

# 竞争加剧，投入加码

## 核心观点

2025 年第一季度，美团实现总营收 865.57 亿元，同比增长 18.1%，实现 Non-GAAP 净利润 109.49 亿元，同比增长 46.2%，收入和利润端均超彭博一致预期。从二季度开始，京东加码外卖市场对美团外卖的影响将逐步显现，短期对 CLC 的利润拖累在所难免，但长期看行业的非理性竞争或不可持续，美团外卖业务的壁垒高于到店酒旅。新业务逐步进入新一轮投入周期，考虑到 Keeta 巴西开城影响，预计下半年季度亏损或有所扩大。长期看，外卖出海空间广阔，Keeta 有望打造美团全新增长曲线。

## 事件

2025 年第一季度，美团实现总营收 865.57 亿元，同比增长 18.1%，实现 Non-GAAP 净利润 109.49 亿元，同比增长 46.2%，收入和利润端均超彭博一致预期。

## 简评

到家业务竞争加剧，对 CLC 的利润影响即将体现。一季度美团核心本地商业实现营收 643.25 亿元，同比增长 17.76%，实现经调整经营利润 135 亿元，同比增长 39.10%。其中配送服务收入 257 亿元，同比增长 22.11%，佣金收入 241 亿元，同比增长 20.05%，在线营销服务收入 119 亿元，同比增长 15.09%。一季度外卖单量增速接近两位数，收入增速高于单量增速，利润增速高于收入增速，盈利能力继续改善。从二季度开始，京东加码外卖市场对美团外卖的影响将逐步显现，预计美团外卖收入增速将低于单量增速，利润增速将低于收入增速，后续行业竞争情况仍需动态观察。短期外卖市场竞争加剧对 CLC 的利润拖累在所难免，但长期看行业的非理性竞争或不可持续，美团外卖业务的壁垒高于到店酒旅。闪购方面，一季度闪购单量增速回升，显著高于外卖单量增速，收入增速高于单量增速，利润增速高于收入增速，预计二季度闪购收入增速与单量增速持平，利润端或阶段性转负。到店酒旅方面，一季度单量和 GTV 继续保持较快增长，收入增速低于 GTV 增速，主要受结构性影响。受到家分流影响，预计二季度到店酒旅收入增速将有所回落，margin 端环比或有所回落，主要受季节性影响及低线城市增长较快的影响。

## 美团-W (3690. HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 05 月 28 日

当前股价：129.40 港元

目标价格 6 个月：146.33 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	1.41/-4.51	-18.41/-19.49	11.26/-13.85
12 月最高/最低价 (港元)			213.40/102.10
总股本 (万股)			610,975.37
流通 H 股 (万股)			610,975.37
总市值 (亿港元)			7,177.09
流通市值 (亿港元)			7,824.06
近 3 月日均成交量 (万)			5122.90
主要股东			
Crown Holdings Asia Limited			8.10%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投海外研究】美团-W(3690):2024Q4 财报点评：国际业务投入加码，Keeta 有望打造全新增长曲线  
25.03.22

**新业务：国际业务投入加码，Keeta有望打造全新增长曲线。**一季度美团新业务（新口径）营收222亿元，同比增长19%，实现经调整经营亏损23亿元，亏损环比略有扩大，主要受Keeta在中东地区投入加码影响。考虑到Keeta巴西开城影响，预计下半年季度亏损或有所扩大。长期看，Keeta远期利润空间广阔，海外外卖市场的AOV和利润率高于国内，且盈利模型跑通时间更短，Keeta有望打造美团全新的增长曲线，但短期市场仍期望能看到具体的show case，比如中国香港地区。

**盈利预测和估值：**我们预计美团FY25-26收入分别为3889.97亿元、4566.62亿元，增速分别为15.23%、17.39%，Non-GAAP利润分别为409.86亿元、528.24亿元，同比增长-6.37%和28.88%。维持“买入”评级，给予目标价146.33港元，对应2025年20X PE。

**风险提示：**三季度指引不及预期；到家业务竞争加剧，外卖UE超预期回落；到店酒旅经营利润率低预期；到店酒旅远期竞争格局的不确定性；社区团购减亏低预期；其他新业务投放超预期；Keeta在海外地区盈利节奏低预期；汇率超预期变化引发汇兑损益超预期变化及未分配项目超预期变化；潜在的互联网政策监管风险；股东回报低预期；税率超预期回升；美联储降息进程低预期，继续压制港股市场整体表现；中美关系发展的不确定性；南非股东减持风险；其他影响港股中概互联整体表现的海外风险因素。

**表 1: 美团盈利预测 (单位: 人民币百万元)**

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	183,116	209,735	264,637	333,335	营业收入	276,745	337,592	388,997	456,662
总非流动资产	109,913	114,620	119,692	133,768	营业成本	-179,554	-207,807	-241,178	-281,304
总资产	293,030	324,355	384,330	467,103	毛利润	97,191	129,785	147,819	175,358
总流动负债	100,874	107,936	129,674	153,479	销售费用	-58,617	-63,975	-77,799	-91,332
总非流动负债	40,199	43,815	50,851	59,312	研发费用	-21,201	-21,054	-24,196	-28,404
总负债	141,073	151,751	180,525	212,791	管理费用	-9,372	-10,729	-12,059	-11,873
普通股股本	0.4	0.4	0.4	0.4	投资损益(公允价值计价)	234	141	-171	-259
储备	162,443	181,927	214,438	264,612	经营资产减值	-1,135	-898	0	0
其他综合性收益	-10,430	-9,265	-10,575	-10,244	其他经营净收益	6,315	3,575	4,119	4,836
归属母公司股东权益	152,013	172,663	203,863	254,368	EBIT	13,415	36,845	37,714	48,325
少数股东权益	-57	-59	-59	-56	财务收入	819	1,292	1,338	1,128
股东权益合计	151,956	172,604	203,804	254,312	财务费用	-1,425	-1,337	-1,700	-1,000
总权益及负债	293,030	324,355	384,330	467,103	投资损益(权益法计价)	1,213	1,186	200	693
					EBT	14,022	37,985	37,552	49,146
					所得税	-165	-2,177	-2,253	-4,423
现金流量表					净利润(含少数股东权益)	13,857	35,808	35,299	44,722
经营活动所得现金净额	40522	57147	63144	75934	净利润(不含少数股东权益)	13,856	35,807	35,299	44,720
投资活动所得现金净额	-24,664	10,205	-18,921	-11,022	少数股东损益	2	1	0	2
融资活动所得现金净额	-2,781	-30,415	-1,700	-1,000	净利润(Non-GAAP)	23,253	43,772	40,986	52,824
现金及现金等价物增加/减少净额	13,077	36,937	42,523	63,912	关键比率				
年初的现金及现金等价物	20,159	33,340	70,834	113,357	营业收入 YOY	26%	22%	15.23%	17.39%
汇率变动	104	557	0	0	Non-gaap 净利润 YOY	722%	88%	-6.37%	28.88%
年末的现金及现金等价物	33,340	70,834	113,357	177,270	净利率	8.40%	12.97%	10.54%	11.57%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

### 于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk