

美团-W (03690.HK)

优于大市

DoorDash AI 布局提供发展借鉴，外卖核心竞争力依旧稳固

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120004
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
证券分析师：	杨玉莹		yangyuying@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070006

事项：

- 1、2025年2月12日，美国外卖配送龙头 DoorDash 发布 2024 年第四季度财报。
- 2、2025年2月11日，京东黑板报公众号显示，京东外卖正式启动“品质堂食餐饮商家”招募，宣布 2025 年 5 月 1 日前入驻的商家，全年免佣金。

国信社服观点：

1) DoorDash2024 年第四季度维持强劲增长，积极探索 AI 布局。DoorDash 于 2013 年成立，目前已成长为美国外卖配送市场绝对龙头，据 EarnestAnalytics2024 年 11 月数据，公司市占率高达 63%，其次为优步 Eats (25%) 和 Grubhub (6.2%)。2024 年，DoorDash 收入 107.2 亿美元/+24%，期内 GAAP 净利润首次扭亏为盈达 1.23 亿美元，而去年同期亏损 1.54 亿美元。2024Q4 经营表现强劲，公司收入 28.7 亿美元/+25%，GAAP 净利润 1.41 亿美元，去年同期亏损 1.54 亿美元；第四季度总交易额 (GOV) 213 亿美元/+21%，总订单量达 6.85 亿/+19%，订单量&总交易额同比增速强劲。值得关注的是，2023 年起 DoorDash 持续加码 AI 布局，2023 年 8 月推出 AI 语音电话点餐服务，可在餐厅客流高峰期实现自主下单，提升餐厅的运营效率与销售额；以 DashAI (2023 年推出，内置 APP 的聊天机器人辅助搜索)、SafeChat+ (2024 年推出，检测顾客和外卖小哥之间的交流是否存在辱骂或骚扰言论) 为代表的 AI 工具则注重优化 APP 搜索与使用体验。我们认为 DoorDash 的 AI 布局思路也可为美团布局 AI 提供部分参考。

2) 京东入局外卖，但对美团影响相对可控。从商户资源看，京东外卖主推“品质堂食餐饮商家”、以头部连锁餐饮品牌为主，此类品牌天然拥有强流量，佣金以及广告收入贡献实际远低于长尾中小商家，故京东入局对美团基本盘冲击较为有限。且京东本地生活领域除京东秒送外，到店经验相对缺乏，商户资源的积累获取也需时间。其次从京东对于外卖业务定位看，与美团/饿了么均有独立 APP 不同，京东外卖仅设置在“秒送”页面下（与超市便利/急用数码栏目并列），外卖布局更多是京东丰富即时零售板块的新增布局，且后续是否会加大投入也有待观察。考虑到消费者对美团与饿了么路径依赖已经形成，京东外卖对用户心智占领效果也值得观察。综上，考虑到京东商户资源积累及外卖偏辅助性的定位，在外卖市场格局较为稳定的当下，京东入局对美团龙头地位影响预计较为有限，且长线想要分得一杯羹也需大幅加大投入，因此我们依旧看好美团外卖业务核心竞争力加持下的发展。

3) 投资建议：我们维持公司 2024-2026 收入预测 3382/3914/4457 亿元，经调净利预测 430/522/585 亿元，对应 PE 为 23/19/17x。如上文所述，美团在外卖行业核心竞争力依旧稳固，短期暂未观察到有力的竞争对手，新入局者带来的股价短期扰动反而给与市场较好的买点。在 Deepseek 科技突破带动下，以恒生科技为代表的中国科技资产迎来重估行情，美团有望持续受益；其次，公司作为消费互联网代表，若未来消费企稳复苏，经营业绩进一步加速成长弹性可期，我们仍坚定看好公司平台全面挖潜成长，维持“优于大市”评级。

