

吃喝玩乐全一条龙 构建 O2O 生态闭环 买入 (首次)

2019 年 08 月 11 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	65,227	90,809	113,913	130,961
同比 (%)	92.3%	39.2%	25.4%	15.0%
归母净利润 (百万元)	-115,477	-5,086	1,286	9,878
同比 (%)	506%	96%	125%	668%
每股收益 (元/股)	-19.9	-0.9	0.2	1.7
P/E (倍)	-2.8	-64.1	253.5	33.0

投资要点:

■ **外卖业务: 双寡头格局定, 提升“效率”为增长关键。**19Q1 美团外卖和饿了么两者合计市占率为 98%, 未来“运营效率”将成为提升平台货币化能力成为角力重心, Q1 为餐饮外卖淡季, 美团实现收入 107 亿 (+ yoy 52%), 增长主要依赖于货币化率提升至 14.2%, 未来预计整体外卖业务货币化率将继续提升: **1) 成本端:** 随着订单密度提升, 外卖日均交易笔数由 17 年的 1120 万单提升至 18 年的 1750 万单; 未来配送网络效率提升, 骑手成本有望下降, 从而自营配送业务实现盈利; **2) 提点率:** 外卖业务有助于商户降低每单成本, 同时可增加商户获客量, 未来平台对于商户的议价能力将提升; **3) 广告营销助力外卖业务:** 外卖同质化竞争严重, 商户未来对于广告需求将逐步增加, 高毛利营销业务有望带动外卖业务盈利增强。

■ **到店, 酒店及旅游: 在线营销服务增长显著, 用户粘性逐步养成。**美团 19Q1 到店及酒旅业务收入 44.92 亿元 (+ yoy 43.2%); GMV 为 464 亿 (+ yoy 15%), 收入增速显著高于交易额增速, “营销类”业务对收入的贡献效果逐步提升。预计未来整体到店团购业务将逐步下滑, 而高毛利的在线营销业务比重将提升: **1) 商户端:** 流量红利消失, 商户获客难度增加, 广告投放需求将提升; **2) 用户端:** 大众点评及美团在整体 O2O 生活服务行业市占率提升, 用户数量和粘性均保持行业领先, 将成为商户广告投放首选。酒店业务: 在发展初期, 美团酒店用户以年轻散客为主, 未来随着年轻用户成长, 消费能力和对于酒旅的消费需求都将提高, 叠加其已经养成的使用粘性, 有助于美团由低线向高星酒店渗透。

■ **创新业务: 出行业务亏损有望降低, To B 业务尚处于培育期。**凭借着“大众点评”和“美团”在 O2O 生活服务市场的高市占率和高用户粘性, 美团顺理成章可推进 B 端的商户衍生服务, 包括餐饮管理系统 (RMS), 快驴进货 (供应链), 在线商户营销等。出行方面: 19 年起, 随着摩拜单车大规模折旧完成, 网约车采用“聚合模式”, 小象生鲜门店数量下降, 预计新业务亏损将大幅收窄, 整体货币化能力将持续提升。

■ **盈利预测与投资评级:** 采用 PS 分部估值, 预计美团 2019 年合理估值为 4085 亿元, 约 4609 亿港币, 对应股价为 79.6 港币。同时, 考虑 EV/EBITDA 估值, 外卖业务成长性较好, 未来盈利能力提升空间较大; 到店及酒旅业务毛利较高, 盈利能力可持续, 预计公司整体 19-21 年 EBITDA 为-32/27/123.6 亿, 予以 21 年 30x EV/EBITDA, 对应市值为 3708 亿元, 约 4184 亿港币, 对应股价约 72 港币。综合而言, 予以美团 6 个月目标价 72--80 港币, 予以“买入”评级。(1 人民币=1.1283 港元)

■ **风险提示:** 外卖骑手成本难以下降, 餐饮外卖政策风险, 到店旅游等行业竞争激烈, 旅游业务等受经济周期影响较大, 新业务致使亏损增加。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	63.50
一年最低/最高价	40.25/74.00
市净率(倍)	3.81
港股流通市值(百万港元)	320956

基础数据

每股净资产(元)	14.77
资产负债率(%)	28.32
总股本(百万股)	5790.00
流通股本(百万股)	5054.43

相关研究

内容目录

1. 美团点评：团购网站到“吃喝玩乐”一站式服务平台	5
1.1. 历史机遇——“千团大战”中，选择正确的，而非容易的	5
2. 行业：千亿市场有望保持高增长	7
2.1. 消费意愿：消费结构升级趋势显著	7
2.2. 消费能力：城镇化率和人均可支配收入提升拉动消费升级	8
2.3. 消费趋势：服务业数字化转型趋势显著	9
3. 餐饮外卖：双寡头格局定，提升“效率”为增长关键	10
3.1. 美团外卖：单单模型	11
3.1.1. 自营配送业务	11
3.1.2. 第三方/商家配送业务	12
3.2. 外卖的成长空间	12
3.2.1. 需求端：GMV 和订单量持续提升	12
3.2.2. 成本端：	13
4. 到店，酒旅业务	15
4.1. 到店及旅游：	16
4.1.1. To C 端：团购风潮已过，削弱到店业务货币化能力	16
4.1.2. To B 端：获客需求提升，营销业务驶入“快车道”	16
4.2. 酒店业务——培育年轻用户，逐渐渗透高星级酒店业	18
4.2.1. 市场竞争格局：	19
4.2.2. 未来发展：伴随“年轻用户”成长，逐步进军高端市场	19
5. 新业务——完善需求侧服务，推动供给侧收入	20
5.1. 出行——完善生活服务全场景布局	21
5.2. To B 端业务——以数字化手段为商户赋能	22
5.2.1. 支付	22
5.2.2. 后端业务——餐饮管理系统（RMS）及食品供应链	23
6. 盈利预测与估值	25
6.1. GMV 及盈利预测	25
6.1.1. 餐饮外卖	26
6.1.2. 到店，旅游及酒店	27
6.1.3. 新业务	27
6.2. 估值：	29
7. 风险提示：	31

图表目录

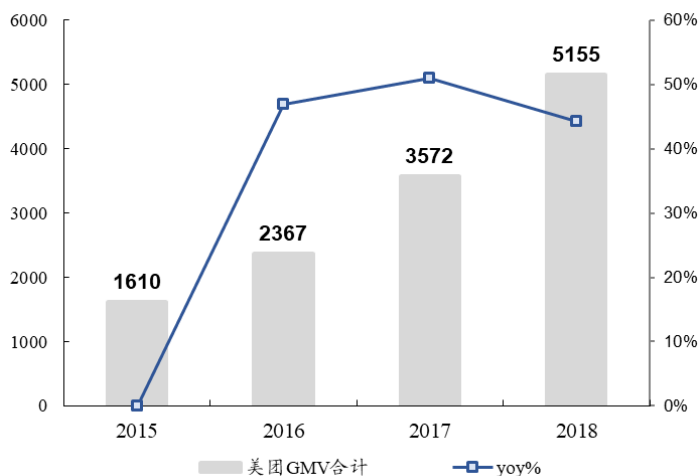
图 1: 美团 GMV (单位: 亿元)	5
图 2: 美团营业总收入 (单位: 亿元)	5
图 3: 美团如何在“千团混战”中脱颖而出	6
图 4: 国内服务线上化发展历程	6
图 5: 各国家服务消费占居民消费支出比重 (%)	7
图 6: 国内恩格尔系数逐年下降 (%)	7
图 7: 社会消费品零售总额及增速	7
图 8: 不同类型支出占 GDP 比例 (%)	7
图 9: 居民服务性消费增速显著高于食品, 衣着等消费	8
图 10: 国内居民境外出游人数及增长率	9
图 11: 在线餐饮外卖用户平台选择偏好因素	9
图 12: 社会消费品网上零售总额 (亿元) 及占比%	9
图 13: 在线生活服务市场规模 (亿) 及整体渗透率 (%)	9
图 14: 美团外卖业务 GMV (百万元)	10
图 15: 美团外卖业务收入 (百万元) 及货币化率 (%)	10
图 16: 美团外卖及饿了么收入对比 (百万元)	10
图 17: 美团, 饿了么市占率%	10
图 18: 美团外卖平均交易均价 (元)	11
图 19: 美团外卖提点率	11
图 20: 美团外卖交易笔数 (百万)	11
图 21: 美团外卖 GMV (百万元) 及增速 (%)	11
图 22: 自营配送业务收入及成本拆分	12
图 23: 商家/第三方配送收入及成本拆分	12
图 24: 年度餐饮外卖交易规模 (亿元) 及增速%	13
图 25: 外卖市场订单量 (亿)	13
图 26: 外卖用户消费习惯	13
图 27: 美团外卖每交易用户年均交易笔数	13
图 28: 餐饮外卖毛利 (百万元) 及毛利率 (%)	14
图 29: 餐饮外卖营业成本 (百万元) 及骑手成本占比 (%)	14
图 30: 交易用户激励费用 (百万元) 及 GMV 占比	14
图 31: 骑手日均送单量 (单)	14
图 32: 到店, 酒旅整体 GMV (百万元)	15
图 33: 到店, 酒旅收入 (百万元)	15
图 34: 到店, 酒店及旅游产品矩阵图	15
图 35: 到店交易笔数 (百万)	16
图 36: 到店及旅游 GMV (百万元)	16
图 37: 美团在线营销服务收入 (百万元) 及增速%	17
图 38: 美团佣金, 营销, 其他服务收入占比 (%)	17
图 39: 大众点评营销广告类型展示	17
图 40: 各类生活服务 APP 渗透率及活跃用户 (万)	18
图 41: 生活服务 APP 不同功能使用率对比 (%)	18
图 42: 美团酒店间夜量 (百万)	18

图 43: 美团酒店业务 GMV (百万元) 及 ADR (元)	18
图 44: 市占率% (间夜量)	19
图 45: 市占率% (GMV)	19
图 46: 在线酒店预订用户年龄分布	20
图 47: 在线酒店预订用户职业分布	20
图 48: 美团和携程单间夜佣金收入	20
图 49: 全国酒店房间数对比	20
图 50: 创新业务整体 GMV (百万元) 及提点率	21
图 51: 创新业务收入 (百万元) 及增速%	21
图 52: 各网约车平台用户规模 (万人)	22
图 53: 美团打车聚合模式	22
图 54: 美团支付业务模式	22
图 55: 美团支付发展历程	23
图 56: 美团和饿了么布局 B2B 市场历程	23
图 57: 餐饮供应链图谱	24
图 58: 餐饮企业选择供应商数量	24
图 59: 餐饮企业选择食材配送物流情况	24
图 60: 当前外卖业务收入拆分 (2018)	26
图 61: 未来外卖业务收入拆分 (2021E)	26
 表 1: 整体 GMV 预测表	 25
表 2: 到店, 旅游及酒店	27
表 3: 核心指标统计表	28
表 4: 可比公司估值	29
表 5: 估值	30

1. 美团点评：团购网站到“吃喝玩乐”一站式服务平台

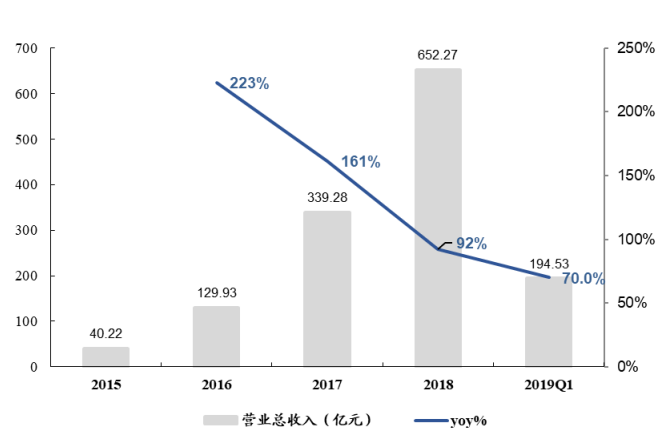
2018年9月，美团点评正式登陆港交所，由一家业务单一的团购网站，发展至一个连接“线上+线下”的一体化生活服务平台，业务覆盖餐饮，出行，旅游，到店四大生活服务赛道，截至2018年，美团已经成为年度交易额（GMV）高达5155亿元，收入652亿元的生活服务行业巨头。

图 1：美团 GMV（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：美团营业总收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 历史机遇——“千团大战”中，选择正确的，而非容易的

美团在 2010 年“团购元年”问世，至 2015 年，团购市场由“千团混战”到“三分天下”，2011 年时，市场上有 5000+ 团购公司，从业人员超过 10 万，2015 年，美团、大众点评、百度糯米占据了 84% 以上的市场份额。

