

餐饮会员流量跟踪系列

从美团与霸王茶姬财报再议外卖大战的得与失

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码: S0980511040003
证券分析师: 张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120002

事项: 京东集团-SW、阿里巴巴-W、美团-W、霸王茶姬陆续披露最新经营业绩。

国信社服观点

1) 从外卖平台方看外卖大战得与失。首先看重点覆盖的本地生活服务龙头美团-W:2025Q3, 美团收入 954.9 亿元/+2.0%; 经调整溢利亏损 160.1 亿元, 同比由盈转亏。其中核心本地商业收入 674.5 亿元/-2.8%, 经营亏损 140.7 亿元, 去年同期经营利润 145.8 亿元; 新业务收入 280.4 亿元/+15.9%, 经营亏损 12.8 亿元, 环比 25Q2 (-18.8 亿元) 减亏。分业务看, 外卖业务方面, 2025Q3 单量预计同增约 15%, 但 AOV 同比下降叠加货币化率走低, 预计外卖收入同降约 13%, 分部经营利润亏损约 177.5 亿元, 对应单均 UE 亏损约 2.5 元; 公司公开业绩会交流提及, 近期 GTV 实付客单价 15 元以上, 美团市占率超 2/3, 实付客单价 30 元以上, 美团市占率超 70%, 中高端客单价订单份额仍然保持领先。闪购业务方面, 2025Q3 单量/GTV 预计同增约 30%, 收入同比增速预计超 30%, 测算分部经营亏损约 14.8 亿元, 对应单均 UE 亏损约 1.2 元。到家业务, 2025Q3, GTV/收入预计分别同增 18%/12%, 预计经营利润约 51.6 亿元。新业务方面, 如上文所述经营亏损幅度环比减亏, 但考虑到城市拓展, 预计 Q4 亏损幅度边际显著提升。

再看京东集团-SW 及阿里巴巴-W, 其中京东 2025Q3 新业务(主要为外卖)经营亏损为 157 亿元; 阿里经国信测算最新财报期即时零售业务亏损约 361 亿元, 对应单均亏损约 5.3 元(假设日均订单 7400 万单)。

综合对比三大外卖平台最新财报数据, 包含外卖业务在内的即时零售业务均显著拖累了整体业绩表现, 其中高频的低客单的订单补贴是亏损主要原因。结合龙头最新经营表态, 平台补贴策略后续有望渐趋回归理性以改善单均 UE 水平; 其次高频低价的饮品类订单随季节性结构走低, 也为平台聚焦高客单订单提供了客观经营环境。我们认为, 后续在各家平台保证自身份额相对稳定前提下, 行业补贴有望更趋理性以及精细化运营, 高客单价值的订单会是龙头未来重点的发力方向。

2) 基于品牌调性与产品策略考虑, 霸王茶姬谨慎参与外卖战, 致经营阶段承压。据新浪财经, 公司谈及外卖大战时表示不会跟风卷入价格战, 这一策略也与行业多数龙头打法形成鲜明对比, 2025Q3, 公司收入 32.08 亿元/-9.4%, 经调整净利润 5.03 亿元/-22.2%, 大中华区同店 GMV 同比-27.9%, 报表端也反应出竞争边际加剧的压力。公司做出这一决策背后, 是基于品牌调性与产品策略综合考量结果, 霸王茶姬定位中高端且主打大单品策略(招股书显示 2024 年中国市场前三大单品 GMV 占比达 61%), 外卖战会扰乱品牌与核心单品在用户端的价值认知, 若消费者品牌价值认知永久下移, 品牌经营也会产生较为深远不利影响。

3) 维持行业“优于大市”评级。综合考虑平台补贴策略潜在演变动向及短期赛道景气度, 我们短期重点推荐赛道处于经营旺季、且平台补贴力度有望加码的餐饮龙头锅圈、海底捞、百胜中国、小菜园; 中期维度看好积极转化布局私域流量、扩充品类应对基数效应的茶饮龙头古茗、蜜雪集团及在中高客单价值领域份额仍领先的本地生活服务龙头美团-W; 同时建议关注绿茶集团、达势股份、同庆楼、广州酒家、九毛九、茶百道、沪上阿姨等。

4) 风险提示: 消费力复苏不及预期; 食品安全风险; 行业竞争加剧等。

评论：

◆ 从外卖平台最新经营业绩看外卖大战影响及未来竞争方向研判

本周我们重点覆盖的本地生活龙头美团-W 发布 2025Q3 业绩，具体分析如下：

2025Q3 经调整溢利亏损 160 亿元。2025Q3，公司实现收入 954.88 亿元，同比+2.0%；经营溢利亏损 197.59 亿元，同比由盈转亏；经调整溢利亏损 160.10 亿元，同比由盈转亏。

图1：美团-W 总收入规模数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：美团-W 经调整净利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分业务结构看，核心本地商业业务实现收入 674.47 亿元，同比-2.8%，其中配送服务/佣金/在线营销分别实现收入 230.22/263.75/141.93 亿元，分别同比-17.1%/+1.1%/+5.7%，其中配送服务收入同比下滑系补贴增加冲减了收入。经营亏损 140.71 亿元，去年同期经营利润为 145.82 亿元；新业务实现收入 280.41 亿元，同比+15.9%，经营亏损为 12.78 亿元，环比 25Q2 (-18.81 亿元) 减亏明显。

1、到家（外卖+闪购）业务方面，**外卖业务方面**，2025Q3 单量预计同增约 15%，但低价单结构性占比提升下 AOV 预计同降约 9%，叠加货币化率走低，我们预计外卖收入同降约 13%，预计分部经营利润亏损约 177.5 亿元，对应外卖单均 UE 亏损为 2.52 元；**展望 2025Q4**，伴随行业补贴回落渐趋理性以及低 AOV 的单量数结构性走低，我们预计四季度外卖业务亏损预计环比将收窄，公司公开交流也提及，11 月以来 GTV 实付客单价 15 元以上，美团市占率超 2/3，实付客单价 30 元以上，美团市占率超 70%。

闪购业务方面，2025Q3 预计单量同增仍超 30%，AOV 预计同比持平，叠加闪购业务自营销占比提升以及广告业务渗透率持续提升，预计收入端增速超 30%，预计分部经营亏损约 14.8 亿元，对应单均 UE 亏损约 1.2 元。**展望 2025Q4**，我们预计闪购业务单量/GTV 仍维持约 30%同比增速，AOV 预计同比持平，考虑到双 11 等关键节点适当增加投放，单均 UE 亏损幅度预计边际小幅扩大。

2、其次看到家业务，2025Q3，预计 GTV 同增约 18%，其中单量增速高于 GTV 增速，但被 AOV 同比下行部分抵消，预计收入增速约 12%，主要系广告需求仍偏弱；预计实现经营利润 51.6 亿元，同比下降约 1.6%主要系利润率下行扰动。**展望 2025Q4**，考虑到宏观环境以及外部最新竞争，预计收入增速/经营利润率环比继续小幅走低。

综合来看，2025Q3，核心本地商业业务收入同降 2.8%，经营亏损约 140.7 亿元，除去上述业务变化外，公司期内持续加强品牌宣传以及会员权益投入，相关投入预计也在 10 亿量级。**展望 2025Q4**，核心本地商业预计仍会亏损，但伴随到家业务亏损改善，不排除整体亏损额度边际收窄可能性。

3、新业务方面，2025Q3，收入同增 15.9%，环比 25Q2 (+22.9%) 增速收窄，预计主要系美团优选业务战略聚焦优势区域；经营亏损幅度环比也减亏明显，系 Keeta 香港盈利改善带动为主；**展望 2025Q4**，考虑到 Keeta 期内新增进入 3 个 GCC 国家以及食品杂货业务扩张，我们预计收入增速会提速、但经营亏损也会环

比显著增亏。

图3: 美团-W 核心本地商业收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 美团-W 核心本地商业收入及经营利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

京东集团-SW: 2025Q3, 公司营业收入 2991 亿元/+15%, 其中新业务收入同比+214%, 主要由于京东外卖快速增长导致, 新业务经营亏损也从 25Q2 的 148 亿元增长至 25Q3 的 157 亿元, 外卖业务系核心亏损项目。

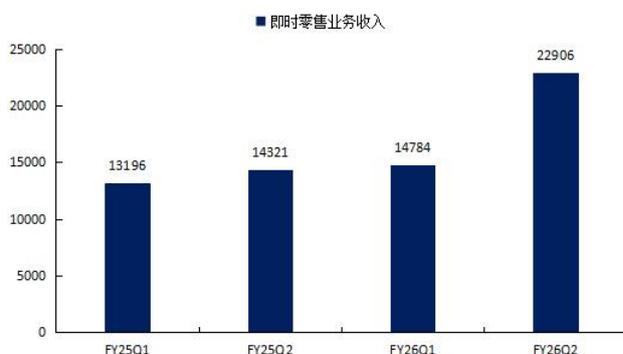
阿里巴巴-W: FY2026Q2, 即时零售收入 229 亿元, 同比+59.9%。参考 FY26Q2 中国电商集团经调整 EBITA 105 亿/-76%, 我们测算本季度即时零售业务亏损约 361 亿元, 假设日均 7400 万单, 则单均亏损约 5.3 元。进入 FY26Q3, 公司提及预计非茶饮占比已超过 75%, 且单均价格较 8 月环比增长超过两位数, 带动单均收入持续回暖; 目前公司专注于保持份额的前提下优化 UE, 10 月以来较 7-8 月投入高峰期时已优化一半, 同时订单份额稳定。展望后续, 伴随老客占比的提升、补贴方式调整, 单均 UE 仍有改善空间。

图5: 京东集团-SW 新业务收入及经营利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：新业务主要包括京东外卖、京东产发、京喜及海外业务

图6: 阿里巴巴-W 即时零售业务收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：2025 年第二季度开始，本地生活业务并入阿里巴巴中国电商集团统计范围

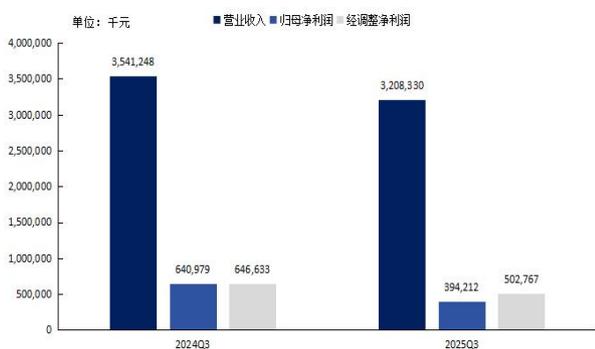
综合对比三大外卖平台最新财报数据, 包含外卖业务在内的即时零售业务均显著拖累整体业绩表现, 其中高频的低客单的订单补贴是亏损主要原因。结合龙头最新经营表态, 平台补贴策略后续渐趋回归理性, 平台也得以改善单均 UE 水平; 其次高频低价的饮品类订单随季节性结构走低, 也为平台聚焦高客单订单提供了客观经营环境。我们认为, 后续在各家平台保证自身份额相对稳定前提下, 行业补贴有望更趋理性以及精细化运营, 高客单价值的订单会是龙头未来重点的发力方向。

◆ 霸王茶姬为何选择谨慎参与本轮外卖价格战？

2025Q3，霸王茶姬经调整净利润同降 22%。2025Q3，霸王茶姬实现总收入 32.08 亿元，同比-9.4%；归母净利润 3.94 亿元，同比-38.5%；经调整净利润 5.03 亿元（剔除股权激励费用），同比-22%，归母净利率 12.3%，较上年同期的 18.1%有所回落。分结构来看，来自特许经营（加盟）门店的收入为 28.12 亿元，同比-14.8%，占总收入 87.6%/-5.5pct；自营门店收入为 3.97 亿元，同比+63.8%，占比 12.4%/+5.5pct。

2025Q3 同店 GMV 继续承压。2025Q3 全球 GMV 为 79.30 亿元，同比-4.5%，本季虽为旺季但环比降-2.1%。分结构来看，大中华区 GMV 为 76.29 亿元，同比-6.2%；海外 GMV 为 3.00 亿元，同比+75.3%、环比+27.7%。同店表现方面，大中华区/海外同店 GMV 分别同比-27.9%/-23.4%。受 2024 年同期高基数以及品牌审慎的外卖战参与态度，公司核心经营数据表现仍相对承压。

图7：霸王茶姬第三季度收入及利润表现



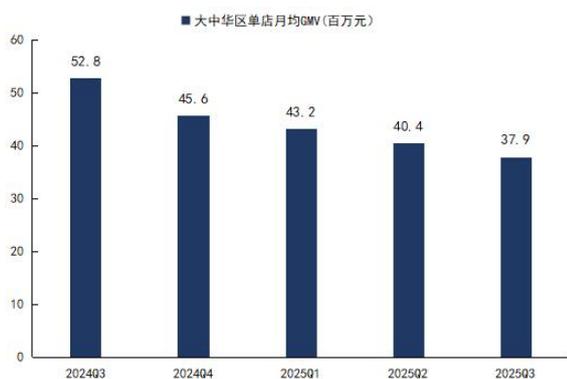
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：霸王茶姬 GMV 数据（分大中华区/海外）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：霸王茶姬大中华区月均单店 GMV 数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：霸王茶姬同店 GMV 数据（分大中华区/海外）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025Q3 门店净增 300 家，新进入菲律宾与越南市场，闭店率低。截至 2025 年 9 月 30 日，霸王茶姬全球门店数为 7338 家，单三季度门店净增 300 家，其中中国内地 7076 家、海外 262 家，分别净增 246 家/54 家；海外门店分布于马来西亚（196 家）、新加坡（22 家）、印度尼西亚（17 家）、泰国（14 家）、越南（8 家）、菲律宾（3 家）、美国（2 家），且本季度新进入菲律宾、越南市场。公司提及已经连续三季度闭店率保持在 0.3%。

图11: 霸王茶姬门店数据 (分特许及直营店)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 霸王茶姬全球门店分季度数据 (分国内/海外)

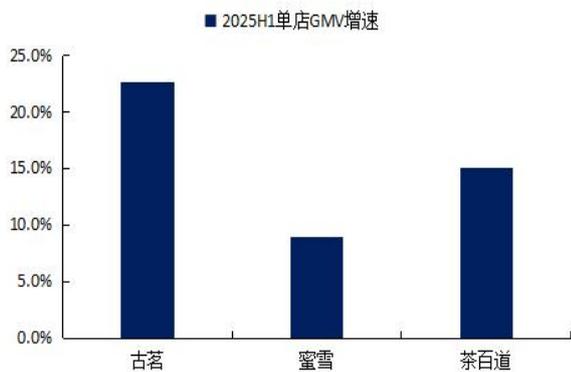
	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30
Total number of teahouses	6,440	6,681	7,038	7,338
Greater China	6,284	6,512	6,830	7,076
Overseas locations				
Malaysia	148	157	178	196
Singapore	6	10	16	22
Indonesia	-	-	8	17
Thailand	2	2	5	14
Vietnam	-	-	-	8
Philippines	-	-	-	3
United States	-	-	1	2
Sub-total	156	169	208	262

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

与茶饮品牌积极拥抱外卖策略相反, 霸王茶姬主动选择谨慎参与外卖大战。根据新浪财经信息, 霸王茶姬创始人、董事长兼全球 CEO 张俊杰谈及外卖大战表示, 价格战可能短期吸引消费行为, 但长期来看不符合品质生活、高质量发展的路径。面对价格战, 霸王茶姬坚持三个原则: 坚决不盲目跟风卷入价格战; 坚持高价值品牌战略; 通过技术创新和精细化运营提升优化运营效率。受上述战略指引, 在高基数以及外卖分流影响下, 霸王茶姬 2025Q3 大中华区单店月均 GMV/同店 GMV 分别同降 28.3%/27.9%。

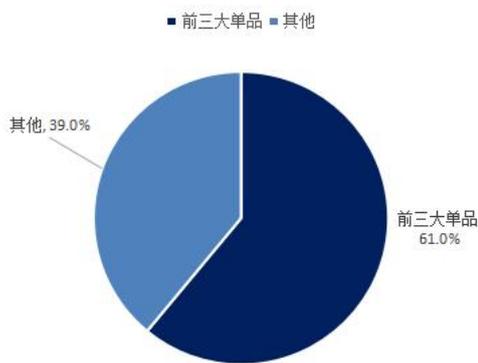
基于品牌调性与产品策略的综合考虑结果。首先, 霸王主要定位 15-22 元中高端价格带, 一旦深度参与低价竞争、降低品牌调性, 可能会永久扰乱其价格体系和品牌心智; 其次, 不同于其他茶饮品牌, 霸王茶姬是典型的大单品产品策略, 2024 年, 中国市场前三大畅销单品 GMV 占比约 61%, 若核心大单品价格体系因外卖战原因扰乱下移, 将直接冲击单店的盈利能力。

图13: 2025H1 茶饮龙头单店日均 GMV 同比均高增



资料来源: 36 氪、国信证券经济研究所整理

图14: 2024 年中国市场前三大畅销单品 GMV 占比约 61%



资料来源: 霸王茶姬招股书、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

维持行业“优于大市”评级。综合考虑平台补贴策略潜在演变动向及短期赛道景气度，我们短期重点推荐赛道处于经营旺季、且平台补贴力度有望加码的餐饮龙头锅圈、海底捞、百胜中国、小菜园；中期维度看好积极转化布局私域流量、扩充品类应对基数效应的茶饮龙头古茗、蜜雪集团及在中高客单价值领域份额仍领先的本地生活服务龙头美团-W；同时建议关注绿茶集团、达势股份、同庆楼、广州酒家、九毛九、茶百道、沪上阿姨等。

◆ 风险提示

消费力复苏不及预期；食品安全风险；行业竞争加剧等。

相关研究报告：

《餐饮行业动态点评-从瑞幸和百胜中国看外卖补贴大战的得与失》——2025-11-19

《餐饮行业专题报告-餐饮外卖业务，蜜糖还是砒霜？》——2025-11-13

《国信证券-社会服务-行业月报：连锁餐饮 10 月跟踪：优选性价比餐饮&茶饮龙头》——2025-10-15

《大众餐饮行业深度-解码大众餐饮龙头逆势增长的生意经》——2025-08-19

《餐饮行业 2024 年年报总结：行业供需重构变局之年，重视供应链与品牌流量价值》——2025-04-18

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032