

2026年06月03日

美团 (3690.HK)

SDICSI

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**外卖 UE 修复快于预期，盈利拐点将至**

美团 1 季度外卖减亏幅度优于预期，2 季度有望实现盈亏平衡。我们仍基于 2027 年财务预测估值，维持目标价 120 港元，维持买入评级。外卖 UE 修复快于预期，与竞对差异拉大，显示业务韧性及经营壁垒。

**报告摘要**

**1 季度亏损收窄幅度优于预期：**1 季度总收入 910 亿元（人民币，下同），同比增 5%，符合我们及彭博一致预期，其中核心本地商业收入同比持平（+0.1%），新业务收入同比增 21%。经调整经营亏损 41 亿元，优于彭博一致预期的 66 亿元，其中核心本地商业经营亏损 20 亿元，优于一致预期的 43 亿元，环比收窄幅度扩大至 80 亿元；新业务亏损 21 亿元，优于预期，环比收窄 25 亿元。

**核心本地商业：**1 季度核心本地商业配送收入同比降 6%，商家服务（合并佣金及在线营销服务收入）收入同比持平（+0.2%）。拆分各业务线，1) **外卖：**补贴退坡，订单结构优化，AOV 环比改善，30 元以上订单份额维持 70%+。我们估算外卖收入同比降 9%，估算单均亏损环比收窄至约 1.0 元。2) **闪购：**闪电仓供应链升级，核心用户订单频次提升。我们估算 Q1 订单量及收入增速 20%+。3) **到店酒旅：**我们估算收入同比增近 10%，经营利润率环比稳定。

**新业务：**商品销售占新业务收入比提升至 67%，对比 1Q25/4Q25 为 58%/65%，受益于小象超市（覆盖 55 个城市）增速提速。Keeta 经营亏损环比收窄，中国香港及沙特的 UE 改善，维持 2026 年新业务亏损不高于 2025 年的指引，沙特有望在年底之前实现单月盈亏平衡，中东整体有望在 2028 年实现盈亏平衡。

**财务预测更新：**我们预计 2 季度收入同比增 10%，其中核心本地商业/新业务收入同比增 5%/23%。预计 2 季度外卖有望实现盈亏平衡，受益于 AOV 修复加速、补贴效率优化等；预计到店酒旅经营利润率环比稳定，当前竞争处于相对理性阶段。展望 2026 年，我们预计总收入同比增 9%，其中核心本地商业/外卖同比增 4%/22%。外卖业务盈利拐点将至，有望逐季改善，上调 2026 年核心本地商业经营利润至 143 亿元（同比增 212 亿元）。

**估值：**我们认为竞争稳态阶段盈利更具参考性，仍基于 2027 年盈利预测估值，维持 SOTP 目标价 120 港元，对应：1) 核心本地商业 15.0x 2027E 经营利润市盈率（维持不变），2) 新业务 1x 2027E 市销率（维持不变），3) 按 10.5% WACC 假设贴现至当前。维持**买入**评级，1 季度外卖 UE 修复进度快于预期，与竞对的 UE 差扩大，显示核心本地商业业务韧性及竞争壁垒，我们预计随着下半年盈利修复，将支撑中长期外卖 UE 回到 1 元以上的预期。

**风险：**宏观消费预期疲弱；竞争持续激烈周期长于预期；外卖 UE 恢复缓慢。

**财务及估值摘要**

财年截止12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	337,592	364,855	398,566	441,378	484,936
同比增长（%）	22%	8%	9%	11%	10%
调整后净利润（百万元）	43,772	-18,648	1,494	32,567	42,542
调整后净利润率（%）	13.0%	-5.1%	0.4%	7.4%	8.8%
市盈率（倍）	10.8	NA	317.0	14.5	11.1
市销率（倍）	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净资产收益率（%）	25.4%	NA	0.8%	16.5%	21.2%

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

 投资评级： **买入**
**维持评级**

 6 个月目标价 **120 港元**

 股价 2026-06-02 **85.50 港元**

总市值(百万港元)	495,513
流通市值(百万港元)	449,036
总股本(百万股)	6,175
流通股本(百万股)	5,595
12 个月低/高(港元)	72.3/108
平均成交(百万港元)	4,264

