

社会服务

2025 年 05 月 27 日

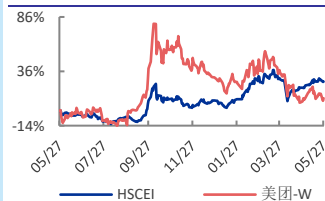
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 05 月 27 日

收盘价（港币）	132.10
恒生中国企业指数	8469.97
52 周最高/最低（港币）	217.00/100.10
H 股市值（亿港元）	8,070.98
流通 H 股（百万股）	5,530.31
汇率（人民币/港币）	1.0902

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

美团-W (03690)

—— Q1 利润超预期，加大投入平台生态建设

投资要点：

- 据公司公告，25Q1 公司实现收入 866 亿元，同比增长 18.1%（SWS 预测 853 亿元），实现经营利润 105.7 亿元，同比增长 102.8%，经调整净利润 109.5 亿元，同比增长 46.2%（SWS 预测 91 亿元），超市场一致预期。
- **核心本地商业盈利能力超预期改善，加码生态建设应对行业竞争。**据公司公告，25Q1 核心本地商业收入同比增长 17.8%至 643 亿元，经营利润同比增长 39.1%至 135 亿元，经营利润率同比提升 3.2pct 至 21.0%（彭博一致预期 19.3%）。平台继续优化运营策略，供给端拼好饭、神抢手等模式服务于不同价格带的消费者需求，品牌卫星店致力于提供优质外卖供给，截至 Q1 季末已有 480 多个品牌在美团帮助下开出 3000 多家品牌卫星店，共同推动用户忠诚度及购买频次提升。25Q1 平台继续加大投入系统生态，计划将在未来三年投入 1000 亿元助力行业高质量发展，截至 4 月底“十亿助力金”已覆盖超 18 万餐饮商家；4 月启动新的骑手养老保险试点计划，预计未来将推广至全国。自京东 2 月以“0 佣金”为口号进军外卖赛道以来，4 月又进一步加力开启外卖百亿补贴计划，平台外部环境竞争压力陡增。考虑到平台核心用户心智稳固，外部竞争压力加大的情况下核心本地商业 Q1 仍实现超预期增长，看好公司实现长期高质量发展。
- **美团闪购增长强劲，到店与到家业务丰富多元供给加速下沉，会员体系升级拓宽核心客群。**据公司公告，25Q1 美团闪购实现强劲增长，截至 Q1 季末累计交易用户数超 5 亿，非餐饮品类即时零售日单量突破 1800 万单。平台继续加速闪电仓建设，重点推进在下沉市场的布局，25Q1 闪电仓数量及订单占比保持提升。据国家统计局，25Q1 服务零售额同比增长 5.0%，快于社零总额增速 4.6%，服务消费占比提升下平台继续丰富到店业务的多元供给，年活跃商户数同比增长超 25%，推动到店业务在低线城市保持了强劲增长。3 月底平台神会员全面升级为美团会员，会员权益覆盖即时配送、酒店、旅游和其他本地生活服务，强化了业务间协同，预计将进一步提升会员交易频次与用户体验。
- **新业务经营亏损继续收窄，出海业务持续扩张，科技赋能驱动降本增效。**据公司公告，25Q1 新业务收入同比增长 19.2%至 222 亿元，经营亏损同比收窄 17.5%至 23 亿元，经营亏损率同比改善 4.6pct 至 10.2%。海外扩张稳步推进，Keeta 已成为沙特最受欢迎的外卖平台之一，并计划未来几个月内正式进入巴西。平台持续推进科技赋能，25Q1 研发投入同比增长 15%至 58 亿元，自研 AI Coding 应用 NoCode 已进入灰度测试，自研无人机已在深圳、迪拜等城市累计完单超 52 万笔。平台运营效率提升以及即时零售业务毛利率改善下，销售成本占收入比例同比降低 2.4pct 达 62.6%，销售及营销开支达 156 亿元，营销效率优化带动费用率减少 1.0pct 至 18.0%。
- **维持“买入”评级。**我们认为美团核心本地生活壁垒稳固，加大投入生态为骑手及商家提供全方位支持，积极推动行业高质量发展。同时美团闪购加速下沉释放业绩增量，新业务亏损持续收窄，海外业务扩张稳步推进，科技赋能下看好公司长期增长潜力。考虑到行业内竞争加剧影响公司短期利润，我们下调 25-26 年经调整净利润为 443/567 亿元（原值为 485/596 亿元），小幅上调 27 年经调整净利润为 691 亿元（原值 689 亿元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端需求不及预期，新业务减亏不及预期，行业竞争加剧。

Financial summary and valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	276,745	337,592	390,043	451,005	505,426
同比增长率（%）	25.8	22.0	15.5	15.6	12.1
经调整净利润（百万元）	23,255	43,773	44,273	56,664	69,058
同比增长率（%）	n.a.	88.2	1.1	28.0	21.9
调整后每股收益（元）	3.73	7.02	7.11	9.10	11.09
ROE（%）	16.6	27.0	23.2	24.4	24.3
市盈率（倍）					
市净率（倍）	5	4	4	3	2

Note: EPS is calculated as the net profit attributable divided by total share capital, considering the effect of share-based compensation

1Q25 results beat, with accelerated investment in platform ecosystem

Meituan reported 1Q25 revenue of Rmb86.6bn (+18.1% YoY, vs. our forecast of Rmb85.3bn), operating profit of Rmb10.57bn (+102.8% YoY) and adjusted net profit of Rmb10.95bn (+46.2% YoY, vs. our forecast of Rmb9.1bn), beating consensus forecasts.