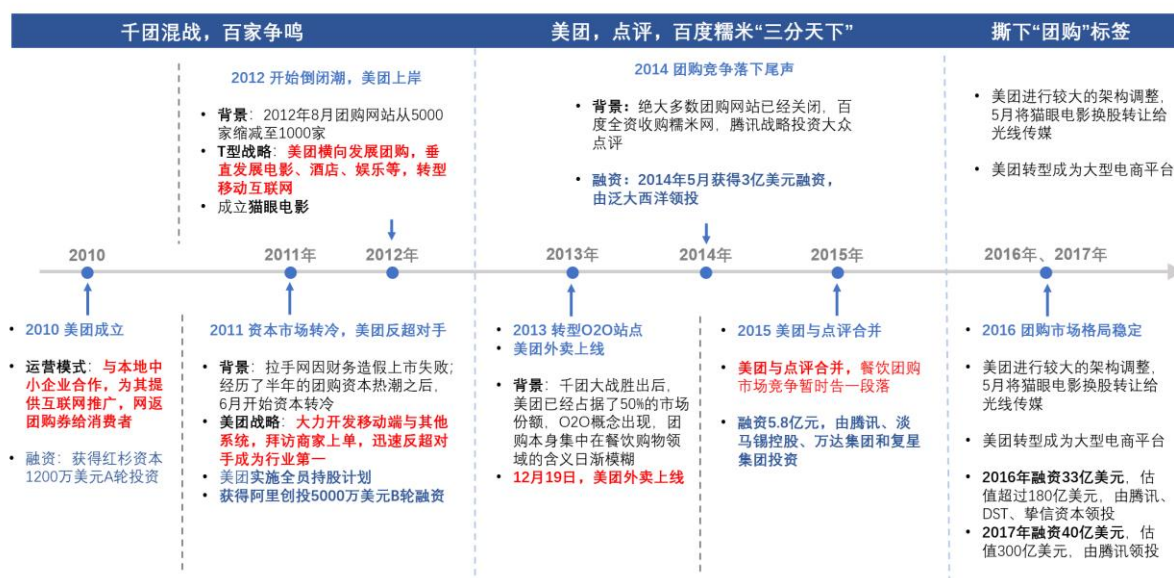
资本：互联网的战场中离不开资本的身影，2011 年拉手网上市失败，在资本市场对团购心灰意冷前，美团拿到阿里巴巴和红杉资本 5000 万美元的 B 轮融资，在第一次风波中安全身退。

战略：在各家团购网站集中在一线城市北上广深激烈厮杀时，美团选择以二三线城市入手，在拉手、窝窝团等扩张到 300 多个城市时，美团扩张到了 100 多个城市（多数为低线城市），最后，各家补贴在一线城市消亡殆尽，美团尚能在市场中保有一席之地。

定位——“追求高品质”：在美团创立之初，王兴对“美团”定位便与众不同，最大的特点是每天只卖一件商品，一周只上七个单，涉及吃喝玩乐各个方面，且折扣很大；同时，在各平台在用户端疯狂补贴时，美团选择补贴“供给端”抢占优质的资源。

2015 年，美团逐步摆脱单一的“团购”标签，逐步向全品类的生活服务平台转型，其野心也早在 12 年布局猫眼，13 年建立外卖业务，15 年合并大众点评种种事件中表露无遗。在那个移动互联网和服务线上化高歌猛进的时代，2011 年便布局移动端的美团终于脱颖而出，在 BAT 之后，凭借着在生活服务领域的绝对线下资源优势和用户流量，跻身互联网巨头之一。

图 3：美团如何在“千团混战”中脱颖而出



数据来源：易观，艾瑞咨询，东吴证券研究所整理

图 4：国内服务线上化发展历程



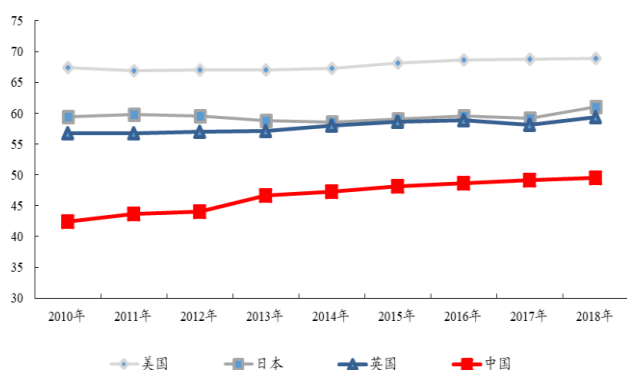
数据来源：易观，艾瑞咨询，东吴证券研究所整理

2. 行业：千亿市场有望保持高增长

2.1. 消费意愿：消费结构升级趋势显著

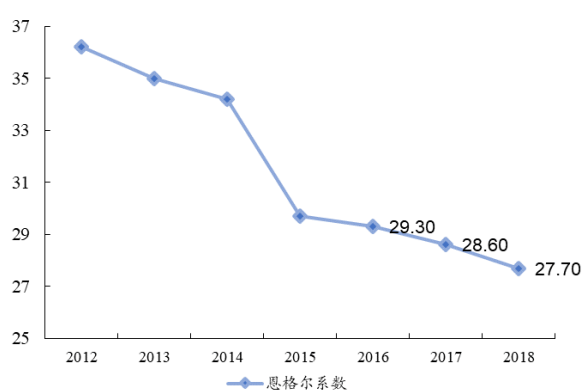
- 1) 从恩格尔系数来看(食品支出占个人消费的比重),发达国家的恩格尔系数通常在20%—30%之间,近年来国内城镇居民恩格尔系数持续下降,截至2018年,中国恩格尔系数由16年的29.3%下降至18年的27.7%,未来随着居民追求效率和自主型消费意愿提升,叠加科技进步因素,服务性消费将进一步增加。
- 2) 服务类支出增速快于商品类支出,其中服务性消费增速显著高于食品消费等增速,截至2018年,服务消费占比高达49.5%,文化娱乐,生活用品及服务,通信及交通,和其他消费复合增速均在7%以上,显著高于食品和衣着消费增速5.4%和3.1%。从整体社会层面而言,截至2018年,居民最终消费占GDP的比重自2010年后逐步回升,居民消费对于经济增长的贡献力量逐步增长。

图 5: 各国服务消费占居民消费支出比重 (%)



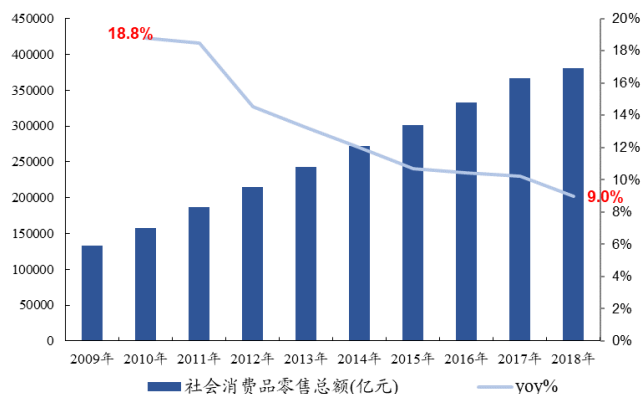
数据来源：统计局，东吴证券研究所

图 6: 国内恩格尔系数逐年下降 (%)



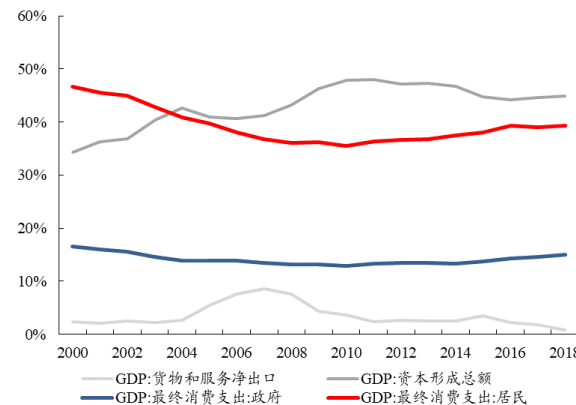
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 社会消费品零售总额及增速



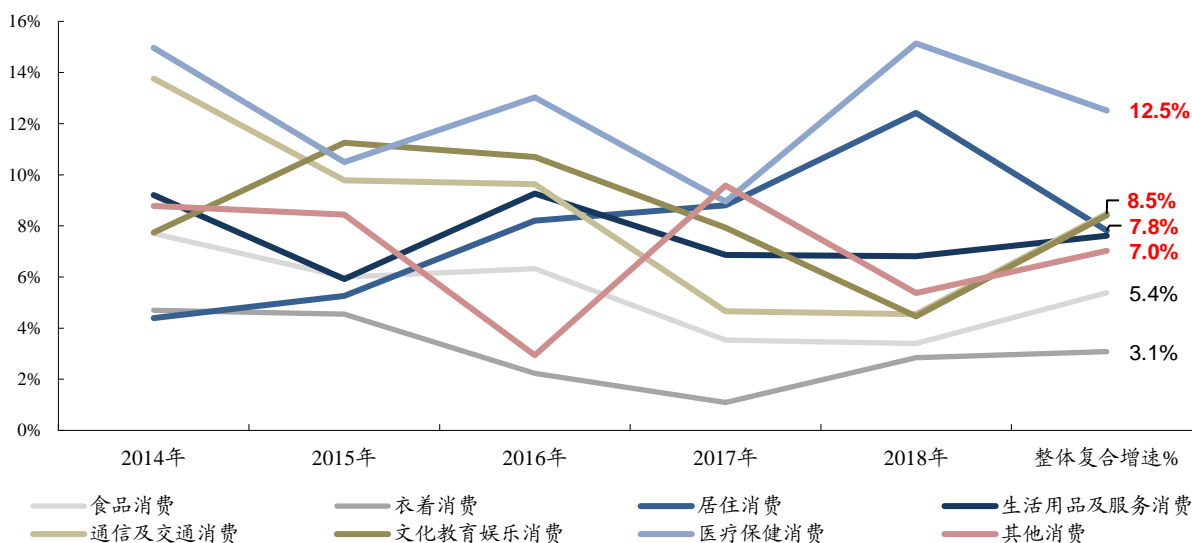
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 8: 不同类型支出占 GDP 比例 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：居民服务性消费增速显著高于食品、衣着等消费



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所整理

2.2. 消费能力：城镇化率和人均可支配收入提升拉动消费升级

我国城镇化率连年攀升，2018 年城镇人口达到 8.3 亿人，占总人口的 59.6%；此外，我国人均可支配收入也逐年稳步增长，2018 年全国居民人均可支配收入已达到 28228 元（+ yoy 8.7%）。

从人口结构来看，城镇化的推进催生了中产阶层规模的壮大，服务性消费增长潜力较大。据胡润研究院数据统计，截止 2018 年，我国中产家庭用户数达 3321 万户，70、80、90 后为主力军，其中华东区域占 4 成以上，新中产家庭年均收入约 50 万元，消费能力凸显。在消费类型方面，由于新中产已渐渐从物质升级向精神升级转变，新中产更愿意为休闲娱乐类服务付费，占其总消费的 42%，其中旅游、美食、健身、文娱等服务性消费最受青睐。随着社会发展和城镇化的推进，未来中产阶层的日益扩大，服务性消费增长空间将愈发广阔。

城镇化和居民可支配收入的提高有力拉动了消费升级，消费升级不仅体现在消费结构方面的升级，还体现在品质方面的消费升级。各细分服务领域品质升级典型特征如下：

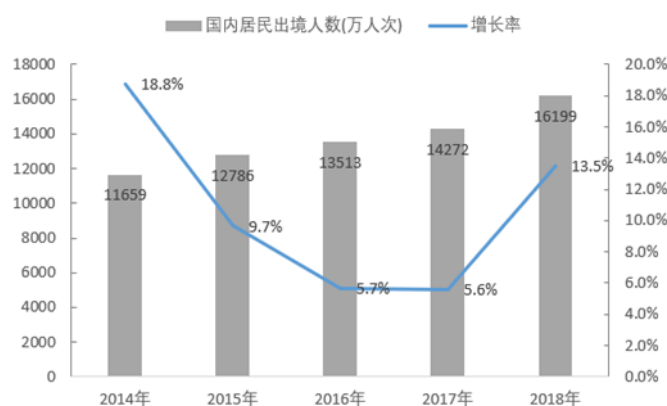
（1）O2O 餐饮：高安全性、高时效性、差异化成行业发展趋势

O2O 餐饮作为服务业的重要细分市场，正搭载消费升级的快车，2018 年 O2O 餐饮外卖规模达 4415 亿元。随着消费者生活水平的提升，外卖用户对于外卖品质，配送效率和服务态度等关注度提升。

(2) 旅游：跨境游，小众游，品质游成新旅游热点

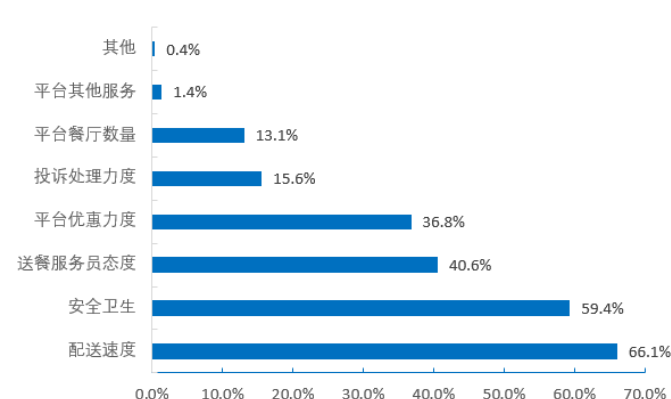
随着大众旅游需求的不断升级，2018 年我国国内旅游人数达 55.4 亿人次，同比增长 10.8%，境外游达 1.6 亿人次，同比增长 13.5%，出境游涨幅略高于国内游。在消费支出方面，消费者在旅游的过程中越来越注重特色服务与享乐体验，在特色美食和度假别墅上的消费增长率持续上升。

图 10：国内居民境外出游人数及增长率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 11：在线餐饮外卖用户平台选择偏好因素

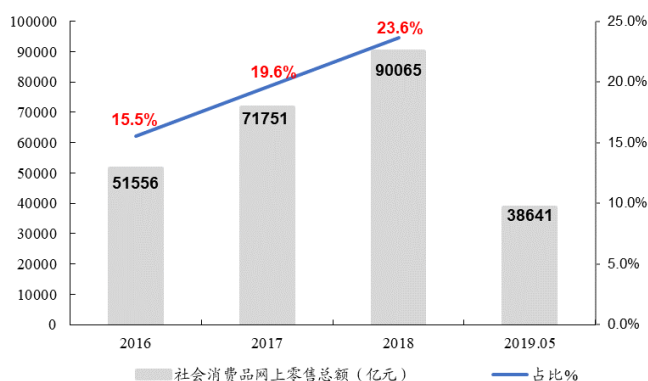


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.3. 消费趋势：服务业数字化转型趋势显著

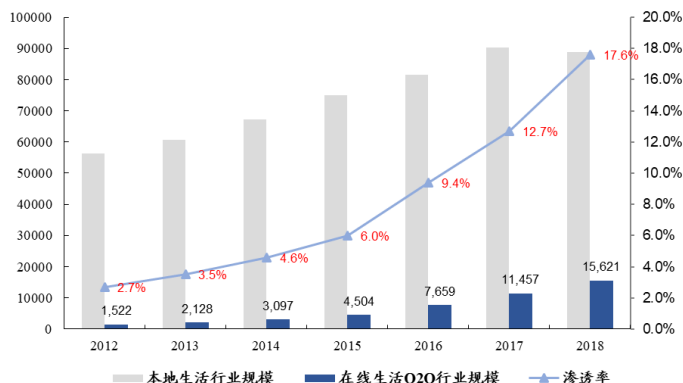
“互联网+”向更多传统消费领域加速渗透，截至 2018 年，全国网上零售额 90065 亿元，同比增长 25.5%，在整体社会消费品零售总额占比由 16 年的 15.5% 提升至 18 年的 23.6%。渗透率角度而言，在线生活服务市场整体渗透率快速提升，由 2013 年的 3.5% 提升至 2018 年的 17.6%，截至 2018 年，本地生活整体线上交易规模达 15621 亿（+yoy 36%），未来随着服务性消费需求增加和新零售服务等快速发展，生活类线上交易渗透率有望进一步提升。

图 12：社会消费品网上零售总额（亿元）及占比%



数据来源：前瞻研究院，东吴证券研究所

图 13：在线生活服务市场规模（亿）及整体渗透率（%）



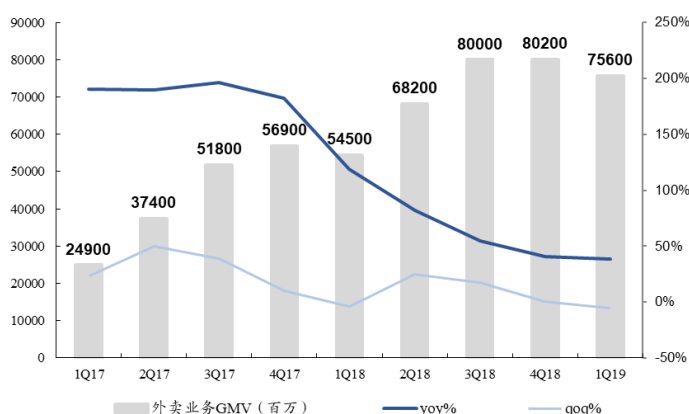
数据来源：前瞻产业研究院，易观，东吴证券研究所

3. 餐饮外卖：双寡头格局定，提升“效率”为增长关键

竞争格局——双寡头格局已定，截至 2019Q1，美团和饿了么合计占整体外卖市场 97.8% 市场份额：18 年外卖行业两大事件——美团上市和阿里收购饿了么，在资本的支持下，小平台逐步被淘汰，19Q1 美团餐饮外卖实现收入 107 亿元，饿了么收入 68.37 亿元，美团成为绝对的行业龙头。

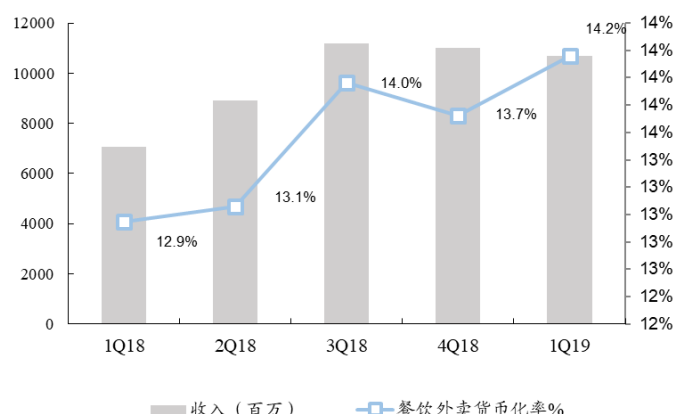
在补贴减少的情况下，美团市占率进一步提升，2019Q1 外卖 GMV 为 756 亿，同比增长 39%，环比下滑 6%，增速下滑主要受季节性影响，美团 19Q1 收入增长主要依赖于货币化率提升至 14.2%，同比提升 1.3%，因此预计国内外卖市场依靠 GMV 快速增长提升收入阶段已经进入尾声，**在下半场的竞争中，提升平台货币化能力将成为外卖角力重心，目前全国餐饮商户约 900 万家，美团和饿了么活跃商户数为 580 万和 350 万（未剔重），美团覆盖率已经超过 60%，未来 To B 端提点率重要性将提升。**

图 14：美团外卖业务 GMV（百万元）



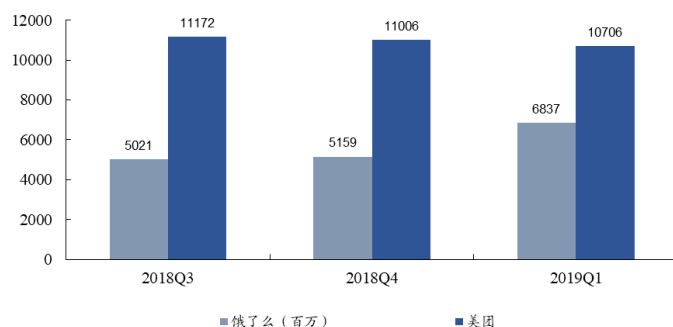
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：美团外卖业务收入（百万元）及货币化率（%）



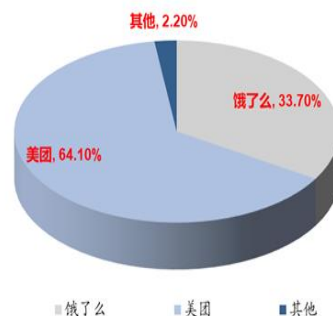
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：美团外卖及饿了么收入对比（百万元）



数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

图 17：美团，饿了么市占率%

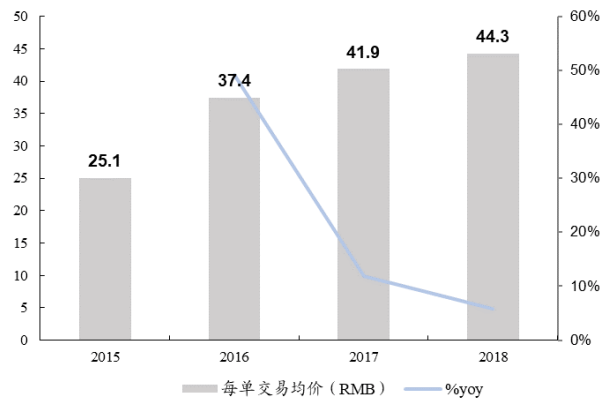


数据来源：DCCI，东吴证券研究所

3.1. 美团外卖：单单模型

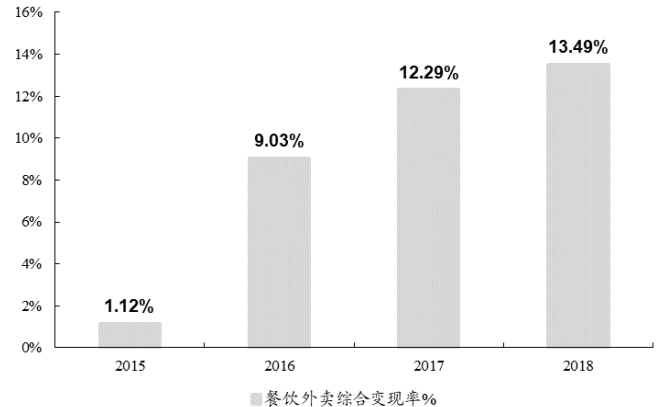
截至 2018 年，美团外卖整体 GMV 为 2828 亿元，同比增长 65%，收入为 381.4 亿元，同比增长 81.4%；单日订单量高达 1750 万单，每单交易均价提升至 44.3 元，综合变现率为 13.5%。美团外卖主要以佣金收入为主，广告收入占比较低，外卖业务收入快速增长背后主要因为货币化能力提升，在目前餐饮行业同质化竞争严重的情况下，商户对于外卖业务需求增多，同时随着美团市占率逐步提升，平台议价能力增强。

图 18：美团外卖平均交易均价（元）



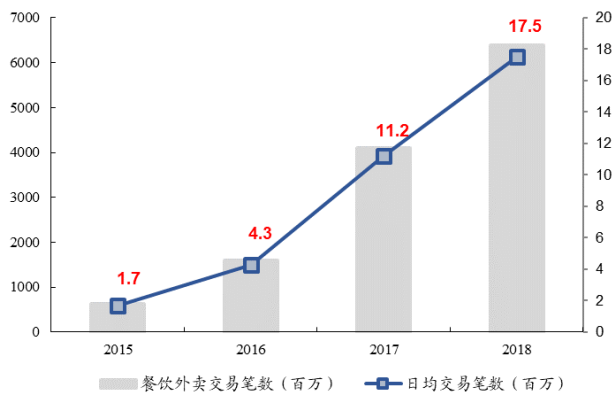
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 19：美团外卖提点率



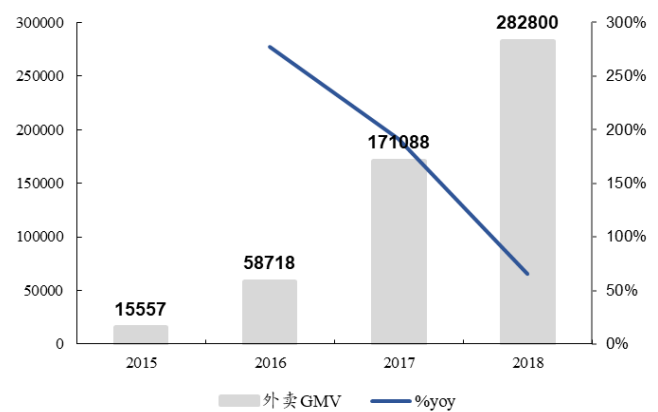
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 20：美团外卖交易笔数（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 21：美团外卖 GMV（百万元）及增速（%）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.1.1. 自营配送业务

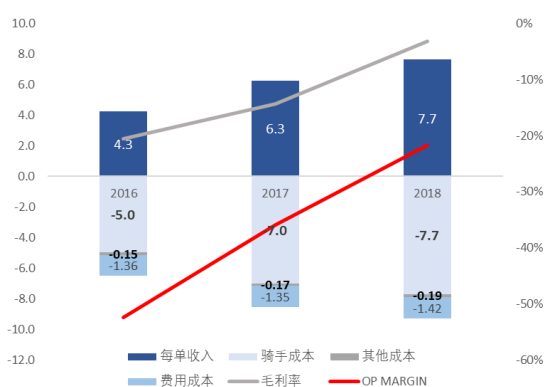
- **收入端：**截至 2018 年底，美团自营配送每单收入约 7.7 元（ $\text{自营配送收入/单} = \text{平均每单交易均价} \times \text{自营配送比例} \times \text{总体交易笔数} \times \text{综合提点率}$ ）；
- **成本端：**骑手成本约 7.7 元，支付、IT 及其他成本约 0.19 元，合计营业成本约 7.9 元/单；平均每单费用约 1.42 元/单，主要为交易用户激励费用，整体费用率

