

美团-W(03690)

报告日期: 2025 年 06 月 05 日

无惧外卖竞争，坚定生态投入

——美团 25Q1 业绩点评

投资要点

- **25Q1 公司收入略高于预期，利润超预期。**25Q1 美团收入同比+18.1%至 865.57 亿元，高于彭博一致预期 1.3%。Non-IFRS 净利润同比+46.2%至 109.48 亿元，高于彭博一致预期 12.56%，经营利润同比+102.84%至 105.66 亿元，高于彭博一致预期 23.76%。主要由于核心本地商业效率提升带来。
- **25Q1 用户激励及 AI 投入带来销售及管理费用提升，费率得到有效控制、运营效率持续提升。**25Q1 销售费用同比+11.96%至 155.5 亿元，主要是由于推广、广告及用户激励的相关开支随著业务规模扩大而增加。销售费用率同比-1pct 至 18%，主要由于经营杠杆作用改善及营销效率提高所致。研发费用同比+15.44%至 57.72 亿元，主要是由于公司层面对 AI 的投入增加。研发费用率同比-0.16pct 至 6.67%。管理费用同比+14.30%至 26.27 亿元，主要由于雇员薪酬开支增加以及业务规模增长导致税收附加开支增加。管理费用率同比-0.1pct 至 3.04%。
- **25Q1 核心本地商业收入同比+17.8%至 643.25 亿元，高于彭博一致预期 1.49%。**经营利润同比+39.1%至 134.91 亿元，高于彭博一致预期 10.21%。
1) 外卖：精细化运营迎健康增长。未来三年商家侧将投入超千亿元。25Q1 外卖业务在同比订单量增长方面健康增长，中高频用户的参与度持续显著提升。未来三年内将投资 1000 亿元人民币，以支持各类商户。**2) 闪购：保持强劲增长。**零食、3C 家电、美妆个护等多品类增长，闪电仓数量及订单量占比持续上升，在低线市场优势显著。情人节期间闪购日订单量同比增长近一倍，小家电、珠宝、美妆产品等非礼品赠送类别的需求显著扩大。**3) 到店酒旅：低线增长，会员强化用户心智。**到店业务低线市场增长强劲，到店产品选择拓展、交易量加速增长。3 月底推出“美团会员”计划，已包括即配、酒旅、其他本地等品类，期望提升交易频次与交叉销售效率。
- **25Q1 新业务收入同比+19.2%至 222.32 亿元，高于彭博一致预期 1.54%，经营利润同比减亏 17.54%至-22.73 亿元，高于彭博一致预期 3.33%。**主要得益于杂货零售和海外业务的发展。

25Q1 食杂零售及软硬件效率提升，Keeta 沙特优势凸显。25Q1 杂货零售、软件与硬件服务效率较去年同期显著提升；小象超市、美团优选等业务，为出口企业提供全面支持；Keeta 在沙特具备交易及配送端的优势，在当地备受欢迎。此外 Keeta 还宣布未来 5 年将投资 10 亿美元进军巴西，打造长期增长曲线。

- **展望 25Q2，公司牢守核心优势、无惧外卖竞争、夯实平台生态。**补贴战或短期扰动利润，看好长期双边效应下强者恒强、骑手侧及商家侧优化下利润持续释放。考虑到 25Q2 起国内外卖行业多者入局、竞争加码，或对利润端造成波动影响。但从中长期看，美团享有骑手多、配送快、商家生态丰富等核心优势。此外，美团重视骑手侧权益，计划今年将骑手职业伤害险推广至更多省份、明年底前全国覆盖；25 年 4 月启动了骑手养老金试点等。平台生态向好下，看好长期利润释放空间。

盈利预测与估值

我们认为美团作为本地生活服务龙头，外卖短期受竞争影响，长期核心壁垒仍旧兼顾。中长期看好到店竞争格局优化，闪购抬升增长想象空间，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 3904.15 亿元/4450.40 亿元/5074.58 亿元，同比

投资评级：买入(维持)

分析师：宁浮洁
 执业证书号：S1230522060002
 ningfujie@stocke.com.cn

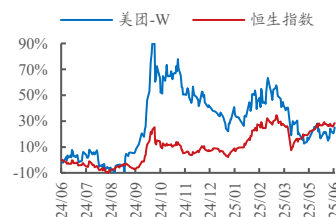
分析师：冯翠婷
 执业证书号：S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

研究助理：张瑜晨
 zhangyuchen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$140.70
总市值(百万港元)	859,652.84
总股本(百万股)	6,109.83

股票走势图



相关报告

- 1 《主业稳健，海外拓展加速》 2025.03.25
- 2 《外卖稳健，到店优化，闪购高增》 2025.02.11
- 3 《利润超预期，Q4 外卖单量承压》 2024.12.02

