



國證國際
S D I C S I

关于美团vs.京东竞争的一点思考

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

2025年04月23日

王婷 Tina WANG (CE Ref: BRF978)

tinawang@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

目录

➤ 外卖竞争

- 国内外卖市场规模及格局如何？
- 京东外卖的进展及单量潜力？
- 美团外卖的盈利是否受到影响？
- 外卖护城河探讨
- 骑手社保落地对竞争和UE的影响？

➤ 即时零售/闪购

- 即时零售的增长前景、竞争格局

➤ 财务预测



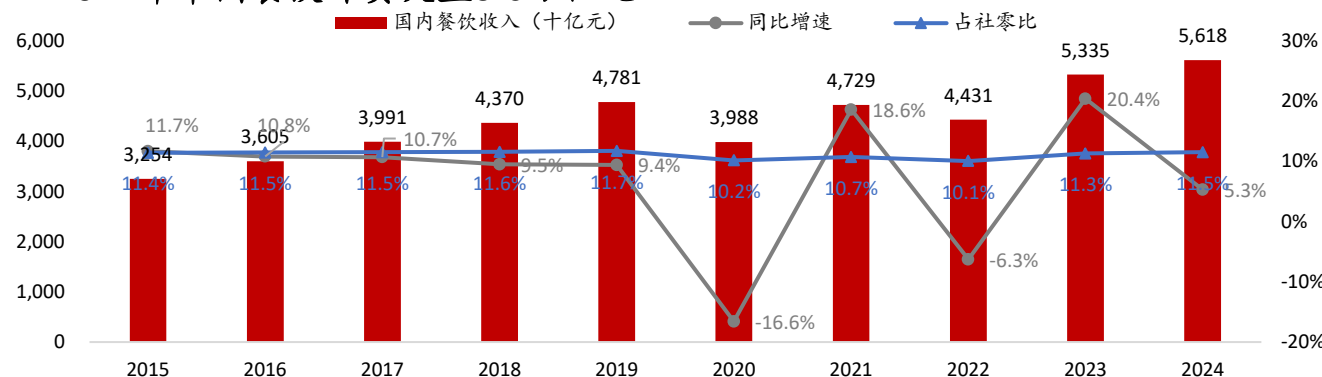
我们的主要观点

- 本轮竞争重点在即时零售赛道，而不单是餐饮外卖，是所有零售品类的30分钟达。
- 即时零售：同时具备外卖和电商的属性，是外卖品类的拓展，依托外卖配送体系，同时是电商时效的提升。品类上覆盖生鲜、日用百货、3C数码等多种零售业务。即时零售赛道涉及的竞争玩家包括：1) 电商：阿里、京东、拼多多电商主业；2) 生鲜零售平台：盒马（阿里）、小象超市（美团）、叮咚买菜等；3) 药品在线平台等。
- 市场规模：1) 外卖大盘：2024年餐饮外卖规模约1.5万亿元，我们估算2025年行业增速在10%左右，线上渗透率（26%）已接近电商（30%），增长动力更多来自用户订单频次提升。2) 即时零售：预计2025年即时零售市场规模讲同比增29%至超过1万亿的水平，预计2025E-2030E CAGR为15%，到2030年突破2万亿元规模，对实物商品网上零售额渗透率提升至10%。即时零售将会是比餐饮外卖市场规模更大的市场。
- 京东外卖：相比此前试水外卖的玩家的优势是自有配送体系+零售know how。布局外卖业务，有望提升用户粘性，形成即时零售与电商的融合。预计未来1-2个季度，单量有突破1,000万的潜力，茶饮订单占比较大，更多为增量需求。
- 价格战：我们认为价格战从来不会是持续战，未来2-3个季度或有放缓趋势。
- 美团外卖佣金率：我们估算佣金率（也即技术服务费）稳定在6%-8%，佣金收入占外卖收入比例或稳定在30%，配送收入占比55%-60%。
- 骑手社保：预计2Q25起逐步为全职及稳定兼职骑手缴纳社保，我们认为对2025年的利润影响相对可控，运营效率提升能基本覆盖额外成本（详细测算请见P15）。
- 3-5年维度的美团：本地生活领域从来不缺新玩家，持续的新玩家入局对业务或有短期干扰，但每次竞争都是强化竞争优势的机会。海外业务有望形成一定规模并逐步盈利。技术积累上，无人机落地、AI在业务的全面融合均有业务增量及提效机会。



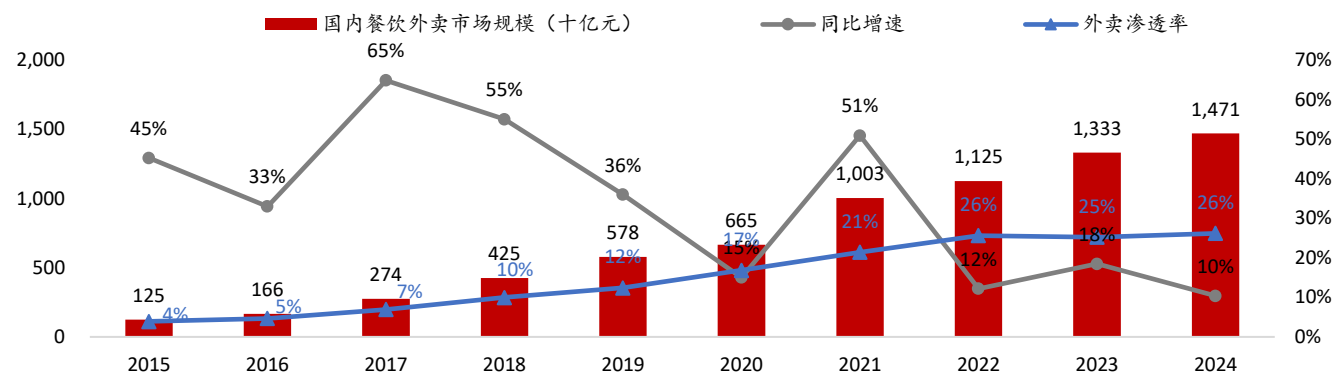
国内外卖市场：规模、增速、竞争格局（1）

2024年中国餐饮外卖大盘5.6万亿元



资料来源：国家统计局，国证国际（注：以同比增速调整前一年餐饮收入）

我们估算外卖对餐饮大盘的渗透率已超过25%



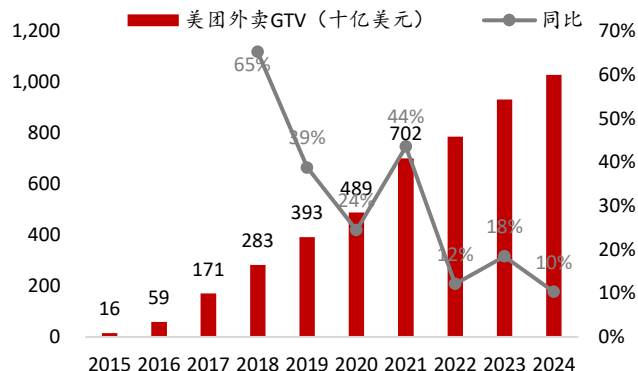
资料来源：国家统计局，中国饭店协会，国证国际估算（注：2015-2020年为中国饭店协会数据，2021年-2024年为我们的估算值）

- **餐饮大盘：**据国家统计局数据，2024年国内餐饮收入5.6万亿元，同比增5.3%（vs.社零增3.5%），占社零总额的11.5%。2025年1-3月，国内餐饮收入累计同比增4.7%（vs.社零增4.6%）。
- **国内外卖市场：**2015-2024年十年间，国内餐饮外卖市场规模从2015年的1250亿元增至约1.5万亿元的规模，十年CAGR 28%，对餐饮外卖的渗透率从2015年的4%提升至2024年的26%。



