

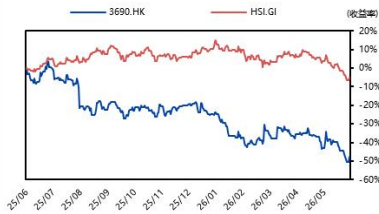
履约壁垒支撑盈利修复，闪购与出海接续放量
——美团-w (3690.HK) 首次覆盖报告

报告原因：

买入 (首次评级)

市场数据：	2026 年 07 月 02 日
收盘价 (港元)	70.85
一年内最高/最低 (港元)	134.40/64.25
总股本 (万股)	617,477
总市值 (亿港元)	4,375

一年内股价与恒生指数对比走势：



资料来源：iFinD

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **投资评级与估值：**预计公司 2026-2028 年营业收入 4049.6/4571.4/5151.2 亿元，同比增长 11.0%/12.9%/12.7%，净利润-71.7/191.1/345.5 亿元，2026 年亏损同比收窄 69.3%、2027 年扭亏为盈、2028 年同比增长 80.8%，2027-2028 年对应 PE 为 19.9X/11.0X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **行业与公司分析：**2025 年中国本地生活服务市场规模约 2.5 万亿元，线上化渗透率仍处低位，兼具刚需属性与成长性。餐饮外卖补贴竞争最激烈阶段已过、边际趋向缓和，即时零售保持较快增长，到店酒旅线上化率持续提升。公司稳居中国即时配送与本地生活服务龙头，2025 年公司营业收入 3648.5 亿元，同比增长 8.1%，其中核心本地商业、新业务收入分别为 2608.3/1040.3 亿元，同比增长 4.2%/19.1%；26Q1 营业收入 910.4 亿元、同比增长 5.6%，即时配送交易量与 GMV 保持同比增长。
- **关键假设：**预计 2026-2028 年公司核心本地商业收入 2790.8/3042.0/3285.4 亿元，同比增长 7.0%/9.0%/8.0%，新业务收入 1258.7/1529.4/1865.8 亿元，同比增长 21.0%/21.5%/22.0%。费用方面，预计 2026-2028 年销售费用率为 26.7%/23.3%/21.0%，管理费用率为 3.0%/2.9%/2.9%，研发费用率为 6.8%/6.5%/6.4%，财务费用率维持近零水平。
- **有别于大众的认识：**市场认为外卖补贴竞争压制公司盈利修复、即时零售投入拖累利润、Keeta 海外盈利路径不清晰，我们认为：1) 订单结构改善推动外卖盈利修复，核心本地商业经营利润率由 25Q4 的-15.5%环比大幅减亏至 26Q1 的-3.2%，补贴退坡后 UE 开始修复；2) 即时零售依托外卖即时配送网络向高频品类延伸，新增订单边际履约成本低，以小象超市为主的商品销售收入 26Q1 同比增长 46.6%，即时零售延续高增；3) Keeta 香港已实现单月盈利、25Q4 UE 达到盈亏平衡，中国市场沉淀的履约网络与 UE 管理能力具备跨市场复制基础。
- **股价表现的催化剂：**1) 26Q2 核心本地商业重返盈利；2) 补贴竞争持续降温；3) Keeta 海外盈利兑现；4) AI 产品落地提升运营效率。
- **风险提示：**行业竞争加剧；即时零售盈利不及预期；海外扩张投入超预期与地缘政治波动；监管风险。

财务数据及盈利预测

报告期 (人民币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	337,592	364,855	404,959	457,139	515,122
同比增长率 (%)	22.0	8.1	11.0	12.9	12.7
净利润 (百万元)	35,807	-23,355	-7,174	19,110	34,551
同比增长率 (%)	158.4	-165.2	69.3	366.4	80.8
毛利率 (%)	38.4	30.4	33.6	36.0	36.3
净利率 (%)	10.6	-6.4	-1.8	4.2	6.7
ROE (%)	20.7	-15.5	-5.0	11.9	17.8
EPS (元/股)	5.8	-3.8	-1.2	3.1	5.6
P/E (倍)	10.6	-	-	19.9	11.0

资料来源：iFinD，爱建证券研究所

注：数据截至 2026 年 7 月 2 日

投资评级与估值

预计公司 2026-2028 年营业收入 4049.6/4571.4/5151.2 亿元，同比增长 11.0%/12.9%/12.7%，净利润-71.7/191.1/345.5 亿元，2027-2028 年对应 PE 为 19.9X/11.0X。公司是中国即时配送与本地生活服务龙头，餐饮外卖补贴竞争最激烈阶段过后边际趋向缓和，核心本地商业经营利润率自 25Q4 低点环比修复，外卖盈利质量随订单结构提质回升，即时零售依托共享即时配送网络向高频品类延伸；新业务方面，小象超市扩张带动商品销售放量，海外 Keeta 复制中国已验证的运营模式，在香港已实现单月盈利，打开增量空间。预计盈利能力随补贴退坡与新业务减亏而回升，预计集团毛利率自 2025 年 30.4%修复至 2028 年 36.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

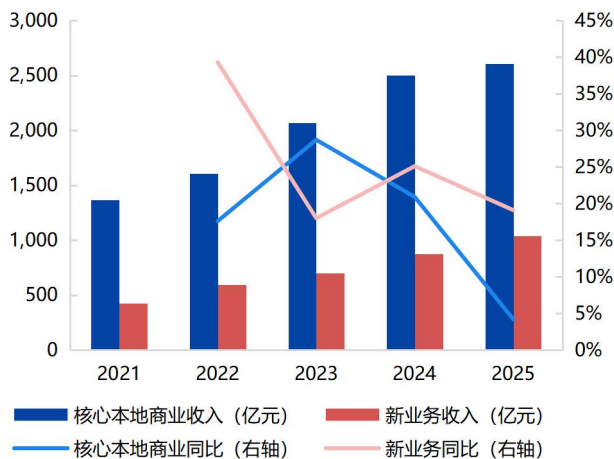
收入方面，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 4049.6/4571.4/5151.2 亿元，同比增长 11.0%/12.9%/12.7%。1) 核心本地商业：2025 年收入 2608.3 亿元，同比增长 4.2%，增速较上年明显放缓，主要因外卖补贴竞争抵减收入，即时零售与到店酒旅支撑增长。受益于外卖 UE 在补贴退坡后修复、到店酒旅个位数稳健增长及美团闪购即时零售延续高增，预计 2026-2028 年核心本地商业收入 2790.8/3042.0/3285.4 亿元，同比增长 7.0%/9.0%/8.0%。2) 新业务：2025 年收入 1040.3 亿元，同比增长 19.1%，主要由小象超市商品销售放量与海外 Keeta 扩张拉动。受益于小象超市城市覆盖扩张带动商品销售放量、海外 Keeta 在香港及中东市场放量，预计 2026-2028 年新业务收入 1258.7/1529.4/1865.8 亿元，同比增长 21.0%/21.5%/22.0%。

图表 1：公司收入结构及关键假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
核心本地商业					
营业收入 (百万元)	250,248	260,826	279,084	304,201	328,538
YoY	20.9%	4.2%	7.0%	9.0%	8.0%
新业务					
营业收入 (百万元)	87,344	104,029	125,875	152,938	186,584
YoY	25.1%	19.1%	21.0%	21.5%	22.0%
合计					
营业收入 (百万元)	337,592	364,855	404,959	457,139	515,122
YoY	22.0%	8.1%	11.0%	12.9%	12.7%

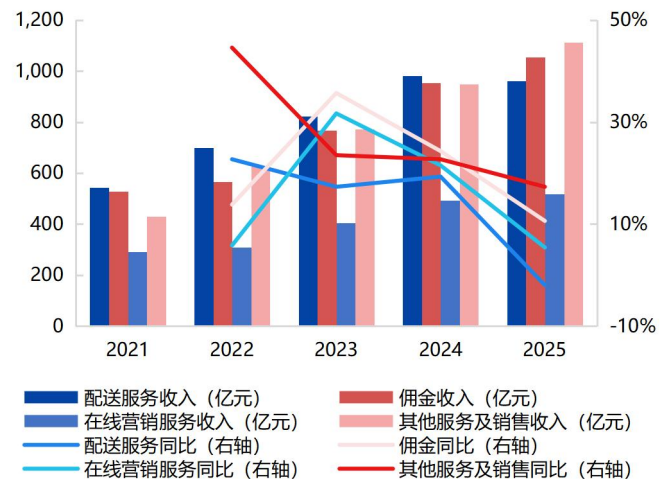
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 2：分业务板块收入及同比增速



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 3：分业务类型收入及同比增速



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

费用方面，1) 销售费用率：2025 年因外卖补贴竞争加剧、骑手补贴及海外与食杂扩张投入，销售费用率较上年跳升 9.2pct 至 28.2% 的历史高位。随补贴竞争趋缓与投放效率回归，预计 2026-2028 年销售费用率为 26.7%/23.3%/21.0%。2) 管理费用率：历史水平稳定在 3% 左右，2025 年为 3.3%，规模效应下预计 2026-2028 年小幅摊薄至 3.0%/2.9%/2.9%。3) 研发费用率：公司研发投入维持在 7% 左右，2025 年为 7.1%、支撑即时配送调度系统与 AI 产品迭代。预计 2026-2028 年研发费用率随收入规模的扩大而摊薄，为 6.8%/6.5%/6.4%。4) 财务费用率：公司资金水平充裕，预计财务费用率维持近零水平。

图表 4：公司期间费用率假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	19.0%	28.2%	26.7%	23.3%	21.0%
管理费用率	3.2%	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用率	6.2%	7.1%	6.8%	6.5%	6.4%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%

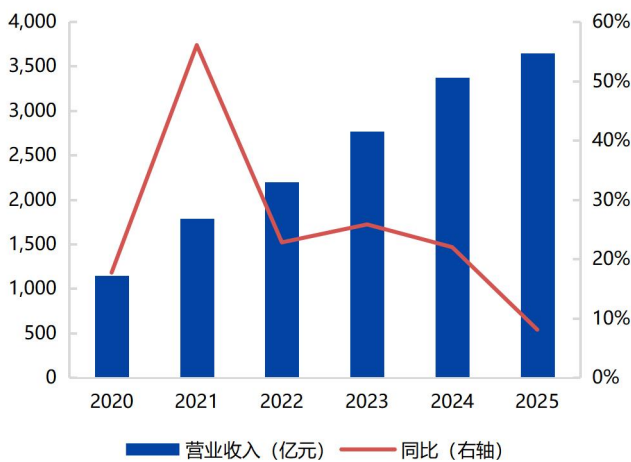
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

行业与公司分析

本地生活服务涵盖餐饮外卖、即时零售、到店酒旅等多个品类，据艾媒咨询数据，2025 年中国本地生活服务市场规模约 2.5 万亿元，线上化渗透率仍处低位，兼具刚需属性与成长性。餐饮外卖在 2025-2026 年经历激烈补贴竞争，随市场监管多次干预，补贴最激烈阶段已过、边际趋向缓和，行业竞争手段由平台补贴投放逐步向履约效率与运营能力转移。即时零售随消费者对配送时效要求提升保持较快增长，到店酒旅线上化率持续提升。

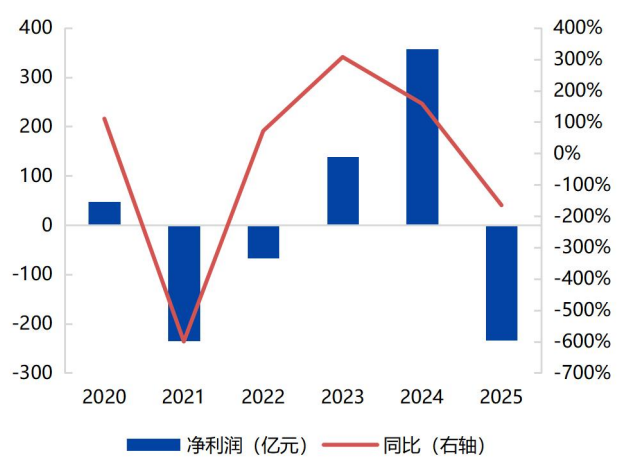
公司主营本地生活服务，主要业务可分为核心本地商业与新业务两大分部，其中核心本地商业包括餐饮外卖、美团闪购、到店、酒店及旅游业务，新业务包括小象超市、B2B 餐饮供应链（快驴）以及海外业务 Keeta。2025 年公司营业收入 3648.5 亿元，同比增长 8.1%，其中核心本地商业贡献 2608.3 亿元、新业务贡献 1040.3 亿元。26Q1 公司营业收入 910.4 亿元，同比增长 5.6%，其中核心本地商业收入 640.6 亿元、新业务收入 269.8 亿元，即时配送交易量与 GMV 保持同比增长。公司依托高密度即时配送网络、商户供给与用户规模的三端协同，构筑了难以靠短期补贴复制的履约壁垒，在中高客单价外卖订单维持显著份额优势，2025 年外卖 GTV 市场份额稳定在 60% 以上，稳居中国即时配送与本地生活服务龙头地位。

图表 5：公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 6：公司净利润及同比增速



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

有别于大众的认识

市场认为外卖补贴竞争压制公司盈利修复、即时零售投入拖累利润、Keeta 海外盈利路径不清晰，我们认为：**1) 订单结构改善推动外卖盈利能力的修复，公司外卖基本盘客单价高、履约密度大，补贴退坡后 UE 随之回升。**公司在中高客单价外卖订单维持显著份额优势，在 30 元以上高价值订单中，公司保持 70% 以上的市场份额，这类订单履约密度更高、配送成本可摊薄，是外卖盈利质量的主要来源，公司经营重心向高客单价订单和核心用户群倾斜，进一步改善和巩固了订单结构。核心本地商业经营利润率由 25Q4 的 -15.5% 环比大幅减亏至 26Q1 的 -3.2%、改善 12.3pct，26Q1 经调整亏损净额收窄至约 50 亿元，环比改善主要来自即时配送业务减亏，指向补贴强度回落后 UE 开始修复。**2) 即时零售依托外卖的即时配送网络向高频品类延伸，新增订单履约成本低，单量放量直接增厚利润。**美团闪购与餐饮外卖共享同一即时配送网络、运力调度与商户基础设施，闪购在此基础上将配送品类由餐饮延伸至商超日用、数码家电、医药等零售商品，新增订单无需另建履约网络，运力在不同品类与时段间

调度进一步摊薄固定成本。美团闪购单量与交易额增速明显快于外卖，以小象超市为主的商品销售收入在 26Q1 同比增长 46.6%，即时零售延续高增。即时零售的盈利改善来自共享履约网络的规模效应，随单量规模化与变现率提升，UE 持续改善，构成外卖盈利能力向高频消费品类的延伸。3) **Keeta 香港已实现单月盈利，中国市场沉淀的履约网络与 UE 管理能力具备跨市场复制基础。**美团在外卖和到店业务中积累的高密度履约网络、商户运营和 UE 管理能力，构成 Keeta 出海的经营底座，海外复制的是中国市场已验证的运营模式。Keeta 香港已实现单月盈利、25Q4 UE 达到盈亏平衡，26Q1 在香港和沙特实现显著效率提升，中东其他市场及巴西的效率爬坡快于成熟市场可比发展阶段。中东外卖抽佣水平高于中国，叠加公司优先提升现有市场运营效率，对新市场扩张保持财务纪律，Keeta 已开始把中国市场本地生活能力复制到海外，未来将兑现为新的增长来源。

股价表现的催化剂

- 1) **26Q2 核心本地商业重返盈利。**26Q1 核心本地商业经营利润率环比大幅改善，进入二季度后，随外卖 UE 转正与季节性需求回升，核心本地商业经营利润率转正，集团经营亏损环比收窄。
- 2) **补贴竞争持续降温。**市场监管自 2025 年起多次干预外卖行业补贴投放，补贴投放回归常态后，公司销售费用率自历史高位回落，核心本地商业盈利能力修复。
- 3) **Keeta 海外盈利兑现。**Keeta 香港已实现单月盈利，沙特等中东市场盈利能力持续改善，随海外 UE 爬坡与新市场扩张保持财务纪律，新业务经营亏损率收窄。
- 4) **AI 产品落地。**公司 LongCat 大模型与面向商户、骑手的 AI 工具陆续落地，提升即时配送调度与商户运营效率，支撑核心本地商业利润率改善。

可比公司

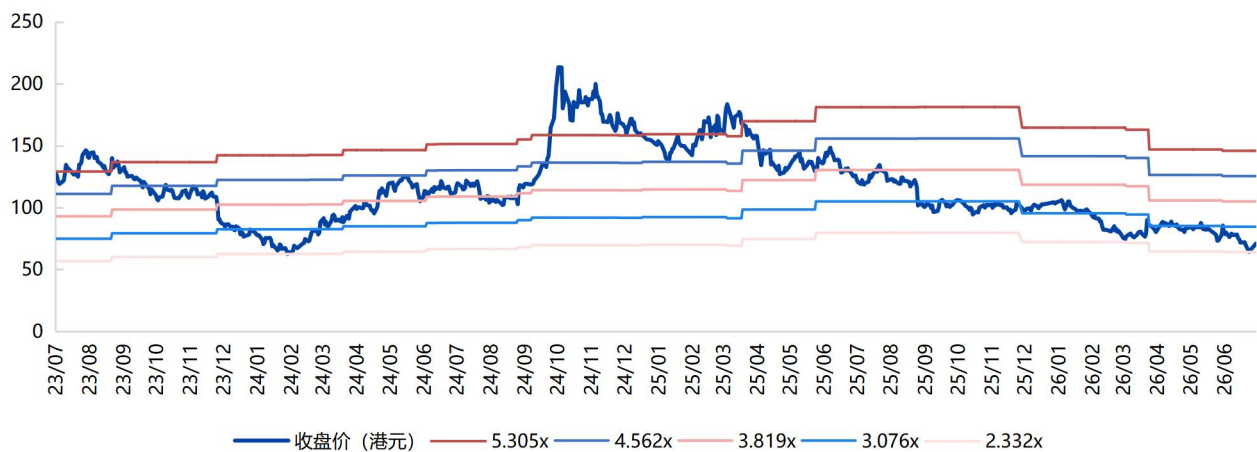
公司是本地生活服务平台型企业，以即时配送网络连接用户、商户与履约运力，业务横跨餐饮外卖、即时零售、到店酒旅与海外本地生活。选取京东集团、阿里巴巴、腾讯控股作为可比公司，可比公司业务模式与公司较为接近，京东集团以自营电商与自建物流为核心，即时零售业务与公司直接竞争；阿里巴巴以平台电商为主业、叠加外卖与即时零售，与公司在外卖及闪购市场直接竞争；腾讯控股以社交与数字内容生态为核心，平台属性与变现模式与公司相近。2026-2028 年可比公司 PE 中位数为 14.1X/12.7X/11.1X，考虑到公司为中国即时配送与本地生活服务龙头，长期看，核心本地商业将回归正常盈利水平，叠加即时零售与海外业务提供收入增量，预计净利率将由 2025 年-6.4%提升至 2028 年 6.7%，给予一定估值溢价。

图表 7：可比公司估值比较

股票代码	简称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (元)				PE			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
9618.HK	京东集团	102.80	2,515	6.5	8.7	13.4	16.2	13.8	10.2	6.7	5.5
9988.HK	阿里巴巴	94.50	15,755	6.7	5.5	5.4	7.4	12.2	14.9	15.2	11.1
0700.HK	腾讯控股	430.20	33,953	24.2	26.5	29.5	32.7	15.5	14.1	12.7	11.4
中位数				6.7	8.7	13.4	16.2	13.8	14.1	12.7	11.1
3690.HK	美团	70.85	4,375	-3.8	-1.2	3.1	5.6	-	-	19.9	11.0

资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：基于 2026 年 7 月 2 日数据，EPS 取 Wind 一致预期

图表 8：公司近 3 年股价及 PB-Band 走势


资料来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 行业竞争加剧：**阿里、抖音等平台若加大外卖、即时零售补贴投放，外卖 UE 修复中断，公司销售费用率将再度抬升。
- 2) 即时零售盈利不及预期：**闪购与小象超市的 UE 改善依赖单量规模化与变现率提升，若行业竞争加剧或补贴投入超出预期，即时零售减亏节奏将低于预期。
- 3) 海外扩张投入超预期与地缘政治波动：**Keeta 在新市场的补贴与运力投入超出预期，新业务经营亏损收窄节奏将低于预期；中东为 Keeta 主力市场，地缘政治局势波动会扰动当地运营，导致海外收入增长与盈利兑现承压。
- 4) 监管风险：**骑手权益保障与平台收费规范等监管要求若超预期趋严，履约成本上行、平台变现率承压。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
人民币:百万元						人民币:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	209,735	225,057	223,400	243,343	288,601	经营活动现金流	57,147	-13,815	10,833	39,542	65,418
现金	90,384	128,403	135,661	153,142	173,390	净利润	35,808	-23,354	-7,174	19,111	34,552
应收票据及应收账款合计	2,653	3,323	3,661	4,196	4,940	折旧摊销	8,421	10,199	9,290	11,524	14,237
预付账款	12,913	24,255	22,190	20,039	18,347	财务费用	45	-125	149	-55	-489
存货	1,734	3,013	3,536	4,168	4,944	其他经营现金流	12,872	-535	8,568	8,962	17,117
其他流动资产	102,051	66,064	58,352	61,799	86,980	投资活动现金流	10,205	29,773	-5,578	-11,651	-35,995
非流动资产	114,620	121,853	130,251	133,306	136,598	资本支出	-11,347	-11,425	-16,310	-13,539	-16,534
长期投资	19,800	18,306	18,405	18,514	18,633	其他投资现金流	21,552	41,198	10,732	1,888	-19,461
固定资产	18,315	26,162	33,870	36,011	38,272	筹资活动现金流	-30,145	21,243	2,003	-10,410	-9,174
无形资产	14,381	14,991	14,992	15,327	15,829	短期借款	-19,321	3,467	5,172	-4,744	-3,896
其他非流动资产	62,124	62,394	62,984	63,454	63,864	长期借款	3,963	26,720	-3,020	-5,720	-5,763
资产总计	324,355	346,910	353,651	376,649	425,199	其他筹资现金流	-15,057	-8,944	-149	54	485
流动负债	107,936	123,542	140,787	150,934	171,232	现金净增加额	36,937	37,201	7,258	17,481	20,249
短期借款	1	3,468	8,640	3,896	0	财务比率					
应付票据及应付账款合计	41,761	45,483	48,622	52,101	58,435	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他流动负债	66,174	74,591	83,525	94,936	112,798	成长能力					
非流动负债	43,815	72,381	70,051	64,793	59,496	营业收入(%)	22.0	8.1	11.0	12.9	12.7
长期借款	39,184	65,904	62,884	57,165	51,402	净利润(%)	158.4	-165.2	69.3	366.4	80.8
其他非流动负债	4,631	6,477	7,167	7,628	8,094	获利能力					
负债合计	151,751	195,922	210,838	215,726	230,728	毛利率(%)	38.4	30.4	33.6	36.0	36.3
少数股东权益	-59	-58	-58	-58	-57	净利率(%)	10.6	-6.4	-1.8	4.2	6.7
资本公积	312,464	314,264	313,264	312,264	311,264	ROE(%)	20.7	-15.5	-5.0	11.9	17.8
留存收益	-139,802	-163,218	-170,392	-151,284	-116,737	ROIC(%)	27.0	-20.9	-7.1	8.3	16.4
归属母公司股东权益	172,663	151,046	142,872	160,980	194,528	偿债能力					
负债和股东权益	324,355	346,910	353,651	376,649	425,199	资产负债率(%)	46.8	56.5	59.6	57.3	54.3
利润表						净负债比率(%)	-29.7	-39.1	-44.9	-57.2	-62.7
人民币:百万元						流动比率	1.9	1.8	1.6	1.6	1.7
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	速动比率	1.7	1.7	1.4	1.5	1.5
营业收入	337,592	364,855	404,959	457,139	515,122	营运能力					
营业成本	207,807	253,846	268,893	292,569	328,132	总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
销售费用	63,975	102,934	108,124	106,513	108,176	应收账款周转率	127.2	109.8	110.6	109.0	104.3
管理费用	10729.2	11916.4	12,149	13,257	14,939	每股指标 (元)					
研发费用	21053.6	25998.2	27,537	29,714	32,968	每股收益(最新摊薄)	5.8	-3.8	-1.2	3.1	5.6
财务费用	45	-125	149	-55	-489	每股经营现金流(最新摊薄)	9.3	-2.2	1.8	6.4	10.6
投资净收益	1,186	79	99	109	119	每股净资产(最新摊薄)	28.0	24.5	23.1	26.1	31.5
营业利润	35,167	-29,636	-11,794	15,250	31,515	估值比率					
其他非经营损益	2,818	4,799	4,899	4,999	5,099	P/E	10.6	-	-	19.9	11.0
利润总额	37,985	-24,838	-6,895	20,249	36,614	P/B	2.5	2.9	3.1	2.7	2.2
所得税	2,177	-1,483	279	1,138	2,062	EV/EBITDA	-0.8	-0.9	11.5	0.6	-0.3
净利润	35,808	-23,354	-7,174	19,111	34,552						
少数股东损益	1	1	0	1	1						
归属母公司净利润	35,807	-23,355	-7,174	19,110	34,551						
EBITDA	46,452	-14,763	2,545	31,717	50,362						

资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。