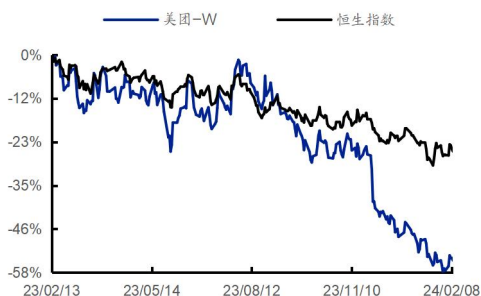


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 联系人: 罗婉琦 S0350122040042
 luowq@ghzq.com.cn

积极竞争应对, 追求长期价值释放

——美团-W (3690.HK) 2023Q4 业绩前瞻

最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/02/09		
表现	1M	3M	12M	
美团-W	-4.6%	-41.5%	-56.2%	
恒生指数	-2.7%	-10.1%	-27.2%	

市场数据		2024/02/09
当前价格(港元)		67.30
52周价格区间(港元)		61.10-151.70
总市值(百万港元)		420,289.33
流通市值(百万港元)		420,289.33
总股本(万股)		624,501.23
流通股本(万股)		624,501.23
日均成交额(百万港元)		484.62
近一月换手(%)		0.64

相关报告

《美团-W (3690.HK) 2023Q3 财报点评: 业绩短期承压, 静待长期价值释放(买入)*本地生活服务II*陈梦竹》——2023-11-30

《美团-W (3690.HK) 2023Q3 业绩前瞻: 核心本地商业彰显韧性, 长期有耐心(买入)*本地生活服务II*陈梦竹》——2023-11-15

《美团-W (3690.HK) 2023Q2 财报点评: 核心本地商业复苏强劲, 利润表现超预期(买入)*本地生活服务II*陈梦竹》——2023-08-27

《美团-W (3690.HK) 2023Q1 财报点评: 核心本

■ **主要财务指标前瞻:** 我们预计美团 2023Q4 实现总营收 726 亿元 (YoY+21%, QoQ-5%); 核心本地商业营收 544 亿元 (YoY+25%, QoQ-6%), 其中餐饮外卖业务预计营收 381 亿元 (YoY+18%, QoQ-5%), 经营利润率 11.6% (YoY-2pct); 闪购业务预计营收 48 亿元 (YoY+19%), 经营利润率-8% (YoY-3pct); 到店酒旅业务预计营收 113 亿元 (YoY+60%, QoQ-8%), 经营利润率 28%; 新业务预计营收 183 亿元 (YoY+10%, QoQ-3%), 经营利润率-28% (YoY+11pct)。

■ **核心本地商业—餐饮外卖业务: 外卖 AOV 短期增长承压, 长期看好其核心商业壁垒。** 我们预计 2023Q4 餐饮外卖业务营收同比增长 18.4%至 381 亿元, GTV 同比增长 20% (其中预计 2023Q4 外卖单量同比提升 23.9%至 52.4 亿笔), 经营利润率同比下降-2pct 至 11.6%。2023Q4 收入同比增速预计比 2023Q3 收入同比增速 19% 略低, 主要源于: ①2022Q4 同期受到疫情影响, 家庭订单和远距离订单增加带来 AOV 高基数, 2023Q4 AOV 预计同比下降-3%; ②预计 2023Q4 补贴增加; ③2022 年同期处于疫情期间, 平台配送服务享受免增值税政策优惠, 造成 2022Q4 收入端高基数。利润端来看, 预计 2023Q4 单均 OP 约 0.84 元/单, 低于去年同期水平, 主要考虑到骑手资源充沛下的配送成本下降, 或只能部分抵销客单价下降以及补贴增加带来的负向影响。长期我们坚定看好外卖业务的核心商业壁垒和社会价值, 平台通过积极主动适应当前消费力变化驱动长期单量增长, 也有望通过持续改善费率结构、推广营销服务、降低单均补贴等方式改善单均盈利, 稳步实现长期目标。

■ **核心本地商业—到店、酒店及旅游业务: 版块 OPM 短期承压, 长期竞争格局保持谨慎乐观。** 我们预计 2023Q4 到店酒旅业务营收同比增长 60%至 113 亿元, 经营利润率同比环比均下降, 至 28%, 主要源于: 1) 预计 2023Q4 到店酒旅版块 GTV 同比增长 150%, 主要考虑到十一假期线下文旅复苏带动本地生活回暖以及 2022Q4 同期受疫情影响低基数; 2) 考虑到美团加大营销投放, 低线城市更多转为直营管理, 预计 2023Q4 版块经营利润率回落在 28%水平。综合目前来看, 本地生活行业线上渗透率仍处于低位, 大盘增长有空间, 且美团积极应对竞争, 采取流量采买/商户通收费调整等有效措施, 我们对美团到店酒旅版块在线下搜索场景恢复以及积极应对竞争下

地商业复苏强劲，利润大超预期（买入）*本地生活服务II*陈梦竹》——2023-05-28

《美团-W (3690.HK) 2023Q1 业绩前瞻：本地生活场景加速复苏，直面竞争市占企稳回升（买入）

*本地生活服务II*陈梦竹》——2023-05-16

的发展保持谨慎乐观，预计版块营收2020-2025五年CAGR约25%。

- **核心本地商业—闪购业务：闪购单量预计稳健增长，节日性投入增加或导致短期亏损加大。** 我们预计2023Q4闪购季度营收同比增长19%至48亿元，单量同比增长19%至7.1亿单，伴随传统的线下零售商家和各大品牌也在积极拥抱O2O渠道，美团闪购“11.11美好狂欢节”实现开门红，闪购单量预计保持稳健增长；预计2023Q4闪购经营亏损约4亿元，单均亏损约0.6元，亏损环比预计扩大，主要考虑到年底更多品牌营销需求以及圣诞节、元旦节日营销投放加大。
- **盈利预测和投资评级** 长期看好公司在即时配送领域的核心壁垒以及本地生活业务中的高韧性，考虑到短期外卖AOV增速以及到店酒旅版块OPM短期承压，基于谨慎性原则我们调整公司2023-2025年营收分别为2,757/3,287/3,836亿元，归母净利润分别为127/177/318亿元，Non-GAAP归母净利润分别为220/275/426亿元，对应摊薄EPS为2.0/2.8/4.9元；根据SOTP估值法，我们给予2024年美团合计目标市值6,314亿元，对应目标价101元人民币/110港元，维持“买入”评级。
- **风险提示** 互联网行业政策监管和估值调整风险；宏观经济增长不及预期；本地生活和零售业竞争加剧风险；新业务UE改善不及预期；减持带来的短期交易波动风险；业绩前瞻预测仅供参考，以公司公告为准等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	219955	275685	328652	383600
增长率(%)	23	25	19	17
归母净利润（百万元）	-6686	12710	17702	31822
增长率(%)	-	-	39	80
摊薄每股收益（元）	-1.09	2.01	2.77	4.94
ROE(%)	-5	9	10	14
P/E	-	30.78	22.32	12.54
P/B	3.00	2.60	2.09	1.76
P/S	1.76	1.40	1.18	1.01
EV/EBITDA	39.76	15.73	11.08	7.53

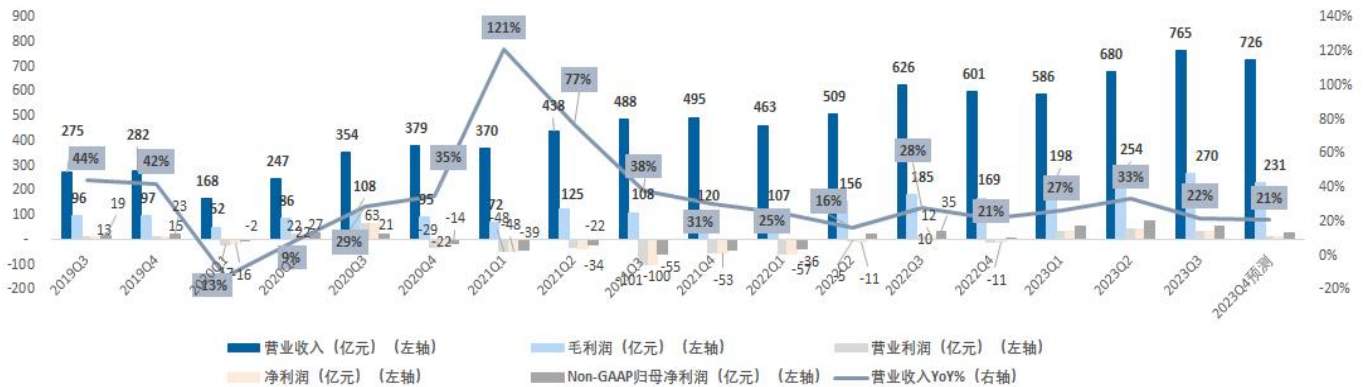
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

文中财报单位口径均为人民币，汇率参考2024年2月10日实时汇率1港元=0.92元人民币

1、主要财务指标前瞻

我们预计美团 2023Q4 实现总营收 726 亿元 (YoY+21%, QoQ-5%)；核心本地商业营收 544 亿元 (YoY+25%, QoQ-6%)，其中餐饮外卖业务预计营收 381 亿元 (YoY+18%, QoQ-5%)，经营利润率 11.6% (YoY-2pct)；闪购业务预计营收 48 亿元 (YoY+19%)，经营利润率-8% (YoY-3pct)；到店酒旅业务预计营收 113 亿元 (YoY+60%, QoQ-8%)，经营利润率 28%；新业务预计营收 183 亿元 (YoY+10%, QoQ-3%)，经营利润率-28% (YoY+11pct)。

图 1：核心财务指标总览



资料来源：公司财报，国海证券研究所

2、分业务前瞻

2.1、核心本地商业—餐饮外卖业务

外卖 AOV 短期增长承压，长期看好其核心商业壁垒。我们预计 2023Q4 餐饮外卖业务营收同比增长 18.4% 至 381 亿元，GTV 同比增长 20% (其中预计 2023Q4 外卖单量同比提升 23.9% 至 52.4 亿笔)，经营利润率同比下降-2pct 至 11.6%。2023Q4 收入同比增速预计比 2023Q3 收入同比增速 19% 略低，主要源于：① 2022Q4 同期受到疫情影响，家庭订单和远距离订单增加带来 AOV 高基数，2023Q4 AOV 预计同比下降-3%；② 预计 2023Q4 补贴增加；③ 2022 年同期处于疫情期，平台配送服务享受免增值税政策优惠，造成 2022Q4 收入端高基数。利润端来看，预计 2023Q4 单均 OP 约 0.84 元/单，低于去年同期水平，主要考虑到骑手资源充沛下的配送成本下降，或只能部分抵销客单价下降以及补贴增加带来的负向影响。长期我们坚定看好外卖业务的核心商业壁垒和社会价值，平台通过积极主动适应当前消费力变化驱动长期单量增长，也有望通过持续改善费率结构、推广营销服务、降低单均补贴等方式改善单均盈利，稳步实现长期目标。

美团外卖“春节不打烊”，并在上海推出“好运季”龙年三重礼包。2024 年 2 月 2 日，据美团外卖数据，近一周来八宝饭、熏鱼等上海特色春节美食搜索量与订单量均有大幅增长。其中，八宝饭在平台搜索量月环比增长 110%、订单量则暴涨 170%，熏鱼搜索量月环比增长 56%、订单量增长 73%。此外，关于“年夜

饭套餐”的搜索量也与日俱增。2024年2月2日-2月9日期间，美团外卖在上海推出“好运季”龙年三重礼包：上海用户在美团/美团外卖搜索“好运季”即可直达会场参与活动，每天都有机会免费抽取金条、大额券等奖品收获春节好运；此外会场内整点限量发放40减20元大额半价优惠券，同时每天提供低至5折的大牌好菜给用户带来满满的春节优惠。

2.2、核心本地商业—到店、酒店及旅游业务

板块 OPM 短期承压，长期竞争格局保持谨慎乐观。我们预计 2023Q4 到店酒旅业务营收同比增长 60%至 113 亿元，经营利润率同比环比均下降，至 28%，主要源于：1) 预计 2023Q4 到店酒旅板块 GTV 同比增长 150%，主要考虑到十一假期线下文旅复苏带动本地生活回暖以及 2022Q4 同期受疫情影响低基数；2) 考虑到美团加大营销投放，低线城市更多转为直营管理，预计 2023Q4 板块经营利润率回落在 28%水平。综合目前来看，本地生活行业线上渗透率仍处于低位，大盘增长有空间，且美团积极应对竞争，采取流量采买/商户通收费调整等有效措施，我们对美团到店酒旅板块在线下搜索场景恢复以及积极应对竞争下的发展保持谨慎乐观，预计板块营收 2020-2025 五年 CAGR 约 25%。

美团迎来重大组织架构调整，到家到店汇报线统一有望提升协同作战能力。2024年2月2日美团 CEO 王兴宣布了公司最高决策机构 S-team 的组织调整决定，对核心本地商业相关业务进行了整合，具体如下：1) 美团平台、到店、到家、基础研发等由高级副总裁王莆中负责；2) 大众点评、SaaS（餐饮管理系统）、骑行、充电宝等由高级副总裁张川负责；3) 无人机、境外业务直接汇报给王兴。美团整合到店和到家两大事业群，意味着进入战时状态，需要聚拢业务，统筹调度，集中御敌，美团到店事业群 2024 年的核心目标是同时提高 GMV 和市占率，围绕“货架+低价”，在守住基本盘的同时拓展更多低价供给，满足新用户客群的需求。

2.3、核心本地商业—闪购业务

闪购单量预计稳健增长，节日性投入增加或导致短期亏损加大。我们预计 2023Q4 闪购季度营收同比增长 19%至 48 亿元，单量同比增长 19%至 7.1 亿单，伴随传统的线下零售商家和各大品牌也在积极拥抱 O2O 渠道，美团闪购“11.11 美好狂欢节”实现开门红，闪购单量预计保持稳健增长；预计 2023Q4 闪购经营亏损约 4 亿元，单均亏损约 0.6 元，亏损环比预计扩大，主要考虑到年底更多品牌营销需求以及圣诞节、元旦节日营销投放加大。

美团闪购开启“春节不打烊，年货送到家”活动，表现亮眼。2024年1月5日至2月3日，美团闪购数据显示，年货节启动近一个月，白酒、牛奶、车厘子、礼盒等过年“硬通货”销售额创新高，数码家电、美妆个护、宠物用品、母婴玩具、服饰等品质百货商品，增速多超 100%。美团闪购年货节将持续至 2024 年 2 月 25 日，参与商家和商品供给更多，还推出了“春节不打烊”服务。大润发、乐高、苏泊尔、迪卡侬等商家，陆续携全国门店入驻；美宜佳、都市丽人、名创优品、联想等商家，深度联动推出专属优惠。

图 2: 2024.1.5-2.3 期间美团闪购年货节中期部分热卖战报



资料来源: 美团闪购商家中心官方微信公众号

2.4、新业务

预计优选业务持续减亏，整体新业务经营效率提升。我们预计 2023Q4 新业务营收同比增长 10%至 183 亿元，预计经营溢利同比收窄至-50 亿元，其中 1) 预计 2023Q4 美团优选亏损环比减少至 45 亿元，我们仍看好优选业务在“人货场”不断升级下的单量提升以及在后续策略优化下的长期盈利改善潜力。2) 预计 2023Q4 其他新业务亏损同比收窄，看好长期经营效率的提升。

3、盈利预测与评级

长期看好公司在即时配送领域的核心壁垒以及本地生活业务中的高韧性，考虑到短期外卖 AOV 增速以及到店酒旅版块 OPM 短期承压，基于谨慎性原则我们调整公司 2023-2025 年营收分别为 2,757/3,287/3,836 亿元，归母净利润分别为 127/177/318 亿元，Non-GAAP 归母净利润分别为 220/275/426 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.0/2.8/4.9 元；根据 SOTP 估值法，我们给予 2024 年美团合计目标市值 6,314 亿元，对应目标价 101 元人民币/110 港元，维持“买入”评级。

图 3: 分部估值表

2024 年	估值方法	对应市值 (亿元)
餐饮外卖业务	P/E	3,631
闪购业务	P/E	541
到店、酒店及旅游业务	P/E	2,143
目标市值		6,314
股本 (百万)		6,245
目标股价 (人民币/股)		101
汇率 (元/港元)		0.92
目标股价 (港元/股)		110

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4、风险提示

互联网行业政策监管和估值调整风险；宏观经济增长不及预期；本地生活和零售业竞争加剧风险；新业务 UE 改善不及预期；减持带来的短期交易波动风险；业绩前瞻预测仅供参考，以公司公告为准等。

附表：美团-W 盈利预测表（股价单位港元，其余单位人民币，换算汇率为 2024.2.10 实时汇率，1 港元=0.92 元人民币）

证券代码:	03690		股价:	67.30	投资评级:	买入	日期:	2024/02/09	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	-5%	9%	10%	14%	EPS	-1.09	2.01	2.77	4.94
毛利率	28%	35%	34%	35%	BVPS	20.61	23.83	29.67	35.23
期间费率	23%	24%	24%	22%	估值				
销售净利率	-3%	5%	5%	8%	P/E	—	30.78	22.32	12.54
成长能力					P/B	3.00	2.60	2.09	1.76
收入增长率	23%	25%	19%	17%	P/S	1.76	1.40	1.18	1.01
利润增长率	72%	290%	39%	80%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.90	1.00	1.05	1.10	营业收入	219955	275685	328652	383600
应收账款周转率	21.69	17.38	17.38	17.80	营业成本	158202	180407	215749	249512
存货周转率	-	-	-	-	营业税金及附加	0	0	0	-
偿债能力					销售费用	39745	58162	70080	73950
资产负债率	47%	46%	41%	37%	管理费用	9772	8851	9860	11931
流动比	1.87	2.02	2.24	2.49	财务费用	971	674	986	1151
速动比	0.89	0.90	0.91	0.91	其他费用/(-收入)	20740	20715	21469	23609
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-5820	12874	18395	32653
现金及现金等价物	20159	24812	39438	42196	营业外净收支	-36	-580	-329	-384
应收款项	10142	15861	18909	21545	利润总额	-6756	12780	17738	31886
短期投资	97077	107517	118315	138096	所得税费用	-70	71	35	64
其他流动资产	14606	15163	16433	19180	净利润	-6685	12710	17702	31822
流动资产合计	143145	164788	194805	223013	少数股东损益	1	0	0	0
固定资产	10557	17092	19719	23016	归属于母公司净利润	-6686	12710	17702	31822
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	35749	30325	32865	30688	经营活动现金流	11412	24619	27825	22286
长期股权投资	28750	38045	39438	42196	净利润	-6685	12710	17702	31822
资产总计	244481	275889	313120	349601	少数股东权益	-56	-57	-57	-57
短期借款	17562	19298	16433	19180	折旧摊销	9730	10255	9465	6905
应付款项	17379	17372	19809	18917	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-813	2757	1643	384
其他流动负债	40714	43834	49298	49868	投资活动现金流	-14714	-17368	-16701	-26085
流动负债合计	76430	81607	86854	89500	资本支出	5731	17920	17359	26852
长期借款及应付债券	1549	1379	1566	1748	长期投资	-10923	0	0	0
其他长期负债	37796	44110	39438	38360	其他	1533	0	0	0
长期负债合计	39345	45489	41004	40108	筹资活动现金流	-9990	-2599	3503	6556
负债合计	115775	127096	127858	129607	债务融资	23706	9521	11827	9322
股东权益	128706	148794	185262	219994	权益融资	170	0	0	0
负债和股东权益总计	244481	275889	313120	349601	现金净增加额	-12354	4652	14627	2758

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究团队研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。