

美团点评-W (3690 HK)

复苏需时

- 4Q19 业绩理想，但预计 1Q20 收入将下降和录得经营亏损
- 由于国内旅行和到店消费需求低迷，到店/酒店/旅行业务的复苏将较慢；另一方面，基于大型连锁餐厅渐渐恢复营业，食品外卖业务的复苏可能会更好
- 短期的宏观不利因素将导致更高的股价波动性。维持持有评级，目标价 95 港元

4Q19 业绩理想，但预计 1Q20 季度表现欠佳。 4Q19 收入同比增长 42%，核心净利润达到 23 亿元人民币，比 4Q18 核心净亏损 16 亿元人民币的情况大大改善。然而，由于受疫情影响，集团预计 1Q20 收入将按年下降和录得经营亏损。鉴于疫情的不确定性，未来几个季度的可见性仍然较低。

到店/酒店/旅行-打击最严重。 总体而言，到店业务实际上在 2020 年 2 月差不多在停顿状态，主要由于消费者避免到店消费。此外，自 2 月以来，酒店业务也受到严重影响。我们认为由于国内旅行和到店消费需求低迷，复苏将较缓慢。我们预计 1H20E 到店/酒店/旅行业务总交易量 (GTV) 同比下降 38%，2H20E 同比下降 1%。

食品外卖-逐步恢复。 总的来说，食品外卖业务情况较到店/酒店/旅行业务好。在 2 月/ 3 月期间许多餐馆都关闭，导致业务受到影响。根据国家统计局，2M20 餐饮销售额同比下降 43.1%。幸运的是，一些大型连锁餐饮集团如海底捞火锅、星巴克、麦当劳等最近已经重新开放了大多数餐店，这表明行业正在逐步复苏。我们预计 1H20E 食品外卖 GTV 将同比下降 19%，然后于 2H20E 增长 15%。

维持持有评级。 尽管公司在消费者服务电子商务市场中处于领先地位，但我们认为，新冠肺炎疫情引起的宏观不利因素将持续导致股价波动。我们基于分部加总法的目标价为 95 港元，给予持有评级。

财务数据与估值

	2018A	2019A	2020E	2021E
收入 (百万元人民币)	65,227	97,528	94,606	133,581
增长 (%同比)	92.3	49.5	(3.0)	41.2
净利润 (百万元人民币)	-115,477	2,239	1,200	8,062
增长 (%同比)	510.5	(101.9)	(46.4)	571.9
非通用会计准则利润 (百万元人民币)	-8,346	4,657	2,740	10,589
增长 (%同比)	192.6	(155.8)	(41.2)	286.4
基础每股收益 (人民币)	-42.41	0.39	0.21	1.39
增长 (%同比)	242.6	-100.9	-46.9	571.9
核心每股收益 (人民币)	-3.06	0.81	0.47	1.82
增长 (%同比)	64.2	-126.3	-41.7	286.4
市销率(x)	3.7	5.3	5.5	3.9
核心市盈率 (x)	(29.0)	110.2	188.8	48.9
股东权益平均回报率 (%)	-502.0	2.5	1.3	8.3
资产平均回报率 (%)	-113.0	1.8	0.9	5.8

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2020年4月8日

评级: 持有

目标价: 95 港元

分析员: 周秀成

电话: (852) 2147 8809

电邮: stevechow@abci.com.hk

股价 (港元)	96.8
预测股价回报	-1.9%
预测收益率	NA
预测总回报	-1.9%
此前评级及目标价	持有/ 95 港元
此前报告日期 (英文版)	2020年3月31日

来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低(港元)	116.0/50.2
发行 B 类股份 (百万)	5,082
B 类股份市值 (百万港元)	491,938
3 个月平均每日成交额(百万港元)	

主要股东 (%)

王兴	投票权 49.1%
穆荣均	10.8%
腾讯	9.0%

来源：彭博、农银国际证券

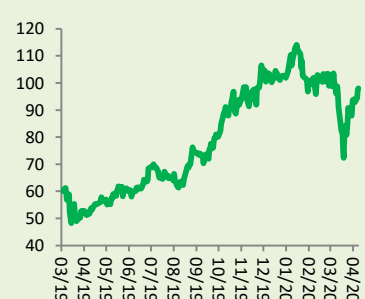
股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	-2.7	5.3
3 个月	-7.9	6.5
6 个月	10.1	17.2

*相对于恒指

来源：彭博、农银国际证券

股价表现 (港元)



来源：彭博、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

美团点评-W (3690 HK)

互联网媒体和消费行业

2020年4月8日

内容

复苏需时	5
长期前景仍然完好	8
财务分析	12
维持持有评级	18
风险因素	20
免责声明	23



4Q19 业绩回顾和 1Q20 展望

预计1Q20业绩疲弱

受新冠肺炎疫情影响，公司预计1Q20季度会出现收入下降和经营亏损，因为疫情已对所有业务产生了重大影响。管理层表示，鉴于疫情的不确定性，未来几个季度的可见性仍然很低。

对于食品外卖业务，2020年2月的业务量同比下降超过50%。尽管2020年3月有所改善，但总体复苏步伐仍然非常缓慢。管理层表示，供需双方都存在瓶颈。在需求方面，消费者普遍关注食店的食物制备过程以及运送过程中的安全风险。在供应方面，许多餐馆于2020年2月关闭影响营运。从积极的方面看，运送能力没有瓶颈。

管理层表示，对于到店/酒店/旅游业务，情况与食品外卖业务相比要差得多。总体而言，由于许多商店仍然关闭且消费者避免身体接触，因此到店业务实际上在2020年2月差不多在停顿状态。此外，自2月以来，酒店业务受到严重影响。乐观的是，三月份出现了复苏，但是复苏的步伐落后于食品外卖业务。

此外，新业务在1Q20的业务量也有所下降。

4Q19业绩回顾

总体而言，美团4Q19业绩理想。收入同比增长42%至282亿元人民币，较市场预期高6%。在收入增加和利润率提高的推动下，4Q19核心净利润为人民币23亿元。4Q19的毛利率为34.5%，而4Q18为22.6%，3Q19为34.9%。核心净利率从3Q19的7.1%改善至4Q19的8.1%。

食品外卖：4Q19分部收入同比增长43%至157亿元人民币，这得益于总交易量（GTV）同比增长40%和食品外卖交易数量同比增长37%。分部毛利率从4Q18的13.4%增至4Q19的17.7%，但低于3Q19的19.5%。总体而言，增长主要由低线城市推动。此外，公司继续改善为商家提供的增值解决方案，例如在2019年8月推出菜单推荐服务。公司还在4Q19为商家推出了智能诊断工具和四个针对性的解决方案。

到店/酒店/旅游：分部收入同比增长38%至64亿元人民币，与分部GTV同比增长35%的趋势大致相同。此外，4Q19国内酒店预订房数量同比增长48%至1.1亿。在到店业务方面，公司扩大了对优质餐厅的覆盖，并通过不断改进的人工智能改善了针对商户的产品解决方案。在酒店业务方面，公司通过探索更多的离线流量转换和新的流量渠道，提高了其在低线城市和低星级酒店细分市场的营销地位。部门的毛利率在4Q19基本维持在88.8%的水平，而在3Q19为88.6%。

新业务：分部收入同比增长45%至61亿元人民币，这得益于分部GTV同比增长33%。分部毛利率从3Q19的18.7%改善至4Q19的21.2%，反映自行车共享和叫车服务的运营持续改善。



圖表 1:4Q19 业绩回顾

	4Q18	4Q19	YoY	备注
年度交易用户 (百万)	400	450	12%	
食品外卖交易数 (百万)	1,832	2,505	37%	
国内酒店订房晚数 (百万)	74	110	48%	
货币化率	14.4%	14.8%	+0.4ppt	
交易总值 (十亿元人民币)	138	190	38%	
食品外卖	80	112	40%	
到店/酒店/旅游	45	60	35%	
新业务	13	17	33%	
财务 (百万元人民币)				
收入	19,803	28,158	42%	比预期高 6%
食品外卖	11,006	15,716	43%	核心收入来源
到店/酒店/旅游	4,594	6,357	38%	
新业务	4,203	6,086	45%	
销售成本	(15,323)	(18,440)	20%	
毛利	4,481	9,718	117%	
食品外卖	1,472	2,787	89%	
到店/酒店/旅游	3,988	5,643	41%	核心利润来源
新业务	(979)	1,289	NA	
营业利润	(3,735)	1,424	NA	
利润	(3,414)	1,460	NA	
核心利润 (非通用会计准则)	(1,582)	2,270	NA	
利润率 (%):				
毛利率	4Q18	4Q19	ppt	
毛利率	22.6	34.5	11.9	
食品外卖	13.4	17.7	4.4	
到店/酒店/旅游	86.8	88.8	2	超高利润率业务
新业务	-23.3	21.2	44.5	
营业利润率	-18.9	5.1	23.9	
利润率	-17.3	5.2	22.5	
核心利润率 (非通用会计准则)	-8.0	8.1	16.1	

来源: 公司、农银国际证券



复苏需时

酒店和旅游业遭受重创

我们认为，近期爆发的新冠肺炎疫情很可能在1H20或甚至2H20以对美团造成重大压力。

在各业务中，我们认为其到店、酒店和旅游业务将受到最大的冲击，这是由于国际和国内城市间交通运输受到干扰，以及公众寻求避开人群导致旅行需求较低。该部门占2019年收入的23%，但占毛利的61%。

中国酒店业协会（CHA）最近对经营6,000多家酒店的600家酒店集团调查，显示酒店行业存在以下情况。

- 2020年2月，中国中高端酒店（4-5星级）收入同比下降86%，而中低端酒店（3星级及以下）收入同比下降92%。总体而言，中低端酒店的收入下降比中高端酒店更大，这是因为前者的经营规模普遍较小，可用于应对疫情的资源较少。
- 73%的酒店在新冠肺炎疫情期间已暂停运营，平均暂停时间为27.6天。超过90%的酒店预计业务将在六个月后才能完全恢复。
- 到2020年2月底，约63.3%的酒店已恢复营业，但需求仍然疲弱。CHA预计1Q20酒店业的入住率仅为18%。展望未来，CHA预计4Q20的入住率将逐步恢复至61%。

对于航空业，国航报告说，以旅客公里数（RPK，载客量乘以行进距离）衡量，其总旅客流量和国内旅客流量在2020年2月分别同比下降80.5%和83.9%。2020年1月，总客运量和国内客运量分别同比下降2.9%和2.4%。

国泰航空称，中国大陆的RPK于2020年2月同比下降87.3%，20年首两个月则同比下降52.4%。

尽管最近新冠肺炎疫情似乎有所缓解，报告的新病例减少了，但我们认为，在疲软的经济背景下，随着中国以外新冠肺炎病例的增加，国际运输量将大大减少，行业复苏仍将缓慢。

此外，当前的新冠肺炎疫情可能已经对某些商业惯例产生了永久性的变化。例如，越来越多的人习惯于通过在线会议而不是面对面的会议来进行商务会议。我们认为，这种商业惯例的结构性改变可能会在将来减少商务旅行的需求，从而影响相应的酒店和旅行需求。



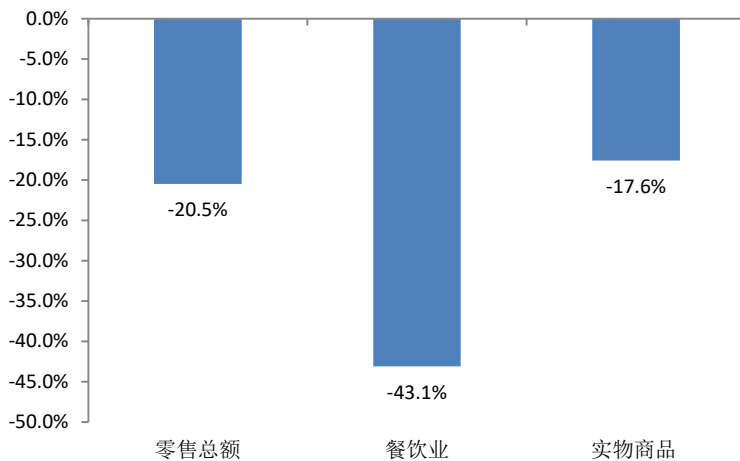
食品外卖：逐步恢复

与酒店和旅游业务相比，我们认为食品外卖业务的前景相对较好。

总体而言，该业务受到上游饭店供应链运作中断的影响，因为在爆发高峰期间许多饭店都关门停业。根据国家统计局的报告，2M20餐饮销售额同比下降43.1%，可以说明这一点。

此外，车手成本可能会增加，因为集团将需要采取激励措施来弥补较高的健康风险，而增加的成本将减少利润。

圖表 2: 2M20 产品类别零售额增长



来源: 国家统计局、农银国际证券

中国连锁经营协会 (CCFA) 最近对71家餐饮企业进行了调查，这些餐饮企业经营着201个品牌共61,000多家餐厅。总体而言，这些样本企业雇用了130万人，2019年估计总收入为1,966亿元人民币。

- 2020年首2个月收入大幅下降，到2020年2月，约78%的企业报告收入同比下降超过70%。到2020年1月，约72%的企业报告收入同比下降不到30%。
- 截至2020年3月1日，有5%的企业表示没有足够的现金来支持运营，而有79%的企业表示当前的现金储备不能支持超过三个月的运营。
- 有91.6%的企业专注于快递业务，但目前总体贡献仍然很小。
- 2020年1月和2020年2月的平均开店率分别为37.6%和33.3%。总体而言，企业面临各种运营挑战，包括店内客流量大幅减少，为员工和客户提供的防疫用品不足等。

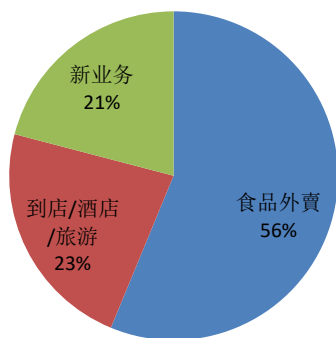
从积极的方面看，最近几周大型连锁餐厅方面有逐渐改善的迹象。这可以减轻食品配送领域上游餐馆供应链的困扰。

- 例如，中国主要的火锅连锁餐厅海底捞表示，尽管整体运营仍受到疫情的影响，但它已于3月中旬重新开放了大多数餐馆。
- 此外，星巴克目前已经在中国重新开设了约90%的门店。
- 麦当劳还表示，其在中国的约95%的商店最近都重新开业。

- 百胜餐饮集团表示，其在中国大约**95%**的餐厅现已部分或全部营业。

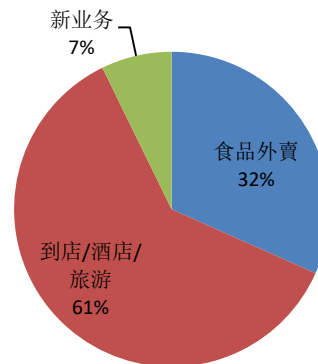
总体而言，2019年外卖业务在收入中的贡献高达**56%**，但仅占毛利的**32%**。

图表 3: 收入构成 (2019)



来源: 公司、农银国际证券

图表 4: 毛利构成(2019)



来源: 公司、农银国际证券



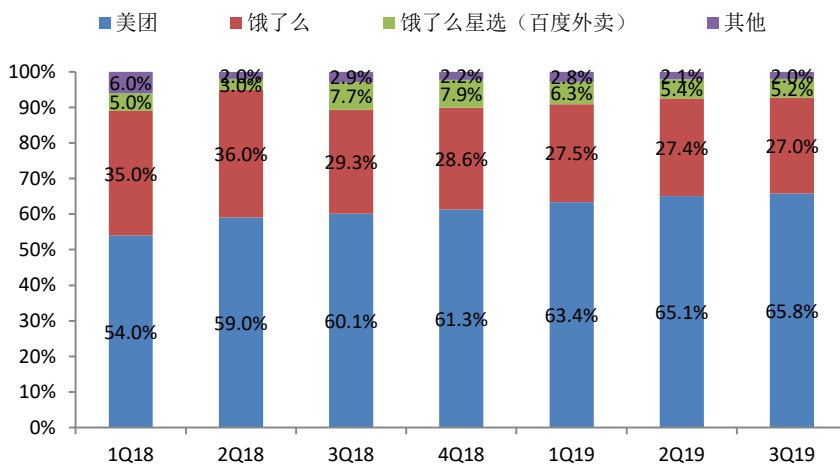
长期前景仍然完好

尽管存在短期不利因素，我们认为公司的长期前景仍保持不变。公司是中国领先的服务电子商务平台，它通过各种服务产品将消费者和商户联系起来，以满足消费者的日常需求，例如食物，生活方式和旅行服务。

2019年其平台的总交易额为6,820亿元人民币。截至2019年12月，它为4.51亿的年度交易用户和620万的活跃商户提供服务。

总体而言，公司在线食品外卖市场上占有主导地位。根据Trustdata的数据，其市场份额从1Q18的54%稳步增长到3Q19的65.8%。相比之下，尽管阿里巴巴努力重组业务，但饿了么的市场份额在最近几个季度中一直在逐渐下滑。

