

2025年03月24日

美团 (3690.HK)

业绩符合预期，核心本地商业利润前景不变

美团4季度收入及利润符合预期，核心本地商业经营利润超市场预期11%。我们微调2025年核心本地商业收入及经营利润预测，微调目标价，维持买入评级。我们认为宏观消费预期是公司业绩的短期最重要影响因素，骑手社保完全落地是中期盈利影响因素，出海和AI落地是长期增长驱动。

报告摘要

4季度业绩符合预期：总收入885亿元，同比增20%，符合市场预期，其中核心本地商业/新业务收入656亿元/229亿元，同比增19%/23%。核心本地商业经营利润129亿元，超市场预期11%，同比增61%，经营利润率19.7%，同比提升5个百分点。新业务亏损收窄22亿元，符合市场预期，同比收窄27亿元，环比扩大11亿元，主要反映海外投入。销售/行政费用同比增3%/9%，研发费用同比持平，OPEX占收入比同比降低5个百分点。经调整净利润98亿元，利润率11%，符合预期。经营数据看点：1) 全年交易用户数超7.7亿，年活跃商户数增至1,450万；2) 无人车/无人机累计商业订单已超490万单/45万单。

核心本地商业稳健：1) 客单价：4季度即时配送、到店酒旅的客单价同比降幅环比收窄，趋势有望延续至1Q25。2) 即时配送：我们估算4季度外卖/闪购订单量同比增9%/26%，收入增速快于单量增速，受益于用户补贴优化、选择美团配送的商户增加、远距离/夜间/大额订单数量增加等。3) 到店酒旅：4季度到店业务订单量同比增超65%，快于酒旅，受益于神会员拉动交叉销售、品类拓展、特价团购等。4) 分部经营利润：利润增速远高于收入增速，主要因去年同期低基数、外卖及到店酒旅运营效率优化、闪购维持微利状态。

新业务亏损或随海外投入加大而扩大：食杂零售仍贡献最主要收入，海外Keeta已拓展至沙特9个城市，用户数和订单量在快速增长中。晚点报道Keeta计划未来三年覆盖海湾六国。外卖之外，小象超市、闪购、无人机配送等业务均有海外落地可能。从经营亏损角度，预计优选及海外业务仍是主要亏损来源，其他业务整体盈亏平衡，我们预计2025年新业务亏损主要取决于海外布局进度。

财务预测及估值：我们微调2025年收入预期，预计总收入同比增17%，其中核心本地商业/新业务同比增17%/19%。利润端，我们微调核心本地商业2025年经营利润预测，公司将从2季度起在部分城市逐步试点缴纳骑手社保，我们预计对2025年即时配送的利润影响可控，运营效率优化及规模经济有望抵消其对UE的影响。估值角度，给予核心本地商业20.0倍（维持不变）2025年经营利润，微调目标价至215港元（前值：211港元），维持买入。我们认为，宏观消费预期是短期业绩影响因素，社保完全落地仍需3-5年，影响中期利润，长期看，出海、AI在商业场景中持续优化是公司收入及利润增长驱动。

风险：宏观消费预期疲弱；海外拓展不及预期；AI技术迭代迅速。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万元)	276,744	337,592	396,399	453,178	512,654
同比增长(%)	26%	22%	17%	14%	13%
调整后净利润(百万元)	23,252	43,772	49,000	59,180	68,174
调整后净利润率(%)	8.4%	13.0%	12.4%	13.1%	13.3%
市盈率(倍)	41.1	21.8	19.5	16.1	14.0
市销率(倍)	3.5	2.8	2.4	2.1	1.9
净资产收益率(%)	15.3%	25.4%	26.1%	29.1%	29.6%

数据来源：公司财报，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

215港元

股价(2025-03-21)

167.6港元

总市值(百万港元)	992,203
流通市值(百万港元)	898,102
总股本(百万股)	6,110
流通股本(百万股)	5,530
12个月低/高(港元)	133.5/189.6
平均成交(百万港元)	7,689

股东结构

王兴	8.85%
贝莱德	5.79%
Baillie Gifford	4.92%
Vanguard Group	4.91%
其他	75.53%

股价表现



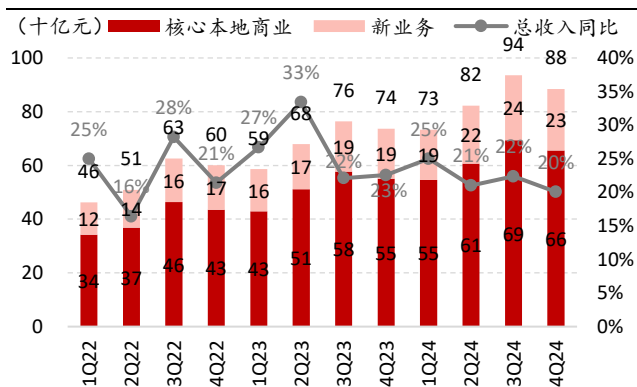
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.98	-11.43	46.34
绝对收益	2.89	7.71	89.92

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

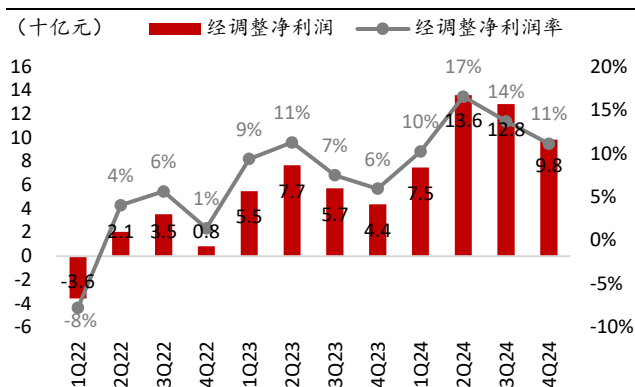
2024 年 4 季度业务概览

图表 1：4 季度总收入同比增 20%



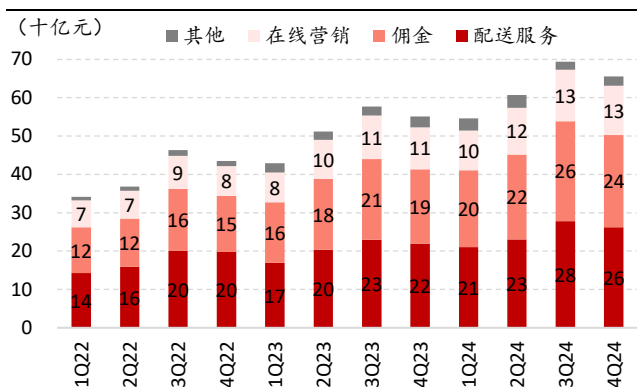
资料来源：公司财报，国证国际

图表 2：4 季度经调整净利润率 11%



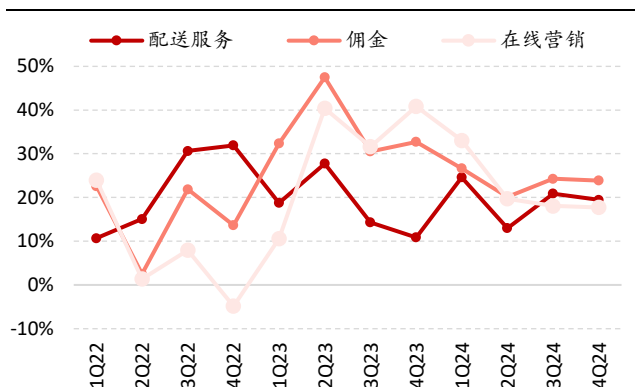
资料来源：公司财报，国证国际

图表 3：核心本地商业收入结构



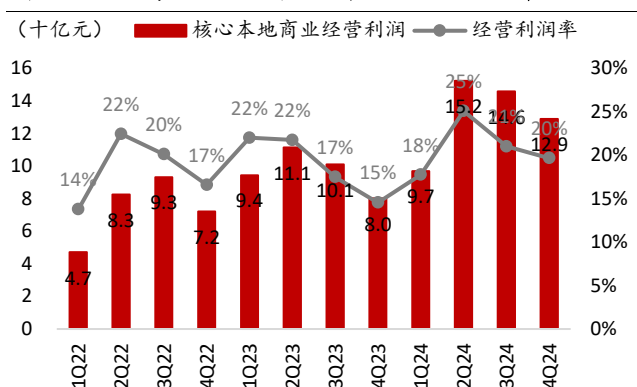
资料来源：公司财报，国证国际

图表 4：4 季度核心本地商业佣金收入增速领先



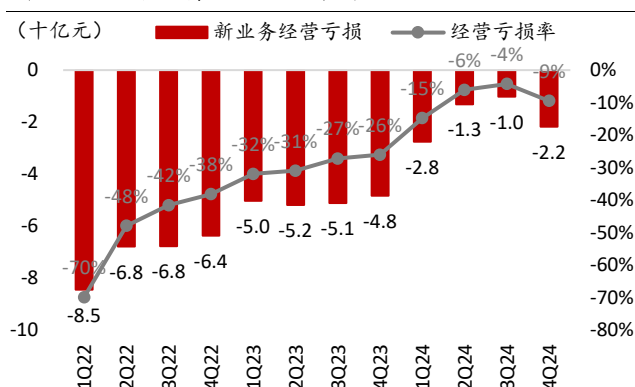
资料来源：公司财报，国证国际

图表 5：4 季度核心本地商业经营利润率 20%



资料来源：公司财报，国证国际

图表 6：新业务亏损因海外投入加大环比扩大



资料来源：公司财报，国证国际

利润表预测更新

图表 7：利润表预测更新

美团3690. HK 百万元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	73,276	82,251	93,577	88,487	85,362	276,744	337,592	396,399	453,178	512,654
同比	25%	21%	22%	20%	16%	26%	22%	17%	14%	13%
营业成本	-47,579	-48,361	-56,823	-55,043	-53,725	-179,554	-207,807	-231,112	-254,953	-279,343
毛利	25,697	33,890	36,754	33,444	31,637	97,190	129,785	165,287	198,225	233,311
毛利率	35.1%	41.2%	39.3%	37.8%	37.1%	35.1%	38.4%	41.7%	43.7%	45.5%
销售费用	-13,888	-14,832	-17,953	-17,301	-14,579	-58,617	-63,975	-66,392	-68,864	-71,394
同比	33%	2%	6%	3%	5%	47%	9%	4%	4%	4%
研发费用	-5,000	-5,340	-5,293	-5,420	-4,991	-21,201	-21,054	-20,937	-20,818	-20,696
同比	-1%	-1%	-1%	0%	0%	2%	-1%	-1%	-1%	-1%
