

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 129.40	港元 165.00↓	+27.5%

2025 年 5 月 27 日

美团 (3690 HK)

外卖竞争投入加大，看好美团外卖业务运营能力，维持买入

④ **2025 年 1 季度业绩**：收入 866 亿元（人民币，下同），同比增 18%，与我们/彭博市场预期基本一致，其中核心商业/新业务增 18%/19%。调整后净利润同比增 46%至 109 亿元，对应净利率 13%，较去年同期提升 2.4 个百分点。核心商业调整后运营利润率 21%，好于我们预期的 19%，同比提升 3.2 个百分点；新业务运营亏损 23 亿元，亏损率 10%，与我们预期基本一致，同比持续收窄，环比小幅扩大，因海外业务投入增加。

④ **业绩要点**：1) **核心商业**：我们估算外卖日单量同比增 9-10%，AOV 低个位数下降，主因拼好饭和神枪手占比提升，UE 同比提升。闪购日均单量近 1100 万，同比增~30%，非餐品类包括 3C/家电/美妆等显著增长，单量同比增 60%+。到店酒旅 GTV 同比增 30%+，运营利润率环比稳定。2) **新业务**：优选环比小幅减亏，亏损收窄幅度放缓因进一步建设长期能力。Keeta 单量和 GTV 快速增长，已成中国香港最大外卖平台，在沙特全面覆盖 9 个主要城市，预计将拓展业务至巴西，并在未来 5 年投资十亿美元。

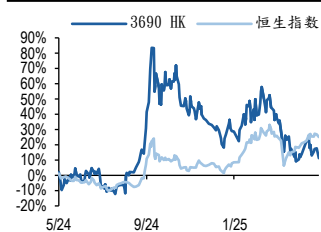
④ **外卖补贴加大或影响 2 季度 CLC 收入及利润增长**。2 季度，外卖市场竞争加剧，预计美团将加大外卖业务投入以稳定市占。我们预计外卖单量同比增速中高个位数，闪购仍维持略超 30%的单量增速，即时配送日单预计达到 7500 万单，同比增 11%。补贴增加对收入或有短期负面影响，我们预计 2 季度外卖/闪购收入增速分别为 4%/30%，UE 同比下降。预计到店酒旅 GTV/收入/利润增速分别为 28%/18%/18%，竞争趋缓后业务稳健增长。新业务受零售及 Keeta 拉动，预计收入增速 22%，亏损或约 26 亿元，受海外投入影响，环比扩大。

④ **估值**：虽然外卖市场进入门槛受补贴催化有所降低，但是商户、骑手端的运营和调度能力提升仍需时间，补贴战对流量拉动显著但持久性仍有待验证，我们认为美团外卖仍有领先优势，并有较大概率维持市占，短期利润下调不影响长期观点，我们目前估算 2025 年利润增速约 7%，按 20 倍市盈率，目标价下调至 165 港元，维持**买入**。

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)	213.40
52周低位 (港元)	102.10
市值 (百万港元)	715,606.59
日均成交量 (百万)	95.49
年初至今变化 (%)	(14.70)
200天平均价 (港元)	155.90

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	276,745	337,592	388,895	436,083	472,495
同比增长 (%)	25.8	22.0	15.2	12.1	8.3
净利润 (百万人民币)	23,253	43,772	47,005	60,350	68,671
每股盈利 (人民币)	3.71	7.00	7.58	9.73	11.08
同比增长 (%)	715.5	88.6	8.4	28.4	13.8
前EPS预测值 (人民币)			8.42	9.94	11.30
调整幅度 (%)			-10.0	-2.1	-2.0
市盈率 (倍)	32.0	17.0	15.6	12.2	10.7
每股账面净值 (人民币)	55.81	63.39	69.92	74.27	82.70
市账率 (倍)	2.13	1.87	1.70	1.60	1.43

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>

图表 1：2025年1季度财务状况摘要

年结12月31日 (百万人民币)	1Q24	4Q24	1Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)
收入	73,276	88,487	86,557	-2	18	85,320	1
彭博一致预期			85,443				
核心本地商业	54,626	65,567	64,325	-2	18	63,625	1
新业务	18,650	22,920	22,232	-3	19	21,695	2
收入成本	47,579	55,043	54,143	-2	14	55,890	-3
毛利	25,697	33,444	32,414	-3	26	29,430	10
营销开支	13,888	17,301	15,550	-10	12	13,475	15
研发开支	5,000	5,420	5,772	6	15	5,288	9
一般和行政开支	2,298	2,938	2,627	-11	14	2,587	2
其他收益	699	(1,091)	2,101	NA	200	1,225	71
运营利润/亏损	5,209	6,693	10,566	58	103	9,305	14
其他亏损/收益和财务相关成本	272	203	35	-83	-87	380	-91
所得税	(113)	(674)	(544)	-19	383	(1,453)	-63
期内利润/亏损	5,369	6,222	10,057	62	87	8,232	22
经调整运营利润(不含SBC)	6,942	10,724	11,218	5	62	9,956	13
核心本地商业	9,699	12,900	13,491	5	39	12,317	10
新业务	(2,757)	(2,176)	(2,273)	4	-18	(2,361)	-4
毛利率(%)	35.1	37.8	37.4			34.5	
经调整运营利润率(%)	9.5	12.1	13.0			11.7	
经调整净利润	7,488	9,849	10,949	11	46	10,393	5
经调整净利率(%)	10.2	11.1	12.6			12.2	
经调整 EBITDA	8,070	11,523	12,302	7	52	11,884	4
经调整 EBITDA 利润率(%)	11.0	13.0	14.2			13.9	

资料来源：公司资料，彭博，交银国际

2025 年 5 月 27 日

美团 (3690 HK)

图表 2：损益表预测

年结12月31日 (百万人民币)	2Q25E 原预测	2Q25E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	3Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	96,270	92,790	-4	7	13	106,370	337,592	388,895	436,083	472,495
核心本地商业	70,832	66,552	-6	3	10	77,747	250,247	283,394	321,469	352,497
新业务	25,437	26,238	3	18	22	28,623	87,344	105,502	114,615	119,998
彭博一致预测		97,000				108,778		395,558	453,941	512,790
收入成本	55,846	56,098	0	4	16	64,114	207,807	238,066	261,784	279,282
毛利	40,424	36,692	-9	13	8	42,256	129,785	150,829	174,300	193,213
营销开支	19,769	19,797	0	27	33	22,449	63,975	78,955	85,236	91,266
研发开支	5,833	5,529	-5	-4	4	6,075	21,054	23,450	25,187	27,752
一般和行政开支	2,937	2,760	-6	5	2	3,036	10,729	11,386	12,720	13,885
其他收益/亏损	1,184	734	-38	-65	214	1,378	2,818	5,593	5,119	4,839
运营利润/亏损	13,068	9,340	-29	-12	-17	12,074	36,845	42,631	56,276	65,149
其他亏损/收益和财务相关成本	380	180	-53	419	-55	180	1,140	575	720	720
所得税抵免/(开支)	(2,017)	(952)	-53	75	212	(1,470)	(2,177)	(4,591)	(8,549)	(9,880)
期内利润/亏损	11,431	8,568	-25	-15	-25	10,783	35,808	38,615	48,446	55,988
毛利率 (%)	42.0	39.5				39.7	38.4	38.8	40.0	40.9
运营利润率 (%)	13.6	10.1				11.4	10.9	11.0	12.9	13.8
净利润率 (%)	11.9	9.2				10.1	10.6	9.9	11.1	11.8
经调整运营利润 (不包括SBC)	13,840	10,406	-25	-7	-25	12,696	45,142	45,671	59,821	69,756
核心本地商业	16,102	12,998	-19	-4	-15	15,240	52,415	56,007	65,972	74,251
新业务	(2,262)	(2,592)	15	14	97	(2,544)	(7,273)	(10,335)	(6,151)	(4,495)
经调整运营利润率 (%)	14.4	11.2				11.9	13.4	11.7	13.7	14.8
经调整EBITDA	15,637	13,200	-16	7	-12	15,054	49,119	54,850	69,723	78,770
经调整EBITDA率 (%)	16.2	14.2				14.2	14.5	14.1	16.0	16.7
经调整净利润	13,827	11,196	-19	2	-18	12,803	43,772	47,005	60,350	68,671
经调整净利率 (%)	14.4	12.1				12.0	13.0	12.1	13.8	14.5
经调整摊薄每股盈利 (元)	2.23	1.80	-19	2	-17	2.07	7.00	7.58	9.78	11.16
彭博一致预测		2.28				2.29		8.20	10.16	12.23

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：美团（3690 HK）目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：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	83.81	99.00	18.1%	2025 年 05 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.67	2.10	25.7%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	48.50	64.00	32.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	43.64	60.00	37.5%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	17.52	17.00	-3.0%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	215.80	184.00	-14.7%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.94	26.00	37.3%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.08	7.20	18.4%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.55	28.00	1.6%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	33.35	50.00	49.9%	2025 年 05 月 14 日	电商
PDD US	拼多多	买入	119.24	165.00	38.4%	2025 年 03 月 21 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	120.73	165.00	36.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.38	15.60	26.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.72	4.80	29.0%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.30	46.00	26.7%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.26	12.00	29.6%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.99	13.30	21.0%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	119.75	143.00	19.4%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	510.00	604.00	18.4%	2025 年 05 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	38.15	50.00	31.1%	2025 年 03 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.59	10.20	6.4%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	129.40	165.00	27.5%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.36	21.00	14.4%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	11.78	18.50	57.0%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	11.04	13.50	22.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.15	1.40	-34.9%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	18.94	21.00	10.9%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.38	9.60	30.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	484.40	591.00	22.0%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.40	25.50	19.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	45.85	64.00	39.6%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 26 日

2025 年 5 月 27 日

美团 (3690 HK)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	276,745	337,592	388,895	436,083	472,495
主营业务成本	(179,554)	(207,807)	(238,066)	(261,784)	(279,282)
毛利	97,191	129,785	150,829	174,300	193,213
销售及管理费用	(67,989)	(74,704)	(90,340)	(97,956)	(105,151)
研发费用	(21,201)	(21,054)	(23,450)	(25,187)	(27,752)
其他经营净收入/费用	5,414	2,818	5,593	5,119	4,839
经营利润	13,415	36,845	42,631	56,276	65,149
Non-GAAP标准下的经营利润	18,532	45,142	45,671	59,821	69,756
财务成本净额	(606)	(45)	(344)	(480)	(480)
其他非经营净收入/费用	1,213	1,186	918	1,200	1,200
税前利润	14,022	37,985	43,206	56,996	65,869
税费	(165)	(2,177)	(4,591)	(8,549)	(9,880)
净利润	13,857	35,808	38,615	48,446	55,988
作每股收益计算的净利润	13,857	35,808	38,615	48,446	55,988
Non-GAAP标准的净利润	23,253	43,772	47,005	60,350	68,671

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	33,340	70,834	71,370	80,231	96,063
存货	1,305	1,734	2,095	1,572	2,133
开发中物业及土地预付款	14,535	17,555	16,223	19,754	17,709
短期应收收入	2,743	2,653	2,151	2,867	2,770
其他流动资产	131,194	116,959	107,218	98,451	90,561
总流动资产	183,116	209,735	199,057	202,875	209,235
物业、厂房及设备	25,978	30,239	40,273	51,636	63,615
无形资产	30,398	30,230	29,995	29,783	29,592
合资企业/联营公司投资	36,770	37,576	40,639	44,109	49,696
其他长期资产	16,767	16,574	16,277	16,402	16,529
总长期资产	109,913	114,620	127,184	141,930	159,432
总资产	293,030	324,355	326,241	344,805	368,667
短期贷款	19,322	1	1	1	1
应付账款	73,268	82,813	86,500	92,015	92,519
其他短期负债	8,284	25,121	8,163	9,021	9,047
总流动负债	100,874	107,936	94,663	101,037	101,567
长期贷款	610	1,175	1,175	1,175	1,175
其他长期负债	39,589	42,640	39,945	40,289	40,669
总长期负债	40,199	43,815	41,120	41,464	41,844
总负债	141,073	151,751	135,783	142,501	143,411
股本	325,579	308,862	287,681	250,684	217,212
储备及其他资本项目	(173,566)	(136,199)	(97,223)	(48,381)	8,044
股东权益	152,013	172,663	190,458	202,304	225,256
非控股权益	(57)	(59)	0	0	0
总权益	151,956	172,604	190,458	202,304	225,256

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	14,022	37,985	43,206	56,996	65,869
合资企业/联营公司收入调整	3,827	3,727	1,030	1,799	2,545
折旧及摊销	7,997	8,421	10,439	11,483	12,631
营运资本变动	13,476	6,466	4,468	2,349	1,812
利息调整	1,424	1,337	1,885	1,880	1,880
税费	(223)	(790)	(4,591)	(8,549)	(9,880)
经营活动现金流	40,522	57,147	56,437	65,958	74,857
资本开支	(6,880)	(10,999)	(10,035)	(11,363)	(11,979)
其他投资活动现金流	(17,784)	21,205	(11,262)	(10,837)	(12,077)
投资活动现金流	(24,664)	10,205	(21,297)	(22,200)	(24,055)
负债净变动	85	(1,657)	(6,885)	(6,880)	(6,880)
权益净变动	193	152	0	0	0
股息	(2)	(3)	0	0	0
其他融资活动现金流	(3,057)	(28,907)	(28,253)	(28,415)	(28,586)
融资活动现金流	(2,781)	(30,415)	(35,138)	(35,295)	(35,466)
汇率收益/损失	104	557	533	398	496
年初现金	20,159	33,340	70,834	71,370	80,231
年末现金	33,340	70,834	71,370	80,231	96,063

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	5.088	13.146	14.177	17.786	20.555
全面摊薄每股收益	3.710	6.997	7.581	9.734	11.076
Non-GAAP标准下的每股收益	3.710	6.997	7.581	9.734	11.076
每股账面值	55.809	63.391	69.924	74.273	82.699
利润率分析(%)					
毛利率	35.1	38.4	38.8	40.0	40.9
净利率	5.0	10.6	9.9	11.1	11.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
EBITDA利润率	8.6	14.5	14.1	16.0	16.7
经营利润率	6.7	13.4	11.7	13.7	14.8
净利率	8.4	13.0	12.1	13.8	14.5
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	1.8	1.9	2.1	2.0	2.1

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (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**

2025 年 5 月 27 日

美团 (3690 HK)

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、七牛智能科技有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。