

美团-W (03690.HK)

强烈推荐 (维持)

高价值订单市占领先，竞争激烈不改长期价值

美团发布 25Q3 财报，25Q3 公司收入为 954.9 亿/+2.0%，经营 OP 为-197.6 亿/-244.4%；经调整净利-160.1 亿/-224.8%。Q3 为竞争烈度高峰，公司收入增长及核心分部盈利低于预期。我们长期看好公司国内核心业务的壁垒与成长性，同时海外业务打开新增长空间。维持“强烈推荐”评级。

- **Q3 外卖大战竞争激烈，收入及利润低于预期。** 25Q3 公司收入为 954.9 亿/+2.0%，经营 OP 为-197.6 亿/-244.4%，经调整净利-160.1 亿/-224.8%，表现略低于一致预期。其中，核心本地商业分部收入 674.5 亿/-2.8%，经营 OP 为-140.7 亿/-196.5%；新业务收入 280.4 亿/+15.9%，OP 为-12.8 亿。
- **外卖&闪购：Q3 竞争影响下外卖单量稳健增长，UE 阶段性受损。** 1) 外卖：7、8 月竞争烈度达到高峰，补贴影响下单量增长加速，收入同比下降，单均 OP 显著亏损，但仍明显好于竞对，且高价值订单市占保持领先。展望 Q4，外卖竞争有望更趋理性，预计单量增速环比降低，单均亏损改善。当前公司聚焦高价值用户及订单，竞争效率高于竞对，长期看预计市占企稳盈利回暖。2) 闪购：预计 25Q3 闪购单量增速约为 30%，竞争影响下 OPM 仍为负。展望 Q4，预计闪购单量增速环比持平，单均亏损环比小幅扩大。
- **到店：单量持续快速增长，收入增速及 OPM 环比下降。** 预计 Q3 到店 GTV 实现高双位数增长，但品类结构+外卖竞争等影响下预计收入增速为低双位数；再叠加竞争影响下会员等投入增加，预计 OPM 环比下降。展望 Q4，由于外卖竞争及到店竞争动作等影响，预计到店收入增速及 OPM 环比下降。
- **新业务亏损好于预期，Keeta 进入巴西市场。** 25Q3 新业务收入 280.4 亿/+15.9%，OP 为-12.8 亿，OPM 为-4.6%/-0.3pct。新业务 OPM 明显改善主要因优选环比减亏显著+季节性因素下其他新业务盈利优化+Keeta 香港、沙特市场盈利表现改善。展望 Q4，季节性原因、Keeta 新开城及进入巴西市场的前期投入下，预计亏损环比显著增加。
- **投资建议。** 公司 Q3 表现受外卖竞争影响明显，但公司在高价值外卖用户心智及订单市占、经营效率上仍然具备明显领先优势；长期看公司核心业务成长性与壁垒仍具，海外探索继续打开想象空间。由于 Q3 外卖竞争激烈，下调外卖业务 OP 并调整公司 2025/26/27E 经调整净利润为-154.6/147.5/456.3 亿；预计公司 2025E 核心本地商业 GMV 合计约 2.7 万亿，给予 0.3 倍 PGMV，对应目标价 141.9 港元，短期扰动不改长期投资价值，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧，需求复苏不及预期，新业务减亏不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	276850	337592	364996	416274	482808
同比增长	26%	22%	8%	14%	16%
GAAP 净利润(百万元)	13857	35808	-21802	8754	39633
同比增长	-307%	158%	-161%	-140%	555%
经调整净利润(百万元)	23253	43772	-15460	14754	45633
同比增长	709%	88%	-135%	-195%	209%
每股收益(元，经调整)	3.79	7.13	-2.52	2.40	7.44
P/E(倍，经调整)	30.3	16.1	-45.5	47.7	15.4
P/B(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：141.90 港元

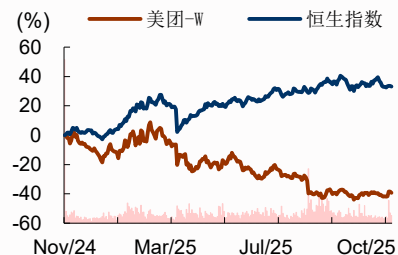
当前股价：102.5 港元

基础数据

总股本(百万股)	6112
香港股(百万股)	5532
总市值(十亿港元)	626.4
香港股市值(十亿港元)	567.0
每股净资产(港元)	30.2
ROE(TTM)	19.4
资产负债率	44.2%
主要股东	TMF
主要股东持股比例	9.0537%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-17	-35
相对表现	8	-28	-67



相关报告

- 1、《美团-W (03690) 一竞争影响 Q2 表现，高价值订单市占及效率仍显著领先》2025-08-28
- 2、《美团-W (03690) 25Q1 财报点评—竞争扰动不改公司长期竞争力与投资价值》2025-05-27
- 3、《美团-W (03690) 一核心商业利润超预期，外卖加速全球化扩展》2025-03-23

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	183117	209735	207594	237244	320626
现金及现金	33340	70834	65281	88658	163860
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	111821	97409	97409	97409	97409
应收账款及	2743	2653	2868	3271	3794
其它应收款	14535	17555	18980	21646	25106
存货	1305	1734	1919	2154	2498
其他流动资	19373	19550	21137	24106	27959
非流动资产	109913	114620	106091	99784	95121
长期投资	47612	48837	48837	48837	48837
固定资产	25978	30239	21710	15403	10740
无形资产	30398	30230	30230	30230	30230
其他	5925	5314	5314	5314	5314
资产总计	293030	324355	313685	337028	415747
流动负债	100875	107936	119412	134001	155386
应付账款	22981	41761	46210	51866	60155
应交税金	206	207	207	207	207
短期借款	19322	1	0	0	0
其他	58366	65967	72995	81929	95024
长期负债	40199	43815	43815	43815	43815
长期借款	610	1175	1175	1175	1175
其他	39589	42640	42640	42640	42640
负债合计	141074	151751	163228	177817	199201
股本	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
储备	128763	152013	172663	150517	159271
少数股东权	(57)	(59)	(60)	(59)	(57)
归属于母公司所	152013	172663	150517	159271	216604
负债及权益合计	293030	324355	313685	337029	415747

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40522	57147	(8074)	22084	73516
净利润	13856	35807	(22021)	8754	57332
折旧与摊销	7997	8421	7782	5560	3916
营运资本变	13476	6466	8066	8315	13205
其他非现金	5194	6453	(1901)	(545)	(938)
投资活动现金流	(24664)	10205	2718	1363	1757
资本性支出	(6880)	(10999)	(150)	(150)	(150)
出售固定资	301	897	897	897	897
投资增减	252713	453586	0	0	0
其它	2865	4170	1970	616	1010
筹资活动现金流	(2781)	(30415)	(196)	(71)	(71)
债务增减	39753	17445	(1)	0	0
股本增减	193	(25938)	0	0	0
股利支付	0	0	125	0	0
其它筹资	(42727)	(21922)	(71)	(71)	(71)
其它调整	0	(0)	(249)	0	0
现金净增加额	13181	37494	(5553)	23376	75202

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	276850	337592	364996	416274	482808
主营收入	276745	337592	364996	416274	482808
营业成本	179553	207807	229948	258090	299341
毛利	97192	129785	135049	158184	183467
营业支出	89189	95758	159432	149003	120702
营业利润	8108	34027	(24383)	9182	62765
利息支出	1425	1337	71	71	71
利息收入	819	1292	544	616	1010
权益性投资	1213	1186	1426	0	0
其他非经营	3048	2678	0	0	0
非经常项目	2260	141	0	0	0
除税前利润	14023	37986	(22483)	9727	63705
所得税	165	2177	(462)	973	6370
少数股东损	2	1	(1)	0	2
归属普通股东净	13856	35807	(22021)	8754	57332
经调整净利润	23253	43772	(15460)	14754	45633

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	26%	22%	8%	14%	16%
营业利润	-197%	320%	-172%	-138%	584%
净利润	-307%	158%	-161%	-140%	555%
获利能力					
毛利率	35.1%	38.4%	37.0%	38.0%	38.0%
净利率	5.0%	10.6%	-6.0%	2.1%	11.9%
ROE	9.1%	20.7%	-14.6%	5.5%	26.5%
ROIC	7.6%	21.2%	-15.1%	6.7%	32.2%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	46.8%	52.0%	52.8%	47.9%
净负债比率	6.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
流动比率	1.8	1.9	1.7	1.8	2.1
速动比率	1.8	1.9	1.7	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2
存货周转率	145.5	136.8	125.9	126.7	128.7
应收帐款周转率	17.0	18.0	17.4	17.8	17.9
应付帐款周转率	8.9	6.4	5.2	5.3	5.3
每股资料 (元)					
每股收益	3.79	7.13	-2.52	2.40	7.44
每股经营现金	6.50	9.17	-1.29	3.54	11.79
每股净资产	24.38	27.69	24.14	25.54	34.74
每股股利	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	30.3	16.1	-45.5	47.7	15.4
PB	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	2.4	1.1	-3.5	3.4	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。