

美团 24Q1 点评：单量高增，关注后续核心本地商业利润弹性

核心观点

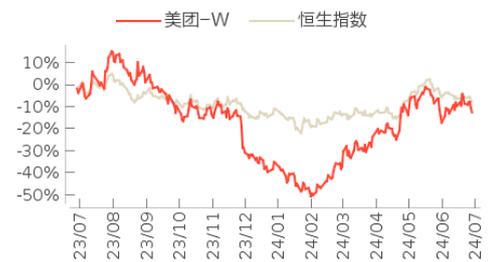
- 整体：营业收入和利润端均超预期。收入端**，24Q1 营收 733 亿元(yoy+25.0%)，彭博一致预期为 690 亿元，主要是核心本地商业收入超预期。**利润端**，24Q1 调整后营业利润 69 亿元（彭博一致预期为 52 亿元），营业利润率为 9.5%（23Q1 为 7.5%，23Q4 为 4.3%），同环比均有改善，主要是核心本地商业利润环比提升和新业务亏损进一步收窄。调整后净利润 75 亿元（彭博一致预期为 58 亿元），净利润率为 10.2%（23Q1 为 9.4%，23Q4 为 5.9%）。
- 核心本地商业：收入高增，经营利润环比改善。**24Q1 营收 546 亿元(yoy+27.4%)，彭博一致预期为 507 亿元；调整后经营利润 97 亿元，彭博一致预期为 84 亿元；经营利润率 17.8%，同比有所下滑，环比提升。分具体业务看：
 - 1) 外卖：单量增长亮眼。运营端**，24Q1 外卖及闪购业务总订单 54.65 亿笔(yoy+28.1%)，我们测算外卖订单同增 24%。**需求侧**，餐饮外卖业务的年度交易用户数和交易频次均显著增长。**供给侧**，平台积极反应满足用户性价比需求，推出“品牌卫星店”提供优质且高性价比的餐饮外卖服务；一季度“拼好饭”日订单量峰值创下新高。**收入端**，考虑到 AOV 结构性高基数，24Q1 AOV 同比下降，而广告变现效率提升、补贴优化，一定程度上抵消 AOV 下滑对收入的不利影响。**利润端**，结合上述 AOV 变化、广告货币化率提升、补贴优化等影响，我们测算单均 OP 略有下滑，单量优异表现拉动 OP 增长。**展望**，我们预计 24 年宏观经济影响下 AOV 存在不确定性，但下半年 AOV 下滑幅度有望减小，单量增速将保持稳健增长，广告变现效率或持续提升。利润方面伴随骑手成本优化和补贴减少，24 全年营业利润或好于此前预期。
 - 2) 闪购：用户心智加强，广告货币化率提升。运营端**，我们测算 24Q1 闪购订单同增接近 60%。**需求侧**，闪购用户的购买频次及交易用户数大幅增长。**供给侧**，一季度末已有约 7000 家闪电仓，并持续加速低线城市渗透率，不断扩大品类。**收入及利润端**，考虑到 AOV 同比有所下滑，而商家广告投放意愿积极，我们测算收入端增速或略低于单量增速。一季度交易额中受到部分高毛利品类影响，我们测算利润端小幅盈利。**展望**，我们预计 24Q2 闪购单量继续保持高速增长，通过供给品类覆盖面的不断扩大、消费者心智更多转向“便利”等日常需求，供需有望双向驱动业务增长。
 - 3) 到店酒旅：利润率稳步修复。运营端**，一季度到店、酒店及旅游业务实现强劲增长，其中国内酒店间夜量及交易金额同比大幅增长。**策略上**，产品侧持续迭代满足用户性价比需求，平台侧进一步巩固低线城市份额，高线城市持续突破。**收入及利润端**，我们测算由于到店竞争、下沉市场拓展、宏观市场环境等因素，收入增速或仍明显低于 GTV 增速，OPM 同比仍有所下滑，但到店竞争趋缓下 OPM 环比有所回升。**展望**，我们预计伴随组织架构调整，到家、到店业务进一步发挥协同作用，下半年 OPM 有望稳步修复。
- 新业务：减亏显著，运营效率提升。**24Q1 新业务收入 187 亿元(yoy+18.5%)，经营亏损收窄至 28 亿元，亏损率改善至 14.8%。
 - 1) 美团优选：**业务策略有所优化，更加注重运营提升及高质量增长，一方面提高商品加价率，另一方面通过改善仓库运营降低了件均履约成本，提升营销效率，共同带来经营亏损环比及同比均大幅收窄。
 - 2) 其他业务：**一季度进展良好，绝大多数新业务不仅在规模上取得领先地位，而且运营效率有所提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑到宏观经济不确定性、广告货币化率提升、成本端优化及新业务减亏加速，我

投资评级	买入（维持）
股价（2024 年 06 月 28 日）	111.1 港元
目标价格	154.00 港元
52 周最高价/最低价	150/61.1 港元
总股本/流通 H 股（万股）	622,517/562,490
H 股市值（百万港币）	691,616
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 06 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.39	-6.64	14.77	-12.59
相对表现%	-2.67	-0.78	7.65	-5.01
恒生指数%	-1.72	-5.86	7.12	-7.58



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

美团 23Q4 点评：核心主业优势稳固，新业务减亏目标下利润端颇具弹性	2024-04-09
美团 23Q3 点评：Q3 业绩稳健，未来积极投入利润短期承压，长期有耐心	2023-12-13
美团 23Q2 点评：核心本地商业加快复苏，利润超预期，到店格局边际转好	2023-09-04

们调整部分业务假设。我们预测公司 24-26 年每股收益 4.80/6.64/7.38 元（原预测 24-25 年每股收益 3.99/6.44 元），采取分部估值，给予外卖业务 3.3x PS，预计 24 年收入 1654 亿 CNY；给予到店及酒旅 16.1x PE，预计 24 年实现税后利润 165 亿 CNY；新业务只考虑社区团购估值，维持 0.6x P/GMV，预计 24 年 GMV 1009 亿，公司合理估值为 9587 亿 HKD，目标价 154.00 元 HKD，维持“买入”评级。

风险提示 政策管控，市场竞争加剧，消费恢复不及预期，新业务增长不及预期

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	219,955	276,745	330,676	381,029	425,504
同比增长(%)	22.79%	25.82%	19.49%	15.23%	11.67%
营业利润(百万元)	(5,820)	13,415	32,383	48,485	54,165
同比增长(%)	-74.83%	-330.49%	141.39%	49.72%	11.71%
归属母公司净利润(百万元)	(6,686)	13,856	29,897	41,324	45,949
同比增长(%)	-71.59%	-307.23%	115.77%	38.22%	11.19%
每股收益(元)	(1.07)	2.23	4.80	6.64	7.38
毛利率(%)	28.08%	35.12%	39.26%	41.52%	39.03%
净利率(%)	-3.04%	5.01%	9.04%	10.85%	10.80%
净资产收益率(%)	-5.26%	9.87%	17.47%	19.17%	17.06%
市盈率(倍)	(94.4)	45.6	21.1	15.3	13.7
市销率(倍)	2.9	2.3	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

盈利预测与投资建议

盈利预测

分业务看：外卖端，考虑到外部宏观环境不确定性对消费者需求带来的影响，公司积极应对提升广告变现效率、优化成本，可能对订单、收入、利润产生影响。到店端，竞争趋缓、组织架构调整、下沉市场扩展或影响收入、营业利润。新业务端，优选减亏加速，其他新业务 24 年有望小幅盈利。

表 1：美团盈利预测

单位：百万/%	23A	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	24E	25E	26E
营业收入	276,745	73,276	80,681	89,705	87,015	330,676	381,029	425,504
yoy	25.82%	25.01%	18.71%	17.31%	18.07%	19.49%	15.23%	11.67%
营业成本	-179,554	-47,579	-47,426	-53,485	-52,377	-200,868	-222,814	-259,423
毛利润	97,191	25,697	33,255	36,219	34,638	129,809	158,215	166,082
毛利率%	35.12%	35.07%	41.22%	40.38%	39.81%	39.26%	41.52%	39.03%
归属母公司净利润	13,856	5,369	7,772	7,729	9,028	29,897	41,324	45,949
利润率%	5.01%	7.33%	9.63%	8.62%	10.37%	9.04%	10.85%	10.80%
调整后营业利润	18,532	6,942	10,652	9,349	9,092	36,035	48,118	58,052
营业利润率%	6.70%	9.47%	13.20%	10.42%	10.45%	10.90%	12.63%	13.64%
调整后净利润	23,253	7,488	10,389	9,371	10,204	37,453	50,992	56,293
利润率%	8.40%	10.22%	12.88%	10.45%	11.73%	11.33%	13.38%	13.23%

资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

投资建议

我们采取分部估值法对公司进行估值。由于外卖业务可比公司基本都不盈利，为了保持可比性，我们对外卖业务继续采取 PS 估值，给予 24 年 3.3x PS 估值，预计外卖业务 2024 年实现收入 1654 亿元，对应市值 6013 亿 HKD；到店、酒店和旅游业务的盈利能力已经比较稳定，因此我们继续采用 PE 估值，给予 24 年 16.1x PE 估值，我们预计到店和酒旅业务 2024 年实现税后营业利润 165 亿，对应市值 2911 亿 HKD。新业务仅对社区团购进行估值，维持社区团购业务 0.6x P/GMV 估值，我们预计社区团购 2024 年实现 GMV1009 亿元，对应市值 663 亿 HKD，公司合理估值为 9587 亿 HKD，目标价 154.00 元 HKD，维持“买入”评级。

表 2：公司分部估值

2024E 分部估值	24E 营业收入 /GMV (亿 CNY)	24E 税后经营利润 (亿 CNY)	24 年 PS/PGMV	24 年 PE	市值 (亿 CNY)	市值 (亿 HKD)	目标价 (港元/股)
外卖	1,654	-	3.3x	-	5,484	6,013	96.6
到店、酒店旅游业务	-	165	-	16.1x	2,657	2,911	46.8
新业务-社区团购	1,009	-	0.6x	-	605	663	10.7
合计					8,750	9,587	154.00

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所测算

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

注：HKD/CNY=0.91 (2024/6/28)

表 3：可比公司估值

外卖可比公司	市值 (亿 USD)	收入 (亿 USD)		PS	
		2023A	2024E	2023	2024
Takeaway	27.1	55.9	56.2	0.5	0.5
doordash	452.2	86.4	103.4	5.2	4.4
grab	139.7	23.6	27.8	5.9	5.0
Delivery Hero	69.0	113.2	124.9	0.6	0.6
zomato	208.9	14.6	21.4	14.3	9.8
调整后均值				3.9	3.3
到店/酒旅可比公司	市值 (亿 USD)	净利润 (亿 USD)		PE	
		2023A	2024E	2023	2024
携程	326.9	18.5	19.9	17.7	16.4
Bookings	1360.3	55.6	59.9	24.5	22.7
Expedia	165.1	14.2	16.1	11.6	10.2
同城艺龙	47.4	3.1	3.4	15.3	13.9
TripAdvisor	24.3	1.9	1.7	13.1	14.3
Zillow	109.7	3.2	2.4	34.4	46.2
Groupon	5.9	(0.2)	0.3	(36.9)	18.9
Yelp	24.9	1.0	2.4	25.1	10.3
调整后均值				17.9	16.1
社区团购可比公司	市值 (亿 USD)	GMV (亿 USD)	P/GMV	备注	
				2023A	2024E
阿里巴巴	2525.2	3667.9	0.7	2014	市值及 GMV
拼多多	930.3	2565.5	0.4	2020	市值及 GMV
京东	409.2	716.7	0.6	2015	市值及 GMV
兴盛优选	40.0	60.6	0.7	2020	市值及 GMV
均值			0.6		

注：可比公司收入、净利润一致预期取自 Bloomberg 2024/6/26，市值取自 2024/6/27。调整后均值为去掉最高和最低后的均值。

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

风险提示

政策管控：反垄断政策、外卖用工社保管理及禁止低价倾销政策，可能会对公司经营产生一定影响。

市场竞争加剧：公司的在本地生活市场目前处于领先地位，未来竞争对手如抖音，阿里巴巴，有可能会加大对本地生活板块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。

消费恢复不及预期：存在消费复苏不及预期可能会影响到相关业务的风险。

新业务增长及减亏不及预期：社区团购行业头部竞争较激烈，且美团社区团购仍处于高位，有减亏不及预期的风险。其他业务如快驴、共享单车，出行等可能存在增长不及预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,159	33,340	73,885	127,450	187,140	营业收入	219,955	276,745	330,676	381,029	425,504
限制现金	14,606	19,373	23,149	26,674	29,787	营业成本	(158,202)	(179,554)	(200,868)	(222,814)	(259,423)
短期投资	91,873	111,821	111,821	111,821	111,821	销售费用	(39,745)	(58,617)	(66,326)	(72,614)	(72,336)
预付款项、押金等其他	16,508	18,583	22,204	25,585	28,571	管理费用	(9,772)	(9,372)	(10,020)	(11,928)	(12,765)
流动资产合计	143,145	183,116	231,058	291,529	357,319	研发费用	(20,740)	(21,201)	(23,446)	(27,396)	(29,785)
物业、厂房及设备	22,201	25,978	31,040	35,767	39,942	资产减值损失	3,152	6,550	3,567	3,708	3,749
无形资产	30,643	30,398	30,398	30,398	30,398	营业利润	(5,820)	13,415	32,383	48,485	54,165
权益法计入投资	16,582	18,289	19,204	20,164	21,172	利息收入	(971)	(606)	(261)	(316)	(405)
公允价值计量的金融资产及其他	15,073	18,481	18,851	19,228	19,612	可转换可赎回优先股公允					
非流动资产合计	101,336	109,913	118,703	127,049	134,631	价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	244,481	293,030	349,762	418,577	491,950	权益法计投资亏损	36	1,213	614	400	300
贸易应付款项	17,379	22,981	27,459	31,640	35,333	利润总额	(6,756)	14,022	32,736	48,569	54,060
应付商家款项	12,432	23,798	28,436	32,766	36,590	所得税	70	(165)	(2,838)	(7,243)	(8,109)
交易用户预付款	5,081	8,548	10,213	11,769	13,142	净利润	(6,685)	13,857	29,898	41,326	45,951
其他应付款项及应计费用	16,655	17,942	21,439	24,703	27,587	少数股东	1	2	2	2	2
借款及其他	24,882	27,606	31,595	35,947	40,679	归属母公司净利润	(6,686)	13,856	29,897	41,324	45,949
流动负债合计	76,430	100,874	119,142	136,824	153,332	Non-GAAP 归母净利润	2,827	23,253	37,453	50,992	56,293
非流动负债	39,345	40,199	40,479	40,761	41,037	每股收益(元)	(1.07)	2.23	4.80	6.64	7.38
非流动负债合计	39,345	40,199	40,479	40,761	41,037						
负债合计	115,775	141,073	159,621	177,585	194,369						
股本	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股份溢价	316,743	325,579	325,579	325,579	325,579		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他储备	1,484	2,051	10,337	19,863	30,500	成长能力					
累计亏损	(189,466)	(175,617)	(145,720)	(104,396)	(58,446)	营业收入	22.8%	25.8%	19.5%	15.2%	11.7%
股东权益合计	128,762	152,013	190,196	241,046	297,633	营业利润	74.8%	330.5%	141.4%	49.7%	11.7%
少数股东	(56)	(57)	(55)	(54)	(52)	Non-GAAP 归母净利润	118.2%	722.5%	61.1%	36.2%	10.4%
负债及股东权益	244,481	293,030	349,762	418,577	491,950	获利能力					
						毛利率	28.1%	35.1%	39.3%	41.5%	39.0%
						净利率	-3.0%	5.0%	9.0%	10.8%	10.8%
						ROE	-5.3%	9.9%	17.5%	19.2%	17.1%
						ROIC	-2.7%	4.7%	8.5%	9.9%	9.3%
						偿债能力					
						资产负债率	47.4%	48.1%	45.6%	42.4%	39.5%
						净负债率	74.3%	70.9%	45.1%	20.8%	2.4%
						流动比率	187.3%	181.5%	193.9%	213.1%	233.0%
						速动比率	183.1%	177.5%	189.9%	209.0%	229.0%
						营运能力					
						应收账款周转率	15.4	19.9	20.7	20.4	20.1
						存货周转率	-	-	-	-	-
						总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	(1.1)	2.2	4.8	6.6	7.4
						每股经营现金流	1.8	6.5	9.0	11.1	12.0
						每股净资产	20.7	24.4	30.6	38.7	47.8
						估值比率					
						市盈率	(94.4)	45.6	21.1	15.3	13.7
						市销率	2.9	2.3	1.9	1.7	1.5
						EV/EBITDA	161.4	27.0	14.6	10.5	9.5
						EV/EBIT	(108.4)	47.1	19.5	13.0	11.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。