约 18%/单，亏损呈现逐步收窄趋势。

3.1.2. 第三方/商家配送业务

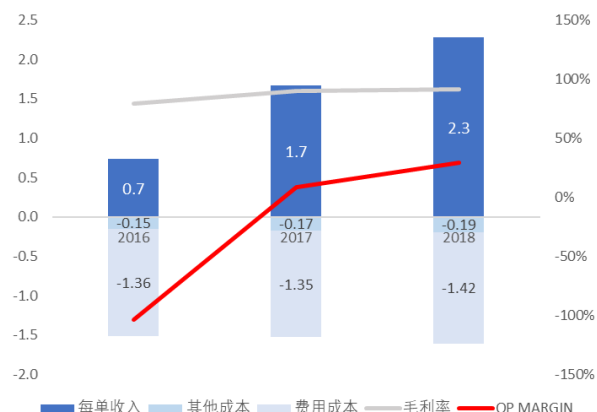
- **收入端：**截至 2018 年底，第三方/商家配送每单收入约 2.3 元（商家自营配送收入/单= 平均每单交易均价*第三方/商家配送比例*总体交易笔数*提点率）；
- **成本端：**支付、IT 及其他成本约 0.19 元，没有骑手成本；平均每单费用约 1.42 元/单，主要为交易用户激励费用（假设和自营配送业务一致）；
- **利润端：**整体而言，整体利润率约 30%，已经实现扭亏为盈。

图 22：自营配送业务收入及成本拆分



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 23：商家/第三方配送收入及成本拆分



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.2. 外卖的成长空间

3.2.1. 需求端：GMV 和订单量持续提升

整体而言，2018 年，国内本地生活服务市场的线上交易规模达 15621 亿元，其中，餐饮外卖市场交易规模达 4415 亿元，同比增速高达 112%，整体市场仍处于高速增长态势，我们认为未来将进一步推动整体交易规模增长的动力来自“用户数”和“订单量”的增长。

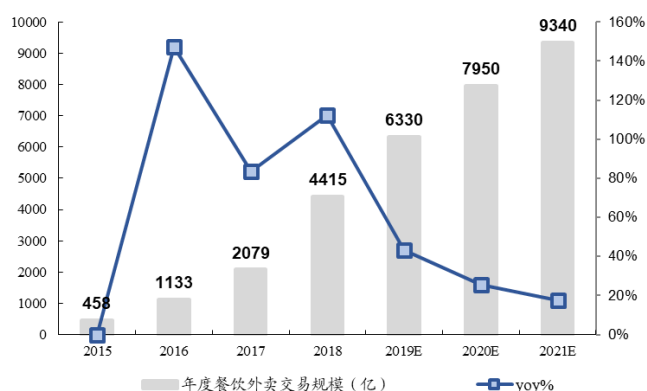
1) 用户数方面：截至 2018 年底，餐饮外卖活跃用户数约 4.1 亿人，中国整体移动互联网数约 11.4 亿（19Q1），渗透率仅 35%，对比电商而言，18 年底整体电商用户约 8 亿，渗透率约 70%，从消费角度而言，餐饮需求与网购需求有异曲同工之处，从用户数角度而言，外卖行业尚有较大提升空间。

2) 订单量：随着现代人对于“节约时间”的需求不断提升，近年外卖市场整体订单量保持快速增长态势，截至 2018 年，整体餐饮外卖订单量约 110 亿单，同比增速 98%，2018 年，美团外卖交易量约 64 亿单，每位交易用户平均每年交易笔数达 23.8 笔，较 2017 年的 18.8 笔增加了 5 笔，其中，头部 10% 用户年均交

易笔数约 98 笔，若剔除头部用户，其他用户年均交易笔数仅 6.9 笔，食品饮料作为日常生活刚性需求，预计未来人均交易笔数将进一步提升。

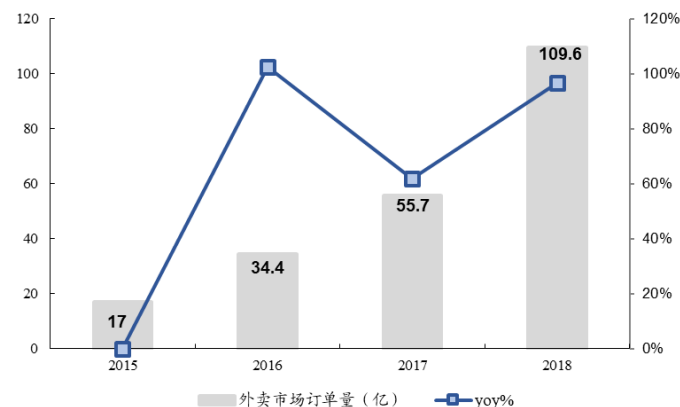
3) 每单客单价: 截至 2018 年底，美团外卖每单交易均价 44.3 元，同比增长 6%，外卖以小店经营为主，每单均价提升空间较窄，短时期内不会成为驱动 GMV 增长的核心动力。

图 24: 年度餐饮外卖交易规模 (亿元) 及增速 %



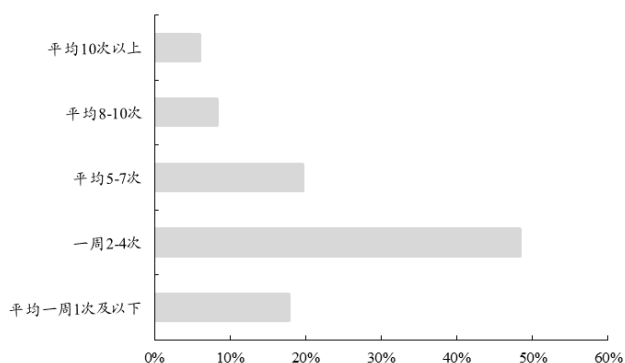
数据来源: 易观, 东吴证券研究所

图 25: 外卖市场订单量 (亿)



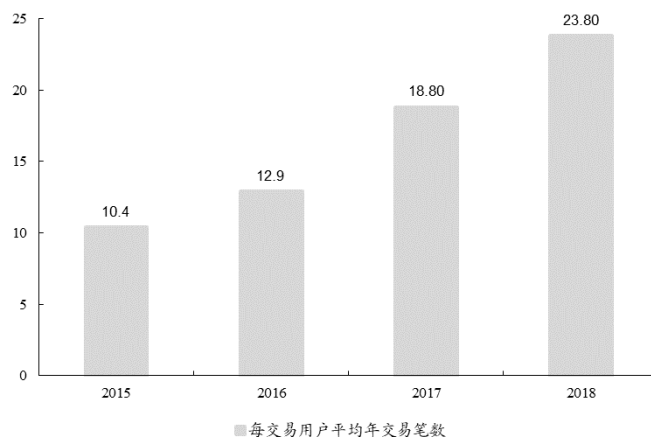
数据来源: 易观, 东吴证券研究所

图 26: 外卖用户消费习惯



数据来源: 易观, 东吴证券研究所

图 27: 美团外卖每交易用户年均交易笔数



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

3.2.2. 成本端:

截至 2018 年, 公司整体毛利率由 16 年的 -7.7% 提升至 13.8%; 骑手配送成本为餐饮外卖核心成本, 占整体外卖业务成本比例高达 93%, 未来骑手成本能否下降将取决于美团的提点率和配送效率。

1) 提点率: 保持上升趋势, 提升货币化能力

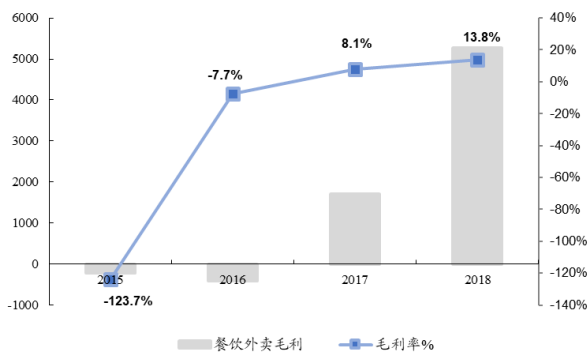
商户端：截至 2018 年，美团外卖整体货币化率约 13.5%，每单餐饮外卖对于美团的提点率约 15-20%（最低为 5.5 元），考虑到餐饮商户整体净利率偏低（约 8-10%），外卖业务有助于商户降低每单租金成本，提升其盈利能力，预计未来平台对于商户提点率将保持提升趋势。

平台端：随着用户对于平台的使用粘性已经形成，平台的交易用户激励将逐步降低，美团 18 年激励费用占整体餐饮外卖 GMV 占比由 16 年的 4.5% 下降至 18 年的 1.9%，预计餐饮外卖业务整体提点率未来将保持缓慢上升趋势。

2) 配送效率：单位成本下送单量提升

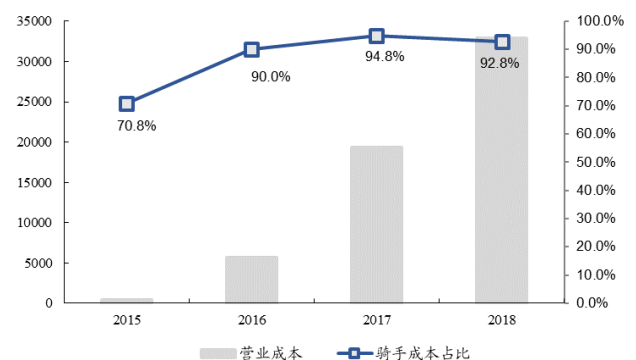
截至 2018 年，美团单骑手每日送单量由 16 年 14 单提升至 28 单左右，主要得益于配送大数据的优化，提高骑手配送效率，未来随着订单数量和数据优化同步提升，骑手单日配送量可进一步提升，骑手人数增速将放缓，产生规模效应。

图 28：餐饮外卖毛利（百万元）及毛利率（%）



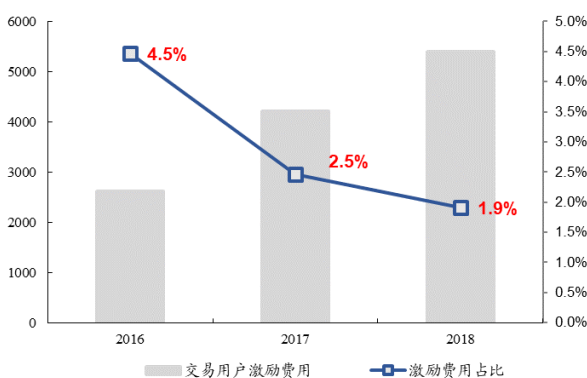
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 29：餐饮外卖营业成本(百万元)及骑手成本占比(%)



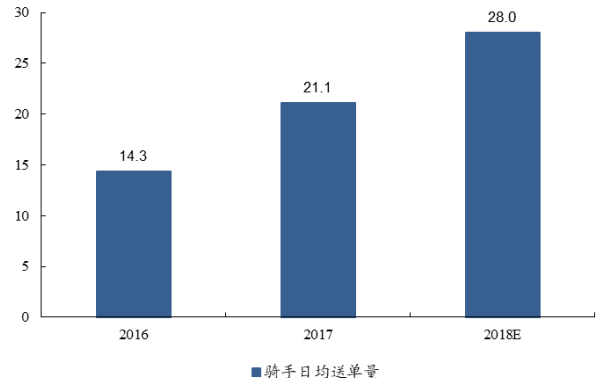
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 30：交易用户激励费用（百万元）及 GMV 占比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 31：骑手日均送单量（单）

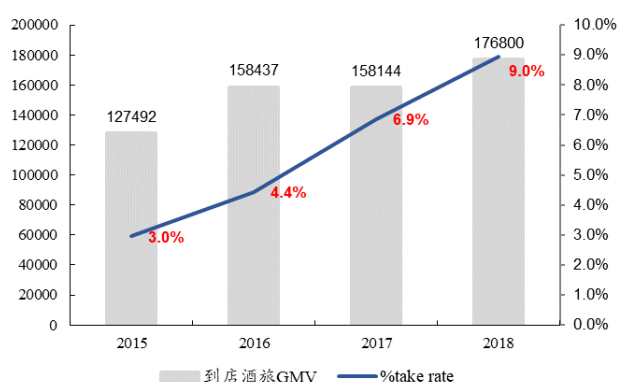


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 到店，酒旅业务

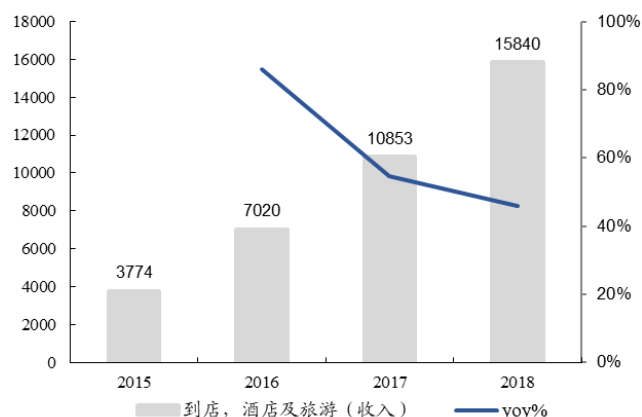
截至 2018 年，到店，酒店及旅游业务收入占比 24%，虽然比例低于外卖业务，但由于该业务毛利较高，在公司战略地位不言而喻。该业务由单一的“交易”模式发展至目前的“交易+营销”双管齐下模式，截至 2019Q1，该业务收入为 44.92 亿元，同比增长 43.2%；GMV 为 464 亿元，同比增长 15%，收入增速显著高于交易额增速，说明“营销类”业务对收入的贡献效果逐步提升，2018 年整体货币化率为 9%，呈现逐步提升的趋势。

图 32: 到店，酒旅整体 GMV (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 33: 到店，酒旅收入 (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 34: 到店，酒店及旅游产品矩阵图



数据来源：亿欧，大众点评及美团 APP，东吴证券研究所

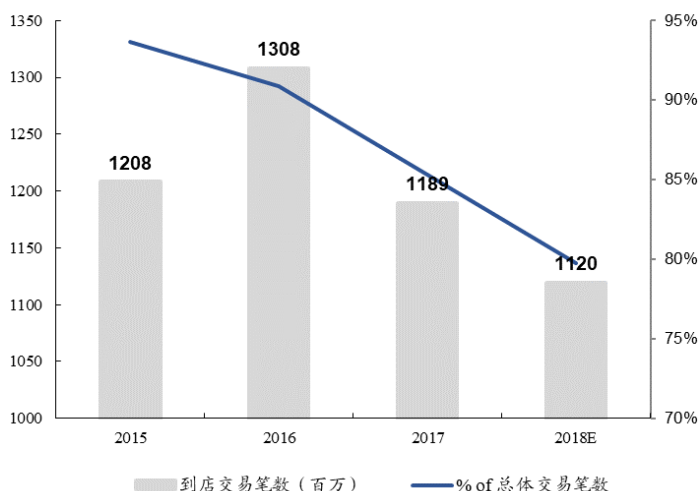
4.1. 到店及旅游:

美团到店业务主要凭借着大众点评在生活资讯市场中的用户流量优势，推出用户团购优惠，商户营销等一系列服务。按照业务类型划分，美团收入可拆分为佣金，广告营销和其他服务三类，按照业务类型可分为 To C 业务（到店等）和 To B 业务（在线营销服务等）：

4.1.1. To C 端：团购风潮已过，削弱到店业务货币化能力

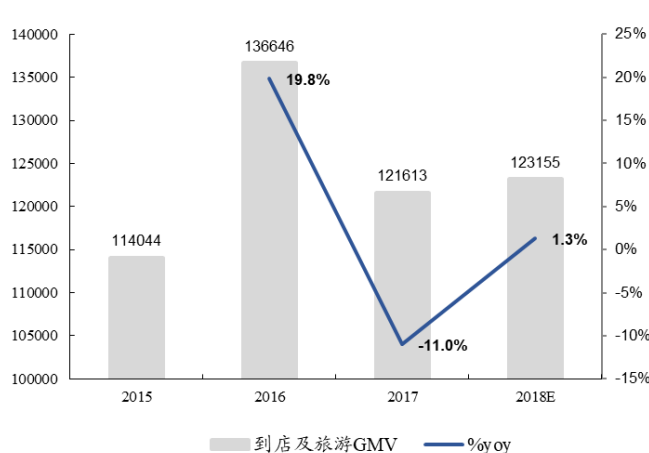
针对 C 端用户，主要是消费者通过平台消费，美团收取佣金作为收入（团购，优惠券等），平均提点率大约为 5%—7% 左右。自 2016 年团购风潮过后，外卖行业兴起，美团整体到店交易笔数呈现下降趋势，截至 2018 年，到店及旅游交易笔数约 11.2 亿笔，整体 GMV 也同步呈现下滑，2018 年到店及旅游 GMV 约 1231.5 亿元，几乎与 17 年持平。

图 35: 到店交易笔数（百万）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 36: 到店及旅游 GMV（百万元）



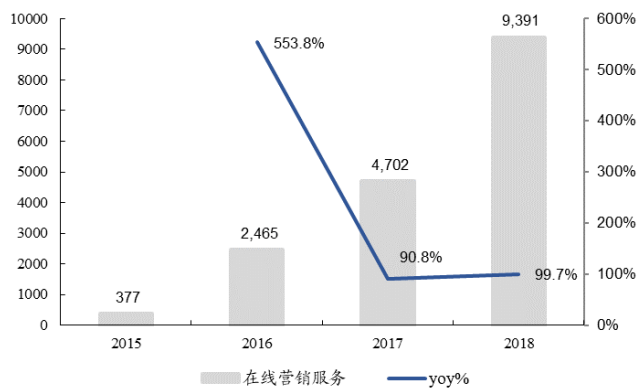
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.1.2. To B 端：获客需求提升，营销业务驶入“快车道”

目前，广告营销服务近年处于快速上升阶段，主要为各类商户提供广告营销服务为主（竞价广告，页面营销，销售活动等），由于其毛利和净利较高，已经成为公司核心业务，战略地位步步上升。

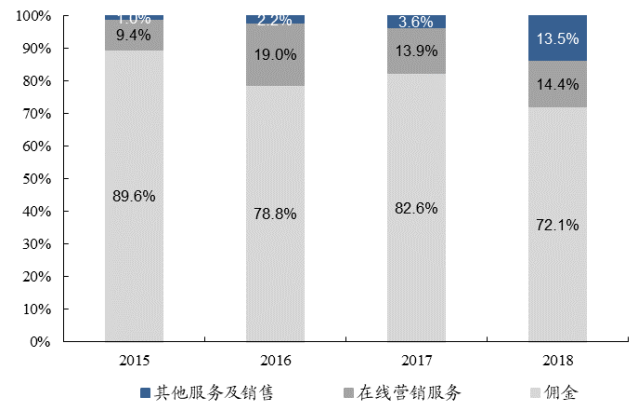
2016 至 2018 年美团在线营销服务收入为 24.7/47.0/93.9 亿元，同比增速为 553.8%/90.8%/99.7%。在线营销收入主要来自外卖的竞价广告和大众点评为各类商家提供线上营销服务（霸王餐，页面美化，APP 首页推荐等）。由于外卖业务佣金收入占比超过 95%，推断整体外卖业务广告收入偏低，因此“大众点评”上的商家营销服务是驱动该部分业务增长的核心力量。

图 37: 美团在线营销服务收入(百万元)及增速%



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 38: 美团佣金, 营销, 其他服务收入占比 (%)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 39: 大众点评营销广告类型展示



数据来源: 大众点评 app, 东吴证券研究所整理

“高粘性用户+强需求商户” 协力推动广告业务高速增长

➤ 用户端:

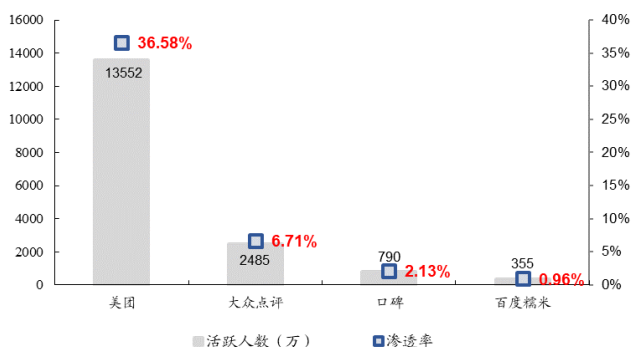
在本地生活资讯市场, 美团和大众点评占据绝对领先优势, 据易观数据, 截至 2018 年, 整体生活服务平台网民数约 3.7 亿人, 美团和大众点评月活人数约达 1.4 亿和 2500 万人, 渗透率分别为 36.6%和 6.7%; 同时, 查找餐厅, 优惠买单和团购作为到店的三类高频使用功能, 美团和大众点评各类功能使用率显著高于其他 APP。未来, 考虑用户对大众点评和美团的使用习惯已经养成, 行业马太效应显现, 未来美团及大众点评将保持领先优势。

➤ 商户端:

1) **租金成本较高, 广告需求强烈:** 目前房价上涨, 商铺租金成本逐年递增, 许多中小商户只能选择在较为偏僻的大楼和地段开设门店, 因此在发展初期需要通过广告营销触达客户, 积累流量和品牌, 对广告需求强烈。

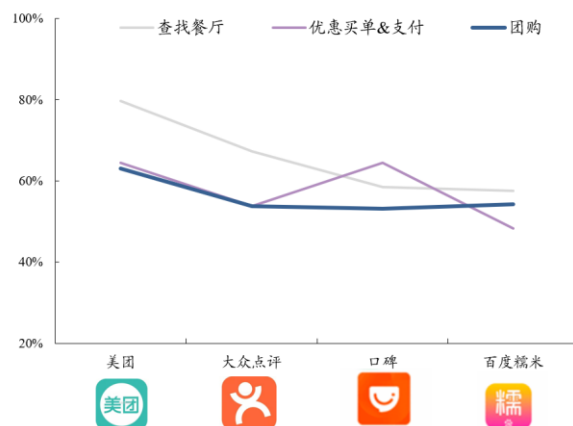
2) **市场同质化竞争严重, 线上流量红利枯竭:** 在整体线上流量增速放缓的情况下, 商家对于广告服务的付费意愿将提升, 特别是消费生活型商家, 比如美容美发, 婚纱摄影等, 随着传统电视等广告渠道影响力减弱, 美团和大众点评已经逐渐成为该类商户投放广告的首选。

图 40: 各类生活服务 APP 渗透率及活跃用户 (万)



数据来源: 易观千帆, 东吴证券研究所

图 41: 生活服务 APP 不同功能使用率对比 (%)

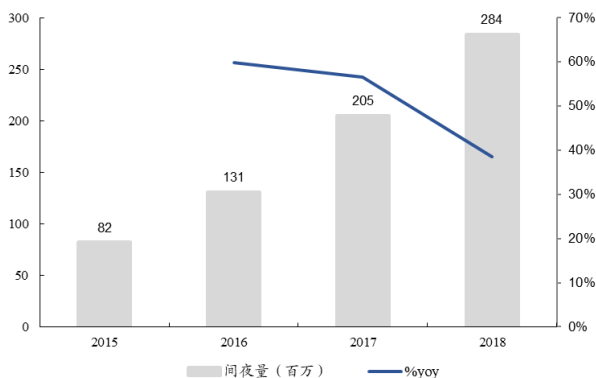


数据来源: 极光大数据, 东吴证券研究所

4.2. 酒店业务——培育年轻用户, 逐渐渗透高星级酒店业

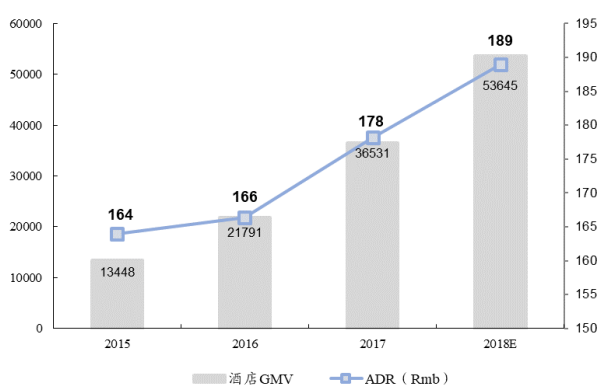
美团酒店业务在发展初期, 以三线城市及单体酒店 (三星及以下为主) 为切入点, 用户方面, 以年轻用户为主; 商户端, 以较低的提点率和商户合作 (8-10%左右), 同时, 将其外卖业务的高频流量向低频的酒旅业务引流, 截至 2017 年, 美团酒店业务的 GMV 为 365 亿元, 间夜量为 205 亿, ADR 约 178 元, 均呈现不同程度增长。

图 42: 美团酒店间夜量 (百万)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 43: 美团酒店业务 GMV (百万元) 及 ADR (元)



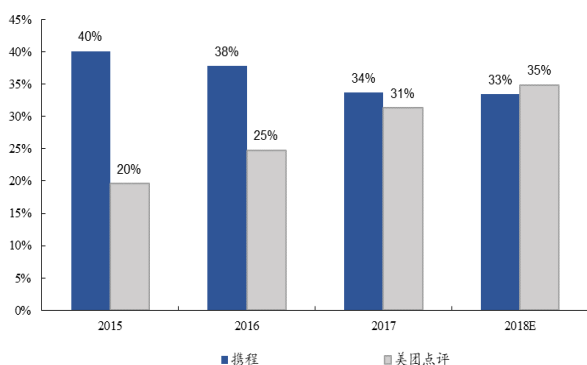
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

4.2.1. 市场竞争格局:

1) 从间夜量角度: 美团市占率已经超过携程, 截至 2018 年底, 美团间夜量为 2.84 亿, 携程间夜量为 2.72 亿, 美团和携程市占率基本接近, 分别为 35% 和 33%。

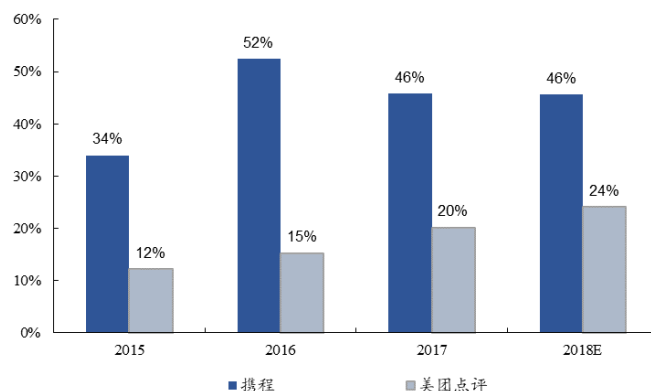
2) 从交易额 GMV 角度: 截至 2017 年, 美团酒店 GMV 约 365 亿, 市占率仅 20%, 其 GMV 和间夜量增速差异主要由于美团用户相对年轻化, 消费以二三线城市单体酒店为主, 致使整体 ADR 较低, 美团 2017 年 ADR 约 178 元, 携程约 378 元。

图 44: 市占率% (间夜量)



数据来源: 公司财报, 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图 45: 市占率% (GMV)



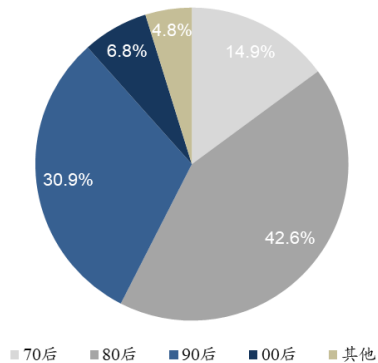
数据来源: 公司财报, 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

4.2.2. 未来发展: 伴随“年轻用户”成长, 逐步进军高端市场

围绕打造“衣食住行”一站式平台的主旨, 美团酒店的发展借助其餐饮外卖业务的优势, 采用由“高频向低频”引流, 逐步向高星级酒店渗透的战略。在发展初期, 美团为了和携程进行差异化竞争, 其主要用户为学生和青年群体, 随着该群体消费能力逐步增强, 叠加对于美团 APP 的使用习惯, 未来美团有望在 3-5 年进一步提升酒店业务收入及市占率。

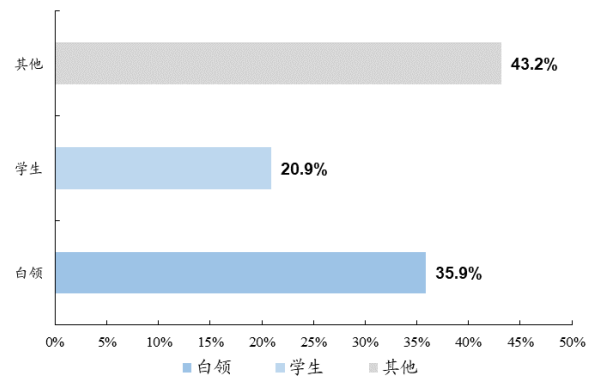
据 Trustdata 统计, 年龄而言, 目前 80 后, 90 后及 00 后在整体酒店预订市场合计占比约 80%; 据职业划分, 目前学生和白领群体在整体市场占比约 57%, 整体而言, 年轻用户已经逐步成为线上酒店预订市场核心用户, 且在未来 5-10 年中, 该部分用户的消费能力会随着工资收入增加逐步提升, 其对于酒店品质的需求也将同步提升。

图 46: 在线酒店预订用户年龄分布



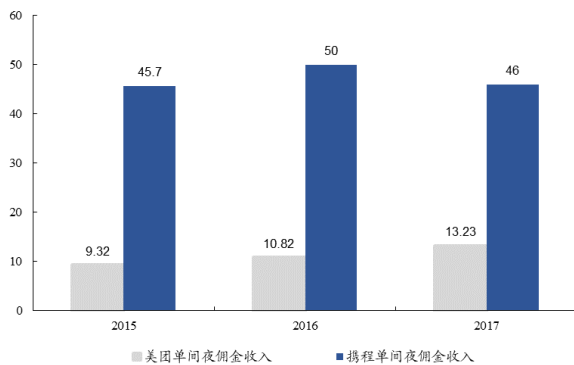
数据来源: Trustdata, 东吴证券研究所

图 47: 在线酒店预订用户职业分布



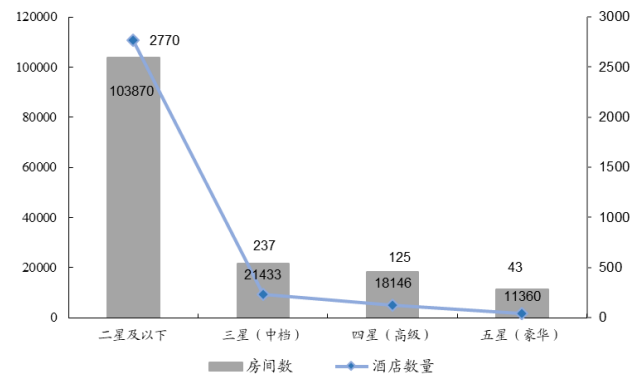
数据来源: Trustdata, 东吴证券研究所

图 48: 美团和携程单间夜佣金收入



数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

图 49: 全国酒店房间数对比



数据来源: 盈蝶咨询, 东吴证券研究所

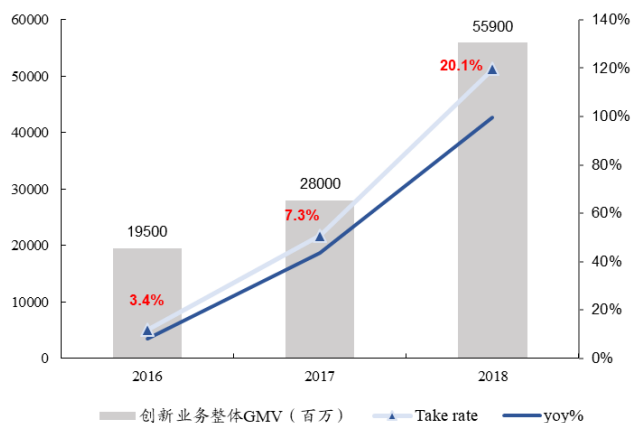
5. 新业务——完善需求侧服务, 推动供给侧收入

美团核心理念为打造囊括“吃喝玩乐”的全方位生活服务平台, 目前, 美团已经通过高频消费的“餐饮”业务取得了本地生活服务市场的用户流量优势和商户覆盖优势。未来, 我们认为新业务板块将从 C 端和 B 端两方面同步推进美团成长。截至 2018 年, 美团新业务 GMV 为 559 亿, 同比增长 99.6%; 收入为 112.4 亿, 同比增长 450.3%; 整体货币化率由 16 年的 3.4% 提升至 18 年的 20.1%。

1) To C 端——完善生活服务全场景布局: “出行”作为日常生活中消费频次仅次于“餐饮”的重要生活场景成为各平台必争之地, 美团近年推出“美团打车”, 收购“摩拜单车”等, 逐步覆盖更多的生活场景, 致力于提供更全面的生活服务。

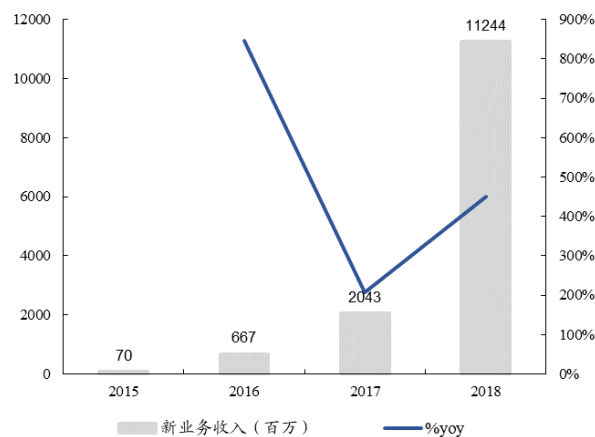
2) **To B 端 ——为商户实现数字化赋能：**凭借着“大众点评”和“美团”在 O2O 生活服务市场的高市占率和高用户粘性，美团顺理成章可推进 B 端的商户衍生服务，包括餐饮管理系统（RMS），快驴进货（供应链），在线商户营销等一系列服务。

图 50：创新业务整体 GMV（百万元）及提点率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 51：创新业务收入（百万元）及增速%



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5.1. 出行——完善生活服务全场景布局

美团打车及摩拜单车在整体平台内主要起“完善生活服务场景和连接场景”作用，美团在餐饮，酒店，旅游，其他生活服务等一系列场景均已布局，且依靠先发优势取得一定的市占率，“出行”作为“用户+场景”之间的连接，布局出行是美团打造完整生活服务平台的必经之路。

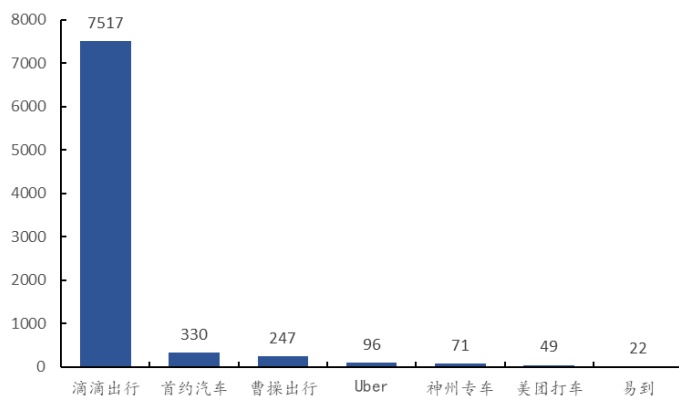
1) **网约车：“聚合模式”解难题。**“聚合模式”将带为美团解决当前司机运力不足，用户需求无法满足，平台成本较高等一系列问题，将传统“抢占流量”的战略转变为“提供优质服务”，通过提升用户的打车体验，实现生活服务平台价值，将出行融入其他生活服务场景。

- **从盈利角度而言，**美团采取对接入平台的第三方服务商均抽取一定的佣金，同时减少补贴，减轻公司财务负担，截至 2018 年，公司网约车司机成本 44.63 亿元，在整体新业务成本占比约 28.7%，占整体新业务收入比例约 40%，是造成亏损的主要原因之一，未来随着“聚合模式”推行，19 年起亏损有望收窄。
- **从整体网约车市场而言，**各家平台经过前期激烈的补贴大战之后，自 2018 年下半年起，各大网约车平台的入口都相继向其他网约车平台开放，开始以“聚合模式”抱团取暖。2019 年起美团也上线了“聚合模式”，实行“轻资产”运

营模式，目前，不仅可以在平台上打到自家的车，也可以选择首汽出行、神州专车、曹操出行等品牌的车。

2) 共享单车：大规模折旧完成，19年起整体亏损收窄。2018年4月美团以155.63亿元收购摩拜单车，摩拜于2018年Q3并表，18年财报显示公司单车及汽车一次折旧35.4亿元，单车账面净值剩余16.6亿元，预计未来单车及汽车折旧金额将大幅下降，亏损降低。

图 52：各网约车平台用户规模（万人）



数据来源：易观，东吴证券研究所

图 53：美团打车聚合模式



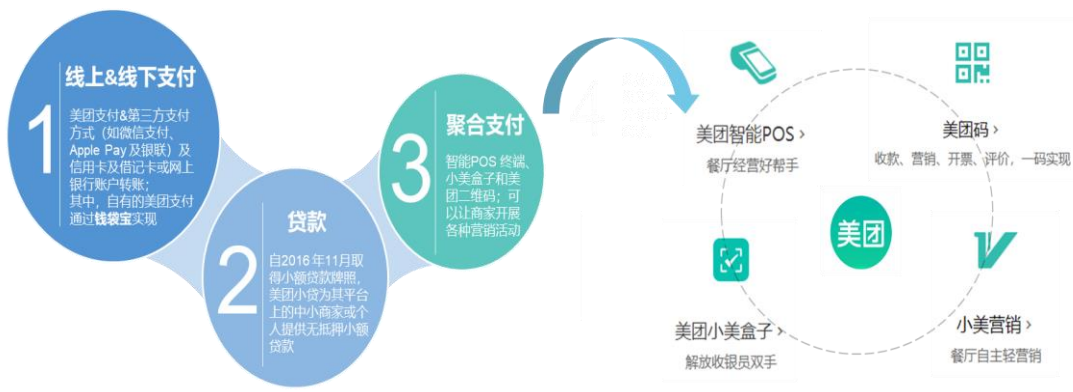
数据来源：美团 APP，东吴证券研究所

5.2. To B 端业务——以数字化手段为商户赋能

5.2.1. 支付

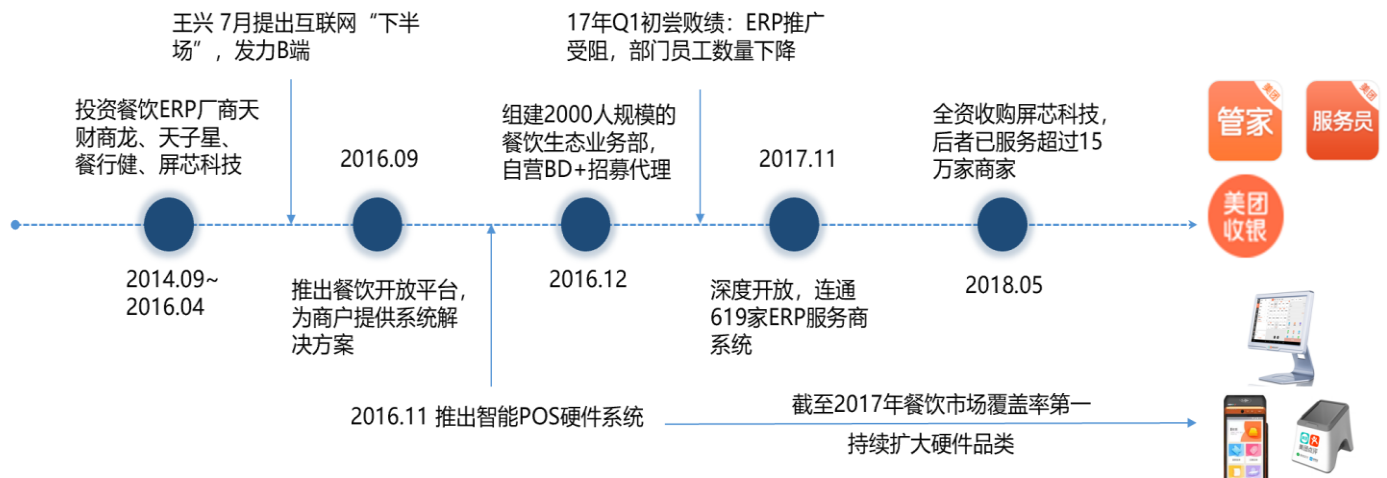
美团金融系统的发展主要立足于高频场景业务（外卖等），将海量用户和场景深入结合，增加衍生服务变现空间，在前端，帮助商家完善支付功能，后端，通过信用输出为运营有一定困难的中小商家提供帮助，而且通过 POS 机及小白盒（扫二维码）的覆盖和支付数据的收集，叠加对于 B 端商户的了解，美团对于该部分业务的风险分析和控制能力较强。

图 54：美团支付业务模式



数据来源：易观，DCCI，东吴证券研究所

图 55: 美团支付发展历程

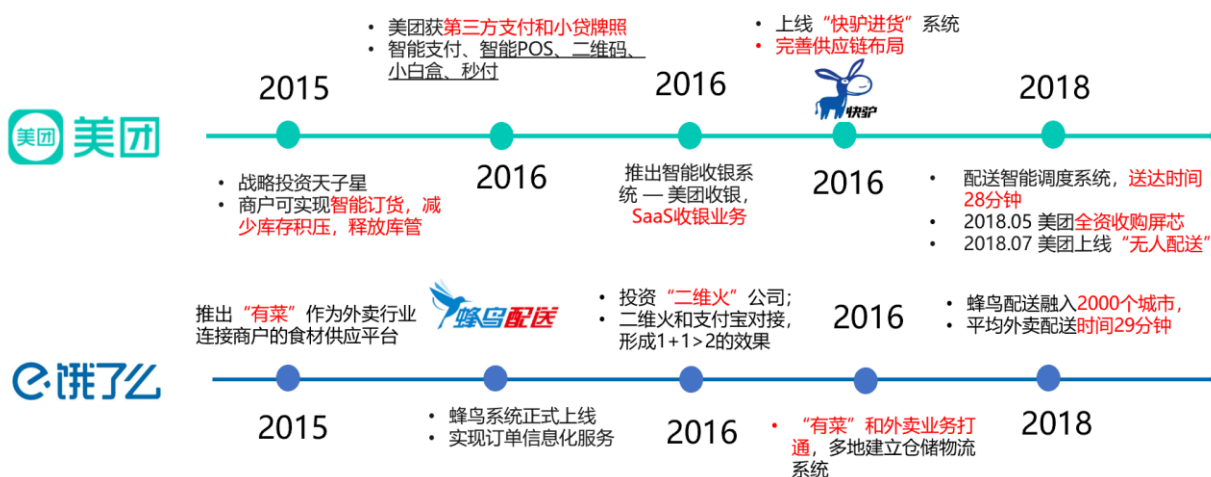


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

5.2.2. 后端业务——餐饮管理系统（RMS）及食品供应链

餐厅管理系统（RMS）和快驴进货（供应链）本质属于依托外卖和大众点评等累积的B端用户变现的B2B业务，在C端个人争夺战已经结束，美团与对手饿了么从2015年开始，逐步布局餐饮B2B业务，生活服务行业的竞争点由C端需求侧转至B端供给侧，其中**餐饮供应链、ERP系统、智能POS、金融业务**为B2B主要战场，美团有望借助其积累的餐饮商户大数据，通过数字化手段为商户赋能。

图 56: 美团和饿了么布局 B2B 市场历程



数据来源：易观，艾瑞咨询，东吴证券研究所

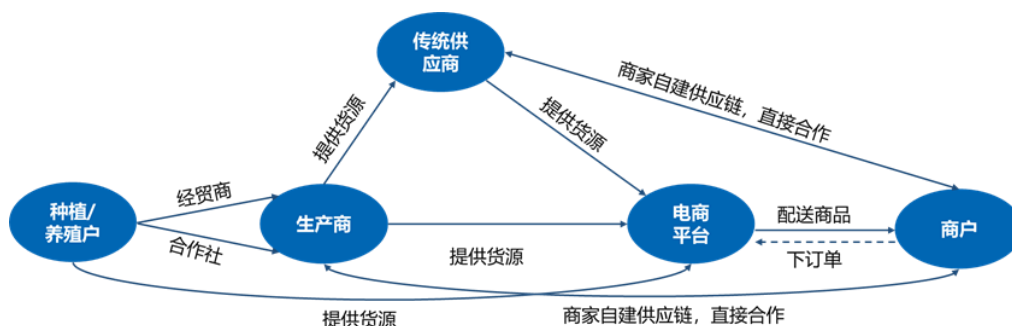
1) 快驴进货：上游格局分散，行业需求强

优质的供应链必须整合物流，冷供应链，数据等多种资源，2018年，76.77%餐饮企

业选择与第三方物流合作，美团在物流和餐饮数据等方面具有一定优势，发展快驴餐饮供应链业务将和其他外卖，到店餐饮业务形成协同效应。

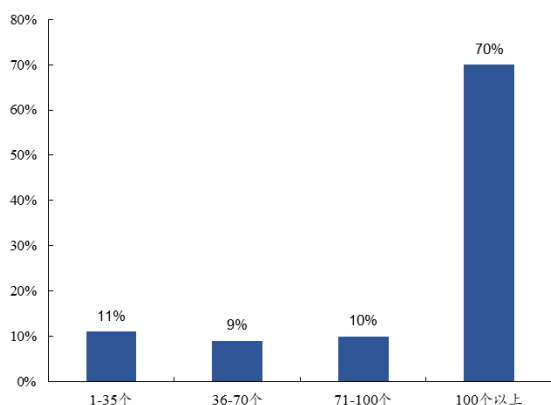
从供应链市场而言，截至 2018 年，整体餐饮市场规模约 3 万亿，其中原材料采购环节市场约 1.2 万亿元。竞争格局：上游格局高度分散，中小餐饮商户议价能力较弱。我国餐饮行业供应渠道较为多元，很多餐饮商家拥有多个供应商，供应商达到 100 个以上的餐饮商户数量占比 70%，上游供应商整体格局较为分散，大部分为中小型供应商和零散的农户。需求端：国内餐饮供应链正逐步走向数字化和有序化，餐饮商户对于高质量和高效的供应关系需求强烈。

图 57：餐饮供应链图谱



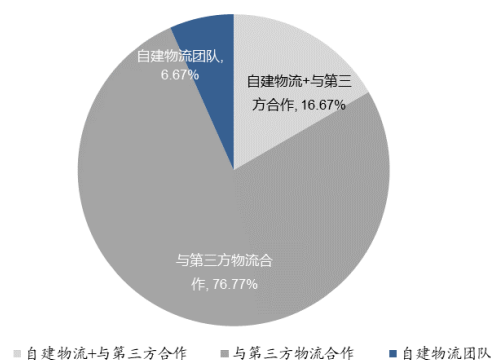
数据来源：CCLC，东吴证券研究所

图 58：餐饮企业选择供应商数量



数据来源：易观，东吴证券研究所

图 59：餐饮企业选择食材配送物流情况



数据来源：CCLC，东吴证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. GMV 及盈利预测

1) 餐饮外卖:

- 现代人愿意为“便利性”支付溢价越来越高，未来整体外卖餐饮用户数和交易频次尚有较大成长空间；同时，整体外卖行业进入双寡头格局，行业马太效应逐步显现，美团外卖业务将保持快速增长，预计 19-21 年 GMV 增速为 29.0%/16.4%/11.1%。

2) 到店，旅游及酒店:

- **到店及旅游:** To C 端 “大众点评”和“美团”在本地生活在服务市场积累的大量高粘性用户，To B 端商户同质化竞争激烈，对于广告营销需求大幅提升，该业务收入有望保持高速增长；
- **酒店业务:** 考虑美团在发展初期培育的“年轻用户”群体消费能力和需求提升，叠加用户使用习惯已经养成，酒店业务在间夜量和客单价方面有望进一步提升；
- 未来整体到店及酒旅业务将驶入快车道，19-21 年 GMV 增速为 21.6%，14.6%，15.6%。

3) 新业务:

- 2019 年起，美团生鲜业务逐步停止扩张，并且关闭部分门店，亏损将逐步收窄；打车业务改为聚合模式，预计整体新业务的货币化率有望提升，2019-2021 年 GMV 增速为 19.6%，16.1%，14.7%。

表 1: 整体 GMV 预测表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
餐饮外卖 GMV	171088	282800	364743	424602	471611
yoy%		65.3%	29.0%	16.4%	11.1%
创新业务 GMV	28000	55900	66842	77576	88973
yoy%		99.6%	19.6%	16.1%	14.7%
到店酒旅 GMV	158144	176800	214973	246394	284880
yoy%		11.8%	21.6%	14.6%	15.6%
合计 GMV	357232	515500	646559	748571	845464
yoy%		44.3%	25.4%	15.8%	12.9%

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所整理预测

6.1.1. 餐饮外卖

1) 用户端——引流利器:

餐饮作为日常生活刚性需求,对比其他日常生活服务场景和需求,餐饮外卖在使用频率,培养用户对于APP粘性,和覆盖用户数量方面具有天然的优势,美团酒旅和新业务的初期流量多半来自“餐饮外卖”业务导流,不论外卖何时盈利,其“引流”作用都无法被代替。

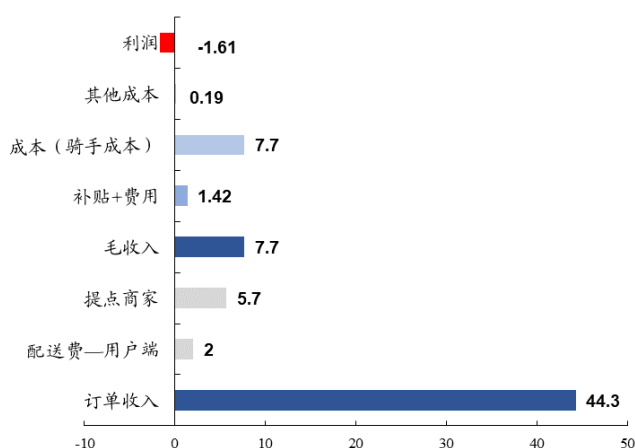
2) 商户端——为 To B 业务奠定基础

外卖业务叠加“大众点评”的生活资讯业务也是美团吸引线下商户的重要手段之一,通过外卖服务,美团进一步为商户提供支付,线上营销等增值服务,形成生态闭环,提升商户对于平台的依赖程度,未来将帮助美团在 To B 业务端发展。

