

美团（3690.HK）深度系列三： 外卖行业进入竞争深水区，盈利有望筑底回暖

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

- 美团外卖精细化运营优势仍在，到店酒旅业务受高频打低频影响大。复盘美团发展历史，本地生活业务生意模式重起量慢，竞争激烈，需要目光长远更有耐心，美团拥有①地推能力；②精细化运营的算账能力；并构建本地吃住行购玩赛道全生态，通过高频带动中低频。外卖业务基建和补贴很关键，在25年外卖大战后，美团外卖基建壁垒，精细化运营优势仍在；与外卖业务比，到店业务受流量影响大，在外卖大战资源有限背景下，短期竞争压力大。我们分别分析各项业务：
 - 1) 外卖业务：竞争进入高客单价正餐深水区，淘宝闪购需要时间沉淀，双方持续缩减补贴。25年外卖大战后淘宝闪购基建提升，单量市占提升，根据易观数据，淘宝闪购单量份额从24年30%提升至25Q4接近45%。但26年美团外卖履约效率进一步提升，26年3月将履约标准提升至15分钟，而淘宝闪购仍在30分钟。美团外卖通过长期商业模式创新（卫星店等）、商家扶持与构建榜单等，在高客单价市场市占领先。目前美团外卖在净客单价大于15元人民币的订单中占据超过2/3市场份额。淘宝闪购在基建差距缩小情况下，25年底缓慢降投入，将资源更集中地引向高客单、高粘性用户。中高端正餐商家对补贴并不积极，担忧长期补贴影响长期价格体系，淘宝闪购需要时间沉淀与商家关系。根据晚点，25年12月开始，美团发现淘宝闪购的补贴逐渐退坡后，也削减补贴，并成功在部分阿里的优势市场反扑。我们测算中性预期下，美团26-28年外卖UE-0.4/-0.1/0.2元，经营利润-113/-17/61亿元；乐观预期下，26-28年外卖UE-0.3/0.2/0.6元，经营利润-80/53/169亿元。
 - 2) 闪购业务：是美团外卖的第二曲线，履约是必要条件，短期内仍在培养用户心智。我们测算，2030年闪购市场有望突破3万亿，涉及远场电商基本盘，短期市场规模扩大>竞争。自营模式是闪购业务供给的重要补充，长期来看只有通过自营对供应链的持续建设，才能够最终实现低价，与传统电商平台竞争。美团闪购短期注重“强供给”的基建化深耕，短期单量增长为先，预计26-28年美团闪购日均单量增长23/20/20%，经营利润-32/-20/23亿元。

- **3) 到店酒旅业务：在外卖大战期间，25H2到店行业竞争加剧，美团短期利润率会受到竞对投入和外卖挤占效应影响。抖音在外卖大战期间加大本地生活投入。26年我们预计抖音到店酒旅GMV增速快于美团，预计26年抖音/美团到店GTV增长45%/10%，抖音增长快主要系：①培养用户搜索心智；②发展到综品类；③发展零售购物品类。我们预计26年美团和抖音核销后GTV比例1.5。美团表示未来关注利润绝对值增长，而非利润率。当前抖音对本地生活补贴力度维持在2-2.5%之间，我们测算23年之前，美团到店利润率（利润/GTV）为4%，而24年之后长期在1.5-2%，美团需要补贴持续应对竞争。我们预计美团到店酒旅业务货币化率在竞争压力以及广告挤占效应下，短期维持在6%以内，OPM26-28年继续下降至25%左右。**
- **4) 海外业务：全球化雏形形成，完成千亿美元市场规模目标，仍需探索更多地区。美团外卖出海业务以旗下国际品牌KeeTa为核心载体，形成“港澳标杆+中东深耕+南美突破”的全球化雏形，短期高举高打进入区域市场。南美市场以巴西为起点争夺蓝海市场，短期因独家协议影响受阻。沙特等中等地区进展顺利，27-28年有望看到盈利转正。**
- **投资建议：建议关注美团外卖减亏进展、抖音本地生活进展等。目前行业监管呼吁回归理性竞争，叠加竞对在业绩会表态有信心在2027财年结束前实现单月UE转正，外卖行业补贴渐进退坡下盈利有望回归上行通道。美团在高价值用户以及经营效率仍具备领先优势，2026年盈利有望筑底回暖。26Q1财报显示，外卖减亏带动利润表现亮眼，26Q2有望单均盈利转正，进一步确认利润筑底趋势。中性预期下26-28年经调整利润95/30/189亿元，对应PE -46/141/23x；乐观预期下-83/101/297亿元，对应PE -52/43/14.5x。维持“优于大市”评级。**

【 01 】 美团组织文化、长期壁垒思考

【 02 】 外卖、闪购、到店酒旅、海外业务梳理

【 03 】 盈利预测

公司底层文化：以客户为中心，长期有耐心

- 本地生活是基于Location的生意，履约在线下，生意模式重起量慢，竞争激烈，需要目光长远更有耐心。美团发展出两项重要能力：
 - 地推能力：**干嘉伟2011年底从阿里B2B销售副总裁一职离开加入美团，引入“中供铁军”的标准化管理体系。通过细化组织架构、总结复制销售冠军经验制定“狂拜访、狂上单”的六字战术，将目标转化成了具体的过程指标、制定了“早启动，晚分享”的例行反馈制度等，地推团队整体战斗力大幅提升，为日后团购份额占优、外卖早期商家端启动奠定坚实基础。
 - 精细化运营：**美团所处赛道竞争激烈，需要商分算清楚账，如2012年“千团大战”时通过对不同城市、不同行业设置不同的毛利率要求，在对手巨亏的背景下实现月度盈亏平衡。为实现盈利，美团按市场份额和竞争烈度把城市分成了七大类，对不同类城市设置不同毛利率要求；此外将行业分为15类，每个行业有不一样的佣金率要求，如酒旅能到15%，但餐饮不超过7%。最终美团在全国设置了1000多个管控点，11月实现单月盈利，2012Q4季度盈利，2013年度盈利。

图：美团文化：长期有耐心



数据来源：美团官网，国信证券经济研究所整理

图：美团多方位打造地推铁军

组织架构	根据竞争情况及团队规模将全国细分为8个大区及两层/三层(大区经理、区域经理、城市经理)城市管理结构，将向每个大区经理汇报的下属控制在5-10人
战略技术	总结销售冠军经验，发现上单数量与业绩高低相关性最高，便制定了“狂拜访、狂上单”的战术
绩效管理	建立目标并将其分解为过程指标
执行反馈	“早启动，晚分享”：每晚交流当日遇到的问题并分享经验，日复一日坚持进步

数据来源：腾讯网，国信证券经济研究所整理

美团：本地吃住行购玩赛道龙头，通过高频带动中低频

- 多生活服务场景覆盖，培养用户“本地生活”心智。美团聚焦“餐饮外卖 + 到店酒旅”，延伸至闪购、医药健康、本地生活服务等全场景，构建“吃喝玩乐全覆盖”的生态版图。
- 核心本地生活：主要由到家（餐饮外卖、非餐闪购）与到店业务（餐饮、综合、酒旅门票等）构成。
- 新业务：包含国内食杂零售探索业务小象超市、美团优选、线下折扣店快乐猴、B2B餐饮供应链快驴；出行业务共享单车及电单车以及海外外卖市场探索。

图：美团业务一览



数据来源：美团，国信证券经济研究所整理

- 美团在外卖的核心壁垒主要来自基建，前期通过补贴形成高频交易。
- 外卖业务效率是关键，流量的优势弱于到店业务，但流量大有利于单均盈利模型。外卖对应的主要是三餐刚需，天然对时效性要求更高，配送效率非常关键。除此以外，外卖存在规模效应：订单越多，骑手配送效率越快（比如单点有多个订单），配送效率越快，又能够吸引更多订单。
- 外卖是地区规模效应业务，可以通过补贴形成地区优势，但形成全国优势需要巨大投入。外卖能通过单个区域培养形成商家、骑手优势。比如，上海一直是饿了么的总部和优势地区，饿了么对上海老字号、本地品牌重点扶持，佣金返还+流量倾斜。

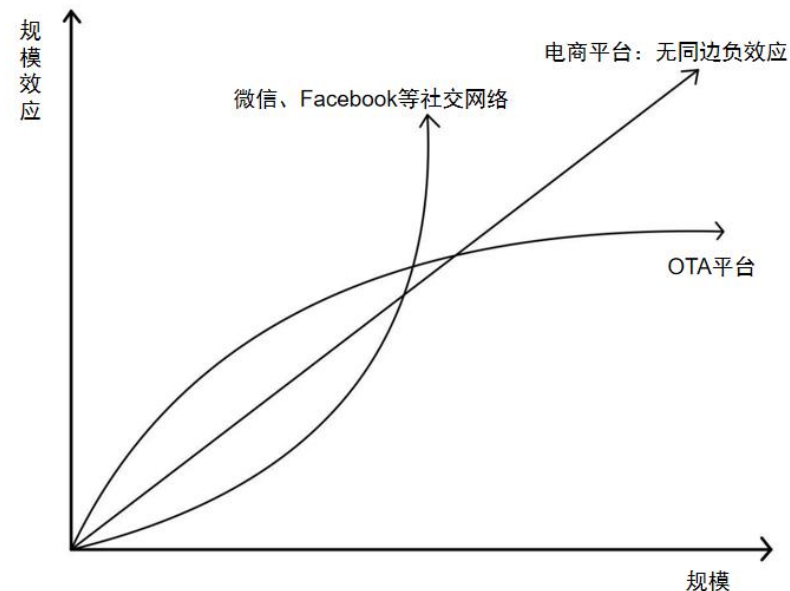
图：美团点评到店事业群总裁张川分享（2019年）

- 高频不能带动低频，或者说高频带动低频不太明显。准确的做法是，高频带动中频，形成巨大的用户平台，然后优化低频体验。中频服务，例如酒店、KTV、电影票可以被高频服务带动。3C 可以被高频服务中的服装带动。如果是低频服务，用户一年使用一次，平台难以给到流量、品牌资源支持。
- 高频服务靠补贴，低频服务靠广告。外卖、单车、打车等高频服务都是靠补贴做起来的。低频的服务补贴起不到作用，以二手车举例，给了用户 3000 元补贴，卖车可能是几年后，品牌认知已经完全遗忘。一个低频服务要进行至少 10 年的广告轰炸才管用。

数据来源：晚点，国信证券经济研究所整理

- 本地生活领域，到店业务引流属性强于交易属性。区别于线上电商平台是销售渠道，团购对商家更重要的是引流和营销价值。比如，团购平台不会将店内所有的品类上架到团购平台，而是会选出具有店内特色的套餐。抖音通过高频入口叠加低价优势，在23年快速崛起。抖音用户数以及频次高于美团。抖音/美团月活用户数9亿/5亿，每日频次7-9/3-5次。23年抖音通过3-4折优惠崛起。
- 为何抖音、微信到店市占仍低于美团？引流效果不仅要看流量多少，更看流量转化效果。评价体系是美团到店核心壁垒，用户有找店心智，用户能更快通过筛选找到理想店铺。2015年美团与大众点评的合并为美团带来海量商户评价信息。
 - 抖音对大KA天然拥有优势，美团适合中小商家长期运营。几千上万门店的连锁商家在抖音一个视频火了可以覆盖全国超 8 亿的抖音用户，吸引用户去附近的餐厅消费。所以快餐小吃、饮品的大连锁是抖音餐饮领域的高渗透品类。而覆盖地区有限的中小商家更愿意投放美团广告，那里的消费者往往目标更明确。

图：不同业务的规模效应模型



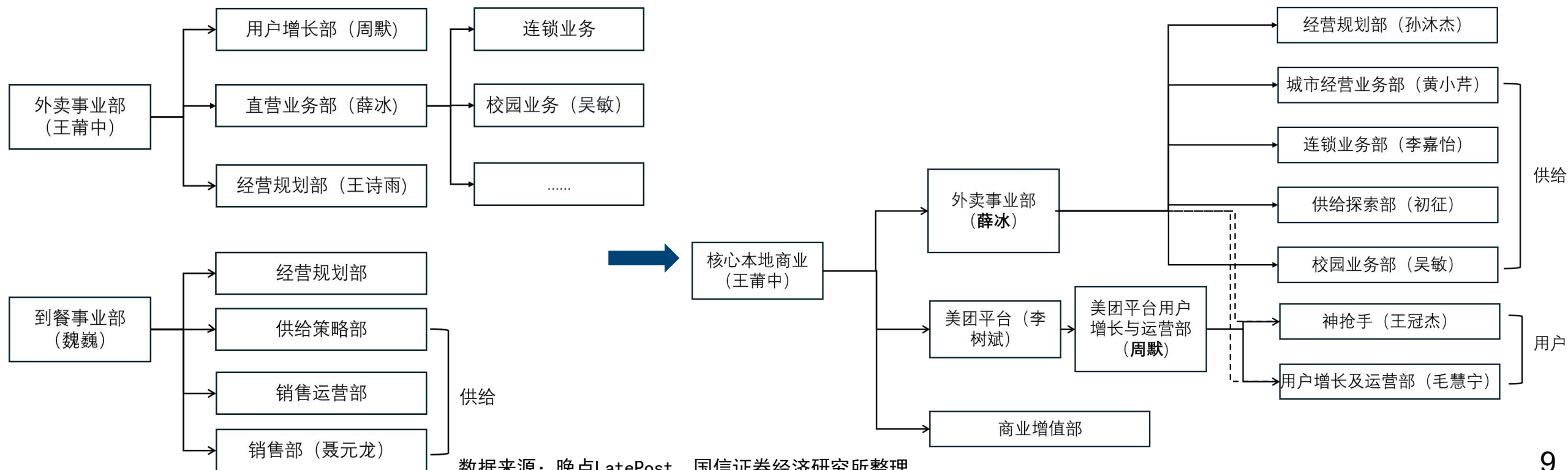
数据来源：王慧文清华公开课，国信证券经济研究所整理

但对于大型连锁商户来说，抖音可以通过抖音做到全国拉起，将团购服务券变成类似电商卖货的形式，用户只要下单就可以去周边的连锁店去核销，打破了区域规模效应模型。

23年起国内本地业务竞争加剧，24年美团组织整合凝聚战斗力

- 2024年以前，到店、到家、平台由3位高级副总裁分管，美团平台不背增长指标，仅负责流量分发，部门墙严重、协调性较差，在面对抖音本地生活竞争时战斗力弱。
- 24年到家、到店事业部融合。**整合后美团平台层面统一运营场域和用户营销（平台背增量订单和用户体验指标，到店流量占优），到家到店团队负责供给，方便商家整合用户数据、帮助消费者打通优惠；同时到餐BD向外卖BD的组织、流程和作战机制靠拢提效。

图：美团组织架构



【 01 】 美团组织文化、长期壁垒思考

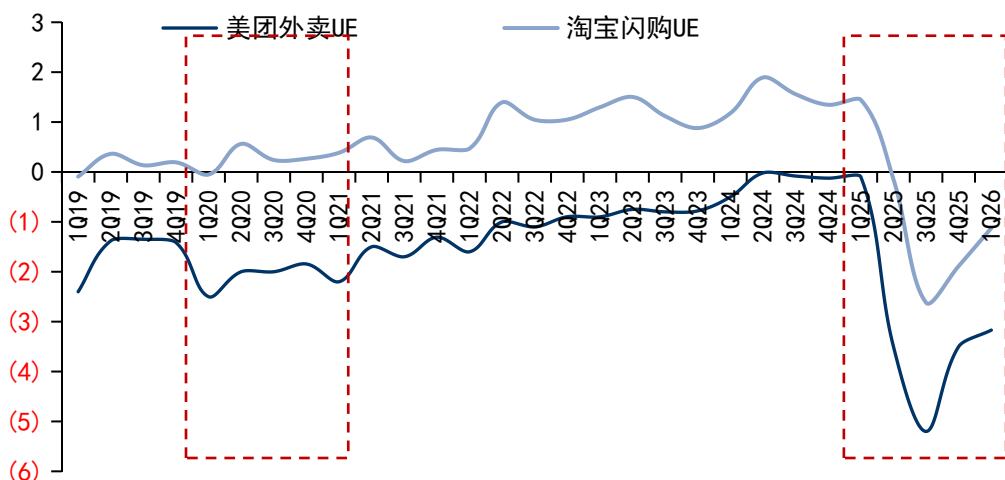
【 02 】 外卖、闪购、到店酒旅、海外业务梳理

【 03 】 盈利预测

25年外卖大战变化1：淘宝闪购补贴达到历史峰值

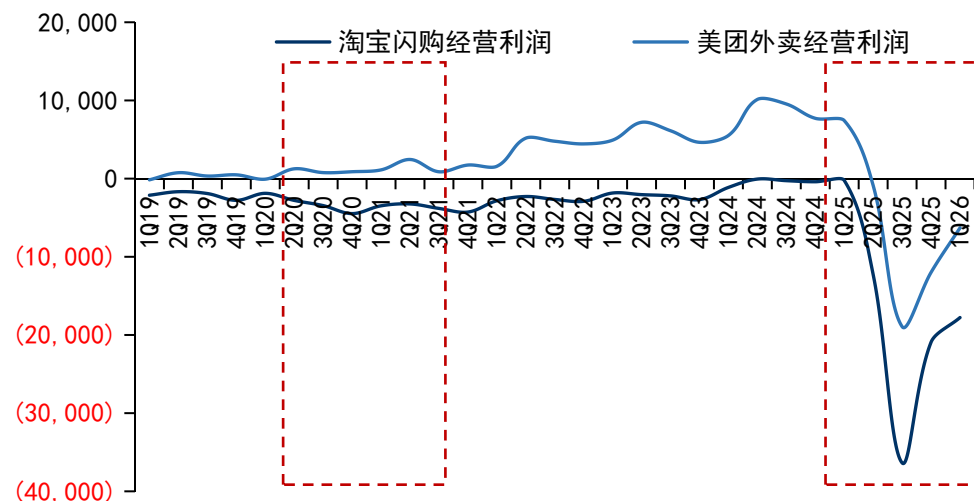
- 2020年饿了么曾进行百亿补贴，后因监管压力以及主业电商竞争压力大，饿了么收缩转向减亏。2018年阿里收购饿了么，收购初期饿了么单量份额近40%，早期目标与美团单量55开，2020年饿了么订单份额降到35%，8月常态化推出百亿补贴，目标抢回一定份额，集团内部优先级高，结局：一年多尝试后补贴退坡，重新聚焦国内电商业务。阿里本地生活业务2020-2022年分别亏损189/219/138亿元，收入增速分别为28%/19%/14%。本地生活投入退坡主要由于效果差，同时抖音电商、拼多多对主站威胁严重，叠加外部监管环境收紧，集团战略收缩回国内电商板块。2018年至2025Q1，阿里本地生活账面亏损723亿，算上收购饿了么费用共计约1400亿人民币。
- 2026财年（25Q2-26Q1）阿里本地生活业务亏损超过850亿元。其中根据阿里巴巴财报我们测算，25Q3（自然年）亏损达到360亿元，单均UE为-5元，达到了历史亏损峰值。

图：美团外卖、淘宝闪购经营UE（元）



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图：美团外卖、淘宝闪购经营利润（百万元）

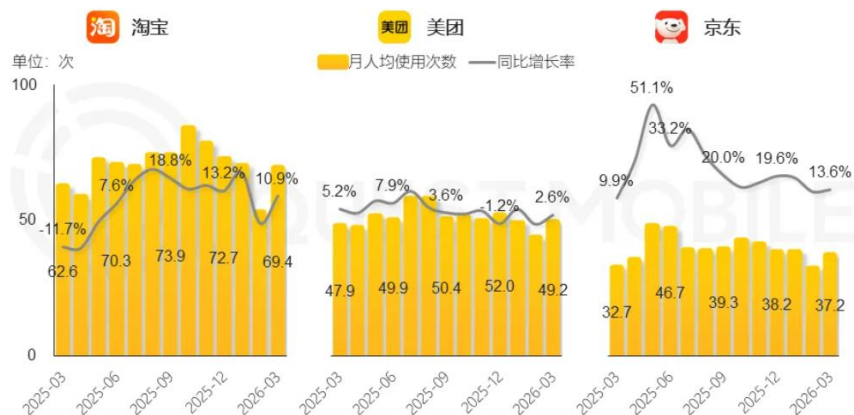


数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

25年外卖大战变化2：淘宝闪购组织效率提升，淘宝引流

- 第一次外卖大战阿里失败组织问题突出。1) 饿了么组织架构变动频繁。2018年收购后一年内原高管陆续离职，两年后饿了么新零售业务一度被划分至同城零售事业群。阿里强中台管理模式与饿了么原有本地化团队冲突，决策链条拉长。例如美团快速推出“神券”“私域群”等玩法时，饿了么因内部流程滞后数月才模仿，效果大打折扣。2) 在多端策略下，阿里即时零售布局入口并未统一。即使2020年成立同城零售事业群，并入盒马、淘鲜达、天猫超市、以及饿了么新零售，但也并未形成统一规划，外卖业务的饿了么也单独存在于本地生活服务公司中，协同效应较差。
- 25年，蒋凡统揽电商、外卖、即时零售业务，组织执行力以及业务间协同效率大幅改善。25年，5月闪购升级后，淘系内部所有和即时零售相关的业务将由淘宝闪购全面负责，饿了么全力协同。6月，阿里巴巴CEO吴泳铭发布全员邮件宣布饿了么并入中国电商事业群，向蒋凡汇报，饿了么与闪购进一步融合。

图：淘宝&京东&美团APP月人均使用次数及增速趋势



数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：三者重合用户占各APP活跃用户的比例变化

	Mar-25	Sep-25	Mar-26
淘宝	34.8%	38.5%	37.7%
京东	60.1%	62.0%	60.3%
美团	66.7%	73.0%	70.5%

数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：2026年3月淘宝&京东&美团即时零售相关应用月活跃用户规模

