

美团-W (3690.HK) - 24Q1 业绩超预期 市场预期 核心业务保持高增

证券报告 | 季度业绩点评
2024 年 7 月 15 日

核心观点:

美团 24Q1 收入 732.8 亿元，同比增长 25.01%，超彭博一致预期 6%；EBIT 52.1 亿元，超彭博一致预期 25.2。调整后净利润约 74.9 亿元，超彭博一致预期 25.4%，经调整归母净利润率为 10.2%。分业务来看，核心本地商业收入 546.3 亿元，同比增长 27.38%，超彭博一致预期 7.7%，经营利润 96.99 亿元，同比增长 2.69%；新业务收入 186.5 亿元，同比增长 18.55%，超彭博一致预期 2.3%，经营利润亏损缩减至 -27.57 亿元。

- 即时配送业务单量超预期增长，拼好饭、闪送增长强劲。24Q1 即时配送交易单数为 54.65 亿单，同比增长 28.1%，环比减少 9.6%，考虑到一季度节假日等季节性因素，单量增长超预期。闪送业务在一季度实现交易用户数和交易频次的快速大幅增长，“拼好饭”23Q4 单量已占到总单量的高个位数，有望改善即时配送盈利能力。
- 到店酒旅业务经营利润率有所反弹。美团与抖音本地生活业务的竞争缓和，补贴力度企稳，一季度到店酒旅业务经营利润率有所回升。美团在低线城市、小商户及低价酒旅产品上的优势使得美团能够顺应大众向低价产品倾斜的消费趋势，帮助美团守住本地生活业务的市场份额。
- 继 2023 年 11 月公布 10 亿美元回购计划之后，美团 6 月公布一项 20 亿美元的回购计划，目前单日回购在 2-5 亿港元，占美团日均成交额的 10%以上，体现出对公司发展的信心。
- 盈利预测与投资建议。美团在即时配送业务上单量仍在强劲增长，到店酒旅业务经营利润率企稳回升，新业务亏损幅度大幅降低，有助于提升公司整体盈利水平。预计公司 24/25 年净利润为 399/561 亿元，同比增长 189%/40%，当前股价对应 24/25 年 18/13 倍 PE。采用 STOP 法给公司估值，给予公司核心本地商业整体 2025 年 16 倍 PE 的估值及新业务 2025 年 0.9 倍 PS 估值，对应目标价 167 港元，评级买入。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
收入 (百万元)	179,128	219,955	276,745	328,359	389,505
增长率 (%)	56.04%	22.79%	25.82%	18.65%	18.62%
归母净利润 (百万元)	-23,538	-6,686	13,855	39,958	56,064
增长率 (%)	-	-	-	188.40%	40.31%
EPS (元/股)	-0.38	-0.11	0.23	0.65	0.91
PE	-	-	52.86	18.31	13.05

数据来源：公司财务报告、富中证券预测，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

股票评级：买入
目标价：167 港元

市场价格 (2024.07.15) :
119.1 港元
潜在涨幅：40%

市值 (亿港元)
总股本：61.5 亿
流通股本：61.5 亿

52 周价格区间：
61.10 - 150.00 港元

分析师：张冉
SFC CE No. BHP610

一、即时配送单量增长强劲

24Q1 即时配送交易单数为 54.65 亿单，同比增长 28.1%，环比减少 9.6%，考虑到一季度节假日等季节性因素，单量增长超预期。“拼好饭”模式有助于提升单量，提高盈利能力，闪送业务在一季度也实现交易用户数和交易频次的快速大幅增长。