3) 何时盈利——“规模效应”显现,外卖业务将扭亏为盈

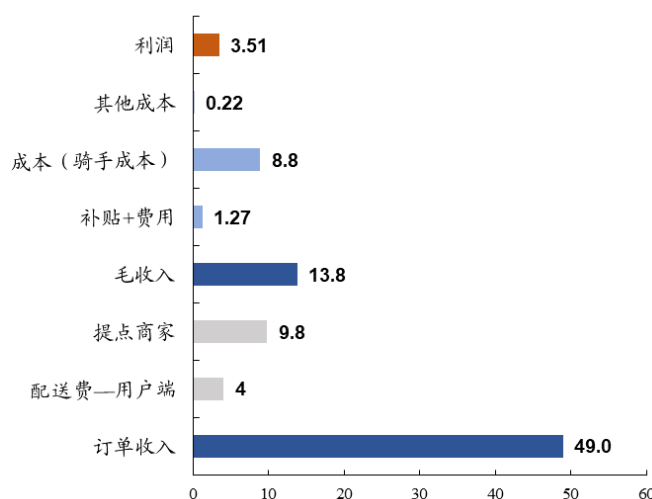
外卖业务方面,随着交易激励逐步下降,18年起3P业务(第三方配送)已经成功实现扭亏为盈,每单EBIT约0.7元;1P业务(自营配送)尚处于亏损阶段,主要原因为骑手成本占比较高(约93%),一方面未来随着用户对于美团外卖的依赖性增强,部分骑手费用可能转嫁给消费者,另一方面随着订单密度和配送效率提升,规模效应显现,自营配送业务将逐步实现盈利,预计2021年起可盈利。

图 60: 当前外卖业务收入拆分 (2018)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 61: 未来外卖业务收入拆分 (2021E)



数据来源: 东吴证券研究所整理预测

6.1.2. 到店，旅游及酒店

到店，旅游及酒店属于高毛利业务，随着美团在生活服务市场的市占率逐步提升，该业务的综合货币化能力将快速提升，相较于外卖，我们认为到店及酒旅业务将成为中短期内收入和利润的核心支柱。

- 1) **在线营销服务快速增长：**目前美团点评在整体 O2O 生活服务市场占比约 34%，遥遥领先于其他平台，在目前流量红利消退阶段，流量竞争激烈，一方面，商户对于广告营销的需求将逐步提升；另一方面，美团点评作为头部平台具有明显流量优势，将成为商户广告投放的首选。
- 2) **酒店业务：**美团用户以“年轻化”著称，目前 80，90 后已经逐步成为酒店预订市场的核心客群，未来 3-5 年内，美团用户的消费能力和对于酒店品质的消费需求将同步提升，有利于美团由低星酒店逐步向高星酒店渗透，在提点率稳定的情况下亦可带动整体酒店业务收入提升。

表 2：到店，旅游及酒店

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
到店酒旅 GMV	158144	176800	214973	246394	284880
yoy%		11.8%	21.6%	14.6%	15.6%
到店及旅游 GMV	121,613	123,155	138,207	146,598	155,145
酒店预订 GMV	36,531	53,645	76,766	99,796	129,735
到店，酒店及旅游（收入）	10853	15840	20960	25076	28348
yoy%	54.6%	46.0%	32.3%	19.6%	13.0%
提点率	6.9%	9.0%	9.8%	10.2%	10.0%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所整理预测

6.1.3. 新业务

新业务方面，随着摩拜单车大规模折旧完成，网约车采用“聚合模式”，小象生鲜门店数量下降，预计整体 19 年起新业务亏损将大幅收窄。预计 2019-2021 年新业务 GMV 增速为 19.6%，16.1%，14.7%，收入增速为 62.6%，32.2%，25.1%，整体货币化能力将大幅提升。

综上，我们预计公司 2019—2021 年整体收入为 908/1139/1310 亿元，增速为 39.2%/25.4%/15%；公司综合货币化能力逐步提升为 14%，15%，15%；根据目前情况，考虑创新业务的亏损将大幅收窄，公司毛利率将保持上升趋势；费用方面，随着用户对于美团和大众点评 APP 习惯已经养成，外卖行业双寡头格局已定，未来交易用户激励费用将逐步下降，公司整体盈利能力将稳步提升。

表 3: 核心指标统计表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GMV						
外卖	58718	171088	282800	364743	424602	471611
到店、酒店及旅游	158437	158144	176800	214973	246394	284880
创新业务	19500	28000	55900	66842	77576	88973
合计	236655	357232	515500	646559	748571	845464
GMV 占比						
外卖	24.8%	47.9%	54.9%	56.4%	56.7%	55.8%
到店、酒店及旅游	66.9%	44.3%	34.3%	33.2%	32.9%	33.7%
创新业务	8.2%	7.8%	10.8%	10.3%	10.4%	10.5%
营业收入						
餐饮外卖	5301	21032	38143	51568	64679	72400
yoy%	2933.4%	296.8%	81.4%	35.2%	25.4%	11.9%
到店酒旅	7,020	10,853	15,840	20,960	25,076	28,348
yoy%	86.0%	54.6%	46.0%	32.3%	19.6%	13.0%
创新业务	667	2043	11244	18280	24158	30213
yoy%	846.9%	206.1%	450.3%	62.6%	32.2%	25.1%
合计收入	12988	33928	65227	90809	113913	130961
收入占比						
餐饮外卖	40.8%	62.0%	58.5%	56.8%	56.8%	55.3%
到店酒旅	54.0%	32.0%	24.3%	23.1%	22.0%	21.6%
创新业务	5.1%	6.0%	17.2%	20.1%	21.2%	23.1%
毛利率						
餐饮外卖	-7.65%	8.08%	13.81%	13.30%	25.11%	32.38%
到店酒旅	84.60%	88.27%	88.98%	89.73%	90.40%	90.97%
创新业务	61.14%	46.03%	-37.87%	30.26%	24.03%	39.03%
综合毛利率	45.7%	36.0%	23.2%	34.4%	39.3%	46.6%
期间费用						
销售及市场开支%	64.19%	32.15%	24.33%	23.12%	22.57%	22.46%
一般及行政开支%	13.27%	6.40%	8.94%	8.60%	8.30%	8.30%
研发费用%	18.22%	10.75%	10.84%	10.70%	8.50%	8.50%
销售及市场开支	8337	10909	15872	20995	25712	29408
一般及行政开支	1723	2171	5832	7810	9455	10870
研发费用	2367	3647	7072	9717	9683	11132

数据来源：公司财报，东吴证券研究所整理预测

6.2. 估值:

考虑美团外卖尚处于亏损阶段，我们采用 PS 估值，其收入结构类似海外 Grubhub 和 Just eat，以佣金为主，对比各家平台，目前行业平均值约 5x，考虑国内外卖业务整体发展快于海外，中国人口密度及外卖需求显著高于海外，发展环境相对更好，叠加美团外卖市占率行业领先，其估值应高于行业平均，予以美团外卖 6x PS，预计美团外卖 2019 年营业收入为 516 亿元，对应合理估值约 3094.1 亿元。

到店及酒旅业务方面，我们选取国内外业务模式接近的 OTA 生活服务平台携程，Booking，行业平均估值约 4.4 PS，考虑美团酒店用户目前以年轻用户为主，消费能力和需求有待进一步提升，予以 4x PS，对应估值为 230.3 亿元；到店及旅游业务对标 Yelp，考虑“大众点评”在国内生活服务行业的高渗透率，未来在广告营销方面将有快速提升，予以营销部分 5x PS，对应估值为 760.1 亿元。新业务由于尚处于摸索阶段，暂不予以估值。

采用 PS 分部估值，预计美团 2019 年合理估值为 4085 亿元，约 4609 亿港元，对应股价为 79.6 港币。同时，考虑 EV/EBITDA 估值，外卖业务成长性较好，未来盈利能力提升空间较大；到店及酒旅业务毛利较高，盈利能力可持续，预计公司整体 19-21 年 EBITDA 为 -32/27/123.6 亿，予以 21 年 30x EV/EBITDA，对应市值为 3708 亿元，约 4184 亿港元，对应股价约 72 港币。综合而言，予以美团 6 个月目标价 72--80 港币，予以“买入”评级。（1 人民币=1.1283 港元）

表 4: 可比公司估值

	市值 (亿)	营业收入			净利润			PS 平均值	
		百万			PS				
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		2019E
餐饮外卖									
Grubhub (美金)	63.5	1007	1368	1732	153	187	264	4.6	4.9
Just eat (美金)	53.9	1041	1272	1573	151	51	140	5.2	
酒店									
携程 (元)	189.0	4685	5217	6160	829	910	1093	3.62	4.4
Booking (美金)	788.6	14527	15253	16600	4446	4400	4789	5.18	
到店, 旅游									
Yelp (美金)	26.6	943	1024	1143	170	146	178	2.6	2.6

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所整理

表 5: 估值

	营业收入 2019E	PS 2019E	市值 (亿元)
餐饮外卖	516	6	3094.1
酒店	58	4	230.3
到店, 旅游	152	5	760.1
创新业务	183	0	0
合计			4085

数据来源: 东吴证券研究所整理预测

7. 风险提示:

- 1, 外卖业务风险: 骑手成本难以下降, 餐饮食品卫生及安全风险, 政府对于外卖平台管控风险, 补贴难以下降风险。
- 2, 到店, 旅游及酒店: 行业竞争激烈, 酒店旅游受经济周期影响, 团购业务萎缩风险等。
- 3, 新业务: 单车, 快驴等固定资产投入较大, 并且需要长期投入, 同时, 打车, 闪购等业务均处于发展初期, 需要大规模资金投入, 同时行业竞争激烈致使新业务板块发展不及预期, 可能引起亏损。

美团点评-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	47,512	52,939	57,867	61,583	营业收入	65,227	90,809	113,913	130,961
物业、厂房及设备	3,979	4,454	4,810	5,099	营业成本	-50,122	-59,612	-69,199	-69,935
无形资产	33,876	37,264	40,245	42,032	毛利	15,105	31,197	44,714	61,025
其他非流动资产	8,790	9,494	10,158	10,869	销售费用	-15,872	-20,995	-25,712	-29,408
预付款项	867	1,728	2,654	3,583	管理费用	-5,832	-7,810	-9,455	-10,870
流动资产	73,149	91,575	111,948	124,949	研发费用	-7,072	-9,717	-9,683	-11,132
存货	400	1,113	2,447	3,374	投资公允价值变动	1,836	400	400	400
贸易应收款项	466	490	546	593	其他亏损/收入净额	748	748	748	748
现金及现金等价物	17,044	18,162	22,783	26,192	经营亏损	-11,086	-6,176	1,014	10,764
其他流动资产	55,239	71,811	86,173	94,790	财务收入	294	454	570	655
资产总计	120,662	144,514	169,815	186,532	财务成本	-45	-91	-114	-131
非流动负债	2,327	2,097	2,005	1,970	除税前盈利	-115,491	-5,813	1,469	11,288
长期借款	470	500	500	500	所得税开支	-2	727	184	1,411
其他非流动负债	1,857	1,597	1,505	1,470	净利润 (含少数股东权益)	-115,493	-5,086	1,286	9,877
流动负债	31,825	44,737	60,503	79,024	少数股东权益	-15.5	-0.5	0.1	1.0
应付账款	5,341	9,614	15,382	23,073	归属母公司净利润	-115,477	-5,086	1,286	9,878
短期借款	1,800	1,800	1,800	1,800	EBIT	-13,680	-3,996	1,925	11,812
其他流动负债	24,684	33,324	43,321	54,151	EBITDA	-8,313	-3,166	2,655	12,361
负债合计	34,152	46,834	62,508	80,994	重要财务与估值指标				
少数股东权益	5	5	5	6	每股收益(元)	-19.9	-0.9	0.2	1.7
归属母公司权益合计	86,504	97,675	107,302	105,532	每股净资产(元)	14.9	16.9	18.5	18.2
负债和股东权益合计	120,662	144,514	169,815	186,532	发行在外股份(百万股)	5,790.0	5,790.0	5,790.0	5,790.0
					ROE(%)	-133.5%	-5.2%	1.2%	9.4%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	23.2%	34.4%	39.3%	46.6%
经营活动所得现金流量	-22,155	1,958	19,383	42,291	销售净利率(%)	-177.1%	-5.6%	1.1%	7.5%
投资活动所得现金流量	-23,439	-30,470	-42,658	-63,988	资产负债率(%)	28.3%	32.4%	36.8%	43.4%
融资活动现金流量	29,299	29,630	27,897	25,106	收入增长率(%)	92.3%	39.2%	25.4%	15.0%
现金净增加额	-16,295	1,118	4,621	3,409	净利润增长率(%)	506%	96%	125%	668%
汇兑损益	1,010	0	0	0	P/E	-2.8	-64.1	253.5	33
期初现金及等价物	19409	17044	18162	22783	P/B	3.8	3.3	3	3
期末现金及等价物	17044	18162	22783	26192					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (以 2019.08.09 收盘价 63.5 港元为准), (汇率: 1 港元=1.1283 人民币)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

