

美团-W (03690.HK)

强烈推荐 (维持)

业绩超预期, Q2 外卖 UE 有望转正

消费品/商业
目标估值: 135.60 港元
当前股价: 73.45 港元

美团发布 26Q1 财报, 26Q1 公司收入为 910.4 亿/+5.6%, 经营 OP 为-64.7 亿/-161.2%; 经调整净利-49.7 亿/-145.4%。Q1 竞争进一步缓解, 公司收入增长符合预期, 核心分部减亏进程大幅超出预期。我们长期看好公司国内核心业务的壁垒与成长性, 同时海外业务打开新增长空间。维持“强烈推荐”评级。

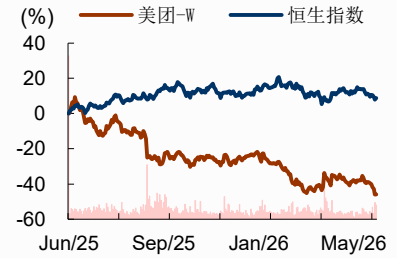
基础数据

| | |
|--------------|-------|
| 总股本 (百万股) | 6175 |
| 香港股 (百万股) | 5595 |
| 总市值 (十亿港元) | 453.5 |
| 香港股市值 (十亿港元) | 411.0 |
| 每股净资产 (港元) | 24.5 |
| ROE (TTM) | -15.5 |
| 资产负债率 | 56.5% |

□ Q1 外卖大战进一步缓解, 公司外卖减亏超预期。26Q1 公司收入为 910.4 亿/+5.6%, 经营 OP 为-64.7 亿/-161.2%, 经调整净利-49.7 亿/-145.4%。其中, 核心本地商业分部收入 640.6 亿/+0.1%, 经营 OP 为-20.3 亿/-115.0%; 新业务收入 269.8 亿/+21.3%, OP 为-21.2 亿。

股价表现

| | | | |
|------|----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -9 | -29 | -43 |
| 相对表现 | -5 | -26 | -50 |



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 外卖&闪购: Q1 外卖单量环比放缓, 单均亏损环比显著改善。1) 外卖: Q1 竞争进一步改善, 补贴收窄下单量增速环比降低, 单均亏损环比大幅改善。展望 Q2, 去年高基数下, 预计单量增速小幅正增长, 补贴收缩+季节性推动下有望实现盈亏平衡。行业竞争逐步回归理性, 公司用户心智及运营效率领先, 市占及盈利均有望逐步回暖。2) 闪购: 预计 26Q1 闪购单量增速环比放缓, 补贴及投放下降驱动下亏损环比明显收窄。展望 26Q2, 因 618 投入增加, 预计亏损环比有所增加。

相关报告

- 《美团-W (03690) 一竞争边际缓解亏损改善, 利润进入修复通道》2026-03-28
- 《美团-W (03690) 一高价值订单市占领先, 竞争激烈不改长期价值》2025-11-30
- 《美团-W (03690) 一竞争影响 Q2 表现, 高价值订单市占及效率仍显著领先》2025-08-28

□ 到店: 聚焦高质量增长, GTV 及收入增速放缓, OPM 环比稳定。因公司主动放弃低效品类及抖音竞争影响, 预计 Q1 到店 GTV 增速约 10%+, 收入增速约为高单位数, OPM 环比保持稳定。展望 26Q2, 预计到店 GTV 稳健增长, 收入增速及 OPM 环比平稳。长期看, 到店业务整体线上化率仍低且与抖音为错位竞争, 长期成长空间明显, 规模增速及 OPM 均有望回升。

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

□ 新业务亏损好于预期, Keeta、小象持续扩张。26Q1 新业务收入 269.8 亿/+21.3%, OP 为-21.2 亿, OPM 为-7.8%/+2.4pct。新业务亏损好于预期, 主要 Keeta 沙特补贴收缩及中东战事影响下开城放缓。展望 Q2, 因小象及 Keeta 扩张, 新业务收入增速预计 22%~24%, 亏损环比小幅扩大。

□ 投资建议。Q1 外卖竞争边际缓解, 公司显著亏损改善, 且公司在高价值外卖用户心智及订单市占、经营效率上仍然具备明显领先优势; 长期看公司核心业务成长性与壁垒仍具, 海外探索继续打开想象空间。由于外卖减亏超预期, 调整公司 2026/27/28E 经调整净利润为-12.6/207/423 亿; 预计公司 2026E 核心本地商业 GMV 合计约 3 万亿, 给予 0.25 倍 PGMV, 对应目标价 135.6 港元, 短期扰动不改长期投资价值, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 行业竞争加剧, 需求复苏不及预期, 新业务减亏不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总营业收入(百万元) | 337592 | 364855 | 407634 | 458448 | 512138 |
| 同比增长 | 22% | 8% | 12% | 12% | 12% |
| GAAP 净利润(百万元) | 35808 | -23354 | -7258 | 14716 | 36258 |
| 同比增长 | 158% | -165% | NA | NA | 13% |
| 经调整净利润(百万元) | 43772 | -18648 | -1258 | 20716 | 42258 |
| 同比增长 | 88% | -143% | NA | NA | 104% |
| 每股收益(元, 经调整) | 7.13 | -3.04 | -0.21 | 3.38 | 6.89 |
| P/E(倍, 经调整) | 10.8 | -25.3 | -374.4 | 22.7 | 11.1 |
| P/B(倍) | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 2.3 | 1.8 |

