

美团-W (03690.HK)

优于大市

外卖大战影响核心本地收入利润，预计影响将逐步减弱

核心观点

总览：外卖竞争影响公司收入利润，预计影响将逐渐减弱。公司收入同比增长2%，主要受核心本地业务竞争加剧影响。本季度美团实现营业收入955亿元，按收入类型划分，即时配送服务/交易佣金/营销服务收入yoy-17%/+1%/+6%。毛利率、销售费率、研发费率持续走弱，经调整亏损160亿，环比亏损持续增加；调整后净利润率-17%，由盈转亏。公司维持长期达到1亿单高日均订单量的目标不变，并坚信随着行业回归理性，外卖业务的利润将回归到合理水平。值得一提的是公司持续完善AI布局：1) 用户端推出智能生活助理小美App；2) 商家端融合自研模型Longcat和餐饮行业独家数据推出系列AI工具。

核心本地：公司表示外卖Q3单均亏损达到峰值，到店酒旅利润率受竞争及消费环境影响走低。1) **核心本地商业：**收入同比下降3%，经营亏损141亿，由盈转亏，经营利润率-21.0%，同比下降42pct，预计25Q4持续大规模投入会员及品宣预算；管理层表示竞争持续白热化，预计25Q4核心本地经营亏损将持续。2) **即时配送：**总单量同比增长17%，测算外卖/闪购单均亏损2.6/1.1元。其中，餐饮外卖订单量同比增长约15%，测算UE亏损2.6元；闪购订单量同比增长约30%，测算经营亏损约14亿元，主要受竞争影响。3) **到店酒旅：**我们测算GTV增长接近20%，竞争性投入致利润率下调。我们测算到店酒旅收入yoy+13%，经营利润率降至29%，主要是广告收入增速下降及补贴增加，我们预期25Q4将持续加大到店补贴，到店经营利润率环比继续下降，预计在25-30%区间内。

新业务：Keeta香港10月UE转正，Q4新开3个海湾国家预计将扩大亏损。本季度新业务收入同比增长16%至280亿元，经营亏损13亿元，经营亏损率5%，环比收窄2pct，同比扩大1pct。管理层表示10月香港Keeta UE转正，品牌心智增强后用户粘性提升，单均价提高、用户补贴下降后盈利较预期提前转正。展望25Q4海外业务新开3个海湾国家并在巴西试点，国内小象超市加大投入，预计亏损显著扩大。

投资建议：竞争影响公司核心本地业务收入及利润增速，预计影响持续减弱，调整2025-2027年收入3605/4270/5092亿元（调整幅度-2.6%/+0.8%/+5.0%），海外业务新开多国影响Q4利润，调整2025-2027年调整后净利润-160/124/331亿元（调整幅度-108%/-61%/-26%）。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

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	360,530	426,969	509,238
(+/-%)	25.8%	22.0%	6.8%	18.4%	19.3%
经调整净利润(百万元)	23,253	43,653	-16,035	12,421	33,188
(+/-%)	722.5%	87.7%	na	na	167.2%
经调整EPS(元)	3.80	7.14	-2.51	2.03	5.43
EBIT Margin	4.8%	10.9%	-7.2%	0.1%	4.5%
净资产收益率(ROE)	9.1%	20.7%	-16.0%	0.5%	12.7%
市盈率(PE)	25.1	13.1	-35.5	45.9	17.2
EV/EBITDA	48.0	22.9	-43.4	106.7	28.8
市净率(PB)	3.38	3.38	3.92	3.91	3.41

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

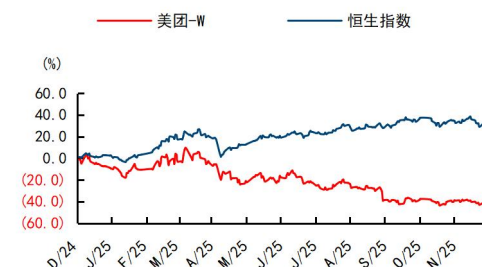
互联网·互联网II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004	证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
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
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	102.50 港元
总市值/流通市值	626431/567038 百万港元
52周最高价/最低价	189.60/94.05 港元
近3个月日均成交额	6262.34 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) - 补贴加大拖累经营表现，持续跟踪竞争格局变化》——2025-09-15
- 《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

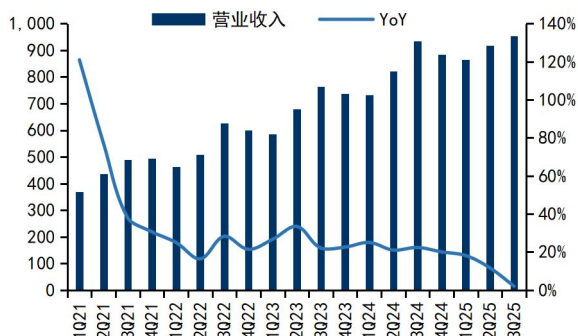
总览：外卖竞争影响公司收入利润，预计影响将逐渐减弱

收入同比增长 2%，主要受核心本地业务竞争加剧影响。本季度美团实现营业收入 955 亿元，按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入 yoy-17%/+1%/+6%。

毛利率、销售费率、研发费率持续走弱，经调整亏损 160 亿，环比亏损持续增加；调整后净利润率-17%，由盈转亏。其中，毛利率同比下降约 13pct，主要由于维持行业领先的配送服务质量而投入的高额骑手激励，以及海外业务运营成本的增加；研发费率同比上升 1.6pct，主要由于 AI 投资，销售费率同比上升 17pct 至 36%，主要由于公司加大了促销和广告投入，为了提升品牌认知度、获取新用户及增强核心用户粘性，管理费率基本与去年同期持平。公司认为外卖业务因竞争带来的财务压力在三季度已达峰值，但为了维护市场领先地位，预计第四季度仍会有必要投入并产生一定财务影响。公司维持长期达到 1 亿单高日均订单量的目标不变，并坚信随着行业回归理性，外卖业务的利润将回归到合理水平。

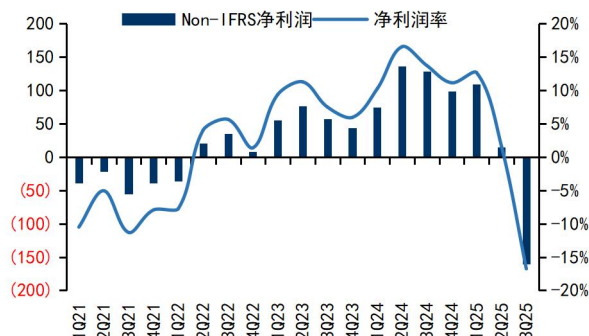
值得一提的是公司持续完善 AI 布局：1) 用户端推出智能生活助理小美 App，团内推出内嵌 AI 助手“问小团”，可完成智能搜索、比价和下单流程；2) 商家端融合自研模型 Longcat 和餐饮行业独家数据推出一系列 AI 工具帮助商家提升效率。

图1: 美团季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 美团调整后净利润及利润率 (亿元、%)



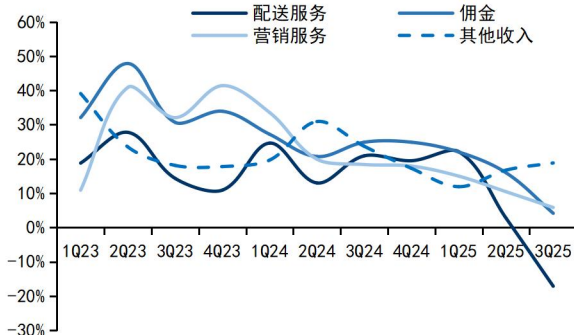
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 美团收入构成, 按类型划分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 美团各类型收入的同比增速



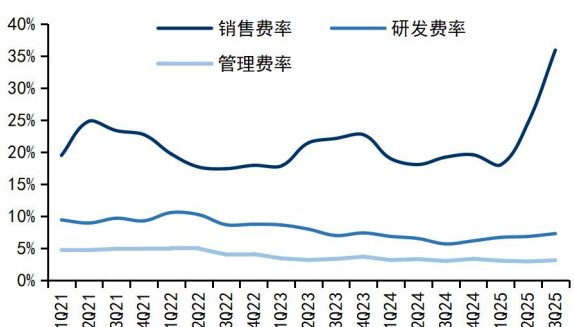
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 美团季度毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 美团季度期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心本地：外卖单均亏损达到峰值，到店酒旅利润率受竞争及政策影响走低

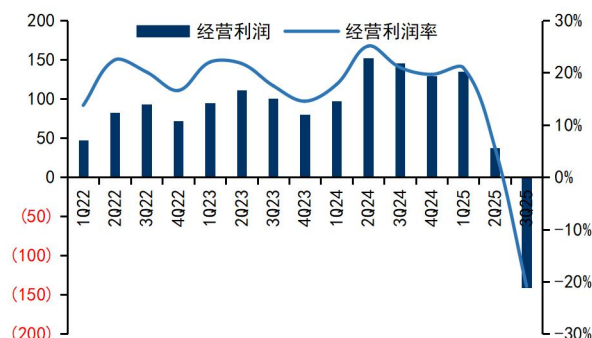
核心本地商业收入同比下降 3%，经营亏损 141 亿。本季度核心本地商业实现收入 674 亿元，同比下降 3%。我们测算，餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比增速分别为-24%/33%/13%。本季度核心本地业务经营亏损 141 亿元，由盈转亏，经营利润率为-21.0%，同比下降 42pct。除各业务补贴投入外，本季度公司在核心本地商业层面投入 10 亿费用，主要投入会员权益及品牌广告，预计 25Q4 公司仍将投入 10 亿会员及品宣预算。管理层表示竞争持续白热化，预计 25Q4 核心本地经营亏损将持续。

