

2024 年 06 月 11 日

美团 (3690.HK)

1 季度业绩超预期；外卖增速或回归常态化水平

美团 1 季度收入及经调整净利润超市场预期 6%/29%，即时配送订单同比增 28%，到店酒旅经营利润率企稳回升。我们看好外卖业务兼具稳健性及敏捷性、到店竞争格局好转、组织架构升级的潜在协同效应释放，给予外卖+到店酒旅业务 17 倍 2024 年市盈率估值，上调目标价至 131 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

1 季度业绩超预期：总收入同比增 25%至 733 亿元，超市场/我们预期 6%/4%，其中核心本地商业/新业务同比增 27%/19%至 546 亿元/187 亿元。核心本地商业经调整经营利润 97 亿元，好于市场预期的 84 亿元，经营利润率 17.8%，环比提升 3.2 个百分点；新业务经营亏损 28 亿元，对比市场预期 32 亿元，同比/环比收窄 23 亿元/21 亿元。

即时配送单量增长强劲：1) 外卖：单量同比增 24%（日均单量 5,160 万），估算收入增速为 23%，略低于单量增速，主要因 AOV 同比下降，用户及商户补贴优化部分抵消影响。外卖年活跃用户增至约 5 亿人，高频用户的交易频次增速快于平均。2) 闪购：日均单量 840 万，维持强劲增长态势，交易用户数及频次双提振，节假日高 AOV 订单占比增加及广告变现提升，带动 UE 转正。整体看，即时配送经营利润同比增约 20%，反映平台运营适应宏观消费环境的敏捷度。

到店酒旅经营利润率环比企稳回升：1 季度到店酒旅 GTV 同比增超 60%（我们估算约为 1,800-2,000 亿元），年活跃交易用户数同比增 37%，年活跃商家数创新高。我们估算收入同比增 31%，与 GTV 增速的差额环比改善，效果广告增长强劲。营销效率优化带动经营利润率环比提升（估算环比提升 2 个百分点至 31%）。竞争格局趋稳，各玩家更加注重投资回报率。

新业务减亏取得实质进展：优选业务减亏有实质突破，主要举措包括提高商品加价率、优化用户补贴、关停低效率前置仓及自提点，聚焦自然留存及增长，减亏趋势或在后续几个季度持续显现。

预测及估值：我们预计 2 季度收入同比增 18.5%，其中核心本地商业/新业务同比增 17%/23%。考虑基数效应，预计 2 季度外卖单量增速放缓至 13%，AOV 下降压力或将在下半年逐步缓释。我们上调全年收入/净利润预测 3%/6%，上调全年外卖经营利润预测 8%至 267 亿元，维持到店酒旅经营利润预测（180 亿元）。给予外卖+到店酒旅业务 17x 2024 年市盈率，上调目标价至 131 港元（前值：119 港元），维持“买入”评级。后续关注到家及到店业务在用户运营及营销效率优化等方面的协同。

风险：宏观消费疲弱或影响外卖及到店酒旅增长；新业务减亏进度不及预期。

财务数据

财年截止12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入（百万元）	219,955	276,745	334,049	389,871	437,192
同比增长（%）	23%	26%	21%	17%	12%
调整后净利润（百万元）	2,827	23,253	36,124	49,457	59,939
调整后净利润率（%）	1.3%	8.4%	10.8%	12.7%	13.7%
每股盈利（元）	0.5	3.8	5.8	8.0	9.6
市盈率（倍）	NA	27.5	17.7	12.9	10.7
市销率（倍）	2.9	2.3	1.9	1.6	1.5
净资产收益率（%）	2.2%	15.3%	19.2%	24.3%	20.4%

数据来源：公司资料，安信国际预测

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级：

买入

目标价格：

131 港元

现价 (2024-06-07)：

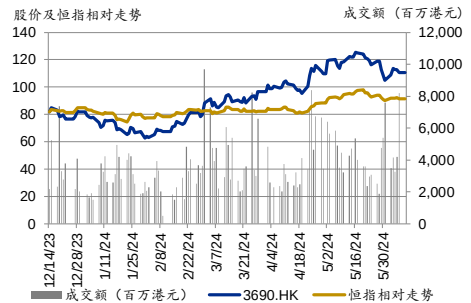
110.40 港元

总市值(百万港元)	688,350
流通市值(百万港元)	584,758
总股本(百万股)	5,635
流通股本(百万股)	4,787
12 个月低/高(港元)	61.1/129.2
平均成交(百万港元)	4,148

股东结构

王兴	8.69%
贝莱德	5.92%
Baillie Gifford	4.83%
Vanguard Group	4.82%
其他	84.43%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.77	13.04	-7.86
绝对收益	-6.91	23.77	-13.14

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

1 季度业绩概览

1 季度收入及利润均超预期：总收入同比增 25%至 733 亿元，超市场/我们预期 6%/4%，其中核心本地商业/新业务同比增 27%/19%至 546 亿元/187 亿元，超市场预期 8%/2%。经调整净利润 75 亿元，较市场预期（58 亿元）高 29%，主要反映收入超预期及费用控制好于预期，净利润率提升至 10.2%，对比 1Q23/4Q23 为 9.4%/5.9%。

核心本地商业：经调整经营利润为 97 亿元，同比/环比增 3%/21%，较市场预期（84 亿元）高 15%，经调整经营利润率 17.8%，好于市场预期 16.6%，主要反映到店酒旅经营利润环比企稳回升、闪购 UE 转正等。

- 按收入性质看，配送服务同比增 25%至 211 亿元，受即时配送的订单强劲增长（同比 +28%）；佣金收入 200 亿元，同比增 27%；在线营销收入 103 亿元，连续 4 个季度维持超 100 亿元以上水平，同比增 33%，快于佣金收入增速（+27%），受益于投放广告的商户规模及平均广告开支均有增长。

分业务看：

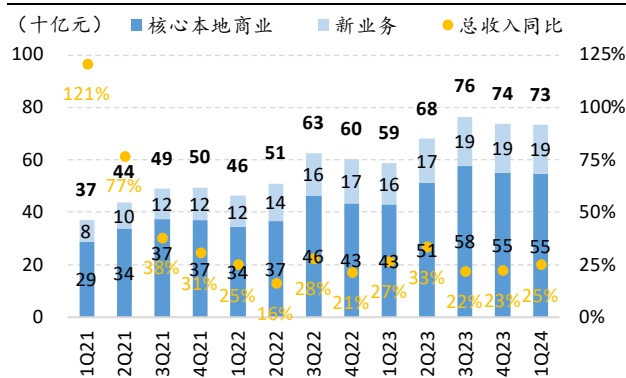
1) **外卖：**1 季度日均单量 5,160 万单，同比增 23%，收入增速略慢于单量增速，受客单价同比下降影响，商户及用户补贴效率优化部分抵消影响。运营层面，推出品牌卫星店，赋能连锁餐饮品牌拓展精简经营模式；“拼好饭”持续迭代，日峰值订单创新高，用户规模、频次、及 UE 水平均有提升。外卖年交易用户数增至 5 亿人，高频用户的交易频次增速快于平均增速。

2) **到店酒旅：**GTV 同比增超 60%，收入增速与 GTV 增速差额减小，经营利润率环比企稳回升。年活跃交易用户数同比增 37%，年活跃商家数创新高。国内酒店间夜量同比强劲增长，低星酒店市场份额稳固。

3) **闪购：**日均单量 840 万单，占即时配送订单量的 14%，同比提升 3 个百分点，受益于交易用户数及交易频次双提升，对外卖用户的渗透率持续提升，受益于节假日期间高客单价订单占比提升、及广告变现效率释放，1 季度闪购 UE 转正。闪电仓数量增至 7,000 家，对比 2023 年 9 月为 5,000 家，美妆、FMCG 等品类呈高速增长。

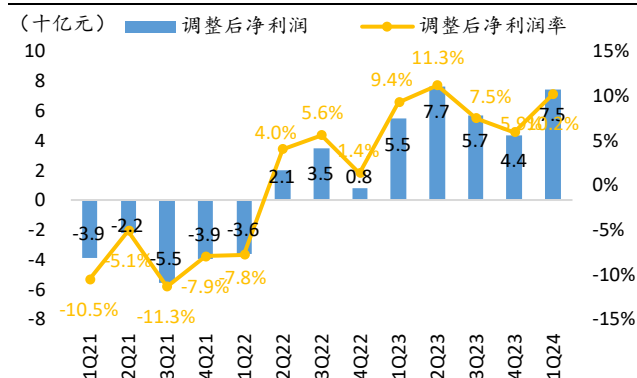
新业务：经调整经营亏损 28 亿元，好于市场预期的 32 亿元，同比/环比收窄 23 亿元/21 亿元，经营亏损率降至 14.8%。美团优选战略调整，更加聚焦高质量增长，提高商品加价率、优化用户补贴、关停低效前置仓及自提点。预计减亏趋势将在 2 季度及下半年持续显现。

