美团-W（03690.HK）

2025Q2 业绩点评：业绩低于预期，建议关注外卖竞争动态变化

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	276,850	337,592	369,951	434,981	496,717
同比（%）	25.80	21.94	9.59	17.58	14.19
归母净利润（百万元）	13,856	35,807	(3,903)	16,312	41,183
同比（%）	307.23	158.43	(110.90)	-	152.47
Non-IFRS 净利润（百万元）	23,253	43,772	3,312	22,188	47,423
同比（%）	722.48	88.24	(92.43)	570.00	113.74
EPS-最新摊薄（元/股）	2.27	5.86	(0.64)	2.67	6.74
P/E（现价&最新摊薄）	41.22	15.95	-	35.01	13.87
PE（Non-IFRS）	24.56	13.05	172.46	25.74	12.04

投资要点

- **业绩低预期：**美团 25Q2 实现营业收入 918 亿元，同比增长 12%，经调整净利润 14.93 亿元，同比下滑 89%。公司业绩低于彭博一致预期。
- **核心本地商业利润受竞争冲击，新业务减亏趋势延续。**核心本地商业 Q2 收入 653 亿（yoy+7.7%）；运营利润为 37 亿，同比下降 75.6%，经营利润率同比下降 19.4 pct 至 5.7%，低于预期，主要受到外卖竞争加剧的影响。新业务 Q2 收入 265 亿（yoy+22.8%）；运营亏损同比扩大至 19 亿，运营亏损率环比收窄 3.1pct 至 7.1%，好于预期。
- **核心本地商业：受外卖竞争加剧影响，短期利润明显下滑，但美团效率优势依然保持。**1）4 月以来受到京东等加大外卖补贴影响，公司即时配送业务利润同比明显下滑，但凭借履约、供给和运营效率优势，一方面和竞对的 UE 差距进一步扩大，另一方面加深核心用户的黏性、增加交易频次。Q2 美团平台 MAU 突破 6 亿，用户年度交易频次创下新高，“618”期间闪购多个品类 GTV 同比翻倍。2）在到餐业务受到外卖竞争负面影响的基础上，到店酒旅业务 Q2 仍保持强劲增长，到店订单量同比增长超 40%，年度交易用户数增长超 20%。“美团会员”Q2 新增了到店权益，提升了用户忠诚度、交易频次和交叉销售效率；升级酒旅板块会员权益，高等级会员参与度有所提升，且在平台尝试了更多品类。3）Q3 美团与淘宝闪购补贴竞争加剧，我们预计单量同比增长加速（7 月即时配送订单量单日峰值达 1.5 亿单）的同时出现较大规模亏损；核心本地商业 Q3 也出现较大规模亏损。
- **新业务：社区团购业务将逐渐缩减，小象超市和 Keeta 持续投入。**Q2 社区团购继续优化效率减少亏损，新业务整体亏损环比收窄至 19 亿元。小象超市保持强劲增长，公司计划覆盖所有一二线城市，公司预计未来几年将保持高于行业整体水平的增长。Keeta Q2 订单量和交易金额均实现强劲增长，在沙特阿拉伯，截至 7 月底已扩展至 20 个城市，并在 8 月进入新市场卡塔尔。我们预计社区团购后续亏损将逐渐缩减，而 Keeta 和小象超市业务投入将受到新市场拓展的节奏影响。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到外卖竞争对公司利润的影响，我们将公司 2025-2027 年经调整利润由 434/541/684 亿元下调至 33/222/474 亿元，对应 2025-2027 年经调整 PE 为 172/26/12 倍，我们看好公司核心业务长期竞争优势和海外长期空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞对投入力度及持续性超预期，消费不及预期，出海不及预期

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 郭若娜
执业证书：S0600524080004
guorn@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	102.70
一年最低/最高价	100.20/217.00
市净率(倍)	3.10
港股流通市值(百万港元)	517,876.37

