



美团-W (3690 HK) 复苏在望

- 5月下旬以来外卖订单反弹，预料未来数月的经营环境续渐改善
- 新业务亏损收窄；消费者对必需品的持续需求使包括社区团购和闪购在内的新业务受疫情的影响较小
- 维持买入评级，目标价为 240 港元

复苏在望。我们预计外卖收入将在 2022 年第 2 季实现 5% 同比增长后，在 2022 年第 3/4 季反弹至 12%/15%。外卖业务在 4 月份的订单量严重下降，但自 5 月下旬以来表现有所改善。由于 6 月份主要城市的封控措施开始放松，预计 6 月份的外卖订单将持续反弹。我们预计在 2021-23E 年外卖收入的复合年增长率为 21%，主要由 17% 的年度交易用户复合年增长率推动。

对必需品的持续需求。我们认为由于消费者对食品和杂货产品的需求增加，包括社区团购和闪购在内的新业务受疫情的影响较小。我们预计 2022 年第 2/3/4 季度的新业务收入同比增长为 35%/40%/38%。我们预计在 2021-23E 年新业务收入复合年增长率为 35%。

盈利能力改善。新业务的经营亏损从 2021 年第 4 季 102 亿人民币收窄至 2022 年第 1 季 90 亿人民币，主要反映成本控制和规模经济效应。我们认为公司有进一步控制成本空间，但管理层需要在增长和盈利能力之间取得平衡。在新业务经营亏损持续收窄的推动下，我们预计公司 2023 年核心净利润为 78 亿人民币，而 2022 年核心净亏损为 83 亿人民币。

维持买入。我们维持财务预测、买入评级及基于现金流折现 (DCF) 的目标价 240 港元不变。我们认为，新业务亏损收窄将缓解投资者对盈利能力的担忧。此外，我们认为市场已基本消化了 2022 年第 2 季的疫情影响并开始期待 2022 年下半年及以后的潜在业务反弹。疫情消退，经营环境逐步改善等正面因素将支持股价表现。

业绩与估值

财年末 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E
收入 (百万人民币)	114,794	179,128	208,896	272,871
变化 (% 同比)	17.7	56.0	16.6	30.6
净利润 (百万人民币)	4,708	(23,536)	(13,632)	2,557
变化 (% 同比)	NA	NA	NA	NA
核心净利润 (百万人民币) *	3,121	(15,572)	(8,296)	7,839
变化 (% 同比)	(33.0)	NA	NA	NA
基本每股收益 (人民币)	0.8	(3.9)	(2.2)	0.4
变化 (% 同比)	107.5	NA	NA	NA
核心每股收益 (人民币) *	0.5	(2.6)	(1.4)	1.3
变化 (% 同比)	(33.88)	NA	NA	NA
市销率 (倍)	8.5	5.6	4.9	3.7
核心市盈率 (倍)	311.0	NA	NA	130.0
平均净资产回报率 (%)	5.0	(21.1)	(11.2)	2.1
平均资产回报率 (%)	3.2	(11.6)	(5.5)	1.0

CNY/HKD = 1.1755

*不包括股权激励支出、摊销、减值、重估调整等

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2022年6月13日

评级: 买入

目标价: 240 港元

分析师: 周秀成

电话: (852) 2147 8809

stevechow@abci.com.hk

股价 (港元)	195.2
预测股价回报	23.0%
预测股息收益率	不适用
预测总回报	23.0%
此前评级/目标价	买入/ 240 港元
上次报告日期	2022 年 6 月 8 日

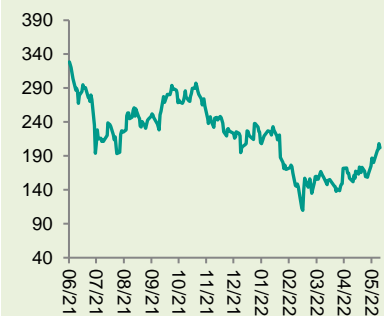
来源：彭博、农银国际证券预测

关键数据

52 周高/低(港币)	338.0/103.5
其中	
上市 B 股 (百万)	5,506
非上市股份 (百万)	678
B 股市场值 (百万港元)	1,074,693
日均成交额 (百万港元)	6,587
主要股东	投票权
王兴	44.9%

来源：彭博、农银国际证券预测

过去 1 年股价 (港元)



来源：彭博



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	208,896	272,871
销售成本	(80,744)	(136,654)	(159,806)	(201,924)
毛利	34,050	42,474	49,091	70,946
其他收益/损失	8,117	630	500	500
销售和营销费用	(20,883)	(40,683)	(35,512)	(38,202)
研发费用	(10,893)	(16,676)	(18,801)	(21,830)
一般及行政费用	(5,594)	(8,613)	(8,356)	(8,186)
减值	(468)	(260)	(150)	(100)
营业利润	4,330	(23,127)	(13,228)	3,129
净财务收入	(156)	(585)	(500)	(400)
其他费用	264	146	110	110
税前利润	4,438	(23,566)	(13,618)	2,839
所得税	270	30	0	(284)
税后利润	4,708	(23,536)	(13,618)	2,555
少数权益	(1)	0	14	(3)
净利润	4,708	(23,536)	(13,632)	2,557
股权激励	3,277	5,194	5,222	5,185
摊销和减值	610	496	600	600
重估调整	(5,810)	(1,247)	(500)	(500)
其他调整	335	3,522	14	(3)
核心净利润	3,121	(15,572)	(8,296)	7,839
增长				
总收入 (%)	17.7	56.0	16.6	30.6
毛利 (%)	5.4	24.7	15.6	44.5
营业利润 (%)	61.6	NA	NA	NA
净利 (%)	110.3	NA	NA	NA
核心利润 (%)	(33.0)	NA	NA	NA
经营业绩				
营业利润率 (%)	3.8	(12.9)	(6.3)	1.1
净利润率 (%)	4.1	(13.1)	(6.5)	0.9
核心净利润率 (%)	2.7	(8.7)	(4.0)	2.9
平均净资产回报率 (%)	5.0	(21.1)	(11.2)	2.1
平均资产回报率 (%)	3.2	(11.6)	(5.5)	1.0

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	23,814	24,814
无形资产	31,676	31,049	31,549	32,049
联营公司和合资企业投资	13,794	18,310	23,310	28,310
金融资产	10,863	15,892	16,686	17,521
其他非流动资产	8,019	4,760	4,929	5,106
非流动资产总计	78,269	92,825	100,288	107,800
现金及现金等价物	17,094	32,513	37,112	50,607
限制性现金	12,776	13,277	13,941	14,638
应收账款	1,031	1,793	2,289	2,990
存款、预付款及其他资产	12,940	15,282	16,046	16,848
库存	466	682	1,282	1,674
短期投资	43,999	84,282	84,282	84,282
流动资产总额	88,306	147,829	154,952	171,040
总资产	166,575	240,654	255,241	278,840
应付账款	11,967	15,166	17,742	23,175
借款及票据	6,395	11,565	21,565	26,565
递延收入	5,053	5,478	5,752	6,040
其他流动负债	27,733	36,383	36,471	36,563
流动负债总额	51,148	68,593	81,530	92,344
递延收入	167	-	-	-
借款	14,923	42,603	52,603	57,603
其他非流动负债	2,703	3,901	3,946	3,993
非流动负债总额	17,793	46,504	56,549	61,596
负债总额	68,941	115,097	138,079	153,939
净流动资产	37,158	79,237	73,422	78,697
归属于股东的权益	97,693	125,613	117,204	124,946
非控制性权益	(58)	(57)	(43)	(46)
总股本	97,635	125,557	117,161	124,900

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

合并现金流(FY20A-FY23E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
税前利润	4,438	(23,566)	(13,618)	2,839
折旧和摊销	5,194	8,928	8,000	8,000
其他经营现金流	(3,047)	3,419	5,222	4,901
营运资金变动	1,890	7,208	289	3,090
经营现金流	8,475	(4,011)	(106)	18,829
固定资产	(15,824)	(9,010)	(9,000)	(9,000)
投资	2,679	(44,744)	(5,000)	(5,000)
其他投资现金流	(8,087)	(4,738)	(1,295)	(1,334)
投资现金流	(21,232)	(58,492)	(15,295)	(15,334)
融资现金流	17,418	78,598	20,000	10,000
净现金流	4,661	16,095	4,599	13,495

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。

權益披露

分析員周秀成作為本報告全部或部分撰寫人,謹此證明有關就報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點,均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明,就報告內所做出的推薦或個人觀點,分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外,分析員及分析員之關聯人士並沒有持有報告內所推介股份的任何權益,並且沒有擔任報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司,可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報($\sim 10\%$)
持有	市場回報($\sim 10\%$) \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報($\sim +10\%$)
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報($\sim -10\%$)

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率:自2009年以來的平均市場回報率(恆生指數總回報指數2009-21年的平均增長率為9.2%)

目標價的時間範圍:12個月

股票評級可能與所述框架不同,原因包括但不限於:公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

免責聲明

該報告只為客戶使用,並只在適用法律允許的情況下分發。本報告並不牽涉具體使用者的投資目標,財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠,準確,完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上,我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動,以及由於使用不同的假設和標準,造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備,為市場信息採集、整合或詮釋,或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制,阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入,但或會與農銀國際證券有限公司的整体收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能有波動,歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢,請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理,都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2022年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得復印、影印、复制或以任何其他形式分發

辦公地址:香港中環紅棉路8號東昌大廈13樓農銀國際證券有限公司

電話:(852)2868 2183