

買入

2024 年 6 月 12 日

即時配送交易筆數增長強勁，新業務減虧明顯

➤ **24Q1 收入和利潤均超市場預期：**24Q1 收入達 733 億元人民幣 (YoY+25%)，經營利潤 52 億元，經營利潤率 7.1%，經調整淨利潤 75 億元 (YoY+36.4%)，經調整淨利潤率 10.2%，收入和利潤均超市場預期。主要得益於外賣單量 28% 超預期增長，以及社區團購大幅度的減虧。毛利率和研發費率持續優化，銷售費率環比有所改善。費用端，公司毛利率同比提升約 1 個百分點，得益於社區團購業務的毛利率改善。銷售費率為 19%，同比提升 1.2 個百分點，但環比下降 3.7 個百分點，同比上升主要由於用戶補貼和行銷推廣活動增加，環比下降則是補貼更精細化所致。24Q1 實現經營現金流入 60 億元，持有的現金及現金等價物和短期理財投資分別為 508 億元和 878 億元。

➤ **核心本地商業經營利潤持續改善：**24Q1 核心本地商業收入 546 億元 (YoY+27.4%)，經營利潤 97 億元 (YoY+2.7%)，經營利潤率 17.8%。24Q1 即時配送交易筆數 5465 百萬單 (YoY+28.1%)，日均訂單 6000 萬單。其中，美團外賣通過神搶手活動及會員補貼帶動訂單快速增長；美團閃購保持快速增長態勢，主要得益於交易使用者數的大幅增加及交易頻次的快速增長，截至第一季度末，已經有 7000 家閃電倉專門為閃購用戶提供，相比去年底的 5000 多家，進一步提升。到店、酒店及旅遊業務交易金額同比增長超 60%，年度交易使用者數同比增長超過 57%，公司緊抓假期需求並不斷推出高性價比產品，提升使用者體驗。

➤ **新業務虧損繼續收窄，注重高品質發展：**24Q1 新業務收入 187 億元 (YoY+18.5%)，經營虧損同比收窄至 28 億元，經營虧損率收窄至 14.8%。公司將持續為商戶提供更多元化的行銷工具及線上解決方案，為消費者提供更具性價比的產品與服務。在一季度實施組織架構調整後，公司將反覆運算增長模式，促進各業務之間的協同影響，促進生態系統中所有參與者的緊密合作。2024 年第一季度營業虧損同比大幅收窄，管理層相信這一趨勢將持續下去，全年有望虧損 90-100 億左右。

➤ **上調目標價至 135 港元，買入評級：**我們認為美團的優勢外賣業務將會保持 70% 的市場份額，處於絕對領導者地位，並可以通過後續精細化運營、減少補貼、運力結構調整和提升傭金率等方式提高單均 UE 盈利。本地生活業務，基於美團的生態優勢和讓利有望守住本地生活行業領導地位。綜合上述觀點，我們認為美團未來的利潤貢獻將會得到進一步釋放，新業務的 ROI 逐步提升，結合目前港股互聯網企業普遍估值在 10-15 倍區間，分別給予美團外賣和到店酒旅業務 24 年扣稅利潤的 23 倍和 15 倍 PE 估值，得出 135 港元目標價，維持買入評級。

➤ **風險提示：**本地生活競爭加劇、外賣盈利和新業務減虧不及預期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	115 港元
目标价	135 港元 (+17%)
股票代码	3690
已发行股本	62.35 亿股
市值	7189 亿港元
52 周高/低	150/61 港元
每股净资产	25 港元
主要股东(B)	Xing Wang (9.0%) Blackrock (5.9%) Baillie (4.8%) Vanguard (3.9%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (人民币百万元)	219,955	276,745	326,097	384,337	447,000
变动 (%)	22.8%	25.8%	17.8%	17.9%	16.3%
经调整净利润	2,828	23,253	31,508	45,690	61,300
变动 (%)	NA	722.4%	35.5%	45.0%	34.2%
归母净利润	-6,685	13,857	27,508	40,432	50,894
基本每股盈利 (人民币元)	-1.1	2.2	4.4	6.5	8.2
变动 (%)	NA	NA	98.5%	47.0%	25.9%
经调整市盈率115.3港元 (估)	NA	48.0	24.2	16.5	13.1

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：Bloomberg

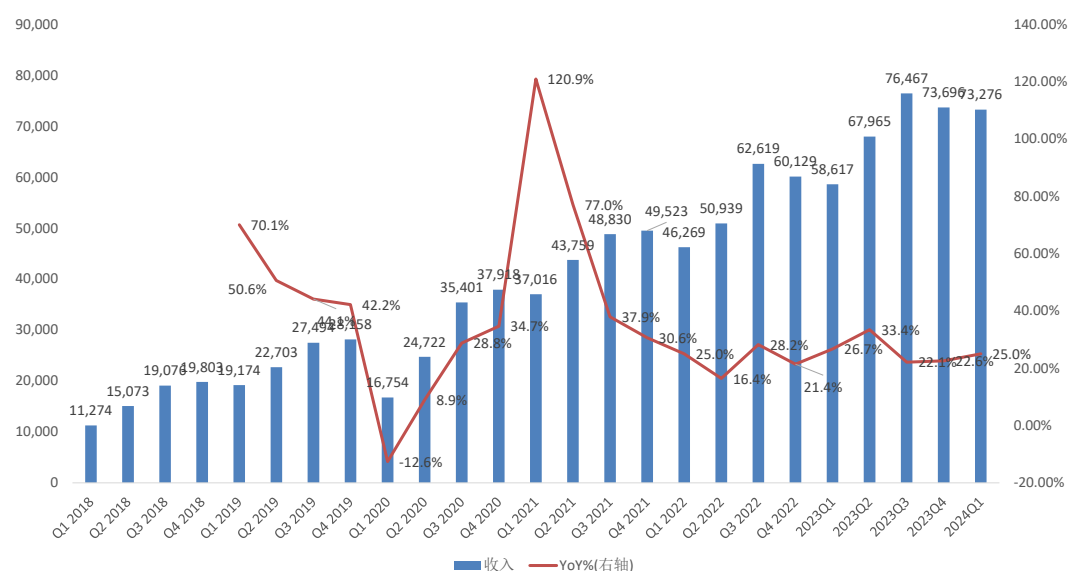
業績摘要

收入和利潤超市場預期，交易筆數增長強勁

24Q1 收入達 733 億元人民幣 (YoY+25%)，經營利潤 52 億元，經營利潤率 7.1%，經調整淨利潤 75 億元 (YoY+36.4%)，經調整淨利潤率 10.2%，收入和利潤均超市場預期，這得益于主要得益于外賣單量 28% 超預期增長，以及社區團購大幅度的減虧。一季度，公司的核心本地商業分部經營利潤增長 2.7% 至 97 億元，新業務分部經營虧損收窄至 28 億，經調整 EBITDA 及淨利潤分別增至 81 億元及 75 億元，經營現金流入 60 億元，持有現金及理財產品總值 1386 億元。

公司基於對行業整體態勢的分析，24Q1 季度對於核心本地商業部門進行精簡和優化，使得組織更加敏捷高效，未來組織架構調整之後將會加大“核心本地商業”業務投入推動即時配送及其他各個業務板塊的高效發展，公司希望實現即時配送與到店、酒店及旅遊業務之間的協同效應，提升平臺效率，高品質發展。