图7：美团核心本地商业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：美团核心本地商业经营利润及经营利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

即时配送总单量同比增长 17%，外卖/闪购单均亏损 2.6/1.1 元

餐饮外卖订单量同比增长 15%，测算 UE 亏损 2.6 元。收入端，我们测算外卖收入同比下降 25%，本季度餐饮外卖 take rate 下降，主要由于竞争环境下单均配送和广告收入下降，部分被单均价降低的负向影响抵消。利润端，我们测算本季度单均 UE-2.6 元，主要由于竞争导致单均价下跌以及履约收入减少。

闪购订单量同比增长 30%，经营亏损约 14 亿元。收入方面，我们测算本季度闪购收入增长约 33%，主要受益于自营类业务占比不断扩大。本季度闪购亏损环比增加，主要由于激烈竞争环境里用户补贴增加。

图9：美团餐饮外卖订单数及增速（亿笔、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图10：美团闪购订单数及增速（亿笔、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

到店酒旅 GTV 增长接近 20%，竞争性投入致利润率下调

我们测算到店酒旅收入 yoy+13%，经营利润率降至 29%。1）收入增速慢于 GTV 增速主要由于广告收入增速下降，受外卖竞争以及禁酒令影响，部分到店商户的广告需求下降；2）经营利润率下降主要由于公司增加用户补贴，展望 25Q4，高德推出必吃榜并在国庆期间加大投放，我们预期公司将持续加大到店补贴，到店经营利润率环比继续下降，预计维持在 25-30%区间内。

图11：美团到店酒旅收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图12：美团到店酒旅经营利润及经营利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

新业务：Keeta 香港 10 月 UE 转正，Q4 新开 3 个海湾国家预计将扩大亏损

本季度新业务收入同比增长 16%至 280 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快速增长，部分被优选战略收缩抵消；海外业务 8 月开城卡塔尔、9 月进入科威特、阿联酋，中东核心市场基本布局完成。

本季度新业务经营亏损 13 亿元。经营亏损率 5%，环比收窄 2pct，同比扩大 1pct。主要由于优选收缩、食杂零售运营效率改善。此外，管理层表示 10 月香港 Keeta UE 转正，品牌心智增强后用户粘性提升，单均价提高、用户补贴下降后盈利转正，

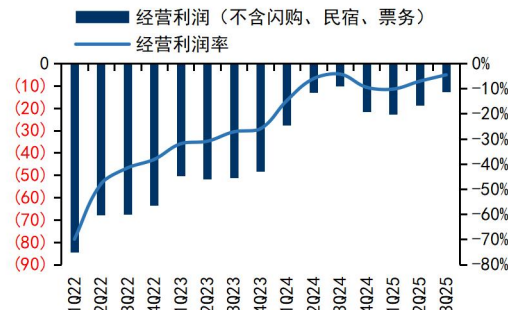
比预期转正时间提前 7 个月。展望 25Q4，海外业务新开 3 个海湾国家并在巴西试点，国内小象超市加大投入，预计亏损显著扩大。

图13: 美团新业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 美团新业务经营利润及利润率（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

考虑竞争影响公司核心本地业务收入及利润增速，海外业务新开多国影响 Q4 利润，调整 2025-2027 年收入 3605/4270/5092 亿元（调整幅度-2.6%/+0.8%/+5.0%），调整公司各项费用等指标如下：1、外卖业务受竞争影响投入履约补贴和营销补贴较多，高德地图 25Q3-Q4 等竞对布局到店业务导致美团到店用户补贴增多，下调 2025-2027 年核心本地经营利润至-51/91/416 亿元；2、Q4 海外业务新开海湾三国，同步试点巴西业务，预期 2025 年新业务经营亏损扩大，公司表示 2026 年新业务整体亏损不超过 2025 年，我们调整 2025-2027 年新业务经营利润至-96/-77/-63 亿元。毛利及各项费用看，我们下调公司 2025-2027 年毛利至 1104/1376/1635 亿元，主要由于国内外卖竞争加剧导致配送成本上调、部分配送收入抵扣补贴，调高公司销售费用（竞争影响）和研发费用（投入 AI 研发），预计 2025-2027 年销售费用分别为 1021/982/957 亿元，2025-2027 年研发费用分别为 256/278/311 亿元。在此基础上调整 2025-2027 年调整后净利润-160/124/331 亿元（调整幅度-108%/-61%/-26%），继续维持“优于大市”评级。

