

港股研究 | 公司点评 | 美团-W (03690.HK)

美团 2025Q3 业绩点评：中高价订单份额稳固，关注后续补贴趋势

报告要点

本季度美团外卖竞争压力达到峰值，后续伴随补贴收窄，对于高频刚需、长期看复购而非拉新的外卖而言，用户粘性与品牌认知形成的复购是平台能力的核心，最终竞争走向或落地于管理体系效率、配送服务质量等运营细节层面，长期外卖 UE 有望回升至 1 元水平，建议关注补贴投入的边际拐点，带来公司价值的回归。预计美团 2025-2027 年整体营收 3640.67、4084.78 和 4551.56 亿元，经调整净利润分别为-115.25、215.34 和 445.67 亿元，维持“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



曹淑蕊

美团-W (03690.HK)

2025-12-04

美团 2025Q3 业绩点评：中高价订单份额稳固，关注后续补贴趋势

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

FY2025Q3，公司实现营收 954.9 亿元（低于彭博一致预期的 974.7 亿元），同比+2%；经调整净亏损 160.1 亿元（高于彭博一致预期的 139.6 亿元）。

事件评论

- **整体业绩：**核心本地商业收入 674 亿元（vs 一致预期 692 亿元），经营亏损 141 亿元（vs 一致预期 126 亿元），经营利润率-20.9%；新业务收入 280 亿元（vs 一致预期 286 亿元），经营亏损同比+24.5%至 13 亿元（vs 一致预期 23 亿元）。核心本地商业营收及利润低于彭博一致预期，加大补贴投入下，外卖业务亏损于 7-8 月达到峰值，新业务亏损好于一致预期。
- **餐饮外卖+闪购：**核心本地商业中，我们测算到店酒旅 Q3 贡献约 51 亿元经营利润，对应 Q3 餐饮外卖+闪购经营亏损约 191 亿元，预计餐饮外卖、闪购 UE 亏损分别为 2.6、1.1 元。当前美团中高价订单市场份额稳固，AOV 15 元以上 GTV 占比 2/3，30 元以上占比 70%。竞争走向来看，对于高频刚需、长期看复购而非拉新的外卖而言，用户粘性与品牌认知形成的复购是平台能力的核心。因此，最终竞争走向或落地于管理体系效率、配送服务质量等运营细节层面，伴随当前补贴投入预计较前期有所收窄，建议关注补贴边际拐点带来的外卖 UE 及盈利改善。
- **到店酒旅：**Q3 受整体餐饮大盘增速下滑，客单价压力仍然存在，以及外卖补贴替代效应影响，预计到餐业务收入增速有所放缓。我们测算 Q3 到店酒旅收入贡献约 180 亿，同比+12%；经营利润 51 亿，经营利润率 28%，同比环比有所回落。Q4 在抖音及高德竞争动作影响下，预计收入及 OPM 环比下降。公司管理层在业绩会上表示，短期竞争可能影响到店业务利润率，但预计长期竞争格局将保持稳定。
- **新业务：**10 月底，Keeta 正式上线巴西运营，预计 12 月 1 日将进入巴西最大城市圣保罗。巴西外卖市场竞争激烈，包括 iFood、滴滴等，然而参考此前公司进入巴西市场时签署 10 亿美元投资协议，预计投入整体可控，预计新业务 26 年亏损将不超过 25 年。巴西作为出海第三站，此前 Keeta 已于中国香港及中东取得阶段性成果（中国香港已在 10 月实现盈利），有望将成熟经验进一步复制至海外。预计 Keeta 远期将为美团贡献 1000 亿美元 GTV，对应 2024 年美团国内外卖规模约 70%。
- **盈利预测与投资建议：**本季度美团外卖竞争压力达到峰值，后续伴随补贴收窄，对于高频刚需、长期看复购而非拉新的外卖而言，用户粘性与品牌认知形成的复购是平台能力的核心，最终竞争走向或落地于管理体系效率、配送服务质量等运营细节层面，长期外卖 UE 有望回升至 1 元水平，建议关注补贴投入的边际拐点，带来公司价值的回归。预计美团 2025-2027 年整体营收 3640.67、4084.78 和 4551.56 亿元，经调整净利润分别为-115.25、215.34 和 445.67 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

1、短期竞争加剧对盈利能力形成压力；2、海外业务拓展投入高于预期；3、居民消费力水平不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价（HKD） 96.50

注：股价为 2025 年 12 月 2 日收盘价

相关研究

- 《美团 FY2025Q2 业绩点评：短期补贴影响盈利能力，关注后续补贴拐点》2025-09-04
- 《美团 FY2025Q1 业绩点评：业绩超预期，加码生态建设投入》2025-06-01
- 《深度研究系列之一：生态合纵，攻守并驱》2025-03-27



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、短期竞争加剧对盈利能力形成压力。新进入平台多以平台补贴、费用减免等手段实现用户端低价、商户端低成本引流，为应对中短期内价格手段为主的竞争造成平台流量损失，公司加强营销投入保障留存；若价格竞争超预期大幅加剧，为跟进低价策略及加大市场营销投放的成本费用将在对公司中短期盈利形成一定压力。
- 2、海外业务拓展投入高于预期。当前美团旗下 **Keeta** 海外业务投入力度持续加大，新兴市场在本地化运营、政策监管、竞争格局等方面存在较高不确定性，若市场开拓进度不及预期或成本管控失衡，可能导致新业务亏损幅度进一步扩大，拖累集团整体盈利表现。
- 3、居民消费力水平不及预期。若宏观经济增长不及预期，居民消费力水平不及预期，则可能对餐饮外卖、到店酒旅、闪购等本地生活服务需求产生压制。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。