圖表 1：公司營業收入（百萬元）



資料來源：公司資料、第一上海整理

核心本地商業業務

核心本地商業經營利潤率持續改善

24Q1 核心本地商業收入 546 億元 (YoY+27.4%)，經營利潤 97 億元 (YoY+2.7%)，經營利潤率 14.5%。

業務細分為：

- (1) 餐飲外賣業務：24Q1 即時配送交易筆數 5465 百萬單 (YoY+28.1%)，日均訂單 6000 萬單。美團推出品牌衛星店模式提升商家運營效率，並擴大神搶手覆蓋範圍，滿足用戶多樣化需求。去年一季度因為疫情影響，餐飲外賣和閃購的家庭訂單的占比明顯上升，推升了客單價，今年一季度 AOV 有所下滑，疊加拼好飯訂單占比的提升，一季度外賣單均收入小幅下降。二季度，公司廣告貨幣化率的持續提升，並對餐飲外賣的補貼降低，控制拼好飯訂單的占比，一定程度將對沖 AOV 的下降，外賣單均收入有望恢復增長。美團未來將會更加專注於高品質增長，平衡外賣增長和盈利能力，並通過廣告變現讓外賣利潤率持續健康增長。
- (2) 到店、酒店及旅遊業務：公司進一步擴展酒店業務覆蓋城市範圍，希望通過流量支持和 AI 賦能幫助商家開展到店、酒店及旅遊業務。廣告方面，廣告商戶

數量實現強勁增長，同比增長超 20%。消費者方面，與廣泛的優質餐廳開展各種聯合行銷活動，刺激假期需求，對於熱門產品提供多種優惠券和折扣套餐，為消費者提供更多選擇。在元旦和春節假期期間，GTV 同比增長超 60%，年度交易使用者數同比增長超 57%，年度活躍用戶數創下歷史新高，得益於產品反覆運算，行銷能力的提升及更強的產品定價競爭力。為提高行銷能力，公司拓展美團官方直播平臺覆蓋範圍，不同地區進行不同的直播政策，為商家提供完整的經營支持。對於不同消費者的多層消費需求，公司對演算法進行改進，為商家提供更多消息，根據需求變化在產品方向和定價方面進行改善。

- (3) 美團閃購：24Q1 美團閃購訂單量同比有明顯增長，年度活躍商家也同比實現不錯增長。截至一季度末，公司已有約 7000 家閃電倉，加速低線市場的線上化滲透，訂單量占比進一步提升。公司緊抓消費者需求，使得供給與需求更好匹配，用戶體驗不斷改善，提高購買頻次。更多線下零售商使用美團的按需即時管道，供應品質和多樣性顯著提升。同時與許多流行品牌合作共同推出相應折扣和促銷活動，希望帶來 GTV 的顯著增長。

截至 24Q1 美團擁有 1 億會員數，公司正在大力發展和優化會員體系，將其視為深耕本地市場、提升服務品質、增強使用者粘性重要手段，計畫在未來持續加強會員服務推廣力度，以借助會員制度更好地滿足客戶需求、實現線上線下融合、吸引和留存用戶、加深與用戶的互動關係，從而鞏固和提升公司在當地市場的地位和影響力。

圖表 2：美團核心分部業務收入和營業利潤（百萬元）

	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
Business Breakdown								
Core Local Commerce								
Revenue	36,779	46,328	43,473	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626
YoY	9.2%	24.6%	17.4%	25.5%	39.2%	24.5%	26.8%	27.4%
Operating Prof	8,261	9,321	7,215	9,445	11,139	10,096	8,019	9,698
YoY	39.7%	124.5%	41.0%	100.7%	34.8%	8.3%	11.1%	2.7%
OPM	22.5%	20.1%	16.6%	22.0%	21.8%	17.5%	14.5%	17.8%
New Initiatives								
Revenue	14,159	16,291	16,656	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650
YoY	40.7%	39.7%	33.4%	30.1%	18.4%	15.3%	11.5%	18.5%
Operating Prof	-6,790	-6,771	-6,365	-5,029	-5,193	-5,112	-4,833	-2,757
YoY	-22.7%	-32.5%	-32.0%	-40.5%	-23.5%	-24.5%	-24.1%	-45.2%
OPM	-48.0%	-41.6%	-38.2%	-32.0%	-31.0%	-27.2%	-26.0%	-14.8%

資料來源：公司資料、第一上海整理

新業務

新業務經營虧損同比減半減虧至 28 億元，未來更加重視 ROI 的提升

24Q1 新業務收入 186 億元（YoY+11.5%），經營虧損同比收窄至 28 億元，經營虧損率環比收窄至 14.8%。

在新業務方面，公司優化美團優選的業務策略，注重運營提升及高品質發展。經營虧損大幅收窄主要得益於公司提高商品加價率，改善倉庫運營降低件均履約成本，提升行銷效率。除美團優選外，其他新業務大部分在第一季度實現了盈利。共用充電寶、共用單車等在業務規模上已處於行業前列，新業務財務價值將逐步釋放。

展望未來，公司將為商戶提供更多元化的行銷工具及線上解決方案，為消費者提供更具性價比的產品與服務。在一季度實施組織架構調整後，公司將反覆運算增長模式，促進各業務之間的協同影響，促進生態系統中所有參與者的緊密合作。2024 年

第一季度營業虧損同比大幅收窄,管理層相信這一趨勢將持續下去,全年有望虧損90-100 億左右。

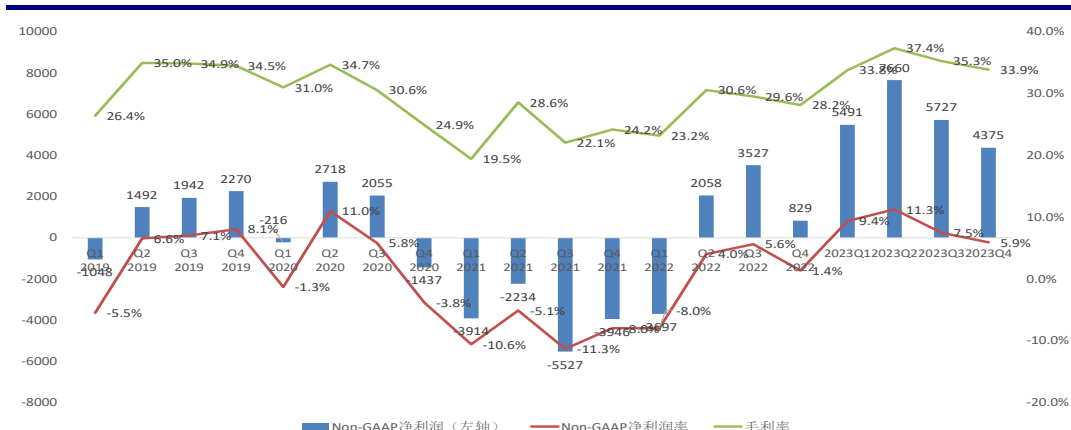
盈利情況

毛利率提升明顯,持續
優化公司費用

24Q1 綜合毛利率為 35.1%, 同比提升 1.26pct, 環比提升 1.15pct; 經營利潤 52 億元, 經營利潤率 7.1%, 經調整淨利潤 75 億元, 淨利潤率 10.2%, 這得益於本地商業的快速恢復以及核心本地商業和新業務的強勁表現。公司進一步加強精細化運營。費用方面:

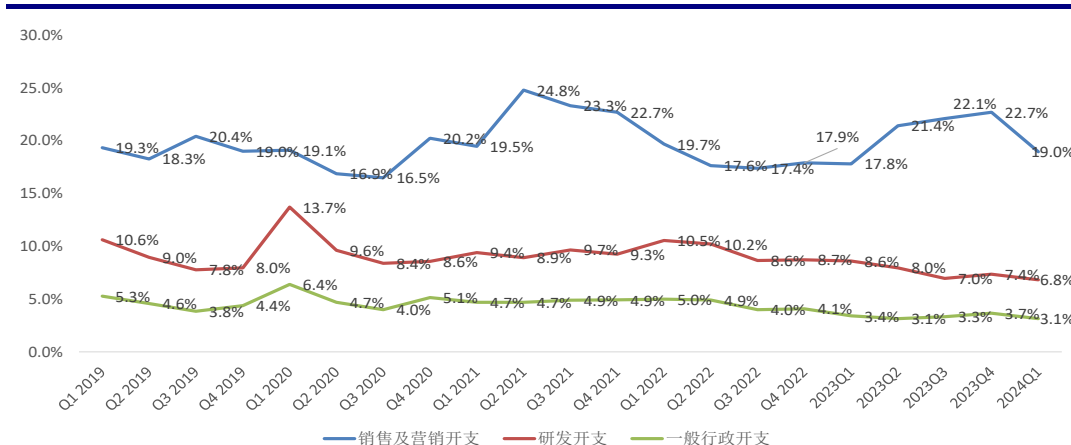
- (1) 銷售及行銷開支同比增長 33.1%至 139 億元, 占收入比例由 17.8%增至 19%, 主要由於業務發展、商業環境及商業策略變化導致交易使用者激勵及推廣廣告費用增加, 加上員工薪酬開支上升。
- (2) 研發開支為 50 億元, 同比保持穩定, 但占收入比例由 8.6%下降 1.8 個百分點至 6.8%, 主要是由於經營杠杆作用改善。
- (3) 一般及行政開支同比增長 15.2%至 23 億元, 主要是員工薪酬開支上升, 占收入比例為 3.1%, 同比保持穩定。

圖表 3: 公司綜合毛利率和 Non-GAAP 淨利潤率



資料來源: 公司資料、第一上海整理

圖表 4: 運營費用率



資料來源: 公司資料、第一上海整理

上調目標價至 135 港元，維持買入評級

我們認為外賣業務，美團的優勢外賣業務將會保持 70% 的市場份額，處於絕對領導者地位，並可以通過後續精細化運營、減少補貼和提升傭金率等方式提高單均 UE 盈利。本地生活業務，基於美團的生態和讓利有望守住本地生活行業領導地位。此外，美團未來發展空間廣闊：一方面外賣業務雖然目前採取低價策略導致利潤下降，但未來只需適度調整補貼和傭金比例，每單就可實現 1.5-2 元的可觀盈利；另一方面，本地生活服務市場到 2025 年將達 2.5 萬億元，而美團和抖音的現有規模僅占一半，剩餘 1.2 萬億元增長空間有望隨著消費升級而被持續釋放，加之本地生活服務緊密聯繫民生，具有剛性需求，可為美團帶來長期可持續增長動力。

綜合分析，我們認為公司外賣業務仍然穩健，到店酒旅業務雖然面臨著競爭加劇單 GTV 增速勢頭依然迅速。新業務減虧明顯。結合目前港股互聯網企業普遍估值在 10-15 倍區間，分別給予美團 24 年扣稅利潤的外賣業務 23 倍估值和到店酒旅業務 15 倍 PE 估值，得出目標價，維持買入評級。

圖表 5：分部估值結果

2024年	餐飲外賣	到店、酒店及旅遊
預計收入（百萬）	143,520	45,047
預計分部經營利潤	27,999	16,416
稅後利潤	23,799	13,954
分部估值中枢	PE: 24X	PE: 15X
分部估值結果（百萬）	571,172	209,309
占比	73.2%	26.8%
主營業務估值总和（百萬）		780,480
匯率（RMB/HKD）	1.08	
股份總額	6,235	
每股目標價（HKD）	135	
每股現價（HKD）	115	
上漲空間	17%	

資料來源：第一上海預測

附錄 1：主要財務報表

財務報表摘要						財務分析					
損益表											
〈百万人民币〉，财务年度截至〈12月31日〉											
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	219,955	276,745	326,097	384,337	436,757	盈利能力					
毛利	61,753	97,191	115,827	145,721	170,692	毛利率 (%)	28.1%	35.1%	35.5%	37.9%	39.1%
销售及营销开支	(39,745)	(58,617)	(60,111)	(69,181)	(75,559)	EBITDA 利率 (%)	2.1%	8.5%	9.2%	12.0%	13.6%
研发开支	(20,740)	(21,201)	(22,255)	(26,135)	(29,699)	净利率 (%)	-3.0%	5.0%	8.4%	10.5%	11.7%
经营利润	(5,820)	13,415	27,309	43,039	56,442	营运表现					
财务开支	(1,629)	(1,425)	(1,402)	(1,500)	(1,500)	销售及管理费用/收入 (%)	18.1%	21.2%	18.4%	18.0%	17.3%
税前盈利	(6,755)	14,022	28,661	44,431	57,834	实际税率 (%)	-1.0%	-1.2%	-4.0%	9.0%	12.0%
所得税	70	(165)	(1,153)	3,999	6,940	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	(6,685)	13,857	27,508	40,432	50,894	库存周转	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应付账款天数	25.8	25.6	24.6	24.5	24.5
本公司股东应占溢利	(6,685)	13,857	27,508	40,432	0	应收账款天数	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
折旧及摊销	9,730	7,997	0	0	0	财务状况					
EBITDA	4,604	23,444	30,063	45,931	59,334	总负债/总资产	0.47	0.48	0.44	0.39	0.33
增长						收入/净资产	1.71	1.82	1.81	1.71	1.54
总收入 (%)	22.8%	25.8%	17.8%	17.9%	13.6%	经营性现金流/收入	0.05	0.15	0.09	0.12	0.13
EBITDA (%)	-134.1%	409.2%	28.2%	52.8%	29.2%	税前盈利对利息倍数	4.15	NA	NA	NA	NA
资产负债表						现金流量表					
〈百万人民币〉，财务年度截至〈12月31日〉						〈百万人民币〉，财务年度截至〈12月31日〉					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	20,158	33,340	56,122	94,143	144,954	EBITDA	4,604	23,444	30,063	45,931	59,334
应收账款	2,053	2,743	2,743	2,743	2,743	净融资成本	(1,629)	(1,425)	(1,402)	(1,500)	(1,500)
存货	1,163	1,305	1,545	1,754	1,956	营运资金变化	(813)	13,476	(241)	(208)	(202)
其他流动资产	119,771	145,729	145,729	145,729	145,729	已交所得税	(247)	(223)	0	0	0
总流动资产	143,145	183,116	206,139	244,369	295,382	其他	9,745	5,473	(0)	(0)	(0)
有形资产	22,201	25,978	28,576	31,433	34,577	营运现金流	11,659	40,745	28,420	44,223	57,632
无形资产	30,643	30,398	33,438	36,782	40,460	资本开支	(5,731)	(6,880)	(2,598)	(2,858)	(3,143)
权益法计投资	16,582	18,289	18,289	18,289	18,289	其他投资活动	(8,982)	(17,784)	(3,040)	(3,344)	(3,678)
其他	31,909	35,248	35,248	35,248	35,248	投资活动现金流	(14,714)	(24,664)	(5,638)	(6,201)	(6,821)
总资产	244,481	293,030	321,690	366,121	423,955	负债变化	(6,859)	663	0	0	0
应付账款	17,379	22,981	22,981	22,981	22,981	股息	0	0	0	0	0
短期银行贷款	17,562	19,322	19,322	19,322	19,322	其他融资活动	(3,131)	(3,444)	0	0	0
其他流动负债	41,489	58,572	58,572	58,572	58,572	融资活动现金流	(9,990)	(2,781)	0	0	0
总流动负债	76,430	100,874	100,874	100,874	100,874	现金变化	(13,045)	13,300	22,782	38,021	50,811
非流动负债	39,345	40,199	40,199	40,199	40,199	期初持有现金	32,513	20,158	33,340	56,122	94,143
总负债	115,775	141,073	141,073	141,073	141,073	期末持有现金	20,158	33,340	56,122	94,143	144,954
少数股东权益	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)						
股东权益	128,706	151,956	180,617	225,048	282,882						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。