

买入

2023年11月30日

23Q3 公司业绩稳健，未来关注新业务减亏及到店酒旅的竞争格局

➤ **收入和利润超市场预期，公司财务表现稳健：** 23Q3 总收入 765 亿元人民币 (YoY+22.1%)，经营利润 34 亿 (YoY+239.9%)，经营利润率 4.4%，净利润 36 亿 (YoY+195.3%)，Non-GAAP 净利润 57 亿元 (YoY+62.4%)，均超市场预期。经营现金流入 112 亿元，截至 2023 年 9 月 30 日，持有的现金及现金等价物和短期理财投资分别为 251 亿元和 1,085 亿元，公司财务依旧表现稳健。

➤ **核心本地商业业务保持稳健增长，经营利润率因补贴略有下滑：** 23Q3 核心本地商业收入 577 亿元 (YoY+24.5%，QoQ+12.7%)，收入增长主要是受益于消费复苏，即时配送交易笔数以及到店、酒店及旅游业务交易金额的增长。经营利润 101 亿元 (YoY+8.3%，QoQ-28.7%)，经营利润率 17.5% (去年同期 20.1%)，经营利润率下降主要是由于公司补贴增加。餐饮外卖保持强劲增长势头，单日订单量峰值达 7,800 万单，创历史新高并比三年前翻了一番。到店、酒店及旅游业务保持强劲增长，交易金额同比增长超过 90%。季度活跃商家数同比增长超过 50%，季度交易用户数也大幅增加。公司巩固了货架模式的竞争优势，并利用短视频和直播来推广爆品。美团闪购继续展现了强劲的增长，订单量、商家规模及用户规模均显着提升。8 月的日单峰值突破 1,300 万单，不同线级城市的用户数量不断增长，尤其是在低线城市。

➤ **新业务亏损继续收窄，其中部分业务实现盈利：** 23Q3 新业务收入 188 亿元 (YoY+15.3%，QoQ+12.0%)，经营亏损收窄至-51 亿元 (去年同期亏损 68 亿)，经营亏损率-27.2% (去年同期-41.6%)。截至 9 月底，美团优选保持营运销量，目前已累积 4.9 亿名交易用户；美团买菜交易金额强劲增长，品牌已成为许多消费者的首选，用户规模、购买频次及客单价均稳步增长；金融、共享单车、电动车和充电宝实现了正向现金流和盈利。展望未来，管理层表示将在未来几个季度内改进业务，收入将会继续增长，运营亏损可能在短期内保持相对平稳或持续收窄，公司将尽最大努力更快的改进新业务，专注于高质量增长并提高业务的效率，必要时还可以根据资源分配调整新业务的发展战略。

➤ **下调目标价至 151 港元，维持买入评级：** 综合分析，我们认为公司外卖业务仍然稳健，到店酒旅业务虽然面临着竞争加剧单 GTV 增速势头依然迅速。新业务减亏是未来业务发展的重中之重。考虑到公司新业务虽然亏损收窄，但依然延续，暂时未能看到盈亏平衡时间点，加上目前港股资金流动性缺乏，高利率环境下无风险利率依然高企，我们改变对美团的估值方法，外卖和到店酒旅依然根据分布估值方法，但新业务暂不给估值，待新业务盈利模式稳定之后再作估值考虑，计算得出目标价为 151 港元，较上一收盘价有 67% 的上升空间，维持买入评级。

➤ **风险提示：** 行业竞争加剧、新业务发展不及预期、宏观经济低迷等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	90 港元
目标价	151 港元 (+67%)
股票代码	3690
已发行股本	62.44 亿股
市值	5648 亿港元
52 周高/低	195/90 港元
每股净资产	25.8 港元
主要股东 (B)	Xing Wang (9.0%) Blackrock (5.3%) Baillie (4.4%) Vanguard (3.4%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (人民币百万元)	179,128	219,955	274,731	333,321	401,264
变动 (%)	56.0%	22.8%	24.9%	21.3%	20.4%
经调整净利润	-15,572	2,828	21,656	32,626	47,505
变动 (%)	NA	NA	665.9%	50.7%	45.6%
归母净利润	-23,537	-6,685	12,809	22,010	33,703
基本每股盈利 (人民币元)	-3.8	-1.1	2.1	3.5	5.4
变动 (%)	NA	NA	NA	71.9%	53.1%
经调整市盈率90.45港元 (估)	NA	NA	40.1	23.3	15.2

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

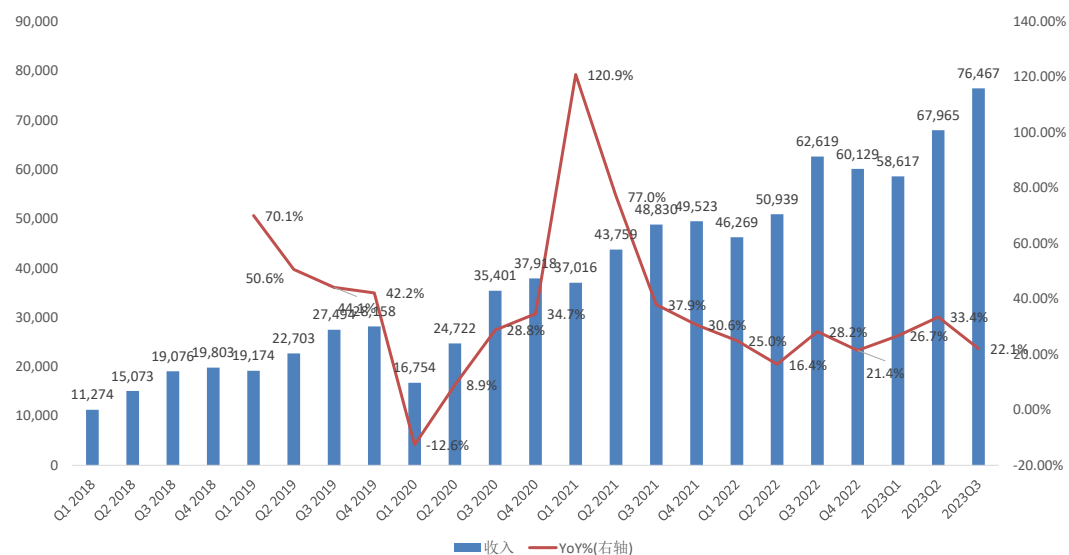
业绩摘要

收入和利润超市场预期，财务表现依旧稳健

23Q3 总收入 765 亿元 (YoY+22.1%)，经营利润 34 亿 (YoY+239.9%)，经营利润率 4.4%，净利润 36 亿 (YoY+195.3%)，Non-GAAP 净利润 57 亿元 (YoY+62.4%)，均超市场预期。经营现金流入 112 亿元。截至 2023 年 9 月 30 日，持有的现金及现金等价物和短期理财投资分别为 251 亿元和 1,085 亿元，公司财务表现依旧稳健。

核心本地商业分部的经营利润为 101 亿元 (YoY+8.3%)，经营利润率 17.5% (去年同期 20.1%)，主要是受到补贴增加的影响。23Q3 即时配送业务实现了 23% 的增长(时配送交易笔数 61.79 亿)，特别是在外卖方面，消费者的平均单量和购买频率都在进一步增长。餐饮外卖保持强劲增长势头，单日订单量峰值达 7,800 万单，创历史新高并比三年前翻了一番。23Q3 新业务分部的经营亏损收窄至-51 亿元 (去年同期亏损 68 亿)，经营亏损率-27.2% (去年同期-41.6%)。

图表 1：公司营业收入（百万元）



资料来源：公司资料、第一上海整理

核心本地商业业务

核心本地商业业务保持稳健增长，经营利润率因补贴有略微下滑

23Q3 核心本地商业收入 577 亿元 (YoY+24.5%，QoQ+12.7%)，收入增长主要是受益于消费复苏，即时配送交易笔数以及到店、酒店及旅游业务交易金额的增长。经营利润 101 亿元 (YoY+8.3%，QoQ-9.4%)，经营利润率 17.5% (去年同期 20.1%)，经营利润的下降主要是因为公司短期加大补贴抢占用户心智，略微牺牲利润换取单量和收入的增长。

业务细分为：

- (1) 餐饮外卖业务：即时配送交易笔数达到 61.79 亿单 (YoY+23%)，餐饮外卖保持强劲增长势头，单日订单量峰值达 7800 万单，创历史新高并比三年前翻了一番。在供给侧，拼好饭上线了更多质优价廉的供给，以满足消费者对低价外卖的需求，同时推出神抢手和老字号等促销活动，培养了消费者在美团观看直播及下单的习惯，还帮助商家积累客户。由于宏观因素继续在今年 Q4 对外卖业务增速产生影响，而且消费者转向线下消费对外卖业务也有挤压，加上 22Q4 因为疫情 AOV 基数比较高，我们预计今年 Q4 外卖收入增速会略低于 Q3。
- (2) 到店、酒店及旅游业务：保持强劲增长，交易金额同比增长超过 90%。季度活跃商家数同比增长超过 50%，季度交易用户数也大幅增加。公司巩固了货架模

式的竞争优势，并利用短视频和直播来推广爆品。虽然今年本地生活服务竞争态势更加激烈，不单单抖音在拓展到店酒旅业务，快手、微信小程序以及小红书等也加入想切割蛋糕，公司表示未来将会进行更多定向投入还会推出新举措捕捉市场需求，加强本地团队对下沉市场覆盖，我们认为凭借公司管理层对本地生活的理解以及优秀的地推团队努力，美团到店酒旅业务将继续保持市场份额的领先优势。

- (3) 美团闪购：继续展现了强劲的增长，订单量、商家规模及用户规模均显着提升。8 月的日单峰值突破 1300 万单，不同线级城市的用户数量不断增长，尤其是在低线城市。在商户侧，美团推动中小商家的数字化，与近 400 个品牌开展合作，Q3 年度活跃商家数同比增长 30%。商户提供越来越多元的 SKU，平台增加基于 LBS 的商品供给，目前美团闪电仓现已突破 5000 家。我们认为闪购业务公司已经有过盈利的记录，说明闪购业务盈利模式已经被证实成功。23Q4 闪购业务略微亏损以抢占市场规模和用户心智，我们认为未闪购业务将会实现类似于外卖 UE 的盈利模式。

图表 2：美团核心分部业务收入和营业利润

	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
Business Breakdown										
Core Local Commerce										
Revenue	33,695	37,169	37,034	34,180	36,779	46,328	43,473	42,885	51,200	57,691
YoY					9.2%	24.6%	17.4%	25.5%	39.2%	24.5%
Operating Profit	5,914	4,151	5,117	4,705	8,261	9,321	7,215	9,445	11,139	10,096
YoY					39.7%	124.5%	41.0%	100.7%	34.8%	8.3%
OPM	17.6%	11.2%	13.8%	13.8%	22.5%	20.1%	16.6%	22.0%	21.8%	17.5%
New Initiatives										
Revenue	10,064	11,661	12,489	12,089	14,159	16,291	16,656	15,732	16,765	18,776
YoY					40.7%	39.7%	33.4%	30.1%	18.4%	15.3%
Operating Profit	-8,785	-10,028	-9,362	-8,453	-6,790	-6,771	-6,365	-5,029	-5,193	-5,112
YoY					-22.7%	-32.5%	-32.0%	-40.5%	-23.5%	-24.5%
OPM	-87.3%	-86.0%	-75.0%	-69.9%	-48.0%	-41.6%	-38.2%	-32.0%	-31.0%	-27.2%

资料来源：公司资料、第一上海整理

新业务

新业务亏损持续缩窄，金融、共享单车、电动车和充电宝实现了正向现金流和盈利

23Q3 新业务收入 188 亿元 (YoY+15.3%, QoQ+12.0%)，经营亏损收窄至-51 亿元 (去年同期亏损 68 亿)，经营亏损率-27.2% (去年同期-41.6%)，主要是由于商品零售业务同比增长，部分增长被网约车自营业务收缩所抵销。

其中，截至 9 月底，美团优选保持运营销量，目前已累积 4.9 亿名交易用户；美团买菜交易金额强劲增长，品牌已成为许多消费者的首选，用户规模、购买频次及客单价均稳步增长。我们认为美团买菜和美团优选去年因疫情基数比较高，Q4 增长会放缓。快驴已经成为行业龙头；金融和共享单车业务已经实现 2 个季度高增长，并获得正向现金流；电动车实现正的现金流；充电宝业务去年就已经盈利，今年进一步优化营运效率。

展望未来，管理层表示将在未来几个季度内改进业务，收入将会继续增长，运营亏损可能在短期内保持相对平稳或持续收窄，公司将尽最大努力更快的改进新业务，专注于高质量增长并提高业务的效率，必要时刻还可以根据资源分配调整新业务的发展战略。

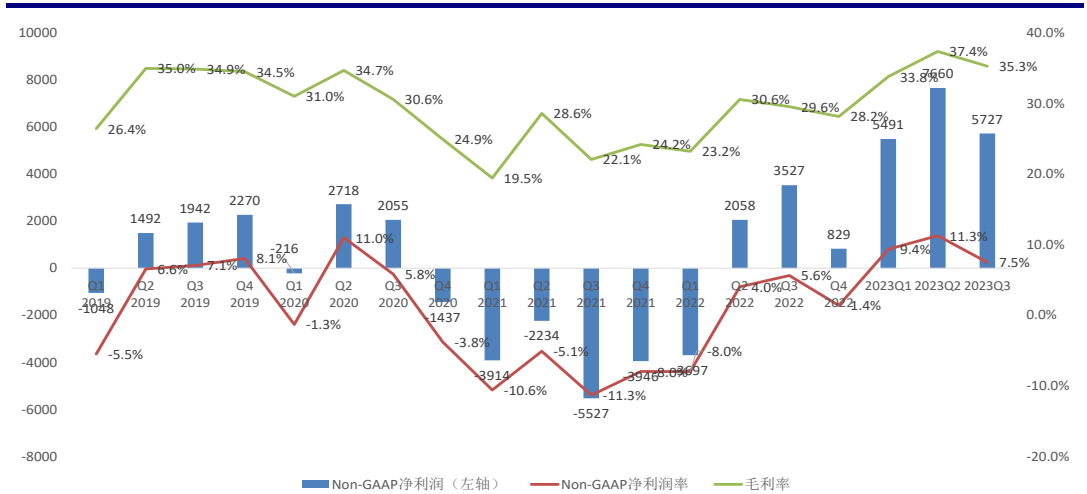
盈利情况

Q3 加大营销开支投入，行政支出大幅缩减，继续实行降本增效策略

本季度经营利润 34 亿 (YoY+239.9%)，经营利润率 4.4%，净利润 36 亿 (YoY+195.3%)，Non-GAAP 净利润 57 亿元 (YoY+62.4%)。成本与收益比 64.7%，同比降低 5.7%，主要是由于在美团外卖上成本的优化，以及在线营销服务的提升。公司继续专注于高质量增长和降本增效的核心战略不变，费用方面：

