

2023年11月30日

美团 (3690.HK)

公司动态分析

证券研究报告

本地生活

3 季度业绩稳健；到店业务利润率短期承压

美团 3 季度业绩符合预期，总收入 765 亿元，同比增 22%，符合我们/市场预期，核心本地商业/新业务收入同比增 25%/15%。核心本地商业经调整经营利润 101 亿元，同比增 8%，经营利润率 17.5%，同比降 2.6 个百分点，主要因加码直播/特价团购、加大用户激励；新业务经营亏损 51 亿元，亏损率同比收窄至 27%。我们仍看好美团核心本地商业的韧性，考虑直播/特价团购、低线城市直营投入持续，下调经营利润预测，下调 SOTP 目标价至 176 港元，维持买入评级。

报告摘要

餐饮外卖单量稳健增长，UE 同比改善：3 季度外卖单量同比增约 20%，日单量近 6,000 万，收入增速略低于单量增速，主要因客单价下行及用户补贴力度加大，商户投放预算提升推动广告收入强劲增长。UE 同比高个位数改善，受益于运力充足及规模效应。

到店酒旅 GTV 强劲增长：3 季度到店&酒旅 GTV 同比增超 90%，估算 2 年 CAGR 46%，较 2 季度加速，受益于供给及需求侧的强劲增长，季度活跃商家数同比增超 50%，季度交易用户大幅增加。直播/特价团购 GTV 占比显著提升、利润率更低的酒旅增速更快，导致经营利润率同比及环比均有下降（我们估算为 30.5%）。

闪购单量强劲增长，变现效率持续释放：日单量 760 万，同比增 55%，年活跃商家数同比增 30%，数码/家电/美妆等品类增长强劲，并持续渗透低线城市。3 季度收入增速快于单量增速，受益于广告变现效率提升，单均亏损同比收窄。

新业务收入增速放缓：3 季度收入同比增 15%，增速放缓，主要因网约车、快驴收入结构调整。美团优选累计交易用户 4.9 亿人，环比新增 2,000 万；买菜业务 GTV、用户规模及频次、客单价稳健增长。

4 季度展望：外卖：我们预计单量同比增 24%，收入增速仍慢于单量增速，因 AOV 高基数、补贴持续、低价单量占比提升；**到店酒旅：**国庆出游带动 GTV 维持高增速，下沉市场直营拓展、直播及特价团购投入持续，经营利润率仍承压；**闪购：**单量及收入高基数上增速放缓。**新业务：**收入结构调整因素持续，预计增速放缓至 9%。买菜业务已品牌升级为小象超市，持续在商品侧和用户侧发力。我们预计 4 季度总收入同比增 20%，其中核心本地商业/新业务同比增 24%/9%，核心本地商业经营利润率 16%。

投资建议：我们预计 2024 年收入同比增 18%至 3,247 亿元，2022-25 年 CAGR 为 19%。外卖经营效率持续优化，到店酒旅利润率视战略投入而定，新业务具备拓新客、提频次价值，亏损仍呈同比收窄趋势。我们将估值基准调整至 2024 年，基于外卖/到店酒旅 20 倍/15 倍市盈率、闪购/新业务 1 倍市销率，SOTP 目标价从 202 港元下调至 176 港元，维持买入评级。我们仍看好美团在到家业务的稳固壁垒、及闪购业务的长期潜力，到店业务优先级仍是份额竞争。**风险：**消费力疲弱；到店业务竞争加剧拖累利润率。

财务数据

财年截止12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	179,128	219,955	275,200	324,681	373,539
同比增长(%)	56%	23%	25%	18%	15%
调整后净利润(百万元)	-15,572	2,827	22,808	35,075	43,769
调整后净利润率(%)	-8.7%	1.3%	8.3%	10.8%	11.7%
每股盈利(元)	-1.9	0.5	3.7	5.7	7.1
市盈率(倍)	NA	NA	22.6	14.7	11.8
市销率(倍)	2.9	2.3	1.9	1.6	1.4
净资产收益率(%)	NA	2.2%	17.4%	21.3%	24.5%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 176 港元

现价 (2023-11-29): 90.45 港元

总市值(百万港元)	564,786
流通市值(百万港元)	510,107
总股本(百万股)	6,244
流通股本(百万股)	5,640
12个月低/高(港元)	90.1/195.6
平均成交(百万港元)	2,992

股东结构

王兴	8.33%
穆荣均	2.14%
腾讯	1.56%
其他	87.97%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-18.29	-22.06	-35.14
绝对收益	-20.66	-29.61	-41.80

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

2023 年 3 季度业绩概览

核心本地商业维持稳健增长：收入 577 亿元，同比/环比增 25%/13%，其中配送/佣金/在线营销收入同比增 14%/31%/32%。经调整经营利润 101 亿元，同比增 8%，环比降 9%，经调整经营利润率为 17.5%，对比去年同期/2 季度为 20.1%/21.8%，主要因直播/特价团购、营销投入、补贴力度加大。

- 1. 外卖：**日单量近 6,000 万单（峰值单量 7,800 万单），同比增约 20%，受益于月度交易用户规模及交易频次稳健增长，收入增速略低于单量增速，主要受到客单价下降（消费力疲弱、中小商户恢复经营）及补贴力度加大（部分冲减收入）的影响，部分被在线营销收入增长所抵消。UE 实现同比增长，受益于运力充足带动单均配送成本下降。
- 2. 闪购：**日均单量 760 万（峰值单量 1,300 万），同比增 55%，环比增 15%，2 年 CAGR 50%。收入增速快于单量增速，受益于广告变现率提升，线下零售商户投放预算加大带动广告收入同比增 120%。单均亏损同比收窄，受益于单量强劲增长带来的规模效应。
- 3. 到店酒旅：**GTV 同比增超 90%，季度活跃商家数同比增超 50%，交易用户强劲增长。**到店**业务，KTV，电竞、健身等休闲娱乐需求强劲，8 月 GTV 创新高，直播投入取得阶段性成果，直播场次及 GTV 贡献占比提升，美团官方直播覆盖拓展至超 200 个城市；**酒旅**业务，GTV 及间夜量同比及较 2019 年同期大幅增长。**收入**增速慢于 GTV 增速，战略侧重 GTV 规模及市占率，因而佣金收入增速快于广告收入，交易费用同比持平，因低线城市部分品类年费下调。估算到店酒旅经营利润率为 30.5%，同比及环比均有所下降，主要因战略性加大商户支持、用户激励、营销活动投入。

新业务收入增速放缓：新业务收入 188 亿元，同比增速放缓至 15%，对比 1/2 季度同比增 30%/18%，略逊于市场预期 2%，主要因收入结构调整及收入确认口径差异。3 月网约车业务转变为纯 3P 模式，收入全部采用净额法计量；快驴 3 季度 3P 业务增速快于 1P，净额法确认收入占比提升。经调整经营亏损 51 亿元，同比收窄 17 亿元，环比持平。

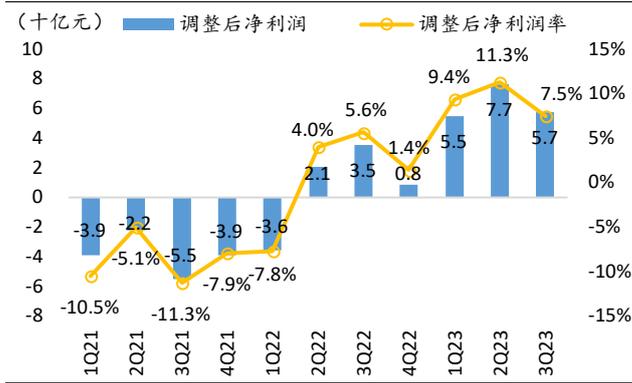
- 1. 美团优选：**累计交易用户 4.9 亿人，环比净增 2,000 万，3 季度加大冷链物流投入。
- 2. 美团买菜：**GTV 强劲增长，受益于用户规模、购买频次、客单价稳健增长。

图表 1: 3 季度总收入同比增 22%



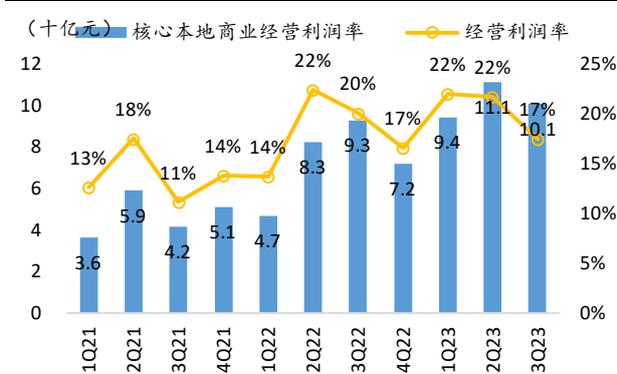
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 2: 3 季度经调整净利润 57 亿元



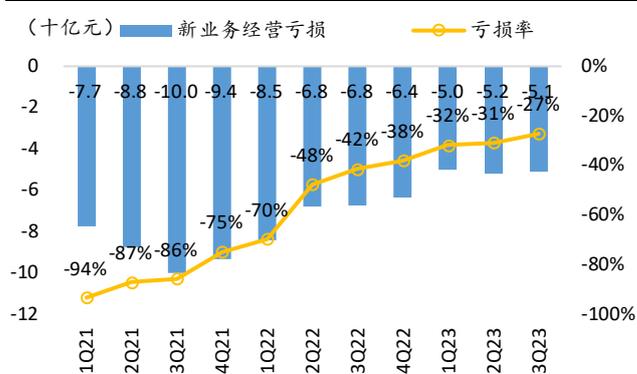
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 3: 核心本地商业经营利润降至 17.5%



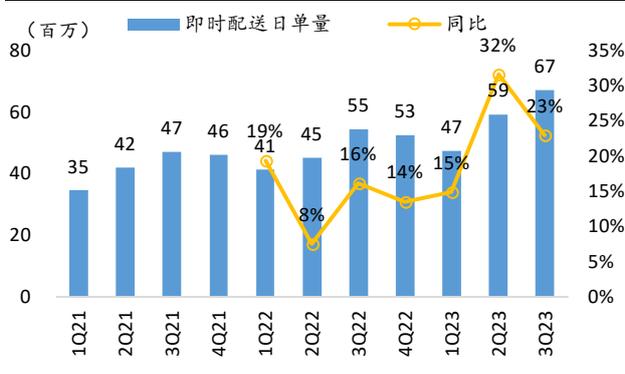
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 4: 3 季度新业务经营亏损 51 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 5: 即时配送日均单量同比增 23%



资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 6: 3 季度经营活动现金流稳健



资料来源: 公司资料, 安信国际

业绩预测及估值

图表 7: 利润表预测

人民币, 百万元	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	62,619	60,129	58,617	67,965	76,467	72,151	179,128	219,955	275,200	324,681	373,539
同比	28%	21%	27%	33%	22%	20%	56%	23%	25%	18%	15%
核心本地商业	46,328	43,473	42,885	51,200	57,691	53,995	136,645	160,759	205,772	249,045	293,016
同比	25%	17%	25%	39%	25%	24%	52%	18%	28%	21%	18%
外卖	33,667	32,165	29,588	35,489	40,007	37,643	96,312	117,080	142,728	170,644	201,113
到店酒旅	9,479	7,600	8,912	11,342	12,853	11,934	32,530	31,766	45,041	58,144	68,558
闪购	2,948	4,359	3,703	4,617	4,756	4,418	7,252	12,214	17,494	20,257	23,345
新业务	16,291	16,656	15,732	16,765	18,776	18,155	42,483	59,196	69,428	75,636	80,523
同比	40%	33%	30%	18%	15%	9%	76%	39%	17%	9%	6%
销售成本	-44,114	-43,196	-38,800	-42,567	-49,485	-47,294	-136,654	-158,202	-178,145	-198,291	-225,118
毛利	18,505	16,933	19,817	25,398	26,982	24,857	42,474	61,753	97,054	126,390	148,421
毛利率	29.6%	28.2%	33.8%	37.4%	35.3%	34.5%	24%	28%	35%	39%	40%
销售费用	-10,886	-10,767	-10,433	-14,553	-16,905	-15,252	-40,683	-39,745	-57,143	-52,331	-57,916
研发费用	-5,414	-5,243	-5,047	-5,407	-5,321	-5,453	-16,676	-20,740	-21,228	-26,453	-31,179
行政费用	-2,505	-2,451	-1,995	-2,139	-2,538	-2,573	-8,613	-9,772	-9,245	-13,434	-13,253
GAAP经营利润	988	-732	3,586	4,713	3,359	2,049	-23,127	-5,820	13,707	26,562	33,932
经营利润率	1.6%	-1.2%	6.1%	6.9%	4.4%	2.8%	-12.9%	-2.6%	5.0%	8.2%	9.1%
GAAP净利润	1,217	-1,084	3,358	4,689	3,593	2,018	-23,536	-6,685	13,658	26,442	33,772
GAAP净利润率	1.9%	-1.8%	5.7%	6.9%	4.7%	2.8%	-13.1%	-3.0%	5.0%	8.1%	9.0%
Non-GAAP净利润	3,527	829	5,491	7,660	5,727	3,929	-15,572	2,827	22,808	35,075	43,769
调整后净利润率	5.6%	1.4%	9.4%	11.3%	7.5%	5.4%	-8.7%	1.3%	8.3%	10.8%	11.7%

资料来源: 公司资料, 安信国际估算及预测

图表 8: 估值: SOTP 目标价从 202 港元下调至 176 港元

业务分部	收入 (百万元)		经调整经营利润 (百万元)		估值倍数 (倍)		估值贡献 (百万元)	目标价贡献 (港元)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2024E P/E	2024E P/S		
外卖	142,728	170,644	23,227	29,620	20.0		592,402	105
到店酒旅	45,041	58,144	15,785	20,400	15.0		306,007	54
闪购	17,494	20,257	NA	NA		1.0	20,257	4
核心本地商业估值							918,666	163
新业务	69,428	75,636	NA	NA		1.0	75,636	13
总估值 (百万元)							994,302	176
汇率 (港元/人民币)							0.9123	
总估值 (百万港元)							1,089,885	
股数 (百万)							6,193	
目标价 (港元)							176	

资料来源: 公司资料, 彭博, 安信国际预测 *截止 2023 年 11 月 29 日

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010