



最大扰动因素基本消除，扩消费政策持续发力，高成长性业务有望迎新一轮快速增长——美团-W (03690.HK) 投资价值分析报告

● 高成长性行业或迎来整体估值修复期

美联储持续加息的重要前提条件之一为：货币政策对于经济和金融环境整体稳定性不产生较大影响。近日来，多家欧美银行接连暴雷或使得美联储大幅加息周期提前结束概率大增。根据 FedWatch 数据显示，市场预期3月加息幅度下调至 25BP 和不加息的可能性分别为 66.4% 和 33.6%。美联储大幅加息周期有望提前结束，将带动市场对于高成长性风险资产的偏好增加。

● 扩大消费相关政策有望今年持续发力

去年底召开的中央经济工作会议强调今年的经济工作要将着力扩大国内需求作为重点，把恢复和扩大消费摆在优先位置；2023年3月，李克强总理所作政府工作报告中再次对该项工作重点进行了指示和强调。商务部表示，将和相关部门一道积极采取措施推进扩大消费工作，包括：支持餐饮等行业恢复发展；加快发展新型消费，促进线上线下融合。我们预计，扩大消费相关政策有望今年持续发力，利好消费行业今年的整体发展。

● 自我强化网络效应+业务间高转化协同效应，构筑核心竞争优势

2022Q1-Q3，公司销售费用率创近五年来历史最优，整体呈现明显的下降趋势，且其费用率未来也仍有较大优化空间。我们认为，公司线上平台型商业模式已形成消费者粘性不断增强的自我强化网络效应，以及各业务间高转化的协同效应，两者共振有望持续推动公司订单规模的快速增长，带动公司业绩提升。同时，其也赋予公司新业务拓展显著的低获客成本、高转化率优势，能够更为快速地占领新业务市场，形成市场主导地位。

● 最大不确定扰动因素基本消除，酒旅现金牛业务有望率先充分收益

美团拥有国内庞大的在线旅游下沉市场基础，公司间夜量占比 2020 年就已超过行业五成。2022 年，公司酒旅业务受到疫情反复影响较大，但一旦具备到店条件，其业绩恢复能力强。我们认为，公司今年酒旅业务恢复至高增长水平确定性高，有望在行业强劲复苏中率先充分收益。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 2,177/2,827/3,504 亿元；经调整后的 EPS 分别为 0.53/2.93/6.05 元，YOY 分别为 120.8%/454.3%/106.7%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 196 港元/股，给予公司“强烈推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

新业务盈利进度不及预期，配送骑手相关成本上升风险。

● 核心业绩数据预测

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 114,795 | 179,128 | 217,728 | 282,736 | 350,367 |
| YOY | 17.7% | 56.0% | 21.5% | 29.9% | 23.9% |
| 经调整归母净利润(百万元) | 3,121 | (15,574) | 3,283 | 18,413 | 38,514 |
| ROE | 16.8% | 19.0% | -5.1% | 7.5% | 18.6% |
| 经调整摊薄 EPS(元) | 0.53 | (2.54) | 0.53 | 2.93 | 6.05 |
| YOY | -33.9% | -578.6% | 120.8% | 454.3% | 106.7% |
| P/E | 140.91 | -29.44 | 141.40 | 25.51 | 12.34 |

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

强烈推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据

2023-3-20

| | |
|--------------|---------------|
| 收盘价(港元) | 128.90 |
| 一年中最低/最高(港元) | 112.80/211.60 |
| 总市值(亿港元) | 7,983 |
| ROE (TTM) | -8.6% |
| PE (TTM) | -29.67 |

股价相对走势





内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 公司基本情况概述..... | 5 |
| 1.1. 发展历程：凭团购业务起家，已成为综合性生活服务平台龙头公司..... | 5 |
| 1.2. 主营业务：核心本地商业+新业务，两大业务板块..... | 6 |
| 1.3. 公司主要运营指标、经营业绩持续向好..... | 6 |
| 1.3.1. 高粘性用户、高频次交易业务助力公司高成长性..... | 6 |
| 1.3.2. 公司整体营收规模快速增长，毛利率重回上升通道..... | 7 |
| 1.3.3. 公司分板块业务构成情况..... | 8 |
| 1.3.4. 公司财务报表相关主要指标分析..... | 9 |
| 2. 餐饮外卖业务：行业未来成长性高，公司稳固基本盘仍在不断取得突破..... | 12 |
| 2.1. 餐饮外卖市场渗透率不断提高，行业仍处在快速发展期..... | 12 |
| 2.2. 外卖行业消费群体呈现年轻化，外卖消费方式顺应家庭小型化趋势..... | 13 |
| 2.3. 我国餐饮外卖行业竞争格局：从三足鼎立到二分天下..... | 14 |
| 2.4. 公司餐饮外卖业务基本盘保持快速增长，高频业务不断创出日订单量新高..... | 15 |
| 2.5. 业务核心竞争优势：规模化网络效应+高效配送网络，构筑深厚护城河..... | 17 |
| 3. 到店、酒旅业务：商业化变现能力强，营收质量不断提升..... | 18 |
| 3.1. 到店服务业务：行业迎来新发展契机，公司龙头地位稳固..... | 18 |
| 3.1.1. 高成长性赛道迎来新一轮发展契机..... | 18 |
| 3.1.2. 美团霸主地位稳固，第二梯队市占率与其差距明显..... | 20 |
| 3.2. 在线酒旅业务：行业开启强劲复苏，头部企业各具优势..... | 20 |
| 3.2.1. 疫情扰动的最大不确定因素消除，在线旅游市场开启强劲复苏..... | 20 |
| 3.2.2. 携程总体市场份额领先，美团则在下沉市场表现优异..... | 21 |
| 3.3. 疫情反复下，公司到店业务月 GTV 连续创出新高，酒旅业务反弹显著..... | 22 |
| 3.4. 到店、酒旅业务核心竞争优势：丰富品类+低销售成本+高转化率=强业务壁垒..... | 23 |
| 4. 加速布局前景广阔的即时零售业务——美团闪购..... | 24 |
| 5. 2022-2024 年公司业绩预测..... | 25 |
| 5.1. 公司分业务板块营收、经营利润率预测..... | 25 |
| 5.2. 公司整体业绩预测..... | 25 |
| 6. 公司估值分析..... | 26 |
| 6.1. 公司相对估值：目前处于历史低分位、同业中游水平..... | 26 |
| 6.2. 公司分部估值..... | 27 |



| | |
|--------------------|----|
| 7. 公司股价催化剂分析 | 28 |
| 8. 风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 通过服务平台和实时配送网络, 连接消费者和商家的公司业务模式 | 5 |
| 图 2: 公司综合性生活服务平台发展历程 | 6 |
| 图 3: 公司主要业务产品覆盖生活服务各个方面 | 6 |
| 图 4: 公司近五年一期营业收入、毛利情况 | 8 |
| 图 5: 公司收入分板块构成情况 | 8 |
| 图 6: 公司收入分具体业务类型构成情况 | 8 |
| 图 7: 公司近五年一期主要运营指标趋势 | 10 |
| 图 8: 公司近五年一期主要管理能力指标趋势 | 11 |
| 图 9: 2022Q1-Q3, 公司管理能力主要指标与可比公司横向比较 | 11 |
| 图 10: 公司近五年一期主要盈利能力指标趋势 | 12 |
| 图 11: 2017 年-2022 年在线外卖市场规模及预测 | 13 |
| 图 12: 外卖消费者的年龄分布以“90 后”群体为主 | 14 |
| 图 13: 外卖消费者以小型化家庭群体为主 | 14 |
| 图 14: 2014 年-2020 年我国餐饮外卖市场各大企业份额占比趋势 | 15 |
| 图 15: 规模化平台形成自我强化的良好网络效应 | 17 |
| 图 16: 公司自研“超脑”即时配送系统助力构建高效规模化配送网络 | 18 |
| 图 17: 2017-2021 年我国到店服务行业市场规模趋势 | 19 |
| 图 18: 2020H1 我国到店服务市场构成 | 19 |
| 图 19: 2014 年-2021 年医美、线下休闲娱乐市场规模 | 19 |
| 图 20: 2015 年-2021 年我国旅游行业及细分在线旅游市场规模趋势 | 21 |
| 图 21: 2020 年-2021 年我国在线旅游市场份额分布 | 22 |
| 图 22: 2017 年-2021 年公司到店、酒旅业务收入趋势 | 22 |
| 图 23: 2016-2025E 开放平台模式即时零售市场规模趋势及预测 | 24 |
| 图 24: 公司 P/S 估值水平处在小于 25% 低分位 | 27 |
| 图 25: 公司 P/S (TTM) 处于各大可比公司中游水平 | 27 |

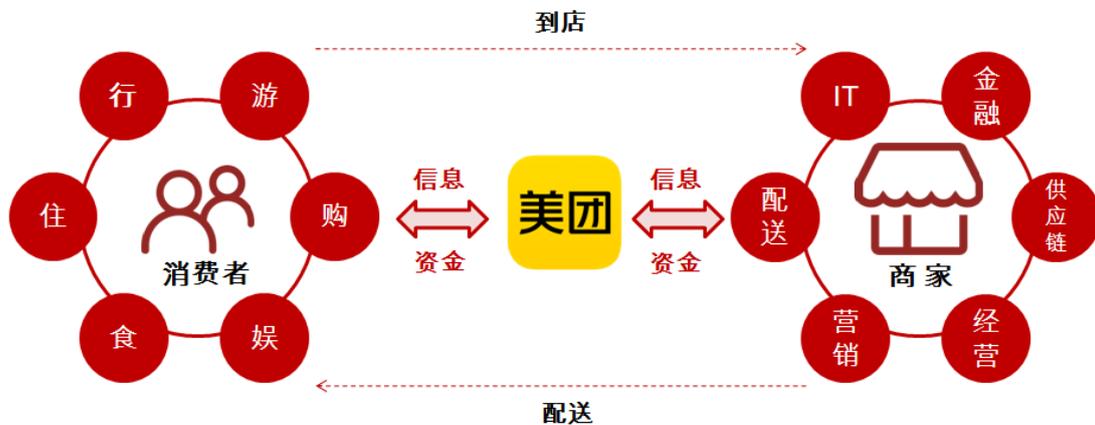


| | |
|---|----|
| 表 1: 公司 2017 年-2021 年关键业务指标呈现高速增长 | 7 |
| 表 2: 2017 年-2021 年公司餐饮外卖业务主要经营数据 | 16 |
| 表 3: 2022 年-2024 年公司业绩预测简表 | 26 |
| 表 4: 公司 SOTP 估值 | 28 |

1. 公司基本情况概述

美团成立于 2010 年 3 月，为一家国民级的科技零售公司。2018 年 9 月，公司在港交所挂牌上市（股票代码：03690.HK）。作为集吃、喝、行、游、购、娱一站式的综合性生活服务平台，公司以最新升级的“零售+科技”的战略，践行“帮大家吃得更好，生活更好”的公司使命，通过覆盖信息流和资金流的服务平台和实时配送网络，连接起了庞大的消费者和商家群体。截至 2022Q3，公司平台年交易用户数达 6.9 亿，活跃商家数达 930 万，每位交易用户年平均交易笔数达 39.5 笔，为国内生活服务类平台龙头企业。

图 1：通过服务平台和实时配送网络，连接消费者和商家的公司业务模式



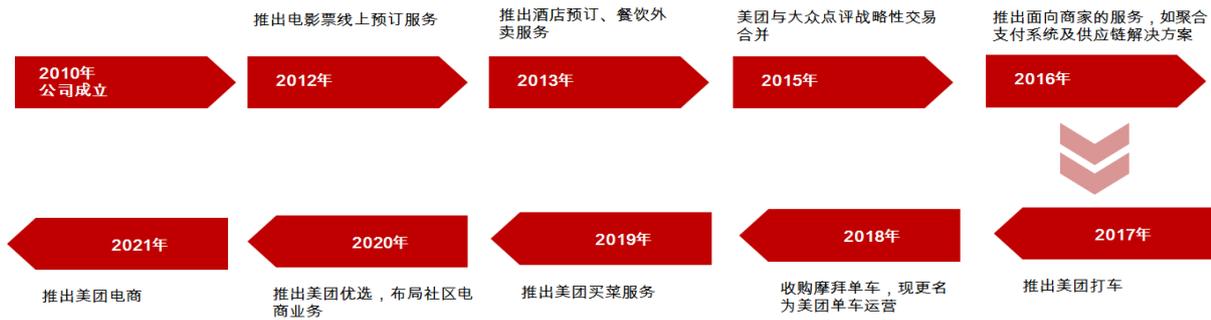
资料来源：公司招股说明书，华通证券国际研究部

1.1.1. 发展历程：凭团购业务起家，已成为综合性生活服务平台龙头公司

2010 年，公司以团购业务起家，通过行之有效的差异化路线，主要布局特色的服务品类团购，最终在千团大战的激烈竞争中脱颖而出后，便一路开启业务版图高速扩张。2012 年，公司推出电影票线上预订服务。2013 年，基于生活服务类团购的业务基础，公司进军酒店预订、餐饮外卖服务市场。2014 年，上线旅游门票预订服务，综合性生活服务平台构建日趋完善。2015 年，美团与大众点评实现战略性交易合并。2018 年，公司成立闪购事业部，业务拓展至即时零售业务。2019 年，公司推出美团卖菜服务。2020 年，美团上线美团优选，加速布局社区电商服务。

复盘公司过往发展历程，美团敏锐地捕捉了终端客户消费方式的改变趋势，抓住了各大生活服务线下实体商户逐步重视线上拓展业务的机会。在布局各项业务之初，无论是千团大战还是外卖行业白热化补贴，公司各业务往往都能够在经过激烈的同业竞争后，最终被市场所认可的，而我们认为，这样经过千锤百炼的业务模式成型后往往具有极强的韧性。

图 2：公司综合性生活服务平台发展历程



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

1.2. 主营业务：核心本地商业+新业务，两大业务板块

自 2022 年半年报开始，公司将披露的分部报告列示口径进行了调整。调整后的公司主营业务分为两大板块：（1）核心本地商业板块，主要包括原分部报告列示的餐饮外卖和到店、酒店及旅游分部，并包含美团闪购、民宿以及交通票务；（2）新业务板块，主要包括美团优选、美团买菜、餐饮供应链（快驴）、网约车、共享单车、共享电单车、充电宝、餐厅管理系统等众多公司布局新业务。

图 3：公司主要业务产品覆盖生活服务各个方面



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

1.3. 公司主要运营指标、经营业绩持续向好

1.3.1. 高粘性用户、高频次交易业务助力公司高成长性

公司在 2017 年旗下聚合生活服务平台已形成庞大规模、年度交易笔数超过 58 亿的高基数基础上，通过高效的运营策略、配送网络和业务间协同效应等优势，公司业务规模近五年一期



均保持着高速增长。截止 2021 年末，公司交易用户数达 6.91 亿，2017 年-2021 年期间 CAGR22.2%；年度交易笔数达 247 亿，同期 CAGR 为 43.6%。两者均保持高双位数年复合增长的情况下，交易笔数 CAGR 还呈现远高于同期用户规模的增长。我们认为，这与用户对平台的粘性趋强，同时，公司主营业务性质具有交易频次高的特点有关。因为，我们预计，未来即使在国内人口红利规模逐渐见顶的情况下，通过用户平台消费习惯的不断加强，公司高粘性用户、高频次交易的业务仍然具有优质的成长性。

表 1：公司 2017 年-2021 年关键业务指标呈现高速增长

| 主要业务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 年度交易用户数（百万） | 310 | 400 | 452 | 511 | 691 |
| YOY | | 29.4% | 12.8% | 13.1% | 35.2% |
| 年度交易笔数（百万） | 5,819 | 9,530 | 12,371 | 14,348 | 24,720 |
| YOY | | 63.8% | 29.8% | 16.0% | 72.3% |
| 每位用户平均每年交易笔数 | 18.8 | 23.8 | 27.4 | 28.1 | 35.8 |
| YOY | | 26.6% | 15.1% | 2.6% | 27.4% |
| 活跃商家数（百万） | 4.4 | 5.8 | 6.2 | 6.8 | 8.8 |
| YOY | | 31.8% | 6.9% | 9.7% | 29.4% |

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

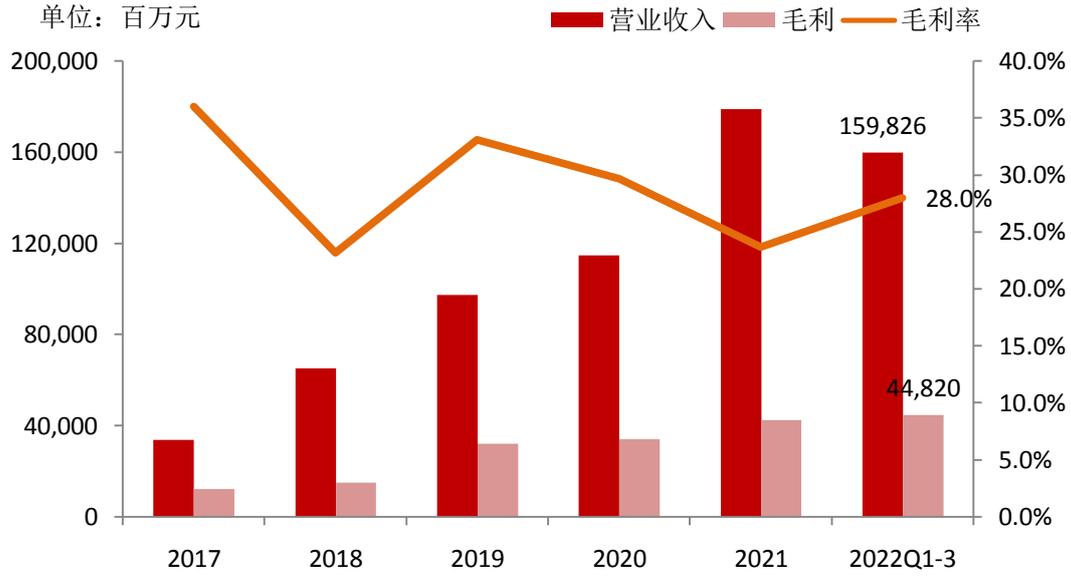
1.3.2.公司整体营收规模快速增长，毛利率重回上升通道

公司近五年一期营业收入同样呈现高速增长，2021 年营收规模增长至 1,791 亿元，2017 年-2021 年期间 CAGR 达 51.6%。2022Q1-Q3，公司营收为 1,598 亿元，前三个季度营收已达去年进度的 89.2%。在毛利方面，2021 年公司毛利达 425 亿元，同期 CAGR 达 36.5%。2022Q1-Q3，公司毛利为 448 亿元，前三季度实现毛利已超去年全年数。

2022 年以来，公司毛利率也扭转了前两年持续下降的情况，重回上升通道。2020-2021 年公司毛利率出现下滑，主要与新业务板块布局前期的高举高打，相关的市场投入和用户补贴等激励成本较高有关。随着公司新业务规模的逐步成型，存量客户占比的不断提高，公司的相应成本投入比在 2022 年期间趋于合理化，从而使得公司毛利率得到明显优化。2022Q1-Q3，公司毛利率提升至 28.0%，较 2021 年提升达 4.3pct。



图 4：公司近五年一期营业收入、毛利情况



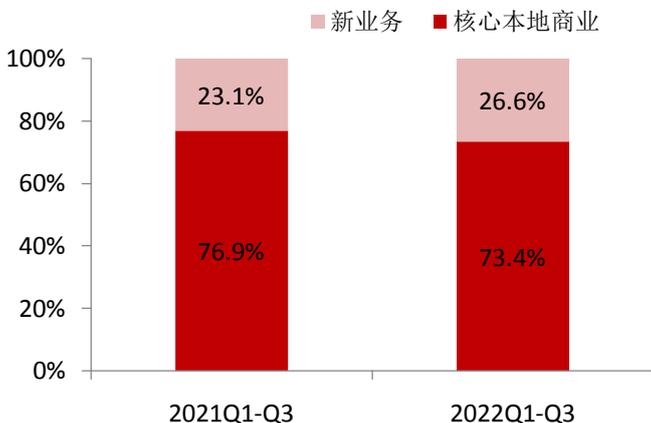
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华通证券国际研究部

1.3.3.公司分板块业务构成情况

从可获取的调整后收入分部口径披露数据来看，在业务板块构成上，2022Q1-Q3，核心本地商业板块和新业务板块收入约为七三开，分别为 73.4%和 26.6%，其中：在核心本地商业板块收入中，餐饮外卖与到店、酒旅业务占其板块营收主要部分；同时，随着新业务规模逐步成型，公司收入结构得到进一步优化，新业务板块收入占比同比明显提升，增长 3.5pct。

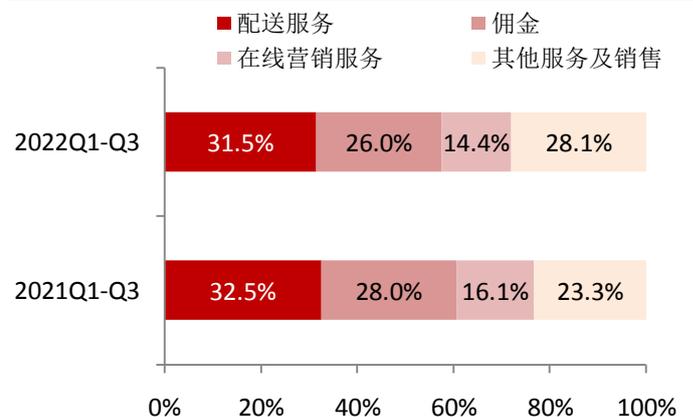
从具体业务类型构成上看，公司收入主要来源于配送服务和佣金收入，2022Q1-Q3，两者收入占比约为总营收的的六成。同比来看，其他服务及收入占比增长较快，也主要得益于公司新业务板块中商品零售业务的扩张。

图 5：公司收入分板块构成情况



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

图 6：公司收入分具体业务类型构成情况



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部



从公司分板块营业利润构成来看，目前新业务板块尚处于扩大业务规模阶段，2022Q1-Q3，整体并未实现盈利；公司核心本地商业板块同期贡献经营利润为 189 亿元，可覆盖新业务板块经营亏损的 81.1%。同时，从分季度趋势来看，新业务板块经营亏损情况呈现环比收窄，2022Q3，公司两大业务板块经营利润合计已转为正数至 25 亿元。

1.3.4.公司财务报表相关主要指标分析

1.3.4.1.运营能力分析：现金循环周期保持良好水平，商业模式提供充裕现金流

由于公司营收中的绝大部分来源于终端平台用户的即时付费收入，故应收账款占比相对较少。截至 2022Q3 期末，公司应收账款余额为 20 亿元，仅为 2022 年营业收入（TTM）的 1.0%。这使得公司应收账款周转天数一直保持在优异的低位水平，2022 年应收账款周转天数（TTM）为 3.2 天。

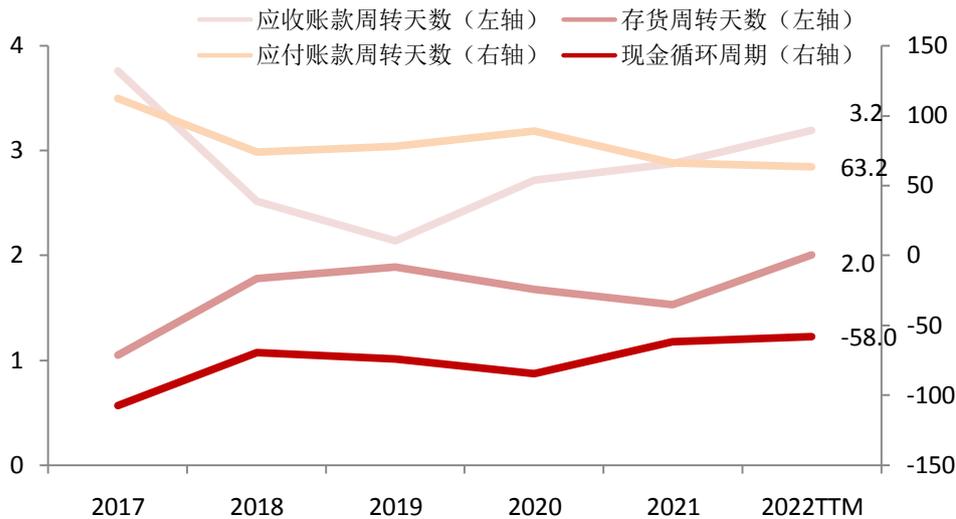
由于公司业务模式主要为提供平台服务，营业成本构成中主要为相关配送成本以及用户补贴成本，存货在营业成本中的占比较低，从而使得公司存货周转率表现持续良好。截至 2022Q3 期末，公司存货余额为 10 亿元，仅为 2022 年营业成本（TTM）的 0.9%，2022 年存货周转天数（TTM）为 2.0 天。

而从负债端看，公司应付账款占比营业成本相对较高，能够形成可观的应付账款资金沉淀现金流。截至 2022Q3 期末，公司应付账款余额（含递延收入）达 147 亿元，为 2022 年营业成本（TTM）的 9.6%。这使得公司应付账款整体运营管控理想，指标能够保持在高位运行，2022 年应付账款周转天数（TTM）达 63.2 天。

结合以上各大报表项目周转天数情况分析，我们可计算得到公司的现金循环周期指标同样表现优异：近五年一期均位于较大绝对值负数区间，2022 年公司现金循环周期（TTM）为-58.0 天。



图 7：公司近五年一期主要运营指标趋势



资料来源：公司公告，东财 Choice，华通证券国际研究部

同时，在以上分析中，我们还未考虑公司与商户款项结算事项由于结算周期的存在，所带来的其他应付款相关庞大规模资金沉淀。截至 2022Q3 期末，公司应付商家款项余额高达 106 亿元，这也进一步夯实了公司强健的经营现金流。2022Q1-Q3，凭借公司的良好运营，特别是 Q3 业务的高弹性恢复增长，公司经营活动现金流净额达 73 亿元，为自 2019 年有公布季度数据以来的历史最好表现。

1.3.4.2. 公司管理能力分析：销售费用率下降显著，研发投入比处于业内高水准

公司作为互联网生活服务平台企业，其销售和研发投入尤为重要。在公司的各大期间费用中，销售费用和研发费用也占据了主要部分，2022Q1-Q3，两项期间费用金额分别为 290 亿元、155 亿元，占整体期间费用比例分别为 55.2%、29.5%。

从时间维度上看，公司近五年一期销售费用率整体呈现快速下降趋势，其中：2021 年，销售费用率同比有所波动增长，主要原因为公司在零售业务拓展上所投入的营销活动成本增加。2022Q1-Q3，公司销售费用率为 18.1%，较 2017 年下降高达 14pct。我们认为，公司综合性生活服务平台已形成自我强化的良好网络效应，叠加美团在高效运营上的优势，从而使公司获客、推广成本得到显著降低。

我们同时还选取了阿里、京东和拼多多三家与美团业务布局有部分重合的互联网平台企业作为可比公司，进行相关指标横向比较。2022Q1-Q3，公司销售费用率在各大可比公司中位列较高，虽明显优于同期拼多多的销售费用率，但与阿里、京东的销售费用率仍有一定差距（注：阿里财年期间不同，为 2022Q2-Q3 数据，以下阿里数据口径相同）。我们认为，其主要原因

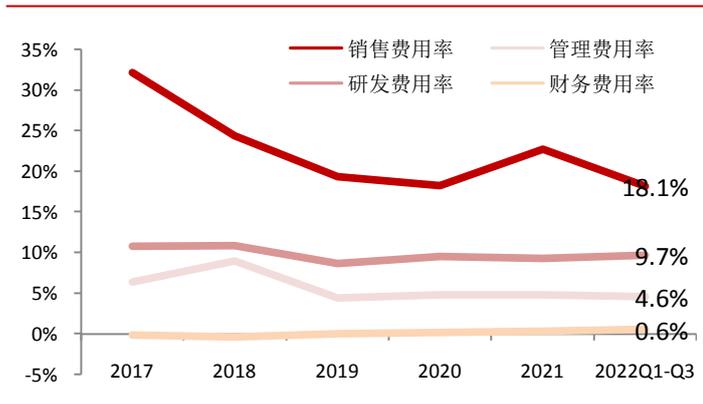


为：美团自成立以来一直重视新业务推广布局，相关营销投入成本较大，但这也是公司能在多次进入新业务领域能够取得成功的主要因素之一。我们可以看到重视营销推广弯道超车阿里的拼多多其销售费用率更是高达 24.8%；同时，阿里、京东的销售费用率较低也与其营收规模相比美团较大有关。

在“零售+科技”的战略下，公司向来重视研发投入，随着营收规模的高速增长，公司研发费用投入比仍能保持在稳定的高比率。2022Q1-Q3，美团研发费用率达 9.7%，优于各大可比公司。公司自主研发的“超脑”即时配送系统仍在不断优化迭代，支持着全球最大规模的外卖配送网络。

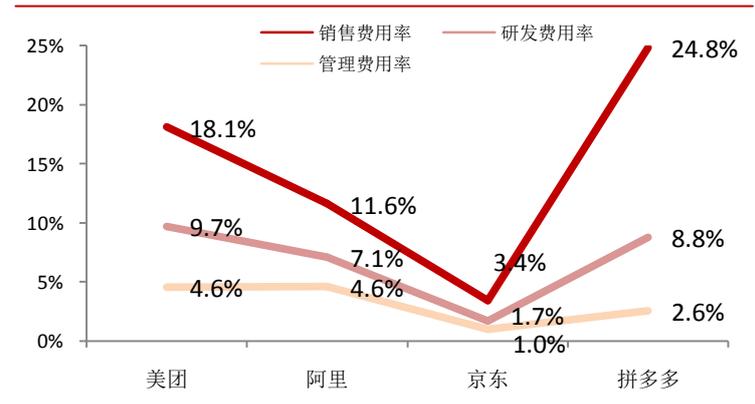
公司管理费用率整体呈现下降趋势，其中：2018 年，管理费用金额达 58 亿元，管理费用率上升至近 6 年来峰值至 8.9%，主要原因一方面是受到共享单车服务品牌策略调整导致计提无形资产减值准备 13 亿元及摩拜海外重组减值准备计提 1.32 亿元的影响，另一方面为当年行政人员的数量扩张以及相关薪酬福利、股份支付的增长导致。而进入 2019 年，公司管理团队扩张速度显著放缓，管理费用金额降低至 42 亿元，管理费用率降幅达 4.5pct，至 4.4%。近三年来，公司管理费用率则趋于平稳。2022Q1-Q3，公司管理费用率为 4.6%，与可比公司阿里相当，高于京东和拼多多。

图 8：公司近五年一期主要管理能力指标趋势



资料来源：公司公告，东财 Choice，华通证券国际研究部

图 9：2022Q1-Q3，公司管理能力主要指标与可比公司横向比较



资料来源：各大公司公告，东财 Choice，华通证券国际研究部

1.3.4.3. 公司盈利能力分析：整体营收质量随新业务拓展呈现波动，未来提升空间充足

公司毛利率趋势情况已在前述整体营收章节进行了阐述分析。

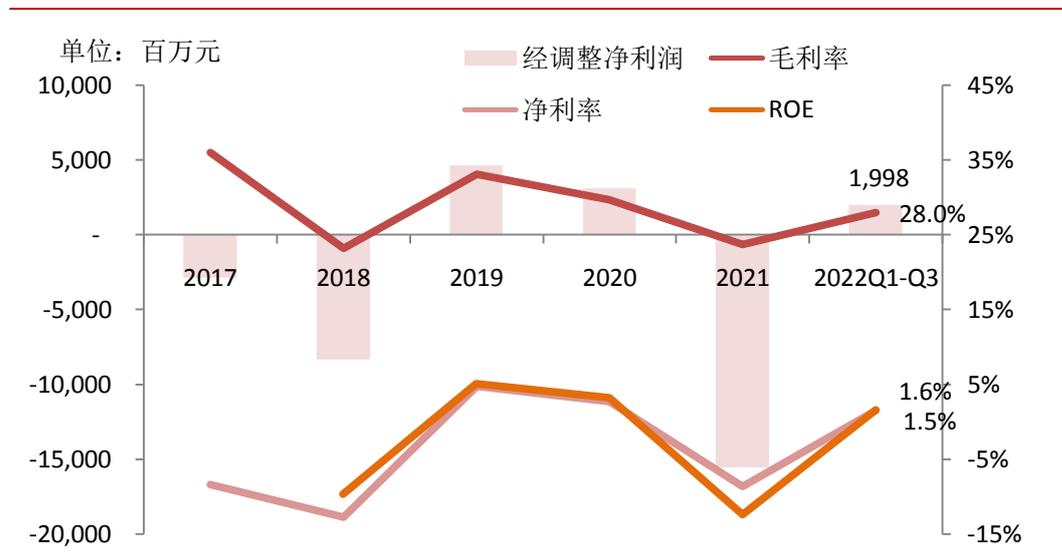
在净利润方面，公司各年经调整后净利润呈现在盈亏平衡点附近的上下波动。2021 年，公司整体亏损较大的主要原因为公司闪购及其他新业务的前期市场培育拓展投入成本较大导致。



2022Q1-Q3，公司营收呈现出更高质量的增长，运营效率也进一步提高，这体现在前述分析的毛利率显著提升和销售费用率显著下降方面。公司经调整后净利润再次回到正数，前三季度累计实现经调整后净利润 20 亿元。在 2021 年公司创近 6 年来最大经调整后亏损、2022 年疫情不断反复的情况下，2022Q1-Q3，美团快速实现扭亏，充分说明了公司业务具有极强韧性与巨大弹性空间。

公司目前的 ROE 为 1.6%，整体盈利水平并不高。我们认为，这与公司现阶段的发展策略和目标更加侧重于业务规模拓展上有关，而随着公司业务布局更加完善、规模逐渐成型，届时更加注重营收质量的相关业务目标也将会出台。考虑到公司业务所展现极强弹性和韧性，未来公司 ROE 将有很大的提升空间。

图 10：公司近五年一期主要盈利能力指标趋势



资料来源：公司公告，东财 Choice，华通证券国际研究部

2. 餐饮外卖业务：行业未来成长性高，公司稳固基本盘仍在不断取得突破

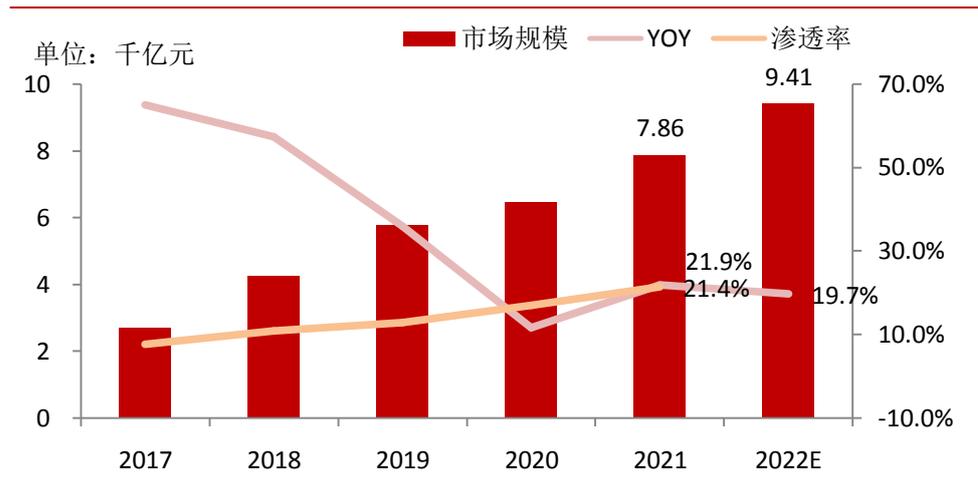
2.1. 餐饮外卖市场渗透率不断提高，行业仍处在快速发展期

近年来，随着我国国民收入的不断提高，国人对于“吃得好”的需求日益增加，而我国的餐饮业市场规模也在随之不断扩大。根据国家统计局数据显示，2017 年全国餐饮市场规模为 3.96 万亿元，2021 年市场规模已增至 4.69 万亿元，期间 CAGR 为 4.3%。在此期间，行业虽然经历了疫情带来的较大冲击，但整体来看行业规模仍在稳健增长。随着 2022 年末疫情管控的放开，我们认为餐饮行业也将迎来新一轮的发展契机。弗若斯特沙利文预测，我国餐饮市场规模 2025 年将达 7.62 万亿元，2021-2025 年期间 CAGR 将达 12.9%。

同时，随着我国城镇化率、智能手机的普及率大幅提高，消费者用餐方式选择更加多样化、便捷化。从而使得在不断扩容的餐饮市场中，在线外卖业务不断发展壮大，已成为其重要的市场组成部分。

虽然疫情对于餐饮行业整体发展带来了不利影响，但人们出行受限的情况，却推动了在线外卖用户消费习惯的培养，助推其业务的进一步兴起。据中国互联网信息中心数据显示，在线外卖业务在我国餐饮行业的渗透率呈现一路快速走高，2017年其渗透率仅为7.6%，2021年已迅速增长至21.4%，较2017年增幅达13.8pct。渗透率的快速增长，带来了在线外卖市场整体规模的高速扩容。据艾媒咨询数据预测，2017年在线外卖市场规模约为2,700亿元，2022年预计市场规模将达9,410亿元。即将突破万亿元的在线外卖市场期间CAGR达28.4%，其高双位数增速远优于同期整体餐饮市场规模增速。

图 11：2017 年-2022 年在线外卖市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，中国互联网信息中心，华通证券国际研究部

2.2. 外卖行业消费群体呈现年轻化，外卖消费方式顺应家庭小型化趋势

从餐饮外卖消费者年龄段分布来看，根据美团研究院在2020年所做的外卖消费者问卷调查统计数据显示，“90后”是外卖最大的消费群体，占比近六成，18-25岁和26-30岁两个年龄段占比分别为36.1%、22.5%。各年龄段占比整体上呈现年龄段越高，占比越低的特征。

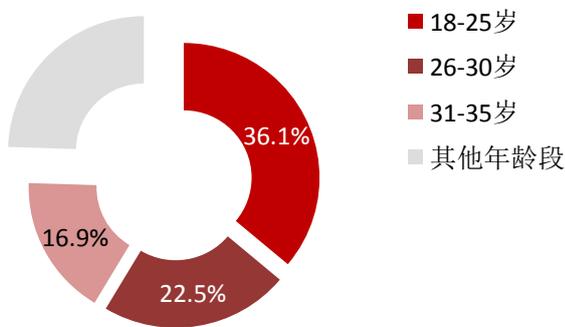
同时，“90后”的消费频次也更高，18-25岁、26-30岁年龄段消费群体对外卖的需求频次远高于其他消费群体。而随着年轻一代消费方式的不断培养巩固，该群体可支配收入的不断提高，未来餐饮外卖行业将与年轻一代一同快速成长。

自迈入2000年以来，我国的家庭人口结构正发生着巨大变化，城镇化的加速、生活节奏加快、

子女养育成本压力的增大,使得我国家庭呈现小型化加速的趋势。根据国家统计局数据显示,一人户家庭占总户数的比例已从 2002 年的 7.7% 上升至 2019 年的 18.4%,二人户家庭占总户数的比例从 2002 年的 18.4% 上升至 2019 年的 29.6%。

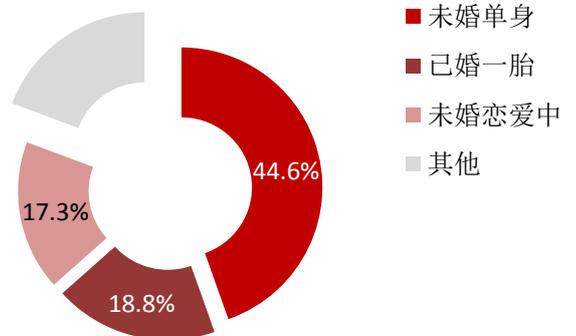
而家庭小型化也使得自己做饭的经济性降低,单身、未婚、已婚一胎家庭已成为外卖消费群体主力。美团研究院外卖消费者问卷调查统计数据显示,未婚单身消费人群占比高达 44.6%,未婚恋爱人群的占比为 17.3%,已婚一胎人群的占比为 18.8%。同时,从消费频次来看,单身和未婚恋爱群体的消费频次也明显高于已婚人群。国民的餐饮消费方式正顺应着家庭小型化趋势转变,将为未来餐饮外卖行业的发展提供有力支撑。

图 12: 外卖消费者的年龄分布以“90后”群体为主



资料来源: 美团研究院, 华通证券国际研究部

图 13: 外卖消费者以小型化家庭群体为主



资料来源: 美团研究院, 华通证券国际研究部

2.3. 我国餐饮外卖行业竞争格局: 从三足鼎立到二分天下

在原国内三大餐饮外卖行业巨头中,饿了么发力最早,其于 2009 年成立后,凭借先发优势,在市场份额上取得领先。但从行业整体情况来看,彼时处于行业发展初期,由于行业发展空间想象力巨大,众多竞争者陆续涌入后,各家之间差距并不明显。

美团和百度布局餐饮外卖业务相对较晚,分别上线于 2013 年和 2014 年。自美团入局后开始,餐饮外卖行业竞争进一步加剧,外卖补贴大战愈演愈烈。美团凭借执行能力极强的扁平化地推团队,“以校园为主攻对象、白领市场同步稳住”的前期打法,快速占领了下沉外卖市场份额,不断缩小与饿了么差距。2014 年,百度外卖上线后,加入补贴大战。三家公司通过雄厚的资本实力优势,在众多竞争者中逐步胜出,三足鼎立的行业竞争格局形成。

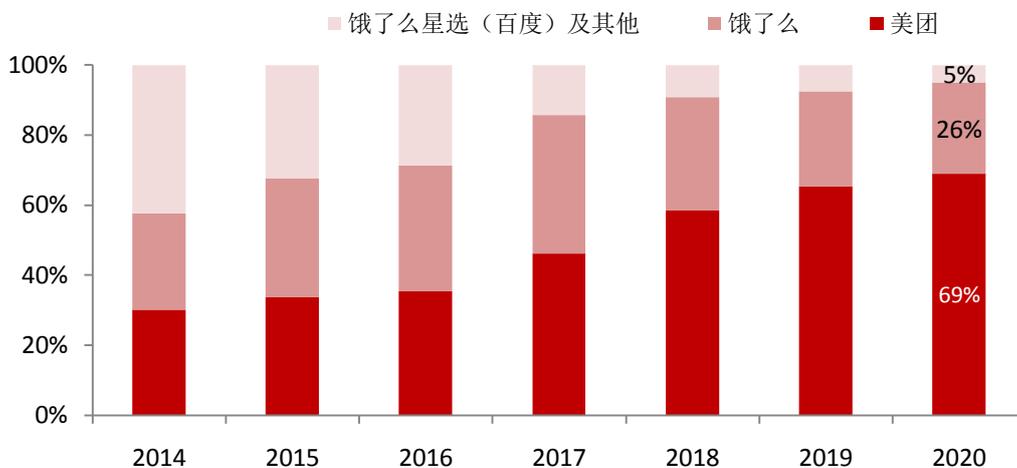
在竞争格局逐步明朗后,三大公司用户补贴力度逐渐降低,行业进入了更为健康的发展时期。2017 年,百度选择战略收缩,饿了么收购百度外卖,次年阿里则全资收购了饿了么,餐饮外

卖行业开始进入二分天下的局面。

而美团虽然后发入场，但凭借更为贴近下沉市场的地推团队和高效的运营策略，后来居上，于 2017 年市场份额实现反超。目前，公司市场份额远超合并百度外卖后的饿了么。据 Trustdata 数据显示，2020 年美团的市场份额占比已高达 69%，为 2.3 个饿了么的市场份额。

2021 年 7 月，字节跳动加入餐饮外卖行业战局，抖音推出“心动外卖”项目。但从目前项目的推进和落地情况来看，尚未对美团和饿了么组成的双寡头局面形成实质性威胁。

图 14：2014 年-2020 年我国餐饮外卖市场各大企业份额占比趋势



资料来源：Trustdata，华通证券国际研究部

2.4. 公司餐饮外卖业务基本盘保持快速增长，高频业务不断创出日订单量新高

大众、刚需及高频的生活服务品类业务一直是美团专注并布局的重点领域，而餐饮消费则是用户日常生活中消费频次最高的品类，餐饮外卖业务也成为了公司最为重要的基本盘。

2017-2021 年，公司餐饮外卖业务 GTV 一直保持着同比高双位数的快速增长，期间 CAGR 达 42.3%。特别是在 2017 年，公司凭借下沉市场策略、更贴近市场的地推团队，实现反超并迅速与饿了么拉开差距。2021 年，公司餐饮外卖年 GTV 已突破 7 千亿元大观。从餐饮外卖业务年 GTV 的增长动因来看，在客单价呈现稳健提升的情况下，其增长主要由快速增加的交易笔数所带来。随着餐饮外卖渗透率、用户粘性的不断提高，大众、刚需、高频性质的餐饮外卖业务的未来仍有广阔发展空间。

从每单收入/客单价指标来看，自 2018 年同比实现较大幅度增长 1.2pct 至 13.5%后，公司每单收入/客单价指标基本保持稳定。每单总成本/客单价指标在 2018 年也同比增幅加大达 2.4pct，之后随着公司业务规模快速增加形成良好规模效应以及通过高效运营，每单总成本/



客单价指标呈现逐年下降的趋势。

在每单总成本中，主要由每单配送成本构成，2017年每单配送成本/每单收入比值达87.1%。每单配送成本为外卖配送骑手每单的薪酬，其具有相对刚性，从整体趋势上看每单配送成本金额基本保持稳定，其难以通过规模化业务对单位配送成本进行优化。但公司一方面通过外卖单数规模的不断扩大，外卖员能够在单位时间内配送单数提高，实现配送效率不断提升；另一方面由于每单收入金额的稳步提升，使得每单配送成本/每单收入比率呈现快速下降的趋势，公司营收质量得到明显优化，2021年每单总成本/客单价指标较2017年降幅达16.2pct，降低至70.9%。

表 2：2017 年-2021 年公司餐饮外卖业务主要经营数据

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 餐饮外卖年 GTV (十亿元) | 171.1 | 282.9 | 392.7 | 488.9 | 702.1 |
| YOY | 191.5% | 65.3% | 38.8% | 24.5% | 43.6% |
| 交易笔数 (百万) | 4,090 | 6,393 | 8,722 | 10,147 | 14,368 |
| YOY | 158.0% | 56.3% | 36.4% | 16.3% | 41.6% |
| 客单价 (元) | 41.20 | 44.23 | 45.03 | 48.18 | 48.87 |
| 每单收入 (元) | 5.14 | 5.97 | 6.29 | 6.52 | 6.7 |
| 每单收入/客单价 | 12.3% | 13.5% | 14.0% | 13.5% | 13.7% |
| 每单总成本 (元) | 4.73 | 6.13 | 6.13 | 6.24 | 6.27 |
| 每单总成本/客单价 | 11.5% | 13.9% | 13.6% | 13.0% | 12.8% |
| 每单配送成本 (元) | 4.48 | 4.77 | 4.71 | 4.86 | 4.75 |
| 每单配送成本/每单收入 | 87.1% | 79.9% | 74.9% | 74.5% | 70.9% |

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

从最新公布的 2022Q3 经营情况来看，在消费者端，公司通过优化营销策略、精细化营运及多样化的活动，有效满足更多不同场景下的多样化需求。在平台的交易用户数持续稳定增长的同时，季度消费频率也创出历史新高：公司的餐饮外卖及美团闪购业务的总订单量同比增长 16.2%，其中：餐饮外卖业务单日订单量在 8 月创出了超 6,000 万单的新纪录。

在商户端，公司通过大力拓展早餐、下午茶及夜宵等细分品类业务，从而实现更多餐厅上线、增加平台活跃商家数的同时，也在不断迭代营销工具，为商家带来更好的使用体验及更高的营运效率，进一步加速餐饮行业的数字化转型，从而帮助商家更好地吸纳并留存客户。截至 2022Q3 期末，平台活跃商家数增长至 930 万家，同比增长 11.3%。

2.5 业务核心竞争优势：规模化网络效应+高效配送网络，构筑深厚护城河

公司作为目前国内最大的综合性生活服务平台，截至 2022Q3 期末，平台交易用户数达 6.87 亿，在国内人口红利逐渐见顶的情况，用户数同比仍稳健增长 2.9%。我们认为，公司综合性生活服务平台已形成自我强化的良好网络效应，活跃度高、规模庞大的消费者粘性不断增强。

2017 年，平台交易金额中有 82% 来自 2016 年年度交易用户的重复用户，而每位交易用户平均年交易笔数从 2017 年的 18.8 笔，已增长至 2022 年（TTM）的 39.5 笔。

粘性不断增强的消费者促进了商家数的不断增长，而日益增长的商家数也为消费者提供了更加多元化的服务选择，从而使得用户粘性进一步增强。同时，交易订单的不断增长，也让配送骑手的在单位时间内可配送的订单数增加，配送效率得到提升，配送工作相关收益提高。自我强化的网络效应形成了消费者、商家、配送骑手三者之间互利共赢的良性循环。

图 15：规模化平台形成自我强化的良好网络效应



资料来源：公司招股说明书，华通证券国际研究部整理

配送环节往往是餐饮外卖行业企业成功的关键，规模化高效配送网络能够提升终端消费者满意度，从而不断增强消费者粘性，形成正向反馈业务闭环的同时，也能提高配送骑手的报酬水平，维持配送团队的整体稳定性和积极性。根据艾瑞咨询数据显示，如按交易笔数计算，公司早在 2017 年就已建成并运营着全球规模最大的实时配送网络，并将平均每单配送时间优化至 30 分钟左右。截至 2021 年期末，通过公司平台获得收入的年活跃骑手数量已达 527 万人。

同时，在“零售+科技”的战略下，公司重视配送相关算法的研发投入，从而能够持续提升配送网络效率。借助机器学习、运筹优化和 IOT 等关键技术手段，公司自主研发了“超脑”即

时配送系统。该系统能够实现复杂地理数据精准识别、千亿级骑手轨迹挖掘、城市级全局并行优化调度、毫秒级配送路径规划，显著提升了配送效率和用户体验。

图 16：公司自研“超脑”即时配送系统助力构建高效规模化配送网络



资料来源：美团配送官网，华通证券国际研究部

3.到店、酒旅业务：商业化变现能力强，营收质量不断提升

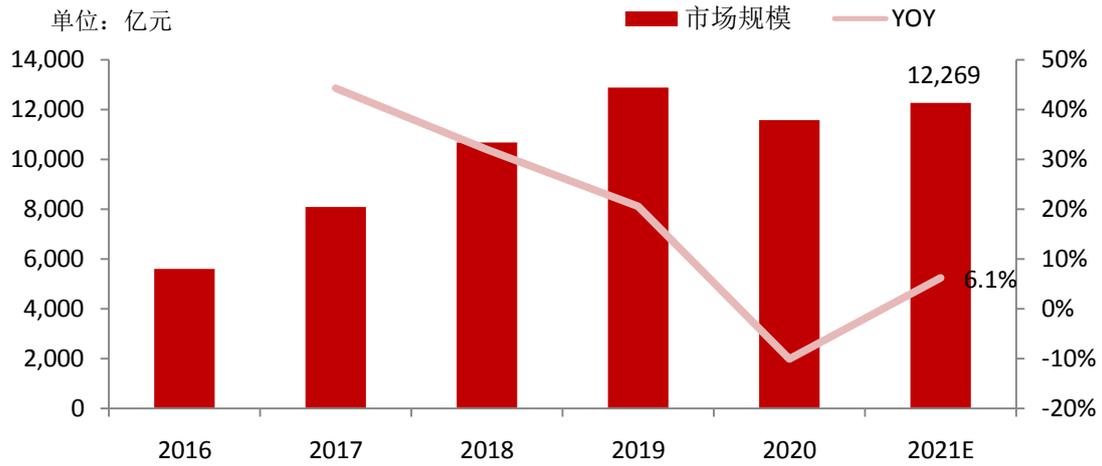
3.1.到店服务业务：行业迎来新发展契机，公司龙头地位稳固

到店服务业务是一种典型的 O2O 业务，其为消费者通过线上本地生活服务平台获取、比较各个商家、门店的产品、优惠、顾客评价等具体信息，进行比较选择决策后，前往线下门店完成消费的业务模式。作为服务中介的平台方其商业变现方式主要为从平台线上商家处获取的营销服务收入和交易佣金。

3.1.1.高成长性赛道迎来新一轮发展契机

随着互联网和智能手机的广泛普及，消费者选择商家决策过程对平台的信息依赖度提高，到店服务行业逐渐兴起。在国内尚未出现疫情前，行业市场规模一直保持着高双位数增长。根据凯度咨询数据显示，2018 年，到店行业市场规模已突破万亿元，2019 年市场规模进一步增长至 12,862 亿元，同比增加 20.6%。而 2020 年疫情的出现对行业发展影响较大，当年行业规模同比下滑 10.1%。2021 年，市场有所回暖，规模预计同比增长 6.1%，基本恢复到疫情前规模水平。随着 2022 年末疫情管控全面放开，长时间受到抑制的消费者到店需求有望得到全面释放，我们预计，到店服务行业将迎来新一轮高速发展期。

图 17：2017-2021 年我国到店服务行业市场规模趋势

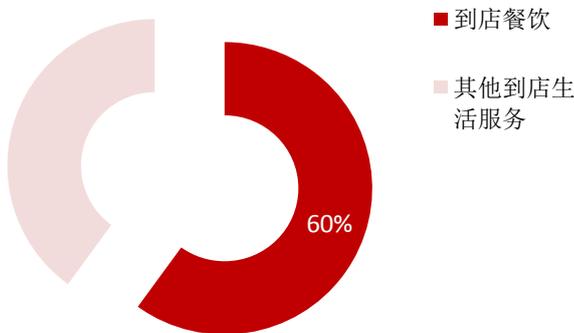


资料来源：凯度咨询，华通证券国际研究部

到店服务行业覆盖范围庞大，其遍及本地到店餐饮、商超、便利店、电影、演出、婚庆、医美、休闲娱乐等各个细分生活服务领域。其中，由于餐饮行业本身所具有的庞大体量，到店餐饮为目前到店服务行业市场的主要构成。根据前瞻产业研究院数据显示，2020H1，到店餐饮占整体行业市场规模的 60%。随着到店餐饮消费方式的不断强化，叠加餐饮市场未来的不断扩容，有望带动到店餐饮行业市场规模快速增长。

同时，我们也可以看到在多个其他细分生活服务领域，业务规模也呈现快速发展的态势，如医美、线下休闲娱乐等细分市场未来拓展空间可观。根据艾瑞咨询数据显示，医美、线下休闲娱乐行业近年来均呈现良好发展态势，2014 年-2021 年，期间 CAGR 分别为 24.9% 和 14.4%；且两个市场都展现出极强的韧性，在疫情期间市场规模仍保持着稳健增长。随着疫情管控全面放开，我们预计，整体渗透率不高的到店服务行业未来增长空间庞大。

