



美团 (3690.HK): 收入基本符合预期, 利润率短期或承压

收入增长符合预期: 3Q23 收入为人民币 765 亿元, 同比增长 22.1%, 符合市场预期; 毛利率同比提升 5.7 个百分点至 35.3%, 主要是收入结构变动、单均配送成本下降、商品零售毛利率改善; 调整后净利润 57 亿元, 高于市场预期 8.3%, 调整后净利润率为 7.5%, 去年同期为 5.6%。

核心本地商业持续复苏, 到店酒旅利润下滑: 核心本地商业收入同比增长 24.5% 至 577 亿元, 略高于市场预期 1.6%, 消费复苏推动配送交易笔数同比增长 23%, 其中配送/佣金/广告收入分别同比增长 14%/31%/32%, 佣金广告收入占比提升推动整体毛利率改善。餐饮外卖业务单日订单峰值达到 7800 万笔, 创历史新高, 下午茶、夜宵等场景订单增长显著; 闪购日均订单量达到 760 万笔, 活跃商家数同比增长 30%, 数码、家电、美妆等品类增长强劲; 到店酒旅复苏强劲, 交易金额同比增长超过 90%, 季度活跃商家数同比增长超过 50%。核心本地商业经营利润为 101 亿元, 同比增长 8.3%, 经营利润率为 17.5%, 去年同期为 20.1%, 利润率同比下降主要是由于补贴率的提升, 尤其是到店酒旅方面。应对短视频竞争, 公司虽然收入端强势复苏, 但经营利润却同比下降。餐饮外卖经营利润增长相对稳健。此外, 新业务收入同比增长 15% 至 188 亿元, 增速继续放缓, 经营亏损同比收窄 24.5% 至 51 亿元, 经营亏损率环比收窄 3.8 个百分点至 27.2%。

预计四季度外卖增速环比放缓, 补贴或导致利润率继续承压: 由于气温较暖等因素使得线下消费增多, 预计对公司四季度外卖业务需求造成一定影响。我们预计四季度客单价在去年高基数上也将有所下滑, 主要考虑到: 1) 去年四季度受疫情影响, 中小商户订单占比较小且长途、高客单订单占比高, 使得同期基数较高; 2) 公司也将加大核心业务补贴力度, 应对行业竞争并刺激业务复苏。因此, 我们预计短期利润仍然承压。

维持“买入”评级, 下调目标价至 125 港元: 考虑到公司短期利润承压, 我们将公司 2023E/2024E 利润略微下调 3.9%/4.2%, 调整目标价 125 港元, 对应 2023E/2024E 年 33x/25x P/E。公司当前估值位于历史底部, 相对吸引, 维持“买入”评级。

投资风险: 竞争加剧; 业务复苏不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	179,128	219,955	277,575	328,182	388,714
经营利润	(23,127)	(5,820)	12,775	21,332	34,984
调整后净利润	(15,572)	2,827	21,998	29,664	44,157
调整后目标 PE (x)			33.2	24.6	16.5

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2023 年 11 月 29 日

评级

买入

目标价 (港元)	125
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (港元)	103
52 周内股价区间 (港元)	91.4-195.6
总市值 (百万港元)	580,397
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2,899

市场预期区间

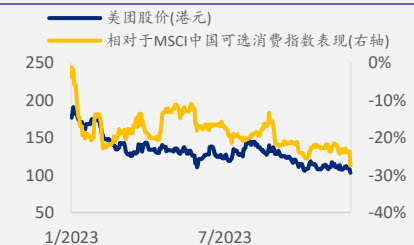


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 11 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	179,128	219,955	277,575	328,182	388,714
收入成本	(136,654)	(158,202)	(180,411)	(211,677)	(248,777)
毛利	42,474	61,753	97,164	116,504	139,937
研发费用	(16,676)	(20,740)	(21,365)	(24,614)	(29,154)
销售费用	(40,683)	(39,745)	(57,542)	(59,073)	(62,194)
管理费用	(8,613)	(9,772)	(9,280)	(11,486)	(13,605)
其他营业费用	370	2,683	3,799	-	-
经营盈利	(23,127)	(5,820)	12,775	21,332	34,984
利息收益	(585)	(971)	(606)	(600)	(600)
投资及其他收益	146	36	507	-	-
除税前盈利	(23,566)	(6,756)	12,677	20,732	34,384
所得税开支	30	70	(117)	(1,037)	(1,719)
持续经营净利润	(23,536)	(6,685)	12,560	19,695	32,665
年度盈利	(23,536)	(6,685)	12,560	19,695	32,665
少数股东权益	2	(0)	-	-	-
本公司权益持有人	(23,538)	(6,685)	12,560	19,695	32,665
调整后净利润	(15,572)	2,827	21,998	29,664	44,157

现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
除税前盈利	(23,566)	(6,756)	12,677	20,732	34,384
折旧及摊销	8,928	9,730	9,469	8,296	8,145
股权激励费用	5,194	8,743	8,726	9,969	11,492
其他调整项	(1,776)	507	-	-	-
营运资金变动	7,209	(813)	2,004	3,028	3,570
经营现金流	(4,011)	11,411	32,876	42,024	57,592
固定资产	(8,904)	(5,324)	(6,718)	(7,943)	(9,408)
无形资产	-	-	-	-	-
短期投资	(44,744)	(7,782)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其他投资现金流	(4,843)	(1,608)	-	-	-
投资现金流	(58,492)	(14,714)	(8,718)	(9,943)	(11,408)
借款净额	25,346	25,845	5,000	5,000	5,000
其他融资现金流	53,252	(35,835)	-	-	-
融资现金流	78,598	(9,990)	5,000	5,000	5,000
汇率变动影响	(675)	938	-	-	-
现金及现金等价物净流量	15,420	(12,355)	29,157	37,081	51,183
年初现金及现金等价物	17,094	32,513	20,159	49,316	86,396
年末现金及现金等价物	32,513	20,159	49,316	86,396	137,580

资产负债表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
现金及现金等价物	32,513	20,159	49,316	86,396	137,580
应收款项	1,793	2,053	2,590	3,063	3,628
短期投资	84,282	91,873	93,873	95,873	97,873
其他流动资产	29,240	29,061	28,959	28,894	28,834
流动资产合计	147,829	143,145	174,738	214,226	267,915
固定资产	22,814	22,201	19,451	19,098	20,361
无形资产	31,049	30,643	30,643	30,643	30,643
长期投资	34,202	42,091	42,091	42,091	42,091
其他非流动资产	4,760	6,400	6,400	6,400	6,400
非流动资产合计	92,825	101,336	98,585	98,233	99,495
资产总计	240,653	244,481	273,324	312,459	367,410
短期借款	11,565	17,562	22,562	27,562	32,562
应付账款	15,166	17,379	19,819	23,254	27,329
其他流动负债	41,862	41,489	41,489	41,489	41,489
流动负债合计	68,593	76,430	83,870	92,305	101,380
长期借款	12,220	1,549	1,549	1,549	1,549
其他非流动负债	34,284	37,796	37,796	37,796	37,796
非流动负债合计	46,504	39,345	39,345	39,345	39,345
负债总计	115,097	115,775	123,215	131,650	140,726
股本溢价	311,222	316,744	316,744	316,744	316,744
保留盈利及其他	(185,608)	(187,982)	(166,580)	(135,879)	(90,003)
本公司权益持有人应占权益	125,613	128,762	150,164	180,865	226,741
非控制性权益	(57)	(56)	(56)	(56)	(56)
权益总额	125,557	128,706	150,108	180,809	226,685

主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
盈利增速					
营业收入增速	56.0%	22.8%	26.2%	18.2%	18.4%
毛利增速	24.7%	45.4%	57.3%	19.9%	20.1%
经营利润增速	NM	-74.8%	NM	67.0%	64.0%
净利润增速	NM	-71.6%	NM	56.8%	65.9%
调整后净利润增速	NM	NM	678.1%	34.8%	48.9%
盈利能力比率					
毛利率	23.7%	28.1%	35.0%	35.5%	36.0%
经营利润率	-12.9%	-2.6%	4.6%	6.5%	9.0%
净利率	-13.1%	-3.0%	4.5%	6.0%	8.4%
调整后净利率	-8.7%	1.3%	7.9%	9.0%	11.4%
每股指标 (元)					
基本EPS	-3.9	-1.1	2.0	3.2	5.3
摊薄EPS	-3.9	-1.1	2.0	3.1	5.2
调整后EPS	-2.6	0.5	3.5	4.7	7.0
估值 (倍)					
调整后目标P/E			33.2	24.6	16.5
目标P/S			2.6	2.2	1.9
目标P/B			5.9	5.5	5.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

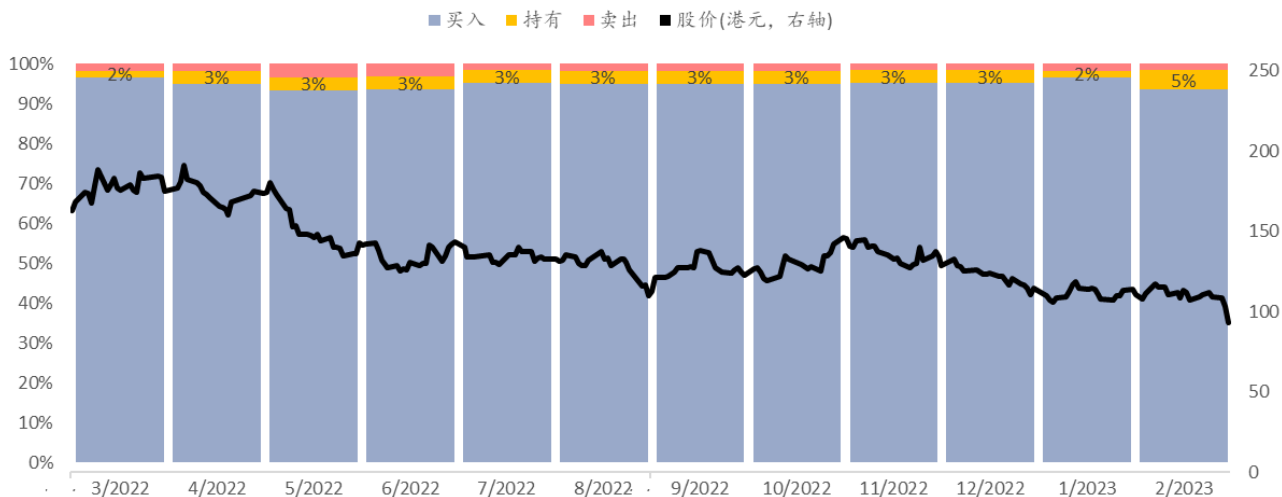
图表 2: SPDBI 目标价: 美团 (3690.HK)



注: 股价截至 11 月 28 日收盘
资料来源: Bloomberg、浦银国际

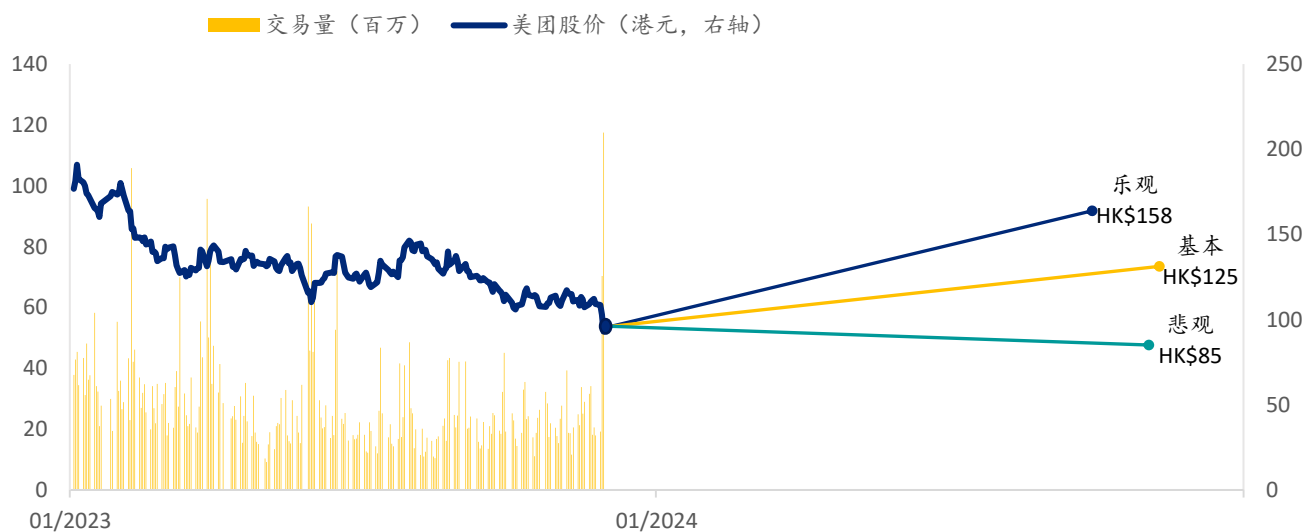
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 美团 (3690.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美团 (3690.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期	悲观情景: 公司收入利润弱于预期
目标价: 158 港元	目标价: 85 港元
<ul style="list-style-type: none"> 到店酒旅收入增长超预期, 利润率优于预期; 即时配送需求优于预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争加剧导致利润率不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	74.35	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	76.74	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	108.30	买入	162.00	16/11/2023	电商
JD US Equity	京东	28.16	买入	42.00	16/11/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	139.00	买入	173.00	29/11/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.43	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	29.30	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.28	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.77	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	319.60	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	114.21	买入	133.00	17/11/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	177.40	买入	207.00	17/11/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	104.30	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	13.34	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.04	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	14.02	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.35	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.65	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.37	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.78	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	103.00	买入	125.00	29/11/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	56.30	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	14.44	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.44	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.05	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.08	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	11.76	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.21	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	39.72	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注: 股价截至 11 月 28 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

