

美团点评-W (3690 HK)

疫情再度升温，影响近期前景

- 近期新冠疫情于中国再度升温，导致地区封锁；加上美团对受影响商家推出援助措施，因此我们预测 2022 年的收入增长或有所放缓
- 新业务或加强成本控制，以减少亏损
- 股票目前的低估值为长线投资者提供入市机会

疫情影响近期前景。新冠疫情于中国反弹，导致部分地区被封锁，业务因而受影响。此外，公司宣布支持性措施，包括对在疫情较严峻地区的商家下调佣金，因此利润率或出现短暂下降。

加强新业务的成本控制。2021 年第 4 季度新业务及其他业务的经营亏损从 2021 年第 3 季度的 109 亿元人民币略收窄至 102 亿元人民币，分部经营利率从 -79.5% 提升至 -69.5%。管理层计划在 2022 年或采取更审慎的方式发展新业务，以减少亏损。

近期业务发展。2021 年第 4 季度收入同比增长 31% 至 495 亿元人民币。在主要细分市场，外卖收入同比增长 21% 至 261 亿人民币，主要受外卖总交易额同比增长 21% 和外卖交易数量同比增长 17% 的推动。此外，尽管国内酒店订房数同比下降 3.7%，但到店、酒店和旅游收入仍同比增长 22%。在社区团购业务的推动下，新业务/其他收入同比增长 59%。在利润率方面，得益于持续的成本控制和经营杠杆，外卖业务的经营利润率在 2021 年第 4 季度为 6.6%，而在 2021 年第 3 季度为 3.3%。2021 年第 4 季度的到店、酒店和旅游营业利润率为 44.7%，而 2021 年第 3 季度为 43.9%。由于新业务分部的亏损收窄，核心净亏损从 2021 年第 3 季度的 55 亿元人民币收窄至第 4 季度的 39 亿元人民币。第 4 季度的核心净利率为 -7.9%，第 3 季度则为 -11.3%。

维持目标价。我们维持财务预测、评级及目标价不变。由于短期前景不明朗，股价波动性或增加。股价于近期调整后，目前的估值为 2023 年预测市销率的 2.8 倍，对长线投资者具吸引力。我们认为，如未来几个季度亏损持续收窄，将有助减少投资者对盈利方面的疑虑。

业绩与估值

财年 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E
收入 (百万人民币)	114,794	179,128	216,070	289,132
变化 (%、同比)	17.7	56.0	20.6	33.8
净利润 (百万人民币)	4,708	(23,536)	(14,099)	(190)
变化 (%、同比)	不适用	不适用	不适用	不适用
核心净利润 (百万人民币) *	3,121	(15,572)	(8,583)	5,404
变化 (%、同比)	(33.0)	不适用	不适用	不适用
基本每股收益 (人民币)	0.81	(3.90)	(2.30)	(0.03)
变化 (%、同比)	107.5	不适用	不适用	不适用
核心每股收益 (人民币) *	0.53	(2.58)	(1.40)	0.88
变化 (%、同比)	(33.9)	不适用	不适用	不适用
市销率 (倍)	6.8	4.5	3.8	2.8
核心市盈率 (倍)	249.9	不适用	(95.4)	151.5
平均净资产回报率 (%)	5.0	(21.1)	(11.9)	(0.2)
平均资产回报率 (%)	3.2	(11.6)	(6.0)	(0.1)

*不包括：股权激励支出、摊销、减值等

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2022年3月30日

评级：买入

目标价：190 港元

分析师：周秀成

电话：(852) 2147 8809

stevechow@abci.com.hk

股价 (港元)	160.1
预测股价回报	18.7%
预测股息收益率	不适用
预测总回报	18.7%
此前评级/目标价	买入/ 190 港元
上次报告日期	2022年3月28日

来源：彭博、农银国际证券预测

关键数据

52 周高/低(港币)	345.0/103.5
已发行股份 (百万)	6,136
其中	
上市 B 股 (百万)	5,458
非上市股份 (百万)	678
B 股市值 (百万港元)	873,826
日均成交额 (百万港元)	6,192
主要股东	投票权
王兴	44.9%