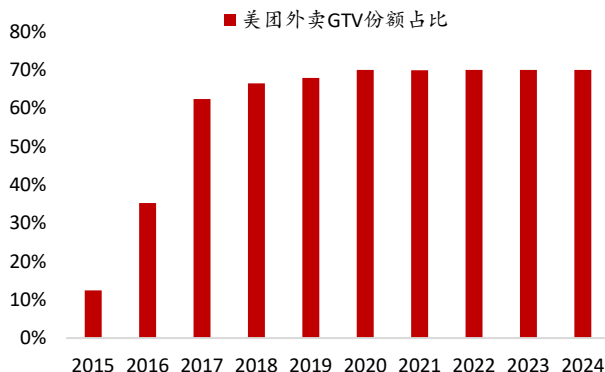
国内外卖市场：规模、增速、竞争格局（2）

美团外卖GTV规模



资料来源：公司财报，国证国际估算
(注：2015-2021为公司披露，2022年及之后为我们的估算)

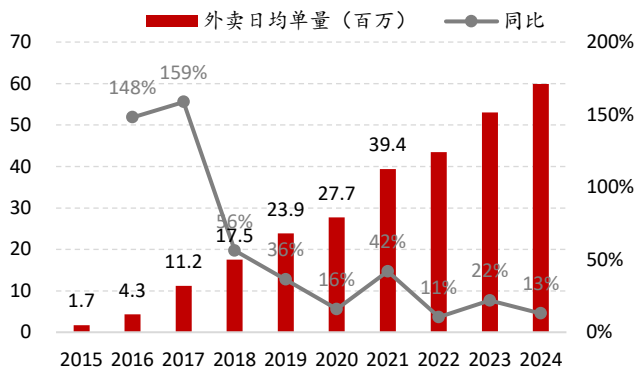
美团外卖GTV规模



资料来源：公司财报，国证国际估算

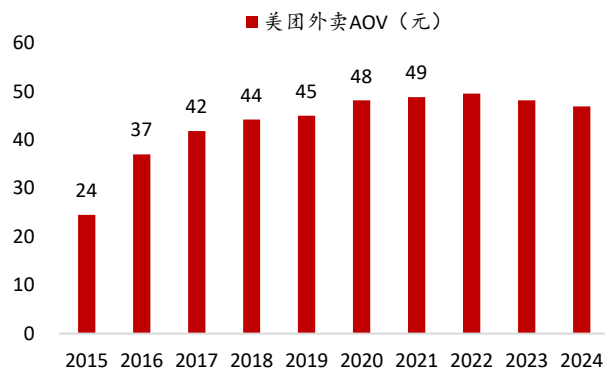
- **外卖市场份额：**2014年9月开始价格战，2015年美团外卖份额为12%，2018年后国内外卖市场的份额进入相对稳定阶段，我们估算2024年美团外卖：饿了么约为70%:30%。
- **日均单量：**我们估算2024年美团外卖日单量约6,000万单，同比增13%，约为2021年的1.5倍。
- **客单价：**我们估算2024年外卖AOV有低个位数下降，主要因宏观消费承压、客单价更低的拼好饭占比提升。
- **增长驱动&前景：**2024年外卖的线上渗透率26%，较电商的线上渗透率水平（30%）仍有小幅提升空间。线上渗透率的提升，可拆解为用户规模、用户频次提升。

美团外卖日均单量



资料来源：公司财报，国证国际估算
(注：2015-2021为公司披露，2022年及之后为我们的估算)

美团外卖平均订单金额 (元)

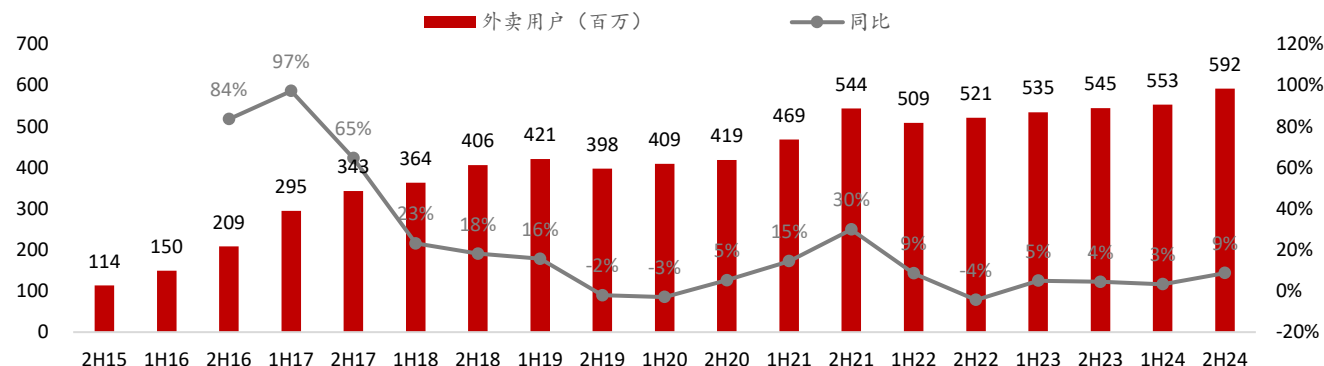


资料来源：公司财报，国证国际估算
(注：2015-2021为公司披露，2022年及之后为我们的估算)



