

高价值用户壁垒保障长期竞争优势

华泰研究

2025 年 11 月 30 日 | 中国香港

季报点评

互联网

美团公布 3Q25 业绩：收入 954.9 亿元，yoy+2.0%，低于 VA 一致预期 2.1%（简称预期），经营利润亏损 197.6 亿元，低于预期 21.3%，经调整净利润 -160.1 亿元，低于预期 16.1%。虽然本季度公司在财务数据上略逊市场一致预期，但是我们认为在市场更关注的运营侧有三大亮点：1、公司在高客单价外卖份额依旧稳固；2、到店业务虽受到外卖竞争的波及，但实际利润率优于预期；3、海外业务中香港地区已经实现盈利，利润兑现节奏超预期。我们仍然认为非理性竞争不可持续，公司具备显著的用户心智和精细化运营优势，且海外业务盈利能见度提升，维持买入评级。

核心本地商业利润受外卖竞争影响明显下滑，新业务亏损优于预期

收入端，3Q25 公司收入 954.9 亿元，yoy+2.0%，低于预期 2.1%，其中核心本地商业收入 674.5 亿元，yoy+2.8%，低于预期 2.6%，同比下滑主因外卖补贴冲减收入。公司 3Q 新业务收入 280.4 亿元，yoy+15.9%，新业务增长趋势稳定，主因 Keeta 加速全球布局以及小象超市和快驴等食杂零售业务保持强劲增长。利润端，3Q25 经营利润亏损 197.6 亿元，低于预期 21.3%，其中核心本地商业经营亏损 140.7 亿元，低于预期 7.1%，主因竞争影响，外卖业务出现大幅亏损。新业务经营利润亏损 12.8 亿元，优于预期 45.2%，主因海外香港地区盈利提前，其他地区亏损优化好于预期。

公司高客单价外卖份额依旧稳固，到店业务利润率优于预期

虽然 3Q 外卖补贴竞争显著影响利润，但是在经营侧，公司在高客单价外卖市场份额依旧稳固。根据公司 3Q25 业绩会，公司始终聚焦高客单价订单，客单价 15 元以上外卖订单的 GTV 市场份额 2/3，30 元以上订单的 GTV 市场份额超 70%。我们认为公司在高价值用户群中有较强心智，单均客单价高于其他平台，同时核心用户留存率高，在竞争中具备优势。到店业务方面，3Q 保持稳健复苏态势，此前市场担心到店业务也会受到外卖竞争的波及，但是实际公司到店的利润率好于市场预期，主要得益于公司优化商家榜单算法、强化线下地推获客，同时联动美团会员体系推出专属折扣与权益包，提升用户消费频次与客单价，3Q 公司到店用户交易频次同比增长 20%。

闪购高增长趋势延续，海外利润兑现节奏或提前

3Q 美团闪购延续高增长趋势，品类扩张与场景延伸驱动交易额（GTV）增速优于单量增速。公司持续推进即时零售用户心智培育，消费场景从生鲜拓展至 3C、美妆等高客单品类；七夕节等节点营销活动精准触达需求，推动订单量与交易额创历史新高。海外业务 Keeta 中公司借助美团成熟的履约体系经验提升运营效率，香港、沙特市场规模与份额稳步提升，9 月进入科威特、阿联酋，10 月启动巴西试点，区域布局持续完善，为长期增长奠定基础。此外香港地区已于 10 月实现盈利，自开城起 29 个月实现盈利优于预期的三年，我们判断公司海外业务整体的利润兑现节奏或将提前。

盈利预测与估值

我们预测 25-27 年收入 3643/4112/4672（较前值-3.3%/-7.6%/-8.4%）亿元，主因外卖竞争影响，投入增加将冲减收入，做出小幅下调。调整后净利润 -127/208/467（较前值-60.8%/-41.3%/-14.1%）亿元，主因外卖竞争影响，补贴及营销侧投入增加，因此大幅度下调公司利润。我们将估值从 SOTP 切换至 PE，主因短期国内外卖补贴竞争仍有不确定性，但是非理性竞争本身不可持续，公司 3Q 在激烈补贴竞争下，外卖高客单市场仍份额稳固，表明其具备高价值客户心智壁垒。预计 27 年非理性补贴退坡后能比较好体现公司的长期优势。参考可比公司 27 年平均 PE 为 18.3 倍，由于外卖竞争影响仍存在不确定性，出于谨慎考虑给予折价，以 27 年 17 倍 PE 给予美团目标价 142.8（前值：136.0）港币，维持买入评级。

风险提示：本地生活市场竞争加剧，市场增长不及预期，公司盈利不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

142.80

夏路路

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

苏燕妮

研究员

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483suyanni@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

邵浩岚

联系人

SAC No. S0570124070056
SFC No. BWH250shaohaolan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (港币 截至 11 月 28 日)	102.50
市值 (港币百万)	626,431
6 个月平均日成交额 (港币百万)	6,719
52 周价格范围 (港币)	94.05-189.60

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	337,152	364,283	411,165	467,194
+/-%	21.83	8.05	12.87	13.63
归母净利润 (百万)	35,808	(22,095)	11,863	36,979
+/-%	158.41	(161.70)	(153.69)	211.72
归母净利润 (调整后, 百万)	43,772	(12,745)	20,788	46,736
+/-%	88.23	(129.12)	(263.11)	124.82
EPS (调整后, 最新摊薄)	7.16	(2.09)	3.40	7.65
PE (调整后, 倍)	13.25	(44.72)	27.42	12.20
PB (倍)	3.36	2.55	2.00	1.59
ROE (调整后, %)	26.96	(6.44)	8.19	14.53
EV EBITDA (倍)	12.41	(36.59)	21.06	8.05
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：盈利预测变动

	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 %/pct	前值	新值	变动 %/pct	前值	新值	变动 %/pct
收入	376,841	364,283	-3.3%	444,846	411,165	-7.6%	510,159	467,194	-8.4%
销售成本	-253,426	-252,448	0.4%	-289,150	-275,481	4.7%	-321,400	-303,676	5.5%
毛利润	123,415	111,835	-9.4%	155,696	135,684	-12.9%	188,759	163,518	-13.4%
销售及分销成本	-109,284	-105,642	3.3%	-88,969	-90,456	-1.7%	-96,930	-83,160	14.2%
管理费用	-12,059	-11,001	8.8%	-14,235	-12,335	13.3%	-15,305	-14,016	8.4%
其他经营费用	-21,419	-21,093	1.5%	-26,616	-22,606	15.1%	-30,344	-27,853	8.2%
经营利润	-19,347	-25,901	-33.9%	25,876	10,287	-60.2%	46,180	38,489	-16.7%
非 IFRS 净利润	-7,928	-12,745	-60.8%	35,400	20,788	-41.3%	54,400	46,736	-14.1%
非 IFRS 净利润率	-2.10%	-3.50%	-1.4pct	7.96%	5.06%	-2.9pct	10.66%	10.00%	-0.7pct

注：我们下调了公司的收入，主因外卖补贴冲减收入，并下调了毛利率因为外卖竞争下销售成本显著增加

资料来源：华泰研究预测

图表2：关键财务指标分季度预测

(百万元)	季度拆分				年度拆分		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
收入	86,557	91,840	95,488	90,398	364,283	411,165	467,194
-核心本地商业	64,325	65,347	67,447	63,748	260,867	291,202	330,435
-新业务	22,232	26,493	28,041	26,650	103,417	119,963	136,758
毛利润	32,414	30,414	25,181	23,826	111,835	135,684	163,518
毛利率	37%	33%	26%	26%	31%	33%	35%
营销费用	15,550	22,519	34,267	33,306	105,642	90,456	83,160
营销费用率	18%	25%	36%	37%	29%	22%	18%
研发费用	5,772	6,260	6,937	5,802	24,771	25,903	32,704
研发费用率	7%	7%	7%	6%	7%	6%	7%
管理费用	2,627	2,679	2,958	2,738	11,001	12,335	14,016
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
经营利润	10,566	226	-19,759	-16,934	-25,901	10,287	38,490
-核心本地商业	13,491	3,721	-14,071	-10,965	-7,824	27,998	52,272
-新业务	-2,273	-1,881	-1,278	-4,068	-9,500	-9,000	-4,000
-未分配	-652	-1,613	-4,410	-1,902	-8,578	-8,712	-9,782
调整后净利润	10,949	1,493	-16,010	-9,177	-12,745	20,788	46,736
调整后净利润率	13%	2%	-17%	-10%	-3%	5%	10%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：PE 估值

2027 年调整后归母净利润 (百万元)	46736
PE 倍数 (倍)	17
目标市值 (亿元)	7945
总股本 (百万股)	6112
目标价 (港币)	142.8

注：港币对人民币汇率为 0.91

资料来源：华泰研究预测

图表4：可比公司估值表

公司	股票代码	股价	PE			PS		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
本地生活服务								
DoorDash	DASH US	198.4	88.1	59.7	38.8	6.3	5.0	4.3
Grab	GRAB US	5.5	148.6	68.7	39.6	6.6	5.5	4.8
Delivery Hero	DHER GR	20.1	NM	NM	49.6	0.4	0.4	0.3
Just Eat Takeaway	TKWY NA	64.0	NM	68.9	31.5	3.9	3.4	3.0
Tokopedia	GOTO IJ	69.9	10.9	18.3	16.0	5.6	4.9	4.4
Trip.com	TCOM US	4914.7	21.7	18.5	16.0	6.0	5.4	4.8
Booking	BKNG US	117.0	28.4	24.6	21.5	6.0	5.4	4.9
Airbnb	ABNB US	21.9	15.9	13.9	12.1	2.4	2.1	2.0
Tongcheng-Elong	780 HK	11.4	30.6	18.6	12.5	0.4	0.3	0.3
SF Intra city	9699 HK		21.5	36.4	26.4	4.2	3.6	3.2
平均值								
在线零售								
Alibaba	BABA US	157.3	22.2	20.1	16.2	2.6	2.3	2.1
JD	JD US	29.8	11.3	8.8	6.3	0.2	0.2	0.2
Pinduoduo	PDD US	116.1	11.0	9.7	8.1	2.8	2.5	2.2
平均值			14.8	12.9	10.2	1.9	1.7	1.5
整体平均值			18.2	24.6	18.3	3.0	2.6	2.3

注: 1) 数据截至 2025 年 11 月 29 日; 2) PE 均值计算不包括大于 80x 数字, PS 均值计算不包括大于 15x 数字。

资料来源: Visible Alpha 一致预期, 华泰研究

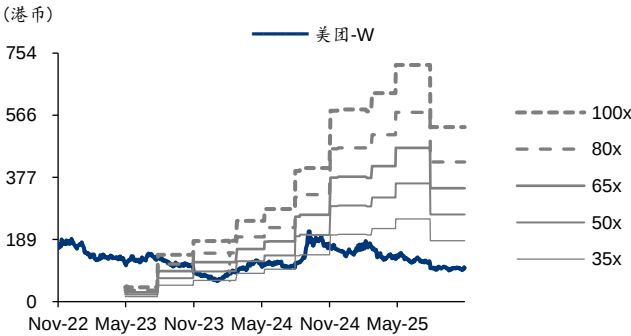
风险提示

本地生活市场竞争加剧: 到店市场参与者变多, 竞争加剧, 公司市场份额受损, 到店 OPM 因竞争加剧修复不及预期。

市场增长不及预期: 受到宏观消费影响, 即时配送单量增长不足预期。

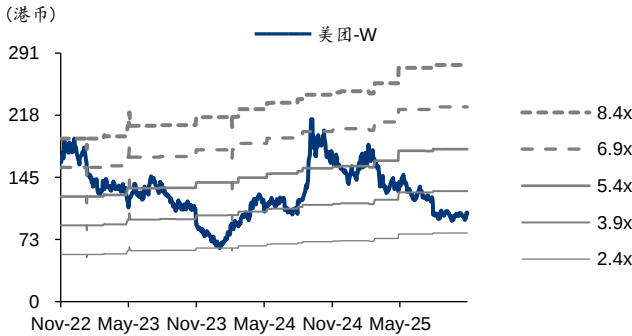
公司盈利不及预期: 经营利润率不足预期, 新业务减亏进展不及预期。

图表5：美团-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6：美团-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	276,745	337,152	364,283	411,165	467,194
销售成本	(179,554)	(207,367)	(252,448)	(275,481)	(303,676)
毛利	97,191	129,785	111,835	135,684	163,518
销售及分销成本	(58,617)	(63,975)	(105,642)	(90,456)	(83,160)
管理费用	(9,372)	(10,729)	(11,001)	(12,335)	(14,016)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(606.00)	(45.00)	1,284	1,421	1,413
应占联营公司利润及亏损	1,213	1,186	1,186	1,186	1,186
税前利润	14,022	37,986	(23,431)	12,894	41,088
税费开支	(165.00)	(2,177)	1,336	(1,031)	(4,109)
少数股东损益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13,857	35,808	(22,095)	11,863	36,979
非通用准则调整项	9,398	7,964	9,350	8,925	9,757
调整后归母净利润	23,255	43,772	(12,745)	20,788	46,736
折旧和摊销	(7,997)	(8,421)	(9,847)	(11,624)	(13,576)
EBITDA	22,625	46,281	(14,869)	23,097	53,251
EPS (人民币, 基本)	2.22	5.86	(3.62)	1.94	6.05

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,305	1,171	1,558	1,434	1,837
应收账款和票据	17,278	14,453	20,180	17,884	24,413
现金及现金等价物	33,340	70,834	112,966	173,057	243,116
其他流动资产	131,194	123,277	125,977	141,055	142,244
总流动资产	183,116	209,735	260,681	333,430	411,610
固定资产	25,978	30,239	32,492	35,117	37,577
无形资产	30,398	30,230	30,982	31,369	31,843
其他长期资产	53,538	54,151	58,351	60,608	64,170
总长期资产	109,914	114,620	121,825	127,093	133,590
总资产	293,030	324,355	382,507	460,523	545,200
应付账款	64,721	76,466	72,116	86,451	84,494
短期借款	19,322	1.10	3,875	8,628	16,774
其他负债	16,832	31,468	31,775	25,100	20,895
总流动负债	100,874	107,936	107,766	120,180	122,163
长期债务	4,208	4,310	4,432	4,582	4,839
其他长期债务	35,991	39,505	47,059	51,296	59,443
总长期负债	40,199	43,815	51,491	55,879	64,282
股本	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
储备/其他项目	152,010	172,658	223,303	284,519	358,809
股东权益	152,011	172,659	223,304	284,519	358,809
少数股东权益	(54.41)	(54.41)	(54.41)	(54.41)	(54.41)
总权益	151,956	172,604	223,249	284,465	358,755

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	42.70	16.19	(25.80)	48.05	15.41
PB	3.89	3.36	2.55	2.00	1.59
调整后 PE (倍)	25.45	13.25	(44.72)	27.42	12.20
调整后 ROE	16.57	26.96	(6.44)	8.19	14.53
EV EBITDA	27.09	12.41	(36.59)	21.06	8.05
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	4.80	8.04	(6.38)	3.77	3.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	22,625	46,281	(14,869)	23,097	53,251
融资成本	606.00	45.00	(1,284)	(1,421)	(1,413)
营运资本变动	16,178	14,706	(10,466)	16,757	(8,891)
税费	(165.00)	(2,177)	1,336	(1,031)	(4,109)
其他	1,278	(1,708)	88,957	46,062	56,440
经营活动现金流	40,522	57,147	63,674	83,463	95,278
CAPEX	(11,282)	(13,123)	(14,729)	(16,437)	(18,712)
其他投资活动	(13,382)	23,328	(7,037)	(7,176)	(6,770)
投资活动现金流	(24,664)	10,205	(21,766)	(23,614)	(25,482)
债务增加量	1,216	(19,219)	3,996	4,903	8,403
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(3,997)	(11,195)	(3,773)	(4,662)	(8,140)
融资活动现金流	(2,781)	(30,415)	223.40	241.10	262.90
现金变动	13,077	36,937	42,132	60,091	70,060
年初现金	20,159	33,340	70,834	112,966	173,057
汇率波动影响	104.45	557.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	33,340	70,834	112,966	173,057	243,116

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	25.82	21.83	8.05	12.87	13.63
毛利润	57.39	33.54	(13.83)	21.33	20.51
营业利润	(330.48)	174.66	(170.30)	(139.72)	274.15
净利润	(307.25)	158.41	(161.70)	(153.69)	211.72
调整后净利润	722.31	88.23	(129.12)	(263.11)	124.82
EPS (基本)	(305.86)	163.70	(161.69)	(153.69)	211.72
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.12	38.49	30.70	33.00	35.00
EBITDA	8.18	13.73	(4.08)	5.62	11.40
净利润率	5.01	10.62	(6.07)	2.89	7.92
调整后净利润率	8.40	12.98	(3.50)	5.06	10.00
ROE	9.87	22.06	(11.16)	4.67	11.50
调整后 ROE	16.57	26.96	(6.44)	8.19	14.53
ROA	5.16	11.60	(6.25)	2.81	7.35
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(6.45)	(38.53)	(46.87)	(56.18)	(61.73)
流动比率	1.82	1.94	2.42	2.77	3.37
速动比率	1.80	1.93	2.40	2.76	3.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.03	1.09	1.03	0.98	0.93
应收账款周转天数	21.22	16.94	17.11	16.66	16.30
应付账款周转天数	111.46	122.55	105.94	103.61	101.33
存货周转天数	2.47	2.15	1.95	1.96	1.94
现金转换周期	(87.77)	(103.46)	(86.88)	(84.99)	(83.09)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	2.22	5.86	(3.62)	1.94	6.05
EPS (调整后, 基本)	3.73	7.16	(2.09)	3.40	7.65
每股净资产	24.38	28.26	36.54	46.55	58.71

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 美团-W (3690 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、苏燕妮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 美团-W (3690 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 美团-W (3690 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 美团-W (3690 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 美团-W (3690 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

北京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司