

后价格战时代的美团

——本地生活基础设施，利润修复与估值重构

相关研究：

1. 《总量仍弱，但结构增量显现》

2026.06.22

2. 《资金面向下，基本面向上，消费的布局窗口打开》

2026.05.18

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-7.0	-17.1	-43.8
绝对收益	-18.5	-25.9	-50.6

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张弛

证书编号：S0500525110001

Tel: 17621838100

Email: zc08241@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 美团：价格战后的基本面重构

我们认为，美团当前处于价格战后的利润修复阶段。2025 年以来，外卖及即时零售竞争加剧显著压低公司利润，市场由此担心美团利润中枢永久下移。但我们判断，价格战并未根本破坏美团的本地生活基础设施价值。公司仍拥有高频用户入口、深度商户供给、即时履约网络和到店酒旅利润池，当前核心问题不是商业模式失效，而是竞争常态化后利润中枢如何重估。

外卖仍是美团基本盘，但估值逻辑需要从“份额领先”转向“单均经济修复”。短期补贴、骑手激励和营销投入仍会扰动利润，但随着行业竞争趋于理性、平台投放回归 ROI 约束，外卖 UE 有望逐步改善。由于订单基数庞大，单均 UE 的小幅修复即可带来明显利润弹性。

到店酒旅仍是公司估值稳定器。抖音切入本地生活后，美团到店酒旅货币化率和利润率中枢面临下修压力，但美团在搜索决策、评价体系、交易闭环和商户经营工具上的优势仍然稳固。该业务不再适合按历史高利润率外推，但仍具备较强现金流属性和利润底座价值。

闪购和即时零售是公司第二增长曲线，但不是无成本增长。美团的优势在于外卖沉淀的高频入口和即时履约密度，阿里、京东则分别具备电商生态和供应链优势。短期看，闪购仍需投入补贴、供给和履约能力；中期看，若 AOV 提升、非餐品类扩张、单均亏损收窄同步兑现，闪购有望获得独立估值。

新业务方面，小象超市、Keeta 海外、AI 和无人配送不应简单视为亏损拖累，而应分层看待：小象验证商品零售能力，Keeta 验证海外复制能力，AI 和无人配送提升平台长期效率。我们认为，新业务的关键不在收入扩张速度，而在亏损上限是否可控。

后续重点关注外卖 UE、销售及营销费用率、核心本地商业经营利润率、到店酒旅利润率、闪购单均亏损和新业务亏损率。若上述指标持续改善，公司估值按照中期利润修复重估。

□ 投资建议

我们认为，美团短期仍有竞争扰动，但 2025 年价格战低谷不宜线性外推。核心本地商业正在从防御性投入向利润修复过渡，到店酒旅仍提供利润底座，闪购和即时零售提供中期成长弹性，新业务亏损边界逐步清晰。

我们预测公司 2026-2028 年营业总收入分别为 4167/4742/5258 亿元，对应增速分别为 14.2%/13.8%/10.9%；同期公司归母净利润分别为 -104.6/224.2/401.2 亿元，对应增速分别为 55.2%/314.2%/79%；同期经调整净利润分别为 -96.3/247.9/427.5 亿元，对应增速分别为 48.4%/357.4%/72.5%。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

外卖及即时零售价格战持续时间超预期；竞品平台加大本地生活投入，增加到店酒旅竞争烈度；新业务、海外业务投入超预期，亏损率扩大；监管要求趋严，推升履约和合规成本；消费需求恢复弱于预期。

财务预测	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	364855	416709	474241	525789
同比	8.08%	14.21%	13.81%	10.87%
净利润	-23355	-10463	22415	40119
同比	-165.22%	55.20%	314.23%	78.98%
经调整净利润	-18648	-9630	24786	42748
同比	-142.60%	48.36%	357.39%	72.47%
毛利率	30.43%	32.00%	33.00%	34.00%
ROE	-15.46%	-7.44%	13.75%	19.75%
每股收益（元）	-3.78	-1.69	3.63	6.50
PE	-17.48	-39.01	18.21	10.17
EV/EBITDA	-20.76	-173.35	8.72	4.61

资料来源：Wind、湘财证券研究所

正文目录

1 核心观点：美团——价格战后的基本面重构.....	3
2 公司概况：从外卖平台到本地生活基础设施.....	4
2.1 四大业务板块：核心本地商业贡献基本盘，新业务提供长期期权.....	4
2.2 三重核心能力：流量入口、商户工具、即时履约网络.....	5
2.3 两大业务生态：从外卖公司到基础设施公司的关键变化.....	6
3 行业变化：本地生活进入多平台竞争阶段.....	8
3.1 竞争边界扩散：从外卖双寡头到多平台混战.....	8
3.2 行业竞争演变时间线	9
3.3 竞争焦点变化：入口、履约和商户预算.....	10
3.4 即时零售成为新主战场：外卖不是终局，万物到家才是增量	11
3.5 价格战影响：短期压低利润，中期检验效率.....	12
4 餐饮外卖：基本盘仍在，利润中枢重估.....	14
4.1 外卖的商业本质：高频入口与履约底座.....	14
4.2 价格战后的美团怎么看？——利润表受损，但基本盘坚韧.....	15
4.3 单均经济模型 UE：利润修复的核心变量	16
4.4 为什么美团仍有修复能力：高频用户、深供给和履约密度.....	17
4.5 什么时候 UE 会修复？	18
4.6 UE 修复至何种程度——利润中枢重估：低于 2024 年，高于 2025 年.....	19
4.7 后续验证：重点是订单质量.....	20
5 到店酒旅：高利润池仍是估值稳定器.....	21
5.1 到店酒旅商业模式	21
5.2 抖音竞争的影响	21
5.3 利润率展望	23
6 闪购与即时零售：第二增长曲线，但不是无成本增长.....	24
6.1 即时零售：规模扩张，业态革新.....	24
6.2 美团闪购的履约优势	26
6.3 与阿里、京东竞争差异	26
6.4 即时零售场景矩阵：不是所有品类都同一套模型.....	28
6.5 盈利路径与估值方法	29
7 新业务与长期期权：减亏、国际化与科技落地.....	30
7.1 小象超市与食杂零售	30
7.2 Keeta 海外业务.....	30
7.3 AI、无人配送与平台效率.....	30
8 投资建议	32
9 风险提示	32

图表目录

图 1 美团股价深度复盘	3
图 2 收入结构：以本地商业为核心主干，新业务为期权	4
图 3 四大业务板块，决定美团修复与估值	5
图 4 流量入口+商户工具+即时履约网络，三重能力构成美团本地生活飞轮	6
图 5 美团外卖和酒旅到店业务双向联动	7
图 6 美团、饿了么、淘宝闪购、京东外卖竞争关系图	8
图 7 2025 年以来外卖/即时零售行业反内卷与补贴退坡关键时间线	10
图 8 三大平台争夺近场消费入口	12
图 9 价格战推升销售及营销开支（单位：亿元）	13
图 10 最近 3 个季度，美团费投环比持续改善	13
图 11 餐饮外卖——美团的基本盘，当期收入+流量入口+维护履约网络	14
图 12 外卖大战导致销售费用率攀升，严重拖累公司净利率	15
图 13 美团餐饮外卖单均经济模型	16
图 14 美团的外卖单均经济（UE）修复路径	16
图 15 美团覆盖超过 2800 个县市区	17
图 16 我国即时零售规模及增速	25
图 17 美团闪购履约优势核心：“更近、更密集、更高频、更聪明”	26
图 18 主要即时零售平台能力对比	28
图 19 美团新业务利润率呈逐渐提升趋势（单位：亿元、%）	31
表 1 美团所经历的竞争环境切换	9
表 2 多平台群雄逐鹿，本地生活价值链被重新拆解	11
表 3 我们预计的美团 UE 修复路径	19
表 4 美团外卖业务订单质量重点跟踪指标	20
表 5 美团 VS 抖音——两种模式的错位竞争，而非简单替代	22
表 6 即时零售主要品类产品的核心诉求差异	28
表 7 美团 Ai 投入，是有产品、有场景、能落地的 Ai 投入	31

1 核心观点：美团——价格战后的基本面重构

第一，美团不是简单的外卖平台，而是本地生活流量入口、商户经营工具和即时履约网络的结合体。外卖提供高频入口，到店酒旅贡献高毛利利润池，闪购/即时零售打开“万物到家”的增量空间。

第二，2025 年的价格战冲击了利润表短期表现，但没有根本破坏美团的网络优势。阿里、京东进入即时零售后，行业补贴显著加剧，导致美团核心本地商业由高利润转为亏损；但 2026Q1 已出现环比减亏，说明竞争激烈度、补贴强度和履约效率正在成为利润修复的主要观察变量。2026 年以来在监管反内卷背景下，食品外卖/即时零售折扣活动有所缓和。

第三，投资判断的关键不是利润能否回到 2024 年高点，而是市场是否低估了“修复后的利润中枢+即时零售期权价值”。如果只按 2025 年亏损状态估值，美团看起来风险很大；如果按竞争趋缓后的中期单均利润、到店酒旅利润稳定性、闪购和海外业务期权重估，美团具备重新定价空间。

图 1 美团股价深度复盘



资料来源：Wind、中国日报网、PR NEWS、Reuters、南华早报、湘财证券研究所

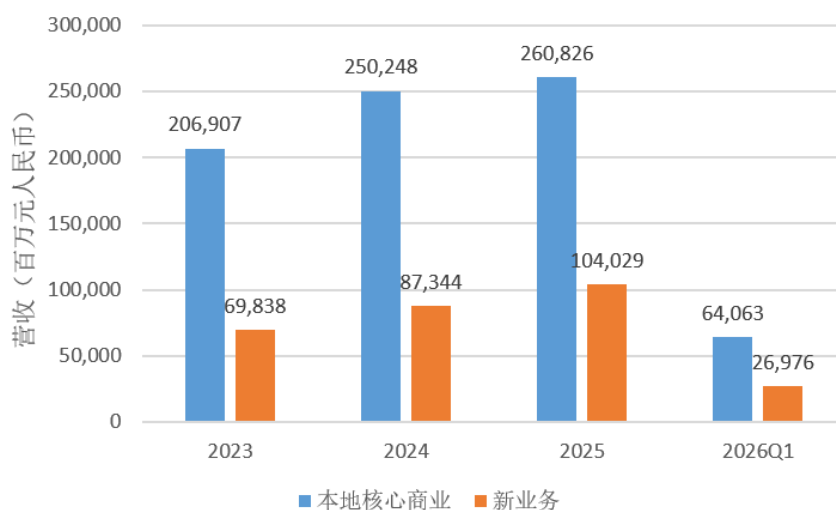
2 公司概况：从外卖平台到本地生活基础设施

2.1 四大业务板块：核心本地商业贡献基本盘，新业务提供长期期权

美团官方将自身定位为科技零售公司，战略是零售+科技。与“外卖平台”相比，这一定义更能解释公司的真实资产：外卖沉淀用户频次和履约网络，到店酒旅沉淀商户经营和利润池，闪购把履约网络从餐饮拓展到商品零售，新业务和科技投入则打开国际化与效率提升的长期空间。

从分部看，美团主要由**核心本地商业**和**新业务**构成。**核心本地商业**包括餐饮外卖、到店、酒店及旅游、美团闪购、民宿及交通票务等，是收入与利润修复的主体；**新业务**包括小象超市、食杂零售、Keeta 海外业务、无人配送及其他创新业务，是长期期权和效率提升的承载。

图 2 收入结构：以本地商业为核心主干，新业务为期权



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图3 四大业务板块，决定美团修复与估值



资料来源：美团官网、公司 2025 年年报、湘财证券研究所

2.2 三重核心能力：流量入口、商户工具、即时履约网络

美团的本地生活基础设施可以拆成三层能力。

第一层是**高频用户入口**，外卖和到店吸引用户端流量并加强黏性，用户打开平台往往直接完成找店、比价、下单、履约和评价。

第二层是**商户经营工具**，平台提供店铺展示、评价体系、广告投放、营销活动、会员运营、核销、预约排队和经营分析，培养商户端使用习惯。

第三层是**即时履约网络**，骑手网络、订单调度、城市履约密度、闪电仓和本地门店供给共同构成近场履约能力，链接用户和商户，构成底层服务的基础。

这三层能力彼此强化：高频用户带来订单密度，订单密度提高履约效率，履约体验改善用户留存，用户规模吸引更多商户入驻，商户供给丰富后进一步提升用户频次。竞争对手可以用补贴短期改变订单流向，但要长期复制这套复合网络，难度更高。

图 4 流量入口+商户工具+即时履约网络，三重能力构成美团本地生活飞轮



资料来源：公司 2025 年年报、湘财证券研究所制作

2.3 两大业务生态：从外卖公司到基础设施公司的关键变化

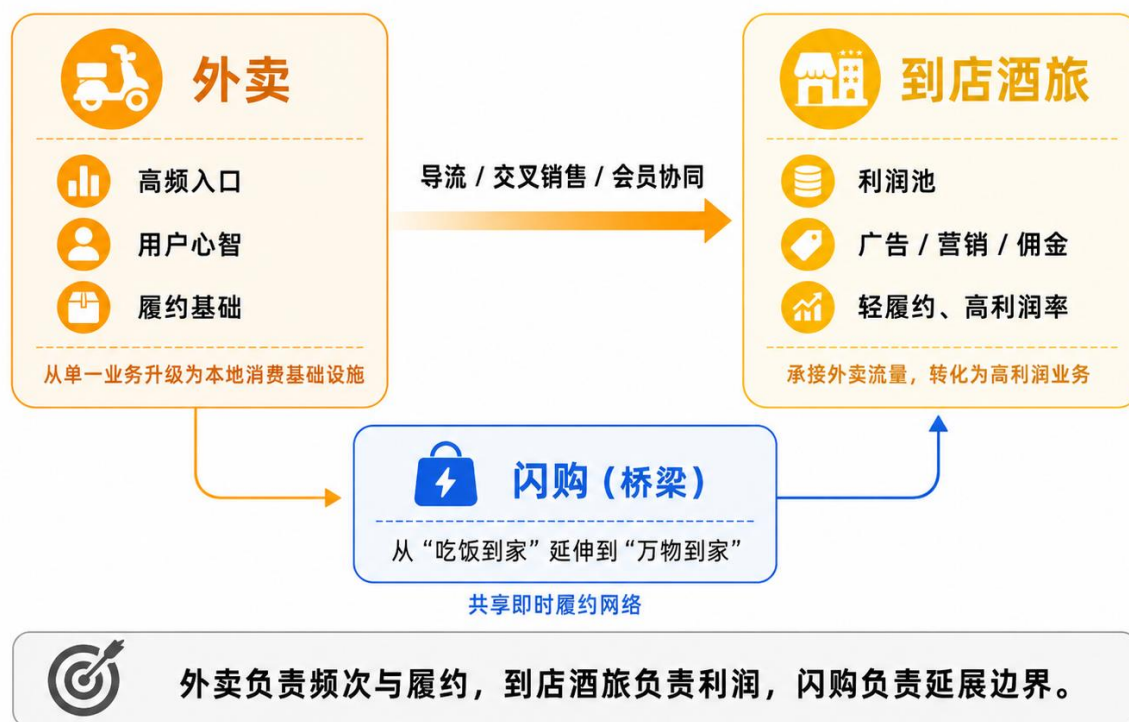
外卖：从单一业务到流量入口，从利润池到履约基础、消费者心智。外卖早期建立了美团品牌心智和客户交易频次，但随着业务边界扩展，它已经不只是单一利润来源，而是整个生态的流量入口和履约基础。当这张网络能够承接药品、生鲜、便利店、酒水、鲜花、数码、美妆等即时零售需求时，外卖履约网络就从餐饮配送变成了城市级本地消费基础设施。

到店酒旅：将美团从高频入口带向利润池。外卖受骑手成本、补贴和履约效率影响，利润率天然波动更大；到店酒旅履约较轻，更多体现为商户广告、营销和佣金收入；闪购则是从服务零售走向商品零售的关键桥梁，使美团从“吃饭到家”延伸到“万物到家”。

