



美团：外卖大战持续推高成本，短期业绩筑底

投资评级：持有

报告日期：2025-12-19

行业	多品类零售
收盘价 (港币)	102.70
总市值 (亿港币)	6277
流通市值 (亿港币)	5682
总股本 (百万股)	6112
PE (2025E)	-29.6
PE (TTM)	-288.1

近52周股价走势



作者

华通证券国际
研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@watson.com

主要观点：

● 财务表现

2025年三季度，美团营收小幅增至95,488.11百万元，但在外卖价格战与补贴加码下，成本费用大幅攀升，毛利率降至约26%，公司由盈转亏，净亏损18,632.09百万元。资产负债表与现金储备整体仍较稳健，但经营现金流转负，如价格战久拖不止，持续亏损将侵蚀股东权益并抬升再融资压力。

● 业务发展

- 1) “到家”业务：作为核心本地商业的收入支柱，三季度实现收入674亿元，同比下降2.8%，在外卖价格战和补贴加码下录得141亿元经营亏损，经营利润率约-20.9%，以高额骑手激励和用户补贴换取订单规模与用户黏性。
- 2) 到店、酒店及旅游业务继续承担主要盈利来源，三季度到店商户数与交易用户数再创新高，依托高毛利的餐饮团购、本地服务和高星酒店渗透，一边对冲外卖补贴带来的压力，一边通过交叉引流和会员体系巩固美团本地生活流量入口与广告变现能力。
- 3) 三季度收入约280亿元，同比增长约15.9%，经营亏损约13亿元、亏损率收窄至4.6%，国内食杂零售单位经济性持续改善，海外Keeta加速扩张，有望在2026-2027年成长为对冲本土价格战、承接中长期增长的第二增长曲线。

● 盈利预测

预计2025年营业收入为350,196百万人民币，营业利润下滑44.3%。对应2025-2027年PE分别为-29.55、68.62、16.68倍。

● 风险提示

整体来看，美团面临四重压力：一是外卖价格战久拖不止，盈利修复周期被动拉长；二是从高强度补贴向精细化运营过渡存在“份额与利润双压”风险；三是若为控亏削减补贴或成本收紧，可能损害配送体验与口碑；四是新业务与海外扩张尚在投入期，若放量与亏损收窄不及预期，将继续拖累整体利润与估值。

● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,592	351,096	365,140	378,089
(+/-)%	16.64	4.00	4.00	3.55
营业利润	27,154	15,121	21,908	25,863
(+/-)%	-5.24	-44.31	44.88	18.05
净利润	51,706	25,365	30,203	32,237
(+/-)%	-31.37	-50.94	19.07	6.73
营业利润率	8.04%	4.31%	6.00%	6.84%
PE	23.72	-29.55	68.62	16.68

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	209,735	215,000	218,000	220,000
现金及等价物	70,834	68,000	65,000	62,000
其他短期投资	105,196	108,000	110,000	112,000
应收账款及票据	33,705	39,000	43,000	46,000
非流动资产	114,620	115,000	116,000	117,500
固定资产净值	18,315	19,500	20,500	21,300
权益性及长期投资	50,840	48,000	46,000	44,000
商誉及无形资产等	45,465	47,500	49,500	52,200
总资产	324,355	330,000	334,000	337,500
流动负债	107,936	112,000	115,000	118,000
应付账款及票据	41,761	43,500	45,000	46,500
其他流动负债	66,175	68,500	70,000	71,500
非流动负债	43,815	45,000	46,000	47,000
总负债	151,751	157,000	161,000	165,000
股东权益	172,604	173,000	173,000	172,500
负债及权益总计	324,355	330,000	334,000	337,500

利润表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,592	351,096	365,140	378,089
营业成本	-207,807	-228,212	-233,690	-240,701
营业开支	-102,631	-107,763	-109,542	-111,525
营业利润	27,154	15,121	21,908	25,863
利息收入	1,292	2,000	2,200	2,400
减: 利息支出	-1,337	-1,500	-1,600	-1,700
非经营损益	26,774	10,000	8,000	6,000
税前利润	53,883	25,621	30,508	32,563
减: 所得税	-2,177	-256	-305	-326
净利润	51,706	25,365	30,203	32,237
归母净利润	51,706	25,365	30,203	32,237

现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	51,706	25,365	30,203	32,237
折旧与摊销	8,421	9,000	9,500	10,000
营运资本变动	6,466	-5,000	-6,000	-5,500
经营现金流净额	66,593	29,365	33,703	36,737
投资活动现金流				
减: 资本支出	-10,999	-9,000	-8,500	-8,000
投资增加	-10,205	15,000	10,000	8,000
投资现金流净额	-21,204	6,000	1,500	0
筹资活动现金流				
债务净增加	17,445	0	0	0
减: 股票回购	-26,090	-1,000	-1,000	-1,000
其他筹资活动	-21,570	-5,000	-4,000	-3,000
筹资现金流净额	-30,415	-6,000	-5,000	-4,000
现金净增加额	14,974	29,365	30,203	32,737

主要财务比率

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	337,592	351,096	365,140	378,089
营业利润	27,154	15,121	21,908	25,863
净利润	51,706	25,365	30,203	32,237
盈利能力				
营业利润率	8.04%	4.31%	6.00%	6.84%
净利润率	15.32%	7.22%	8.27%	8.53%
回报率分析				
总资产	324,355	330,000	334,000	337,500
总资产收益率	15.94%	7.69%	9.04%	9.55%
净资产	172,604	173,000	173,000	172,500
净资产收益率	29.96%	14.66%	17.46%	18.69%
估值分析				
市盈率	23.72	-29.55	68.62	16.68
市净率	7.11	-4.33	11.98	3.12

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括：

2025年三季度，美团实现收入95,488.11百万元，同比增长2.0%，环比增长4.0%。受外卖价格战和补贴加大影响，销售成本升至70,307.05百万元，销售及营销开支增至34,266.83百万元，导致毛利降至25,181.06百万元，毛利率仅约26.4%。当季公司由盈转亏，经营亏损19,759.35百万元，经营亏损率20.7%；期内净亏损18,632.09百万元，净利率为-19.5%。核心本地商业收入67,446.87百万元同比下降2.8%，并由经营溢利转为经营亏损14,071.01百万元；新业务收入28,041.25百万元同比增长15.9%，经营亏损1,277.91百万元。整体盈利能力明显承压，但公司期末仍持有现金及现金等价物99,234.19百万元和短期理财投资42,053.57百万元，资金实力仍然稳健。

财务报表分析：

营收微增盈转亏，现金尚充裕但需警惕持续亏损

2025年三季度，公司收入95,488.11百万元，较2024年同期93,577.319百万元小幅增长2.0%，但成本和费用大幅上升侵蚀利润。销售成本从上年同期的56,823.46百万元升至70,307.05百万元，占收入比重由60.7%显著提升至73.6%；毛利降至25,181.06百万元，同比下滑逾30%。销售及营销开支从17,953.16百万元激增至34,266.83百万元，占收入比由19.2%升至35.9%，主要反映外卖行业竞争白热化下的补贴、广告和用户激励投入。研发开支6,936.85百万元，同比增31.0%，体现AI及技术投入加大。最终三季度经营亏损19,759.35百万元，对比上年同期经营溢利13,685.18百万元；期内净亏损18,632.09百万元，而上年同期为净溢利12,864.95百万元，盈利能力出现由盈转亏的明显拐点。

截至2025年9月30日，美团总资产为318,034.05百万元，其中非流动资产118,519.10百万元，流动资产199,514.95百万元，资产结构偏向流动性较强的项目。货币资金方面，现金及现金等价物99,234.19百万元、受限制现金21,490.98百万元、短期理财投资42,053.57百万元，合计流动类资金162,778.74百万元，为未来补贴、技术投入及海外扩张提供安全垫。负债端，总负债150,656.15百万元，其中长期借款及应付票据合计44,918.01百万元，对应资本负债比率约26.8%，整体杠杆水平中等。股东权益为167,435.89百万元，较2024年末172,662.96百万元有所下降，主要受本期大额亏损侵蚀留存收益所致。整体看，公司资产负债表仍较稳健，但持续亏损若延续，将逐步压缩权益缓冲空间。

美团经营活动产生的现金流量净流出22,148.26百万元，与账面亏损方向一致，主要源于除所得税前亏损放大，以及在业务扩张、补贴竞争和营运资金变化下的现金占用。投资活动现金流量净流入20,790.12百万元，主要来自短期理财投资到期收回，部分被资本性支出及其他对外投资支出所对冲；说明公司在利润承压期适度收缩理财规模，以增强经营现金保障。融资活动现金流量净流出961.18百万元，主要与租赁负债付款等相关，整体融资现金流较为温和。期内现金及现金等价物净减少2,319.32百万元，期末余额仍达99,234.19百万元，叠加丰富的短期理财，显示公司短期偿债和持续投入能力仍然充足，但若经营亏损和经营现金流出继续扩大，长期来看需关注现金消耗速度及后续再融资安排。

核心业务板块：

1. “到家”业务：外卖+闪购

核心本地商业中，餐饮外卖和美团闪购构成“到家”业务的双支柱。三季度该板块收入674亿元，同比降2.8%，经营亏损141亿元，经营利润率约-20.9%，主要原因是外卖价格战导致骑手激励和商户/用户补贴显著抬升，销售费用率从去年约19.2%飙升至近35.9%。但从运营指标看，美团在订单与用户侧依然保持优势：即时零售日订单峰值在7月突破1.5亿单，平均送达时间约34分钟，平台中低频用户向高频用户转化加快，消费频次和黏性提升。不过，在淘宝闪购、京东到家等竞争下，美团

外卖单量份额据高盛的数据已从之前的80%下滑至约55%，核心护城河正被“挖穿”，迫使公司以亏损换份额、边跑边修护城河。

2. 到店、酒店及旅游业务

除“到家”外，核心本地商业还包括到店餐饮团购、本地生活服务及酒店旅游等“到店”业务，这一部分利润率通常高于外卖，是过去几年核心盈利来源。三季度财报披露，到店业务商户数与用户数均再创新高，用户交易频次仍保持较快增长，说明线下服务复苏和本地消费场景扩张为平台贡献了稳定高毛利收入。酒店及旅游方面，美团依托海量点评内容和价格优势持续向高星酒店渗透，在本地周边游、城市微度假等需求上形成差异化竞争力。到店与酒旅业务一方面通过高毛利对冲外卖补贴压力，另一方面与外卖、闪购形成交叉引流和会员体系协同，是美团维持“本地生活入口”地位与广告变现能力的关键支撑。但在当前价格战下，这部分利润也被用于反哺补贴，使得板块整体盈利承压。

3. 新业务板块：食杂零售+海外 Keeta 的第二曲线

新业务板块收入三季度达到约280亿元，同比增长约15.9%，主要由食杂零售（小象超市、快驴、美团买菜等）以及海外外卖品牌 Keeta 推动；经营亏损约13亿元，同比略扩大，但亏损率较二季度的7.1%已收窄至4.6%。管理层在电话会中强调，国内食杂零售通过优化仓配网络、提升单仓效率和品类结构，单位经济性持续改善，抵消了部分海外扩张成本；Keeta在香港用时29个月实现盈亏平衡后，已进入中东多国并在巴西试点，预计在不显著抬升整体亏损的前提下复制运营模型。同时，公司加大 AI在智能调度、需求预测中的应用，希望在即时零售和海外业务中形成“更强于外卖”的效率优势。整体来看，新业务短期仍是“烧钱项目”，但已从“碎钞机”向“可控亏损+高成长”过渡，是美团对冲本土外卖价格战、打开长期成长空间的核心抓手。

市场分析：

2025年上半年，中国即时零售/外卖市场全面升级为“三国杀”：阿里把饿了么与淘宝闪购深度绑定，以300亿元级别补贴推动即时零售收入单季增速约60%；京东以“品质外卖+低抽佣+骑手五险一金”切入，订单在90天内冲到日2,500 万单，外卖+同城零售成集团第二增长曲线。

在这场战局中，市场对美团的态度明显转冷：半年报较往年推迟约两周披露，被解读为对补贴策略摇摆的信号；上半年虽仍实现收入1,783.98亿元、期内溢利104.22亿元，但增速大幅放缓，利润同比下滑约37.7%。三季度财报更是“踩空”预期——营收955亿元仅增2%，核心本地商业由盈转亏，单季亏损141亿元，经调整净亏损160亿元，美团三年来首次整体亏损，股价随即大幅下挫，市场质疑其补贴节奏与定价决策出现失误。

从表现看，美团在补贴大战中“伤得最重”：销售及营销开支同比暴增90.9%至343亿元，却换来核心本地商业收入同比负增长，典型“战损比失衡”。管理层在中报、三季报会上均提示未来几个季度仍可能亏损，但同时强调三季度或是补贴最激烈、亏损压力最大的一季，后续会从“无差别撒钱”转向精细化补贴、提升高客单品类和闪购渗透，并依靠履约效率和科技投入（智能调度、需求预测等）优化单位经济模型。综合已有公开研报与市场评论，多数观点认为公司短期盈利难以快速扭转，美团在未来1-2年内可能面临以利润换取市场份额的阶段；但若后续阿里、京东的补贴策略边际放缓，且美团能够维持在本地生活场景与履约网络方面的领先地位，则其亏损规模有望逐步收窄，中长期恢复盈利的空间依然存在，市场整体态度偏向谨慎乐观。

未来展望：

未来一段时间，美团的“出路”仍要在本地生活主战场上自救，同时靠新业务与海外市场做补给。管理层在三季报与业绩会上已经释放几个关键信号：一是从“无差别价格战”转向“守住高价值用户”，在30元以上客单价区间维持 70%左右市占，同时适度收缩低价长尾补贴，以改善战损比；二是加大 AI与即时零售投入，把外卖大战引向“效率战”——通过智能调度、需求预测、履约网络优

化，提升单均利润和骑手效率，让补贴从粗放“砸钱”变成精细化运营工具。第三条路径是把新业务和海外Keeta打造成“利润修复缓冲带”：一方面继续提升食杂零售运营效率，压缩单位亏损；另一方面加速在中东、拉美复制Keeta在香港29个月即盈利的模型，在不显著放大整体亏损的前提下培育第二增长曲线。整体来看，未来盈利能否修复，取决于三点：行业价格战能否降温、美团内部费用与履约效率能否明显改善，以及海外扩张在不显著推高整体亏损前提下兑现规模效应；若三者进展顺利，美团中长期仍具恢复盈利与估值修复的空间。

潜在风险

价格战与竞争格局风险：阿里（饿了么+淘宝闪购）和京东外卖持续高额补贴抢份额，美团被迫跟进，核心本地商业收入已出现同比下滑，若补贴战久拖不止，“以亏损换份额”的周期可能被迫拉长，盈利修复时间被推迟。

盈利修复与策略节奏风险：三季度美团录得大额亏损，管理层也提示未来几个季度仍可能继续亏损。若从“大水漫灌式补贴”转向精细化运营后，订单增速、客单价和用户留存恢复不及预期，可能出现份额和利润两端同时承压的情况。

运营效率与服务体验风险：当前骑手补贴、履约网络投入较重，后续若为控亏缩减补贴或压缩成本，在配送时效、骑手稳定性和商家服务上稍有失衡，就可能带来用户体验下滑和口碑受损，从而反向削弱平台长期竞争力。

新业务与预期管理风险：即时零售和海外 Keeta 仍处投入期，短期难以完全覆盖自身成本，如放量节奏慢于预期，将继续拖累整体利润；若公司不能在几个季度内给出清晰的亏损收窄路径，资本市场估值中枢也可能进一步下移。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。