

美团 - W(03690)

报告日期: 2023年08月28日

利润大超预期，到店竞争逐步清晰

——美团 Q2 点评报告

投资要点

- 23Q2 美团实现营收 680 亿 (YoY+33.4%, QoQ+15.9%)，高于彭博一致预期 1.14%，判断主要因为到店收入超预期。Non-IFRS 下净利润 76.6 亿 (YoY+272.2%, QoQ+39.5%)，大超一致性预期 70%，判断主因外卖、到店利润均超预期。我们测算 23-25 年公司实现收入 2800/3492/4130 亿元，分部估值法估值 9967 亿人民币，上调目标价至 177.4 港元，现价空间 34.2%，维持“买入”评级。我们预计公司未来发展仍有两个超预期：1、外卖+闪购成长空间及盈利能力超预期。2、到店业务高景气度+竞争格局逐步清晰。

核心本地商业：到店收入超预期，外卖、到店利润均超预期

23Q2 核心本地商业实现营收 512 亿 (YoY+39.2%, QoQ+19.4%)，高于一致预期 2.74%，判断主要因为到店收入超预期。实现经营利润 111 亿 (YoY+34.8%, QoQ+17.9%)，大超一致预期 15.4%，经营利润率 21.8% (YoY-0.71pct, QoQ-0.27pct)，判断利润超预期主因外卖和到店利润均超预期。

闪购增速亮眼，运力充沛致外卖利润超预期

我们测算 Q2 外卖+闪购收入达 403 亿 (YoY+34.7%, QoQ+20.9%)。其中配送总单量达 54.0 亿 (YoY+31.6%, QoQ+26.6%)，略超一致性预期 0.44%，判断主要由于闪购单量超预期。

1) 外卖：我们测算外卖收入 355 亿 (YoY+31.0%, QoQ+20.5%)。测算外卖总单量达 47.91 亿单 (YoY+29.1%, QoQ+26.3%，日均 5265 万单)，符合预期。收入增速略高于单量增速，判断主因广告变现率的提升，部分被补贴增加所抵消。收入增速高于单量的幅度较前几个季度有所下滑，主要因为 AOV 的降低、补贴增加抵减收入所致，测算单均收入达 7.4 元，同比增长 1.5%。

我们测算外卖 OP 达 70.3 亿 (单均 1.47 元, YoY+41.5%, QoQ+43.2%)，超彭博一致性预期 10.3%。OPM 为 19.8% (YoY+1.47pct, QoQ+3.14pct)。外卖利润超预期，我们判断主因运力充沛情况下单均配送成本的改善，部分被增加补贴所抵消。从宏观环境看，一方面预计充沛运力有望延续，外卖成本端持续受益。另一方面，需要增加补贴拉动单量增长。综合看，料外卖利润率将在去年基础上略有提升，但幅度较低。

2) 闪购：我们测算闪购收入 48.3 亿 (YoY+70.1%, QoQ+32.2%)，测算闪购总单量达 6.0 亿单 (日均 660 万单, YoY+55%, QoQ+27.1%)。单量提升主因用户数和频率共同驱动，闪购收入增速明显高于单量增速，主要是广告拉动变现率提升。测算闪购单均 OP 为 -0.08 元 (环比基本持平)，闪购基本处于盈亏平衡状态。我们看好美团闪购在万亿即时零售市场的竞争力，包括订单量增长潜力、盈利能力，预计 2025 年日均 1000 万订单量目标实现具有较大确定性。

我们预计公司 23Q3 外卖+闪购收入可达 441 亿，同比增长 20.7%，其中外卖收入 396 亿，同比增长 17.9%；闪购收入 45.3 亿，同比增长 51.4%。外卖同比增速较 Q2 有所放缓，主要是因为去年同期较高的基数以及整体宏观环境。两年复合增速看，Q2 为 23.9%，Q3 测算为 22.2%。由于外卖消费仍偏“消费升级”，宏观环境对外卖消费有一定影响。我们观察到，公司亦在拓展低 AOV 外卖业务，此举将拓展外卖群体，虽然利润率低于传统外卖，但由于美团更低的配送成本，竞争壁垒更深。

到店酒旅：GTV 高速增长，广告恢复增长，盈利大超预期

我们测算 23Q2 到店酒旅收入 114 亿 (YoY+58.8%, QoQ+19.3%)，高于一致性预期 4.7%。收入增长主因 GTV 推动，部分被变现率下降所抵消。根据财报，GTV 同增 120%。判断变现率下降主因增加抵减收入的补贴以及低变现率酒旅收入占比提升。测算 Q2 到店酒旅经营利润 40.7 亿，大超一致性预期 14.7%，OPM

投资评级：买入(维持)

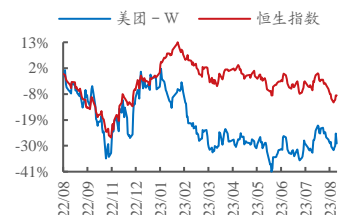
分析师：谢晨
 执业证书号：S1230521070004
 xiechen@stocke.com.cn

分析师：陈相合
 执业证书号：S1230523030001
 chenxianghe01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$132.20
总市值(百万港元)	825211.30
总股本(百万股)	6242.14

股票走势图



相关报告

- 《外卖单量或超预期，到店景气延续、竞争趋缓》2023.07.25
- 《收入利润均超预期，单季利润创历史新高》2023.05.28
- 《利润超预期，Q2 景气度有望继续提升》2023.05.11

为 35.8%，判断利润超预期主要是因为收入增长带来的经营杠杆，以及到店竞争好于预期。

1) 到店：交易仍优于广告，但广告恢复增长。根据财报，Q2 核心本地商业佣金收入同增 47.5%，广告收入同增 40.4%，大超预期 19.5%。虽然广告收入增速慢于佣金，但较 Q1 的广告 10.6% 增速已明显恢复，广告是美团与抖音竞争的关键点。结合总体 GTV、广告收入恢复速度及到店利润表现，到店竞争美团表现明显优于预期。

2) 酒旅：间夜量和 ADR 共同增长，推动 GTV 强劲增长。酒旅高速增长主要由于去年低基数以及今年旅游高景气度。根据中国航协数据，23Q2 国内旅客运输量达到 1.47 亿人次，比 2019 年同期增长 5.4%。

Q3 为暑期旺季，美团延续积极竞争策略，但 OPM 或已触底。 Q3 为餐饮旅游消费旺季，近期航空数据显示，暑期居民出行旅游积极性高。在大盘高景气+自身积极投入下，我们预计美团 23Q3 到店业务继续高速增长，测算 Q3 到店酒旅收入同比增长 32.3%（两年复合增速 22%）。虽然 Q3 美团延续积极竞争策略，但考虑到 GTV 高增下带来的经营杠杆，到店 OPM 或已触底。

总体看，我们认为到店竞争最激烈时刻或已过去，竞争格局逐步清晰。公司面对竞争，积极应对，效果优于预期。这体现在：1) 到店酒旅 GTV 强劲增长，市占率表现优于预期。2) 利润表现优于预期。展望 23 年后半段，我们认为竞争最激烈时刻或已过去，利润率或已触底。这主要是因为暑期旺季已过，补贴高峰已过。同时 Q4 有双 11，抖音流量分配或倾向于抖音电商，抖音到店流量成本或将提高。展望未来，我们认为经过今年 Q2、Q3“压力测试”后，到店竞争格局以及对美团到店利润率的影响逐渐清晰。虽然抖音有增加补贴的可能，但我们认为或不可持续，主要因为现行市场环境下，不支持持续“价格战”，两平台团购价格逐步拉平或为未来稳态。

□ **新业务：收入低于预期，亏损高于预期**

23Q2 新业务收入 168 亿 (YoY+18.4%，QoQ+6.6%)，略低于一致性预期 0.37%，判断主要因为优选收入低于预期。经营亏损 52 亿 (收窄 23.5%，扩大 3.3%)，亏损高于预期 0.21%，经营亏损率 31.0% (YoY+16.98pct，QoQ+0.99pct)，判断亏损高于预期主要因为优选亏损高于预期。

二季度，美团优选交易额与收入同比增长，但收入环比有所下滑。由于加大补贴、炎热天气增加物流开支，亏损环比有所扩大。虽然近两个季度优选亏损处于高位，但我们认为，在“降本增效”大背景下，若优选业务与其他业务交叉销售机会较小，未来收缩减亏仍是主要方向。

□ **利润大超预期，毛利表现超预期，销售费用支出高于预期**

Non-IFRS 下净利润 76.6 亿 (YoY+272.2%，QoQ+39.5%)，大超一致性预期 70%，季度经调整利润创历史新高，Non-IFRS 利润率 11.3% (YoY+7.23pct，QoQ 1.90pct)，盈利超预期主要因为毛利超预期，部分被销售费用支出高于预期所抵消。

23Q2 美团实现毛利 254 亿元 (YoY+63.1%，QoQ+28.2%)，大超一致性预期 14.1%，毛利率为 37.4% (YoY+6.79 pct，QoQ+3.56pct)，判断毛利率超预期主要因为高毛利到店收入占比提升，以及配送成本优化。

销售费用 145.5 亿 (YoY+62.0%，QoQ+39.5%)，高于一致性预期 27.5%，销售费用率 21.4% (YoY+3.77pct，QoQ 3.61pct)。销售费用支出超预期，判断主要因为增加到店业务补贴，但销售费用率同环比提升幅度较为可控。

研发费用 54 亿 (YoY+3.9%，QoQ+7.1%)，优于一致性预期 8.36%，研发费用率 8.0% (YoY-2.26pct，QoQ -0.65pct)；行政费用 21 亿 (YoY-14.6%，QoQ+7.2%)，优于一致性预期 15.6%，行政费用率 3.1% (YoY-1.77pct，QoQ -0.26pct)。研发、行政费用控制均优于预期，降本增效持续。

□ **投资建议**

我们测算，公司 23/24/25 实现收入 2800/3492/4130 亿元，Non-IFRS 利润 258/430/566 亿元，23/24/25 年利润对应当前股价 PE 为 28.8/17.3/13.1。若不考虑新业务亏损，23 年核心本地商业经营利润 403 亿，假设税率 15%，则 23 年核心

本地商业净利润对应当前股价 PE 为 21.7 倍。我们给予外卖业务 23 年 25 倍 PE 估值，闪购业务 23 年 4.5 倍 PS 估值，考虑到到店竞争逐步清晰，提高到店估值，按到店 23 年利润 15 倍 PE 估值，社区团购 23 年 0.5 倍 GMV 估值，得出合理市值 $\approx 233 \times 25 + 194 \times 4.5 + 174 \times 15 + 1337 \times 0.5 \approx 9967$ 亿元 = 11075 亿港元（人民币：港币汇率取 0.9），目标价提升至 177.4 港元，现价空间 34.2%，维持“买入”评级。

中长期来看，公司未来发展或有两个超预期：1、外卖&闪购渗透率、频次、市占率、利润率超预期提升，渗透率提升主要在下沉市场，频次提升主要是低频用户向高频用户的转化，市占率提升主要来自于履约体系的规模效应，利润率提升主要来自广告变现率提升及补贴边际下降。2、到店业务竞争格局的逐步清晰，主要来自“压力测试”后市占率及利润率双向好于预期。

❑ 风险提示

1) 消费恢复不及预期；2) 抖音到店业务发展超预期；3) 人力配送成本上涨超预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	220,076	280,020	349,249	412,960
(+/-) (%)	22.86%	27.24%	24.72%	18.24%
净利润 (Non-IFRS)	2,827	25,802	43,042	56,633
(+/-) (%)	-	812.61%	66.82%	31.58%
Non-IFRS EPS (最新摊薄)	0.45	4.13	6.90	9.07
P/E (Non-IFRS)	262.69	28.78	17.26	13.11

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	143,145	181,658	229,808	290,619
现金	20,159	30,899	52,922	91,863
应收账款	2,053	2,656	3,323	3,913
存货	1,163	1,110	1,338	1,549
其他	119,771	146,993	172,225	193,294
非流动资产	101,336	102,969	103,841	104,906
固定资产	10,557	10,029	9,528	9,051
无形资产	35,749	35,213	34,684	34,164
其他	55,030	57,727	59,628	61,691
资产总计	244,481	284,627	333,648	395,525
流动负债	76,430	100,762	116,184	132,780
短期借款	17,562	18,283	18,031	18,233
应付账款	17,379	20,927	24,206	27,589
其他	41,489	61,552	73,947	86,958
非流动负债	39,345	39,345	39,345	39,345
长期借款	1,549	1,549	1,549	1,549
其他	37,796	37,796	37,796	37,796
负债合计	115,775	140,107	155,529	172,125
少数股东权益	(56)	(55)	(54)	(53)
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	128,761	144,574	178,173	223,453
归属母公司股东权益	128,762	144,575	178,173	223,453
负债和股东权益	244,481	284,627	333,648	395,525

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11,411	26,419	40,895	52,872
净利润	(6,686)	15,813	33,599	45,280
折旧摊销	1,030	1,064	1,030	997
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金变动及其他	17,067	9,541	6,265	6,595
投资活动现金流	(14,714)	(18,060)	(20,315)	(15,861)
资本支出	(5,731)	0	0	0
其他投资	(8,982)	(18,060)	(20,315)	(15,861)
筹资活动现金流	(9,990)	2,382	1,443	1,930
借款增加	(4,674)	721	(252)	201
普通股增加	170	0	0	0
已付股利	0	1,661	1,695	1,729
其他	(5,487)	0	0	0
现金净增加额	(12,355)	10,740	22,023	38,941

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	220,076	280,020	349,249	412,960
营业成本	158,202	181,639	214,848	244,115
销售费用	39,745	54,793	60,073	69,985
管理费用	9,772	8,991	13,206	15,197
营业利润	(5,820)	17,368	39,715	53,771
财务收入	658	668	678	688
财务费用	(1,629)	(1,661)	(1,695)	(1,729)
投资损益	36	91	63	77
归属母公司净利润	(6,685)	15,813	33,599	45,280
Non-IFRS 净利润	2,827	25,802	43,042	56,633

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	22.86%	27.24%	24.72%	18.24%
Non-IFRS 净利润	-	812.61%	66.82%	31.58%
获利能力				
毛利率	28.08%	35.13%	38.48%	40.89%
Non-IFRS 净利率	1.28%	9.21%	12.32%	13.71%
ROE	-5.19%	10.94%	18.86%	20.26%
ROIC	-5.61%	4.80%	15.29%	22.11%
偿债能力				
资产负债率	47.36%	49.22%	46.61%	43.52%
净负债比率	-0.81%	-7.66%	-18.72%	-32.27%
流动比率	1.87	1.80	1.98	2.19
速动比率	1.67	1.58	1.75	1.95
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.98	1.05	1.04
应收账款周转率	107.15	105.43	105.09	105.55
应付账款周转率	9.10	8.68	8.88	8.85
每股指标 (元)				
Non-IFRS EPS (最新摊薄)	0.45	4.13	6.90	9.07
每股经营现金	1.83	4.23	6.55	8.47
每股净资产	20.62	23.15	28.53	35.79
估值比率				
P/E (Non-IFRS)	262.69	28.78	17.26	13.11
P/B	5.77	5.14	4.17	3.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

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。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>