合计	34,152	29,248	29,248	29,248
归属母公司股东权益	86,504	79,342	86,100	117,184
少数股东权益	5	-11	-27	-43
所有者权益合计	86,510	79,332	86,073	117,141
负债和股东权益	120,662	108,580	115,321	146,389

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-9,180	24,523	27,322	43,908
净利润	-115,477	-7,162	6,757	31,084
折旧与摊销	5,367	137	236	384
营运资本变动	-4,987	31,564	20,345	12,456
其他非现金调整	105,917	-16	-16	-16
投资活动现金流	-23,439	-8,196	-23,196	-33,197
出售固定资产收到的	25	1	1	1
现金				
资本性支出	-2,280	-3,197	-3,197	-3,198
投资减少	78,690	95,000	100,000	120,000

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	65,227	101,461	142,690	187,910
主营业务收入	65,227	101,461	142,690	187,910
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	78,907	109,282	136,522	165,818
营业成本	50,122	76,482	98,887	124,420
营业开支	28,785	32,800	37,634	41,398
营业利润	-13,680	-7,821	6,168	22,092
净利息支出	-496	-686	-623	-9,026
权益性投资损益	-48	-50	-50	-50
其他非经营性损益	-22	8	0	0
非经常项目前利润	-13,254	-7,178	6,741	31,068
非经常项目损益	-102,237	0	0	0
除税前利润	-115,491	-7,178	6,741	31,068
所得税	2	0	0	-1
少数股东损益	-16	-16	-16	-16
持续经营净利润	-115,477	-7,162	6,757	31,084
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	-115,477	-7,162	6,757	31,084
优先股利及其他调	0	0	0	0
整项				
归属普通股股东净利	-115,477	-7,162	6,757	31,084
润				

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	92.3%	55.5%	40.6%	40.6%
归属普通股股东净利	510.5%	-93.8%	-194.4%	-194.4%
润增长率				
获利能力				
毛利率	23.2%	24.6%	30.7%	30.7%
净利率	-177.0%	-7.1%	4.7%	4.7%
ROE	-502.7%	-8.6%	8.2%	8.2%
ROA	-113.0%	-6.2%	6.0%	6.0%
偿债能力				
资产负债率	28.3%	26.9%	25.4%	20.0%
流动比率	229.8%	340.2%	354.2%	459.2%
速动比率	228.6%	337.9%	351.3%	455.5%
每股指标 (元)				

其他投资活动产生的	-6,905	0	0	0	每股收益	-20.05	-1.24	1.17	5.40
现金流量净额									
融资活动现金流	29,295	193,747	215,896	283,414	每股经营现金流	-1.59	4.26	4.74	7.62
债务增加	2,775	0	0	0	每股净资产	15.02	13.78	14.95	20.35
股本增加	28,674	30,000	30,000	30,000	估值比率				
支付的股利合计	-4	-4	-4	-4	P/E	-3	-43	46	10
其他筹资活动产生的	-238	164,551	185,900	253,418	P/B	4	4	4	3
现金流量净额									

资料来源：公司公告，华创证券预测

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

分析师：桑梓

埃克塞特大学硕士。曾任职于东方证券另类投资子公司。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：陈宏毅

台湾成功大学学士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500