



## 美团 (3690.HK): 竞争有所缓和, 利润有望迎来修复

竞争压力有所缓和, 有望迎来盈利修复拐点。近期, 各监管部门持续发声, 坚决反对平台间低质低价的“内卷式”竞争和非理性补贴, 呼吁行业回归技术创新与服务升级。公司也积极表态, 坚决反对行业内卷, 并主动配合监管导向。同时, 行业其他竞争者也从追求规模积极扩张转向规模与减亏相平衡, 行业补贴力度出现减少趋势, 预计未来行业竞争将更加关注于精细化运营。

2025年下半年以来, 即时零售与外卖市场的补贴竞争显著加剧, 行业竞争者的激进投入直接冲击了公司的客单价和利润空间。面对竞争压力, 公司采取了坚决捍卫市场份额的防御性策略, 通过加大用户补贴、骑手激励以及商户支持力度来稳固行业地位。尽管防守策略导致了利润率的下滑, 但公司在中高客单价市场依然维持了领先优势, 我们预计公司目前外卖 GTV 市场份额仍保持在 60% 以上, 人民币 30 元以上的高客单份数达到 70%。随着行业补贴逐渐退坡, 公司主动优化订单结构, 逐步减少对低效、低客单价订单的补贴, 将资源向高质量增长和提升运营效率倾斜, 以期维持长期的单位经济效益优势。

随着政策底线的明确以及行业参与者补贴力度的边际放缓, 我们认为公司有望凭借其庞大的高质量用户基础、完善的履约网络以及在供给侧的深厚壁垒, 率先实现单位经济效益的修复, 核心本地商业的盈利能力预计将在 2026 年逐步迎来实质性的改善。

**维持“买入”评级及目标价 120 港元:** 我们预计公司 FY26E 收入同比增长 9.5% 至人民币 4006 亿元, 补贴退坡或将推动公司在今年下半年重回盈利, 维持目标价 120 港元, 对应 FY28E 15x P/E。我们看好公司的行业领先优势, 预计利润有望逐步迎来修复, 维持“买入”评级。

**投资风险:** 竞争激烈, 利润改善不及预期; 新业务投入加大。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	337,592	365,982	400,590	451,483	507,875
经营利润	36,845	(25,041)	(13,044)	14,447	41,646
调整后净利润	43,772	(18,648)	(6,417)	19,190	43,774
调整后目标 PE (x)			N/A	34.2	15.0

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席科技分析师

dan\_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师

charles\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2026 年 4 月 15 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	120
潜在升幅/降幅	+41%
目前股价 (港元)	85.1
52 周内股价区间 (港元)	73.6-149.8
总市值 (百万港元)	528,528
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4,505

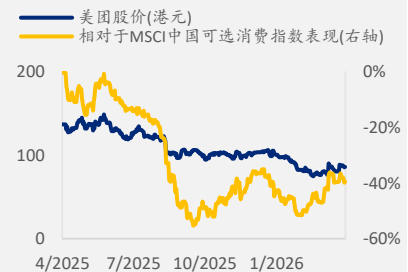
### 市场预期区间



注: 截至 2026 年 4 月 14 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>收入</b>	<b>337,592</b>	<b>365,982</b>	<b>400,590</b>	<b>451,483</b>	<b>507,875</b>
收入成本	(207,807)	(253,846)	(273,758)	(293,464)	(319,961)
<b>毛利</b>	<b>129,785</b>	<b>112,136</b>	<b>126,832</b>	<b>158,019</b>	<b>187,914</b>
研发费用	(21,054)	(25,998)	(27,205)	(30,701)	(34,535)
销售费用	(63,975)	(104,061)	(100,383)	(99,326)	(96,496)
管理费用	(10,729)	(11,916)	(12,288)	(13,544)	(15,236)
其他营业费用	2,818	4,799	-	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>36,845</b>	<b>(25,041)</b>	<b>(13,044)</b>	<b>14,447</b>	<b>41,646</b>
利息收益	(45)	125	-	-	-
投资及其他收益	1,186	79	-	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>37,985</b>	<b>(24,838)</b>	<b>(13,044)</b>	<b>14,447</b>	<b>41,646</b>
所得税开支	(2,177)	1,483	1,043	(1,156)	(4,165)
持续经营净利润	35,808	(23,354)	(12,000)	13,292	37,481
<b>年度盈利</b>	<b>35,808</b>	<b>(23,354)</b>	<b>(12,000)</b>	<b>13,292</b>	<b>37,481</b>
少数股东权益	-	-	-	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>35,808</b>	<b>(23,354)</b>	<b>(12,000)</b>	<b>13,292</b>	<b>37,481</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>43,772</b>	<b>(18,648)</b>	<b>(6,417)</b>	<b>19,190</b>	<b>43,774</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
除税前盈利	37,985	(24,838)	(13,044)	14,447	41,646
折旧及摊销	8,421	8,822	11,293	13,519	15,797
股权激励费用	7,583	6,002	5,583	5,899	6,293
其他调整项	(3,308)	(11,232)	-	-	-
营运资金变动	6,466	7,430	2,811	2,592	3,382
<b>经营现金流</b>	<b>57,147</b>	<b>(13,815)</b>	<b>6,643</b>	<b>36,457</b>	<b>67,118</b>
固定资产	(10,138)	(17,289)	(18,924)	(21,328)	(23,992)
无形资产	-	-	-	-	-
短期投资	16,472	40,240	-	-	-
其他投资现金流	3,872	6,822	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>10,205</b>	<b>29,773</b>	<b>(18,924)</b>	<b>(21,328)</b>	<b>(23,992)</b>
借款净额	(1,230)	21,081	-	-	-
其他融资现金流	(29,185)	162	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>(30,415)</b>	<b>21,243</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
汇率变动影响	557	(1,263)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>37,494</b>	<b>35,937</b>	<b>(12,281)</b>	<b>15,129</b>	<b>43,125</b>
年初现金及现金等价物	33,340	70,277	107,478	95,197	110,326
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>70,277</b>	<b>107,478</b>	<b>95,197</b>	<b>110,326</b>	<b>153,451</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	70,834	106,771	94,490	109,619	152,745
应收款项	2,653	3,323	3,637	4,099	4,611
短期投资	97,409	60,062	60,062	60,062	60,062
其他流动资产	38,839	54,901	41,785	41,415	41,131
<b>流动资产合计</b>	<b>209,735</b>	<b>225,057</b>	<b>199,975</b>	<b>215,196</b>	<b>258,549</b>
固定资产	30,239	38,705	46,337	54,146	62,341
无形资产	30,230	30,221	30,221	30,221	30,221
长期投资	48,837	45,945	45,945	45,945	45,945
其他非流动资产	5,314	6,982	5,314	5,314	5,314
<b>非流动资产合计</b>	<b>114,620</b>	<b>121,853</b>	<b>127,816</b>	<b>135,625</b>	<b>143,819</b>
<b>资产总计</b>	<b>324,355</b>	<b>346,910</b>	<b>327,791</b>	<b>350,821</b>	<b>402,368</b>
短期借款	1	3,468	3,468	3,468	3,468
应付账款	25,193	34,572	37,283	39,967	43,576
其他流动负债	82,741	85,502	82,741	82,741	82,741
<b>流动负债合计</b>	<b>107,936</b>	<b>123,542</b>	<b>123,493</b>	<b>126,176</b>	<b>129,785</b>
长期借款	1,175	18,789	18,789	18,789	18,789
其他非流动负债	42,640	53,591	42,640	42,640	42,640
<b>非流动负债合计</b>	<b>43,815</b>	<b>72,381</b>	<b>61,429</b>	<b>61,429</b>	<b>61,429</b>
<b>负债总计</b>	<b>151,751</b>	<b>195,922</b>	<b>184,922</b>	<b>187,606</b>	<b>191,215</b>
股本溢价	308,861	317,415	317,415	317,415	317,415
保留盈利及其他	(136,198)	(155,034)	(162,495)	(142,148)	(94,210)
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>172,663</b>	<b>151,046</b>	<b>154,921</b>	<b>175,267</b>	<b>223,205</b>
非控制性权益	(59)	(58)	(58)	(58)	(58)
<b>权益总额</b>	<b>172,604</b>	<b>150,988</b>	<b>154,862</b>	<b>175,209</b>	<b>223,147</b>

### 主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	22.0%	8.4%	9.5%	12.7%	12.5%
毛利润增速	33.5%	-13.6%	13.1%	24.6%	18.9%
经营利润增速	174.6%	NM	-47.9%	NM	188.3%
净利润增速	158.4%	NM	-48.6%	NM	182.0%
调整后净利润增速	88.2%	NM	-65.6%	NM	128.1%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	38.4%	30.6%	31.7%	35.0%	37.0%
经营利润率	10.9%	-6.8%	-3.3%	3.2%	8.2%
净利率	10.6%	-6.4%	-3.0%	2.9%	7.4%
调整后净利率	13.0%	-5.1%	-1.6%	4.3%	8.6%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	5.8	-3.9	-2.0	2.2	6.2
摊薄EPS	5.8	-3.8	-2.0	2.2	6.2
调整后EPS	7.0	-3.1	-1.1	3.2	7.2
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			N/A	34.2	15.0
目标P/S			1.6	1.5	1.3
目标P/B			3.6	3.5	3.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 美团 (3690.HK)



注: 股价截至 2026 年 4 月 14 日收盘  
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

