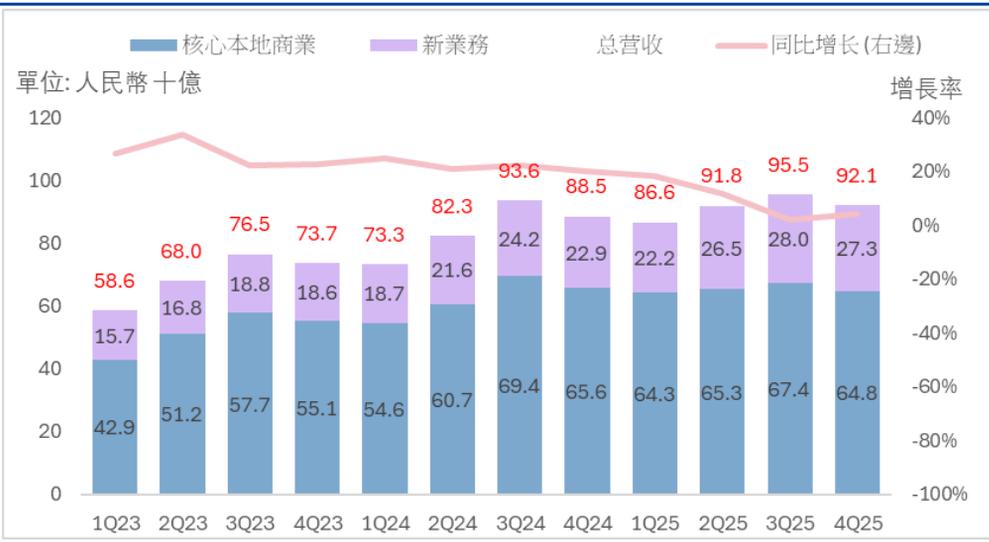


## 今日焦點:

### ▶ 美團 (3690 HK, 港幣84.2元, 市值5,200億港元) 見底回升 基本面韌性猶存

美團2025年第四季度總收入達人民幣921億元 (按年增長4%, 按季下跌4%), 淨虧損為人民幣150億元, 大致符合公司此前給出的指引。雖然盈利能力未見顯著改善, 但我們相信, 隨著行業可能進入企穩階段, 美團的基本面正逐步復甦。其穩固的核心競爭力應能帶來營運韌性及長期可持續性。

圖 1: 營收 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

**預期盈利能力將於2026年第二季度恢復:** 本地商業收入達人民幣648億元 (按年下跌1%, 按季下跌4%), 經營虧損收窄至人民幣100億元。扣除約人民幣45億元的到店業務經營利潤, 由補貼及價格戰導致的虧損為人民幣150億元, 較2025年第三季度的人民幣200億元有所改善。與2025年第四季度相比, 2026年第一季度的虧損收窄速度加快, 預期將於2026年第二季度恢復盈利。

**1). 配送服務呈現逐步改善:** 收入達人民幣236億元 (按年下跌10%, 按季增長2%)。按年跌幅從2025年第三季度的17%顯著收窄至10%。餐飲外賣及閃購的每日訂單量從2025年第三季度高峰的9,650萬單按季下跌8%至8,860萬單, 主要受季節性因素及對低平均訂單價訂單減少補貼所影響。儘管訂單量減弱, 盈利能力有所改善, 每單虧損從2025年第三季度的人民幣2.3元降至人民幣1.8元。

得益於春節期間高平均訂單價訂單佔比提升, 以及奶茶飲品等低平均訂單價訂單減少, 2026年第一季度的每單虧損較2025年第四季度的人民幣1.8元顯著改善至人民幣1.3元。以商品交易總額計, 美團的整體市場份額約為60%, 而其在平均訂單價30元人民幣以上訂單中的份額仍穩定在70%以上。與阿里巴巴的單位經濟效益差距按季擴大至人民幣2元, 顯示出穩固的競爭優勢。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,750	-0.8%	-3.4%
中資企業指數	8,399	-0.6%	-5.8%
紅籌指數	4,146	-0.4%	3.3%
港深300指數	4,491	-0.2%	-3.0%
上海A股	4,114	0.2%	4.2%
上海B股	264	0.3%	4.2%
深圳A股	2,699	-0.0%	1.9%
深圳B股	1,199	-0.1%	-5.1%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,216	0.1%	-5.9%
標普500	6,343	-0.4%	-7.3%
美國納斯達克指數	20,794	-0.7%	-10.5%
日經平均指數	50,750	-2.2%	0.8%
英國富時指數	10,127	1.6%	2.0%
法國證商公會指數	7,772	0.9%	-4.6%
德國法蘭克福指數	22,562	1.2%	-7.9%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,510	0.4%	4.7%
銅價 (美元/盎司)	2,661	-0.9%	4.6%
銀價 (美元/盎司)	70	0.5%	-2.5%
原油 (美元/桶)	102	3.3%	85.2%
銅價 (美元/盎司)	12,223	0.6%	-1.6%
鋁價 (美元/盎司)	3,401	4.0%	13.5%
鎳價 (美元/盎司)	1,900	1.8%	-8.3%
鎘價 (美元/盎司)	3,182	3.3%	2.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	607	0.3%	20.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	455	-1.4%	1.7%
糖 (美分/磅)	140	-0.6%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,159	0.0%	9.4%
PVC (美元/噸)	5,658	0.8%	62.5%
CRB 指數	371	2.6%	3.0%
BDI			8.2%

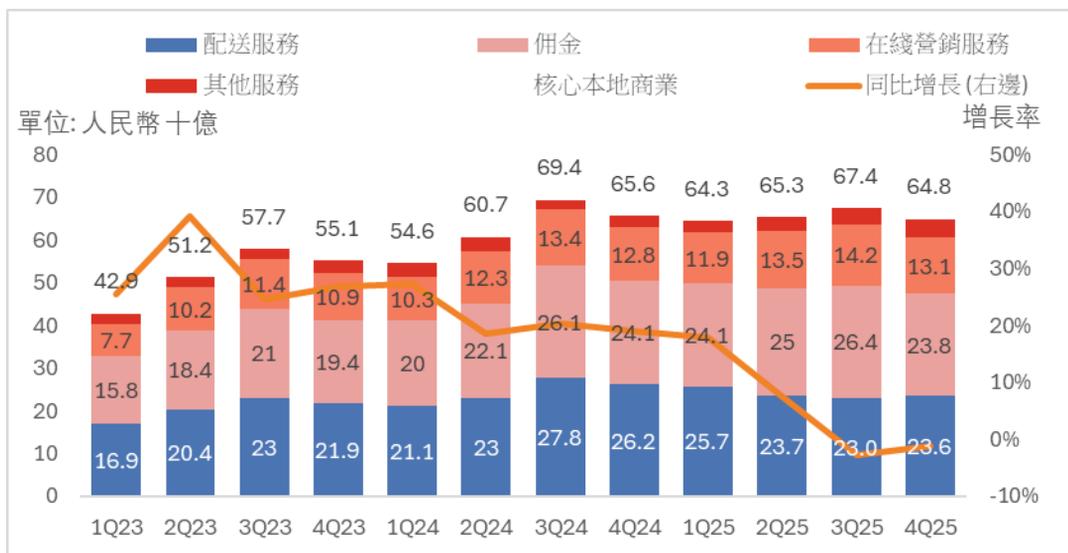
匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.7	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.4	10.2	0.9
歐羅	1.1	9.0		183.1	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	199.8		8.6
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.1	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	30	17.1%

2). 佣金及在線營銷服務仍面臨壓力：到店業務商品交易總額增長放緩，加上在抖音激烈競爭下變現率降低，對該業務板塊構成壓力，其合併收入在2025年第四季度達人民幣369億元（按年增長1%，按季下跌9%），經營利潤率放緩至25%。

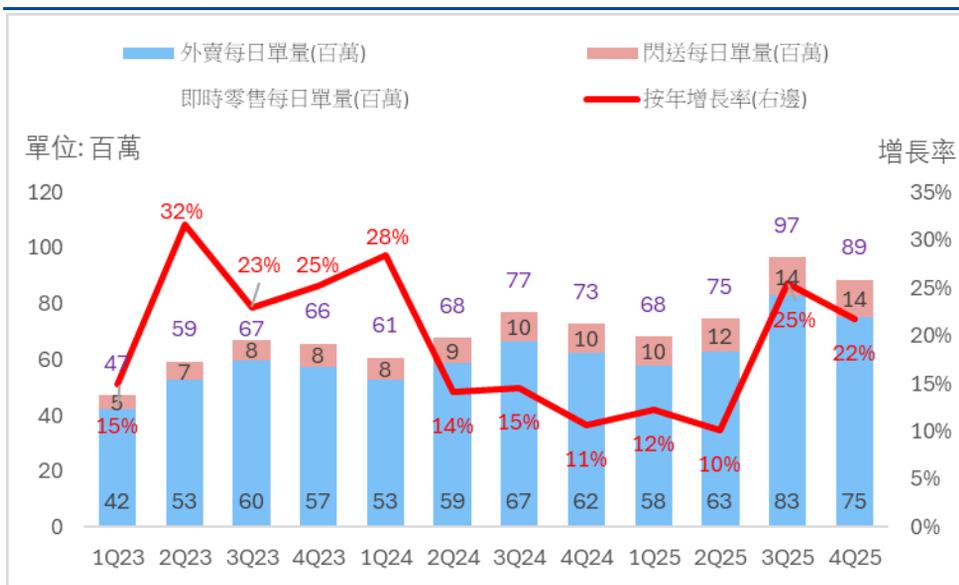
抖音於2026年推出獨立基於佣金的本地服務應用程式「抖省省」，該應用程式保持強勁增長，對美團的到店業務構成挑戰。然而，美團通過大眾點評長期積累的點評體系及強大的線下營運能力實現差異化，在高利潤的生活方式及娛樂領域（酒店及旅遊、休閒、高端餐飲）保持強勁競爭力，預期經營利潤率將回升至30%以上。

圖 2: 核心本地商業營收拆解 (十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3: 每日外賣單量拆解 (百萬)

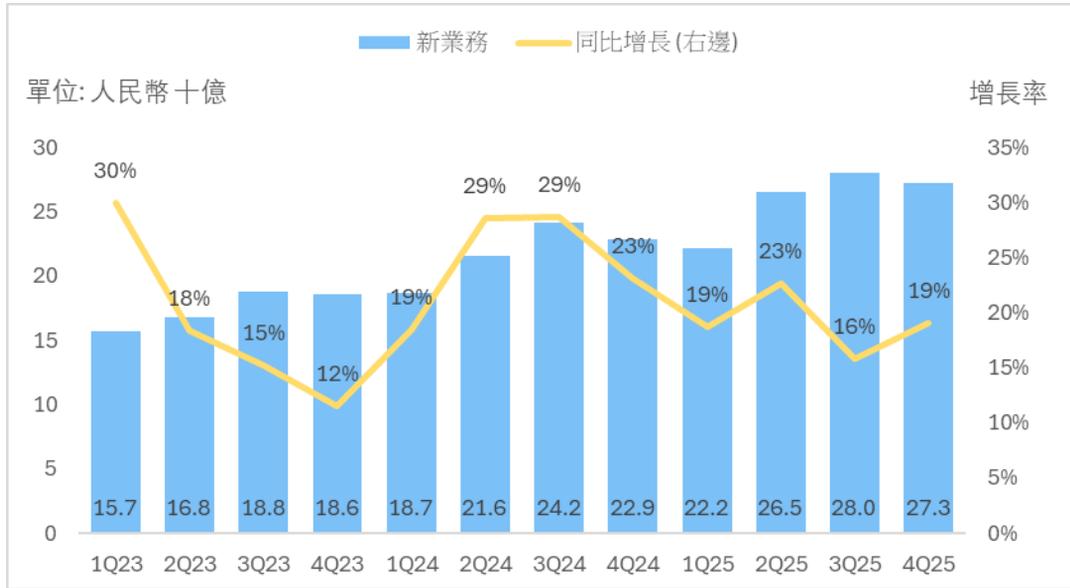


資料來源: 公司數據, 新華滙富

**新業務保持韌性：**收入達人民幣273億元（按年增長19%，按季下跌3%），收入佔比升至30%。增長主要得益於Keeta在香港、中東及南美的強勁海外擴張，以及小象超市的快速發展。同時，該業務板塊的經營虧損擴大至人民幣46億元，主要由於對共享單車及海外業務的戰略性投資。

在香港市場於29個月內實現盈利，證明了其業務的可擴展性。公司將繼續在中東擴張，目標是在2026年底前在沙特阿拉伯實現盈利，總投資及虧損上限控制在2025年的水平。然而，區域衝突帶來的不確定性可能會延遲該地區的發展步伐。

