

美团-W (03690.HK)

外卖盈利能力持续提升，到店竞争投入成效显著

买入

核心观点

营收增长 33%，调整后利润率同比提升 7pct。 2023Q2，美团实现营业收入 680 亿元，同比增长 33%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长 28%/48%/41%。调整后净利润 77 亿元，同比增长 272%；调整后净利润率 11%，同比提升 7pct。销售费率同比提升 4pct，主要因公司在到店酒旅业务投入竞争，用户端补贴和进行营销推广活动增加。

即时配送总单量同比增长 32%，外卖单均盈利持续优化。 我们测算，一季度公司餐饮外卖订单量同比提升约 29%，收入增速略高于订单量增速，运力供给充沛和规模效应带动餐饮外卖 UE 提升。闪购订单量同比增长 55%，单均亏损同比持平，货币化率提升被客单价同比下降、用户补贴和营销投入所抵消。

竞争性投入带动到店酒旅交易规模强势复苏，预计 Q3 季节性原因投入较高。 根据公司公告，2023Q2，公司到店酒旅 GTV 同比增长超过 120%，一方面得益于线下消费需求端复苏，另一方面也体现出公司应对竞争的相关举措取得显著成效。我们测算，公司二季度到店酒旅业务经营利润率在 35%-36% 左右，位于我们此前预测区间的较高水平。考虑到 7-9 月也会是集中投入的需求旺季，我们预计三季度到店酒旅经营利润率会降低至 30%-35%。

新业务：优选亏损规模环比扩大，其他多项业务减亏较为顺利。 2023Q2，新业务分部收入同比增长 30% 至 157 亿元。其中美团优选交易额和收入维持同比增长。新业务经营亏损环比扩大至 52 亿元，经营亏损率 31%，同比收窄 17pct。美团优选亏损绝对值随规模环比扩大。其他多项业务减亏较为顺利。共享单车业务本季度首次实现经营利润转正，B2B 快驴经营利润率持续改善。

投资建议： 公司外卖业务稳健增长并保持利润率稳定；到店酒旅交易规模强势增长，利润率因竞争性投入而短期下降，但利润规模仍然同比增长。预计公司仍将在后续季度继续投入，但有望随着投入效率提升而利润率回升。

考虑到公司本季度利润表现出色，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年实现调整后净利润 194/331/522 亿元（调整幅度+12%/+1%/+0%）。维持目标价 166-181 港币，我们依旧看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，继续维持“买入”评级。

风险提示： 竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 179,128 | 219,955 | 273,445 | 340,159 | 406,910 |
| (+/-%) | 56.0% | 22.8% | 24.3% | 24.4% | 19.6% |
| 经调整净利润(百万元) | -15,572 | 2,827 | 19,426 | 33,101 | 52,205 |
| (+/-%) | -- | -118.2% | 587.1% | 70.4% | 57.7% |
| 经调整 EPS (元) | -2.49 | 0.45 | 3.11 | 5.30 | 8.36 |
| EBIT Margin | -12.9% | -2.6% | 3.8% | 7.0% | 10.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | -18.7% | -5.2% | 6.8% | 13.6% | 19.6% |
| 市盈率 (PE) | -49.2 | 271.3 | 39.5 | 23.2 | 14.7 |
| EV/EBITDA | -64.5 | 767.2 | 77.2 | 36.9 | 20.7 |
| 市净率 (PB) | 5.96 | 5.96 | 5.55 | 4.80 | 3.86 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦
 021-60933157
 xieqi2@guosen.com.cn
 S0980520080008

联系人：陈淑媛
 021-60375431
 chenshuyuan@guosen.com.cn

联系人：徐焱
 021-60375437
 xutao@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|--------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 166.00 - 181.00 港元 |
| 收盘价 | 132.20 港元 |
| 总市值/流通市值 | 825211/745294 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 195.60/109.20 港元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 3399.76 百万港元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《美团-W (03690.HK) - 预计核心本地主业复苏强劲，关注后续竞争投入》——2023-07-31
- 《美团-W (03690.HK) - 到店酒旅业务将迎来强劲复苏，公司应对竞争主动出击》——2023-05-29
- 《美团-W (03690.HK) - 外卖和闪购稳健，到店酒旅今年有望复苏》——2023-03-30
- 《美团-W (03690.HK) - 外卖业务恢复节奏良好，关注到店业务恢复及竞争影响》——2023-02-17
- 《美团-W (03690.HK) - 利润释放亮眼，关注到店业务复苏表现》——2022-11-27

总览：营收增长 33%，调整后利润率同比提升 7pct

收入同比增长 33%，核心本地各业务均呈现稳健增长。2023Q2，美团实现营业收入 680 亿元，同比增长 33%。随着核心本地需求显著恢复，餐饮外卖稳健增长，闪购和到店酒旅业务增长迅猛。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长 28%/48%/41%。其中营销服务收入增速回升明显，主要得益于到店酒旅需求复苏，以及外卖和闪购的货币化率提升，部分被到店酒旅竞争性投入、订阅相关营销产品降价所抵消。

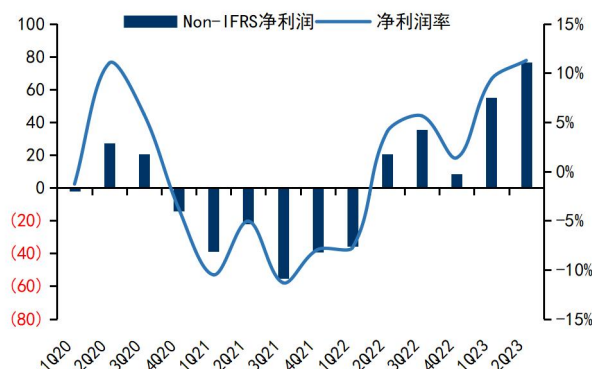
销售费率因竞争性投入而有所提升，毛利率、研发和管理费率优化明显。2023Q2，美团实现调整后净利润 77 亿元，同比增长 272%；调整后净利润率 11%，同比提升 7pct。其中，毛利率同比提升约 7pct，得益于即时配送成本优化；研发费率和管理费率分别同比下降 2.3pct 和 1.8pct，反映经营杠杆作用下人效比提升。销售费率同比提升 4pct，主要因公司在到店酒旅业务投入竞争，用户端补贴和进行营销推广活动增加。

图1：美团季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：美团调整后净利润及利润率（亿元、%）



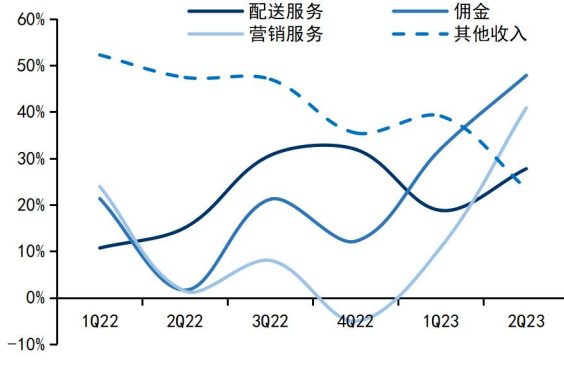
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：美团收入构成，按类型划分（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：美团各类型收入的同比增速



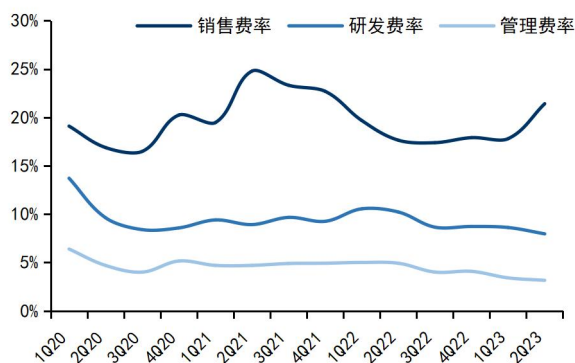
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 美团季度毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 美团季度期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心本地: 外卖 UE 优化, 到店酒旅交易额增长 120%, 竞争举措成效显著

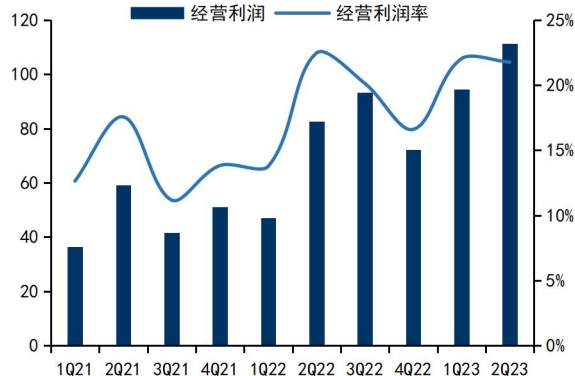
核心本地商业收入增长 39%，经营利润率同比下降 0.7pct。2023Q2，核心本地商业实现收入 512 亿元，同比增长 39%。我们测算，2023Q2 餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比分别增长 31%/70%/59%。2023Q2，核心本地业务实现经营利润 111 亿元，同比增长 35%，经营利润率为 21.8%，同比降低 0.7pct。分业务来看，餐饮外卖和闪购业务利润率同比提升，到店酒旅则因竞争性投入而利润率同比下降。

图7: 美团核心本地商业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 美团核心本地商业经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

即时配送总单量同比增长 32%，外卖单均盈利持续优化

餐饮外卖: 订单量同比增长 29%，运力充沛和规模效应带动单均盈利优化。在单量端，我们测算，本季度公司餐饮外卖订单量同比提升约 29%，去年同期的低基数效应，以及公司的补贴投入见效维持了稳健增长。在收入端，由于货币化率提升，抵消了客单价在高基数下同比下降的影响，二季度餐饮外卖收入增速略高于

订单量增速。在利润端，2023Q2，运力供给充沛和规模效应带动单均成本得到优化，餐饮外卖 UE 得到提升，预计该影响将延续到后续季度。

闪购订单量同比增长 55%，单均亏损同比持平。根据业绩会议，闪购订单量在二季度占到即时配送订单在 11%以上，我们测算二季度闪购订单量同比增长约 55%，受交易用户数及交易频次双增长的驱动。收入方面，由于商户的广告需求不断释放，闪购的广告收入增长近 140%。利润方面，2023Q2，闪购的单均亏损同比基本持平，货币化率的提升被客单价在高基数下同比下降、用户补贴和营销投入所抵消。

图9: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图10: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

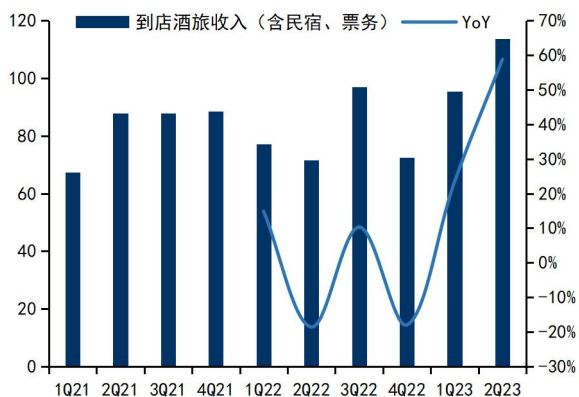
竞争性投入带动到店酒旅交易规模强势复苏，利润率有所下调

消费需求复苏叠加公司竞争举措成效，到店酒旅 GTV 增长超 120%。根据公司公告，2023Q2，公司到店酒旅 GTV 同比增长超过 120%，年活跃商户和年交易用户也创下新高。到店酒旅交易规模的高速增长，一方面得益于线下消费需求端复苏，另一方面也体现出公司应对竞争的相关举措取得显著成效。在到店方面，公司降低了订阅类服务的门槛，让更多中小商户得以低成本接入；同时强化内容生产能力和爆品打造能力，优化“特价团购”及直播，探索与第三方在流量获取方面的合作。因此，二季度到店 GTV 逐月增长，同比大幅增长。在酒旅方面，公司巩固在低星酒店的竞争优势，同时加强与高星品牌酒店的合作，推动酒旅业务也强势增长。

由于竞争性投入，到店酒旅利润率下降。由于二季度为到店酒旅需求旺季，公司的竞争举措投入集中在 5-6 月落地，包括商家端和用户端补贴、流量获取和营销品牌活动等。我们测算，公司二季度到店酒旅业务经营利润率在 35%-36%左右，位于我们此前预测区间的较高水平。

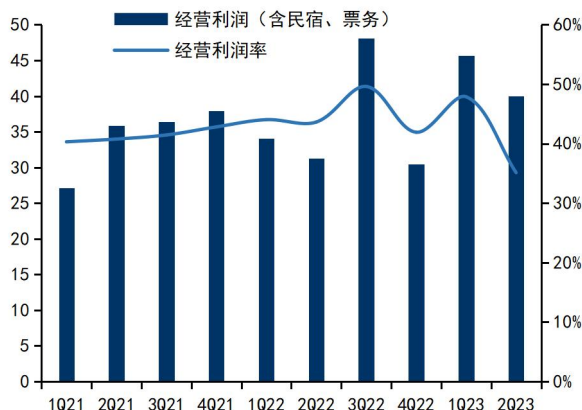
考虑到 7-9 月也会是集中投入的需求旺季，我们预计三季度到店酒旅经营利润率会降低至 30%-35%。但随着 11-12 月酒旅业务进入淡季，预计四季度公司的投入会呈现季节性放缓，利润率有望回升。

图11: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图12: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)



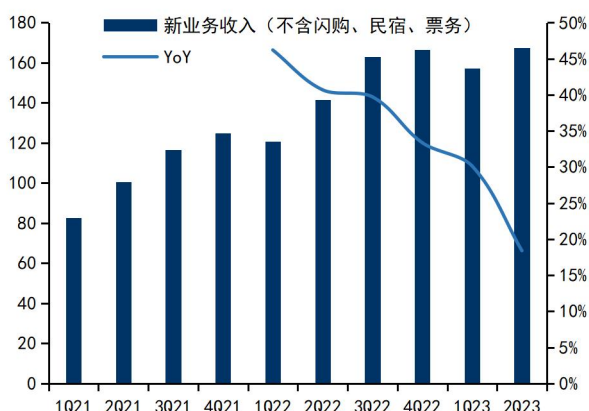
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

新业务: 优选亏损规模环比扩大, 其他多项业务减亏较为顺利

2023Q2, 新业务分部收入同比增长 30%至 157 亿元。其中美团优选交易额和收入维持同比增长, 但面临市场整体增速下行压力, 增速有所放缓。此外, 美团买菜也在高基数下维持稳健增长。2023Q2, 新业务经营亏损环比扩大至 52 亿元, 经营亏损率 31%, 同比收窄 17pct, 环比收窄 1pct。亏损环比扩大, 主要因美团优选在应对暑期的冷链和物流投入、组织架构调整一次性费用影响下, 亏损绝对值随规模环比扩大, 但亏损率环比基本持平。

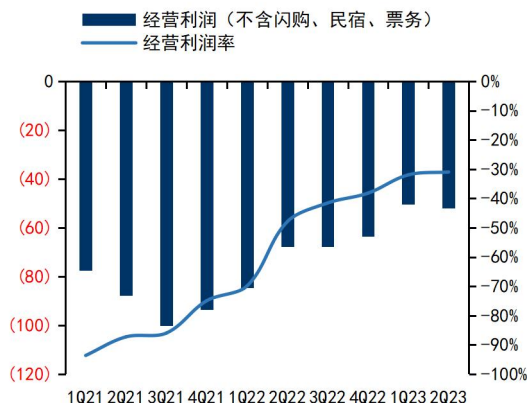
其他多项业务减亏较为顺利。根据业绩会议, 共享单车业务于本季度首次实现经营利润转正, B2B 快驴经营利润率持续改善。

图13: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

公司外卖业务稳健增长并保持利润率稳定；到店酒旅交易规模强势增长，利润率因竞争性投入而短期下降，但利润规模仍然同比增长。预计公司仍将在后续季度继续投入，但有望随着投入效率提升而利润率回升。

考虑到公司本季度利润表现出色，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年实现调整后净利润 194/331/522 亿元（调整幅度+12%/+1%/+0%）。维持目标价 166-181 港币，我们依旧看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，继续维持“买入”评级。

风险提示

本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 20159 | 21167 | 23975 | 33070 | 营业收入 | 219955 | 273445 | 340159 | 406910 |
| 应收款项 | 10142 | 24722 | 30754 | 36789 | 营业成本 | 158202 | 179499 | 222781 | 257638 |
| 存货净额 | 1163 | 2398 | 2966 | 3418 | 销售费用 | 39745 | 56582 | 59528 | 65106 |
| 其他流动资产 | 14606 | 41017 | 51024 | 61036 | 管理及研发费用 | 30512 | 30890 | 38778 | 45167 |
| 流动资产合计 | 143145 | 186381 | 225211 | 274103 | 资产减值及公允价值变动 | (1482) | (291) | 505 | (1) |
| 固定资产 | 10557 | 14775 | 18407 | 20081 | 其他损益净额 | 4165 | 4265 | 4215 | 3115 |
| 无形资产及其他 | 35749 | 35461 | 35249 | 35115 | 营业利润 | (5820) | 10447 | 23792 | 42113 |
| 投资性房地产 | 38448 | 38448 | 38448 | 38448 | 财务费用 | 971 | 1130 | 1123 | 1343 |
| 长期股权投资 | 16582 | 16582 | 16632 | 16682 | 权益性投资收益 | 36 | 87 | 200 | 250 |
| 资产总计 | 244481 | 291647 | 333947 | 384429 | 利润总额 | (6756) | 9404 | 22869 | 41020 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 17562 | 19295 | 13656 | 14353 | 所得税费用 | (70) | 33 | 1143 | 2051 |
| 应付款项 | 18154 | 33579 | 38562 | 41010 | 少数股东损益 | 1 | (1) | (3) | (5) |
| 其他流动负债 | 40714 | 48754 | 58463 | 66801 | 归属于母公司净利润 | (6686) | 9371 | 21729 | 38974 |
| 流动负债合计 | 76430 | 101627 | 110681 | 122164 | 经调整净利润 | 2827 | 19426 | 33101 | 52205 |
| 长期借款及应付债券 | 1549 | 1549 | 1549 | 1549 | 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 其他长期负债 | 37796 | 50395 | 61915 | 61945 | 净利润 | (6686) | 9371 | 21729 | 38974 |
| 长期负债合计 | 39345 | 51944 | 63464 | 63494 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 115775 | 153572 | 174145 | 185658 | 折旧摊销 | 9730 | 6198 | 8027 | 9947 |
| 少数股东权益 | (56) | (57) | (60) | (64) | 公允价值变动损失 | 1482 | 291 | (505) | 1 |
| 股东权益 | 128762 | 138133 | 159862 | 198836 | 财务费用 | 971 | 1130 | 1123 | 1343 |
| 负债和股东权益总计 | 244481 | 291647 | 333947 | 384429 | 营运资本变动 | (1019) | (6164) | 9606 | (5683) |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 其它 | 7905 | (1) | (3) | (5) |
| 经调整 EPS | 0.45 | 3.11 | 5.30 | 8.36 | 经营活动现金流 | 11411 | 9696 | 38854 | 43235 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本开支 | (6856) | (10420) | (10941) | (11488) |
| 每股净资产 | 20.63 | 22.13 | 25.61 | 31.85 | 其它投资现金流 | (7976) | 0 | (19415) | (23298) |
| ROIC | -21% | 16% | 42% | 81% | 投资活动现金流 | (14714) | (10420) | (30407) | (34837) |
| ROE | -5% | 7% | 14% | 20% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 28% | 34% | 35% | 37% | 负债净变化 | (10671) | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -3% | 4% | 7% | 10% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 1% | 5% | 8% | 12% | 其它融资现金流 | 11351 | 1733 | (5639) | 697 |
| 收入增长 | 23% | 24% | 24% | 20% | 融资活动现金流 | (9990) | 1733 | (5639) | 697 |
| 净利润增长率 | — | -240% | 132% | 79% | 现金净变动 | (12355) | 1008 | 2808 | 9095 |
| 资产负债率 | 47% | 53% | 52% | 48% | 货币资金的期初余额 | 32513 | 20159 | 21167 | 23975 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期末余额 | 20159 | 21167 | 23975 | 33070 |
| P/E | 271.3 | 39.5 | 23.2 | 14.7 | 企业自由现金流 | (3904) | 24 | 29294 | 32783 |
| P/B | 6.0 | 5.6 | 4.8 | 3.9 | 权益自由现金流 | (4185) | 1162 | 23199 | 33214 |
| EV/EBITDA | 767 | 77 | 37 | 21 | | | | | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032