

美团 (3690.HK): 竞争加剧, 或带来短期业绩波动, 下调目标价

业绩好于市场预期: 公司 1Q25 收入为人民币 866 亿元, 同比增长 18.1%, 略高于市场预期; 调整后净利润 109 亿元, 同比增长 46.2%, 高于市场预期 13%, 调整后净利润率为 12.6% (4Q24 为 11.1%, 1Q24 为 10.2%), 主要得益于毛利率同比改善。

一季度业务保持稳健, 积极进行海外业务扩张: 核心本地商业收入同比增长 17.8% 至 643 亿元, 其中配送/佣金/广告收入分别同比增长 22%/20%/15%; 餐饮外卖保持健康增长, 配送收入加速增长主要由于补贴减免下降, 公司宣布将在未来三年投入 1,000 亿元, 推动行业生态建设。美团闪购增长势头强劲, 我们预计单量同比增长约 30%。核心业务经营利润 135 亿元, 同比增长 39%, 好于我们预期, 经营利润率同比提升 3.2pp 至 21%。新业务收入同比增长 19.2% 至 222 亿元, 同比增速较上季度有所放缓。公司将继续海外业务扩张, 除中东外, 未来计划进军巴西市场。新业务经营亏损同比收窄 18% 至 23 亿元, 但环比亏损扩大, 也主要受海外业务扩张影响。

不惜代价赢得竞争, 加大投入或带来短期业绩波动: 对于二季度开启的外卖大战, 管理层表示将不惜代价赢得竞争。而这场竞争的持续时间尚不明朗, 也一定程度上也受到监管政策影响。公司预计二季度核心本地商业收入的同比增速较一季度将有所放缓, 核心商业经营利润也将同比显著下降, 主要是用于外卖补贴, 补贴程度将根据竞争态势动态调整。相对于美团而言, 目前京东外卖在非餐、茶饮等品类占比更高, 客单价较低, 整体交易规模仍有很大差距。长期来看, 我们看好公司在本地生活领域的护城河优势, 包括商户覆盖以及用户心智等方面。

维持“买入”评级, 下调目标价至 159 港元: 考虑到公司为应对外卖行业竞争而加大投入, 我们将公司 FY25E 调整后净利润预测下调至人民币 397 亿元, 下调目标价至 159 港元, 对应 FY25E 年 23x P/E。虽然行业竞争有所加剧, 短期业绩或有所波动, 但我们认为公司在本地生活的龙头地位依然稳固, 维持“买入”评级。

投资风险: 竞争加剧; 行业监管变化。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	276,745	337,591	385,223	446,009	499,959
经营利润	13,415	36,845	35,745	65,441	77,994
调整后净利润	23,253	43,772	39,713	66,780	78,928
调整后目标 PE (x)			23.0	13.7	11.6

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2025 年 5 月 27 日

评级

目标价 (港元)	159
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (港元)	129.4
52 周内股价区间 (港元)	100.1-217
总市值 (百万港元)	805,876
近 3 月日均成交额 (百万港元)	7,689

市场预期区间

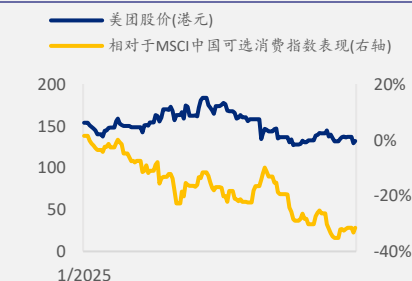


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2025 年 5 月 26 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表						现金流量表					
人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	276,745	337,591	385,223	446,009	499,959	除税前盈利	14,022	37,985	35,779	65,441	77,994
收入成本	(179,554)	(207,807)	(241,367)	(267,605)	(294,976)	折旧及摊销	7,997	8,421	9,803	10,375	11,354
毛利	97,191	129,784	143,856	178,403	204,983	股权激励费用	8,383	7,583	7,308	7,883	8,734
研发费用	(21,201)	(21,054)	(23,349)	(28,991)	(32,497)	其他调整项	(3,356)	(3,308)	-	-	-
销售费用	(58,617)	(63,975)	(79,277)	(73,591)	(82,493)	营运资金变动	13,476	6,466	3,817	2,885	3,063
管理费用	(9,372)	(10,729)	(11,587)	(13,380)	(14,999)	经营现金流	40,522	57,147	56,707	86,585	101,145
其他营业费用	5,414	2,818	6,101	3,000	3,000	固定资产	(6,578)	(10,138)	(11,569)	(13,394)	(15,015)
经营盈利	13,415	36,845	35,745	65,441	77,994	无形资产	-	-	-	-	-
利息收益	(606)	(45)	16	-	-	短期投资	(18,301)	16,472	(20,000)	(20,000)	(20,000)
投资及其他收益	1,213	1,186	18	-	-	其他投资现金流	216	3,872	-	-	-
除税前盈利	14,022	37,985	35,779	65,441	77,994	投资现金流	(24,664)	10,205	(31,569)	(33,394)	(35,015)
所得税开支	(165)	(2,177)	(2,558)	(6,544)	(7,799)	借款净额	42,810	(1,230)	-	-	-
持续经营净利润	13,857	35,808	33,221	58,897	70,194	其他融资现金流	(45,591)	(29,185)	-	-	-
年度盈利	13,857	35,808	33,221	58,897	70,194	融资现金流	(2,781)	(30,415)	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	汇率变动影响	104	557	-	-	-
本公司权益持有人	13,857	35,808	33,221	58,897	70,194	现金及现金等价物净流量	13,181	37,494	25,138	53,190	66,130
调整后净利润	23,253	43,772	39,713	66,780	78,928	年初现金及现金等价物	20,159	33,340	70,277	95,415	148,606
						年末现金及现金等价物	33,340	70,277	95,415	148,606	214,736

资产负债表						主要财务比率					
人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E		FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	33,340	70,834	95,972	149,162	215,293	盈利增速					
应收款项	2,743	2,653	3,027	3,505	3,929	营业收入增速	25.8%	22.0%	14.1%	15.8%	12.1%
短期投资	111,821	97,409	117,409	137,409	157,409	毛利润增速	57.4%	33.5%	10.8%	24.0%	14.9%
其他流动资产	35,213	38,839	38,716	38,534	38,365	经营利润增速	NM	174.6%	-3.0%	83.1%	19.2%
流动资产合计	183,116	209,735	255,124	328,610	414,996	净利润增速	NM	158.4%	-7.2%	77.3%	19.2%
固定资产	25,978	30,239	32,005	35,024	38,685	调整后净利润增速	722.5%	88.2%	-9.3%	68.2%	18.2%
无形资产	30,398	30,230	30,230	30,230	30,230	盈利能力比率					
长期投资	47,612	48,837	48,837	48,837	48,837	毛利率	35.1%	38.4%	37.3%	40.0%	41.0%
其他非流动资产	5,926	5,314	5,314	5,314	5,314	经营利润率	4.8%	10.9%	9.3%	14.7%	15.6%
非流动资产合计	109,913	114,620	116,386	119,406	123,066	净利率	5.0%	10.6%	8.6%	13.2%	14.0%
资产总计	293,030	324,355	371,511	448,016	538,062	调整后净利率	8.4%	13.0%	10.3%	15.0%	15.8%
短期借款	19,322	1	1	1	1	每股指标（元）					
应付账款	22,981	25,193	29,262	32,443	35,761	基本EPS	2.2	5.8	5.4	9.6	11.5
其他流动负债	58,572	82,741	82,741	82,741	82,741	摊薄EPS	2.2	5.8	5.3	9.5	11.3
流动负债合计	100,874	107,936	112,004	115,185	118,503	调整后EPS	3.7	7.0	6.4	10.7	12.7
长期借款	610	1,175	1,175	1,175	1,175	估值（倍）					
其他非流动负债	39,589	42,640	42,640	42,640	42,640	调整后目标P/E			23.0	13.7	11.6
非流动负债合计	40,199	43,815	43,815	43,815	43,815	目标P/S			2.4	2.0	1.8
负债总计	141,073	151,751	155,819	159,000	162,319	目标P/B			5.9	5.7	5.6
股本溢价	325,579	308,861	308,861	308,861	308,861						
保留盈利及其他	(173,566)	(136,198)	(93,111)	(19,787)	66,941						
本公司权益持有人应占权益	152,013	172,663	215,750	289,074	375,802						
非控制性权益	(57)	(59)	(59)	(59)	(59)						
权益总额	151,956	172,604	215,691	289,015	375,743						

E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 美团 (3690.HK)

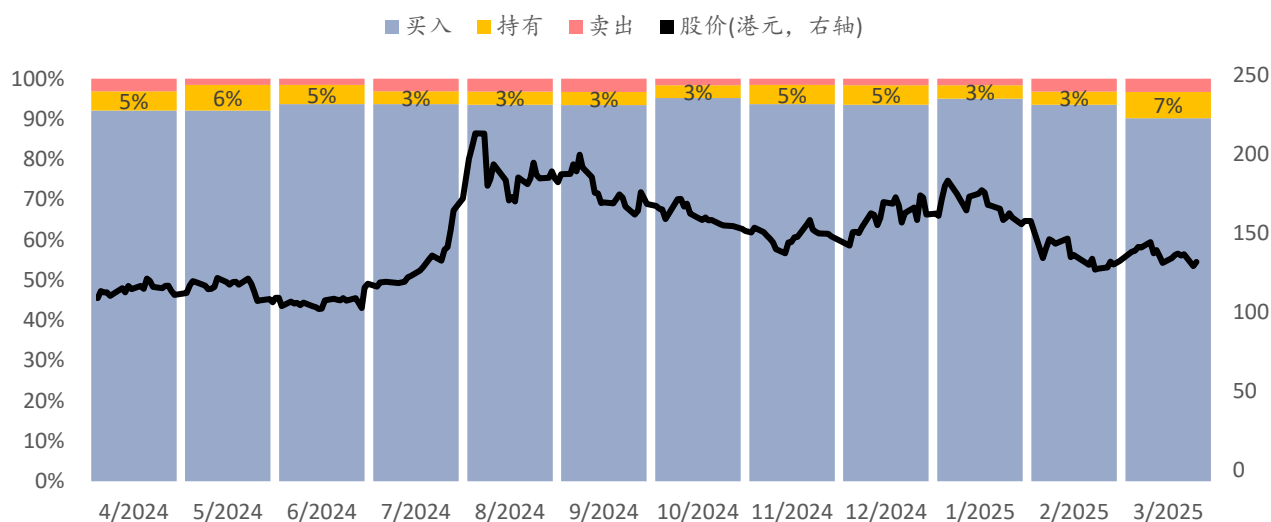


注: 股价截至 2025 年 5 月 26 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

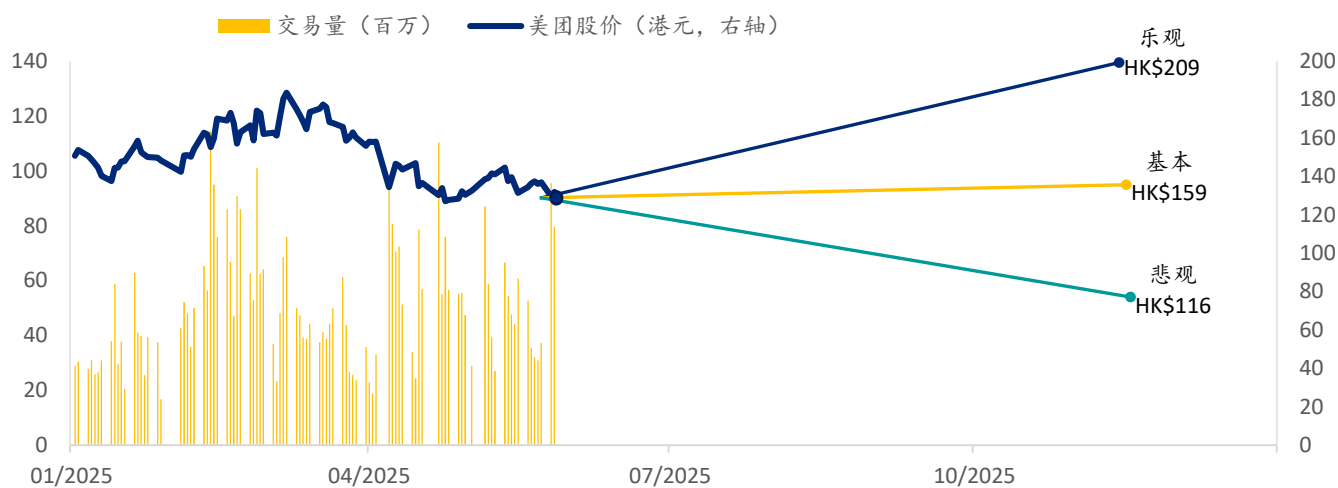
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 美团 (3690.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美团 (3690.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期	悲观情景: 公司收入利润弱于预期
目标价: 209 港元	目标价: 116 港元
概率: 20%	概率: 20%
- 到店酒旅收入增长超预期, 利润率优于预期; - 即时配送需求优于预期。	- 竞争加剧导致增长放缓; - 利润率改善不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	116.90	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	120.73	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	129.60	买入	173.00	15/5/2025	电商
JD US Equity	京东	33.35	买入	44.00	15/5/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	119.24	持有	125.00	21/3/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.36	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	510.00	买入	700.00	15/5/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	119.75	买入	135.00	16/5/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	189.30	买入	210.00	16/5/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	148.20	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	18.94	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	9.59	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	38.75	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.58	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.65	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	6.67	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	129.40	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	48.50	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	164.06	买入	170.00	14/5/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	20.75	买入	27.00	8/5/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	450.18	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	354.29	买入	450.00	8/5/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	200.99	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	168.47	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	169.59	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	627.06	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	520.21	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	653.82	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	17.52	买入	18.00	14/5/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	69.50	买入	70.00	14/5/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	215.80	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	36.48	买入	55.00	9/5/2025	软件

注：收盘价截至 2025 年 5 月 26 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

