

美团-W (03690.HK)

优于大市

三季度经调整业绩高增长，预计出海扩张有望提速

核心观点

三季度经调整业绩继续靓丽增长，新业务加速减亏。2024Q3，公司实现收入935.8亿元/+22.4%，实现净利润128.3亿元/+258.0%，实现经调整净利润128.3亿元/+124.0%；均超过彭博一致预期的预测（收入/净利润/经调整净利润预估为919.9/94.1/116.6亿元），经营业绩表现突出，主要来自核心本地商业收入良好增长、经营利润率同比改善和新业务加速减亏等推动。

三季度核心商业收入增长提速，经营利润率同比继续提升。核心本地商业Q3收入693.7/+20.2%（配送/佣金/在线营销收入+20.9%/24.3%/18.1%），环比Q2增速提升，主要系配送和佣金收入增加所致；Q3经营利润145.8亿元/+44.4%，经营利润率21.0%/+3.5pct，同比继续明显优化，环比Q2则略降4.1pct，与暑期骑手高温补贴增加以及交易用户激励增加等相关。**到家：Q3**公司即时预订交易笔数70.8亿元/+14.5%。我们估算外卖单量增10%+，与Q2相当，AOV同比降幅缩窄，单均配送等收入增加与规模效应提升下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经营利润连续三个季度为正。**到店酒旅：下沉市场和到店到家转换提升下**，Q3单量+50%，高速增长，但AOV因整体环境和结构因素承压，综合看收入增收超20%，OPM同比提升，但环比受结构和季节性因素等影响有所下降。

三季度新业务同比和环比均显著减亏。2024Q3，公司新业务收入242.0亿元/+28.9%；运营亏损同比大幅收窄至10.3亿（Q1和Q2各亏27.6/13.1亿，去年Q3亏损51.1亿），运营亏损率同比收窄23.0pct至4.2%。其中，我们估算美团优选Q3减亏至17亿元左右，其他新业务Q3整体盈利贡献6-7亿，充电宝、单车等业务暑期旺季预计盈利良好，而海外KeetaQ3亏损尚有限。

即时零售未来可期，重视餐饮等消费生态可持续发展，拟加速出海布局。目前国内消费阶段性承压，但公司依托组织变更经营提效，流量打通促交叉销售（7月起神会员打通，目前用户数1亿+，且到店酒旅商户参与率超50%），产品模式创新，加速下沉等，经营α仍持续凸显。并且，公司全面发力即时零售，公司预计即时零售未来将占电商份额10%+，预计2027年美团闪电仓的GTV将超2000亿元RMB+，中长期变现率可观（目前闪购广告变现率估算已超外卖）。与此同时，公司9月推出“繁盛计划”，第一期投入10亿补贴支持商户产品和业务创新升级，助力餐饮等服务消费生态可持续发展。此外，公司出海试水提速，Keeta10月进驻沙特首都利雅德，虽短期可能面临投入增加影响，但中长期有望拓宽出海等新的市场机遇。

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，骑手成本等相关风险，垄断监管风险或舆情风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。综合公司2024Q3良好表现但谨慎考虑后续商户扶持计划和出海加速扩张可能带来的拖累，我们维持2024-2026年公司经调整后净利润430/523/587亿元，对应PE估值22/18/16x。线上渗透持续提升、全零售范围扩容以及积极下沉等扩张助力平台成长韧性，业务整合提质增效下公司经营α持续验证。虽然公司近期对商户创新扶持补贴增加及加速出海布局可能阶段略扰动，但我们认为有助于其平台生态长期可持续健康成长和拓展更广阔成长空间。若未来消费企稳复苏，预计公司明后年业绩具有进一步加速成长弹性，维持“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：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
zhongxiaoyao@guosen.com.cn
S0980513100003

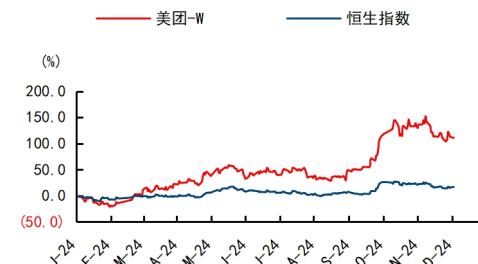
证券分析师：陈淑媛 021-60375431
chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003

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 167.40 港元
总市值/流通市值 1018672/921044 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 7650.03 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) - 核心本地业务稳健增长，关注出海业务发展》——2024-12-02
《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

盈利预测和财务指标

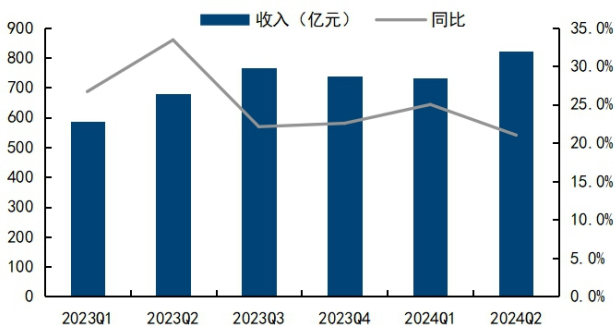
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	219,955	276,745	338,176	388,933	443,087
(+/-%)	22.8%	25.8%	22.2%	15.0%	13.9%
经调整净利润(百万元)	2,827	23,253	43,003	52,276	58,656
(+/-%)	-118.2%	722.5%	84.9%	21.6%	12.2%
经调整 EPS (元)	0.46	3.82	7.07	8.59	9.64
EBIT Margin	-2.6%	4.8%	10.2%	11.4%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	-5.2%	9.1%	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

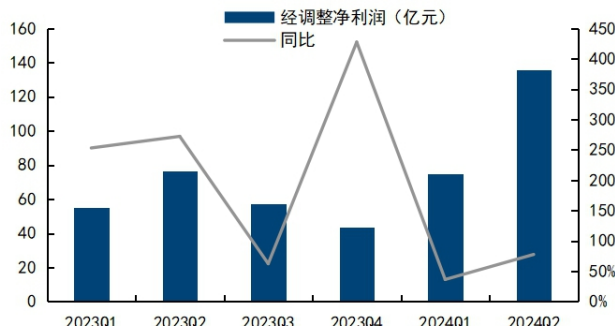
三季度经调整业绩继续靓丽增长，新业务加速减亏。2024Q3，公司实现收入 935.8 亿元/+22.4%，实现净利润 128.3 亿元/+258.0%，实现经调整净利润 128.3 亿元/+124.0%；均超过彭博一致预期的预测（收入/净利润/经调整利润预估为 919.9/94.1/116.6 亿元），经营业绩表现突出。主要来自核心本地商业收入良好增长、经营利润率同比改善和新业务加速减亏等推动。

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

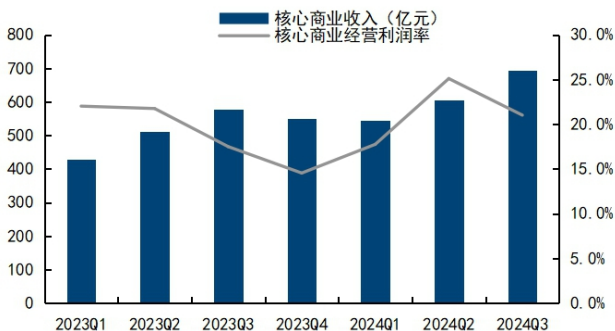
图2：美团经调整净利润季度数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度核心商业收入增长提速，经营利润率同比继续提升。核心本地商业 Q3 收入 693.7/+20.2%（配送/佣金/在线营销收入+20.9%/24.3%/18.1%），环比 Q2 增速提升，主要系配送和佣金收入增加所致；Q3 经营利润 145.8 亿元/+44.4%，经营利润率 21.0%/+3.5pct，同比继续明显优化，环比 Q2 则略降 4.1pct，与暑期骑手高温补贴增加以及交易用户激励增加等相关。**到家：Q3** 公司即时预订交易笔数 70.8 亿元/+14.5%。我们估算外卖单量增 10%+，与 Q2 相当，AOV 同比降幅缩窄，单均配送收入等增加下，规模效应提升下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经营利润连续三个季度为正。**到店酒旅：下沉市场和到店到家转换提升下**，Q3 单量+50%，高速增长，但 AOV 因整体环境和结构因素承压，预计收入增超 20%，OPM 同比提升但环比受结构和季节性因素等影响有所下降。

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



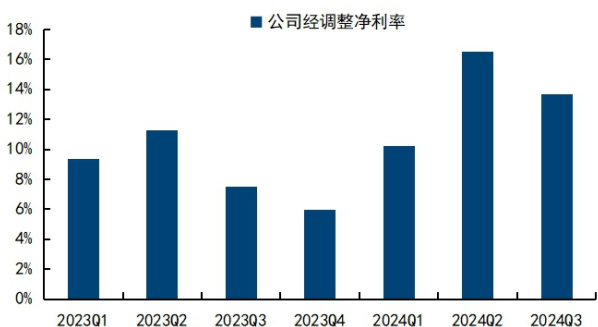
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度新业务同比和环比均显著减亏。2024Q3，公司新业务收入 242.0 亿/+28.9%；运营亏损同比大幅收窄至 10.3 亿（Q1 和 Q2 各亏 27.6/13.1 亿，去年 Q3 亏损 51.1 亿），运营亏损率同比收窄 23.0pct 至 4.2%。其中，我们估算美团优选 Q3 减亏至 17 亿元左右，其他新业务 Q3 整体盈利贡献 6-7 亿元，充电宝、两轮等业务因暑期旺季预计盈利

良好，而海外 KeetaQ3 因初步试水期预计亏损尚有限。

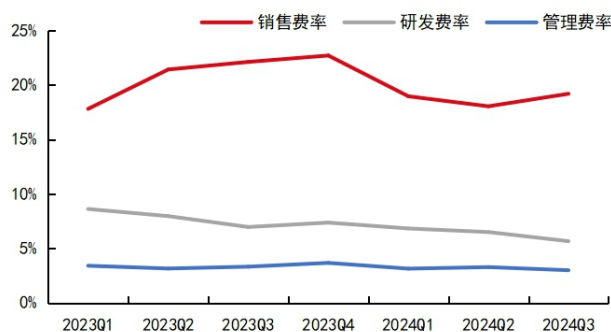
三季度经营效率同比提升，环比营销费用率略有增加。 同比来看，2024Q3，公司毛利率+4.0pct，销售/管理/研发费率各-2.9/-0.3/-1.3pct，规模效应提升和业务整合下经营提效；环比看，公司毛利率/销售/管理/研发费率-1.9/+1.2/-0.8/-0.3pct，营销投放等增加销售费率环比提升，其他控制较良好。

图5：公司经调整净利润率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：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

多元创新与流量打通助经营阿尔法，重视餐饮等消费生态可持续发展，加速出海布局。 目前消费行业面临众多挑战，但公司依托组织变更经营提效，流量打通促交叉销售（7月起神会员打通，目前用户数1亿+，且到店酒旅商户参与率超50%），产品模式创新（深入供应链等，拼好饭等集约创新），加速下沉等，整体订单量仍实现坚实增长，经营效率明显提升，显示出强劲的经营阿尔法。并且，公司全面发力即时零售，公司预计即时零售未来将占电商份额10%+，预计2027年美团闪电仓的GTV将超2000亿元RMB+，且中长期变现率可观（估算目前闪购广告变现率已超外卖）。与此同时，公司9月推出“繁盛计划”，将逐步投入10亿补贴支持商户产品和业务创新升级，助“平台-商户-消费者”等多方共赢，餐饮等国内服务消费生态可持续发展。此外，公司出海试水提速，Keeta10月进驻沙特首都利雅德，虽后续阶段投入可能增加，但中长期有望拓宽出海等新的市场机遇。

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，骑手成本等相关风险，垄断监管风险或舆情风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。综合2024Q3经营表现及后续展望，我们维持24-26年经调整后净利润430/523/587亿元，对应PE估值22/18/16x。综合来看，线上渗透的持续提升、全零售范围扩容以及积极下沉等扩张助力平台成长韧性，业务整合提质增效下公司经营阿尔法持续验证。目前10月以来公司AOV降幅也有所缩窄，若未来消费企稳复苏，公司经营业绩进一步加速成长弹性可期。此外，公司近期对商户创新扶持补贴增加及加速出海布局虽然阶段或有扰动，但有助于其长期可持续成长和拓展更广阔成长空间，我们仍坚定看好公司平台全面挖潜成长，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值		EPS				PE				投资评级
		2024-11-29	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
3690.HK	美团	9,479	3.8	7.1	8.6	9.6	41	22	18	16	优于大市	
9961.HK	携程集团-s	3,247	19.1	25.4	28.9	33.5	25	19	16	14	优于大市	
0780.HK	同程旅行	406	1.0	1.2	1.5	1.7	18	14	12	10	优于大市	

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: EPS 均为经调整后口径。

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