

## 公司報告

## 美团 (3690 HK)

## 高客单份额稳固；期待26年盈利复苏

■ 25年三季度业绩好坏参半：收入略低于预期2%；核心本地商业运营利润因投资加大而未达预期，新业务运营利润超预期

■ 夏季后补贴竞争趋于理性，与我们的预期一致；美团在高客单价市场中保持稳固的份额

■ 增持：对2026年预测盈利复苏持乐观态度；目标价维持139港元

## 25年三季度业绩好坏参半

美团2025年三季度收入同比增长2%（上一季度为同比增长12%），达到955亿元人民币，比预期低2%。毛利润同比下降31%。调整后运营亏损为153亿元人民币，符合预期（对比上一季度低于预期79%）。其中，核心本地商业运营亏损140亿元人民币（同比增量投入约290亿元，而我们预计阿里巴巴同期增亏约360亿元），新业务运营亏损13亿元人民币（好于预期45%）。核心本地商业收入同比下降3%，主要由于平均订单价值和变现率下降导致即时配送收入减少，但订单量因补贴增加而加速增长。到店酒旅和新业务收入在三季度保持了稳健的两位数增长。调整后净亏损为160亿元人民币，低于预期15%，主要由于非运营项目如利息成本和公允价值变动，以及对AI技术的增量投资。净现金为1,180亿元人民币。

## 高客单市场份额稳固，竞争边际趋缓，助力盈利复苏前景

管理层强调：1) 自10月以来行业补贴投入已降低，尤其是在“双11”大促季后，这与阿里巴巴关于预计2025年四季度将大幅减亏和UE改善的评论相似；2) 美团在15元以上和30元以上价格区间的订单中仍分别保持66%和70%以上的市场份额，这对整体盈利能力至关重要；3) 持续投资会员体系、AI智能体和供应链效率以强化竞争优势。我们预测25年四季度核心本地商业收入同比下滑1%（对比三季度同比下滑3%），其中即时配送收入降幅环比收窄，闪购保持良好的增长势头，到店酒旅维持两位数增长。我们预测核心本地商业运营亏损为118亿元人民币（对比三季度亏损141亿元人民币），绝对投资规模约220亿元（与我们当前对阿里巴巴的预测相近）。对于2026年，我们预计核心本地商业收入同比增长12%，运营利润达到180亿元人民币。

## 新业务扩张加速

25年三季度新业务亏损好于预期，主要由于美团优选业务减亏以及Keeta效率提升。管理层强调Keeta香港业务已于2025年10月实现盈亏平衡，比公司预期提前了7个月。在三季度，Keeta 8月进入卡塔尔，9月进入科威特和阿联酋，完善了在中东北非地区的布局。25年10月，Keeta在巴西开始运营。我们预计25年四季度新业务收入增速将加快至同比增长19%（三季度为同比增长16%），但由于新市场扩张，运营亏损将环比扩大至40亿元人民币。对于2026年，我们预计新业务收入同比增长18%，运营亏损收窄至84亿元人民币。

## 增持：目标价维持139港元，看好2026年复苏前景

我们调整了25年至27年预测（图8），目标价维持139港元（图10）。我们认为股价已反映了美团为捍卫市场份额所做的增量投资，随着竞争趋向理性化，2026年预测盈利复苏前景可期。我们的目标价对应86倍/23倍26/27年基础情形市盈率，以及24倍/15倍26/27年乐观情景下的市盈率（假设2026/27年UE恢复至0.5元/1元人民币）。上行催化剂：行业补贴进一步减少；AI、海外业务及其他新产品取得积极进展。主要风险：1) 宏观经济；2) 监管；3) 竞争。

## 财务预测及估值

人民币十亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	277	338	366	416	468
增长	25.8%	22.0%	8.3%	13.7%	12.6%
调整后净利润/(亏损)	23	44	(19)	9	35
增长	722.5%	88.2%	n.a.	n.a.	274.9%
经调整摊薄每股盈利(港元)	4.06	7.67	(3.30)	1.61	6.04
市盈率(x)	25.3	13.4	n.a.	63.0	16.8
ROE	15.3%	25.4%	-12.0%	6.3%	21.3%

注：收盘价截至2025年11月27日，资料来源：公司、招商證券（香港）预测

李怡珊, CFA

+852 3189 6122  
crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634  
tommywong@cmschina.com.hk

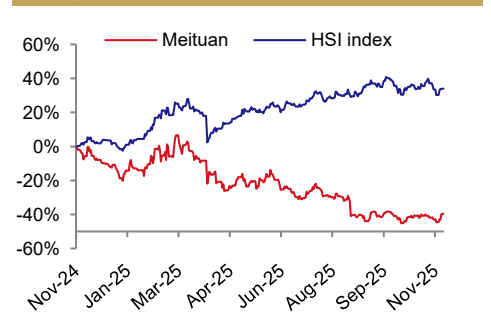
## 与市场的预期差

我们对美团自26年下半年开始的盈利复苏前景更为乐观，因为看到行业竞争趋于理性，市场参与者将聚焦各自的差异化优势，而非卷入新一轮补贴大战当中。

## 增持

前次评级	增持
股价	104港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	139港元 (+34%)
前次目标价	139港元

## 股价表现



%	1m	6m	12m
3690 HK	3.8	(21.0)	(41.1)
恒生指数	(1.6)	11.5	32.3

## 行业：TMT

恒生指数 (2025年11月27日)	25,946
MSCI中国 (2025年11月27日)	84

## 重要数据

52周股价区间(港元)	94 - 190
市值(十亿港元)	635.6
日均成交量(百万股)	31.79

## 主要股东

Wang Xing	9.2%
腾讯	1.7%
其他	4.8%
自由流通股	84.3%

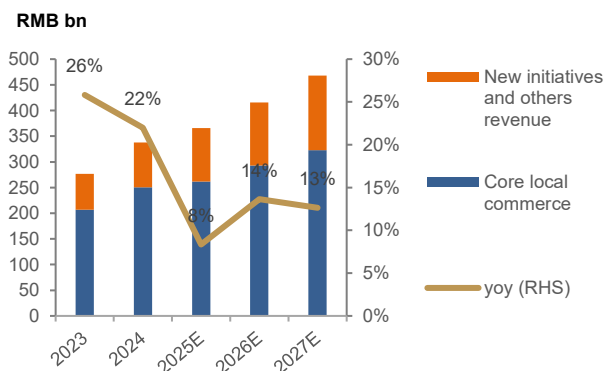
资料来源：彭博，万得，招商證券（香港）

## 相关报告

1. 美团 (3690 HK) - 上行空间大于下行风险；高效率捍卫市场份额（增持）(2025/8/28)
2. 美团 (3690 HK) - 尽管短期承压，仍看好2026年盈利恢复（增持）(2025/5/27)
3. 美团 (3690 HK) - 业绩超预期；增长动力保持稳健（增持）(2025/3/24)
4. 美团 (3690 HK) - 业绩持续超预期，增长前景稳健（增持）(2024/12/1)

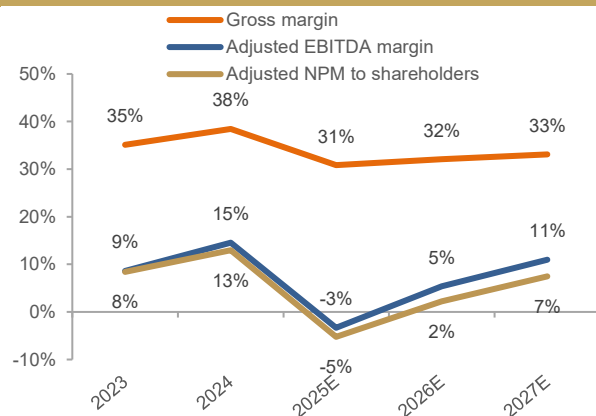
## 重点图表

图1: 分业务收入预测



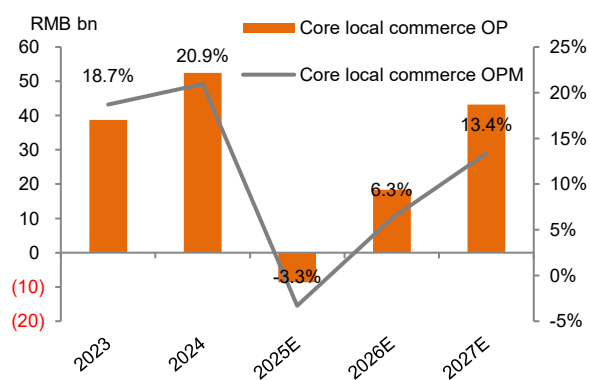
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: 利润率趋势预测



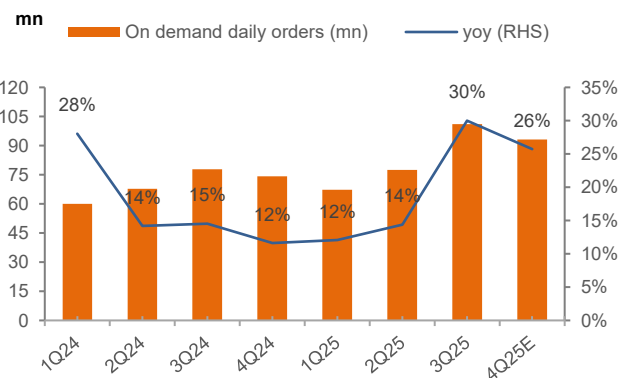
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: 核心本地商业业务经营利润预测



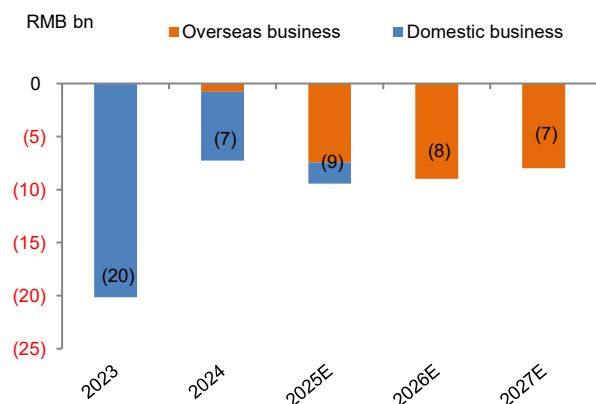
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: 即时配送日单量



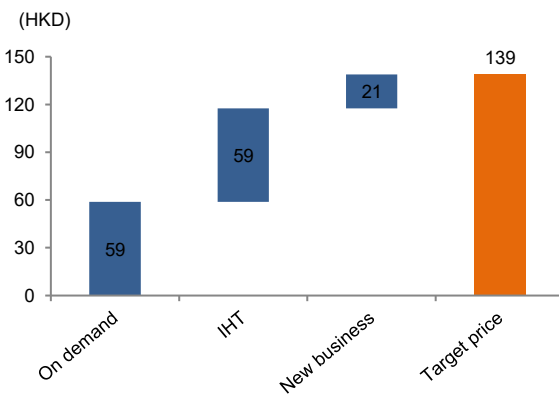
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图5: 新业务的经营亏损



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图6: 美团分部加总估值



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

## 美团细分业务进展

**核心本地商业板块：**收入同比下滑 3%，经营亏损 140 亿，经营亏损率 21%。

- **外卖业务：**面对异常激烈的市场竞争，本季度外卖业务的核心策略是“防守与优化”。尽管交易笔数和 GTV 保持增长，但为巩固市场地位、提升用户粘性，公司大幅增加了骑手激励和用户补贴，导致核心本地商业分部录得运营亏损。业务亮点在于通过“拼好饭”、“神抢手”等创新供应链模式优化供给，并推出“准时宝”等增值服务提升体验，这使得日活跃用户和月交易用户数创下历史新高，用户结构也有所改善。
- **美团闪购：**闪购业务继续引领即时零售行业增长，表现强劲。核心用户购买频次增加，跨品类消费趋势显著，强化了“万物到家”的用户心智。在七夕节等假日需求推动下，订单量和 GTV 均创纪录，消费品类从鲜花扩展到 3C 电子、美妆珠宝等高客单价商品。公司还推出了“品牌官旗闪电仓”，为品牌方提供一站式即时零售基础设施，并与酒类、服装等头部品牌深化合作。
- **到店及酒旅业务：**该业务继续保持在中国本地服务市场的关键地位，覆盖超过 200 个服务类别。本季度的重点是提升平台内容和信任度，累计了超过 250 亿条真实用户评价，并利用 AI 过滤低质内容。同时，扩大了“黑珍珠指南”等优质榜单的影响力，并在医美、教育等领域推广“安心系列”标准，以提升消费者对预付服务等业务的信任，推动更多线下服务交易线上化。
- **即时零售市场竞争：**我们观察到，夏季过后各大主要平台的补贴力度有所减弱，"赵期程大促后出现显著下降。我们认为其原因1) 冬季茶饮需求自然回落；2) 同业竞争焦点从规模扩张转向 UE 改善；3) 政府对价格战的监管干预。尽管管理层表示将通过动态调整补贴策略来捍卫市场份额，但我们认为市场竞争整体已呈现缓和趋势。

**新业务板块：**收入同比增长 16%，亏损为 13 亿元。

- **本地生活零售（如小象超市、快驴）：**杂货零售业务保持了稳健增长，市场地位巩固，运营效率提升，并开始探索线下模式。
- **美团优选：**正处于战略转型期，对整体收入的增长产生了一定影响。
- **Keeta（国际业务）：**海外扩张步伐显著加快。在巩固香港和沙特市场的同时，本季度成功进入了卡塔尔、科威特、阿联酋，并于 10 月在巴西启动试点运营，显示出强烈的全球化野心。
- **会员与 AI：**美团会员体系在增加权益后，有效提升了用户粘性和交易频率。AI 方面，面向商家的“龙猫”工具和面向用户的智能助手“小美”均取得进展，正将 AI 深度融入业务各环节。

图7: 25年三季度业绩表现

十亿元人民币	实际数据						与招证国际预测对比		与一致预测对比	
	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	3Q25 qoq	3Q25	% 差异	3Q25	% 差异
收入	93.6	91.8	95.5	12%	2%	4%	97.8	-2%	97.5	-2%
核心本地商业	69.4	65.3	67.4	8%	-3%	3%	69.4	-3%	69.2	-3%
新业务及其他	24.2	26.5	28.0	23%	16%	6%	28.4	-1%	28.3	-1%
毛利	36.8	30.4	25.2	-10%	-31%	-17%	28.4	-11%	28.2	-11%
经营利润 (亏损)	13.7	0.2	-19.8	-98%	n.a.	n.a.	-11.9	-65%	-15.4	-28%
调整后经营利润	13.6	1.8	-15.3	-87%	n.a.	n.a.	-12.6	-22%	-15.5	1%
核心本地商业	14.6	3.7	-14.1	-76%	n.a.	n.a.	-10.3	-37%	-13.2	-7%
新业务及其他	-1.0	-1.9	-1.3	43%	25%	-32%	-2.3	44%	-2.3	45%
调整后 EBITDA 利润	14.5	2.8	-14.8	-81%	n.a.	n.a.	-9.4	-57%	-11.5	-29%
归母净利润 (亏损)	12.9	0.4	-18.6	-97%	n.a.	n.a.	-11.6	-61%	-14.8	-26%
调整后归母净利润 (亏损)	12.8	1.5	-16.0	-89%	n.a.	n.a.	-12.1	-33%	-14.0	-15%
经营性现金流	15,246	4,773	-22,148	-75%	n.a.	n.a.				
净现金 (负债)	124	145	118							
利润率分析 (%)										
毛利率	39.3	33.1	26.4	-8.1ppt	-12.9ppt	-6.7ppt	29.0	-2.6ppt	29.0	-2.6ppt
经营利润率	14.6	0.2	(20.7)	-13.4ppt	-35.3ppt	-20.9ppt	(12.2)	-8.5ppt	(15.8)	-4.9ppt
调整后经营利润率	14.5	2.0	(16.1)	-14.9ppt	-30.6ppt	-18.1ppt	(12.9)	-3.2ppt	(15.9)	-0.1ppt
核心本地商业	21.0	5.7	(20.9)	-19.4ppt	-41.9ppt	-26.6ppt	(14.8)	-6.0ppt		
新业务及其他	(4.2)	(7.1)	(4.6)	-1.0ppt	-0.3ppt	2.5ppt	(8.1)	3.5ppt		
调整后 EBITDA 利润率	15.5	3.0	(15.5)	-15.2ppt	-31.1ppt	-18.6ppt	(9.6)	-5.9ppt	(11.8)	-3.7ppt
净利润率	13.7	0.4	(19.5)	-13.4ppt	-33.3ppt	-19.9ppt	(11.8)	-7.7ppt	(15.2)	-4.4ppt
调整后净利润率	13.7	1.6	(16.8)	-14.9ppt	-30.5ppt	-18.4ppt	(12.3)	-4.4ppt	(14.3)	-2.4ppt

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

图8: 盈利预测调整

人民币十亿元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	365.8	415.7	468.3	370.2	412.3	464.9	-1.2%	0.8%	0.7%
核心本地商业	261.8	292.6	323.0	266.2	289.2	319.6	-1.7%	1.2%	1.1%
新业务及其他	103.9	123.1	145.2	104.0	123.1	145.3	-0.1%	-0.1%	-0.1%
毛利润	112.8	133.4	155.0	118.5	140.4	163.0	-4.8%	-5.0%	-4.9%
调整后经营利润	(18.1)	10.0	36.4	(5.8)	5.6	39.6	-214.2%	78.5%	-8.1%
核心本地商业	(8.7)	18.4	43.2	3.2	13.5	44.3	n.a.	36.2%	-2.5%
新业务及其他	(9.4)	(8.4)	(6.8)	(9.0)	(7.9)	(4.8)	-5.3%	-6.0%	-43.7%
调整后归母净利润	(18.9)	9.9	35.5	(5.9)	5.7	38.5	-220.1%	71.8%	-7.7%
利润率分析 (%)									
毛利率	30.8	32.1	33.1	32.0	34.1	35.1	-1.2ppt	-2.0ppt	-2.0ppt
调整后经营利润率	(4.9)	2.4	7.8	(1.6)	1.4	8.5	-3.4ppt	1.0ppt	-0.7ppt
核心本地商业	(3.3)	6.3	13.4	1.2	4.7	13.9	-4.5ppt	1.6ppt	-0.5ppt
新业务及其他	(9.1)	(6.8)	(4.7)	(8.6)	(6.4)	(3.3)	-0.5ppt	-0.4ppt	-1.4ppt
调整后净利润率	(5.2)	2.4	7.6	(1.6)	1.4	8.3	-3.6ppt	1.0ppt	-0.7ppt

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测; 正负代表调整方向

图9: 招商证券预测与一致预测对比

人民币十亿元	招商证券预测			一致预测			差异 %		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	365.8	415.7	468.3	366.2	413.7	447.0	-0.1%	0.5%	4.8%
毛利润	112.8	133.4	155.0	109.9	131.5	146.6	2.7%	1.5%	5.7%
调整后经营利润	(18.1)	10.0	36.4	(17.3)	9.8	35.4	-4.3%	2.3%	2.8%
调整后归母净利润	(18.9)	9.9	35.5	(18.1)	9.6	34.5	-4.1%	2.3%	2.9%
利润率分析 (%)									
毛利率	31%	32%	33%	30%	32%	33%	0.8ppt	0.3ppt	0.3ppt
调整后经营利润率	-5%	2%	8%	-5%	2%	8%	-0.2ppt	0.0ppt	-0.1ppt
调整后净利润率	-5%	2%	8%	-5%	2%	8%	-0.2ppt	0.0ppt	-0.1ppt

资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测; 注: 数据截至2025年11月30日



## SOTP 估值

我们给予到家业务（外卖+即时零售）1.5倍目标市销率（维持不变），与阿里巴巴即时零售业务目标市销率一致，若假设每单营业利润为1元人民币（公司长期目标），则对应12倍市盈率。我们给予酒店旅游板块20倍市盈率（维持不变），基于该业务更快的增速以及较外卖更好的盈利能力。新业务板块给予1.0倍市销率（维持不变）。我们的SOTP目标价为139港元，反映到家业务更高的收入预测抵消了到店酒旅盈利预测下调以及汇率变化。目标价对应2027财年23倍市盈率（为美团在2025年5月前的历史平均水平，对比美国同行2027财年平均市盈率22倍、中国非电商同行平均市盈率15倍），在我们假设核心到家业务UE在26/27年恢复至0.5元/1元人民币的乐观情境下，目标价对应24倍/15倍26/27年前瞻市盈率。

图10: 分部加总 (SOTP) 估值表

未来 12 个月	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
<b>即时配送业务</b>				
日均单量, 百万	96.0	96.0	100.0	150.0
单均利润, 人民币	-0.5	-0.1	0.5	1.0
收入	177	221.5	254	415
净利润 (@15%税率)	-14.9	-2.1	16.8	46.5
目标市销率 (倍)	1.2x	1.5x		
目标市盈率 (倍)			20.0x	20.0x
目标价值	213	341	335	931
Implied P/E (x) @ 1 RMB per order		12x		
<b>到店酒旅</b>				
收入	55.6	69.5	84.8	100.0
经营利润率	25%	29%	30%	35%
净利润 (@15%税率)	11.8	17.0	21.6	29.8
目标市盈率 (倍)	15x	20x	25x	25x
目标价值	177	340	540	744
<b>核心业务</b>				
收入	218.8	291.0	435.8	577.5
净利润	-3.1	14.9	38.4	76.3
净利率	-1%	5%	9%	13%
目标价值	390	681	875	1,675
对应市盈率 (倍)		45.6	22.8	21.9
<b>新业务</b>				
收入	98.5	123.1	147.7	200.0
净利润	-10.4	-8.4	-4.4	10.0
净利率	-11%	-7%	-3%	5%
目标市销率 (倍)	0.0x	1.0x	1.5x	2.0x
目标价值	0	123	222	400
对应市盈率 (倍)				40.0
集团目标价值 (百万元人民币)	390	804	1,097	2,075
港币/人民币		1.09		
流通股数 (百万)		6.3		
目标价格 (港元)	67	139	189	358
上涨空间	-35%	34%	82%	244%
目标价对应基本情形市盈率 (倍)			2026E	2027E
目标价对应乐观情形市盈率 (倍)			86.2	22.7
			23.7	14.6

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上涨空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)			PEG*		市销率 (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)	2025-2027E 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
腾讯	700 HK	港元	增持	611.5	766.0	25.3	718.8	14.3	11.9	19.9	17.3	15.4	1.3	1.3	6.3	15.6	22.2	9.6	13.8	16.1
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	157.6	204.0	29.4	376.0	17.6	15.1	17.1	23.6	16.3	n.a.	n.a.	2.6	20.3	11.0	8.8	2.4	14.1
拼多多	PDD US	美元	增持	115.8	147.0	26.9	164.4	28.3	17.6	10.6	8.9	7.1	2.4	0.4	2.4	9.1	27.8	14.2	22.5	63.8
网易	NTES US	美元	增持	137.6	161.0	17.0	87.1	15.1	14.0	15.7	14.1	13.2	1.4	1.5	5.1	13.6	23.5	8.2	9.3	9.1
美团	3690 HK	港元	增持	104.0	139.0	33.7	81.7	15.1	11.0	n.a.	63.0	16.8	n.a.	n.a.	1.4	15.2	6.3	13.1	n.a.	29.8
京东	JD US	美元	增持	29.4	39.0	32.6	42.8	12.3	7.8	11.2	9.2	6.4	n.a.	0.3	0.2	7.8	11.5	6.5	32.6	54.6
腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.0	25.6	42.3	27.9	14.5	14.1	20.8	18.7	16.7	1.1	1.6	5.4	16.2	11.4	12.4	11.4	9.9
看准科技	BZ US	美元	增持	21.9	26.0	18.6	10.6	13.2	17.0	21.1	17.8	15.6	0.8	1.1	8.2	14.9	23.4	11.4	16.5	4.7
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	26.4	30.0	13.6	11.1	20.3	15.2	31.6	23.1	17.6	n.a.	0.7	2.4	24.0	12.8	9.0	34.1	30.6
快手	1024 HK	港元	未评级	68.4	n.a.	n.a.	38.1	8.2	7.2	13.2	11.6	10.0	0.6	0.8	1.7	7.4	23.5	8.9	15.2	14.0
百度	BIDU US	美元	未评级	116.3	n.a.	n.a.	40.8	9.5	7.0	15.3	14.6	12.6	n.a.	1.5	2.1	9.7	6.0	6.0	10.1	27.0
阅文	772 HK	港元	未评级	37.2	n.a.	n.a.	4.9	20.3	19.5	25.7	22.9	20.4	n.a.	1.9	4.3	18.5	6.9	6.8	12.2	8.3
美图	1357 HK	港元	未评级	8.7	n.a.	n.a.	5.1	36.2	25.9	38.4	28.8	22.2	1.5	0.9	7.3	19.1	17.2	23.0	31.6	36.1
中国互联网平均								16.3	12.6	16.9	14.8	12.5	1.0	1.1	3.0	12.5	14.3	9.7	19.4	26.6
亚马逊	AMZN US	美元	增持	229.2	301.0	31.3	2,449.8	15.1	12.3	26.0	22.8	19.0	1.5	1.3	3.1	17.7	19.8	11.3	29.0	33.4
谷歌	GOOGL US	美元	增持	320.0	360.0	12.5	3,862.8	22.3	18.6	29.2	27.4	24.3	1.7	2.8	9.8	25.0	30.7	13.8	20.1	17.6
Meta	META US	美元	增持	633.6	870.0	37.3	1,597.4	15.7	13.1	22.6	19.4	16.7	1.6	1.2	6.8	14.3	28.9	16.9	4.2	14.0
奈飞	NFLX US	美元	增持	106.1	142.3	34.1	449.7	33.1	26.6	40.4	34.1	27.4	1.8	1.6	8.8	46.6	45.2	12.3	20.1	22.1
优步	UBER US	美元	增持	85.7	121.0	41.3	178.0	20.8	16.5	15.5	22.5	18.5	n.a.	n.a.	2.9	18.1	23.0	15.4	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	592.7	776.0	30.9	123.6	44.8	33.1	n.a.	41.7	32.7	1.3	0.9	5.4	38.0	28.9	14.1	52.3	53.8
Doordash	DASH US	美元	增持	196.0	301.0	53.6	84.5	29.7	22.7	37.0	36.5	26.4	n.a.	2.0	4.7	27.9	17.7	23.8	36.2	n.a.
Lyft	LYFT US	美元	增持	20.2	30.0	48.8	8.2	14.3	10.7	16.7	13.7	10.9	n.a.	0.6	1.1	7.7	38.6	13.2	25.8	n.a.
微软	MSFT US	美元	增持	485.5	650.0	33.9	3,608.4	21.2	18.4	34.8	30.2	25.6	n.a.	1.8	n.a.	26.0	29.4	14.5	n.a.	n.a.
美国互联网平均								24.1	19.1	27.8	27.6	22.4	1.6	1.5	5.3	24.6	29.1	15.0	26.8	28.2

注：股份采用 2025 年 11 月 27 日收盘价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表					
12 月 31 日年结 (人民币十亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
贸易应收款	3	3	3	3	4
预付款、按金及其他资产	15	18	20	22	24
短期投资	112	97	107	118	130
现金及现金等价物	33	71	32	61	54
其他流动资产	21	21	21	21	21
流动资产	183	210	184	226	233
物业、厂房及设备	26	30	30	27	24
无形资产	30	30	30	30	30
采用权益法列账的投资	18	20	20	20	20
按公允价值计量且变动计入当期损益之金融资产	18	18	18	18	18
其他非流动资产	17	17	17	18	18
非流动资产	110	115	115	113	110
总资产	293	324	298	338	343
贸易应付款项	23	25	17	30	22
应付商家款项	24	25	7	29	11
其他应付款项及应计费用	18	21	22	24	25
短期贷款	19	0	0	0	0
其他流动负债	17	36	39	40	42
流动负债	101	108	86	123	100
长期贷款	1	1	1	1	1
应付票据	35	38	59	59	59
其他负债	5	5	5	5	5
非流动负债	40	44	65	65	65
负债总额	141	152	151	188	164
总权益	152	173	147	151	179

现金流量表					
12 月 31 日年结 (人民币十亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营现金流	41	57	(38)	48	12
税前利润	14	38	(26)	4	30
折旧及摊销	8	8	11	12	13
非现金雇员福利开支	8	8	6	6	7
营运资金变动	13	6	(25)	35	(27)
其它	(3)	(3)	(3)	(9)	(11)
投资现金流	(25)	10	(16)	(12)	(12)
购买物业、厂房及设备	(7)	(11)	(10)	(10)	(10)
业务合并付款（扣除所得现金）	0	0	0	0	0
收购采用权益法列账的投资	0	0	0	0	0
购买短期投资产品	(133)	(217)	(10)	(11)	(12)
其它	115	238	4	8	9
融资现金流量	(3)	(30)	15	(6)	(7)
发行普通股所得款项净额	0	(26)	(6)	(6)	(7)
回购普通股	1	(1)	21	(0)	(0)
其它	(4)	(3)	0	(0)	(0)
现金变动净额	13	37	(39)	29	(7)
年底现金金额	33	71	32	61	54

利润表					
12 月 31 日年结 (人民币十亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	277	338	366	416	468
收入成本	(180)	(208)	(253)	(282)	(313)
毛利	97	130	113	133	155
销售及营销开支	(59)	(64)	(105)	(90)	(81)
研发开支	(21)	(21)	(26)	(27)	(30)
一般及行政开支	(9)	(11)	(11)	(12)	(14)
金融资产减值亏损拨备净额	(1)	(1)	(0)	0	0
投资的公允价值变动	0	0	1	0	0
其他收入/（亏损）净额	6	4	4	8	9
经营利润/（亏损）	13	37	(26)	4	29
财务收入	1	1	2	2	2
财务成本	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
除所得税前利润/（亏损）	14	38	(26)	4	30
所得税减免/（开支）	(0)	(2)	1	(1)	(2)
净利润	14	36	(25)	3	28
净利润（除少数权益）	14	36	(25)	3	28
经调整 EBITDA 利润	24	49	(12)	22	51
经调整净利润/（亏损）	23	44	(19)	9	35

财务比率					
12 月 31 日年结	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率					
收入	26%	22%	8%	14%	13%
经营利润/（亏损）	-75%	n.a.	138%	30%	31%
经调整 EBITDA	146%	106%	n.a.	n.a.	129%
经调整净利润	722%	88%	n.a.	n.a.	275%
盈利能力					
毛利率	35%	38%	31%	32%	33%
经营利率	5%	11%	-7%	1%	6%
归属于股东的净利润率	5%	11%	-7%	1%	6%
经调整 EBITDA 利润率	9%	15%	-3%	5%	11%
归属于股东的经调整净利润率	8%	13%	-5%	2%	7%
ROE	15%	25%	-12%	6%	21%
ROA	5%	12%	-8%	1%	8%
每股数据 (人民币)					
摊薄每股盈利	2.2	5.8	-4.0	0.5	4.4
经调整基本每股盈利	3.7	7.0	-3.0	1.5	5.5
经调整摊薄每股盈利 (港元)	4.1	7.7	-3.3	1.6	6.0
每股净资产	24.5	28.2	23.7	24.2	28.7
估值					
市销率 (x)	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3
市盈率 (x)	25.3	13.4	n.a.	63.0	16.8
市净率 (x)	3.9	3.4	4.0	3.9	3.3

注：收盘价截至 2025 年 11 月 27 日；净利润来自持续运营业务；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测



## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话: +852 3189 6888

传真: +852 3101 0828