

公司研究

竞争加剧影响短期业绩，看好长期价值释放

——美团-W (3690.HK) 2025 年一季报点评

要点

公司 1Q2025 营收同比增长 18.1%，经调整净利润同比增长 46.2%

公司公布 2025 年一季报：1Q2025 实现营业收入 865.57 亿元，同比增长 18.1%，实现本公司股东应占溢利 100.57 亿元，同比增长 87.3%，实现经调整净利润 109.49 亿元，同比增长 46.2%。

公司 1Q2025 综合毛利率上升 2.4 个百分点，核心本地商业收入同增 17.8%

1Q2025 公司综合毛利率为 37.4%，同比上升 2.4 个百分点。分业务来看，1Q2025 公司核心本地商业收入 643.25 亿元，同比增长 17.8%，经营利润 134.91 亿元，经营利润率 21.0%，同比提升 3.2pct；新业务分部收入 222.32 亿元，同比增长 19.2%，经营亏损 22.73 亿元，经营利润率-10.2%，同比提升 4.6pct。

骑手保障进一步强化，会员计划打通平台

即时配送业务方面，公司持续强化中小商家扶持，例如流量扶持、免费数字化工具和线上服务等，同时关注食品安全，推出“明厨亮灶”活动，为参与活动的商家提供硬件设备采购和安装费用的补贴。公司亦宣布将在未来三年投入 1000 亿元推动行业高质量发展。另一方面，骑手保障进一步得到强化，2025 年 4 月，公司启动新的骑手养老保险试点计划，并将逐步推广至全国。**到店酒旅业务方面**，公司推出多个保障措施提升消费者信心，例如“安心学”、“安心练”措施让消费者可以在平台上轻松下单、分次核销和一键退款；同时公司扩展了慢性病药品和医疗器械的产品供给，提升即时送药用户交叉销售的能力。公司在 2025 年 3 月底推出“美团会员”计划，涵盖所有的业务类别，以“神券”为通用权益，为不同等级会员提供差异化附加权益。统一的会员体系有助于公司多业务协同，优化补贴效率。

下调盈利预测，维持“买入”评级

国内即时零售行业竞争加剧，公司亦面对竞争对手的激进补贴。考虑到行业竞争仍将持续，同时公司海外业务规模的进一步扩大也将带来额外投入，我们下调对公司 2025/2026/2027 年经调整净利润的预测 19%/14%/12%至 386.61/526.56/608.18 亿元。我们认为即时零售行业的激烈竞争将在短期内对公司的财务表现造成影响，但美团作为行业资深参与者具有较强的用户心智和全面的供给，随着竞争影响弱化将回到合理的利润表现，维持“买入”评级。

风险提示：业内竞争加剧，直播电商冲击影响超预期，新业务减亏不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	276,745	337,592	392,378	451,750	510,800
营业收入增长率(%)	25.82%	21.99%	16.23%	15.13%	13.07%
公司股东应占溢利（百万）	13,856	35,807	31,482	45,775	54,737
经调整净利润（百万）	23,253	43,772	38,661	52,656	60,818
GAAP EPS（元人民币）	2.23	5.85	5.15	7.49	8.96
PE（GAAP）	54	21	24	16	14
经调整 EPS（元人民币）	3.72	7.19	6.33	8.62	9.95

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-27，汇率按 1HKD=0.92CNY 换算；如不标注港元，元均指人民币，下同

买入（维持）

当前价：132.10 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007

021-52523868

liangdanhui@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

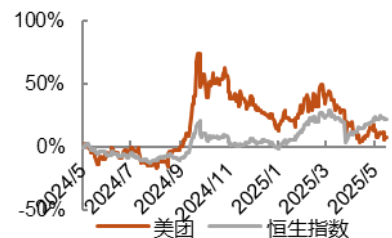
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.10
总市值(亿港元):	8,071.08
一年最低/最高(港元):	100.1/217.0
近 3 月换手率:	86.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.85	-22.14	-12.90
绝对	3.53	-23.55	11.29

资料来源：Wind

相关研报

骑手保障持续强化，外卖出海带来新可能——美团-W (3690.HK) 2024 年年报点评 (2025-03-24)

3Q 业绩超预期，或将加大 Keeta 投入力度——美团-W (3690.HK) 2024 年三季报点评 (2024-11-30)

业绩表现超预期，盈利能力持续向好——美团-W (3690.HK) 2024 年半年报点评 (2024-08-30)