基础数据

每股净资产(元)	30.17
资产负债率(%)	44.19
总股本(百万股)	6,111.05
流通股本(百万股)	5,531.61

相关研究

《美团-W(03690.HK:)：2025Q1 业绩点评：业绩超预期，竞争干扰短期业绩但长期影响有限》

2025-05-30

《美团-W(03690.HK:)：2024Q4 业绩点评：核心业务利润继续释放，出海打开想象空间》

2025-03-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美团-W 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**209,734.86**	**206,558.71**	**230,211.77**	**277,526.26**
现金及现金等价物	70,834.10	57,790.41	75,968.50	119,479.86
应收账款及票据	2,653.05	2,279.63	2,837.79	2,390.81
存货	1,734.12	2,448.00	2,711.55	3,271.66
其他流动资产	134,513.59	144,040.66	148,693.92	152,383.94
非流动资产	**114,620.06**	**120,349.12**	**116,542.79**	**114,269.23**
固定资产	18,314.81	24,279.62	19,906.76	17,064.39
商誉及无形资产	35,718.76	35,433.01	35,149.55	34,868.35
长期投资	19,800.13	19,800.13	20,600.13	21,400.13
其他长期投资	31,039.92	31,039.92	31,039.92	31,039.92
其他非流动资产	9,746.45	9,796.45	9,846.45	9,896.45
资产总计	**324,354.92**	**326,907.83**	**346,754.56**	**391,795.49**
流动负债	**107,935.64**	**114,393.24**	**117,929.47**	**121,788.83**
短期借款	1.08	1.08	1.08	1.08
应付账款及票据	41,760.68	41,881.79	39,196.83	39,332.73
其他	66,173.88	72,510.37	78,731.56	82,455.03
非流动负债	**43,815.20**	**43,815.20**	**43,815.20**	**43,815.20**
长期借款	1,175.05	1,175.05	1,175.05	1,175.05
其他	42,640.15	42,640.15	42,640.15	42,640.15
负债合计	**151,750.84**	**158,208.44**	**161,744.67**	**165,604.03**
股本	0.40	0.39	0.38	0.37
少数股东权益	(58.88)	(58.92)	(58.76)	(58.35)
归属母公司股东权益	172,662.96	168,758.31	185,068.65	226,249.80
负债和股东权益	**324,354.92**	**326,907.83**	**346,754.56**	**391,795.49**

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57,146.78	(2,389.48)	19,196.98	43,911.58
投资活动现金流	10,205.25	(8,783.89)	851.42	1,470.09
筹资活动现金流	(30,414.66)	(1,870.31)	(1,870.31)	(1,870.31)
现金净增加额	37,494.34	(13,043.69)	18,178.09	43,511.35
折旧和摊销	7,996.80	9,320.93	9,656.33	8,123.56
资本开支	(8,986.23)	(15,000.00)	(5,000.00)	(5,000.00)
营运资本变动	36,607.00	(3,409.93)	(1,938.74)	56.22

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**337,591.58**	**369,950.88**	**434,980.99**	**496,717.02**
营业成本	207,806.98	250,927.43	283,775.18	314,118.24
销售费用	63,975.24	93,718.35	100,622.62	100,995.72
管理费用	10,729.20	11,247.05	11,744.49	11,921.21
研发费用	21,053.60	25,224.85	26,098.86	28,809.59
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
经营利润	**34,026.56**	**(11,166.79)**	**12,739.85**	**40,872.27**
利息收入	1,291.81	1,983.35	1,618.13	2,127.12
利息支出	1,336.93	1,868.81	1,868.81	1,868.81
其他收益	4,004.00	6,266.11	6,701.42	7,320.09
利润总额	**37,985.43**	**(4,786.14)**	**19,190.59**	**48,450.66**
所得税	2,177.11	(882.95)	2,878.59	7,267.60
净利润	**35,808.32**	**(3,903.19)**	**16,312.00**	**41,183.07**
少数股东损益	1.14	(0.04)	0.16	0.41
归属母公司净利润	**35,807.18**	**(3,903.15)**	**16,311.84**	**41,182.65**
EBIT	34,026.56	(11,166.79)	12,739.85	40,872.27
EBITDA	42,023.36	(1,845.86)	22,396.18	48,995.83
Non-IFRS 归母净利润	**43,772.45**	**3,311.60**	**22,187.83**	**47,423.26**

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	5.86	(0.64)	2.67	6.74
每股净资产(元)	28.25	27.62	30.28	37.02
发行在外股份(百万股)	6,111.05	6,111.05	6,111.05	6,111.05
ROIC(%)	18.56	(5.30)	6.08	16.80
ROE(%)	20.74	(2.31)	8.81	18.20
毛利率(%)	38.44	32.17	34.76	36.76
销售净利率(%)	10.61	(1.06)	3.75	8.29
资产负债率(%)	46.79	48.40	46.65	42.27
收入增长率(%)	21.94	9.59	17.58	14.19
归母净利润增长率(%)	158.43	(110.90)	-	152.47
P/E	15.95	-	35.01	13.87
P/B	3.31	3.38	3.09	2.52
EV/EBITDA	18.42	-	22.16	9.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为***人民币，港元汇率为 2025 年 8 月 30 日的 0.91***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn