

美团-W (03690. HK)

——26Q1：外卖亏损快速收缩，到店稳健防守

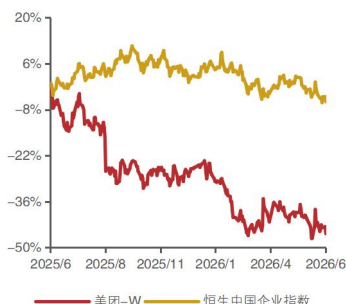
投资评级：买入（首次）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com
陈逸凡
SAC: S1350525040003
chenyifan@huayuanstock.com
许孟婕
SAC: S1350525120004
xumengjie@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 06 月 16 日

收盘价 (港元)	75.30
一年内最高/最低 (港元)	141.40/72.25
总市值 (百万港元)	464,948.81
流通市值 (百万港元)	464,948.81
资产负债率 (%)	59.15

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **业绩概览：**公司 2026Q1 实现营业收入 910.39 亿元，同比增长 5.6%，收入增长主要由新业务板块（海外外卖平台 Keeta 及自营零售品牌小象超市）带动，部分抵消关停美团优选的影响。盈利端，Q1 经调整净亏损 49.68 亿元（上年同期为经调整净利润 109.5 亿元，同比由盈转亏），同比转亏主因 2025 年中开启的即时零售补贴竞争抬升了销售及营销开支与骑手补贴成本。
- **外卖亏损快速收缩，到店稳健防守。**2026Q1 核心本地商业实现收入 640.63 亿元，同比微增 0.1%，经营亏损环比大幅收窄至 20 亿元。1）外卖及闪购业务：AOV 的恢复、补贴投入的减少对外卖 UE 改善起到显著作用，这两点均依托于外卖竞争放缓的背景，我们测算一季度外卖单均亏损已降至 1 元以内。管理层在业绩电话会上表示，随着行业补贴政策持续优化，外卖竞争正逐步转向以效率和体验为核心的阶段；Q1 公司进一步巩固了中高价值外卖订单市场的领先地位，继续扩大与同类平台的 UE 领先优势。非餐业务目前仍是淘宝闪购的重要投入方向，我们认为美团的闪购业务投入短期内将保持平稳。2）到店酒旅业务：面对抖音本地生活在到店领域的竞争，公司主要采取“巩固低星、扩展高星”的策略，业绩上表现为收入增速保持在中高个位数，利润率在 20% 以上。竞争压力方面，抖音于 2026 年 2 月 10 日推出独立低价团购 App“抖省省”，QuestMobile 数据显示其上线至 5 月 9 日 DAU 已达 1595 万；同期大众点评月活同比增速由 2025 年 7 月的 33.8% 降至 2026 年 3 月的 11.4%，我们认为该业务或受竞争影响短期保持平稳增长。
- **Keeta 扩张放缓，小象或成短期投入方向。**2026Q1 新业务实现收入 269.76 亿元，同比增长 21.3%，主要由 Keeta 及小象超市带动；经营亏损 21 亿元，较上年同期的 23 亿元收窄，经营亏损率由 10.2% 改善至 7.8%。受中东地缘局势，及巴西市场与 iFood 的法律纠纷影响，我们认为 Keeta 短期扩张受阻，且管理层表示今年把提升运营效率置于新市场扩张之上。国内业务方面，小象超市在 2025 年实现强劲的 GTV 增长，显著跑赢整个行业平均水平。管理层表示该增长势头延续到了今年第一季度，且公司或进一步加快市场扩张步伐。公司对小象超市的长期目标为实现“可持续的低个位数利润率”。借助深入产业链上游的商品运营能力建设，以及强化的线上线下全渠道能力建设，我们认为小象超市或成为公司新的业务增长极，且具备覆盖供给和渠道的竞争壁垒。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为–31/252/441 亿元，同比增速分别为–/转盈/75%，当前股价对应的 PE 分别为–131/16/9 倍。我们选择 DoorDash、Grab 两家海外本地生活平台作为可比公司，鉴于美团在 2025 年的外卖竞争中实现了稳健的防守，一季度以来外卖 UE 显著修复，同时在闪购、到店酒旅、食杂零售、海外业务等多个市场具有长期增长潜力，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧导致利润下滑；海外业务法律纠纷风险；监管处罚导致利

润下滑

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	337,591.6	364,854.7	414,982.3	470,650.9	528,019.7
同比增长率 (%)	22.0%	8.1%	13.7%	13.4%	12.2%
归母净利润 (百万元)	35,807.2	-23,355.0	-3,058.6	25,219.2	44,125.1
同比增长率 (%)	158.4%	-165.2%	86.9%	924.5%	75.0%
每股收益 (元/股)	5.9	-3.8	-0.5	4.1	7.1
ROE (%)	20.7%	-15.5%	-2.1%	14.6%	20.4%
市盈率 (P/E)	22.4	-23.2	-131	16	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

注：港币汇率为 1 港币=0.8641 元人民币

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	364,855	414,982	470,651	528,020	货币资金	106,771	180,382	246,000	324,736
增长率	8.1%	13.7%	13.4%	12.2%	应收款项	33,580	16,196	18,368	20,607
营业成本	253,846	288,575	315,336	343,213	存货	3,013	3,206	3,504	3,813
%销售收入	69.6%	69.5%	67.0%	65.0%	其他流动资产	81,694	74,961	68,301	61,744
毛利	111,009	126,407	155,315	184,807	流动资产	225,057	274,745	336,174	410,900
%销售收入	30.4%	30.5%	33.0%	35.0%	权益性投资	18,306	18,306	18,306	18,306
其他收入	0	0	0	0	固定资产	38,705	32,122	27,250	23,645
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	30,221	30,059	29,898	29,739
销售费用	102,934	88,423	90,872	99,309	非流动资产	121,853	115,592	110,560	106,796
%销售收入	28.2%	21.3%	19.3%	18.8%	资产总计	346,910	390,338	446,734	517,696
管理费用	11,916	13,402	15,390	17,266	应付款项	45,483	52,104	56,936	61,969
%销售收入	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	短期借款	3,468	8,468	13,468	13,468
研发费用	25,998	32,116	29,365	30,304	其他流动负债	74,591	83,826	95,542	107,716
%销售收入	7.1%	7.7%	6.2%	5.7%	流动负债	123,542	144,398	165,946	183,153
财务费用	-126	-1,949	-3,354	-4,825	长期债务	18,789	44,789	54,789	64,789
%销售收入	0.0%	-0.5%	-0.7%	-0.9%	其他长期负债	53,591	53,591	53,591	53,591
息税前利润 (EBIT)	-24,963	-5,203	23,475	42,117	非流动负债	72,381	98,381	108,381	118,381
%销售收入	-6.8%	-1.3%	5.0%	8.0%	负债总计	195,922	242,779	274,326	301,534
投资收益	79	-447	100	100	归属母公司股东权益	151,046	147,617	172,466	216,220
%税前利润	-0.3%	13.7%	0.4%	0.2%	少数股东权益	-58	-58	-58	-58
除税前利润	-24,883	-3,254	26,829	46,942	负债股东权益合计	346,910	390,338	446,734	517,696
利润率	-6.8%	-0.8%	5.7%	8.9%					
所得税	-1,483	-195	1,610	2,816					
所得税率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%					
净利润(含少数股东损益)	-23,354	-3,059	25,219	44,125					
少数股东损益	1	0	0	0					
归属于母公司的净利润	-23,355	-3,059	25,219	44,125					
增长率	-165.2%	86.9%	924.5%	75.0%					
净利率	-6.4%	-0.7%	5.4%	8.4%					

现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					2025A				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	-23,355	-3,059	25,219	44,125	每股指标				
少数股东损益	1	0	0	0	每股收益	-3.84	-0.50	4.08	7.15
营运资金变动	-1,056	29,779	10,738	11,216	每股净资产	24.71	23.91	27.93	35.02
其他变动	10,595	9,451	6,902	5,566	每股经营现金净流	-2.26	5.86	6.94	9.86
经营活动现金流量净额	-13,815	36,171	42,858	60,907	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-13,271	-4,050	-4,050	-4,050	回报率				
投资	42,534	10,000	10,000	10,000	净资产收益率	-15.46%	-2.07%	14.62%	20.41%
其他	510	1,846	3,787	4,189	总资产收益率	-6.73%	-0.78%	5.65%	8.52%
投资活动现金流量净额	29,773	7,796	9,737	10,139	投入资本收益率	-13.55%	-2.44%	9.17%	13.45%
股权募资	-309	0	0	0	增长率				
债权募资	28,178	31,000	15,000	10,000	营业收入增长率	8.08%	13.74%	13.41%	12.19%
其他	-6,626	-987	-1,606	-1,940	EBIT增长率	-165.64%	79.16%	551.15%	79.41%
筹资活动现金流量净额	21,243	30,013	13,394	8,060	净利润增长率	-165.22%	86.90%	924.52%	74.97%
现金净变动	35,937	73,610	65,619	78,736	总资产增长率	6.95%	12.52%	14.45%	15.88%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

注：港币汇率为 1 港币=0.8641 元人民币

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。