行政费用	-2,298	-2,695	-2,798	-2,938	-2,571	-9,372	-10,729	-11,804	-12,904	-14,028
同比	15%	26%	10%	9%	12%	-4%	14%	10%	9%	9%
经营利润	5,209	11,257	13,685	6,693	7,398	13,414	36,845	41,048	49,387	57,411
经营利润率	7.1%	13.7%	14.6%	7.6%	8.7%	4.8%	10.9%	10.4%	10.9%	11.2%
净利润	5,369	11,352	12,865	6,222	7,139	13,856	35,808	39,553	48,866	57,075
净利润率	7.3%	13.8%	13.7%	7.0%	8.4%	5.0%	10.6%	10.0%	10.8%	11.1%
经调整经营利润	6,942	13,919	13,556	10,724	8,989	18,532	45,142	51,691	59,949	70,182
Adj. OPM	9.5%	16.9%	14.5%	12.1%	10.5%	6.7%	13.4%	13.0%	13.2%	13.7%
经调整EBITDA	8,070	14,997	14,529	11,523	10,409	23,877	49,119	55,088	65,565	74,123
Adj. EBITDA margin	11.0%	18.2%	15.5%	13.0%	12.2%	8.6%	14.5%	13.9%	14.5%	14.5%
经调整净利润	7,488	13,606	12,829	9,849	9,248	23,252	43,772	49,000	59,180	68,174
Adj. NPM	10.2%	16.5%	13.7%	11.1%	10.8%	8.4%	13.0%	12.4%	13.1%	13.3%
分部表现：										
核心本地商业										
收入	54,626	60,682	69,373	65,567	63,635	206,907	250,247	292,478	332,180	374,079
同比	27%	19%	20%	19%	16%	29%	21%	17%	14%	13%
经营利润	9,699	15,234	14,582	12,900	11,343	38,699	52,415	61,204	69,551	79,416
同比	3%	37%	44%	61%	17%	31%	35%	17%	14%	14%
OPM	17.8%	25.1%	21.0%	19.7%	17.8%	18.7%	20.9%	20.9%	20.9%	21.2%
新业务										
收入	18,650	21,569	24,204	22,920	21,727	69,838	87,344	103,921	120,998	138,575
同比	19%	29%	29%	23%	16%	18%	25%	19%	16%	15%
经营利润	-2,757	-1,314	-1,026	-2,176	-2,353	-20,166	-7,273	-9,512	-9,602	-9,234
OPM	-14.8%	-6.1%	-4.2%	-9.5%	-10.8%	-28.9%	-8.3%	-9.2%	-7.9%	-6.7%

