

即时配送业务减亏超预期，看好后续运营效率下利润修复

核心观点

核心观点：即时配送行业补贴收缩、竞争趋于理性，公司未来季度利润有望逐渐修复，看好公司在运营效率更具优势下扩大 UE 优势；到店方面跟进利润率向上拐点出现。

- **Q1 即时配送业务亏损好于预期，Q2 外卖有望实现盈亏平衡。**单量和收入端看，我们测算 Q1 外卖+闪购日单量同增 8%达约 7300 万单，但宏观和补贴影响下外卖 AOV 下降、闪购 AOV 相对稳定，收入端即时配送业务同比仍有小幅下滑。**利润端**，Q1 外卖+闪购合计亏损约 62 亿，即时配送业务单单亏损收窄至 1 元以内（环比 Q4 约 1.8 元亏损显著减亏）。**展望 Q2 及 26 全年**，随着行业收缩补贴、竞争趋于理性，我们预计 Q2 收入端有望同比转正（Q1 核心主业配送收入 yoy-6.4%，较前两个季度-17%/-10%的降幅显著收窄），4~5 月外卖已实现盈利，6 月投入虽有所增加，但 Q2 整体外卖有望实现盈亏平衡。我们预计 Q2 和 26 年即配业务亏损约 8/87 亿元。
- **到店酒旅业务短期竞争扰动，OPM 长期仍有回升空间。**26Q1 公司到店酒旅业务的 GTV 和收入增速均有所放缓，我们测算 26Q1 GTV 同增约 11%、收入同增约 9%，OPM 环比稳定在 25%左右。短期虽有宏观挑战、抖音竞争、低线城市开拓影响，但公司在核心类目上优势稳固，一方面减少低 ROI 类目投入，另一方面顺应消费趋势推出更具价格力的套餐，我们预计 26Q2 到店酒旅业务 GTV 稳健（yoy+10%），收入同增 9%，OPM 为 25%。长期随着上述影响因素缓释，OPM 有望回升，关注改善拐点。
- **Keeta 优先运营优化，预计新业务 26 年亏损 83 亿元。**26Q1 新业务亏损 21 亿，好于我们 27 亿亏损的预期。26Q1 Keeta 在香港、沙特、中东、巴西的业务进一步提效，考虑海外局势暂缓新市场扩张，优先运营效率提升。我们预计 26Q2 新业务亏损 24 亿，26 全年亏损 83 亿。

盈利预测与投资建议

- 考虑到即时配送业务竞争或缓和，公司利润修复好于预期，我们预计公司 26-28 年每股收益分别为-1.56/2.86/4.87 元（26-27 年原预测为-2.69/2.39 元）。采用分部估值，计算公司合理估值为 6,981 亿 HKD（港币兑人民币汇率 0.87），目标价 113.06 HKD，维持“买入”评级。

风险提示 政策管控，市场竞争加剧，消费恢复不及预期，新业务增长不及预期

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	337,592	364,855	402,121	454,647	495,753
同比增长(%)	21.99%	8.08%	10.21%	13.06%	9.04%
营业利润(百万元)	36,845	-25,041	-11,649	18,147	33,995
同比增长(%)	174.65%	-167.96%	-53.48%	-255.78%	87.34%
归属母公司净利润(百万元)	35,807	-23,355	-9,611	17,633	30,040
同比增长(%)	158.43%	-165.22%	-58.85%	-283.47%	70.36%
每股收益(元)	5.80	(3.78)	(1.56)	2.86	4.87
毛利率(%)	38.44%	30.43%	31.88%	35.55%	36.08%
净利率(%)	10.61%	-6.40%	-2.39%	3.88%	6.06%
净资产收益率(%)	22.06%	-14.43%	-6.44%	11.05%	15.86%
市盈率(倍)	12.1	(18.5)	(44.9)	24.5	14.4
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	0.9	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

买入（维持）

股价（2026年06月03日）	80.4 港元
目标价格	113.06 港元
52 周最高价/最低价	149.8/72.25 港元
总股本/流通 H 股（万股）	617,462/559,547
H 股市值（百万港币）	496,439
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 06 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.47	-3.42	6.28	-41.14
相对表现%	2.27	-2.86	6.8	-50.16
恒生指数%	1.2	-0.56	-0.52	9.02



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuyi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

美团 4Q25 点评：即时配送业务利润进入减亏修复期	2026-04-01
美团 3Q25 点评：补贴进入深水区，中高价订单成竞争焦点	2025-12-03
美团 2Q25 点评：补贴加大拖累业绩表现，关注动态竞争情况	2025-09-08

表 1：美团盈利预测

单位：百万元/%	25A	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	26E	27E
营业收入	364,855	91,039	101,494	106,870	102,717	402,121	454,647
yoy	8.1%	5.2%	10.5%	11.9%	11.5%	10.2%	13.1%
营业成本	-253,846	-65,069	-68,271	-72,228	-68,352	-273,920	-293,002
毛利润	111,009	25,970	33,223	34,642	34,365	128,200	161,645
毛利率%	30.4%	28.5%	32.7%	32.4%	33.5%	31.9%	35.6%
归属母公司净利润	-23,355	-6,827	-2,713	-4,231	4,246	-9,611	17,633
利润率%	-6.4%	-7.5%	-2.7%	-4.0%	4.1%	-2.4%	3.9%
调整后营业利润	-16,986	-4,146	1,200	1,377	2,355	785	23,936
营业利润率%	-4.7%	-4.6%	1.2%	1.3%	2.3%	0.2%	5.3%
调整后净利润	-18,648	-4,968	-805	-2,117	2,923	-5,053	22,726
利润率%	-5.1%	-5.5%	-0.8%	-2.0%	2.8%	-1.3%	5.0%

资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

我们采取分部估值法对公司进行估值。

- 1) 外卖+闪购（即时配送业务）：由于外卖和闪购业务均基于公司履约配送网络，我们合并两项业务的收入，采取 PS 估值方法。参考可比公司给予 26 年 1.7x PS 估值，预计外卖+闪购业务 26 年实现营业收入 2,078 亿元，对应市值 4,067 亿 HKD；
- 2) 到店酒旅：业务盈利能力已经比较稳定，因此我们继续采用 PE 估值，参考可比公司给予 26 年 10.1x PE 估值，我们预计到店酒旅业务 26 年实现税后营业利润 151 亿，对应市值 1,760 亿 HKD；
- 3) 新业务：由于社区团购 25 年 6 月开始战略收缩，新业务主要包括海外外卖业务、小象超市等食杂零售业务、单车、ToB SaaS 服务等。新业务仍未盈利，采取 PS 估值，参考可比公司给予 0.8x PS 估值，我们预计新业务 26 年实现收入 1,234 亿元，对应市值 1,154 亿 HKD。

综上，公司合理估值为 6,981 亿 HKD，目标价 113.06 元 HKD，维持“买入”评级。

表 2：公司分部估值

2026E 分部估值	26E 营业收入 (亿 CNY)	26E 税后经营利润 (亿 CNY)	26 年 PS	26 年 PE	市值 (亿 CNY)	市值 (亿 HKD)	目标价 (港元/股)
外卖+闪购	2,078	-	1.7x	-	3,538	4,067	65.9
到店、酒店旅游业务	-	151	-	10.1x	1,531	1,760	28.5
新业务	1,234	-	0.8x	-	1,004	1,154	18.7
合计					6,073	6,981	113.06

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所测算

注：HKD/CNY=0.87 (2026/6/3)

表 3：可比公司估值

外卖+闪购可比公司	市值 (亿 USD)	营业收入 (亿 USD)			PS		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
阿里巴巴	3100.4	1380.0	1441.6	1667.7	2.2	2.2	1.9
Delivery Hero	135.4	133.0	158.9	181.9	1.0	0.9	0.7
Eternal	254.0	24.0	61.6	101.4	10.6	4.1	2.5
均值					4.6	2.4	1.7

到店/酒旅可比公司	市值 (亿 USD)	净利润 (亿 USD)			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
携程	344.9	25.1	44.3	28.8	13.8	7.8	12.0
Bookings	1276.8	63.7	74.4	81.7	20.0	17.2	15.6
Expedia	270.5	16.2	20.4	23.3	16.7	13.3	11.6
同城艺龙	42.6	3.9	4.7	5.7	11.0	9.0	7.5
TripAdvisor	13.9	1.9	1.7	1.5	7.4	8.4	9.3
Yelp	12.1	2.9	2.8	2.1	4.1	4.3	5.7
调整后均值					12.2	9.6	10.1

新业务可比公司	市值 (亿 USD)	营业收入 (亿 USD)			PS		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
叮咚买菜	5.5	32.0	33.9	39.5	0.2	0.2	0.1
滴滴出行	163.2	287.2	315.6	369.0	0.6	0.5	0.4
阿里巴巴	3100.4	1380.0	1441.6	1667.7	2.2	2.2	1.9
均值					1.0	0.9	0.8

注：可比公司收入、净利润一致预期取自 Bloomberg 2026/6/3，市值取自 2026/6/3。调整后均值为去掉最高和最低后的均值。

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

风险提示

政策管控：反垄断政策、外卖用工社保管理及禁止低价倾销政策，可能会对公司经营产生一定影响。

市场竞争加剧：公司的在本地生活市场目前处于领先地位，未来竞争对手如抖音，阿里巴巴，有可能会加大对本地生活板块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。

消费恢复不及预期：存在消费复苏不及预期可能会影响到相关业务的风险。

新业务增长及减亏不及预期：社区团购行业头部竞争较激烈，且美团社团亏损仍处于高位，有减亏不及预期的风险。其他业务如快驴、共享单车，出行等可能存在增长不及预期的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。