

2024 年 12 月 3 日

核心本地业务持续增长，成本效率显著改善

美团-W (3690. HK)

评级:	买入	股票代码:	3690
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	213.2/65.05
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	10,186.72
最新收盘价(港元):	167.4	自由流通市值(亿港元)	9,210.44
		自由流通股数(百万)	5,502.05

事件概述

2024 年第三季度，公司营收为 936 亿元，同比增长 22%；实现经调整净利润 128.29 亿元，同比增长 124%；毛利率 39.3%，同比增长 4pct。

►核心本地业务增长 20%，单均配送收入有所改善

2024 年第三季度，公司来自核心本地商业的收入同比增长 20.2%至 694 亿元，经营溢利同比增长 44.4%至 146 亿元，经营利润率同比提升 3.5 个百分点至 21.0%。报告期内，即时配送业务日均订单 7864 万单，同比增长 14.5%。其中物流性收入同比上升 20.9%，单均配送收入增长 6%，主要系更多商家转向使用平台配送服务，订单结构的变化亦推动配送收入增长，我们判断配送 UE 显著改善。到店酒旅业务再次实现稳健增长，订单量同比增长 50%以上，年度交易用户及年度活跃商家数量均创历史新高，国内酒店间夜量持续稳定增长。

►新业务减亏超预期，Keeta 上线沙特利雅得

2024 年第三季度，新业务分部收入同比增长 28.9%至 242 亿元，分部经营亏损同比收窄 79.9%至 10 亿元，经营亏损率环比改善 1.9 个百分点至 4.2%。报告期内，美团优选的亏损继续环比收窄。由于效率提升和健康增长，除了美团优选外的其他新业务实现盈利。十月份，Keeta 在沙特阿拉伯首都利雅得正式上线，标志新业务迈出国际拓展的重要一步。

►成本效率显著改善，毛利率同比提升 4pct 至 39%

报告期内，公司高质量发展战略效果显著，毛利率提升 4pct 至 39.3%，高于上季度同比提升 3.8pct 的幅度，主要系公司努力改善成本效率；期间费用率为 28.11%，同比下降 4.73pct，主要系营销效率提高（尤其是商品零售业务），以及经营杠杆作用改善。

投资建议

我们看好平台差异化禀赋下竞争格局企稳趋势，维持此前盈利预测，预计 2024-2026 年实现营收 3314/3660/4071 亿元，实现归母净利润 307/424/531 亿元，对应 EPS5.05/6.97/8.73 元，参考 2024 年 12 月 2 日 167.4 港元/股收盘价，人民币港元汇率为 1.07，PE 分别为 33/24/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

疫情扰动零售及到店业务风险；业绩增长不及预期风险；政策风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	219954.95	276744.95	331449.14	365975.09	407108.29
YoY (%)	22.79%	25.82%	19.77%	10.42%	11.24%
归母净利润(百万元)	-6686.11	13855.83	30712.30	42386.18	53117.39
YoY (%)	71.59%	307.23%	121.66%	38.01%	25.32%
毛利率 (%)	28.08%	35.12%	35.80%	35.90%	36.00%
每股收益(元)	-1.08	2.22	5.05	6.97	8.73
ROE (%)	-5.19%	9.11%	16.81%	18.83%	19.09%
市盈率	-161.81	36.91	33.17	24.03	19.18

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040003

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	276850.45	331449.14	365975.09	407108.29	净利润	13857.33	30715.38	42390.42	53122.70
YoY (%)	25.80%	19.72%	10.42%	11.24%	折旧和摊销	0.00	9675.18	8973.86	8779.77
营业成本	179553.79	212790.35	184268.04	219231.64	营运资金变动	0.00	20433.61	-148.93	9097.21
销售费用	58617.00	58003.60	84174.27	81421.66	经营活动现金流	40521.85	60902.81	51419.01	71354.72
管理费用	9372.07	6628.98	14639.00	16284.33	资本开支	0.00	-2487.00	-980.00	-8331.00
财务费用	606.17	78.65	203.66	355.04	投资	0.00	-9431.00	-9431.00	-9431.00
营业利润	8106.59	30824.77	42636.51	53530.92	投资活动现金流	-24663.84	-11918.00	-10411.00	-17762.00
利润总额	14021.87	30746.12	42432.85	53175.88	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	164.54	30.75	42.43	53.18	债务募资	820.78	4023.00	4311.00	5781.00
净利润	13857.33	30715.38	42390.42	53122.70	筹资活动现金流	-2781.30	3944.35	4107.34	5425.96
YoY (%)	307.23%	121.66%	38.01%	25.32%	现金净流量	13181.15	52929.16	45115.35	59018.68
每股收益(元)	2.22	5.05	6.97	8.73					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	33339.75	86268.91	131384.27	190402.95	成长能力	13857.33	30715.38	42390.42	53122.70
存货	1304.60	1773.25	1535.57	1826.93	营业收入增长率	7996.76	6135.34	6542.95	7123.70
其他流动资产	19373.23	23201.44	25618.26	28497.58	净利润增长率	13475.53	14390.23	-148.93	9097.21
流动资产合计	183116.18	253977.58	308971.37	379376.61	盈利能力	40521.85	51319.60	48988.10	69698.65
长期股权投资	18289.18	18489.18	18689.18	18889.18	毛利率	-6879.55	-2487.00	-980.00	-8331.00
固定资产	25977.85	24056.29	23062.25	23649.93	净利率	-20950.17	-9431.00	-9431.00	-9431.00
无形资产	30397.95	25131.32	18131.50	17095.05	总资产收益率 ROA	-24663.84	-11918.00	-10411.00	-17762.00
非流动资产合计	109913.45	107156.28	103593.41	107575.64	净资产收益率 ROE	193.49	0.00	0.00	0.00
资产合计	293029.63	361133.86	412564.78	486952.25	偿债能力	820.78	4023.00	4311.00	5781.00
短期借款	19321.79	19321.79	19321.79	19321.79	流动比率	-2781.30	3944.35	4107.34	5425.96
应付账款及票据	22980.51	30398.62	26324.01	31318.81	速动比率	13181.15	43345.95	42684.45	57362.62
其他流动负债	58365.77	82862.29	91493.77	101777.07	现金比率	13857.33	30715.38	42390.42	53122.70
流动负债合计	100874.10	134239.94	138969.45	154453.21	资产负债率	7996.76	6135.34	6542.95	7123.70
长期借款	610.10	4633.10	8944.10	14725.10	经营效率	13475.53	14390.23	-148.93	9097.21
其他长期负债	39589.07	39589.07	39589.07	39589.07	总资产周转率	40521.85	51319.60	48988.10	69698.65
非流动负债合计	40199.17	44222.17	48533.17	54314.17	每股指标 (元)	-6879.55	-2487.00	-980.00	-8331.00
负债合计	141073.27	178462.11	187502.62	208767.38	每股收益	-20950.17	-9431.00	-9431.00	-9431.00
股本	0.42	0.42	0.42	0.42	每股净资产	-24663.84	-11918.00	-10411.00	-17762.00
少数股东权益	-56.84	-53.77	-49.53	-44.22	每股经营现金流	193.49	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	151956.37	182671.74	225062.16	278184.87	每股股利	820.78	4023.00	4311.00	5781.00
负债和股东权益合计	293029.63	361133.86	412564.78	486952.25	估值分析	-2781.30	3944.35	4107.34	5425.96
					PE	13181.15	43345.95	42684.45	57362.62
					PB	13857.33	30715.38	42390.42	53122.70

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。