图表 5: 中国在线食品配送的市场份额趋势

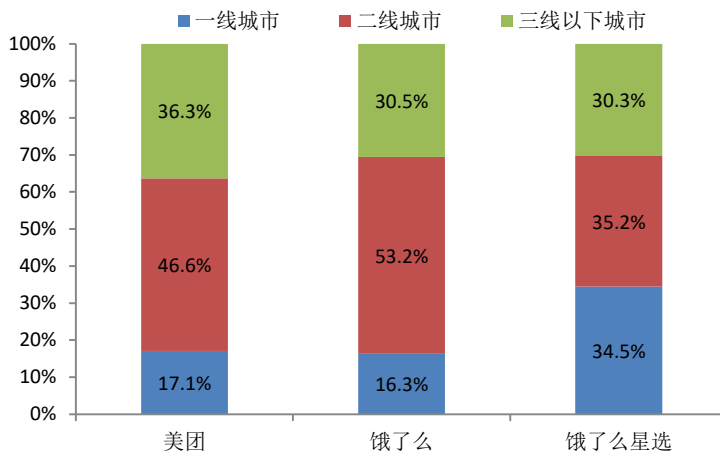


来源: Trustdata、农银国际证券

强大的品牌资产，庞大的用户群和较高的用户粘性：作为中国最大的在线食品配送平台，公司已成为家喻户晓的品牌。我们认为，公司的强大品牌导致大量的用户群和较高的消费者粘性。例如，每个交易用户的年度交易数量从2015年的10.4增加到2019年的27.4;根据Trustdata, 2019年6月公司约36.3%的用户位于三线以下城市；这将使公司能够更好地抓住低线城市的增长。



图表 6: 按城市级别划分的用户分布 (2019年6月)



来源: Trustdata、农银国际证券

为商家提供广泛的解决方案服务: 集团为商家提供各种增值工具, 以帮助他们在平台上取得成功。这些包括针对性的在线营销工具, 具有成本效益的按需交付基础架构, 基于云的ERP系统, 集成支付系统, 供应链以及融资解决方案等。我们认为, 这些服务可帮助商家吸引更多的消费者, 增加销售量并提高盈利能力。

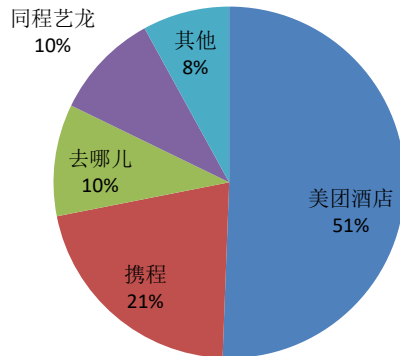
结果, 集团在培养长期忠诚度的同时增加了其商户基础。其活跃商户从2015年的200万增加到2019年的620万。

完善的市内按需送货网络: 集团拥有中国领先的市内按需送货网络, 约有270万车手。我们认为, 这种全面的送货网络为潜在的新进入者创造了巨大的进入壁垒。它还为将来的产品类别扩展奠定了物流基础。

一站式平台, 抓住交叉销售机会: 其一站式平台在各种高频消费服务中提供多样化的服务, 从而使它能够抓住交叉销售的机会, 例如美容、娱乐、酒店、旅行和其他生活方式服务。从订单量和住宿天数来看, 公司在1H19在中国在线酒店预订行业中占有最大的市场份额。

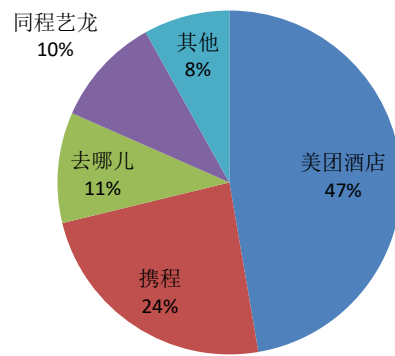


图表 7: 按订单量计算的中国在线酒店预订市场份额 (1H19)



来源: Trustdata、农银国际证券

图表 8: 按房间晚数计算的中国在线酒店预订市场份额(1H19)



来源: Trustdata、农银国际证券

除酒店预订外，集团目前正在开发各种新业务，包括基于云的ERP系统，集成支付服务，商户供应链解决方案，中小型商户融资服务，本地交通服务等。

长期利好因素

我们认为，中国的在线食品配送市场正从几个积极的结构趋势中受益。

城市化。中国持续的城市化进程导致大量城市的出现，加速了消费服务业的增长。

消费者升级。中国消费者生活水平的提高导致消费者不断从基本需求升级，并且从以实物商品为主的购买转变为以服务/体验为主的购买。

消费者服务业的劳动力供应。劳动力供应已从传统的农业和制造业转移到服务业。我们认为，这加速了按需交付等新业务模型的出现。

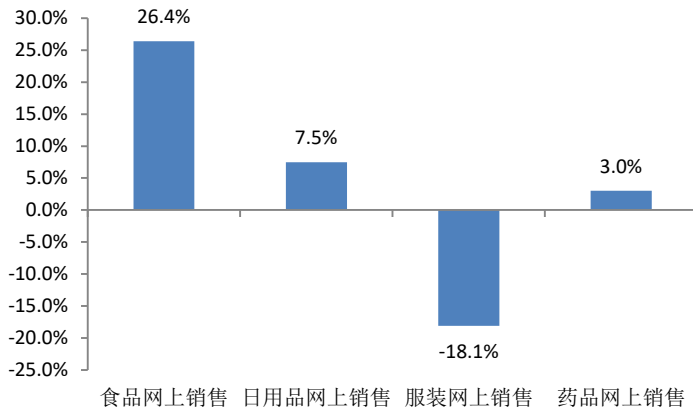
电信基础设施。我们认为，移动互联网和移动支付解决方案（例如支付宝和财付通）的日益普及，提供了支持在线食品交付增长所需的基础设施。

2019年，包括食品在线配送在内的中国食品在线销售同比增长30.9%，显著高于实物商品在线销售同比增长19.5%和服装在线销售同比增长15.4%。

在2020年首2个月，尽管在新冠肺炎疫情爆发期间总体零售额同比下降了20.5%，但食品的在线销售额仍同比增长26.4%，大大超过了同期实物商品的在线销售额同比增长3.0%。