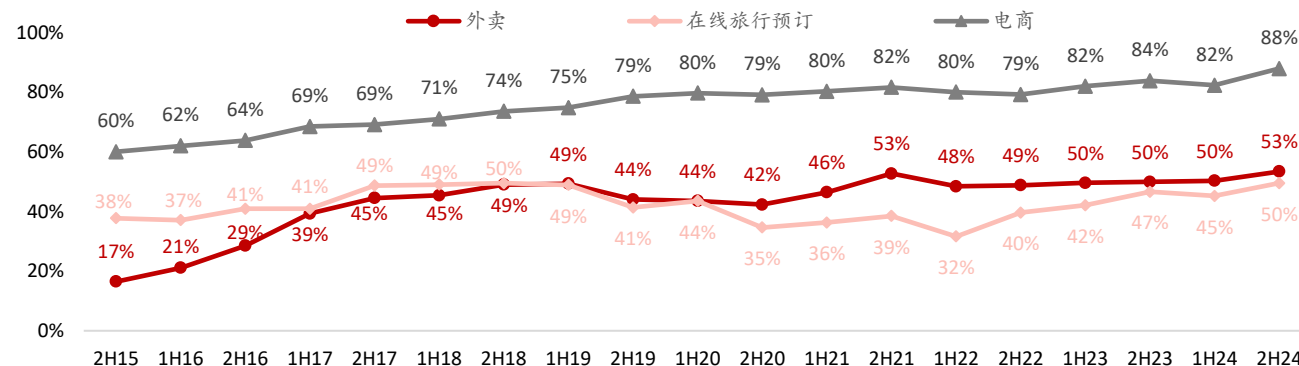
国内外卖市场：规模、增速、竞争格局（3）

截至2024年底，外卖用户规模近6亿



资料来源：CNNIC，国证国际

2024年底外卖用户对网民的渗透提升至53%

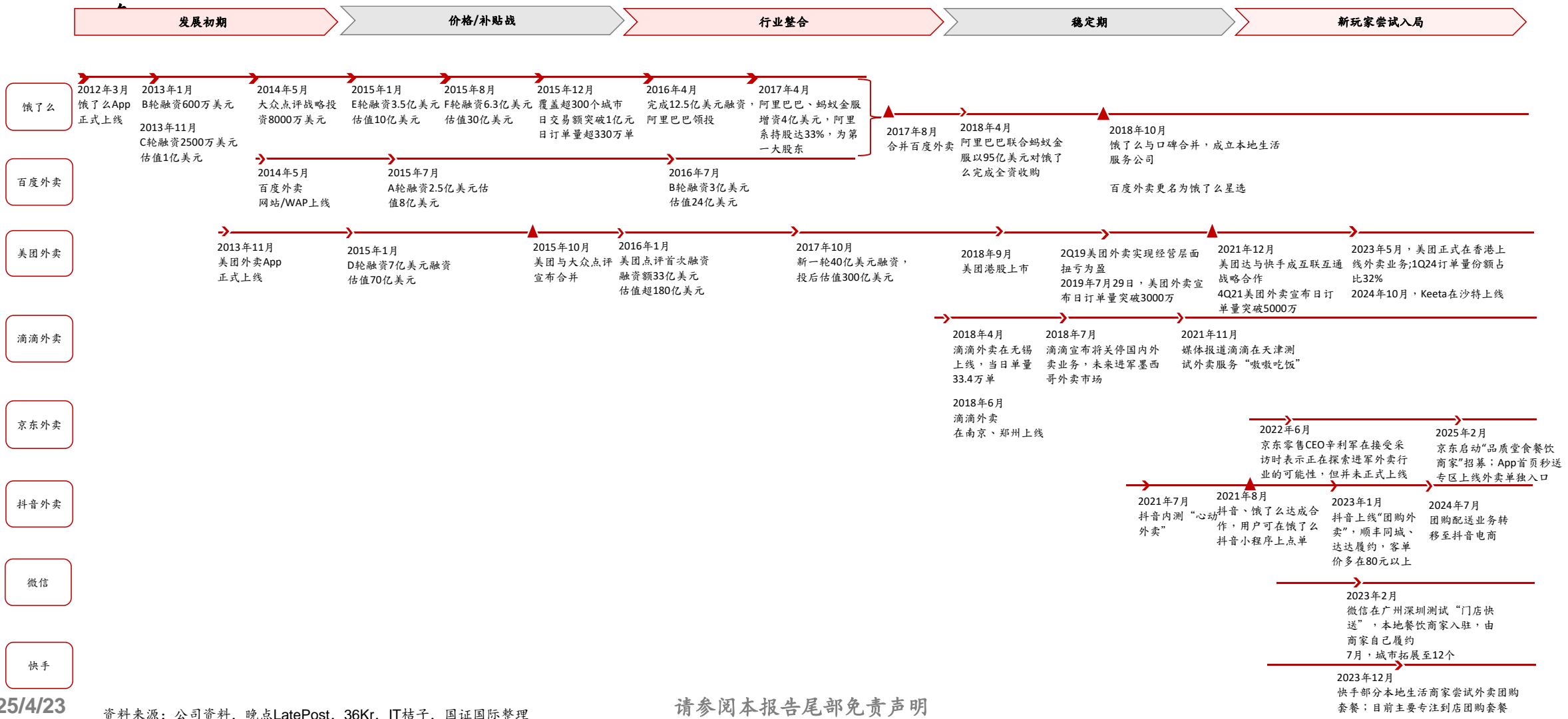


资料来源：CNNIC，国证国际

- 用户规模：2H24外卖用户规模为5.92亿人，同比增9%，2015-2024年10年CAGR为18%。从网民渗透率角度，2021年底首次超过50%，目前约53%，对比电商为88%、在线旅游预订为50%。
- 展望未来，我们预计餐饮外卖用户将随着人口年龄代际更替而有所提升，非餐外卖/即时零售用户规模则有望随着电商用户对时效要求提升而增长。

简要回顾外卖发展史

外卖发展史：2014-2016年行业价格/补贴战；2018年后行业份额相对稳定；持续有新的互联网公司尝试外卖业





此前新玩家们：尝试差异布局，但进展有限

- **滴滴：**2018年、2021年在国内试水两次外卖业务；2025年重启南美市场外卖业务。
- **抖音：**2021年开始试水外卖业务；2021年与饿了么战略合作，2023年上线“团购外卖”，主要聚焦高客单价（80元以上）、远距离配送（10公里以上）、弱时效品类等，与30分钟外卖有差异竞争。履约由第三方配送平台顺丰同城、达达承接。2024年7月团购配送业务转移至抖音电商。
- **快手：**2021年12月，与美团达成互联互通战略合作；2023年12月，快手部分本地生活商家尝试外卖团购套餐；目前主要专注到店团购套餐。
- **微信：**2023年2月在广州&深圳测试“门店快送”，本地餐饮商家入驻，商家负责自行履约，7月，城市拓展至12个，目前仍有运营。
- **京东：**2022年6月，京东零售CEO辛利军在接受采访时表示正在探索进军外卖行业的可能性，但并未正式上线。2025年2月，京东启动“品质堂食餐饮商家”招募；App首页秒送专区上线外卖单独入口。4月15日，宣布外卖单量突破500万单。
- **总结：**短视频平台的优势在流量侧，履约依赖第三方或有配送能力的商家，京东外卖相比其他已试水公司的最大优势在履约端的能力，以及即时零售的协同。

京东外卖进度



國證國際
SDICS

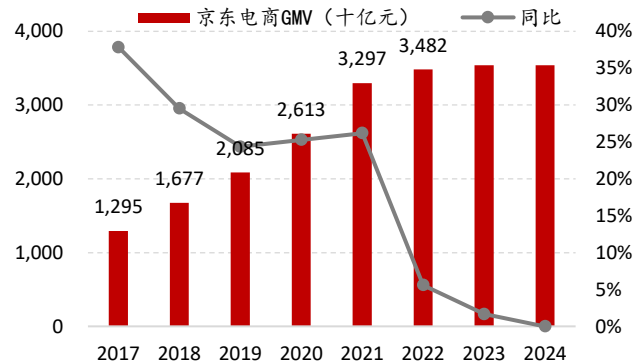
日期	订单量	商户侧建设	骑手侧	用户侧
2025年4月21日			加大全职骑手招聘力度，未来三个月将招聘名额由五万名提高到十万名	自今日起，所有超时20分钟以上的外卖订单，京东全部免单。
2025年4月15日	外卖订单量超过500万单			宣布百亿补贴
2025年4月10日				
2025年4月2日			宣布达达员工薪酬将在今年升级至19薪，明年升级至20薪	
2025年3月24日	京东外卖宣布，上线40天日订单量已突破100万	平台上已涌现大量月销订单突破2000单门店	自3月1日起逐步为外卖全职骑手缴纳五险一金，为兼职骑手提供意外险和健康医疗险。未来一段时期，外卖全职骑手缴纳五险一金的所有成本，包含个人所需缴纳部分，全部由京东承担，确保骑手现金收入不受影响	
2025年3月20日		目前已覆盖全国126城，入驻品质堂食餐厅门店数突破40万家；京东CEO在接受晚点采访时表示3月底商家数量突破45万	京东外卖宣布，目前已与超10000名全职骑手签署正式劳动合同，正逐步落实五险一金的缴纳工作	
2025年3月17日		已覆盖全国126个城市，入驻品质堂食餐厅门店数突破30万家		
2025年2月28日			宣布3月1日起，全职骑手们将与京东签署正式劳动合同	
2025年2月27日				面向全体大学生和京东PLUS会员，上线10元/20元补贴券，每晚8点都可领取
2025年2月24日			宣布未来一段时期签约的外卖全职骑手缴纳五险一金的所有成本，包含个人所需缴纳部分，全部由京东承担	
2025年2月19日			自2025年3月1日起，京东将逐步为京东外卖全职骑手缴纳五险一金，为兼职骑手提供意外险和健康医疗险	
2025年2月11日		京东外卖正式启动“品质堂食餐饮商家”招募。2025年5月1日前入驻的商家，全年免佣金		京东外卖正式上线，京东App首页秒送专栏为入口

资料来源：京东黑板报，国证国际



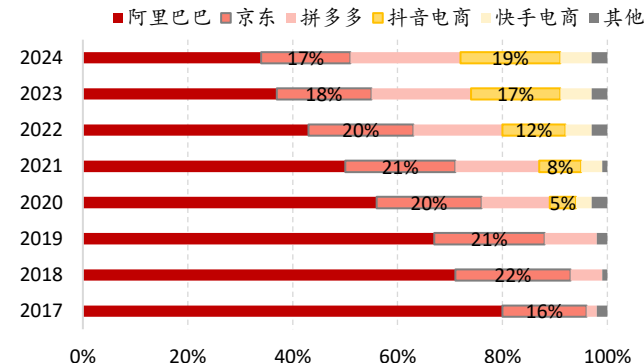
京东为什么入局外卖市场？

京东电商GMV



资料来源：公司财报，晚点LatePost，36Kr，国证国际估算
(注：2017-2022为公司披露，2022年及之后为我们的估算)

京东电商份额 (GMV口径)



资料来源：公司资料，晚点LatePost，36Kr，国证国际估算

- 我们的猜想：京东旨在即时零售赛道，餐饮外卖是切入口。
- 寻找新的增长动力：看国内电商，2022-2024年，国内实物商品网上零售额增速为6.2%、8.4%、6.5%，电商大盘已进入个位数增长阶段。我们估算2024年抖音电商GMV已略高于京东，京东份额滑落至行业第四。
- 即时零售契合京东现有能力。对比此前试水外卖的公司，京东的优势在于拥有即时配送网络沉淀，及零售业态运营能力。
- 提升用户频次。外卖及即时零售为高频消费场景，有望带动平台用户的电商订单增长。



怎么看外卖价格战？

➤ 价格战背后的目标？持续性？

- 补贴是开拓新业务的常用商业举措，短期内抢占用户心智。外卖客单价平均值低于50元，用户对补贴相对敏感。我们认为价格战从来不会是持续战，未来2-3个季度或有放缓趋势。

➤ 用户补贴侧重点？

- 当前京东外卖的用户补贴侧重在在校大学生和京东Plus会员。

➤ 谁在承担承担成本？

- 骑手补贴为平台承担；用户补贴由商户及平台承担。

➤ 创造需求还是抢夺存量份额？

- 我们认为和订单的品类结构有关。正餐外卖需求相对稳定，补贴抢占的是更多是存量份额；茶饮品类需求具备较高弹性，爆款的补贴能有效激发新需求。

➤ 能否类比2014-2015年的价格战？

- 我们认为不能。2014年9月，价格战开始之前，外卖GTV对餐饮大盘的渗透率<5%、外卖用户对网民的渗透率<20%。当前外卖GTV渗透率已接近30%（对标电商，见顶趋势明显）。在行业个位数增长的背景下，补贴效率及持续性有待观察。

➤ 能否类比2023-2024年电商用户及商户争夺？

- 电商平台过去两年在用户及商户竞争有参考意义。我们认为平台模式的商业模式需要兼顾各方利益的平衡，单独倾斜某一方均会破坏生态，业务最终需要在健康有序的商业生态中运行。



怎么看京东外卖的潜力？

未来2-3个季度京东外卖日单量估算

从商户侧规模推算	情景1	情景2	情景3
商家数（万）	60	65	70
日均订单量（单）	12	16	20
日单量（万单）	720	1,040	1,400
从用户侧渗透估算			
大学生在校人数（万人）	3,800	3,800	3,800
渗透率	35%	40%	50%
每日下单占大学生用户比	15%	20%	25%
大学生日订单（万单）	200	304	475
京东Plus会员人数（万人）	2,500	2,800	3,200
渗透率	60%	70%	80%
每日下单占会员比	10%	13%	15%
京东Plus会员日订单（万单）	150	255	384
大学生+京东Plus会员单量	350	559	859
占比假设	75%	70%	60%
平台日均单量（万单）	466	798	1,432

资料来源：公司资料，艾瑞咨询，教育部，国证国际估算

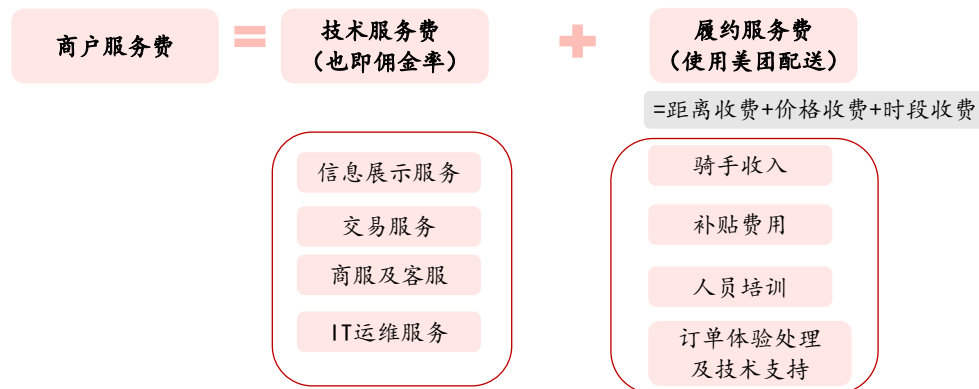
- 官方口径单量进展：2025年3月24日（上线第42天），日单量突破100万单；2025年4月15日（上线第64天），日单量突破500万单。
- 调研口径单量分布：4月15日订单中，茶饮：正餐约为50%:50%，正餐中以快餐连锁为主，茶饮以爆款SKU为主。考虑补贴侧重大学生和京东Plus会员，这两部分人群的订单占比超60%。
- 未来2-3个季度或有日单量超1,000万的潜力：考虑商户首年免佣金政策的入驻截至日期为5月1日，根据公司披露的3月底商户数45万，我们估算4月底商户数或有望达60万。我们测算未来2-3个季度，较稳定情况下的日均单量，1）从商户侧估算，我们预计未来单量有望在720-1,400万单；2）从用户侧估算，我们预计单量有望在500-1,400万单。从单量结构看，我们预计茶饮的占比仍会维持较高比例，对外卖大盘更多为增量贡献。



外卖佣金率、变现效率

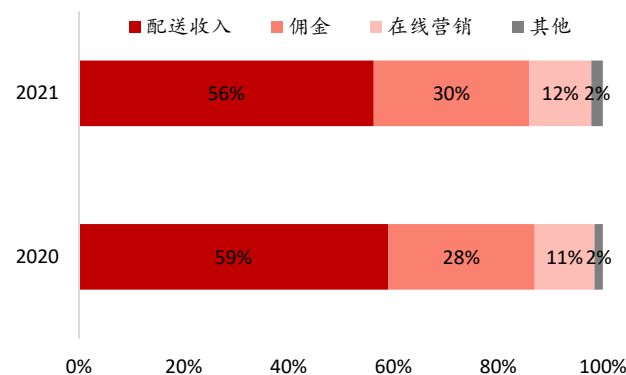
- **美团佣金率：**据美团披露数据，当前美团外卖商户佣金为6%-8%，实际佣金收入对应当期GTV的4.0%-4.5%。
- **美团外卖收入结构：**1) 收入确认：1P模式（美团提供配送服务）订单占比约2/3，配送收入计入收入，骑手收入计入营业成本。2) 据公司披露，2021年，佣金收入占外卖收入比例为30%，我们估算在2022-2024年期间，佣金收入占比基本稳定，对应报表层面的佣金率（佣金收入/GTV）在4.0%-5.0%。
- **UE估算：**我们估算2024年美团外卖1P模式的UE为1.4元/单。

美团外卖佣金率构成



资料来源：公司资料，国证国际

美团外卖收入结构：佣金占比约30%



资料来源：公司资料，国证国际

美团外卖1P模式UE估算

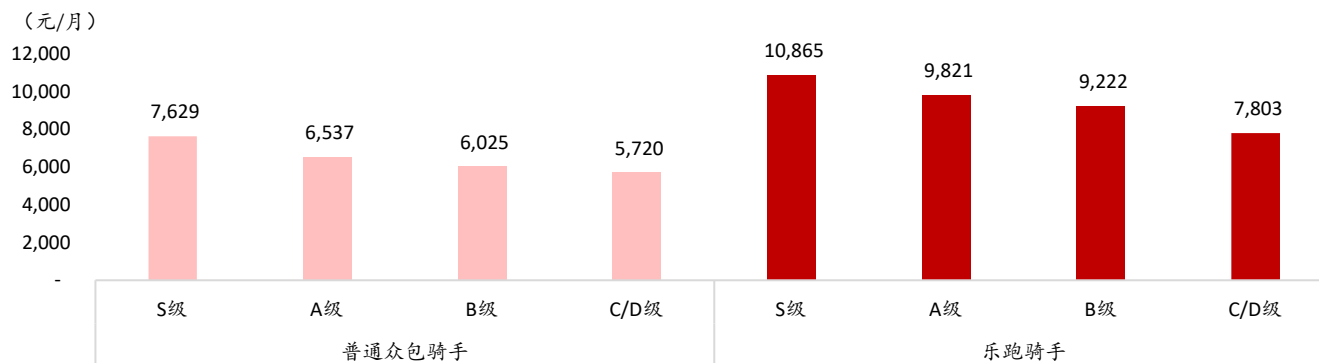
1P模式UE估算	
(元)	2024年
配送收入	5.48
佣金	2.04
在线营销	0.94
其他	0.61
总收入	9.06
配送成本	6.50
经营费用	1.16
经营利润	1.40

资料来源：公司资料，国证国际估算



美团骑手生态

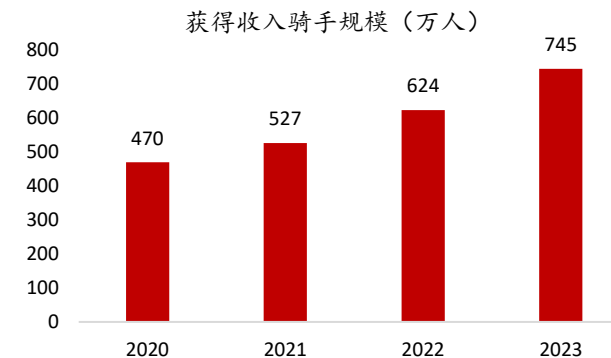
美团高频骑手的不同城市等级收入分布（3Q24）



资料来源：公司资料，国证国际

注：S级城市：北上广深；A级城市：部分直辖市、省会和经济发达地区；B级城市：部分省会和经济发达二线城市；C/D城市：三四五线城市

2023年745万骑手在美团获得收入



资料来源：公司资料，国证国际

- **骑手规模：**据美团数据，2023年，平台获得收入的骑手规模为745万，其中稳定骑手（全年接单超260天）规模约81.95万人，占比11%。
- **高频骑手收入：**据美团数据，3Q24美团外卖平台高频骑手（当月接单在22天+、日均接单时长在6小时+）中，普通众包骑手的收入在5,720-7,629元，乐跑骑手月均收入在7,803-10,865元，高于当地居民可支配收入。
- **骑手权益保障：**1) 2022年以来，已在7省市为超过600万骑手缴纳超14亿元的保费，初步实现每单必保、每人必保，2025年拓展至17个省市，并逐步实现全国覆盖。2) 2022年至2024年，美团向骑手投入超过60亿元冬夏季专项补贴；3) 2025年将全面取消配送超时罚款，落实“防疲劳”措施。

美团社保落地成本测算

骑手社保落地成本测算：假设缴纳基数为月平均收入

	2025E	2026E	2027E
稳定骑手数量	90	100	100
缴纳比例	50%	80%	100%
缴纳社保骑手数量（万）	45	80	100
缴纳月份（月）	9	12	12
平均月收入（元）	7,500	7,875	8,111
平均年收入（元）	67,500	94,500	97,335
缴纳基数（月）	7,500	7,875	8,111
社保缴纳比例	20%	20%	20%
社保费用（元/月）	1,500	1,575	1,622
社保费用（元/年）	13,500	18,900	19,467
美团补贴	50%	50%	50%
美团承担成本（元/年，每人）	6,750	9,450	9,734
美团承担总成本（百万元/年）	3,042	7,560	9,734
即时配送单量（十亿）	28	32	35
单均成本（元）	0.11	0.24	0.28

资料来源：公司资料，社保局，国证国际测算

骑手社保落地成本测算：假设缴纳基数为最低缴纳基数

	2025E	2026E	2027E
稳定骑手数量	90	100	100
缴纳比例	50%	80%	100%
缴纳社保骑手数量（万）	45	80	100
缴纳月份（月）	9	12	12
平均月收入（元）	7,500	7,875	8,111
平均年收入（元）	67,500	94,500	97,335
缴纳基数（月）	5,000	5,000	5,000
社保缴纳比例	20%	20%	20%
社保费用（元/月）	1,000	1,000	1,000
社保费用（元/年）	9,000	12,000	12,000
美团补贴	50%	50%	50%
美团承担成本（元/年，每人）	4,500	6,000	6,000
美团承担总成本（百万元/年）	2,028	4,800	6,000
即时配送单量（十亿）	28	32	35
单均成本（元）	0.07	0.15	0.17

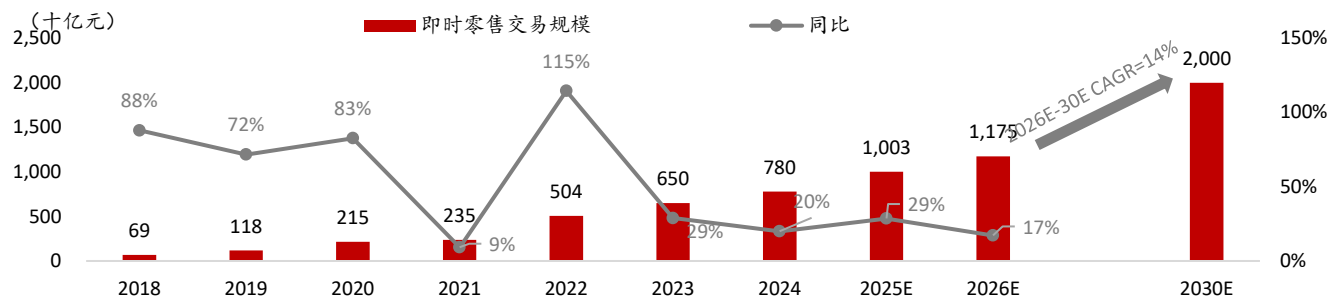
资料来源：公司资料，社保局，国证国际测算

- 骑手社保：2Q25起逐步为全职及稳定兼职骑手缴纳社保，4月3日，美团发布公告，将在福建泉州、江苏南通城区试点为骑手补贴养老保险，试点区域总计覆盖超过2.2万名外卖骑手。支持骑手自主选择在户籍地或就业地参保缴费获补，骑手自主参保后，美团以现金补贴社保费用的50%。
- 我们认为社保落地是逐步渐进的，假设2025年90万稳定骑手中的50%参与社保计划，按月平均收入为缴纳基数，美团成本的成本为30亿元，对应单均成本为0.11元；若以最低缴纳基数（假设5,000元），对应成本为20亿元，单均成本为0.07元，对2025年的利润影响相对可控，运营效率提升能基本覆盖额外成本。
- 稳定阶段，到2027年，假设100万稳定骑手，社保覆盖率100%，月平均收入/最低缴纳基数情形下，单均成本为0.28元/0.17元。



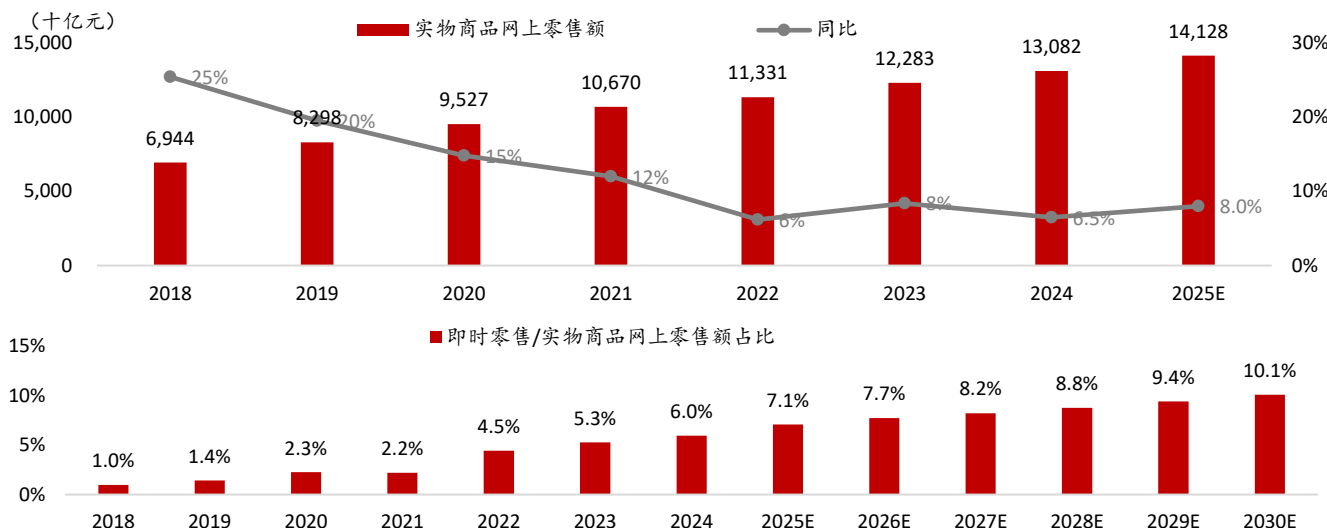
闪购/即时零售：餐饮外卖的延伸、电商的时效提升

预计2030年即时零售市场规模突破2万亿元



资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，国证国际

预计2030年即时零售对实物商品网上零售额占比提升至10%



资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，统计局，国证国际预测

➤ **什么是即时零售：**我们认为闪购/即时零售业务是餐饮外卖的延伸，同时也是电商在履约时效上的提升（30分钟内送达）。门店涵盖便利店、鲜花、生鲜、药店、3C数码等多种类型。

➤ **规模&增速：**据商务部数据，预计2025年即时零售市场规模讲同比增29%至超过1万亿的水平，预计2025E-2030E CAGR为15%，到2030年突破2万亿元规模，对实物商品网上零售额渗透率提升至10%。作为对比，据统计局数据，2024年限额以上零售业单位中便利店零售额同比增4.7%、专业店+4.2%、超市+2.7%，百货店零售额下降2.4%、品牌专卖店下降0.4%。零售业务的线上化即时配送仍在快速增长通道。

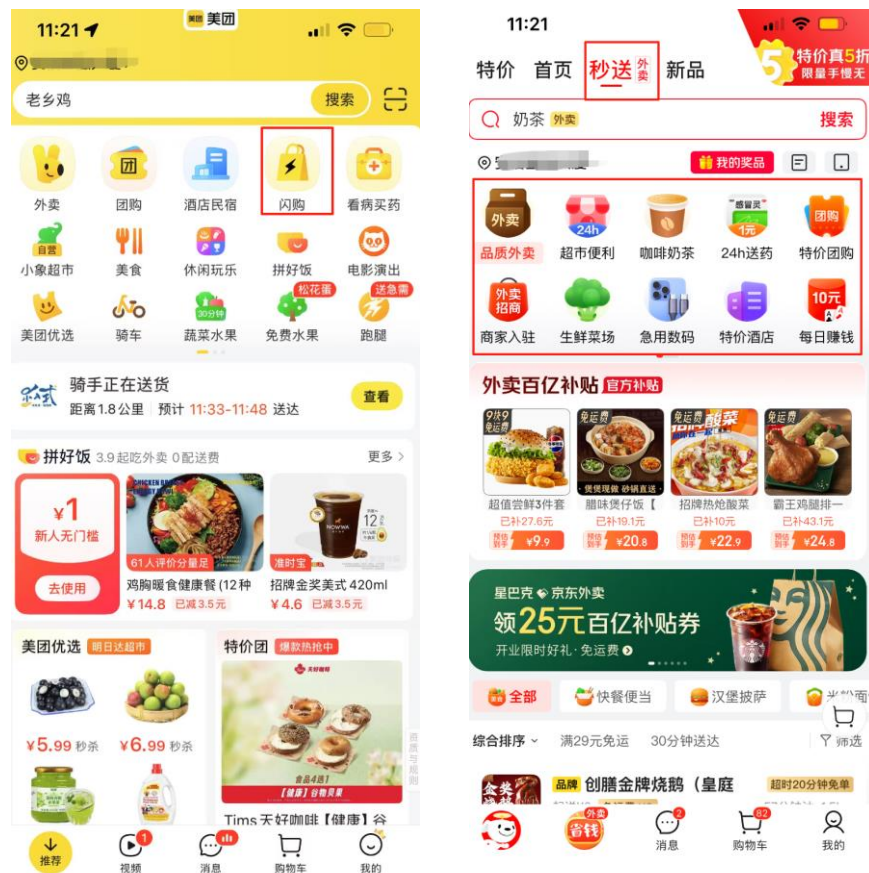
➤ **品类结构：**交易额排名靠前的为休闲零食、酒水饮料、果蔬农产品、个人洗护、日用家居等（商务部，2023年）。

➤ **高线vs.低线城市：**2023年县域即时零售规模1500亿元（+23%），占比23%，高线城市占比约70%。



即时零售赛道竞争

美团闪购、京东秒送均已在主站App首页获独立入口



资料来源：美团App，京东App，国证国际

➤ 美团闪购：

- 4月15日，美团闪购品牌升级，在美团App首页获独立入口。美团闪购业务开始于2018年，覆盖5,600家连锁零售商，41万本地中小商户、及超570万家品牌。
- 2024年10月，美团即时零售产业大会数据，当前美团闪电仓数量已超过3万家，到2027年，美团闪电仓将超过10万家，覆盖全品类、全区域，预计市场规模将达到2,000亿元。
- 合作品牌举例：1) 3C数码：Apple授权经销商、小米（含Redmi）、华为、荣耀、OPPO & 一加 & realme、vivo&lqoo；2) 家电：奥克斯、美的等；3) 食品饮料&日百：乐事、沃尔玛、名创优品等；4) 美妆：丝芙蓉等。

