

## 买入

2025 年 10 月 23 日

### 收入韧性强劲、利润暂承压，但长期增长无虞

➤ **营收增长稳健，利润端承压但现金流充足：**2025Q2 美团实现营收 918.4 亿元（yoy+11.7%），略低于市场预期，其双位数增长主要得益于新业务的有效拓展以及核心本地商业板块交易规模的稳步扩大。营业利润 2.26 亿元（yoy-98%），经营利润率 0.2%，净利润 3.65 亿元，经调整净利润 14.93 亿元（yoy-89%），经调整 EBITDA 为 27.82 亿元（yoy-81.5%），利润波动主要源于为应对市场竞争而增加的补贴及营销投入，属于阶段性策略调整，整体而言业务仍保持一定韧性。现金流方面，二季度经营现金流入 48 亿元，截至 6 月底，现金及现金等价物 1017 亿元，短期理财投资 694 亿元，资本负债率 24%，充足的资金储备为公司应对市场变化、持续投入业务发展提供了有力支撑。此外，股票回购计划将继续执行，以抵消 ESOP 带来的股份稀释，维护股东利益。

➤ **价格战下，外卖利润空间承压：**核心本地商业收入 653.5 亿元（yoy+7.7%），占收比 71.1%；经营溢利 37 亿元（yoy-75.6%），经营利润率降至 5.7%，这主要是由于补贴和营销投入的增加。具体而言，美团即时零售日订单量峰值超过 1.5 亿单，全量配送订单平均送达时间为 34 分钟，品牌卫星店数量突破 5500 家。此外，到店业务订单量同比增长超 40%，年活跃商户数再创新高，积极拓展低线市场。在闪购业务，消费场景不断拓展，“618”期间服务超 1 亿名用户，闪电仓突破 5 万家。长期而言，看好即时零售的市场空间以及公司核心能力所构筑的护城河。

➤ **优选止损小象扩张，海外业务加速投入。**2025Q2 新业务收入 265 亿元（yoy+22.8%），占收比 28.9%；经营亏损 19 亿元，同比扩大 43.1%，但亏损率环比改善 3.1 个百分点至 7.1%。主要是因为食杂零售业务的收入和效率提升以及海外业务的持续投入与拓展。具体而言，“美团优选”退出亏损区域，小象超市加速扩张。在海外，Keeta 目前已在香港、中东等市场取得阶段性成果，并积极筹备进入巴西市场，计划在 10 年内实现 Keeta 的 GMV 运行率达到 1000 亿美元。

➤ **目标价至 153 港元，买入评级：**我们认为短期内，外卖行业竞争加剧将对美团利润造成较大压力，尤其是补贴和激励带来的成本上升。然而，从长期来看，美团外卖核心竞争力依然稳固，外卖 UE 不低于 1 元依然是长期目标。闪购、到店酒旅及海外扩张仍具备成长潜力，虽然盈利修复节奏被推迟。基于短期竞争压力，我们下调美团 2025-2027 年收入及净利润预测：2025-2027 年收入分别为 3692/4207/4769 亿元（前值 3917/4478/5032 亿元），GAAP 净利润分别为 -109/159/455 亿元（前值 423/551/700 亿元）。考虑到短期盈利压力，我们将目标价从 230 港币下调至 153 港元，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**本地生活和外卖竞争加剧、新业务扩展不及预期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

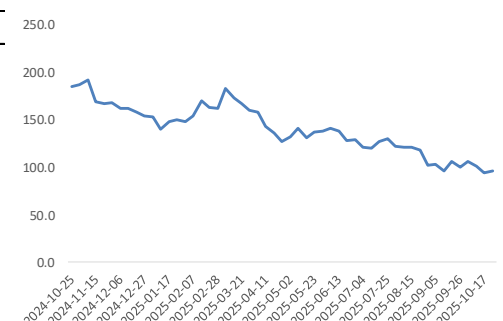
|         |                                                                          |
|---------|--------------------------------------------------------------------------|
| 行业      | TMT                                                                      |
| 股价      | 96 港元                                                                    |
| 目标价     | 153 港元<br>(+60%)                                                         |
| 股票代码    | 3690                                                                     |
| 已发行股本   | 61.1 亿股                                                                  |
| 市值      | 10200 亿港元                                                                |
| 52 周高/低 | 205/94 港元                                                                |
| 每股净资产   | 33 港元                                                                    |
| 主要股东(B) | XingWang (9.5%)<br>Blackrock (5.6%)<br>Baillie (4.8%)<br>Vanguard (3.8%) |

### 盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总营业收入（人民币百万元） | 276,745 | 337,592 | 369,177 | 420,696 | 476,954 |
| 变动(%)         | 25.8%   | 22.0%   | 9.4%    | 14.0%   | 13.4%   |
| 经调整净利润        | 23,253  | 43,772  | -5,402  | 22,377  | 52,030  |
| 变动(%)         | 722.4%  | 88.2%   | -112.3% | NA      | 132.5%  |
| 归母净利润         | 13,857  | 35,808  | -11,902 | 15,877  | 45,530  |
| 基本每股盈利（人民币元）  | 2.2     | 5.8     | -1.9    | 2.6     | 7.4     |
| 变动(%)         | NA      | 163.0%  | -133.2% | NA      | 186.8%  |
| 经调整市盈率96港元（估） | 40.4    | 15.3    | NA      | 34.6    | 12.1    |

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：Bloomberg

业绩摘要

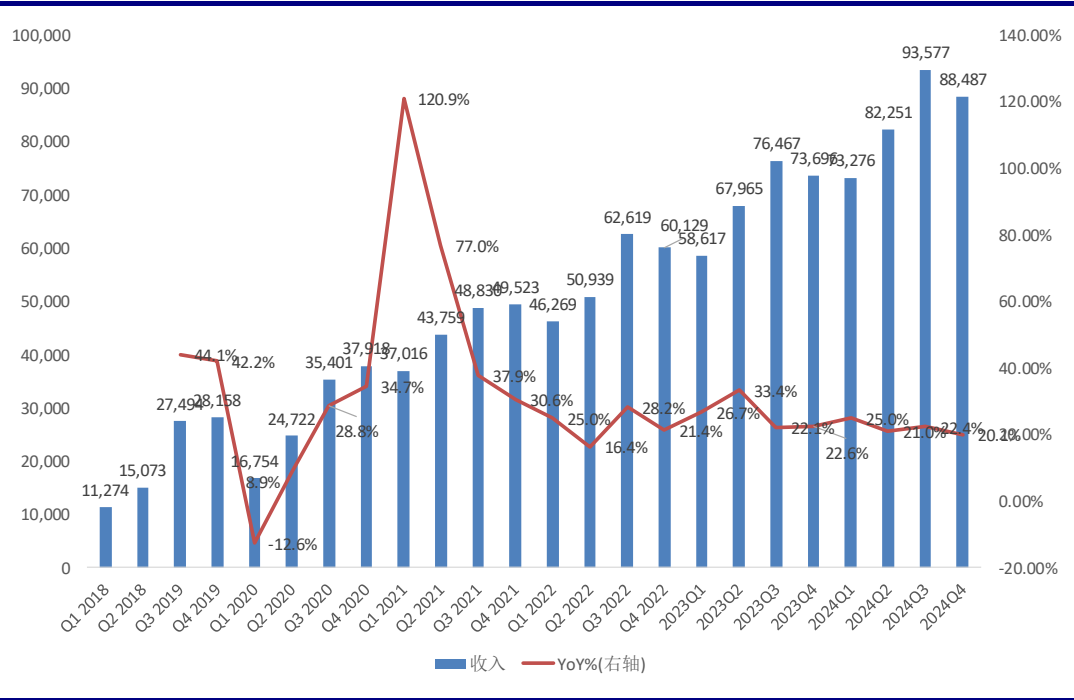
营收增长稳健，利润端承压但现金流充足

2025Q2，美团实现营收 918.4 亿元（yoy+11.7%），其增长主要得益于新业务的有效拓展以及核心本地商业板块交易规模的稳步扩大。营业利润 2.26 亿元（yoy-98%），经营利润率 0.2%，净利润 3.65 亿元，经调整净利润 14.93 亿元（yoy-89%），经调整 EBITDA 为 27.82 亿元（yoy-81.5%）。利润波动主要源于为应对市场竞争而增加的补贴及营销投入，属于阶段性策略调整。其中，核心本地商业收入 653.5 亿元（yoy+7.7%），占总收入 71.1%；经营溢利 37 亿元（yoy-75.6%），经营利润率 5.7%，尽管利润率有所调整，但通过积极的市场策略有效维护了用户和商家生态的稳定。新业务收入 265 亿元（yoy+22.8%），占总收入 28.9%，主要受益于食杂零售业务的优化升级及海外市场的持续拓展；经营亏损 19 亿元，亏损率环比改善 3.1 个百分点至 7.1%。

销售成本 614.26 亿元（yoy+27.0%），占收入 66.9%，销售及营销开支 225.19 亿元（yoy+51.8%），占收入 24.5%，同比上升 6.5 个百分点，主因骑手补贴和用户激励增加。研发开支 63 亿元（yoy+17.2%），占收入 6.9%，持续加大在 AI 技术、配送系统等领域的投入。

现金流方面，二季度经营现金流入 48 亿元，截至 6 月底，现金及现金等价物 1017 亿元，短期理财投资 694 亿元，资本负债率 24%，充足的资金储备为公司应对市场变化、持续投入业务发展提供了有力支撑。此外，股票回购计划将继续执行，以抵消 ESOP 带来的股份稀释，维护股东利益。

图表 1：公司营业收入（百万元）



资料来源：公司资料、第一上海整理

核心本地商业业务

价格战下，外卖利润空间承压

核心本地商业收入 653.5 亿元（yoy+7.7%），占总收入 71.1%；经营溢利 37 亿元（yoy-75.6%），经营利润率从去年同期的 25.1%降至 5.7%，这主要是由于非理性竞争导致公司加大补贴和营销投入。尽管利润下滑，但业务基本盘稳固，7 月份即时零售日订单量峰值超过 1.5 亿单。但积极的市场策略有效维护了用户和商家生态的稳定。

业务细分为：

(1) **餐饮外卖业务：**面对激烈的行业竞争，美团采取了坚决的应对策略。自一季度竞争加剧以来，尤其是面对对手的“低价策略”，美团从二季度开始显著加大投入。一方面提高用户红包额度，以吸引更多用户下单；另一方面对商家推出更多佣金减免政策，以此留住商家并刺激商家提供更丰富的菜品和更优惠的价格。7 月份，美团即时零售日订单量峰值超过 1.5 亿单，全量配送订单平均送达时间为 34 分钟，核心用户群体的黏性得到巩固。

在供给侧创新方面，美团持续发力。截至 7 月，已联合 800 多个头部连锁餐饮品牌开出超 5500 家品牌卫星店。按照计划，到今年年底，品牌卫星店数量将超过 1 万家，进一步丰富平台餐饮供给，提升平台竞争力。

(2) **到店酒旅业务：**到店业务在本季度延续了增长态势，订单量同比增长超 40%，年活跃商户数再创新高。“五一”黄金周期间，美团酒旅交易规模创下历史峰值。这主要得益于为商家提供更精准的营销工具和数据分析服务，并通过促销活动和会员权益，吸引更多用户选择平台上的到店酒旅产品。

在提升用户体验方面，美团持续发力。一方面，通过优化搜索推荐算法，为用户提供更符合其需求的商家和产品推荐；另一方面，加强对商家服务质量的监管，确保用户能够享受到优质的服务。此外，美团还积极拓展低线市场，通过与当地商家合作，丰富平台产品供给。

(3) **美团闪购：**美团闪购在本季度继续保持强劲增长态势。随着消费者即时消费需求的不增长，美团闪购的消费场景从传统的食杂品类向 3C 数码、美妆母婴等品类全面延伸。在今年的“618”购物节期间，美团充分发挥平台优势，助力近百万实体店服务了超过 1 亿名用户。平台上包括手机、白酒、奶粉、大小家电等在内的高客单价商品成交额增长 2 倍。

在基础设施建设方面，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。闪电仓的广泛布局助力本地小店实现数字化转型，有效扩大了其服务半径并提升了经营效率。同时，美团闪购通过优化供应链管理、提升配送服务质量等措施，进一步提升了用户体验。

公司将继续专注于保证优质供给、稳定履约和合理价格，为用户创造良好体验。核心优势方面，美团在即时配送网络、商家生态和用户心智方面的优势难以被短期竞争所撼动。业务目标上，餐饮外卖短期内，将在保持规模优势的基础上增加补贴，确保价格竞争力和稳定的履约体验，以应对激烈竞争。长期来看，公司仍将聚焦于提升订单质量，优化业务结构，实现可持续发展。即时零售持续拓展品类，提升服务质量，培养用户即时零售消费习惯，推动行业渗透率持续提升，长期看好即时零售市场的巨大增长空间。

图表 2：美团核心分部业务收入和营业利润（百万元）

| Millions            | 2021Q2 | 2021Q3  | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 |
|---------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Business Breakdown  |        |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Core Local Commerce |        |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Revenue             | 33,695 | 37,169  | 43,473 | 42,885 | 51,200 | 57,691 | 55,131 | 54,626 | 60,682 | 69,373 | 65,557 |
| YoY                 |        |         | 17.4%  | 25.5%  | 39.2%  | 24.5%  | 26.8%  | 27.4%  | 18.5%  | 20.2%  | 18.9%  |
| Operating Profit    | 5,914  | 4,151   | 7,215  | 9,445  | 11,139 | 10,096 | 8,019  | 9,698  | 15,234 | 14,582 | 12,900 |
| YoY                 |        |         | 41.0%  | 100.7% | 34.8%  | 8.3%   | 11.1%  | 2.7%   | 36.8%  | 44.4%  | 60.9%  |
| OPM                 | 17.6%  | 11.2%   | 16.6%  | 22.0%  | 21.8%  | 17.5%  | 14.5%  | 17.8%  | 25.1%  | 21.0%  | 19.7%  |
| New Initiatives     |        |         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Revenue             | 10,064 | 11,661  | 16,656 | 15,732 | 16,765 | 18,776 | 18,565 | 18,650 | 21,569 | 24,204 | 22,920 |
| YoY                 |        |         | 33.4%  | 30.1%  | 18.4%  | 15.3%  | 11.5%  | 18.5%  | 28.7%  | 28.9%  | 23.5%  |
| Operating Profit    | -8,785 | -10,028 | -6,365 | -5,029 | -5,193 | -5,112 | -4,833 | -2,757 | -1,314 | -1,026 | -2,176 |
| YoY                 |        |         | -32.0% | -40.5% | -23.5% | -24.5% | -24.1% | -45.2% | -74.7% | -79.9% | -55.0% |
| OPM                 | -87.3% | -86.0%  | -38.2% | -32.0% | -31.0% | -27.2% | -26.0% | -14.8% | -6.1%  | -4.2%  | -9.5%  |

资料来源：公司资料、第一上海整理

## 新业务

### 美团优选战略转型，海外业务环比改善

新业务收入 265 亿元（yoy+22.8%），占总收入 28.9%，收入增长主要得益于食杂零售业务的收入提升以及海外业务的持续拓展；经营亏损 19 亿元，亏损同比扩大 43.1%，但亏损率环比改善 3.1 个百分点至 7.1%，亏损扩大主要源于海外业务扩张投入增加，而亏损率环比改善则得益于食杂零售业务运营效率的逐步提升。

#### （1）食杂零售

美团在 6 月对“美团优选”进行了战略转型。经过对市场的深入分析和评估，决定退出表现不佳的亏损区域，集中资源在核心区域继续探索“次日达+自提”模式和社区零售新业态。在核心区域，美团通过优化供应链、提升配送效率等措施，进一步提升用户体验，增强用户粘性。

小象超市加速扩张。美团在所有一线城市延长了小象超市的营业时间，以满足夜间购物需求。未来，美团计划加快小象超市的扩张步伐，逐步覆盖国内所有一二线城市，通过规模化经营进一步提升市场份额和盈利能力。

#### （2）海外业务（Keeta）

Keeta 在本季度取得了显著的进展，订单量和 GTV 继续保持强劲增长。在香港市场，Keeta 进一步巩固了领先地位，通过不断优化服务体验、拓展商家资源等措施，推动了当地外卖市场的整体扩容。在中东市场，Keeta 在 7 月底进一步将服务覆盖至沙特 20 个城市，并于近日正式在卡塔尔上线服务。未来，公司积极筹备进入巴西市场，计划在 10 年内实现 Keeta 的 GMV 运行率达到 1000 亿美元。

#### （3）AI 技术应用

在基础设施层，美团持续迭代基础大语言模型，在语音交互模型性能方面取得显著提升，已接近 GPT4.0 水平。这为后续在业务场景中的广泛应用奠定了坚实基础，能够更好地理解用户需求，提供更精准的服务。

在产品应用层，推出面向餐饮行业的 AI 商业决策助手，该助手覆盖了餐饮商家运营的四大核心场景，包括菜品推荐、定价策略、库存管理和营销活动策划等。通过智能化的数据分析和决策支持，帮助餐饮商家提升运营效率和盈利能力。

在办公效率层，AI 技术在美团内部办公流程中得到广泛应用，52%新代码由 AI 生成，62%产品经理使用无代码平台。这大大提升了员工的工作效率，加速了产品迭代和业务创新，为公司在激烈的市场竞争中赢得优势。

## 盈利情况

### 市场竞争带来短期利润波动

2025Q2 公司营业利润 2.26 亿元（yoy-98%），经营利润率 0.2%，净利润 3.65 亿元，经调整净利润 14.93 亿元（yoy-89%），经调整 EBITDA 为 27.82 亿元（yoy-81.5%）。利润波动主要源于为应对市场竞争而增加的补贴及营销投入，属于阶段性策略调整。

2025Q2 费用方面：

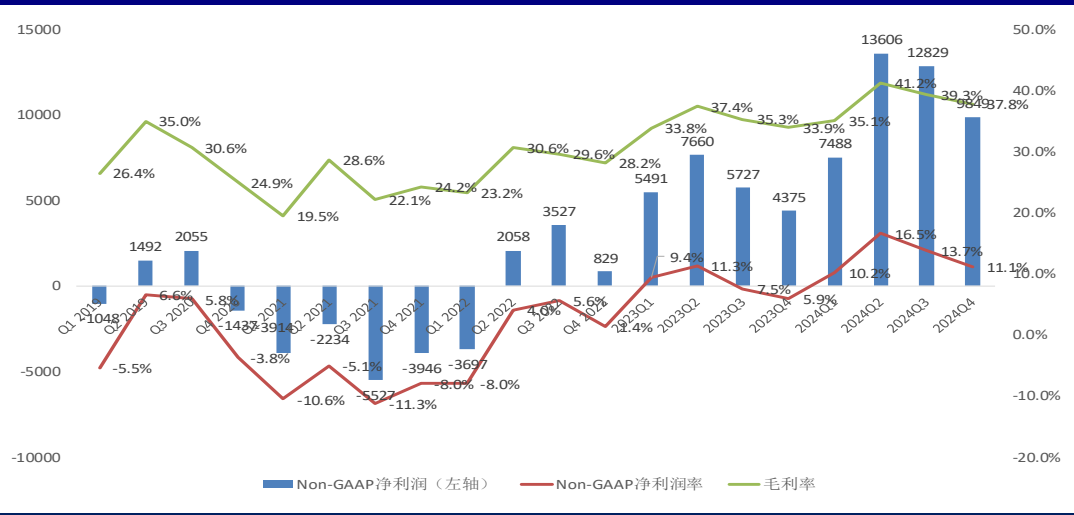
- （1）销售成本：销售成本 614.26 亿元（yoy+27.0%），占收入 66.9%，同比上升 8.1 个百分点，主要因即时配送单量增加、骑手补贴提高、食杂零售扩张及海外业务投入。为保障服务质量和稳定配送，公司提高骑手补贴，叠加海外业务成本上升，尽管食杂零售运营效率有所提升抵消了部分成本增加，但整体销售成本仍大幅上升。
- （2）销售及营销开支：销售及营销开支 225.19 亿元（yoy+51.8%），占收入 24.5%，同比上升 6.5 个百分点，为应对激烈竞争，公司持续调整业务策略，在推广、广告和用户激励方面投入加大，导致该项开支大幅增长。
- （3）研发开支：研发开支 63 亿元（yoy+17.2%），占收入 6.9%，公司持续投入研发，以提升技术实力，推动业务创新，尤其是在 AI 技术应用、配送系统优化等方面加

去

大投入，为业务长期发展提供技术支持。

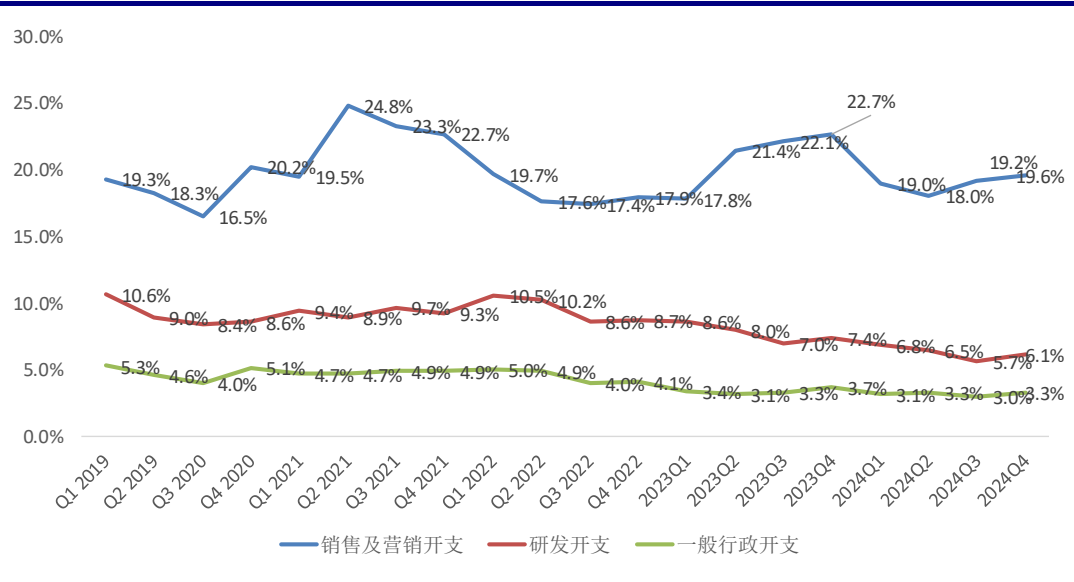
在资本配置层面，公司将优先保障核心业务的投入，以应对竞争，巩固市场地位。同时，持续评估新业务投资机会，合理配置资源，确保新业务在可控的亏损范围内实现快速发展。股票回购计划将继续执行，以抵消 ESOP 带来的股份稀释，维护股东利益。

图表 3：公司综合毛利率和 Non-GAAP 净利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司资料、第一上海整理

下调目标价至 153 港元，维持买入评级

美团 2025Q2 财报显示出在激烈竞争的环境下，美团出现增收不增利现象，收入同比增长 11.7%至 918 亿元，但经营利润仅为 2.3 亿元，同比下降 98%，调整后净利润为 15 亿元，同比下降 89%，远低于市场预期。我们认为，短期内外卖行业激烈的竞争将对美团的利润表现产生较大压力，尤其是补贴和激励措施带来的成本上升。然而，从长期来看，美团的核心竞争力依然稳固，强大的商户基础和积累多年的用户真实评价构成了其护城河，闪购、到店酒旅及海外扩张具备成长空间，但盈利修复节奏被推迟。未来随着

核心本地商业业务盈利能力的不断提升以及新业务逐步收窄亏损，盈利有望逐步恢复。

基于短期竞争压力对盈利的较大影响，我们下调了美团 2025-2027 年收入及净利润预测，具体为：我们预测美团 2025-2027 年收入分别为 3700/4356/4939 亿元（前值 3913/4632/5425 亿元），GAAP 净利润分别为 9/216/465 亿元（前值 338/470/644 亿元）。考虑到短期盈利压力，我们将目标价从 230 港币下调至 153 港元，但依然维持“买入”评级，长期增长潜力可期。风险因素包括外卖补贴竞争持续恶化、新业务扩张进展不及预期及宏观经济复苏不及预期。

图表 5：分部估值结果

| 2025年        | 餐饮外卖    | 到店、酒店及旅游 |
|--------------|---------|----------|
| 预计收入（百万）     | 204,857 | 93,278   |
| 预计分部经营利润     | 15,626  | 27,983   |
| 税后利润         | 14,064  | 25,185   |
| 分部估值中枢       | PE: 20X | PE: 20X  |
| 分部估值结果（百万）   | 312,530 | 551,272  |
| 占比           | 36.2%   | 63.8%    |
| 主营业务估值总和（百万） |         | 863,801  |
| 汇率（RMB/HKD）  | 1.08    |          |
| 股份总额         | 6,111   |          |
| 每股目标价（HKD）   | 153     |          |
| 每股现价（HKD）    | 96      |          |
| 上涨空间         | 60%     |          |

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

|            | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入         | 276,745     | 337,592     | 369,177     | 420,696     | 476,954     |
| 毛利         | 97,191      | 129,214     | 137,418     | 164,009     | 195,634     |
| 销售及营销开支    | (58,617)    | (63,975)    | (105,634)   | (109,381)   | (104,930)   |
| 研发开支       | (21,201)    | (21,054)    | (24,696)    | (28,187)    | (29,571)    |
| 经营利润       | 13,415      | 36,845      | (9,292)     | 17,693      | 50,641      |
| 财务开支       | (1,425)     | (1,337)     | (1,625)     | (1,200)     | (1,200)     |
| 税前盈利       | 14,022      | 37,985      | (9,330)     | 17,641      | 50,589      |
| 所得税        | (165)       | (2,177)     | (2,572)     | 1,764       | 5,059       |
| 净利润        | 13,857      | 35,808      | (11,902)    | 15,877      | 45,530      |
| 少数股东应占利润   | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 本公司股东应占溢利  | 13,857      | 35,808      | (11,902)    | 15,877      | 45,530      |
| 折旧及摊销      | 7,997       | 8,421       | 0           | 0           | 0           |
| EBITDA     | 23,444      | 47,744      | (7,705)     | 18,841      | 51,789      |
| 增长         |             |             |             |             |             |
| 总收入 (%)    | 25.8%       | 22.0%       | 9.4%        | 14.0%       | 13.4%       |
| EBITDA (%) | 409.2%      | 103.7%      | -116.1%     | -344.5%     | 174.9%      |

资产负债表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

|        | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金     | 33,340      | 70,834      | 55,262      | 66,044      | 109,110     |
| 应收账款   | 2,743       | 2,653       | 2,653       | 2,653       | 2,653       |
| 存货     | 1,305       | 1,734       | 1,929       | 2,136       | 2,341       |
| 其他流动资产 | 145,729     | 134,514     | 134,514     | 134,514     | 134,514     |
| 总流动资产  | 183,116     | 209,735     | 194,357     | 205,346     | 248,618     |
| 有形资产   | 25,978      | 30,239      | 33,263      | 36,589      | 40,248      |
| 无形资产   | 30,398      | 30,230      | 33,253      | 36,579      | 40,237      |
| 权益法计投资 | 18,289      | 19,800      | 19,800      | 19,800      | 19,800      |
| 其他     | 35,248      | 34,351      | 34,351      | 34,351      | 34,351      |
| 总资产    | 293,030     | 324,355     | 315,024     | 332,665     | 383,254     |
| 应付帐款   | 22,981      | 25,132      | 25,132      | 25,132      | 25,132      |
| 短期银行贷款 | 19,322      | 25,193      | 1           | 1           | 1           |
| 其他流动负债 | 58,572      | 57,610      | 82,803      | 82,803      | 82,803      |
| 总流动负债  | 100,874     | 107,935     | 107,936     | 107,936     | 107,936     |
| 非流动负债  | 40,199      | 43,815      | 43,815      | 43,815      | 43,815      |
| 总负债    | 141,073     | 151,750     | 151,751     | 151,751     | 151,751     |
| 少数股东权益 | (57)        | (59)        | (59)        | (59)        | (59)        |
| 股东权益   | 151,956     | 172,605     | 163,273     | 180,914     | 231,503     |

财务分析

|                | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 盈利能力           |             |             |             |             |             |
| 毛利率 (%)        | 35.1%       | 38.3%       | 37.2%       | 39.0%       | 41.0%       |
| EBITDA 利率 (%)  | 8.5%        | 14.1%       | -2.1%       | 4.5%        | 10.9%       |
| 净利率 (%)        | 5.0%        | 10.6%       | -3.2%       | 3.8%        | 9.5%        |
| 营运表现           |             |             |             |             |             |
| 销售及管理费用/收入 (%) | 21.2%       | 19.0%       | 28.6%       | 26.0%       | 22.0%       |
| 实际税率 (%)       | -1.2%       | -5.7%       | 27.6%       | 10.0%       | 10.0%       |
| 股息支付率 (%)      | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        |
| 库存周转           | 1.6         | 1.5         | 1.5         | 1.5         | 1.5         |
| 应付账款天数         | 25.6        | 24.6        | 24.5        | 24.5        | 24.5        |
| 应收账款天数         | 2.9         | 2.8         | 2.8         | 2.8         | 2.8         |
| 财务状况           |             |             |             |             |             |
| 总负债/总资产        | 0.48        | 0.47        | 0.48        | 0.46        | 0.40        |
| 收入/净资产         | 1.82        | 1.96        | 2.26        | 2.33        | 2.06        |
| 经营性现金流/收入      | 0.15        | 0.17        | (0.03)      | 0.04        | 0.11        |
| 税前盈利对利息倍数      | NA          | NA          | NA          | NA          | NA          |

现金流量表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

|         | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA  | 23,444      | 47,744      | (7,705)     | 18,841      | 51,789      |
| 净融资成本   | (1,425)     | (1,337)     | (1,625)     | (1,200)     | (1,200)     |
| 营运资金变化  | 13,476      | 6,465       | (195)       | (207)       | (205)       |
| 已交所得税   | (223)       | (790)       | 0           | 0           | 0           |
| 其他      | 5,473       | 5,854       | 0           | (0)         | 0           |
| 营运现金流   | 40,745      | 57,936      | (9,525)     | 17,433      | 50,384      |
| 资本开支    | (6,880)     | (10,999)    | (3,024)     | (3,326)     | (3,659)     |
| 其他投资活动  | (17,784)    | 21,205      | (3,023)     | (3,325)     | (3,658)     |
| 投资活动现金流 | (24,664)    | 10,205      | (6,047)     | (6,652)     | (7,317)     |
| 负债变化    | 663         | (1,230)     | 0           | 0           | 0           |
| 股息      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他融资活动  | (3,444)     | (29,185)    | 0           | 0           | 0           |
| 融资活动现金流 | (2,781)     | (30,415)    | 0           | 0           | 0           |
| 现金变化    | 13,300      | 37,726      | (15,571)    | 10,782      | 43,067      |
| 期初持有现金  | 20,158      | 33,340      | 70,833      | 55,262      | 66,044      |
| 期末持有现金  | 33,340      | 70,833      | 55,262      | 66,044      | 109,110     |

资料来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。