图表 9: 中国在线销售增长 (2M20)



来源: 国家统计局、农银国际证券



财务分析

我们预计由于新冠肺炎疫情，交易总值(GTV)在2020年将同比下降5%，然后在2021年增长42%，因为我们假设到2021年业务将恢复正常。

年度交易用户：由于在线食品外卖和消费者服务电子商务的持续普及，我们预计年度交易用户将在2019-2021年实现9%的GAGR。特别是，我们认为，最近的新冠肺炎疫情爆发已将一些用户的到店用餐需求转移到外卖，从长远来看，这对整个行业来说是个好兆头。

外卖交易量：外卖业务近期受到上游饭店供应链的影响，到目前为止恢复仍很缓慢。我们总体上假设1Q20/2Q20/3Q20/4Q20将有-30%/-10%/0%/30%的增长，意味着2020E同比增长1%。对于2021年，我们假设基数较低且业务状况正常化，同比增长47%。

国内酒店预订晚数：总体而言，酒店行业受到疫情的严重打击。我们预计1Q20/2Q20/3Q20/4Q20将录得-60%/-40%/-20%/0%的增长，导致2020E全年下降23%。对于2021年，我们预计同比增长42%，业务量将恢复到2019年的水平。

货币化率：货币化率从2018年的12.7%提高至2019年的14.3%，这主要是由于其新业务计划的运营趋于平稳。展望未来，我们预计2020年和2021年的货币化率将小幅提高至14.6%。

图表 10: 主要假设

	2018	2019	2020E	2021E
年度交易用户 (百万)	400	451	496	535
食品外卖交易数 (百万)	6,393	8,722	8,766	12,273
国内酒店预订晚数 (百万)	284	392	278	395
货币化率	12.7%	14.3%	14.6%	14.6%

来源: 公司、农银国际证券预测

总体而言，我们预计2020年收入将同比下降3%，然后在2021年恢复到41%的同比增长。

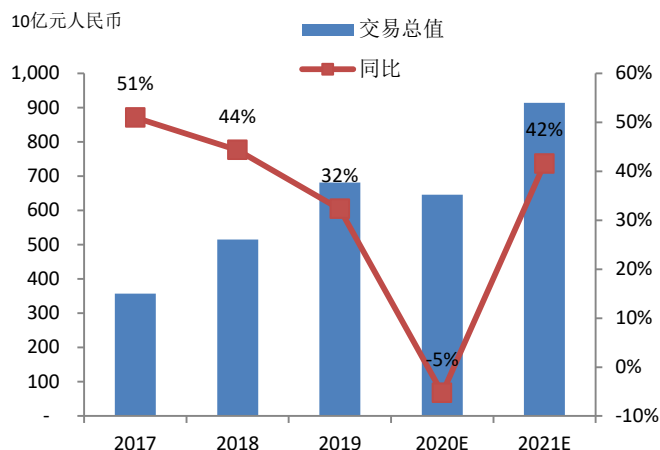
食品外卖：我们总体预计食品外卖收入将在2020年保持平稳，随后在2021年同比增长48%，这在很大程度上与交易总值趋势一致。

到店，酒店和旅行：总体而言，考虑到新冠肺炎疫情爆发期间酒店业务面临的重大影响，我们预计2020年收入将下降18%，而到店业务仍相对较好，缓解了酒店业务的挑战。2021年我们预计业务将恢复33%的增长。

新业务：此分部包括公司的各种新业务，如杂货零售，小额贷款，本地交易等。总体而言，由于基数较低，此分部在最近几个季度经历了快速增长，我们目前预计将2020年和2021年将录3%和33%的收入增长。

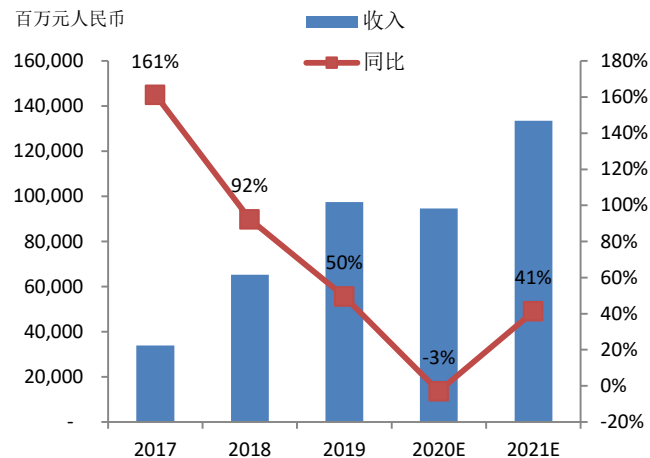


图表 11: 交易总值展望



来源: 公司、农银国际证券预测

图表 12: 收入展望



来源: 公司、农银国际证券预测

从业务结构来看, 食品外卖在2019年占收入的56%, 其次是到店, 酒店和旅行(23%), 以及新业务(21%)。鉴于持续增长, 我们预计到2021年, 食品外卖业务的收入份额将增加到61%。

图表 13: 交易总值和收入预测

	2018	2019	2020E	2021E
交易总值 (十亿元人民币)	516	682	646	914
食品外卖	283	393	394	580
到店/酒店/旅游	177	222	179	244
新业务	56	67	72	90
收入 (百万元人民币)	65,227	97,528	94,493	133,581
食品外卖	38,143	54,843	55,062	81,227
到店/酒店/旅游	15,840	22,275	18,366	24,392
新业务	11,244	20,410	21,065	27,962

来源: 公司、农银国际证券预测

在这三个细分市场中, 到店, 酒店和旅游业的毛利率(GPM)近年来最高, 达88-90%, 这是得益其纯在线平台的商业模式令固定成本较低和自身获客能力强所导致。此外, 其部门的毛利率在最近几个季度基本保持稳定, 表明成本结构稳定。展望未来, 我们预计这一趋势将在2020-2021年继续。

