

美团-W (03690.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

业绩承压，竞争对利润影响大于预期

业绩简评

2025 年 8 月 27 日，公司披露 2025 第二季度业绩公告，2025Q2 公司实现营收 918 亿元，同比+11.7%。Non-IFRS 净利润 14.9 亿元，同比-89%。

经营分析

2025Q2 公司本地核心商业收入 653 亿元，同比增长 7.7%，经营利润 37 亿元，同比下降 75.6%，经营利润率 5.7%，同比-19.4pct。

1) 餐饮外卖及闪购：即时零售竞争加剧，外卖盈利受影响，闪购加速渗透。 2025Q2 公司配送收入达到 237 亿元，同比增长 2.8%，主要由于配送量增长及收入抵扣减少。外卖：拓展新客同时加深核心用户黏性，持续在各个价格带提供高性价比产品，并与商家合作开展供给侧创新，提升菜品品质。商家端：持续推广“明厨亮灶”计划，并为参与商家提供流量支持与硬件补贴。骑手端：2022 年 7 月以来已累计投入 15 亿元职业伤害保障资金，现已扩展至 17 个省市所有骑手。闪购：2025Q2 闪购业务订单量和交易金额强劲增长，截至 6 月底，已布局超过 50000 家闪电仓。618 期间，赋能近 100 万家线下商家服务了超过 1 亿名消费者，首次让线下零售商享受到了线上购物节的红利。

2) 到店及酒旅：产品品类和服务持续拓展，低线城市增长势头强劲，美团会员有望促进多业务交叉销售效率。 到店：在商家后台推出了一系列 AI 经营助手，并逐步向更多服务零售商家推广。酒旅：升级酒店及旅游板块的会员权益，以吸引优质用户；深化与高星级酒店品牌的合作，推出联合会员项目；成功推出国内首款专为酒店商户打造的 AI 工具“美团既白”。

新业务：业务调整、经营效率提升，Keeta 海外拓展加速。 2025Q2 公司新业务收入 265 亿元，同比增长 22.8%，经营亏损 19 亿元，亏损同比扩大 43.1%，亏损率 7.1%，环比改善 3.1%。2025Q2，公司战略收缩“美团优选”业务，退出表现不佳的亏损区域，小象超市在一线城市营业时间延长，整体保持强劲增长，未来将加速扩展至全国一二线城市。Keeta 订单量和交易金额均实现强劲增长，截至 7 月在沙特已拓展至 20 个城市。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 3699/4361/4911 亿元，Non-IFRS 净利润分别为-35.7/317/506 亿元，对应 2026/2027 年 P/E 分别为 17.91/11.21X，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；海外亏损加大风险；外卖单量增长不及预期；社区团购减亏进度不及预期。

国金证券研究所

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

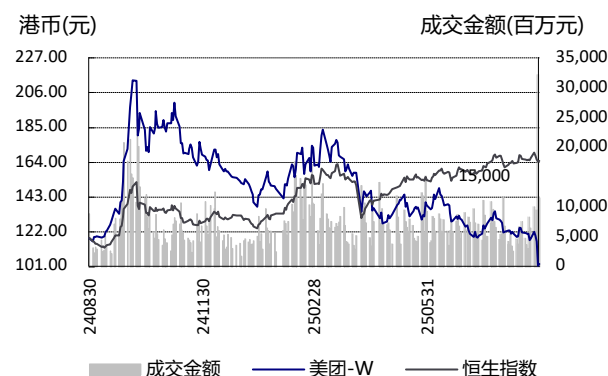
分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币)：102.700 元

相关报告：

- 《美团-W 港股公司点评：逆战外卖红海，守份额谋未来》，2025.5.28
- 《美团 - W 港股公司点评：海外亏损或加大，将增加 AI 投入》，2025.3.23
- 《美团-W 港股公司点评：业绩超预期，业务协同效应增强》，2024.11.30



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	276,745	337,592	369,946	436,095	491,103
营业收入增长率	25.82%	21.99%	9.58%	17.88%	12.61%
NON-IFRS 归母	23,253	43,772	-3,570	31,679	50,600
净利润(百万元)					
NON-IFRS 归母	722.47%	88.24%	-108.15%	N.A	59.73%
净利润增长率					
NON-IFRS 摊薄	3.81	7.16	-0.58	5.18	8.28
每股收益(元)					
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.11%	20.74%	-7.36%	13.78%	19.17%
P/E	24.40	12.96	N.A	17.91	11.21
P/B	4.63	4.07	4.43	3.83	3.10

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	219,955	276,745	337,592	369,946	436,095	491,103
增长率	22.8%	25.8%	22.0%	9.6%	17.9%	12.6%
主营业务成本	158,202	179,554	207,807	254,619	274,274	294,101
%销售收入	71.9%	64.9%	61.6%	68.8%	62.9%	59.9%
毛利	61,753	97,191	129,785	115,327	161,821	197,002
%销售收入	28.1%	35.1%	38.4%	31.2%	37.1%	40.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	39,745	58,617	63,975	94,151	96,115	107,748
%销售收入	18.1%	21.2%	19.0%	25.5%	22.0%	21.9%
管理费用	9,772	9,372	10,729	11,061	13,083	14,733
%销售收入	4.4%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	20,740	21,201	21,054	24,860	25,686	27,256
%销售收入	9.4%	7.7%	6.2%	6.7%	5.9%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	-5,830	14,627	38,031	-13,460	28,223	48,551
%销售收入	-2.7%	5.3%	11.3%	-3.6%	6.5%	9.9%
财务费用	925	605	45	-1,027	-815	-1,325
%销售收入	0.4%	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.3%
投资收益	36	1,213	1,186	0	0	0
%税前利润	-0.5%	8.6%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-8,382	8,107	34,027	-14,746	26,937	47,265
营业利润率	-3.8%	2.9%	10.1%	-4.0%	6.2%	9.6%
营业外收支						
税前利润	-6,756	14,022	37,985	-12,433	29,038	49,876
利润率	-3.1%	5.1%	11.3%	-3.4%	6.7%	10.2%
所得税	-70	165	2,177	-622	3,485	5,985
所得税率	1.0%	1.2%	5.7%	5.0%	12.0%	12.0%
净利润	-6,685	13,857	35,808	-11,811	25,553	43,891
少数股东损益	1	2	1	0	-3	-4
归属于母公司的净利润	-6,686	13,856	35,807	-11,811	25,556	43,895
净利率	n.a	5.0%	10.6%	n.a	5.9%	8.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-6,686	13,856	35,807	-11,811	25,556	43,895
少数股东损益	1	2	1	0	-3	-4
非现金支出	9,181	5,194	6,453	-1,251	-1,254	-1,255
非经营收益						
营运资金变动	-813	13,476	6,466	10,840	10,389	9,288
经营活动现金净流	11,411	40,522	57,147	1,161	38,183	55,597
资本开支	-5,731	-6,880	-10,999	-3,500	-5,000	-5,500
投资	-10,923	-20,950	16,137	0	0	0
其他	1,941	3,166	5,068	-11,316	1,286	1,286
投资活动现金净流	-14,714	-24,664	10,205	-14,816	-3,714	-4,214
股权募资	170	193	-25,938	0	0	0
债权募资	23,706	39,753	17,445	0	0	0
其他	-33,866	-42,727	-21,922	-35	-35	-35
筹资活动现金净流	-9,990	-2,781	-30,415	-35	-35	-35
现金净流量	-12,355	13,181	37,494	-14,152	33,972	50,886

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	20,159	33,340	70,834	56,682	90,655	141,541
应收账款	10,142	11,235	12,421	14,181	16,717	18,826
存货	1,163	1,305	1,734	2,051	2,209	2,369
其他流动资产	111,682	137,237	124,745	123,693	127,001	129,751
流动资产	143,145	183,116	209,735	196,608	236,582	292,487
%总资产	58.6%	62.5%	64.7%	62.8%	66.7%	70.9%
长期投资	16,582	18,289	19,800	19,800	19,800	19,800
固定资产	10,557	13,598	18,315	19,730	22,471	25,474
%总资产	4.3%	4.6%	5.6%	6.3%	6.3%	6.2%
无形资产	35,749	36,198	35,719	34,420	33,187	32,015
非流动资产	101,336	109,913	114,620	116,464	117,972	119,803
%总资产	41.4%	37.5%	35.3%	37.2%	33.3%	29.1%
资产总计	244,481	293,030	324,355	313,072	354,554	412,289
短期借款	17,562	19,322	1	1	1	1
应付款项	17,379	22,981	41,761	49,509	53,331	57,186
其他流动负债	41,489	58,572	66,174	70,290	82,858	93,310
流动负债	76,430	100,874	107,936	119,800	136,190	150,497
长期贷款	1,549	610	1,175	1,175	1,175	1,175
其他长期负债	37,796	39,589	42,640	31,765	31,765	31,765
负债	115,775	141,073	151,751	152,740	169,130	183,437
普通股股东权益	128,762	152,013	172,663	160,390	185,485	228,918
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	139,466	162,443	181,927	169,655	194,749	238,183
少数股东权益	-56	-57	-59	-59	-61	-66
负债股东权益合计	244,481	293,030	324,355	313,072	354,554	412,289

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.09	2.23	5.85	-1.93	4.18	7.18
每股净资产	20.79	25.14	28.56	26.25	30.35	37.46
每股经营现金净流	1.84	6.70	9.45	0.19	6.25	9.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-5.19%	9.11%	20.74%	-7.36%	13.78%	19.17%
总资产收益率	-2.73%	4.73%	11.04%	-3.77%	7.21%	10.65%
投入资本收益率	-3.90%	8.41%	20.63%	-7.92%	13.31%	18.57%
增长率						
主营业务收入增长率	22.79%	25.82%	21.99%	9.58%	17.88%	12.61%
EBIT 增长率	74.83%	350.88%	160.01%	-135.39%	309.69%	72.03%
净利润增长率	71.59%	307.23%	158.43%	-132.98%	316.38%	71.76%
总资产增长率	1.59%	19.86%	10.69%	-3.48%	13.25%	16.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
存货周转天数	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8
应付账款周转天数	37.0	40.5	56.1	64.5	67.5	67.6
固定资产周转天数	18.0	15.7	17.0	18.5	17.4	17.6
偿债能力						
净负债/股东权益	28.55%	17.23%	-15.65%	-14.81%	-31.13%	-47.45%
EBIT 利息保障倍数	-3.7	10.3	28.4	-381.2	799.4	1,375.2
资产负债率	47.36%	48.14%	46.79%	48.79%	47.70%	44.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-80234211
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 5 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
 18 楼 1806