

互联网	收盘价 港元 79.75	目标价 港元 93.00↓	潜在涨幅 +16.6%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年2月23日

美团 (3690 HK)

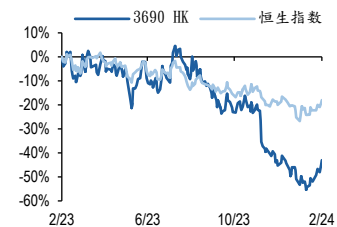
核心业务地位稳固，行业竞争格局好于电商，维持买入

- ⊕ **组织架构调整，集中核心业务资源，创始人把控创新。**2024年2月初美团宣布组织架构调整，集中到店到家两个核心业务资源，以实现流量和商户资源加速互通，而创始人继续把控创新方向，证明了管理层在保持业务稳健发展的基础上的技术创新战略继续坚定。
- ⊕ **面对竞争，我们认为：**1) 美团用户心智强，粘性高，仍是商户重点投入平台之一，抖音以爆款流量为主，其本地生活业务对公司整体盈利贡献较小；2) 外卖行业格局稳定，变现能力提升可抵消 AOV 下降带来的影响，其他公司仍在加大布局即时零售，但短期起量难度大，进入门槛高。对比全行业，美团仍是即时配送行业经营效益最高的公司；3) 新业务对估值提振有限，在业务逐渐减亏预期下，聚焦核心业务增长以判断美团价值。
- ⊕ **对比 2023 年初我们对美团业务的判断，美团 2023 年表现符合预期，2024 年仍将维持稳定增长趋势，**对比年初，我们对公司 2023 年/24 年收入调整 -1.7%/-3.7%，利润调整+2.6%/+7.9%，市场预期调整为-1%/-4.7%，+16%/-3.5%，此前市场预期偏高。1) 到店业务竞争激烈，但全年仍维持 36% 利润率，2023 年牺牲约 50 亿元利润换取 GTV 翻倍增长（达到 6500 亿元）；2) 外卖业务盈利能力坚挺，UE 1.2 元，相比年初预期，AOV 下降幅度或更大，但 UE 仍维持在 1 元以上，体现了平台变现能力及运营效率持续优化。预计 2024 年核心业务仍将维持稳定增长，收入/利润增 17%/13%。
- ⊕ **预测 2024 年美团收入增 17%，行业竞争虽激烈，但到店行业规模空间、外卖业务盈利能力仍然被验证，管理层稳定。**对比电商行业竞争阿里核心品类市占率下降幅度大，美团重点品类仍有壁垒，低价竞争持续性有待观察，竞争环境好于电商，以及用户粘性的提升空间好于电商头部平台，因此我们认为美团估值水平应在阿里/京东和拼多多（8-20 倍）之间。预计竞争压力或在 2024 年下半年缓释，2025 年利润率有恢复可能性，给与核心业务 15 倍市盈率，保守原则不考虑新业务估值贡献，下调目标价至 93 港元，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	146.30
52周低位 (港元)	62.55
市值 (百万港元)	449,346.59
日均成交量 (百万)	41.89
年初至今变化 (%)	(2.63)
200天平均价 (港元)	100.93

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	179,128	219,955	275,293	320,702	365,796
同比增长 (%)	56.0	22.8	25.2	16.5	14.1
净利润 (百万人民币)	(15,571)	2,827	22,196	31,845	41,224
每股盈利 (人民币)	(2.58)	0.45	3.54	5.07	6.56
同比增长 (%)	-595.2	-117.6	679.0	43.1	29.4
前EPS预测值 (人民币)			3.53	5.62	6.74
调整幅度 (%)			0.5	-9.9	-2.7
市盈率 (倍)	NA	161.0	20.7	14.5	11.2
每股账面净值 (人民币)	46.12	47.27	51.54	53.65	60.26
市账率 (倍)	1.59	1.55	1.42	1.37	1.22

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

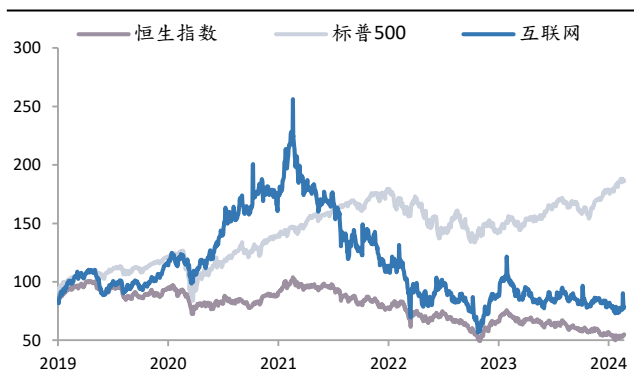
目录

美团各业务趋势判断	3
2023 年，美团市场竞争格局及业绩表现与我们年初报告观点一致	4
1) 到店业务竞争激烈，但行业天花板仍高	6
2) 外卖市场格局稳定，AOV 下降对 UE 维持 1 元以上无影响	8
3) 新业务减亏趋势持续	10
互联网行业估值回顾对美团估值启示	12
互联网主要平台估值区间 8-15 倍，PEG<1 有拼多多/快手/美团/京东	12
与电商行业竞争格局差异：品类优势、用户频次优势、价格透明	13
美团估值应在阿里/京东-拼多多之间	15

美团各业务趋势判断

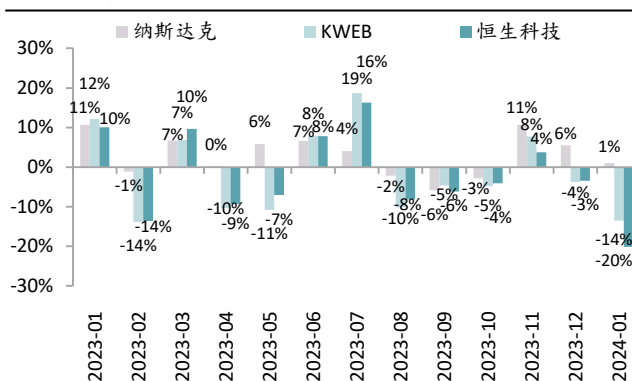
美团自 2023 年以来，股价跌幅较大，截至 2024 年 2 月 21 日跌 56%，对比恒生科技/KWEB -19%/-16%，及阿里-14%/拼多多+59%/京东-58%，腾讯-9%/网易+47%/百度-6%。

图表 1: 2019 年至今互联网行业股价表现



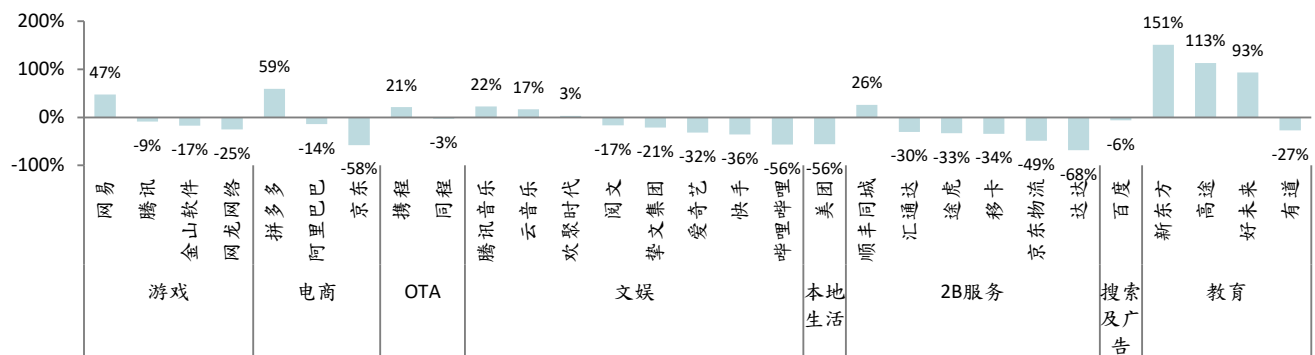
资料来源：彭博，交银国际 *截至 2024 年 2 月 21 日收盘

图表 2: 2023-24 年纳斯达克/KWEB/恒生科技指数月度走势



资料来源：彭博，交银国际

图表 3: 2023 年至今互联网公司股价表现



资料来源：彭博，交银国际 *截至 2024 年 2 月 21 日收盘

2023年，美团市场竞争格局及业绩表现与我们年初报告观点一致

- 1) 我们曾在2023年5月31日发布的《[上调本地生活市场规模天花板，美团仍领先；公司整体利润持续提升](#)》报告中，上调美团到店2023年交易规模30%+至6000亿元，对比目前行业一致预期的6540亿元（VisibleAlpha），市占率约70%，与我们报告中估算一致。
- 2) 面临竞争，美团到店业务加大投入，我们也在以上报告中，讨论了美团变现率下调、营销费用上调的影响。我们目前预计美团到店业务2023年调整后运营利润为150亿元，利润率36%，与以上报告中估算的152.5亿元/35%的利润率预期一致。
- 3) 对于美团外卖业务，目前单均盈利仍然超1元（1.2元/单），好于我们年初报告中估算的1.1元/单，全年日均单量预计5300万，相比年初5380万略低。对于外卖业务，2023年唯一不同点在于AOV下降幅度相比此前预期大，但是，即使AOV下降，受益于美团外卖平台的核心竞争力及美团运营能力和效率的持续提升，单均盈利仍好于预期。
- 4) 新业务亏损预计203亿元，相比年初预期的193亿元，公司整体运营利润估算177亿元，对比年初预期的172.8亿元。新业务尤其是美团优选的投入仍大，短期影响了市场对其估值贡献的判断。

综合以上，虽然美团各业务面临竞争，但实际业绩表现仍完成年初预期。我们认为市场普遍对美团估值下调的原因，除了市场整体表现不佳之外，对于2024年以及长期美团各业务表现的担忧仍存，但我们认为美团业务表现仍然稳健：

- 1) 虽然到店业务仍需牺牲短期利润换取规模增长，我们仍能看到2024年美团到店GTV增速或超35%，利润增长10%+；
- 2) 外卖业务UE仍可维持1元以上，虽然AOV仍将受到下沉市场扩张、拼好饭等产品占比提升，持续下降，并将加大补贴，提振单量增长，以达到2025年1亿日单峰值目标，但我们仍然预期美团外卖UE将受到商户单均营销收入及配送相关收入的提升拉动，估算2024年UE 1.15-1.2元/单，对比2023年平均1.2元；
- 3) 新业务亏损率将继续收窄，随着其他各业务盈利能力的持续优化，美团优选运营效率提升，预计2024年亏损金额降至121亿元，对比2023年200亿元亏损。

图表 4: 2023 年/2024 年市场预期调整幅度：2023 年利润显著上调，2024 年各业务线利润仍以上调为主

(百万元)	2023						2024					
	市场预期*	现市场预期	调整幅度 (%)	2023 年初 交银国际 预期	现交银国 际预期	调整幅度 (%)	2023 年初 市场预期	现市场预期	调整幅度 (%)	2023 年初 交银国际 预期	现交银国 际预期	调整幅度 (%)
收入	277,623	275,444	-0.8	279,975	275,293	-1.7	344,535	328,351	-4.7	332,148	320,702	-3.4
核心本地商业	202,033	206,045	2.0	207,173	205,914	-0.6	250,572	247,135	-1.4	244,153	241,120	-1.2
餐饮外卖	143,457	142,574	-0.6	144,982	142,581	-1.7	175,494	165,763	-5.5	168,397	162,536	-3.5
到店酒旅	41,411	44,425	7.3	43,129	40,852	-5.3	51,381	56,068	9.1	53,273	51,449	-3.4
闪购	16,714	18,065	8.1	17,377	17,347	-0.2	23,146	24,368	5.3	21,013	21,725	3.4
新业务	76,633	69,451	-9.4	72,802	69,379	-4.7	95,690	81,202	-15.1	87,996	79,582	-9.6
经调整运营利润	14,778	17,159	16.1	17,280	17,733	2.6	30,548	29,490	-3.5	28,672	30,946	7.9
运营利润率 (%)	5.3	6.2		6.2	6.4		8.9	9.0		8.6	9.6	
核心本地商业	33,762	38,100	12.9	36,570	38,106	4.2	42,567	43,878	3.1	43,942	43,087	-1.9
餐饮外卖	19,062	22,986	20.6	23,362	23,377	0.1	24,064	26,538	10.3	28,658	26,230	-8.5
到店酒旅	15,297	16,087	5.2	15,253	14,900	-2.3	18,358	18,159	-1.1	17,358	16,528	-4.8
闪购	(699)	(631)	-9.7	(1,941)	(762)	-60.7	437	(225)	-151.5	(2,015)	(374)	-81.4
新业务	(19,248)	(20,394)	6.0	(19,290)	(20,373)	5.6	(12,273)	(14,166)	15.4	(15,270)	(12,141)	-20.5
经调整净利润	13,362	21,808	63.2	17,898	22,196	24.0	27,272	29,961	9.9	27,830	31,845	14.4
净利率 (%)	4.8	7.9		6.4	8.1		7.9	9.1		8.4	9.9	
经调整 EPS (元)	2.15	3.53	64.5	2.88	3.54	23.1	4.46	4.81	7.9	4.45	5.07	14.1

资料来源：VisibleAlpha，彭博，交银国际预测 *市场一致预期 (2023 年 4 月)

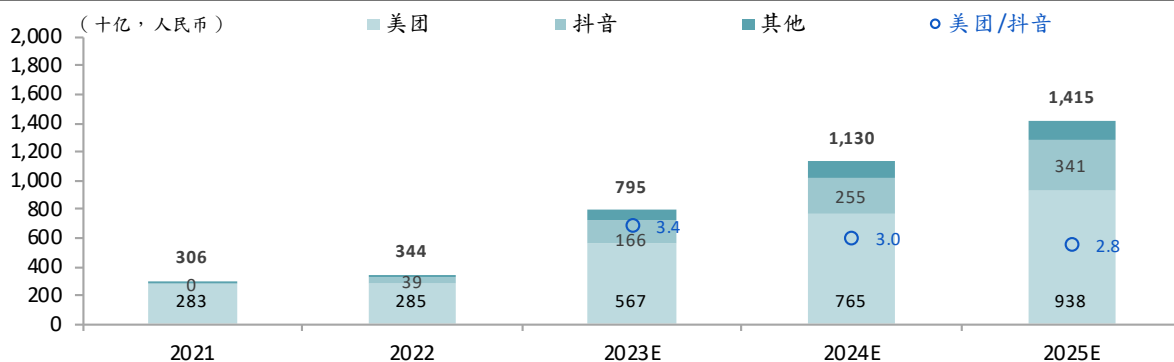
1) 到店业务竞争激烈，但行业天花板仍高

⊕ 本地生活平台市场天花板仍高

抖音《2023年度数据报告》披露，2023年抖音本地生活业务GMV同比增256%，我们估算其规模约2700亿元，核销率约60%。我们按行业领先平台交易规模（核销后）加总来看，本地生活服务行业GMV在2023年约8000亿元，行业较去年同期增长超130%，对应10万亿元传统行业规模，仍有增长空间。估算美团：抖音市场份额为71%:21%，美团核销规模约是抖音的3.4倍。

按目前估计，2024-25年，抖音与美团的规模差距仍将继续缩小，但核销后规模美团仍将是抖音的3倍左右，这与我们此前报告中的判断仍然一致。

图表 5: 本地生活服务行业规模（核销后），估算 2023 年约 8000 亿元

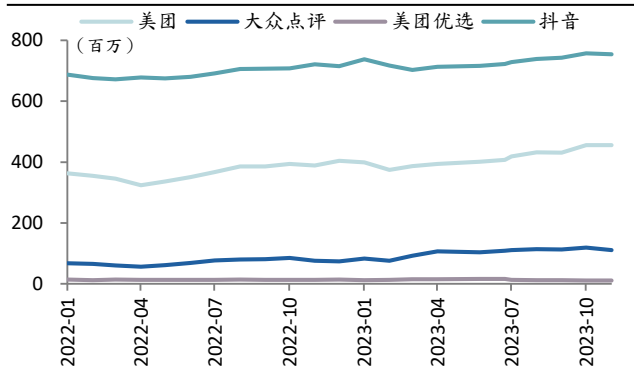


资料来源: 公司资料, 交银国际预测*含到店、到餐、酒旅门票业务

⊕ 核心运营指标对比：美团用户心智强，抖音渗透率仍有提升空间

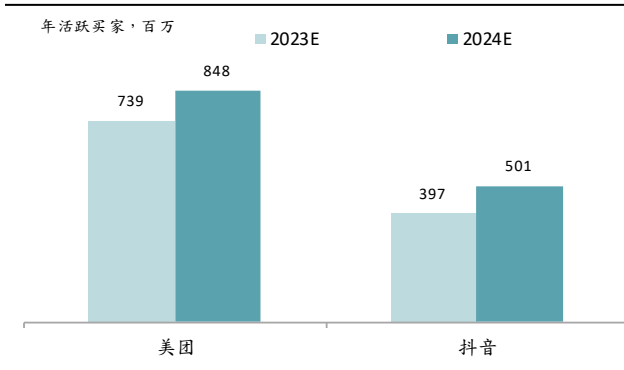
对比美团、抖音本地生活到店服务平台核心用户数据，用户数、活跃买家数、用户下单频次及花费金额均稳步提升，美团平台在用户心智及粘性上较抖音用户更强，但抖音本地生活服务用户对抖音全平台 MAU 的渗透率仍有提升空间。

图表 6: 2022-23 美团/优选/点评/抖音 MAU



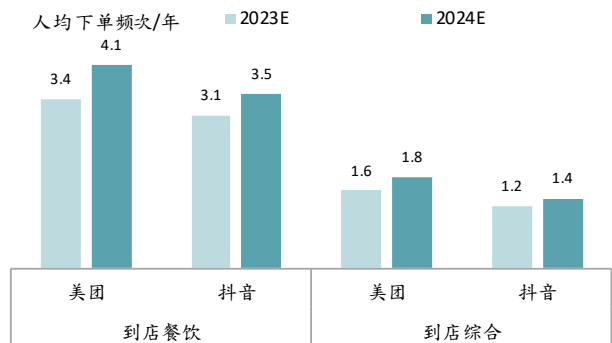
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 7: 本地生活服务年度活跃买家对比



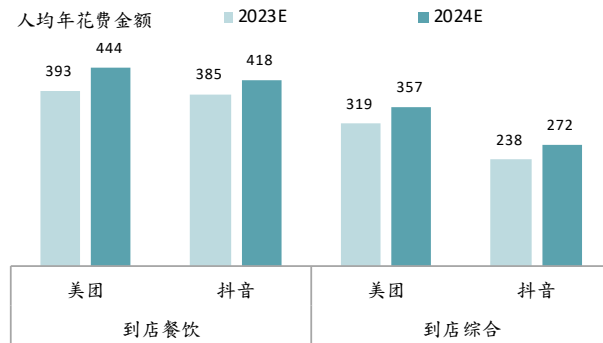
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 8: 下单频次对比



资料来源: 交银国际预测

图表 9: 人均年花费金额对比



资料来源: 交银国际预测

核心经营指标对比：美团用利润换增长，抖音本地生活财务贡献小

2023年，美团本地生活平台运营利润率降至36%，用约5个百分点利润率（约50亿元）换得新增2000亿元交易规模。预计2024年美团将继续经历变现效率、利润率阶段性下降。根据公司指引，2025年利润率将恢复至35%，利润增长或将可能高于我们目前预期。

我们估算抖音本地生活服务收入及利润对公司整体贡献仍然较低，即使我们假设其本地生活服务业务长期利润率达到15%，其投入及变现能力仍弱于美团。

图表 10: 美团、抖音本地生活服务业务财务数据

百万元	美团到店酒旅				抖音本地生活			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
GMV (核销前)	335,597	667,326	900,120	1,065,731	78,000	276,498	424,710	567,705
增速	1%	99%	35%	18%		254%	54%	34%
收入	30,119	40,852	51,449	61,004	3,276	19,355	29,730	39,739
增速	-7%	36%	26%	19%		491%	54%	34%
变现率	9%	6.1%	5.7%	5.7%	4%	7%	7%	7%
占核心收入%	19%	20%	21%	22%	1%	5%	6%	7%
调整后运营利润	14,305	14,900	16,528	20,519	-164	581	2,378	5,961
增速	2%	4%	11%	24%			310%	151%
运营利润率	47%	36%	32%	34%	-5%	3%	8%	15%
占 GMV%	4.3%	2.2%	1.8%	1.9%	-0.2%	0.2%	0.6%	1.1%
占核心业务利润%	48%	39%	38%	41%				

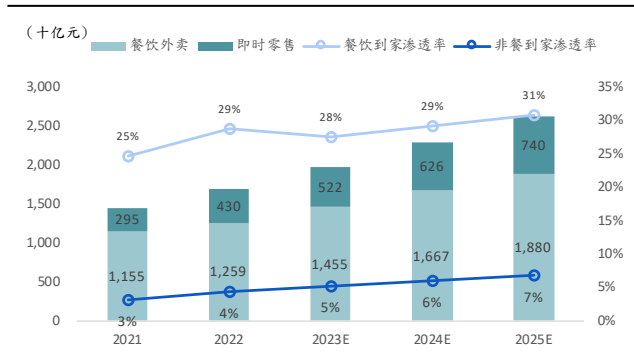
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2) 外卖市场格局稳定，AOV 下降对 UE 维持 1 元以上无影响

⊕ 餐饮外卖行业格局稳定，非餐发展空间大

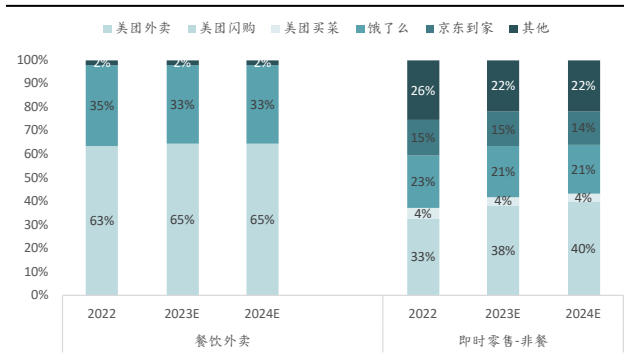
美团外卖及非餐即时零售业务仍然处于行业领先地位。按目前估算，美团外卖：饿了么市占率维持 65%：33%，对传统行业渗透率接近 30%。非餐即时零售市场虽然市占率相对分散，但其对传统行业渗透率仍低，行业整体空间仍大。

图表 11: 外卖市场行业规模及渗透率估算



资料来源：统计局，公司资料，交银国际预测

图表 12: 外卖市场市占率估算

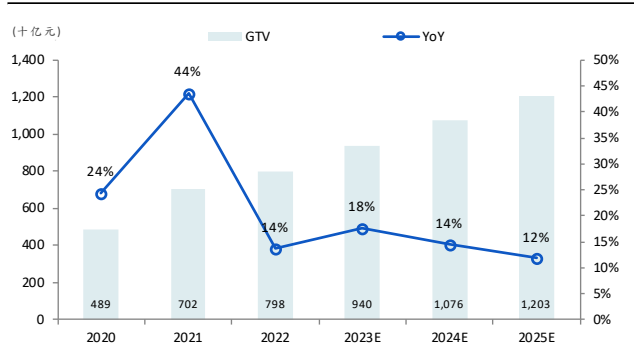


资料来源：公司资料，交银国际预测

⊕ 美团外卖交易规模受用户频次及用户数拉动

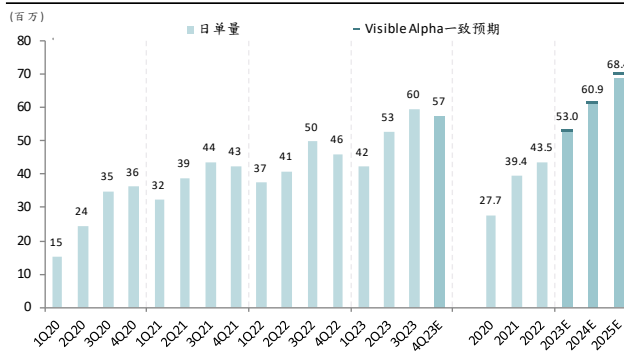
按我们目前估算，预计美团外卖 2023 年 GTV 达到 9400 亿元，增长 18%，预计 2024/2025 年增速分别 14%/12%，仍然维持稳定增长趋势。美团外卖单均价格 (AOV) 2023 年呈下降趋势，主要受到复常后低客单价商家恢复营业，以及美团外卖推出的拼好饭 (客单价 5-15 元) 业务影响。我们预计美团外卖平台未来 GTV 增长主要受订单量增长的拉动。

图表 13: 美团外卖 GTV 维持增长趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 14: 美团外卖日单量增长趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

单量增长主要来自下单用户数的提升以及用户下单频次增长。我们按美团外卖不同用户来源估算月下单用户增长趋势，月活跃用户达到 3 亿 (2025 年目标)，日单量稳步提升达到峰值 1 亿单的可能性较大。

图表 15: 单量增长预测

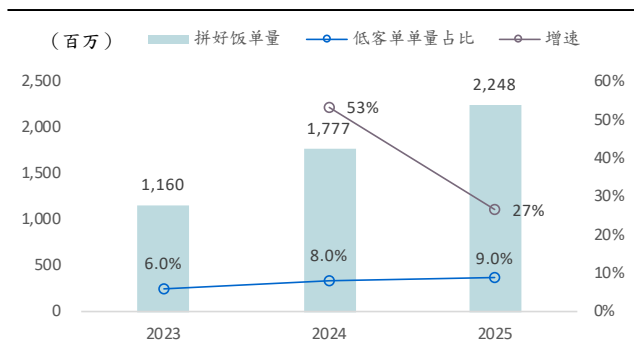
百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
日单量	39.4	43.5	53.0	60.9	68.4
MTU	201	217	254	276	301
下单频次/月, 次	5.9	6.1	6.3	6.7	6.9
ATU	440	450	516	560	587
MTU/ATU	46%	48%	49%	49%	51%
用户渠道分布:					
1) 美团+点评 APP 用户	53	56	37	42	51
美团+点评 MAU-QM	399	438	523	602	639
外卖用户占比	13%	13%	7%	7%	8%
2) 美团外卖 APP 用户	64	64	66	68	70
净增	8	1	2	2	2
3) 外卖小程序用户	85	97	152	166	180
占 MTU 比例	42%	44%	60%	60%	60%

资料来源: 公司资料, Quest Mobile, 交银国际预测

⊖ 拼好饭等低客单价 SKU 是美团外卖 AOV 下降主要原因

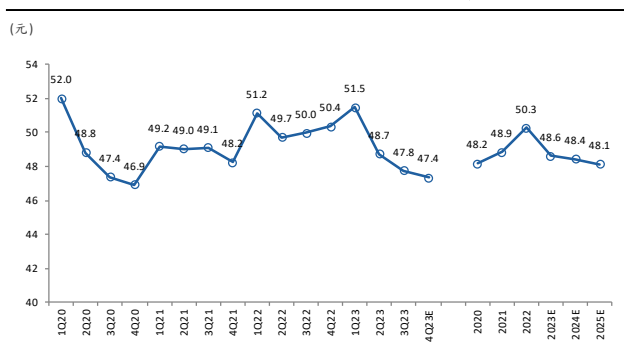
“拼好饭”产品的推出, 提升美团外卖商户端和配送端的生产效率。一方面, 商户端可通过批量预制部分菜品提升效率, 另一方面, 配送端也可通过美团外卖平台技术支持, 合并相同地址/附近地址的拼好饭订单, 提升配送效率。我们估算, 2023年, 美团外卖平台拼好饭单量占比约6%, 2024-2025年单量占比或继续提升至8-9%, 对 AOV 影响或持续。

图表 16: 拼好饭单量仍高速增长



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

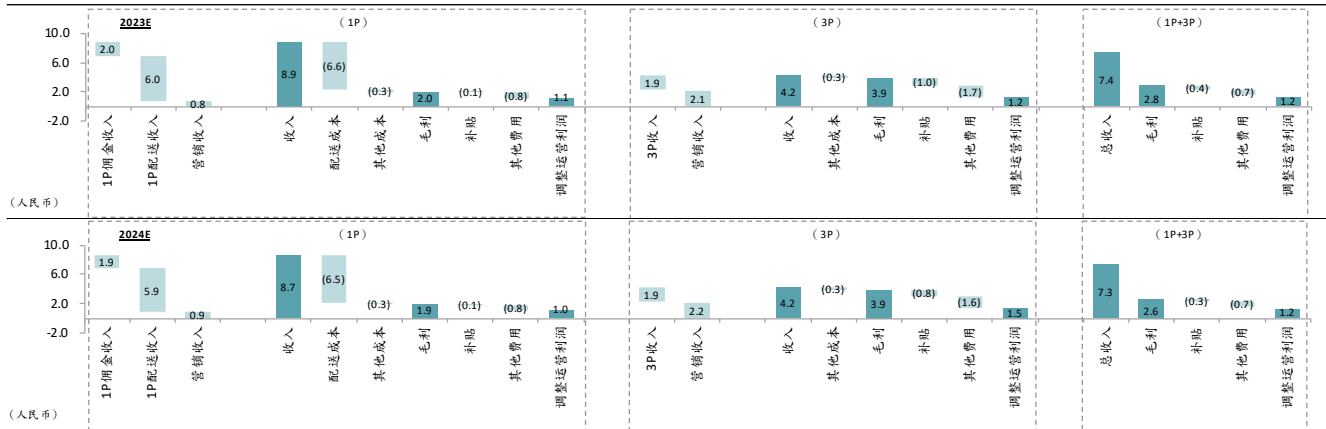
图表 17: 2024年, AOV 或持续呈下降趋势



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

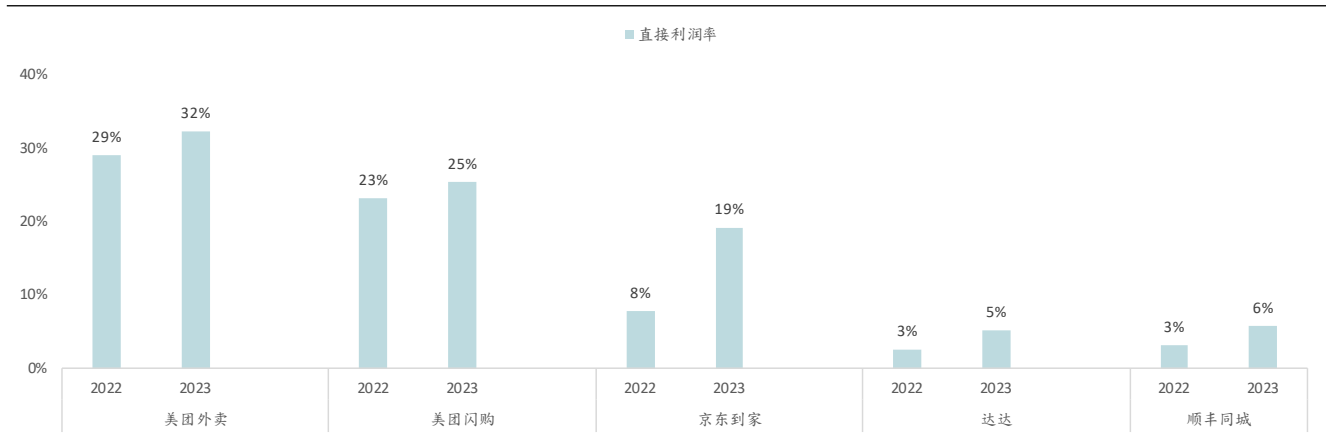
美团外卖 UE 仍然维持稳定, 虽然 AOV 下降使得单均佣金收入增长承压, 但配送收入、商户营销收入, 以及平台运营效率的提升仍将维持平台 UE 的稳定。纵观外卖、即时配送行业利润率水平, 美团外卖仍然是业内经营效益最高的即时配送平台。

图表 18: 虽单均价格下降或导致佣金收入增长压力，但配送、营销及费用率控制仍将维持 UE 稳定在 1 元以上



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 19: 即时配送平台中，美团系经营效率最高



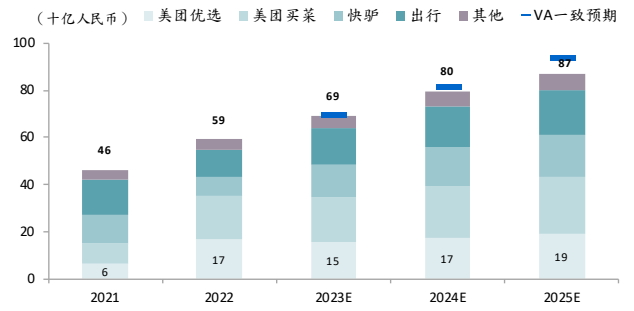
资料来源：公司资料，交银国际预测 *直接利润率(毛利润-补贴)/收入

3) 新业务减亏趋势持续

新业务中，美团优选、美团买菜是面向用户端的生鲜销售平台，前者为社区团购业务，目前投入较大，美团买菜为自营平台，快驴业务面向商家提供生鲜及上游产品销售，正逐渐向 3P 模式转型。出行服务提供共享单车、网约车业务。

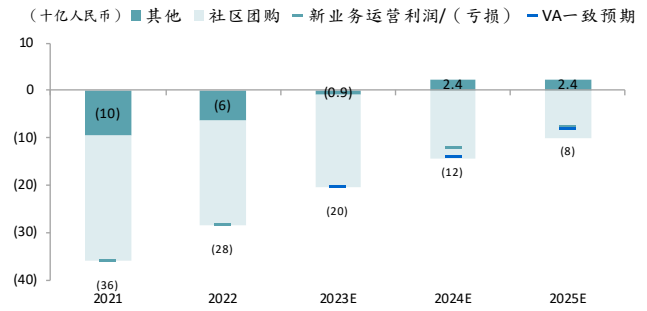
社区团购的投入仍是公司利润提升的不确定性因素。虽然我们看到优选业务累计用户数达到 4.9 亿（截至 2023 年 9 月），相较 3 月的 4.5 亿继续提升，但是其对美团全平台核心业务的拉动效果仍然不显著，业务运营效率仍有优化空间。按我们目前估算，优选业务的履约成本、团长佣金及三项费用单均优化空间相对有限，但社区团购产品 SKU 丰富，当物流履约完全跑通后，加强用户粘性，同时品类扩充有助于提升件均价并拉动业务转正。

图表 20: 美团新业务收入结构估算



资料来源: 公司资料, Visible Alpha, 交银国际预测

图表 21: 美团新业务亏损估算



资料来源: 公司资料, Visible Alpha, 交银国际预测

图表 22: 美团优选社区团购业务 UE 估算: 件均价提升是出路

优选	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	长期
GTV, 十亿人民币	7	91	138	141	150	165	274
件均价, 元		8.5	11.3	11.4	11.8	12.5	15
销售件数, 百万		10,704	12,243	12,366	12,720	13,188	18,250
日均件数, 百万		29	34	34	35	36	50
收入		6,326	16,547	15,464	17,234	19,031	41,063
% 净收入		7%	12%	11%	12%	12%	15%
单均收入		0.6	1.4	1.3	1.4	1.4	2.3
履约成本		(1.3)	(1.5)	(1.2)	(1.0)	(0.8)	(0.8)
团长佣金		(0.4)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
毛利润		(1.0)	(0.6)	(0.3)	0.0	0.3	1.1
销售费用		(0.9)	(0.8)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.6)
研发费用		(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
管理费用		(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
UE		(2.3)	(1.7)	(1.4)	(1.0)	(0.6)	0.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

互联网行业估值回顾对美团估值启示

互联网主要平台估值区间 8-15 倍，PEG<1 有拼多多/快手/美团/京东

我们对比互联网主要平台估值，现价对应公司整体市盈率区间在 7-15 倍，对应核心业务市盈率区间在 8-15 倍，考虑净利润 2 年复合增长率对应的 PEG，拼多多、快手、美团、京东<1。

图表 23: 主要互联网平台现价对应核心业务市盈率区间在 8-15 倍，PEG<1 的公司估值修复确定性强

百万人民币	美团	阿里	京东	拼多多	腾讯	百度	快手	携程
市值, 百万美元	61,385	192,232	37,386	172,397	348,294	37,484	25,395	27,380
2024 年总收入	321,203	1,006,587	1,164,817	334,095	651,791	145,747	128,400	52,788
增速	17%	8%	8%	40%	7%	8%	13%	18%
净利润	32,284	161,842	36,425	80,672	172,592	28,400	14,304	13,963
净利率	10%	16%	3%	24%	26%	19%	11%	26%
增速	45%	5%	9%	36%	12%	4%	52%	7%
2023-2025CAGR	37%	7%	11%	35%	13%	8%	45%	10%
对应 P/E	13.7	8.6	7.4	15.4	14.5	9.5	12.8	14.1
PEG	0.3	1.6	0.8	0.4	1.2	2.2	0.2	2.1
PEG (2 年 CAGR)	0.4	1.2	0.7	0.4	1.1	1.2	0.3	1.4
核心业务	核心商业	淘天电商	京东零售	拼多多主站	广告+VAS+支付	百度核心	快手内地	
2024 年收入	241,621	448,613	996,923	210,165	604,203	112,589	123,649	
占收比	75%	45%	86%	63%	93%	77%	96%	
增速	17%	4%	7%	26%	7%	9%	11%	
运营利润	43,152	204,197	40,069	122,622	208,006	26,526	16,749	
运营利润率	18%	46%	4%	58%	34%	24%	14%	
增速	13%	5%	10%	39%	10%	9%	41%	
2023-2025CAGR	15%	4%	9%	26%	11%	9%	34%	
对应 P/E	12.8	8.5	8.4	12.7	15.1	12.7	13.6	
PEG	1.0	1.9	0.9	0.3	1.6	1.4	0.3	
PEG (2 年 CAGR)	0.8	2.3	0.9	0.5	1.4	1.4	0.4	
其他业务								
2024 年收入	79,582	557,975	162,552	123,931	47,588	33,869	4,751	
运营利润	(12,126)	541	2,593	(38,569)	(425)	4,390	(1,908)	
运营利润率	-15%	0%	2%	-31%	-1%	13%	-40%	

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

与电商行业竞争格局差异：品类优势、用户频次优势、价格透明

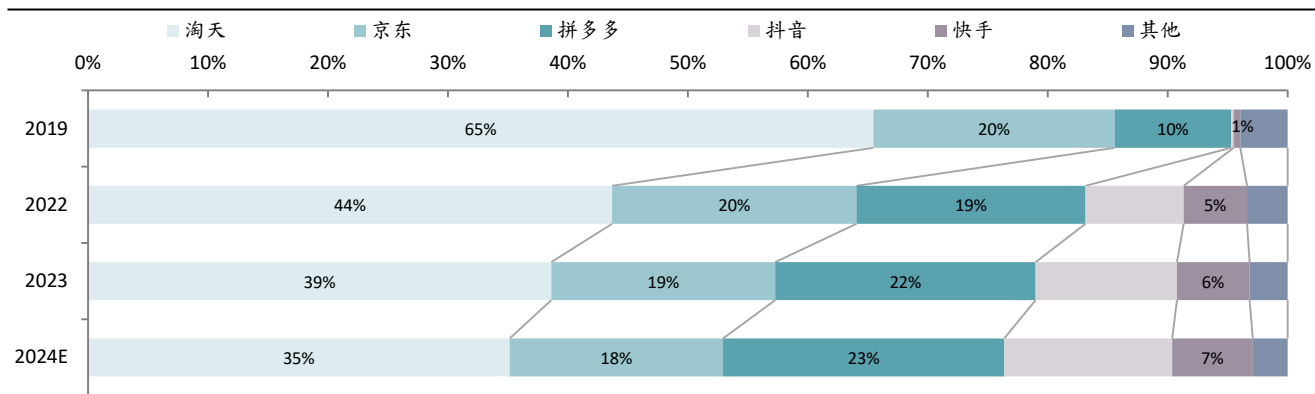
我们在上文中从美团及抖音运营数据来看，本地生活服务行业人均下单频次、人均花费及市场规模及格局竞争仍然激烈，虽然我们强调行业可渗透空间仍大，但短期竞争格局、公司战略及投入规模的不确定性，仍是导致公司估值下修的重要因素，因此，我们通过对电商行业格局变化的分析，判断本地生活服务行业竞争终局，以此判断美团合理估值走势。

⊖ 电商行业格局回顾

市场格局：2023 年，电商行业市场格局更加分化，阿里、京东市占率被新晋玩家抖音、拼多多侵蚀较多，相较 2019 年，电商行业以阿里、京东、拼多多三家鼎立，阿里：京东：拼多多=7:2:1，2023 年电商行业拼多多、直播电商抖快平台市占率提升明显，阿里市占率跌至 35%。

