

美团-W (03690.HK)

一季度核心主业增长亮眼，阶段增加投入稳固经营根基

优于大市

核心观点

2025Q1 经调整溢利同增 46.2%，优于市场预期。2025Q1，公司实现收入 865.57 亿元/+18.1%，略优于彭博一致预期（854.43 亿元）；经营溢利 105.67 亿元/+102.8%，实现经调整溢利 109.49 亿元/+46.2%，好于彭博一致预期（97.27 亿元），经调经营利润率 12.2%，同比+5.1pct。

核心本地商业利润表现超预期。2025Q1，核心本地商业实现收入 643.25 亿元/+17.8%，略优于彭博预期（633.79 亿），其中配送服务/佣金/在线营销服务/其他服务&销售分别收入 257/241/119/27 亿元，同比增速 22.1%/20.1%/15.1%/-16.5%，其他服务销售收入增速下滑主因 2024 年会员体系内部打通后会计确认准则调整；经营溢利 134.91 亿元/+39.1%，经营利润率 21.0%/+3.2pct，利润率改善幅度优于彭博一致预期（19.3%）；**到家业务**，我们预估外卖订单预计同增约 10%，且收入增速预计快于订单增速，主因广告货币化率及高客单订单结构性提升，经营利润率预计同比继续改善；**闪购订单量**保持高速增长，且盈利能力改善明显；**到店酒旅业务**，特价团&低线城市占比提升贡献，预计收入同增 20%，且经营利润率环比基本保持平稳。

新业务经营表现符合预期。新业务实现收入 222.32 亿元/+19.2%，经营亏损 22.73 亿元，经营亏损率 10.2%，同比改善 4.6pct，经营亏损率略优于彭博预期（-10.8%）。其中 Keeta 单量及 GTV 保持良好增长态势，UE 模型持续改善；优选业务仍坚持长期能力建设，亏损预计环比持平。

2025Q1 经营效率同比继续提升。2024Q4，公司毛利率+2.4pct，销售/研发/管理费率各-1.0/-0.2/-0.1pct，规模效应提升和业务整合下经营提效；经调整净利润率 11.1%，同比+2.4pct，部分所得税率上升所抵消。

投放增加致核心本地商业增长降速，出海业务持续推进。公司官宣推出 618 活动加大补贴应对行业竞争，预计 2025Q2 核心本地商业收入会有所降速，利润率同比会有较为明显的下降，其中外卖单量增速预计稳健、但利润率预计同比下滑；闪购预计单量同样维持高增、但 OPM 预计会由盈转亏。期内公司官宣进入巴西市场，并承诺在未来 5 年内投资 10 亿美元，出海业务持续推进。期内公司已在南通和泉州推进养老保险试点，月收入符合社保缴纳标准的骑手公司会进行补贴（社保缴纳额 50%）。

风险提示：宏观经济等系统性风险，行业竞争加剧，业务整合不及预期，骑手成本等相关风险，垄断监管风险或舆情风险等。

投资建议：综合考虑核心主业阶段投入增加、出海发展节奏以及渐进缴纳社保的影响，下调 2025-2027 年经调整净利润至 447/587/718 亿元（调整幅度为-13.2%/-10.1%/-8.7%），对应 PE 估值 16.6/12.6/10.3x。综合来看，阶段赛道竞争加剧难免造成经营端的波动，但长期视角看商户、骑手以及平台运营能力依旧是美团坚固的竞争护城河，我们依旧看好美团长线的竞争力。此外，公司旗下骑手用工合规性提升及加速出海布局阶段均有助于其长期可持续成长和，会员体系打通后平台协同生态进一步完善。对于现阶段的赛道竞争边际加剧，我们认为估值端其实已经有所反应，考虑到公司估值横向对比恒生科技板块已具有性价比，未来竞争格局的动态优化有望形成上涨催化，维持“优于大市”评级。

