

美团-W (03690.HK)

一季度主业利润释放优秀，短期补贴投入以巩固龙头地位

核心观点

总览：核心本地业务利润释放优秀。25Q1 美团实现营业收入 866 亿元，同比增长 18%。毛利率、销售费率持续优化，净利润显著提升。本季度美团实现调整后净利润 109 亿元，同比增长 46%；调整后净利润率 13%，同比提升 3pct。其中，毛利率同比提升约 2pct，得益于成本效率提升；销售费率同比下降 1pct 至 18%，主要由于营销效率提升，交易用户激励减少及推广和广告开支季节性下降。拆分来看，本季度核心本地商业实现收入 643 亿元，同比增长 18%。我们测算，餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比分别增长 14%/33%/19%。本季度核心本地业务实现经营利润 135 亿元，同比增长 39%，经营利润率为 21%，同比提升 3pct。

预计竞争下外卖单量增长稳健，公司Q2开始补贴以应对竞争。我们测算 25Q1 订单量同比增长 10%，UE 同比持续提升。1) 单量端，我们测算本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 10%。平均订单价值 (AOV) 同比下降幅度在本季度继续缩小。2) 收入端，我们测算外卖收入增速 14%，本季度餐饮外卖 take rate 提升，主要驱动因素为单均配送和广告收入增长。3) 利润端，我们测算本季度单均 UE 1.5 元，同比提升 0.3 元，25Q1 还未受到竞争影响。关于京东外卖等竞争，公司在业绩会表示，将采取一切必要措施来赢得这场竞争。并表示业绩层面，核心本地商业收入的同比增长率 25Q2 有所放缓，核心本地商业板块经营利润有所下降。我们预计外卖业务 25Q2 订单量增长 9%，收入增长 5%，经营利润同比下降 36%，单均补贴提升 0.6 元。

25Q1 闪购订单量同比增长 30%，利润率历史新高，25Q2 开始加大补贴以拓展市场。收入方面，我们测算本季度闪购佣金广告收入增长约 33%。我们测算本季度闪购经营利润达到 8 亿，单均 UE 0.8 元。25Q2 公司在 618 期间加大对闪购业务补贴以更好拓展市场。业绩会表示，公司正持续提升便利店即时配送网络在水果、宠物护理及美妆产品等品类的覆盖密度。与此同时，饮料食品等 20 余个品类在完成初期探索后已进入加速增长期。更值得关注的是，来自超市便利店、小家电、日用品等领域的头部 KA 品牌正加大在美团闪购渠道的投入力度。

到店业务 GTV 增长势头良好，公司低线城市积极拓展。我们测算 25Q1 到店酒旅业务 GTV 增长 33%，会员业务进展良好。测算 25Q1 到店酒旅收入同比增长 21%，经营利润率为 34%。公司在低线城市和产品品类上持续拓展，修炼内功下，我们预计 25Q2 收入增速持续慢于 GTV 增速，经营利润率环比小幅下降。会员方面，目前权益主要覆盖即时配送、酒店、旅游和其他本地生活的服务品类，未来将拓展至更多类别。公司希望通过新的“美团会员”提升交易频次、提升交叉销售效率，加强美团作为消费者在全品类和全场景下“找店找优惠”首选平台的用户心智。

新业务：海外外卖积极拓展，关注下半年巴西开城情况。本季度新业务收入同比增长 19% 至 222 亿元。本季度新业务经营亏损增长至 23 亿元。经营亏损率 10%，环比提升 1pct，同比收窄 5pct。公司在沙特外卖积极拓展，目前 KeeTa 业务已覆盖沙特九个城市，基本完成了所有人口超百万城市的布局。公司计划继续向沙特更多城市扩展，已宣布将进军巴西市

公司研究 · 海外公司财报点评

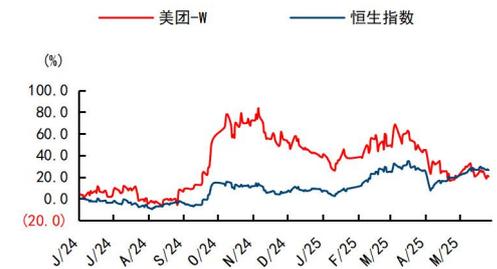
互联网 · 互联网 II

| | |
|--|---|
| 证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhang lunke@guosen.com.cn S0980521120004 | 证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003 |
| 证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003 | 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhang lu5@guosen.com.cn S0980521120002 |