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 209735 | 225057 | 224034 | 300082 | 382006 |
| 现金及现金 | 70834 | 106771 | 99288 | 167272 | 240676 |
| 交易性金融 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他短期投 | 97409 | 60062 | 60062 | 60062 | 60062 |
| 应收账款及 | 2653 | 3323 | 3712 | 4175 | 4664 |
| 其它应收款 | 17555 | 30257 | 33804 | 38018 | 42471 |
| 存货 | 1734 | 3013 | 2999 | 3373 | 3768 |
| 其他流动资 | 19550 | 21632 | 24168 | 27181 | 30364 |
| 非流动资产 | 114620 | 121853 | 111624 | 104032 | 98397 |
| 长期投资 | 48837 | 45945 | 45945 | 45945 | 45945 |
| 固定资产 | 30239 | 38706 | 28477 | 20885 | 15250 |
| 无形资产 | 30230 | 30221 | 30221 | 30221 | 30221 |
| 其他 | 5314 | 6982 | 6982 | 6982 | 6982 |
| 资产总计 | 324355 | 346910 | 335659 | 404114 | 480403 |
| 流动负债 | 107936 | 123542 | 119548 | 134420 | 150134 |
| 应付账款 | 41761 | 45483 | 45283 | 50928 | 56892 |
| 应交税金 | 207 | 244 | 244 | 244 | 244 |
| 短期借款 | 1 | 3468 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 65967 | 74347 | 74021 | 83248 | 92997 |
| 长期负债 | 43815 | 72381 | 72381 | 72381 | 72381 |
| 长期借款 | 1175 | 18789 | 18789 | 18789 | 18789 |
| 其他 | 42640 | 53591 | 53591 | 53591 | 53591 |
| 负债合计 | 151751 | 195923 | 191929 | 206801 | 222515 |
| 股本 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 储备 | 152013 | 172663 | 151046 | 143787 | 197372 |
| 少数股东权 | (59) | (58) | (58) | (60) | (62) |
| 归属于母公司所 | 172663 | 151046 | 143788 | 197373 | 257950 |
| 负债及权益合计 | 324355 | 346910 | 335659 | 404114 | 480403 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 57147 | (13815) | (3898) | 67755 | 72410 |
| 净利润 | 35807 | (23355) | (7258) | 53585 | 60577 |
| 折旧与摊销 | 8421 | 10199 | 9938 | 7302 | 5345 |
| 营运资本变 | 6466 | (1056) | (6986) | 6809 | 7194 |
| 其他非现金 | 6453 | 397 | 407 | 59 | (707) |
| 投资活动现金流 | 10205 | 29773 | 1114 | 1356 | 2122 |
| 资本性支出 | (10999) | (13271) | (150) | (150) | (150) |
| 出售固定资 | 897 | 440 | 440 | 440 | 440 |
| 投资增减 | 453586 | 220642 | 0 | 0 | 0 |
| 其它 | 4170 | 70 | 824 | 1066 | 1832 |
| 筹资活动现金流 | (30415) | 21243 | (4699) | (1127) | (1127) |
| 债务增减 | 17445 | 28178 | (3468) | 0 | 0 |
| 股本增减 | (25938) | (309) | 0 | 0 | 0 |
| 股利支付 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它筹资 | (21922) | (6626) | (1231) | (1127) | (1127) |
| 其它调整 | (0) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 37494 | 35937 | (7483) | 67984 | 73404 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 总营业收入 | 337592 | 364855 | 407634 | 458448 | 512138 |
| 主营收入 | 337592 | 364855 | 407634 | 458448 | 512137 |
| 营业成本 | 207807 | 253846 | 252733 | 284238 | 317525 |
| 毛利 | 129785 | 111009 | 154901 | 174210 | 194612 |
| 营业支出 | 95758 | 140849 | 162234 | 114612 | 128034 |
| 营业利润 | 34027 | (29840) | (7333) | 59598 | 66579 |
| 利息支出 | 1337 | 1887 | 1231 | 1127 | 1127 |
| 利息收入 | 1292 | 2012 | 824 | 1066 | 1632 |
| 权益性投资 | 1186 | 79 | 0 | 0 | 200 |
| 其他非经营 | 2678 | 2406 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常项目 | 141 | 2393 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 37986 | (24838) | (7740) | 59537 | 67283 |
| 所得税 | 2177 | (1483) | (482) | 5954 | 6708 |
| 少数股东损 | 1 | 1 | 0 | (2) | (2) |
| 归属普通股东净 | 35807 | (23355) | (7258) | 53585 | 60577 |
| 经调整净利润 | 43772 | (18648) | (1258) | 20716 | 42258 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 22% | 8% | 12% | 12% | 12% |
| 营业利润 | 320% | -188% | NA | NA | 12% |
| 净利润 | 158% | -165% | NA | NA | 13% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.4% | 30.4% | 38.0% | 38.0% | 38.0% |
| 净利率 | 10.6% | -6.4% | -1.8% | 11.7% | 11.8% |
| ROE | 20.7% | -15.5% | -5.0% | 27.1% | 23.5% |
| ROIC | 21.2% | -13.8% | -4.4% | 30.9% | 27.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 46.8% | 56.5% | 57.2% | 51.2% | 46.3% |
| 净负债比率 | 0.4% | 6.4% | 5.6% | 4.6% | 3.9% |
| 流动比率 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 2.2 | 2.5 |
| 速动比率 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 2.2 | 2.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| 存货周转率 | 136.8 | 107.0 | 84.1 | 89.2 | 88.9 |
| 应收帐款周转率 | 18.0 | 13.6 | 11.5 | 11.5 | 11.5 |
| 应付帐款周转率 | 6.4 | 5.8 | 5.6 | 5.9 | 5.9 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 7.13 | -3.04 | -0.21 | 3.38 | 6.89 |
| 每股经营现金 | 9.17 | -2.22 | -0.63 | 10.87 | 11.61 |
| 每股净资产 | 27.69 | 24.23 | 23.06 | 31.66 | 41.37 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 10.8 | -25.3 | -374.4 | 22.7 | 11.1 |
| PB | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 2.3 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 10.4 | -32.6 | 143.8 | 7.3 | 6.7 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。