圖 4: 新業務營收拆解 (十億)

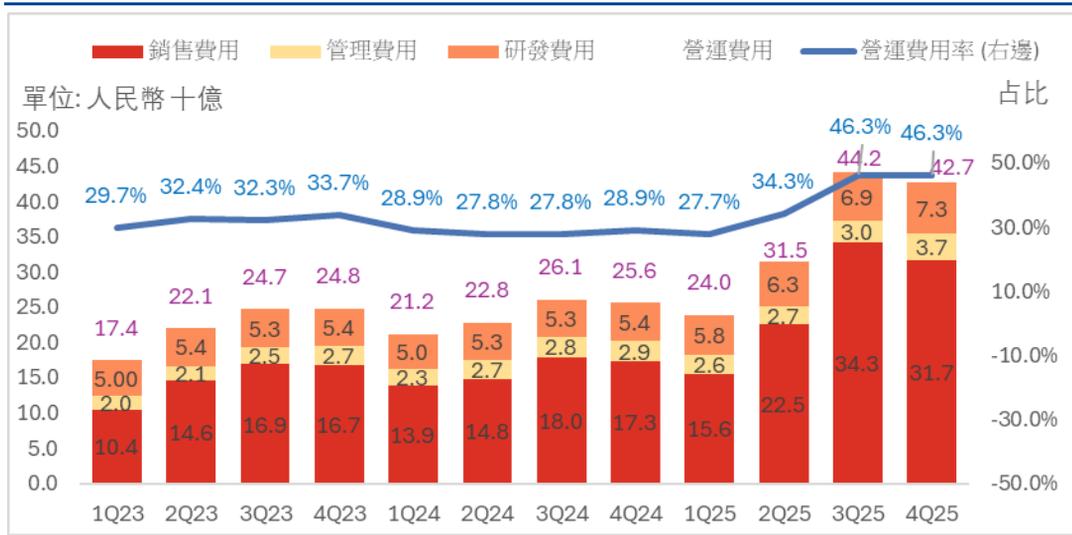


資料來源: 公司數據, 新華滙富

**核心虧損剛性：**毛利率跌幅放緩至26.2%，核心經營虧損為人民幣185億元，與2025年第三季度的人民幣190億元基本持平。儘管銷售及營銷費用按季減少人民幣30億元，但對人工智能及Keeta的持續投入使營運支出比率維持在46.3%不變。淨虧損為人民幣151億元，對應淨利潤率為-16%。

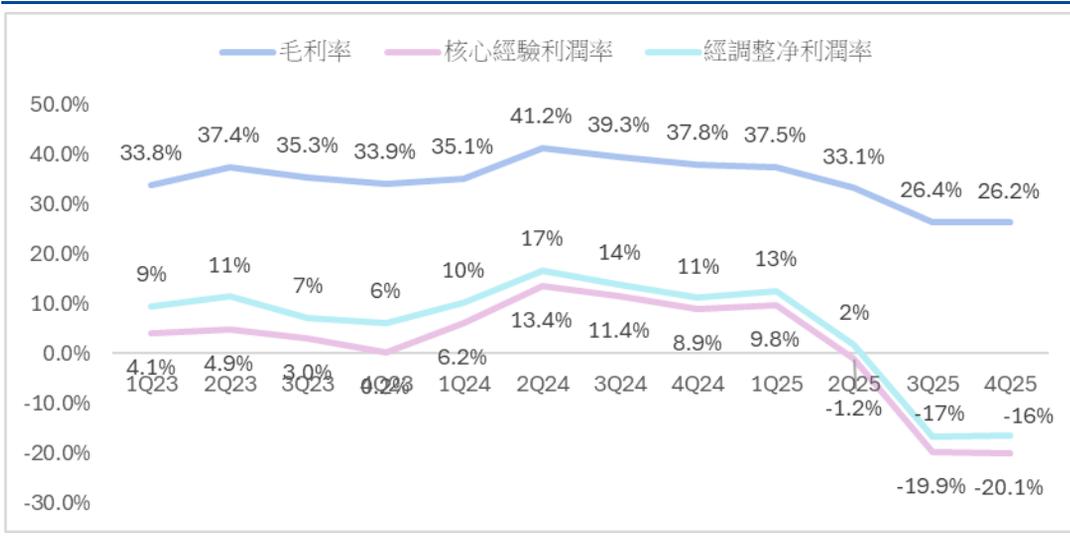
展望未來，隨著即時零售領域價格競爭趨緩及補貼合理化，該業務板塊預計將於2026年第三季度恢復淨盈利。

圖 5: 運營費用拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 6: 利潤率指標拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

**我們的觀點:** 2025年第四季度及2026年第一季度均呈現環比改善, 近期虧損主要由更高的戰略性投資驅動。公司將優先考慮盈利能力及高平均訂單價業務板塊, 同時縮減低平均訂單價補貼, 管理層對在2026年第二季度實現收支平衡充滿信心。

在即時零售領域, 阿里巴巴利用補貼來獲取訂單增長, 同時建設其配送基礎設施並降低單位成本。然而, 我們認為這對美團的長期影響有限, 因為此舉主要擴大了整體市場規模, 且阿里巴巴依賴補貼的模式長遠而言不可持續。假設美團保持其核心競爭優勢, 並維持相對於阿里巴巴約人民幣2元的單位經濟效益差距, 預期後者將面臨適度的每單虧損。

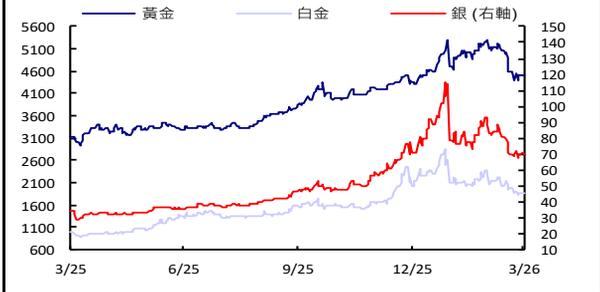
美團持續投資於人工智能及機器人技術以支持其核心業務。公司亦是智譜、Kimi、宇樹及銀河通用機器人的投資者, 這有助於加強其數據、算法及配送解決方案。對叮咚買菜的收購帶來了較高的業務重疊和有限的收入增長空間, 但有助於阻擊競爭對手、優化基礎設施成本及提升網絡密度。

我們對美團的到店及本地生活服務持樂觀態度。用戶已形成穩定的優惠券購買習慣, 服務性消費預期在未來十年將至少實現10%的年複合增長率。雖然抖音的投入加劇了競爭, 但到店業務模式與電子商務有根本不同, 因為電子商務的商品交易總額集中在頭部商家, 而到店業務的商品交易總額依賴於大量的長尾中小企業。美團廣泛的覆蓋、強大的線下佈局及商家服務體系已構建了一個具備防禦能力的本地供給網絡。抖音的增長面臨明確的中長期制約因素, 不太可能在全國範圍內(尤其是在低線市場及本地小商家領域)挑戰美團的領先地位。

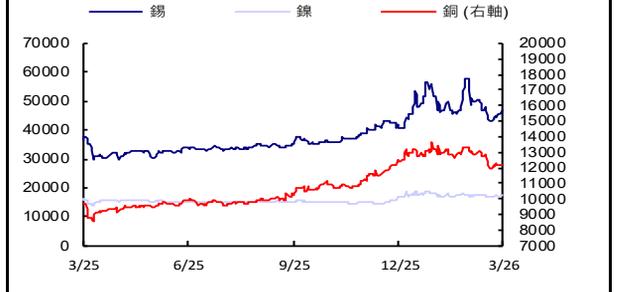
基於保守原則, 以2024年為基準, 撇除補貼因素, 假設即時零售日均訂單量為7,000萬單, 每單利潤人民幣0.5元, 到店業務利潤為人民幣160億元, 新業務實現收支平衡, 我們估算, 若取消配送補貼, 潛在淨利潤可達人民幣290億元, 對應當前市盈率為16倍。我們認為, 對於一家擁有核心基礎設施及人工智能優勢的公司而言, 此估值具吸引力。截至2025年底, 公司除擁有超過人民幣810億元的限制性現金及庫務投資外, 還持有約人民幣260億元的淨現金。(研究部)

### 市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4526	4.3	4.3	44.9
白金 (盎司)	1886	(7.3)	(7.3)	86.7
銀 (盎司)	71	(0.0)	(0.0)	103.9



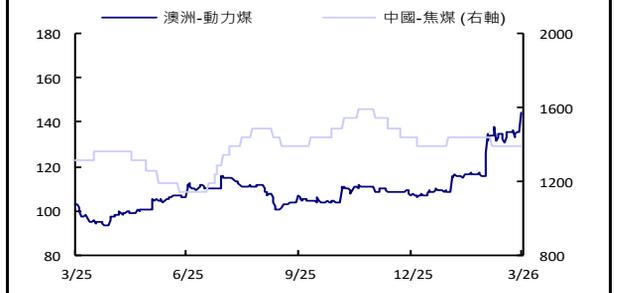
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12224	(16)	(16)	25.9
鎳 (噸)	17263	3.7	3.7	8.4
錫 (噸)	46734	15.2	15.2	27.5



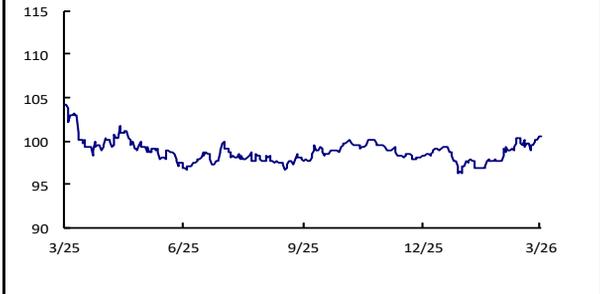
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	102.9	79.2	79.2	43.9
天然氣 (百萬英熱)	2.9	(21.7)	(21.7)	(29.9)



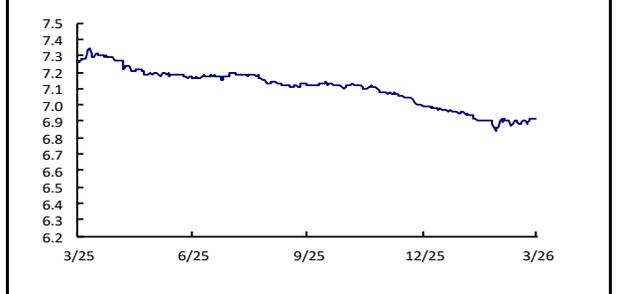
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	144.3	34.2	34.2	40.0



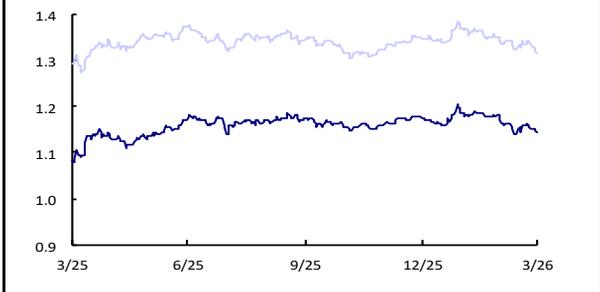
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	100.5	2.2	2.2	(3.6)



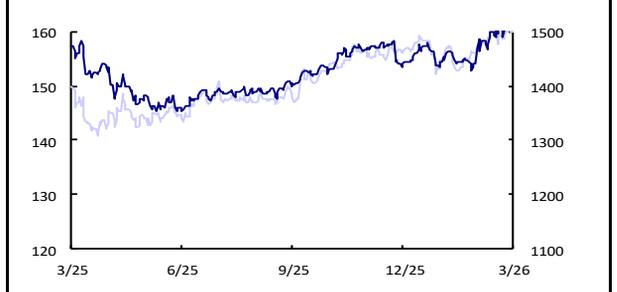
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(1.1)	(1.1)	(4.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.1	(2.4)	(2.4)	6.0
英鎊	1.3	(2.1)	(2.1)	2.1



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.7	1.9	1.9	6.5
韓圓	1517.9	5.1	5.1	3.0



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		26年4月2日
批發庫存	月		26年4月9日
工廠訂單	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
生產者物價指數	月		26年4月14日
工業生產指數	月		26年4月16日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年4月9日
耐久財訂單	月		26年4月7日
貿易收支	月		26年4月2日
就業報告	月		26年4月3日
消費者物價指數	月		26年4月10日
零售業銷售額	月		26年4月1日
國內生產毛額	季		26年4月9日
消費者信心指數	月		26年3月31日
新屋銷售	月		26年5月5日
商業庫存	月		26年4月1日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有 美團(3690.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455