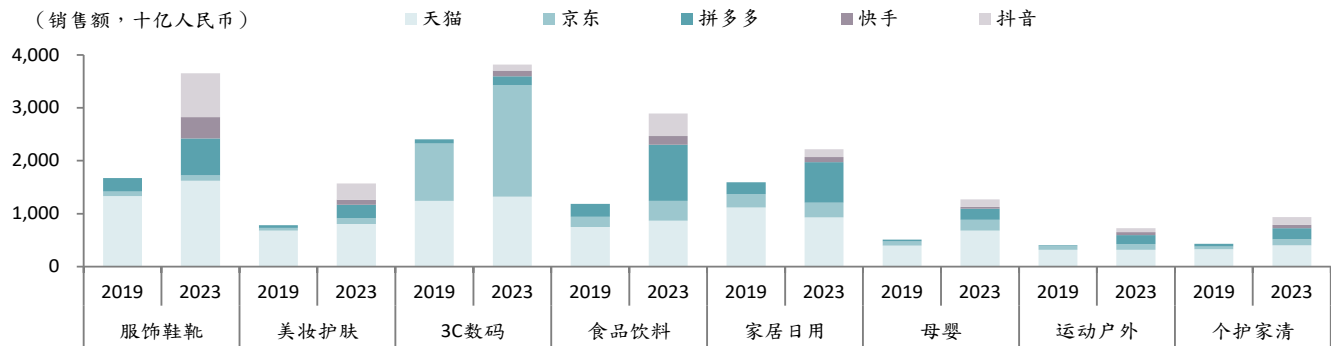
品类分布：我们发现，电商新晋平台抢占的品类最先在服饰、日用品，其次向美妆、食品等品类渗透，这一方面验证了淘宝 GMV 增长承压的原因（主要侵占了淘宝重点品类），以及京东在自身业务调整之后，或许仍有增长高于社零的可能性（3C 家电等品类市占率仍然稳定），主要因 3C 家电等品类更重服务体验，京东前期投入奠定一定竞争壁垒。

图表 24: 电商行业市占率：阿里市占率仍持续下降



资料来源：公司资料，统计局，交银国际预测

图表 25: 重点电商品类分布，2019 vs. 2023：阿里重点品类增量被新晋玩家抢夺

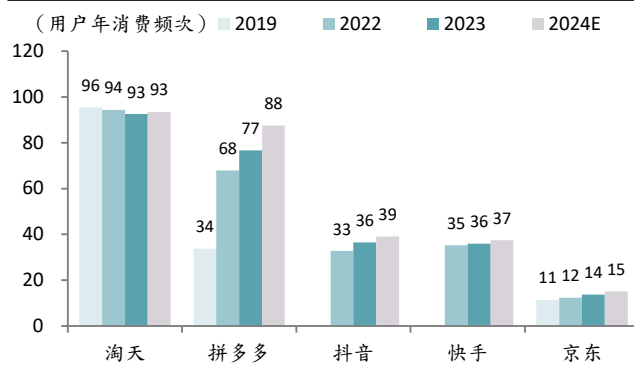


资料来源：公司资料，燃数科技，魔镜市场，飞瓜数据，交银国际预测

用户频次及 AOV：从电商平台用户下单频次及 AOV 来看，淘宝用户年下单频次基本维持稳定，京东稳中有升，但频次仍低于其他平台，拼多多用户下单频次继续提升。单均价格（AOV）新老平台表现同样分化，我们预计 2024 年电商行业 AOV 呈现下降的趋势，成熟平台如阿里、京东，靠 AOV 下降拉动频次提升从而实现 GMV 增长。

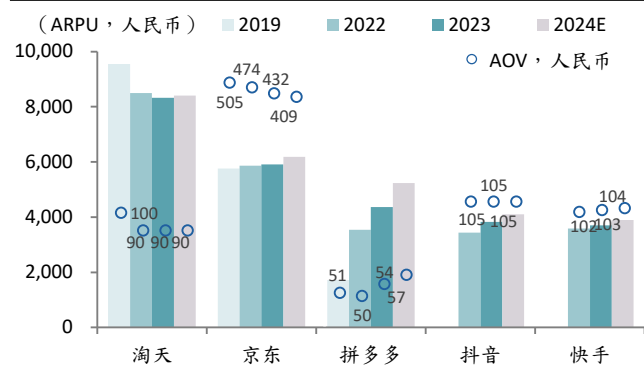
变现率：新晋平台变现率仍持续提升，但我们看到，成熟平台变现率同样呈下降趋势，其中广告变现率保持稳定，变现率下调主要来自佣金率下降，体现在更有价格力的商品销售占比提升降低单均价格，导致电商平台收入增速低于 GMV。

图表 26: 消费频次：新晋玩家加速增长



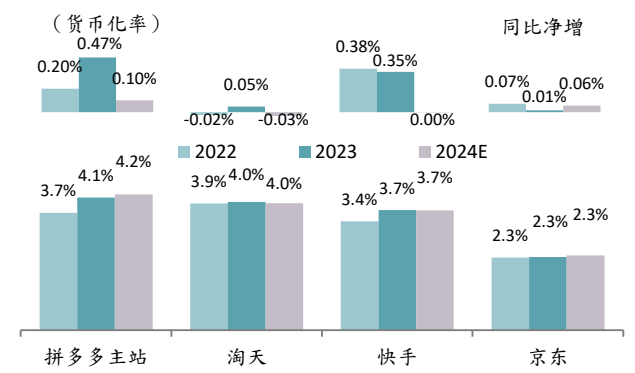
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 27: AOV：新晋玩家稳定，老玩家下降



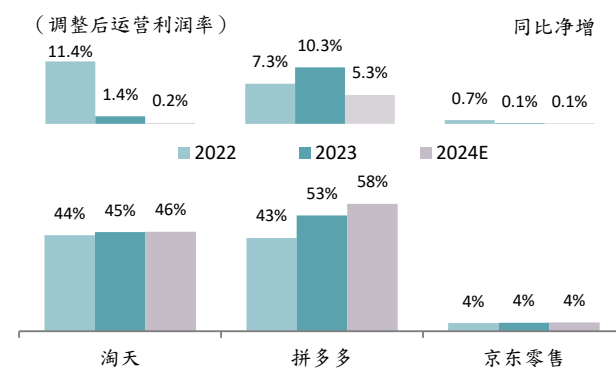
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 28: 变现率：新晋平台仍持续提升，成熟平台呈下降趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 29: 利润率：新晋平台有提升空间，成熟平台相对平稳

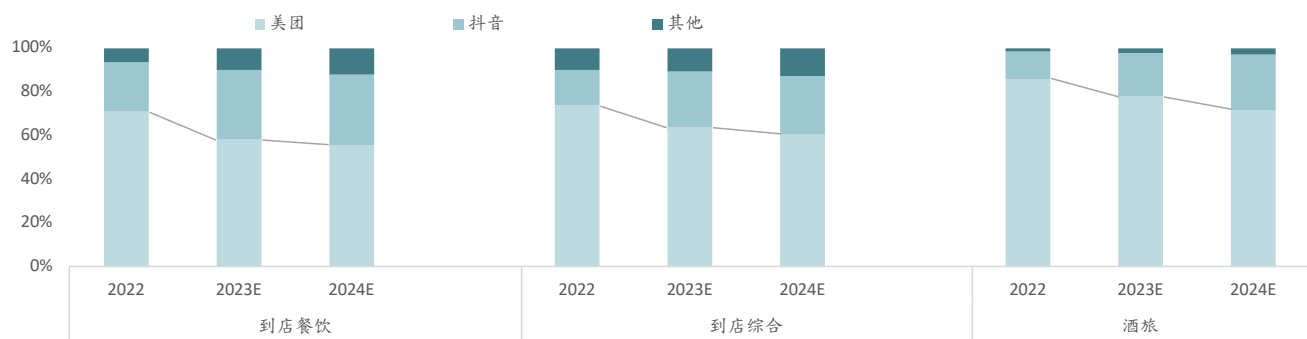


资料来源：公司资料，交银国际预测

美团估值应在阿里/京东-拼多多之间

品类：美团优势品类相对非标，优势仍在。参考阿里、京东核心品类冲击情况，阿里服饰、美妆等核心品类受冲击最大，京东 3C 家电品类受供应链优势及仓配服务体验优势影响，品类市占率并未受影响，因此，我们认为在电商行业中，标品、上游渠道多元的品类竞争压力大。按此逻辑，对于美团本地生活服务行业，餐饮到店服务，尤其是品牌商家的 SKU 及服务更加标准化，以及娱乐类，如亲子、KTV 等品类更容易被其他渠道分流。而相对本地化的非标服务及中小餐饮商家、中小本地服务品类受到影响或较小，这部分占比本地生活服务行业规模仍有一半。

图表 30: 重点品类分布：美团平台各品类市占率下降幅度显著低于电商平台



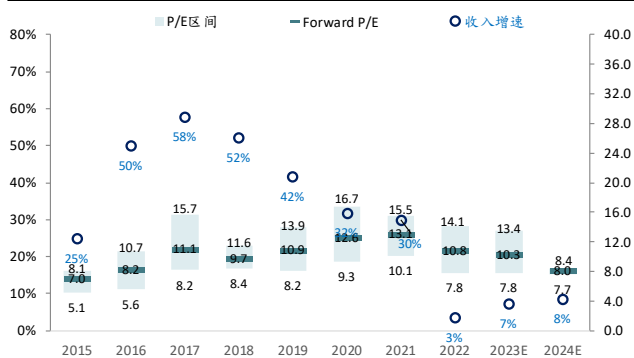
资料来源：交银国际预测

低价竞争：渠道及价格透明，低价竞争可持续性有待观察。不同于电商平台因为层层渠道加价导致的价格差异，本地生活服务提供方确定，价格相对透明，因此我们认为本地生活 AOV 下降空间有限，通过低价获取本地生活增量的可持续性有待观察。平台竞争核心在于，谁能为商家带来综合 GMV 和综合利润的提升，美团、抖音两家定位不同，对于商家来说，更多是互补关系。

用户粘性：阿里用户下单频次上升空间小，美团仍有增长空间。相比电商平台的购物频次，尤其是淘宝的90次+/年，本已达到较高水平，而本地生活受益于线上渗透率的提升，平台消费频次还有显著提升空间。

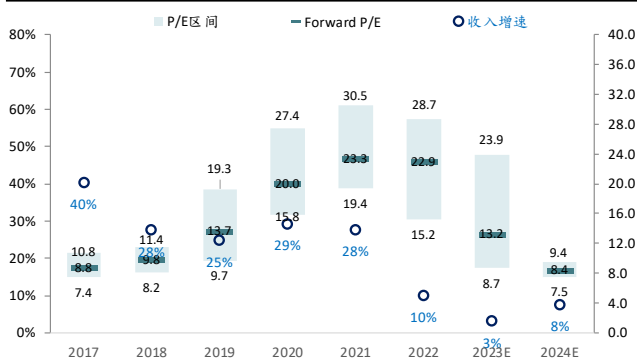
规模增长及估值区间：自2022年以来，阿里/京东收入增长均降至个位数，平均估值也降至10倍市盈率以下，这符合了此前GMV及用户行为相关数据趋势，同时也反映了公司业务及管理层调整带来的影响。拼多多作为电商行业竞争利好平台，收入规模增长及估值仍然维持20-30倍区间，若考虑Temu估值贡献，其主站估值水平应在15倍左右。美团2024年收入增速仍然维持15%+，行业竞争虽然激烈，但是到店行业规模空间、外卖业务盈利能力仍然被验证，管理层稳定，因此我们认为美团估值水平应在阿里/京东和拼多多之间。

图表 31: 阿里巴巴历史估值区间及收入增速对比



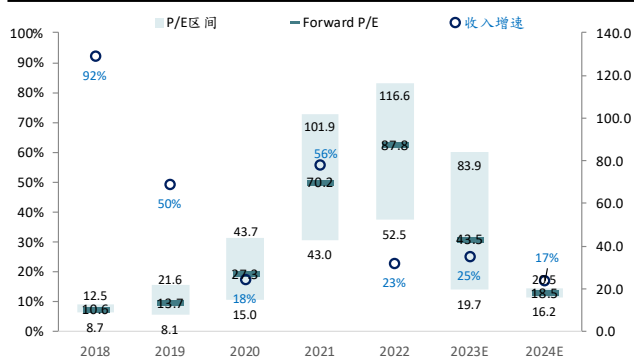
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 32: 京东历史估值区间及收入增速对比



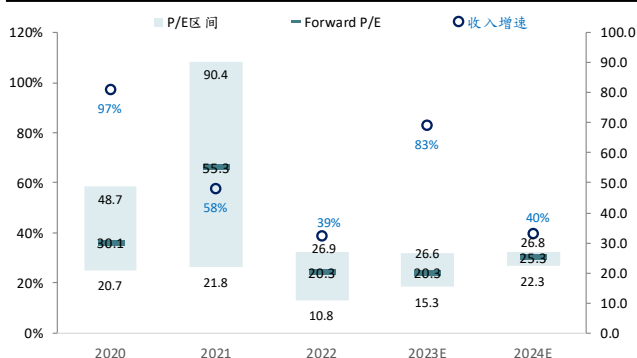
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 33: 美团历史估值区间及收入增速对比



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 34: 拼多多历史估值区间及收入增速对比



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

考虑到2024年美团收入增速17%，核心业务增速也超15%，同时，预计2025年利润率有恢复可能性，竞争压力或在2024年下半年缓释，15-20倍核心业务市盈率或是美团目前合理估值区间。

我们保守给予核心业务（含到店、外卖）业务15倍市盈率，对应2024年核心业务价值5857亿港元，考虑到新业务仍持续亏损，且对公司整体利润有一定拖累，保守原则不计入估值计算中，下调美团目标价至93港元。

图表 35: 下调目标价至 93 港元

	目标价 (港元)	收入 (百万元)		市销率		调整后运营利润 (百万元)		市盈率		估值 (百万港元)		
		2023年	2024年	2023-25 CAGR	2023年	(百万港元)	2023年	2024年	2023-25 CAGR		2023年	2024年
核心商业	93	205,914	241,262	16%	3.1	2.6	38,106	43,106	15%	17	15	585,742
新业务		69,379	79,582	12%			(20,373)	(12,126)				
合计	93	275,293	320,844	15%	2.3	2.0	17,733	31,026	55%	24	17	585,742

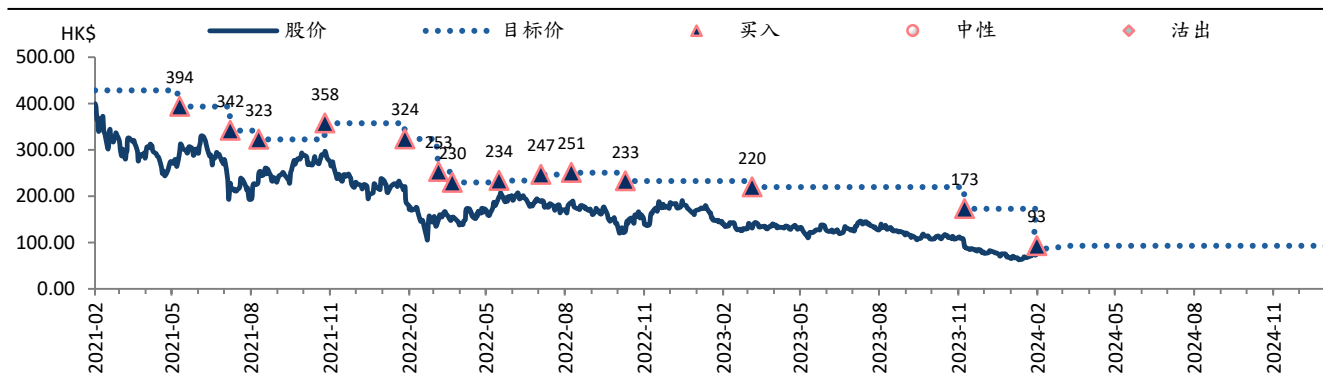
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 36: 损益表预测