2022 年美团在一线城市推出“拼好饭”，现已推广至 247 个城市。“拼好饭”通过外卖团购的方式，顺应用户追求低价产品的趋势。“拼好饭”商家通过推出低价、高性价比餐食吸引流量，以价换量，同时单个爆品的模式也能降低产品的平均成本，在降低产品价格的情况下仍然能够盈利。“拼好饭”模式下，骑手在同一店铺取餐，送往地址接近的地点，配送时间与未拼团相比大幅缩短。另外，骑手在“拼好饭”模式下的配送收入为一单配送收入加 1.5 元补贴，与未拼团相比美团的单均配送成本大幅降低。“拼好饭”模式使得小金额外卖订单难以盈利的情况得以缓解，相当于将低价订单整合，有助于提升即时配送业务的整体盈利能力。

表 1：拼好饭模式与未拼团模式对比

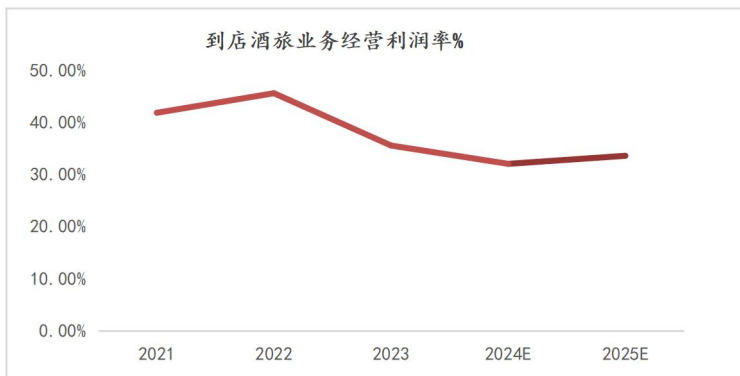
	拼好饭(2 单以上成团)	普通外卖	每单变化% (拼好饭按 2 单计算)
优惠力度	价格下降 15%以上	较低	
完单总时长	30min(配送)+15min(等待)	35min(配送)	↓ 35%
下单成功率	约 20%	接近 100%	
可选商家数	区域内可配送约 20 家	区域内可配送超 100 家	
配送成本	7 元(配送)+1.5 元(补贴)	7 元	↓ 39%

数据来源：富中证券测算，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

二、到店酒旅业务经营利润率有所反弹

美团抖音本地生活业务竞争缓和，补贴力度企稳，一季度到店酒旅业务经营利润率有所回升。一季度抖音生活服务原先按照行业划分的到店餐饮、到店综合、酒旅三个平行部门，按地域被重组为北、中、南三个大区，以及服务全国连锁大商户的 NKA 部门。比起做大销售额收取佣金的商业模式，抖音更适合从大商户中获取广告收入，对全国连锁大商户的重视反映出抖音将从大力度的补贴获取市场份额的模式逐渐转变为重视商业化变现，改善业务盈利能力达成健康的业务运营模式。23Q2 美团加大本地生活补贴力度已应对抖音的竞争以来，到店酒旅业务经营利润逐渐下滑，随着抖音逐渐重视商业化变现，美团的补贴力度有所下降，24Q1 美团到店酒旅业务的经营利润率触底回升。

图 1：美团到店酒旅业务经营利润率变化



数据来源：美团各季度业绩会、富中证券预测，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

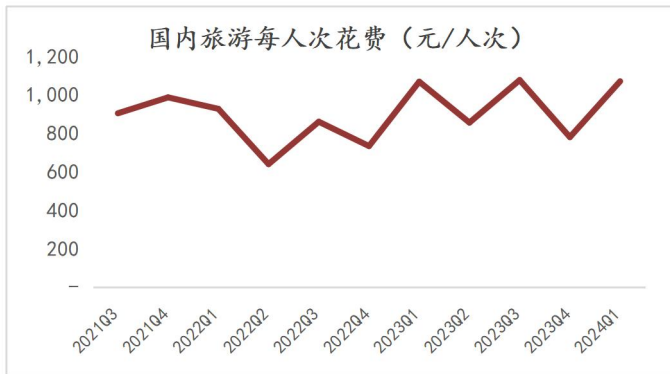
根据国内旅游抽样调查统计结果，2024 年一季度，国内出游人次 14.19 亿，比上年同期增加 2.03 亿，同比增长 16.7%。国内游客出游总花费 1.52 万亿元，比上年增加 0.22 万亿元，同比增长 17.0%。旅游业的复苏及小众、低消费的旅游趋势，美团在低线城市、小商户及低价酒旅产品上市场占有率高，有先发优势，使得美团到店酒旅业务能够顺应这一趋势，从中获益，帮助美团守住本地生活业务的市场份额。

