

美团-W (03690.HK)

补贴加大拖累经营表现，持续跟踪竞争格局变化

优于大市

核心观点

2025Q2 经调整溢利同降89%。2025Q2，公司实现收入918.4亿元，同比+11.7%；经营溢利2.3亿元，同比-98.0%，经营利润率为0.2%，同比-13.4pct；经调整溢利为14.9亿元，同比-89.0%，经调整净利率为1.6%，同比-14.9pct。

到店业务系核心本地商业的主要盈利来源。2025Q2，核心本地商业收入653.5亿元/+7.7%，其中配送服务/佣金/在线营销/其他服务分别实现收入237/250/136/32亿元，分别同增+2.8%/+12.9%/+10.5%/-2.9%，受补贴增加冲减收入影响，配送服务收入增速同环比均下滑。经营溢利37.2亿元/-75.6%，经营利润率为5.7%/-19.4pct。分月度来看，4月影响预计可控，但伴随竞争程度加剧，5-6月预计盈利受影响较大。**到家业务方面**，外卖业务订单量同比预计双位数增长，但AOV预计同比小幅下滑，最终导致收入低单位数同比增长；闪购业务订单量预计同增超30%，收入预计同样保持较快增长。受补贴扰动到家业务本季度预计亏损。**到店业务方面**，到店酒旅业务收入预计同增约15%，盈利能力相对稳定，短期到店取代到家业务成为公司的主要利润来源。

新业务亏损幅度环比收窄。2025Q2，新业务收入264.9亿元/+22.8%，经营亏损18.8亿元，经营亏损率7.1%，环比改善3.1pct，亏损幅度环比24Q4/25Q1（-21.8/-22.7亿元）收窄。2025年6月，美团优选退出表现不佳的亏损区域，聚焦核心区域发展；同时计划加速小象超市扩张，逐步覆盖国内所有一二线城市；Keeta继续维持强劲增长。

2025Q2 盈利能力承压走低。2025Q2，毛利率同比-8.1pct，系骑手补贴增加及海外业务扩张所致；销售/研发/管理费率各+6.5/+0.3/-0.4pct，竞争加剧推广投放增加；经调整净利率1.6%，同比-14.9pct。

预计第三季度核心本地商业会出现较大规模亏损。考虑到当下竞争加剧现状，公司持续加大战略性投入，公司核心本地商业业务在第三季度仍将出现较大规模亏损。一方面，公司会增加激励以确保价格竞争力与行业领先的配送服务，其次会加大营销投入以强化品牌认知。

风险提示：行业竞争加剧、骑手成本等相关风险，垄断监管、舆情风险等。

投资建议：综合考虑赛道竞争动态以及公司应对举措，短期核心本地商业预计亏损幅度会有所加大，故我们下调公司2025-2027年经调整净利润至-77/318/466亿元（调整幅度为-117%/-46%/-35%），对应2026-27年PE估值16.9/11.6x，维持公司中线“优于大市”评级，后续持续跟踪赛道竞争动态演变。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 276,745 | 337,592 | 370,342 | 423,483 | 485,089 |
| (+/-%) | 25.8% | 22.0% | 9.7% | 14.3% | 14.5% |
| 经调整净利润(百万元) | 23,253 | 43,653 | -7,712 | 31,761 | 46,569 |
| (+/-%) | 722.5% | 87.7% | -117.7% | 511.8% | 46.6% |
| 经调整EPS(元) | 3.80 | 7.14 | -1.26 | 5.20 | 7.62 |
| EBIT Margin | 4.8% | 10.9% | -0.4% | 9.1% | 12.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 9.1% | 20.7% | -0.5% | 16.3% | 19.9% |
| 市盈率(PE) | 23.6 | 12.3 | -69.8 | 16.9 | 11.6 |
| EV/EBITDA | 45.7 | 17.5 | 520.7 | 18.4 | 12.1 |
| 市净率(PB) | 3.18 | 3.18 | 3.20 | 2.68 | 2.15 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

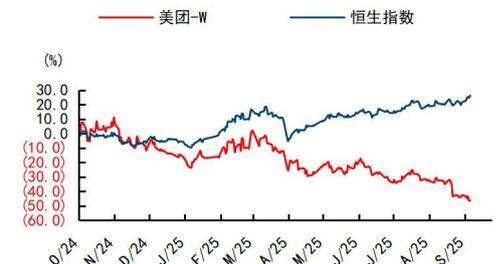
互联网·互联网 II

| | |
|---|---|
| 证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003 | 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002 |
| 证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004 | 证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003 |
| 证券分析师：王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn S0980525020001 | |