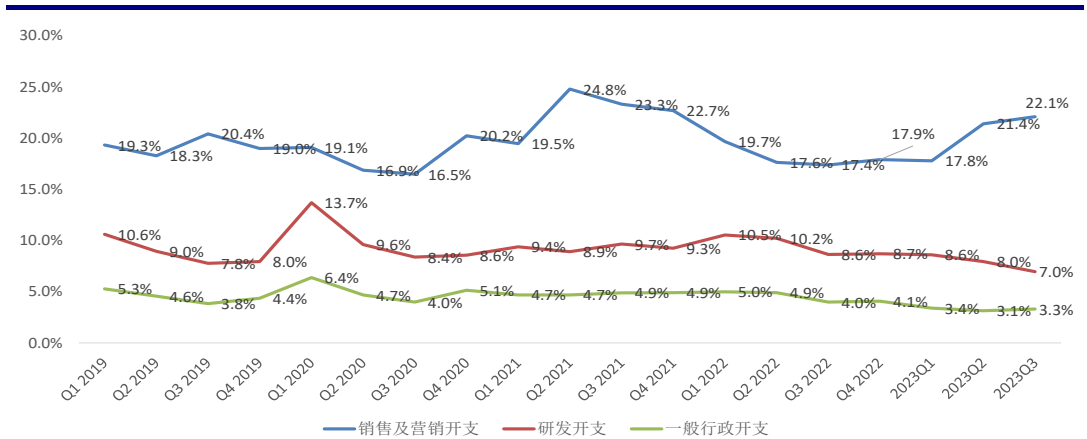
- (1) 销售及营销开支为 169 亿元 (YoY+55.3%)，占收入百分比由 17.4% 同比增长 4.7pct 至 22.1%。金额及收入百分比均增加，主要由于消费恢复、商业环境以及商业策略变化导致交易用户激励、推广及广告开支增加。以及雇员福利开支增加；
- (2) 研发开支为 53 亿元 (YoY-1.7%)，占收入百分比由 8.6% 同比下降 1.6pct 至 7.0%，主要归因于雇员福利开支减少；
- (3) 一般及行政开支为 25 亿元，同比保持稳定，占收入百分比由 4.0% 同比减少 0.7 个百分点至 3.3%，主要是经营杠杆作用改善所致。

图表 3：公司综合毛利率和 Non-GAAP 净利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司资料、第一上海整理

下调目标价至 151 港元，维持买入评级

美团外卖竞争壁垒依然坚固，“神抢手”和“老字号”等营销活动优化营运效率，刺激消费者更加高频的使用外卖服务，外加目前现在骑手供应充足，但美中不足的是 23Q3 补贴大幅增加，牺牲利润换取单量和收入的增长，相信未来会有好转。美团外卖的盈利持续提升。到店业务保持强劲增长，交易金额同比增长超过 90%。季度活跃商家数同比增长超过 50%，季度交易用户数也大幅增加。公司巩固了货架模式的竞争优势，利用短视频和直播来推广爆品，Q4 会继续定向投入以降低抖音、快手、微信等进入本地生活市场带来的不确定性。我们认为凭借公司管理层对本地生活的理解以及优秀的地推团队努力，美团到店酒旅业务将继续保持市场份额的领先优势。

综合分析，我们认为公司外卖业务仍然稳健，到店酒旅业务虽然面临着竞争加剧单 GTV 增速势头依然迅速。新业务减亏是未来业务发展的重中之重。考虑到公司新业务虽然亏损收窄，但依然延续，暂时未能看到盈亏平衡时间点，加上目前港股资金流动性缺乏，高利率环境下无风险利率依然高企，我们改变对美团的估值方法，外卖和到店酒旅依然根据分布估值方法，但新业务暂不给估值，待新业务盈利模式稳定之后再作估值考虑，合计计算得出目标价为 151 港元，较上一收盘价有 67% 的上升空间，维持买入评级。

图表 5：分部估值结果

2023年	餐饮外卖	到店、酒店及旅游
预计收入（百万）	142,391	44,362
预计分部经营利润	22,243	16,535
分部估值中枢	PE: 23X	PE: 21X
分部估值结果（百万）	511,586	343,937
占比	59.8%	40.2%
主营业务估值总和（百万）		855,523
汇率（RMB/HKD）	1.10	
股份总额	6,244	
每股目标价（HKD）	151	
每股现价（HKD）	90	
上涨空间	67%	

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	179,128	219,955	274,731	333,321	401,264
毛利	42,474	61,753	92,839	116,409	141,882
销售及营销开支	(40,683)	(39,745)	(53,002)	(57,664)	(64,202)
研发开支	(16,676)	(20,740)	(21,869)	(28,332)	(32,101)
经营利润	(23,127)	(5,820)	13,297	23,523	37,250
财务开支	(1,131)	(1,629)	(1,464)	0	0
税前盈利	(23,566)	(6,755)	13,118	25,011	38,739
所得税	30	70	(308)	3,001	5,036
净利润	(23,536)	(6,685)	12,809	22,010	33,703
少数股东应占利润	1	0	0	0	0
本公司股东应占溢利	(23,537)	(6,685)	12,809	22,010	33,703
折旧及摊销	8,928	9,730	0	0	0
EBITDA	(13,508)	4,604	14,581	25,011	38,739
增长					
总收入 (%)	56.0%	22.8%	24.9%	21.3%	20.4%
EBITDA (%)	-235.0%	-134.1%	216.7%	71.5%	54.9%

资产负债表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	32,513	20,158	29,568	48,475	80,468
应收账款	1,793	2,053	162	197	237
存货	682	1,163	1,337	1,594	1,906
其他流动资产	112,841	119,771	119,771	119,771	119,771
总流动资产	147,829	143,145	150,839	170,037	202,382
有形资产	22,814	22,201	24,421	26,864	29,550
无形资产	31,049	30,643	33,707	37,078	40,786
权益法计投资	13,869	16,582	16,582	16,582	16,582
其他	25,093	31,909	31,909	31,909	31,909
总资产	240,653	244,481	257,459	282,470	321,209
应付帐款	15,166	17,379	17,379	17,379	17,379
短期银行贷款	11,565	17,562	17,562	17,562	17,562
其他流动负债	41,862	41,489	41,489	41,489	41,489
总流动负债	68,593	76,430	76,430	76,430	76,430
非流动负债	46,504	39,345	39,206	39,206	39,206
总负债	115,097	115,775	115,636	115,636	115,636
少数股东权益	(57)	(56)	(56)	(56)	(56)
股东权益	125,557	128,706	141,823	166,834	205,574

资料来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	23.7%	28.1%	33.8%	34.9%	35.4%
EBITDA 利率 (%)	-7.5%	2.1%	5.3%	7.5%	9.7%
净利率 (%)	-13.1%	-3.0%	4.7%	6.6%	8.4%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	22.7%	18.1%	19.3%	17.3%	16.0%
实际税率 (%)	-0.1%	-1.0%	-2.4%	12.0%	13.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
应付账款天数	26.8	25.8	25.6	24.6	24.5
应收账款天数	2.8	3.1	2.9	2.8	2.8
财务状况					
总负债/总资产	0.48	0.47	0.45	0.41	0.36
收入/净资产	1.43	1.71	1.94	2.00	1.95
经营性现金流/收入	(0.02)	0.05	0.05	0.07	0.10
税前盈利对利息倍数	20.84	4.15	NA	NA	NA

现金流量表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
EBITDA	(13,508)	4,604	14,581	25,011	38,739
净融资成本	(1,131)	(1,629)	(1,464)	0	0
营运资金变化	7,209	(813)	1,716	(292)	(352)
已交所得税	(255)	(247)	0	0	0
其他	3,928	9,745	(0)	0	(0)
营运现金流	(3,757)	11,659	14,834	24,719	38,387
资本开支	(9,010)	(5,731)	(2,220)	(2,442)	(2,686)
其他投资活动	(49,481)	(8,982)	(3,064)	(3,371)	(3,708)
投资活动现金流	(58,492)	(14,714)	(5,284)	(5,813)	(6,394)
负债变化	35,057	(6,859)	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	43,541	(3,131)	(140)	0	0
融资活动现金流	78,598	(9,990)	(140)	0	0
现金变化	16,350	(13,045)	9,410	18,906	31,993
期初持有现金	17,094	32,513	20,158	29,568	48,475
期末持有现金	32,513	20,158	29,568	48,475	80,468

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。