由于定价能力提高以及规模经济的改善, 食品外卖的毛利率从2017年的8.1%上升至2019年的18.7%。话虽如此, 其分部的毛利率显著低于到店酒店和旅游业务, 这主要是由于食品配送的成本。展望未来, 我们预计该细分市场的毛利率将在2020E下降至17.5%, 这是由于疫情导致食品配送成本上涨。但随着商业运营恢复正常, 我们预计其毛利率将在2021E恢复至18.5%。

自2Q19以来, 由于与Mobike有关的运营重组以及杂货零售/送货等各种新业务的运营改善, 新业务的毛利率实现了改善。展望未来, 我们预计到2021年, 新业务的毛利率将达到20.0%。



总体毛利率从2018年的23.2%增至2019年的33.1%，这主要归功于食品外卖和新业务的毛利率提高。展望未来，在充满挑战的商业环境中，我们预计2020年的毛利率将降至31.0%，但到2021年将恢复至31.7%。

图表 14: 毛利率趋势

	2018	2019	2020E	2021E
毛利率				
食品外卖	13.8%	18.7%	17.5%	18.5%
到店/酒店/旅游	89.0%	88.6%	88.8%	89.0%
新业务	-37.9%	11.5%	16.0%	20.0%
	23.2%	33.1%	31.0%	31.7%

来源: 公司、农银国际证券预测

就运营成本而言，我们预计运营成本/交易总值比率在2020年将上升至4.8%，然后在2021年降至3.9%。

营销费用：由于规模经济和更高的运营效率，2019年营销费用/交易总值比率从2018年的3.1%提高到2.8%。展望未来，我们预计该比率将在2020年增至2.9%，然后在2021年降至2.3%。

研发费用：研发费用/交易总值比率在2019年为1.2%。我们预计该比率在2020-2021年会略有改善。

一般及行政开支：2019年的一般及行政开支/交易总值比率为0.6%。我们预计未来该比率将保持基本稳定。

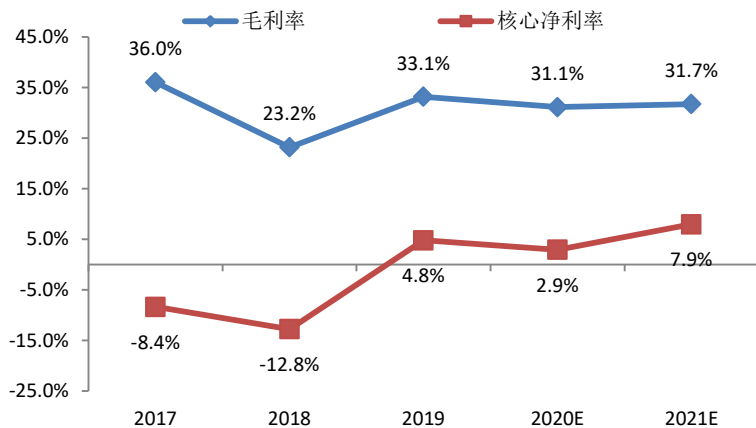


图表 15: 成本趋势 (百万元人民币)

	2018	2019	2020E	2021E
营销费用	-15,872	-18,819	-18,729	-21,029
研发费用	-7,072	-8,446	-7,879	-9,143
一般及行政开支	-5,546	-4,339	-4,198	-5,029
	-28,490	-31,604	-30,807	-35,201
估交易总值比率				
营销费用	-3.1%	-2.8%	-2.9%	-2.3%
研发费用	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-1.0%
一般及行政开支	-1.1%	-0.6%	-0.7%	-0.6%
	-5.5%	-4.6%	-4.8%	-3.9%

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 16: 利润率预测



来源: 公司、农银国际证券预测

基于以上假设, 我们预计在近期经营环境充满挑战的情况下, 2020年核心净利润将同比下降41.2%至27亿元人民币。 我们预计2021年核心净利润将达到106亿元人民币, 核心净利率为7.9%。



盈利敏感性分析

就盈利敏感性而言，我们估计核心净利率提高100个基点将使其2020E和2021E核心净利润分别增长35.5%和12.6%。

图表 17: 盈利敏感性分析

核心净利润变动(基点)	核心净利润变动(2020E)	核心净利润变动(2021E)
100	35.5%	12.6%
75	26.6%	9.5%
50	17.8%	6.3%
25	8.9%	3.2%
-	0.0%	0.0%
-25	-8.9%	-3.2%
-50	-17.8%	-6.3%
-75	-26.6%	-9.5%
-100	-35.5%	-12.6%

来源: 农银国际证券预测



图表 18: 季度财务 (百万元人民币)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
食品外卖	7,056	8,908	11,173	11,006	10,706	12,845	15,577	15,716
到店/酒店/旅游	3,138	3,673	4,436	4,594	4,492	5,245	6,181	6,357
新业务	1,081	2,492	3,468	4,203	3,976	4,613	5,736	6,086
总收入	11,275	15,073	19,076	19,803	19,174	22,703	27,494	28,158
收入成本	-8,063	-12,232	-14,505	-15,323	-14,105	-14,762	-17,901	-18,440
毛利	3,212	2,841	4,571	4,481	5,069	7,941	9,592	9,718
营销费用	-2,846	-3,868	-4,622	-4,535	-3,706	-4,149	-5,615	-5,349
研发费用	-1,383	-1,704	-2,004	-1,982	-2,036	-2,032	-2,137	-2,240
营销费用	-667	-978	-1,238	-2,846	-1,075	-1,038	-1,056	-1,232
计提减值损失		715	-84			-324	-112	-332
公允价值变动投资	471	-17	-341	991	165	-139	164	72
其他	165	161	266	157	279	854	611	787
营业利润	-1,048	-2,851	-3,452	-3,735	-1,304	1,113	1,447	1,424
财务收入	47	62	69	116	53	22	38	54
财务费用	-8	-5	-15	-15	-47	-50	-49	-45
可转换债券公允价值变化	-20,213	-4,637	-79,755					
应占投资收益	-1	7	2	-57	8	18	24	58
所得税前利润	-21,223	-7,424	-83,152	-3,690	-1,290	1,102	1,461	1,490
所得税费用	159	-292	-144	276	-143	-226	-127	-30
利润	-21,065	-7,716	-83,296	-3,414	-1,434	876	1,333	1,461
核心利润	-981	-3,211	-2,472	-1,582	-1,039	1,492	1,942	2,270
增长率								
总收入	NA	NA	97.2%	89.0%	70.1%	50.6%	44.1%	42.2%
营业利润	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
核心净利润	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
利润率								
毛利润率 (%)	28.5%	18.8%	24.0%	22.6%	26.4%	35.0%	34.9%	34.5%
营业利润率 (%)	-9.3%	-18.9%	-18.1%	-18.9%	-6.8%	4.9%	5.3%	5.1%
利润率 (%)	-186.7%	-51.1%	-436.6%	-17.3%	-7.5%	3.9%	4.9%	5.2%
核心利润率 (%)	-8.7%	-21.3%	-13.0%	-9.4%	-5.4%	6.6%	7.1%	8.1%

来源: 公司、农银国际证券



维持持有评级

同业估值分析

总体而言，公司的上市同行包括海外上市的在线食品配送平台和在线旅游平台。

Grubhub (GRUB US), Delivery Hero (DHER GY) 和 Just Eat Takeaway (TKWY NA) 等主要的在线食品配送平台目前的2020E / 2021E市销率平均值为5.9倍/4.6倍。总体而言，这些平台仍处于盈利初期，投资者倾向于以市销率 (P/S) 为基础对其进行估值。

另一方面，包括Trip.com (TCOM US) 和同程艺龙 (780 HK) 在内的主要在线旅游平台目前的2020E / 2021E平均市盈率为55.3倍/12.5倍。我们认为，在线旅游平台通常具有较长的运营历史和获利记录，因此投资者倾向于基于市盈率对其进行估值。目前，市场对Trip.com的利润预期有所下降，导致2020E的市盈率较高。因此，我们倾向于使用2021E P / E作为估值参考。

图表19: 同业估值

		市值 (当地 货币)	价格 (当地 货币)	市销率			市盈率		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
在线食品配送平台									
GRUB US Equity	GRUBHUB	3,866	42.1	2.9	2.7	2.3	NA	804.5	83.7
DHER GY Equity	DELIVERY HERO	12,943	65.4	9.9	5.6	4.2	NA	NA	NA
TKWY NA Equity	JUST EAT TAKEAWAY	10,789	74.9	25.9	9.3	7.2	NA	153.9	71.5
				12.9	5.9	4.6	NA	479.2	77.6
在线旅游平台									
TCOM US Equity	TRIP.COM	14,375	24.4	2.8	3.5	2.5	14.4	91.4	14.2
780 HK Equity	同程艺龙	23,680	11.1	2.9	3.0	2.2	31.1	19.1	10.8
				2.9	3.3	2.3	22.7	55.3	12.5
在线平台									
700 HK Equity	腾讯	3,672,149	384.4	8.8	7.2	5.9	35.5	29.2	23.6
9988 HK Equity	阿里巴巴	4,088,470	190.5	7.3	5.5	4.4	27.9	23.9	18.7
				8.0	6.4	5.2	31.7	26.5	21.2

来源：彭博、农银国际证券

估值和目标价

我们采用分部加总估值法 (SOTP) 将目标价设定为95港元，给予持有评级。尽管长期前景保持不变，但我们认为与新冠肺炎疫情爆发相关的近期宏观阻力将阻碍近期的股价表现。我们将预测扩展到2021E。

- 对于食品外卖业务，我们将目标P/S范围设定为4.5-6.5倍。
- 对于到店/酒店/旅游业务，我们参考上市在线旅游平台，将目标市盈率范围设置为10-15倍。

我们的分部加总估值法得出的估值范围为每股78-113港元。我们将目标价设定为95港元，约为该范围的中点。

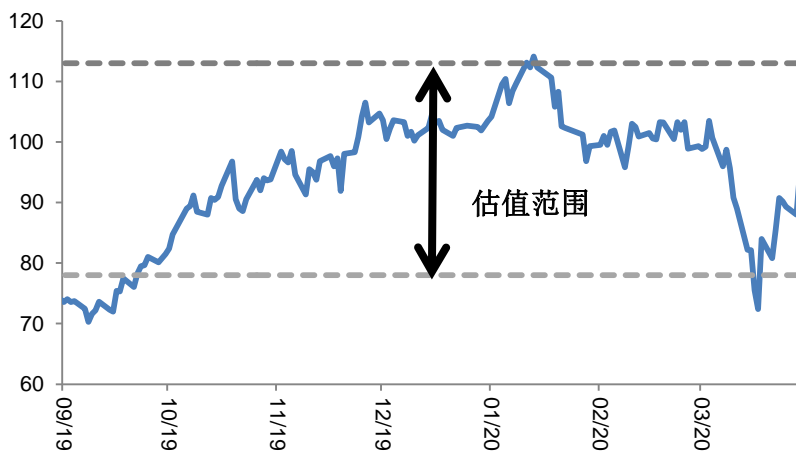
图表 20: 分类加总估值法 (SOTP) 估值范围 (港元/股)

业务	低端	基本	高端	意见
食品外卖	69	84	99	4.5-6.5x 2021E P/S
到店/酒店/旅游业务	9	11	14	10-15x 2021E P/E
	78	95	113	

来源:农银国际证券预测

总体而言，我们的估值范围与该股最近几个月的交易范围大致相符。

图表 21: 股价走势 (港币)



来源: 彭博、农银国际证券



风险因素

新冠肺炎疫情长期流行

新冠肺炎疫情的长期爆发可能会严重影响其到店/酒店/旅游业务，由于国际和当地城市间交通的干扰以及消费者较低的旅行需求。到店/酒店/旅游业务占2019年毛利润的61%。

业务拓展风险

集团已扩展至新的服务类别，例如叫车，自行车共享和零售杂货店市场。扩展到新的服务类别会涉及新的风险和挑战，这可能会影响财务绩效。

市场竞争

集团必须与其他在线电子商务服务平台竞争，尤其是阿里巴巴和携程。竞争将在佣金率，促销折扣，品牌广告，技术投资等方面进行。

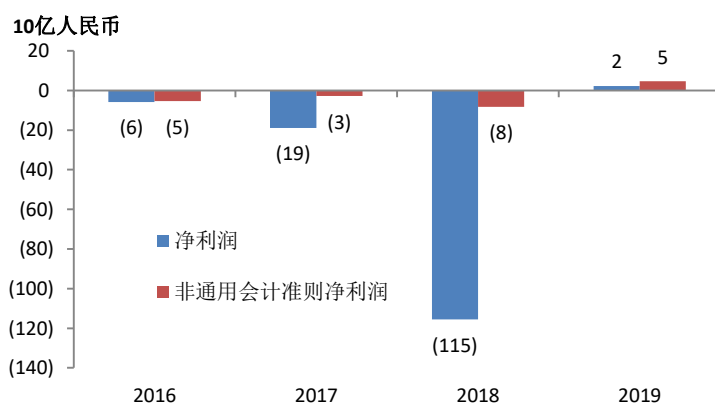
非通用会计准则利润

集团披露非通用会计准则财务指标，例如非通用会计准则净利润，以补充其财务指标。从历史上看，其非通用会计准则净利润与净利润之间存在重大差异，这是由于后者包括了股权激励支出，减值，投资的公允价值变动以及资产处置收益等项目。

在这些项目中，股权激励支出与各种因素有关，包括普通股的价格变动，预期波动率，无风险利率等。京东的股权激励支出在过去几年中呈上升趋势，从2017年为9亿元人民币，到2019年为22亿元人民币。

尽管投资者在进行分析时倾向于将这些非现金性项目排除在外，但我们认为这些非通用会计准则财务指标应仅作为参考。

图表 22: 非通用会计准则净利润与净利润比较



来源: 公司、农银国际证券



综合损益表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
收入	65,227	97,528	94,606	133,581
收入成本	-50,122	-65,208	-65,191	-91,253
毛利	15,105	32,320	29,415	42,328
其他收益净额	2,585	2,609	2,850	2,850
销售及市场推广开支	-15,872	-18,819	-18,729	-21,029
研发费用	-7,072	-8,446	-7,879	-9,143
一般及行政开支	-5,546	-4,339	-4,198	-5,029
计提减值损失	-286	-646	0	0
经营利润	-11,086	2,680	1,458	9,977
财务成本净额	249	-25	-50	-20
其他	-104,654	107	90	110
所得税前利润	-115,491	2,762	1,498	10,067
所得税费用	2	526	300	2,013
所得税后利润	-115,493	2,236	1,199	8,054
非控制权益	-16	-3	-1	-8
净利润	-115,477	2,239	1,200	8,062
股权激励支出	1,865	2,191	1,292	2,286
摊销及减值	2,367	751	600	600
处置/重估调整	102,743	-547	-350	-350
其他调整	157	23	-1	-8
非通用会计准则利润	-8,346	4,657	2,740	10,589
增长率				
收入 (%)	92.3	49.5	-3.0	41.2
毛利 (%)	23.6	114.0	-9.0	43.9
经营利润 (%)	189.7	-124.2	-45.6	584.2
净利润 (%)	510.5	-101.9	-46.4	571.9
非通用会计准则利润 (%)	192.6	-155.8	-41.2	286.4
财务比率				
营业利润率 (%)	-17.0	2.7	1.5	7.5
净利润率 (%)	-177.0	2.3	1.3	6.0
非通用会计准则利润率 (%)	-12.8	4.8	2.9	7.9
股东权益平均回报率 ROAE (%)	-502.0	2.5	1.3	8.3
资产平均回报率 ROAA (%)	-113.0	1.8	0.9	5.8

来源：公司、农银国际证券预测

*自 2020 年 3 月 31 日发布英文版报告后，没有对盈利预测和财务状况预测进行修改



合并资产负债表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
物业及设备	3,979	5,376	3,542	8,218
无形资产	33,876	32,700	32,700	32,700
于联营企业及合营企业权益	2,103	2,284	2,284	2,284
金融资产	6,242	7,166	7,166	7,166
其他非流动资产	1,312	2,352	2,352	2,352
非流动资产总额	47,512	49,877	48,043	52,719
现金及银行结余	17,044	13,396	15,307	20,253
受限制现金	4,256	8,760	8,760	8,760
应收账款	466	677	1,984	3,167
其他应收款项及预付款项	9,065	9,591	9,591	9,591
存货	400	275	580	820
短期投资	41,918	49,436	49,436	49,436
流动资产总额	73,149	82,135	85,658	92,026
资产总额	120,661	132,012	133,702	144,745
应付账款	5,341	6,766	7,257	10,247
贷款	1,800	3,553	3,553	3,553
递延收入	3,103	4,567	4,567	4,567
其他流动负债	21,581	21,706	21,706	21,706
流动负债总额	31,825	36,592	37,083	40,073
递延收入	625	389	389	389
贷款	470	467	467	467
其他非流动负债	1,232	2,510	2,510	2,510
非流动负债总额	2,326	3,366	3,366	3,366
负债总额	34,151	39,958	40,449	43,439
净流动资产	41,324	45,542	48,575	51,953
归属于公司股东权益	86,504	92,113	93,312	101,374
非控制权益	5	(58)	(59)	(67)
总权益	86,510	92,055	93,253	101,307

来源：公司、农银国际证券预测



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,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/或与其附属公司,曾在过去 12 个月内,与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	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%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离,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率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

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,或会与交易、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 2020 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:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863