Core Commerce outperformed, enhancing ecosystem investment amid intensified competition. In 1Q25, Meituan reported an 17.8% YoY rise in core local business revenue to Rmb64.3bn and a 39.1% YoY jump in operating profit to Rmb13.5bn, with an operating margin of 21.0% (+3.2ppts YoY, vs. Bloomberg consensus of 19.3%). Meituan continued to refine its operational strategies. Supply-side models like “Pin Hao Fan” and “Shen Qiang Shou” met diverse price-range demands, while brand satellite stores expanded rapidly. Over 480 brands opened 3,000-plus stores by end-1Q25, boosting user loyalty and order frequency. Meituan plans to invest Rmb100bn over the next three years to support industry growth. By end-April, the “Billion-Yuan Merchant Support Fund” had covered 180,000-plus F&B merchants. A pilot rider pension plan was also launched in April, and will be expanded nationwide. Since JD entered the food delivery market in February with “zero commission” and launched a substantial subsidy campaign in April, the market competition has intensified. Nonetheless, Meituan’s core local commerce segment still exceeded expectations, reflecting strong consumer mindshare and long-term growth.

Accelerated growth of Instashopping, with lower-tier and membership gains driving engagement. In 1Q25, Meituan Instashopping saw robust performance, with total transaction users exceeding 500m and daily non-food delivery orders surpassing 18m. Flash warehouse expansion continued, especially in lower-tier cities, with both warehouse count and order share increasing. According to the National Bureau of Statistics, 1Q25 service retail sales rose 5.0% YoY, outpacing total retail growth of 4.6%. Meituan enriched its in-store offerings, with annual active merchants up over 25% YoY, driving strong growth in lower-tier cities. At the end of March, the “Shen Hui Yuan” programme were upgraded to Meituan membership, with benefits expanded to cover delivery, hotel, travel, and other local services, which we expect to enhance cross-business synergy and boost transaction frequency.

Narrower losses of new business and accelerated overseas expansion. In 4Q24, new business revenue rose 19.2% YoY to Rmb22.2bn, while operating loss narrowed by 17.5% YoY to Rmb2.3bn, with operating loss rate improving 4.6ppts to 10.2%. International expansion continued steadily. Keeta has become one of the top food delivery platforms in Saudi Arabia and is scheduled to enter Brazil in the coming months. Tech innovation progressed, with R&D spending up 15% YoY to Rmb5.8bn. In-house AI coding tool “NoCode” entered beta testing, and the self-developed drones completed over 520,000 deliveries in cities like Shenzhen and Dubai. Operational efficiency and improved gross margin in Instashopping led to a 2.4ppts reduction in the selling-expense-to-revenue ratio to 62.6%, with selling and marketing costs totalling Rmb15.6bn. Higher marketing efficiency dragged the expense ratio by 1.0ppts to 18.0%.

Maintain BUY. We remain confident in Meituan’s entrenched leadership in local services. Its substantial ecosystem investments continue to support riders and merchants while advancing industry quality. Meituan Instashopping’s deepened market penetration offers incremental growth. Losses in new businesses are narrowing, international operations are scaling up, and tech empowerment fuels long-term potential. Considering the intensified competition within the industry is affecting the company’s short-term profits, we lowered our adjusted net profit forecast from Rmb48.5bn to Rmb44.3bn in 25E, from Rmb59.6bn to Rmb56.7bn in 26E, and slightly raised our forecast from Rmb68.9bn to Rmb69.1bn in 27E. We maintain our BUY rating.

Risks. Lower-than-expected consumption demand, slower-than-expected reduction in losses for new businesses; intensified industry competition.

合并利润表

Rmbm	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	276,745	337,592	390,043	451,005	505,426
Cost of Sales	-179,554	-207,807	-241,272	-274,406	-306,288
Gross Profit	97,191	129,785	148,771	176,599	199,138
Other Income	6,315	3,575	1,837	3,909	3,107
Selling and marketing expenses	-58,617	-63,975	-74,442	-94,711	-111,194
Research and development expenses	-21,201	-21,054	-24,196	-31,570	-35,380
General and administrative expenses	-9,372	-10,729	-14,766	-13,530	-15,163
Adj. EBITDA	23,879	49,120	51,780	63,079	77,977
Finance Costs	-1,425	-1,337	-1,900	-1,500	-800
Profit before tax	14,023	37,986	38,182	51,518	61,068
Income tax expense	-165	-2,177	-2,587	-4,047	-5,129
Minority interests	2	1	1	1	1
Adj. Net Income	23,255	43,773	44,273	56,664	69,058

Source: Company data, SWS Research

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。