

2025 年 12 月 01 日

美团 (3690.HK)

短期业绩承压，外卖中长期目标维持不变

美团 3 季度核心本地商业收入同比降 2.8%，分部经营亏损 141 亿元，我们预计 4 季度亏损环比收窄。管理层维持日均高质量订单 1 亿单目标不变，我们认为外卖 UE 水平将在理性竞争阶段逐步回归合理水平，维持买入评级。

报告摘要

3 季度亏损高于预期：3 季度总收入 955 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增 2%，略低于我们/彭博一致预期 1%/2%，其中核心本地商业收入同比降 2.8%，新业务收入同比增 16%。经调整经营亏损 153 亿元，其中核心本地商业经营亏损 141 亿元，较一致预期高 15 亿元，对比 3Q24/2Q25 为盈利 146 亿元/37 亿元，反映行业补贴峰值影响；新业务亏损 13 亿元，好于一致预期。经调整净亏损 160 亿元，大于我们/市场预期的 153 亿元/140 亿元。

核心本地商业亏损峰值季度，核心用户心智强化：在行业补贴峰值季度，Q3 美团 App DAU 同比增 20%，餐饮外卖 DAU 及 MTU 创新高，核心用户规模稳健增长，订单频次及粘性提升，中低频用户向高频用户转化。分业务线看，1) **外卖：**Q3 日订单同比健康增长，收入同比下降，主要因骑手及用户补贴增加、AOV 下降拖累佣金收入。据业绩会数据，10-11 月，行业补贴水平较 7-8 月峰值下降，近期观测到美团外卖订单份额回升，净客单价超 15 元的订单 GTV 份额超 2/3，净客单价超 30 元的订单 GTV 份额约为 70%，核心用户心智稳固。2) **闪购：**Q3 新用户增速、核心用户订单频次均同比增长，受益于供给持续丰富，我们估算闪购订单量增速维持远高于餐饮外卖订单的增速。3) **到店酒旅：**商户数及用户规模同比增近 20%，创新高，用户交易频次稳健增长，订单量及 GTV 维持健康增速。我们估算到店酒旅经营收入略低于 GTV 增速，利润率同比及环比均有下降。

海外业务长期潜力维持乐观：3 季度 Keeta 进入科威特、迪拜、阿布扎比，10 月底启动巴西试点。10 月，Keeta 在中国香港实现盈利，早于 3 年实现盈利的目标，我们认为盈利路径对中东市场或是参考，同时考虑中东市场的高客单价、付费意愿等，其长期盈利潜力有望达可观水平。当前新业务亏损主要反映海外投入节奏，考虑杂食零售业务效率提升，预计 2026 年新业务亏损可控。

财务预测&估值：我们预计 4 季度核心本地商业收入同比微降 1%，补贴退坡，分部亏损环比收窄，但仍或有明显亏损。将 3 季度亏损纳入全年预期，上调 2025 年净亏损预测。考虑核心本地商业在核心用户、高质量订单的投入加码或持续至 2026 年，我们相应下调 2026 年利润预测。估值角度，我们认为竞争稳态盈利更具参考性，将 SOTP 目标价调整至 120 港元（前值：134 港元），包含：1) 核心本地商业 15.0x 2027E 经营利润市盈率估值，2) 新业务 1x 2027E 市销率估值，3) 按 10.5% WACC 假设贴现至当前，对应 2027 年市盈率约为 17.8 倍，维持**买入**评级。管理层维持日均高质量订单 1 亿单目标不变，考虑公司的履约效率、核心用户心智、商户服务等仍是行业领先，我们认为外卖 UE 水平将在理性竞争阶段逐步回归合理水平。

风险：竞争持续激烈周期长于预期；外卖 UE 恢复缓慢；Keeta 进展弱于预期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	276,744	337,592	365,908	401,632	445,995
同比增长（%）	26%	22%	8%	10%	11%
调整后净利润（百万元）	23,252	43,772	-16,053	18,200	41,022
调整后净利润率（%）	8.4%	13.0%	-4.4%	4.5%	9.2%
市盈率（倍）	24.6	13.1	NA	31.5	14.0
市销率（倍）	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3
净资产收益率（%）	15.3%	25.4%	NA	5.6%	8.1%

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级：

买入

维持 评级

6 个月目标价

120 港元

股价 2025-11-28

102.50 港元

总市值(百万港元)	606,263
流通市值(百万港元)	548,782
总股本(百万股)	6,112
流通股本(百万股)	5,532
12 个月低/高(港元)	94.1/189.6
平均成交(百万港元)	6,177

股东结构

王兴	8.85%
BlackRock	6.00%
Baillie Gifford	4.92%
Vanguard Group	4.80%
其他	75.43%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.35	-3.31	-73.74
绝对收益	2.50	-0.19	-41.83

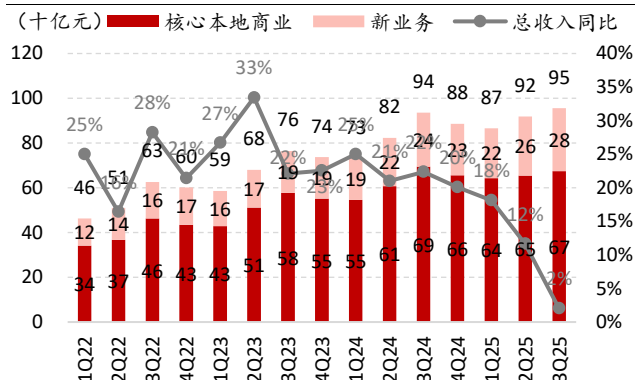
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

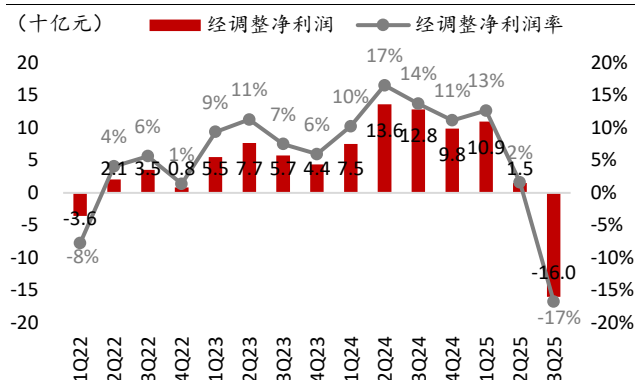
2025 年 3 季度业绩概览

图表 1: 3Q25 总收入同比增 2%



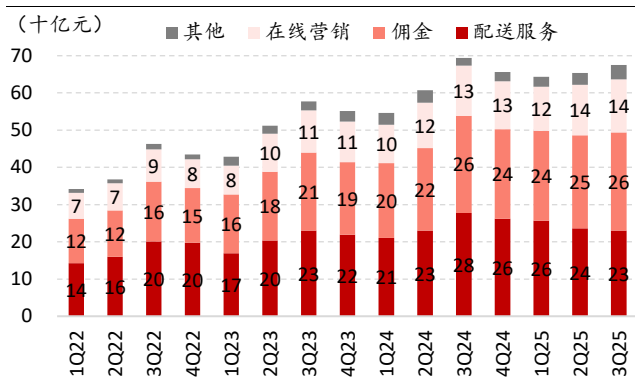
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 3Q25 经调整净亏损 160 亿元



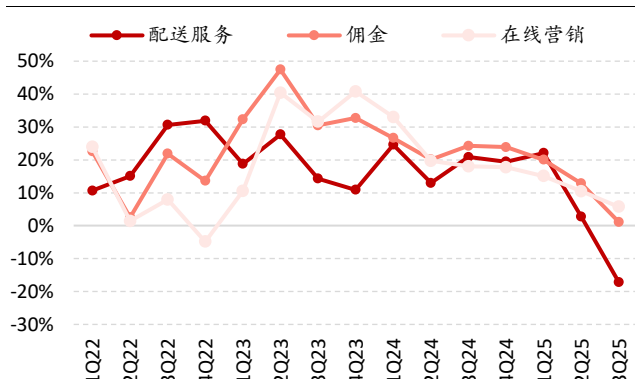
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 核心本地商业收入结构



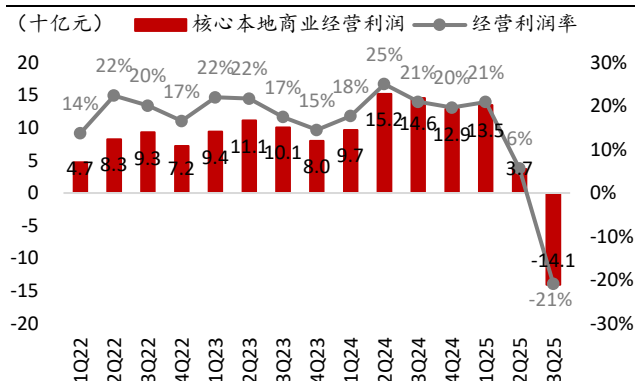
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 4: 3Q25 本地商业配送收入同比降 17%



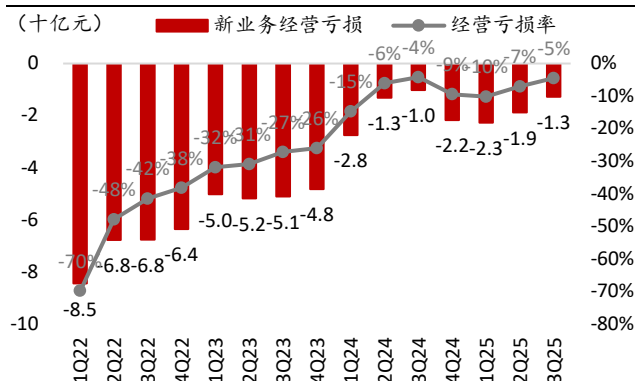
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 5: 3Q25 核心本地商业经营亏损率 21%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 6: 3Q25 新业务亏损环比收窄



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

利润表预测更新

图表 7: 利润表预测更新

美团 3690. HK 百万元	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	88,487	86,557	91,840	95,488	92,023	337,592	365,908	401,632	445,995
同比	20%	18%	12%	2%	4%	22%	8%	10%	11%
营业成本	-55,043	-54,143	-61,426	-70,307	-68,610	-207,807	-254,487	-285,427	-332,138
毛利	33,444	32,414	30,414	25,181	23,412	129,785	111,421	116,205	113,856
毛利率	37.8%	37.4%	33.1%	26.4%	25.4%	38.4%	30.5%	28.9%	25.5%
销售费用	-17,301	-15,550	-22,519	-34,267	-31,302	-63,975	-103,638	-98,969	-95,234
同比	3%	12%	52%	91%	81%	9%	62%	-5%	-4%
研发费用	-5,420	-5,772	-6,260	-6,937	-6,721	-21,054	-25,690	-29,236	-32,863
同比	0%	15%	17%	31%	24%	-1%	22%	14%	12%
行政费用	-2,938	-2,627	-2,679	-2,958	-2,997	-10,729	-11,261	-11,529	-12,012
同比	9%	14%	-1%	6%	2%	14%	5%	2%	4%
经营利润	6,693	10,566	226	-19,759	-16,721	36,845	-25,688	9,279	34,113
经营利润率	7.6%	12.2%	0.2%	-20.7%	-18.2%	10.9%	-7.0%	2.3%	7.6%
净利润	6,222	10,057	365	-18,632	-15,621	35,808	-23,830	9,414	34,155
净利润率	7.0%	11.6%	0.4%	-19.5%	-17.0%	10.6%	-6.5%	2.3%	7.7%
经调整经营利润	10,724	11,218	1,840	-15,349	-14,697	45,142	-16,988	17,312	39,911
Adj.OPM	12.1%	13.0%	2.0%	-16.1%	-16.0%	13.4%	-4.6%	4.3%	8.9%
经调整EBITDA	11,523	12,302	2,782	-14,842	-11,534	49,119	-11,292	22,179	41,439
Adj.EBITDA margin	13.0%	14.2%	3.0%	-15.5%	-12.5%	14.5%	-3.1%	5.5%	9.3%
经调整净利润	9,849	10,949	1,493	-16,010	-12,484	43,772	-16,053	18,200	41,022
Adj.NPM	11.1%	12.6%	1.6%	-16.8%	-13.6%	13.0%	-4.4%	4.5%	9.2%
分部表现:									
核心本地商业									
收入	65,567	64,325	65,347	67,447	65,179	250,247	262,298	280,608	306,247
同比	19%	18%	8%	-3%	-1%	21%	5%	7%	9%
经营利润	12,900	13,491	3,721	-14,071	-10,533	52,415	-7,391	26,409	45,425
同比	61%	39%	-76%	-196%	-182%	35%	-114%	-457%	72%
OPM	19.7%	21.0%	5.7%	-20.9%	-16.2%	20.9%	-2.8%	9.4%	14.8%
新业务									
收入	22,920	22,232	26,493	28,041	26,843	87,344	103,610	121,024	139,747
同比	23%	19%	23%	16%	17%	25%	19%	17%	15%
经营利润	-2,176	-2,273	-1,881	-1,278	-4,164	-7,273	-9,596	-9,097	-5,513
OPM	-9.5%	-10.2%	-7.1%	-4.6%	-15.5%	-8.3%	-9.3%	-7.5%	-3.9%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	276,744	337,592	365,908	401,632	445,995	现金及现金等价物	33,340	70,834	114,920	167,962	199,211
营业成本	-179,554	-207,807	-254,487	-285,427	-332,138	受限制现金	19,373	19,550	20,527	21,553	22,631
毛利润	97,190	129,785	111,421	116,205	113,856	短期理财投资	111,821	97,409	102,280	107,394	112,763
销售费用	-58,617	-63,975	-103,638	-98,969	-95,234	预付款项、按金及其他资产	14,535	17,555	19,027	20,885	23,192
研发费用	-21,201	-21,054	-25,690	-29,236	-32,863	贸易应收款	2,743	2,653	2,876	3,156	3,505
管理费用	-9,372	-10,729	-11,261	-11,529	-12,012	存货	1,305	1,734	1,880	2,063	2,291
营业利润	13,414	36,845	-25,688	9,279	34,113	流动资产合计	183,116	209,735	261,509	323,014	363,593
财务成本净额	-606	-45	361	436	36	物业、厂房及设备	25,978	30,239	34,605	38,385	43,071
投资收益	1,213	1,186	197	214	702	无形资产	30,398	30,230	34,596	38,375	43,059
税前利润	14,021	37,985	-25,130	9,929	34,852	按公允价值计量且其变动计入当期损益的其他金融投资	18,481	17,776	17,954	18,134	18,315
所得税	-165	-2,177	1,300	-515	-697	采用权益法列账的投资	18,289	19,800	20,790	21,850	22,965
税后利润	13,856	35,808	-23,830	9,414	34,155	其他非流动资产	16,767	16,574	18,937	20,107	22,245
经调整净利润	23,252	43,772	-16,053	18,200	41,022	非流动资产合计	109,913	114,620	126,881	136,851	149,655
主要财务比率						总资产合计	293,030	324,355	388,390	459,864	513,248
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	贸易应付款项	22,981	25,193	31,712	35,085	41,107
市盈率*	24.6	13.1	NA	31.5	14.0	应付商家款项	23,798	25,132	32,253	35,347	41,613
市净率	3.8	3.3	2.8	2.2	1.9	其他应付款项及应计费用	17,942	21,341	25,782	29,115	33,764
股息率	NA	NA	NA	NA	NA	交易用户预付款项	8,548	11,147	12,883	14,880	17,065
毛利率	35%	38%	30%	29%	26%	其他流动负债	27,606	25,122	26,019	25,523	14,291
净利率	5%	11%	-7%	2%	8%	流动负债合计	100,874	107,936	128,650	139,950	147,841
ROE(%)	15%	25%	NA	7%	14%	应付票据	34,611	38,009	47,801	52,909	61,977
ROA(%)	8%	13%	NA	4%	8%	其他非流动负债	5,588	5,806	7,537	8,024	9,273
资产收益率	193%	188%	190%	178%	174%	非流动负债合计	40,199	43,815	55,338	60,934	71,250
						负债合计	141,073	151,751	183,988	200,884	219,091
						股份溢价	325,579	308,861	308,273	305,668	299,381
						储备及其他资本项目	-173,622	-136,257	-103,871	-46,688	-5,224
						所有者权益合计	151,956	172,604	204,402	258,980	294,158
						负债及权益合计	293,030	324,355	388,390	459,864	513,248
						现金流量简表					
						(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
						经营活动现金流	40,745	57,936	4,226	31,517	63,153
						投资活动现金流	-24,664	10,205	54,810	64,534	62,326
						融资活动现金流	-2,781	-30,415	-16,351	-42,500	-93,632
						期初现金	20,159	33,340	70,834	114,920	167,962
						期末现金	33,340	70,834	114,920	167,962	199,211

资料来源：公司财报，国投证券国际预测（注：市盈率基于经调整净利润；财年截至12月31日）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010