

美团-W (03690.HK)

核心本地业务稳健增长，关注出海业务发展

优于大市

核心观点

营收增长 22%，调整后利润率同比提升 7pct。 本季度美团实现营业收入 936 亿元，同比增长 22%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长+21%/+25%/+18%。本季度美团实现调整后净利润 128 亿元，同比增长 124%；调整后净利润率 14%，同比提升 7pct。其中，毛利率同比提升约 4pct，得益于成本效率提升；研发费率同比下降 1.3pct，反映经营杠杆作用下人效比提升，销售费率同比下降 3pct 至 19%，主要由于营销效率提升，管理费率基本与去年同期持平。

即时配送总单量同比增长 15%，外卖闪购单均盈利持续优化。 我们测算，本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 12%，受益于高粘性用户下单频次稳步增长以及拼好饭快速起量。广告收入提升以及单均配送成本下降带动餐饮外卖 UE 提升。闪购订单量同比增长 36%，经营利润连续三个季度转正受益于货币化率的提升和规模效应。根据业绩会，公司将提供补贴以支持商家的进一步发展和业务创新，初步总金额为 10 亿元人民币。

到店酒旅 GTV 增长约 26%，公司关注经营利润绝对值增长。 根据业绩会，24Q3 到店酒旅业务订单量同比增长超过 50%，我们测算 GTV 同比增长约 26%。升级后的“神会员”超过 50%的商家加入了此项计划。公司目标是逐步引导超过 1 亿的神会员从外卖转向到店酒旅服务。我们测算三季度公司到店酒旅收入同比增长 24%，经营利润率为 34%。公司表示，未来关注营业利润增长而不是营业利润率。营业利润率受到跨品类和城市层级以及季节性的影响。

新业务：优选减亏亮眼。 本季度新业务收入同比增长 29%至 242 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快速增长。本季度新业务经营亏损收窄至 10 亿元。经营亏损率 4%，环比收窄 2pct，同比收窄 23pct。我们测算美团优选亏损 17 亿，其他业务盈利 6-7 亿，目前优选不关注市占，主要集中在商品品质差异化，考虑优选 Q4 年货节有前置投入，以及 Q4 Keeta 沙特投入将有所增加，我们预计新业务全年亏损 72 亿元。

投资建议：维持“优于大市”评级。 考虑到公司本季度利润表现出色，上调 24-26 年调整后净利润 430/523/587 亿元（调整幅度+13%/+4%/+0%）。考虑到利润上调，我们给予美团 25 年 20-22xPE 估值，上调目标价至 185-203 港币（幅度+40-48%）。维持“优于大市”评级。

风险提示：竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

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	338,176	388,933	443,087
(+/-%)	22.8%	25.8%	22.2%	15.0%	13.9%
经调整净利润(百万元)	2,827	23,253	43,003	52,276	58,656
(+/-%)	-118.2%	722.5%	84.9%	21.6%	12.2%
经调整 EPS (元)	0.46	3.82	7.07	8.59	9.64
EBIT Margin	-2.6%	4.8%	10.2%	11.4%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	-5.2%	9.1%	17.4%	17.7%	16.5%
市盈率 (PE)	338.0	41.1	22.2	18.3	16.3
EV/EBITDA	931.4	73.0	33.7	25.0	21.0
市净率 (PB)	6.28	6.28	5.19	4.27	3.57

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

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

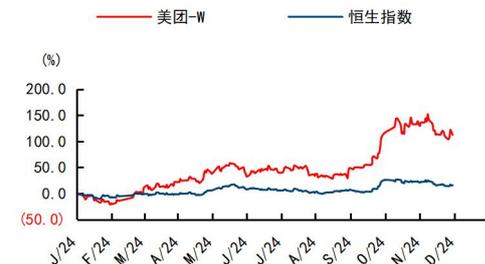
证券分析师：陈淑媛 021-60375431
chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003

联系人：王颖婕 0755-81983057
wangyingjie1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 185.00 - 203.00 港元
收盘价 168.70 港元
总市值/流通市值 1026583/928196 百万港元
52 周最高价/最低价 217.00/61.10 港元
近 3 个月日均成交额 7596.48 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) - 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》——2024-09-02

《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

总览：收入利润增长亮眼

收入同比增长 22%，核心本地各业务均呈现稳健增长。本季度美团实现营业收入 936 亿元，同比增长 22%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长+21%/+25%/+18%。

毛利率、销售费率、研发费率优化明显，净利润显著提升。本季度美团实现调整后净利润 128 亿元，同比增长 124%；调整后净利润率 14%，同比提升 7pct。其中，毛利率同比提升约 4pct，得益于成本效率提升；研发费率同比下降 1.3pct，反映经营杠杆作用下人效比提升，销售费率同比下降 3pct 至 19%，主要由于营销效率提升，管理费率基本与去年同期持平。

图1：美团季度营业收入及增速（亿元、%）



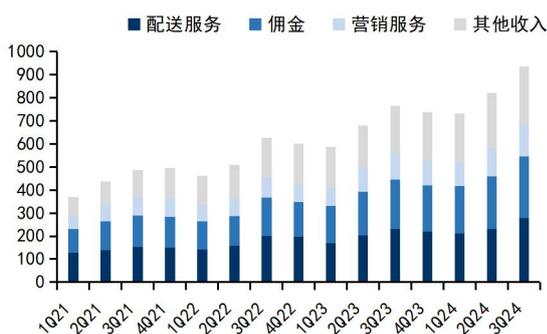
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：美团调整后净利润及利润率（亿元、%）



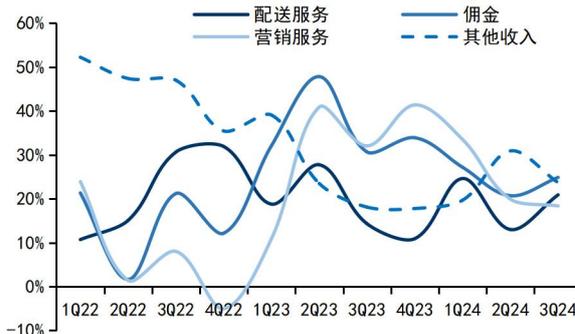
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：美团收入构成，按类型划分（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：美团各类型收入的同比增速



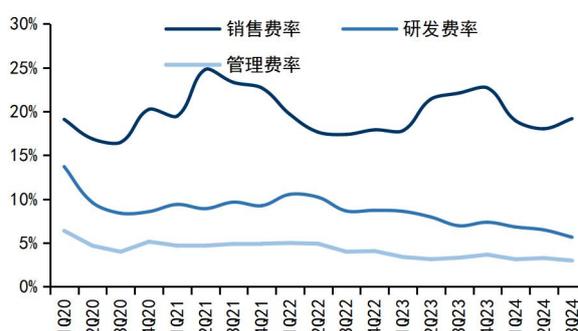
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 美团季度毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 美团季度期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心本地: 外卖单均盈利同比持续提升, 公司关注到店业务经营利润绝对值增长

核心本地商业收入增长 20%, 经营利润率同比提升 3.5pct。 本季度核心本地商业实现收入 694 亿元, 同比增长 20%。我们测算, 餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比分别增长 16%/47%/24%。本季度核心本地业务实现经营利润 146 亿元, 同比增长 44%, 经营利润率为 21.0%, 同比提升 3.5pct。

图7: 美团核心本地商业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 美团核心本地商业经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

即时配送总单量同比增长 15%, 外卖闪购单均盈利同比持续优化

餐饮外卖: 订单量同比增长 12%, UE 持续提升。 1) 单量端, 我们测算本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 12%, 受益于高粘性用户下单频次稳步增长以及拼好饭快速起量, 据公司披露, Q3 拼好饭单日订单量峰值已突破 900 万单。2) 收入端, 我们测算外卖收入增速 16%, 本季度餐饮外卖 take rate 提升, 主要驱动因素为单均配送和广告收入增长, 部分被单均价降低的负向影响抵消。3) 利润端, 我们测算本季度单均 UE 1.6 元, 同比提升 0.5 元, 主要由于广告收入提升以及单均配送成本下降。根据业绩会, 公司将提供补贴以支持商家的进一步发展和业务创新, 初步总金额为 10 亿元人民币。

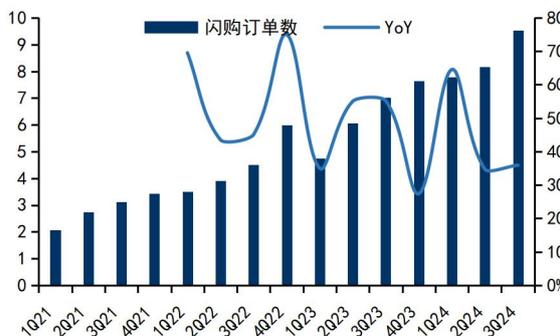
闪购订单量同比增长 36%，经营利润连续三个季度转正。收入方面，我们测算本季度闪购佣金广告收入增长约 52%。本季度闪购利润环比下降，主要由于季节性骑手成本提升影响。

图9: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图10: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

到店酒旅订单量增长超 50%，公司关注经营利润绝对值增长

到店酒旅业务 GTV 增长 26%，神会员商家积极参与。根据业绩会，24Q3 到店酒旅业务订单量同比增长超过 50%，我们测算 GTV 同比增长约 26%。升级后的“神会员”计划扩展至全国，当前超过 50%的商家加入了此项计划。公司目标是逐步引导超过 1 亿的神会员从外卖转向到店酒店和旅游服务。目前，神会员直接增加了到店酒旅的流量，并且在获取新用户方面持续提升影响力。

我们测算三季度公司到店酒旅收入同比增长 24%，经营利润率为 34%。公司在经营利润层面表示，未来关注营业利润增长而不是营业利润率。营业利润率受到跨品类和城市层级的各种因素以及季节性的影响。

图11: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图12: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

新业务：优选减亏表现亮眼

本季度新业务收入同比增长 29%至 242 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快

速增长。

本季度新业务经营亏损收窄至 10 亿元。经营亏损率 4%，环比收窄 2pct，同比收窄 23pct。我们测算美团优选亏损 17 亿，其他业务盈利 6-7 亿，目前优选不关注市占，主要集中在商品品质差异化，考虑优选 Q4 年货节有前置投入，以及 Q4 Keeta 沙特投入将有所增加，我们预计新业务全年亏损 72 亿元。

图13: 美团新业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 美团新业务经营利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

考虑到公司本季度利润表现出色，上调 24-26 年调整后净利润 430/523/587 亿元（调整幅度+13%/+4%/+0%）。考虑到利润上调，我们给予美团 25 年 20-22xPE 估值，上调目标价至 185-203 港币（幅度+40-48%）。维持“优于大市”评级。看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，维持“优于大市”评级。

风险提示

本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

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	47854	68963	84258	营业收入	276745	338176	388933	443087
应收款项	11235	30575	35164	40060	营业成本	179554	212966	235904	265623
存货净额	1305	2847	3146	3536	销售费用	58617	65078	76231	87288
其他流动资产	19373	50726	58340	66463	管理及研发费用	30573	31312	36098	40764
流动资产合计	183116	249867	307050	364042	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	34478	44473	53185
投资性房地产	41828	41828	41828	41828	财务费用	606	1116	1283	1462
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	360461	417042	472588	利润总额	14022	33612	43439	51973
短期借款及交易性金融负债	19322	16150	17678	17716	所得税费用	165	1681	3910	7796
应付款项	23925	39865	40895	42434	少数股东损益	2	4	5	6
其他流动负债	57628	67164	75489	85251	归属于母公司净利润	13856	31928	39525	44171
流动负债合计	100874	123178	134062	145401	经调整净利润	23253	43003	52276	58656
长期借款及应付债券	610	610	610	610	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	39589	52785	58953	58983	净利润	13856	31928	39525	44171
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	176574	193624	204994	折旧摊销	7997	6910	8073	9295
少数股东权益	(57)	(53)	(49)	(43)	公允价值变动损失	901	(417)	112	111
股东权益	152013	183941	223466	267637	财务费用	606	1116	1283	1462
负债和股东权益总计	293030	360461	417042	472588	营运资本变动	15094	(13564)	3022	(2079)
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	2674	4	5	6
经调整 EPS	3.82	7.07	8.59	9.64	经营活动现金流	40522	24860	50736	51503
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	24.98	30.23	36.72	43.98	其它投资现金流	(20787)	0	(23573)	(28287)
ROIC	23%	63%	72%	78%	投资活动现金流	(24664)	(7174)	(31156)	(36247)
ROE	9%	17%	18%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	35%	37%	39%	40%	负债净变化	(939)	0	0	0
EBIT Margin	5%	10%	11%	12%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	11%	13%	13%	其它融资现金流	(904)	(3172)	1528	39
收入增长	26%	22%	15%	14%	融资活动现金流	(2781)	(3172)	1528	39
净利润增长率	-307%	130%	24%	12%	现金净变动	13181	14514	21109	15295
资产负债率	48%	49%	46%	43%	货币资金的期初余额	20159	33340	47854	68963
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	33340	47854	68963	84258
P/E	41.1	22.2	18.3	16.3	企业自由现金流	26521	18926	44033	44513
P/B	6.3	5.2	4.3	3.6	权益自由现金流	24079	15546	45638	44826
EV/EBITDA	73	34	25	21					

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提及的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