

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

美团 (3690 HK)

上行空间大于下行风险；高效率捍卫市场份额

- 25年二季度核心电商业务收入因投入高于预期而未达预期(营业利润同比缩窄约115亿元人民币)，以捍卫市场领导地位，导致股价下跌12.5%
- 我们认为市场已经消化了第三季度的环比投资增加，而四季度的投资缩减仍将如期进行
- 增持：尽管短期受到补贴影响，我们将目标价下调至139港元，但仍看好美团的TAM扩展、运营效率提升、用户粘性、26年盈利复苏前景

25年二季度核心本地商业未达预期，新业务表现优于预期

美团25年二季度总营收同增12%(上一季度为同增18%)，达到918亿元人民币，略低于市场预期2%。毛利同比下降10%。由于外卖业务的额外投入，调整后营业利润为18亿元人民币，较市场预期低79%。核心本地商业(CLC)营收同比增长8%(上一季度为同比增长18%)，主要由于补贴增加导致客单价(AOV)下降；订单量环比加速增长。CLC在25年一季度的营业利润为37亿元人民币，同比缩窄115亿元人民币(与京东/阿里在二季度100-130亿元投资水平相当)，主要原因包括对用户、骑手和商家的补贴，以及在会员体系和品牌建设上的额外投入(销售与市场费用同比增长52%)。新业务板块营收同比加速增长至23%，高于预期2%；运营亏损环比收窄19%元人民币(市场预期亏损为25亿元人民币)。期末净现金为1,450亿元人民币

外卖竞争：短期承压，长期受益

鉴于竞争加剧和投资增加，我们目前预计美团25年三季度CLC收入将同比持平：即时配送收入因AOV下滑将略有下降，但订单增长将进一步加速；酒店旅游(IHT)收入预计将保持低双位数同比增长，主要受强劲的交易总额(GTV)增长和向更多城市/品类渗透的推动。我们预计CLC在25年三季度将录得103亿元人民币的营业亏损(相比24年三季度146亿元人民币的营业利润)，对应的投资总规模约为250亿元人民币(与我们对阿里当前的预测相当)。另一方面，我们仍维持观点：竞争态势将在暑期高峰季后有所缓和，美团的单位经济效益(UE)将在四季度实现环比改善(我们已观察到8月的UE优于7月)。我们看好美团在以下方面的竞争优势：更高的客单价(高端用户粘性更强)和低于同行的骑手成本，有望在长期中抓住更多机会：1)潜在市场规模更大(市场订单规模已超过2亿，去年为1亿)，美团的日订单量加速增长；2)长期每单营业利润恢复至1元人民币保持不变。

增持：目标价下调至139港元

我们下调了2025-27财年的预测(图8)，原因是外卖业务的投资高于预期。我们的目标价从156港元下调至139港元(图10)。我们认为美团为捍卫市场份额所进行的额外投资已被市场计入当前股价，**风险回报具有吸引力**，预计在2026年随着竞争趋于理性，盈利将恢复。我们的目标价仅对应**2026年牛市情境下11倍市盈率**(假设单位经济效益恢复至每单1元人民币)。上行催化剂：外卖竞争对手减少补贴；CLC增长/利润率好于预期；海外业务进展积极/新业务亏损减少；**主要风险**：1)宏观环境；2)监管政策；3)行业竞争。

财务预测及估值

人民币十亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	277	338	370	412	465
增长	25.8%	22.0%	9.7%	11.4%	12.8%
调整后净利润/(亏损)	23	44	(6)	6	38
增长	722.5%	88.2%	n.a.	n.a.	570.6%
经调整摊薄每股盈利(港元)	4.06	7.67	(1.02)	0.99	6.64
市盈率(x)	28.6	15.2	n.a.	115.8	17.3
ROE	15.3%	25.4%	-3.5%	3.6%	21.7%

注：收盘价截至2025年8月27日，资料来源：公司、招商证券(香港)预测

李怡珊, CFA

+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

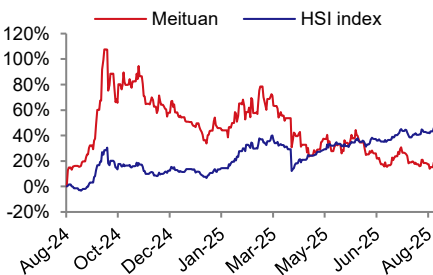
最新变动

25年二季度业绩：调整目标价及盈利预测

增持

前次评级	增持
股价	116港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	139港元 (+20%)
前次目标价	156港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
3690 HK	(7.3)	(24.3)	13.0
恒生指数	(0.1)	10.8	42.8

行业：TMT

恒生指数 (2025年8月27日)	25,202
MSCI中国 (2025年8月27日)	82

重要数据

52周股价区间(港元)	102 - 217
市值(十亿港元)	710.7
日均成交量(百万股)	45.76

主要股东

Wang Xing	9.2%
腾讯	1.7%
其他	4.8%
自由流通量	84.3%

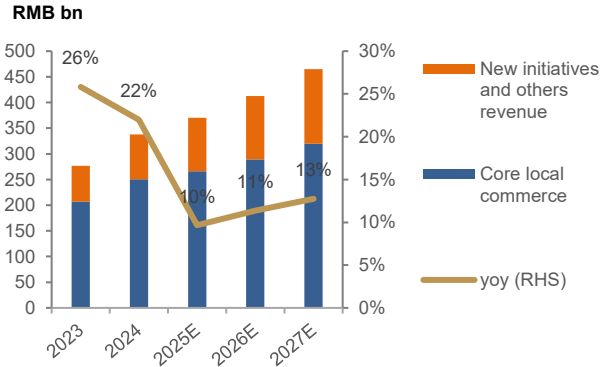
资料来源：彭博、万得、招商证券(香港)

相关报告

1. 美团 (3690 HK) - 尽管短期承压，仍看好 2026 年盈利恢复 (增持) (2025/5/27)
2. 美团 (3690 HK) - 业绩超预期：增长动力保持稳健 (增持) (2025/3/24)
3. 美团 (3690 HK) - 业绩持续超预期，增长前景稳健 (增持) (2024/12/1)
4. 美团 (3690 HK) - 效率提升及竞争改善助力前景提升 (增持) (2024/8/29)

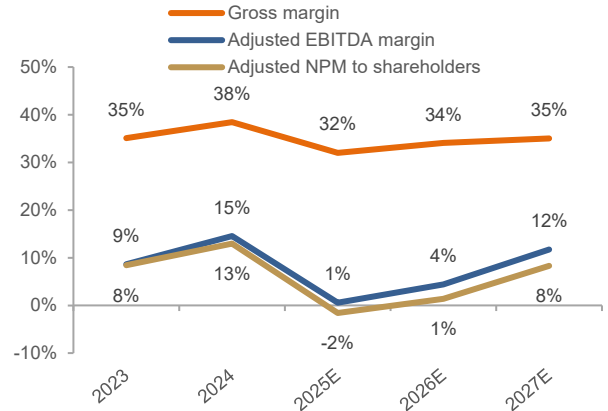
重点图表

图1：分业务收入预测



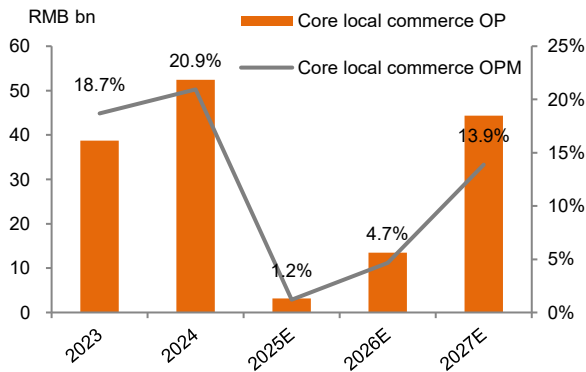
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图2：利润率趋势预测



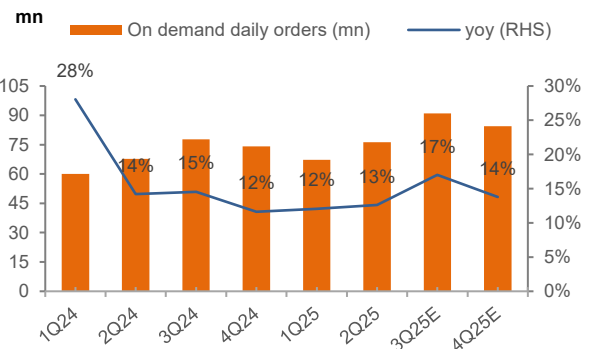
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图3：核心本地商业业务经营利润预测



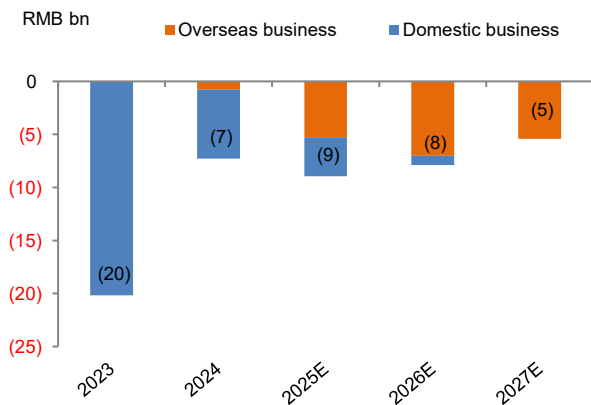
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图4：即时配送日单量



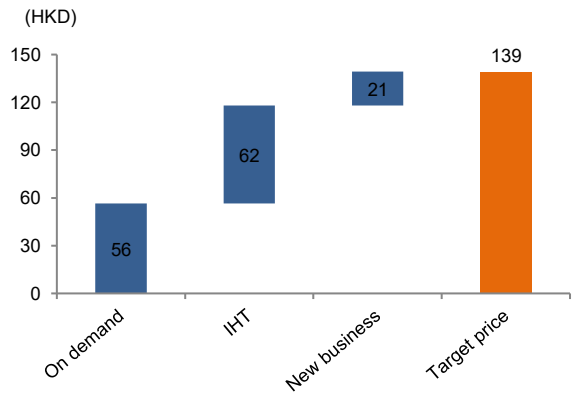
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图5：新业务的经营亏损



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图6：美团分部加总估值



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

美团细分业务进展

核心本地商业板块：实现营收 653 亿元，同比增长 7.7%，但经营溢利同比下降 75.6%至 3 亿元，经营利润率从 25.1% 降至 5.7%。

- **餐饮外卖：**在激烈竞争中巩固了市场地位。7 月美团即时零售日订单量峰值超 1.5 亿单，全量配送订单平均送达时间 34 分钟，核心用户群体黏性提升。美团积极拓展新客群，通过模式创新，如“拼好饭”已成为商家重要收入增长点，“浣熊食堂”规模持续扩大，计划未来三年在全国建设 1,200 家。此外，联合头部连锁餐饮品牌开出超 5500 家品牌卫星店，年底计划超 1 万家。在保障骑手权益方面，7 月 1 日起已在 17 个省市为全体骑手全额缴纳“工伤保险”，骑手养老保险补贴年底将覆盖全国。
- **美团闪购：**实现强劲增长，消费场景从食杂向 3C 数码、美妆母婴等品类全面延伸。“618”期间，平台上高客单价商品成交额增长 2 倍。截至二季度，美团联合各类零售商和品牌商在全国建设了超 5 万家闪电仓，助力本地小店数字化转型，扩大服务半径并提升经营效率。“闪购下单，30 分钟到家”已成为用户确定性的生活方式和商户确定性的增量来源。
- **到店酒旅：**订单量同比增长超 40%，年活跃商户数再创新高。“五一”黄金周，美团酒旅交易规模创下历史峰值。美团持续推进商户端数字化转型，AI 推荐助手系列工具，升级会员体系，新增到店权益，深化与高星酒店品牌合作。

新业务板块：营收 265 亿元，同比增长 22.8%，亏损环比收窄至 19 亿元。

- **美团优选：**6 月进行战略转型，退出表现不佳的亏损区域，在核心区域继续探索“次日达+自提”模式和社区零售新业态，亏损环比有所优化。
- **小象超市：**在运营城市不断优化服务，延长营业时间以满足夜间购物需求，目前已在 20 个左右城市布局近 1,000 个前置仓，未来计划加快扩张，逐步覆盖国内所有一二线城市，用户高频使用属性愈发明显。
- **Keeta：**订单量和 GTV 继续强劲增长，在香港市场进一步巩固领先地位，助力行业整体扩容。在中东市场，7 月底覆盖至沙特 20 个城市，并于近日正式在卡塔尔上线服务，未来计划进入巴西市场，美团对其长期增长潜力表示乐观，目标是 10 年内实现 1,000 亿美元的 GMV 运营率。

图7：25年二季度业绩表现

十亿元人民币	实际数据							实际数据与招商证券预测对比		实际数据与彭博一致预测对比	
	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	1Q25 qoq	2Q25 qoq	2Q25	% 差异	2Q25	% 差异
收入	82.3	86.6	91.8	18%	12%	-2%	6%	93.8	-2%	93.7	-2%
核心本地商业	60.7	64.3	65.3	18%	8%	-2%	2%	67.5	-3%	67.9	-4%
新业务及其他	21.6	22.2	26.5	19%	23%	-3%	19%	26.3	1%	26.1	2%
毛利	33.9	32.4	30.4	26%	-10%	-3%	-6%	36.6	-17%	36.1	-16%
销售及市场费用	-14.8	-15.6	-22.5	12%	52%	-10%	45%	-20.1	-12%		
研发费用	-5.3	-5.8	-6.3	15%	17%	6%	8%	-5.9	-6%		
一般及行政费用	-2.7	-2.6	-2.7	14%	-1%	-11%	2%	-2.8	5%		
公允价值损益	-0.1	0.8	0.5	n.a.	n.a.	6171%	-40%	0.0			
减值损失净拨备	-0.3	-0.1	0.0	-31%	-93%	-29%	-84%	0.0			
其他(损失)/收益, 净额	0.6	1.4	0.8	2%	28%	n.a.	-43%	1.9	-57%		
经营利润 / (亏损)	11.3	10.6	0.2	103%	-98%	58%	-98%	9.6	-98%	7.8	-97%
调整后经营利润	13.9	11.2	1.8	62%	-87%	5%	-84%	9.6	-81%	8.8	-79%
核心本地商业	15.2	13.5	3.7	39%	-76%	5%	-72%	12.1	-69%	11.3	-67%
新业务及其他	-1.3	-2.3	-1.9	-18%	43%	4%	-17%	-2.5	25%	-2.5	25%
调整后 EBITDA 利润	15.0	12.3	2.8	52%	-81%	7%	-77%	12.4	-78%	14.3	-81%
归母净利润	11.4	10.1	0.4	87%	-97%	62%	-96%	9.3	-96%	7.4	-95%
调整后归母净利润	13.6	10.9	1.5	46%	-89%	11%	-86%	9.3	-84%	9.4	-84%
经营性现金流	19,057	10,131	4,773	69%	-75%	-40%	-53%				
净现金(负债)	125	145	145								
利润率分析 (%)											
毛利率	41.2	37.4	33.1	2.4ppt	-8.1ppt	-0.3ppt	-4.3ppt	39.0	-5.9ppt	38.5	-5.4ppt
经营利润率	13.7	12.2	0.2	5.1ppt	-13.4ppt	4.6ppt	-12.0ppt	10.3	-10.0ppt	8.3	-8.1ppt
调整后经营利润率	16.9	13.0	2.0	3.5ppt	-14.9ppt	0.8ppt	-11.0ppt	10.2	-8.2ppt	9.4	-7.4ppt
核心本地商业	25.1	21.0	5.7	3.2ppt	-19.4ppt	1.3ppt	-15.3ppt	17.9	-12.2ppt		
新业务及其他	(6.1)	(10.2)	(7.1)	4.6ppt	-1.0ppt	-0.7ppt	3.1ppt	(9.5)	2.4ppt		
调整后 EBITDA 利润率	18.2	14.2	3.0	3.2ppt	-15.2ppt	1.2ppt	-11.2ppt	13.3	-10.2ppt	15.3	-12.3ppt
净利润率	13.8	11.6	0.4	4.3ppt	-13.4ppt	4.6ppt	-11.2ppt	9.9	-9.5ppt	7.9	-7.6ppt
调整后净利润率	16.5	12.6	1.6	2.4ppt	-14.9ppt	1.5ppt	-11.0ppt	9.9	-8.3ppt	10.0	-8.4ppt

