

2025Q3 前瞻：业绩阶段性承压，关注长期价值回归

核心观点

2025Q3 前瞻：我们预计三季度美团外卖业务亏损超 170 亿元，亏损在本季度见顶；四季度以来，竞争烈度有所缓解，补贴逐步回归理性，美团外卖单量市占有所回升，预计外卖 UE 亏损有望减半。到店酒旅方面，预计三季度收入增速环比进一步下行，OPM 下探至 30% 以下。高德扫街榜推出以来，四季度阿里到店业务短期并未看到大规模进展，仍需关注明年上半年阿里加码到店业务的潜在或有影响。新业务方面，预计三季度亏损相比上半年季度并未显著增加，但四季度受 Keeta 巴西开城影响，预计单季亏损将环比显著攀升。长期看，外卖出海远期利润空间广阔，有望增厚美团的估值弹性。

简评

CLC：竞争加剧导致利润阶段性承压。到家业务方面，受闪购大战影响，我们预计三季度美团外卖业务亏损超 170 亿元（淘宝闪购整体亏损超 350 亿元），UE 亏损超 2 元，闪购业务亏损超 20 亿元（UE 亏损超 2 元），预计外卖业务亏损在本季度见顶。四季度以来，竞争烈度有所缓解，补贴逐步回归理性，美团外卖单量市占有所回升，预计外卖 UE 亏损有望减半。**到店酒旅方面，**受到家分流以及宏观消费压力影响，预计三季度收入增速环比进一步下行，OPM 下探至 30% 以下，主要受到家到店会员补贴联动影响。高德扫街榜推出以来，四季度阿里到店业务短期并未看到大规模进展，仍需关注明年上半年阿里加码到店业务的潜在或有影响。

新业务：关注 Keeta 巴西业务对利润端影响。预计三季度新业务亏损约 23 亿元。10 月底，Keeta 在巴西正式启动运营，并计划在年底前进驻巴西最大城市圣保罗，进一步覆盖南美核心消费区。参考滴滴今年三季度在巴西地区投入，我们预计 Keeta 四季度投入量级或高于此前市场预期，预计四季度美团新业务整体亏损不低于 30 亿。展望 26 年，我们认为美团新业务亏损或不低于 25 年，具体仍取决于巴西市场竞争烈度、中东市场减亏节奏，以及 Keeta 在其他区域的或有开展计划。长期看，外卖出海远期利润空间广阔，Keeta 远期的利润天花板或与国内相当。

美团-W (3690. HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 11 月 08 日

当前股价：102.00 港元

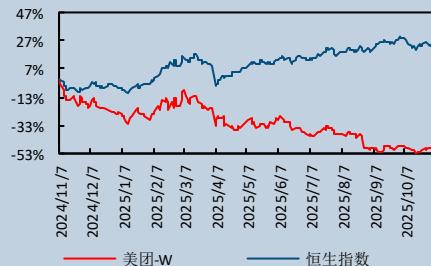
目标价格 6 个月：139.84 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.64/-0.23	-15.95/-22.31	-46.70/-72.78
12 月最高/最低价 (港元)		199.90/94.50
总股本 (万股)		611,152
流通 H 股 (万股)		611,152
总市值 (亿港元)		5,643
流通市值 (亿港元)		6,234
近 3 月日均成交量 (万)		6,737
主要股东		
Crown Holdings Asia Limited		8.01%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】美团-W(3690): 外卖竞争短期影响超预期，关注长期价值回归
25.08.29

盈利预测和估值：我们预计美团 FY25-27 收入分别为 3672.64 亿元、4502.61 亿元、5374.67 亿元，增速分别为 8.79%、22.60%、19.37%，Non-GAAP 利润分别为-127.41 亿元、221.91 亿元、432.60 亿元。维持“买入”评级，给予目标价 139.84 港元，对应 2027 年 18X PE。

风险提示：四季度指引不及预期；外卖 UE 超预期亏损；外卖单量超预期降速；外卖终局市占率不及预期；到店酒旅增长低于预期，到店酒旅经营利润率低于预期；到店酒旅远期竞争格局的不确定性；社区团购减亏低于预期；其他新业务投放超预期；Keeta 在海外地区盈利节奏低于预期；汇率超预期变化引发汇兑损益超预期变化及未分配项目超预期变化；潜在的互联网政策监管风险；股东回报低于预期；税率超预期回升；美联储降息进程低于预期，继续压制港股市场整体表现；中美关系发展的不确定性；南非股东减持风险；其他影响港股中概互联整体表现的海外风险因素。

表 1: 美团盈利预测 (单位: 人民币百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
总流动资产	209,735	209,733	246,477	306,947	营业收入	337,592	367,264	450,261	537,467
总非流动资产	114,620	117,372	133,052	150,409	营业成本	-207,807	-249,739	-292,670	-338,604
总资产	324,355	327,106	379,529	457,356	毛利润	129,785	117,524	157,591	198,863
总流动负债	107,936	131,889	155,924	183,449	销售费用	-63,975	-102,099	-103,560	-119,318
总非流动负债	43,815	52,656	61,708	71,393	研发费用	-21,054	-24,607	-29,267	-33,323
总负债	151,751	184,545	217,632	254,843	管理费用	-10,729	-10,834	-12,157	-12,899
普通股股本	0.4	0.4	0.4	0.4	投资损益 (公允价值计 价)	141	-953	-2,429	-1,996
储备	181,927	153,194	172,199	212,699	经营资产减值	-898	-400	0	0
其他综合性收益	-9,265	-10,575	-10,244	-10,128	其他经营净收益	3,575	3,889	4,768	5,692
归属母公司股东 权益	172,663	142,620	161,955	202,571	EBIT	36,845	-17,480	14,946	37,019
少数股东权益	-59	-59	-58	-57	财务收入	1,292	1,561	1,200	1,369
股东权益合计	172,604	142,561	161,897	202,514	财务费用	-1,337	-1,700	-1,700	-1,700
总权益及负债	324,355	327,106	379,529	457,356	投资损益 (权益法计价)	1,186	200	693	446
					EBT	37,985	-17,418	15,140	37,134
					所得税	-2,177	0	-908	-2,228
现金流量表					净利润(含少数股东权 益)	35,808	-17,418	14,231	34,906
经营活动所得现 金净额	57147	10042	43107	67369	净利润(不含少数股东 权益)	35,807	-17,418	14,230	34,905
投资活动所得现 金净额	10,205	-18,697	-10,950	-17,063	少数股东损益	1	-0	1	1
融资活动所得现 金净额	-30,415	-1,700	-1,700	-1,700	净利润(Non-GAAP)	43,772	-12,741	22,191	43,260
现金及现金等价 物增加/减少净额	36,937	-10,355	30,458	48,606	关键比率				
年初的现金及现 金等价物	33,340	70,834	60,479	90,937	营业收入 YOY	22%	8.79%	22.60%	19.37%
汇率变动	557	0	0	0	Non-gaap 净利润 YOY	88%	-129.11%	274.17%	94.94%
年末的现金及现 金等价物	70,834	60,479	90,937	139,543	净利率	12.97%	-3.47%	4.93%	8.05%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020 年加入中信建投海外研究团队，2018-2020 年就职于长江证券研究所海外团队，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk