

美团 (3690.HK): 新业务大幅减亏, 核心业务利润微增

收入利润皆超预期: 公司1Q24收入为人民币733亿元, 同比增长25%, 高于市场预期6.2%; 调整后净利润75亿元, 比市场预期高29%, 调整后净利润率为10.2% (1Q23为9.4%, 4Q23为5.9%)。新业务大幅减亏, 核心业务利润微增2.7%。此外, 公司1-5月公司共花费9.2亿美元用于回购 (去年11月宣布10亿美元回购额度), 建议持续关注后续更新。

配送单量增长强劲, 到店竞争有所缓和, 但尚未结束: 1Q24核心业务增收不增利: 收入同比增长27.4%至546亿元, 其中配送/佣金/广告收入分别同比增长25%/27%/33%; 经营利润为97亿元, 同比微增2.7%, 经营利润率为17.8%, 去年同期为22%, 利润率同比下降主要是由于餐饮外卖客单价的下滑以及补贴率的提升。配送交易笔数增长强劲, 同比增长28.1%至54.6亿, 好于我们预期, 但受宏观环境和基数影响, 单均价格下滑。由于受基数影响, 二季度外卖同比增速或有所放缓, 同时客单价影响也将逐渐消化。闪购保持高增长, 一季度日均订单量840万, 预计下半年增速或是餐饮外卖两倍。到店酒旅复苏强劲, GTV同比增长60%, 年度交易用户同比增长37%, 全年来看GTV有望保持高增长。到店酒旅业务与抖音的竞争有所缓和, 但并未结束, 经营利润仍然面临一定压力。

预计新业务亏损下半年继续大幅收窄: 新业务经营亏损为27.6亿元, 大幅收窄, 经营亏损率14.8%, 去年同期为32%。收入同比增长18.5%至157亿元, 在亏损大幅收窄情况下, 较上季度实现提速, 好于预期。公司逐步提高商品加价率并改善仓储运营效率, 减亏仍然是公司下半年战略重点, 我们预计新业务, 尤其是美团优选亏损将继续显著收窄。

维持“持有”评级, 调整目标价至121港元: 由于公司表示将进一步收窄新业务亏损, 我们将公司2024E调整后净利润预测上调至374亿元, 上调目标价至121港元, 对应2024E年18.7x P/E。考虑到到店业务竞争仍存在不确定性, 以及公司当前较高估值水平, 维持“持有”评级。

投资风险: 竞争加剧; 业务复苏不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	219,955	276,745	346,446	397,664	453,090
经营利润	(5,820)	13,415	28,189	36,120	51,215
调整后净利润	2,827	23,253	37,418	44,660	60,185
调整后目标 PE (x)			18.7	15.6	11.6

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2024年6月7日

评级

持有

目标价 (港元)	121
潜在升幅/降幅	+7%
目前股价 (港元)	112.7
52周内股价区间 (港元)	61.1-150
总市值 (百万港元)	693,338
近3月日均成交额 (百万港元)	4,085

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至2024年6月6日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	219,955	276,745	346,446	397,664	453,090
收入成本	(158,202)	(179,554)	(217,090)	(248,540)	(278,651)
毛利	61,753	97,191	129,356	149,124	174,440
研发费用	(20,740)	(21,201)	(23,835)	(27,836)	(29,451)
销售费用	(39,745)	(58,617)	(72,161)	(79,533)	(86,087)
管理费用	(9,772)	(9,372)	(10,370)	(11,135)	(12,687)
其他营业费用	2,683	5,414	5,199	5,500	5,000
经营盈利	(5,820)	13,415	28,189	36,120	51,215
利息收益	(971)	(606)	(492)	(600)	(600)
投资及其他收益	36	1,213	314	-	-
除税前盈利	(6,756)	14,022	28,011	35,520	50,615
所得税开支	70	(165)	(481)	(1,776)	(2,531)
持续经营净利润	(6,685)	13,857	27,530	33,744	48,084
年度盈利	(6,685)	13,857	27,530	33,744	48,084
少数股东权益	(0)	-	-	-	-
本公司权益持有人	(6,685)	13,857	27,530	33,744	48,084
调整后净利润	2,827	23,253	37,418	44,660	60,185

现金流量表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
除税前盈利	(6,756)	14,022	28,011	35,520	50,615
折旧及摊销	9,730	7,997	9,357	8,953	9,133
股权激励费用	8,743	8,383	9,620	10,916	12,100
其他调整项	507	(3,356)	-	-	-
营运资金变动	(813)	13,476	4,156	3,624	3,424
经营现金流	11,411	40,522	51,144	59,013	75,272
固定资产	(5,324)	(6,578)	(8,235)	(9,453)	(10,770)
无形资产	-	-	-	-	-
短期投资	(7,782)	(18,301)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
其他投资现金流	(1,608)	216	-	-	-
投资现金流	(14,714)	(24,664)	(28,235)	(29,453)	(30,770)
借款净额	25,845	42,810	-	-	-
其他融资现金流	(35,835)	(45,591)	(7,000)	-	-
融资现金流	(9,990)	(2,781)	(7,000)	-	-
汇率变动影响	938	104	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(12,355)	13,181	15,908	29,560	44,502
年初现金及现金等价物	32,513	20,159	33,340	49,248	78,808
年末现金及现金等价物	20,159	33,340	49,248	78,808	123,310

资产负债表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	20,159	33,340	49,248	78,808	123,310
应收款项	2,053	2,743	3,434	3,942	4,491
短期投资	91,873	111,821	131,821	151,821	171,821
其他流动资产	29,061	35,213	35,170	35,064	34,945
流动资产合计	143,145	183,116	219,673	269,634	334,566
固定资产	22,201	25,978	24,856	25,356	26,993
无形资产	30,643	30,398	30,398	30,398	30,398
长期投资	42,091	47,612	47,612	47,612	47,612
其他非流动资产	6,400	5,926	5,926	5,926	5,926
非流动资产合计	101,336	109,913	108,792	109,292	110,929
资产总计	244,481	293,030	328,464	378,925	445,495
短期借款	17,562	19,322	19,322	19,322	19,322
应付账款	17,379	22,981	27,785	31,810	35,664
其他流动负债	41,489	58,572	58,572	58,572	58,572
流动负债合计	76,430	100,874	105,678	109,703	113,557
长期借款	1,549	610	610	610	610
其他非流动负债	37,796	39,589	39,589	39,589	39,589
非流动负债合计	39,345	40,199	40,199	40,199	40,199
负债总计	115,775	141,073	145,877	149,903	153,756
股本溢价	316,744	325,579	318,579	318,579	318,579
保留盈利及其他	(187,982)	(173,566)	(135,935)	(89,499)	(26,784)
本公司权益持有人应占权益	128,762	152,013	182,644	229,080	291,795
非控制性权益	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)
权益总额	128,706	151,956	182,587	229,023	291,739

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	22.8%	25.8%	25.2%	14.8%	13.9%
毛利增速	45.4%	57.4%	33.1%	15.3%	17.0%
经营利润增速	-74.8%	NM	110.1%	28.1%	41.8%
净利润增速	-71.6%	NM	98.7%	22.6%	42.5%
调整后净利润增速	NM	722.5%	60.9%	19.4%	34.8%
盈利能力比率					
毛利率	28.1%	35.1%	37.3%	37.5%	38.5%
经营利润率	-2.6%	4.8%	8.1%	9.1%	11.3%
净利率	-3.0%	5.0%	7.9%	8.5%	10.6%
调整后净利率	1.3%	8.4%	10.8%	11.2%	13.3%
每股指标 (元)					
基本EPS	-1.1	2.2	4.4	5.4	7.8
摊薄EPS	-1.1	2.2	4.4	5.4	7.7
调整后EPS	0.5	3.7	6.0	7.1	9.6
估值 (倍)					
调整后目标P/E			18.7	15.6	11.6
目标P/S			2.0	1.8	1.5
目标P/B			4.8	4.7	4.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 美团 (3690.HK)

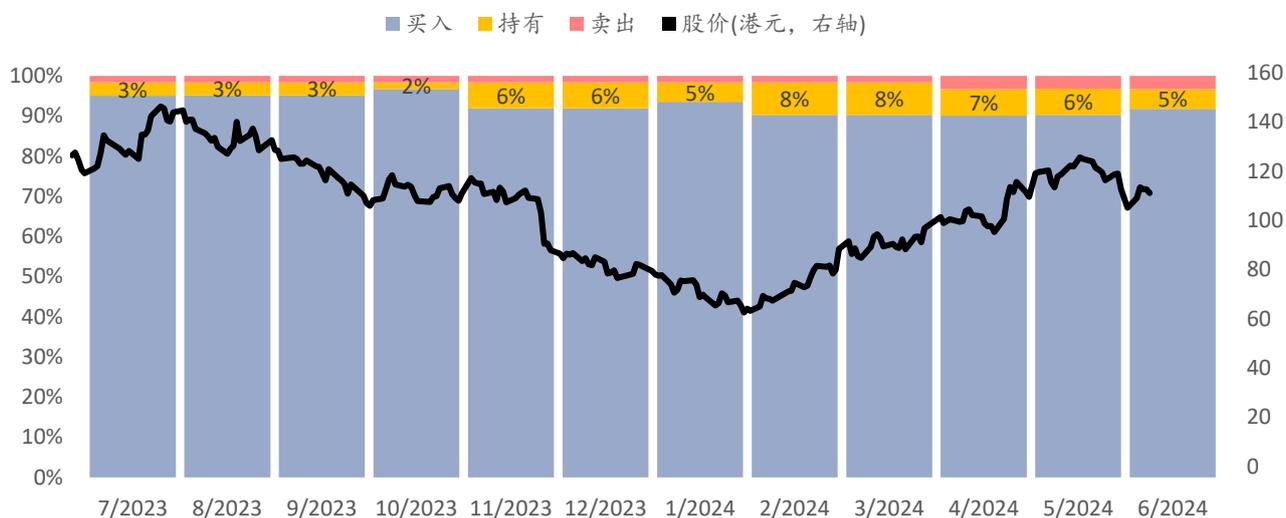


注: 股价截至 2024 年 6 月 6 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

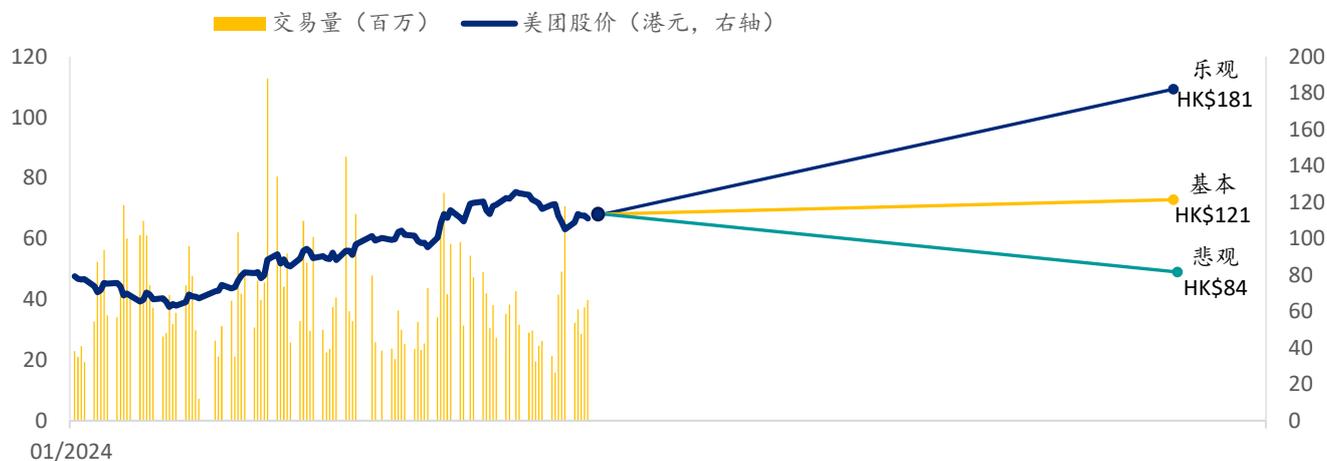
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 美团 (3690.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美团 (3690.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期

目标价: 181 港元

概率: 20%

悲观情景: 公司收入利润弱于预期

目标价: 84 港元

概率: 20%

- 到店酒旅收入增长超预期, 利润率优于预期;
- 即时配送需求优于预期。

- 竞争加剧导致增长放缓;
- 利润率改善不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	77.10	持有	85.00	16/5/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	80.01	持有	87.00	16/5/2024	电商
9618 HK Equity	京东	117.40	持有	122.00	17/5/2024	电商
JD US Equity	京东	29.77	持有	31.00	17/5/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	143.83	买入	185.00	23/5/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.30	持有	18.00	23/5/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	27.30	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.45	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.56	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	381.60	买入	460.00	16/5/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	93.90	买入	111.00	24/5/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	147.50	买入	173.00	24/5/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	118.40	买入	131.00	24/5/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.81	买入	16.80	24/5/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.08	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	19.46	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.02	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.90	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	4.58	买入	6.90	21/5/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	9.83	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	112.70	持有	121.00	7/6/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	54.05	买入	71.00	23/5/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	17.78	买入	24.00	22/5/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.47	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.00	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	10.62	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.27	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.41	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.08	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	72.00	买入	84.00	23/5/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	18.03	买入	31.00	10/5/2024	软件

注: 股价截至 2024 年 6 月 6 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