基础数据

| | |
|-------------|--------------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | 185.00 - 203.00 港元 |
| 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) 一季度核心主业增长亮眼，阶段增加投入稳固经营根基》——2025-05-29
- 《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

场，承诺未来五年投资 10 亿美元。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持 2025–2027 年经调整净利润 447/587/718 亿元，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：竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

| 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

总览：核心本地业务利润释放优秀

收入同比增长 18%，核心本地各业务均呈现稳健增长。本季度美团实现营业收入 866 亿元，同比增长 18%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长+22%/+20%/+15%。

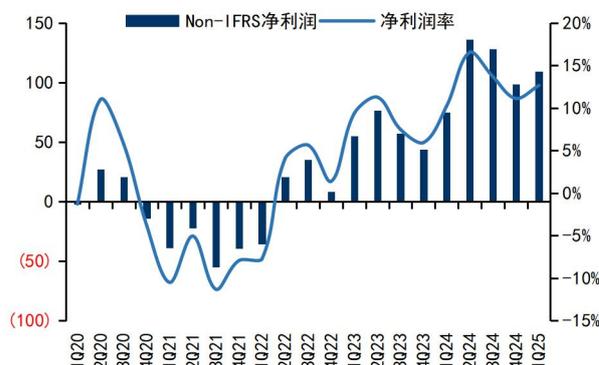
毛利率、销售费率持续优化，净利润显著提升。本季度美团实现调整后净利润 109 亿元，同比增长 46%；调整后净利润率 13%，同比提升 3pct。其中，毛利率同比提升约 2pct，得益于成本效率提升；销售费率同比下降 1pct 至 18%，主要由于营销效率提升，交易用户激励减少及推广和广告开支季节性下降。

图1：美团季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：美团调整后净利润及利润率（亿元、%）



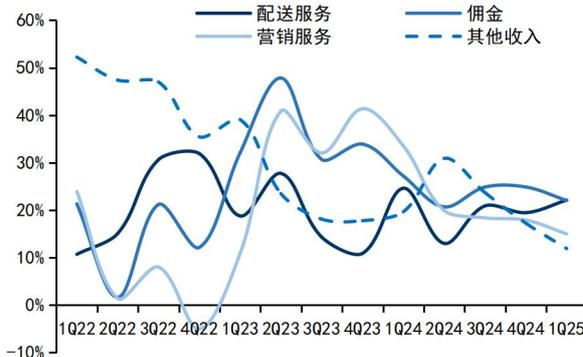
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：美团收入构成，按类型划分（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：美团各类型收入的同比增速



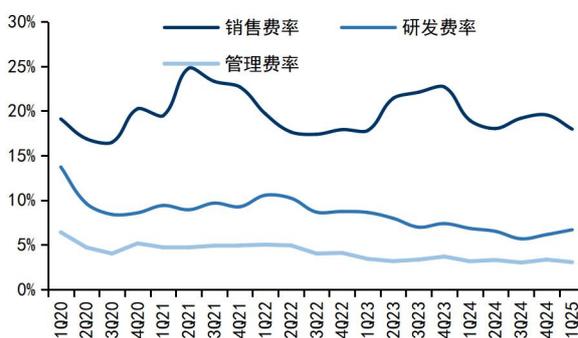
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 美团季度毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 美团季度期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心本地: 外卖业务 Q2 开始应对竞争, 到店业务增长势头足

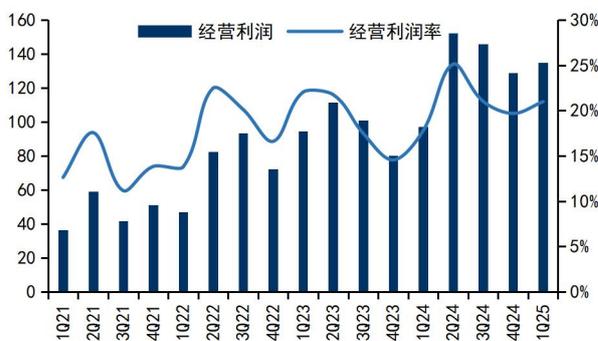
核心本地商业收入增长 18%，经营利润率同比提升 3pct。 本季度核心本地商业实现收入 643 亿元，同比增长 18%。我们测算，餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比分别增长 14%/33%/19%。本季度核心本地业务实现经营利润 135 亿元，同比增长 39%，经营利润率为 21%，同比提升 3pct。

图7: 美团核心本地商业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 美团核心本地商业经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预计竞争下外卖单量增长稳健, 公司 Q2 开始补贴以应对竞争

餐饮外卖: 测算 25Q1 订单量同比增长 10%，UE 同比持续提升。 1) 单量端，我们测算本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 10%。即时配送业务平均订单价值 (AOV) 同比下降幅度在本季度继续缩小。2) 收入端，我们测算外卖收入增速 14%，本季度餐饮外卖 take rate 提升，主要驱动因素为单均配送和广告收入增长。3) 利润端，我们测算本季度单均 UE 1.5 元，同比提升 0.3 元，25Q1 还未受到竞争影响。关于京东外卖等竞争，公司在业绩会表示，将采取一切必要措施来赢得这场竞争。并表示业绩层面，核心本地商业收入的同比增长率 25Q2 有所放缓，核心本地商业板块经营利润有所下降。我们预计外卖业务 25Q2 订单量增长 9%，收入增长 5%，

经营利润同比下降 36%，单均补贴提升 0.6 元。

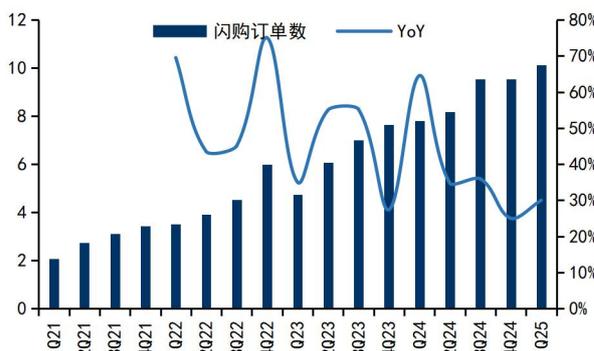
25Q1 闪购订单量同比增长 30%，利润率历史新高，25Q2 开始加大补贴。收入方面，我们测算本季度闪购佣金广告收入增长约 33%。我们测算本季度闪购经营利润达到 8 亿，单均 UE 0.8 元。25Q2 公司在 618 期间加大对闪购业务补贴以更好拓展市场。业绩会表示，公司正持续提升便利店即时配送网络在水果、宠物护理及美妆产品等品类的覆盖密度。与此同时，饮料食品等 20 余个品类在完成初期探索后已进入加速增长期。更值得关注的是，来自超市便利店、小家电、日用品等领域的头部 KA 品牌正加大在美团闪购渠道的投入力度。

图9: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图10: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

到店业务 GTV 增长势头良好, 公司低线城市积极拓展

我们测算 25Q1 到店酒旅业务 GTV 增长 33%，会员业务进展良好。我们测算一季度公司到店酒旅收入同比增长 21%，经营利润率为 34%。公司在低线城市和产品品类上持续拓展，修炼内功下，我们预计 25Q2 收入增速持续慢于 GTV 增速，经营利润率环比小幅下降。会员方面，目前权益主要覆盖即时配送、酒店、旅游和其他本地生活的服务品类，未来将拓展至更多类别。公司希望通过新的“美团会员”提升交易频次、提升交叉销售效率，加强美团作为消费者在全品类和全场景下“找店找优惠”首选平台的用户心智。

图11: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图12: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

新业务：海外外卖积极拓展，关注下半年巴西开城情况

本季度新业务收入同比增长 19%至 222 亿元。本季度新业务经营亏损增长至 23 亿元。经营亏损率 10%，环比提升 1pct，同比收窄 5pct。公司在沙特外卖积极拓展，目前 KeeTa 业务已覆盖沙特九个城市，基本完成了所有人口超百万城市的布局。公司计划继续向沙特更多城市扩展，已宣布将进军巴西市场，承诺未来五年投资 10 亿美元。

图13: 美团新业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 美团新业务经营利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

维持 2025-2027 年经调整净利润 447/587/718 亿元，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

本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

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) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 其他长期负债 | 42640 | 56854 | 63206 | 63236 | 净利润 | 35807 | 37626 | 42960 | 50642 |
| 长期负债合计 | 43815 | 58029 | 64381 | 64411 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 151751 | 193222 | 217255 | 232680 | 折旧摊销 | 8421 | 8572 | 9968 | 11434 |
| 少数股东权益 | (59) | (58) | (56) | (54) | 公允价值变动损失 | 757 | (1293) | 124 | 196 |
| 股东权益 | 172663 | 210289 | 253249 | 303891 | 财务费用 | 864 | 0 | 1536 | 1791 |
| 负债和股东权益总计 | 324355 | 403453 | 470448 | 536516 | 营运资本变动 | 28683 | (34161) | 6907 | (888) |
| 关键财务与估值指标 | 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提及的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