+15.65%/+13.99%/+14.03%，经调整净利润为 419.59 亿元/551.10 亿元/689.78 亿元，同比-4.14%/+31.34%/+25.16%，对应 PE 为 18.85X/14.35X/11.47X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

消费恢复不及预期，外卖竞争不及预期，抖音到店投入超预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,592	390,415	445,040	507,458
(+/-) (%)	21.99%	15.65%	13.99%	14.03%
经调整净利润	43,772	41,959	55,110	68,978
(+/-) (%)	158.43%	-4.14%	31.34%	25.16%
每股收益(元，经调整)	7.24	6.87	9.02	11.29
P/E (经调整)	17.88	18.85	14.35	11.47

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	209,735	252,431	319,395	401,313	营业收入	337,592	390,415	445,040	507,458
现金	70,834	99,278	158,973	233,780	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	2,653	3,870	4,411	5,030	营业成本	207,807	244,608	275,969	304,583
存货	1,734	1,777	2,005	2,213	销售费用	63,975	68,803	76,547	83,731
其他	134,514	147,506	154,006	160,291	管理费用	10,729	18,322	19,709	20,298
非流动资产	114,620	116,486	119,305	122,099	研发费用	21,054	17,947	19,582	21,821
固定资产	18,315	14,246	14,444	15,837	财务费用	(32,735)	(38,893)	(50,652)	(72,892)
无形资产	35,719	34,954	34,174	33,376	除税前溢利	37,985	40,086	54,300	70,553
其他	60,586	67,286	70,686	72,886	所得税	2,177	4,009	5,430	7,055
资产总计	324,355	368,917	438,700	523,412	净利润	35,808	36,077	48,870	63,497
流动负债	107,936	119,167	139,774	160,683	少数股东损益	1	7	10	13
短期借款	1	5,001	10,001	14,001	归属母公司净利润	35,807	36,070	48,860	63,485
应付账款及票据	41,761	31,307	35,320	38,983					
其他	66,174	82,859	94,452	107,700	EBIT	38,031	38,526	52,431	67,506
非流动负债	43,815	41,264	41,764	42,264	EBITDA	46,452	57,236	68,972	84,922
长期债务	1,175	1,675	2,175	2,675	EPS (元, 经调整)	7.24	6.87	9.02	11.29
其他	42,640	39,589	39,589	39,589					
负债合计	151,751	160,431	181,538	202,947					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	181,927	217,803	266,469	329,759	成长能力				
归属母公司股东权益	172,663	208,538	257,204	320,494	营业收入	21.99%	15.65%	13.99%	14.03%
少数股东权益	(59)	(52)	(42)	(29)	归属母公司净利润	158.43%	0.73%	35.46%	29.93%
股东权益合计	172,604	208,487	257,162	320,465	获利能力				
负债和股东权益	324,355	368,917	438,700	523,412	毛利率	38.44%	37.35%	37.99%	39.98%
					销售净利率	10.61%	9.24%	10.98%	12.51%
					ROE	20.74%	17.30%	19.00%	19.81%
					ROIC	20.63%	16.11%	17.52%	18.02%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	57,147	52,258	76,264	101,317	资产负债率	46.79%	43.49%	41.38%	38.77%
净利润	0	0	0	0	净负债比率	-40.36%	-44.42%	-57.08%	-67.75%
少数股东权益	35,808	36,077	48,870	63,497	流动比率	1.94	2.12	2.29	2.50
折旧摊销	8,421	18,711	16,542	17,416	速动比率	1.75	1.87	2.05	2.26
营运资金变动及其他	12,917	(2,530)	10,852	20,404	营运能力				
投资活动现金流	10,205	(28,837)	(21,163)	(29,729)	总资产周转率	1.09	1.13	1.10	1.05
资本支出	(10,999)	(13,877)	(15,960)	(18,010)	应收账款周转率	125.13	119.71	107.49	107.50
其他投资	21,205	(14,960)	(5,203)	(11,719)	应付账款周转率	6.42	6.70	8.28	8.20
筹资活动现金流	(30,415)	5,218	4,788	3,413	每股指标 (元)				
借款增加	17,445	5,500	5,500	4,500	每股收益 (经调整)	7.24	6.87	9.02	11.29
普通股增加	(25,938)	0	0	0	每股经营现金流	9.45	8.55	12.48	16.58
已付股利	0	(282)	(712)	(1,087)	每股净资产	28.56	34.13	42.10	52.46
其他	(21,922)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	37,494	28,444	59,695	74,807	P/E (经调整)	17.88	18.85	14.35	11.47
					P/B	4.53	3.79	3.07	2.47
					EV/EBITDA	15.35	12.20	9.34	6.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>