图表 1: 1 季度总收入同比增 25%至 733 亿元



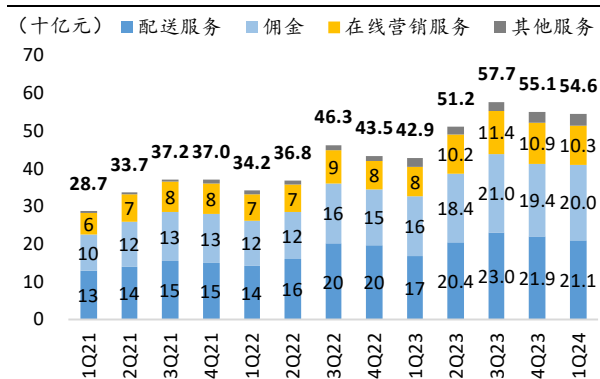
资料来源：公司资料，安信国际

图表 2: 1 季度经调整净利润 75 亿元



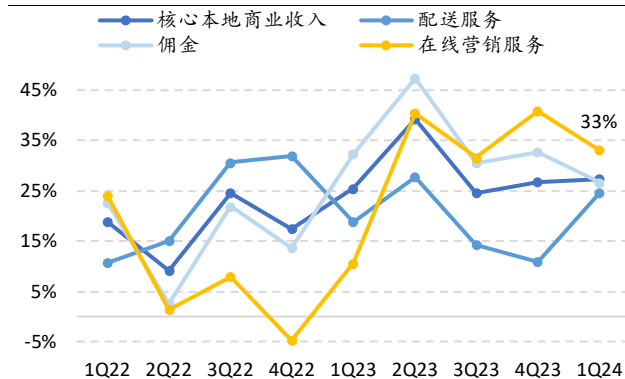
资料来源：公司资料，安信国际

图表 3: 核心本地商业收入结构



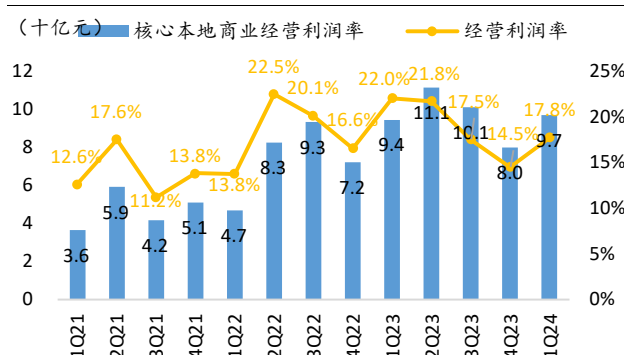
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 4: 核心本地商业营销收入增速快于佣金



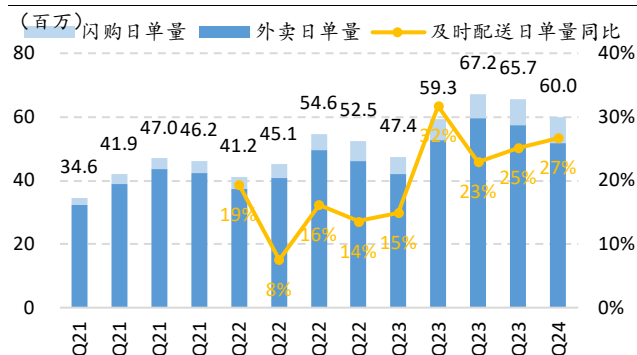
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 核心本地商业按收入性质分类的同比增速)

