

【广发传媒 & 海外】美团-W (03690.HK)

25Q4 业绩前瞻：利润依然承压，中高客单价市占稳定

公司评级	买入
当前价格	92.15 港元
合理价值	133.47 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-04

核心观点： (除非特别注明，否则报告货币为人民币)

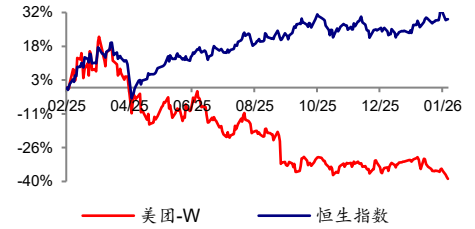
- **25Q4 业绩前瞻：**我们预计美团 2025Q4 实现营收 914.39 亿元（人民币，下同），同增 3.34%；经调整后净利润为亏损 189.5 亿元，净亏损率为 20.7%。分业务看，我们预计 25Q4 核心本地商业实现收入 643.92 亿元（YoY-1.79%），运营亏损 111.16 亿元。新业务收入 270.46 亿元（YoY+ 18.0%），新业务运营亏损 42.78 亿元。
- **即时零售业务竞争激烈程度趋缓，闪购单量增速较快。**我们认为外卖业务在 Q4 进入淡季，竞争激烈程度整体趋缓，预计 25Q4 即时零售订单量增速比上个季度趋缓；由于用户补贴在 25 年 10 月依然维持在高位，我们预计外卖单均 UE 亏损幅度相比 25Q3 有所收窄，但仍将在 2 元以上。对于闪购，我们预计 25Q4 单量同比增速较快，依然维持 30% 水平，但由于购物节期间加强补贴力度，单均亏损幅度约为 1 元。对于到店酒旅，我们预计收入在 Q4 将维持稳健增长，公司积极拓展会员权益，不断加码会员权益丰富度与吸引力，但伴随抖音加码到餐竞争，到店酒旅运营利润率环比持续下滑。
- **26 年竞争趋势尚不明朗：**我们认为外卖竞争将持续，但双方更关注高客单价市场以及非餐零售领域；美团将进一步强化消费者的心智，巩固在高价值订单中的市占率。此外建议关注监管对外卖非理性竞争的约束，在到店方面关注阿里加大投入的可能。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为公司在外卖业务有较强运营壁垒，长期依然会在本地生活行业维持领先地位。短期内外卖领域的竞争将持续给利润带来压力。展望 2026 年，预计外卖盈利性较 25 年下半年的亏损水平有所改善。我们预计公司 25 年收入 3653 亿元；经调整净利润为亏损 225 亿元；根据分部估值法调整公司合理价值至 133.47 港元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示。**外卖竞争持续，新业务亏损超预期，政策监管等。

盈利预测：(本表归母净利润为经调整后净利润口径)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	276,744	337,592	365,324	414,899	467,340
增长率 (%)	25.82%	21.99%	8.21%	13.57%	12.64%
EBITDA (百万元)	23,877	49,119	-11,932	21,977	39,156
归母净利润 (百万元)	23,253	43,772	-22,518	7,219	23,982
EPS (元/股)	3.72	7.15	-3.73	1.21	4.04
市盈率 (x)	22.06	11.49	-	67.61	20.35

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 (1 港币=0.8898 人民币)

相对市场表现



分析师： 旷实
SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
010-59136610
kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK) :3Q25 点评：仍然具备效率优势，Q4 亏损预计环比收窄 2025-11-30
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK) :外卖利润承压，短期牺牲稳定市场地位 2025-10-21
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK) :短期利润承压，长期用户规模和市场空间扩大 2025-08-31

联系人： 黄静仪
huangjingyi@gf.com.cn

盈利预测更新

即时零售业务竞争激烈程度趋缓，闪购单量增速较快。我们认为美团外卖在Q4持续面临竞争压力，但竞争的激烈程度环比Q3放缓。公司持续增加会员权益，例如对黑钻会员增加“1对1急送服务”等，提升用户的消费体验，预计25Q4即时零售订单量增速比上个季度趋缓；由于用户补贴在2025年10月依然维持在高位，我们预计外卖单均UE亏损幅度相比25Q3有所收窄，但仍将在2元以上。对于闪购，我们预计25Q4单量同比增速较快，依然维持30%水平，但由于购物节期间加强补贴力度，单均亏损幅度约为1元。

到店业务增长稳健，利润率环比承压。对于到店酒旅，我们预计收入在Q4将维持稳健增长，公司积极拓展会员权益，不断加码会员权益丰富度与吸引力，但伴随抖音加码到餐竞争，到店酒旅运营利润率环比持续下滑。整体上，我们预计25Q4核心本地商业实现收入643.92亿元（YoY-1.79%），运营亏损111.16亿元。

新业务方面，海外市场正常拓展，亏损环比增加。我们预计海外亏损在本季度环比继续增加（开城持续，单量快速增长），但UE继续改善趋势。我们预计25Q4新业务收入270.46亿元（YoY+ 18.0%），新业务运营亏损42.78亿元。

表 1：美团分业务的营业收入、营业利润预测（亿元，人民币）和同比增速（%）

财务指标	2024	2025Q1	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4E	2025E
核心本地商业收入	2502.47	643.25	653.47	674.47	643.92	2615.11
增长率 (%)	20.95%	17.76%	7.69%	-2.78%	-1.79%	4.50%
新业务收入	873.44	222.32	264.93	280.41	270.46	1038.13
增长率 (%)	25.07%	19.21%	22.83%	15.85%	18.00%	18.86%
营业收入总计	3375.92	865.77	918.40	954.88	914.39	3653.24
增长率 (%)	21.99%	18.15%	11.66%	2.04%	3.34%	8.21%
核心本地商业 OP	250.25	134.91	37.21	-140.71	-111.16	-79.74
新业务 OP	-72.73	-22.73	-18.81	-12.78	-42.78	-97.10

数据来源：美团财报，广发证券发展研究中心

表 2：所属行业其他公司的估值比较（样本日期：2026/02/04）

所处行业	公司名称	总市值 (百万美元)	收入 (百万美元)		归母净利润 (百万美元)		PS		PE	
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
外卖行业										
	Delivery Hero	8,828.0	16,558.0	18,172.0	-493.4	-38.2	0.5	0.5	N.A.	N.A.
	Takeaway.com	4,194.0	4,258.0	4,751.0	-144.9	-72.8	1.0	0.9	N.A.	N.A.
本地生活										
	Groupon	554.0	503.0	556.7	-47.9	36.9	1.1	1.0	N.A.	15.0
	Yelp	1,542.0	1,463.0	1,508.0	264.3	265.2	1.1	1.0	5.8	5.8
	ANGI	520.0	1,034.0	1,072.0	53.8	55.8	0.5	0.5	9.7	9.3
	Zillow	14,266.0	2,580.0	2,945.0	422.4	544.7	5.5	4.8	33.8	26.2
	Lyft	6,693.0	6,482.0	7,412.0	491.9	597.7	1.0	0.9	13.6	11.2

酒旅OTA平台

Ctrip.com	39,447.0	8,736.6	9,949.6	4,331.1	2,928.0	4.5	4.0	9.1	13.5
Booking	149,714.0	26,688.0	29,103.0	7,421.0	8,415.0	5.6	5.1	20.2	17.8
Expedia	28,729.0	14,570.0	15,644.0	1,941.0	2,249.0	2.0	1.8	14.8	12.8
TripAdvisor	1,467.0	1,892.0	1,988.0	180.6	222.6	0.8	0.7	8.1	6.6

电商平台

阿里巴巴	389,839.0	146,892.7	162,994.4	15,701.3	21,936.9	2.7	2.4	24.8	17.8
京东	39,789.0	187,146.9	198,728.8	4,067.9	5,282.2	0.2	0.2	9.8	7.5
拼多多	146,678.0	60,894.1	69,960.9	15,576.8	18,408.1	2.4	2.1	9.4	8.0

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 表中盈利预测为一致预期预测数据

投资建议

我们采取分部估值法, 对外卖、到店酒旅、闪购以及新业务分别予以估值, 其中外卖、到店酒旅、闪购和新业务都贡献核心估值。我们预计公司25年收入3653亿元; 经调整净利为亏损225亿元; 根据SOTP估值调整公司合理价值至133.47港元/股(港币兑人民币汇率取0.8898)。公司核心主业业务壁垒深、长期盈利能力有望逐渐恢复。闪购业务快速增长且拓展海外外卖业务(海外外卖长期有望带来公司第二增长曲线), 短期竞争不影响长期增速和利润释放空间。维持“买入”评级。

表 3: 美团分部估值情况

业务类型	外卖	到店酒旅	闪购	新业务
26 年预计营收 (亿元人民币)	1,720	740	484	1,204
估值参考	参考 PS 1.5x	参考 PE 10x	0.30x P/GMV	参考 PS 0.8x
26 年预计经营利润 (亿元人民币)	4.22	209.28	N.A.	-84.30
合理估值 (亿元人民币)	2,580	2,093	1,562	963
合理总价值 (亿元人民币)	7,198			
汇率 HKD/CNY	0.8898			
合理总价值 (亿港元)	8,090			
总股本 (百万股)	6,061			
每股合理价值 (港元/股)	133.47			

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

竞争风险: 阿里巴巴持续在外卖和到店业务投入, 对美团造成竞争压力。

新业务亏损超预期：海外外卖伴随在巴西和中东其他国家继续开城和拓展，其投入力度扩大，亏损或超市场预期。

监管风险：政府对外卖行业加强监管，公司长期提高核心业务变现率或控制成本能力方面存在不确定因素。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	183,116	209,735	251,225	275,924	209,116
现金及现金等价物	33,340	70,834	52,889	52,423	14,357
应收及预付	11,235	22,203	16,349	18,601	20,461
存货	1,305	1,734	1,476	1,935	1,902
其他流动资产	137,237	114,964	180,510	202,966	172,395
非流动资产	109,913	114,620	101,653	99,177	94,453
固定资产	13,598	30,239	13,630	13,641	10,913
无形资产	36,198	17,776	23,894	19,519	15,615
其他长期资产	60,117	66,605	64,130	66,017	67,925
资产总计	293,030	324,355	352,878	375,101	240,935
流动负债	100,874	107,936	163,689	182,719	30,280
短期借款	19,322	21,341	19,207	17,286	15,558
应收及预付	22,981	25,193	25,046	33,215	26,572
其他流动负债	58,572	61,401	119,436	132,218	11,850
非流动负债	40,199	43,815	43,250	43,250	43,250
负债合计	141,073	151,751	206,939	225,969	73,530
归属母公司股东权益	152,013	172,663	226,897	294,546	30,545
少数股东权益	-57	-59	-5	62	-203
负债和股东权益	293,030	324,355	352,878	375,101	240,935

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40,522	57,147	349	17,540	17,540
净利润	13,856	35,808	-28,671	983	16,959
营运资金变动	13,476	-15,684	23,191	12,784	12,784
其他变动	13,189	37,021	5,831	3,785	-12,191
投资活动现金流	-24,664	10,205	-20,188	-20,083	-20,083
资本支出	-6,880	-3,490	-3,490	-3,490	-3,490
投资变动	-20,950	-21,290	-19,925	-20,808	-20,808
筹资活动现金流	-2,781	-30,415	1,337	1,519	1,519
现金净增加额	13,181	36,937	-17,945	-467	-467
期初现金余额	20,159	33,340	70,834	85,403	109,376
期末现金余额	33,340	70,277	52,889	84,936	108,909

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)					
营业收入增长	25.8%	22.0%	8.2%	13.6%	12.6%
营业利润增长	N.A.	174.6%	N.A.	N.A.	N.A.
归属母公司净利润增	722.5%	88.2%	N.A.	N.A.	232.2%
获利能力 (%)					
毛利率	35.1%	38.4%	30.9%	34.0%	34.0%
N-GAAP 净利率	8.4%	13.0%	-6.2%	1.7%	5.1%
N-GAAP ROE	9.1%	20.7%	-12.6%	0.3%	0.3%
偿债能力 (%)					
资产负债率	48.1%	46.8%	38.1%	36.5%	33.4%
有息负债率	6.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
每股指标 (元)					
EPS (Rmb/股)	3.72	7.15	-3.73	1.21	4.04
估值比率					
P/E	22.06	11.49	-	67.61	20.35

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	276,745	337,592	365,324	414,899	467,340
营业成本	179,554	207,807	252,627	273,834	308,445
销售费用	58,617	63,975	107,812	102,019	97,007
管理费用	9,372	10,729	11,464	15,351	17,292
研发费用	21,201	21,054	23,541	29,458	33,181
营业利润	14,627	36,845	-28,761	-143	17,036
营业外收支	1,213	1,186	417	700	700
税前利润	14,022	37,985	-28,050	1,057	18,236
所得税	165	2,177	621	74	1,277
归母净利润	13,856	35,808	-28,671	983	16,959
Non-GAAP 净利润	23,253	43,772	-22,518	7,219	23,982

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。