

买入

2024年8月30日

收入和利润均大超预期，新业务亏损环比减半

24Q2 收入和利润均大超预期：24Q2 收入达 823 亿元人民币 (YoY+21%)，超过彭博一致预期 2%。经营利润 113 亿元，经营利润率 13.7%，经调整净利润 136 亿元 (YoY+77.6%)，超过彭博一致预期 28%，经调整净利润率 16.5%，主要得益于核心本地商业业务利润的释放，以及社区团购大幅度的减亏。费用端持续优化，公司毛利率同比提升 3.8% 至 41.2%，得益于社区团购业务的毛利率改善。销售费率为 18%，同比下降 3.4 个百分点，同比下降主要由于营销策略优化导致交易用户激励、推广及广告开支占比下降所致。24Q2 实现经营现金流入 191 亿元，持有的现金及现金等价物和短期理财投资分别为 547 亿元和 785 亿元。

核心本地商业经营利润持续释放：24Q2 核心本地商业收入 607 亿元 (YoY+18.5%)，经营利润 152 亿元 (YoY+36.8%)，经营利润率 25.1%。24Q2 实时配送交易笔数 6167 百万单 (YoY+14.2%)，日均订单 6777 万单。其中，美团外卖通过拼好饭、神抢手活动及会员补贴带动订单量快速增长；美团闪购保持快速增长态势，主要得益于交易用户数的大幅增加及交易频次的快速增长。到店、酒店及旅游业务二季度订单量同比增长超 60%，年度交易用户数及活跃商家数量均创历史新高，神会员体系持续拓展，为会员提供更多元化的高性价比和服务，提升用户粘性。

新业务亏损环比减半：24Q2 新业务收入 216 亿元 (YoY+28.7%)，经营亏损同比收窄至 13 亿元，经营亏损率收窄至 6.1%。公司通过提升产品品质和加强供应商合作，提高美团优选的运营效率，提升件均价和商品加价率。2024 年第二季度营业亏损同环比大幅收窄，管理层相信这一趋势将持续下去，全年有望亏损 80-90 亿左右。新业务减亏的力度再次印证了美团战略收缩的考量，将资本配置在回报率更高的业务上。

维持目标价至 135 港元，买入评级：美团二季度的业绩再次印证了美团在外卖和到店酒旅业务上的盈利韧性，随着公司继续整合本地商业服务，进一步对基础设施方面的投入，拓展品牌卫星店和高质量性价比的拼好饭服务，美团的即时交易笔数有望继续保持增长，达到日峰值 1 亿单的目标。随着神会员体系拓展到店酒旅业务，持续投入低线城市，为商家提供更多在线解决方案服务，本地生活的 GTV 有望继续保持高速增长，OPM 稳定在 30% 以上。综合看，我们认为核心本地商业服务营业利润会持续提高，新业务预计今年大幅减亏至亏损 80 亿元左右，乐观估计明年可以达到盈亏平衡。结合目前港股互联网企业普遍估值在 10-15 倍区间，外卖业务的绝对领先地位，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 24 年扣税利润的 23 倍和 15 倍 PE 估值，得出 135 港元目标价，维持买入评级。

风险提示：本地生活竞争加剧、外卖盈利和新业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李宜格

Vicky.li@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

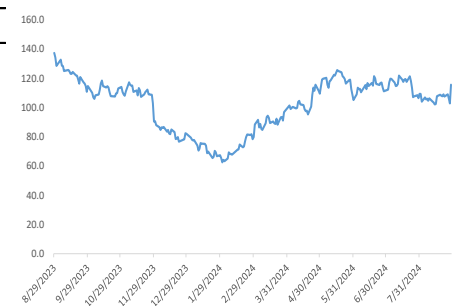
主要数据

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	61.06 亿股
市值	6277 亿港元
52 周高/低	125/61 港元
每股净资产	28 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	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (人民币百万元)	219,955	276,745	329,984	386,564	447,000
变动 (%)	22.8%	25.8%	19.2%	17.1%	15.6%
经调整净利润	2,828	23,253	36,921	47,552	59,097
变动 (%)	NA	722.4%	58.8%	28.8%	24.3%
归母净利润	-6,685	13,857	31,320	41,052	51,597
基本每股盈利 (人民币元)	-1.1	2.2	5.0	6.6	8.3
变动 (%)	NA	NA	126.0%	31.1%	25.7%
经调整市盈率115.7港元 (估)	NA	48.2	21.3	16.3	12.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


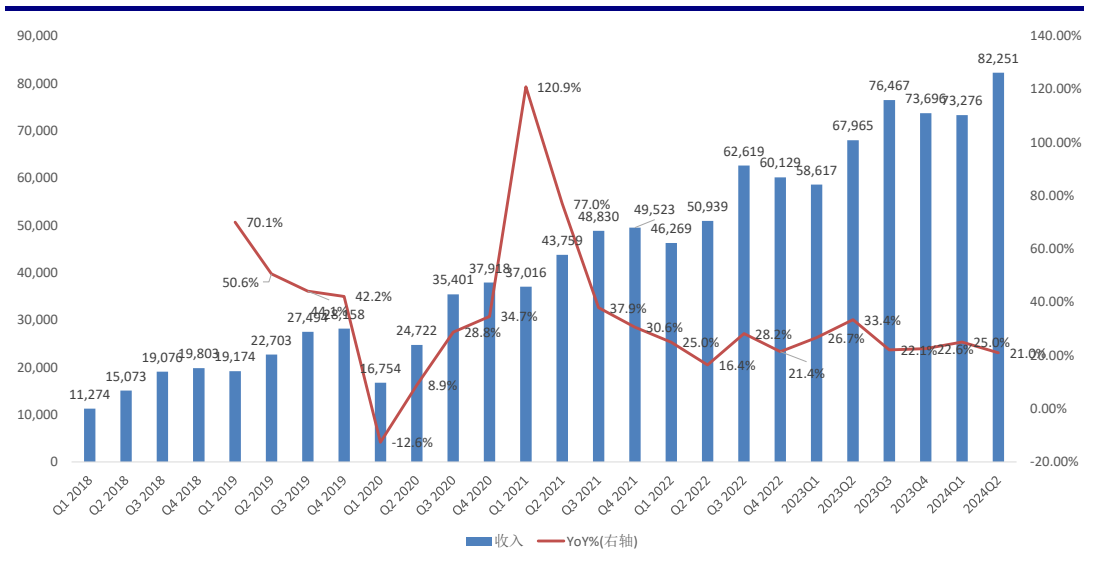
来源：Bloomberg

业绩摘要

收入和利润均大超市场预期

24Q2 收入达 823 亿元人民币 (YoY+21%)，经营利润 113 亿元，经营利润率 13.7%，经调整净利润 136 亿元 (YoY+77.6%)，经调整净利润率 16.5%，收入和利润均超市场预期，这主要得益于核心本地商业业务的利润释放，以及社区团购大幅度的减亏。二季度，公司的核心本地商业分部经营利润增长 36.8%至 152 亿元，新业务分部经营亏损收窄至 13 亿，经调整 EBITDA 及净利润分别增至 150 亿元及 136 亿元，经营现金流入 191 亿元，持有现金及理财产品总值 1332 亿元。公司董事会批准了新的一项 10 亿美金股票回购授权。公司上半年总共回购了 2.22 亿股 B 类股份，总共耗资 233 亿港元，注销回购 0.82 亿股，持有的 1.16 亿股回购库存股份将会在未来一段时间适时注销。

图表 1：公司营业收入（百万元）



资料来源：公司资料、第一上海整理

核心本地商业业务

规模效应下，核心本地商业收入 607 亿元 (YoY+18.5%)，经营利润 152 亿元 (YoY+36.8%)，经营利润率 25.1%。

业务细分为：

- 餐饮外卖业务：**24Q2 实时配送交易笔数 6167 百万单 (YoY+14.2%)，日均订单 6777 万单。公司持续拓展品牌卫星店，优化供应链，提升效率，为消费者提供低价且优质的商品供给。拼好饭在二季度表现强劲，单日订单量峰值突破 800 万单，使得用户留存和下单频次显著提升，推动外卖订单量持续增长。公司将更积极的去探索产品的新形态，以满足不同领域，尤其是在低价领域的消费需求。虽然消费趋势变化将持续影响在按需配送方面平均订单价值，单有望通过广告收入的增长，实现更好的经营杠杆，优化的补贴效率，预计经营利润同比增长将高于收入增长和订单量增长。
- 到店、酒店及旅游业务：**第二季度订单量同比增长超 60%，年度交易用户数及活跃商家数均创历史新高。通过神会员体系不断扩展，加深与商家的合作，为会员提供更多元化高性价比的商品和服务，目前神会员已经覆盖超 250 万家门店。公司推出全新品牌美团团购，利用货架模式来满足消费者对高性价比产品的需求。还推出特价团购等多种运营模式和举措来推广更多产品。这些举措有效承接了消费者对深折扣与优惠的需求，并且带动交易用户规模以及订单量的双增长。我们预计第三季度到店餐饮交易额增长 40%以上，利润率仍有提升空间。

间。

- (3) 美团闪购：24Q2 美团闪购订单量同比大幅增长，年度活跃商家稳健增长。公司与多个品类头部品牌达成深度合作，引入大量品牌门店入驻，帮助商家提高交易转化率。同时闪电仓区域覆盖度进一步提升，为商家提供用户流量等多样在线运营支持。并深入供应链自营采购，自营酒水零售品牌歪马送酒持续扩张。公司将不断增强美团闪购的竞争优势，提升用户体验。

美团拥有超 1 亿名会员，利用核心本地商业内部的协同效应，在不同业务板块之间实现更多消费者的转换，协同发展，通过订单及用户的增长，将推动 GTV 和变现率进一步的提升。

图表 2：美团核心分部业务收入和营业利润（百万元）

Millions	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
Business Breakdown													
Core Local Commerce													
Revenue	33,695	37,169	37,034	34,180	36,779	46,328	43,473	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626	60,682
YoY					9.2%	24.6%	17.4%	25.5%	39.2%	24.5%	26.8%	27.4%	18.5%
Operating Profit	5,914	4,151	5,117	4,705	8,261	9,321	7,215	9,445	11,139	10,096	8,019	9,698	15,234
YoY					39.7%	124.5%	41.0%	100.7%	34.8%	8.3%	11.1%	2.7%	36.8%
OPM	17.6%	11.2%	13.8%	13.8%	22.5%	20.1%	16.6%	22.0%	21.8%	17.5%	14.5%	17.8%	25.1%
New Initiatives													
Revenue	10,064	11,661	12,489	12,089	14,159	16,291	16,656	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650	21,569
YoY					40.7%	39.7%	33.4%	30.1%	18.4%	15.3%	11.5%	18.5%	28.7%
Operating Profit	-8,785	-10,028	-9,362	-8,453	-6,790	-6,771	-6,365	-5,029	-5,193	-5,112	-4,833	-2,757	-1,314
YoY					-22.7%	-32.5%	-32.0%	-40.5%	-23.5%	-24.5%	-24.1%	-45.2%	-74.7%
OPM	-87.3%	-86.0%	-75.0%	-69.9%	-48.0%	-41.6%	-38.2%	-32.0%	-31.0%	-27.2%	-26.0%	-14.8%	-6.1%

资料来源：公司资料、第一上海整理

新业务

新业务经营亏损同比减半减亏至 13 亿元，未来更加重视 ROI 的提升

24Q2 新业务收入 216 亿元 (YoY+28.7%)，经营亏损同比收窄至 13 亿元，经营亏损率环比收窄至 6.1%。

在新业务方面，公司通过提升产品品质和加强供应商合作，提高美团优选的运营效率，提升件均价和商品加价率。加强履约能力，提升营销效率，优化资源配置，使得亏损大幅收窄。小象超市二季度增长也领先同业，商品、运营和履约都取得显著进展。其他新业务，B2B 餐饮供应链服务、餐饮管理系统、共享单车及充电宝都实现健康增长。新业务财务价值都在逐步释放。

