

买入

2024年12月3日

核心本地商业盈利持续提升，但需关注海外业务投放节奏

24Q3 业绩大超预期：24Q3 收入达 936 亿元人民币 (YoY+22.4%)，市场预期 917 亿元。经营利润 137 亿元，经营利润率 14.6%，经调整净利润 128 亿，高于彭博一致预期的 117 亿元，经调整净利润率 13.7%，主要得益于核心本地商业盈利能力持续提升，运营效率优化及新业务的大幅减亏。公司成本持续优化，努力提高运营成本效率，毛利率同比提升 3.3%至 38.6%，运营利润率提升 10.2%至 14.6%。24Q2 公司第三季度实现经营现金流入 152 亿元 (YoY+36.0%)，前三季度 403 亿 (YoY+33.7%)，持有的现金及现金等价物和理财投资分别为 425 亿元和 917 亿元。

核心本地商业盈利持续提升：24Q3 核心本地商业收入 694 亿元 (YoY+20.2%, QoQ+14.3%)，经营利润 146 亿 (YoY+44.4%, QoQ-4.3%)，经营利润率同比提升 4%至 21.0%。24Q3 即时配送交易笔数 (餐饮外卖+闪购订单) 70.78 亿单 (YoY+14.5%)，日均订单 7864 万单。其中，闪购日均订单量超 1000 万单，用户数及交易频次均实现双位数的同比增长。闪购业务业务天花板高，理想情况闪购业务能达到电商大盘 10%的渗透率水平，即至少在 5 万亿 GMV 市场规模；到店酒旅订单量增长强劲，同比增长超 50%，年度交易用户及年度活跃商家数量均创历史新高；虽然到店酒旅短期受宏观逆风 GTV 增速放缓，但美团到店酒旅业务的长期增长性依然稳固。此外，公司升级“神会员”向高质量用户交叉销售酒店间夜，未来计划拓展至全国。

美团优选环比继续减亏：24Q3 新业务收入 242 亿元 (YoY+28.9%, QoQ+12.2%)，经营亏损同比收窄至 10 亿，其中美团优选亏算 16 亿，亏损继续环比收窄，其他所有新业务盈利 6 亿，运营亏损率同比收窄 23pct 至 4.2%。今年 10 月，公司外卖平台 Keeta 在沙特首都利雅得正式上线，公司持续推进海外的布局，预计海外业务拓展整体可控。此外，公司希望通过业务增长和平衡资本配置方面来提高股东回报。

提高目标价至 220 港元，买入评级：公司 24Q3 业绩表现大超预期，美团核心本地商业盈利能力持续提高，再次验证了美团外卖的高壁垒以及本地生活的长期增长潜力。虽然短期公司业务难免受到国内宏观经济疲软影响，但美团业务依然稳健、竞争格局继续改善、公司治理水平不断提高，以及管理层重视股东回报的举措，让美团业务的增长潜力具备可持续性，未来美团外卖和本地生活有望持续释放经营利润。结合目前港股互联网企业普遍估值在 10-15 倍区间，考虑到美团外卖业务的绝对领先地位，以及到店酒旅业务具备的长期增长潜力和盈利能力，给予一定估值溢价，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 24 年扣税利润的 30 倍和 20 倍 PE 估值，得出 220 港元目标价，维持买入评级。

风险提示：本地生活竞争加剧、外卖盈利和新业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

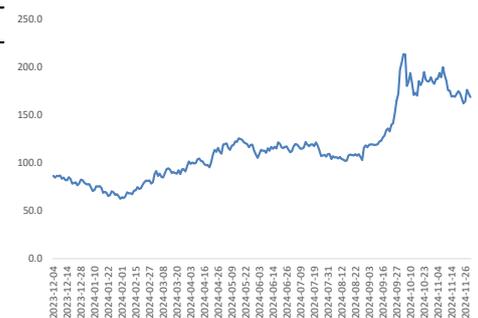
主要数据

行业	TMT
股价	167 港元
目标价	220 港元 (+32%)
股票代码	3690
已发行股本	60.85 亿股
市值	10200 亿港元
52 周高/低	217/61 港元
每股净资产	29 港元
主要股东 (B)	Xing Wang (9.5%) Blackrock (5.6%) Baillie (4.8%) Vanguard (3.8%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (人民币百万元)	219,955	276,745	334,901	397,823	447,000
变动 (%)	22.8%	25.8%	21.0%	18.8%	12.4%
经调整净利润	2,828	23,253	41,576	54,789	65,689
变动 (%)	NA	722.4%	78.8%	31.8%	19.9%
归母净利润	-6,685	13,857	36,335	48,289	58,189
基本每股盈利 (人民币元)	-1.1	2.2	5.8	7.7	9.3
变动 (%)	NA	NA	162.2%	32.9%	20.5%
经调整市盈率167.4港元 (估)	NA	69.7	26.6	20.0	16.6

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


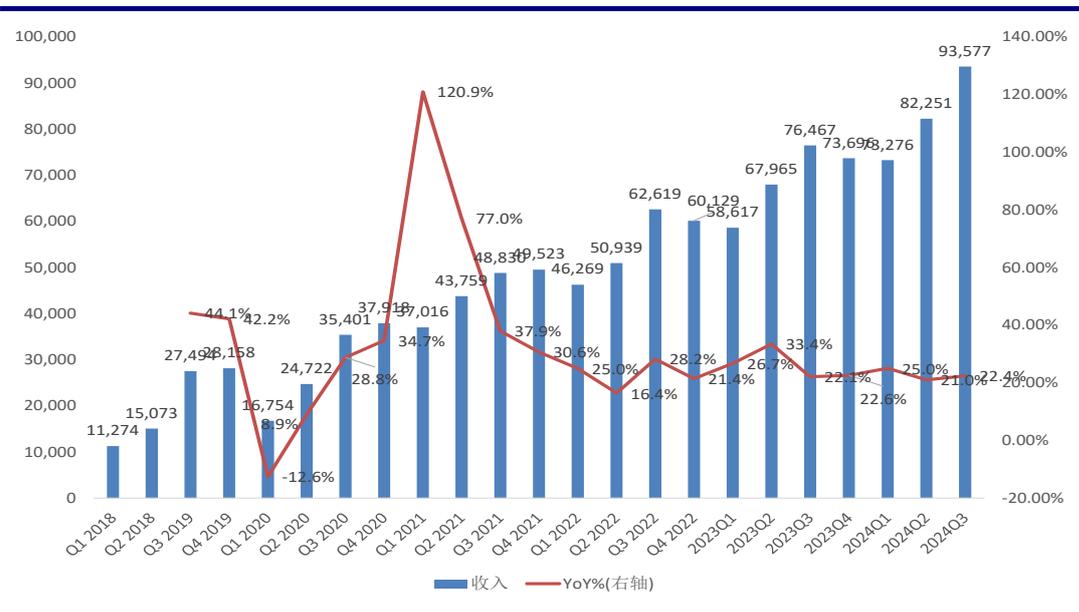
来源：Bloomberg

业绩摘要

公司业绩大超预期，新业务继续环比减亏

24Q3 收入达 936 亿元人民币 (YoY+22.4%)，市场预期 917 亿元。经营利润 137 亿元，经营利润率 14.6%，经调整净利润 128 亿，高于彭博一致预期的 117 亿元，经调整净利润率 13.7%，主要得益于核心本地商业盈利能力的持续提升，运营效率优化及新业务的大幅减亏。公司成本持续优化，努力改善成本效率，毛利率同比提升 3.3%至 38.6%，运营利润率提升 10.2%至 14.6%。公司 24Q3 经调整 EBITDA 及经调整溢利净额分别同比增长 134.8%及 124.0%至 145 亿元及 128 亿元。24Q3 公司实现经营现金流入 152 亿元（前三季度 403 亿），持有的现金及现金等价物和理财投资分别为 425 亿元和 917 亿元。股东回报方面，公司于注销了于 2024 年 6 月及 7 月所购回 B 类股份的相同数目的股份，已发行的 B 类股份数目合共减少了 139,601,700 股，回购金额达 142 亿港元。

图表 1：公司营业收入（百万元）



资料来源：公司资料、第一上海整理

核心本地商业业务

核心本地商业盈利能力持续提升，本地生活业务季度性 GTV 增速放缓

24Q3 核心本地商业收入 694 亿元 (YoY+20.2%, QoQ+14.3%)，经营利润 146 亿 (YoY+44.4%, QoQ-4.3%)，经营利润率同比提升 4%至 21.0%。

业务细分为：

- （1）餐饮外卖业务：24Q3 即时配送交易笔数（餐饮外卖+闪购订单）70.78 亿 (YoY+14.5%)，日均订单 7864 万单。其中，外卖日均订单 6864 万单，闪购日均订单量超 1000 万单。公司继续对“拼好饭”持续提升运营效率，改善用户体验。通过拼好饭，商家可有效地扩大高性价比产品的销量、吸引新顾客和提升收入水平。神抢手项目帮助餐饮品牌推广高质量爆品，同时进一步拓展“品牌卫星店”，提供 6-12 个月佣金返利，并为 500 多个品牌提高免费的卫星店 AI 选址服务。
- （2）到店酒旅业务：24Q3 到店酒旅业务录得强劲增长，订单量同比增长超过 50%。年度交易用户及年度活跃商家数量均创历史新高。未来美团将会继续深耕县级城市等下层市场，目前县域经济仍然非常活跃，县城青年和小青年有非常多的消费需求，美团将在到店、酒店及旅游与县域经营集中实现更多的增长，同时也跟抖音在一线城市的竞争形成一定错位竞争。同时美团在一线市场的商家群体消费也在显著增长，预计 24Q4 在消费者数量、购买频次、消费品类等方

面都实现显著的增长。

- (3) 美团闪购：美团闪购日均订单量超 1000 万单，用户数及交易频次均实现双位数的同比增长。从长远看，我们认为即时零售将占到整个电商市场 10% 以上的份额，市场规模到 5 万亿 GMV 规模。半小时送达机制，使得即时零售行业更加高效，实现动态飞轮效应。当前 30% 的美团闪购产品是在线独家产品，未来还会有更多的产品上线，预计未来闪购将会提供配送服务到所有的城市、县城和小镇。到 2027 年，闪电仓 GTV 规模有望达到 2000 亿，总商家数量，特别是店面数量超过 10 万家。

我们认为美团外卖+闪购+本地生活的壁垒依然稳固，且三项业务之间具有极强的协同和飞轮效应，外卖+闪购形成半小时万物到家的生活圈。据 Quest Mobile 今年 7 月份数据统计，美团 MAU 达 4.64 亿人，DAU 为 1.5 亿，美团 DAU 仍然具有提升空间。美团即时交易单量日均 7864 万单，长期看达到日均 9000 万单，通过规模效应减少补贴每单赚 2 元，依然较容易做到。本地生活 GTV 虽然增速放缓，但也是因为宏观经济环境所影响，长期看本地生活保持 30% 以上的 OPM，依然具备强大的盈利能力。

图表 2：美团核心分部业务收入和营业利润（百万元）

Millions	2021Q2	2021Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
Business Breakdown										
Core Local Commerce										
Revenue	33,695	37,169	43,473	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626	60,682	69,373
YoY			17.4%	25.5%	39.2%	24.5%	26.8%	27.4%	18.5%	20.2%
Operating Profit	5,914	4,151	7,215	9,445	11,139	10,096	8,019	9,698	15,234	14,582
YoY			41.0%	100.7%	34.8%	8.3%	11.1%	2.7%	36.8%	44.4%
OPM	17.6%	11.2%	16.6%	22.0%	21.8%	17.5%	14.5%	17.8%	25.1%	21.0%
New Initiatives										
Revenue	10,064	11,661	16,656	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650	21,569	24,204
YoY			33.4%	30.1%	18.4%	15.3%	11.5%	18.5%	28.7%	28.9%
Operating Profit	-8,785	-10,028	-6,365	-5,029	-5,193	-5,112	-4,833	-2,757	-1,314	-1,026
YoY			-32.0%	-40.5%	-23.5%	-24.5%	-24.1%	-45.2%	-74.7%	-79.9%
OPM	-87.3%	-86.0%	-38.2%	-32.0%	-31.0%	-27.2%	-26.0%	-14.8%	-6.1%	-4.2%

资料来源：公司资料、第一上海整理

新业务

新业务环比继续减亏

24Q3 新业务收入 242 亿元 (YoY+28.9%, QoQ+12%)，经营亏损同比收窄至 10 亿。其中，美团优选亏算 16 亿，亏损继续环比收窄，其他所有新业务盈利 6 亿，运营亏损率同比收窄 23pct 至 4.2%。今年 10 月，公司外卖平台 Keeta 在沙特首都利雅得正式上线，公司持续推进海外的布局，预计海外业务拓展整体可控，公司希望通过业务增长和平衡资本配置方面来提高股东回报

展望 25 年，新业务由于公司继续布局中东业务，明年仍然难以做到盈亏平衡，单中东地区外卖 OPM 空间客观，但需要时间培育。

盈利情况

经营杠杆作用改善

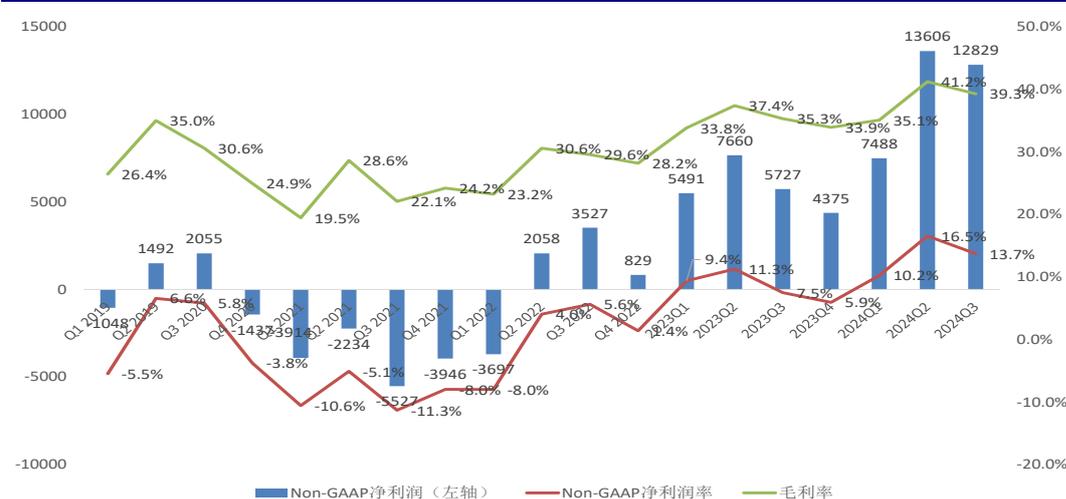
24Q3 综合毛利率为 39.3%，同比提升 3.99pct，环比下降 1.93pct。经营利润 137 亿元，经营利润率 14.6%，经调整净利润 128 亿，经调整净利润率 13.7%。毛利率及经营利润率的提高主要得益于公司的成本管控以及经营杠杆作用改善，以及公司坚持降本增效，对经营效率的提高。费用方面：

- (1) 销售成本：销售成本 568 亿元 (YoY+14.8%)，占收入百分比由 64.7% 同比减

少 4.0 个百分点至 60.7%。金额的增加主要由于业务规模增长导致餐饮外卖及美团闪购业务的配送相关成本及商品零售业务的销售成本增加。销售成本占收入百分比减少主要由于公司努力改善成本效率。

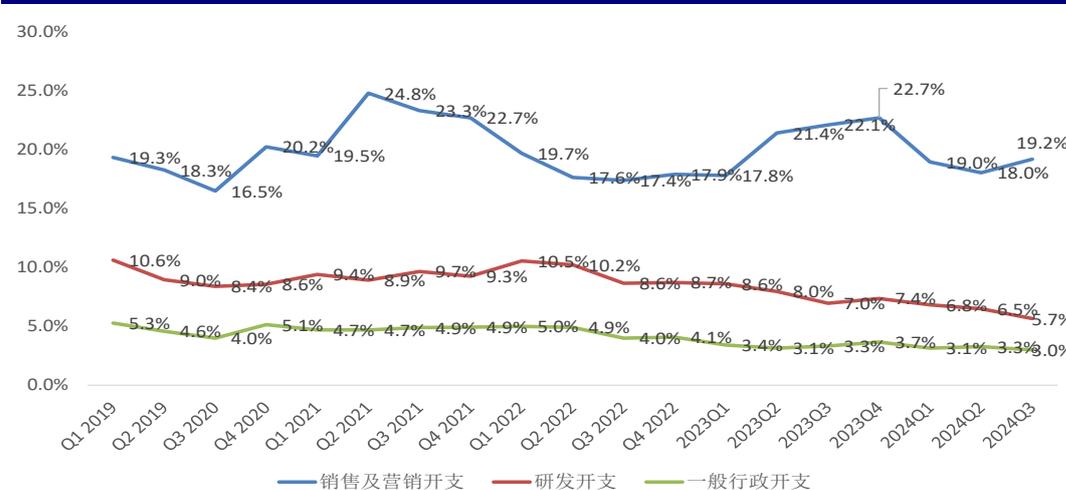
- (2) 销售及营销开支：销售及营销开支 180 亿元 (YoY+6.2%)，主要是推广及广告开支、交易用户激励以及雇员薪酬开支增加所致。同时，占收入百分比由 22.1% 同比下降 2.9 个百分点至 19.2%，主要是由于营销效率提高，尤其是公司的商品零售业务，以及经营杠杆作用改善。
- (3) 研发开支：研发开支 53 亿元，同比保持稳定，占收入百分比由 7.0% 同比下降 1.3 个百分点至 5.7%，主要是经营杠杆作用改善所致。
- (4) 一般行政开支：一般及行政开支 28 亿元 (YoY+10.2%)，主要是由于雇员薪酬开支增加及业务规模增长导致附加税增加。于 2024 年第三季度，占收入百分比为 3.0%，同比保持稳定。

图表 3：公司综合毛利率和 Non-GAAP 净利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司资料、第一上海整理

上调目标价至 220 港元，维持买入评级

公司 24Q3 业绩表现大超预期，美团核心本地商业盈利能力持续提高，再次验证了美团外卖的高壁垒以及本地生活的长期增长潜力。虽然短期公司业务难免受到国内宏观经济疲软影响，但美团业务依然稳健、竞争格局继续改善、公司治理水平不断提高，以及管理层重视股东回报的举措，让美团业务的增长潜力具备可持续性，未来美团外卖和本地生活有望持续释放经营利润。

结合目前港股互联网企业普遍估值在 10-15 倍区间，考虑到美团外卖业务的绝对领先地位，以及到店酒旅业务具备的长期增长潜力和盈利能力，给予一定估值溢价，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 24 年扣税利润的 30 倍和 20 倍 PE 估值，得出 220 港元目标价，维持买入评级。

图表 5：分部估值结果

2024年	餐饮外卖	到店、酒店及旅游
预计收入（百万）	143,520	45,047
预计分部经营利润	32,811	19,513
税后利润	29,530	17,562
分部估值中枢	PE: 30X	PE: 20X
分部估值结果（百万）	885,897	333,676
占比	72.6%	27.4%
主营业务估值总和（百万）		1,219,573
汇率（RMB/HKD）	1.10	
股份总额	6,085	
每股目标价（HKD）	220	
每股现价（HKD）	167	
上涨空间	32%	

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	219,955	276,745	334,901	395,978	447,566
毛利	61,753	97,191	129,356	161,069	188,010
销售及营销开支	(39,745)	(58,617)	(63,330)	(72,464)	(81,905)
研发开支	(20,740)	(21,201)	(21,527)	(26,927)	(30,435)
经营利润	(5,820)	13,415	37,100	51,517	63,911
财务开支	(1,629)	(1,425)	(1,229)	(1,200)	(1,200)
税前盈利	(6,755)	14,022	38,198	52,564	64,880
所得税	70	(165)	(1,863)	5,256	7,786
净利润	(6,685)	13,857	36,335	47,308	57,094
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占溢利	(6,685)	13,857	36,335	47,308	57,094
折旧及摊销	9,730	7,997	0	0	0
EBITDA	4,604	23,444	39,427	53,764	66,080
增长					
总收入 (%)	22.8%	25.8%	21.0%	18.2%	13.0%
EBITDA (%)	-134.1%	409.2%	68.2%	36.4%	22.9%

资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	20,158	33,340	65,694	111,841	169,718
应收账款	2,053	2,743	2,743	2,743	2,743
存货	1,163	1,305	1,511	1,727	1,908
其他流动资产	119,771	145,729	145,729	145,729	145,729
总流动资产	143,145	183,116	215,676	262,039	320,097
有形资产	22,201	25,978	28,576	31,433	34,577
无形资产	30,643	30,398	33,438	36,782	40,460
权益法计投资	16,582	18,289	18,289	18,289	18,289
其他	31,909	35,248	35,248	35,248	35,248
总资产	244,481	293,030	331,227	383,791	448,671
应付帐款	17,379	22,981	22,981	22,981	22,981
短期银行贷款	17,562	19,322	19,322	19,322	19,322
其他流动负债	41,489	58,572	58,572	58,572	58,572
总流动负债	76,430	100,874	100,874	100,874	100,874
非流动负债	39,345	40,199	40,199	40,199	40,199
总负债	115,775	141,073	141,073	141,073	141,073
少数股东权益	(56)	(57)	(57)	(57)	(57)
股东权益	128,706	151,956	190,154	242,718	307,598

资料来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	28.1%	35.1%	38.6%	40.7%	42.0%
EBITDA 利率 (%)	2.1%	8.5%	11.8%	13.6%	14.8%
净利率 (%)	-3.0%	5.0%	10.8%	11.9%	12.8%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	18.1%	21.2%	18.9%	18.3%	18.3%
实际税率 (%)	-1.0%	-1.2%	-4.9%	10.0%	12.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
应付账款天数	25.8	25.6	24.6	24.5	24.5
应收账款天数	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
财务状况					
总负债/总资产	0.47	0.48	0.43	0.37	0.31
收入/净资产	1.71	1.82	1.76	1.63	1.46
经营性现金流/收入	0.05	0.15	0.11	0.13	0.14
税前盈利对利息倍数	4.15	NA	NA	NA	NA

现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	4,604	23,444	39,427	53,764	66,080
净融资成本	(1,629)	(1,425)	(1,229)	(1,200)	(1,200)
营运资金变化	(813)	13,476	(206)	(216)	(181)
已交所得税	(247)	(223)	0	0	0
其他	9,745	5,473	(0)	0	(0)
营运现金流	11,659	40,745	37,992	52,348	64,699
资本开支	(5,731)	(6,880)	(2,598)	(2,858)	(3,143)
其他投资活动	(8,982)	(17,784)	(3,040)	(3,344)	(3,678)
投资活动现金流	(14,714)	(24,664)	(5,638)	(6,201)	(6,821)
负债变化	(6,859)	663	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	(3,131)	(3,444)	0	0	0
融资活动现金流	(9,990)	(2,781)	0	0	0
现金变化	(13,045)	13,300	32,354	46,147	57,877
期初持有现金	32,513	20,158	33,340	65,694	111,841
期末持有现金	20,158	33,340	65,694	111,841	169,718

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。