

美团-W (03690.HK)

2025 年报点评: 外卖份额保持领先, 看好核心本地商业利润修复

买入 (维持)

2026 年 04 月 04 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张文雨

执业证书: S0600525070007  
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	337,592	364,855	412,518	474,650	528,956
同比 (%)	21.99	8.08	13.06	15.06	11.44
归母净利润 (百万元)	35,807	(23,355)	(1,590)	18,949	35,263
同比 (%)	158.43	(165.22)	93.19	1,291.45	86.09
Non-IFRS 净利润 (百万元)	43,772	(18,648)	3,772	24,171	40,288
同比 (%)	88.24	(142.60)	(79.77)	540.74	66.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.80	(3.78)	(0.26)	3.07	5.71
P/E (现价&最新摊薄)	12.64	(19.38)	(284.61)	23.89	12.84
PE (Non-IFRS)	10.34	(24.27)	119.99	18.73	11.24

股价走势



投资要点

- **事件:** 美团发布 2025 年报。2025 年实现营业收入 3,649 亿元, 同比增长 8.1%; 经调整净亏损 186 亿元。全年由盈转亏, 主要系行业竞争加剧导致补贴及营销费用大幅增加。25Q4 单季收入 921 亿元 (yoy+4.1%), 经调整净亏损 151 亿元, 亏损幅度较 25Q3 (-160 亿) 边际改善。
- **核心本地商业全年由盈转亏, Q4 环比改善明显。** 核心本地商业 25 全年收入 2608 亿元 (yoy+4.2%), 经营亏损 69 亿元 (2024 年经营溢利 524 亿元), 经营亏损率 2.6%。25Q4 单季核心本地商业收入 648 亿元 (yoy-1.1%), 经营亏损 100 亿元, 经营亏损率 15.5%, 较 25Q3 的 21.0% 环比改善 5.5pct。25 全年销售及营销开支 1,029 亿元, 同比大增 60.9%, 佣金收入同比增长 7.5%、在线营销服务收入同比增长 5.4%, 体现了公司在激烈竞争中维持份额的策略。25Q4 公司通过动态优化营销策略专注高质量增长, 推广、广告及用户激励开支环比减少, 显示竞争投入趋于理性。25 年公司持续加强会员体系建设。升级后的美团会员深度融合多业务场景, 高价值会员规模持续增长, 交易频次和消费额大幅提升, 有效促进核心本地商业板块内不同业务和消费场景之间的交叉销售。公司推出品牌卫星店、浣熊食堂等供给创新模式, 在供给端建立差异化壁垒。到店酒旅方面, 公司扩大高质量榜单覆盖范围, 拓展体育赛事、文化艺术票务等领域。
- **新业务亏损扩大, 海外扩张与食杂零售持续投入。** 新业务 25 全年收入 1040 亿元 (yoy+19.1%), 经营亏损 101 亿元 (2024 年亏损 73 亿), 经营亏损率由 8.3% 扩大至 9.7%, 主要系海外业务投入增加。25Q4 新业务经营亏损 46 亿元, 较 25Q3 的 13 亿元环比扩大, 主要系海外业务投资加大及季节性因素。小象超市加快城市扩张节奏, 自有品牌对 GTV 的贡献占比持续提升, 运营效率持续改善。Keeta 全球布局加速: 中国香港市场 25Q4 实现单位经济效益转正; 沙特市场全年订单高速增长; 2025 年下半年相继进入卡塔尔、科威特、阿联酋及巴西市场。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到 Q4 竞争投入已呈边际收敛, 公司外卖份额及 UE 优势保持领先, 我们将 2026-2027 年经调整利润预测从 12/246 亿元上调至 38/242 亿元, 并新增 2028 年预测 403 亿元。当前股价对应 2026-2028 年 PE (经调整口径) 为 120/19/11 倍。我们看好 2026 年核心本地商业利润修复以及海外业务长期空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争持续性超预期, 消费不及预期, 出海不及预期。

市场数据

收盘价(港元)	80.25
一年最低/最高价	73.60/152.30
市净率(倍)	2.86
港股流通市值(百万港元)	394,910.66

基础数据

每股净资产(元)	24.71
资产负债率(%)	56.48
总股本(百万股)	6,174.38
流通股本(百万股)	5,595.23

相关研究

- 《美团-W(03690.HK): 2025Q3 业绩点评: 业绩低于预期, 继续关注竞争动态变化》  
2025-12-01
- 《美团-W(03690.HK): 2025Q2 业绩点评: 业绩低于预期, 建议关注外卖竞争动态变化》  
2025-08-31

美团-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>225,057.36</b>	<b>224,808.76</b>	<b>248,531.57</b>	<b>287,075.17</b>	<b>营业总收入</b>	<b>364,854.75</b>	<b>412,518.37</b>	<b>474,650.36</b>	<b>528,956.19</b>
现金及现金等价物	106,771.37	117,617.17	133,678.77	172,170.69	营业成本	253,846.12	278,991.78	305,587.23	333,310.25
应收账款及票据	3,322.73	2,177.51	3,406.61	2,161.35	销售费用	102,934.04	116,381.52	130,528.85	140,173.39
存货	3,012.55	1,637.31	3,918.82	2,429.95	管理费用	11,916.43	12,824.07	12,705.91	12,658.02
其他流动资产	111,950.71	103,376.77	107,527.37	110,313.18	研发费用	25,998.27	12,824.07	12,705.91	12,658.02
<b>非流动资产</b>	<b>121,852.92</b>	<b>120,510.39</b>	<b>121,369.65</b>	<b>123,718.11</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	38,705.47	37,533.56	37,761.81	39,477.68	<b>经营利润</b>	<b>(29,840.12)</b>	<b>(8,503.08)</b>	<b>13,122.46</b>	<b>30,156.51</b>
商誉及无形资产	30,220.64	30,000.03	29,781.03	29,563.63	利息收入	2,011.54	3,042.98	4,528.51	5,010.36
长期投资	18,306.34	18,306.34	19,106.34	19,906.34	利息支出	1,886.80	1,886.80	2,864.96	2,864.96
其他长期投资	27,638.24	27,638.24	27,638.24	27,638.24	其他收益	4,877.87	5,580.64	6,269.11	6,879.53
其他非流动资产	6,982.22	7,032.23	7,082.23	7,132.23	<b>利润总额</b>	<b>(24,837.51)</b>	<b>(1,766.26)</b>	<b>21,055.12</b>	<b>39,181.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>346,910.28</b>	<b>345,319.15</b>	<b>369,901.22</b>	<b>410,793.28</b>	所得税	(1,483.32)	(176.63)	2,105.51	3,918.14
<b>流动负债</b>	<b>123,541.77</b>	<b>123,541.77</b>	<b>129,175.74</b>	<b>134,805.99</b>	<b>净利润</b>	<b>(23,354.19)</b>	<b>(1,589.63)</b>	<b>18,949.61</b>	<b>35,263.30</b>
短期借款	3,467.86	3,467.86	3,467.86	3,467.86	少数股东损益	0.82	0.82	0.19	0.35
应付账款及票据	45,482.78	45,482.78	39,796.16	43,531.40	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(23,355.02)</b>	<b>(1,590.45)</b>	<b>18,949.42</b>	<b>35,262.95</b>
其他	74,591.13	74,591.13	85,911.72	87,806.73	EBIT	(29,840.12)	(8,503.08)	13,122.46	30,156.51
<b>非流动负债</b>	<b>72,380.66</b>	<b>72,380.66</b>	<b>72,380.66</b>	<b>72,380.66</b>	EBITDA	(21,843.32)	7,889.45	29,313.20	46,758.05
长期借款	18,789.27	18,789.27	18,789.27	18,789.27	Non-IFRS 净利润	(18,648.00)	3,772.29	24,170.57	40,288.03
其他	53,591.39	53,591.39	53,591.39	53,591.39					
<b>负债合计</b>	<b>195,922.43</b>	<b>195,922.43</b>	<b>201,556.39</b>	<b>207,186.65</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
股本	0.41	0.41	0.40	0.39	每股收益(元)	(3.78)	(0.26)	3.07	5.71
少数股东权益	(58.06)	(58.06)	(57.87)	(57.52)	每股净资产(元)	24.46	24.46	27.53	33.24
归属母公司股东权益	151,045.91	151,045.91	169,993.83	205,255.28	发行在外股份(百万股)	6,174.38	6,174.38	6,174.38	6,174.38
<b>负债和股东权益</b>	<b>346,910.28</b>	<b>345,319.15</b>	<b>369,901.22</b>	<b>410,793.28</b>	ROIC(%)	(16.17)	(4.42)	6.46	12.94
					ROE(%)	(15.46)	(1.05)	11.15	17.18
					毛利率(%)	30.43	32.37	35.62	36.99
					销售净利率(%)	(6.40)	(0.39)	3.99	6.67
					资产负债率(%)	56.48	56.74	54.49	50.44
					收入增长率(%)	8.08	13.06	15.06	11.44
					净利润增长率(%)	(165.22)	93.19	1,291.45	86.09
					P/E	(19.38)	(284.61)	23.89	12.84
					P/B	3.00	3.00	2.66	2.21
					EV/EBITDA	(21.94)	45.29	11.64	6.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,汇率为2026/4/2的1港元=0.88人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>