展望未来，2024 年第三季度营业亏损环比小幅扩大，同比仍有收窄，管理层相信这一趋势将持续下去，全年有望亏损 80-90 亿左右。

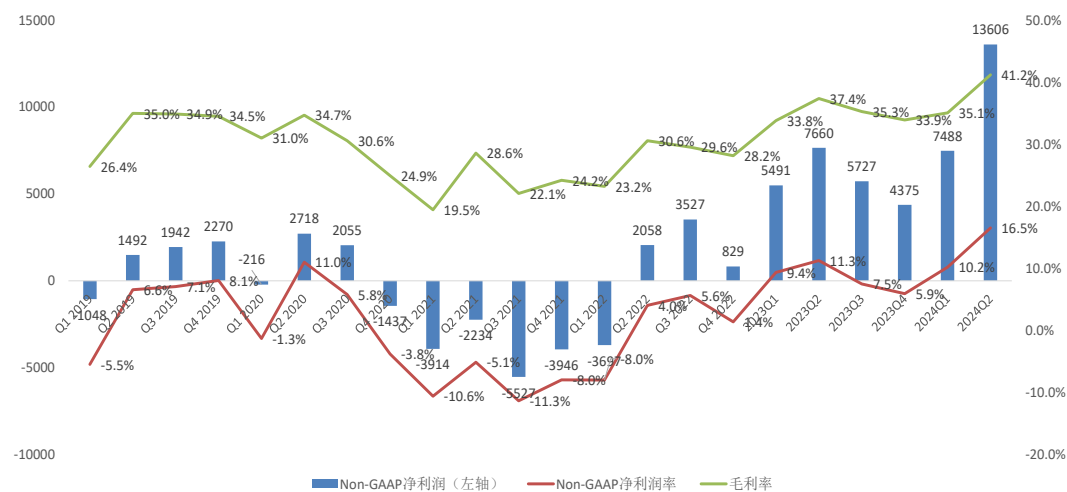
盈利情况

毛利率提升明显，持续优化公司费用

24Q2 综合毛利率为 41.2%，同比提升 1.26pct，环比提升 1.15pct；经营利润 52 亿元，经营利润率 7.1%，经调整净利润 75 亿元，净利润率 10.2%，这得益于本地商业的利润释放，以及新业务的强劲表现。公司进一步加强精细化运营。费用方面：

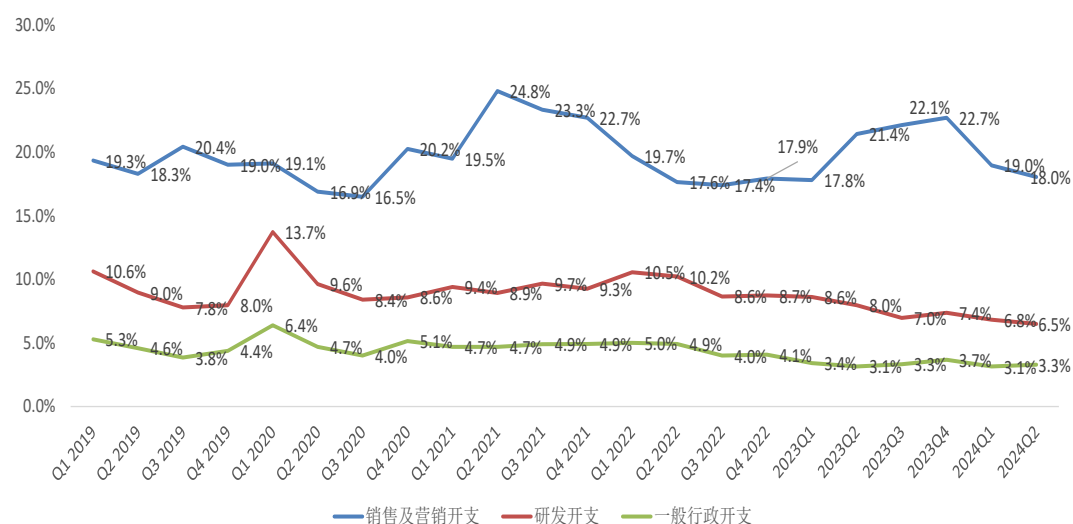
- (1) 销售及营销开支同比增长 2%至 148 亿元，占收入比例由 21.4%下降至 18%，主要营销策略优化导致交易用户激励及推广广告开支占比下降所致。
- (2) 研发开支为 53 亿元，同比保持稳定，但占收入比例由 8%下降 1.5 个百分点至 6.5%，主要是由于经营杠杆作用改善。
- (3) 一般及行政开支同比增长 26%至 27 亿元，主要是员工薪酬开支上升，占收入比例为 3.3%，同比保持稳定。

图表 3：公司综合毛利率和 Non-GAAP 净利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司资料、第一上海整理

上调目标价至 135 港元，维持买入评级

美团第二季度的业绩再次印证了美团在外卖和到店酒旅业务上的盈利韧性，随着公司继续整合本地商业服务，进一步对基础设施方面的投入，拓展品牌卫星店和高质量性价比的拼好饭服务，美团的即时交易笔数有望继续保持增长，达到日峰值 1 亿单的目标。随着神会员体系拓展到店酒旅业务，持续投入低线城市，为商家提供更多在线解决方案服务，本地生活的 GTV 有望继续保持高速增长，OPM 稳定在 30% 以上。综合看，我们认为核心本地商业服务营业利润会持续提高。新业务预计今年大幅减亏至亏损 80 亿元，乐观估计明年可以达到盈亏平衡。

结合目前港股互联网企业普遍估值在 10-15 倍区间，考虑到美团外卖的绝对领先地位，给予外卖业务一定高于行业的估值溢价，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 24 年扣税利润的 23 倍和 15 倍 PE 估值，得出 135 港元目标价，维持买入评级。

图表 5: 分部估值结果

2024年	餐饮外卖	到店、酒店及旅游
预计收入 (百万)	143,520	45,047
预计分部经营利润	26,599	16,416
税后利润	21,811	13,461
分部估值中枢	PE: 24X	PE: 18X
分部估值结果 (百万)	512,555	249,036
占比	67.3%	32.7%
主营业务估值总和 (百万)		761,592
汇率 (RMB/HKD)	1.08	
股份总额	6,106	
每股目标价 (HKD)	135	
每股现价 (HKD)	116	
上涨空间	17%	

资料来源: 第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表					
<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
收入	219,955	276,745	329,984	386,564	439,324
毛利	61,753	97,191	119,538	147,750	172,993
销售及营销开支	(39,745)	(58,617)	(60,054)	(69,581)	(76,003)
研发开支	(20,740)	(21,201)	(22,266)	(26,286)	(29,874)
经营利润	(5,820)	13,415	31,035	43,879	57,478
财务开支	(1,629)	(1,425)	(1,327)	(1,500)	(1,500)
税前盈利	(6,755)	14,022	32,428	45,112	58,633
所得税	70	(165)	(1,107)	4,060	7,036
净利润	(6,685)	13,857	31,320	41,052	51,597
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占溢利	(6,685)	13,857	31,320	41,052	51,597
折旧及摊销	9,730	7,997	0	0	0
EBITDA	4,604	23,444	33,755	46,612	60,133
增长					
总收入 (%)	22.8%	25.8%	19.2%	17.1%	13.6%
EBITDA (%)	-134.1%	409.2%	44.0%	38.1%	29.0%

资产负债表					
<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
现金	20,158	33,340	59,888	98,590	150,200
应收账款	2,053	2,743	2,743	2,743	2,743
存货	1,163	1,305	1,547	1,755	1,958
其他流动资产	119,771	145,729	145,729	145,729	145,729
总流动资产	143,145	183,116	209,906	248,817	300,629
有形资产	22,201	25,978	28,576	31,433	34,577
无形资产	30,643	30,398	33,438	36,782	40,460
权益法计投资	16,582	18,289	18,289	18,289	18,289
其他	31,909	35,248	35,248	35,248	35,248
总资产	244,481	293,030	325,457	370,570	429,203
应付帐款	17,379	22,981	22,981	22,981	22,981
短期银行贷款	17,562	19,322	19,322	19,322	19,322
其他流动负债	41,489	58,572	58,572	58,572	58,572
总流动负债	76,430	100,874	100,874	100,874	100,874
非流动负债	39,345	40,199	40,199	40,199	40,199
总负债	115,775	141,073	141,073	141,073	141,073
少数股东权益	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)
股东权益	128,706	151,956	184,384	229,496	288,130

资料来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	28.1%	35.1%	36.2%	38.2%	39.4%
EBITDA 利率 (%)	2.1%	8.5%	10.2%	12.1%	13.7%
净利率 (%)	-3.0%	5.0%	9.5%	10.6%	11.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	18.1%	21.2%	18.2%	18.0%	17.3%
实际税率 (%)	-1.0%	-1.2%	-3.4%	9.0%	12.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
应付账款天数	25.8	25.6	24.6	24.5	24.5
应收账款天数	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
财务状况					
总负债/总资产	0.47	0.48	0.43	0.38	0.33
收入/净资产	1.71	1.82	1.79	1.68	1.52
经营性现金流/收入	0.05	0.15	0.10	0.12	0.13
税前盈利对利息倍数	4.15	NA	NA	NA	NA

现金流量表					
<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
EBITDA	4,604	23,444	33,755	46,612	60,133
净融资成本	(1,629)	(1,425)	(1,327)	(1,500)	(1,500)
营运资金变化	(813)	13,476	(242)	(208)	(202)
已交所得税	(247)	(223)	0	0	0
其他	9,745	5,473	0	(0)	0
营运现金流	11,659	40,745	32,186	44,904	58,431
资本开支	(5,731)	(6,880)	(2,598)	(2,858)	(3,143)
其他投资活动	(8,982)	(17,784)	(3,040)	(3,344)	(3,678)
投资活动现金流	(14,714)	(24,664)	(5,638)	(6,201)	(6,821)
负债变化	(6,859)	663	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	(3,131)	(3,444)	0	0	0
融资活动现金流	(9,990)	(2,781)	0	0	0
现金变化	(13,045)	13,300	26,548	38,703	51,609
期初持有现金	32,513	20,158	33,340	59,888	98,590
期末持有现金	20,158	33,340	59,888	98,590	150,200

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。