

2025 年 05 月 28 日

美团 (3690.HK)

## 长期生态投入优先级高于短期利润率表现，维持买入

美团 1 季度收入/经调整利润超市场预期 1%/13%，核心本地商业经营利润同比增 39%，超市场预期 10%，年活跃用户数及年活跃商户数创新高。考虑供给及需求侧投入加码，我们下调 10% 全年核心本地商业经营利润，短期利润率或有波动，但利好长期份额优势巩固和生态平衡。维持买入评级。

### 报告摘要

**1 季度业绩超预期：**总收入 866 亿元，同比增 18%，略超我们/市场预期 1.4%/1.3%（12 亿元/11 亿元）；经调整净利润 109 亿元，同比增 46%，超我们/市场预期 18%/13%（17 亿元/12 亿元），主要因营销费用管控好于预期。分业务看，核心本地商业收入同比增 18%，分部经营利润同比增 39%，经营利润率同比提升至 3 个百分点至 21%，我们估算外卖&闪购 UE、到店酒旅经营利润率均有同比改善。新业务收入同比增 19%，亏损 23 亿元，同比收窄 18%，环比略微扩大 4%，主要反映海外投入。

**核心本地商业维持稳健增长态势：**1 季度配送/佣金/在线营销收入同比增 22%/20%/15%，会员体系建设使得配送收入冲减项减少，佣金受 GTV 增长驱动，在线营销受活跃商户数增长驱动。从各业务线看，1) **外卖：**用户订单频次提升，尤其是中高频用户，外卖日均单量增速较 4 季度加速，我们估算约为 10%。2) **闪购：**品牌升级，累计交易用户数超 5 亿（90 后占比 2/3），1 季度单量及收入维持强劲增长，非食品类订单（3C、居家、美妆个护等）同比增超 60%。3) **到店酒旅：**我们估算 GTV 同比增速超 30%，到店增速仍快于酒旅，下沉市场增长强劲，受益于行业线上渗透率提升，利润率稳定在健康水平。

**关于即时零售竞争：**管理层在业绩会强调应对竞争的投入决心和获胜信心，未来 3 年将投入 1,000 亿元，从供应链升级、商户数字化转型等角度推动餐饮行业健康发展。在行业新玩家的大额补贴背景下，4-5 月，美团外卖餐饮品类日单量仍有稳健增长。我们认为，在政策指引下，竞争回归理性的速度或快于此此前预期，三端生态平衡、履约效率、长效运营是平台竞争的关键。

**财务预测及估值：**我们预计 2 季度总收入同比增 13%，其中核心本地商业/新业务同比增 10%/21%。预计外卖日均单量仍有稳健增长，收入增速慢于单量增速，考虑 1P 模式下消费者补贴冲减收入。对于 2025 年全年预测，我们预计总收入同比增 15%（下调 2%），其中核心本地商业/新业务同比增 13%/20%。考虑即时零售供给侧投入、闪购用户心智争夺、到店酒旅下沉市场渗透等因素，我们下调核心本地商业全年经营利润 10%；上调新业务亏损预测 2%，优选亏损相对平稳，海外 Keeta 仍处于城市拓展阶段。估值角度，给予核心本地商业 18 倍 2025 年经营利润估值，下调目标价至 177 港元（前值：215 港元），较最近收盘价有 34% 上涨潜力，维持买入评级。我们认为，尽管投入加码或带来短期利润率波动，但利好长期份额巩固和生态健康，我们仍看好公司在即时零售竞争中的效率优势及海外长期增长潜力。

**风险：**宏观消费预期疲弱；行业价格战影响大于预期；海外拓展不及预期。

### 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 | 387,540 | 439,244 | 497,202 |
| 同比增长（%）     | 26%     | 22%     | 15%     | 13%     | 13%     |
| 调整后净利润（百万元） | 23,252  | 43,772  | 40,069  | 53,573  | 62,578  |
| 调整后净利润率（%）  | 8.4%    | 13.0%   | 10.3%   | 12.2%   | 12.6%   |
| 市盈率（倍）      | 31.9    | 16.9    | 18.5    | 13.8    | 11.8    |
| 市销率（倍）      | 2.7     | 2.2     | 1.9     | 1.7     | 1.5     |
| 净资产收益率（%）   | 15.3%   | 25.4%   | 21.7%   | 26.9%   | 27.8%   |

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 177 港元

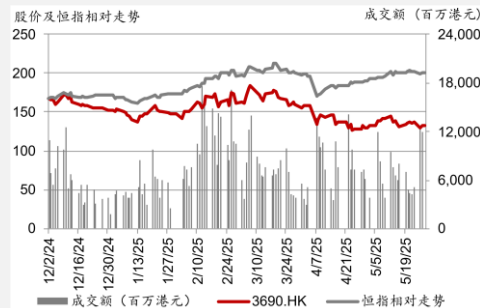
股价(2025-05-27) 132.1 港元

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总市值(百万港元)    | 807,098     |
| 流通市值(百万港元)   | 730,555     |
| 总股本(百万股)     | 6,110       |
| 流通股本(百万股)    | 5,530       |
| 12 个月低/高(港元) | 122.3/189.6 |
| 平均成交(百万港元)   | 7,557       |

### 股东结构

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 王兴              | 8.85%  |
| BlackRock       | 5.96%  |
| Vanguard Group  | 5.02%  |
| Baillie Gifford | 4.92%  |
| 其他              | 84.10% |

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月   |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -2.85 | -22.46 | -12.90 |
| 绝对收益 | 3.53  | -24.17 | 11.29  |

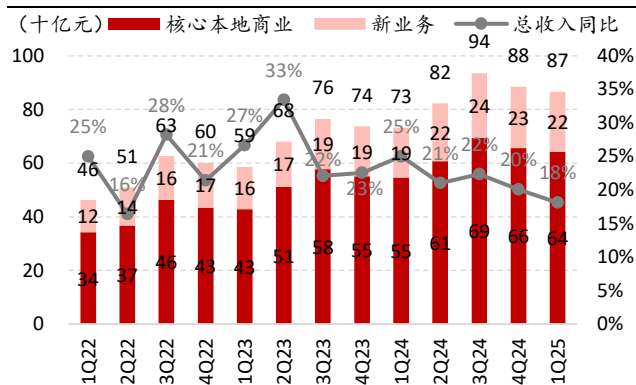
资料来源：公司资料，彭博，港交所

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

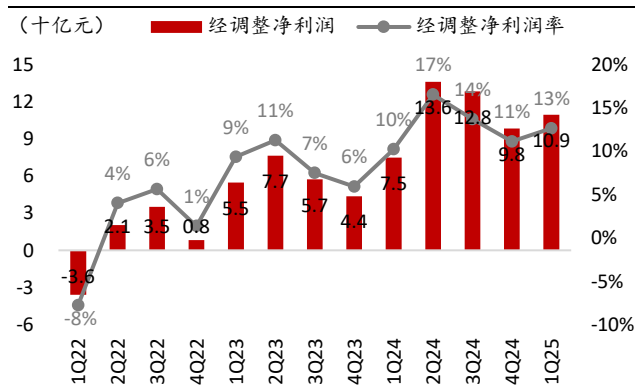
## 2025 年 1 季度业务概览

图表 1: 1 季度总收入同比增 18%



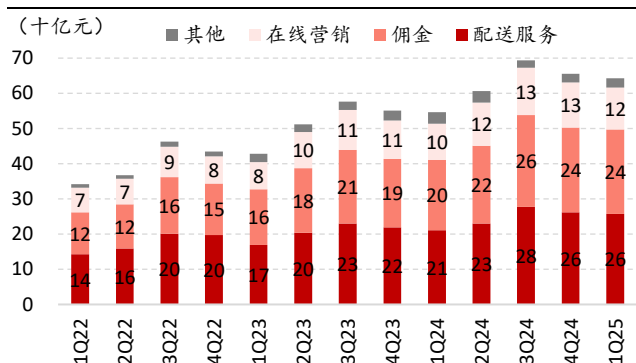
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 1 季度经调整净利润率 13%



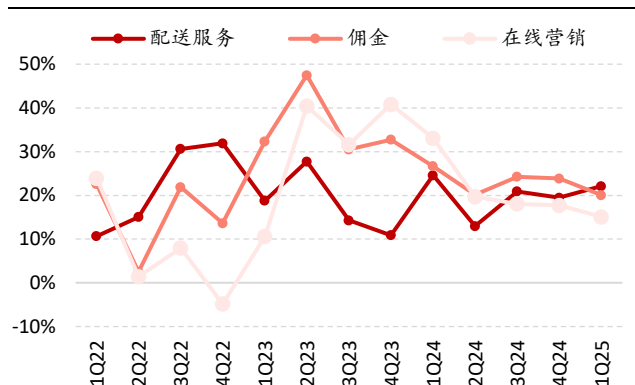
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 核心本地商业收入结构



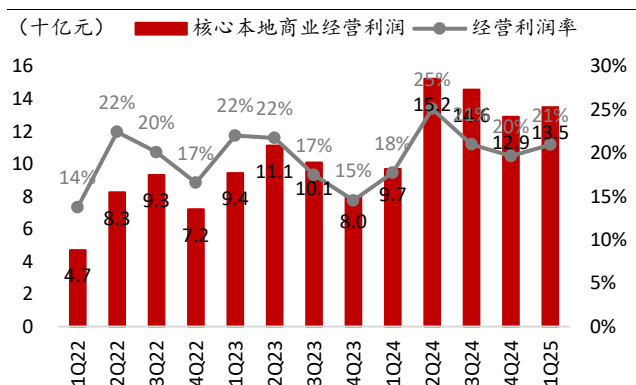
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 1 季度核心本地商业配送收入增速更高



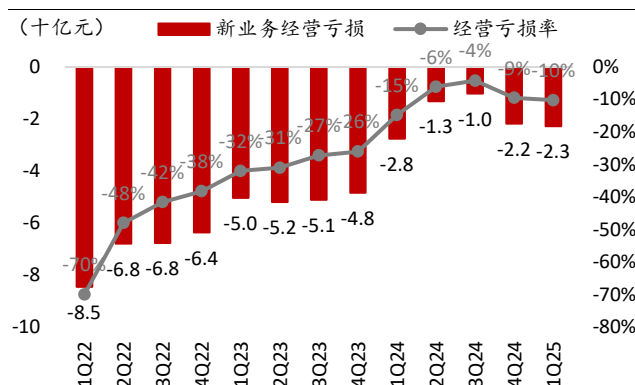
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 1 季度核心本地商业经营利润率 21%



资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 6: 1 季度新业务亏损环比略有扩大



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<br>百万元  | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25E   | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 总收入               | 82,251  | 93,577  | 88,487  | 86,557  | 92,944  | 337,592  | 387,540  | 439,244  | 497,202  |
| 同比                | 21%     | 22%     | 20%     | 18%     | 13%     | 22%      | 15%      | 13%      | 13%      |
| 营业成本              | -48,361 | -56,823 | -55,043 | -54,143 | -53,576 | -207,807 | -231,531 | -255,801 | -280,629 |
| 毛利                | 33,890  | 36,754  | 33,444  | 32,414  | 39,368  | 129,785  | 156,009  | 183,444  | 216,574  |
| 毛利率               | 41.2%   | 39.3%   | 37.8%   | 37.4%   | 42.4%   | 38.4%    | 40.3%    | 41.8%    | 43.6%    |
| 销售费用              | -14,832 | -17,953 | -17,301 | -15,550 | -17,377 | -63,975  | -72,167  | -80,547  | -89,120  |
| 同比                | 2%      | 6%      | 3%      | 12%     | 17%     | 9%       | 13%      | 12%      | 11%      |
| 研发费用              | -5,340  | -5,293  | -5,420  | -5,772  | -6,230  | -21,054  | -24,134  | -27,286  | -30,510  |
| 同比                | -1%     | -1%     | 0%      | 15%     | 17%     | -1%      | 15%      | 13%      | 12%      |
| 行政费用              | -2,695  | -2,798  | -2,938  | -2,627  | -3,049  | -10,729  | -12,036  | -13,373  | -14,740  |
| 同比                | 26%     | 10%     | 9%      | 14%     | 13%     | 14%      | 12%      | 11%      | 10%      |
| 经营利润              | 11,257  | 13,685  | 6,693   | 10,566  | 7,999   | 36,845   | 36,609   | 45,793   | 53,345   |
| 经营利润率             | 13.7%   | 14.6%   | 7.6%    | 12.2%   | 8.6%    | 10.9%    | 9.4%     | 10.4%    | 10.7%    |
| 净利润               | 11,352  | 12,865  | 6,222   | 10,057  | 7,573   | 35,808   | 34,626   | 45,224   | 52,941   |
| 净利润率              | 13.8%   | 13.7%   | 7.0%    | 11.6%   | 8.1%    | 10.6%    | 8.9%     | 10.3%    | 10.6%    |
| 经调整经营利润           | 13,919  | 13,556  | 10,724  | 11,218  | 10,264  | 45,142   | 45,332   | 55,394   | 64,771   |
| Adj.OPM           | 16.9%   | 14.5%   | 12.1%   | 13.0%   | 11.0%   | 13.4%    | 11.7%    | 12.6%    | 13.0%    |
| 经调整EBITDA         | 14,997  | 14,529  | 11,523  | 12,302  | 10,495  | 49,119   | 46,336   | 59,787   | 68,348   |
| Adj.EBITDA margin | 18.2%   | 15.5%   | 13.0%   | 14.2%   | 11.3%   | 14.5%    | 12.0%    | 13.6%    | 13.7%    |
| 经调整净利润            | 13,606  | 12,829  | 9,849   | 10,949  | 8,994   | 43,772   | 40,069   | 53,573   | 62,578   |
| Adj.NPM           | 16.5%   | 13.7%   | 11.1%   | 12.6%   | 9.7%    | 13.0%    | 10.3%    | 12.2%    | 12.6%    |
| 分部表现：             |         |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 核心本地商业            |         |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 收入                | 60,682  | 69,373  | 65,567  | 64,325  | 66,953  | 250,247  | 283,013  | 317,034  | 356,809  |
| 同比                | 19%     | 20%     | 19%     | 18%     | 10%     | 21%      | 13%      | 12%      | 13%      |
| 经营利润              | 15,234  | 14,582  | 12,900  | 13,491  | 12,829  | 52,415   | 55,066   | 64,996   | 74,005   |
| 同比                | 37%     | 44%     | 61%     | 39%     | -16%    | 35%      | 5%       | 18%      | 14%      |
| OPM               | 25.1%   | 21.0%   | 19.7%   | 21.0%   | 19.2%   | 20.9%    | 19.5%    | 20.5%    | 20.7%    |
| 新业务               |         |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 收入                | 21,569  | 24,204  | 22,920  | 22,232  | 25,991  | 87,344   | 104,527  | 122,211  | 140,394  |
| 同比                | 29%     | 29%     | 23%     | 19%     | 21%     | 25%      | 20%      | 17%      | 15%      |
| 经营利润              | -1,314  | -1,026  | -2,176  | -2,273  | -2,565  | -7,273   | -9,734   | -9,602   | -9,234   |
| OPM               | -6.1%   | -4.2%   | -9.5%   | -10.2%  | -9.9%   | -8.3%    | -9.3%    | -7.9%    | -6.6%    |

资料来源：公司财报，国证国际预测

## 附表：财务报表预测

| <b>利润表</b>    |          |          |          |          |          | <b>资产负债表</b>             |          |          |          |          |         |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| (百万人民币)       |          |          |          |          |          | (百万人民币)                  |          |          |          |          |         |
|               | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |                          | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E   |
| 营业收入          | 276,744  | 337,592  | 387,540  | 439,244  | 497,202  | 现金及现金等价物                 | 33,340   | 70,834   | 74,376   | 78,095   | 81,999  |
| 营业成本          | -179,554 | -207,807 | -231,531 | -255,801 | -280,629 | 受限制现金                    | 19,373   | 19,550   | 20,527   | 21,553   | 22,631  |
| 毛利润           | 97,190   | 129,785  | 156,009  | 183,444  | 216,574  | 短期理财投资                   | 111,821  | 97,409   | 102,280  | 107,394  | 112,763 |
| 销售费用          | -58,617  | -63,975  | -72,167  | -80,547  | -89,120  | 预付款项、按金及其他资产             | 14,535   | 17,555   | 20,152   | 22,841   | 25,855  |
| 研发费用          | -21,201  | -21,054  | -24,134  | -27,286  | -30,510  | 贸易应收款                    | 2,743    | 2,653    | 3,046    | 3,452    | 3,907   |
| 管理费用          | -9,372   | -10,729  | -12,036  | -13,373  | -14,740  | 存货                       | 1,305    | 1,734    | 1,991    | 2,256    | 2,554   |
| 营业利润          | 13,414   | 36,845   | 36,609   | 45,793   | 53,345   | 流动资产合计                   | 183,116  | 209,735  | 222,371  | 235,591  | 249,710 |
| 财务成本净额        | -606     | -45      | -17      | -410     | -270     | 物业、厂房及设备                 | 25,978   | 30,239   | 36,651   | 41,979   | 48,016  |
| 投资收益          | 1,213    | 1,186    | 621      | 764      | 946      | 无形资产                     | 30,398   | 30,230   | 36,641   | 41,969   | 48,003  |
| 税前利润          | 14,021   | 37,985   | 37,213   | 46,147   | 54,021   | 按公允价值计量且其变动计入当期损益的其他金融投资 | 18,481   | 17,776   | 17,954   | 18,134   | 18,315  |
| 所得税           | -165     | -2,177   | -2,587   | -923     | -1,080   | 采用权益法列账的投资               | 18,289   | 19,800   | 20,790   | 21,850   | 22,965  |
| 税后利润          | 13,856   | 35,808   | 34,626   | 45,224   | 52,941   | 其他非流动资产                  | 16,767   | 16,574   | 19,824   | 21,605   | 24,303  |
| 经调整净利润        | 23,252   | 43,772   | 40,069   | 53,573   | 62,578   | 非流动资产合计                  | 109,913  | 114,620  | 131,860  | 145,537  | 161,603 |
| <b>主要财务比率</b> |          |          |          |          |          | 总资产合计                    | 293,030  | 324,355  | 354,231  | 381,127  | 411,312 |
|               | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    | 贸易应付款项                   | 22,981   | 25,193   | 28,851   | 31,443   | 34,732  |
| 市盈率*          | 31.9     | 16.9     | 18.5     | 13.8     | 11.8     | 应付商家款项                   | 23,798   | 25,132   | 29,344   | 31,678   | 35,160  |
| 市净率           | 4.9      | 4.3      | 4.0      | 3.7      | 3.3      | 其他应付款项及应计费用              | 17,942   | 21,341   | 23,457   | 26,093   | 28,528  |
| 股息率           | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       | 交易用户预付款项                 | 8,548    | 11,147   | 11,721   | 13,336   | 14,418  |
| 毛利率           | 35%      | 38%      | 40%      | 42%      | 44%      | 其他流动负债                   | 27,606   | 25,122   | 25,017   | 24,267   | 12,075  |
| 净利润率          | 5%       | 11%      | 9%       | 10%      | 11%      | 流动负债合计                   | 100,874  | 107,936  | 118,390  | 126,817  | 124,913 |
| ROE(%)        | 15%      | 25%      | 22%      | 27%      | 28%      | 应付票据                     | 34,611   | 38,009   | 43,489   | 47,418   | 52,366  |
| ROA(%)        | 8%       | 13%      | 11%      | 14%      | 15%      | 其他非流动负债                  | 5,588    | 5,806    | 7,304    | 7,837    | 8,803   |
| 资产收益率         | 193%     | 188%     | 191%     | 191%     | 183%     | 非流动负债合计                  | 40,199   | 43,815   | 50,793   | 55,254   | 61,169  |
|               |          |          |          |          |          | 负债合计                     | 141,073  | 151,751  | 169,183  | 182,071  | 186,081 |
|               |          |          |          |          |          | 股份溢价                     | 325,579  | 308,861  | 308,273  | 305,668  | 299,381 |
|               |          |          |          |          |          | 储备及其他资本项目                | -173,622 | -136,257 | -123,225 | -106,612 | -74,150 |
|               |          |          |          |          |          | 所有者权益合计                  | 151,956  | 172,604  | 185,048  | 199,056  | 225,231 |
|               |          |          |          |          |          | 负债及权益合计                  | 293,030  | 324,355  | 354,231  | 381,127  | 411,312 |
|               |          |          |          |          |          | <b>现金流量简表</b>            |          |          |          |          |         |
|               |          |          |          |          |          | (百万人民币)                  |          |          |          |          |         |
|               |          |          |          |          |          | 2023A                    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |         |
|               |          |          |          |          |          | 经营活动现金流                  | 40,745   | 60,390   | 60,889   | 68,768   | 78,605  |
|               |          |          |          |          |          | 投资活动现金流                  | -24,664  | 10,205   | 29,879   | 49,416   | 64,993  |
|               |          |          |          |          |          | 融资活动现金流                  | -2,781   | -30,415  | -16,702  | -20,706  | -21,095 |
|               |          |          |          |          |          | 期初现金                     | 20,159   | 33,340   | 70,834   | 142,847  | 239,800 |
|               |          |          |          |          |          | 期末现金                     | 33,340   | 70,834   | 142,847  | 239,800  | 361,719 |

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