

美团-W (03690.HK)

2025Q3 业绩点评：业绩低于预期，继续关注
竞争动态变化

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	276,745	337,592	364,534	415,409	478,472
同比（%）	25.82	21.99	7.98	13.96	15.18
归母净利润（百万元）	13,856	35,807	(21,574)	(3,982)	19,631
同比（%）	307.23	158.43	-	-	-
Non-IFRS 净利润（百万元）	23,253	43,772	(14,168)	1,168	24,645
同比（%）	722.48	88.24	-	-	2,009.22
EPS-最新摊薄（元/股）	2.27	5.86	(3.53)	(0.65)	3.21
P/E（现价&最新摊薄）	41.59	16.09	-	-	29.36
PE（Non-IFRS）	24.78	13.17	-	493.24	23.39

投资要点

- **业绩低预期：**美团 25Q3 实现营业收入 955 亿元，同比增长 2.0%，经调整净利润 -160.09 亿元。公司业绩低于彭博一致预期。
- **核心本地商业受竞争影响由盈转亏，新业务亏损率改善。**核心本地商业 Q3 收入 674 亿 (yoy-3%)；运营亏损 141 亿，经营亏损率 20.9%，低于市场预期，主要系外卖行业竞争持续加剧。新业务 Q3 收入 280 亿 (yoy+16%)；运营亏损 13 亿，运营亏损率环比收窄 2.5pct 至 4.6%，好于市场预期。
- **核心本地商业：我们认为 Q3 是亏损峰值，Q4 亏损幅度边际改善，但仍需关注竞对策略变化。**1) Q3 外卖行业竞争显著加剧，公司为应对竞争、转化新用户及提升用户黏性，增加配送补贴与用户激励开支，导致外卖业务显著亏损，但保持了份额及 UE 优势。Q3 餐饮外卖日活及月交易用户均创历史新高，核心用户规模同比稳健增长，中低频用户向高频跃迁。闪购新用户增速和核心用户交易频次进一步提升，随着供给不断丰富，消费多品类的用户占比稳步提升。到店酒旅业务受到外卖分流、竞争加剧等负面影响，但仍保持核心地位。2) 公司持续加强会员体系建设，长期有利于增强用户粘性。通过上新多个本地生活服务品类的会员权益与专属活动，公司大幅提升会员的用户心智和交易频次，尤其大量中等用户实现会员等级跃迁，即使在激烈的竞争环境下，高价值会员规模仍然保持稳健增长。升级后的「美团会员」体系支持用户拉新、流量运营、交易增长和品牌营销等关键领域的增长，同时有效促进不同业务和消费场景之间的交叉销售。展望 Q4 及 2026 年，我们预计公司仍将加强在供给端、用户体验以及会员权益等方面的投入，季度亏损好于 Q3，份额及 UE 保持领先优势。
- **新业务亏损好于预期，小象超市与 Keeta 持续扩张。**Q3 小象超市、快驴等食杂零售业务保持强劲增长，运营效率持续提升，同时探索线下模式以完善供应链与场景覆盖。Keeta 加速全球布局，在国内香港市场已实现盈利，在沙特市场实现份额稳步增长，9 月进入科威特、阿联酋，10 月下旬在巴西启动试点运营。虽然 Keeta 及小象超市处在业务拓展期，但考虑到其他新业务的优化，我们预计 2026 年新业务亏损相比 2025 年有所降低。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到外卖竞争对公司利润的影响超出我们预期，我们将公司 2025-2027 年经调整利润由 33/222/474 亿元下调至-142/12/246 亿元，对应 2027 年经调整 PE 为 23 倍，公司外卖份额及 UE 优势仍保持领先，我们看好公司长期利润修复和海外长期空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞对投入力度及持续性超预期，消费不及预期，出海不及预期

2025 年 12 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书：S0600524080004

guorn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	102.50
一年最低/最高价	94.05/189.60
市净率(倍)	3.40
港股流通市值(百万港元)	515,948.15

基础数据

每股净资产(元)	27.40
资产负债率(%)	47.37
总股本(百万股)	6,111.52
流通股本(百万股)	5,532.08

相关研究

《美团-W(03690.HK): 2025Q2 业绩点评：业绩低于预期，建议关注外卖竞争动态变化》

2025-08-31

《美团-W(03690.HK): 2025Q1 业绩点评：业绩超预期，竞争干扰短期业绩但长期影响有限》

2025-05-30

美团-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	209,734.86	188,448.67	186,565.43	214,872.46	营业总收入	337,591.58	364,534.19	415,408.50	478,472.07
现金及现金等价物	70,834.10	40,288.98	34,561.57	58,630.99	营业成本	207,806.98	252,869.39	278,729.17	305,625.92
应收账款及票据	2,653.05	2,207.41	2,679.75	2,356.80	销售费用	63,975.24	100,937.45	107,962.32	118,132.05
存货	1,734.12	2,480.37	2,587.44	3,234.01	管理费用	10,729.20	11,273.72	11,216.03	11,483.33
其他流动资产	134,513.59	143,471.91	146,736.67	150,650.67	研发费用	21,053.60	26,334.60	27,832.37	26,315.96
非流动资产	114,620.06	120,374.13	116,592.41	114,343.10	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	18,314.81	24,279.62	19,906.76	17,064.39	经营利润	34,026.56	(26,880.97)	(10,331.39)	16,914.81
商誉及无形资产	35,718.76	35,458.01	35,199.17	34,942.22	利息收入	1,291.81	2,018.77	2,208.67	2,036.85
长期投资	19,800.13	19,800.13	20,600.13	21,400.13	利息支出	1,336.93	1,783.53	1,783.53	1,783.53
其他长期投资	31,039.92	31,039.92	31,039.92	31,039.92	其他收益	4,004.00	3,607.47	5,221.11	5,927.04
其他非流动资产	9,746.45	9,796.45	9,846.45	9,896.45	利润总额	37,985.43	(23,038.26)	(4,685.14)	23,095.17
资产总计	324,354.92	308,822.79	303,157.84	329,215.56	所得税	2,177.11	(1,464.38)	(702.77)	3,464.28
流动负债	107,935.64	113,978.89	112,297.81	118,726.13	净利润	35,808.32	(21,573.88)	(3,982.37)	19,630.89
短期借款	1.08	1.08	1.08	1.08	少数股东损益	1.14	(0.22)	(0.04)	0.20
应付账款及票据	41,760.68	42,529.11	37,107.79	39,298.69	归属母公司净利润	35,807.18	(21,573.66)	(3,982.33)	19,630.70
其他	66,173.88	71,448.70	75,188.94	79,426.36	EBIT	34,026.56	(26,880.97)	(10,331.39)	16,914.81
非流动负债	43,815.20	43,815.20	43,815.20	43,815.20	EBITDA	42,023.36	(17,585.04)	(699.68)	25,014.13
长期借款	1,175.05	1,175.05	1,175.05	1,175.05	Non-IFRS 归母净利润	43,772.45	(14,167.56)	1,168.42	24,644.56
其他	42,640.15	42,640.15	42,640.15	42,640.15					
负债合计	151,750.84	157,794.09	156,113.01	162,541.33					
股本	0.40	0.39	0.38	0.37					
少数股东权益	(58.88)	(59.10)	(59.14)	(58.94)					
归属母公司股东权益	172,662.96	151,087.80	147,103.97	166,733.17					
负债和股东权益	324,354.92	308,822.79	303,157.84	329,215.56					
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57,146.78	(17,317.56)	(3,313.49)	25,777.41	每股收益(元)	5.86	(3.53)	(0.65)	3.21
投资活动现金流	10,205.25	(11,442.53)	(628.89)	77.04	每股净资产(元)	28.25	24.72	24.07	27.28
筹资活动现金流	(30,414.66)	(1,785.03)	(1,785.03)	(1,785.03)	发行在外股份(百万股)	6,111.52	6,111.52	6,111.52	6,111.52
现金净增加额	37,494.34	(30,545.12)	(5,727.41)	24,069.42	ROIC(%)	18.56	(15.44)	(5.85)	9.10
折旧和摊销	7,996.80	9,295.93	9,631.71	8,099.32	ROE(%)	20.74	(14.28)	(2.71)	11.77
资本开支	(8,986.23)	(15,000.00)	(5,000.00)	(5,000.00)	毛利率(%)	38.44	30.63	32.90	36.12
营运资本变动	36,607.00	(3,215.67)	(5,525.26)	2,190.70	销售净利率(%)	10.61	(5.92)	(0.96)	4.10
					资产负债率(%)	46.79	51.10	51.50	49.37
					收入增长率(%)	21.99	7.98	13.96	15.18
					归母净利润增长率(%)	158.43	-	-	-
					P/E	16.09	-	-	29.36
					P/B	3.34	3.81	3.92	3.46
					EV/EBITDA	18.64	-	-	20.74

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2025年11月30日的0.92, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>