

美团-W (03690.HK)

竞争扰动不改公司长期竞争力与投资价值

美团发布 25Q1 财报，25Q1 公司营收 865.6 亿/+18.1%，经营 OP 为 105.7 亿/+102.8%；经调整净利 109.5 亿/+46.2%。Q1 公司收入增长及核心分部盈利均超预期。我们长期看好公司国内核心业务的壁垒与成长性，同时海外业务打开新增长空间。维持“强烈推荐”评级。

□收入增速及核心分部盈利均超预期。25Q1 公司收入为 865.6 亿/+18.1%，经营 OP 为 105.7 亿/+102.8%；经调整净利 109.5 亿/+46.2%。其中，核心本地商业分部收入 643.2 亿/+17.8%，经营 OP 为 134.9 亿/+39.1%；新业务收入 222.3 亿/+19.2%，OP 为-22.7 亿。

□外卖&闪购：Q2 竞争影响下外卖单量稳健，UE 阶段性受损。1) 外卖：Q1 暖冬及返乡等不利因素消除外卖日均单量增速相比 Q4 回暖，Q1 单量增速保持稳健增长，受广告变现提升+补贴提效驱动，Q1 OPM 同比明显提升。展望 Q2，行业竞争阶段性加剧补贴提升，预计单量仍保持稳健增长，但 OPM 受到影响。美团用户-商户-骑手三边网络效应下壁垒坚实，预计非理性竞争终会结束，对公司长期份额及 UE 影响有限。2) 闪购：25Q1 闪购单量增速保持较快增长，同时在广告变现提升+补贴提效驱动下，OPM 达到约 10%。展望 Q2，预计闪购高单量增速维持，但在 618 等投入下，OPM 转为微负。

□到店：单量持续快速增长，OPM 总体平稳。特价团、轻餐、茶饮、低线城市等增量场景贡献下，预计 Q1 公司单量达到 40%+，到店收入约 151 亿/+20%，OPM 环比持平。展望 Q2，由于外卖补贴下部分茶饮由到餐转为外卖，预计 Q2 到店单量及 GTV 增速均略慢于 Q1；同时在低线城市占比提升及季节性因素影响下，预计 Q2 OPM 环比 Q1 微降。

□Keeta 将进入巴西市场。25Q1 新业务收入为 222.3 亿/+19.2%，OP 为-22.7 亿，OPM 为-10.2%/+4.6pct，除 Keeta 外，其他新业务效率同比持续提升。展望 Q2，在 Keeta 单量快速增长带动下，预计新业务收入增速提升，Keeta 单量快速增长驱使下，虽 UE 改善但亏损总额扩大。5 月 12 日，巴西出口投资促进局与 Keeta 签署战略合作协议，美团 Keeta 将在未来几个月内将进入巴西市场，并计划 5 年内巴西投入 10 亿美元。

□投资建议：公司 Q1 表现超预期，Q2 起外卖短期受竞争影响明显，但预计长期影响有限；长期看公司核心业务成长性与壁垒仍具，海外探索继续打开想象空间。预计 25 年核心商业 OP 532 亿，按 15%税率估算核心商业净利润为 453 亿，给予 20 倍 PE 对应目标价 156 港元，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：行业竞争加剧，需求复苏不及预期，新业务减亏不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	276850	337592	390778	451146	513076
同比增长	26%	22%	16%	15%	14%
经调整净利润(百万元)	23253	43772	42785	56371	70147
同比增长	709%	88%	-2%	32%	24%
每股收益(元，经调整)	3.79	7.13	6.97	9.19	11.43
P/E(倍，经调整)	40.8	21.6	22.1	16.8	13.5
P/B(倍)	4.9	4.3	3.6	2.9	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/商业

目标估值：156 港元

当前股价：132 港元

基础数据

总股本(百万股)	6110
香港股(百万股)	5530
总市值(十亿港元)	836.4
香港股市值(十亿港元)	757.1
每股净资产(港元)	28.3
ROE(TTM)	20.7
资产负债率	46.8%
主要股东	TMF
主要股东持股比例	9.1493%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-21	14
相对表现	-2	-43	-12



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《美团-W (03690) 一核心商业利润超预期，外卖加速全球化扩展》2025-03-23
- 2、《美团-W (03690) 一主业利润再超预期，出海业务或加大投入》2024-12-01
- 3、《美团-W (03690) 一Q2 表现超预期，盈利弹性凸显》2024-08-29

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	183117	209735	274458	348513	434739
现金及现金等价物	33340	70834	128974	195640	274252
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	111821	97409	97409	97409	97409
应收账款及票据	2743	2653	3071	3545	4032
其它应收款	14535	17555	20321	23460	26680
存货	1305	1734	2054	2334	2655
其他流动资产	19373	19550	22630	26125	29712
非流动资产	109913	114620	106091	99784	95121
长期投资	47612	48837	48837	48837	48837
固定资产	25978	30239	21710	15403	10740
无形资产	30398	30230	30230	30230	30230
其他	5925	5314	5314	5314	5314
资产总计	293030	324355	380549	448297	529860
流动负债	100875	107936	127833	145210	165114
应付账款	22981	41761	49474	56210	63926
应交税金	206	207	207	207	207
短期借款	19322	1	0	0	0
其他	58366	65967	78151	88792	100981
长期负债	40199	43815	43815	43815	43815
长期借款	610	1175	1175	1175	1175
其他	39589	42640	42640	42640	42640
负债合计	141074	151751	171648	189025	208929
股本	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
储备	128763	152013	172663	208959	259329
少数股东权益	(57)	(59)	(58)	(56)	(54)
归属于母公司所有者权益	152013	172663	208959	259329	320985
负债及权益合计	293030	324355	380549	448298	529860

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40522	57147	56171	64691	76056
净利润	13856	35807	36421	50370	61656
折旧与摊销	7997	8421	7782	5560	3916
营运资本变动	13476	6466	13314	9988	12291
其他非现金调	5194	6453	(1346)	(1226)	(1807)
投资活动现金流	(24664)	10205	2165	2046	2627
资本性支出	(6880)	(10999)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产	301	897	897	897	897
投资增减	252713	453586	0	0	0
其它	2865	4170	1418	1298	1880
筹资活动现金流	(2781)	(30415)	(196)	(71)	(71)
债务增减	39753	17445	(1)	0	0
股本增减	193	(25938)	0	0	0
股利支付	0	0	125	0	0
其它筹资	(42727)	(21922)	(71)	(71)	(71)
其它调整	0	(0)	(249)	0	0
汇率变动影响	104.44	556.97	0	0	0
现金净增加额	13181	37494	58139	66666	78612

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	276850	337592	390778	451146	513076
主营收入	276745	337592	390778	451146	513076
营业成本	179553	207807	246190	279711	318107
毛利	97192	129785	144588	171436	194969
营业支出	89189	95758	106970	116695	128269
营业利润	8108	34027	37618	54740	66700
利息支出	1425	1337	71	71	71
利息收入	819	1292	799	1298	1880
权益性投资损益	1213	1186	618	0	0
其他非经营性损益	3048	2678	0	0	0
非经常项目损益	2260	141	0	0	0
除税前利润	14023	37986	38965	55968	68509
所得税	165	2177	2543	5597	6851
少数股东损益	2	1	1	2	2
归属普通股股东净	13856	35807	36421	50370	61656
经调整净利润	23253	43772	42785	56371	70147
经调整 EPS (元)	3.79	7.13	6.97	9.19	11.43

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	26%	22%	16%	15%	14%
营业利润	-197%	320%	11%	46%	22%
净利润	-307%	158%	2%	38%	22%
获利能力					
毛利率	35.1%	38.4%	37.0%	38.0%	38.0%
净利率	5.0%	10.6%	9.3%	11.2%	12.0%
ROE	9.1%	20.7%	17.4%	19.4%	19.2%
ROIC	7.6%	21.2%	19.8%	23.7%	23.4%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	46.8%	45.1%	42.2%	39.4%
净负债比率	6.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.4	2.6
速动比率	1.8	1.9	2.1	2.4	2.6
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	145.5	136.8	130.0	127.5	127.5
应收帐款周转率	17.0	18.0	17.9	17.9	17.8
应付帐款周转率	8.9	6.4	5.4	5.3	5.3
每股资料 (元)					
经调整每股收益	3.79	7.13	6.97	9.19	11.43
每股经营现金	6.50	9.17	9.01	10.38	12.20
每股净资产	24.38	27.69	33.51	41.59	51.48
估值比率					
PE (经调整)	40.8	21.6	22.1	16.8	13.5
PB	4.9	4.3	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	36.2	16.1	16.4	12.4	10.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。