



美团 (3690.HK): 到店竞争或成持久战, 下调至“持有”评级

美团到店业务面临着来自抖音的竞争威胁。抖音到店业务增长势头比我们预期更加凶猛, 到店业务竞争或成持久战, 对于防守方的美团更加不利。作为美团“粮仓”的到店业务, 在价格战影响下, 曾经的高利润率或难以修复。公司竞争环境的不确定性给估值修复带来压力, 或使股价跑输行业指数, 我们下调公司至“持有”评级, 下调目标价至 72 港元。

到店竞争格局仍不明朗, 持久战对于美团不利: 当年美团凭借着“高频打低频”(外卖引流至到店)的战略, 逐步确立了本地生活龙头地位, 而如今却面临更高频的抖音短视频带来的竞争, 打破原有格局。美团到店业务面临着来自抖音的竞争威胁, 我们预计 2023 年抖音本地生活的 GTV 增长近两倍, 相当于美团 GTV 的三到四成。我们认为到店业务未来格局大概率仍将是美团占据领先优势, 但曾经的绝对龙头地位已不复存在, 进而高利润率也难以维持, 核心利润板块或受到严重影响。我们预计美团 2024 全年公司利润率或录得中单位数。

美团到店业务面临来自抖音在头部品牌连锁以及下沉市场的优势的挑战: 美团拥有先发优势培育的货架电商用户心智以及更广泛的商户覆盖, 且更多基于主动搜索, 而抖音则偏被动推荐。然而抖音的流量优势对于头部品牌连锁更具吸引力, 因其地理位置局限性影响较小; 网红店铺也偏好于在抖音宣传。此外, 在低线市场, 抖音凭借短视频的渗透率优势, 进一步抢占下沉增量市场。除抖音外, 像视频号、快手、小红书等也都在觊觎本地生活这块蛋糕, 我们预计 2024 年竞争依然激烈, 美团仍需加大补贴应对。

外卖龙头地位依然稳固, 但新业务动力不足: 由于外卖业务的即时性需求, 配送时效尤为关键, 行业壁垒高, 公司龙头地位依然稳固, 但仍需关注市场潜在并购带来风险。新业务收入在 2023 年三季度同比仅增 15%, 短期增长依旧乏力, 但受益于降本增效, 2024 年亏损预计持续收窄。

下调至“持有”评级, 下调目标价至 72 港元: 由于到店业务竞争格局仍不明朗, 下调至“持有”评级。我们将公司 FY24E/FY25E 收入下调 3.9%/4.2%, 调整目标价至 72 港元, 对应 FY24E/FY25E 年 20x/15x P/E。

投资风险: 上行风险: 新业务扭亏好于预期, 闪送业务增长迅猛。下行风险: 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	314,079	360,161
经营利润	(23,127)	(5,820)	12,775	13,191	19,809
调整后净利润	(15,572)	2,827	21,998	20,662	28,089
调整后目标 PE (x)			19.1	20.3	15.0

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 2 月 1 日

评级

持有

目标价 (港元)	72
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (港元)	64.1
52 周内股价区间 (港元)	61.9-185
总市值 (百万港元)	400,298
近 3 月日均成交额 (百万港元)	3,534

市场预期区间

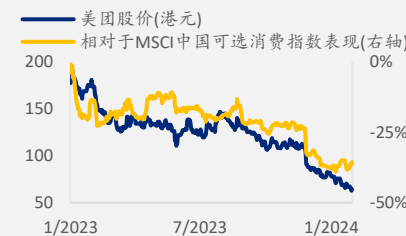


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2024 年 2 月 1 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	314,079	360,161
收入成本	(136,654)	(158,202)	(180,411)	(201,011)	(228,702)
毛利	42,474	61,753	97,164	113,069	131,459
研发费用	(16,676)	(20,740)	(21,365)	(23,556)	(25,211)
销售费用	(40,683)	(39,745)	(57,542)	(65,957)	(75,634)
管理费用	(8,613)	(9,772)	(9,280)	(10,365)	(10,805)
其他营业费用	370	2,683	3,799	-	-
经营盈利	(23,127)	(5,820)	12,775	13,191	19,809
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	12,591	19,209
所得税开支	30	70	(117)	(630)	(960)
持续经营净利润	(23,536)	(6,685)	12,560	11,962	18,248
年度盈利	(23,536)	(6,685)	12,560	11,962	18,248
少数股东权益	2	(0)	-	-	-
本公司权益持有人	(23,538)	(6,685)	12,560	11,962	18,248
调整后净利润	(15,572)	2,827	21,998	20,662	28,089

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	12,591	19,209
折旧及摊销	8,928	9,730	9,469	8,296	8,000
股权激励费用	5,194	8,743	8,726	8,700	9,841
其他调整项	(1,776)	507	-	-	-
营运资金变动	7,209	(813)	2,004	2,038	2,697
经营现金流	(4,011)	11,411	32,876	31,625	39,747
固定资产	(8,904)	(5,324)	(6,718)	(7,602)	(8,717)
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)	(9,602)	(10,717)
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	27,023	34,029
年初现金及现金等价物	17,094	32,513	20,159	49,316	76,339
年末现金及现金等价物	32,513	20,159	49,316	76,339	110,368

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	76,339	110,368
应收款项	1,793	2,053	2,590	2,931	3,361
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	28,844	28,759
流动资产合计	147,829	143,145	174,738	203,987	240,361
固定资产	22,814	22,201	19,451	18,757	19,474
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	97,891	98,609
资产总计	240,653	244,481	273,324	301,878	338,970
短期借款	11,565	17,562	22,562	27,562	32,562
应付账款	15,166	17,379	19,819	22,082	25,124
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	91,133	99,175
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	130,478	138,520
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)	(145,288)	(116,238)
本公司权益持有人应占权益	125,613	128,762	150,164	171,456	200,505
非控制性权益	(57)	(56)	(56)	(56)	(56)
权益总额	125,557	128,706	150,108	171,400	200,450

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%	13.2%	14.7%
毛利增速	24.7%	45.4%	57.3%	16.4%	16.3%
经营利润增速	NM	-74.8%	NM	3.3%	50.2%
净利润增速	NM	-71.6%	NM	-4.8%	52.6%
调整后净利润增速	NM	NM	678.1%	-6.1%	35.9%
盈利能力比率					
毛利率	23.7%	28.1%	35.0%	36.0%	36.5%
经营利润率	-12.9%	-2.6%	4.6%	4.2%	5.5%
净利率	-13.1%	-3.0%	4.5%	3.8%	5.1%
调整后净利率	-8.7%	1.3%	7.9%	6.6%	7.8%
每股指标 (元)					
基本EPS	-3.9	-1.1	2.0	1.9	2.9
摊薄EPS	-3.9	-1.1	2.0	1.9	2.9
调整后EPS	-2.6	0.5	3.5	3.3	4.5
估值 (倍)					
调整后目标P/E			19.1	20.3	15.0
目标P/S			1.5	1.3	1.2
目标P/B			3.4	3.2	3.0

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)

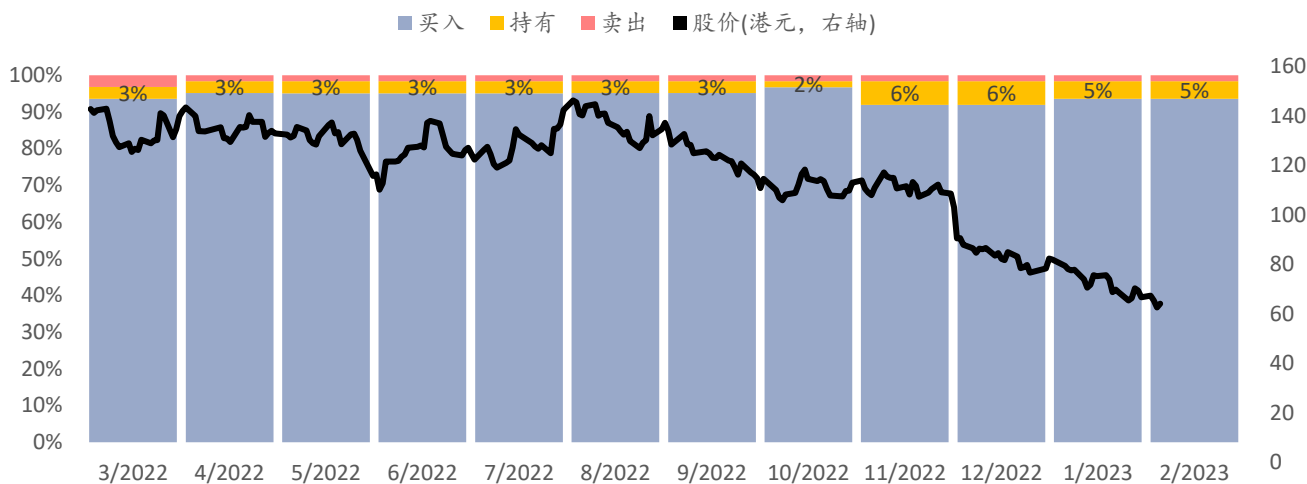


注: 股价截至 2 月 1 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

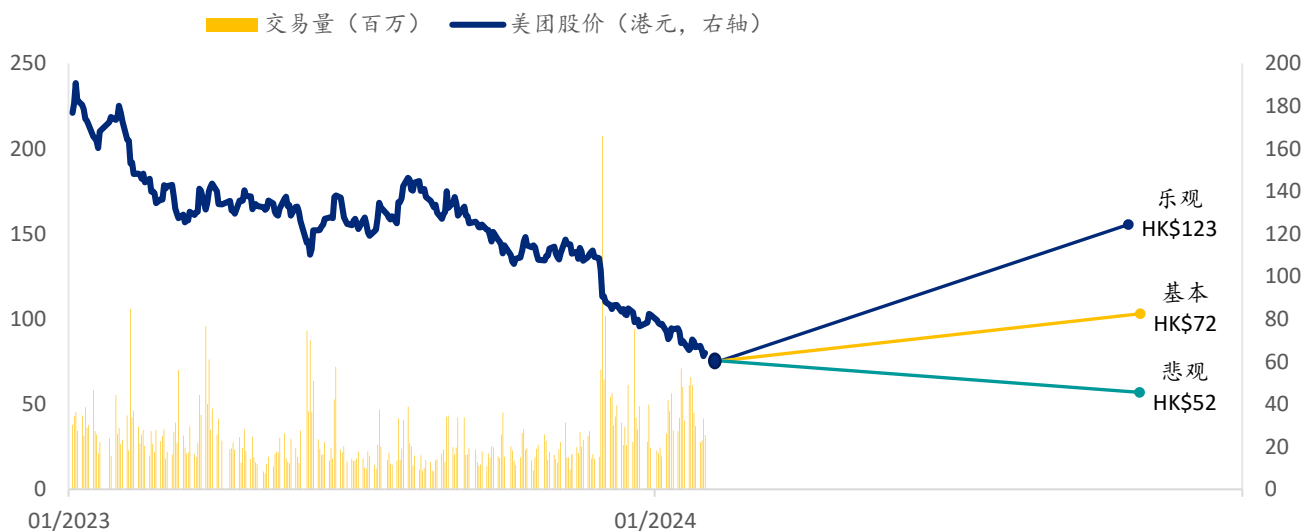
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 123 港元	目标价: 52 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	71.05	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	72.17	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	87.50	持有	103.00	31/1/2024	电商
JD US Equity	京东	22.55	持有	26.00	31/1/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	126.87	买入	173.00	29/11/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.89	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.30	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.00	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.21	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	271.60	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	97.64	买入	133.00	26/1/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	155.80	买入	207.00	26/1/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	72.10	买入	113.00	30/11/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	9.07	买入	14.50	30/11/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.72	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	9.62	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	2.74	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.48	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.07	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.77	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	64.10	持有	72.00	1/2/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	41.10	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	15.76	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.08	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	1.76	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	19.50	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	11.21	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	7.89	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.11	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	38.14	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注: 港股/A股股价截至2月1日收盘, 美股截至1月31日

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经授权的行为。

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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

