

2024年12月02日

美团 (3690.HK)

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**核心本地商业盈利超预期，上调目标价**

美团3季度核心本地商业经营利润超市场预期14%，外卖及到店酒旅经营利润同比明显提升。我们上调2025年核心本地商业利润预测，基于核心本地商业20倍2025年市盈率，上调目标价至211港元，维持买入评级。

**报告摘要**

**核心本地商业利润超市场预期：**3季度总收入936亿元，同比增22%，超市场预期2%，其中核心本地商业/新业务收入694亿元/240亿元，同比增20%/29%。核心本地商业经营利润146亿元，超市场预期14%，同比增44%，延续2季度的高增速趋势，经营利润率21%，对比去年同期为17.5%。新业务亏损收窄至10亿元，对比去年同期/2Q24为51亿元/13亿元。销售/行政费用同比增6%/10%，研发费用同比降0.5%，OPEX占收入比同比降低5个百分点，经调整净利润128亿元，利润率13.7%，同比提升6个百分点。

**即时配送单量增长稳健趋势不变：**3季度即时配送日均单量7,693万单，同比增14.5%，与2季度增速持平，其中外卖/闪购日均单量约6,700万单/1,000万单，同比增12.2%/32%（估算值），闪购单量占比约13%。配送收入同比增21%至278亿元，单均配送收入同比提升，受益于使用配送服务的商家规模增长及收入抵减项补贴减少。配送收入增长及广告效率提升，抵消客单价同比降幅影响，带动UE同比增长明显。预计4季度即时配送单量或因季节性因素增速较3季度放缓，但中长期稳健趋势不变。

**到店酒旅订单量维持高增速：**订单量同比增超50%，年交易用户数同比增超30%，年活跃商户数创新高。我们估算3季度GTV同比增26%，到店增速快于酒旅，收入增速与GTV增速差异持续收窄，经营利润率同比提升，环比略有下降，受品类结构、下沉市场及特价团购订单占比提升影响，竞争区域稳定。神会员体系已覆盖超50%到家酒旅商家，协同效应初步显现，到家至到店流量有望持续转化。

**新业务：**美团优选在加大夏季冷链物流投入的背景下仍实现亏损环比收窄（估算为17亿元）。优选之外的其他新业务合计实现盈利，且盈利水平好于预期，是新业务亏损收窄好于市场预期的主要原因。海外业务Keeta 10月在沙特首都利雅得（人口约1,000万）上线，公司维持审慎探索策略，预计海外业务4季度及2025年对新业务亏损影响可控。

**财务预测及估值：**我们预计4季度收入同比增19%，其中核心本地商业/新业务增18%/22%，预计外卖及到店酒旅经营利润同比仍有明显提升。我们微调2025年收入预测（同比增17%），上调2025年核心本地商业经营利润7%至598亿元，将估值基准调整至2025年，基于20倍核心本地商业市盈率，上调目标价至211港元，维持“买入”评级。我们看好公司在即时配送的竞争优势及效率提升，到店酒旅中长期仍受益于线上化渗透率提升，海外业务探索打开长期增长天花板。

**风险：**宏观消费疲弱拖累客单价；海外拓展不及预期；闪购业务竞争加剧。

**财务及估值摘要**

财年截止12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入(百万元)	219,955	276,745	336,889	392,556	447,463	506,088
同比增长(%)	23%	26%	22%	17%	14%	13%
调整后净利润(百万元)	2,827	23,253	43,859	59,768	67,355	76,176
调整后净利润率(%)	1.3%	8.4%	13.0%	15.2%	15.1%	15.1%
每股盈利(元)	0.5	3.8	7.1	9.8	10.7	11.9
市盈率(倍)	NA	41.1	21.8	16.0	14.2	12.5
市销率(倍)	4.3	3.5	2.8	2.4	2.1	1.9
净资产收益率(%)	2.2%	15.3%	22.3%	26.9%	22.1%	19.3%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

211港元

股价(2024-11-29)

168.7港元

总市值(百万港元)	1,008,936
流通市值(百万港元)	912,241
总股本(百万股)	6,085
流通股本(百万股)	5,502
12个月低/高(港元)	61.1/217
平均成交(百万港元)	7,670

**股东结构**

王兴	8.90%
贝莱德	5.97%
Vanguard Group	5.20%
Baillie Gifford	4.95%
其他	74.98%

**股价表现**

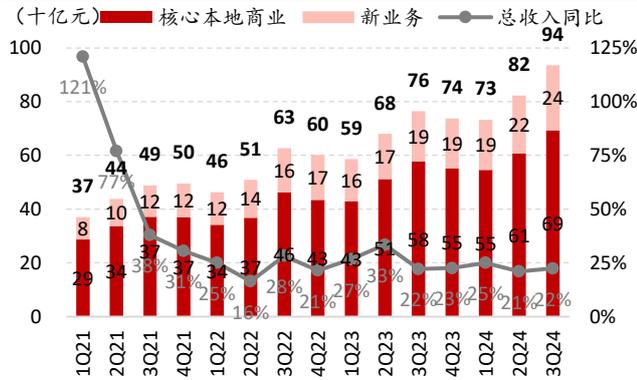

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.79	35.27	76.51
绝对收益	-10.07	45.06	91.92

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

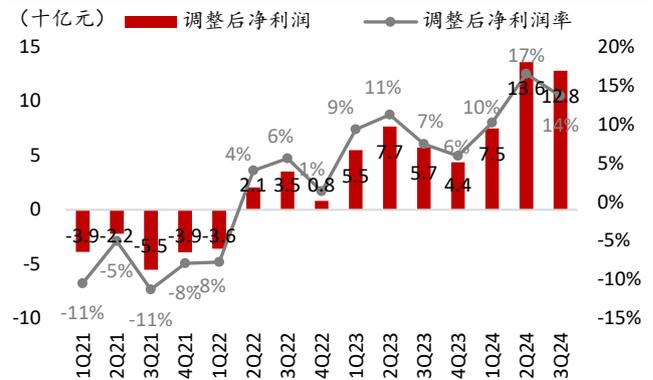
## 2024年3季度业务概览

图表 1: 3 季度总收入同比增 22%



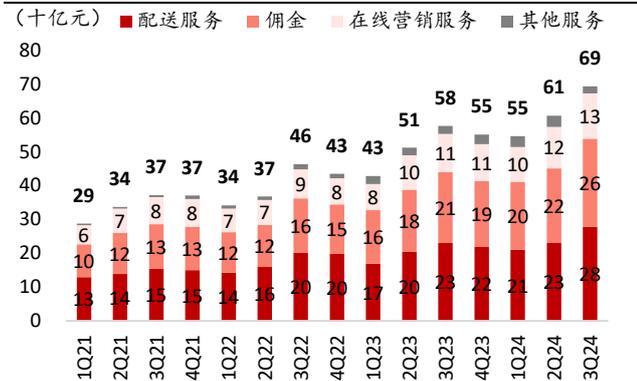
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 3 季度经调整净利润率 14%



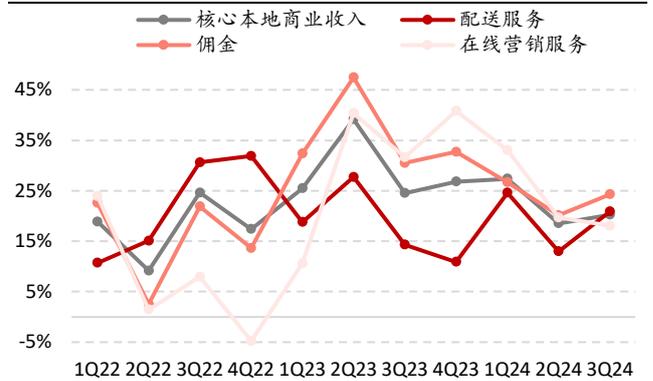
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 核心本地商业收入结构



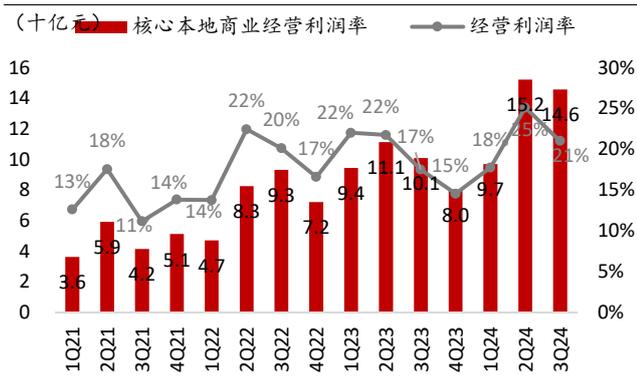
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 3 季度核心本地商业佣金收入增速领先



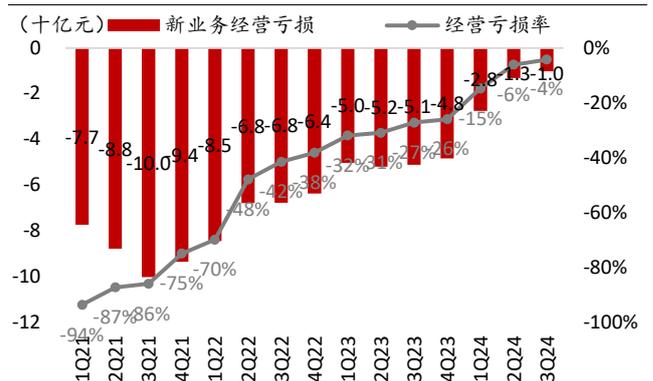
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 3 季度核心本地商业经营利润率 21%

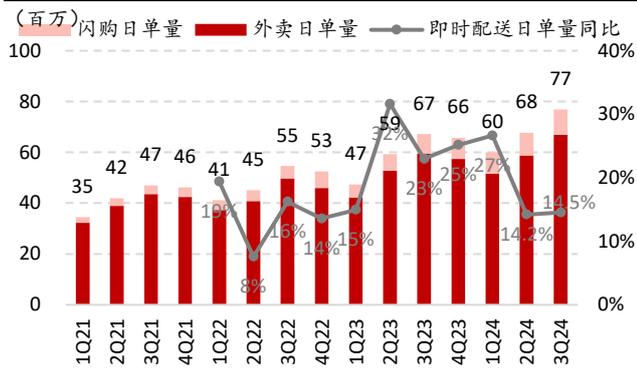


资料来源: 公司财报, 国证国际

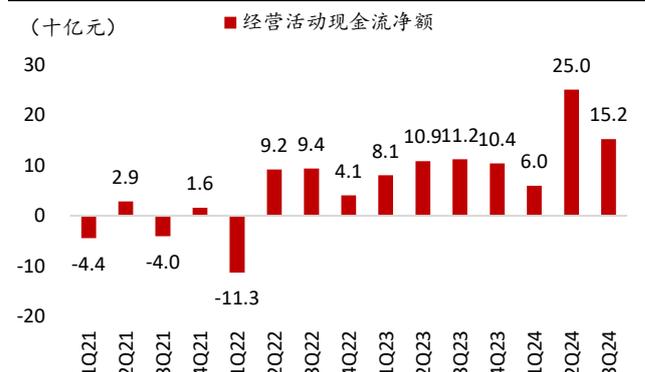
图表 6: 新业务亏损收窄至 10 亿元



资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 7: 即时配送日均单量同比增 14.5%**


资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 8: 3 季度经营活动现金流 152 亿元**


资料来源: 公司财报, 国证国际

## 财务预测更新

**图表 9: 利润表预测更新**

美团 (3690.HK) 人民币, 百万元	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>73,696</b>	<b>73,276</b>	<b>82,251</b>	<b>93,577</b>	<b>87,784</b>	<b>276,745</b>	<b>336,889</b>	<b>392,556</b>	<b>447,463</b>	<b>506,088</b>
同比	23%	25%	21%	22%	19%	26%	22%	17%	14%	13%
核心本地商业	55,131	54,626	60,682	69,373	65,118	206,907	249,799	291,511	335,073	382,799
同比	27%	27%	19%	20%	18%	29%	21%	17%	15%	14%
新业务	18,565	18,650	21,569	24,204	22,666	69,838	87,090	101,045	112,390	123,289
同比	11%	19%	29%	29%	22%	18%	25%	16%	11%	10%
<b>售货成本</b>	<b>-48,703</b>	<b>-47,579</b>	<b>-48,361</b>	<b>-56,823</b>	<b>-53,827</b>	<b>-179,554</b>	<b>-206,590</b>	<b>-236,626</b>	<b>-270,715</b>	<b>-305,171</b>
<b>毛利</b>	<b>24,993</b>	<b>25,697</b>	<b>33,890</b>	<b>36,754</b>	<b>33,958</b>	<b>97,191</b>	<b>130,298</b>	<b>155,930</b>	<b>176,748</b>	<b>200,917</b>
毛利率	34%	35%	41%	39%	39%	35%	39%	40%	40%	40%
销售费用	-16,725	-13,888	-14,832	-17,953	-17,257	-58,617	-63,931	-67,574	-71,134	-76,104
占收入比	22.7%	19.0%	18.0%	19.2%	19.7%	21.2%	19.0%	17.2%	15.9%	15.0%
研发费用	-5,425	-5,000	-5,340	-5,293	-5,548	-21,201	-21,182	-22,248	-24,253	-26,793
占收入比	7.4%	6.8%	6.5%	5.7%	6.3%	7.7%	6.3%	5.7%	5.4%	5.3%
行政费用	-2,700	-2,298	-2,695	-2,798	-2,978	-9,372	-10,769	-12,122	-13,689	-15,378
占收入比	3.7%	3.1%	3.3%	3.0%	3.4%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%
<b>经营利润</b>	<b>1,758</b>	<b>5,209</b>	<b>11,257</b>	<b>13,685</b>	<b>8,363</b>	<b>13,415</b>	<b>38,515</b>	<b>54,814</b>	<b>67,268</b>	<b>82,304</b>
经营利润率	2.4%	7.1%	13.7%	14.6%	9.5%	4.8%	11.4%	14.0%	15.0%	16.3%
<b>净利润</b>	<b>2,217</b>	<b>5,369</b>	<b>11,352</b>	<b>12,865</b>	<b>8,068</b>	<b>13,857</b>	<b>37,654</b>	<b>51,860</b>	<b>58,409</b>	<b>71,215</b>
净利润率	3.0%	7.3%	13.8%	13.7%	9.2%	5.0%	11.2%	13.2%	13.1%	14.1%
<b>经调整经营利润</b>	<b>3,187</b>	<b>6,942</b>	<b>13,919</b>	<b>13,556</b>	<b>9,520</b>	<b>18,532</b>	<b>43,940</b>	<b>52,561</b>	<b>61,694</b>	<b>73,572</b>
经调整经营利润率	4.3%	9.5%	16.9%	14.5%	10.0%	6.7%	13.0%	13.4%	13.8%	14.5%
核心本地商业	8,019	9,699	15,234	14,582	11,696	38,699	51,211	59,768	68,437	78,504
经营利润率	14.5%	17.8%	25.1%	21.0%	18.0%	18.7%	20.5%	20.5%	20.4%	20.5%
新业务	-4,833	-2,757	-1,314	-1,026	-2,176	-20,166	-7,271	-7,207	-6,743	-4,932
经营亏损率	-26.1%	-14.8%	-6.1%	-4.2%	-9.6%	-28.8%	-8.3%	-7.1%	-6.0%	-4.0%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>3,744</b>	<b>8,070</b>	<b>14,997</b>	<b>14,529</b>	<b>11,339</b>	<b>23,878</b>	<b>48,936</b>	<b>66,920</b>	<b>80,962</b>	<b>91,973</b>
经调整EBITDA利润率	5.1%	11.0%	18.2%	15.5%	12.9%	8.6%	14.5%	17.0%	18.1%	18.2%
<b>经调整净利润</b>	<b>4,375</b>	<b>7,488</b>	<b>13,606</b>	<b>12,829</b>	<b>9,935</b>	<b>23,253</b>	<b>43,859</b>	<b>59,768</b>	<b>67,355</b>	<b>76,176</b>
经调整净利润率	5.9%	10.2%	16.5%	13.7%	11.3%	8.4%	13.0%	15.2%	15.1%	15.1%

资料来源: 公司财报, 国证国际预测



**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系****收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010