图表 5: 核心本地商业经营利润率为 17.8%



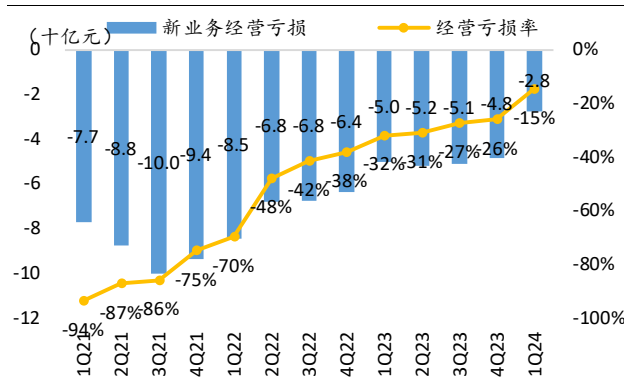
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 6: 1Q24 即时配送日均单量同比增 27%



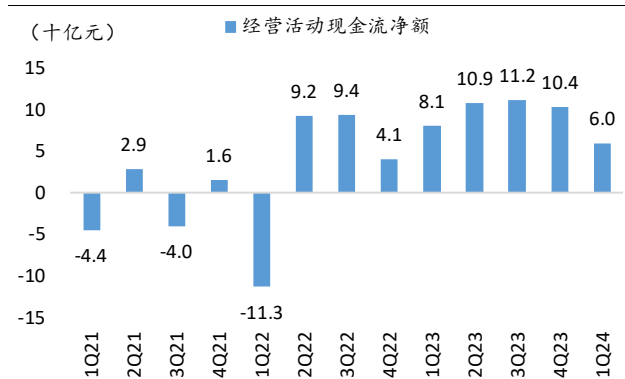
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 7: 1Q24 新业务经营亏损 28 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 8: 1Q24 经营活动现金流 60 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际

业绩预测更新

图表 9：利润表预测

美团 (3690.HK) 人民币, 百万元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	2023	2024E	变动	2025E	2026E
总收入	58,617	67,965	76,467	73,696	73,276	80,358	276,745	334,049	3	389,871	437,192
同比	27%	33%	22%	23%	25%	18%	26%	21%		17%	12%
核心本地商业	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626	59,683	206,907	250,033	1	291,535	324,533
同比	25%	39%	25%	27%	27%	17%	29%	21%		17%	11%
新业务	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650	20,675	69,838	84,016	9	98,336	112,659
同比	30%	18%	15%	11%	19%	23%	18%	20%		17%	15%
售货成本	-38,800	-42,567	-49,485	-48,703	-47,579	-50,011	-179,554	-209,622	4	-236,292	-85,621
毛利	19,817	25,398	26,982	24,993	25,697	30,346	97,191	124,428	0	153,579	168,319
毛利率	34%	37%	35%	34%	35%	38%	35%	37%		39%	39%
销售费用	-10,433	-14,553	-16,905	-16,725	-13,888	-14,403	-58,617	-59,962	-4	-69,787	-74,323
研发费用	-5,047	-5,407	-5,321	-5,425	-5,000	-5,228	-21,201	-21,338	-1	-25,342	-27,106
行政费用	-1,995	-2,139	-2,538	-2,700	-2,298	-2,800	-9,372	-11,953	-7	-13,645	-13,990
经营利润	3,586	4,713	3,359	1,758	5,209	6,317	13,415	26,714	4	39,259	50,831
经营利润率	6.1%	6.9%	4.4%	2.4%	7.1%	7.9%	4.8%	8.0%		10.1%	11.6%
净利润	3,358	4,689	3,593	2,217	5,369	6,452	13,857	27,417	7	39,833	51,195
净利润率	5.7%	6.9%	4.7%	3.0%	7.3%	8.0%	5.0%	8.2%		10.2%	11.7%
经调整净利润	5,491	7,660	5,727	4,375	7,488	8,482	23,253	36,124	7	49,457	59,939
经调整净利润率	9.4%	11.3%	7.5%	5.9%	10.2%	10.6%	8.4%	10.8%		12.7%	13.7%

资料来源：公司资料，安信国际预测

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万人民币)						(百万人民币)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	219,955	276,745	334,049	389,871	437,192	存货	1,163	1,305	1,050	1,604	-647
营业成本	-158,202	-179,554	-209,622	-236,292	-85,621	贸易应收款	2,053	2,743	2,844	3,441	-1,168
毛利润	61,753	97,191	124,428	153,579	168,319	预付款项、按金及其他资产	13,292	14,535	17,545	11,696	13,116
销售费用	-39,745	-58,617	-59,962	-69,787	-74,323	短期理财投资	91,873	111,821	108,466	97,619	99,572
研发费用	-20,740	-21,201	-21,338	-25,342	-27,106	受限制现金	14,606	19,373	17,436	15,692	15,849
管理费用	-9,772	-9,372	-11,953	-13,645	-13,990	现金及现金等价物	20,159	33,340	67,441	111,610	69,674
金融资产减值亏损	-469	-1,135	-1,002	-1,059	-1,059	流动资产合计	143,145	183,116	214,781	241,663	196,396
营业利润	-5,820	13,415	26,714	39,259	50,831	物业、厂房及设备	22,201	25,978	28,016	32,698	36,667
财务成本净额	-971	-606	-371	-383	-390	无形资产	30,643	30,398	30,337	30,277	30,216
投资收益	36	1,213	1,648	1,792	1,827	按公允价值计量且其变动计入当期损益的其他金融资产	15,073	18,481	19,405	20,375	21,394
税前利润	-6,756	14,022	27,992	40,668	52,268	投资					
所得税	70	-165	-575	-835	-1,073	采用权益法列账的投资	16,582	18,289	19,204	20,164	21,172
税后利润	-6,685	13,857	27,417	39,833	51,195	其他非流动资产	16,836	16,767	18,758	20,837	21,903
少数股东权益	1	1	1	1	1	非流动资产合计	101,336	109,913	115,720	124,351	131,353
归母净利润	-6,686	13,856	27,416	39,832	51,194	总资产合计	244,481	293,030	330,502	366,014	327,748
经调整净利润	2,827	23,253	36,124	49,457	59,939	贸易应付款项	17,379	22,981	24,126	28,961	-9,729
						应付商家款项	12,432	23,798	18,511	29,194	-11,913
						其他应付款项及应计费用	16,655	17,942	23,408	22,556	-13,173
						借款	17,562	19,322	19,515	19,710	19,710
						其他流动负债	12,401	16,832	15,990	19,566	5,324
						流动负债合计	76,430	100,874	101,550	119,987	-9,781
						应付票据	33,607	34,611	35,476	36,363	37,272
						其他非流动负债	5,738	5,588	5,689	5,797	5,912
						非流动负债合计	39,345	40,199	41,166	42,160	43,184
						负债合计	115,775	141,073	142,716	162,147	33,403
						股本	316,743	325,579	333,893	310,099	349,339
						储备及其他资本项目	-188,038	-173,622	-146,107	-106,232	-54,994
						所有者权益合计	128,706	151,956	187,786	203,867	294,345
						负债及权益合计	244,481	293,030	330,502	366,014	327,748

主要财务比率						现金流量简表					
						(百万人民币)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/E(x)*	NA	27.5	17.7	12.9	10.7	税前利润	-6,756	14,022	27,992	40,668	52,268
P/B(x)	5.0	4.2	3.4	3.1	2.2	财务费用	-1,162	-1,425	-1,367	-1,391	-1,418
Dividend yield(%)	NA	NA	NA	NA	NA	折旧及摊销	9,730	10,131	10,929	12,759	14,311
Gross margin(%)	28%	35%	37%	39%	39%	所得税	-247	-2,804	-5,598	-8,134	-10,454
Net margin(%)	-3%	5%	8%	10%	12%	营运资金变动	-813	24,189	284	7,486	-101,049
SG&A/sales(%)	32%	32%	28%	28%	26%	经营活动现金流	11,411	40,522	43,080	63,298	-36,115
Effective tax rate(%)	22%	22%	15%	15%	15%	投资活动现金流	-14,714	-24,664	-6,282	-16,360	-2,780
ROE(%)	-5%	9%	15%	20%	17%	融资活动现金流	-9,990	-2,781	-2,802	-2,872	-3,145
ROA(%)	-3%	5%	8%	11%	16%	期初现金	32,513	20,159	33,340	67,441	111,610
Asset to equity ratio	190%	193%	176%	180%	111%	期末现金	20,159	33,340	67,441	111,610	69,674

数据来源：公司公告、安信国际预测 * P/E 计算基于安信国际预测的调整后净利润

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盘买卖,(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至日本、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