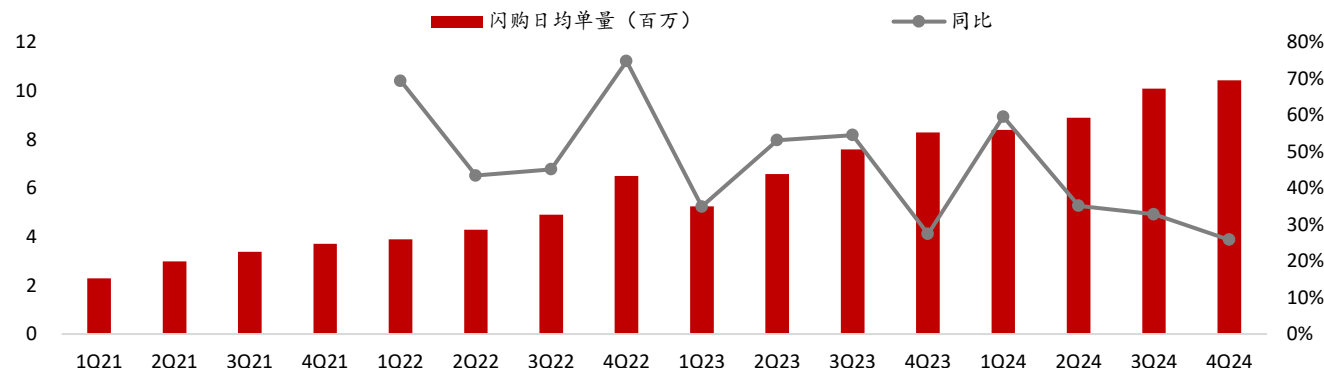
➤ 京东秒送：2024年5月16日，京东整合原即时零售品牌京东小时达、京东到家，推出京东秒送，提供30分钟以内即时配送服务。目前已覆盖全国2,300+县市区，合作门店超50万家，覆盖全品类商品。

➤ 竞争体现在全品类、全时段、全区域，且终局尚未确定。玩家包括京东、阿里（天猫超市、盒马等）、其他（叮咚买菜、叮当买药、）、OTC药品（京东健康、阿里健康）、短视频平台（抖音、快手）均可能参与。



美团闪购：单量仍在快速增长通道，盈利潜力开始显现

美团闪购2024年日均单量已接近1,000万单



资料来源：公司业绩会，国证国际

- **美团闪购：**2024年，美团闪购日均单量接近1,000万，同比增速在30%以上；2022年，超过50%的外卖年活跃用户成为闪购用户，我们估算渗透率仍有较大提升空间。
- **闪购GTV：**我们估算闪购客单价在80元以上，2024年全年GTV规模接近3,000亿。
- **闪购经营利润情况：**我们估算2024年闪购已实现经营利润层面微利状态，受零售商的广告投放意愿增长、单量规模经济带动。

美团：财务预测

美团3690. HK 百万元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	73,276	82,251	93,577	88,487	85,362	276,744	337,592	396,399	453,178	512,654
同比	25%	21%	22%	20%	16%	26%	22%	17%	14%	13%
营业成本	-47,579	-48,361	-56,823	-55,043	-53,725	-179,554	-207,807	-231,112	-254,953	-279,343
毛利	25,697	33,890	36,754	33,444	31,637	97,190	129,785	165,287	198,225	233,311
毛利率	35.1%	41.2%	39.3%	37.8%	37.1%	35.1%	38.4%	41.7%	43.7%	45.5%
销售费用	-13,888	-14,832	-17,953	-17,301	-14,579	-58,617	-63,975	-66,392	-68,864	-71,394
同比	33%	2%	6%	3%	5%	47%	9%	4%	4%	4%
研发费用	-5,000	-5,340	-5,293	-5,420	-4,991	-21,201	-21,054	-20,937	-20,818	-20,696
同比	-1%	-1%	-1%	0%	0%	2%	-1%	-1%	-1%	-1%
行政费用	-2,298	-2,695	-2,798	-2,938	-2,571	-9,372	-10,729	-11,804	-12,904	-14,028
同比	15%	26%	10%	9%	12%	-4%	14%	10%	9%	9%
经营利润	5,209	11,257	13,685	6,693	7,398	13,414	36,845	41,048	49,387	57,411
经营利润率	7.1%	13.7%	14.6%	7.6%	8.7%	4.8%	10.9%	10.4%	10.9%	11.2%
净利润	5,369	11,352	12,865	6,222	7,139	13,856	35,808	39,553	48,866	57,075
净利润率	7.3%	13.8%	13.7%	7.0%	8.4%	5.0%	10.6%	10.0%	10.8%	11.1%
经调整经营利润	6,942	13,919	13,556	10,724	8,989	18,532	45,142	51,691	59,949	70,182
Adj.OPM	9.5%	16.9%	14.5%	12.1%	10.5%	6.7%	13.4%	13.0%	13.2%	13.7%
经调整EBITDA	8,070	14,997	14,529	11,523	10,409	23,877	49,119	55,088	65,565	74,123
Adj.EBITDA margin	11.0%	18.2%	15.5%	13.0%	12.2%	8.6%	14.5%	13.9%	14.5%	14.5%
经调整净利润	7,488	13,606	12,829	9,849	9,248	23,252	43,772	49,000	59,180	68,174
Adj.NPM	10.2%	16.5%	13.7%	11.1%	10.8%	8.4%	13.0%	12.4%	13.1%	13.3%
分部表现：										
核心本地商业										
收入	54,626	60,682	69,373	65,567	63,635	206,907	250,247	292,478	332,180	374,079
同比	27%	19%	20%	19%	16%	29%	21%	17%	14%	13%
经营利润	9,699	15,234	14,582	12,900	11,343	38,699	52,415	61,204	69,551	79,416
同比	3%	37%	44%	61%	17%	31%	35%	17%	14%	14%
OPM	17.8%	25.1%	21.0%	19.7%	17.8%	18.7%	20.9%	20.9%	20.9%	21.2%
新业务										
收入	18,650	21,569	24,204	22,920	21,727	69,838	87,344	103,921	120,998	138,575
同比	19%	29%	29%	23%	16%	18%	25%	19%	16%	15%
经营利润	-2,757	-1,314	-1,026	-2,176	-2,353	-20,166	-7,273	-9,512	-9,602	-9,234
OPM	-14.8%	-6.1%	-4.2%	-9.5%	-10.8%	-28.9%	-8.3%	-9.2%	-7.9%	-6.7%

资料来源：公司财报，国证国际预测

➤ 我们预计2025年总收入同比增17%，其中核心本地商业/新业务同比增17%/19%。

➤ 利润端，我们核心本地商业2025年经营利润612亿元，同比增17%，与收入增速持平。公司将从2季度起在部分城市逐步试点缴纳骑手社保，我们预计对2025年即时配送的利润影响可控，运营效率优化及规模经济有望抵消其对UE的影响。



怎么看未来3-5年维度的美团？

- 核心本地商业：如果从中期维度看，我们认为竞争有望强化美团在本地生活的竞争壁垒。
- 新业务：杂食零售仍贡献主要收入。海外Keeta有望在中东、南美等地区形成一定规模并逐步盈利。
- 技术积累：1) AI技术在各业务线的全面融合，效率提升；2) 无人配送落地。
- 潜在风险点：1) 本地业务从来不缺新玩家，持续的新玩家入局对业务或有干扰；2) 餐饮外卖或随消费大盘缓慢增长；3) 海外业务或面临地缘政治风险。

京东：财务预测

京东集团9618.HK 百万元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	260,049	291,397	260,387	346,986	289,819	1,158,819	1,257,726	1,328,079	1,394,058
同比	7.0%	1.2%	5.1%	13.4%	11.4%				
1商品收入	208,508	233,908	204,613	280,978	232,435	928,007	1,002,163	1,054,293	1,102,878
同比	6.6%	0.0%	4.8%	14.0%	11.5%				
1.1电子&家用电器	123,212	145,061	122,560	174,149	137,997	564,982	608,454	634,696	659,601
同比	5.3%	-4.6%	2.7%	15.8%	12.0%		7.7%	4.3%	3.9%
1.2日用百货	85,296	88,847	82,053	106,829	94,816	363,025	396,596	423,731	449,042
同比	8.6%	8.7%	8.0%	11.1%	11.2%		9.2%	6.8%	6.0%
2服务收入	51,541	57,489	55,774	66,008	57,078	230,812	253,307	271,208	287,988
同比	8.8%	6.3%	6.5%	10.8%	10.7%		9.7%	7.1%	6.2%
2.1平台及广告服务	19,289	23,425	20,763	26,634	21,574	90,111	98,904	105,438	111,549
同比	1.2%	4.1%	6.3%	12.7%	11.8%		9.8%	6.6%	5.8%
2.2物流及其他服务	32,252	34,064	35,011	39,374	35,556	140,701	154,153	166,188	177,921
同比	13.8%	7.9%	6.5%	9.5%	10.2%		9.6%	7.8%	7.1%
营业成本	-220,279	-245,459	-215,344	-293,869	-244,451	-974,951	-1,055,886	-1,113,116	-1,165,837
毛利率	39,770	45,938	45,043	53,117	45,368	183,868	201,840	214,963	228,221
经营利润	7,700	10,501	12,044	8,491	15,700	15.9%	16.0%	16.2%	16.4%
OPM	3.0%	3.6%	4.6%	2.4%					
归母净利润	7,130	12,644	11,731	9,854					
NPM	2.7%	4.3%	4.5%	2.8%					
经调整经营利润	8,879	11,596	13,079	10,475	9,193	44,029	45,280	50,389	55,942
Adj. OP	3.4%	4.0%	5.0%	3.0%	3.2%	3.8%	3.6%	3.8%	4.0%
经调整归母净利润	8,899	14,460	13,174	11,294	10,334	47,827	51,525	55,498	59,051
Adj. NPM	3.4%	5.0%	5.1%	3.3%	3.6%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%
分部业绩：									
京东零售									
收入	226,835	257,072	224,986	307,055	251,922	1,015,948	1,100,752	1,161,486	1,216,565
同比	6.8%	1.5%	6.1%	14.7%	11.1%		8.3%	5.5%	4.7%
经营利润	9,325	10,108	11,608	10,036	10,609	41,077	46,039	49,258	52,156
OPM	4.1%	3.9%	5.2%	3.3%	4.2%	4.0%	4.2%	4.2%	4.3%
京东物流									
收入	42,137	44,207	44,396	52,097	45,938	182,837	199,587	214,128	232,387
同比	14.7%	7.7%	6.6%	10.4%	9.0%		9.2%	7.3%	8.5%
经营利润	224	2,183	2,086	1,824	707	6,317	7,364	9,237	10,333
OPM	0.5%	4.9%	4.7%	3.5%	1.5%	3.5%	3.7%	4.3%	4.4%
新业务									
收入	4,870	4,636	4,970	4,681	5,118	19,157	20,066	20,818	21,913
同比	-19.2%	-35.0%	-25.7%	-31.0%	5.1%		4.7%	3.7%	5.3%
经营利润	-670	-695	-615	-885	-856	-2,865	-3,789	-3,454	-3,034
OPM	-13.8%	-15.0%	-12.4%	-18.9%	-16.7%	-15.0%	-18.9%	-16.6%	-13.8%

资料来源：公司财报，彭博一致预期，国证国际

- 京东零售：根据彭博一致预期，1季度，京东零售收入有望维持双位数增长，仍主要受益于国补及3C数码纳入国补。预计全年京东零售收入同比增8%，经营利润率同比改善。
- 京东物流：预计京东物流全年收入同比增9%，经营利润率提升至3.7%。
- 新业务：预计新业务全年收入同比增5%，亏损同比扩大至38亿元。

估值表对比

公司	股票代码	交易	收盘价	年初至今	最近1月	最近5天	最新市值	最新市值	P/E		P/S		EV/EBITDA	
		货币	(交易货币)				(十亿元)	(十亿美元)	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	2FY
海外外卖平台														
DoorDash	DASH US	USD	177	5%	-7%	-3%	546	74.8	47.1	35.0	5.8	4.9	30.4	23.7
Grab	GRAB US	USD	4	-10%	-9%	7%	126	17.3	80.0	40.8	5.1	4.2	29.3	16.6
Deliveroo PLC	ROO LN	GBp	134	-5%	9%	10%	20	2.7	33.5	18.4	0.9	0.9	8.5	5.7
Delivery Hero	DHER GR	EUR	24	-13%	-1%	4%	58	7.9	NA	NA	0.6	0.5	12.9	8.6
Tokopedia	GOTO IJ	IDR	79	13%	-2%	0%	41	5.6	NA	NA	5.3	4.6	94.8	43.6
Just Eat Takeawa	TKWY NA	EUR	19	45%	-2%	1%	33	4.6	NA	NA	1.1	0.9	10.0	8.0
平均									53.5	31.4	3.1	2.7	31.0	17.7
中国互联网														
腾讯控股	700 HK	HKD	476	14%	-7%	5%	4,117	564	16.9	15.1	5.7	5.2	15.1	13.4
阿里巴巴	9988 HK	HKD	116	41%	-11%	8%	2,092	287	13.6	12.0	2.1	2.0	9.7	8.2
拼多多	PDD US	USD	98	1%	-22%	4%	997	137	8.1	6.9	2.1	1.8	5.0	2.9
美团	3690 HK	HKD	134	-12%	-20%	-8%	769	105	15.2	12.3	1.9	1.7	10.8	7.9
京东	9618 HK	HKD	132	-3%	-19%	-10%	361	49	7.4	6.8	0.3	0.3	4.9	4.4
百度	9888 HK	HKD	85	2%	-7%	3%	223	31	8.9	8.3	1.6	1.5	8.0	7.9
哔哩哔哩	9626 HK	HKD	134	-6%	-14%	1%	53	7	29.7	18.4	1.8	1.6	12.9	8.6
平均									10.6	9.3	1.6	1.5	7.7	6.3

资料来源：公司资料，彭博一致预期，国证国际（注：截至2025年4月22日）

➤ 关于互联网竞争的一点思考：

- 中国互联网各个业务都有个激烈竞争，我们认为即时零售的餐饮会更加激烈，且终局份额还没有确定。
- 互联网各个业务场景的AI运用融合仍是最主要旋律。
- 宏观消费预期改善是行业beta来源，预计消费复苏提振政策落地将带动业绩及估值提升。

免责声明

客户服务热线 香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;

增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;

中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;

减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;

卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010