资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

图8：盈利预测调整

人民币十亿元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	370.2	412.3	464.9	391.6	454.1	524.3	-5.5%	-9.2%	-11.3%
核心本地商业	266.2	289.2	319.6	284.6	327.5	374.9	-6.5%	-11.7%	-14.7%
新业务及其他	104.0	123.1	145.3	107.0	126.7	149.5	-2.8%	-2.8%	-2.8%
毛利润	118.5	140.4	163.0	148.2	176.5	209.0	-20.1%	-20.4%	-22.0%
调整后经营利润	(5.8)	5.6	39.6	34.6	53.3	67.4	n.a.	-89.5%	-41.3%
核心本地商业	3.2	13.5	44.3	44.2	59.9	71.1	-92.8%	-77.5%	-37.7%
新业务及其他	(9.0)	(7.9)	(4.8)	(9.6)	(6.6)	(3.8)	6.5%	-19.7%	-26.6%
调整后归母净利润	(5.9)	5.7	38.5	33.5	51.6	65.3	n.a.	-88.9%	-41.1%
利润率分析 (%)									
毛利率	32.0	34.1	35.1	37.9	38.9	39.9	-5.9ppt	-4.8ppt	-4.8ppt
调整后经营利润率	(1.6)	1.4	8.5	8.8	11.7	12.9	-10.4ppt	-10.4ppt	-4.3ppt
核心本地商业	1.2	4.7	13.9	15.5	18.3	19.0	-14.3ppt	-13.6ppt	-5.1ppt
新业务及其他	(8.6)	(6.4)	(3.3)	(8.9)	(5.2)	(2.5)	0.3ppt	-1.2ppt	-0.8ppt
调整后净利润率	(1.6)	1.4	8.3	8.6	11.4	12.5	-10.2ppt	-10.0ppt	-4.2ppt
增长 (%)									
收入	9.7	11.4	12.8	16.0	16.0	15.5	-6.3ppt	-4.6ppt	-2.7ppt
核心本地商业	6.4	8.6	10.5	13.7	15.1	14.5	-7.4ppt	-6.4ppt	-3.9ppt
新业务及其他	19.0	18.4	18.0	22.5	18.4	18.0	-3.4ppt	0.0ppt	0.0ppt
毛利润	(8.7)	18.5	16.1	14.2	19.0	18.4	-22.9ppt	-0.5ppt	-2.4ppt
调整后经营利润	n.a.	n.a.	604.8	(23.4)	54.2	26.4	n.a.	n.a.	578.4ppt
调整后归母净利润	n.a.	n.a.	570.6	(23.4)	54.0	26.6	n.a.	n.a.	544.0ppt

资料来源：公司、招商证券（香港）预测；正负代表调整方向

图9：招商证券预测与一致预测对比

人民币十亿元	招商证券预测			一致预测			差异 %		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	370.2	412.3	464.9	370.3	416.2	468.9	0.0%	-0.9%	-0.9%
毛利润	118.5	140.4	163.0	117.9	143.1	167.6	0.4%	-1.9%	-2.8%
调整后经营利润	(5.8)	5.6	39.6	(5.7)	14.7	46.4	-0.2%	-61.7%	-14.7%
调整后归母净利润	(5.9)	5.7	38.5	(3.8)	14.7	46.6	-54.5%	-60.9%	-17.4%
利润率分析 (%)									
毛利率	32%	34%	35%	32%	34%	36%	0.2ppt	-0.3ppt	-0.7ppt
调整后经营利润率	-2%	1%	9%	-2%	4%	10%	0.0ppt	-2.2ppt	-1.4ppt
调整后净利润率	-2%	1%	8%	-1%	4%	10%	-0.6ppt	-2.1ppt	-1.7ppt

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测；注：数据截至2025年8月27日

SOTP 估值

我们给予即时配送业务（外卖+即时零售）1.5倍目标市销率，若假设每单营业利润为1元人民币（公司长期目标），则对应12倍市盈率。我们给予酒店旅游板块20倍市盈率。新业务板块给予1.0倍市销率。我们的SOTP目标价下调至139港元，反映盈利预测下调、估值周期推进以及汇率变化。目标价对应2027财年21倍市盈率（为美团在2025年5月前的历史平均水平，对比美国同行2027财年平均市盈率26倍、中国非电商同行平均市盈率20倍），在我们假设核心即时配送业务每单营业利润恢复至1元人民币的牛市情境下，目标价对应2026/ss27财年分别为11倍/8倍市盈率。

图10：分部加总（SOTP）估值表

未来 12 个月	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
即时配送业务				
日均单量, 百万	70.0	89.5	144.8	200.0
单均利润, 人民币	-1.0	-0.3	1.0	1.5
收入	169.3	217.9	355.7	493.5
净利润 (@15%税率)	-21.7	-7.1	44.9	93.1
3 年复合年增长率		11%		
目标市销率 (倍)	1.0x	1.5x	2.0x	2.5x
目标价值	169	327	711	1,234
Implied P/E (x) @ 1 RMB per order		12x	16x	20x
到店酒旅				
收入	55.7	69.7	84.8	100.0
经营利润率	30%	30%	35%	40%
净利润 (@15%税率)	14.2	17.8	25.2	34.0
3 年复合年增长率		9%		
目标市盈率 (倍)	15x	20x	25x	30x
目标价值	213	357	631	1,020
核心业务				
收入	227.4	287.6	445.5	600.3
净利润	-7.5	10.8	70.2	127.1
净利率	-3%	4%	16%	21%
目标价值	382	684	1,342	2,254
对应市盈率 (倍)	-51.0	63.4	19.1	17.7
新业务				
收入	98.5	123.1	147.8	200.0
净利润	-9.9	-7.9	0.0	20.0
净利率	-10%	-6%	0%	10%
目标市销率 (倍)	0.0x	1.0x	1.5x	2.0x
目标价值	0	123	222	400
对应市盈率 (倍)				20.0
集团目标价值 (百万元人民币)	382	807	1,564	2,654
港币/人民币		1.09		
流通股数 (百万)		6.3		
目标价格 (港元)	66	139	270	458
上涨空间	-43%	20%	132%	294%
目标价对应基本情形市盈率 (倍)			2026E	2027E
目标价对应乐观情形市盈率 (倍)			140.6	21.0
			11.1	7.6