这也是为什么我们不能只采用单一业务视角看美团。若只看外卖，美团会被理解为重履约、低利润、强价格战的平台；但从完整的本地生活网络维

度观察，会发现外卖的亏损修复、到店的利润稳定和闪购的巨大潜在空间之间存在明显协同。我们应先认识到从外卖到酒旅双向联动的意义，再讨论竞争、盈利和估值。

图 5 美团外卖和酒旅到店业务双向联动



资料来源：美团 2025 年年报、湘财证券研究所制作

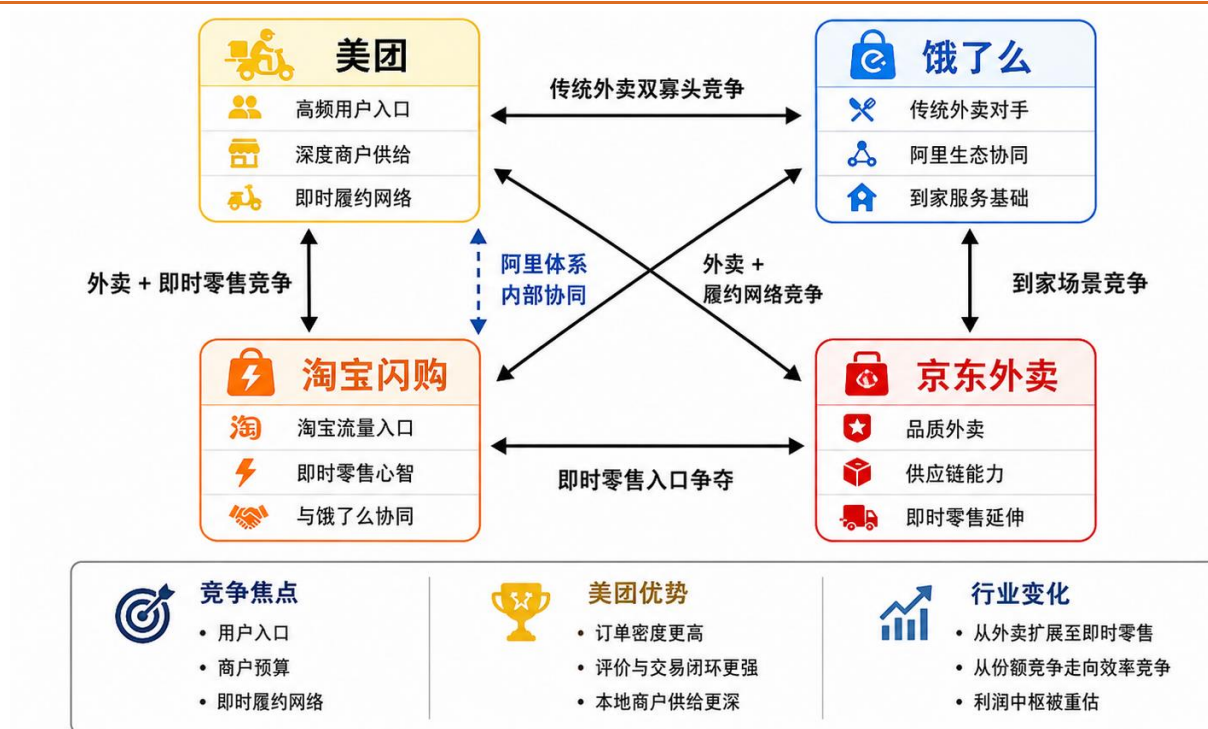
3 行业变化：本地生活进入多平台竞争阶段

3.1 竞争边界扩散：从外卖双寡头到多平台混战

本地生活行业过去长期被理解为美团与饿了么之间的外卖双寡头竞争，但 2023 年以来竞争边界明显扩散。抖音从内容流量切入到店酒旅，京东从供应链和履约能力切入外卖与即时零售，阿里则依托淘宝、饿了么和即时零售入口重新整合本地生活资源。

本轮竞争的核心不只是多了几个外卖对手，更是竞争目标升级为高频交易入口、即时履约网络、商户经营预算和本地零售消费习惯，其中，其他项目都是基础，而本地零售消费习惯（或者称之为消费心智）为核心。外卖、到店、酒旅、闪购、商超、药品、便利店等场景正在连成一张网络，平台间竞争从局部份额竞争转向本地消费入口之争。

图 6 美团、饿了么、淘宝闪购、京东外卖竞争关系图



资料来源：美团官网、Reuters、湘财证券研究所制作

3.2 行业竞争演变时间线

从 2021 年以来，美团所处的竞争环境经历了三次切换：先是新业务投入消耗利润，再是抖音切入到店酒旅，最后是阿里、京东把竞争扩散到外卖和即时零售。把时间线拉长看，可以发现美团并非第一次经历利润受压，但本轮竞争的特殊性在于，它同时冲击外卖、闪购和到店利润池。

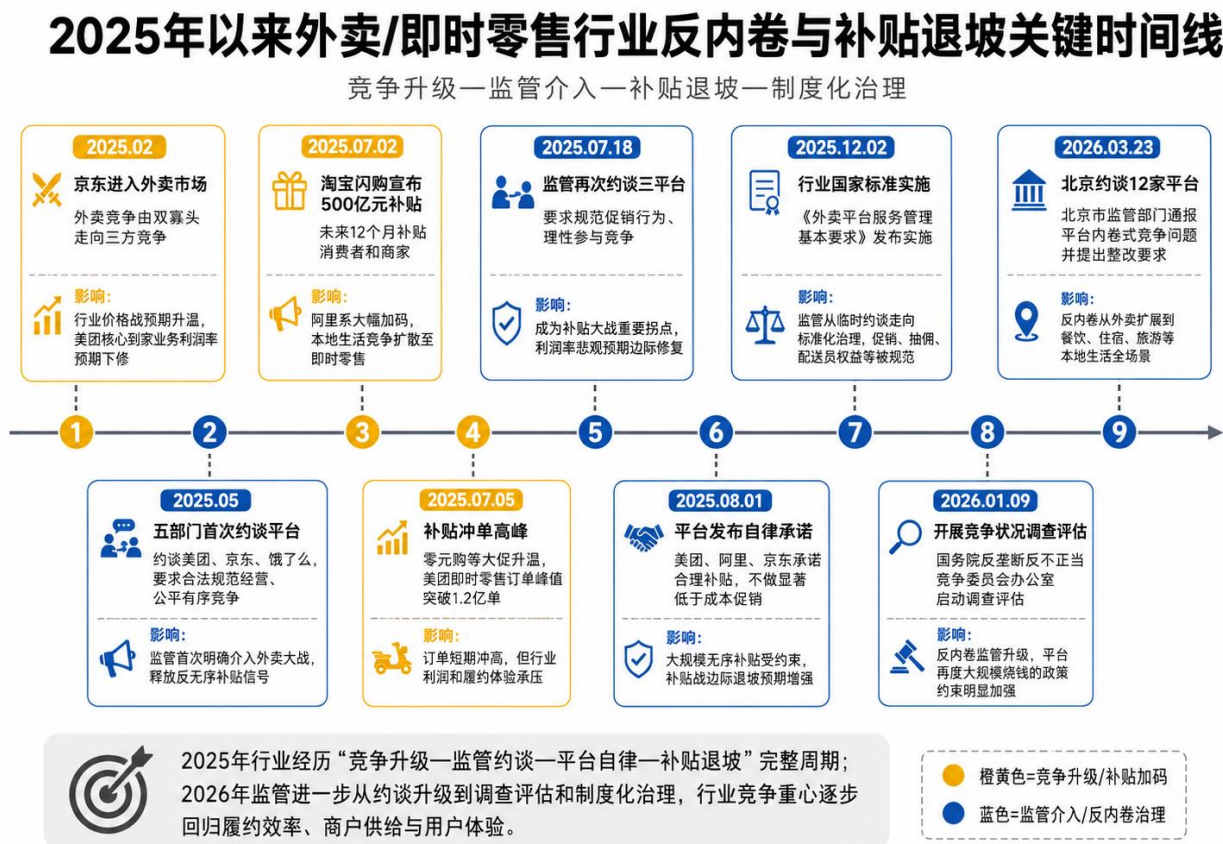
表 1 美团所经历的竞争环境切换

阶段	主要事件	对美团影响	业绩及估值影响
2021-2022	社区团购、买菜等新业务重投入	新业务连续亏损，集团利润承压	利润压力主要来自主动扩边界
2023-2024	抖音本地生活加速切入到店餐饮、休闲娱乐和酒旅套餐	到店货币化率和利润率被压缩	利润率预期向下甚至重估
2025	京东、阿里加码外卖与即时零售，行业补贴烈度上升	核心本地商业由盈利转为阶段性亏损	利润低谷形成，市场担心中枢永久下移
2026 至今	监管反内卷、补贴退坡、平台回归 ROI 约束	核心本地商业和新业务亏损环比收窄	估值从亏损线性外推转向修复验证

资料来源：Wind、Reuters、公司 2021-2025 年年报、湘财证券研究所

进一步细化到 2025 年以来，外卖价格战经历了“京东入局—阿里加码—三方冲单—监管约谈—平台自律—财务承压—补贴退坡”的完整周期。2026 年以来，监管进一步从约谈和倡议升级为专项调查、国家标准和地方负面清单治理，外卖和即时零售行业的竞争逻辑正在从补贴抢份额，转向履约效率、商户供给、用户体验和合规经营。对美团而言，短期意义是营销补贴压力有望边际缓解，核心本地商业利润率存在修复基础；中长期意义是行业仍会竞争，但大规模、显著低于成本的补贴战难以持续，竞争重心更可能回到平台基础设施能力。

图 7 2025 年以来外卖/即时零售行业反内卷与补贴退坡关键时间线



资料来源：国家市场监督管理总局、国务院反垄断反不正当竞争委员会办公室、北京市市场监督管理局、新华网、人民日报、21世纪经济报道、证券时报等，湘财证券研究所整理。

资料来源：Wind、证券时报、中国食品安全网、21世纪经济网、冰点、联合早报、新华网、全国标准信息公共服务平台、第一财经、人民网、湘财证券研究所

3.3 竞争焦点变化：入口、履约和商户预算

多平台竞争不只是简单的外卖订单重新分配，更是本地生活价值链被重新划分：

平台首先争夺高频入口：外卖是本地生活中频次最高、交易属性最强的场景之一。

其次争夺即时履约网络：传统电商擅长远场仓配，而即时零售要求更细的城市网格、更高骑手密度和更复杂调度系统。

最后争夺商户经营预算：抖音进入后商户预算在内容曝光与交易转化之间重新分配，阿里和京东进入后商户还要考虑更多平台补贴和活动资源。

表 2 多平台群雄逐鹿，本地生活价值链被重新拆解

平台类型	代表平台	优势	对美团的压力
本地生活平台	美团、饿了么	外卖履约、商户供给、交易闭环	同质竞争与补贴压力
内容平台	抖音	用户时长、直播、达人分发	分流到店商户预算和流量
电商平台	淘宝闪购、京东秒送	电商流量、品牌商、供应链	争夺即时零售入口和高单均价值(AOV)品类

资料来源：Reuters、北京周报、湘财证券研究所

3.4 即时零售成为新主战场：外卖不是终局，万物到家才是增量

本轮竞争之所以激烈，主因各平台争夺不止于传统外卖市场，更延伸至广义的即时零售市场。外卖是高频入口，但即时零售才是平台希望打开的增量空间。药品、便利店、生鲜、酒水、鲜花、数码、美妆、母婴、日用品等品类，都有可能被纳入“附近供给、即时送达”的消费场景。

这也是京东和阿里入局的深层原因：京东的核心优势在供应链和品质零售，如果能够获得本地即时履约入口，就可以把远场电商客户习惯延伸到近场消费；阿里的优势在淘宝流量、商家体系和支付生态，如果能够整合饿了么和淘宝闪购，就可以强化淘宝在日常消费中的打开频次。

因此，即时零售的竞争不会简单复制外卖竞争。外卖主要围绕餐饮商户、配送时效和用户频次展开；即时零售则还要看商品供给、库存管理、品牌资源、仓店模式、履约成本和客单价结构。美团在履约侧强，京东在供应链侧强，阿里在电商生态侧强，未来行业大概率不是单一平台通吃，而是在不同品类、不同城市、不同履约场景中形成分层竞争。

图 8 三大平台争夺近场消费入口



资料来源：搜狐、湘财证券研究所

对美团而言，闪购的战略价值正在于把外卖履约网络从餐饮外卖拓展到更多商品零售场景。只要闪购能够提高 AOV、提升非餐品类渗透、增加履约网络利用率，并在增长过程中持续收窄单均亏损，它就不应被简单视为外卖附属业务，而应被视为美团第二增长曲线。因其不只是在外卖业务上做加法，更是在其既有能力基础上大幅拓展业务边界，打开更大的空间。

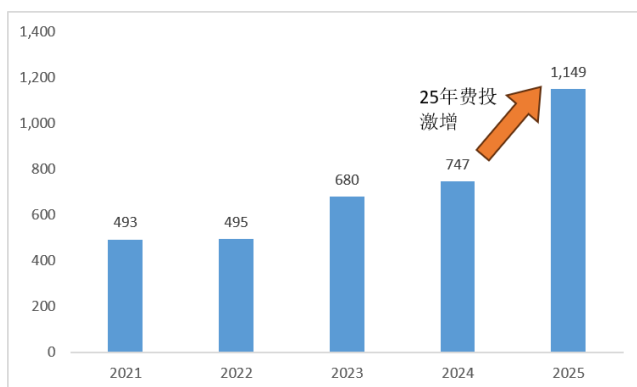
3.5 价格战影响：短期压低利润，中期检验效率

2025 年，阿里、京东加码即时零售和外卖后，行业补贴强度明显上升。阿里淘宝和京东自 2025 年初推出一小时配送服务后，价格战和补贴竞争显著加剧；但 2026 年以来，在监管批评不可持续竞争后，折扣活动有所缓和，行业正在向更稳定阶段过渡。

对美团而言，价格战带来压力显著：外卖和即时零售利润率下滑，到店酒旅货币化率和利润率也受到内容平台压制，新业务投入和海外扩张使利润释放节奏更难以预测。但我们认为，多平台竞争不会改变本地生活底层规律：行业最终比拼的仍是高频用户、商户服务、即时履约、供应链质量和平台效率。

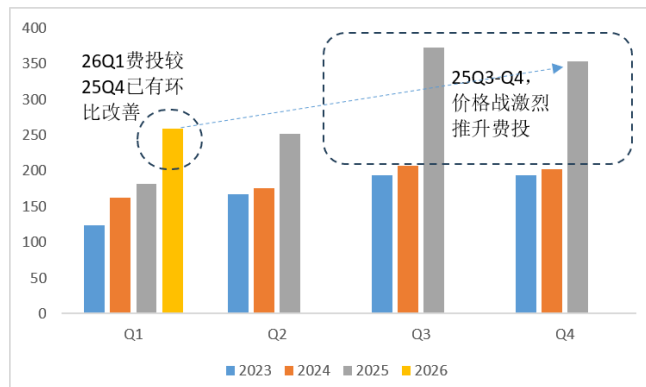
行业后续更可能从“烧钱抢份额”转向“效率决定份额质量”。在无序补贴阶段，订单份额可能被红包快速重塑；但在补贴退坡后，用户会重新比较商户覆盖、配送时效、售后体验和平台习惯。美团的投资价值在于：其高订单密度、强履约效率，有望在竞争回复常态化后，为其带来高于行业的单均经济。

图9 价格战推升销售及营销开支（单位：亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图10 最近3个季度，美团费投环比持续改善



资料来源：Wind、湘财证券研究所

4 餐饮外卖：基本盘仍在，利润中枢重估

4.1 外卖的商业本质：高频入口与履约底座

餐饮外卖是美团最重要的基本盘，也是本轮市场分歧最大的业务。它的价值具备三层含义：第一，贡献当期订单和收入；第二，形成最高频用户入口；第三，沉淀城市级即时履约网络，为闪购和即时零售提供基础。

外卖解决的是即时性、确定性和高频次需求。用户打开美团，不只是浏览内容，而是直接完成选择商户、比较价格、下单支付、等待配送和评价反馈。强交易属性使美团流量质量高于单纯内容流量；骑手网络、订单调度、路径规划和商户密度则构成履约端护城河。

图 11 餐饮外卖——美团的基本盘，当期收入+流量入口+维护履约网络

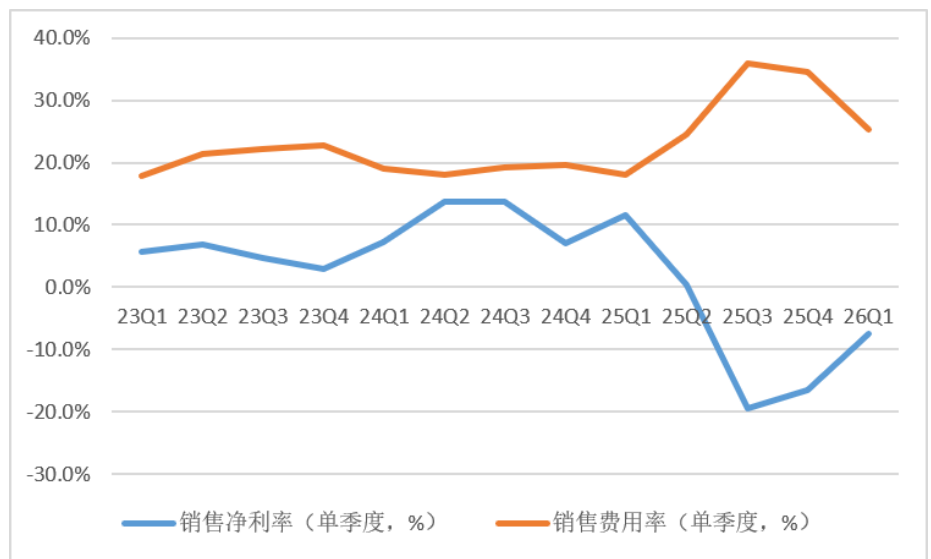


资料来源：湘财证券研究所制作

4.2 价格战后的美团怎么看？——利润表受损，但基本盘坚韧

2025 年外卖竞争显著加剧，市场担心来自三方面：1. 竞对补贴导致份额波动，2. 美团被迫跟进补贴使销售费用率上升，3. 骑手激励、用户红包和商户让利同时增加使单均利润快速下滑。美团如果不跟进补贴，短期可能丢失订单频次、用户心智和商户活跃度；如果跟进补贴，利润表就会承压。

图 12 外卖大战导致销售费用率攀升，严重拖累公司净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2025 年以来，公司业绩经历了触底企稳的过程，且这一过程似乎仍在延续，但公司营收、GTV、市场份额等关键指标仍维稳。这意味着 2025 年公司的利润恶化，本质上是公司用短期利润防守长期入口，而不是外卖需求本身系统性衰退。补贴可以短期改变订单流向，却难以长期替代供给质量、配送时效、售后体验和平台使用习惯。若这些底层能力没有被破坏，2025 年的亏损更像短期冲击，而非长期商业模式失效。

4.3 单均经济模型 UE：利润修复的核心变量

外卖业务能否重估，关键不在收入增速，而在单均经济（UE）。外卖单均 UE 可简化为：单均 UE=单均变现收入-单均履约成本-单均补贴及营销投入。订单规模已经足够大，单均 UE 每改善 0.1 元，都会被庞大订单基数放大到集团利润表。因此，市场不应只关注外卖收入增速，更应关注单均履约成本、单均补贴、广告变现率和订单结构变化。

图 13 美团餐饮外卖单均经济模型



资料来源：湘财证券研究所制作

图 14 美团的外卖单均经济（UE）修复路径



资料来源：湘财证券研究所制作

4.4 为什么美团仍有修复能力：高频用户、深供给和履约密度

外卖行业进入多平台竞争后，美团利润中枢需要下修，但这并不意味着美团外卖失去修复能力。美团的优势并非来自某一个单点，而是来自高频用户、深度商户供给和即时履约密度的组合。

第一，高频用户心智仍在。

外卖是习惯型消费，用户在长期使用中形成平台心智。补贴可以短期拉动用户迁移，但如果补贴退坡，用户会重新比较供给、配送体验和售后效率。“用户心智”从何而来？只要补贴无法永续，用户心智终将回归于“比较”。比较什么？

美团长期积累的用户心智，使其在竞争恢复理性后更容易留住高质量订单。

据美团指数研究院发布的《外卖市场概况与用户行为报告 2026Q1》，美团年度交易用户数突破 8 亿人（截至 2025 年 Q3），区域覆盖 370+ 城市；2025 年生活服务消费订单同比增长 36%；这个规模证明了美团在庞大可群众仍占据着难以撼动的消费者心智。

第二，商户供给更深。

外卖平台的价值不仅是有多少商户，而是商户覆盖是否足够广、菜单和价格是否准确、履约是否稳定、评价是否可信。美团在餐饮商户覆盖、评价体系、营销工具和配送服务上的积累，构成竞争对手短期难以完全复制的复合能力。

范围广、下沉深、数量庞大的商户覆盖：美团企业版页面披露，其企业订餐服务依托美团覆盖超过 2800 个县市区的 680 万+ 各类餐厅，及大量骑手即时配送服务。

图 15 美团覆盖超过 2800 个县市区



资料来源：美团企业版、湘财证券研究所

领先的市场份额、更优的客单价结构：据公司官网介绍，美团在外卖领域稳定保持60%以上GTV市场份额，并在中高客单价正餐市场保持绝对优势。

长期积累的配送服务和骑手，履约保障能力强大：据公司官网，美团通过品牌官旗闪电仓、自营前置仓等创新模式，推动“30 分钟万物到家”从餐饮外卖拓展至日用百货、3C 数码等品类。同时，公司持续关注骑手保障、优化骑手体验。

可信任的评价体系：据公司官网介绍，“小团”累计核验 7 亿次全国商家信息，并结合 13 亿条真实用户评价进行二次校准。同时，公司积累的商家信息与真实用户评价也在 AI 消费场景中被再次调用，体现其评价体系和商户信息资产的长期价值。

第三，履约密度领先。

即时配送的成本优势来自密度。订单密度越高，骑手调度越高效，配送距离和等待时间越容易优化。美团在外卖领域长期高订单量积累，使其在城市网格层面拥有较强履约基础。竞争对手可以通过补贴获取订单，但要在大量城市形成稳定履约密度，需要更长时间和更高投入。

据美团指数研究院，《外卖市场概况与用户行为报告 2026Q1》，美团的骑手累计规模超 700 万，是国内最大即时配送运力网络之一。

第四，跨业务协同更强。

外卖不是孤立业务。美团可以将外卖用户导入闪购、到店、酒旅等场景，也可以通过会员、神券、拼好饭、闪购等工具提升用户留存和消费频次。外卖履约网络还可以为药品、便利店、鲜花、酒水等即时零售场景提供基础能力。这种跨业务协同，是外卖业务估值不能只按单一配送业务理解的重要原因。

因此，美团外卖的修复逻辑不是竞争消失，而是竞争恢复理性后，效率优势重新体现。外卖行业未来仍会有竞争，但当竞争从补贴转向效率，美团的履约密度、商户供给和用户心智仍将是利润修复的重要基础。

4.5 什么时候 UE 会修复？

第一，UE 修复已经开始，在 2026Q1 已有迹象。美团官方披露，2026Q1 核心本地商业收入 641 亿元，经营亏损环比收窄至 20 亿元；外卖业务继续推进品牌卫星店、拼好饭等供给，运营效率持续升级。这个口径至少说明，2025

年补贴战造成的极端压力已经边际缓和。（来源：美团《截至 2026 年 3 月 31 日止三个月业绩公告》）

第二，2026Q3 有望迎来市场对修复的认可和估值修复。原因是 Q1 只能说明亏损收窄，还不能证明 UE 稳定修复。需要在 Q2-Q3 陆续验证三个指标：用户补贴是否继续退坡、订单量是否没有明显流失、核心本地商业经营利润是否继续改善。2026 年以来，在监管批评不可持续竞争后，外卖平台折扣活动有所缓和，行业进入更正常的增长阶段。美团在 2025Q3-2026Q1 已经连续亏损第三个季度，但亏损额持续减少；说明公司在经营层面在边际改善，但仍需一定过程才能完全体现为集团盈利。

第三，比较完整的 UE 修复，可能要到 2026H2。2026Q3 是重要的确认窗口。因为 3 月以来监管和官媒已经多次释放“外卖大战该结束”的信号，平台折扣活动也开始缓和；如果这种趋势延续，我们有望看到报表层面的亏损继续收窄。

表 3 我们预计的美团 UE 修复路径

阶段	时间	判断	核心观察
边际修复开始	2026Q1	已经开始	核心本地商业亏损环比收窄至 20 亿元
市场确认修复	2026Q2-Q3	预计逐步确认	补贴继续退坡、订单份额稳定、核心本地商业亏损继续收窄或转正
利润率中枢重估	2026H2-2027	取决于竞争是否稳定	单均补贴、骑手成本率、广告变现、AOV 结构恢复

资料来源：公司《截至 2026 年 3 月 31 日止三个月业绩公告》、Wind、湘财证券研究所整理

4.6 UE 修复至何种程度——利润中枢重估：低于 2024 年，高于 2025 年

我们判断未来外卖行业不太可能回到完全低竞争状态，平台仍需要持续投入用户、商户和履约体验，因此利润中枢大概率低于 2024 年前后的乐观假设。但 2025 年高峰期的补贴强度、骑手激励和营销费用也并不非常态；如果监管反内卷延续、平台 ROI 约束增强、补贴逐步退坡，**外卖单均亏损有望收窄并回到正利润区间。**

所以，**外卖**不应按无竞争现金牛定价，也不应按持续亏损资产处理。它仍是美团最高频入口和即时履约网络底座，后续价值重估取决于补贴退坡后单均利润修复斜率。

4.7 后续验证：重点是订单质量

后续跟踪外卖，应把订单量放在单均经济之后。价格战阶段，低价订单可能拉高订单量，但并不代表利润质量改善；修复阶段，即使订单增速放缓，只要高 AOV 订单占比稳定、补贴下降、履约成本改善，外卖利润弹性仍然可观。

表 4 美团外卖业务订单质量重点跟踪指标

验证指标	为什么重要	正向信号
外卖单均 UE	直接决定利润修复斜率	单均亏损持续收窄或转正
销售及营销费用率	观察补贴是否真实退坡	费用率下降且收入未明显失速
高 AOV 订单占比	判断订单质量	中高客单用户留存稳定
履约成本/准时率	判断网络效率	骑手成本回归合理，履约体验稳定

资料来源：湘财证券研究所制作

5 到店酒旅：高利润池仍是估值稳定器

到店酒旅的博弈点在于利润率中枢会下移到什么位置。我们认为，抖音改变了美团到店业务的增量获取方式和商户预算分配，但没有替代美团在明确需求、评价决策、交易核销和商户经营工具上的价值。因此，到店酒旅更适合被定位为稳利润资产。

5.1 到店酒旅商业模式

到店酒旅覆盖到店餐饮、休闲娱乐、本地生活服务、酒店住宿和旅游等场景，商业模式是帮助本地商户完成线上获客、交易转化和用户复购。与外卖不同，到店酒旅不承担完整即时配送履约成本，收入更多来自佣金、广告营销、交易服务和商户工具，因此利润率通常优于外卖。

到店酒旅的价值可拆成三层：第一是交易撮合，帮助用户找店、比价、购买和核销；第二是商户营销，平台将用户意图转化为商户预算；第三是经营基础设施，评价、榜单、预约、排队、核销、会员和经营分析等工具提升商户粘性。

5.2 抖音竞争的影响

抖音切入本地生活后，最先冲击美团到店酒旅利润池。到店业务天然适合内容化表达，餐厅环境、菜品卖相、酒店体验和休闲娱乐套餐可通过短视频、直播和达人快速放大。抖音优势在内容种草、直播转化、低价爆款和达人分发，尤其适合连锁餐饮、茶饮、轻餐、酒旅套餐和标准化体验项目。

但抖音竞争也有边界。内容平台擅长激发兴趣，却不能直接创造稳定交易平台——本地生活决策还需要位置、评价、价格、核销便利、售后保障和复购体验。对于高确定性消费场景，尤其当用户已有明确需求时，美团的搜索决策、评价体系和交易闭环仍具优势。

美团 VS 抖音的对比：在到店酒旅业务中，美团具备交易心智与商户工具的优势。在应对抖音的竞争中，美团要做的不是单纯复制短视频和直播，而是强化自身作为交易平台和商户经营工具的价值。

表 5 美团 VS 抖音——两种模式的错位竞争，而非简单替代

维度	美团到店酒旅	抖音本地生活
用户心智	主动搜索、评价决策、交易核销	内容种草、达人分发、直播转化
商户价值	稳定转化、经营工具、评价沉淀	曝光放大、爆款套餐、短期引流
优势场景	到综、酒旅、高确定性交易	低价套餐、连锁餐饮、冲动消费
核心风险	货币化率和利润率中枢下修	商业化与交易闭环仍需验证

资料来源：湘财证券研究所制作

1. 美团具备更强的交易心智

用户打开美团（或大众点评），通常带有明确消费目的：找附近餐厅、订酒店、买团购、看评价、比价格、查榜单、完成核销。相比内容平台的被动种草，美团更接近主动决策。主动决策流量虽然不一定像内容流量一样爆发，但转化率和商业价值更高。对于商户而言，美团带来的不是泛曝光，而是更接近实际到店和核销的交易流量。

2. 美团拥有更完整的评价和决策体系

本地生活消费高度依赖口碑和信任。用户选择餐厅、酒店、医美、亲子、休闲娱乐项目时，需要参考价格、位置、评分、评论、榜单、图片、核销规则和售后保障。美团多年积累的评价体系、榜单体系和交易记录，使其在用户决策环节具备较高可信度。抖音可以通过内容激发兴趣，但在决策确认和交易闭环上仍需要补足信任体系。

3. 美团商户工具更深

到店酒旅的护城河不只是用户端，而在商户端。商户在美团上可以完成店铺展示、团购上架、广告投放、会员运营、核销管理、预约排队、经营分析和复购营销。对于大量中小商户而言，美团已经不只是一个广告入口，而是线上经营系统的一部分。商户使用工具越深，平台粘性越强，广告和营销预算越稳定。

4. 美团具备跨业务协同能力

外卖、到店、酒旅、闪购、会员体系和神券等工具可以彼此导流。用户在美团完成外卖消费后，平台可以进一步推荐到店餐饮、酒店旅游和休闲娱乐；用户在到店消费后，也可以沉淀评价和复购数据。相比单一内容流量，美团的优势在于把交易、履约、评价和复购串成闭环。

因此，美团在到店酒旅中的优势不是没有竞争，而是竞争维度更深。抖音强在流量和内容，美团强在交易和经营。短期内，抖音会压低美团部分品类的货币化率和利润率；中长期看，美团能否守住利润池，取决于其交易心智、评价体系和商户工具能否继续证明更高 ROI。

5.3 利润率展望

到店酒旅利润率展望需要避免两个极端：一是认为可以回到过去无竞争状态下的高利润率；二是认为会被抖音全面替代。更合理的判断是，到店酒旅从高利润扩张资产转向稳利润现金流资产。

短期看，低价供给、商户让利和内容化投入会压制利润率；中期看，如果抖音从单纯 GMV 扩张转向商业化和盈利约束，美团到店利润率有望企稳。长期看，到店酒旅仍是美团 SOTP 估值中的确定性部分，价值不在最大增长弹性，而在为核心本地商业提供利润底座。

6 闪购与即时零售：第二增长曲线，但不是无成本增长

外卖解决“吃饭到家”，闪购解决“本地商品到家”。二者共享的是用户入口、骑手网络、即时履约能力和本地商户供给，但对应的消费场景和增长空间并不相同。对于美团来说，为代表的“大即时零售”业务意味着：

1. 外卖业务的自然延伸，是经营管理能力溢出带来的业务边界自然扩大。

2. 外卖骑手网络的高效复用，并为骑手提供更多的配送选择。

3. 将美团的履约网络从餐饮场景扩展到更广泛的本地零售场景。药品、便利店、生鲜、酒水、鲜花、美妆、母婴、数码、家电等品类一旦被纳入即时配送网络，美团的用户心智就不再局限于外卖，而是从“点餐平台”向“附近商品即时满足平台”延伸。

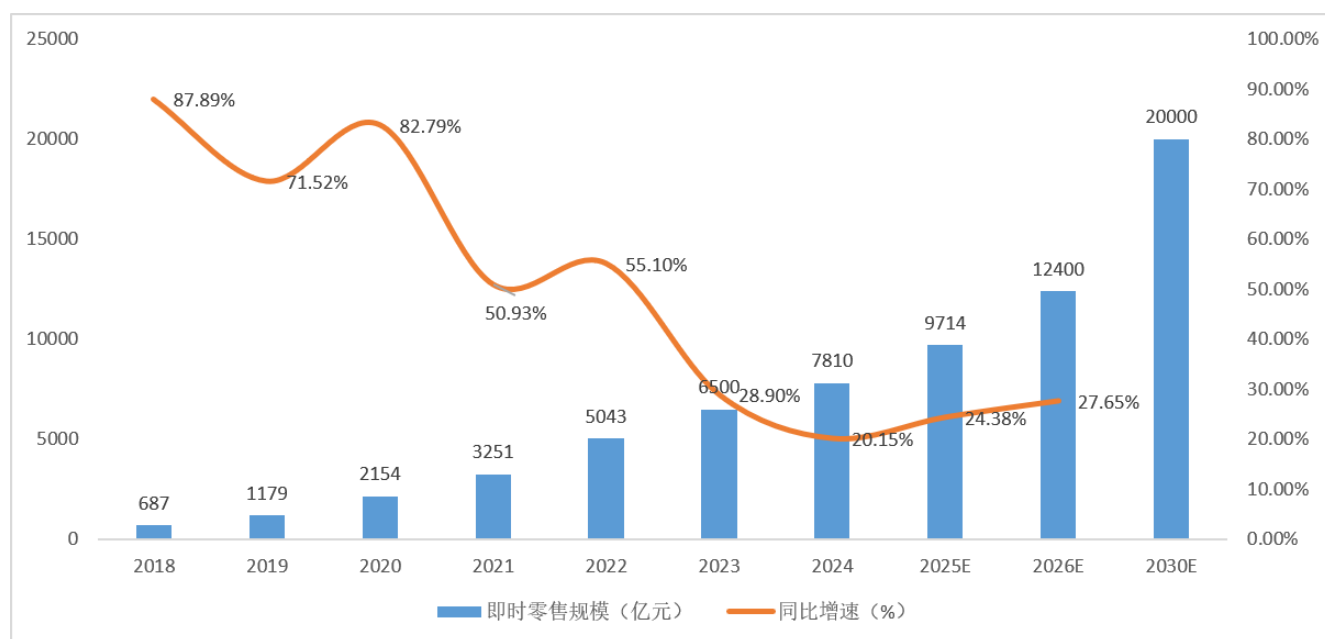
因此，我们对闪购与即时零售的核心判断是：它是美团第二增长曲线，但不是短期利润释放的主力；它是估值弹性的来源，同时也是未来竞争和投入的不确定性来源。

闪购的投资价值来自空间和协同，但风险也来自空间和竞争。它的业务边界比外卖更大，因此天花板更高；但品类、库存、供应链和竞争对手也更复杂，因此不能简单按外卖履约网络外溢线性乐观。后续应同时跟踪订单增长、AOV、非餐品类占比、单均亏损和广告变现。

6.1 即时零售：规模扩张，业态革新

即时零售——万亿级空间的朝阳行业。据网经社披露，商务部研究院发布的《即时零售行业发展报告（2025）》测算：2026 年我国即时零售规模将突破 1 万亿元，预计到 2030 年，将达到 2 万亿元，“十五五”期间年均增速将达 12.6%。

图 16 我国即时零售规模及增速



资料来源：网经社、商务部研究院：《即时零售行业发展报告（2025）》、湘财证券研究所

即时零售的兴起来自消费者对“确定性”和“即时性”的需求提升。传统电商解决买得到和价格便宜，但无法满足所有即时需求；线下门店满足附近消费，却受限于用户到店时间和门店数字化能力；即时零售通过附近门店、前置仓和本地供给数字化，把商品在 30-60 分钟内送到用户手中。

即时零售最早的核心场景是应急性需求，例如药品、便利店商品、生鲜、鲜花、酒水饮料等。用户愿意为速度和确定性支付一定溢价。但随着平台供给丰富和履约体验稳定，即时零售正在从应急场景向日常场景扩展。消费者不再只是在“急用”时打开平台，也可能因为懒得到店、临时补货、即时送礼、聚会需求或高确定性配送而选择闪购。

这意味着，即时零售的天花板不应只看传统外卖，也不应简单等同于远场电商。它介于线下零售和线上电商之间，核心价值是“附近供给+即时履约”。从品类看，药品、便利店、生鲜、酒水、鲜花等高频品类构成基础盘，数码、美妆、母婴、家电等高客单品类则打开 AOV 和广告变现空间。随着非餐品类占比提升，闪购的收入质量和商业化空间有望区别于餐饮外卖。

对美团而言，即时零售的战略意义不只是新增 GMV，而是提高平台对用户日常消费的覆盖深度。外卖让用户高频打开美团，到店酒旅满足本地服务决策，闪购则把用户从“吃饭”带向“买东西”。如果这一心智成立，美团的交易频次、用户停留、会员价值、广告变现和履约网络利用率都会提升。

6.2 美团闪购的履约优势

美团闪购的核心优势不在商品供应链最强，而在近场履约密度和外卖高频入口。即时零售需要在城市网格内组织门店、前置仓、骑手和用户需求，考验的是本地供给密度、骑手调度效率和订单规模。美团外卖多年积累的骑手网络和城市订单密度，为闪购提供天然基础。

闪购可以在外卖网络上叠加非餐订单，提高骑手网络利用率；也可以借助美团原有高频流量降低获客成本。与传统电商相比，美团不一定拥有最强品牌供应链，但拥有更近的履约链路和更高频的本地消费入口。

图 17 美团闪购履约优势核心：“更近、更密集、更高频、更聪明”



资料来源：湘财证券研究所制作

6.3 与阿里、京东竞争差异

即时零售竞争并不是简单的三家平台做同一件事。美团、阿里和京东的优势不同，切入角度也不同。

美团的优势在履约密度和本地生活入口。

美团从外卖出发，拥有高频用户、骑手网络和本地商户供给。其即时零售打法更接近“外卖网络外溢”：先通过药品、便利店、生鲜、酒水等高频近场需求提高订单密度，再向美妆、母婴、数码、家电等高客单品类延伸。美团的问题在于，商品供应链和品牌资源并非天然最强，高客单品类的供给深度和库存效率仍需要持续建设。

阿里的优势在电商生态和流量整合。

淘宝拥有庞大的用户和商家资源，饿了么拥有外卖和到家服务基础。淘宝闪购的战略意义，是把淘宝从远场电商延伸到即时消费，提高淘宝在日常

消费中的打开频次。阿里的强项在于流量、商家体系、支付和电商心智；短板在于即时履约密度和本地供给组织效率仍需要与饿了么、线下商家体系更深协同。

京东的优势在供应链和品质心智。

京东长期强在 3C 家电、品牌商资源、仓配体系和品质零售心智。京东外卖和即时零售的价值，不只是外卖订单本身，而是把京东供应链能力延伸到本地即时消费。京东的强项在于商品能力和品质保障，尤其适合高客单、强品牌、标准化商品；短板在于外卖和本地生活的高频入口、骑手密度和本地商户广度需要时间积累。

由此可以看出，即时零售不会是单一维度竞争。美团强在“近场履约”，阿里强在“电商流量和商家生态”，京东强在“供应链和品质零售”。不同平台在不同品类中优势不同：药品、便利店、酒水、鲜花等高时效场景更考验履约密度；3C、家电、美妆、母婴等高客单场景更考验供应链和品牌资源；生鲜和日用品则同时考验履约、库存、毛利和损耗控制。

这也意味着，美团闪购不会轻松获得高利润。即时零售的竞争会比外卖更复杂：不仅要争用户入口，还要争商家资源、库存效率、仓店模式、品牌合作和配送体验。美团如果要把闪购做成第二增长曲线，不能只依赖外卖流量和骑手网络，还需要补足商品供给、品牌合作和供应链能力。

但反过来，美团也并非被动防守。美团的优势在于已经掌握本地高频交易入口和履约网络，这是即时零售最难冷启动的部分。阿里和京东可以用流量、补贴和供应链切入，但要形成稳定的本地即时履约密度，同样需要持续投入。未来即时零售更可能形成多平台分层竞争，而不是简单一家通吃。

图 18 主要即时零售平台能力对比

 美团闪购	优势 履约密度、高频入口、本地商户供给	短板 品牌供应链仍需补强	适合品类/场景 药品、便利店、酒水、鲜花、即时日用
 淘宝闪购 / 饿了么	优势 淘宝流量、电商生态、阿里商家资源	短板 本地履约密度和协同效率需验证	适合品类/场景 日用、茶饮、淘宝生态商品
 京东秒送 / 京东外卖	优势 供应链、品牌商、品质零售心智	短板 高频本地入口和骑手密度需投入	适合品类/场景 3C、家电、美妆、品牌零售

资料来源：MoonFox、搜狐、湘财证券研究所整理

6.4 即时零售场景矩阵：不是所有品类都同一套模型

即时零售不是单一品类生意，不同品类的履约属性和商业化潜力不同。药品、便利店和酒水偏高时效，3C、美妆、母婴偏高客单，生鲜和日用品偏复购但考验损耗和库存。美团若要提升闪购估值权重，需要证明其不仅能做高频低客单，也能向高客单和品牌化品类扩张。

表 6 即时零售主要品类产品的核心诉求差异

品类	需求特征	核心变量	对闪购价值
药品/健康	即时性强、价格敏感度较低	配送时效、合规、门店覆盖	提升高确定性需求心智
便利店/酒水	高频、临时、场景化	门店密度、库存准确率、骑手时效	提高订单密度与复购
生鲜/日用品	复购强、履约和损耗复杂	仓店效率、毛利率、履约成本	验证日常化消费心智
3C/美妆/母婴	客单价高、品牌要求强	品牌合作、正品保障、配送体验	打开 AOV 和广告变现空间

资料来源：网经社、湘财证券研究所

6.5 盈利路径与估值方法

闪购短期仍处投入期，需要补贴用户、拓展品类、建设闪电仓和品牌合作、提高商户履约能力。中期盈利改善主要来自四个方向：订单规模扩大摊薄履约成本，AOV 提升改善收入质量，供给深化提高转化率，广告和品牌营销服务变现。

估值上，闪购不适合简单按成熟利润倍数处理。投入期可采用 PS 或 P/GMV，同时用单均亏损和费用率约束估值；修复期结合 AOV、单均亏损收窄和履约效率改善提高权重；成熟期若形成稳定利润率，再切换至利润倍数或 DCF。

需要强调的是，闪购和外卖共享履约网络，但商业逻辑不同。外卖品类相对单一，供给以餐饮商户为主；闪购涉及药店、便利店、商超、酒水、鲜花、3C、美妆、母婴等多品类，既要看履约，也要看商品供给、库存、品牌合作和品类毛利。因此，闪购的收入弹性高于外卖，但模型复杂度也更高。

7 新业务与长期期权：减亏、国际化与科技落地

7.1 小象超市与食杂零售

小象超市是美团国内新业务中最接近商品零售主轴的资产。其意义不是短期贡献利润，而是验证美团能否从服务零售延伸到商品零售，并在前置仓、即时配送、供应链、商品开发和用户复购之间形成稳定模型。

前置仓模型投入重、损耗高、履约复杂，不能简单看 GMV 扩张。后续应重点跟踪成熟城市 UE、毛利率、客单价、履约成本和复购率。如果核心城市 UE 持续改善，小象就不再只是亏损拖累，而是补足美团商品零售供给能力的关键资产。

7.2 Keeta 海外业务

Keeta 验证的是美团外卖履约、商户运营、用户补贴、骑手调度和平台管理能力能否海外复制。香港更像样板市场，中东更接近中期利润锚，巴西更偏长期高弹性期权。海外扩张不能只看开城数量，更要看单城订单密度、补贴退坡和 UE 改善。

海外外卖不等于国内模式简单复制。用户习惯、商户结构、劳动法规、配送距离、支付环境和竞争格局均有差异。若 Keeta 能够在香港和中东形成盈利样本，则海外业务有望从“开城烧钱”转向“模型验证”，估值折价也可能收敛。

7.3 AI、无人配送与平台效率

AI 和无人配送不应写成独立的“AI 重估故事”，而应理解为本地生活基础设施的效率工具。C 端提升用户决策效率，B 端提升商户经营效率，履约端优化调度、路径规划和需求预测，平台端降低客服、风控、审核和运营成本。

据公司官网，小团在 2026 年“五一”假期服务过亿人次，智能掌柜累计服务超 70 万商家，数字员工覆盖超 30 万商户，无人机累计商业订单超 90 万笔。这些数据说明技术投入已经进入具体经营场景，但其价值仍应主要体现在主业利润率改善中。