基础数据

| | |
|------------|--------------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 96.55 港元 |
| 总市值/流通市值 | 590026/534081 百万港元 |
| 52周最高价/最低价 | 217.00/95.35 港元 |
| 近3个月日均成交额 | 7616.37 百万港元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《美团-W (03690.HK)——一季度主业利润释放优秀，短期补贴投入以巩固龙头地位》——2025-06-03
- 《美团-W (03690.HK)——一季度核心主业增长亮眼，阶段增加投入稳固经营根基》——2025-05-29
- 《美团-W (03690.HK)——会员体系深化全域协同，业务生态加速破壁融合》——2025-04-09
- 《美团-W (03690.HK)——核心本地业务发展顺利，关注25年AI助手推出以及出海情况》——2025-04-01
- 《美团-W (03690.HK)——核心主业增长靓丽，出海提速助力中线成长》——2025-03-27

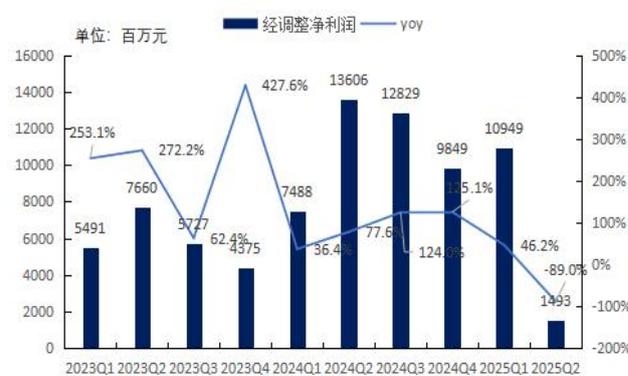
2025Q2 实现经调整溢利同比下滑 89%。2025Q2，公司实现收入 918.4 亿元，同比 +11.7%；经营溢利 2.3 亿元，同比-98.0%，经营利润率为 0.2%，同比-13.4pct；经调整溢利为 14.9 亿元，同比-89.0%，经调整净利率为 1.6%，同比-14.9pct。

图1：2023 年以来美团季度收入数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：2023 年以来美团季度经调整利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投入增加致核心本地商业盈利阶段下行。2025Q2，核心本地商业实现收入 653.5 亿元，同比+7.7%，其中配送服务/佣金/在线营销/其他服务分别实现收入 236.6/249.5/135.5/31.9 亿元，对应同比增速为+2.8%/+12.9%/+10.5%/-2.9%，受补贴增加冲减收入影响，配送服务收入增速同环比均有所下滑。经营溢利为 37.2 亿元，同比-75.6%，经营利润率为 5.7%，同比-19.4pct。分月度来看，4 月预计影响相对可控，但伴随后续竞争程度加剧，5-6 月预计盈利受影响较大。**到家业务方面**，外卖业务订单量同比预计双位数增长，但 AOV 预计同比小幅下滑，最终导致收入低单位数同比增长；闪购业务订单量预计同增超 30%，收入预计同样保持较快增长。**到店业务方面**，到店旅游业务收入预计同增约 15%，盈利能力相对稳定，短期到店取代到家业务成为公司的主要利润来源。

新业务亏损幅度环比收窄。2025Q2，新业务实现收入 264.9 亿元，同比+22.8%，经营亏损 18.8 亿元，经营亏损率 7.1%，环比改善 3.1pct，亏损幅度环比 24Q4/25Q1 (-21.8/-22.7 亿元) 收窄。2025 年 6 月，美团优选退出表现不佳的亏损区域，聚焦核心区域发展；同时公司计划加速小象超市的扩张，未来逐步覆盖国内所有一二线城市；Keeta 继续维持强劲增长，截至 2025 年 7 月业务已经扩大至沙特 20 个城市，并积极探索卡塔尔与巴西的市场发展。

图3：核心本地商业收入及经营利润率



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4：新业务收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q2 盈利能力下行。2025Q2，公司毛利率同比-8.1pct，系骑手补贴增加及海外业务扩张所致；销售/研发/管理费各+6.5/+0.3/-0.4pct，竞争加剧推广投放增加；经调整净利润率 1.6%，同比-14.9pct。

图5：公司经调整净利润率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

预计三季度核心本地商业会出现较大规模亏损。据公司公开业绩会信息，受战略性投入影响，公司核心本地商业业务在第三季度仍将出现较大规模亏损。一方面，公司会增加激励以确保价格竞争力与行业领先的配送服务，其次会加大营销投入以强化品牌认知。

投资建议：综合考虑赛道竞争动态以及公司应对举措，短期核心本地商业预计亏损幅度会有所加大，故我们下调公司 2025-2027 年经调整净利润至-77/318/466 亿元（调整幅度为-117%/-46%/-35%），对应 2026-27 年 PE 估值 16.9/11.6x，维持公司中线“优于大市”评级，后续持续跟踪赛道竞争动态演变。

风险提示：行业竞争加剧，宏观经济等系统性风险，业务整合不及预期，骑手成本等相关风险，垄断监管风险或舆情风险等。

最新盈利预测如下：

- 1、核心本地商业预计 2025-2027 年收入分别同比+6.4%/12.0%/12.2%，其中订单量分别同比+13.6%/+10.1%/10.1%，对应经营利润分别为-7.5/447/616 亿元；
- 2、新业务预计 2025 年-2027 年收入分别同比+19.3%/+20.3%/+20.2%，对应经营亏损为 86/100/118 亿元。
- 3、上市公司层面 2025-2027 年收入分别同比+9.7%/+14.3%/+14.5%，经调整净利润分别为-77/318/466 亿元。

表1: 美团最新盈利预测拆分

| | EST 2024 | EST 2025 | EST 2026 | EST 2027 |
|--|----------|----------|----------|----------|
| 总收入 | 337,592 | 370,342 | 423,483 | 485,089 |
| YoY | | 9.7% | 14.3% | 14.5% |
| 经营利润 (non-IFRS) | 45,142 | -9,304 | 34,669 | 49,877 |
| 净调整净利润 (non-IFRS) | 43,772 | -7,712 | 31,761 | 46,569 |
| 核心本地商业收入 | 250,247 | 266,150 | 298,127 | 334,363 |
| YoY % | | 6.4% | 12.0% | 12.2% |
| 即时零售订单量 | 25,374 | 28,812 | 31,721 | 34,924 |
| YoY % | | 13.6% | 10.1% | 10.1% |
| 核心本地商业经营利润 | 52,415 | -749 | 44,697 | 61,633 |
| YoY % | | -101.4% | -6064.7% | 37.9% |
| OPM (non-IFRS) | 20.9% | -0.3% | 15.0% | 18.4% |
| 新业务收入 | 87,344 | 104,192 | 125,356 | 150,726 |
| YoY % | | 19.3% | 20.3% | 20.2% |
| 新业务经营利润 (non-IFRS) | -7,153 | -8,555 | -10,029 | -11,757 |
| OPM (non-IFRS) | | -8.2% | -8.0% | -7.8% |
| <i>*Operating Loss for Meituan Select (non-IFRS)</i> | | | | |
| Core Local Commerce Segment Breakdown | | | | |
| 外卖收入 | 166,575 | 166,218 | 180,346 | 196,577 |
| YoY % | | -0.2% | 8.5% | 9.0% |
| 外卖 GTV | 1,032 | 1,123 | 1,213 | 1,298 |
| YoY % | | 8.8% | 8.0% | 7.0% |
| 分部经营利润 (non-IFRS) | 32,610 | -18,505 | 20,936 | 33,602 |
| OPM (non-IFRS) | | -11.1% | 11.6% | 17.1% |
| UE | 1.48 | -0.76 | 0.80 | 1.20 |
| 闪购收入 | 26,335 | 34,474 | 43,816 | 54,946 |
| YoY % | | 30.9% | 27.1% | 25.4% |
| 闪购 GTV | 278 | 368 | 472 | 596 |
| YoY % | | 32.2% | 28.5% | 26.2% |
| No. of transactions | 3,351 | 4,399 | 5,551 | 6,922 |
| YoY % | | 31.3% | 26.2% | 24.7% |
| 分部经营利润 (non-IFRS) | 868 | -1,967 | 833 | 1,523 |
| OPM (non-IFRS) | | -5.7% | 1.9% | 2.8% |
| UE | 0.26 | -0.45 | 0.15 | 0.22 |
| 到店酒旅收入 | 57,333 | 65,455 | 73,964 | 82,840 |
| YoY % | | 14.2% | 13.0% | 12.0% |
| GTV (est.) | 939 | 1,181 | 1,334.2 | 1,542.3 |
| YoY % | | 25.7% | 13.0% | 15.6% |
| Hotel room nights | 924 | 1,073 | 1,287.6 | 1,506.5 |
| YoY % | | 16.2% | 20.0% | 17.0% |
| 分部经营利润 (non-IFRS) | 18,861 | 19,614 | 22,929 | 26,509 |
| OPM (non-IFRS) | | 30.0% | 31.0% | 32.0% |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 70834 | 74376 | 81813 | 89995 | 营业收入 | 337592 | 370342 | 423483 | 485089 |
| 应收款项 | 12421 | 33483 | 38288 | 43857 | 营业成本 | 207807 | 259060 | 265524 | 299785 |
| 存货净额 | 1734 | 3456 | 3525 | 3974 | 销售费用 | 63975 | 85179 | 88932 | 93137 |
| 其他流动资产 | 19550 | 55551 | 63523 | 72763 | 管理及研发费用 | 31783 | 33127 | 34726 | 36867 |
| 流动资产合计 | 209735 | 272062 | 313384 | 362072 | 资产减值及公允价值变动 | (757) | 1293 | (124) | (196) |
| 固定资产 | 18315 | 19633 | 18478 | 16142 | 其他损益净额 | 3575 | 4254 | 4254 | 4254 |
| 无形资产及其他 | 35719 | 35433 | 35222 | 35090 | 营业利润 | 36845 | (1476) | 38432 | 59358 |
| 投资性房地产 | 40786 | 40786 | 40786 | 40786 | 财务费用 | 864 | 0 | 1536 | 1791 |
| 长期股权投资 | 19800 | 19800 | 19850 | 19900 | 权益性投资收益 | 250 | 499 | 250 | 250 |
| 资产总计 | 324355 | 387714 | 427720 | 473990 | 利润总额 | 37985 | (978) | 37146 | 57817 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1 | 28564 | 29061 | 13997 | 所得税费用 | 2177 | (77) | 3715 | 6938 |
| 应付款项 | 43341 | 48381 | 45828 | 47694 | 少数股东损益 | 1 | (0) | 1 | 2 |
| 其他流动负债 | 64594 | 81037 | 83316 | 91875 | 归属于母公司净利润 | 35807 | (901) | 33430 | 50877 |
| 流动负债合计 | 107936 | 157982 | 158204 | 153566 | 经调整净利润 | 43653 | (7712) | 31761 | 46569 |
| 长期借款及应付债券 | 1175 | 1175 | 1175 | 1175 | 现金流量表(百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 其他长期负债 | 42640 | 56854 | 63206 | 63236 | 净利润 | 35807 | (901) | 33430 | 50877 |
| 长期负债合计 | 43815 | 58029 | 64381 | 64411 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 151751 | 216011 | 222585 | 217977 | 折旧摊销 | 8421 | 8572 | 9968 | 11434 |
| 少数股东权益 | (59) | (59) | (58) | (56) | 公允价值变动损失 | 757 | (1293) | 124 | 196 |
| 股东权益 | 172663 | 171762 | 205192 | 256070 | 财务费用 | 864 | 0 | 1536 | 1791 |
| 负债和股东权益总计 | 324355 | 387714 | 427720 | 473990 | 营运资本变动 | 28683 | (23088) | (6768) | (4805) |
| 关键财务与估值指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 其它 | (16521) | (0) | 1 | 2 |
| 经调整 EPS | 7.14 | (1.26) | 5.20 | 7.62 | 经营活动现金流 | 57147 | (16710) | 36756 | 57705 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本开支 | (12141) | (8311) | (8726) | (9163) |
| 每股净资产 | 28.25 | 28.11 | 33.58 | 41.90 | 其它投资现金流 | 12668 | 0 | (21039) | (25247) |
| ROIC | 76% | -10% | 37% | 51% | 投资活动现金流 | 10205 | (8311) | (29815) | (34460) |
| ROE | 21% | -1% | 16% | 20% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 38% | 30% | 37% | 38% | 负债净变化 | 565 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 11% | -0% | 9% | 12% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 13% | 0% | 10% | 14% | 其它融资现金流 | (31545) | 28563 | 497 | (15064) |
| 收入增长 | 22% | 10% | 14% | 15% | 融资活动现金流 | (30415) | 28563 | 497 | (15064) |
| 净利润增长率 | 158% | -- | -3809% | 52% | 现金净变动 | 37494 | 3542 | 7438 | 8181 |
| 资产负债率 | 47% | 56% | 52% | 46% | 货币资金的期初余额 | 33340 | 70834 | 74376 | 81813 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期末余额 | 70834 | 74376 | 81813 | 89995 |
| P/E | 12.6 | (69.8) | 16.9 | 11.6 | 企业自由现金流 | 59696 | (24187) | 29063 | 49702 |
| P/B | 3.2 | 3.2 | 2.7 | 2.1 | 权益自由现金流 | 27902 | 4733 | 29395 | 34868 |
| EV/EBITDA | 17 | 521 | 18 | 12 | | | | | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032