图 2：2021-2024Q1 国内旅游人数



数据来源：中国文旅部，数据截止至 2024 年一季度

图 3：2021Q3-2024Q1 国内旅游每人次花费趋势

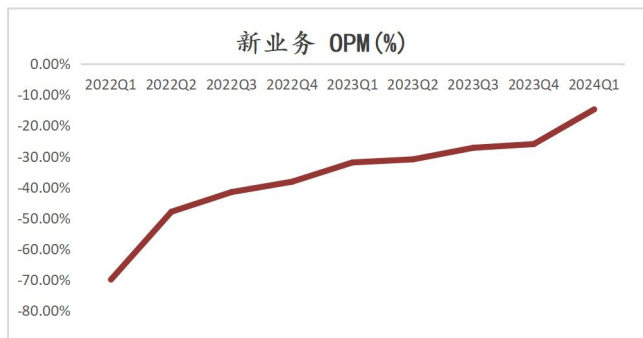


数据来源：中国文旅部、富中证券测算，数据截止至 2024 年一季度

三、精细化运营新业务亏损大幅减少

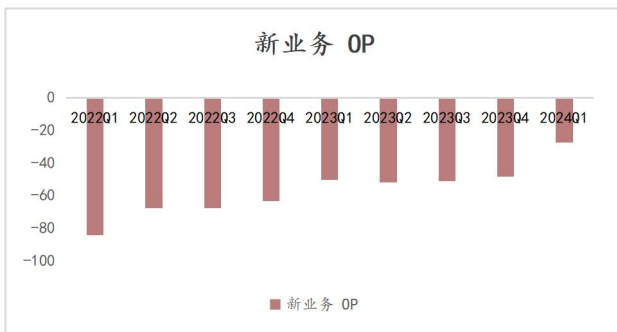
新业务中主要收入来自美团优选，24Q1 新业务收入 186.5 亿元，同比增长 18.55%，经营利润为亏损-27.57 亿元，同比环比均大幅收窄。公司在美团优选业务上提高商品的加价率，降低件均履约成本，提升运营效率，实现亏损幅度的大幅减少。

图 4：新业务经营亏损率变化趋势



数据来源：美团季报，数据截止至 2024 年一季度

图 5：新业务经营亏损变化趋势



数据来源：美团季报，数据截止至 2024 年一季度

四、盈利预测与投资建议

美团在即时配送业务上单量仍在强劲增长，随着“拼好饭”在订单总量占比的增加，有望降低即时配送履约成本，提升整体盈利能力。本地生活业务经营利润率企稳回升，新业务亏损幅度大幅降低，有助于提升公司整体盈利水平。预计公司 24/25 年净利润为 399/561 亿元，同比增长 189%/40%，当前股价对应 24/25 年 18/13 倍 PE。考虑公司核心本地商业正在逐步走向盈利稳定阶段，盈利情况持续改善，新业务尚未盈利，但收入成长速度较快，采用 STOP 法给公司估值，给予公司核心本地商业整体 2025 年 16 倍 PE 的估值及新业务 2025 年 0.9 倍 PS 估值，对应目标价 167 港元，评级买入。

风险提示

- 到店酒旅业务经营利润率回升不及预期
- 外卖成本降低不及预期
- 新业务亏损降幅不及预期

表 2：资产负债表

单位：人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
流动资产合计	147,829	143,145	183,116	241,042	317,058
现金及现金等价物	32,513	20,159	33,340	63,758	115,739
应收账款和票据	17,075	2,053	2,743	3,224	3,799
存货	682	1,163	1,305	1,396	1,588
其他流动资产	97,559	119,771	145,729	172,664	195,932
非流动资产合计	92,825	101,336	109,913	107,036	103,539
固定资产净值	28,169	10,557	13,598	13,616	13,630
长期投资	22,814	45,332	49,987	51860	53,817
商誉及无形资产	31,049	35,749	36,198	29362	23,894
其他	4,760	9,698	10,130	12198	12,198
总资产	240,653	244,481	293,030	348,078	420,597
流动负债合计	68,593	76,430	100,874	115893	133,843
短期借款	11,565	17,562	19,322	23062	26,519
应付账款及票据	33,566	17,379	22,981	24055	26,948
其他	16,429	41,489	58,572	68776	80,377
非流动负债合计	46,504	39,345	40,199	40,791	41,607
长期借款	-	1,549	610	610	610
其他非流动负债	13,126	37,796	39,589	40,181	40,997
总负债	115,097	115,775	141,073	156,684	174,840
普通股股本	-	-	-	-	-
储备	290,087	139,466	162,443	202,407	258,225
其他		-10,705	-10,430	-11,003	-12,458
归母权益总额	125,613	128,762	152,013	191,404	245,767
少数股东权益	-57	-56	-57	-10	-10
股东权益合计	125,556	128,706	151,956	191,394	245,757
负债及股东权益合计	240,653	244,481	293,030	348,078	420,597

数据来源：美团财报、富中证券预测，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

表 4：现金流量表

单位：人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-4,011	11,411	40,522	51,080	70,170
合并净利润	-23,566	-6,685	13,857	39,997	56,120
折旧与摊销	6,998	9,730	7,997	10,308	8,945
营运资本变动	25,999	-813	13,476	3,188	8,426
投资活动现金流净额	-58,492	-14,714	-24,664	-23,178	-19,320
处置固定资产收益		408	301	2,361	3,204
资本性支出	-13,219	-5,731	-6,880	-3,490	-3,490
投资资产支出	-49,140	-10,923	-20,950	-21,290	-19,925
融资活动现金流净额	78,598	-9,990	-2,781	2,516	1,130
长期债券融资	-6,860	23,706	39,753	-	-
现金净增加额	16,095	-12,355	13,181	30,418	51,980
期初现金余额	17,093	32,513	20,159	33,340	63,758
期末现金余额	32,513	20,159	33,340	63,758	115,739

数据来源：美团财报、富中证券预测，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

表 3：利润表

单位：人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
主营收入	179,128	219,955	276,745	328,359	389,505
营业成本	136,654	158,202	179,554	189,242	221,939
毛利	42,474	61,753	97,191	139,117	167,566
营销费用	40,683	39,745	58,617	68,955	77,122
行政管理费用	8,613	9,772	9,372	10,507	12,464
研发费用	16,676	20,740	21,201	22,985	27,265
其他营业费用合计	-	-	-	-	-
营业利润	-23,566	-8,382	8,107	36,669	50,715
利息收入	546	658	819	1,360	2,709
利息支出	1,130	1,583	1,424	666	774
权益性投资损益	145	36	1,213	718	891
其他非经营性损益	371	1,282	3,047	2,361	3,204
除税前利润	-23,566	-6,756	14,022	40,442	56,745
所得税	-30	-70	165	445	624
净利润	-23,536	-6,685	13,857	39,997	56,120
少数股东损益	-24	1	2	39	56
归母净利润	-23,538	-6,686	13,855	39,958	56,064
NonGAAP 归母净利润	-15,572	2,851	23,253	44,402	58,810

数据来源：美团财报、富中证券预测，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

表 5：主要财务指标

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
成长能力					
主营收入增长率	56%	23%	26%	19%	19%
营业利润增长率	-	64%	197%	-352%	-38%
归母净利润增长率	-	72%	307%	-188%	-40%
获利能力					
毛利率	24%	28%	35%	42%	43%
净利率	-13%	-3%	5%	12%	14%
经调整 ROE	-12%	2%	15%	23%	24%
偿债能力					
资产负债率	48%	47%	48%	45%	42%
有息负债率	5%	8%	7%	7%	6%
流动比率	216%	187%	182%	208%	237%
营运能力					
应收账款周转天数	127	114	114	114	114
存货周转天数	238	172	172	172	172
应付账款周转天数	88	40	46	46	44
每股指标					
经调整 EPS	-0.25	0.05	0.38	0.72	0.95
估值比率					
PE	-	-	52.86	18.31	13.05

数据来源：美团财报、富中证券预测，数据截止至 2024 年 7 月 15 日

分析員聲明

本報告是由富中證券有限公司(下稱「富中證券」)的研究部團隊成員(「分析員」)負責編寫及審核。分析員特此聲明,本報告中所表達的意見,準確地反映了分析員對報告內所述的公司(「該公司」)及其證券的個人意見。其薪酬過去、現在或未來,沒有直接或間接與本報告所表達的市場分析意見或建議有關連。

根據香港證券及期貨事務監察委員會(「香港證監會」)《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》所適用的範圍及相關定義,分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在本報告發出前 30 日內曾交易報告內所述的股票;(2)在本報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的股票;(3)擔任報告內該公司的高級人員;(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

免責聲明

本報告由富中證券提供。富中證券已獲取香港證監會第一類(證券交易)、第四類(就證券提供意見)和第九類(提供資產管理)受規管活動牌照。

本報告由富中證券發佈,僅供它旨在的接收方使用。對部分司法管轄區而言,分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法規、規定或其他註冊或發牌的規則。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

本份報告根據公開信息撰寫,這些資訊可能反映了對經濟狀況的各種預期,而這些預期可能未被證實或正確。富中證券不會擔保預期的正確性。本報告表達之所有內容、意見和估計等均可在不作另行通知下作出更改,且並不承諾提供任何有關變更的通知。

報告所載內容和意見僅供參考,其不是買入或是賣出證券、商品和貨幣的邀約,本報告不是依據個案而定的投資建議,撰寫本報告沒有考量到接收方的財務狀況和目的的因素。合理的投資建議應當考慮投資者的具體狀況和投資目的,本份報告涉及的公司或其他投資和策略可能並不適合所有的投資者。不能完全依賴本報告或是替代個別判斷。因此,在作出投資決定前,投資者必須自行作出分析,並在必要時諮詢閣下的獨立專業顧問,以評估投資建議是否合適。

證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌,甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤,反而可能會招致損失。

富中證券或其關聯公司(下統稱「富中集團」)的任何董事、雇員或代理人概不就因使用本報告內所載數據而蒙受的任何直接或間接損失承擔任何責任。本報告只供指定接收方使用,未獲富中證券事先書面同意前,報告的內容,不管是部分還是全部,不能以任何用途或目的,由其他方複製、轉發和發佈。富中證券可保留一切相關權利。

富中集團沒有持有相等於或高於報告內所述的該公司市場資本值的 1%或該公司就新上市已發行股本的 1%,與這些上市公司亦不存在投資銀行業務、自營交易或莊家和經紀代理業務。富中集團的董事、行政人員及/或雇員並不是該上市公司的董事或高級人員。富中集團現在沒有亦將不會涉及該公司發行的股票及相關證券的莊家活動,亦沒有在過去 12 個月內,曾向該公司提供任何投資銀行服務。

CONTACT US

電話: +(852) 3702-7021

傳真: +(852) 2151-1778

電郵: research@fortune-originsec.com

地址: 香港中環干諾道中 88 號南豐大廈 4 樓 404-405 室



敬請閱讀末頁的重要說明