

研究所:

 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn

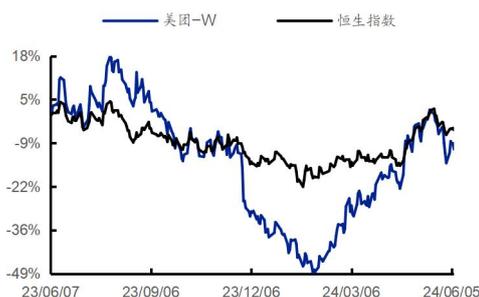
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn

 证券分析师: 罗婉琦 S0350524050002
 luowq@ghzq.com.cn

营收增长超预期, 利润端持续改善

——美团-W (3690.HK) 2024Q1 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/06/07

表现	1M	3M	12M
美团-W	-4.4%	29.3%	-10.6%
恒生指数	-0.6%	13.2%	-4.6%

市场数据

2024/06/07

当前价格(港元)	110.40
52周价格区间(港元)	61.10-150.00
总市值(百万港元)	688,349.87
流通市值(百万港元)	622,079.95
总股本(万股)	623,505.32
流通股本(万股)	623,505.32
日均成交额(百万港元)	4,148.27
近一月换手(%)	0.63

相关报告

《美团-W (3690.HK) 2023Q4 财报点评: 营收利润均超预期, 优选业务目标大幅减亏(买入)*本地生活服务II*陈梦竹, 张娟娟》——2024-03-25

《美团-W (3690.HK) 2023Q4 业绩前瞻: 积极竞争应对, 追求长期价值释放(买入)*本地生活服务II*陈梦竹, 张娟娟》——2024-02-12

《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

事件:

2024年6月6日公司发布2024Q1财报, 2024Q1实现营收733亿元(YoY+25%, QoQ-1%), 营业利润52亿元(YoY+45%, QoQ+196%), 净利润54亿元(YoY+60%, QoQ+142%), Non-GAAP EBITDA 81亿元(YoY+29%, QoQ+116%), Non-GAAP归母净利润75亿元(YoY+36%, QoQ+71%)。

核心观点:

■ **整体业绩表现:** 2024Q1 营收超预期, 主要由于公司精细化营销及补贴策略推动核心本地商业增长超预期。2024Q1 营业利润及 Non-GAAP 归母净利润均大超预期, 主要由于广告变现率提升及补贴优化推动核心本地商业经营利润超预期。

■ **核心本地商业:** 2024Q1 核心本地商业营收同比增长 27% 至 546 亿元, 即时配送订单量同比增长 28% 至 55 亿单, 主要由供应端持续优化叠加精细化营销策略所推动。2024Q1 核心本地商业经营利润同比增长 3% 至 97 亿元, 超过彭博一致预期的 84 亿元, 主要受益于广告变现能力提升和补贴效率优化, 部分抵消 AOV 下滑的影响。

① **餐饮外卖业务:** 2024Q1 餐饮外卖业务增长稳健, 我们测算 2024Q1 外卖单量同比增长 24%, 主要由于公司持续优化营销及补贴策略, 通过神抢手、拼好饭、品牌卫星店等多种模式扩大业务覆盖范围, 满足用户多样化需求, 带动商户规模、用户规模及交易频次持续增长, 美团外卖年活跃用户数增长至接近 5 亿。

② **美团闪购业务:** 2024Q1 美团闪购业务保持强劲增长, 日均订单量达 840 万, 订单量同比增速超过外卖增速的两倍, 主要由年度活跃用户同比增长超 10% 及交易频次显著提升所驱动, 闪购占外卖用户的渗透率持续提高。截至 2024Q1, 美团闪电仓约 7000 家, 订单量占比持续提升, 加速渗透低线市场。

③ **到店酒旅业务:** 2024Q1 到店酒旅业务表现亮眼, GTV 同比增长超 60%, 年度交易用户同比增长超 37%, 年度活跃商家创历史新高, 我们测算 2024Q1 到店酒旅营收同比增长 33%, 主要受益于公司持续优化营销及运营策略, 全国范围内实施直营模式推动低线市场渗

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

透率加速提升，一季度国内酒店间夜量及交易金额同比均实现强劲增长。2024Q1 到店酒旅业务收入增速低于 GTV 增速主要由于平台针对商家的激励措施增加以及订阅式服务费降低，但收入与 GTV 的增速差距环比有所缩小。

- **新业务及其他：**2024Q1 新业务营收同比增长 19%至 187 亿元，经营溢利-28 亿元（对应 2023Q1 亏损 50 亿元），经营溢利率-15%（YoY+17pct），经营亏损率改善主要得益于业务经营效率提高。2024Q1 美团优选业务运营效率显著提升，公司通过提高商品加价率及营销效率、降低件均履约成本，推动经营亏损环比及同比均大幅收窄，预计 2024 年第二季度及下半年业务亏损将继续收窄。
- **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，且考虑到本地生活行业竞争回归理性以及新业务的减亏预期，我们调整公司 2024-2026 年营收预测为 3,298/3,845/4,369 亿元，上调 2024-2026 年归母净利润预测为 297/414/547 亿元，Non-GAAP 归母净利润预测为 375/541/669 亿元，对应摊薄 EPS 为 4.66/6.44/8.42 元；根据 SOTP 估值法，我们给予 2024 年美团合计目标市值 8,009 亿元人民币，对应目标价 128 元人民币/138 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期；消费复苏不及预期；本地生活和零售行业竞争加剧，行业增长不及预期；美团优选等新业务 UE 改善不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	276745	329801	384473	436887
增长率(%)	26	19	17	14
归母净利润（百万元）	13856	29650	41413	54656
增长率(%)	-	114	40	32
摊薄每股收益（元）	2.11	4.66	6.44	8.42
ROE(%)	9	16	19	22
P/E	48.56	21.99	15.90	12.17
P/B	4.20	3.44	2.90	2.55
P/S	2.31	1.94	1.66	1.46
EV/EBITDA	26.75	14.65	10.13	8.28

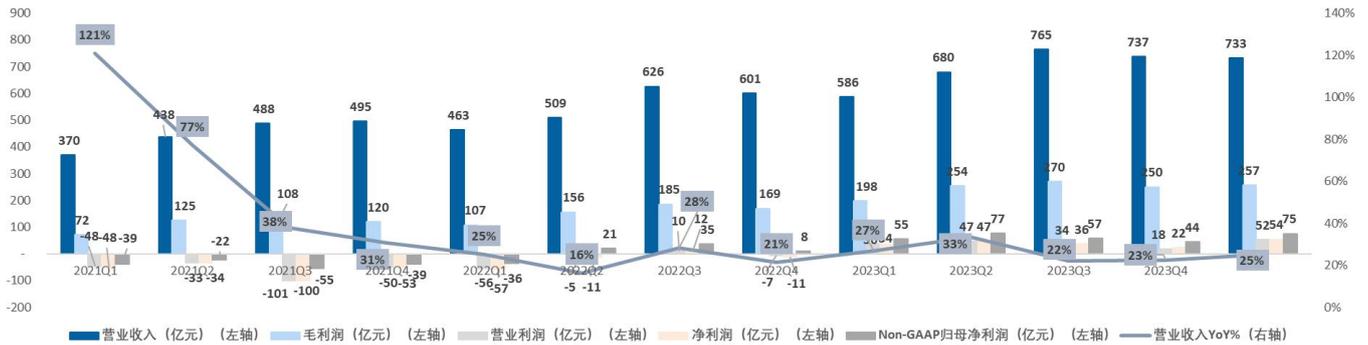
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

（单位均为人民币，换算汇率为 2024.6.7 实时汇率，1 港元=0.928 元人民币）

1、整体业绩表现:

(1) 业绩总览: 2024Q1 实现营收 733 亿元 (YoY+25%, QoQ-1%), 高于彭博一致预期的 690 亿元; 2024Q1 实现营业利润 52 亿元 (YoY+45%, QoQ+196%), 高于彭博一致预期的 40 亿元; 净利润 54 亿元 (YoY+60%, QoQ+142%); 2024Q1 Non-GAAP 归母净利润 75 亿元 (YoY+36%, QoQ+71%), 高于彭博一致预期的 58 亿元。

图 1: 2021Q1-2024Q1 公司核心财务指标情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(2) 费用情况: 2024Q1 研发费用率 6.8% (YoY-1.8pct, QoQ-0.5pct), 费率同比下降主要得益于经营杠杆改善; 2024Q1 销售及营销费用率 19.0% (YoY+1.2pct, QoQ-3.7pct), 费率同比上升主要由于公司交易用户激励、广告开支及雇员薪酬开支增加; 2024Q1 一般及行政费用率 3.1% (YoY-0.3pct, QoQ-0.5pct), 较为稳定。

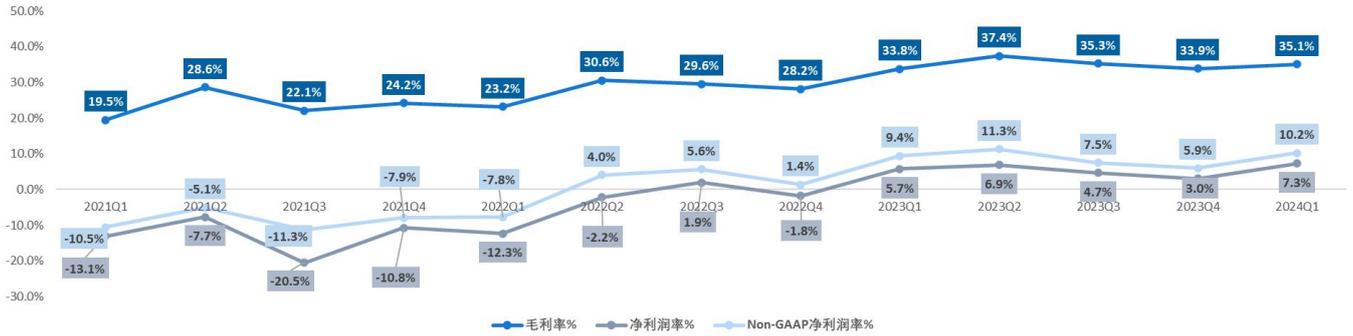
图 2: 2021Q1-2024Q1 公司主要费用率情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(3) 利润率情况: 2024Q1 毛利率为 35.1% (YoY+1.3pct, QoQ+1.2pct), 同比提高主要由于商品零售业务毛利率改善, 部分被平均客单价下降导致配送相关成本占餐饮外卖及美团闪购业务收入百分比上升所抵销, 同时; 经营利润率为 7.1% (YoY+1.0pct, QoQ+4.7pct), 净利润率为 7.3% (YoY+1.6pct, QoQ+4.3pct)。

