美团-W（03690.HK）

主业利润再超预期，出海业务或加大投入

美团发布 24Q3 财报，24Q3 公司营收 935.8 亿/+22.4%，经营 OP 为 136.9 亿/+307.5%；经调整净利 128.3 亿/+124.0%。其中，核心本地商业分部收入 693.7 亿/+20.2%，经营 OP 为 145.8 亿/+44.4%；新业务收入 242.0 亿/+28.9%，OP 为-10.3 亿。Q3 公司收入增长符合预期，核心分部盈利及新业务减亏明显超预期；长期看，公司到店、外卖业务成长性与壁垒仍具。维持“强烈推荐”评级。

- **收入增长符合预期，核心分部盈利及新业务减亏超预期。**24Q3 公司营收 935.8 亿/+22.4%，经营 OP 为 136.9 亿/+307.5%；经调整净利 128.3 亿/+124.0%。其中，核心本地商业分部收入 693.7 亿/+20.2%，经营 OP 为 145.8 亿/+44.4%；新业务收入为 242.0 亿/+28.9%，OP 为-10.3 亿。
- **外卖&闪购：Q3 OPM 同比改善，预计 Q4 外卖单量韧性增长。**公司 24Q3 即配单量达 70.8 亿单/+14.5%；其中，1）外卖：预计 24Q3 单量同比稳健增长，客单价降幅收窄，广告变现及配送收入提升下，预计 Q3 OPM 同比明显提升。展望 Q4，暖冬天气影响外卖需求，但 AOV 在低基数下降幅环比继续收窄，广告变现提升拉动下，预计 Q4 OPM 同比明显提升。2）闪购：预计 Q3 高单量增速延续，日均单量突破千万单，广告变现提升下 OPM 为正。展望 Q4，去年同期医药高基数对 Q4 增速有所拖累，剔除医药后闪购仍保持高速增长。
- **到店：GTV 持续较快增长，业务结构变化导致 OPM 波动。**预计 Q3 收入约 162 亿/+26.1%，去年同期酒旅较高基数下，到店 GTV 及收入增速慢于 Q2。季节性影响+营销投入+直播及特价团等业务结构变化下，Q3 到店 OPM 环比有所下降。Q4 到店 GTV 及收入仍将维持较快增长，预计 OPM 短期仍受业务结构变化影响。格局方面，公司当前与抖音竞争态势平稳，到店线上化增量空间大，双方错位竞争态势更加明确。
- **新业务减亏明显，海外布局持续推进。**24Q3 新业务收入为 242.0 亿/+28.9%，OP 为-10.3 亿，OPM 为-4.2%/+23.0pct，亏损同比、环比继续明显收窄，减亏幅度超预期；其中预计优选亏损约 17 亿，二轮车及充电宝 Q3 旺季下实现明显盈利。2024 年 10 月，公司外卖平台 Keeta 在沙特首都利雅得正式上线，公司持续推进海外布局，同时预计海外新业务拓展投入可控。
- **投资建议：**公司 Q3 表现超预期，预计后续业务韧性持续体现，变现能力提升下利润持续释放；长期看外卖及到店成长性与壁垒仍具。预计 25 年公司核心商业分部经营 OP 604 亿，按照 15%税率估算核心分部净利润为 513 亿，给予 20 倍 PE 对应目标价 176.8 港元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧，需求复苏不及预期，新业务减亏不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	220076	276850	336687	380394	426553
同比增长	23%	26%	22%	13%	12%
GAAP 净利润(百万元)	-6639	13857	36254	43566	56200
同比增长	-72%	-307%	162%	20%	29%
经调整净利润(百万元)	2873	23253	43694	51395	64029
同比增长	-118%	709%	88%	18%	25%
每股收益(元，经调整)	0.47	3.79	7.12	8.37	10.43
P/E(倍，经调整)	329.8	40.8	21.7	18.4	14.8
P/B(倍)	7.3	6.4	5.1	4.2	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

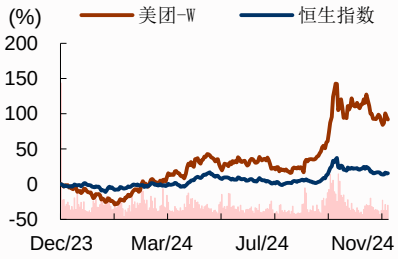
消费品/商业
目标估值：176.80 港元
当前股价：168.7 港元

基础数据

总股本（百万股）	6180
香港股（百万股）	5502
总市值（十亿港元）	1042.6
香港股市值（十亿港元）	928.2
每股净资产（港元）	32.3
ROE（TTM）	14.4
资产负债率	43.9%
主要股东	Huai River Investment Limited
主要股东持股比例	10.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	42	64
相对表现	-3	37	49



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《美团-W（03690）—Q2 表现超预期，盈利弹性凸显》2024-08-29
2、《美团-W（03690）—核心分部增长亮眼，优选减亏超预期》2024-06-07
3、《美团-W（03690）—Q4 表现略超预期，24 年优选减亏带来业绩弹性》2024-03-26

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	143146	183117	217344	272701	342286
现金及现金	20159	33340	59351	108771	172064
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	91873	111821	111821	111821	111821
应收账款及	2053	2743	3337	3770	4228
其它应收款	13292	14535	17683	19979	22403
存货	1163	1305	1591	1742	1922
其他流动资	14606	19373	23560	26619	29849
非流动资产	101335	109913	110296	107928	105786
长期投资	42091	47612	47612	47612	47612
固定资产	22201	25978	26361	23993	21851
无形资产	30643	30398	30398	30398	30398
其他	6400	5925	5925	5925	5925
资产总计	**244481**	**293030**	**327640**	**380630**	**448072**
流动负债	76429	100875	99355	108779	120022
应付账款	17379	22981	28010	30673	33849
应交税金	100	206	206	206	206
短期借款	17562	19322	0	0	0
其他	41388	58366	71139	77901	85967
长期负债	39345	40199	40199	40199	40199
长期借款	1549	610	610	610	610
其他	37796	39589	39589	39589	39589
负债合计	**115774**	**141074**	**139554**	**148978**	**160221**
股本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
储备	125613	128763	152013	188137	231696
少数股东权	(56)	(57)	(52)	(45)	(36)
归母所有者权益	128763	152013	188137	231696	287888
负债及权益合计	**244481**	**293030**	**327640**	**380630**	**448072**

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11411	40522	48490	48934	62356
净利润	(6686)	13856	36249	43559	56191
折旧与摊销	0	0	2617	2518	2292
营运资本变	0	0	9587	3486	4950
其他非现金	18098	26666	37	(629)	(1078)
投资活动现金流	(14714)	(24664)	(1863)	522	973
资本性支出	0	0	(3000)	(150)	(150)
出售固定资	0	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	(14714)	(24664)	1137	672	1123
筹资活动现金流	(9990)	(2781)	(20616)	(37)	(37)
债务增减	0	0	(19322)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	125	0	0
其它筹资	(9990)	(2781)	(1169)	(37)	(37)
其它调整	0	0	(249)	0	0
现金净增加额	(12355)	13181	26011	49419	63293

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	220076	276850	336687	380394	426553
主营收入	219955	276745	336687	380394	426553
营业成本	158202	179553	218847	239648	264463
毛利	61753	97192	117840	140746	162090
营业支出	70256	89189	79739	95523	100732
营业利润	(8382)	8108	38102	45223	61358
利息支出	1583	1425	1169	37	37
利息收入	658	819	1137	672	1123
权益性投资	36	1213	0	0	0
其他非经营	1282	3048	0	0	0
非经常项目	1234	2260	0	0	0
除税前利润	(6755)	14023	38070	45859	62445
所得税	(70)	165	1816	2293	6244
少数股东损	1	2	5	7	9
归属普通股东净	(6686)	13856	36249	43559	56191
经调整净利润	2873	23253	43694	51395	64029

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	23%	26%	22%	13%	12%
营业利润	-64%	-197%	370%	19%	36%
净利润	-72%	-307%	162%	20%	29%
获利能力					
毛利率	28.1%	35.1%	35.0%	37.0%	38.0%
净利率	-3.0%	5.0%	10.8%	11.5%	13.2%
ROE	-5.2%	9.1%	19.3%	18.8%	19.5%
ROIC	-4.3%	7.6%	20.8%	20.7%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	48.1%	42.6%	39.1%	35.8%
净负债比率	7.8%	6.8%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.9	1.8	2.2	2.5	2.9
速动比率	1.9	1.8	2.2	2.5	2.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	171.5	145.5	151.2	143.8	144.4
应收帐款周转率	13.6	17.0	17.6	17.0	16.9
应付帐款周转率	9.7	8.9	8.6	8.2	8.2
每股资料（元）					
每股收益（经调	0.47	3.79	7.12	8.37	10.43
每股经营现金	1.89	6.50	7.78	7.85	10.00
每股净资产	21.33	24.38	30.17	37.16	46.17
每股股利	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE（经调整）	329.8	40.8	21.7	18.4	14.8
PB	7.3	6.4	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	-153.5	74.6	23.5	20.3	15.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。