资料来源：公司财报，国证国际预测

附表：财务报表预测

利润表						
(百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	219,955	276,744	337,592	396,399	453,178	512,654
营业成本	-158,202	-179,554	-207,807	-231,112	-254,953	-279,343
毛利润	61,753	97,190	129,785	165,287	198,225	233,311
销售费用	-39,745	-58,617	-63,975	-66,392	-68,864	-71,394
研发费用	-20,740	-21,201	-21,054	-20,937	-20,818	-20,696
管理费用	-9,772	-9,372	-10,729	-11,804	-12,904	-14,028
营业利润	-5,820	13,414	36,845	41,048	49,387	57,411
财务成本净额	-971	-606	-45	-71	-423	-286
投资收益	36	1,213	1,186	1,164	900	1,116
税前利润	-6,756	14,021	37,985	42,141	49,864	58,240
所得税	70	-165	-2,177	-2,588	-997	-1,165
税后利润	-6,685	13,856	35,808	39,553	48,866	57,075
经调整净利润	2,827	23,252	43,772	49,000	59,180	68,174

资产负债表						
(百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	20,159	33,340	70,834	74,376	78,095	81,999
受限制现金	14,606	19,373	19,550	20,527	21,553	22,631
短期理财投资	91,873	111,821	97,409	102,280	107,394	112,763
预付款项、按金及其他资产	13,292	14,535	17,555	20,613	23,565	26,658
贸易应收款	2,053	2,743	2,653	3,115	3,561	4,029
存货	1,163	1,305	1,734	2,036	2,328	2,633
流动资产合计	143,145	183,116	209,735	222,947	236,496	250,714
物业、厂房及设备	22,201	25,978	30,239	37,488	43,311	49,508
无形资产	30,643	30,398	30,230	37,478	43,300	49,495
按公允价值计量且其变动计入当期损益的其他金融投资	15,073	18,481	17,776	17,954	18,134	18,315
采用权益法列账的投资	16,582	18,289	19,800	20,790	21,850	22,965
其他非流动资产	16,836	16,767	16,574	20,188	22,159	24,924
非流动资产合计	101,336	109,913	114,620	133,899	148,755	165,208
总资产合计	244,481	293,030	324,355	356,846	385,251	415,922
贸易应付款项	17,379	22,981	25,193	28,799	31,339	34,573
应付商家款项	12,432	23,798	25,132	29,291	31,573	34,999
其他应付款项及应计费用	16,655	17,942	21,341	23,414	26,006	28,397
交易用户预付款项	5,081	8,548	11,147	11,700	13,291	14,352
其他流动负债	24,882	27,606	25,122	24,999	24,231	12,019
流动负债合计	76,430	100,874	107,936	118,202	126,441	124,341
应付票据	33,607	34,611	38,009	43,411	47,261	52,126
其他非流动负债	5,738	5,588	5,806	7,366	7,932	8,903
非流动负债合计	39,345	40,199	43,815	50,777	55,193	61,028
负债合计	115,775	141,073	151,751	168,979	181,634	185,369
股份溢价	316,743	325,579	308,861	308,273	305,668	299,381
储备及其他资本项目	-188,038	-173,622	-136,257	-120,407	-102,051	-68,828
所有者权益合计	128,706	151,956	172,604	187,866	203,617	230,553
负债及权益合计	244,481	293,030	324,355	356,846	385,251	415,922
现金流量简表						
(百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,659	40,745	60,390	66,903	73,397	83,320
投资活动现金流	-14,714	-24,664	10,205	29,879	49,416	64,993
融资活动现金流	-9,990	-2,781	-30,415	-16,702	-20,706	-21,095
期初现金	32,513	20,159	33,340	70,834	148,859	250,367
期末现金	20,159	33,340	70,834	148,859	250,367	376,917
主要财务比率						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E(x)*	NA	41.1	21.8	19.5	16.1	14.0
P/B(x)	7.4	6.3	5.5	5.1	4.7	4.1
Dividend yield(%)	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Gross margin(%)	28%	35%	38%	42%	44%	46%
Net margin(%)	-3%	5%	11%	10%	11%	11%
SG&A/sales(%)	32%	32%	28%	25%	23%	21%
ROE(%)	2%	15%	25%	26%	29%	30%
ROA(%)	1%	8%	13%	14%	15%	16%
Asset to equity ratio	190%	193%	188%	190%	189%	180%

资料来源：公司财报，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010