来源：彭博、农银国际证券预测



财务预测

合并损益表 (FY20-FY23E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E
总收入	114,794	179,128	216,070	289,132
销售成本	(80,744)	(136,654)	(165,294)	(213,958)
毛利	34,050	42,474	50,776	75,174
其他收益/损失	8,117	630	500	500
销售和营销费用	(20,883)	(40,683)	(36,732)	(43,370)
研发费用	(10,893)	(16,676)	(19,446)	(23,131)
一般及行政费用	(5,594)	(8,613)	(8,643)	(8,674)
减值	(468)	(260)	(150)	(100)
营业利润	4,329	(23,127)	(13,695)	400
净财务收入	(156)	(585)	(500)	(700)
其他费用	264	146	110	110
税前利润	4,437	(23,566)	(14,085)	(190)
所得税	(270)	(30)	0	0
税后利润	4,707	(23,536)	(14,085)	(190)
少数权益	(1)	0	14	0
净利润	4,708	(23,536)	(14,099)	(190)
股权激励	3,277	5,194	5,402	5,494
摊销和减值	610	496	600	600
撤销/重估调整	(5,810)	(1,247)	(500)	(500)
其他调整	335	3,522	14	0
核心净利润	3,121	(15,572)	(8,583)	5,404
增长				
总收入 (%)	17.7	56.0	20.6	33.8
毛利 (%)	5.4	24.7	19.5	48.0
营业利润 (%)	61.6	不适用	不适用	不适用
净利 (%)	110.3	不适用	不适用	不适用
核心利润 (%)	(33.0)	不适用	不适用	不适用
经营业绩				
营业利润率 (%)	3.8	(12.9)	(6.3)	0.1
净利润率 (%)	4.1	(13.1)	(6.5)	(0.1)
核心净利润率 (%)	2.7	(8.7)	(4.0)	1.9
平均净资产回报率 (%)	5.0	(21.1)	(11.9)	(0.2)
平均资产回报率 (%)	3.2	(11.6)	(6.0)	(0.1)

注：由于四舍五入，个别项目可能不等于总数

来源：彭博、农银国际证券预测



合并资产负债表 (FY20A-FY23E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E
固定资产	13,917	22,814	23,314	23,814
无形资产	31,676	31,049	31,049	31,049
联营公司和合资企业投资	13,794	18,310	18,310	18,310
金融资产	10,863	15,892	15,892	15,892
其他非流动资产	8,019	4,759	4,759	4,759
非流动资产总计	78,268	92,824	93,324	93,824
现金及现金等价物	17,094	32,513	19,896	24,162
限制性现金	12,776	13,277	13,277	13,277
应收账款	1,031	1,793	2,368	3,169
存款、预付款及其他资产	12,940	15,282	15,282	15,282
库存	466	682	1,326	1,774
短期投资	43,999	84,282	84,282	84,282
流动资产总额	88,306	147,829	136,430	141,946
总资产	166,574	240,653	229,754	235,769
应付账款	11,967	15,166	18,351	24,556
借款及票据	6,395	11,565	11,565	11,565
递延收入	5,053	5,478	5,478	5,478
其他流动负债	27,733	36,382	36,382	36,382
流动负债总额	51,148	68,591	71,777	77,982
递延收入	167	-	-	-
借款	14,923	42,603	42,603	42,603
其他非流动负债	2,702	3,901	3,901	3,901
非流动负债总额	17,792	46,504	46,504	46,504
负债总额	68,940	115,095	118,281	124,486
净流动资产	37,158	79,238	64,654	63,964
归属于股东的权益	97,693	125,613	111,514	111,324
非控制性权益	(58)	(57)	(43)	(42)
总股本	97,635	125,556	111,472	111,282

注：由于四舍五入，个别项目可能不等于总数

由于四舍五入/定义的差异，个别项目可能与报告的数字不同

来源：彭博、农银国际证券预测



风险因素

业务亏损

公司在最近几个季度报告了核心净亏损。除非公司能够扭转亏损局面，否则目前的业务模式可能无法长期持续。在这种情况下，我们的预测和估值方法是不合理的。

市场竞争

电子商务行业是一个竞争激烈的行业。竞争将在佣金率、促销折扣、品牌广告、技术投入等方面展开。

电子商务消费放缓

由于行业依赖于消费者支出，中国消费市场的放缓会影响业绩。从长远来看，我们认为国内市场的消费增长将与收入增长趋于一致，这通常与经济增长保持一致。

非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务数据

电子商务平台通常会披露非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务指标，例如非国际财务报告准则 (non-GAAP) 净利润 (核心净利润)，以补充其财务指标。从历史上看，其净利润和核心净利润之间存在差异，因为前者包含了股权激励和其他非核心项目等项目。其中，股权激励费用与普通股价格变动、预期波动率、无风险利率等多种因素有关。

尽管鉴于这些项目的非现金性质，投资者在进行分析时倾向于排除这些项目，但我们认为这些非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务数据仅应作为参考。



权益披露

分析员周秀成作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司,可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报 (~10%)
持有	市场回报 (~10%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报 (~+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报 (~-10%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2009 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2009-21 年的平均增长率为 9.2%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同,原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2868 2183