公司研究·海外公司财报点评

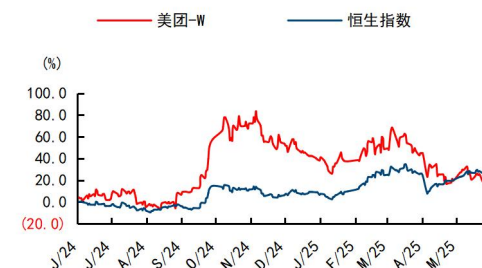
互联网·互联网 II

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002
证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004	证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	131.40 港元
总市值/流通市值	802831/726693 百万港元
52 周最高价/最低价	217.00/100.10 港元
近 3 个月日均成交额	7474.53 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《美团-W (03690.HK) - 会员体系深化全域协同，业务生态加速破壁融合》——2025-04-09
- 《美团-W (03690.HK) - 核心本地业务发展顺利，关注 25 年 AI 助手推出以及出海情况》——2025-04-01
- 《美团-W (03690.HK) - 核心主业增长靓丽，出海提速助力中线成长》——2025-03-27
- 《美团-W (03690.HK) - DoorDash AI 布局提供发展借鉴，外卖核心竞争力依旧稳固》——2025-02-19
- 《美团-W (03690.HK) - 京东外卖 0 佣金点评：创新型业务资源投入有限，不影响美团外卖核心竞争力》——2025-02-13

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	276,745	337,592	389,765	465,515	542,780
(+/-%)	25.8%	22.0%	15.5%	19.4%	16.6%
经调整净利润(百万元)	23,253	43,653	44,722	58,698	71,848
(+/-%)	722.5%	87.7%	2.4%	31.2%	22.4%
经调整 EPS (元)	3.81	7.14	7.32	8.04	9.50
EBIT Margin	4.8%	10.9%	10.3%	10.5%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	20.7%	17.9%	17.0%	16.7%
市盈率 (PE)	32.2	17.0	16.6	12.6	10.3
EV/EBITDA	59.0	22.5	23.0	18.6	15.6
市净率 (PB)	4.33	4.33	3.56	2.95	2.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2025Q1 实现经调整溢利 109.49 亿元，优于彭博一致预期。2025Q1，公司实现收入 865.57 亿元，同比+18.1%，小幅优于彭博一致预期（854.43 亿元）；经营溢利 105.67 亿元，同比+102.8%；实现经调整溢利 109.49 亿元，同比+46.2%，同样优于彭博一致预期（97.27 亿元），经调经营利润率 12.2%，同比+5.1pct。

图1：2023 年以来美团季度收入数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2023 年以来美团季度经调整利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心本地商业利润超预期。2025Q1，核心本地商业实现收入 643.25 亿元，同比+17.8%，略优于彭博预期（633.79 亿元），其中配送服务/佣金/在线营销服务/其他服务销售分别实现收入 257.22/240.51/118.62/26.88 亿元，对应同比增速为 22.1%/20.1%/15.1%/-16.5%，其他服务销售收入增速下滑主因 2024 年会员体系内部打通后会计确认准则调整；经营溢利 134.91 亿元，同比+39.1%，经营利润率 21.0%/+3.2pct，利润率明显优于彭博一致预期（19.29%）；到家业务，外卖订单预计同增约 10%，且收入增速预计快于订单增速，主因广告货币化率提升、更多商家采用配送服务以及高客单订单结构性提升；闪购 UE 达历史新高且仍保持盈利；到店酒旅业务，收入预计同增 20%，且 GTV 增速快于收入增速，核心系收入品类以及低线城市订单结构变化。

新业务符合预期。新业务实现收入 222.32 亿元，同比+19.2%，小幅优于彭博一致预期（218.96 亿元），经营亏损 22.73 亿元，经营亏损率 10.2%，同比改善 4.6pct，经营亏损率略优于彭博预期（-10.80%）。其中 Keeta 单量及 GTV 保持良好增长态势，UE 模式持续改善；优选坚持长期能力建设，亏损幅度环比基本持平。

图3：核心本地商业收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：新业务收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q1 经营效率同比继续提升。2024Q4，公司毛利率+2.4pct，销售/研发/管理费各-1.0/-0.2/-0.1pct，规模效应提升和业务整合下经营提效；经调整净利润率 11.1%，同比+2.4pct，部分所得税率上升所抵消。

图5: 公司经调整净利润率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

短期增加投放以应对行业竞争，出海业务持续推进。近期京东、饿了么纷纷在外卖赛道加大投放力度，公司也推出 618 活动加大在到家业务补贴力度做出应对，考虑到补贴增加综合影响，预计公司第二季度核心本地商业收入会有所降速，利润率同比也会有较为明显的下降。公司官宣进入巴西市场，并承诺在未来 5 年内投资 10 亿美元，考虑到 Keeta 在香港以及沙特进展良好，不排除公司在下半年推进巴西业务的布局。此外，期内公司已在南通和泉州推进养老保险试点，对于月收入符合社保缴纳标准的骑手公司也做出补贴（社保缴纳额的 50%）。

投资建议：综合考虑核心主业阶段投入增加、出海发展节奏以及渐进缴纳社保的影响，下调 2025-2027 年经调整净利润至 447/587/718 亿元（调整幅度为 -13.2%/-10.1%/-8.7%），对应 PE 估值 16.6/12.6/10.3x。综合来看，阶段赛道竞争加剧难免造成经营端的波动，但长期视角看商户、骑手以及平台运营能力依旧是美团坚固的竞争护城河，我们依旧看好美团长线的竞争力。此外，公司旗下骑手用工合规性提升及加速出海布局阶段均有助于其长期可持续成长和，会员体系打通后平台协同生态进一步完善。对于现阶段的赛道竞争边际加剧，我们认为估值端其实已经有所反应，考虑到公司估值横向对比恒生科技板块已具有性价比，未来竞争格局的动态优化有望形成上涨催化，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济等系统性风险，行业竞争加剧，业务整合不及预期，骑手成本等相关风险，垄断监管风险或舆情风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	70834	85562	113951	137949	营业收入	337592	389765	465515	542780
应收款项	12421	35239	42088	49073	营业成本	207807	250575	300987	350967
存货净额	1734	3340	4011	4676	销售费用	63975	69549	81465	92273
其他流动资产	19550	58465	69827	81417	管理及研发费用	31783	34865	38172	44508
流动资产合计	209735	287801	356112	424597	资产减值及公允价值变动	(757)	1293	(124)	(196)
固定资产	18315	19633	18478	16142	其他损益净额	3575	4254	4254	4254
无形资产及其他	35719	35433	35222	35090	营业利润	36845	40323	49021	59091
投资性房地产	40786	40786	40786	40786	财务费用	864	0	1536	1791
长期股权投资	19800	19800	19850	19900	权益性投资收益	250	499	250	250
资产总计	324355	403453	470448	536516	利润总额	37985	40822	47734	57550
短期借款及交易性金融负债	1	12295	10539	7612	所得税费用	2177	3195	4773	6906
应付款项	43341	46754	52143	56107	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	64594	76144	90192	104550	归属于母公司净利润	35807	37626	42960	50642
流动负债合计	107936	135193	152874	168269	经调整净利润	43653	44722	58698	71848
长期借款及应付债券	1175	1175	1175	1175	现金流量表(百万元)				
其他长期负债	42640	56854	63206	63236		2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	43815	58029	64381	64411	净利润	35807	37626	42960	50642
负债合计	151751	193222	217255	232680	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	(59)	(58)	(56)	(54)	折旧摊销	8421	8572	9968	11434
股东权益	172663	210289	253249	303891	公允价值变动损失	757	(1293)	124	196
负债和股东权益总计	324355	403453	470448	536516	财务费用	864	0	1536	1791
关键财务与估值指标					营运资本变动	28683	(34161)	6907	(888)
	2024	2025E	2026E	2027E	其它	(16521)	1	1	2
经调整 EPS	7.14	7.32	8.04	9.50	经营活动现金流	57147	10745	59960	61386
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(12141)	(8311)	(8726)	(9163)
每股净资产	28.26	34.42	41.45	49.74	其它投资现金流	12668	0	(21039)	(25247)
ROIC	76%	47%	46%	54%	投资活动现金流	10205	(8311)	(29815)	(34460)
ROE	21%	18%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	38%	36%	35%	35%	负债净变化	565	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	12%	12%	其它融资现金流	(31545)	12294	(1756)	(2928)
收入增长	22%	15%	19%	17%	融资活动现金流	(30415)	12294	(1756)	(2928)
净利润增长率	158%	5%	14%	18%	现金净变动	37494	14728	28389	23999
资产负债率	47%	48%	46%	43%	货币资金的期初余额	33340	70834	85562	113951
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	70834	85562	113951	137949
P/E	17.1	16.7	15.2	12.9	企业自由现金流	59696	3268	52267	53383
P/B	4.3	3.6	3.0	2.5	权益自由现金流	27902	16334	51343	51707
EV/EBITDA	22	23	19	16					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032