

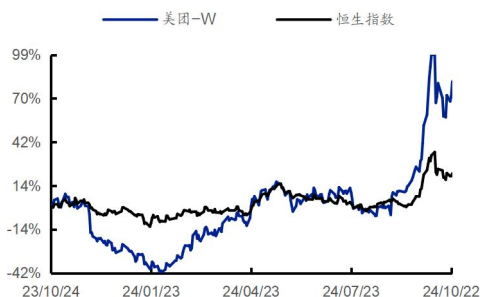
研究所：

证券分析师： 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师： 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 罗婉琦 S0350524050002
 luowq@ghzq.com.cn

利润持续释放，关注协同力及新供给的长期驱动

——美团-W (3690.HK) 2024Q3 业绩前瞻

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/10/23

表现	1M	3M	12M
美团-W	46.8%	65.0%	80.8%
恒生指数	13.8%	18.8%	20.9%

市场数据

2024/10/23

当前价格(港元)	194.90
52周价格区间(港元)	61.10-217.00
总市值(百万港元)	1,185,913.94
流通市值(百万港元)	1,185,913.94
总股本(万股)	608,473.03
流通股本(万股)	608,473.03
日均成交额(百万港元)	8,764.18
近一月换手(%)	0.82

相关报告

《美团-W (3690.HK) 2024Q2 财报点评：利润增长超预期，新业务加速减亏(买入)*本地生活服务II*陈梦竹，张娟娟，罗婉琦》——2024-08-30
 《美团-W (3690.HK) 2024Q1 财报点评：营收增长超预期，利润端持续改善(买入)*本地生活服务II*陈梦竹，张娟娟，罗婉琦》——2024-06-09
 《美团-W (3690.HK) 2023Q4 财报点评：营收利润均超预期，优选业务目标大幅减亏(买入)*本地生活服务II*陈梦竹，张娟娟》——2024-03-25
 《美团-W (3690.HK) 2023Q4 业绩前瞻：积极竞

主要财务指标前瞻：我们预计美团 2024Q3 实现总营收 921 亿元 (YoY+20.5%，QoQ+12%)；核心本地商业营收 687 亿元 (YoY+19%，QoQ+13%)，其中餐饮外卖业务预计营收 459 亿元 (YoY+15%，QoQ+13%)，经营利润率 17.8% (YoY+2.9pct)；闪购业务预计营收 67 亿元 (YoY+42%)，经营利润率 0.3% (YoY+2.4pct)；到店酒旅业务预计营收 154 亿元 (YoY+25%，QoQ+11%)，经营利润率 35% (QoQ+1pct)；新业务预计营收 235 亿元 (YoY+25%，QoQ+9%)，经营利润率-8% (YoY+20pct)。

核心本地商业—餐饮外卖业务：积极拓展新供给助力单量增长，多维度优化释放利润弹性。我们预计 2024Q3 餐饮外卖业务营收同比增长 14.6%至 459 亿元，GTV 同比增长 11%，经营利润率同比提升 2.9pct 至 17.8%。(1)单量端来看，我们预计 2024Q3 外卖单量同比提升 12%至 61.2 亿笔，整体预计呈现稳健增长，主要由于①平台在低价拼好饭模式中加速布局贡献增量，据晚点 LatePost 报道，截至 2024 年 8 月已有 1.2 亿用户使用过拼好饭，接近美团外卖用户的 1/4；②通过“品牌卫星店”、“美食集合店”等新供给模式持续做深外卖供应链；③2024 年 8 月美团外卖通过“秋天第一杯奶茶”营销活动，实现单日峰值订单突破 9000 万单。(2)利润端来看，预计 2024Q3 单均 OP 约 1.34 元/单，2024Q3 单均 OP 同比提升幅度预计低于 2024Q2 同比表现，主要考虑到骑手资源充沛及履约效率改善下的配送成本下降，或只能部分抵消客单价下降以及季节性补贴增加带来的负向影响。长期我们看好外卖业务的核心商业壁垒和社会价值，平台通过积极主动适应当前消费力变化以及做深供应链去驱动长期单量增长，也有望通过提升广告变现、精细化运营提效、降低单均补贴等方式改善单均盈利，释放长期利润弹性。

核心本地商业—闪购业务：即时零售行业增长韧性强，关注新业态长期驱动力。我们预计 2024Q3 闪购营收同比增长 42%至 67 亿元，预计单量同比增长 37%至 9.6 亿单，即时零售行业保持韧性增长，其中闪电仓业态成为核心驱动力之一(据 2024 年 10 月 15 日美团官方举行的“2024 美团即时零售产业大会”中核心本地生活 CEO 王莆中表示，目前美团闪电仓数量已超 3 万个，预计到 2027 年美团闪电仓将超 10 万个，市场规模将达到 2000 亿元)；预计 2024Q3 闪购经营利润约 0.19 亿元，经营利润率环比下降 4.8pct，主要考虑到节假日营销活动(奥运会/欧洲杯/七夕等)季度投放增多以及季节

争应对，追求长期价值释放（买入）*本地生活服务II*陈梦竹，张娟娟——2024-02-12

《美团-W（3690.HK）2023Q3 财报点评：业绩短期承压，静待长期价值释放（买入）*本地生活服务II*陈梦竹》——2023-11-30

性配送成本增加。

- **核心本地商业—到店、酒店及旅游业务：神会员打通释放协同力，长期竞争格局保持乐观。**我们预计 2024Q3 到店酒旅业务营收同比增长 25%至 154 亿元，预计经营利润率环比提升至 35%，主要源于：1) 我们预计 2024Q3 到店酒旅板块 GTV 同比增长 35%，主要考虑到暑假对到店消费的一定拉动以及“神会员”到家到店打通后的协同力释放，虽酒旅业务因高基数问题预计增长弱于到店，但消费整体持续回暖中，据美团官方发布的“十一”黄金周数据显示，全国生活服务到店消费同比增长 41.2%，游客日均消费较上年假期同比增长 69.6%；据文旅部数据显示，国庆节假日 7 天国内出游人次较 2019 年同期增长 10.2%，国内游客出游总花费较 2019 年同期增长 7.9%；2) 考虑到神会员带动补贴效率提升以及品类持续优化，我们预计 2024Q3 板块经营利润同比增长 37%至 54 亿元。综合来看，本地生活行业线上渗透率仍处于低位，大盘增长有空间，且美团主动应对竞争，积极发挥到家到店协同优势，我们对美团到店酒旅板块竞争格局保持乐观，预计板块营收 2023-2026 三年 CAGR 约 21%。
- **新业务：优选持续减亏，注重高质量增长。**我们预计 2024Q3 新业务营收同比增长 25%至 235 亿元，主要考虑到小象超市的持续驱动；我们预计 2024Q3 新业务整体亏损环比小幅增加至 18 亿元，其中优选预计亏损 18 亿元，主要考虑到季节性冷链投入。
- **盈利预测和投资评级** 长期看好公司在即时配送领域的核心壁垒，考虑到本地生活行业竞争回归理性以及新业务加速减亏，我们调整公司 2024-2026 年营收预测为 3,328/3,863/4,389 亿元，2024-2026 年归母净利润预测为 332/441/551 亿元，Non-GAAP 归母净利润预测为 415/573/683 亿元，对应摊薄 EPS 为 5.22/6.86/8.48 元；根据 SOTP 估值法，我们给予 2025 年美团合计目标市值 13,978 亿元人民币，对应目标价 230 元人民币/250 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示** 宏观经济增长不及预期；本地生活和零售业竞争加剧风险；新业务 UE 改善不及预期；神会员打通效果不及预期；业绩前瞻预测仅供参考，以公司公告为准等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	276745	332813	386281	438889
增长率(%)	26	20	16	14
归母净利润(百万元)	13856	33203	44111	55055
增长率(%)	-	140	33	25
摊薄每股收益(元)	2.11	5.22	6.86	8.48
ROE(%)	9	18	20	22
P/E	84.98	34.36	26.12	21.14
P/B	7.18	5.82	4.93	4.33
P/S	3.94	3.28	2.82	2.49
EV/EBITDA	45.69	22.82	16.46	13.89

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

(股价单位港元, 其余人民币, 汇率参考 2024 年 10 月 23 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币)

附表：美团-W 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，汇率参考 2024 年 10 月 23 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币）

证券代码:	03690		股价:	194.90	投资评级:	买入	日期:	2024/10/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	18%	20%	22%	EPS	2.11	5.22	6.86	8.48
毛利率	35%	38%	37%	38%	BVPS	24.97	30.83	36.41	41.36
期间费率	25%	22%	20%	21%	估值				
销售净利率	5%	10%	11%	13%	P/E	84.98	34.36	26.12	21.14
成长能力					P/B	7.18	5.82	4.93	4.33
收入增长率	26%	20%	16%	14%	P/S	3.94	3.28	2.82	2.49
利润增长率	-	140%	33%	25%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.94	1.05	1.10	1.10	营业收入	276745	332813	386281	438889
应收账款周转率	16.02	17.38	17.80	17.80	营业成本	179554	207034	245240	270542
存货周转率	-	-	-	-	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	58617	63072	67000	82597
资产负债率	48%	41%	37%	37%	管理费用	9372	10269	11229	10972
流动比	1.82	2.24	2.49	2.49	财务费用	606	515	1159	1317
速动比	0.89	0.91	0.91	0.91	其他费用 / (-收入)	21201	21863	21498	21944
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	13415	33336	49785	62050
现金及现金等价物	33340	39938	42491	48278	营业外净收支	-1213	-833	-386	-439
应收款项	17278	19148	21695	24650	利润总额	14022	33654	49013	61172
短期投资	111821	119813	139061	158000	所得税费用	165	451	4901	6117
其他流动资产	19373	16641	19314	21944	净利润	13857	33203	44111	55055
流动资产合计	183116	197271	224572	255157	少数股东损益	2	-	-	-
固定资产	25978	19969	23177	26333	归属于母公司净利润	13856	33203	44111	55055
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	30398	33281	30903	35111	经营活动现金流	40522	42123	42621	55117
长期股权投资	29323	39938	42491	48278	净利润	13857	33203	44111	55055
资产总计	293030	317084	352045	399990	少数股东权益	2	-	-	-
短期借款	19322	16641	19314	21944	折旧摊销	7997	9585	11588	13167
应付款项	22981	20060	19049	21644	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	13476	333	3863	6144
其他流动负债	58366	49922	50217	57056	投资活动现金流	-24664	-18577	-26267	-29844
流动负债合计	100874	87954	90125	102399	资本支出	6880	17579	27040	30722
长期借款及应付债券	610	1585	1760	2000	长期投资	-20950	-	-	-
其他长期负债	39589	39938	38628	43889	其他	2865	-1664	-	-
长期负债合计	40199	41523	40388	45889	筹资活动现金流	-2781	-16948	-13800	-19485
负债合计	141073	129477	130514	148288	债务融资	39753	35944	37856	38622
股东权益	151956	187607	221532	251702	权益融资	193	-	-	-
负债和股东权益总计	293030	317084	352045	399990	现金净增加额	13181	6598	2553	5787

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外互联网分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，罗婉琦，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。