图 18：2020H1 我国到店服务市场构成



资料来源：前瞻产业研究院，华通证券国际研究部

图 19：2014 年-2021 年医美、线下休闲娱乐市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部



3.1.2. 美团霸主地位稳固，第二梯队市占率与其差距明显

依托服务类团购业务优势基础，公司于 2013 年正式成立到店事业群。2015 年，美团与深耕到店服务行业数十年、当时市占率第二的大众点评实现战略性合并。合并后，凭借大众点评丰富优质的 UGC 点评+美团平台庞大的流量优势，公司市场份额进一步与其他竞争对手拉开差距。

根据前瞻产业研究院数据显示，2020 年，我国到店餐饮市场占有率名列前三的公司分别为：美团（含大众点评，63.4%），口碑（25.3%），掌上生活（8.4%），公司到店服务业务市占率优势明显，市场霸主地位稳固。

目前，美团主要竞争对手口碑网成立于 2004 年，并于 2006 年被阿里注资收购。但在千团大战之后，阿里于 2010 年选择了战略性关停口碑网业务。直至 2015 年，阿里才正式重启口碑网，但由于业务停摆近五年，其市场占有率与美团相比差距较大。

3.2. 在线酒旅业务：行业开启强劲复苏，头部企业各具优势

3.2.1. 疫情扰动的最大不确定因素消除，在线旅游市场开启强劲复苏

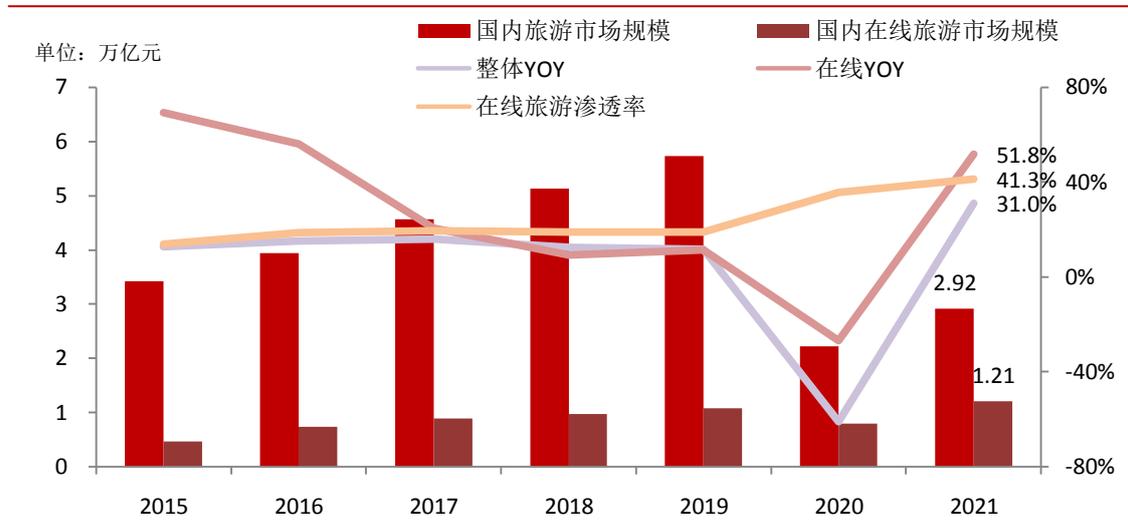
随着国民收入水平的持续提升，我国旅游业市场规模在疫情前一直保持着稳步增长。根据国家统计局数据显示，2015 年-2019 年期间，国内旅游市场规模一直保持着 10% 以上的年增速，2019 年达到 5.73 万亿元。由于旅游需求并非刚需，疫情对其市场冲击特别明显，2020 年，行业整体市场规模骤降 61.1%。2021 年，旅游市场有所回暖，但整体市场规模仅恢复至疫情前约五成水平。2023 年春节期间，随着疫情管控的全面放开，旅游行业迎来强劲复苏。根据文旅部数据显示，2023 年春节假期，国内旅游出游人次达 3.08 亿，同比增长 23.1%；实现国内旅游收入 3,758 亿元，同比增长 30.0%。

同时，我们应该关注在线旅游业务相较于整体行业所具有的高韧性。2020 年，国内在线旅游市场规模同比下降 34.2%，较同期整体市场下滑幅度高出 34.2pct；2021 年，国内在线旅游市场规模同比上升 51.8%，较同期整体市场上涨幅度高出 20.8pct，在线旅游市场规模恢复至 1.21 万亿元，已超疫情前水平。由此可见，无论是在整体行业处于逆境亦或是回暖，在线旅游业务细分市场表现均优于整体。

同时，在线旅游业务渗透率呈现明显升高的趋势，2021 年在线旅游行业渗透率为 41.3%，较 2015 年的 13.9%，大幅提升 22.6pct。根据前瞻产业研究院预测，2026 年，我国在线旅游行业市场规模预计将超过 2 万亿元；2021 年-2026 年，期间 CAGR 为 11.2%，行业市场规模预计

将保持双位数稳健发展。

图 20：2015 年-2021 年我国旅游行业及细分在线旅游市场规模趋势



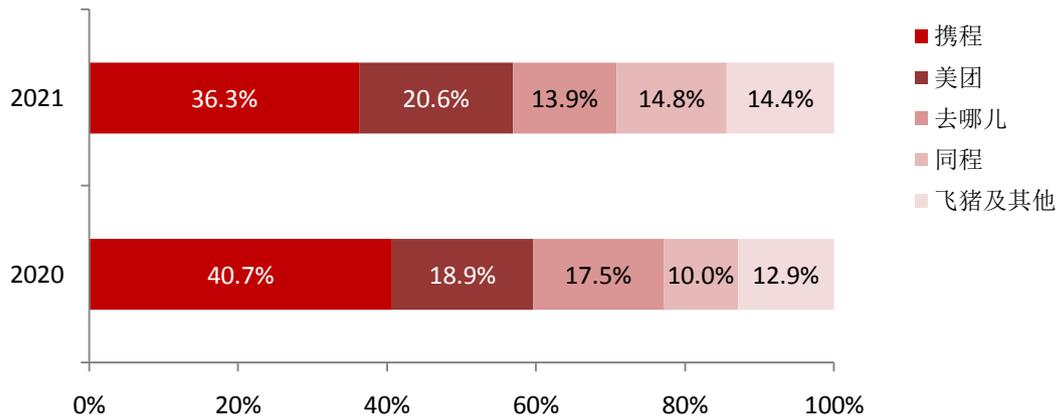
资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，华通证券国际研究部

3.2.2. 携程总体市场份额领先，美团则在下沉市场表现优异

国内在线旅游行业主要分为三大阵营：携程系、美团和阿里，行业整体集中度较高。其中，携程创立于 1999 年，其进入在线旅游行业最早，目前已发展成为国内最大的在线综合性旅行服务公司。2021 年，携程系公司市场份额合计达 65.0%，同比有所下滑 3.2pct。同期，美团市场份额为 20.6%，同比增幅为 1.7pct，公司与携程系差距在缩小。而阿里市场份额相比前两者较低，同期为 7.3%。

在市场定位上，携程和美团不同，携程主要布局为高端和商务旅行市场，而美团则主攻三四线城市的下沉市场。在客单价上美团虽不具优势，但依靠平台庞大流量基础和下沉市场高转化率优势，公司间夜量排名位于行业首位，2020 年，其占比超过行业五成。

图 21：2020 年-2021 年我国在线旅游市场份额分布

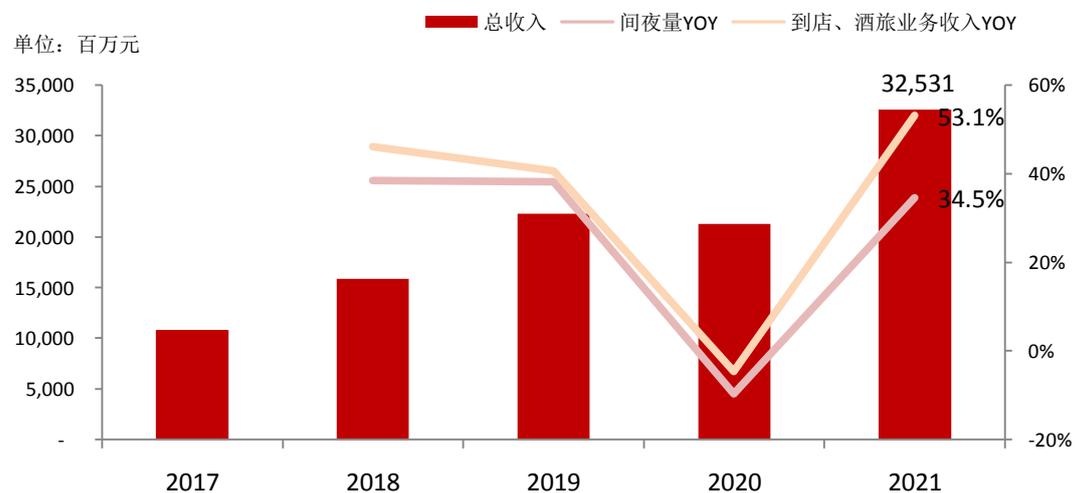


资料来源：Fastdata，华通证券国际研究部

3.3. 疫情反复下，公司到店业务月 GTV 连续创出新高，酒旅业务反弹显著

公司到店、酒旅业务收入成长性、韧性十足，除 2020 年外，基本保持着 30% 以上的高双位数增长。即使疫情影响严重的 2020 年，在旅游行业整体市场规模下滑超六成的情况下，公司该部分业务收入同比仅略微下滑 4.6%。

图 22：2017 年-2021 年公司到店、酒旅业务收入趋势



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

从公司到店、酒旅业务收入类型构成上看，商家对于平台流量的认可度不断提高，在线营销服务收入金额、占比均呈现上升趋势。2021 年，佣金收入和在线营销服务收入结构均衡，基本为各占一半。业务收入来源的多样化，使得公司到店、酒旅业务收入结构得到进一步合理优化，抗风险能力得到加强。



2022Q1-Q3，虽然疫情反复对公司的到店、酒旅业务影响较大，但其业务弹性十足，在一旦具备到店条件下，公司业绩恢复能力极强。2022年7月，国内疫情逐渐得到控制，消费者对公司到店服务需求增长强劲。7月-8月，公司到餐GTV连续两个月创出历史新高。

同期，酒旅业务中本地住宿的需求韧性优势明显，其表现优于跨城长途旅游场景。公司在部分选定的高线城市推出特色本地旅游及住宿，成功捕捉消费者需求。同时，公司也在积极拓展高星酒店市场，与万豪集团等酒店品牌开展合作，以特别营销活动的方式继续与乌镇、环球影城和横店等主题乐园进行合作。

3.4.到店、酒旅业务核心竞争优势：丰富品类+低销售成本+高转化率=强业务壁垒

公司一站式平台覆盖消费者日常生活的各个方面，凭借丰富的服务品类，公司在消费者生活中建立起多个触点，通过交叉销售，快速、高效地扩大所能触达的消费者群体，有助于公司降低获客成本、增强用户黏性，从而形成竞争优势。在公司概述章节中，我们也可以看到公司近五年一期销售费用率呈现快速下降趋势。我们认为，美团的综合性生活服务平台已形成自我强化的良好网络效应，加之其高效运营优势，从而使公司推广、获客成本得到显著降低。而低销售成本优势，也是使得公司在客单价不高的下沉市场取得成功的关键因素之一。

丰富的服务品类+多年用户消费习惯培养，消费者使用公司平台能方便地获取信息作出决策，使用平台目的明确性强，各业务间协同效应强，转化率高。如公司餐饮外卖业务在培养消费者习惯养成的同时，通过庞大流量池的引导，又能很好协同促进酒旅、新业态到店服务等多个业务的发展。据招股说明书披露，早在2017年，公司就有超过80%的酒店预订新增交易用户及约74%的其他生活服务新增交易用户来源于餐饮外卖及到店餐饮这两个核心品类交易用户转化。

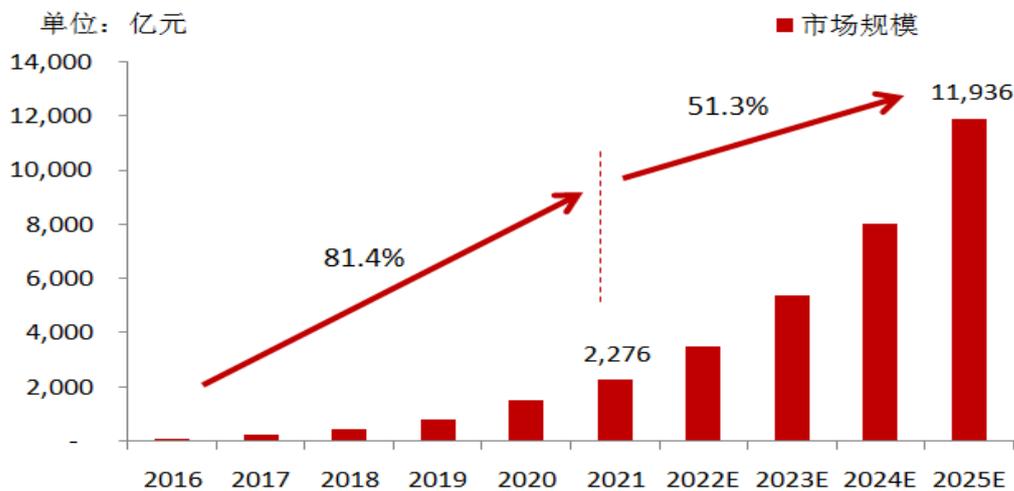
公司一站式平台所拥有的庞大流量和高转化率，也使得其营销服务业务优势明显。而我国的线下生活服务商家呈现高度分散的特征，普遍缺乏品牌认知度和有效的营销服务手段。通过公司的线上营销服务解决方案，商家能够有效地宣传业务、推广品牌，增加销售额和降低营销成本，营销服务成效已逐步受到商家认可。这也是公司在线营销服务收入金额和占比整体呈现上升趋势的重要原因。

同时，平台丰富的服务品类也增强了公司营销服务业务的抗风险能力。如：疫情虽然使一些类别的商户暂停运营，营销活动需求暂停；但其他受疫情影响较小的商户，则营销需求增长强劲。如，2022Q3，公司护理和医疗服务相关营销服务收入同比增长超30%。

4.加速布局前景广阔的即时零售业务——美团闪购

即时零售业务为近年来兴起的零售新业态，其依托于实体门店和即时履约配送体系，为消费者提供更为高时效性（各大平台通常定义为 2 小时内）的到家业务。目前，即时零售正成为零售业转型升级的重要方向，行业正处于高速成长期。根据 CCFA 数据显示，开放平台模式的即时零售市场规模已从 2016 年的 116 亿元迅速增长至 2021 年的 2,276 亿元，期间 CAGR 高达 81.4%。CCFA 预计，2025 年其市场规模将突破万亿水平，达 1.19 万亿元，2021 年-2025 年期间 CAGR 达 51.3%，行业高速发展态势仍将持续。

图 23：2016-2025E 开放平台模式即时零售市场规模趋势及预测



资料来源：CCFA，华通证券国际研究部

2018 年 7 月，美团的即时零售业务事业部——美团闪购成立，公司将闪购作为独立品牌推出，定位为拥有数万个 SKU 的在线交易平台。2020 年突发的新冠疫情则对公司即时零售业务发展起到了极大的推动作用。疫情期间，消费者对美团闪购的认知程度迅速提升，“万物到家”的新消费模式得到培养和强化。公司凭借丰富品类的服务平台及高效的实时配送网络，成功将大量高质量的餐饮外卖用户转化为美团闪购用户。

2021 年 10 月，公司战略方向转型，从“Food + Platform”调整为“零售+科技”，进一步凸显了大零售业务在公司战略地位上的重要性，加速布局美团闪购等零售新业态成为公司业务重点。随着拓展力度加大，美团闪购业务近年来实现高速增长，单日订单量不断刷新纪录。2021 年 12 月，美团闪购单日订单量峰值超过 630 万。2022 年 8 月，闪购实现 970 万日订单，创出新单日纪录。结合即时零售赛道的高成长性和闪购业务在公司的战略地位，我们认为美团闪购业务未来 3 年内营收保持快速增长的确定性强。



5.2022-2024 年公司业绩预测

5.1.公司分业务板块营收、经营利润率预测

由于对公司业务最大扰动的疫情因素已经得到有效控制，我们参考公司疫情前后业务增速情况，并结合行业未来发展预期、公司市占率情况等因素，综合分析后，对公司主要业务板块的营收、经营利润率进行如下预测。

餐饮外卖业务：公司在餐饮外卖市场有着较强的统治地位，整体市场竞争格局已稳定，预计公司营业收入将随着餐饮市场扩容和外卖业务渗透率提高而稳步增长。2022 年-2024 年，我们预计公司年交易笔数分别为 167、209、251 亿笔，每单收入(含营销服务收入)分别为 6.77、6.94、7.07 元，进而得到公司餐饮外卖业务预计收入分别 1,132、1,450、1,775 亿元。

随着每单配送成本占比的优化以及每单收入金额的提升，我们预计餐饮外卖业务营收质量将有所提高，2022-2024 年餐饮外卖业务经营利润率分别为 6.9%、7.1%、7.2%。

到店、酒旅业务：基于疫情扰动的最大不确定因素消除，以及公司到店业务 GTV 年内创出新高所展现出的业务高成长性和高韧性，我们预计，2022 年，到店、酒旅业务受疫情反复影响营收为个位数增长；2023 年-2024 年，将恢复并保持高双位数增长。预计预测期三年对应业务收入分别为 342、427、512 亿元。

随着商家对于平台流量认可度不断提高，我们认为，公司营销服务收入金额和占比仍有进一步提升空间；同时，我们也看好公司未来在积极拓展高星酒店市场的表现。业务结构的不断优化，有望带动公司营收质量进一步提高，我们预计 2022 年-2024 年到店、酒旅业务经营利润率分别为 45.9%、49.2%、51.2%。

美团闪购、优选等其他业务：大零售业务在公司战略地位上的重要性进一步提高，美团闪购业务单日订单量不断刷新纪录，公司对于大零售板块的业务拓展力度预计仍将持续，将带动相关业务营收的持续高位数增长。2022 年-2024 年，我们预计美团闪购、优选等其他业务营收分别为 704、950、1,217 亿元。

就短期来看，大零售等新业务还处在发展前期阶段，公司经营目标以扩大业务规模为主，我们预计，2022 年-2024 年美团闪购、优选等其他业务经营利润率分别为-46.2%、-25.8%、-7.3%。

5.2.公司整体业绩预测

参考公司近五年一期的期间费用率变动趋势，同时我们认为公司大零售板块的销售拓展力度



仍将持续，我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 18.5%、18.1%、17.9%，管理费用率分别为 4.5%、4.5%、4.4%，研发费用率维持在 9.5%。

进而我们预测 2022 年-2024 年公司经调整归母净利润分别为 33、184、385 亿元，同比增长分别为 121.1%、460.9%、109.2%；摊薄 EPS 分别为 0.53、2.93、6.05 元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表）。

表 3：2022 年-2024 年公司业绩预测简表

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入-餐饮外卖 | 66,265 | 96,312 | 113,171 | 145,000 | 177,480 |
| YOY | 20.8% | 45.3% | 15.5% | 17.0% | 14.5% |
| 收入-到店、酒旅 | 21,252 | 32,530 | 34,157 | 42,696 | 51,235 |
| YOY | -4.6% | 53.1% | 5.0% | 25.0% | 20.0% |
| 收入-其他业务 | 27,277 | 50,286 | 70,400 | 95,040 | 121,652 |
| YOY | 33.6% | 84.4% | 40.0% | 35.0% | 28.0% |
| 收入合计 | 114,795 | 179,128 | 217,728 | 282,736 | 350,367 |
| YOY | 17.7% | 56.0% | 21.5% | 29.9% | 23.9% |
| 营业成本 | 80,744 | 136,654 | 156,061 | 185,338 | 208,714 |
| 归属于母公司净利润 | 4,709 | (23,538) | (6,488) | 9,931 | 28,003 |
| 经调整归母净利润 | 3,121 | -15,574 | 3,283 | 18,413 | 38,514 |
| 每股收益（经调整摊薄） | 0.53 | (2.54) | 0.53 | 2.93 | 6.05 |

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

6. 公司估值分析

6.1. 公司相对估值：目前处于历史低分位、同业中游水平

以 2023 年 3 月 15 日收盘价为基准，公司目前 P/S (TTM) 估值水平为 3.3，分位数仅为 2.1%，处于自 2018 年港股上市以来的低分位估值水平。

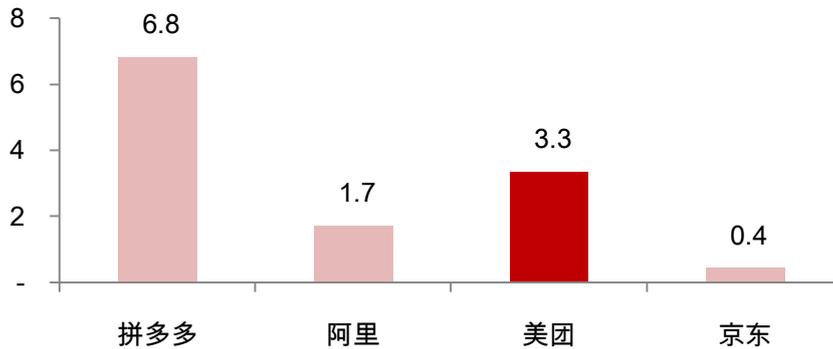
图 24：公司 P/S 估值水平处在小于 25% 低分位



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

通过与选取的可比公司横向比较，美团 P/S (TTM) 处于中游水平，显著低于拼多多 6.8 的 P/S 估值，较高于目前整体业务比较成熟的阿里、京东 P/S 估值水平。

图 25：公司 P/S (TTM) 处于各大可比公司中游水平



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

6.2. 公司分部估值

考虑到美团各主要业务板块的目前所处的经营阶段、主要目标和盈利情况均存在较大差异，故我们采用分部估值法来测算美团整体估值水平。

餐饮外卖业务：目前业务处于自我造血初期阶段，营业收入稳定增长，营业利润增长较为快速，故我们采用 P/S 进行估值，参考国外上市外卖龙头公司估值水平，给予公司餐饮外卖业务 6X P/S。

到店、酒旅业务：目前业务已经进入较为成熟的盈利阶段，经营利润率较高，故我们采用 P/E 进行估值。参考主要可比公司携程的估值倍数，同时结合公司在行业中的地位等因素，给予



公司到店、酒旅业务 18X P/E。

美团闪购、优选等其他业务：目前大零售及其他新业务还处在发展前期阶段，公司经营目标短期内仍以扩大业务规模为主，其盈利模式尚未最终成型，故我们采用 P/S 进行估值。参考传统电商、生鲜等社区电商估值水平，给予公司到店、酒旅业务 0.6X P/S。

表 4：公司 SOTP 估值

| 单位：百万元 | | 2023E | | 估值比率 | 估值 |
|------------|------|---------|-----|------|------------------|
| 餐饮外卖 | 分部营收 | 145,000 | P/S | 5.5X | 797,499 |
| 到店、酒旅 | 分部利润 | 21,006 | P/E | 14X | 294,090 |
| 闪购、优选等其他业务 | 分部营收 | 95,040 | P/S | 0.5X | 47,520 |
| 总市值 | | | | | 1,139,109 |

资料来源：华通证券国际研究部

通过汇总公司各分部的估值，我们预估公司整体价值为 11,391 亿元，按 2023 年 3 月 15 日人民币兑港元汇率 1.1368 换算后，估值为 12,949 亿港元，对应给予公司港股六个月内目标价为 196 港元。

7. 公司股价催化剂分析

市场对风险资产的偏好有望增加，高成长性行业或迎来整体估值修复。美联储持续加息的前提条件之一为货币政策对于经济和金融环境稳定性的不产生较大影响，而近日硅谷银行、瑞士信贷、第一共和银行接连暴雷或使美联储大幅加息周期提前结束。市场目前普遍认为在 3 月的加息幅度和概率大幅降低，根据 FedWatch 数据显示，3 月加息幅度下调至 25BP 和不加息的可能性分别为 66.4% 和 33.6%。美联储大幅加息周期有望提前结束，从而带动市场对于风险资产的偏好增加，高成长性行业或迎来整体估值修复。

扩大消费方面政策有望今年持续发力。去年底召开的中央经济工作会议强调，今年的经济工作要着力扩大国内需求为重点，并把恢复和扩大消费摆在优先位置。今年以来，各个相关部门正积极推进工作，各地也在积极出台相关政策，促进消费增长。商务部表示，将认真贯彻落实中央经济工作会议精神，和相关部门一道积极采取措施。其中工作包括：巩固提升传统消费，支持餐饮等行业恢复发展；加快发展新型消费，促进新业态新模式健康有序发展，推动生活服务数字化转型，促进线上线下融合。作为今年经济工作的重中之重，我们预计，扩大消费方面政策有望今年持续发力，利好消费行业今年的整体发展。



在疫情扰动的最大不确定因素基本消除后，公司酒旅现金牛业务有望率先充分收益。美团拥有国内庞大的在线旅游下沉市场基础，在间夜量上 2020 年就已占比超过行业五成。公司酒旅业务 2022 年受到疫情反复影响较大，但一旦具备到店条件下，公司业绩恢复能力强。我们认为，公司今年的酒旅业务恢复至高增长水平确定性高。

自我强化网络效应+业务间良好协同效应，有望持续优化公司获客、推广成本，带动公司业绩提升。从公司近五年一期的销售费用率来看，公司 2022Q1-Q3 销售费用率为 18.1%，创历史最优。同时，公司目前销售费用率与可比公司阿里、京东来开仍有很大提升空间。考虑到公司千亿元量级的营收规模，我们认为，销售费用率的优化，将为推动公司营收质量提升的关键，而公司已形成消费者粘性不断增强的自我强化网络效应，以及各个业务之间显著的协同效应，有望持续优化，特别是对于公司新业务的拓展相关公司获客、推广成本，从而带动公司业绩提升。

8.风险提示

新业务盈利进度不及预期：公司目前将业务拓展重点放在即时零售、社区电商等大零售方向，而新业务盈利模式尚未确定，如不及预期，将对公司整体业绩产生较大影响。

配送骑手相关成本上升风险：鉴于公司配送骑手数量规模庞大，如国家对于互联网平台公司相关社保政策进行调整，将会带来公司人力成本的相应提升，从而影响公司业绩表现。



附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万元）

| 资产负债表 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 17,094 | 32,513 | 20,591 | 27,332 | 35,681 |
| 定存及受限资金 | 12,776 | 13,277 | 12,628 | 16,399 | 20,321 |
| 应收账款 | 1,031 | 1,793 | 2,025 | 2,933 | 3,019 |
| 存货 | 466 | 682 | 1,029 | 1,104 | 1,412 |
| 预付及其他流动资产 | 12,940 | 15,282 | 11,705 | 13,900 | 15,654 |
| 短期投资 | 43,999 | 84,282 | 94,355 | 96,943 | 107,344 |
| 固定及无形资产 | 45,594 | 53,863 | 53,145 | 56,394 | 58,487 |
| 土地及经营租赁使用权 | - | - | - | - | - |
| 递延所得税资产 | 449 | 1,378 | 3,266 | 4,241 | 5,255 |
| 定存及长期股权投资 | 24,657 | 34,202 | 46,909 | 50,580 | 56,703 |
| 资产合计 | 166,575 | 240,653 | 250,007 | 275,480 | 310,885 |
| 应付账款 | 11,967 | 15,166 | 16,474 | 22,117 | 22,485 |
| 应付商家款项 | 9,415 | 10,951 | 12,193 | 15,268 | 18,219 |
| 应交税费 | 141 | 104 | 127 | 165 | 204 |
| 短期借款 | 6,395 | 11,565 | 15,511 | 14,735 | 13,298 |
| 递延收益 | 5,053 | 5,478 | 5,443 | 6,786 | 8,058 |
| 预提款项及其他应付款 | 17,087 | 23,572 | 22,208 | 28,274 | 34,511 |
| 递延所得税负债 | 756 | 896 | 3,266 | 4,241 | 5,255 |
| 长期经营租赁负债 | 1,648 | 2,994 | 3,386 | 4,001 | 4,001 |
| 长期借款 | 14,924 | 42,603 | 42,361 | 40,243 | 36,320 |
| 负债合计 | 68,941 | 115,097 | 123,259 | 138,798 | 146,196 |
| 归属于母公司股东权益 | 97,693 | 125,613 | 126,802 | 136,733 | 164,737 |
| 少数股东权益 | (59) | (57) | (54) | (51) | (48) |
| 股东权益合计 | 97,634 | 125,557 | 126,748 | 136,682 | 164,689 |

| 资本结构 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 41.4% | 47.8% | 49.3% | 50.4% | 47.0% |
| 流动比率 | 1.7 | 2.2 | 1.9 | 1.9 | 2.2 |
| 速动比率 | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 1.9 | 2.1 |

| 现金流量表 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 4,438 | (23,566) | (6,485) | 9,934 | 28,007 |
| 折旧与摊销 | 5,194 | 8,927 | 8,989 | 10,379 | 11,272 |
| 资产减值准备 | 556 | 312 | 82 | 105 | 130 |
| 运营资本变动及其他 | (1,713) | 10,315 | 5,137 | 18,841 | 15,786 |
| 经营活动现金流 | 8,475 | (4,012) | 7,723 | 39,259 | 55,195 |
| 投资活动现金流 | (21,232) | (58,492) | (23,640) | (34,010) | (45,407) |
| 融资活动现金流 | 17,418 | 78,598 | 3,537 | 1,492 | (1,438) |
| 现金净变动 | 3,698 | 15,419 | (11,923) | 6,741 | 8,351 |
| 期初现金余额 | 13,396 | 17,094 | 32,513 | 20,590 | 27,331 |
| 期末现金余额 | 17,094 | 32,513 | 20,590 | 27,331 | 35,682 |

| 利润表 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 114,795 | 179,128 | 217,728 | 282,736 | 350,367 |
| 营业成本 | 80,744 | 136,654 | 156,061 | 185,338 | 208,714 |
| 销售费用 | 20,883 | 40,683 | 40,280 | 51,175 | 62,716 |
| 管理费用 | 5,594 | 8,613 | 9,798 | 12,582 | 15,521 |
| 研发费用 | 10,893 | 16,676 | 20,684 | 26,860 | 33,285 |
| 其他收益净额 | 3,161 | (186) | 3,774 | 4,839 | 6,104 |
| 营业利润 | 4,330 | (23,127) | (5,767) | 11,196 | 35,709 |
| 财务费用 | (156) | (585) | (980) | (848) | (701) |
| 税前利润 | 4,438 | (23,566) | (6,571) | 10,348 | 35,008 |
| 减：所得税 | (270) | (30) | (85) | 414 | 7,002 |
| 净利润 | 4,708 | (23,536) | (6,485) | 9,934 | 28,007 |
| 少数股东损益 | (1) | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 归属于母公司净利润 | 4,709 | (23,538) | (6,488) | 9,931 | 28,003 |
| 经调整归母净利润 | 3,121 | (15,574) | 3,283 | 18,413 | 38,514 |

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|---------|-------|--------|--------|
| 成长性 | | | | | |
| 营收增长率 | 17.7% | 56.0% | 21.5% | 29.9% | 23.9% |
| 营业利润增长率 | 61.6% | -634.1% | 75.1% | 294.1% | 218.9% |
| 归母净利润增长率 | 110.3% | -599.9% | 72.4% | 253.1% | 182.0% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 销售毛利率 | 29.7% | 23.7% | 28.3% | 34.4% | 40.4% |
| 销售费用率 | 18.2% | 22.7% | 18.5% | 18.1% | 17.9% |
| 管理费用率 | 4.9% | 4.8% | 4.5% | 4.5% | 4.4% |
| 研发费用率 | 9.5% | 9.3% | 9.5% | 9.5% | 9.5% |
| 净利率 | 4.1% | -13.1% | -3.0% | 3.5% | 8.0% |
| ROE | 16.8% | 19.0% | -5.1% | 7.5% | 18.6% |
| ROA | 3.2% | -11.6% | -2.6% | 3.5% | 8.2% |
| ROIC | 4.2% | -16.2% | -4.1% | 4.8% | 13.5% |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 16.8 | 17.4 | 114.1 | 114.1 | 117.7 |
| 应付账款周转率 | 3.2 | 3.2 | 7.3 | 7.3 | 7.0 |
| 现金循环周期 | -86.8 | -85.0 | -46.1 | -46.5 | -48.6 |
| 估值倍数 | | | | | |
| P/E | 140.9 | -29.4 | 141.4 | 25.5 | 12.3 |
| P/S | 3.8 | 2.6 | 2.1 | 1.7 | 1.4 |
| P/B | 4.5 | 3.7 | 3.7 | 3.4 | 2.9 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益（经调整摊薄） | 0.53 | (2.54) | 0.53 | 2.93 | 6.05 |
| 每股净资产 | 16.6 | 20.5 | 20.4 | 21.7 | 25.9 |
| 每股经营现金流 | 1.4 | -0.7 | 1.2 | 6.2 | 8.7 |

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。