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上涨空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	净资产收益率 (%)		2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	599.0	700.0	16.9	705.6	12.7	11.1	19.2	17.0	1.3	6.8	18.7	23.7	22.4	9.8	13.0	13.3
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	122.2	146.0	19.4	291.4	16.5	14.4	13.3	16.0	2.7	2.1	12.7	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	122.2	147.0	20.3	173.5	13.4	9.2	15.1	10.1	0.3	3.0	11.9	23.7	27.7	14.4	36.8	38.7
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	116.3	139.0	19.5	91.3	10.8	8.7	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	30.4	n.a.	3.6	12.1	n.a.	21.5
Netease	网易	NTES US	美元	增持	135.1	161.0	19.2	85.5	14.8	13.8	14.6	13.7	2.0	5.3	14.1	26.7	23.8	6.4	6.8	8.4
JD.com	京东	JD US	美元	增持	30.8	42.0	36.3	44.8	12.1	7.0	11.2	8.1	0.3	0.2	7.4	20.3	12.1	6.5	31.8	53.9
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.8	29.2	13.1	40.0	21.9	20.4	32.2	28.9	2.5	9.2	24.7	13.8	10.7	9.7	11.6	11.0
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	22.9	26.0	13.5	11.0	10.7	9.9	22.5	19.3	1.2	9.5	18.0	22.1	22.6	11.3	15.6	12.6
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	22.5	30.0	33.6	9.4	15.4	11.5	28.8	20.4	0.6	2.3	21.1	7.3	12.5	8.9	34.7	26.6
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	279.0	330.0	18.3	7.8	26.0	21.8	18.8	23.1	n.a.	7.1	20.8	25.6	16.9	12.2	n.a.	20.7
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	11.0	12.2	11.1	2.0	10.3	8.3	12.7	10.0	0.4	2.1	18.2	54.0	34.5	19.1	22.8	26.7
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	增持	16.9	19.5	15.7	8.7	9.4	7.0	7.1	6.9	2.3	0.6	5.2	7.1	6.9	2.7	3.0	24.3
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	65.3	n.a.	n.a.	42.7	13.5	11.6	17.2	15.0	1.0	5.7	17.5	10.8	11.1	13.4	14.8	16.3
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	89.9	n.a.	n.a.	31.5	2.5	2.1	11.5	10.7	0.9	1.7	7.1	7.2	6.4	5.2	12.5	18.1
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	76.5	n.a.	n.a.	42.4	9.5	8.2	15.0	12.7	0.7	2.4	11.9	24.8	23.4	8.9	17.4	16.6
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.6	n.a.	n.a.	27.2	13.4	9.2	30.2	18.9	0.4	0.9	16.6	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	41.3	n.a.	n.a.	5.4	24.8	23.0	28.9	25.9	2.2	4.8	23.0	6.7	6.6	7.0	11.7	10.2
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	11.3	n.a.	n.a.	6.7	39.1	28.1	n.a.	38.4	1.3	n.a.	43.8	14.9	17.1	22.3	30.5	36.7
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	未评级	53.5	n.a.	n.a.	2.8	6.3	5.1	10.5	10.1	1.4	1.2	7.6	4.8	5.0	6.1	7.4	18.1
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.5	4.2	6.8	6.6	1.5	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.4	n.a.	n.a.	2.3	9.3	5.6	47.7	15.2	n.a.	0.6	7.7	0.6	5.6	3.8	n.a.	41.3
Yala	雅乐科技		美元	未评级	7.9	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.9	7.4	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.
Douyu	斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.7	n.a.	n.a.	0.2	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
Huya	虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.4	n.a.	n.a.	0.7	23.8	9.1	30.0	23.5	0.6	0.9	19.1	2.3	3.7	5.3	39.3	n.a.
Weibo	微博	WB US	美元	未评级	11.2	n.a.	n.a.	2.7	4.4	4.3	5.8	5.8	2.2	1.5	5.2	11.1	10.2	2.8	2.7	2.8
中国公司均值									14.1	11.4	18.6	15.9	1.3	3.4	16.4	16.5	14.6	9.5	17.7	22.4
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	229.1	271.0	18.3	2,443.5	15.1	12.7	27.5	23.6	1.2	3.8	17.4	21.1	19.3	10.6	27.8	31.7
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	207.5	审视中	n.a.	2,513.5	14.5	12.6	19.6	18.8	2.4	7.1	17.2	31.3	27.3	12.8	18.5	15.3
Meta	Meta	META US	美元	增持	747.4	866.0	15.9	1,877.5	18.3	15.3	22.6	20.2	1.6	n.a.	17.3	35.3	29.2	15.5	7.6	21.6
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,223.5	1,423.0	16.3	519.9	37.2	31.0	45.1	39.3	1.9	n.a.	56.3	42.4	45.2	12.3	26.0	22.8
Uber	优步	UBER US	美元	增持	95.3	审视中	n.a.	198.8	23.4	18.5	24.9	23.3	1.8	4.5	21.2	28.0	27.2	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	693.0	766.0	10.5	144.5	n.a.	37.8	n.a.	n.a.	0.8	8.5	47.2	19.6	28.7	14.5	49.9	49.0
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	16.3	21.1	29.6	6.6	10.8	8.4	13.5	11.3	0.8	1.1	7.2	21.1	18.9	12.8	19.8	n.a.
海外公司均值									19.9	19.5	25.5	22.8	1.5	5.0	26.3	28.4	28.0	13.3	24.9	28.1

注：股价采用 2025 年 8 月 27 日收盘价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表					
12 月 31 日年结 (人民币十亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
贸易应收款	3	3	4	3	4
预付款、按金及其他资产	15	18	20	22	24
短期投资	112	97	107	118	130
现金及现金等价物	33	71	25	49	47
其他流动资产	21	21	21	21	21
流动资产	183	210	177	213	225
物业、厂房及设备	26	30	30	27	24
无形资产	30	30	30	30	30
采用权益法列账的投资	18	20	20	20	20
按公允价值计量且变动计入当期损益之金融资产	18	18	18	18	18
其他非流动资产	17	17	17	18	18
非流动资产	110	115	115	113	110
总资产	293	324	291	325	336
贸易应付款项	23	25	17	29	22
应付商家款项	24	25	7	28	11
其他应付款项及应计费用	18	21	22	24	25
短期贷款	19	0	0	0	0
其他流动负债	17	36	39	40	42
流动负债	101	108	86	120	99
长期贷款	1	1	1	1	1
应付票据	35	38	38	38	38
其他负债	5	5	5	5	5
非流动负债	40	44	44	44	44
负债总额	141	152	129	164	143
总权益	152	173	162	161	193

现金流量表					
12 月 31 日年结 (人民币十亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营现金流	41	57	(26)	42	17
税前利润	14	38	(11)	(0)	34
折旧及摊销	8	8	11	12	13
非现金雇员福利开支	8	8	6	6	7
营运资金变动	13	6	(26)	32	(25)
其它	(3)	(3)	(6)	(9)	(11)
投资现金流	(25)	10	(14)	(12)	(12)
购买物业、厂房及设备	(7)	(11)	(10)	(10)	(10)
业务合并付款 (扣除所得现金)	0	0	0	0	0
收购采用权益法列账的投资	0	0	0	0	0
购买短期投资产品	(133)	(217)	(10)	(11)	(12)
其它	115	238	6	8	9
融资现金流量	(3)	(30)	(6)	(6)	(7)
发行普通股所得款项净额	0	(26)	(6)	(6)	(7)
回购普通股	1	(1)	(0)	(0)	(0)
其它	(4)	(3)	0	(0)	0
现金变动净额	13	37	(46)	23	(2)
年底现金金额	33	71	25	49	47

利润表					
12 月 31 日年结 (人民币十亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	277	338	370	412	465
收入成本	(180)	(208)	(252)	(272)	(302)
毛利	97	130	118	140	163
销售及营销开支	(59)	(64)	(96)	(101)	(86)
研发开支	(21)	(21)	(26)	(27)	(30)
一般及行政开支	(9)	(11)	(11)	(12)	(14)
金融资产减值亏损拨备净额	(1)	(1)	(0)	0	0
投资的公允价值变动	0	0	1	0	0
其他收入/(亏损) 净额	6	4	6	8	9
经营利润/(亏损)	13	37	(11)	(1)	33
财务收入	1	1	2	2	2
财务成本	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
除所得税前利润/(亏损)	14	38	(11)	(0)	34
所得税减免/(开支)	(0)	(2)	(0)	(0)	(2)
净利润	14	36	(11)	(0)	31
净利润 (除少数权益)	14	36	(11)	(0)	31
经调整 EBITDA 利润	24	49	2	18	54
经调整净利润/(亏损)	23	44	(6)	6	38

财务比率					
12 月 31 日年结	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率					
收入	26%	22%	10%	11%	13%
经营利润/(亏损)	-75%	n.a.	138%	30%	31%
经调整 EBITDA	146%	106%	-96%	759%	202%
经调整净利润	722%	88%	n.a.	n.a.	571%
盈利能力					
毛利率	35%	38%	32%	34%	35%
经营利率	5%	11%	-3%	0%	7%
归属于股东的净利润率	5%	11%	-3%	0%	7%
经调整 EBITDA 利润率	9%	15%	1%	4%	12%
归属于股东的经调整净利润率	8%	13%	-2%	1%	8%
ROE	15%	25%	-4%	4%	22%
ROA	5%	12%	-4%	0%	10%
每股数据 (人民币)					
摊薄每股盈利	2.2	5.8	-1.7	-0.1	5.0
经调整基本每股盈利	3.7	7.0	-0.9	0.9	6.1
经调整摊薄每股盈利 (港元)	4.1	7.7	-1.0	1.0	6.6
每股净资产	24.5	28.2	26.1	26.0	31.1
估值					
市销率 (x)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5
市盈率 (x)	28.6	15.2	n.a.	115.8	17.3
市净率 (x)	4.4	3.9	4.2	4.2	3.5

注：收盘价截至 2025 年 8 月 27 日；净利润来自持续运营业务；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或

分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828