

美团 1Q25 点评：外卖补贴影响短端表现，生态建设、海外拓展带来良性增长

核心观点

- **整体：业绩好于预期。**收入端，25Q1 营收 866 亿元（yoy+18%），彭博一致预期为 854 亿元。**利润端**，25Q1 调整后营业利润 112 亿元（彭博一致预期为 99 亿元），调整后营业利润率为 13.0%（24Q1 为 9.5%，24Q4 为 12.1%）。调整后净利润 109 亿元（彭博一致预期为 97 亿元），调整后净利润率为 12.6%（24Q1 为 10.2%，24Q4 为 11.1%）。
- **核心本地商业：业绩好于预期。**25Q1 营收 643 亿元（yoy+17.8%），彭博一致预期为 635 亿元；调整后经营利润 135 亿元，彭博一致预期为 122 亿元；经营利润率 21%，yoy+3.2pp，qoq+1.3pp。分具体业务看：

1) 外卖：预计单量高个位数增长，行业生态向好。运营端，我们测算 25Q1 外卖订单同增高个位数。**需求侧**，中高频用户的黏性及购买频次进一步提升。**供给侧**，拼好饭、神枪手提供不同价格带、高性价比的产品供给。**收入端**，广告货币化率提升、补贴提效带动收入增速高于单量增速。**利润端**，货币化率提升、规模效应下进一步提效，我们判断单均 OP 同比继续改善。**展望**，美团会员体系全面升级，以神券作为通用权益，联动站内外卖、到店酒旅、闪购等多项业务，我们认为核心用户的下单频次和留存有望进一步向好。此外，美团在品牌卫星店、明厨亮灶上的运营推进，有助于提高供给质量，未来 3 年美团将投入 1000 亿元推动行业高质量发展，以及骑手试点养老保险的推动，我们认为外卖行业的从业生态或将迎来新一轮的发展周期。

2) 闪购：预计单量持续保持高增，品牌运营加强。运营端，我们测算 25Q1 闪购订单同增约 30%。**需求侧**，一季度美团闪购的交易用户数超 5 亿，非食品类订单增长超过 60%。**供给侧**，美团持续推进闪电仓建设，目前拥有超 3 万家闪电仓，且闪电仓贡献单量占比提升。**收入及利润端**，我们测算 25Q1 收入端增速快于单量增速，得益于闪购中品牌商家的广告投放意愿较好、规模效应下效率优化，预计本季度 OP 端实现盈利。**展望**，4 月美团正式发布即时零售品牌“美团闪购”、5 月 28 日闪购 618 首日成交额年同比增长 2 倍，我们认为随着闪购品牌在消费者心智中的渗透和强化，30 分钟达的闪购场域将为用户零售需求带来有效补充，推动行业大盘增长。

3) 到店酒旅：交易额增长趋势较好，持续深耕品类拓展。运营端，我们测算 25Q1 到店酒旅 GTV 同比增长 30%+。**策略上**，到店业务继续拓展产品类目，如教育机构、手艺人品牌等，酒旅业务通过美团会员的多项权益来强化消费者认知。**收入及利润端**，我们测算收入增速低于 GTV 增速，主要系商户通等广告收入影响，同时低线城市的渗透短期对商业化有所影响。OPM 端同比小幅回升，环比企稳。**展望**，我们认为目前和抖音的竞争相对稳定，美团在会员权益上的运营提高业务差异性，有利于带来更多交叉销售。

- **新业务：优选继续减亏，海外拓展积极。**25Q1 新业务收入 222 亿元(yoy+19%，彭博一致预期为 219 亿)，经营亏损 23 亿元（基本符合彭博一致预期），亏损同比改善。**1) 美团优选：**同比继续减亏。**2) 其他业务：**Keeta 目前已是香港地区最大的外卖平台，覆盖沙特全部 9 个百万以上人口，并宣布未来 5 年投资 10 亿美元进入巴西市场的计划的城市。**展望**，海外市场加速扩张，持续关注相关进展。

盈利预测与投资建议

- 考虑到宏观经济持续影响、骑手社保试点推进、海外业绩推进投入，以及京东、淘宝等入局外卖，预计公司跟进补贴以维持竞争优势，我们下调公司 25-27 年每股收益 6.04/7.20/8.09 元（原预测 25-26 年每股收益 6.79/7.90 元），采取分部估值，维持前次估值给予外卖业务 3.5x PS，预计 25 年收入 1794 亿 CNY；给予到店及酒旅

投资评级 买入（维持）

股价（2025年06月02日）	135.7 港元
目标价格	172.90 港元
52 周最高价/最低价	217/100.1 港元
总股本/流通 H 股（万股）	610,983/553,039
H 股市值（百万港币）	829,104
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 06 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.87	2.42	-16.23	29.12
相对表现%	5.4	-0.48	-17.17	1.03
恒生指数%	-0.53	2.9	0.94	28.09



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

美团 24Q4 点评：核心主业好于预期，海外加大投入	2025-04-09
美团 24Q3 点评：业绩超预期，关注核心本地协同效应释放	2024-12-06
美团 24Q2 点评：利润超预期，核心本地商业利润释放，新业务减亏显著	2024-09-02

13.2x PE, 预计 25 年实现税后利润 216 亿 CNY; 新业务只考虑社区团购估值, 维持 0.6x P/GMV, 预计 25 年 GMV 928 亿 CNY, 公司合理估值为 10,564 亿 HKD, 目标价 172.90 元 HKD, 维持“买入”评级。

风险提示 政策管控, 市场竞争加剧, 消费恢复不及预期, 新业务增长不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	276,745	337,592	385,174	446,025	502,537
同比增长(%)	25.82%	21.99%	14.09%	15.80%	12.67%
营业利润(百万元)	13,415	36,845	38,455	47,496	54,828
同比增长(%)	-330.49%	174.65%	4.37%	23.51%	15.44%
归属母公司净利润(百万元)	13,856	35,807	36,934	43,966	49,436
同比增长(%)	-307.23%	158.43%	3.15%	19.04%	12.44%
每股收益(元)	2.27	5.86	6.04	7.20	8.09
毛利率(%)	35.12%	38.44%	38.30%	38.46%	38.48%
净利率(%)	5.01%	10.61%	9.59%	9.86%	9.84%
净资产收益率(%)	9.87%	22.06%	18.97%	18.18%	16.77%
市盈率(倍)	54.8	21.2	20.6	17.3	15.4
市净率(倍)	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

盈利预测与投资建议

表 1：美团盈利预测

单位：百万/%	24A	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	25E	26E
营业收入	337,592	86,557	92,404	106,661	99,552	385,174	446,025
yoy	22.0%	18.1%	12.3%	14.0%	12.5%	14.1%	15.8%
营业成本	-207,807	-54,143	-56,285	-64,992	-62,246	-237,667	-274,502
毛利润	129,785	32,414	36,118	41,669	37,306	147,507	171,524
毛利率%	38.4%	37.4%	39.1%	39.1%	37.5%	38.3%	38.5%
归属母公司净利润	35,807	10,057	8,667	10,932	6,808	36,463	43,401
利润率%	10.6%	11.6%	9.4%	10.2%	6.8%	9.5%	9.7%
调整后营业利润	45,142	11,218	7,402	12,156	8,548	39,324	57,422
营业利润率%	13.4%	13.0%	8.0%	11.4%	8.6%	10.2%	12.9%
调整后净利润	43,772	10,949	10,057	12,194	10,730	43,930	50,193
利润率%	13.0%	12.6%	10.9%	11.4%	10.8%	11.4%	11.3%

资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

我们采取分部估值法对公司进行估值。由于外卖业务可比公司基本都不盈利，为了保持可比性，我们对外卖业务继续采取 PS 估值，维持前次估值给予 25 年 3.5x PS，预计外卖业务 2025 年实现收入 1794 亿元，对应市值 6,851 亿 HKD；到店、酒店和旅游业务的盈利能力已经比较稳定，因此我们继续采用 PE 估值，维持前次估值给予 25 年 13.2x PE 估值，我们预计到店和酒旅业务 2025 年实现税后营业利润 216 亿，对应市值 3,106 亿 HKD。新业务仅对社区团购进行估值，维持社区团购业务 0.6x P/GMV 估值，我们预计社区团购 2025 年实现 GMV 928 亿元，对应市值 607 亿 HKD，公司合理估值为 10,564 亿 HKD，目标价 172.90 元 HKD，维持“买入”评级。

表 2：公司分部估值

2025E 分部估值	25E 营业收入/GMV (亿 CNY)	25E 税后经营利润 (亿 CNY)	25 年 PS/PGMV	25 年 PE	市值 (亿 CNY)	市值 (亿 HKD)	目标价 (港元/股)
外卖	1,794	-	3.5x	-	6,278	6,851	112.1
到店、酒店旅游业务	-	216	-	13.2x	2,846	3,106	50.8
新业务-社区团购	928	-	0.6x	-	557	607	9.9
合计					9,681	10,564	172.90

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所测算

注：HKD/CNY=0.92 (2025/5/31)

风险提示

政策管控：反垄断政策、外卖用工社保管理及禁止低价倾销政策，可能会对公司经营产生一定影响。

市场竞争加剧：公司的在本地生活市场目前处于领先地位，未来竞争对手如抖音，阿里巴巴，有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

可能会加大对本地生活板块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。且为了应对行业竞争加大补贴等投入，公司盈利能力有下降的风险。

消费恢复不及预期：存在消费复苏不及预期可能会影响到相关业务的风险。

新业务增长及减亏不及预期：社区团购行业头部竞争较激烈，且美团社团亏损仍处于高位，有减亏不及预期的风险。其他业务如快驴、共享单车，出行等可能存在增长不及预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
单位:百万元						单位:百万元					
货币资金	33,340	70,834	114,160	164,639	220,102	营业收入	276,745	337,592	385,174	446,025	502,537
限制现金	19,373	19,550	22,305	25,829	29,101	营业成本	(179,554)	(207,807)	(237,667)	(274,502)	(309,181)
短期投资	111,821	97,409	97,409	97,409	97,409	销售费用	(58,617)	(63,975)	(74,861)	(84,219)	(94,387)
预付款项、押金等其他	18,583	21,942	25,035	28,990	32,663	管理费用	(9,372)	(10,729)	(12,460)	(13,987)	(15,256)
流动资产合计	183,116	209,735	258,909	316,867	379,275	研发费用	(21,201)	(21,054)	(24,343)	(28,195)	(31,265)
物业、厂房及设备	25,978	30,239	34,501	39,951	45,013	资产减值损失	6,550	3,716	3,689	3,173	3,181
无形资产	30,398	30,230	30,230	30,230	30,230	营业利润	13,415	36,845	38,455	47,496	54,828
权益法计入投资	18,289	19,800	20,790	21,830	22,921	利息收入	(606)	(45)	1,261	1,257	1,251
公允价值计的金融资产及其他	18,481	17,776	18,665	19,038	19,419	可转换可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
非流动资产合计	109,913	114,620	122,300	131,131	139,492	权益法计投资亏损	1,213	1,186	100	100	100
资产总计	293,030	324,355	381,208	447,998	518,768	利润总额	14,022	37,985	39,816	48,852	56,179
贸易应付款项	22,981	25,193	28,744	33,285	37,502	所得税	(165)	(2,177)	(2,881)	(4,885)	(6,741)
应付商家款项	23,798	25,132	28,674	33,204	37,411	净利润	13,857	35,808	36,935	43,967	49,438
交易用户预付款	8,548	11,147	12,718	14,728	16,594	少数股东	2	1	1	1	1
其他应付款项及应计费用	17,942	21,341	24,349	28,196	31,768	归属母公司净利润	13,856	35,807	36,934	43,966	49,436
借款及其他	27,606	25,122	25,929	26,962	27,920	Non-GAAP 净利润	23,253	43,772	44,401	50,757	56,268
流动负债合计	100,874	107,936	120,415	136,374	151,195	每股收益 (元)	2.27	5.86	6.04	7.20	8.09
非流动负债	40,199	43,815	44,200	44,670	45,151						
非流动负债合计	40,199	43,815	44,200	44,670	45,151						
负债合计	141,073	151,751	164,615	181,044	196,346						
股本	0	0	0	0	0	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股份溢价	325,579	308,861	308,861	308,861	308,861	成长能力					
其他储备	2,051	3,603	10,658	17,051	23,082	营业收入	25.8%	22.0%	14.1%	15.8%	12.7%
累计亏损	(175,617)	(139,802)	(102,868)	(58,902)	(9,466)	营业利润	330.5%	174.6%	4.4%	23.5%	15.4%
股东权益合计	152,013	172,663	216,651	267,010	322,477	Non-GAAP 净利润	722.5%	88.2%	1.4%	14.3%	10.9%
少数股东	(57)	(59)	(58)	(57)	(55)	获利能力					
负债及股东权益	293,030	324,355	381,208	447,998	518,768	毛利率	35.1%	38.4%	38.3%	38.5%	38.5%
						净利率	5.0%	10.6%	9.6%	9.9%	9.8%
						ROE	9.9%	22.1%	19.0%	18.2%	16.8%
						ROIC	4.7%	11.0%	9.7%	9.8%	9.5%
						偿债能力					
						资产负债率	48.1%	46.8%	43.2%	40.4%	37.8%
						净负债率	70.9%	46.9%	23.3%	6.1%	-7.4%
						流动比率	181.5%	194.3%	215.0%	232.4%	250.9%
						速动比率	177.5%	190.3%	210.9%	228.1%	246.5%
						营运能力					
						应收账款周转率	19.9	21.0	20.5	20.6	20.4
						存货周转率	-	-	-	-	-
						总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
						每股指标 (元)					
						每股收益	2.3	5.9	6.0	7.2	8.1
						每股经营现金流	6.6	9.4	9.6	11.1	12.0
						每股净资产	24.9	28.3	35.5	43.7	52.8
						估值比率					
						市盈率	54.8	21.2	20.6	17.3	15.4
						市净率	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
						EV/EBITDA	35.5	16.8	16.0	13.3	11.6
						EV/EBIT	56.6	20.6	19.8	16.0	13.9

资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。