(百万人民币)	4Q23 原预测	4Q23E 更新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	1Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	71,995	72,244	0	-6	20	70,245	219,955	275,293	320,702	365,796
核心本地商业	53,872	54,137	0	-6	25	52,639	160,759	205,914	241,120	279,021
餐饮外卖	37,439	37,440	0	-7	16	36,026	117,079	142,581	162,536	185,563
到店酒旅	11,228	11,228	0	-2	53	10,450	33,237	40,852	51,449	61,004
闪购	4,200	4,200	0	-13	19	4,714	11,402	17,347	21,725	27,032
新业务	18,123	18,107	0	-4	9	17,606	59,196	69,379	79,582	86,775
<i>彭博一致预测</i>		<u>72,706</u>				<u>67,356</u>		<u>275,382</u>	<u>328,603</u>	<u>386,659</u>
收入成本	48,260	48,410	0	-2	12	47,033	158,202	179,261	199,342	222,321
毛利	23,735	23,834	0	-12	41	23,212	61,753	96,032	121,360	143,475
营销开支	15,860	15,878	0	-6	47	13,336	39,745	57,769	63,396	69,837
研发开支	5,847	5,194	-11	-2	-1	5,729	20,740	20,970	24,293	27,098
一般和行政开支	2,118	2,395	13	-6	-2	2,295	9,772	9,067	10,791	12,446
其他收益/亏损	(255)	(255)	0	-122	-132	(375)	2,683	3,544	(1,483)	(1,463)
运营利润/亏损	(345)	112	-133	-97	-115	1,476	(5,820)	11,769	21,397	32,631
其他亏损/收益和财务相关成本	(200)	(200)	0	-170	-43	(150)	(935)	(148)	(600)	(600)
所得税抵免/(开支)	3	0	-84	-101	-74	(199)	70	(68)	(3,120)	(4,805)
期内利润/亏损	(542)	(87)	-84	-102	-92	1,127	(6,685)	11,553	17,677	27,227
毛利率 (%)	33.0	33.0				33.0	28.1	34.9	37.8	39.2
运营利润率 (%)	-0.5	0.2				2.1	-2.6	4.3	6.7	8.9
净利润率 (%)	-0.8	-0.1				1.6	-3.0	4.2	5.5	7.4
经调整运营利润 (不包括 SBC)	2,192	2,387	9	-52	181	3,580	1,123	17,733	30,946	42,791
核心本地商业	7,229	7,427	3	-26	3	7,423	29,503	38,106	43,087	50,499
餐饮外卖	4,565	4,566	0	-29	1	4,285	16,503	23,377	26,230	29,180
到店酒旅	3,278	3,270	0	-5	-5	2,971	14,305	14,900	16,528	20,519
闪购	(578)	(613)	6	277	4	(21)	(766)	(762)	(374)	95
新业务	(5,037)	(5,039)	0	-1	-21	(3,843)	(28,379)	(20,373)	(12,141)	(7,708)
未分配亏损	(2,329)	(1,976)	-15	22	25	(1,773)	(6,944)	(5,665)	(8,050)	(8,680)
经调整运营利润率 (%)	3.0	3.3				5.1	0.5	6.4	9.6	11.7
经调整 EBITDA	4,542	4,642	2	-25	57	5,416	9,725	24,776	37,089	48,712
经调整 EBITDA 率 (%)	6.3	6.4				7.7	4.4	9.0	11.6	13.3
经调整净利润/亏损	3,215	3,318	3	-42	300	4,430	2,827	22,196	31,845	41,224
经调整净利率 (%)	4.5	4.6				6.3	1.3	8.1	9.9	11.3
经调整摊薄每股盈利 (元)	0.51	0.53	4	-42	292	0.71	0.45	3.54	5.07	6.56
<i>彭博一致预测</i>		<u>0.41</u>				<u>0.79</u>		<u>3.53</u>	<u>4.81</u>	<u>7.14</u>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 37: 美团 (3690 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 38: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	107.22	140.00	30.6%	2024年01月25日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	10.31	13.00	26.1%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	46.30	75.00	62.0%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.62	5.60	54.7%	2024年01月19日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.14	9.00	-11.2%	2023年11月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	89.90	99.00	10.1%	2023年09月26日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.40	29.00	14.2%	2024年02月21日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.46	8.30	28.5%	2023年12月11日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	32.48	39.00	20.1%	2023年12月01日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	129.76	180.00	38.7%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	75.58	108.00	42.9%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	23.79	30.00	26.1%	2023年11月16日	电商
DAO US	有道	买入	3.93	5.30	34.9%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.64	15.50	13.6%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	71.55	75.00	4.8%	2024年01月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.03	3.80	-24.5%	2024年01月23日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	291.40	388.00	33.2%	2024年01月19日	游戏
NTES US	网易	买入	106.89	135.00	26.3%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.76	19.92	69.4%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	21.95	31.00	41.2%	2023年08月23日	游戏
3690 HK	美团	买入	79.75	93.00	16.6%	2024年02月23日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	19.98	43.00	115.2%	2023年11月09日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	7.87	11.60	47.4%	2024年01月10日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.56	11.70	22.4%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.21	2.00	-9.5%	2024年01月09日	物流
9923 HK	移卡	买入	13.70	21.00	53.3%	2023年08月25日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	27.55	38.00	37.9%	2023年04月12日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	355.60	440.00	23.7%	2024年02月22日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	18.76	22.00	17.3%	2023年05月25日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年2月22日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	179,128	219,955	275,293	320,702	365,796
主营业务成本	(136,654)	(158,202)	(179,261)	(199,342)	(222,321)
毛利	42,474	61,753	96,032	121,360	143,475
销售及管理费用	(49,296)	(49,517)	(66,836)	(74,187)	(82,282)
研发费用	(16,676)	(20,740)	(20,970)	(24,293)	(27,098)
其他经营净收入/费用	370	2,683	3,544	(1,483)	(1,463)
经营利润	(23,127)	(5,820)	11,769	21,397	32,631
Non-GAAP标准下的经营利润	(17,436)	1,123	17,733	30,946	42,791
财务成本净额	(585)	(971)	(756)	(800)	(800)
其他非经营净收入/费用	146	36	607	200	200
税前利润	(23,566)	(6,756)	11,621	20,797	32,031
税费	30	70	(68)	(3,120)	(4,805)
净利润	(23,536)	(6,685)	11,553	17,677	27,227
作每股收益计算的净利润	(23,536)	(6,685)	11,553	17,677	27,227
Non-GAAP标准的净利润	(15,571)	2,827	22,196	31,845	41,224

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	32,513	20,159	37,118	54,650	61,017
存货	682	1,163	1,775	1,032	1,200
开发中物业及土地预付款	15,282	13,292	17,695	14,021	16,865
短期应收收入	1,793	2,053	2,171	2,749	1,861
其他流动资产	97,559	106,479	101,885	97,521	93,375
总流动资产	147,829	143,145	160,644	169,974	174,318
物业、厂房及设备	22,814	22,201	21,500	23,142	44,211
无形资产	31,049	30,643	30,040	29,690	29,320
合资企业/联营公司投资	28,169	31,655	32,138	32,628	34,507
其他长期资产	10,793	16,836	17,680	18,633	18,797
总长期资产	92,825	101,336	101,358	104,094	126,835
总资产	240,653	244,481	262,001	274,068	301,153
短期贷款	11,565	17,562	18,440	20,100	20,100
应付账款	49,688	51,548	52,608	55,057	62,495
其他短期负债	7,339	7,320	11,013	12,867	14,108
总流动负债	68,593	76,430	82,061	88,025	96,702
长期贷款	12,220	1,549	1,549	1,549	1,549
其他长期负债	34,284	37,796	38,017	38,369	38,757
总长期负债	46,504	39,345	39,566	39,918	40,306
总负债	115,097	115,775	121,626	127,943	137,008
股本	311,222	316,744	316,656	304,565	295,179
储备及其他资本项目	(185,608)	(187,982)	(176,281)	(158,440)	(131,034)
股东权益	125,613	128,762	140,375	146,125	164,145
非控股权益	(57)	(56)	0	0	0
总权益	125,557	128,706	140,375	146,125	164,145

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(23,566)	(6,756)	11,621	20,797	32,031
合资企业/联营公司收入调整	2,592	7,914	8,717	6,308	6,735
折旧及摊销	8,928	9,730	7,981	8,484	9,608
营运资本变动	7,209	(813)	(680)	7,843	6,254
利息调整	1,081	1,583	1,558	1,600	1,600
税费	(255)	(247)	(68)	(3,120)	(4,805)
经营活动现金流	(4,011)	11,411	29,129	41,913	51,424
资本开支	(9,010)	(5,731)	(11,656)	(19,517)	(36,811)
其他投资活动现金流	(49,481)	(8,982)	(4,273)	(4,054)	(5,225)
投资活动现金流	(58,492)	(14,714)	(15,929)	(23,571)	(42,035)
负债净变动	15,148	(8,021)	3,993	(818)	(3,260)
权益净变动	275	170	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	63,175	(2,139)	0	0	0
融资活动现金流	78,598	(9,990)	3,993	(818)	(3,260)
汇率收益/损失	(675)	938	(234)	10	238
年初现金	17,094	32,513	20,159	37,118	54,650
年末现金	32,513	20,159	37,118	54,650	61,017

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(8.641)	(2.454)	4.241	6.490	9.996
全面摊薄每股收益	(2.584)	0.455	3.544	5.070	6.559
Non-GAAP标准下的每股收益	(2.584)	0.455	3.544	5.070	6.559
每股账面值	46.117	47.273	51.537	53.647	60.263
利润率分析 (%)					
毛利率	23.7	28.1	34.9	37.8	39.2
净利率	(13.1)	(3.0)	4.2	5.5	7.4
利润率分析 (%) - Non-GAAP标准					
EBITDA利润率	(5.4)	4.4	9.0	11.6	13.3
经营利润率	(9.7)	0.5	6.4	9.6	11.7
净利率	(8.7)	1.3	8.1	9.9	11.3
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.2	1.9	2.0	1.9	1.8

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行之者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。