

美团点评-W (3690)

外卖壁垒与估值的再思考

——美团点评公司更新报告

	刘越男 (分析师)	赵政 (研究助理)
	021-38677706	021-38677588
	liuyuanan@gtjas.com	zhaozheng020321@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880118060031

本报告导读:

在经历补贴大战后,美团外卖业务证明了其较强的壁垒,同时公司盈利确定性逐渐增强。

摘要:

- 我们预计美团点评 2019-2021 年收入分别为 957.05 亿元、1284.60 亿元和 1596.14 亿元,归母净利润分别为-110.61 亿元、-25.38 亿元和 73.43 亿元。按分部估值法,我们计算得 84.75 港元为美团点评目标价格,维持“增持”评级。
- 竞争对手补贴下,美团外卖市场份额稳步提升。市场逐渐意识到美团外卖的壁垒,对竞争引起的市场份额下降的担忧逐渐消除,对外卖的盈利的信心增强。①美团外卖+大众点评+快驴进货+RMS 构建的闭环,给了中小商家全套的供应链以及销售支持,更有利于吸引中小商家。②由于三四线城市居民的生活习惯、人口密度以及工作节奏与一二线城市有明显的不同。培养三四线城市居民的外卖消费习惯是相对较长的过程。
- 相比海外外卖可比公司,美团外卖估值较低。①Grubhub 和 Just Eat 股价与市场份额相关性较强,近期分别受到 DoorDash 和 Deliveroo 冲击,股价出现明显调整。②由于美团外卖目前处于的竞争环境与这 4 家公司 2018 年之后的竞争环境类似,我们给与美团外卖 2019 年 P/S 区间为 6-7x, P/GMV 区间为 0.9-1x, 2021 年 EV/EBITDA 区间为 24-26x。预计美团外卖 2019 年的合理市值区间为 4001-4668 亿港元。
- 到店、酒店及旅游业务平稳发展。①从收入看,大众点评进入稳定增长期。我们给与美团到店及旅游业务 P/S 区间为 3.6-4.2x, EV/EBITDA 为 14.5-16.1x, 合理市值区间为 481-633 亿港元。②Booking 的模式与美团酒店较为相似,我们给与美团酒店 2019 年 P/S 区间为 6.5-7x, EV/EBITDA 区间为 15-16x, 合理市值区间为 418-488 亿港元。
- 风险提示: 外卖行业总体增速低于预期; 外卖行业竞争突然加剧, 美团外卖市场份额下滑; 人力成本的持续上升使得外卖业务规模不经济; 携程、飞猪等酒店平台对市场的争夺; 新业务的持续亏损等。

财务摘要 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,927.99	65,227.28	95,705.14	128,459.50	159,614.10
(+/-)%	161.22%	92.25%	46.73%	34.22%	24.25%
毛利润	12,219.50	15,104.96	24,807.00	42,749.70	62,979.44
净利润	-18,916.62	-115,477.17	-15,913.65	-10,124.44	773.09
(+/-)%		510.45%	90.42%	22.95%	389.27%
PE		-2.85	-29.77	-129.72	44.84
PB		2.73	2.02	1.92	1.68

评级: **增持**

当前价格 (港元): 65.05

2019.07.24

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	40.25-74.00
当前股本 (亿股)	57.82
当前市值 (亿港元)	3762

相关报告

《双雄争霸, 谁先“饿死”》2018.11.25

目 录

1. 外卖估值决定美团市值，盈利预期将是重要催化	4
2. 美团外卖壁垒稳固，估值有较大提升空间	5
2.1. 竞争对手补贴下，美团外卖市场份额稳步提升	5
2.2. 相比海外外卖可比公司，美团外卖估值较低	8
3. 到店、酒店及旅游业务平稳发展	15
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	20

图目录

图 1: 基于企业生命周期的估值方法论，不同阶段核心变量变化	4
图 2: 2018 年外卖收入占比达到 55.6%	5
图 3: 2019Q1 外卖收入占比达到 55.8%	5
图 4: 2018 年外卖成本占比达到 62.2%	5
图 5: 2019Q1 外卖成本占比达到 65.0%	5
图 6: 美团点评股价波动重要事件	6
图 7: 大众点评月活领先口碑	6
图 8: 2019Q1 美团活跃商家数达到 580 万家	7
图 9: 美团外卖商家版较饿了么商家版更活跃	7
图 10: 一线城市居民的消费频次更高	7
图 11: 一线城市居民的消费金额更大	7
图 12: 一二线城市日均外卖一次及以上的用户占比是 54.3%	7
图 13: 三四线城市日均外卖一次及以上的用户占比是 26.6%	7
图 14: 2019Q1 美团外卖市场份额达到 63.4%	8
图 15: 2018 年 Grubhub 收入增速为 47%	10
图 16: 2018 年 Just Eat 收入增速为 46%	10
图 17: 2018 年 Takeaway 收入增速为 44%	10
图 18: 2018 年 Delivery Hero 收入增速为 47%	10
图 19: 4 家公司 GMV 增速逐渐放缓	11
图 20: 4 家公司变现率稳步提升	11
图 21: Takeaway 和 Delivery Hero 的营销费用较高	12
图 22: 2018 年美国互联网外卖渗透率仅为 1.8%	12
图 23: 2019Q1 美国互联网外卖行业收入达到 43.7 亿美元	12
图 24: Grubhub 的市场份额不断走低	13
图 25: Grubhub 的股价在 2018 年 9 月达到高点	13
图 26: 2018 年英国互联网外卖渗透率为 16.3%	13
图 27: Just Eat 的股价在 2018Q3 开始调整	13
图 28: 2018Q4 开始 Just Eat 受到了 Deliveroo 的挑战	14
图 29: 4 家公司平均 P/S 区间 5.4-10.9x	14
图 30: 4 家公司平均 P/GMV 区间 0.9-1.6x	14
图 31: 2 家公司平均 EV/EBITDA 区间为 16.2-44.7x	14
图 32: 2018 年 Yelp 收入增速为 11%	16
图 33: 2018 年 TripAdvisor 收入增速为 4%	16
图 34: 2 家公司近两年平均 P/S 区间为 3.6-4.2x	16

图 35: 2 家公司近两年平均 EV/EBITDA 为 14.5-16.1x..... 16
图 36: 2018 年 Ctrip 住宿收入占比为 37% 17
图 37: 2018 年 Expedia 住宿收入占比为 69%..... 17
图 38: 2018 年 Expedia 代理收入占比为 27%..... 17
图 39: 2018 年 Booking 代理收入占比为 72% 17
图 40: 2018 年 Expedia 收入增速为 12%..... 18
图 41: 2018 年 Booking 收入增速为 15% 18
图 42: 2018 年 Ctrip 收入增速为 16% 18
图 43: 2013-2015 年 3 家公司平均 P/S 区间为 1.7-7.4x..... 18
图 44: 2013-2015 年 3 家公司 EV/EBITDA 区间为 8.6-16.8x 18

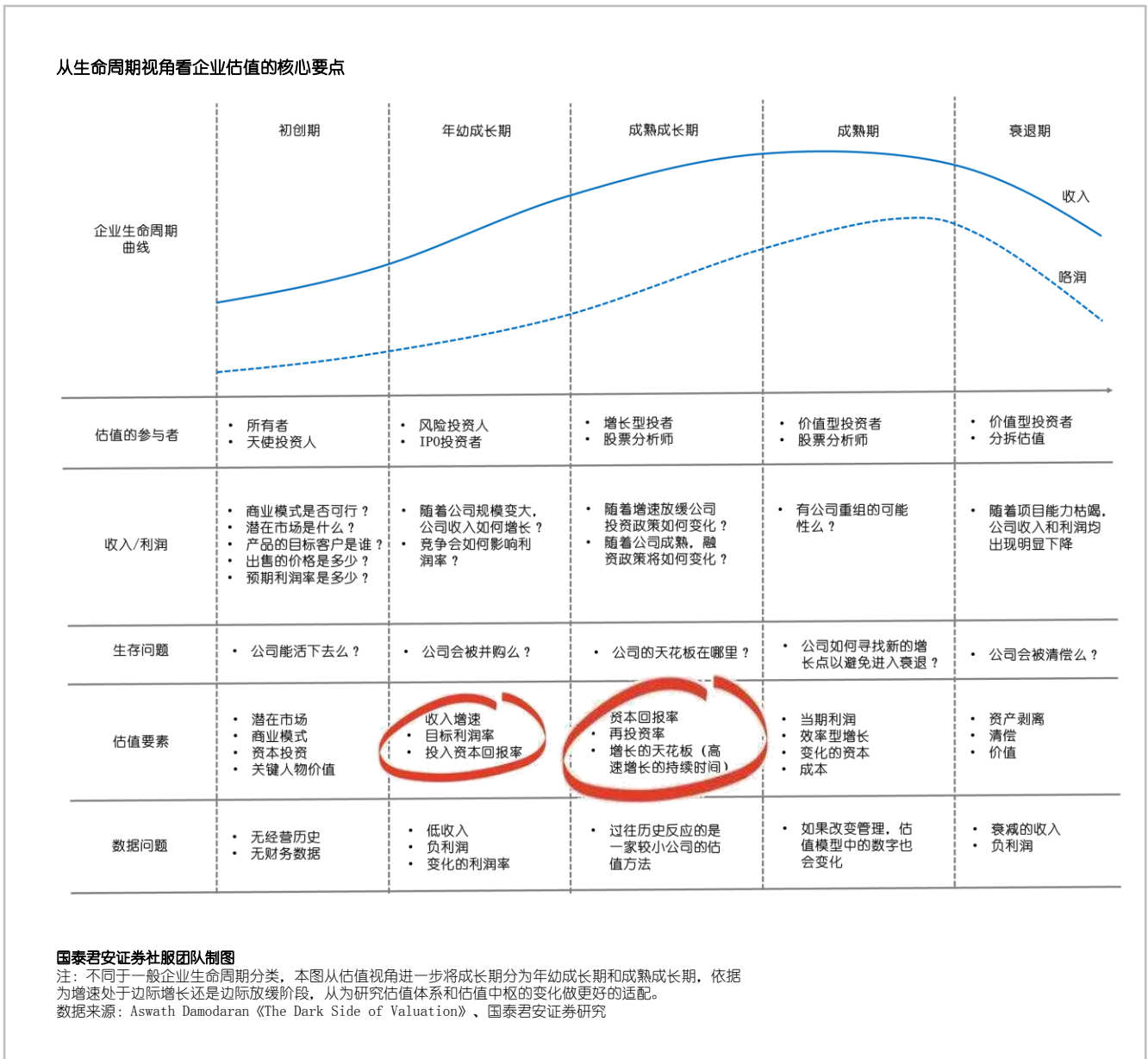
表目录

表 1:饿了么市场份额变动敏感性测试..... 8
表 2:海外外卖可比公司基本情况..... 9
表 3:美团外卖收入测算..... 15
表 4:海外点评可比公司基本情况..... 15
表 5:海外 OTA 可比公司基本情况..... 16
表 6:美团点评收入和毛利预测..... 19
表 7:DCF 估值模型 20

1. 外卖估值决定美团市值，盈利预期将是重要催化

美团点评是中国最大的 O2O 企业之一，自上市以来还没有盈利。从企业生命周期的角度看，美团总体处于年幼成长期。但是分业务板块来看，每块业务所处的生命周期是不一样的。外卖业务处于年幼成长期，酒店、到店及旅游业务处于成熟成长期，新业务处于初创期。根据不同业务所处的行业生命周期不同，从而所对应的估值方法也有侧重点。

图 1：基于企业生命周期的估值方法论，不同阶段核心变量变化

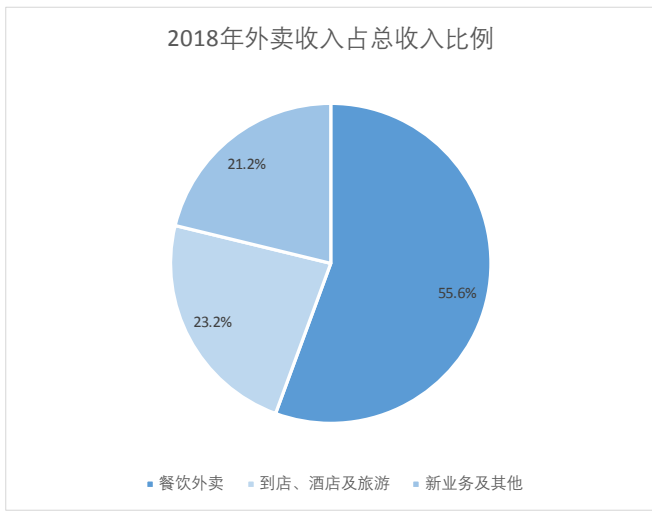


数据来源：Aswath Damodaran: 《The Dark Side of Valuation》、国泰君安证券研究

美团的股价从上市首日到达 74 港元后一路下挫，至 2018 年年底，股价仅为 40 港元，此后缓慢爬升，近期回升至 70 港元。股价的大幅波动主要是市场围绕美团外卖业务的盈利能力产生的分歧。根据 2018 年和 2018 年一季报的数据显示，外卖收入占比分别为 55.6% 和 55.8%，超过了 50%，

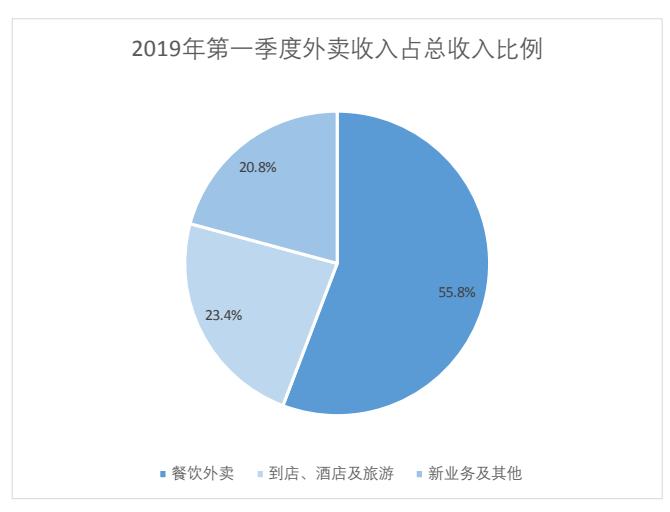
从成本看，外卖占比分别为 62.2%和 65.0%，此外还有较多的销售费用，所以外卖业务的盈利能力决定了美团未来 3 年的市值水平。

图 2: 2018 年外卖收入占比达到 55.6%



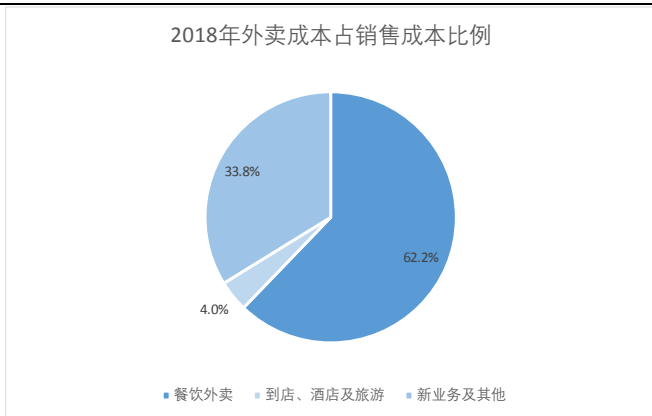
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 2019Q1 外卖收入占比达到 55.8%



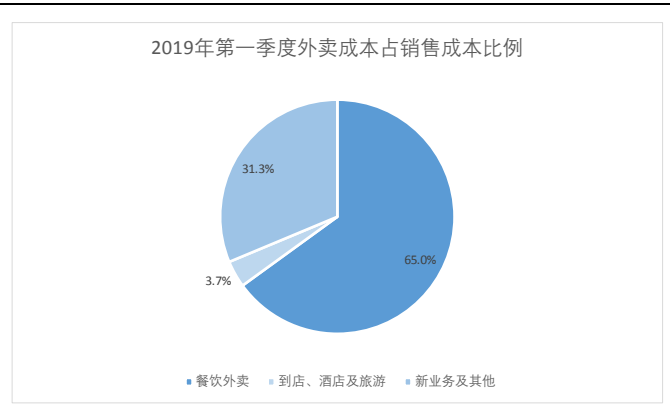
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 2018 年外卖成本占比达到 62.2%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 2019Q1 外卖成本占比达到 65.0%



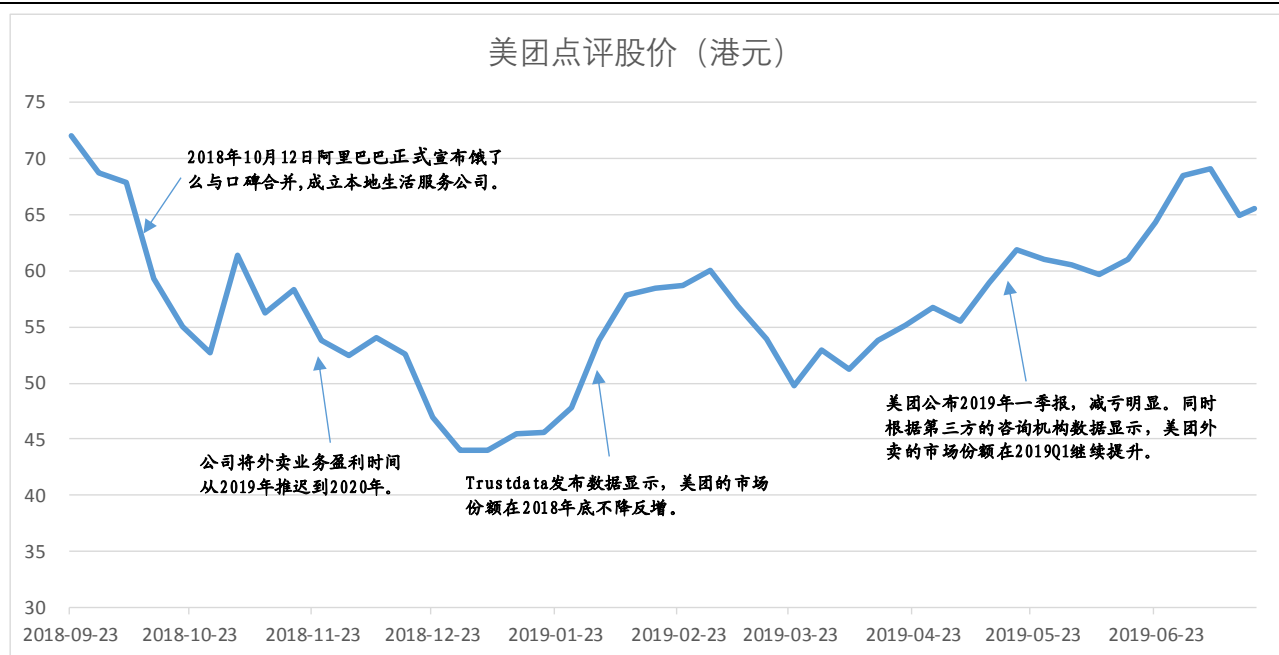
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 美团外卖壁垒稳固，估值有较大提升空间

2.1. 竞争对手补贴下，美团外卖市场份额稳步提升

美团以 72.9 港元的价格上市之后，外卖业务马上就遭到了市场的质疑，主要原因在于 2018 年 4 月阿里收购了饿了么，同时在 11 月合并了饿了么与口碑，成立了新的本地生活服务公司，市场认为外卖的消费粘性较低，阿里入主后，饿了么频频造势补贴用户和商家，同时阿里将本地生活业务放到战略层面的高度，所以美团的市场份额可能有下降风险。美团的股价自上市后不断下跌，同时市场对外卖盈利的预期从 2019 年推后到 2020 年，股价一直下跌至 2018 年年底。但是根据三方的数据统计，美团的市场份额在 2018 年底不降反增，美团的股价在 1 月底至 2 月中旬有一波明显的小反弹。4 月和 5 月各三方机构公布的市场份额数据显示，美团的份额持续提升；同时美团在 5 月 23 日发布了一季报，减亏明显，股价继续提升。