表 1: 公司 1Q2025 业绩概览

CNY mn		2Q2024	3Q2024	4Q2024	1Q2025	1Q2025E	实际 VS 预测
总览	总收入	82,251	93,577	88,487	86,557	85,443	1.30%
	YOY (%)	21.0%	22.4%	20.1%	18.1%	16.6%	
	毛利	33,890	36,754	33,444	32,144	32,161	-0.06%
	毛利率 (%)	41.2%	39.3%	37.8%	37.1%	37.6%	-0.5pct
	经营利润	11,257	13,685	6,693	10,566	8,538	23.76%
	OPM (%)	13.7%	14.6%	7.6%	12.2%	10.0%	2.2pct
	GAAP 净利润	11,352	12,865	6,222	10,057	8,634	16.48%
分部收入	NPM (%)	13.8%	13.7%	7.0%	11.6%	10.1%	1.5pct
	Non-GAAP 净利润	13,606	12,829	9,849	10,949	9,727	12.56%
	NPM (%)	16.5%	13.7%	11.1%	12.6%	11.4%	1.3pct
分部收入	核心本地商业	60,682	69,373	65,567	64,325	63,379	1.49%
	YOY (%)	18.5%	20.2%	18.9%	17.8%	16.0%	
	即时配送单量 (百万单)	6,167	7,078	—	—	6,188	
	YOY (%)	14.2%	14.5%			13.2%	
分部利润	新业务	21,569	24,204	22,920	22,232	21,896	1.54%
	YOY (%)	28.7%	28.9%	23.5%	19.2%	17.4%	
分部利润	核心本地商业	15,234	14,582	12,900	13,491	12,242	10.21%
	OPM (%)	25.1%	21.0%	19.7%	21.0%	19.3%	1.7pct
	新业务	-1,314	-1,026	-2,176	-2,273	-2,352	-3.33%
分部利润	OPM (%)	-6.1%	-4.2%	-9.5%	-10.2%	-10.7%	0.5pct

资料来源: 公司公告, Bloomberg 一致预期, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	276,745	337,592	392,378	451,750	510,800
营业成本	-179,554	-207,807	-227,903	-256,493	-288,985
营业毛利	97,191	129,785	164,475	195,257	221,815
销售及营销开支	-58,617	-63,975	-84,361	-92,609	-102,160
研发开支	-21,201	-21,054	-24,720	-28,460	-32,180
一般及行政开支	-9,372	-10,729	-19,545	-20,816	-23,505
经营盈利/亏损	13,415	36,845	36,016	53,416	63,574
除所得税之前盈利/亏损	14,022	37,985	36,190	53,859	64,402
期间盈利/亏损	13,857	35,808	31,485	45,780	54,742
经调整盈利/亏损净额	23,253	43,772	38,661	52,656	60,818
本公司股东应占溢利/亏损	13,856	35,807	31,482	45,775	54,737
年末股本总数	6,244	6,085	6,110	6,110	6,110
经调整 EPS (元)	3.72	7.19	6.33	8.62	9.95

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40,522	57,147	37,572	60,393	69,266
投资活动产生现金流	-24,664	10,205	-16,088	-14,004	-10,727
购买物业、厂房及设备	-17,158	-17,217	-16,088	-14,004	-10,727
购买短期投资	19,947	-14,412	0	0	0
融资活动产生现金流	-2,781	-30,415	23,269	1,440	829
净现金流	13,077	36,937	44,753	47,829	59,369

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.12%	38.44%	41.92%	43.22%	43.43%
EBITDA 率	5.07%	11.25%	9.22%	11.92%	12.61%
税后净利润率 (归属母公)	5.01%	10.61%	8.02%	10.13%	10.72%
ROA	4.73%	11.04%	8.15%	10.31%	10.73%
ROE (摊薄)	9.12%	20.75%	15.43%	18.32%	17.97%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	48.14%	46.79%	47.15%	43.75%	40.29%
流动比率	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48
速动比率	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	293,030	324,355	386,143	444,184	510,170
流动资产	183,116	209,735	265,968	321,812	389,153
存货	1,305	1,734	785	904	1,022
贸易应收款项	2,743	2,653	3,139	3,614	4,086
预付款项、按金及其他资产	14,535	17,555	23,543	27,105	30,648
短期投资	19,322	1	23,471	24,764	25,447
现金及现金等价物	20,159	33,340	70,834	115,587	163,416
非流动资产合计	109,913	114,620	120,175	122,372	121,017
物业、厂房及设备	25,978	30,239	36,471	39,263	38,424
无形资产	30,398	30,230	29,553	28,958	28,442
公允价值变动	18,481	17,776	17,776	17,776	17,776
总负债	141,073	151,751	182,054	194,314	205,559
流动负债	100,874	107,936	138,697	150,682	161,844
贸易应付款项	22,981	25,193	31,390	36,140	40,864
应付商家款项	23,798	25,132	27,249	29,113	30,364
交易用户预付款	8,548	11,147	6,203	6,134	6,658
其他应付款项及应计费用	17,942	21,341	24,412	27,654	30,758
借款	19,322	1	23,471	24,764	25,447
递延收入	5,598	5,725	6,575	7,480	8,355
非流动负债合计	40,199	43,815	43,357	43,633	43,715
递延税项负债	968	1,481	1,225	1,353	1,289
总权益	151,956	172,604	204,089	249,869	304,611
股份溢价	325,579	308,861	308,861	308,861	308,861
累计亏损	-175,617	-139,802	-108,320	-62,544	-7,808
公司权益持有人应占权益	152,013	172,663	204,145	249,920	304,656
非控股权益	-57	-59	-56	-51	-46

费用率 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售及营销开支	-21.18%	-18.95%	-21.50%	-20.50%	-20.00%
研发开支	-7.66%	-6.24%	-6.30%	-6.30%	-6.30%
一般及行政开支	-3.39%	-3.18%	-4.98%	-4.61%	-4.60%

每股指标 (元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
GAAP EPS	2.23	5.85	5.15	7.49	8.96
每股经营现金流	6.61	9.32	6.13	9.85	11.30
每股净资产	46.93	53.30	63.20	72.70	83.50
每股销售收入	44.32	55.48	64.22	73.94	83.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP