

# 美团-W (03690.HK)

优于大市

2026Q1 业绩点评：外卖减亏带动利润表现亮眼，到店仍面临竞争与宏观疲软压力

## 核心观点

**总览：收入同比增长 5.2%，增量主要由新业务小象超市贡献。** 本季度美团实现营业收入 910 亿元，按收入类型划分，即时配送服务/交易佣金/营销服务收入 yoy-6%/+51%/-75%。毛利率、销售费率、研发费率持续走弱，经调整亏损收窄至 50 亿，环比减亏 100 亿，主要由外卖减亏以及新业务亏损回落贡献；调整后净利润率-6%。其中，毛利率同比下降约 9pct，主要由于消费者激励增加，以及维持行业领先的配送服务质量而投入的高额骑手激励；研发费率同比上升 1pct，主要由于 AI 投资；销售费率同比上升 7pct 至 25%，主要由于公司加大了推广、广告及用户激励投入，为了提升品牌认知度、获取新用户及增强核心用户粘性；管理费率基本与去年同期持平。

**核心本地：本季度核心本地商业实现收入 641 亿元，同比基本持平。** 测算餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比增速分别为-6%/22%/8%。本季度核心本地业务经营亏损 20 亿元，持续减亏，经营利润率为-3%，同比下降 24pct。除各业务补贴投入外，本季度公司在核心本地商业层面投入 5 亿费用，主要投入会员权益。整体而言，我们认为外卖大战激烈逐步下降，2026 年 3 月阿里业绩会上管理层表示 FY2027 财年淘闪亏损减半，FY2029 将实现盈利，此后监管发文叫停外卖“反内卷”竞争，从进展看，美团与淘闪今年以来持续收缩补贴，双方 UE 亏损环比好转明显。到店业务持续受到宏观消费疲软以及竞争影响，我们预计全年经营利润率稳定在 25%上下。

**新业务：本季度新业务收入同比增长 21%至 270 亿元，主要增量由商品销售增长贡献（小象快驴），经营亏损 21 亿元，亏损同环比持续收缩，主要由于海外业务以及食杂业务持续提效。**

**投资建议：**考虑竞争放缓导致核心本地业务收入显著回升，向上调整 2026-2028 年收入 4029/4716/5464 亿元(前值为 3939/4394/4972 亿元)，调整幅度 +2.3%/+7.3%/+9.9%，调整 2026-2028 年调整后净利润 -94/+30/189 亿元（前值为-178/-939/202 亿元），继续维持“优于大市”评级。

**风险提示：**本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	337,592	364,855	402,930	471,621	546,444
(+/-%)	22.0%	8.1%	10.4%	17.0%	15.9%
经调整净利润(百万元)	23,253	43,653	-9,446	3,035	18,886
(+/-%)	722.5%	87.7%	na	na	522.2%
经调整 EPS (元)	7.07	-2.78	-1.42	0.43	3.08
EBIT Margin	10.9%	-7.8%	-3.9%	-2.1%	1.2%
净资产收益率 (ROE)	20.7%	-15.5%	-12.6%	-7.1%	4.9%
市盈率 (PE)	11.3	10.5	-48.6	151.3	24.3
EV/EBITDA	20.0	-23.4	-255.7	140.0	35.0
市净率 (PB)	3.26	3.26	3.67	3.93	3.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 海外公司财报点评

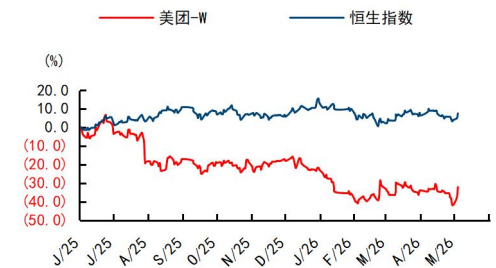
### 互联网 · 互联网 II

<b>证券分析师：张伦可</b> 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004	<b>证券分析师：曾光</b> 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
<b>证券分析师：陈淑媛</b> 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003	<b>证券分析师：王颖婕</b> 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn S0980525020001

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	85.50 港元
总市值/流通市值	527930/478412 百万港元
52 周最高价/最低价	149.80/72.25 港元
近 3 个月日均成交额	4275.14 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《美团-W (03690.HK) -业绩符合预期，2026 年盈利有望筑底回暖》——2026-03-31
- 《美团-W (03690.HK) -外卖大战影响核心本地收入利润，预计影响将逐步减弱》——2025-11-30
- 《美团-W (03690.HK) -补贴加大拖累经营表现，持续跟踪竞争格局变化》——2025-09-15
- 《美团-W (03690.HK) -一季度主业利润释放优秀，短期补贴投入以巩固龙头地位》——2025-06-03
- 《美团-W (03690.HK) -一季度核心主业增长亮眼，阶段增加投入稳固经营根基》——2025-05-29

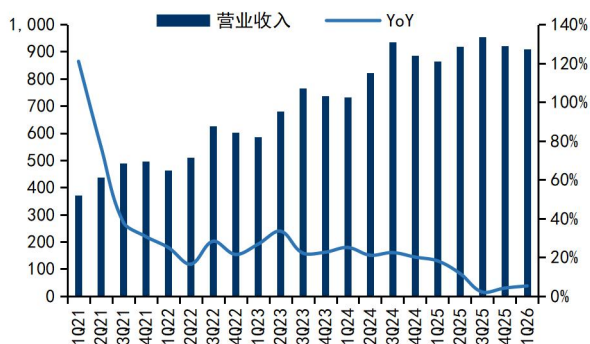
## 总览

收入同比增长 5.2%，增量主要由新业务小象超市贡献。本季度美团实现营业收入 910 亿元，按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入 yoy-6%/+51%/-75%。

毛利率、销售费率、研发费率持续走弱，经调整亏损收窄至 50 亿，环比减亏 100 亿，主要由外卖减亏以及新业务亏损回落贡献；调整后净利润率-6%。其中，毛利率同比下降约 9pct，主要由于消费者激励增加，以及维持行业领先的配送服务质量而投入的高额骑手激励；研发费率同比上升 1pct，主要由于 AI 投资；销售费率同比上升 7pct 至 25%，主要由于公司加大了推广、广告及用户激励投入，为了提升品牌认知度、获取新用户及增强核心用户粘性；管理费率基本与去年同期持平。

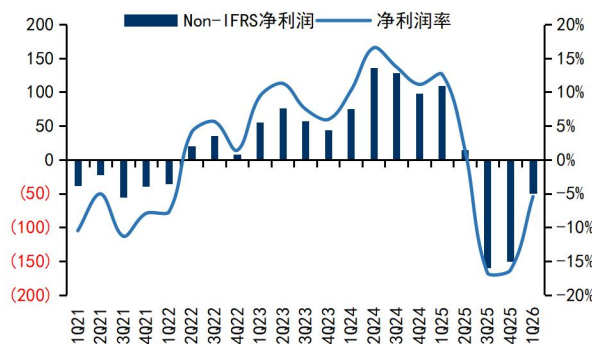
值得一提的是，公司持续完善 AI 布局：1) 用户端升级 AI 助手“小团”，并在主 App 增加专门入口；2) 商家端扩大 AI 工具覆盖，服务餐饮和中小商家，“智能掌柜”本季度服务超过 70 万商家，并从单店覆盖扩展到连锁门店；“数字员工”继续支持中小型商家，在广泛服务类别中服务超过 30 万商家。

图1：美团季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：美团调整后净利润及利润率（亿元、%）



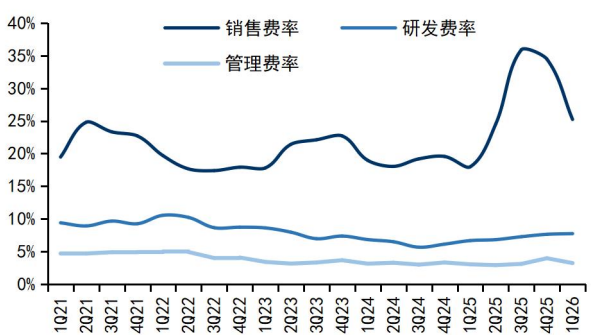
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：美团季度毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：美团季度期间费用率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 核心本地

**核心本地商业收入同比基本持平，经营亏损收窄至 20 亿。** 本季度核心本地商业实现收入 641 亿元，同比基本持平。我们测算，餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比增速分别为-6%/22%/8%。本季度核心本地业务经营亏损 20 亿元，持续减亏，经营利润率为-3%，同比下降 24pct。除各业务补贴投入外，本季度公司在核心本地商业层面投入 5 亿费用，主要投入会员权益。整体而言，我们认为外卖大战烈度逐步下降，2026 年 3 月阿里业绩会上管理层表示 FY2027 财年淘闪亏损减半，FY2029 将实现盈利，此后监管发文叫停外卖“反内卷”竞争，从进展看，美团与淘闪今年以来持续收缩补贴，双方 UE 亏损环比好转明显。

图5: 美团核心本地商业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 美团核心本地商业经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**我们测算餐饮外卖订单量同比增长 9%，UE 亏损 0.96 元。** 收入端，我们测算外卖收入同比下降 6%，本季度餐饮外卖 take rate 下降，主要由于去年同期无竞争影响。利润端，我们测算本季度单均 UE-0.96 元，环比改善，主要由于补贴竞争缓和、高价值订单和核心用户占比改善以及运营能力提升。我们认为美团长期能维持 1-1.5 元的 UE GAP，主要由于精细化运营能力降本以及在高客单外卖的高市占率。我们测算目前公司在 30 元以上外卖订单市占率维持在 70%以上。

**我们测算闪购订单量同比增长 25%，经营亏损约 7.6 亿元。** 收入方面，我们测算本季度闪购收入增长约 22%，主要受益于单量持续增长带来的 GTV 增长。本季度闪购亏损环比减少，主要由于竞争环境缓和和用户补贴减少。

图7: 美团餐饮外卖订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图8: 美团闪购订单数及增速 (亿笔、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

我们测算到店酒旅收入 yoy+8%，经营利润率 25%。1) 收入稳定增长主要由于假期消费和旅行需求带动，公司通过提供高性价比优质住宿提升交易转化率，并进一步巩固低星级酒店领域的领先地位。2) 经营利润率环比持平，主要由于宏观消费疲软导致的单均价下滑以及竞争带来的补贴增加，我们预计 2026 年全年经营利润率维持在 25%。

图9: 美团到店酒旅收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图10: 美团到店酒旅经营利润及经营利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

## 新业务

本季度新业务收入同比增长 21%至 270 亿元。主要增量由商品销售增长贡献（小象快驴），商家服务在低基数情况下实现同比翻倍增长。

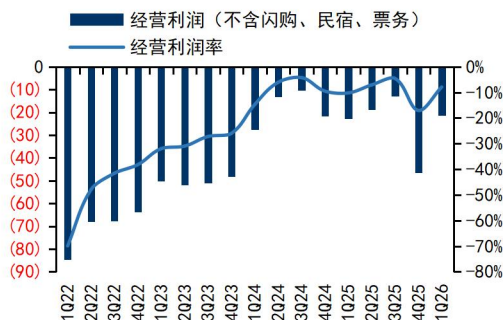
本季度经营亏损 21 亿元。经营亏损率 8%，同环比看亏损持续收窄，主要由于海外业务以及食杂业务持续提效。此外，管理层表示公司继续推进 Keeta 的全球化布局，重点市场包括香港、沙特等中东市场及巴西。本季度，公司在香港和沙特实现进一步效率提升，其他中东市场和巴西也取得较好增长，效率改善速度快于已成熟市场同阶段表现。策略节奏上，公司表示今年将优先考虑运营改善，而非新的市场扩张，体现出海外业务从快速拓展逐步转向效率提升和财务纪律。中东地区方面，受地缘政治影响，相关增长指标出现短期波动，但目前影响可控，公司仍对中东按需配送市场的长期潜力保持信心。

图11: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 美团新业务经营利润及利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

考虑竞争放缓导致核心本地业务收入显著回升，向上调整 2026-2028 年收入 4029/4716/5464 亿元（前值为 3939/4394/4972 亿元），调整公司各项费用等指标如下：1、外卖业务竞争边际缓和，上调 2026-2028 年核心本地经营利润至 24/149/299 亿元；2、我们维持 2026-2028 年新业务经营利润预测不变。毛利及各项费用看，我们上调公司 2026-2028 年毛利至 1155/1344/1577 亿元，主要由于国内外卖竞争缓和导致配送成本下修，下调 2026-2028 年公司销售费用（竞争缓和）至 907/958/1004 亿元，上调 2026-2028 年研发费用（投入 AI 研发）至 302/353/370 亿元，在此基础上调整 2026-2028 年调整后净利润-94/+30/189 亿元（前值为-178/-939/202 亿元），继续维持“优于大市”评级。

表1: 美团 2026-2028 年盈利测算一览

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总营收</b>	3,530	3,898	4,563	5,287
YoY	5%	10%	17%	16%
<b>1. 核心本地商业收入</b>	2,489	2,636	3,032	3,430
YoY	-1%	6%	15%	13%
<b>核心本地商业经营利润</b>	-83	24	149	299
经营利润率	-3%	1%	5%	9%
yoy	-116%	-128%	534%	101%
<b>2. 新业务收入 (新口径)</b>	1,040	1,262	1,531	1,857
YoY	19%	21%	21%	21%
<b>新业务经营利润</b>	-101	-91	-71	-11
经营利润率	-10%	-7%	-5%	-1%
yoy	39%	-10%	22%	84%
<b>毛利润</b>	1,121	1,155	1,344	1,577
毛利率	32%	30%	29%	30%
<b>销售费用</b>	1,041	907	958	1,004
销售费率	29.5%	23.3%	21.0%	19.0%
<b>研发费用</b>	260	302	353	370
研发费率	7.4%	7.7%	7.7%	7.0%
<b>管理费用</b>	119	126	147	159
管理费率	3.4%	3.2%	3.2%	3.0%
<b>Non-IFRS 归母净利润</b>	(186)	(94)	30	189

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

## 风险提示

本地生活行业新入局者的竞争风险; 政策监管带来经营业务调整的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	106771	112110	123321	135653	营业收入	364855	402930	471621	546444
应收款项	33580	36429	42640	49405	营业成本	253846	283565	332678	383426
存货净额	3013	3693	4335	4998	销售费用	104061	93763	99040	103824
其他流动资产	21632	60439	70743	81967	管理及研发费用	37915	44177	51708	54644
<b>流动资产合计</b>	<b>225057</b>	<b>272734</b>	<b>313114</b>	<b>358512</b>	资产减值及公允价值变动	463	536	(399)	(485)
固定资产	38705	36141	30952	23906	其他损益净额	2130	2511	2511	2511
无形资产及其他	30221	30210	30274	30416	营业利润	(28375)	(15528)	(9694)	6575
投资性房地产	34620	34620	34620	34620	财务费用	(126)	1220	0	0
长期股权投资	18306	18306	18356	18406	权益性投资收益	79	(1224)	250	250
<b>资产总计</b>	<b>346910</b>	<b>392011</b>	<b>427316</b>	<b>465861</b>	利润总额	(24838)	(17972)	(9444)	6825
短期借款及交易性金融负债	3468	35933	50144	64627	<b>所得税费用</b>	<b>(1483)</b>	<b>(1110)</b>	<b>(583)</b>	<b>422</b>
应付款项	45727	51699	56355	59977	少数股东损益	1	1	0	(0)
其他流动负债	74347	76543	87755	98296	归属于母公司净利润	(23355)	(16862)	(8861)	6404
<b>流动负债合计</b>	<b>123542</b>	<b>164175</b>	<b>194254</b>	<b>222900</b>	<b>经调整净利润</b>	<b>(18648)</b>	<b>(9446)</b>	<b>3035</b>	<b>18886</b>
长期借款及应付债券	18789	22254	25719	29184	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
其他长期负债	53591	71455	82077	82107	<b>净利润</b>	<b>(23355)</b>	<b>(16862)</b>	<b>(8861)</b>	<b>6404</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>72381</b>	<b>93709</b>	<b>107796</b>	<b>111291</b>	资产减值准备	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>195922</b>	<b>257884</b>	<b>302050</b>	<b>334192</b>	折旧摊销	0	15502	17734	20078
少数股东权益	(58)	(57)	(57)	(57)	公允价值变动损失	(463)	(536)	399	485
股东权益	151046	134184	125323	131727	财务费用	(126)	1220	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>346910</b>	<b>392011</b>	<b>427316</b>	<b>465861</b>	营运资本变动	4738	(16306)	9333	(4458)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	其它	5265	1	0	(0)
经调整 EPS	(2.78)	(1.42)	0.43	3.08	<b>经营活动现金流</b>	<b>(13815)</b>	<b>(18202)</b>	<b>18606</b>	<b>22509</b>
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(20854)	(12389)	(13009)	(13659)
每股净资产	24.46	21.73	20.30	21.33	其它投资现金流	45133	0	(12012)	(14415)
ROIC	-41%	-17%	-10%	4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>29773</b>	<b>(12389)</b>	<b>(25071)</b>	<b>(28124)</b>
ROE	-15%	-13%	-7%	5%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	30%	30%	29%	30%	负债净变化	17614	3465	3465	3465
EBIT Margin	-8%	-4%	-2%	1%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	-1%	1%	5%	其它融资现金流	(13986)	32465	14212	14483
收入增长	8%	10%	17%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>21243</b>	<b>35930</b>	<b>17677</b>	<b>17948</b>
净利润增长率	--	--	--	-172%	<b>现金净变动</b>	<b>35937</b>	<b>5339</b>	<b>11211</b>	<b>12332</b>
资产负债率	56%	66%	71%	72%	货币资金的期初余额	70834	106771	112110	123321
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	106771	112110	123321	135653
P/E	(28.7)	(56.1)	184.0	25.9	企业自由现金流	(42796)	(27762)	4963	8130
P/B	3.3	3.7	3.9	3.7	权益自由现金流	(39049)	7914	21354	24190
EV/EBITDA	(23)	(256)	140	35					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032