

美团 (3690 HK, 买入, 目标价: HK\$145.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$145.00 当前股价: HK\$102.50

股价上行/下行空间 +41%

52 周最高/最低价 (HK\$) 189.60/94.05

市值 (US\$mn) 82,578

当前发行数量(百万股) 6,267

三个月平均日交易额 (US\$mn) 796

流通盘占比 (%) 57

主要股东 (%)

腾讯控股 18

红杉资本 7

Qihui Holdings Ltd. 3

按 2025 年 11 月 28 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	145.00	145.00	0%
2025E EPS (RMB)	(3.32)	(2.27)	-47%
2026E EPS (RMB)	3.29	6.92	-52%
2027E EPS (RMB)	8.61	12.05	-29%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预期 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	370,980 (-1%)	423,938 (+2%)
EPS (RMB)	(0.97) (-241%)	3.53 (-7%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预期; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预期。

3Q25 点评: 在高客单价市场成功捍卫自身份额

- 3Q25 核心本地商业亏损超我们预期, 市场竞争或将存续。
- 我们预计美团将继续捍卫自身市占率, 盈利或持续波动。
- 维持“买入”评级及 SOTP 目标价 145.00 港元。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 11 月 30 日晚 10 时 35 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰(证券分析师登记编号: S1680519040001)审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

核心本地商业: 该板块 3Q25 收入同比下降 2.8%, 营业利润降至亏损 141 亿元人民币, 超过我们的预期 2%/6%。

即时配送: 我们估算 3Q25 外卖业务日均订单量实现同比中双位数增长。然而, 在激烈竞争环境下, 我们估算该业务收入同比低双位数下降, 原因是平台为捍卫市场份额采取激进补贴策略, 导致净抽成率下滑。管理层表示, 美团在高客单价订单中的市场份额保持稳健: 15 元以上订单市占率超 67%, 30 元以上订单市占率达 70%。我们亦估算每单亏损超 2 元, 主要受用户及骑手补贴提升、以及为推广会员体系而加大的营销活动影响。美团闪购方面, 我们估算其日均订单量同比增长 30%, 但也因补贴加大, 亏损超 10 亿元。

展望 4Q25, 管理层表示外卖和闪购业务的补贴水平已有所下降, 尤其在双十一大促结束之后。我们预计当季收入同比降幅将收窄。美团承诺要保持竞争力并捍卫自身市场份额, 特别是在高客单价餐饮领域。基于其成熟的路径设计、优质的用户/商户服务、以及行业经验, 我们长期看好公司竞争力。我们现预测外卖/闪购业务订单量将同比增长 12%/30%, 对应收入同比变化为 -10%/+30%。盈利方面, 我们预计四季度外卖/闪购平均每单亏损分别为 2.5 元和 1.2 元。

到店酒旅: 我们测算该板块三季度总交易额同比增长接近 20%, 收入同比增长低双位数百分比。受广告变现率下降影响, 我们测算经营利润率回落至 25%-30% 区间高位。我们预测 4Q25 到店业务收入将同比增长 11%, 经营利润率维持在 26%, 主因行业竞争持续激烈且广告收入依然乏力。

新业务: 该板块 3Q25 亏损 13 亿元人民币。其中, 我们估算美团优选业务亏损约 8 亿元。展望 4Q25, 我们预计美团旗下国际外卖业务 Keeta 将因向新地区/国家扩张而出现较大亏损。积极的一面是, Keeta 已于 3Q25 在香港实现盈利, 早于公司原定目标。我们现预测 4Q25/2025 年/2026 年亏损分别为 40 亿元/94 亿元/60 亿元人民币。

维持“买入”评级及 SOTP 目标价 145.00 港元不变(见图表 3), 基于 2026 年核心本地商业预期利润的 10 倍以及新业务 2026 年预期 P/GMV 的 0.6 倍。**风险提示:** 竞争加剧、宏观经济持续疲软、监管趋严以及新业务亏损收窄速度放缓。

研究团队

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	276,745	337,592	365,747	433,585	509,906
息税前利润 (RMBmn)	13,415	36,845	(28,937)	14,657	49,969
归母净利润 (RMBmn)	23,253	43,772	(20,811)	20,772	54,652
每股收益 (RMB)	3.65	7.03	(3.32)	3.29	8.61
市盈率 (x)	31.9	15.7	N/A	28.3	10.8

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和 EPS 按非 IFRS 准则。资料来源: FactSet, 华兴证券(美国)

财务分析

图表 1: 美团—3Q25 实际业绩与华兴证券（美国）预测对比

人民币百万元（每股收益除外）	3Q25A	3Q25E	同比	差异
核心本地商业板块				
核心本地商业收入(人民币百万元)	67,447	68,546	-2.8%	-2%
核心本地商业营业利润(人民币百万元)	(14,071)	(13,304)	-196%	-6%
% 经营利润率	-20.9%	-19.4%	-4188bps	-145bps
新业务板块				
收入(人民币百万元)	28,041	29,045	16%	-3%
新业务营业利润(人民币百万元)	(1,278)	(2,353)	-25%	46%
% 经营利润率	-5%	-8%	-32bps	354bps
公司总计				
收入	95,488	97,591	2%	-2%
毛利润	25,181	31,004	-31%	-19%
% 毛利率	26.4%	31.8%	-1291bps	-540bps
销售和营销费用	34,267	40,549	91%	-15%
占收入百分比	36%	42%	1670bps	-566bps
研发费用	6,937	6,343	31%	9%
占收入百分比	7%	7%	161bps	76bps
一般和管理费用	2,958	2,733	6%	8%
占收入百分比	3%	3%	11bps	30bps
调整后 EBIT	(19,759)	(17,271)	-244%	-14%
% 调整后 EBIT 利润率	-20.7%	-17.7%	-3532bps	-300bps
核心本地商业营业利润(人民币百万元)	(14,071)	(13,304)	-196%	-6%
新业务营业利润(人民币百万元)	(1,278)	(2,353)	-25%	46%
调整后 EBITDA	(14,842)	(14,365)	-202%	-3%
% 调整后 EBITDA 利润率	-15.5%	-14.7%	-3107bps	-82bps
调整后净收入/亏损	(16,010)	(15,303)	-225%	-5%
% 调整后净利润率	-16.8%	-15.7%	-3048bps	-109bps
调整后每股收益	(2.55)	(2.44)	-224%	-5%

资料来源：公司公告，华兴证券（美国）预测

预测调整

图表 2：美团--主要预测修正

人民币百万元（每股收益除外）	原值	4Q25E 现值	变化
收入	95,703	91,861	-4%
同比增速	8%	4%	
调整后EBIT	(11,693)	(17,170)	-47%
核心本地商业	(9,632)	(13,191)	37%
新业务	(2,061)	(3,979)	-93%
% 调整后EBIT利润率	-12.2%	-18.7%	-647bps
调整后EBITDA	(10,333)	-16,189	-57%
% 调整后EBITDA利润率	-10.8%	-17.6%	-683bps
调整后净收入/亏损	(11,335)	(17,243)	-52%
%调整后净利润率	-11.8%	-18.8%	-693bps
调整后摊薄每股收益	(1.81)	(2.75)	-52%

人民币百万元（每股收益除外）	原值	2025E 现值	变化	原值	2026E 现值	变化	原值	2027E 现值	变化
收入	371,692	365,747	-2%	450,992	433,585	-4%	515,390	509,906	-1%
同比增速	10%	8%		21%	19%		14%	18%	
调整后EBIT	(14,292)	(19,461)	-36%	40,219	24,133	-40%	71,255	59,445	-17%
核心本地商业	(5,724)	(10,049)	76%	40,138	30,144	-25%	77,783	65,134	-16%
新业务	(8,568)	(9,412)	-10%	81	(6,011)	7516%	(6,527)	(5,689)	13%
% 调整后EBIT利润率	-3.8%	-5.3%	-148bps	8.9%	5.6%	-335bps	13.8%	11.7%	-217bps
核心本地商业	-2.1%	-3.8%	-169bps	12.3%	9.7%	-259bps	20.9%	17.6%	-323bps
新业务	-8.1%	-9.1%	-93bps	0.1%	-4.9%	-497bps	-4.6%	-4.0%	53bps
调整后EBITDA	(9,614)	-15,947	-66%	49,686	25,824	-48%	83,673	57,385	-31%
% 调整后EBITDA利润率	-2.6%	-4.4%	-177bps	11.0%	6.0%	-506bps	16.2%	11.3%	-498bps
调整后净收入/亏损	(14,196)	(20,811)	-47%	43,653	20,772	-52%	76,498	54,652	-29%
%调整后净利润率	-3.8%	-5.7%	-187bps	9.7%	4.8%	-489bps	14.8%	10.7%	-412bps
调整后摊薄每股收益	(2.27)	(3.32)	-47%	6.92	3.29	-52%	12.05	8.61	-29%

资料来源：华兴证券（美国）预测

我们预测 3Q25 /2025 年总收入同比增长 4%/8%。我们目前预测的 4Q25 /2025 年调整后 EBIT 利润率为-18.7%/-5.3%，反映了核心本地商业板块（外卖、闪购和到店酒旅业务）的亏损预期。根据我们的调整，2025 年调整后稀释每股收益下调了 47%。

估值

我们维持“买入”评级以及 SOTP 目标价 145.00 港元。详情如下：

餐饮外卖业务方面，我们采用 12 倍 2026 年 P/E（原为 10 倍），得到估值为 100 亿美元。我们提高目标倍数是因为我们认为，美团成功捍卫其在高客单价市场的占有率一举将有助于提升投资者对于公司股票的信心。以上 12 倍 2026 年 P/E 相较于全球外卖配送同业公司 FactSet 一致预测均值（24.4 倍 2026 年 P/E）存在约 51%的折价，主要是因为美团面临的竞争更大（见图表 5）。

到店、酒店及旅游业务方面，我们同样采用 12 倍 2026 年 P/E（原为 10 倍），得到估值为 440 亿美元，也是基于美团成功捍卫其在高客单价市场的占有率。以上 12 倍 2026 年 P/E 倍数相较于美团全球旅游业同业公司一致预测均值（17.2 倍 2026 年 P/E）存在约 30%的折价（图表 5），原因是美团 TAM 较小。

社区电商和同城零售业务（新业务）方面，我们采用 0.6 倍 2026 年预期 P/GMV（不变），得到估值为 620 亿美元。以上 0.6 倍 2026 年 P/GMV 倍数较社区电商同业公司 1.0 倍的小组平均估值倍数存在约 40%的折价，这是由于美团 TAM 较小且面临的市场竞争更激烈（图表 4）。

图表 3: 美团—SOTP 估值（2026E）

基于 2026 年预测的 SOTP 估值	
公司合计（十亿港元）	9,090 亿港元
目标价（港元）	145 港元
餐饮外卖	
含股权激励的营业收入（十亿元人民币）	6.0
目标 P/E 倍数	12x
餐饮外卖业务估值（十亿美元）	10
到店、酒店及旅游	
含股权激励的营业收入（十亿元人民币）	25.1
目标 P/E 倍数	12x
到店、酒店业务估值（十亿美元）	44
社区电商及同城零售	
社区及闪购 GMV 总额（十亿元人民币）	686
目标 P/GMV 倍数	0.6x
小象超市估值（十亿美元）	62

注：汇率采用 2025 年 11 月 28 日数据。人民币/美元汇率为 7.08，港币/美元汇率为 7.78，人民币/港币汇率为 0.91。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

图表 4：美团社区电商可比公司 P/GMV 估值倍数对比

公司名称	股票代码	P/GMV (2026E)	2026E GMV 同比增速
阿里巴巴	BABA-US	0.3x	5%
拼多多	PDD-US	0.2x	12%
亚马逊	AMZN-US	3.1x	10%
DoorDash	DASH-US	0.7x	19%
Etsy.com	ETSY-US	0.6x	-1%
Ebay.com	EBAY-US	0.5x	3%
MercadoLibre	MELI-US	1.6x	22%
均值		1.0x	10%
美团社区电商		0.6x	23%

注：阿里巴巴、拼多多和亚马逊 GMV 为华兴证券（美国）预测，其他公司为 FactSet 一致预期。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

图表 5：美团—可比公司估值

采用当地货币（百万），特殊情况见标注

股票代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	企业价值/销售额		销售额增速		EV/EBITDA		EBITDA利润率		P/E		净利率		PEG	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
3690-HK	美团	102.50	82,130	1.4x	1.1x	8%	19%	N/A	19x	-4%	6%	N/A	28.3x	-6%	5%	NA	NA
餐饮外卖行业可比公司																	
TKWY-AMS	Just Eat Takeaway.com	20.22	4,749	1.3x	1.2x	3%	6%	13x	11x	10%	11%	N/A	NM	-6%	-4%	NA	NA
UBER-US	优步	85.66	184,213	3.6x	3.1x	18%	16%	22x	17x	17%	18%	15.8x	22.0x	22%	14%	5.4x	-0.8x
DASH-US	DoorDash (A类股)	195.98	84,319	5.8x	4.4x	28%	30%	29x	22x	20%	21%	37.0x	28.9x	17%	16%	0.6x	1.0x
DPZ-US	达美乐比萨	415.59	14,542	3.9x	3.7x	5%	6%	18x	17x	22%	22%	24.1x	22.2x	12%	12%	6.9x	2.6x
小组均值				3.6x	3.1x	13%	15%	20x	17x	17%	18%	25.6x	24.4x	11%	10%	4.3x	0.9x
旅游行业可比公司																	
BKNG-US	缤客	4,911.85	167,317	6.3x	5.8x	12%	9%	17x	15x	37%	38%	22.5x	19.9x	28%	29%	1.4x	1.5x
TCDM-US	携程	69.72	48,017	4.9x	4.3x	19%	14%	17x	14x	29%	30%	10.9x	16.3x	51%	30%	0.1x	-0.5x
ABNB-US	爱彼迎 (A类股)	116.74	75,297	5.5x	5.0x	10%	10%	16x	14x	35%	35%	19.3x	16.9x	32%	33%	NM	1.2x
EXPE-US	亿客行	257.62	35,531	2.5x	2.3x	7%	7%	11x	10x	23%	24%	18.2x	15.6x	13%	15%	0.9x	0.9x
小组均值				4.8x	4.4x	12%	10%	15x	13x	31%	32%	17.7x	17.2x	31%	27%	0.8x	0.8x
全球零售行业可比公司																	
WMT-US	沃尔玛	109.10	881,637	1.3x	1.2x	5%	5%	21x	19x	6%	7%	41.7x	37.2x	3%	3%	9.8x	3.1x
COST-US	开氏客	908.26	403,997	1.4x	1.3x	8%	8%	31x	29x	5%	5%	50.0x	45.2x	3%	3%	4.6x	4.2x
LOW-US	劳氏	241.61	137,234	2.0x	1.9x	3%	8%	14x	13x	15%	14%	20.1x	18.9x	8%	8%	37.9x	2.9x
TGT-US	塔吉特	89.80	41,470	0.5x	0.5x	-2%	2%	7x	7x	8%	8%	12.4x	11.9x	3%	3%	-0.7x	2.8x
3382-JP	柒和伊控股	2,140.50	35,571	0.8x	0.9x	-12%	-6%	9x	9x	9%	10%	21.9x	22.0x	2%	3%	-2.5x	-29.2x
SFM-US	Sprouts Farmers Markets	83.29	8,444	1.1x	1.0x	14%	10%	12x	11x	9%	9%	16.2x	15.3x	6%	6%	0.4x	2.5x
小组均值				1.2x	1.1x	3%	4%	16x	15x	9%	9%	27.1x	25.1x	4%	4%	8.3x	-2.3x
零售平台类可比公司																	
BABA-US	阿里巴巴	157.60	380,565	2.4x	2.1x	5%	14%	13x	10x	19%	21%	26.2x	15.9x	10%	14%	-0.8x	0.2x
JD-US	京东	29.42	45,249	0.1x	0.1x	15%	8%	8x	5x	2%	2%	10.5x	7.5x	2%	3%	-0.3x	0.2x
PDD-US	拼多多	115.80	171,285	1.9x	1.7x	10%	12%	8x	7x	3%	3%	10.6x	9.4x	26%	27%	-1.6x	0.7x
AMZN-US	亚马逊	229.16	2,456,824	3.5x	3.1x	12%	12%	15x	13x	23%	25%	24.5x	19.9x	14%	15%	1.2x	0.9x
EBAY-US	eBay Inc.	82.49	41,327	3.9x	3.7x	7%	5%	13x	12x	31%	31%	16.2x	15.7x	23%	23%	3.7x	4.7x
ETSY-US	Etsy, Inc.	54.16	7,134	3.0x	2.9x	3%	3%	12x	12x	25%	24%	13.6x	12.5x	18%	19%	-1.1x	1.5x
小组均值				2.5x	2.3x	8%	9%	11x	10x	17%	18%	16.9x	13.5x	16%	17%	0x	1x
企业资源规划/客户关系管理/网站建设/支付行业可比公司																	
SAP-DE	思爱普	207.00	282,590	6.6x	6.0x	8%	10%	21x	18x	31%	32%	34.5x	29.2x	19%	21%	1.0x	1.6x
WIX-US	Wix.com Ltd.	95.77	5,742	2.8x	2.5x	13%	14%	13x	12x	22%	21%	14.0x	14.5x	21%	17%	2.0x	-4.2x
GDDY-US	GoDaddy, Inc. Class A	127.05	18,459	4.3x	4.0x	8%	7%	14x	12x	32%	33%	21.7x	18.8x	17%	19%	-2.3x	1.2x
SHOP-US	Shopify, Inc. Class A	159.34	207,383	17.7x	14.3x	29%	24%	105x	80x	17%	18%	109.2x	85.5x	17%	17%	2.0x	3.1x
PYPL-US	PayPal Holdings Inc	61.83	64,241	2.0x	1.8x	5%	6%	9x	9x	22%	22%	12.3x	12.0x	16%	15%	1.6x	4.1x
小组均值				6.7x	5.7x	13%	12%	32x	26x	25%	25%	38.4x	32.0x	18%	18%	0.9x	1.2x

注：美团采用 2025 年 11 月 28 日收盘价；其他公司股票采用 2025 年 11 月 27 日收盘价。美团、携程、京东、阿里巴巴、拼多多和亚马逊预测来自华兴证券（美国），其他公司数据来自 FactSet 一致预期。阿里巴巴财年年终为 3 月 31 日。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

风险提示

- **竞争加剧影响市场份额和盈利能力：**到店酒旅一直以来是美团的主要盈利来源。随着其他公司进入本地服务市场并加剧竞争，我们预计美团将采取一系列措施捍卫自身的市场份额，包括降低商户费率和向用户提供补贴，因此该子业务的盈利能力可能会承压。与此同时，美团最大的收入来源为餐饮外卖业务。竞争可能会迫使美团提供与同行业公司相似甚至更高的补贴，如此可能会蚕食其自身利润。如果美团不提供相似的补贴优惠，则可能难以触达新商户和新顾客，导致增速和收入不及预期。
- **宏观经济持续疲软：**美团的一部分业务，比如到店酒旅，属于可选消费品。消费者信心不足和通胀抬头可能会促使消费者购买低价产品，拖累这些业务的收入增长。宏观经济复苏慢于预期也会压制美团的收入和经营利润率前景。
- **反垄断法趋严和劳动权益法规超预期加快推出：**美团采用与配送公司签约的形式获得骑手，而非直接聘用骑手。如果反垄断法规趋严或者行业监管机构加快推出针对骑手的劳动福利和保障，可能会增加配送骑手的成本，同时平台之间为争夺骑手会加大竞争。骑手短缺及成本增加可能会让美团无法维持现有的配送成本，导致盈利和利润率承压。
- **新业务降亏放慢使得利润率承压：**美团包括海外扩张在内的新业务正处于初期发展阶段，许多仍在亏损。潜在的降本放缓和任何投资增长可能会使得公司整体利润率面临更大压力，拉低利润。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
餐饮外卖	166,742	161,479	190,024	224,480
到店酒旅	57,169	65,423	77,199	91,095
新业务及其他	113,680	138,844	166,361	194,331
营业收入	337,592	365,747	433,585	509,906
营业成本	(207,807)	(252,852)	(284,095)	(314,247)
毛利润	129,785	112,895	149,490	195,659
管理及销售费用	(95,758)	(145,775)	(138,030)	(148,886)
其中：研发支出	(21,054)	(26,777)	(29,990)	(32,989)
其中：市场营销支出	(63,975)	(107,702)	(95,389)	(101,981)
其中：管理支出	(10,729)	(11,295)	(12,651)	(13,916)
息税前利润	36,845	(28,937)	14,657	49,969
息税折旧及摊销前利润	45,095	(19,110)	24,878	60,600
利息收入	1,292	2,026	2,026	2,026
利息支出	(1,337)	(1,733)	(1,733)	(1,733)
税前利润	37,985	(28,517)	15,077	50,389
所得税	(2,177)	1,392	(1,673)	(4,401)
净利润	35,808	(27,126)	13,404	45,987
调整后息税前利润	45,142	(19,461)	24,133	59,445
调整后息税折旧及摊销前利润	49,119	(15,947)	25,824	57,385
调整后净利润	43,772	(20,811)	20,772	54,652
基本每股收益 (RMB)	5.85	(4.33)	2.14	7.34
稀释每股调整收益 (RMB)	7.03	(3.32)	3.29	8.61

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	214,291	128,371	128,684	477,111
货币资金	195,251	110,615	110,663	458,804
应收账款	3,346	3,625	4,298	5,054
存货	1,510	1,837	2,064	2,283
其他流动资产	14,185	12,294	11,659	10,969
非流动资产	110,752	111,966	113,001	624,968
固定资产	25,029	23,067	22,067	532,091
无形资产	29,848	29,298	28,748	28,198
商誉	1	1	1	1
其他	35,669	39,395	41,980	44,474
资产	325,043	240,337	241,685	1,102,079
流动负债	94,212	96,079	94,694	407,131
短期借款	19,322	19,322	19,322	19,322
预收账款	13,625	11,700	11,036	10,367
应付账款	61,266	65,058	64,336	377,442
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0
负债	95,181	97,048	95,662	408,099
股份	0	0	0	0
资本公积	311,221	311,221	311,221	311,221
未分配利润	(78,492)	(165,066)	(162,333)	385,624
归属于母公司所有者权益	229,863	143,289	146,022	693,979
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	325,043	240,337	241,685	1,102,079

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(美国)预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	35,808	(27,126)	13,404	45,987
折旧摊销	8,250	9,828	10,221	10,631
利息（收入）/支出	2,629	3,760	3,760	3,760
其他非现金科目	7,583	6,215	7,368	8,665
其他	2,474	(1,392)	1,673	4,401
营运资本变动	(12,068)	899	(7,077)	306,046
经营活动产生的现金流量	44,676	(7,816)	29,348	379,490
资本支出	(6,752)	(7,315)	(8,672)	(520,104)
收购及投资	(188,649)	(188,649)	(188,649)	(188,648)
处置固定资产及投资	16,401	54,399	1,990	1,989
其他	189,204	116,565	165,330	676,763
投资活动产生的现金流量	10,205	(25,000)	(30,000)	(30,000)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	(992)	(992)	(992)	(992)
其他	(29,423)	(2,620)	(2,620)	(2,620)
筹资活动产生的现金流量	(30,415)	(3,611)	(3,611)	(3,611)
现金及现金等价物净增加额	557	557	557	557
自由现金流	37,924	(15,131)	20,677	(140,614)

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
外卖日单量（百万笔）	60	67	73	79
外卖抽成率（%）	16	14	15	16
总抽成率（%）	13	12	12	13
调整后EBITDA总利润率（%）	15	(4)	6	11

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY（%）				
营业收入	22.0	8.3	18.5	17.6
毛利润	33.5	(13.0)	32.4	30.9
息税折旧及摊销前利润	113.1	(142.4)	230.2	143.6
调整后息税折旧及摊销前利润	105.7	(132.5)	261.9	122.2
净利润	158.4	(175.8)	149.4	243.1
调整后净利润	88.2	(147.5)	199.8	163.1
稀释每股调整收益	162.1	(174.0)	149.4	243.1
调整后稀释每股调整收益	92.6	(147.2)	199.2	161.4
盈利率（%）				
毛利率	38.4	30.9	34.5	38.4
息税折旧摊销前利润率	13.4	(5.2)	5.7	11.9
调整后息税折旧摊销前利润率	14.5	(4.4)	6.0	11.3
息税前利润率	10.9	(7.9)	3.4	9.8
调整后息税前利润率	13.4	(5.3)	5.6	11.7
净利率	10.6	(7.4)	3.1	9.0
调整后净利率	13.0	(5.7)	4.8	10.7
净资产收益率	15.6	(18.9)	9.2	6.6
总资产收益率	11.0	(11.3)	5.5	4.2
流动资产比率（x）				
流动比率	2.3	1.3	1.4	1.2
速动比率	2.3	1.3	1.3	1.2
估值比率（x）				
市盈率	15.7	N/A	28.3	10.8
市净率	3.0	4.1	4.0	0.9
市销率	1.7	1.6	1.3	1.1

附录

分析师声明

本人季迪英（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：美团（3690 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其它部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

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、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888