

美团-W (03690.HK)

积极投入巩固生态，看好平台长期壁垒

事件: 1) 5 月 26 日，公司发布 2025 年一季度业绩，2025Q1 实现营业收入 865.6 亿元/同比+15.92%，归母净利润 100.57 亿元/同比+87.33%，经调整净利润 109.5 亿元/同比+46.2%。2) 6 月 11 日，公司发文拒绝低质低价“内卷式”竞争。公司将结合商家的实际需求，进一步优化营销方案，一方面调整流量体系，降低部分商家营销依赖，强化价格治理。另一方面向品质商家和商品倾斜流量。

核心本地商业: 千亿投入补贴商家，业务实现健康增长。 2025Q1 核心本地业务收入为 643 亿元/同比+17.8%，保持快速增长，经营利润 135.0 亿元/同比+39.1%，经营利润率达 21.0%/同比+3.2pct，利润端显著优化。收入端来看，配送服务/佣金/在线营销服务分别同比增长 22.1%/20.1%/15.1%。**1) 外卖:** 精细化运营实现健康增长。公司从供给侧迭代拼好饭和神抢手，满足消费者不同价格带的高性价比产品需求。商家侧，公司将在未来三年投入 1000 亿元，推动行业高质量发展。骑手侧，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。**2) 闪购:** 保持强劲增长势头。2025Q1 多个消费品类实现显著增长，并且持续推进闪电仓建设，闪电仓数量及订单占比持续上升。**3) 到店:** 推出美团会员提升交叉销售。在低线市场保持强劲增长势头，实现到店产品选择的拓展、交易量增长以及运营效率提升。3 月底公司推出“美团会员”，旨在进一步提升交易频次与交叉销售效率。

新业务: 亏损有所改善，持续扩大海外市场布局。 2025Q1 新业务分部收入 222 亿元/同比+19.2%；经营亏损同比收窄 17.5%至人民币 23 亿元，经营亏损率为 10.2%/同比+4.6pct。公司积极推动海外业务发展，Keeta 在沙特充分展现其产品实力和技术优势，为消费者带来更优的交易和配送体验，未来有望进军巴西市场，持续扩大海外市场布局。

财务: 毛利改善明显，费率有所下滑。 1) 毛利端，2025Q1 毛利率同比+1.17pct 至 37.45%，主要系改善经营杠杆与食杂零售业务毛利率改善，部分被海外业务相关成本增加所抵消；2) 费用端，2025Q1 销售/管理/财务费用率同比-0.64pct/-0.04pct/+0.12pct 至 17.97%/3.04%/0.55%，销售费率下滑主要系经营杠杆改善及营销效率改善，2025Q1 研发费用率同比保持稳定在 6.7%，整体期间费用率同比-0.56pct 至 21.55%；3) 利润端，2025Q1 实现归母净利润 100.57 亿元/同比+87.33%，经调整净利润 109.5 亿元/同比+46.2%。

投资建议: 公司为国内具备强规模优势及经营效率优势的优秀本地生活服务商，过往扩张能力与经营韧性均有所印证，伴随宏观复苏，增长及恢复确定性较强，业绩弹性可期。考虑公司 2025Q1 业绩表现，长期外卖业务利润弹性以及新业务减亏，我们预计 2025-2027 年实现归母净利润 418.3/534.6/638.6 亿元，经调整净利润为 499.8/616.1/720.1 亿元，经调整净利润对应估值分别为 15.9/12.9/11.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧；政策风险；消费者习惯变化不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	276,745	337,592	392,511	447,662	504,489
增长率 yoy (%)	25.8	22.0	16.3	14.1	12.7
归母净利润 (百万元)	13,856	35,807	41,833	53,460	63,855
增长率 yoy (%)	-307.2	158.4	16.8	27.8	19.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.27	5.86	6.85	8.75	10.45
净资产收益率 (%)	9.1	20.7	19.5	20.0	19.2
P/E (倍)	57.2	22.2	19.0	14.8	12.4
P/B (倍)	5.2	4.6	3.7	3.0	2.4

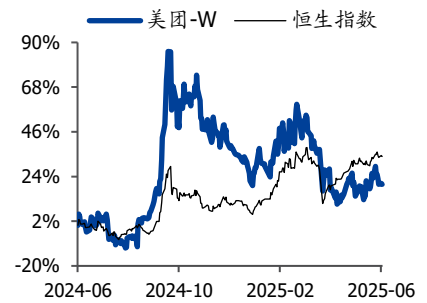
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 17 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	本地生活服务 II
前次评级	买入
06 月 17 日收盘价 (港元)	138.10
总市值 (百万港元)	843,770.03
总股本 (百万股)	6,109.85
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	51.45

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 范佳博

执业证书编号: S0680124040012

邮箱: fanjiabo@gszq.com

相关研究

- 《美团-W (03690.HK): 主业稳健增长，海外加速扩张》 2025-04-18
- 《美团-W (03690.HK): 本地复苏持续落地，利润表现超预期》 2023-06-01
- 《美团-W (03690.HK): 盈利能力持续优化，应对长期不断迭代》 2023-03-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	183116	209735	272317	330033	399587
现金	33340	70834	134560	189197	259980
应收票据及应收账款	17278	20208	19043	21653	20387
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1305	1734	1756	2224	2261
其他流动资产	131194	116959	116959	116959	116959
非流动资产	109913	114620	114974	114719	113851
长期投资	18289	19800	19800	19800	19800
固定资产	25978	30239	32697	34477	35633
无形资产	30398	30230	28099	26052	24028
其他非流动资产	35248	34351	34377	34390	34389
资产总计	293030	324355	387291	444752	513437
流动负债	100874	107936	129371	133737	138948
短期借款	19322	1	16150	17678	17716
应付票据及应付账款	22981	25193	30130	32966	38139
其他流动负债	58572	82741	83091	83092	83092
非流动负债	40199	43815	43483	43118	42737
长期借款	610	1175	842	478	97
其他非流动负债	39589	42640	42640	42640	42640
负债合计	141073	151751	172853	176855	181685
少数股东权益	-54	-59	-59	-59	-59
股本	0	0	0	0	0
资本公积	325579	308861	325579	325579	325579
留存收益	-175617	-139802	24230	-201303	-137448
归属母公司股东权益	152013	172663	214496	267956	331811
负债和股东权益	293030	324355	387291	444752	513437

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	28981	57886	51768	57699	75311
净利润	13857	35808	41833	53460	63855
折旧摊销	0	0	5046	5614	6173
财务费用	606	45	196	224	252
投资损失	-1213	-1186	-1199	-1192	-1196
营运资金变动	15842	22846	6079	-241	6402
其他经营现金流	-112	372	-188	-164	-176
投资活动现金流	-27078	11032	-4013	-4002	-3933
资本支出	3409	3581	354	-255	-868
长期投资	-1707	-1511	0	0	0
其他投资现金流	-25376	13101	-3659	-4257	-4801
筹资活动现金流	16805	-16263	15970	940	-595
短期借款	1760	-19321	16149	1528	39
长期借款	-939	565	-333	-365	-381
普通股增加	6084	0	0	0	0
资本公积增加	8835	0	0	0	0
其他筹资现金流	1064	2493	154	-224	-252
现金净增加额	18707	52655	63725	54637	70783

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	276745	337592	392511	447662	504489
营业成本	179554	207807	238647	272178	306729
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	58617	63975	75999	80614	86672
管理费用	9372	10729	13345	15221	17153
研发费用	21201	21054	24336	26860	29260
财务费用	606	45	196	224	252
资产减值损失	1135	898	589	671	757
其他收益	6315	3575	4685	4859	4373
公允价值变动收益	234	141	188	164	176
投资净收益	1213	1186	1199	1192	1196
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	14022	37985	45471	58109	69410
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	1	2
利润总额	14022	37985	45471	58108	69408
所得税	165	2177	3638	4649	5553
净利润	13857	35808	41833	53460	63855
少数股东损益	2	1	0	0	0
归属母公司净利润	13856	35807	41833	53460	63855
EBITDA	14233	38031	50517	63722	75581
EPS (元)	2.27	5.86	6.85	8.75	10.45

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.8	22.0	16.3	14.1	12.7
营业利润(%)	307.6	170.9	19.7	27.8	19.4
归属于母公司净利润(%)	-307.2	158.4	16.8	27.8	19.4
获利能力					
毛利率(%)	35.1	38.4	39.2	39.2	39.2
净利率(%)	5.0	10.6	10.7	11.9	12.7
ROE(%)	9.1	20.7	19.5	20.0	19.2
ROIC(%)	6.7	16.7	15.3	16.3	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	46.8	44.6	39.8	35.4
净负债比率(%)	16.6	-16.5	-35.5	-48.4	-60.5
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.5	2.9
速动比率	1.6	1.7	1.9	2.3	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	17.0	18.0	20.0	22.0	24.0
应付账款周转率	8.9	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.27	5.86	6.85	8.75	10.45
每股经营现金流(最新摊薄)	4.74	9.47	8.47	9.44	12.33
每股净资产(最新摊薄)	24.88	28.26	35.11	43.86	54.31
估值比率					
P/E	57.2	22.2	19.0	14.8	12.4
P/B	5.2	4.6	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	49.4	17.5	12.2	8.8	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com