

美团-W (03690.HK)

核心主业增长靓丽，出海提速助力中线成长

优于大市

核心观点

2024Q4 经调整净利润98.5 亿元，基本符合预期。2024Q4，公司实现收入 884.9 亿元/+20.1%，净利润 62.2 亿元/+180.7%，经调整净利润 98.5 亿元/+125.1%，收入、经调整净利润表现基本符合彭博预期（879.3/99.1 亿元）。**2024 年**，公司收入 3375.9 亿元/+22.0%，净利润 368.4 亿元/+174.6%，经调整净利润 437.7 亿元/+88.2%，核心业务效率提升、新业务减亏带动利润增速高于收入。

核心本地商业：收入/利润均超预期。2024Q4，核心本地商业实现收入 655.7 亿元/+18.9%（配送/佣金/在线营销/其他同增 19.5%/23.9%/17.7%/-14.2%）；经营利润 129.0 亿元/+60.9%，经营利润率 19.7%/+5.2pct，上述指标均优于彭博预期（652.7 亿元/116.6 亿元/17.9%）。**到家：**外卖单量增速约高个位数，收入增速高于单量增速，利润增速高于收入增速。此外，京东入局外卖市场对美团影响或许有限。闪购方面，受 23Q4 美团买药高基数拖累，闪购单量增速回落但仍高于外卖单量增速，且继续保持盈利；此外，骑手社保渐进推进影响可控。**到店：**GTV 增速低于订单数增速，系收入结构（轻餐饮需求、低线城市）及 AOV 同比下行综合所致，但收入增速（约 25%）预计高于 GTV 增速，系 23Q4 同期低基数，此外经营利润在低基数下增速高于收入增长。

新业务：优选同比减亏明显，Keeta 系增亏主要来源。2024Q4，新业务收入 229.2 亿元/+23.5%（佣金/在线营销/其他及销售同增 58.4%/40.7%/22.3%）；经营利润亏损 21.8 亿元（24Q1-Q3 分别亏损 27.6/13.1/10.3 亿元，23Q4 亏损 48.3 亿元），经营亏损率同比由 26.0%大幅收窄至 9.5%。分业务板块看，**美团优选**效率提升同比减亏明显，后续减亏依赖供应链转型下的产品结构优化；**Keeta** 目前业务主要集中在沙特和阿联酋，仍处前期投放期系环比增亏主要来源；**其他新业务**如快驴、单车、充电宝亏损预计与金融业务整体打平。

打通流量促交叉销售，AI 技术布局态度积极。神会员 2024 年 7 月已扩展至多个主要品类，第四季度进一步覆盖跟团游、景点门票等（订单占比超 40%），流量的打通交叉销售有望继续提升消费频次。公司 AI 技术布局围绕员工效率提升、产品服务升级及自研大模型（LongCat）三大方向开展，此外 AI+ 机器人融合带来的无人配送规模化进度也值得关注。骑手社保缴纳方面，公司将于今年第二季度在部分城市试点骑手社保项目（养老险为主），逐步推广会增加成本，但效率提升可边际对冲部分成本。

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：考虑到出海业务的发展节奏以及渐进缴纳社保的综合影响，小幅下调 2025 年经调整净利润至 515 亿元（调整幅度-1.3%），上调 2026 年预测至 653 亿元（调整方向+12%），新增 2027 年预测 787 亿元，对应 PE 估值 17.7/13.9/11.6x。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。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，公司旗下用工合规性提升及加速出海布局阶段或有成本扰动，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。

公司研究 · 海外公司财报点评

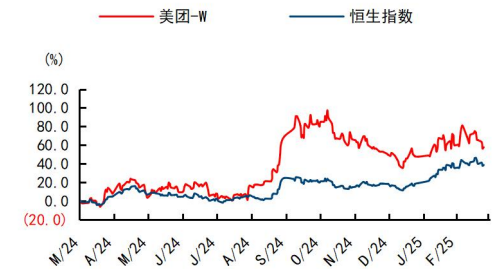
互联网 · 互联网 II

| | |
|---|---|
| 证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003 | 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002 |
| 证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004 | 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 | 159.90 港元 |
| 总市值/流通市值 | 976929/884277 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 217.00/90.40 港元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 7733.41 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) -DoorDash AI 布局提供发展借鉴，外卖核心竞争力依旧稳固》——2025-02-19
- 《美团-W (03690.HK) -京东外卖 0 佣金点评：创新型业务资源投入有限，不影响美团外卖核心竞争力》——2025-02-13
- 《美团-W (03690.HK) -三季报经调整业绩高速增长，预计出海扩张有望提速》——2024-12-03
- 《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力成长》——2024-09-02

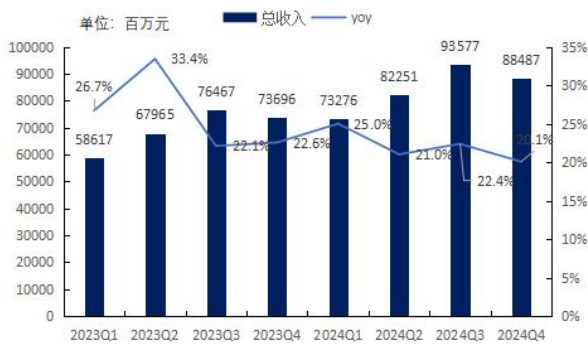
| 盈利预测和财务指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 276,745 | 337,592 | 396,333 | 467,672 | 542,500 |
| (+/-%) | 25.8% | 22.0% | 17.4% | 18.0% | 16.0% |
| 经调整净利润(百万元) | 23,253 | 43,772 | 51,523 | 65,312 | 78,699 |
| (+/-%) | 722.5% | 88.2% | 17.7% | 26.8% | 20.5% |
| 经调整 EPS (元) | 3.81 | 7.16 | 8.43 | 10.69 | 12.88 |
| EBIT Margin | 4.8% | 11.8% | 11.1% | 12.3% | 16.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.1% | 20.7% | 18.4% | 19.4% | 23.1% |
| 市盈率 (PE) | 39.2 | 20.8 | 17.7 | 13.9 | 11.6 |
| EV/EBITDA | 69.9 | 26.6 | 22.3 | 17.6 | 12.3 |
| 市净率 (PB) | 5.27 | 5.27 | 4.30 | 3.47 | 2.67 |

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

2024Q4 收入利润表现符合预期。2024Q4，公司实现收入 884.9 亿元/+20.1%，实现净利润 62.2 亿元/+180.7%，实现经调整净利润 98.5 亿元/+125.1%，收入优于彭博预期（879.3 亿元）、经调整利润表现略低于彭博预期（99.1 亿元）。**2024 年**，公司实现收入 3375.9 亿元/+22.0%，实现净利润 368.4 亿元/+174.6%，实现经调整净利润 437.7 亿元/+88.2%，利润增速远高于收入系经营利润率同比改善推动（核心业务效率提升、新业务减亏）。

图1：2023 年以来美团季度收入数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2023 年以来美团季度经调整利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心本地商业：收入、利润均超预期。2024Q4，核心本地商业实现收入 655.7 亿元/+18.9%，其中配送服务/佣金/在线营销服务/其他服务及销售分别实现收入 261.9/240.7/128.4/24.6 亿元，对应同比增速为 19.5%/23.9%/17.7%/-14.2%；经营利润 129.0 亿元/+60.9%，经营利润率 19.7%/+5.2pct，同比继续优化，且上述指标均优于彭博预期（652.7 亿元/116.6 亿元/17.9%），经营利润率改善系毛利率上升、交易用户激励占比降低及运营效率改善综合带动。**到家**：外卖单量增速约高个位数，收入增速高于单量增速，利润增速高于收入增速。此外，京东入局外卖市场对美团影响或许有限。闪购方面，受 23Q4 美团买药高基数拖累，闪购单量增速回落但仍高于外卖单量增速，且继续保持盈利；此外，骑手社保渐进推进影响可控。**到店**：GTV 增速低于订单数增速，系收入结构（轻餐饮需求、低线城市）及 AOV 同比下行综合所致，但收入增速（约 25%）预计高于 GTV 增速，系 23Q4 同期低基数，此外经营利润在低基数下增速高于收入增长。

图3：核心本地商业收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：新业务收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新业务：优选同比减亏明显但需关注供应链赋能，出海增亏系投放增加，其他业务整体平稳。2024Q4，新业务实现收入 229.2 亿元/+23.5%，其中佣金/在线营销

服务/其他服务及销售分别实现收入 9.0/1.1/219.1 亿元，对应同比增速为 58.4%/40.7%/22.3%；经营利润亏损 21.8 亿元（24Q1-Q3 分别亏损 27.6/13.1/10.3 亿元，23Q4 亏损 48.3 亿元），经营亏损率同比由 26.0%大幅收窄至 9.5%，收入及经营亏损额也均优于彭博预期（226.7 亿元/-22.0 亿元）。**分业务板块看，美团优选**依托于效率提升同比减亏最为明显，后续减亏策略更多依赖供应链转型下的产品结构优化（如更高毛利产品）；**keeta** 目前业务主要集中在沙特阿拉伯和阿联酋，仍处前期投放期，预计系环比增亏主要来源；**其他新业务如快驴、单车、充电宝亏损预计与金融业务整体持平。**

四季度经营效率同比提升明显。2024Q4，公司毛利率+3.9pct，销售/研发/管理费率各-3.1/-1.2/-0.3pct，规模效应提升和业务整合下经营提效；经调整净利润率 11.1%，同比+5.2pct。

图5：公司经调整净利润率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

打通流量促交叉销售，积极拥抱 AI 新技术。神会员 2024 年 7 月已扩展至多个主要品类，第四季度进一步覆盖跟团游、景点门票等（订单占比超 40%），超 70% 的到店旅游商家参与。流量打通交叉销售增强了消费者粘性，引导流量拓展品类，目前神会员带来的交易用户占零售服务交易用户的 10%。公司在 AI 技术方面的布局，基于自研大模型 LongCat，围绕**员工效率提升**（智能客服 Agent、AI 销售助手及 AI 编码工具等）、**产品服务升级**（AI 商家助手、2025 年即将推出的 AI 生活小秘书）及**自研大模型**三大方向展开布局，此外 AI+机器人融合带来的无人配送规模化进度也值得关注。此外，关于近期关注的骑手社保缴纳问题，公司将于今年第二季度在部分城市试点骑手社保项目，未来逐步推广会增加成本，但长期看用工进一步规范后，骑手供给增加以及效率提升预计可部分对冲增量成本。

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：考虑到出海业务的发展节奏以及渐进缴纳社保的综合影响，小幅下调 2025 年经调整净利润至 515 亿元（调整幅度-1.3%），上调 2026 年预测至 653 亿元（调整方向+12%），新增 2027 年预测 787 亿元，对应 PE 估值 17.7/13.9/11.6x。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。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，公司旗下用工合规性提升及加速出海布局阶段或有成本扰动，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。

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 70834 | 96836 | 136780 | 196466 | 营业收入 | 337592 | 396333 | 467672 | 542500 |
| 应收款项 | 20208 | 35833 | 42283 | 49048 | 营业成本 | 207807 | 241366 | 282942 | 319804 |
| 存货净额 | 1734 | 3159 | 3709 | 4194 | 销售费用 | 63975 | 77681 | 87455 | 96022 |
| 其他流动资产 | 19550 | 59450 | 70151 | 81375 | 管理及研发费用 | 31783 | 37255 | 43494 | 43400 |
| 流动资产合计 | 209735 | 292687 | 369814 | 471352 | 资产减值及公允价值变动 | 417 | (112) | (111) | (110) |
| 固定资产 | 30239 | 26177 | 21061 | 14837 | 其他损益净额 | 5240 | 3884 | 3884 | 3884 |
| 无形资产及其他 | 30230 | 30219 | 30282 | 30425 | 营业利润 | 39684 | 43802 | 57555 | 87048 |
| 投资性房地产 | 34351 | 34351 | 34351 | 34351 | 财务费用 | 45 | 1291 | 1471 | 0 |
| 长期股权投资 | 19800 | 19800 | 19850 | 19900 | 权益性投资收益 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| 资产总计 | 324355 | 403234 | 475358 | 570865 | 利润总额 | 37985 | 42760 | 56335 | 87298 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1 | 12295 | 10539 | 7612 | 所得税费用 | 2177 | 3848 | 5352 | 8642 |
| 应付款项 | 41968 | 44226 | 48222 | 50331 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 其他流动负债 | 65967 | 77169 | 89718 | 99515 | 归属于母公司净利润 | 35807 | 38910 | 50981 | 78652 |
| 流动负债合计 | 107936 | 133689 | 148479 | 157458 | 经调整净利润 | 43772 | 51523 | 65312 | 78699 |
| 长期借款及应付债券 | 1175 | 1175 | 1175 | 1175 | 现金流量表(百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 其他长期负债 | 42640 | 56854 | 63206 | 71078 | 净利润 | 35807 | 38910 | 50981 | 78652 |
| 长期负债合计 | 43815 | 58029 | 64381 | 72253 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 151751 | 191718 | 212860 | 229711 | 折旧摊销 | 8421 | 12272 | 13668 | 15134 |
| 少数股东权益 | (59) | (58) | (56) | (53) | 公允价值变动损失 | (417) | 112 | 111 | 110 |
| 股东权益 | 172663 | 211573 | 262554 | 341207 | 财务费用 | 45 | 1291 | 1471 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 324355 | 403234 | 475358 | 570865 | 营运资本变动 | 27332 | (29277) | 5196 | 1305 |
| 关键财务与估值指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 其它 | (13996) | 1 | 2 | 3 |
| 经调整 EPS | 7.16 | 8.43 | 10.69 | 12.88 | 经营活动现金流 | 57147 | 22019 | 69958 | 95204 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本开支 | (25239) | (8311) | (8726) | (9163) |
| 每股净资产 | 28.26 | 34.63 | 42.97 | 55.85 | 其它投资现金流 | 20455 | 0 | (19482) | (23378) |
| ROIC | 70% | 51% | 58% | 91% | 投资活动现金流 | 10205 | (8311) | (28258) | (32591) |
| ROE | 21% | 18% | 19% | 23% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 38% | 39% | 40% | 41% | 负债净变化 | 565 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 12% | 11% | 12% | 16% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 13% | 13% | 14% | 18% | 其它融资现金流 | (31545) | 12294 | (1756) | (2928) |
| 收入增长 | 22% | 17% | 18% | 16% | 融资活动现金流 | (30415) | 12294 | (1756) | (2928) |
| 净利润增长率 | 158% | 9% | 31% | 54% | 现金净变动 | 37494 | 26002 | 39944 | 59686 |
| 资产负债率 | 47% | 48% | 45% | 40% | 货币资金的期初余额 | 33340 | 70834 | 96836 | 136780 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期末余额 | 70834 | 96836 | 136780 | 196466 |
| P/E | 20.8 | 17.7 | 13.9 | 11.6 | 企业自由现金流 | 47923 | 14544 | 62226 | 85706 |
| P/B | 5.3 | 4.3 | 3.5 | 2.7 | 权益自由现金流 | 16901 | 27677 | 61538 | 84610 |
| EV/EBITDA | 27 | 22 | 18 | 12 | | | | | |

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