

美团-W (03690.HK)

运营效率提升，利润端持续优化

优于大市

核心观点

营销服务收入增速明显，经调整利润同比增长 36%。2024Q1，美团实现营业收入 733 亿元，同比增长 25%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长+25%/+27%/+34%。营销服务收入增速明显，美团在传统货架模式的基础上提升了营销能力。**毛利率、研发费率持续优化，销售费率环比有优化。**2024Q1，美团实现调整后净利润 75 亿元，同比增长 36%；调整后净利润率 10.2%，同比提升 0.9pct。毛利率同比提升约 1pct，得益于社区团购等业务毛利率改善。费用端，销售费率为 19%，同比提升 1.2pct，但环比下降 3.7pct，同比上升主要因公司在用户端补贴和进行营销推广活动增加。环比下降主要系公司补贴更精细化。

核心本地：外卖单均盈利环比提升，到店酒旅经营利润率环比回暖。

1) 餐饮外卖：订单量同比增长 24%，测算外卖收入增速 23%，收入增速与单量增速差距持续收窄。利润端，单均 UE 1.18 元，同比下降 0.1 元，主要由于单均价下降以及骑手补贴影响。环比提升主要系广告变现能力提高和规模经济，预计二季度单均盈利持续优化。2) 闪购订单量同比增长 60%，首次经营利润转正，主要由于补贴下降以及货币化率提升。3) 到店酒旅 GTV 增长超 60%，营收增长和 GTV 增长的差距缩小。测算一季度公司到店酒旅收入同比增长 32%，营收增长和 GTV 增长之间的持续差距缩小，主要系货币化率趋于正常化。我们预计这个趋势在二季度延续。24Q1 经营利润率为 31%。公司将继续推出新产品，并加速特别是低线城市的在线渗透，考虑到成本前置公司预计未来几个季度的利润会有一些波动。我们预计二季度 OPM 环比持平。

新业务：优选减亏表现亮眼。24Q1，新业务收入同比增长 19%至 187 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快速增长。新业务经营亏损收窄至 28 亿元。经营亏损率 15%，环比收窄 11pct，同比收窄 17pct。

风险提示：新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

投资建议：2024 年一季度，公司调整核心本地商业部门组织架构，预计后续将带来明显运营效率提升。5 月中旬公司已升级神会员福利，从外卖扩展到店内、酒店和旅游服务。考虑到公司本季度利润表现出色，我们上调 24 年盈利预测，预计 24-26 年实现调整后净利润 366/491/583 亿元（调整幅度+1%/0%/-9%）。维持目标价 125-144 港币，我们依旧看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	219,955	276,745	327,162	386,424	445,842
(+/-%)	22.8%	25.8%	18.2%	18.1%	15.4%
经调整净利润(百万元)	2,827	23,253	36,643	49,117	58,315
(+/-%)	-118.2%	722.5%	57.6%	34.0%	18.7%
经调整 EPS (元)	0.45	3.73	5.88	7.88	9.35
EBIT Margin	-2.6%	4.8%	8.1%	10.2%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	-5.2%	9.1%	14.6%	17.2%	17.2%
市盈率 (PE)	225.9	27.5	17.4	13.0	11.0
EV/EBITDA	655.6	51.8	31.0	20.8	17.2
市净率 (PB)	4.20	4.20	3.59	2.97	2.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn
证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003
联系人：王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 125.00 - 144.00 港元
收盘价 110.40 港元
总市值/流通市值 688350/622080 百万港元
52 周最高价/最低价 150.00/61.10 港元
近 3 个月日均成交额 4147.54 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《美团(3690.HK)深度系列一：即时零售成为到家第二增长曲线》——2024-05-24
《美团-W(03690.HK)-新业务战略调整，关注组织调整对核心本地经营效率的影响》——2024-03-27
《美团-W(03690.HK)-外卖盈利能力持续提升，到店竞争投入下利润承压》——2023-12-01
《美团-W(03690.HK)-外卖盈利能力持续提升，到店竞争投入成效显著》——2023-08-28
《美团-W(03690.HK)-预计核心本地主业复苏强劲，关注后续竞争投入》——2023-07-31

总览：营销服务收入增速明显，经调整利润同比增长 36%

收入同比增长 25%，核心本地各业务均呈现稳健增长。2024Q1，美团实现营业收入 733 亿元，同比增长 25%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长+25%/+27%/+34%。与去年同期相比，营销服务收入增速明显，美团在传统货架模式的基础上，提升了营销能力。

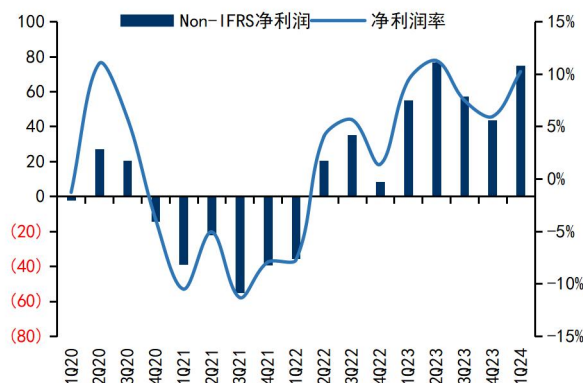
毛利率、研发费率持续优化，销售费率环比有优化。2024Q1，美团实现调整后净利润 75 亿元，同比增长 36%；调整后净利润率 10.2%，同比提升 0.9pct。毛利率同比提升约 1pct，得益于社区团购等业务毛利率改善。费用端，销售费率为 19%，同比提升 1.2pct，但环比下降 3.7pct，同比上升主要因公司在用户端补贴和进行营销推广活动增加。环比下降主要系公司补贴更精细化，5 月中旬升级会员福利，从外卖扩展到店内、酒店和旅游服务。研发费率同比下降 2pct，反映经营杠杆作用下人效比提升。

图1：美团季度营业收入及增速（亿元、%）



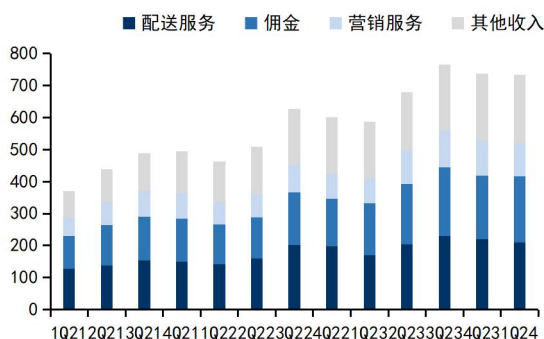
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：美团调整后净利润及利润率（亿元、%）



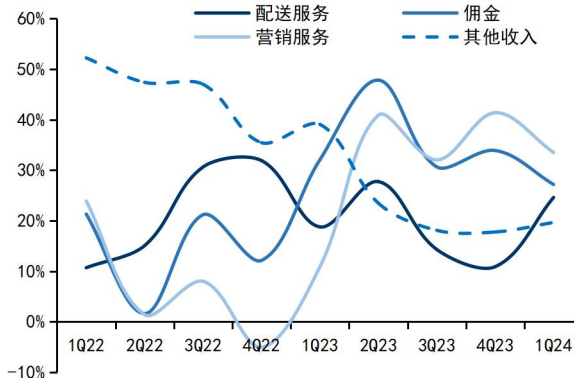
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：美团收入构成，按类型划分（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：美团各类型收入的同比增速



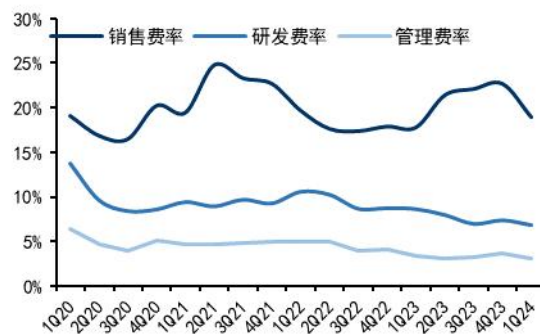
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 美团季度毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 美团季度期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心本地: 外卖单均盈利环比提升, 到店酒旅经营利润率环比回暖

核心本地商业收入增长 27%，经营利润率同比下降 4pct。 2024Q1，核心本地商业实现收入 546 亿元，同比增长 27%。我们测算，2024Q1 餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比分别增长 23%/51%/32%。2024Q1，核心本地业务实现经营利润 97 亿元，同比增长 3%，经营利润率为 18%，同比降低 4pct。利润增长主要来自餐饮外卖，部分被到店酒旅的同比下降所抵消。

图7: 美团核心本地商业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 美团核心本地商业经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

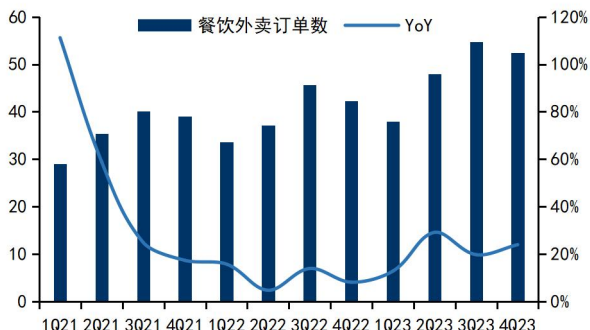
即时配送总单量同比增长 28%，外卖单均盈利持续优化

餐饮外卖: 订单量同比增长 24%，补贴提升使得单均盈利同比下降。 1) 单量端，我们测算，本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 25%，受益于高粘性用户数提升和下单频次稳步增长。2) 收入端，我们测算外卖收入增速 23%，本季度餐饮外卖收入增速与单量增速差距持续收窄。3) 利润端，本季度单均 UE 1.18 元，同比下降 0.1 元，主要由于单均价下降以及骑手补贴影响。环比提升主要系广告变现能力提高和规模经济，预计二季度单均盈利持续优化。

闪购订单量同比增长 60%，首次经营利润转正。 根据业绩会议，闪购本季度闪电

仓突破 7000 家。收入方面，本季度闪购佣金广告收入增长约 50%。利润方面，本季度闪购由亏转盈，主要由于补贴下降以及货币化率提升。

图9：美团餐饮外卖订单数及增速（亿笔、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图10：美团闪购订单数及增速（亿笔、%）



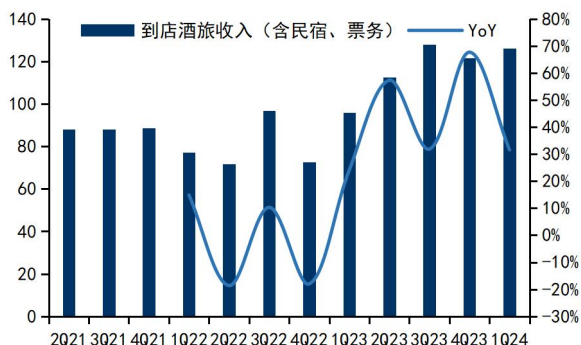
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

到店酒旅 GTV 增长超 60%，营收增长和 GTV 增长的差距缩小

消费需求复苏叠加公司竞争举措成效，到店酒旅 GTV 增长超 60%。根据公司业绩会，2024Q1，到店、酒店及旅游业务 GTV 同比增长超过 60%，年度交易用户同比增长超过 37%。公司美团官方直播扩展到更多地区，一季度来自超过 200 个城市的超过 40 万个商家参与了直播。

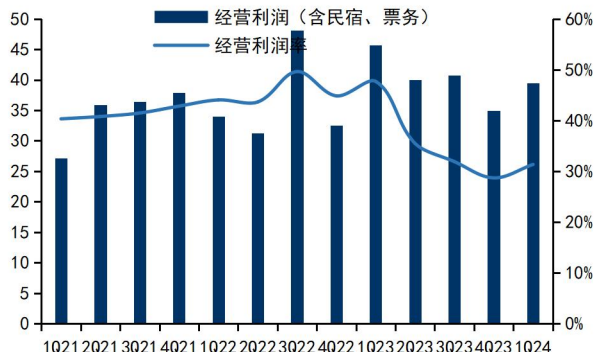
我们测算一季度公司到店酒旅收入同比增长 32%，经营利润率为 31%。营收增长和 GTV 增长之间的持续差距缩小，主要系货币化率趋于正常化。我们预计这个趋势在二季度延续。根据公司业绩会，公司将继续推出新产品，并加速特别是低线城市的在线渗透。由于季节性因素和在低线城市的直营模式的实施，公司预计未来几个季度的利润会有一些波动。我们预计公司二季度到店酒旅业务 OPM 环比持平。

图11：美团到店酒旅收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图12：美团到店酒旅经营利润及经营利润率（亿元、%）



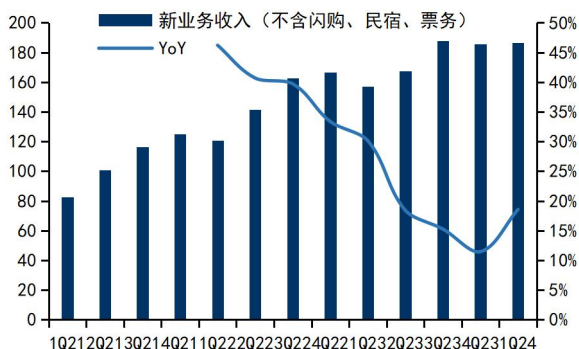
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

新业务：优选减亏表现亮眼

2024Q1，新业务收入同比增长 19%至 187 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快速增长。

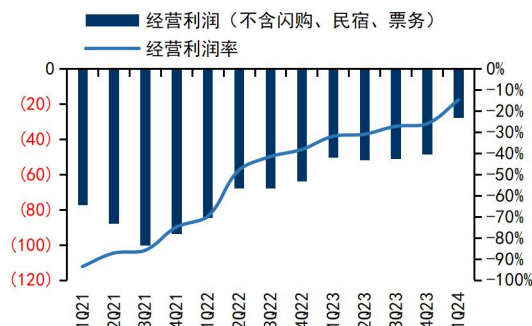
2024Q1，新业务经营亏损收窄至 28 亿元。经营亏损率 15%，环比收窄 11pct，同比收窄 17pct。我们测算美团优选亏损 29 亿，其他业务微亏或已盈利，减亏主要由于美团优选提升单均价、降低用户补贴，经营效率持续改善，我们预计新业务全年亏损 97 亿元。

图13: 美团新业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 美团新业务经营利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

2024 年一季度，公司将到家事业群、到店事业群、美团平台、和基础研发平台等进行整合，共同向美团高级副总裁王莆中汇报。我们认为此次组织架构调整，将为美团带来以下几方面运营效率优化：1）整合平台流量，提升商家广告投放 ROI。伴随到店到家组织架构合并，我们认为后续商家有望扩大营销预算使用场景，整合整体商家营销解决方案。2）探索更加结构化的补贴推广方式，以更好地捕捉不同消费场景下的用户需求。比如 5 月中旬公司升级神会员福利，使用场景从外卖扩展到店内、酒店和旅游服务。

考虑到公司本季度利润表现出色，我们上调 2024 年盈利预测，预计 2024-2025 年实现调整后净利润 366/491/583 亿元（调整幅度+1%/0%/-9%）。维持目标价 125-144 港币，我们依旧看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，继续维持“优于大市”评级。

风险提示

本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33340	43055	62179	78502	营业收入	276745	327162	386424	445842
应收款项	11235	29579	34937	40309	营业成本	179554	208761	238791	272301
存货净额	1305	2790	3185	3628	销售费用	58617	65310	75353	86939
其他流动资产	19373	49074	57964	66876	管理及研发费用	30573	32156	37880	43704
流动资产合计	183116	242362	299702	359039	资产减值及公允价值变动	(901)	417	(112)	(200)
固定资产	13598	14589	14172	12743	其他损益净额	6315	5240	5240	5240
无形资产及其他	36198	35888	35653	35497	营业利润	13415	26593	39529	47938
投资性房地产	41828	41828	41828	41828	财务费用	606	1080	1275	1471
长期股权投资	18289	18289	18339	18389	权益性投资收益	1213	1213	523	523
资产总计	293030	352957	409694	467496	利润总额	14022	26726	38777	46989
短期借款及交易性金融负债	19322	16150	17678	17716	所得税费用	165	802	1939	2349
应付款项	23925	39058	41409	43532	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	57628	66473	76326	87297	归属于母公司净利润	13856	25921	36834	44635
流动负债合计	100874	121681	135413	148545	经调整净利润	23253	36643	49117	58315
长期借款及应付债券	610	610	610	610	现金流量表(百万元)				
其他长期负债	39589	52785	58953	58983		2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	40199	53396	59563	59593	净利润	13856	25921	36834	44635
负债合计	141073	175077	194976	208138	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	(57)	(54)	(50)	(45)	折旧摊销	7997	6910	8073	9295
股东权益	152013	177934	214768	259403	公允价值变动损失	901	(417)	112	200
负债和股东权益总计	293030	352957	409694	467496	财务费用	606	1080	1275	1471
关键财务与估值指标					营运资本变动	15094	(12356)	3728	(1603)
	2023	2024E	2025E	2026E	其它	2674	3	4	5
经调整 EPS	3.73	5.88	7.88	9.35	经营活动现金流	40522	20061	48751	52531
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(9828)	(7174)	(7533)	(7909)
每股净资产	24.38	28.54	34.45	41.60	其它投资现金流	(20787)	0	(23573)	(28287)
ROIC	23%	47%	65%	79%	投资活动现金流	(24664)	(7174)	(31156)	(36247)
ROE	9%	15%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	35%	36%	38%	39%	负债净变化	(939)	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	10%	11%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	11%	12%	其它融资现金流	(904)	(3172)	1528	39
收入增长	26%	18%	18%	15%	融资活动现金流	(2781)	(3172)	1528	39
净利润增长率	-307%	87%	42%	21%	现金净变动	13181	9715	19124	16323
资产负债率	48%	50%	48%	45%	货币资金的期初余额	20159	33340	43055	62179
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	33340	43055	62179	78502
P/E	27.5	17.4	13.0	11.0	企业自由现金流	26521	13175	41821	45323
P/B	4.2	3.6	3.0	2.5	权益自由现金流	24079	9755	43347	45578
EV/EBITDA	52	31	21	17					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032