

美团-W (03690)

证券研究报告

2021 年 09 月 08 日

21Q2 经营超预期，验证行业增长及竞争格局稳健逻辑、后续社区团购对利润表的冲击或低于前期预期

事件：公司发布 2021 上半年业绩公告。2021H1 实现营收 807.8 亿元/+94.8%，经调整 EBITDA -36.2 亿元，去年同期为 26.5 亿元；经调整亏损 61.1 亿元，去年同期为 25.0 亿元。其中 2021Q2 实现营收 437.6 亿元/+77.0%，经调整 EBITDA -12.4 亿元，去年同期为 26.1 亿元；经调整亏损 22.2 亿元，去年同期为 27.2 亿元。

经营数据：截止至 2021 年 6 月末，交易用户数目 6.28 亿人/+37.4%，活跃商家数目 7.7 百万家/+23.5%。平台服务日趋多样化，加深低线城市渗透，多场景消费助力用户数持续高增。

餐饮外卖：21H1 餐饮外卖收入 437.0 亿元/+81.8%；其中 21Q2：餐饮外卖收入 231.3 亿元/+59.0%，餐饮外卖 GMV 1736.0 亿元/+59.5%，餐饮外卖交易笔数 35.4 亿笔/+58.9%，客单价 49 元，take rate 13.3%。餐饮外卖实现经营利润 35.6 亿元/+201.3%，经营利润率 10.6%/+2.0pct，公司持续丰富外卖供给、提升运营效率，消费者中外卖渗透率逐渐提升推动单量持续增长。

到店酒旅：21H1 收入 151.9 亿元/+98.8%，其中 21Q2：到店酒旅收入 86.0 亿元/+89.3%，经营利润 36.6 亿元。其中国内酒店间夜量 140.8 百万/+80.5%，超出前期预期，公司在高星级酒店上丰富供给，中低端酒店市场维持领先并进一步渗透低线市场；公司加强到店业务商业化，到店业务上广告业务进一步推广，我们认为广告变现空间仍广阔。

新业务：21H1 收入 218.9 亿元/+123.3%，上半年经营亏损-172.8 亿元；其中 Q2：营收 120.3 亿元/+113.6%，经营利润-92.4 亿元。闪购业务交易量和交易金额同比增长超过 140%，估计本季度社区团购补贴力度基本符合前期预期。

费用端：21Q2 销售费用 108.5 亿元，销售费用率 24.8%，主要由于节假日活动宣传、广告及用户激励费用增加所致；21Q2 管理费用 20.5 亿元，管理费用率 4.7%，主要由于业务扩张下员工人数增长及平均薪酬增加；21Q2 研发费用 39.0 亿元，研发费用率 8.9%，主要由于经营杠杆作用。

投资建议：美团在主要电商平台里，核心业务增长动能强劲，竞争格局受影响较小，且社区团购业务预计对利润表的负面冲击将低于前期预期，到家新业务超预期高增展现出作为基础设施的价值，基于分部估值法对应估值 17709 亿元，目标价 347.7 港元。当前短期因素冲击下，美团价值显著低于其业务视角的合理价值，维持“买入”评级。

风险提示：外卖、到店需求不及预期；竞争态势恶化；新业务进展不及预期；近期可能受到监管处罚。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	261 港元
目标价格	347.7 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,129.73
港股总市值(百万港元)	1,599,859.47
每股净资产(港元)	26.52
资产负债率(%)	43.14
一年内最高/最低(港元)	460.00/183.20

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
文浩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
李田	联系人
litiana@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

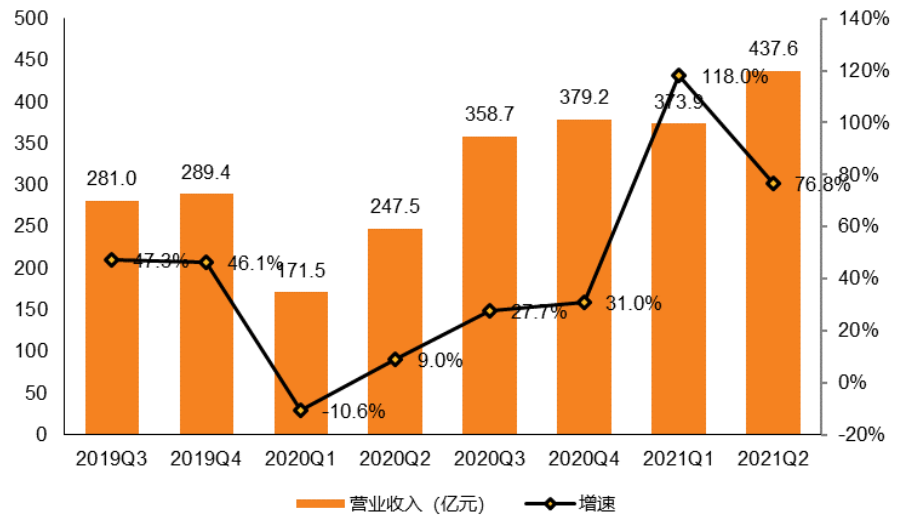
- 1 《美团-W-公司深度研究:本地商业王国根基稳固,生态价值有望迎来新增长》 2021-07-16
- 2 《美团-W-公司点评:外卖、到店表现略超预期,社区电商投入加大致短期亏损加大》 2021-06-02
- 3 《美团点评-W-公司深度研究:聚焦本地生活服务,打造生态闭环》 2019-01-30



1. 事件

公司发布 2021 上半年业绩公告。2021H1 实现营收 807.8 亿元/+94.8%，经调整 EBITDA -36.2 亿元，去年同期为 26.5 亿元；经调整亏损 61.1 亿元，去年同期为 25.0 亿元。其中 2021Q2 实现营收 437.6 亿元/+77.0%，经调整 EBITDA -12.4 亿元，去年同期为 26.1 亿元；经调整亏损 22.2 亿元，去年同期为 27.2 亿元。

图 1：营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 经营数据

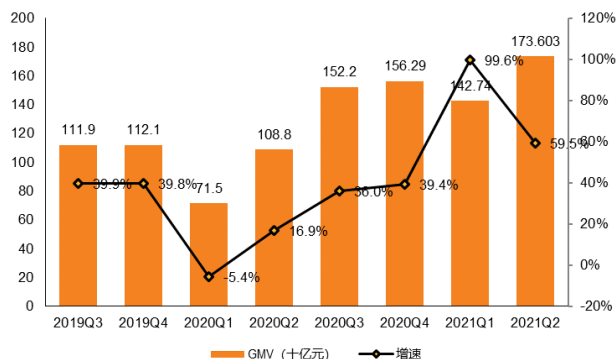
截止至 2021 年 6 月末，交易用户数目 6.28 亿人/+37.4%，活跃商家数目 7.7 百万家/+23.5%。平台服务日趋多样化，加深低线城市渗透，多场景消费助力用户数持续高增。

2.2. 分板块业绩情况

2.2.1. 外卖：单量、客单小超预期，每单盈利符合预期。

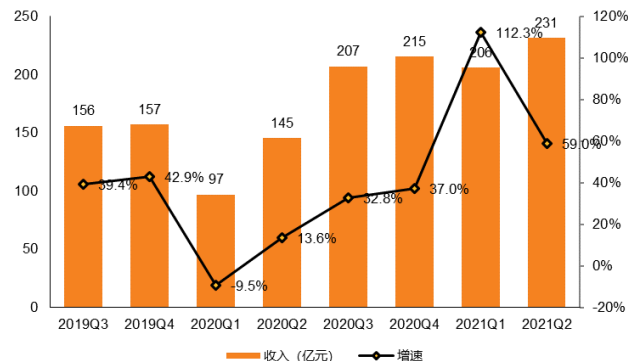
21H1 餐饮外卖收入 437.0 亿元/+81.8%；其中 21Q2：餐饮外卖收入 231.3 亿元/+59.0%，餐饮外卖 GMV 1736.0 亿元/+59.5%，餐饮外卖交易笔数 35.4 亿笔/+58.9%，客单价 49 元，take rate 13.3%。餐饮外卖实现经营利润 35.6 亿元/+201.3%，经营利润率 10.6%/+2.0pct，公司持续丰富外卖供给、提升运营效率，消费者中外卖渗透率逐渐提升推动单量持续增长。

图 2：餐饮外卖 GMV（十亿元）及增速（%）



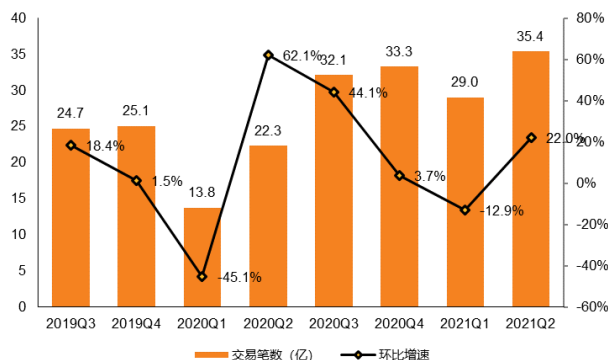
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：餐饮外卖收入（亿元）及增速（%）



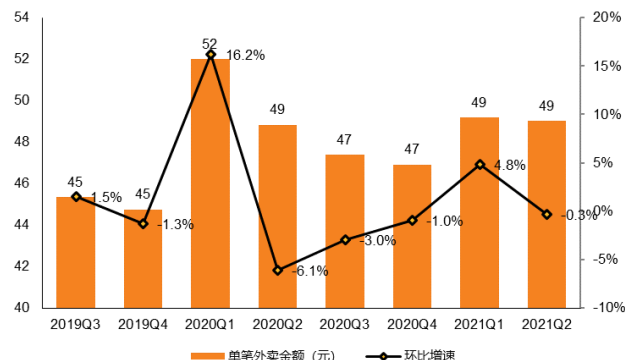
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：餐饮外卖交易笔数（亿）及环比增速（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：单笔外卖金额（元）及环比增速（%）



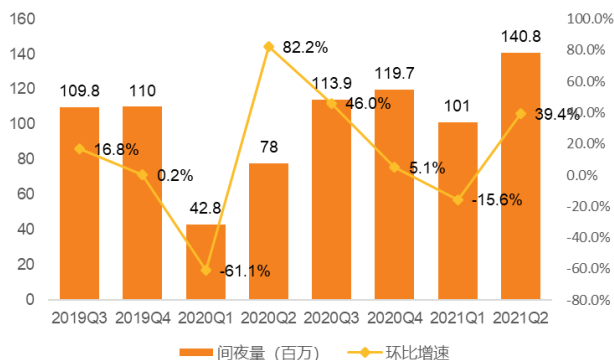
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2.2. 到店酒旅：营收超预期、利润率符合预期、利润超预期

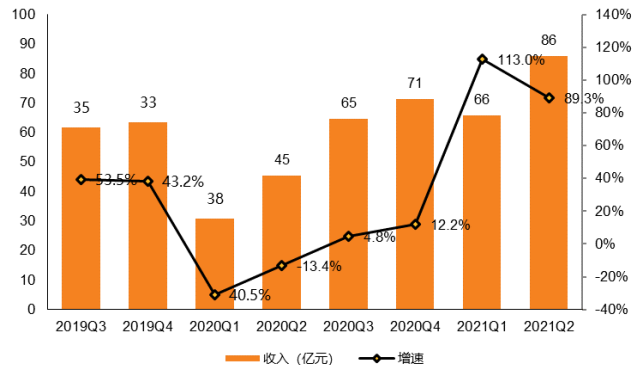
21H1 收入 151.9 亿元/+98.8%，其中 21Q2：到店酒旅收入 86.0 亿元/+89.3%，经营利润 36.6 亿元。其中国内酒店间夜量 140.8 百万/+80.5%，超出前期预期，公司在高星级酒店上丰富供给，中低端酒店市场维持领先并进一步渗透低线市场；公司加强到店业务商业化，到店业务上广告业务进一步推广，我们认为广告变现空间仍广阔。

图 6：酒旅间夜量增长趋势

图 7：酒旅到店收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

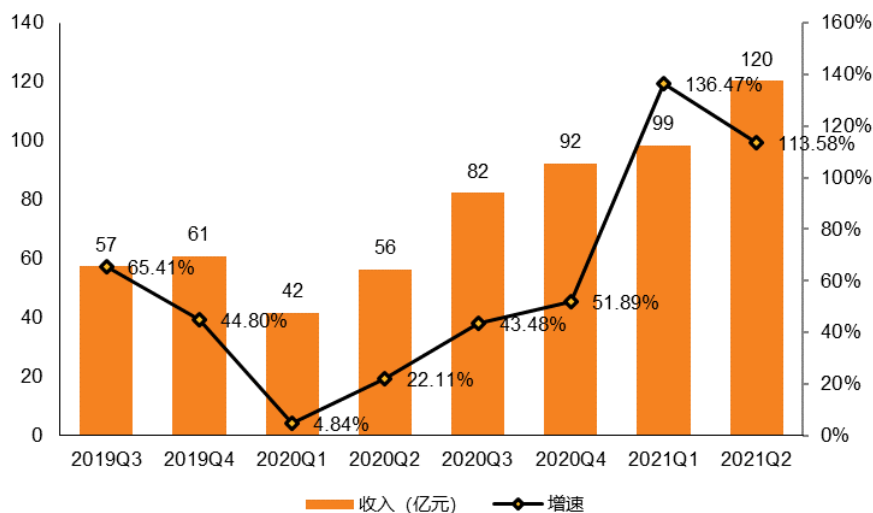


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2.3. 新业务：新业务营收超预期，亏损符合预期

21H1 收入 218.9 亿元/+123.3%，上半年经营亏损-172.8 亿元；其中 Q2：营收 120.3 亿元/+113.6%，经营利润-92.4 亿元。闪购业务交易量和交易金额同比增长超过 140%，估计本季度社区团购补贴力度基本符合前期预期。

图 8：新业务板块收入（亿元）及增速（%）

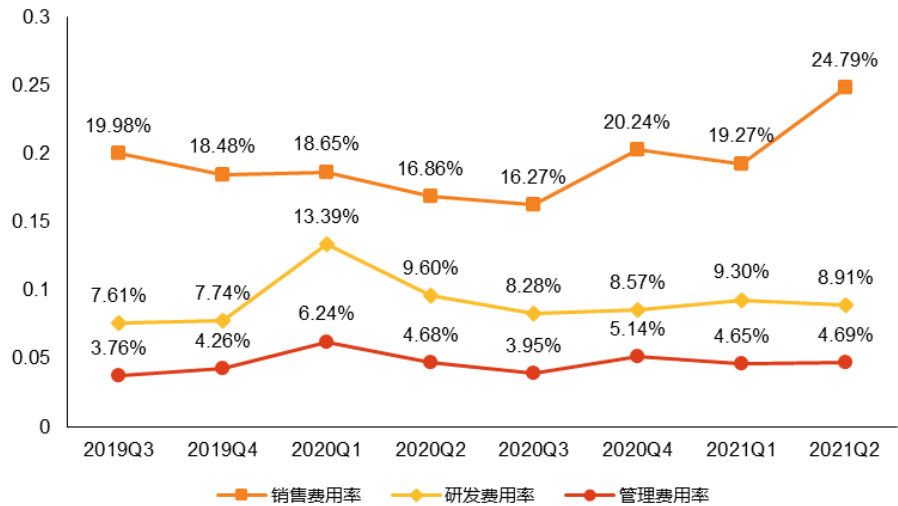


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 费用端

21Q2 销售费用 108.5 亿元，销售费用率 24.8%，主要由于节假日活动宣传、广告及用户激励费用增加所致；21Q2 管理费用 20.5 亿元，管理费用率 4.7%，主要由于业务扩张下员工人数增长及平均薪酬增加；21Q2 研发费用 39.0 亿元，研发费用率 8.9%，主要由于经营杠杆作用。

图 9：期间费用率趋势（%）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 投资建议

美团在主要电商平台里，核心业务增长动能强劲，竞争格局受影响较小，且社区团购业务预计对利润表的负面冲击将低于前期预期，到家新业务超预期高增展现出作为基础设施的价值，基于分部估值法对应估值 17709 亿元，目标价 347.7 港元。当前短期因素冲击下，美团价值显著低于其业务视角的合理价值，维持“买入”评级。

4. 风险提示

外卖、到店需求不及预期。消费者习惯培育不及预期或疫情等不可抗力可能会影响外卖和到店的需求，进而对公司的当期盈利造成较大的负面影响。

竞争态势恶化。本地生活服务及电商行业竞争激烈，竞争结果存在恶化的可能。

新业务进展不及预期。公司具备流量、本地配送和管理机制等方面的优势，但一旦新业务拓展不及预期，可能会对公司原有的竞争优势造成损害，甚至影响公司外卖、到店业务的盈利情况。

近期可能受到监管处罚。今年上半年公司接连受到外部严格监管，未来有可能再次面临高额反垄断罚款。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com