



美团 (3690.HK): UE 优势扩大, 加大投入捍卫市场地位

利润不及预期: 公司 2Q25 收入同比增长 11.7% 至人民币 918 亿元, 低于市场预期 2.0%; 由于骑手补贴以及海外业务成本增加, 毛利率同比下降 8.1pp 至 33.1%; 同时由于推广及用户激励增加, 营销费用率也环比增长 6.5pp 至 24.5%; 调整后净利润为 15 亿元, 不及市场预期的 92 亿元。

外卖行业竞争激烈, 预计三季度亏损扩大: 2Q25 核心本地商业收入同比增长 7.7%, 低于市场预期 3.8%, 经营利润大幅下降 76% 至 37 亿元, 经营利润率同比下降 19.4pp 至 5.7%。一方面, 为应对激烈竞争, 公司加大配送补贴, 使得配送服务收入仅同比增长 2.8%, 远低于交易笔数的增速; 佣金收入同比增长 12.9%; 在线营销服务收入同比增长 10.5%。另一方面, 由于营销活动的增加, 公司外卖业务也拓展了更多新客, 核心用户交易频次增加, 7 月峰值日单量突破 1.5 亿。公司持续加强对高性价比产品和高质量产品的覆盖, 满足不同价格带的消费者需求。由于 7、8 月外卖行业补贴力度仍然较大, 我们预计公司将加大投入捍卫市场地位, 三季度即时零售业务亏损或将近 170 亿元。短期行业竞争仍存在不确定性, 但由于更强的规模效应和运营效率, 公司在 UE 层面相对于同业的优势被进一步扩大, 这将有助于公司更好地应对竞争。我们预计四季度随着行业补贴力度放缓, 公司亏损也将快速改善。

美团优选收缩, Keeta 加快外海扩张: 2Q25 新业务收入同比增长 22.8%, 经营亏损为 19 亿元, 经营亏损率环比改善 3.1pp 至 7.1%。公司对美团优选进行战略转型, 退出表现不佳的亏损区域, 将资源转移至其余新零售业务。Keeta 订单量和交易金额均实现强劲增长, 在香港市场进一步巩固市场地位, 在沙特阿拉伯持续扩展覆盖城市, 并于近期拓展至卡塔尔, 公司目标十年内将 GMV 做到 1,000 亿美元。

维持“买入”评级, 下调目标价至 120 港元: 考虑到由于行业竞争激烈, 我们对公司 FY25E 收入及归母净利润预测下调至 3,681 亿/-128 亿元, 下调目标价至 120 港元。我们认为行业当前的亏损状态难以持续, 若竞争有所放缓, 公司盈利能力有望快速修复, 维持“买入”评级。

投资风险: 竞争加剧; 业务复苏不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	276,745	337,592	368,068	413,621	469,725
经营利润	13,415	36,845	(11,016)	18,599	39,779
调整后净利润	23,253	43,772	(7,167)	24,092	44,195
调整后目标 PE (x)			N/A	27.5	15.0

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 9 月 1 日

评级

目标价 (港元)	120
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (港元)	102.7
52 周内股价区间 (港元)	98-217
总市值 (百万港元)	627,604
近 3 月日均成交额 (百万港元)	7,206

买入

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2025 年 8 月 29 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	276,745	337,592	368,068	413,621	469,725
收入成本	(179,554)	(207,807)	(249,310)	(268,853)	(295,927)
毛利	97,191	129,785	118,758	144,767	173,798
研发费用	(21,201)	(21,054)	(24,458)	(26,885)	(30,532)
销售费用	(58,617)	(63,975)	(97,882)	(90,997)	(93,945)
管理费用	(9,372)	(10,729)	(10,806)	(11,995)	(13,622)
其他营业费用	5,414	2,818	3,372	3,709	4,080
经营盈利	13,415	36,845	(11,016)	18,599	39,779
利息收益	(606)	(45)	94	-	-
投资及其他收益	1,213	1,186	108	-	-
除税前盈利	14,022	37,985	(10,814)	18,599	39,779
所得税开支	(165)	(2,177)	(1,972)	(1,488)	(3,182)
持续经营净利润	13,857	35,808	(12,786)	17,111	36,597
年度盈利	13,857	35,808	(12,786)	17,111	36,597
少数股东权益	-	-	-	-	-
本公司权益持有人	13,857	35,808	(12,786)	17,111	36,597
调整后净利润	23,253	43,772	(7,167)	24,092	44,195

现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
除税前盈利	14,022	37,985	(10,814)	18,599	39,779
折旧及摊销	7,997	8,421	9,803	10,208	10,926
股权激励费用	8,383	7,583	6,695	6,980	7,598
其他调整项	(3,356)	(3,308)	-	(0)	-
营运资金变动	13,476	6,466	4,862	2,240	3,013
经营现金流	40,522	57,147	10,546	38,028	61,316
固定资产	(6,578)	(10,138)	(11,054)	(12,422)	(14,107)
无形资产	-	-	-	-	-
短期投资	(18,301)	16,472	(20,000)	(20,000)	(20,000)
其他投资现金流	216	3,872	-	-	-
投资现金流	(24,664)	10,205	(31,054)	(32,422)	(34,107)
借款净额	42,810	(1,230)	-	-	-
其他融资现金流	(45,591)	(29,185)	-	-	-
融资现金流	(2,781)	(30,415)	-	-	-
汇率变动影响	104	557	-	-	-
现金及现金等价物净流量	13,181	37,494	(20,508)	5,606	27,209
年初现金及现金等价物	20,159	33,340	70,277	49,769	55,375
年末现金及现金等价物	33,340	70,277	49,769	55,375	82,584

资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	33,340	70,834	50,326	55,932	83,141
应收款项	2,743	2,653	2,893	3,251	3,691
短期投资	111,821	97,409	117,409	137,409	157,409
其他流动资产	35,213	38,839	38,769	38,540	38,369
流动资产合计	183,116	209,735	209,397	235,132	282,610
固定资产	25,978	30,239	31,490	33,703	36,884
无形资产	30,398	30,230	30,230	30,230	30,230
长期投资	47,612	48,837	48,837	48,837	48,837
其他非流动资产	5,926	5,314	5,314	5,314	5,314
非流动资产合计	109,913	114,620	115,871	118,085	121,266
资产总计	293,030	324,355	325,268	353,216	403,876
短期借款	19,322	1	1	1	1
应付账款	22,981	25,193	30,225	32,594	35,876
其他流动负债	58,572	82,741	82,741	82,741	82,741
流动负债合计	100,874	107,936	112,967	115,337	118,619
长期借款	610	1,175	1,175	1,175	1,175
其他非流动负债	39,589	42,640	42,640	42,640	42,640
非流动负债合计	40,199	43,815	43,815	43,815	43,815
负债总计	141,073	151,751	156,782	159,152	162,434
股本溢价	325,579	308,861	308,861	308,861	308,861
保留盈利及其他	(173,566)	(136,198)	(140,317)	(114,738)	(67,361)
本公司权益持有人应占权益	152,013	172,663	168,544	194,124	241,501
非控制性权益	(57)	(59)	(59)	(59)	(59)
权益总额	151,956	172,604	168,485	194,065	241,442

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	25.8%	22.0%	9.0%	12.4%	13.6%
毛利润增速	57.4%	33.5%	-8.5%	21.9%	20.1%
经营利润增速	NM	174.6%	NM	NM	113.9%
净利润增速	NM	158.4%	NM	NM	113.9%
调整后净利润增速	722.5%	88.2%	NM	NM	83.4%
盈利能力比率					
毛利率	35.1%	38.4%	32.3%	35.0%	37.0%
经营利润率	4.8%	10.9%	-3.0%	4.5%	8.5%
净利率	5.0%	10.6%	-3.5%	4.1%	7.8%
调整后净利率	8.4%	13.0%	-1.9%	5.8%	9.4%
每股指标 (元)					
基本EPS	2.2	5.8	-2.1	2.8	6.0
摊薄EPS	2.2	5.8	-2.1	2.8	5.9
调整后EPS	3.7	7.0	-1.2	3.9	7.2
估值 (倍)					
调整后目标P/E			N/A	27.5	15.0
目标P/S			1.8	1.6	1.4
目标P/B			4.2	4.2	4.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 美团 (3690.HK)

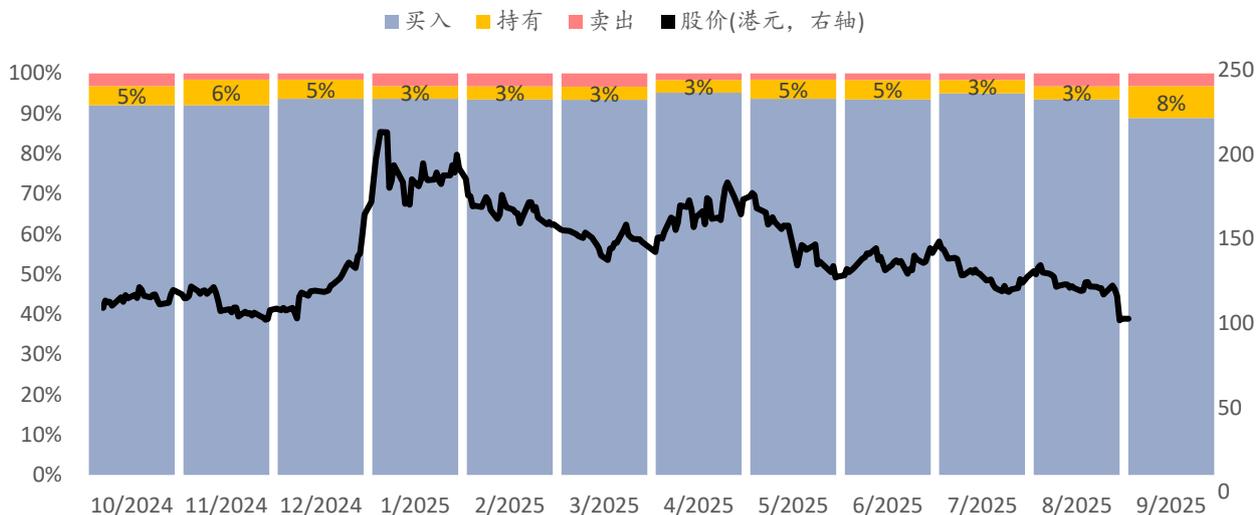


注: 股价截至 2025 年 8 月 29 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

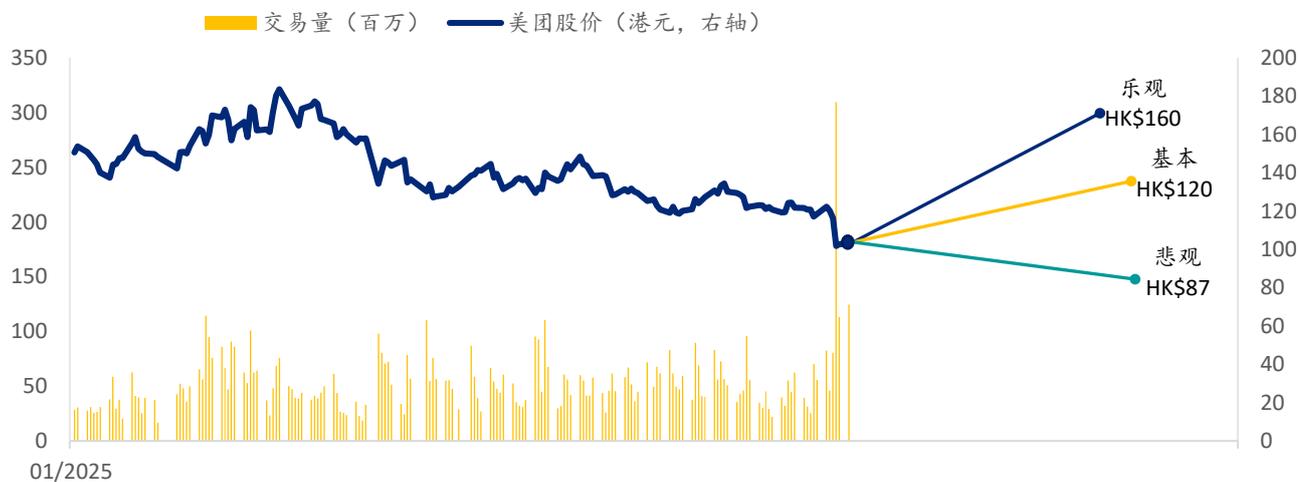
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 美团 (3690.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美团 (3690.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期	悲观情景: 公司收入利润弱于预期
目标价: 160 港元	目标价: 87 港元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> 行业竞争缓和, 市场份额回升, 利润改善; 即时配送需求优于预期; 到店酒旅利润率优于预期 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争加剧导致增长放缓, 投入加大; 利润率改善不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	115.70	买入	166.00	1/9/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	135.00	买入	170.00	1/9/2025	电商
9618 HK Equity	京东	117.80	买入	146.00	18/8/2025	电商
JD US Equity	京东	31.07	买入	38.00	18/8/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	120.22	持有	123.00	27/8/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.74	持有	16.00	20/8/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	596.50	买入	700.00	14/8/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	136.19	买入	154.00	15/8/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	212.40	买入	240.00	15/8/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	180.90	买入	220.00	22/8/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.26	买入	28.00	22/8/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.42	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	80.80	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	4.73	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.58	买入	4.00	14/8/2025	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.72	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	102.70	买入	120.00	1/9/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	75.35	买入	88.00	22/8/2025	短视频
SE US Equity	Sea	186.54	买入	200.00	13/8/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	39.41	买入	37.00	8/8/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	506.69	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	478.59	买入	476.00	8/8/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	229.00	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	212.91	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	213.53	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	738.70	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	297.86	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	681.88	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	24.52	买入	29.00	13/8/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	98.20	买入	114.00	13/8/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	279.40	买入	325.00	20/8/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	37.98	买入	55.00	9/5/2025	软件

注: 收盘价截至 2025 年 8 月 29 日;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

