

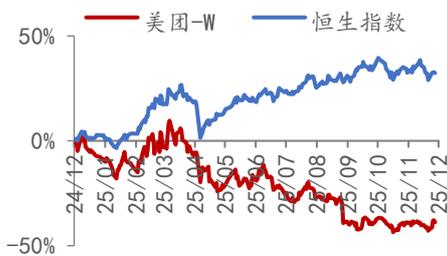
25Q3 业绩点评：短期利润承压，外卖 UE 有望迎来改善

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2025-12-06

收盘价（港元）	99.05
近 12 个月最高/最低（港元）	183.5/94.5
总股本（百万股）	6,112
流通股本（百万股）	5,532
流通股比例（%）	90.50
总市值（亿港元）	6,054
流通市值（亿港元）	5,480

公司价格与恒生指数走势比较


分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.2Q25 业绩点评：高补贴下，短期利润承压 2025-09-07

主要观点：

● 事件

2025Q3，美团总营收为 955 亿元，同比增长 2.0%。盈利能力方面，受外卖行业竞争持续加剧及海外扩张投入影响，公司录得经营亏损 198 亿元，去年同期为经营溢利 137 亿元；经调整 EBITDA 为负 148 亿元；经调整净亏损 160 亿元（去年同期为盈利 128 亿元）。

分部收入方面，25Q3 核心本地商业收入 674 亿元，同比减少 2.8%，经营亏损为 141 亿元。新业务收入 280 亿元，同比增长 15.9%，经营亏损为 13 亿元。

● 核心本地商业：价格战致利润承压，用户粘性与高客单维持韧性

1) 外卖竞争白热化，投入大幅增加致使利润承压。三季度为应对激烈的行业竞争，公司大幅增加了销售及营销开支，该项支出同比增长 90.9% 至 343 亿元，占收入比重提升至 35.9%，导致核心本地商业经营利润率由正转负至 -20.9%。

2) 9 月季度为投入高峰期，未来有望迎来外卖 UE 改善。管理层指出外卖价格战本质是低质量竞争，未来补贴力度将放缓，重点针对高价值用户、高客单价订单进行补贴。在接下来的几个季度，外卖行业整体竞争格局有望得以改善，美团外卖业务 UE 有望得以改善。

3) 过去几个月的竞争使得美团外卖业务核心壁垒得以验证。尽管行业竞争激烈，但美团在中高价格带仍占据绝对统治地位。三季度实付 15 元以上订单美团市占率达 2/3，实付 30 元以上份额超过 70%。美团在 UE 模型上与竞对有明显成本优势，美团凭借订单密度、算法效率和运力结构，始终保持行业领先的成本管控能力，这种结构性优势确保了美团在长期竞争中的核心地位难以动摇。

4) 闪购：尽管面临电商平台竞争，美团闪购凭借“30 分钟确定性”的履约壁垒，继续保持全品类领先。在供给侧，公司推出“品牌官旗闪电仓”，双十一期间助力品牌销售额实现大幅增长。

● 新业务：海外扩张加速，Keeta 香港市场实现盈利

Keeta 于 2025 年 10 月在香港市场首次实现单月盈利，比原计划提前达成，验证了业务模式的可行性。此外业务已拓展至沙特及其他海湾国家（卡塔尔、阿联酋），12 月 1 日，Keeta 也将正式在巴西圣保罗上线运营。建议关注 Keeta 在海外的扩张节奏以及盈利水平。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别可达 3662 亿、4087 亿及 4466 亿元（前值分别为 3640 亿、4004 亿及 4444 亿元），增速分别为 +8%/+12%/+9%；经调整净利润分别为 -178 亿元、161 亿元、462 亿元（前值 -121 亿元、331 亿元、522 亿元），增速分别为 N/A/N/A/+186%；我们长期看好美团的经营、组织和业务壁垒，看好其“极致执行”的组织在零售领域的长期探索，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险；用户渗透不及预期风险；竞争格局恶化风险；新业务不及预期风险；经营效率优化不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	337,592	366,227	408,664	446,554
收入同比 (%)	22%	8%	12%	9%
经调整净利润 (百万元)	43,772	-17,811	16,139	46,173
同比 (%)	88%	N/A	N/A	186%
每股收益 EPS	5.75	-3.95	1.30	13.05
市盈率 (P/E)	16	-24	72	7

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表		单位:千元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	209,734,861	171,129,285	191,048,957	222,678,302	
%总资产	64.66%	57.02%	59.52%	62.73%	
存货	1,734,124	2,226,513	1,936,751	2,514,942	
贸易应收款项	2,653,046	3,437,068	3,224,260	4,127,428	
短期理财投资	97,409,161	101,706,762	97,396,351	97,481,002	
现金及现金等价物	70,834,097	26,654,510	51,387,162	81,450,498	
其他	37,104,433	37,104,433	37,104,433	37,104,433	
非流动资产	114,620,056	128,979,474	129,907,115	132,286,936	
%总资产	35.34%	42.98%	40.48%	37.27%	
固定资产	30,238,782	45,160,195	47,097,525	50,297,473	
无形资产	30,230,342	30,291,811	30,216,623	30,161,764	
长期理财投资	7,528,508	6,646,826	5,868,401	5,181,138	
其他金融投资	17,776,330	18,034,548	17,878,472	17,800,467	
其他	28,846,094	28,846,094	28,846,094	28,846,094	
资产总计	324,354,917	300,108,760	320,956,072	354,965,238	
流动负债	107,935,640	105,349,184	120,437,675	118,651,866	
%总负债	71.13%	69.61%	71.54%	70.42%	
贸易应付款项	25,193,149	23,637,104	27,445,887	25,089,870	
应付商家款项	25,131,850	23,698,403	27,384,588	25,151,169	
其他应付款项及应计费用	21,340,998	21,744,519	29,338,472	32,142,194	
借款	1,079	594	163	67	
其他	19,701,032	19,701,032	19,701,032	19,701,032	
非流动负债	43,815,199	45,992,519	47,901,480	49,844,398	
%总负债	28.87%	30.39%	28.46%	29.58%	
借款	1,175,045	1,362,967	2,102,994	2,842,071	
应付票据	38,009,069	39,144,108	40,313,042	41,516,882	
其他	4,631,085	5,485,444	5,485,444	5,485,445	
负债合计	151,750,839	151,341,703	168,339,154	168,496,264	
普通股股东权益	172,662,960	148,825,939	152,675,800	186,527,857	
少数股东权益	-58,882	-58,882	-58,882	-58,882	
权益合计	172,604,078	148,767,057	152,616,918	186,468,975	
负债和股东权益	324,354,917	300,108,760	320,956,072	354,965,238	

现金流量表		单位:千元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	37,774,826	-27,546,902	8,553,958	41,963,641	
折旧摊销	5,732,483	9,230,716	10,640,650	10,516,922	
股份基础的薪酬开支	9,422,996	10,090,089	11,379,369	12,400,681	
营运资本变动	-140,921	-896,892	0	0	
其他调整	6,605,696	-3,862,381	15,591,490	-3,267,071	
经营活动现金净流量	-2,177,107	3,846,542	-1,026,475	-5,455,273	
购买固定资产和无形资产	57,146,784	-9,138,828	45,138,991	56,158,900	
购买理财投资	-15,409,848	-18,528,998	-12,502,792	-13,662,011	
购买按公允价值计量的其他金融投资	15,410,152	-3,415,919	5,088,837	602,611	
其他	845,695	638,674	156,076	78,005	
投资活动现金净流量	0	0	0	0	
股权融资	10,205,252	-21,306,244	-7,257,879	-12,981,394	
债权融资	0	0	0	0	
其他	-15,357,669	1,322,476	1,908,530	1,942,822	
筹资活动现金净流量	0	0	0	0	
现金净流量	-30,414,660	-13,734,515	-13,148,461	-13,114,169	
汇率变动对现金的影响额	36,937,376	-44,179,587	24,732,652	30,063,336	
期初现金	556,967	0	0	0	
期末现金	33,339,754	70,834,097	26,654,510	51,387,162	

利润表		单位:千元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	337,591,576	366,226,898	408,663,930	446,553,939	
增长率	22%	8%	12%	9%	
营业成本	-207,806,982	-257,441,378	-266,448,882	-287,134,183	
%销售收入	-61.56%	-70.30%	-65.20%	-64.30%	
毛利	129,784,594	108,785,520	142,215,048	159,419,756	
其他收入	2,818,401	3,055,252	4,086,639	3,572,432	
销售及营销开支	-63,975,235	-102,808,344	-102,165,983	-89,310,788	
研发开支	-21,053,601	-25,432,845	-24,519,836	-24,560,467	
一般及行政开支	-10,729,203	-11,957,418	-12,259,918	-8,931,079	
营业利润	36,844,780	-28,357,835	7,355,951	40,189,855	
%销售收入	10.91%	-7.74%	1.80%	9.00%	
财务收入	553,112	1,913,037	2,000,000	2,500,000	
财务成本	-432,352	-1,619,321	-1,619,321	-1,619,321	
权益投资损益	809,286	517,217	817,328	893,108	
除税前利润	37,774,826	-27,546,902	8,553,958	41,963,641	
%销售收入	11.19%	-7.52%	2.09%	9.40%	
所得税	-2,177,107	3,846,542	-1,026,475	-5,455,273	
净利润	35,597,719	-23,700,360	7,527,483	36,508,368	
%销售收入	10.54%	-6.47%	1.84%	8.18%	
归母净利润	35,597,719	-23,700,360	7,527,483	73,016,736	
%销售收入	10.54%	-6.47%	1.84%	16.35%	
少数股东权益	0	0	0	0	
%销售收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
归母净利润(NON-IFRS)	43,772,449	-17,810,843	16,139,123	46,172,919	
%销售收入	12.97%	-4.86%	3.95%	10.34%	

财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
回报率					
净资产收益率(NON-IFRS)		25.35%	-11.97%	10.57%	24.75%
总资产收益率(NON-IFRS)		13.50%	-5.93%	5.03%	13.01%
投入资本收益率(NON-IFRS)		25.19%	-11.86%	10.43%	24.39%
增长率					
营业总收入增长率		21.99%	8.48%	11.59%	9.27%
EBIT增长率		169.40%	-172.92%	-131.05%	390.58%
归母净利润增长率		105.71%	-133.67%	-274.16%	130.48%
总资产增长率		10.69%	-7.48%	6.95%	10.60%
资产管理能力					
应收款项周转天数		2.9	3.4	2.9	3.4
应付款项周转天数		27.2	23.6	24.5	20.5
存货周转天数		1.9	2.2	1.7	2.1
总资产周转率		104%	122%	127%	126%
偿债能力					
资产负债率		46.79%	50.43%	52.45%	47.47%
流动比率		1.9	1.6	1.6	1.9

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

分析师: 赵亮, 悉尼大学金融学硕士, 主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域, 2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号: S0010525070001

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。