

美团 3Q25 点评：补贴进入深水区，中高单价订单成竞争焦点

核心观点

- **核心观点：**Q3 亏损落地、双 11 后行业补贴有所收敛，我们判断公司底部边际最差时期已过去，但随着补贴精细化导向核心用户、中高客单价订单，或拉长亏损持续期，持续关注竞争动态。
- **Q3 即时配送业务亏损基本符合预期，后续补贴重点转向中高客单价订单，或导致亏损持续。**Topline 看，补贴驱动单量高增，我们测算 Q3 外卖+闪购日单量 yoy+21% 达约 9300 万单。但竞争显著负向影响 AOV，导致外卖收入端同比下滑约 12%。利润侧 Q3 外卖+闪购合计亏损约 190 亿（外卖单单亏损 2.5 元、闪购单单亏损 0.8 元），与阿里同期亏损比约 1:2（阿里 Q3 即时配送业务亏 360~380 亿）。展望 Q4 及 26 年，此次业绩会上王兴强调美团在 AOV 15 元以上的订单中 GMV 市占率超 2/3，AOV 30 元以上订单的 GMV 市占率约 70%，将继续在高价值订单上重点发力，因此我们判断美团将捍卫中高客单价订单的份额，但补贴力度大或导致亏损持续，且整体亏损水平和持续情况取决于阿里投入，我们预测竞争态势下美团与阿里亏损维持 1:2 的相对份额，Q4/26 年即配业务亏损约 145/301 亿。
- **到店酒旅 Topline 增速有所放缓，亏损好于市场悲观预期，关注抖音、阿里等动态竞争。**我们测算 Q3 到店酒旅 GMV 同增 18%、收入同增 11%，主要受到宏观消费相对疲软，且外卖大战影响部分茶饮类 KA 的广告投放预算等影响。OPM 约 28%，OP 同比下滑 11%至 49 亿，但好于下滑 30%~40%的悲观预期。**我们预计 Q4 Topline 仍相对疲软，除了影响 Q3 的因素持续外，需动态跟进抖音、阿里等到店投入，预计 Q4 GMV 同增 14%、收入同增 11%，OPM 为 25%~30%区间内。**
- **新业务 Q3 环比减亏显著好于预期，维持全年 100 亿亏损预测不变，26 年减亏。**Q3 新业务亏损 13 亿（彭博一致预期 23 亿），我们预计 Q4 亏损 40 亿，主要系中东新开 3 个海湾国家、巴西新开试点，26 年随着海外业务进展顺利有望环比减亏。

盈利预测与投资建议

- 考虑到短期竞争影响，我们下调公司 25-27 年每股收益分别为-3.21/-4.20/-0.11 元（原预测为-1.56/2.62/6.44 元）。采用分部估值，计算公司合理估值为 8,291 亿 HKD，目标价 135.66 元 HKD，维持“买入”评级。

风险提示

政策管控，市场竞争加剧，消费恢复不及预期，新业务增长不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	276,745	337,592	366,600	406,302	462,787
同比增长(%)	25.82%	21.99%	8.59%	10.83%	13.90%
营业利润(百万元)	13,415	36,845	-20,875	-27,695	-1,325
同比增长(%)	-330.49%	174.65%	-156.66%	32.67%	-95.21%
归属母公司净利润(百万元)	13,856	35,807	-19,633	-25,640	-686
同比增长(%)	-307.23%	158.43%	-154.83%	30.59%	-97.32%
每股收益（元）	2.27	5.86	(3.21)	(4.20)	(0.11)
毛利率(%)	35.12%	38.44%	31.16%	28.79%	31.91%
净利率(%)	5.01%	10.61%	-5.36%	-6.31%	-0.15%
净资产收益率(%)	9.87%	20.61%	-10.41%	-14.94%	-0.42%
市盈率（倍）	38.7	15.0	(27.3)	(20.9)	(781.2)
市净率（倍）	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025 年 12 月 02 日）	96.5 港元
目标价格	135.66 港元
52 周最高价/最低价	189.6/94.05 港元
总股本/流通 H 股（万股）	611,152/553,208
H 股市值（百万港币）	589,762
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 12 月 03 日

股价表现				
	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.78	-5.39	-4.55	-42.35
相对表现%	-2.55	-6.12	-6.9	-75.83
恒生指数%	0.77	0.73	2.35	33.48



证券分析师	
项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人	
沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
美团 2Q25 点评：补贴加大拖累业绩表	2025-09-08
现，关注动态竞争情况	
美团 1Q25 点评：外卖补贴影响短端表	2025-06-03
现，生态建设、海外拓展带来良性增长	
美团 24Q4 点评：核心主业好于预期，海	2025-04-09
外加大投入	

表 1：美团盈利预测

单位：百万元/%	24A	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	25E	26E
营业收入	337,592	86,557	91,840	95,488	92,715	366,600	406,302
yoy	21.99%	18.1%	11.66%	2.0%	4.8%	8.6%	10.8%
营业成本	-207,807	-54,143	-61,426	-70,307	-66,497	-252,374	-289,331
毛利润	129,785	32,414	30,414	25,181	26,218	114,227	116,971
毛利率%	38.44%	37.45%	33.12%	26.4%	28.3%	31.2%	28.8%
归属母公司净利润	35,807	10,057	365	-18,632	-11,424	-19,633	-25,640
利润率%	10.61%	11.62%	0.40%	-19.5%	-12.3%	-5.4%	-6.3%
调整后营业利润	45,142	11,218	1,840	-15,349	-14,186	-16,477	-18,093
营业利润率%	13.37%	12.96%	2.00%	-16.1%	-15.3%	-4.5%	-4.5%
调整后净利润	43,772	10,949	1,493	-16,010	-9,516	-13,084	-20,074
利润率%	12.97%	12.65%	1.63%	-16.8%	-10.3%	-3.6%	-4.9%

资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

我们采取分部估值法对公司进行估值。

- 1) 外卖+闪购（即时配送业务）：由于外卖和闪购业务均基于公司履约配送网络，我们合并两项业务的收入，采取 PS 估值方法。参考可比公司给予 26 年 2.0x PS 估值，预计外卖+闪购业务 26 年实现营业收入 2,097 亿元，对应市值 4,516 亿 HKD；
- 2) 到店酒旅：业务盈利能力已经比较稳定，因此我们继续采用 PE 估值，参考可比公司给予 26 年 13x PE 估值，我们预计到店酒旅业务 26 年实现税后营业利润 170 亿，对应市值 2,437 亿 HKD；
- 3) 新业务：由于社区团购 6 月开始战略收缩，新业务主要包括香港及中东地区的外卖业务、小象超市等食杂零售业务、单车、ToB SaaS 服务等。新业务仍未盈利，采取 PS 估值，参考可比公司给予 1.0x PS 估值，我们预计新业务 26 年实现收入 1216 亿元，对应市值 1,338 亿 HKD。

综上，公司合理估值为 8,291 亿 HKD，目标价 135.66 元 HKD，维持“买入”评级。

表 2：公司分部估值

2026E 分部估值	26E 营业收入 (亿 CNY)	26E 税后经营利润 (亿 CNY)	26 年 PS	26 年 PE	市值 (亿 CNY)	市值 (亿 HKD)	目标价 (港元/股)
外卖+闪购	2,097	-	2.0x	-	4,104	4,516	73.9
到店、酒店旅游业务	-	170	-	13.0x	2,215	2,437	39.9
新业务	1216	-	1.0x	-	1,216	1,338	21.9
合计					7,535	8,291	135.66

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所测算

注：HKD/CNY=0.909（2025/12/2）

表 3：可比公司估值

外卖+闪购可比公司	市值 (亿 USD)	营业收入 (亿 USD)			PS		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
阿里巴巴	3847.2	1380.0	1470.3	1631.1	2.8	2.6	2.4
Delivery Hero	65.8	133.0	165.7	181.8	0.5	0.4	0.4
Eternal	324.5	24.0	55.4	103.0	13.5	5.9	3.2
均值					5.6	3.0	2.0
到店/酒旅可比公司	市值 (亿 USD)	净利润 (亿 USD)			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
携程	497.4	25.1	44.1	29.3	19.8	11.3	17.0
Bookings	1576.8	63.7	74.2	84.2	24.7	21.2	18.7
Expedia	317.3	16.2	19.4	22.5	19.6	16.3	14.1
同城艺龙	69.2	3.9	4.7	5.3	17.9	14.7	13.0
TripAdvisor	17.9	1.9	1.8	2.2	9.5	9.9	8.0
Yelp	17.6	2.9	2.6	2.7	6.0	6.7	6.6
调整后均值					16.7	13.1	13.0
新业务可比公司	市值 (亿 USD)	营业收入 (亿 USD)			PS		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
叮咚买菜	4.1	32.0	34.4	38.3	0.1	0.1	0.1
滴滴出行	264.0	287.2	320.1	351.7	0.9	0.8	0.8
阿里巴巴	3847.2	1380.0	1470.3	1631.1	2.8	2.6	2.4
均值					1.3	1.2	1.1

注：可比公司收入、净利润一致预期取自 Bloomberg 2025/12/2，市值取自 2025/12/2。调整后均值为去掉最高和最低后的均值。

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

风险提示

政策管控：反垄断政策、外卖用工社保管理及禁止低价倾销政策，可能会对公司经营产生一定影响。

市场竞争加剧：公司的在本地生活市场目前处于领先地位，未来竞争对手如抖音，阿里巴巴，有可能会加大对本地生活板块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。

消费恢复不及预期：存在消费复苏不及预期可能会影响到相关业务的风险。

新业务增长及减亏不及预期：社区团购行业头部竞争较激烈，且美团社团亏损仍处于高位，有减亏不及预期的风险。其他业务如快驴、共享单车，出行等可能存在增长不及预期的风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
货币资金	33,340	79,176	67,569	50,131	58,770	营业收入	276,745	337,592	366,600	406,302	462,787
限制现金	19,373	23,633	25,663	28,443	32,397	营业成本	(179,554)	(207,807)	(252,374)	(289,331)	(315,131)
短期投资	111,821	111,821	111,821	111,821	111,821	销售费用	(58,617)	(63,975)	(101,077)	(106,790)	(106,441)
预付款项、押金等其他	18,583	22,668	24,616	27,282	31,075	管理费用	(9,372)	(10,729)	(11,231)	(12,042)	(13,253)
流动资产合计	183,116	237,297	229,669	217,676	234,062	研发费用	(21,201)	(21,054)	(25,459)	(28,229)	(31,691)
物业、厂房及设备	25,978	31,689	34,413	38,139	43,442	资产减值损失	6,550	3,716	3,743	3,196	3,204
无形资产	30,398	30,398	30,398	30,398	30,398	营业利润	13,415	36,845	(20,875)	(27,695)	(1,325)
权益法计入投资	18,289	19,204	20,164	21,172	22,231	利息收入	(606)	(45)	696	607	504
公允价值计的金融资产及其他	18,481	18,851	19,793	20,189	20,593	可转换优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
非流动资产合计	109,913	119,666	125,606	132,536	141,859	权益法计投资亏损	1,213	1,186	100	100	100
资产总计	293,030	356,963	355,275	350,211	375,922	利润总额	14,022	37,985	(20,078)	(26,988)	(721)
贸易应付款项	22,981	28,033	30,442	33,739	38,429	所得税	(165)	(2,177)	446	1,349	36
应付商家款项	23,798	29,030	31,525	34,939	39,796	净利润	13,857	35,808	(19,632)	(25,639)	(685)
交易用户预付款	8,548	10,427	11,323	12,549	14,294	少数股东	2	1	1	1	1
其他应付款项及应计费用	17,942	21,887	23,768	26,342	30,004	归属母公司净利润	13,856	35,807	(19,633)	(25,640)	(686)
借款及其他	27,606	31,735	35,655	40,291	45,841	Non-GAAP 净利润	23,253	43,772	(13,084)	(20,074)	5,669
流动负债合计	100,874	121,112	132,712	147,859	168,364	每股收益（元）	2.27	5.86	(3.21)	(4.20)	(0.11)
非流动负债	40,199	40,504	40,710	40,970	41,307						
非流动负债合计	40,199	40,504	40,710	40,970	41,307						
负债合计	141,073	161,616	173,423	188,830	209,671						
股本	0	0	0	0	0						
股份溢价	325,579	325,579	325,579	325,579	325,579						
其他储备	2,051	9,634	15,771	20,939	26,493						
累计亏损	(175,617)	(139,810)	(159,443)	(185,083)	(185,769)						
股东权益合计	152,013	195,403	181,907	161,435	166,302						
少数股东	(57)	(56)	(55)	(53)	(52)						
负债及股东权益	293,030	356,963	355,275	350,211	375,922						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元						2023A					
2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
利润总额	14,022	37,985	(20,078)	(26,988)	(721)	成长能力					
折旧摊销	9,959	10,802	11,571	12,160	12,983	营业收入	25.8%	22.0%	8.6%	10.8%	13.9%
SBC	8,383	7,583	6,137	5,168	5,553	营业利润	330.5%	174.6%	-156.7%	-32.7%	95.2%
投资损失	(1,000)	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	722.5%	88.2%	-129.9%	-53.4%	128.2%
营运资金变动	16,840	7,559	3,232	4,596	6,747	获利能力					
其他	(7,683)	(1,779)	240	1,790	614	毛利率	35.1%	38.4%	31.2%	28.8%	31.9%
经营活动现金流	40,522	62,149	1,103	(3,274)	25,177	净利率	5.0%	10.6%	-5.4%	-6.3%	-0.1%
资本支出	(13,491)	(16,514)	(14,294)	(15,886)	(18,285)	ROE	9.9%	20.6%	-10.4%	-14.9%	-0.4%
短期&长期投资	(10,760)	(914)	(960)	(1,008)	(1,059)	ROIC	4.7%	10.0%	-5.5%	-7.3%	-0.2%
其他	(413)	(1,875)	(894)	(1,223)	(1,740)	偿债能力					
投资活动现金流	(24,664)	(19,303)	(16,148)	(18,118)	(21,084)	资产负债率	48.1%	45.3%	48.8%	53.9%	55.8%
债券融资	(3,490)	2,990	3,438	3,954	4,547	净负债率	70.9%	42.2%	58.2%	85.9%	90.7%
股权融资	0	0	0	0	0	流动比率	181.5%	195.9%	173.1%	147.2%	139.0%
筹资活动现金流	(2,781)	2,990	3,438	3,954	4,547	速动比率	177.5%	191.9%	169.0%	143.2%	135.0%
汇率变动影响	104	0	0	0	0	营运能力					
现金净增加额	13,181	45,836	(11,607)	(17,438)	8,640	应收账款周转率	19.9	20.9	19.8	20.0	20.3
						存货周转率	-	-	-	-	-
						总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3
						每股指标（元）					
						每股收益	2.27	5.86	(3.21)	(4.20)	(0.11)
						每股经营现金流	6.6	10.17	0.18	(0.54)	4.12
						每股净资产	24.9	32.0	29.8	26.4	27.2
						估值比率					
						市盈率	38.7	15.0	(27.3)	(20.9)	(781.2)
						市销率	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
						EV/EBITDA	22.93	11.25	(57.61)	(34.50)	45.98
						EV/EBIT	39.95	14.55	(25.68)	(19.35)	(404.44)

资料来源：公司公告，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，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来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。