

美团-W (03690.HK)

优于大市

二季度经营利润率显著提升，流量打通和产业链深耕助成长

核心观点

公司二季度收入增长 21%，经调整净利润大增 78%。2024Q2，美团实现营收 822.5 亿元 RMB/+21.0%，好于彭博预期的 804.2 亿元；实现经调整 EBITDA 150.0 亿元/+95.2%，经调整后净利润 136.1 亿元人民币/+77.6%，好于彭博预期的 103.4 亿元，主要来自核心本地商业业务经营利润率提升和新业务大幅减亏推动。2024Q2，经营现金流净流入 191 亿元/+75%。总体来看，在二季度餐饮和酒店等行业大盘增长相对平稳趋势下，公司整体录得强劲的经营调整净利润和经营现金流增长，彰显其经营韧性及管理优化卓有成效。

二季度核心本地商业经营效率有效提升。核心本地商业 Q2 收入 606.8 亿元 /+18.5% (配送/佣金/在线营销收入各+13.0%/20.1%/19.7%)，经营利润 152.3 亿元/+36.8%，经营利润率 25.1%/+3.3pct。**到家：Q2 公司即时预订交易笔数 61.7 亿元/+14.2%。**我们估算外卖单量增 10%+，AOV 略下降，但配送成本降低和补贴优化等推动，其经营利润率预计同比提升；估算闪购单量增 36%+，广告变现率提升和配送效率优化下预计经营利润连续两个季度为正。**到店酒旅：Q2 单量+60%，年度交易用户和年度活跃商家数量创历史新高，竞争有所缓和下预计变现率回升，同时业务整合协同下经营利润率也环比持续回升。**

二季度新业务显著减亏。新业务 Q2 收入 215.7 亿元/+28.7%，在补贴等优化和外部不利影响下仍增长强劲，主要系零售业务增长推动；经营利润亏损 14.1 亿元，同比减亏 38.8 亿元，OPM 从 2023Q2 的-31.0%增至-6.1%，同比+24.9pct，环比+8.7pct，减亏显著。其中我们估算美团优选持续减亏，其他新业务 Q2 整体盈利贡献，其中小象超市增长领先行业且效率提升，快驴、共享单车等业务盈利也持续向好），精细管理和严格财务纪律助力成长。

二季度毛利率显著提升，营销费率优化明显。2024Q2，公司毛利率 41.2%，同比/环比+3.8/6.1pct，主要系配送成本降低和补贴减少等推动；营销费率同比/环比+3.4/0.9pct，显示公司更注重营销投放 ROI，研发/管理费率各+1.5/-0.1pct，人效提升，同时也是基于收入增长下更好的经营杠杆。

组织升级、流量打通、产业链深耕助成长，新增 10 亿美金回购额度提振市场信心。展望下半年，虽然消费趋势仍有不确定，本地生活赛道也面临竞争格局的持续变化和新演绎，但不同龙头既有禀赋差异下发力侧重和模式也各趋分化。公司核心通过组织变革、流量打通、产业链深耕等助力成长。1) 组织变革管理优化，以垂直深耕为基础，在前期核心本地商业板块整合下，近期新业务板块进一步组织调整，更扁平更高效；2) 以神会员为载体，打通公司到店到家等各业务和全闭环交易场景，提升其本地流量转换与贡献；3) 以本地生活全链路深耕为基，加速与商户、供应链等合作，积极产品创新顺应消费趋势变化；4) 与快手等共赢合作，助力下沉。

风险提示：宏观经济等系统性风险，行业竞争加剧，业务整合不及预期，垄断监管风险或舆情风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持 24-26 年经调整后净利润 382/501/584 亿元，对应 PE 估值 18/13/11x。考虑公司组织升级、流量打通、产业链深耕有望持续助力中线成长，线上渗透的持续提升和全零售范围的扩容带来相对成长韧性，新增 10 亿美金回购额度提振市场信心，维持公司“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaozhao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

118.20 港元

总市值/流通市值

735383/664866 百万港元

52 周最高价/最低价

134.90/61.10 港元

近 3 个月日均成交额

3481.09 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-W (03690.HK) - 经营稳健提效，神会员预计将促进核心本地业务增长》——2024-08-30

《美团-W (03690.HK) - 垂直深耕到破壁融合，期待组织变革下的全新成长》——2024-07-30

《美团-W (03690.HK) - 抖音竞争走出差异化趋势，到店酒旅业务盈利能力回升》——2024-06-24

《美团-W (03690.HK) - 运营效率提升，利润端持续优化》——2024-06-10

《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

盈利预测和财务指标

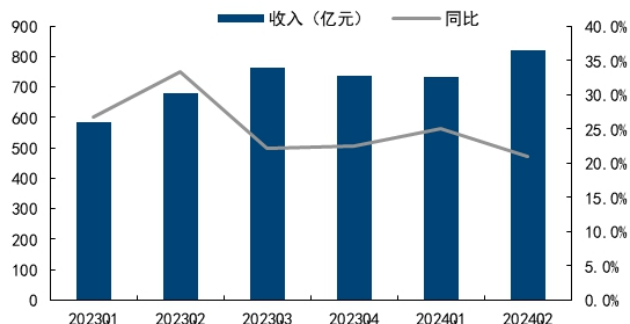
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	219,955	276,745	337,517	393,081	451,113
(+/-%)	22.8%	25.8%	22.0%	16.5%	14.8%
经调整净利润(百万元)	2,827	23,253	38,214	50,072	58,424
(+/-%)	-118.2%	722.5%	64.3%	31.0%	16.7%
经调整 EPS (元)	0.45	3.74	6.14	8.05	9.39
EBIT Margin	-2.6%	4.8%	8.7%	10.4%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	-5.2%	9.1%	15.2%	17.2%	16.8%
市盈率 (PE)	236.6	28.8	17.5	13.4	11.4
EV/EBITDA	694.0	54.8	29.7	20.5	16.2
市净率 (PB)	4.40	4.40	3.73	3.09	2.57

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

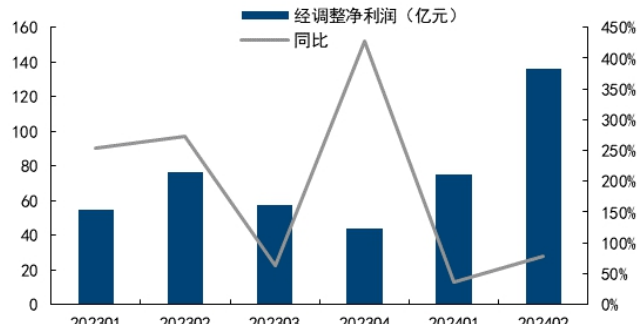
公司二季度收入增长 21%，经调整净利润大增 78%。2024Q2，美团实现营收 822.5 亿元 RMB/+21.0%，好于彭博预期的 804.2 亿元；实现经调整 EBITDA150.0 亿元/+95.2%，经调整后净利润 136.1 亿元人民币/+77.6%，好于彭博预期的 103.4 亿元，主要来自核心本地商业业务经营利润率提升和新业务大幅减亏推动。2024Q2，经营现金流净流入 191 亿元/+75%。总体来看，在二季度餐饮和酒店等行业大盘增长相对平稳趋势下，公司整体录得强劲的经营调整净利润和经营现金流增长，彰显其经营韧性及管理优化卓有成效。

图1：美团收入季度数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

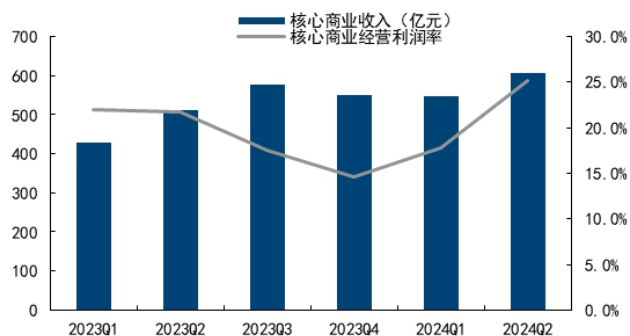
图2：美团利润季度数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

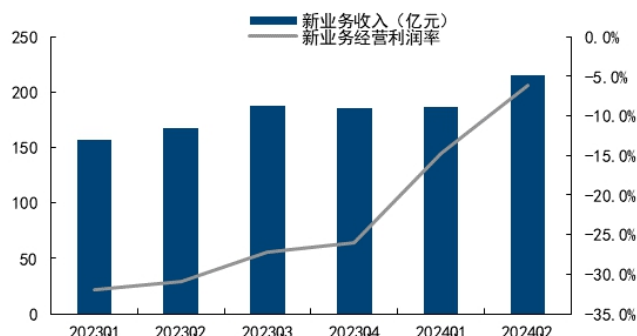
二季度核心本地商业经营效率有效提升。核心本地商业 Q2 收入 606.8 亿元/+18.5%（配送/佣金/在线营销收入各+13.0%/20.1%/19.7%），经营利润 152.3 亿元/+36.8%，经营利润率 25.1%/+3.3pct。到家：Q2 公司即时预订交易笔数 61.7 亿元/+14.2%。我们估算外卖单量增 10%+，AOV 略下降，但配送成本降低和补贴优化等推动，其经营利润率预计同比提升；估算闪购单量增 36%+，广告变现率提升和配送效率优化下预计经营利润连续两个季度为正。到店酒旅：Q2 单量+60%，年度交易用户和年度活跃商家数量创历史新高，竞争有所缓和下预计变现率回升，同时业务整合协同下经营利润率也环比持续回升。

图3：公司核心商业收入与经营利润率



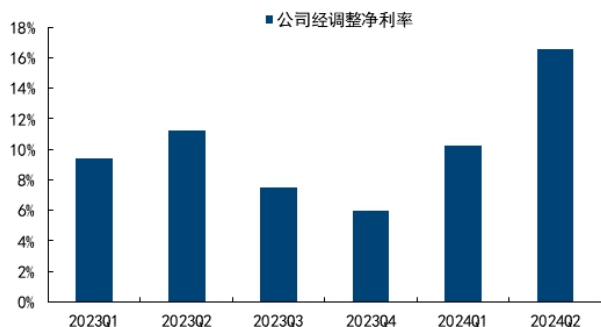
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司新业务收入与经营利润率



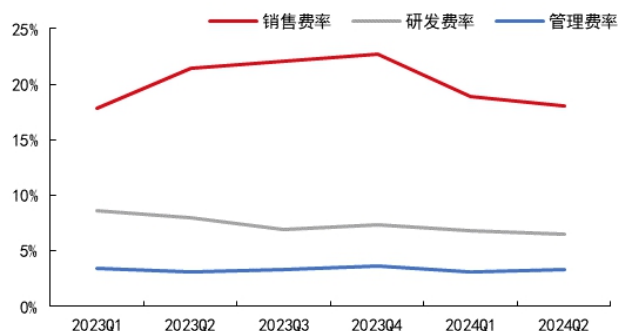
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司经调整利润率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度新业务显著减亏。新业务 Q2 收入 215.7 亿元/+28.7%，在补贴等优化和外部不利影响下仍增长强劲，主要系零售业务增长推动；经营利润亏损 14.1 亿元，同比减亏 38.8 亿元，OPM 从 2023Q2 的 -31.0% 增至 -6.1%，同比+24.9pct，环比+8.7pct，减亏显著。其中我们估算美团优选持续减亏，其他新业务 Q2 整体盈利贡献，其中小象超市增长领先行业且效率提升，快驴、共享单车等业务盈利也持续向好），精细管理和严格财务纪律助力成长。

二季度毛利率显著提升，营销费率优化明显。2024Q2，公司毛利率 41.2%，同比/环比+3.8/6.1pct，主要系配送成本降低和补贴减少等推动；营销费率同比/环比+3.4/0.9pct，显示公司更注重营销投放 ROI，研发/管理费率各+1.5/-0.1pct，人效提升，同时也是基于收入增长下更好的经营杠杆。

组织升级、流量打通、产业链深耕助成长，新增 10 亿美金回购额度提振市场信心。展望下半年，虽然消费趋势仍有不确定，本地生活赛道也面临竞争格局的持续变化和新演绎，但不同龙头既有禀赋差异下发力侧重和模式也各趋分化。公司核心通过组织变革、流量打通、产业链深耕等助力成长。1) 组织变革管理优化，以垂直深耕为基础，在前期核心本地商业板块整合下，近期新业务板块进一步组织调整，更扁平更高效；2) 以神会员为载体，打通公司到店到家等各业务和全闭环交易场景，提升其本地流量转换与贡献；3) 以本地生活全链路深耕为基，加速与商户、供应链等合作，积极产品创新顺应消费趋势变化；4) 与快手等共赢合作，助力下沉。

风险提示：宏观经济等系统性风险，行业竞争加剧，业务整合不及预期，垄断监管风险或舆情风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持“优于大市”评级。维持 24-26 年经调整后净利润 382/501/584 亿元，对应 PE 估值 18/13/11x。考虑公司组织升级、流量打通、产业链深耕有望持续助力中线成长，线上渗透的持续提升和全零售范围的扩容带来相对成长韧性，新增 10 亿美金回购额度提振市场信心，维持公司“优于大市”评级。

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	44243	62733	76892	营业收入	276745	337517	393081	451113
应收款项	11235	30515	35539	40786	营业成本	179554	213166	237102	267367
存货净额	1305	2850	3162	3560	销售费用	58617	67662	78616	88869
其他流动资产	19373	50628	58962	67667	管理及研发费用	30573	32889	40094	46014
流动资产合计	183116	246100	301833	358629	资产减值及公允价值变动	(901)	417	(112)	(111)
固定资产	13598	14589	14172	12832	其他损益净额	6315	5240	3884	3884
无形资产及其他	36198	35888	35653	35497	营业利润	13415	29457	41040	52636
投资性房地产	41828	41828	41828	41828	财务费用	606	1114	1297	1489
长期股权投资	18289	18289	18339	18389	权益性投资收益	1213	250	250	250
资产总计	293030	356695	411825	467175	利润总额	14022	28593	39993	51398
短期借款及交易性金融负债	19322	16150	17678	17716	所得税费用	165	1430	2800	7710
应付款项	23925	39903	41108	42720	少数股东损益	2	3	4	6
其他流动负债	57628	68127	77162	87144	归属于母公司净利润	13856	27161	37189	43683
流动负债合计	100874	124179	135948	147581	经调整净利润	23253	38214	50072	58424
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	净利润	13856	27161	37189	43683
长期负债合计	40199	53396	59563	59593	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	141073	177575	195511	207173	折旧摊销	7997	6910	8073	9295
少数股东权益	(57)	(54)	(49)	(44)	公允价值变动损失	901	(417)	112	111
股东权益	152013	179174	216363	260046	财务费用	606	1114	1297	1489
负债和股东权益总计	293030	356695	411825	467175	营运资本变动	15094	(12407)	2738	(2726)
关键财务与估值指标					其它	2674	3	4	6
经调整 EPS	3.74	6.14	8.05	9.39	经营活动现金流	40522	21250	48117	50367
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	24.43	28.80	34.78	41.80	其它投资现金流	(20787)	0	(23573)	(28287)
ROIC	23%	52%	69%	78%	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%	37%	40%	41%	负债净变化	(939)	0	0	0
EBIT Margin	5%	9%	10%	12%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	12%	13%	其它融资现金流	(904)	(3172)	1528	39
收入增长	26%	22%	16%	15%	融资活动现金流	(2781)	(3172)	1528	39
净利润增长率	-307%	96%	37%	17%	现金净变动	13181	10904	18489	14159
资产负债率	48%	50%	47%	44%	货币资金的期初余额	20159	33340	44243	62733
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	33340	44243	62733	76892
P/E	28.8	17.5	13.4	11.4	企业自由现金流	26521	15313	41446	43400
P/B	4.4	3.7	3.1	2.6	权益自由现金流	24079	11907	42984	43626
EV/EBITDA	55	30	21	16					

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