3) 风险提示：宏观经济承压下行；外部行业竞争加剧；行业政策收紧；新业务投放增加等。

评论：

◆ DoorDash 系美国外卖配送市场龙头，2024 年利润顺利扭亏为盈，AI 赋能正在产生积极变化

DoorDash 于 2013 年成立，已成长为美国外卖配送市场绝对龙头。DoorDash 由 TonyXu、StanleyTang、AndyFang 和 EvanMoore 于 2013 年创立，2014 年开始在美国多个城市开展服务，2015 年，DoorDash 推出了订阅服务（DashPass），为用户提供免费配送和其他优惠；2018 年，DoorDash 超越 UberEats 和 Grubhub，成为美国最大的外卖配送服务提供商；2020 年 12 月，DoorDash 在纽约证券交易所成功上市（股票代码为“DASH”），估值超过 380 亿美元；其后，公司在巩固美国主导地位同时，通过收购和合作积极拓展国际市场，并且公司在 2024 年实现了国际业务的毛利增长。据 EarnestAnalytics 数据显示，2024 年 11 月，DoorDash 在美国配送市场中市占率为 62.7%，其次为优步 Eats (25%) 和 Grubhub (6.2%)。

2024 年首次实现全年盈利，订单量&GOV 增速强劲。2024 年，公司实现收入 107.2 亿美元，同比增 24%，期内公司首次实现了 GAAP 净利润扭亏为盈，达到 1.23 亿美元，而去年同期为亏损 1.54 亿美元。其中 2024Q4 经营表现强劲，公司实现收入 28.7 亿美元，同比增 25%，实现 GAAP 净利润 1.41 亿美元，去年同期亏损 1.54 亿美元。第四季度，总交易额（GOV）213 亿美元，同比增 21%，总订单量达 6.85 亿，同比增长 19%。

图1：DoorDash 收入&利润持续保持快速增长



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

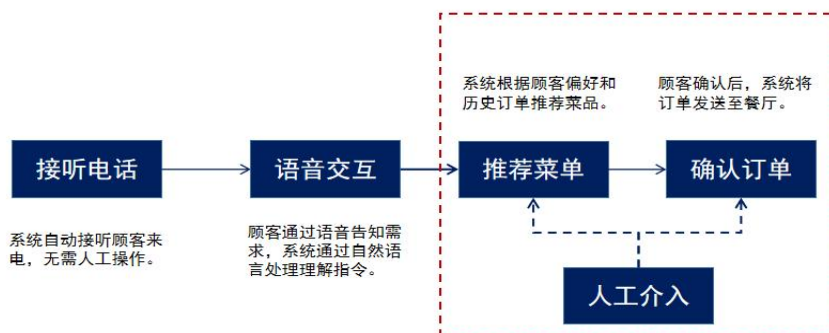
图2：DoorDash 总订单金额/订单数数据



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

近期国内 AI 大模型迎突破性发展，企业能够以低成本部署 AI 大模型，而 AI 技术进步如何赋能外卖配送行业也是市场的关注议题，DoorDash 高管在第四季度财报会上分享了 AI 技术的最新观点，DoorDash 在 AI 的布局我们梳理如下，其思路也可为美团布局 AI 提供部分参考：

图3：DoorDash 的 AI 语音订餐系统操作步骤示意图



资料来源：站长之家、IT之家，国信证券经济研究所整理

1、AI 语音点餐服务提升餐厅销售额和运营效率。DoorDash 于 2023 年发布的《餐厅在线点餐趋势报告》提及，20%顾客更倾向于电话点餐，但约 50%的电话点餐未能得到及时回应，这导致餐厅潜在的收入损失。DoorDash 于 2023 年 8 月 28 日正式推出 AI 语音点餐服务。据公司产品与设计负责人 RajatShroff 介绍，人工智能订餐系统在餐厅高峰期自动接听电话，并通过语音交互后自主下单，且可基于历史订餐数据为顾客提供定制化的推荐，并支持多种语言。此外，若 AI 系统无法解决用户的问题，人工客服可随时介入保证服务体验。最终，AI 语音订餐系统可以为餐厅带来运营效率和销售额的双重提升，而 DoorDash 也会获得更多的佣金以及配送收入，但公司尚未公布该技术对经营的实际贡献。

2、AI 工具（DashAI、SafeChat+）优化搜索以及使用体验。据 IT 之家报导，2023 年公司推出聊天机器人“DashAI”，客户仅需输入关键词，便能够获得个性化餐厅和菜品推荐，DashAI 的推出旨在通过技术提升用户体验，加快订餐速度。2024 年 3 月，公司 App 上线名为“SafeChat+”的新工具，以检测顾客和外卖小哥之间的交流是否存在辱骂或骚扰言论。公司称该工具每分钟可审查 1400 余条顾客、骑手之间的私信，涵盖包括英语、法语、中文普通话在内的多种语言，但目前仍需通过人工监督审查。

3、AI 提升配送效率与准确性。公司 CEO Tony Hsu 在 2024Q4 财报会议中提及，AI 和大型语言模型（LLMs）在某些领域取得了显著进展，但 DoorDash 的核心优势仍然在于其物理世界的物流能力，公司将继续利用 AI 技术优化物流基础设施，提升配送效率和准确性。

◆ 京东入局外卖对美团的影响分析：美团核心竞争优势仍突出，影响相对可控

2025 年 2 月 11 日，京东黑板报公众号显示，京东外卖正式启动“品质堂食餐饮商家”招募，宣布 2025 年 5 月 1 日前入驻的商家，全年免佣金，我们相关分析如下：

京东入局外卖的意向早已有之。2022 年 6 月 17 日，时任京东零售 CEO 辛利军曾表示，京东已考虑进军外卖业务；其后京东集团持续投资达达集团，2023 年 8 月，达达集团全面接入京东小时购系统，实现全国 4000 个仓储网点与 550 万零售终端的数据贯通，此举为外卖业务打下根基；2024 年 3 月，京东 APP 首页上线全新“秒送”频道，最开始以奶茶、咖啡等饮品配送为主，同年 9 月份，配送品类增设汉堡王、永和、大王等快餐（但品类展示仍列在咖啡奶茶专区内）；2025 年 2 月 11 日，京东外卖正式启动“品质堂食餐饮商家”招募，宣布 2025 年 5 月 1 日前入驻的商家，全年免佣金。

图4：2月11日，京东外卖正式启动“品质堂食餐饮商家”



资料来源：京东黑板报，国信证券经济研究所整理

图5：“京东外卖”的入口位于京东 App 的“秒送”栏目



资料来源：京东 APP，国信证券经济研究所整理

达达集团的即时配送能力，是京东入局外卖业务的抓手。2016 年 4 月，京东到家与达达集团合并，京东到家的商流资源与达达集团的物流配送能力相结合，提升了配送效率；2021 年 3 月，京东以 8 亿美元认购达达集团新发行的普通股，持股比例达到 51%，成为达达的重要股东；2024 年 9 月，京东完成对沃尔玛所持达达集团股份的收购，持股比例增至 63.2%。2025 年 1 月，京东以 42%的溢价对达达集团进行全面收购。有业内人士认为，达达集团在配送领域优势显著，拥有成熟的骑手网络和配送技术。通过收购达达集团，

京东能够满足生鲜、医药等商品配送的时效要求。

图6：京东逐步收购达达集团，完善即时零售&本地生活布局



资料来源：达达集团公告，国信证券经济研究所整理

从商家资源、业务集团定位看，对美团影响有限。首先，从商家资源储备看，目前京东外卖以头部连锁品牌为主，由于此类品牌拥有强流量，故佣金以及广告收入贡献实际低于长尾中小商家，因此当前定位下京东对美团基本盘冲击较为有限。且从远期看，商家资源的持续获取也依赖于公司BD团队的地推，而京东在该领域布局也需时间。**其次看外卖业务定位**，与美团、饿了么均有独立APP运营外卖业务不同，京东外卖仅隐藏在“秒送”页面下（与超市便利、买药秒送、急用数码等栏目并列），目前看外卖布局更多是京东为丰富即时零售板块的新增布局，后续是否会加大投入仍有待观察，目前状态下新流量获取与用户心智占领，预计将较为缓慢。**综上所述，考虑到商家资源需时间积累，且集团业务定位内部更偏初创&辅助性，在外卖市场格局相对稳定现状下，京东入局对美团外卖市场绝对龙头地位影响较为有限。**

◆ 投资建议

我们维持公司2024-2026收入预测3382/3914/4457亿元，经调净利预测430/522/585亿元，对应PE为23/19/17x。如上文所述，美团在外卖行业核心竞争力依旧稳固，短期暂未观察到有力的竞争对手，新入局者带来的股价短期扰动反而给与市场较好的买点。在Deepseek科技突破带动下，以恒生科技为代表的中国科技资产迎来重估行情，美团同样受益；其次，公司作为消费互联网代表，若未来消费企稳复苏，经营业绩进一步加速成长弹性可期，我们仍坚定看好公司平台全面挖潜成长，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观经济承压下行；外部行业竞争加剧；行业政策收紧；新业务孵化进展缓慢等。

相关研究报告：

- 《美团-W (03690.HK) - 京东外卖0佣金点评：创新型业务资源投入有限，不影响美团外卖核心竞争力》——2025-02-13
- 《美团-W (03690.HK) - 季报经调整业绩高增长，预计出海扩张有望提速》——2024-12-03
- 《美团-W (03690.HK) - 核心本地业务稳健增长，关注出海业务发展》——2024-12-02
- 《美团-W (03690.HK) - 二季度经营利润率显著提升，流量打通和产业链深耕助成长》——2024-09-02
- 《美团-W (03690.HK) - 经营稳健提效，神会员预计将促进核心本地业务增长》——2024-08-30

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33340	47854	69094	84163	营业收入	276745	338176	391352	445699
应收款项	11235	30575	35382	40296	营业成本	179554	212966	237810	267772
存货净额	1305	2847	3172	3566					
其他流动资产	19373	50726	58703	66855	销售费用	58617	65078	76705	87803
流动资产合计	183116	249867	307788	364604	管理及研发费用	30573	31312	36322	41004
固定资产	13598	14589	14172	12832	资产减值及公允价值变动	(901)	417	(112)	(111)
无形资产及其他	36198	35888	35653	35497	其他损益净额	6315	5240	3884	3884
投资性房地产	41828	41828	41828	41828	营业利润	13415	34478	44287	52893
长期股权投资	18289	18289	18339	18389	财务费用	606	1116	1291	1471
资产总计	293030	360461	417780	473150	权益性投资收益	1213	250	250	250
短期借款及交易性金融负债	19322	16150	17678	17716	利润总额	14022	33612	43245	51672
应付款项	23925	39865	41234	42787	所得税费用	165	1681	3892	7751
其他流动负债	57628	67164	76064	85892	少数股东损益	2	4	5	6
流动负债合计	100874	123178	134976	146395	归属于母公司净利润	13856	31928	39348	43916
长期借款及应付债券	610	610	610	610	经调整净利润	23253	43003	52176	58484
其他长期负债	39589	52785	58953	58983					
长期负债合计	40199	53396	59563	59593	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	141073	176574	194539	205988	净利润	13856	31928	39348	43916
少数股东权益	(57)	(53)	(49)	(43)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	152013	183941	223289	267205	折旧摊销	7997	6910	8073	9295
负债和股东权益总计	293030	360461	417780	473150	公允价值变动损失	901	(417)	112	111
					财务费用	606	1116	1291	1471
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	15094	(13564)	3329	(2049)
经调整 EPS	3.85	7.11	8.63	9.67	其它	2674	4	5	6
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	40522	24860	50867	51278
每股净资产	25.14	30.42	36.93	44.19	资本开支	(9828)	(7174)	(7533)	(7909)
ROIC	23%	63%	72%	78%	其它投资现金流	(20787)	0	(23573)	(28287)
ROE	9%	17%	18%	16%	投资活动现金流	(24664)	(7174)	(31156)	(36247)
毛利率	35%	37%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	10%	11%	12%	负债净变化	(939)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	11%	12%	13%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	26%	22%	16%	14%	其它融资现金流	(904)	(3172)	1528	39
净利润增长率	-307%	130%	23%	12%	融资活动现金流	(2781)	(3172)	1528	39
资产负债率	48%	49%	47%	44%	现金净变动	13181	14514	21239	15070
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	20159	33340	47854	69094
P/E	42.0	22.7	18.7	16.7	货币资金的期末余额	33340	47854	69094	84163
P/B	6.4	5.3	4.4	3.7	企业自由现金流	26521	18926	44170	44295
EV/EBITDA	74	34	26	21	权益自由现金流	24079	15546	45776	44608

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032