表1: 美团 2025-2027 年盈利测算一览

		2024	2025E	2026E	2027E
总营收		3,376	3,605	4,270	5,092
	YoY	22%	7%	18%	19%
1. 核心本地商业收入		2,502	2,565	2,989	3,526
	YoY	21%	2%	17%	18%
核心本地商业经营利润		524	-51	91	416
	经营利润率	21%	-2%	3%	12%
	yoy	-	-110%	-280%	355%
2. 新业务收入（新口径）		873	1,041	1,281	1,566
	YoY	25%	19%	23%	22%
新业务经营利润		-73	-96	-77	-63
	经营利润率	-8%	-9%	4%	-4%
	yoy	-	32%	-154%	-222%
毛利润		1,298	1,104	1,376	1,635
	毛利率	38%	31%	32%	32%
销售费用		640	1,021	982	957
	销售费率	19%	28%	23%	19%
研发费用		211	256	278	311
	研发费率	6%	7%	7%	6%
管理费用		107	111	131	157
	管理费率	3%	3%	3%	3%
Non-IFRS 归母净利润		437	-160	124	332
	yoy	-	-	-	88%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

风险提示

本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	70834	74376	81813	89995	营业收入	337592	360530	426969	509238
应收款项	12421	32596	38603	46041	营业成本	207807	250166	289356	345743
存货净额	1734	3334	3852	4604	销售费用	63975	102081	98203	95737
其他流动资产	19550	54079	64045	76386	管理及研发费用	31783	36717	40897	46740
流动资产合计	209735	269581	314548	368507	资产减值及公允价值变动	(757)	463	(138)	(213)
固定资产	18315	18803	17634	15281	其他损益净额	3575	2130	2130	2130
无形资产及其他	35719	35433	35222	35090	营业利润	36845	(25841)	505	22936
投资性房地产	40786	40786	40786	40786	财务费用	45	0	0	0
长期股权投资	19800	19800	19850	19900	权益性投资收益	250	156	250	250
资产总计	324355	384403	428040	479565	利润总额	37985	(25685)	755	23186
短期借款及交易性金融负债	1	49652	74725	86844	所得税费用	2177	(1807)	45	1391
应付款项	43341	46676	50072	55248	少数股东损益	1	(1)	0	1
其他流动负债	64594	81321	89427	101832	归属于母公司净利润	35807	(23878)	709	21794
流动负债合计	107936	177648	214224	243924	经调整净利润	43653	(16035)	12421	33188
长期借款及应付债券	1175	1175	1175	1175					
其他长期负债	42640	56854	63206	63236	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	43815	58029	64381	64411	净利润	35807	(23878)	709	21794
负债合计	151751	235677	278605	308335	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	(59)	(60)	(60)	(59)	折旧摊销	0	8572	9968	11434
股东权益	172663	148785	149495	171288	公允价值变动损失	757	(463)	138	213
负债和股东权益总计	324355	384403	428040	479565	财务费用	45	0	0	0
					营运资本变动	28683	(22029)	1365	(2920)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	其它	(8100)	(1)	0	1
经调整 EPS	7.14	(2.51)	2.03	5.43	经营活动现金流	57147	(37798)	12180	30522
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(3960)	(8311)	(8726)	(9163)
每股净资产	28.25	24.35	24.46	28.03	其它投资现金流	12668	0	(21039)	(25247)
ROIC	76%	-43%	-2%	24%	投资活动现金流	10205	(8311)	(29815)	(34460)
ROE	21%	-16%	0%	13%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	38%	31%	32%	32%	负债净变化	565	0	0	0
EBIT Margin	11%	-7%	0%	5%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	-6%	2%	6%	其它融资现金流	(31545)	49651	25073	12119
收入增长	22%	7%	18%	19%	融资活动现金流	(30415)	49651	25073	12119
净利润增长率	158%	—	-103%	2972%	现金净变动	37494	3542	7438	8181
资产负债率	47%	61%	65%	64%	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	13.4	(38.1)	47.0	17.6	企业自由现金流	59456	(45791)	3081	20911
P/B	3.4	3.9	3.9	3.4	权益自由现金流	28434	3779	26569	30769
EV/EBITDA	23	(43)	107	29					

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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