**股东结构**

王兴	8.75%
BlackRock	6.20%
Vanguard Group	4.80%
JPMorgan Chase & Co.	3.73%
其他	75.52%

**股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.69	11.97	-49.85
绝对收益	2.70	13.02	-38.04

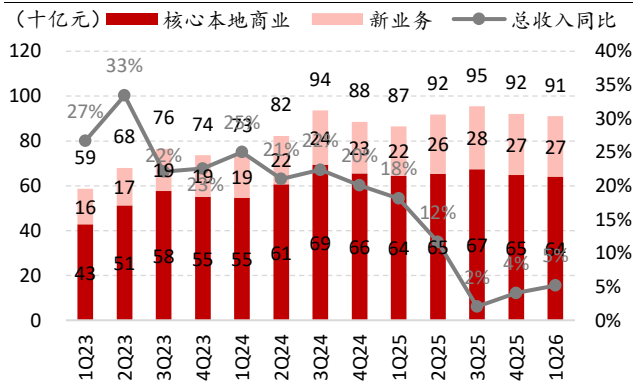
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

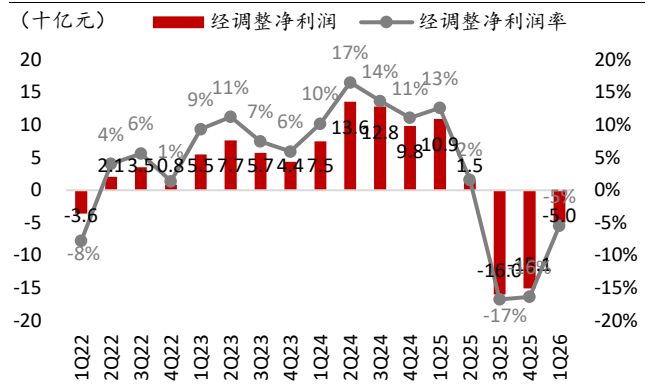
### 2026年1季度业绩概览

图表 1: 1Q26 总收入同比增 5%



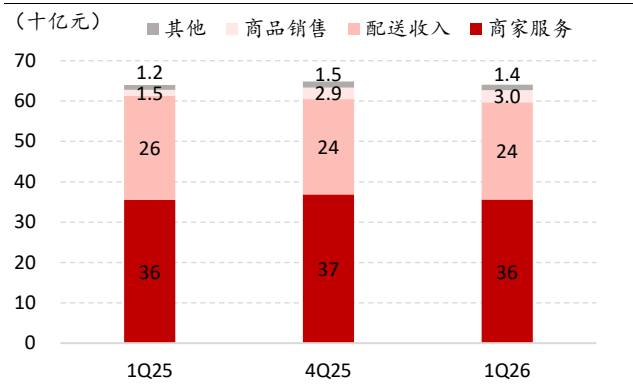
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 1Q26 经调整净亏损 50 亿元



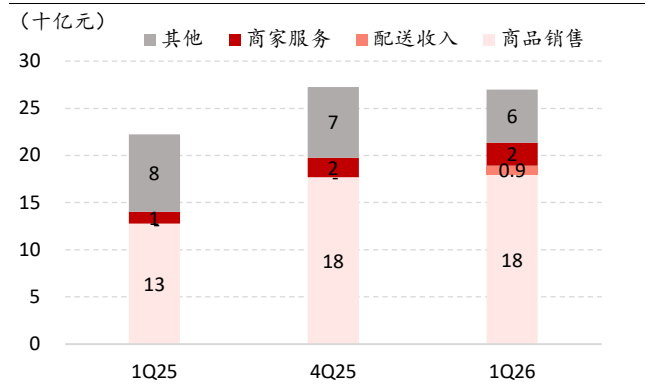
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 核心本地商业收入结构更新



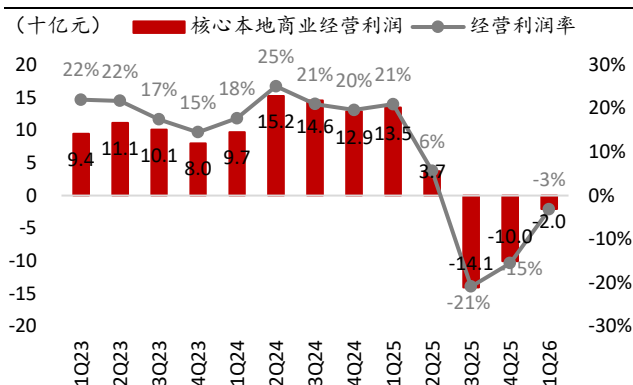
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 4: 1Q26 商品销售占新业务收入的 67%



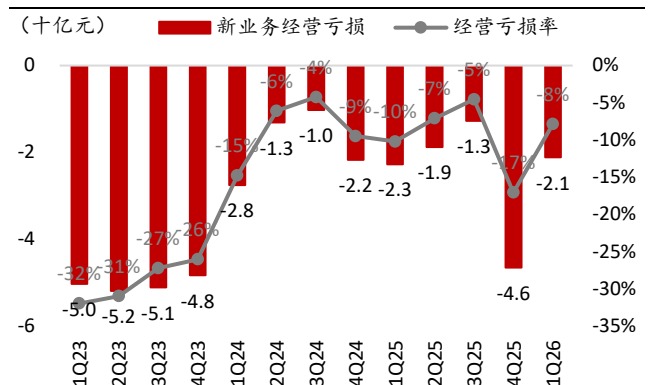
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 5: 1Q26 核心本地商业经营亏损 20 亿元



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 6: 1Q26 新业务亏损环比收窄



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

## 利润表预测更新

**图表 7: 利润表预测更新**

美团3690. HK 百万元	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总收入</b>	<b>91,840</b>	<b>95,488</b>	<b>92,096</b>	<b>91,039</b>	<b>101,313</b>	<b>364,855</b>	<b>398,566</b>	<b>441,378</b>	<b>484,936</b>
同比	12%	2%	4%	5%	10%	8%	9%	11%	10%
<b>营业成本</b>	<b>-61,426</b>	<b>-70,307</b>	<b>-67,969</b>	<b>-65,069</b>	<b>-69,316</b>	<b>-253,846</b>	<b>-281,230</b>	<b>-327,941</b>	<b>-377,064</b>
<b>毛利</b>	<b>30,414</b>	<b>25,181</b>	<b>24,127</b>	<b>25,970</b>	<b>31,996</b>	<b>111,009</b>	<b>117,337</b>	<b>113,437</b>	<b>107,872</b>
毛利率	33.1%	26.4%	26.2%	28.5%	31.6%	30.4%	29.4%	25.7%	22.2%
<b>销售费用</b>	<b>-22,519</b>	<b>-34,267</b>	<b>-31,726</b>	<b>-22,969</b>	<b>-16,898</b>	<b>-102,934</b>	<b>-91,637</b>	<b>-82,599</b>	<b>-75,369</b>
同比	52%	91%	83%	48%	-25%	61%	-11%	-10%	-9%
<b>研发费用</b>	<b>-6,260</b>	<b>-6,937</b>	<b>-7,029</b>	<b>-7,043</b>	<b>-7,162</b>	<b>-25,998</b>	<b>-29,995</b>	<b>-34,084</b>	<b>-38,267</b>
同比	17%	31%	30%	22%	14%	23%	15%	14%	12%
<b>行政费用</b>	<b>-2,679</b>	<b>-2,958</b>	<b>-3,653</b>	<b>-2,938</b>	<b>-2,989</b>	<b>-11,916</b>	<b>-13,083</b>	<b>-15,182</b>	<b>-17,386</b>
同比	-1%	6%	24%	12%	12%	11%	10%	16%	15%
<b>经营利润</b>	<b>226</b>	<b>-19,759</b>	<b>-16,074</b>	<b>-6,470</b>	<b>-1,936</b>	<b>-25,041</b>	<b>-4,083</b>	<b>27,742</b>	<b>37,285</b>
经营利润率	0.2%	-20.7%	-17.5%	-7.1%	-1.9%	-6.9%	-1.0%	6.3%	7.7%
<b>净利润</b>	<b>365</b>	<b>-18,632</b>	<b>-15,144</b>	<b>-6,827</b>	<b>-1,966</b>	<b>-23,354</b>	<b>-5,319</b>	<b>27,288</b>	<b>36,517</b>
净利润率	0.4%	-19.5%	-16.4%	-7.5%	-1.9%	-6.4%	-1.3%	6.2%	7.5%
<b>经调整经营利润</b>	<b>1,840</b>	<b>-15,349</b>	<b>-14,696</b>	<b>-4,146</b>	<b>650</b>	<b>-16,986</b>	<b>5,698</b>	<b>33,480</b>	<b>46,619</b>
Adj.OPM	2.0%	-16.1%	-16.0%	-4.6%	0.6%	-4.7%	1.4%	7.6%	9.6%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>2,782</b>	<b>-14,842</b>	<b>-14,025</b>	<b>-3,049</b>	<b>922</b>	<b>-13,783</b>	<b>8,066</b>	<b>34,972</b>	<b>45,803</b>
同比	-81%	-202%	-222%	-125%	-67%	-3.8%	2.0%	7.9%	9.4%
Adj.EBITDA margin	3.0%	-15.5%	-15.2%	-3.3%	0.9%	-3.8%	2.0%	7.9%	9.4%
<b>经调整净利润</b>	<b>1,493</b>	<b>-16,010</b>	<b>-15,080</b>	<b>-4,968</b>	<b>-58</b>	<b>-18,648</b>	<b>1,494</b>	<b>32,567</b>	<b>42,542</b>
同比	-89%	-225%	-253%	-145%	-104%	-143%	-108%	2080%	31%
Adj.NPM	1.6%	-16.8%	-16.4%	-5.5%	-0.1%	-5.1%	0.4%	7.4%	8.8%
<b>分部表现:</b>									
<b>核心本地商业</b>									
<b>收入</b>	<b>65,347</b>	<b>67,447</b>	<b>64,835</b>	<b>64,063</b>	<b>68,777</b>	<b>261,953</b>	<b>271,568</b>	<b>295,657</b>	<b>321,217</b>
同比	8%	-3%	-1%	0%	5%	5%	4%	9%	9%
<b>经营利润</b>	<b>3,721</b>	<b>-14,071</b>	<b>-10,046</b>	<b>-2,030</b>	<b>3,041</b>	<b>-6,904</b>	<b>14,293</b>	<b>38,637</b>	<b>49,713</b>
同比	-76%	-196%	-178%	-115%	-18%	-113%	-307%	170%	29%
OPM	5.7%	-20.9%	-15.5%	-3.2%	4.4%	-2.6%	5.3%	13.1%	15.5%
<b>新业务</b>									
<b>收入</b>	<b>26,493</b>	<b>28,041</b>	<b>27,262</b>	<b>26,976</b>	<b>32,535</b>	<b>104,029</b>	<b>126,998</b>	<b>145,721</b>	<b>163,719</b>
同比	23%	16%	19%	21%	23%	19%	22%	15%	12%
<b>经营利润</b>	<b>-1,881</b>	<b>-1,278</b>	<b>-4,650</b>	<b>-2,116</b>	<b>-2,391</b>	<b>-10,082</b>	<b>-8,595</b>	<b>-5,157</b>	<b>-3,094</b>
同比	43%	25%	114%	-7%	27%	-9.7%	-6.8%	-3.5%	-1.9%
OPM	-7.1%	-4.6%	-17.1%	-7.8%	-7.3%	-9.7%	-6.8%	-3.5%	-1.9%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测



**客户服务热线**

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

**免责声明**

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投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际,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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际,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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际,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),国投证券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。

收件人应注意国投证券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,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**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。
- 国投证券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。

**国投证券(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