



美团 (3690.HK): 竞争缓和, 亏损环比收窄

1Q26 利润好于预期: 公司 1Q26 收入同比增长 5.6% 至人民币 910 亿元, 基本符合市场预期; 调整后净亏损为 50 亿元, 好于市场预期, 4Q25 调整后净亏损为 151 亿元。一季度公司调整财务披露方式, 将佣金和在线营销收入合并为商家服务收入, 并将新业务中的小象超市和快驴等自营业务作为商品销售收入单独披露。

竞争有所降温, 外卖 UE 修复: 1Q26 核心本地商业板块收入同比增长 0.1% 至 641 亿元, 经营亏损达 20.3 亿元, 经营利润率为 -3.2%。我们测算一季度公司外卖单均亏损收窄至 1 元, 环比减亏速度优于我们此前预期, 相较于竞对的 UE 优势或扩大至 3 元左右。结合各外卖玩家的一季度业绩来看, 行业整体竞争正在实质性降温, 减亏成为行业参与者的核心目标之一。我们认为, 公司超预期的减亏, 展现出公司核心高价值用户基本盘的稳定, 也或将推动行业竞争更加趋于理性, 带动行业利润修复。而在行业共同减少补贴的背景下, 公司有望凭借更优的订单结构和履约效率, 实现更大的利润修复弹性。我们预计公司二季度 UE 环比将进一步大幅改善, 或将接近盈亏平衡。

新业务增长健康, 亏损环比收窄: 新业务板块表现亮眼, 1Q26 收入同比增长 21% 至 270 亿元, 经营亏损环比收窄至 21 亿元, 亏损率 7.8%。海外业务仍保持高速增长, 虽然中东局势变动带来短期波动, 但影响可控, 长期来看渗透率仍有很大提升空间。此外, 公司表示 2026 年海外市场以提效优先, 暂缓新市场扩张。

维持“买入”评级及目标价 120 港元: 考虑到去年高基数, 下半年外卖订单量或承压, 但高客单占比提升或有助于 GTV 保持韧性。随着行业竞争放缓, 公司亏损情况有望得到逐步修复, 我们将公司 FY26E/2027E 净利润预测上调至 -51 亿/+211 亿元, 维持目标价 120 港元。维持“买入”评级。

投资风险: 竞争加剧; 业务复苏不及预期。

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	399,352	446,130	495,193
经营利润	36,845	(25,041)	(10,756)	16,507	29,216
调整后净利润	43,772	(18,648)	(5,140)	21,078	32,685
调整后目标 PE (x)			N/A	30.0	19.4

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 6 月 2 日

评级

买入

目标价 (港元)	120
潜在升幅/降幅	+40%
目前股价 (港元)	85.5
52 周内股价区间 (港元)	72.25-149.8
总市值 (百万港元)	527,930
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4,264

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2026 年 6 月 2 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
收入	337,592	365,982	399,352	446,130	495,193
收入成本	(207,807)	(253,846)	(274,727)	(301,138)	(329,303)
毛利	129,785	112,136	124,625	144,992	165,890
研发费用	(21,054)	(25,998)	(28,308)	(30,337)	(32,683)
销售费用	(63,975)	(104,061)	(95,395)	(84,765)	(89,135)
管理费用	(10,729)	(11,916)	(12,188)	(13,384)	(14,856)
其他营业费用	2,818	4,799	510	-	-
经营盈利	36,845	(25,041)	(10,756)	16,507	29,216
利息收益	(45)	125	(305)	-	-
投资及其他收益	1,186	79	(502)	-	-
除税前盈利	37,985	(24,838)	(11,563)	16,507	29,216
所得税开支	(2,177)	1,483	792	(1,321)	(2,922)
持续经营净利润	35,808	(23,354)	(10,770)	15,186	26,295
年度盈利	35,808	(23,354)	(10,770)	15,186	26,295
少数股东权益	-	-	-	-	-
本公司权益持有人	35,808	(23,354)	(10,770)	15,186	26,295
调整后净利润	43,772	(18,648)	(5,140)	21,078	32,685

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)	(11,563)	16,507	29,216
折旧及摊销	8,421	10,199	13,055	13,374	14,138
股权激励费用	7,583	6,002	5,631	5,891	6,390
其他调整项	(3,308)	(4,122)	-	-	-
营运资金变动	6,466	(1,056)	2,945	3,493	3,677
经营现金流	57,147	(13,815)	10,068	39,265	53,421
固定资产	(10,138)	(12,831)	(14,001)	(15,641)	(17,361)
无形资产	-	-	-	-	-
短期投资	16,472	42,663	-	-	-
其他投资现金流	3,872	(60)	-	-	-
投资现金流	10,205	29,773	(14,001)	(15,641)	(17,361)
借款净额	(1,230)	36,888	-	-	-
其他融资现金流	(29,185)	(15,645)	-	-	-
融资现金流	(30,415)	21,243	-	-	-
汇率变动影响	557	(1,263)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	37,494	35,937	(3,933)	23,624	36,061
年初现金及现金等价物	33,340	70,834	106,771	102,838	126,463
年末现金及现金等价物	70,834	106,771	102,838	126,463	162,523

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	102,838	126,463	162,523
应收账款	2,653	3,323	3,626	4,050	4,496
短期投资	97,409	60,062	60,062	60,062	60,062
其他流动资产	38,839	54,901	54,497	54,176	53,889
流动资产合计	209,735	225,057	221,023	244,751	280,971
固定资产	30,239	38,705	39,651	41,918	45,141
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	6,982	6,982	6,982
非流动资产合计	114,620	121,853	122,799	125,066	128,288
资产总计	324,355	346,910	343,822	369,817	409,259
短期借款	1	3,468	3,468	3,468	3,468
应付账款	25,193	34,572	37,415	41,012	44,848
其他流动负债	82,741	85,502	85,502	85,502	85,502
流动负债合计	107,936	123,542	126,386	129,982	133,818
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	53,591	53,591	53,591
非流动负债合计	43,815	72,381	72,381	72,381	72,381
负债总计	151,751	195,922	198,766	202,363	206,199
股本溢价	308,861	317,415	317,415	317,415	317,415
保留盈利及其他	(136,198)	(166,369)	(172,301)	(149,903)	(114,297)
本公司权益持有人应占权益	172,663	151,046	145,114	167,512	203,118
非控制性权益	(59)	(58)	(58)	(58)	(58)
权益总额	172,604	150,988	145,056	167,454	203,060

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	22.0%	8.4%	9.1%	11.7%	11.0%
毛利润增速	33.5%	-13.6%	11.1%	16.3%	14.4%
经营利润增速	174.6%	NM	-57.0%	NM	77.0%
净利润增速	158.4%	NM	-53.9%	NM	73.1%
调整后净利润增速	88.2%	NM	-72.4%	NM	55.1%
盈利能力比率					
毛利率	38.4%	30.6%	31.2%	32.5%	33.5%
经营利润率	10.9%	-6.8%	-2.7%	3.7%	5.9%
净利率	10.6%	-6.4%	-2.7%	3.4%	5.3%
调整后净利率	13.0%	-5.1%	-1.3%	4.7%	6.6%
每股指标 (元)					
基本EPS	5.8	-3.9	-1.8	2.5	4.3
摊薄EPS	5.8	-3.8	-1.8	2.5	4.3
调整后EPS	7.0	-3.1	-0.8	3.5	5.4
估值 (倍)					
调整后目标P/E			N/A	30.0	19.4
目标P/S			1.6	1.4	1.3
目标P/B			3.2	3.1	3.1

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 6 月 2 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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个人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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