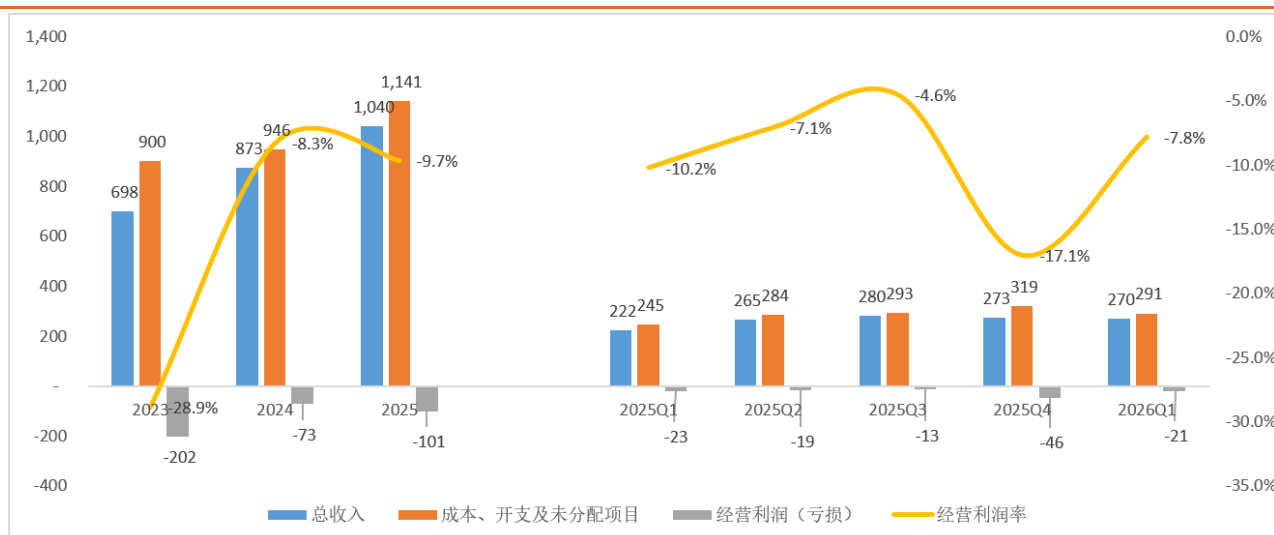
表 7 美团 Ai 投入，是有产品、有场景、能落地的 Ai 投入

技术/工具	落地场景	可能影响的经营指标
小团 AI 助手	用户搜索、点餐、出行、酒旅和本地服务决策，26 年五一期间已服务过亿人次用户	转化率、交叉购买、用户时长
智能掌柜/数字员工	菜单、定价、广告投放、客服、经营分析，到店餐饮智能掌柜已累计服务超过 70 万家商户，服务零售业数字员工覆盖超过 30 万家商户	商户 ROI、广告收入、商户粘性
调度算法	骑手调度、路径规划、峰谷预测	准时率、履约成本、骑手效率
无人机/无人配送	校园、园区、景区、固定线路和低空配送	长期履约成本、服务半径

资料来源：公司官网、湘财证券研究所

美团新业务表现亏损，但利润率修复趋势明确。2025 年受到外卖大战影响，全年利润率有下滑，背后预计主因：1.外卖大战占用了公司更多资源，导致新业务资源投放有限，利润修复受影响；2.消费者在外卖补贴习惯下，对于价格的敏感度更高，限制了新业务利润率；3.外卖大战冲击了核心本地商业基本盘，为了保证公司整体盘子的收入表现，对于新业务的利润率修复要求放宽。25Q4 利润率大幅下滑，主因 Keeta 海外业务投入增加等。在 26Q1，公司新业务的利润率已经环比修复，较 25Q1 亦有改善。

图 19 美团新业务利润率呈逐渐提升趋势（单位：亿元、%）



资料来源：美团 2023-2025 年年报、美团 2025Q1-2026Q1 各季度季报、湘财证券研究所整理

8 投资建议

我们认为,美团短期仍有竞争扰动,但 2025 年价格战低谷不宜线性外推。核心本地商业正在从防御性投入向利润修复过渡,到店酒旅仍提供利润底座,闪购和即时零售提供中期成长弹性,新业务亏损边界逐步清晰。

我们预测公司 2026-2028 年营业总收入分别为 4167/4742/5258 亿元,对应增速分别为 14.2%/13.8%/10.9%;同期公司归母净利润分别为 -104.6/224.2/401.2 亿元,对应增速分别为 55.2%/314.2%/79%;同期经调整净利润分别为 -96.3/247.9/427.5 亿元,对应增速分别为 48.4%/357.4%/72.5%。首次覆盖,给予公司“增持”评级。

9 风险提示

外卖及即时零售价格战持续时间超预期,导致补贴、骑手激励和营销费用率维持高位。我们认为该项为公司最重要的风险点,并做压力测试。我们假设未来每年单均净配送费较我们的预测降低 0.5 元,并导致对应毛利率下降 1pct,则公司 2026-2028 年间的收入预测将较我们的原始预测分别降低 4%/3.9%/3.8%,同期归母净利润较我们的原始预测分别降低 27.4%/26.4%/17.1%。

抖音等内容平台继续加大大地生活投入,到店酒旅货币化率和利润率进一步承压。

闪购、小象超市、Keeta 海外投入超预期,单均亏损或新业务亏损率扩大。

骑手社保、劳动保障、平台佣金、食品安全等监管要求趋严,推升履约和合规成本。

消费需求恢复弱于预期,本地生活、到店酒旅和即时零售增长承压。

附表 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	12840	10560	13252	18097	营业额	36485	416709	47424	52578
应收账款	3323	3733	4249	4711	销售成本	25384	283362	31774	34702
预付款项、按金及其他应收款	24255	19679	22395	24830	其他费用	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	10293	105011	90106	89384
存货	3013	2595	2910	3179	管理费用	37915	43754	48373	53105
其他流动资产	66064	82295	86774	90787	财务费用	-125	192	117	-618
流动资产总计	22505	21391	24885	30448	其他经营损益	0	0	0	0
长期股权投资	18306	18306	18306	18306	投资收益	79	0	0	0
固定资产	26162	27545	32969	35171	公允价值变动损	0	0	0	0
在建工程	0	6500	6000	5000	营业利润	-2963	-15610	17905	36898
无形资产	14991	14992	15744	14287	其他非经营损益	4799	5417	5691	5784
长期待摊费用	0	0	0	0	税前利润	-2483	-10193	23595	42681
其他非流动资产	62394	65394	63894	63644	所得税	-1483	271	1180	2561
非流动资产合计	12185	13273	13691	13640	税后利润	-2335	-10463	22416	40120
资产总计	34691	34664	38576	44088	少数股东利润	1	-0	1	1
短期借款	3468	0	0	0	归母净利润	-2335	-10463	22415	40119
应付账款	45483	47994	53817	58776	经调整后净利润	-1864	-9630	24786	42748
其他流动负债	74591	85750	96633	10667	EBITDA	-1476	-1886	34536	55069
流动负债合计	12354	13374	15045	16545	NOPLAT	-2798	-15428	17120	34103
长期借款	65904	65904	65904	65904	EPS (元)	-3.78	-1.69	3.63	6.50
其他非流动负债	6477	6477	6477	6477					
非流动负债合计	72381	72381	72381	72381	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	19592	20612	22283	23783	成长能力				
股本	0	0	0	0	营收额增长率	8%	14%	14%	11%
储备	15104	15104	15104	15104	EBIT 增长率	-166%	60%	337%	77%
留存收益	0	-1046	11950	52065	EBITDA 增长率	-132%	87%	1932%	59%
归属于母公司股东权益	15104	14058	16299	20311	税后利润增长率	-165%	55%	314%	79%
归属于非控制股东权益	-58	-58	-58	-56	盈利能力				
权益合计	15098	14052	16293	20305	毛利率	30%	32%	33%	34%
负债和权益合计	34691	34664	38576	44088	净利率	-6%	-3%	5%	8%
					ROE	-15%	-7%	14%	20%
					ROA	-7%	-7%	-3%	6%
					ROIC	-56%	-31%	29%	61%
现金流量表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	估值倍数				
税后经营利润	-2794	-1561	17009	34684	P/E	-17.4	-39.01	18.21	10.17
折旧与摊销	10199	8115	10824	13005	P/S	1.12	0.98	0.86	0.78
财务费用	-125	192	117	-618	P/B	2.70	2.90	2.50	2.01
其他经营资金	4051	2022	8680	7826	股息率	0%	0%	0%	0%
经营性现金净流量	-1381	-5280	36630	54897	EV/EBIT	-12.2	-32.68	12.70	6.03
投资性现金净流量	29773	-1385	-9594	-7063	EV/EBITDA	-20.7	-173.3	8.72	4.61
筹资性现金净流量	21243	-3659	-119	615	EV/NOPLAT	-10.9	-21.19	17.59	7.44
现金流量净额	37201	-2279	26918	48448					

数据来源: ifind、湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为恒生指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。