图 3: 2021Q1-2024Q1 公司利润率情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

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,且考虑到本地生活行业竞争回归理性以及新业务的减亏预期,我们调整公司 2024-2026 年营收预测为 3,298/3,845/4,369 亿元,上调 2024-2026 年归母净利润预测为 297/414/547 亿元, Non-GAAP 归母净利润预测为 375/541/669 亿元,对应摊薄 EPS 为 4.66/6.44/8.42 元;根据 SOTP 估值法,我们给予 2024 年美国合计目标市值 8,009 亿元人民币,对应目标价 128 元人民币/138 港元,维持“买入”评级。

图 4: 分部估值表

2024E	估值方法	对应市值(亿元)
餐饮外卖业务	P/E	4,526
闪购业务	P/E	418
到店、酒店及旅游业务	P/E	3,065
目标市值		8,009
股本(百万)		6,235
目标股价(元人民币/股)		128
汇率(元/港元)		0.928
目标股价(港元/股)		138

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所(换算汇率为 2024.6.7 实时汇率, 1 港元=0.928 元人民币)

4、风险提示

宏观经济增长不及预期;消费复苏不及预期;本地生活和零售行业竞争加剧,行业增长不及预期;美团优选等新业务 UE 改善不及预期等。

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 2024.6.7 实时汇率，1 港元=0.928 元人民币）

证券代码:	03690		股价:	110.40	投资评级:	买入	日期:	2024/06/07	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	16%	19%	22%	EPS	2.11	4.66	6.44	8.42
毛利率	35%	37%	36%	38%	BVPS	24.37	29.82	35.36	40.19
期间费率	25%	23%	21%	21%	估值				
销售净利率	5%	9%	11%	13%	P/E	48.56	21.99	15.90	12.17
成长能力					P/B	4.20	3.44	2.90	2.55
收入增长率	26%	19%	17%	14%	P/S	2.31	1.94	1.66	1.46
利润增长率	-	114%	40%	32%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.94	1.05	1.10	1.10	营业收入	276745	329801	384473	436887
应收账款周转率	16.02	17.38	17.80	17.80	营业成本	179554	206464	245458	269384
存货周转率	-	-	-	-	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	58617	67195	68089	82309
资产负债率	48%	41%	37%	37%	管理费用	9372	9951	11174	10922
流动比	1.82	2.24	2.49	2.49	财务费用	606	812	1153	1311
速动比	0.89	0.91	0.91	0.91	其他费用/(-收入)	21201	21594	21402	21844
					营业利润	13415	30039	46783	61602
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-1213	-732	-384	-437
现金及现金等价物	33340	39576	42292	48058	利润总额	14022	29960	46014	60729
应收款项	17278	18975	21594	24537	所得税费用	165	309	4601	6073
短期投资	111821	118728	138410	157279	净利润	13857	29650	41413	54656
其他流动资产	19373	16490	19224	21844	少数股东损益	2	-	-	-
流动资产合计	183116	195486	223521	253993	归属于母公司净利润	13856	29650	41413	54656
固定资产	25978	19788	23068	26213					
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	30398	32980	30758	34951	经营活动现金流	40522	38489	39929	54717
长期股权投资	29323	39576	42292	48058	净利润	13857	29650	41413	54656
资产总计	293030	314215	350397	398166	少数股东权益	2	-	-	-
短期借款	19322	16490	19224	21844	折旧摊销	7997	9498	11534	13107
应付款项	22981	19878	18960	21545	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	13476	330	3845	6116
其他流动负债	58366	49470	49981	56795	投资活动现金流	-24664	-18409	-26144	-29708
流动负债合计	100874	87158	89703	101932	资本支出	6880	17419	26913	30582
023xz 长期借款及应	610	1571	1752	1991	长期投资	-20950	-	-	-
付债券					其他	2865	-1649	-	-
其他长期负债	39589	39576	38447	43689	筹资活动现金流	-2781	-13844	-11069	-19243
长期负债合计	40199	41147	40199	45680	债务融资	39753	2647	8155	2601
负债合计	141073	128305	129903	147612	权益融资	193	-	-	-
股东权益	151956	185910	220494	250554	现金净增加额	13181	6236	2716	5766
负债和股东权益总计	293030	314215	350397	398166					

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究首席分析师，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，现任国海证券海外研究分析师，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，现任国海证券海外研究分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里巴巴、美团，主要覆盖消费互联网方向。

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分析师，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，罗婉琦，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。