

【广发传媒 & 海外】美团-W (03690.HK)

拟收购叮咚买菜，加强即时零售领域协同效应

公司评级	买入
当前价格	93.80 港元
合理价值	133.47 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-06

核心观点: (除非特别注明, 否则报告货币为人民币)

- **美团发布公告拟收购叮咚买菜:** 美团 2 月 5 日发公告与梁昌霖先生订立股份转让协议, 转让方同意出售其所持有的目标公司 (即叮咚买菜) 全部已发行股份, 初始代价为 7.17 亿美元 (可予调整)。收购事项完成后, 目标公司将成为美团的间接全资附属公司, 而目标集团的财务业绩将并入美团的财务报表。
- **此次收购有助于双方在生鲜零售领域加强协同效应。** 我国即时零售规模持续扩张, 其中 1P 生鲜零售的主要玩家包括小象、叮咚买菜、盒马、七鲜等。本次收购体现了美团在食杂领域长期发展的规划, 叮咚买菜将补充美团小象在华东区域的覆盖。叮咚买菜在运营区域、供应链、商品能力等多方面将有机会和同为前置仓模式运营的美团小象形成协同效应。截至 2025 年 9 月, 叮咚买菜在国内共运营超过 1,000 个前置仓, 月购买用户数超过 700 万。从经营数据看, 叮咚买菜在 2024 年全年 GMV 达到 255.6 亿元, 营收 230.7 亿元, 并且已经实现全年经调整后净利润转正。
- **本次交易的定价合理。** 本次交易的初始代价为 7.17 亿美元 (可予调整), 转让方需保证目标集团净现金不低于 1.5 亿美元, 我们根据叮咚买菜 25Q3 的财务数据测算, 以及彭博一致预期 2025 年公司 EBITDA 的假设, 认为本次交易代价实际对应 25 年 EV/EBITDA 倍数仅为高单位数, 属于合理定价范围。
- **盈利预测与投资建议。** 本次收购有利于公司巩固在自营即时零售领域的领先地位, 符合其长期规划。在盈利预测部分, 暂时不考虑收购带来的影响, 维持之前的盈利预测, 我们预计公司 25 年收入 3653 亿元; 经调整净利为亏损 225 亿元; 根据分部估值法得到公司合理价值为 133.47 港元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示。** 业务侵蚀, 零售业务的投入超预期, 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)	22.41	11.68	-	68.71	20.68

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:

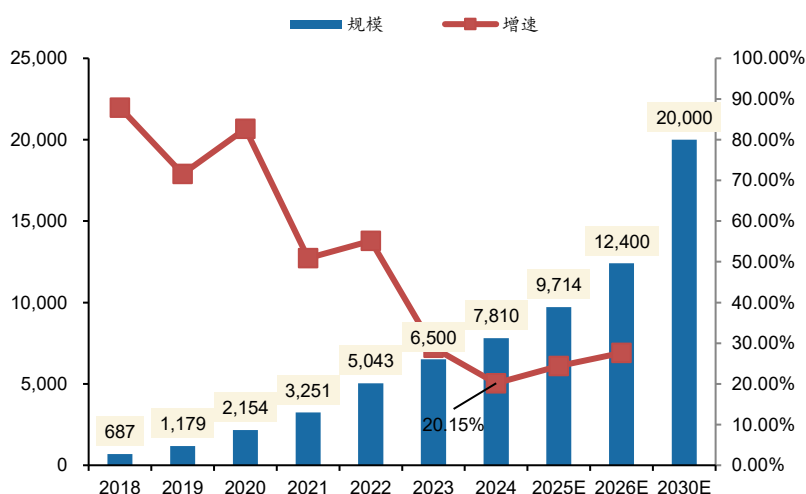
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK):25Q4 业绩前瞻: 利润依然承压, 中高客单价市占稳定 2026-02-04
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK):3Q25 点评: 仍然具备效率优势, Q4 亏损预计环比收窄 2025-11-30
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK):外卖利润承压, 短期牺牲稳定市场地位 2025-10-21

联系人: 黄静仪
huangjingyi@gf.com.cn

一、生鲜零售领域加强协同效应

根据商务部的测算，我国即时零售规模持续扩张，2024年市场规模达到7810亿元（同增超过20%），2026年规模即将突破1万亿元，预计到2030年将达到2万亿元。其中1P自营生鲜电商的主要玩家包括：盒马、叮咚买菜、美团小象以及七鲜等。美团小象和叮咚买菜的主要运营模式均为前置仓模式，盒马和七鲜以店仓一体模式为主。根据叮咚买菜财报，叮咚买菜2024年GMV达255.6亿元；根据中国连锁经营协会，盒马2024年的GMV预计为750亿元。

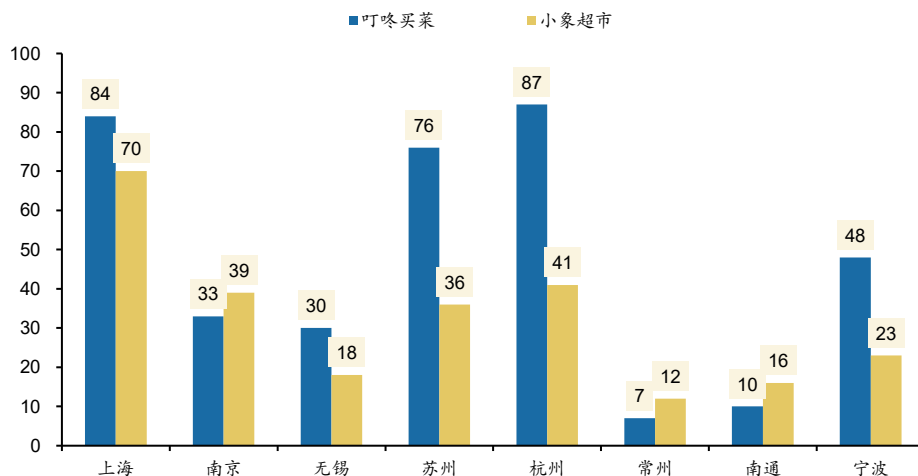
图 1：我国即时零售市场规模以及增速（左轴-亿元；右轴-%）



数据来源：商务部，广发证券发展研究中心

我们认为，本次收购体现了美团在食杂领域长期发展的规划。根据公司收购公告，截至2025年9月，叮咚买菜在国内共运营超过1,000个前置仓，月购买用户数超过700万。小象超市也在全国20个城市开设了近1000个前置仓（来源：21世纪经济报道）。我们认为，叮咚买菜在运营区域、供应链、商品能力等多方面将有机会和同为前置仓模式运营的美团小象形成协同效应。在区域方面，根据我们的整理，叮咚买菜在江浙沪区域的前置仓布局密度高，在核心城市的布局远多于小象超市。此次收购完成后，叮咚买菜在江浙沪区域的覆盖，以及区域内的用户心智将对美团小象形成有利的补充。

图 2：叮咚买菜和小象超市在华东重要城市的开仓数量（个）



数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

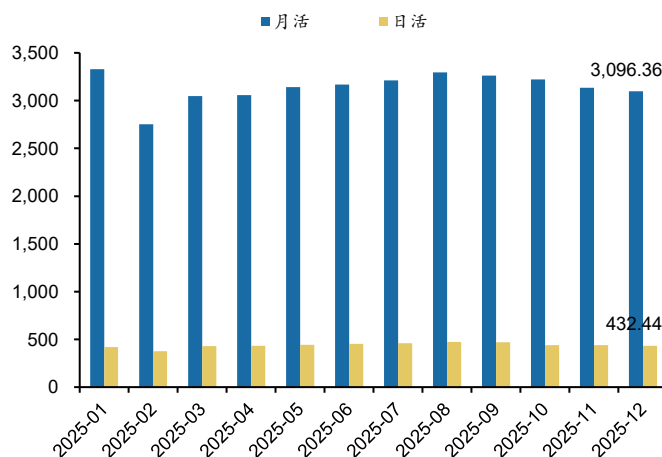
从经营数据看，叮咚买菜在2024年全年GMV达到255.6亿元，营收230.7亿元，并且已经实现全年经调整后净利润转正。公司在25Q3保持了盈利性，实现单季度盈利1.0亿元，净利润率1.5%。用户数方面，24Q4公司月购买用户774万，25Q3月购买用户数同比增长4.1%。

表 1：叮咚买菜核心运营数据整理

指标	2024	25Q3
GMV	255.6亿元	72.7亿元
营收	230.7亿元	66.6亿元
Non-GAAP净利润	4.2亿元	1.0亿元
净利润率	1.8%	1.5%
前置仓数量	~1000+	Q3新增17个仓
月购买用户	774万	同比+4.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：叮咚买菜APP过去1年月活和日活情况（万）



数据来源：Quest-Mobile，广发证券发展研究中心

二、本次收购对价较为合理

根据美团的收购公告，本次交易的初始代价为7.17亿美元（可予调整），转让方需保证目标集团净现金不低于1.5亿美元，根据25Q3财报，叮咚买菜账上净现金约为30.3

亿人民币，合4.35亿美元。我们根据叮咚买菜25Q3的财务数据测算，以及彭博一致预期2025年公司EBITDA的假设，认为本次交易代价实际对应25年EV/EBITDA倍数仅为6.3倍，属于合理定价范围。

表 2：交易代价对应的EV/EBITDA估值倍数测算

指标	
交易代价（亿，美元）	7.17
叮咚买菜净现金（亿，人民币）	30.30
隐含企业价值（亿，人民币）	19.58
25E EBITDA一致预期（亿，人民币）	3.11
交易代价对应的25E EV/EBITDA倍数	6.30

数据来源：彭博一致预期，公司收购公告，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

本次收购有利于公司巩固在自营即时零售领域的领先地位，符合其长期规划。在盈利预测部分，暂时不考虑收购带来的影响，维持之前的盈利预测，我们预计公司25年收入3653亿元；经调整净利为亏损225亿元；根据分部估值法得到公司合理价值为133.47港元/股。维持“买入”评级。

四、风险提示

侵蚀风险：双方前置仓布局在部分区域可能有重叠，带来一定的业务侵蚀。

零售业务投入超预期：美团持续投入生鲜零售业务，拓宽布局，亏损或超市场预期。

监管风险：本次交易还需通过国家市场监督管理总局的审查方可执行，因此存在一定不确定性。

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	179,566	211,607	204,539
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	108,852	138,648	167,818
非流动资产	109,913	114,620	108,952	117,374	126,721
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	71,428	84,214	100,193
资产总计	293,030	324,355	288,518	328,981	331,260
流动负债	100,874	107,936	107,264	117,371	129,556
短期借款	19,322	21,341	822	822	822
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	81,396	83,334	102,162
非流动负债	40,199	43,815	33,765	37,442	41,136
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	288,518	328,981	331,260

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	-43,472	-11,250	4,809
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	20,944	-12,624	-14,039
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	10,569	-1,200	-400
现金净增加额	13,181	36,937	-11,959	-25,073	-9,630
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	58,875	60,330	99,746

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%	30.8%	34.0%	34.0%
N-GAAP 净利率	8.4%	13.0%	-6.2%	1.7%	5.1%
N-GAAP ROE	15.3%	25.4%	-15.3%	4.1%	14.9%
偿债能力 (%)					
资产负债率	48.1%	46.8%	48.9%	47.1%	51.5%
有息负债率	6.8%	0.4%	1.4%	1.2%	1.4%
每股指标 (元)					
EPS (Rmb/股)	3.72	7.15	-3.73	1.21	4.04
估值比率					
P/E	22.41	11.68	-	68.71	20.68

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	gfzqyf@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。