图 6: 美团点评股价波动重要事件



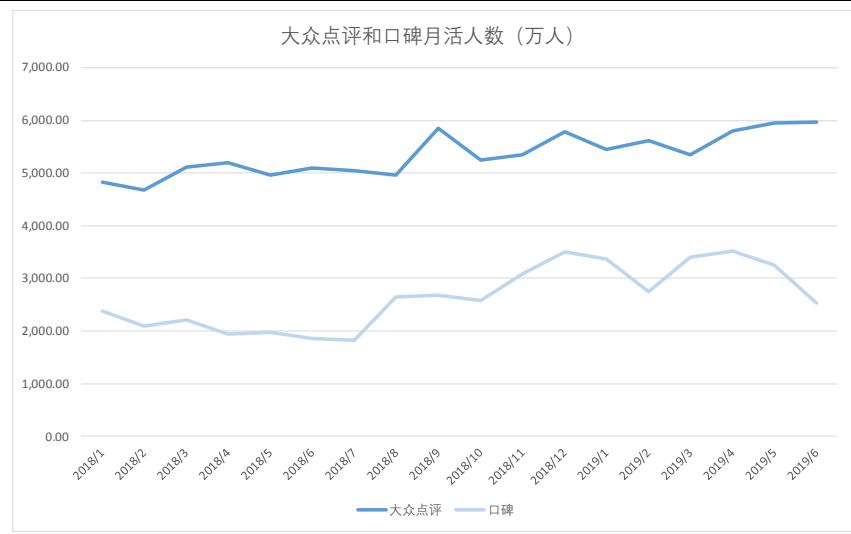
数据来源: wind、国泰君安证券研究

市场未来有望逐渐意识到美团外卖的壁垒,对竞争引起的市场份额下降的担忧逐渐消除,对外卖的盈利的确定性增强。

美团外卖的壁垒主要体现在两个方面。

1、美团外卖+大众点评+快驴进货+RMS 构建的闭环,更有利于吸引中小商家。美团的这套体系给了中小商家全套的供应链以及销售支持。虽然口碑有阿里的支持,月活数从2018年7月开始节节攀升,但是从最近数据来看,口碑的月活数和大众点评还有不小的差距。

图 7: 大众点评月活领先口碑

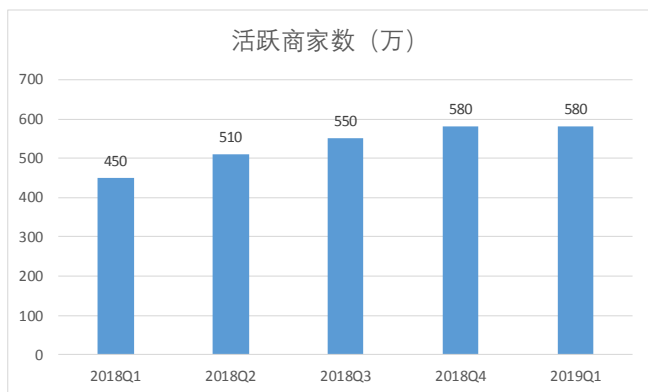


数据来源: 易观、国泰君安证券研究

在疯狂补贴之后,外卖市场的消费者教育已经完成,消费者更看重整个

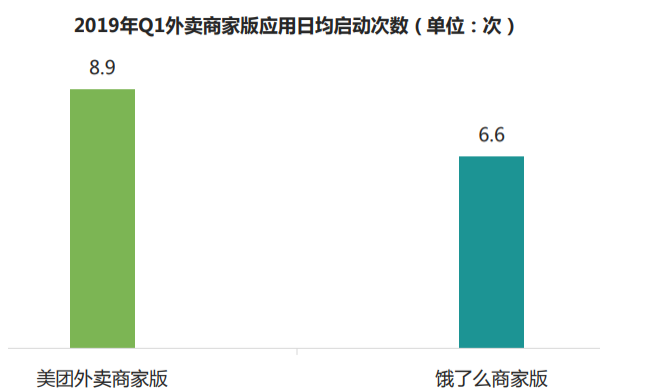
外卖消费环节的综合体验，这个粘性已经逐渐形成，两家难分伯仲。但是在商家端，美团的优势则较为明显，美团拥有 2 万人的地推团队，从团购时期就和中小商家绑定。今年 6 月根据饿了么 CEO 披露，饿了么以前直营城市 92 个，口碑 40 多个，美团则要多得多。大众点评+快驴进货+RMS 系统又补齐了整个餐饮供应链，可以说中小商家对美团的依赖性更强。所以到 2019Q1 美团的合作活跃商户数已经到了 580 万家。根据 trustdata 的数据显示，2019Q1 外卖商家版应用日均启动次数，美团是高于饿了么的。

图 8: 2019Q1 美团活跃商家数达到 580 万家



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 9: 美团外卖商家版较饿了么商家版更活跃

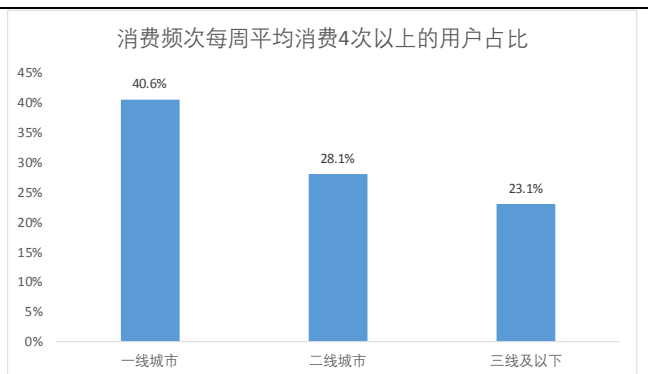


数据来源: Trustdata

2、三四线城市居民的外卖消费习惯与一二线居民有明显不同，培育三四线市场并非易事。

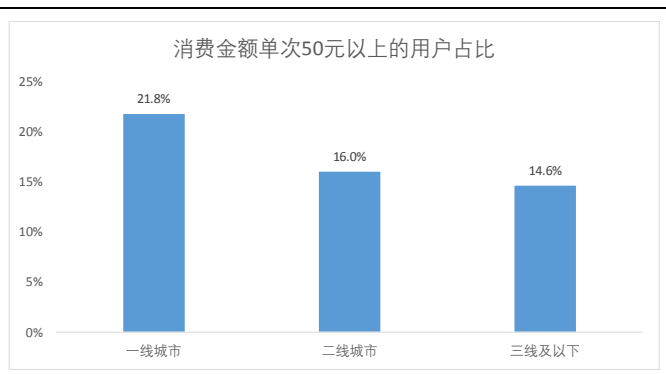
根据 DCCI 的数据显示，一线城市的网络外卖用户在高频次和高金额消费中占比较高，一线城市用户价值较高。从消费频次看每周平均消费 4 次以上的用户占比，一线城市、二线城市和三线及以下城市分别为 40.6%、28.1%和 23.1%，消费金额单次 50 元以上的用户占比，一线城市、二线城市和三线及以下城市分别为 21.8%、16.0%和 14.6%。

图 10: 一线城市居民的消费频次更高



数据来源: DICC、国泰君安证券研究

图 11: 一线城市居民的消费金额更大

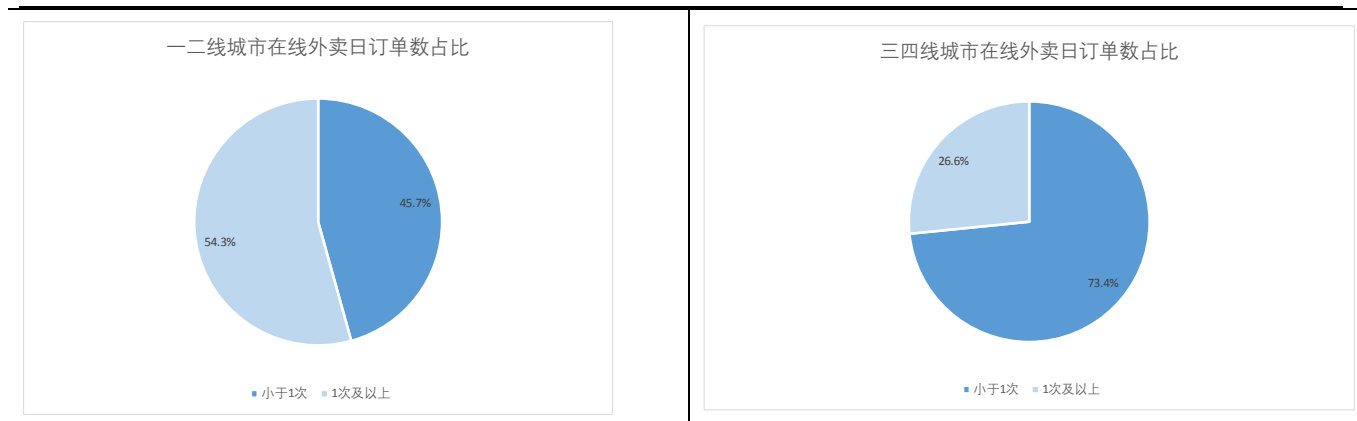


数据来源: DICC、国泰君安证券研究

另外我们根据艾媒咨询的的数据显示，一二线城市日均外卖一次及以上的用户占比是 54.3%，而三四线城市只有 26.6%。

图 12: 一二线城市日均外卖一次及以上的用户占比是 54.3%

图 13: 三四线城市日均外卖一次及以上的用户占比是 26.6%

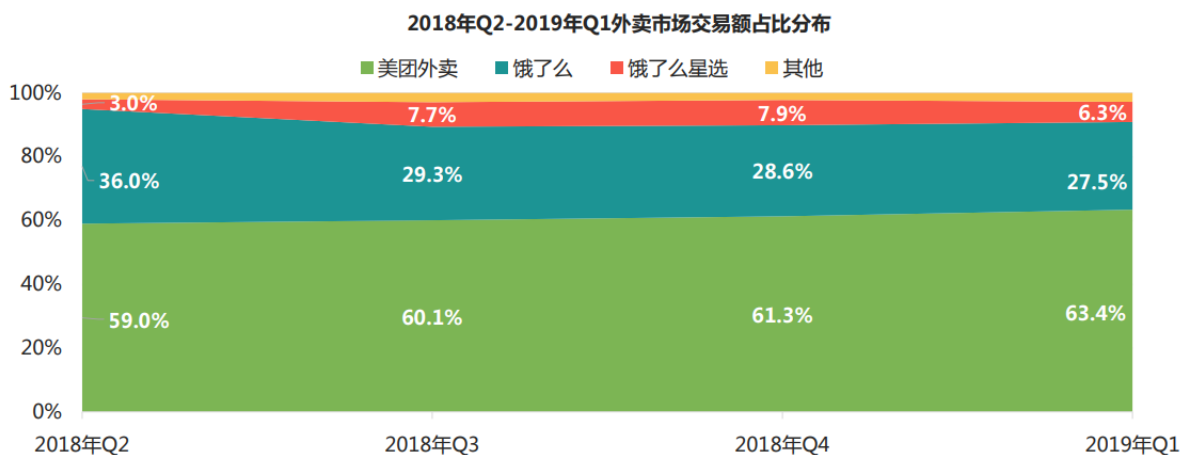


数据来源：艾媒咨询、国泰君安证券研究

数据来源：艾媒咨询、国泰君安证券研究

饿了么已经不再提中短期市场份额 50% 以上的目标，而改成了“下沉”是饿了么今年最核心的策略。根据 trustdatas 数据显示，2019Q1 美团外卖的市场份额已经提升到了 63.4%，而饿了么+饿了么星选的股份只有 33.8%。根据访谈资料，我们假设美团外卖一二线城市和三四线城市的占比为 65: 35，饿了么为 80: 20。我们对饿了么三四线订单增速变化对市场份额的影响做了敏感性测试。即使增速达到 100%，影响的份额只有 4.1%，短期对美团的市场份额影响有限。由于三四线城市居民的生活习惯、人口密度以及工作节奏与一二线城市有明显的不同。所以培养三四线城市居民的外卖消费习惯是相对较长的过程。

图 14: 2019Q1 美团外卖市场份额达到 63.4%



数据来源：Trustdata

表 1: 饿了么市场份额变动敏感性测试

三四线行业收入增速	饿了么市场份额变动情况
25%	+1.0%
50%	+2.1%
75%	+3.1%
100%	+4.1%

数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 相比海外外卖可比公司，美团外卖估值较低

我们选取了海外外卖龙头公司 Grubhub、Just eat、Takeaway、Delivery Hero 进行比较,从商业模式看,公司收入主要是收取订单的佣金以及服务费,同时在部分城市提供配送。

表 2: 海外外卖可比公司基本情况

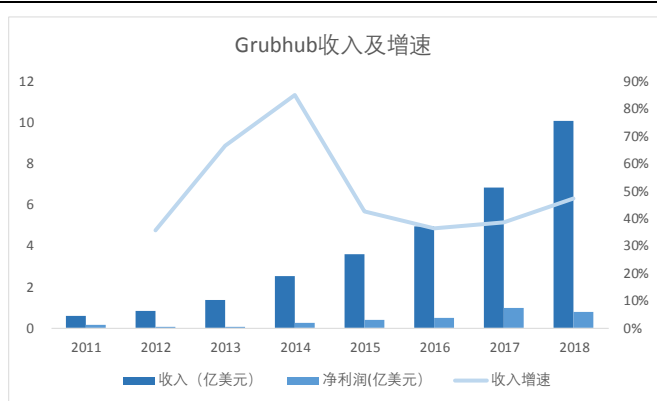
	Grubhub	Just Eat	Takeaway	Delivery Hero
成立年份	2004 年	2009 年	2000 年	2011 年
提供服务的国家	公司收入主要来自美国,此外该公司还通过其英国子公司创造了一定的海外收入。	截止 2018 年 8 月,Just Eat 在欧洲、澳大利亚、北美和南美的 13 个国家开展业务,国际布局由八个国家组成(其中订单数量英国占 55.52%,加拿大占 13.88%,澳洲及新西兰占 5.88%,其他占 24.73%)	12 [Scoober (配送公司) 目前活跃于 10 个国家的 38 个城市] (其中订单数量荷兰占 34.81%,德国占 34.74%,其他主要市场占 30.45%)	超过 41 个国家 (其中订单数量欧洲占 23.05%,中东和北非占 47.44%,亚洲占 20.56%,美洲占 8.96%)
提供服务的城市	Grubhub 在美国 2000 多个城市提供菜单,并支持从餐馆点菜			餐馆在 4000 多个城市经营 在 200 多个城市派送
商业模式	公司主要收入是当食客在其平台上订货时餐厅支付佣金,通常以合同或订单金额的一个百分比收取。大多数的餐馆在公司的平台上可以选择达到或高于基准利率的佣金率。餐厅可以选择支付更高的利率,从而影响其声誉和暴露于食客在平台。此外,使用公司的餐厅外卖服务公司会为使用这些服务的交易支付额外的佣金。该公司还将提供的外卖服务向用餐者收取的任何费用确认为收入。一开始 GRUB 是没有提供外送服务的,只是用平台做媒合的动作。但 GRUB 为了对抗竞争对手(DoorDash, Postmates, Uber 等),在 2015 年,GRUB 并购了几家做外送的公司,开始提供的外送的服务。当食客从 GRUB 订餐且成功收到餐点后,GRUB 会像餐厅收取佣金。佣金的费用是根据订单的费用来抽成。餐厅可以决定被抽成的费用---如果付的佣金越高,餐厅在 GRUB 的平台上就有较高的曝光率。而如果餐厅要使用 GRUB 的外送服务,也需要付较高的佣金。	收入由三部分组成: 订单驱动收入占总收入的 94%(2017:92%)。它包括餐厅合作伙伴对成功订单支付的佣金、服务费和送货费。佣金收入是由订单数量、平均订单价值(“AOV”)和与每家餐厅商定的佣金率决定的; 合资格的餐厅合作伙伴还可以支付费用在 Just Eat 平台上获得推广广告的最高位置,并在搜索结果顶部以特定的邮政编码清楚地标明赞助位置。名额有限,餐厅必须达到一定的质量和性能标准, Top Placement 占总收入的 5%(2017 年:6%); 加入 Just Eat 网络的一次性连接费用和其他服务,如品牌商品产品,占总收入的 1%(2017 年:2%)。根据地理位置和市场成熟度,连接费用在全球范围内从零英镑到 750 英镑不等。这些费用用于支付安装到餐厅的硬件以及销售和入职流程的成本。	收入主要来自基于通过我们的市场订购的食品的商品总值(GMV)的佣金(91%),并在较小程度上来自我们向参与餐厅提供的在线支付服务费(7%)和其他服务(2%)。Takeaway.com 的核心业务模式依赖于参与其中的餐厅自己递送食物,与外卖平台作为一个来源的订单参与餐厅和促进在线支付流程。外卖网站为餐馆提供了更广泛的消费基础并以相对较低的成本提供宣传,这导致了这些餐馆点餐。此外,外卖网站还提供餐厅送货服务,内部品牌为 Scoober,分布在 10 个国家的 38 个城市为那些不能自己送餐的餐馆送餐。自 2016 年推出以来,这项服务迅速扩张。	提供订餐平台服务和其他产品和服务,包括食品打包、广告和配送服务。收入主要来自基于订单的佣金费用,佣金率根据国家、酒店类型和服务类型而定。除平台收入外,公司还有配送费收入和 IT、市场和其他服务收入。
2018 年收	10.1 亿美元	8.0 亿英镑	2.4 亿欧元	6.65 亿欧元

入

定价方式: 佣金	针对食客: -无	在英国, Just Eat 向餐厅收取	外卖网站的平均佣金率	以合同为基础, 收
	-食客需要自付外送费用以及小费	699 英镑的服务费, 并通过网	从 2017 年的 11.4% 上升	取订单价值的特
	针对餐厅: 13.05-33.05% (10% 基本佣金, 3.05% 交易费用, 0-20% 广告竞价抽佣)	站或移动应用程序下单, 收取 13-14% 的佣金	到 2018 年的 12.1%, 主 要是由于所有主要市场 的标准佣金率从 2018 年 1 月 1 日起上调。	定比例佣金, 佣金 率视所在国家、服 务类型和饭店类 型而定
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究				

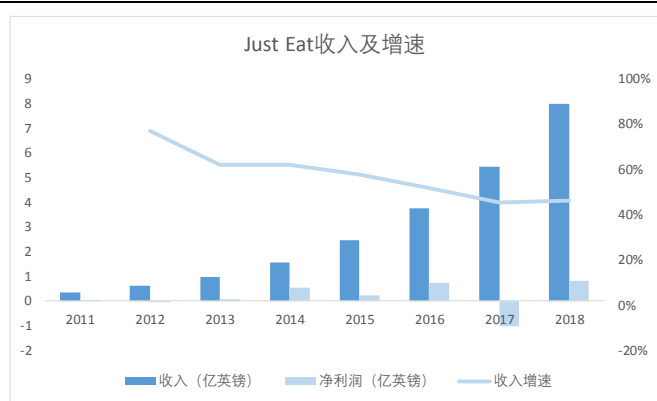
从收入来看, 4 家公司的收入都处于高速发展的阶段, 复合增速都在 40% 以上, GMV 的增速却略低于收入, 主要是由于各家公司在 GMV 增速放缓的情况下, 通过提升佣金率以及服务费来提高变现率, 美团 2018 年变现率为 13.5%, 还有提升空间。我们看到各家公司的变现率均处于一个上升的过程中。

图 15: 2018 年 Grubhub 收入增速为 47%



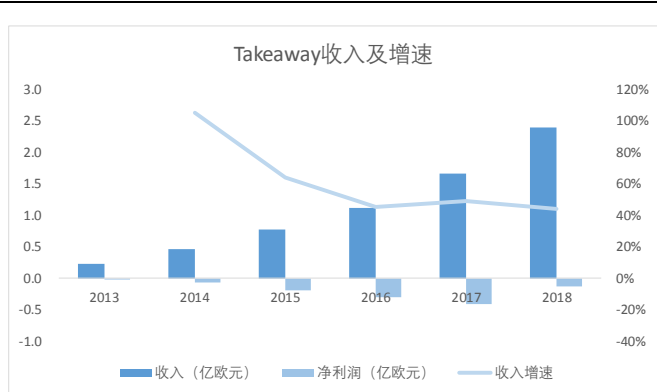
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 16: 2018 年 Just Eat 收入增速为 46%



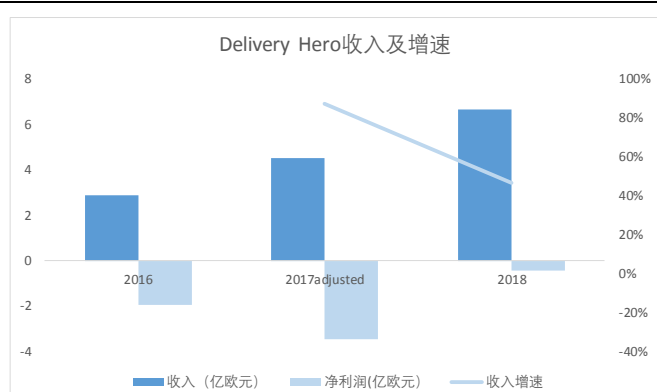
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 17: 2018 年 Takeaway 收入增速为 44%



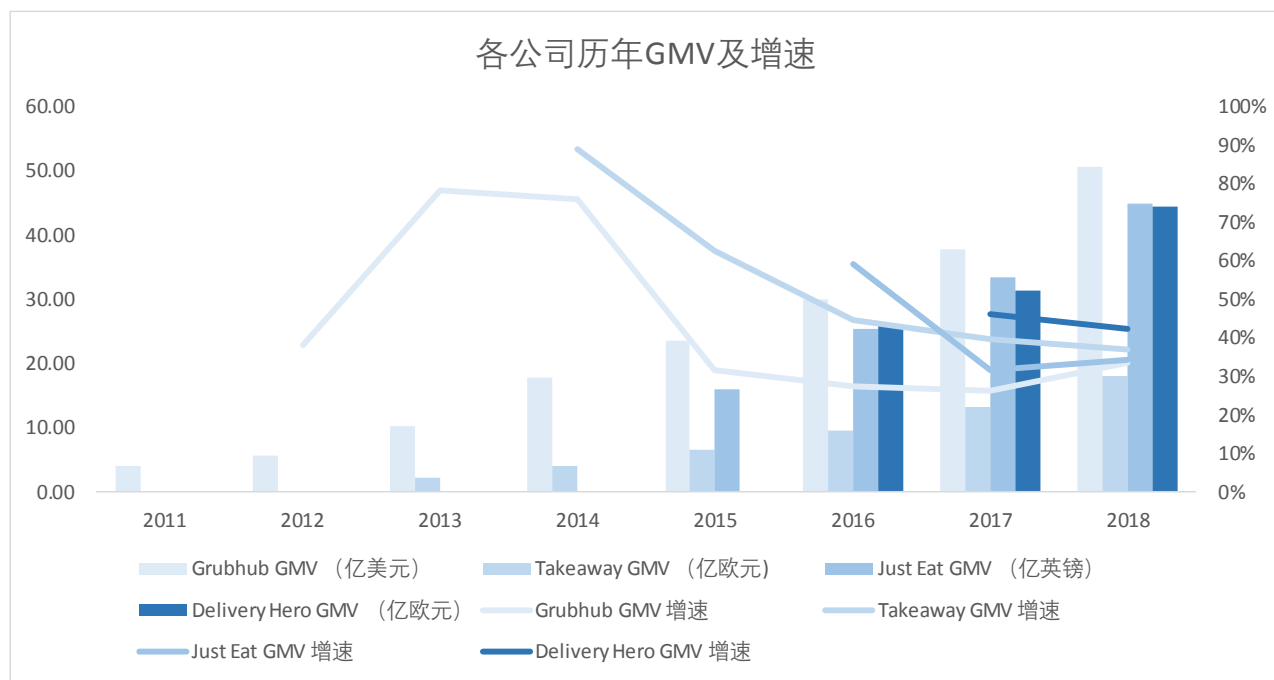
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 18: 2018 年 Delivery Hero 收入增速为 47%



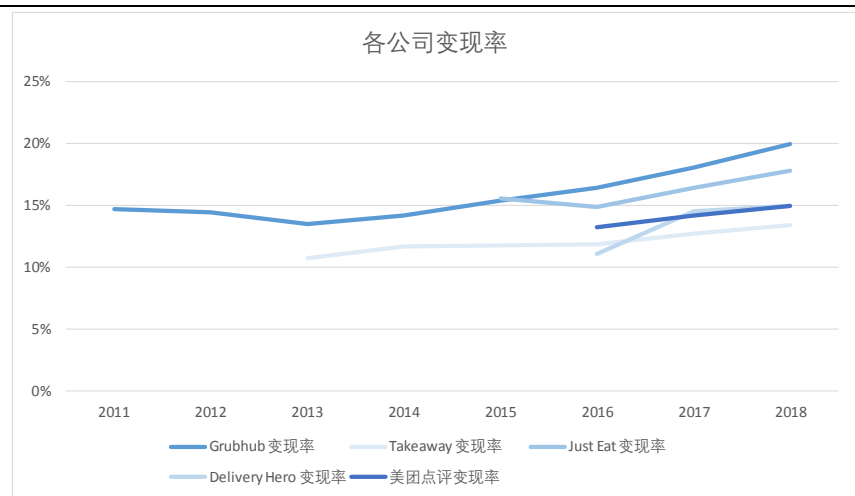
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 19: 4 家公司 GMV 增速逐渐放缓



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

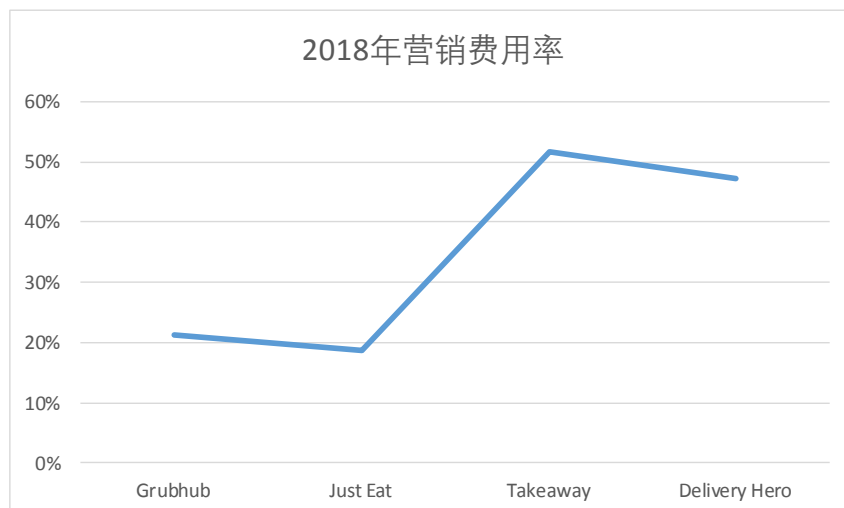
图 20: 4 家公司变现率稳步提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

但是从盈利状况来看则明显不同, Grubhub 和 Just Eat 能保证多数年份盈利, 而 Takeaway 和 Delivery Hero 则大部分时间处于亏损状态。究其原因主要是由于 4 家公司主要的市场不同, 竞争环境不一样, Grubhub 主要在美国, Just Eat 主要在英国, 两家公司在当地均处于优势地位, 营销费用远远小于深处竞争激烈的欧洲大陆的 Takeaway 和中东及北非的 Delivery Hero, 虽然 Takeaway 在德国和荷兰占据主导地位, 但是还是需要不断地在欧洲大陆扩张, Delivery Hero 也面对了同样的问题, 虽然在中东及北非占主导地位, 但是在欧洲需要面对 Takeaway 的竞争。2018 年 Grubhub、Just eat、Takeaway、Delivery Hero 四家公司的营销费用率分别为 21%、19%、52%和 47%。高额的营销费用直接导致了后两家公司仍处于持续亏损状态。

图 21: Takeaway 和 Delivery Hero 的营销费用较高



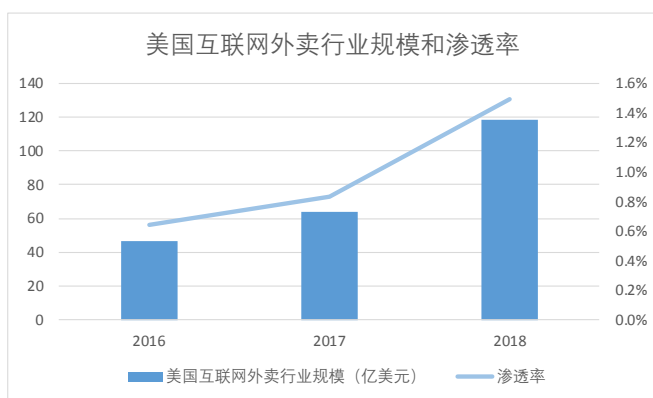
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2018 年美国互联网外卖市场目前的渗透率仅为 1.8%，这主要和美国地广人稀的人口结构有关，中国人口密度在 1000 人/平方公里以上的城市有 594 个，而美国只有 194 个，外卖主要在纽约、洛杉矶、旧金山等大城市。Grubhub 于 2018 年之前在美国外卖市场一直处于主导地位，但是在 2018 年之后市场份额迅速下降，这主要是由于来自 DoorDash 的竞争，DoorDash Inc. 是一家总部位于旧金山的按需外卖服务公司，由斯坦福大学的学生方安迪(Andy Fang)、唐士丹(Stanley Tang)、徐东(Tony Xu)和埃文摩尔(Evan Moore)于 2013 年创建。

2019 年 3 月，它的总销量已经超过了传统的领导者 GrubHub，占按需配送市场的 27.6%。2019 年 2 月，DoorDash 筹集了 4 亿美元投资，使公司总融资达到 14 亿美元，总估值达到 71 亿美元。DoorDash 在 2018 年 10 月推出了 DashPass 订阅模式，用户每月只需要付 9.99 美元，并且每单在 15 美元以上，就能享受在数百家指定餐厅不限次数的免费配送服务，这为其迅速赢得了市场份额。

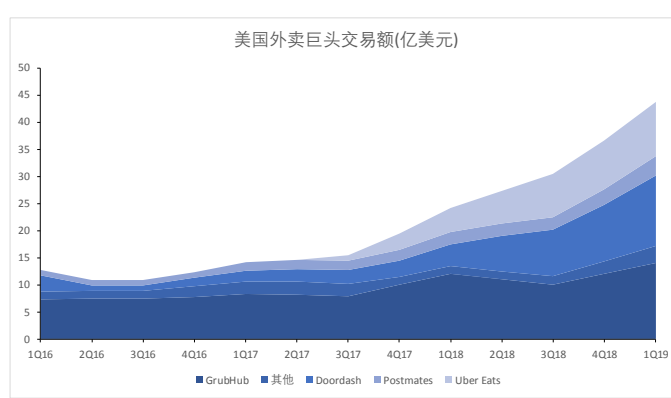
所以我们可以很明显地发现，即使 Grubhub 还是保证每年 40% 的收入增速，但是市场份额的下降引起了市场对其未来发展的担忧，随之股价出现了断崖式的下跌。

图 22: 2018 年美国互联网外卖渗透率仅为 1.8%



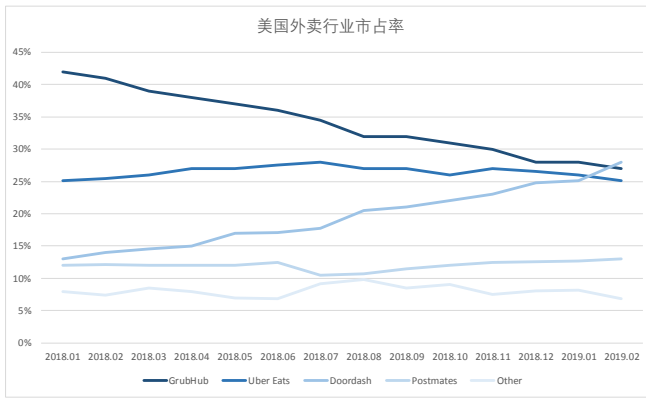
数据来源: Second Measure、RNA、国泰君安证券研究

图 23: 2019Q1 美国互联网外卖行业收入达到 43.7 亿美元



数据来源: Second Measure

图 24: Grubhub 的市场份额不断走低



数据来源: Edison Trends、国泰君安证券研究

图 25: Grubhub 的股价在 2018 年 9 月达到高点

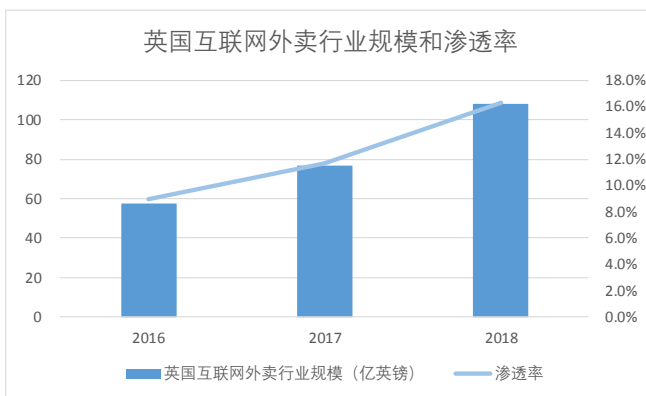


数据来源: wind、国泰君安证券研究

2018 年英国的互联网外卖渗透率为 16.3%，高于中国的水平，与 Grubhub 在美国遇到 Doordash 的激烈竞争一样，Just Eat 在英国也遇到了 Deliveroo 的竞争，Deliveroo 是由威尔·舒(Will Shu)和格雷格·奥洛夫斯基(Greg Orlowski)于 2013 年创建的英国在线食品配送公司。总部位于伦敦，业务遍及英国、荷兰、法国、德国、比利时、爱尔兰、西班牙、意大利、澳大利亚、新加坡、阿拉伯联合酋长国、香港、科威特和台湾的 200 个城市。

Deliveroo 的优势在于拥有强大的资金支持，将有助于其在进入新市场时承担高昂的竞争成本。2019 年 5 月，该公司宣布了由亚马逊(Amazon)牵头的 5.75 亿美元的 G 轮融资，使到目前为止的融资总额达到 13.5 亿美元。从 2018 年 Q4 开始，Just Eat 在英国的市场份额收到了 Deliveroo 的侵蚀，股价提前在 2018Q3 开始有所反应。

图 26: 2018 年英国互联网外卖渗透率为 16.3%



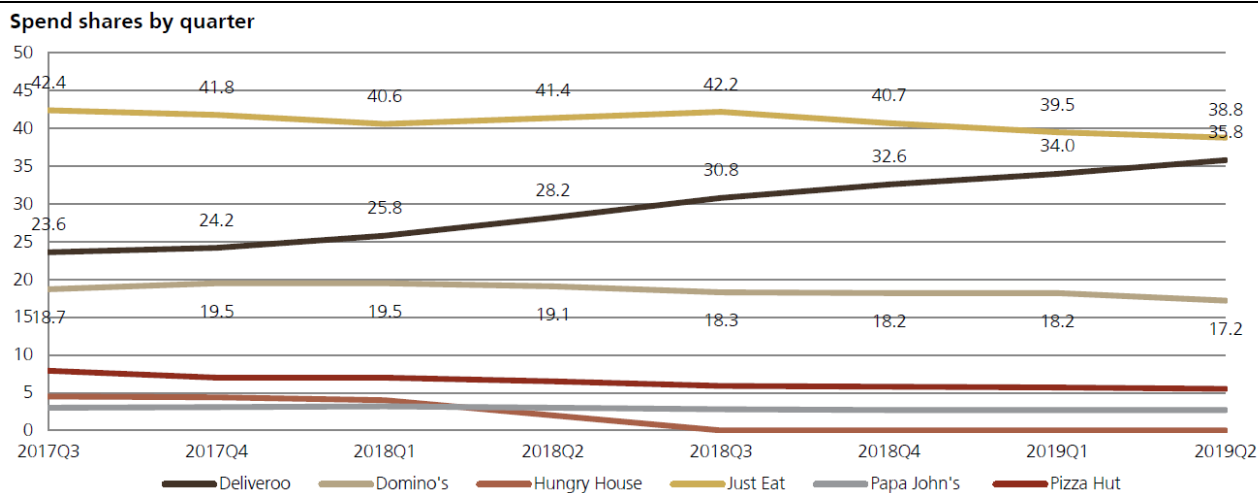
数据来源: Euromonitor、UBS Lab、国泰君安证券研究

图 27: Just Eat 的股价在 2018Q3 开始调整



数据来源: wind、国泰君安证券研究

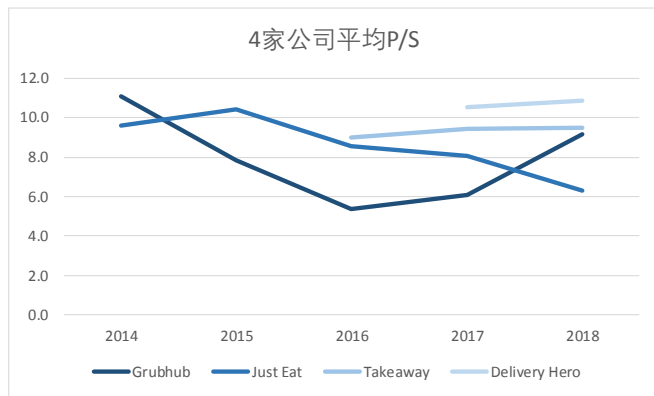
图 28: 2018Q4 开始 Just Eat 受到了 Deliveroo 的挑战



数据来源: UBS Lab

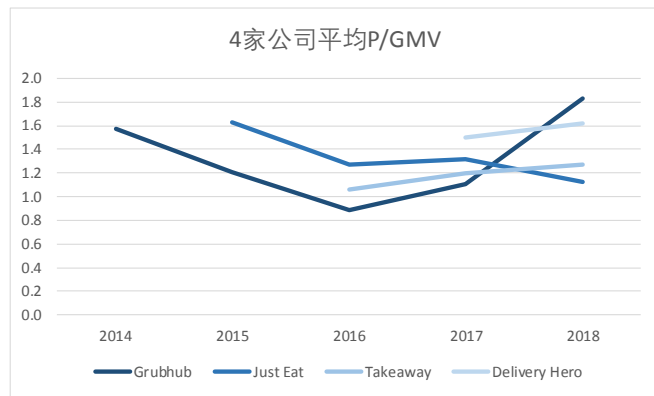
我们用 4 家公司当年平均股价和平均企业价值分别除以当年的收入、GMV 和 EBITDA 得出 4 家公司历年平均的 P/S、P/GMV 和 EV/EBITDA。由于 Takeaway 和 Delivery Hero 的 EBITDA 一直为负，我们只计算了 Grubhub 和 Just Eat 的 EV/EBITDA。从海外可比公司看，P/S 的区间为 5.4-10.9x，而 P/GMV 的区间为 0.9-1.6x，EV/EBITDA 的区间为 16.2-44.7x。

图 29: 4 家公司平均 P/S 区间 5.4-10.9x



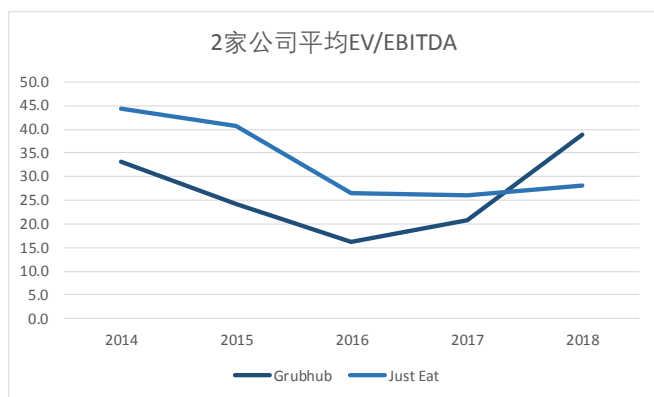
数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 30: 4 家公司平均 P/GMV 区间 0.9-1.6x



数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 31: 2 家公司平均 EV/EBITDA 区间为 16.2-44.7x



数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

由于美团外卖目前处于的竞争环境与这 4 家公司 2018 年之后的竞争环境类似，收入增速降至 40%且在各自区域均为寡头垄断，我们给与美团外卖 2019 年 P/S 区间为 6-7x, P/GMV 区间为 0.9-1x, 2021 年 EV/EBITDA 区间为 24-26x。根据我们对美团外卖 2019-2021 年外卖收入、GMV 和 EBITDA 的预测，预计美团外卖 2019 年的合理市值区间为 4001-4668 亿港元

表 3: 美团外卖收入测算

单位: 亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
订单总数量	41	64	89	115	132
GMV	1,694	2,828	4,074	5,333	6,268
总佣金率	12.0%	12.6%	13.6%	14.3%	15.3%
外卖佣金	203	357	553	764	956
在线营销及服务	7	23	33	53	75
其他服务和销售	0.4	0.9	1.2	1.6	1.9
总收入	210	381	587	818	1,034
总成本	193	329	496	601	676
毛利	17	53	91	218	358
EBITDA	-79	-86	-72	9	184

数据来源: 国泰君安证券研究

3. 到店、酒店及旅游业务平稳发展

到店业务，我们选取了美国最大的点评网站 Yelp 和全球领先的旅游、酒店、餐厅等点评网站 TripAdvisor。

表 4: 海外点评可比公司基本情况

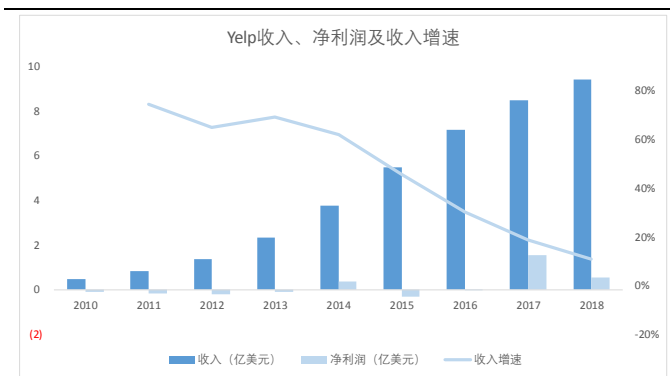
	Yelp	TripAdvisor
成立年份	2004 年	2000 年
提供服务的国家	公司收入主要来自美国，占总收入的 98.6%	收入主要来自美国和英国，其中美国收入占总收入的 51.7%，英国占 31.5%，其他国家占 16.8%。
商业模式	公司收入由广告收入、交易收入和其他服务组成，其中广告收入占总收入 96.26%，交易收入占总收入 1.45%，其他服务占比 2.3%。	公司收入主要来自酒店收入，占总收入的 71.64% (其中 tripadvisor 品牌基于点击和交易的收入、tripadvisor 品牌的基于显示的广告和订阅服务的收入和其他酒店收入又分别占酒店收入的 62.4%、26.6%和 11%)，非酒店收入占总收入 28.35%。
收入 (2018)	9.43 (亿美元)	16.15 (亿美元)

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

从收入看，两家公司已经渡过了快速成长期，进入了稳定增长的状态，这与大众点评的情况类似。所以我们预计到到店及旅游业务 2019 年收入为 132.72 亿元，对应 EBITDA 为 29.2 亿元，主要参考两家公司近 2 年

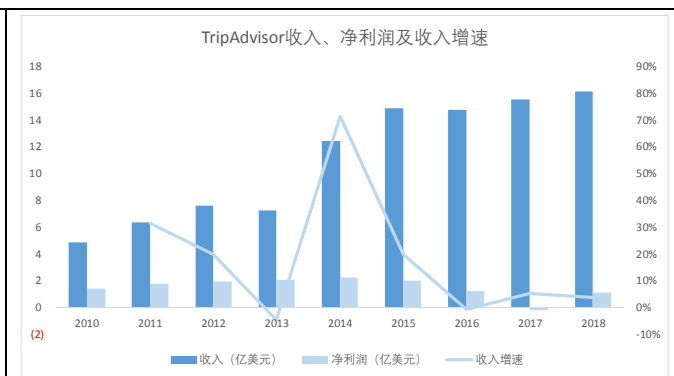
来的 P/S 和 EV/EBITDA 的情况, P/S 区间为 3.6-4.2x, EV/EBITDA 为 14.5-16.1x。给与美团到店及旅游业务同样的 P/S 和 EV/EBITDA 区间, 预计美团到店及旅游业务 2019 年的合理市值区间为 481-633 亿港元。

图 32: 2018 年 Yelp 收入增速为 11%



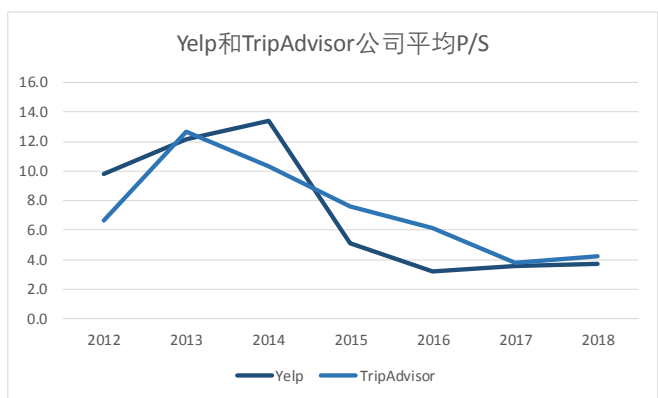
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 33: 2018 年 TripAdvisor 收入增速为 4%



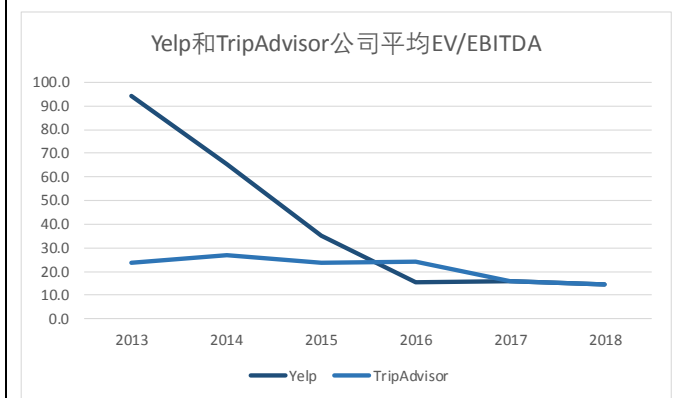
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 34: 2 家公司近两年平均 P/S 区间为 3.6-4.2x



数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 35: 2 家公司近两年平均 EV/EBITDA 为 14.5-16.1x



数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

酒店业务, 我们选取了 Expedia、Booking 和 Ctrip 作为可比公司, 作为全球最大的几家 OTA 平台, 3 家公司的商业模式也略有不同, 从收入类型构成看, Expedia 将近 70% 是通过酒店预订业务, Booking 的比例会更高, 而携程只有 40% 不到, 从商业模式看, Booking 的代理模式收入占比达到了 70% 以上, 携程的模式类似, 而 Expedia 主要以批发模式为主, 占比超过 50%。

表 5: 海外 OTA 可比公司基本情况

	Ctrip	Booking	Expedia
成立年份	1999 年	1997 年	1996 年
提供服务的国家	飞行航线, 连接在大约 200 个国家的 5000 个城市, 用户可访问包括 100 个国家的约 4300 家酒店和 10000 家私人住宅。	截至 2018 年 12 月 31 日, Booking.com 已为 230 多个国家和地区提供预订服务	超过 30 个国家 (其中美国收入占总收入的 55.21%, 其他国家占 44.7%)
商业模式	收入主要来自住宿预订、交通票务、包办旅游和商务旅行。2018 年, 总收入中, 约 37%、	收入来自代理收入 (由旅游预订佣金、GDS 预订费用和旅游保险费用组成)、商户收入 (来	收入来自酒店住宿收入、全球航空收入、广告媒体收入和其他收入, 分别占总收入的

42%、12%、3%和 6%来自住宿预订、交通票务、打包旅游、商务旅行以及其他产品和服务。

自于商务服务,这些商务服务来自于旅行者从旅行社预订住宿或租车的交易)和广告及其他收入。其中代理收入占总收入 72.14%, 商户收入占 20.56%, 广告及其他收入占 7.3%。

68.65%、7.84%、9.72%和 13.69%。

收入 (2018)

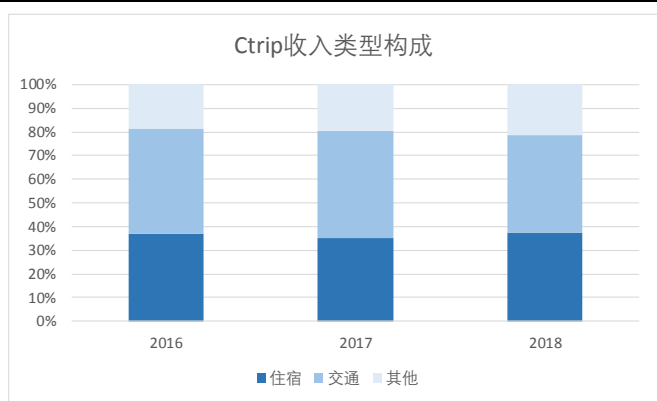
309.65 (亿人民币)

145.27 (亿美元)

112.23 (亿美元)

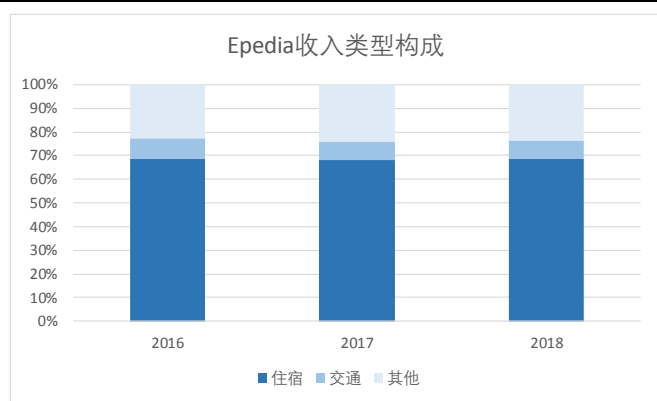
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 36: 2018 年 Ctrip 住宿收入占比为 37%



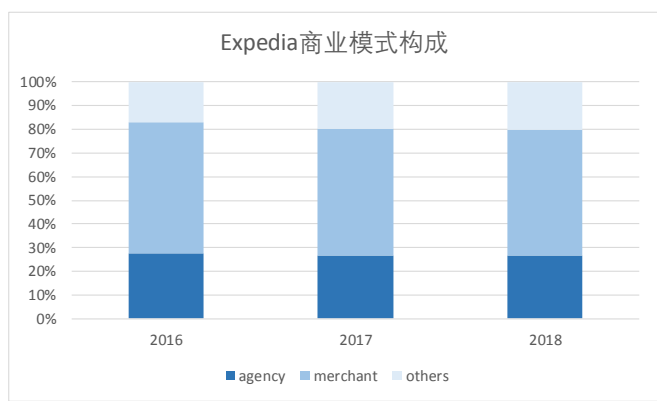
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 37: 2018 年 Expedia 住宿收入占比为 69%



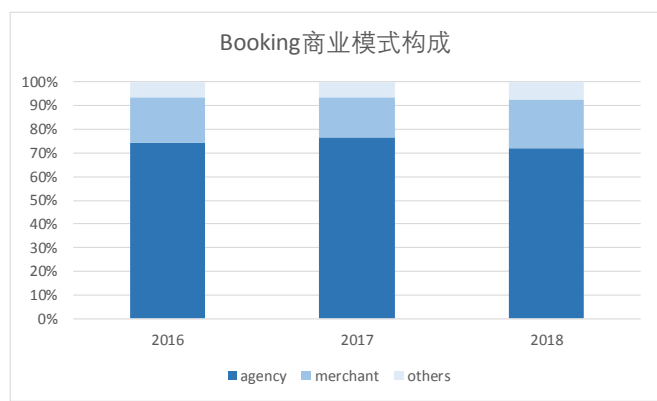
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 38: 2018 年 Expedia 代理收入占比为 27%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

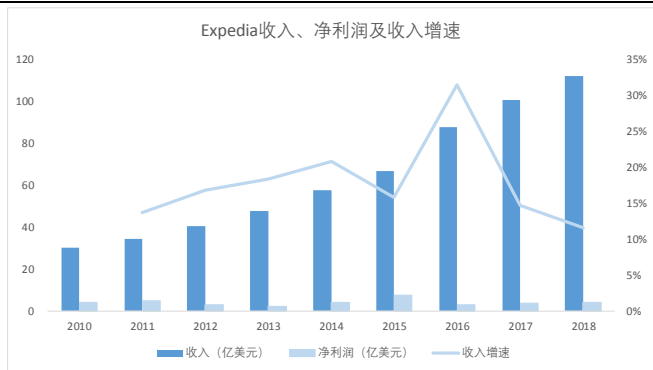
图 39: 2018 年 Booking 代理收入占比为 72%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

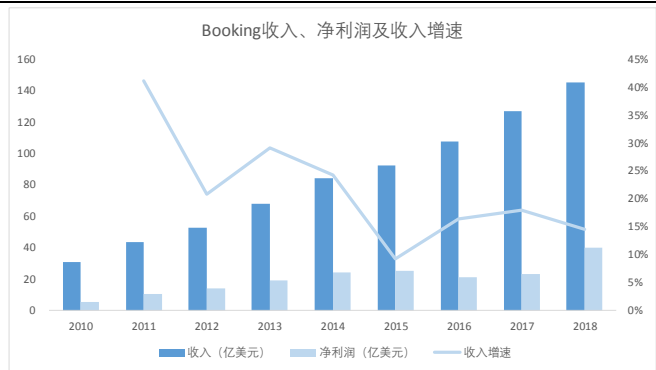
三家公司的收入增速自 2017 年以来进入了稳定期, 而美团酒店的业务在近两年处于快速增长期, 所以我们重点参考这三家公司在 2013-2015 年的估值水平。

图 40: 2018 年 Expedia 收入增速为 12%



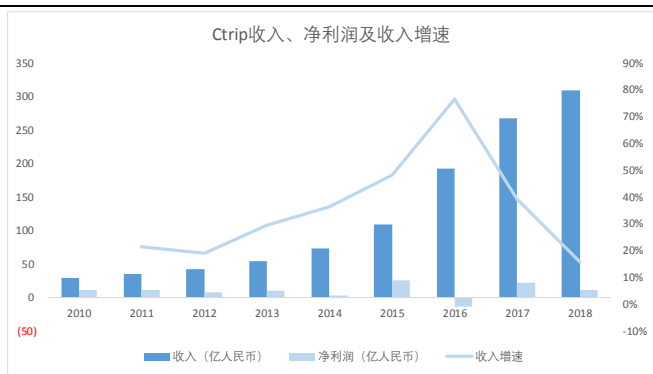
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 41: 2018 年 Booking 收入增速为 15%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

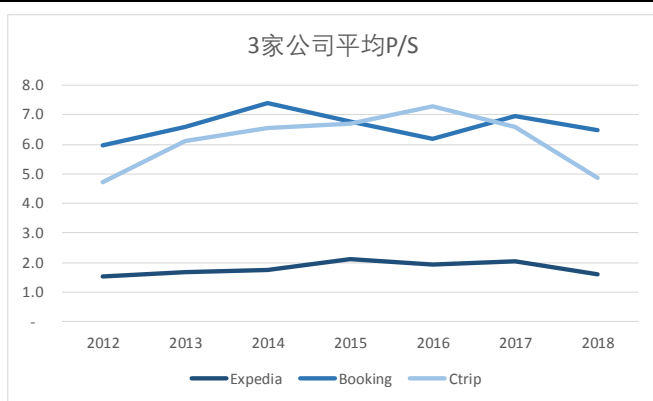
图 42: 2018 年 Ctrip 收入增速为 16%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

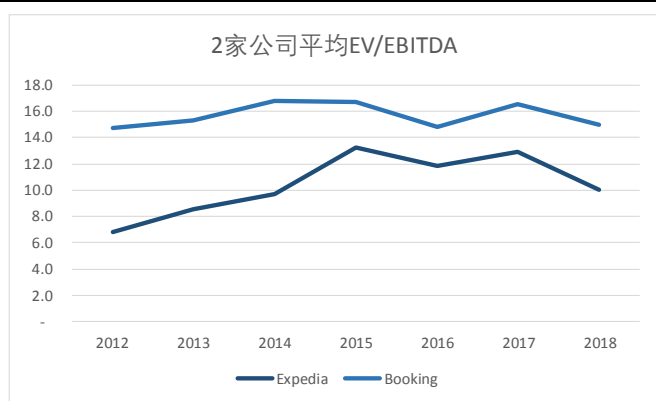
从海外可比公司 2013-2015 年的估值看, P/S 的区间为 1.7-7.4x, EV/EBITDA 的区间为 8.6-16.8x。从上文看, Booking 的模式与美团酒店较为相似, 所以我们多参考 Booking 的估值水平, 给与美团酒店 2019 年 P/S 区间为 6.5-7x, EV/EBITDA 区间为 15-16x。根据我们预计美团酒店 2019 年收入和 EBITDA 分别为 61.3 亿元和 24.52 亿, 预计美团酒店业务 2019 年的合理市值区间为 418-488 亿港元。

图 43: 2013-2015 年 3 家公司平均 P/S 区间为 1.7-7.4x



数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 44: 2013-2015 年 3 家公司 EV/EBITDA 区间为 8.6-16.8x



数据来源: 公司公告、Bloomberg、国泰君安证券研究

4. 盈利预测

由于新业务不确定性较大，目前仍处于亏损状态，且短期没有盈利迹象，估值按 0 计算，外卖、到店及旅游和酒店业务市值相加，根据分别估值法，美团点评的合理市值区间为 4900-5789 亿港元，对应股价为 84.75-100.12 港元。

从绝对估值法看，我们用 DCF 估值模型，先假设 2019-2021 年外卖收入增速分别为 53.8%、39.5%和 26.3%，到店、酒店及旅游收入增速分别为 23.3%、18.3%和 14.9%，新业务收入增速分别为 55.6%、34.4%和 26.4%，总收入增速为 46.7%、34.2%和 24.3%。

表 6: 美团点评收入和毛利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外卖业务					
订单总数量	41	64	89	115	132
GTV	1,694	2,828	4,074	5,333	6,268
总佣金率	12.0%	12.6%	13.6%	14.3%	15.3%
外卖佣金	203	357	553	764	956
在线营销及服务	7	23	33	53	75
其他服务和销售	0.4	0.9	1.2	1.6	1.9
外卖收入	210	381	587	818	1,034
外卖成本	193	329	496	601	676
外卖毛利	17	53	91	218	358
毛利率	8.1%	13.8%	15.5%	26.6%	34.6%
到店、酒店及旅游业务					
GMV	1,581	1,769	2,048	2,302	2,518
佣金	71	90	113	138	164
佣金率	4.5%	5.1%	5.5%	6.0%	6.5%
在线营销及服务	36	67	82	92	101
其他服务和销售	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
到店、酒店及旅游 业务收入	109	158	195	231	265
到店、酒店及旅游 业务毛利	96	141	175	210	242
毛利率	88%	89%	90%	90%	90%
新业务					
GMV	280	560	700	840	991
新业务收入	20	112	175	235	297
变现率	7%	20%	25%	28%	30%
新业务毛利	9	-43	-18	-	30
毛利率	46%	-38%	-10%	0%	10%
总收入	339	652	957	1,285	1,596
总毛利	122	151	248	427	630

数据来源：国泰君安证券研究

2022-2028 年总收入增速为 10%，永续收入增速为 5%。行业 Beta 为 1.3，无风险利率为 3.17%，计算得资产贴现率为 10.75%，计算每股价值为

79.92 元，按 0.88 元/港元计算每股价值为 90.82 港元。综上，我们预计美团点评 2019-2021 年收入分别为 957.05 亿元、1284.60 亿元和 1596.14 亿元，归母净利润分别为 -110.61 亿元、-25.38 亿元和 73.43 亿元。我们选取 84.75 港元为美团点评目标价格，维持“增持”评级。

表 7: DCF 估值模型 (百万元)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	永续阶段	合计
FCFF	-7,815.32	3,211.38	6,859.60	5,145.24	7,834.99	13,799.73	20,581.54	29,401.63	36,072.35	43,513.69	1,045,438.92	1,204,043.75
PV(FCFF)	-7,145.74	2,684.68	5,243.24	3,595.90	5,006.57	8,062.56	10,994.63	14,360.66	16,109.34	17,767.64	426,876.78	503,556.27

数据来源：国泰君安证券研究

5. 风险提示

外卖行业总体增速低于预期，行业经过 5 年的快速发展，总体行业增速放缓，且由于三四线城市居民生活习惯与一二线居民不同，外卖消费培养周期变长。

外卖行业竞争加剧，饿了么持续投入，打造的生态体系影响美团外卖的发展造成市场份额的下滑。

人力成本的持续上升使得外卖业务规模不经济。

携程、飞猪等酒店平台对市场的争夺，影响美团酒店的发展。

新业务的持续亏损。摩拜、美团打车、快驴进货等新业务还处于发展初期，需要公司持续投入。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		