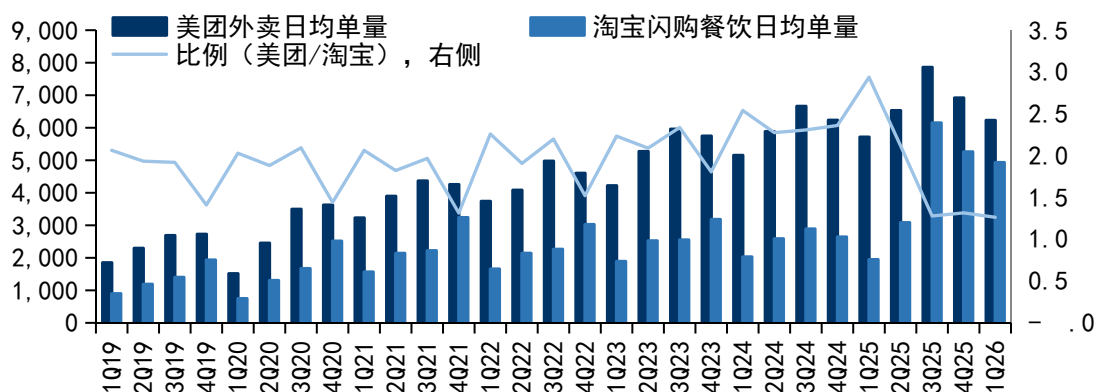


数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

25年外卖大战结果：淘宝闪购基建提升，市占提升

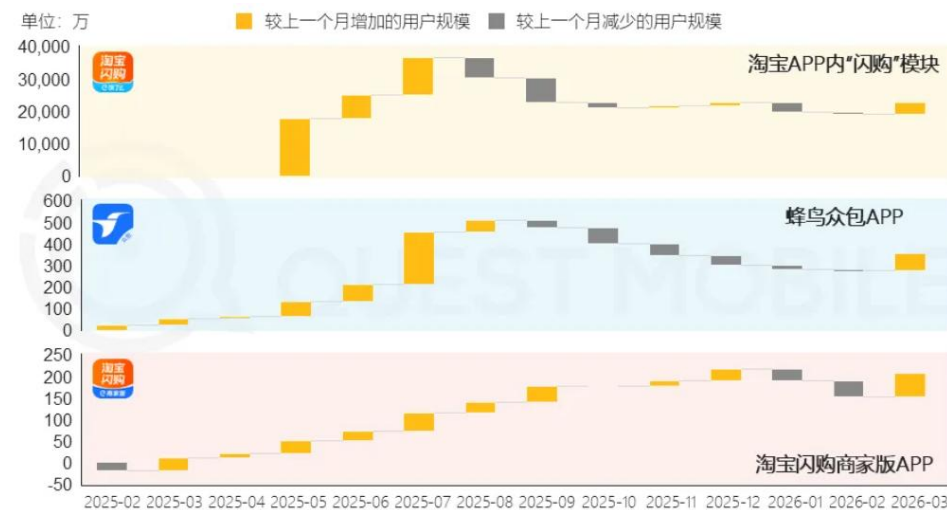
- 淘宝闪购单量市占：根据易观分析，从24年接近30%提升至25Q4接近45%。
- 基建侧，我们从商家数量、骑手数量分析：美团和淘宝闪购运力和商家侧缩小差距。
 - 淘宝闪购骑手日活跃规模差距从1/4缩减至接近1/1.5。随着25Q2外卖大战淘宝闪购订单密度增加以及淘宝闪购增加骑手补贴，淘宝闪购骑手在部分高线低线城市骑手数量已经与美团相当。根据晚点，24年美团日活跃骑手约300万，饿了么日活跃骑手约80万。25年根据业绩会，25年8月，淘宝闪购日均活跃骑手达200万，较4月增长3倍。
 - 核心区域淘宝闪购逐步拉齐，达到美团日活商家数约八成。根据Questmobile，25年9月，饿了么商家版DAU384万，是美团外卖商家数量67%。25年9月，饿了么商家版MAU同比增加173万。从重合用户增长来看，大部分来自美团商家：美团商家版与饿了么版商家重合用户数增长26.8%，达744万，测算同比增加157万。同期，美团外卖商版MAU为1723万。

图：美团外卖与淘宝闪购餐饮日均单量以及比例（美团外卖/淘宝闪购餐饮）



数据来源：美团财报、阿里财报、国信证券经济研究所整理

表：淘宝闪购用户、骑手、商家用户数变化



数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

外卖大战不变1：美团外卖的核心壁垒是履约能力，长期精耕细作

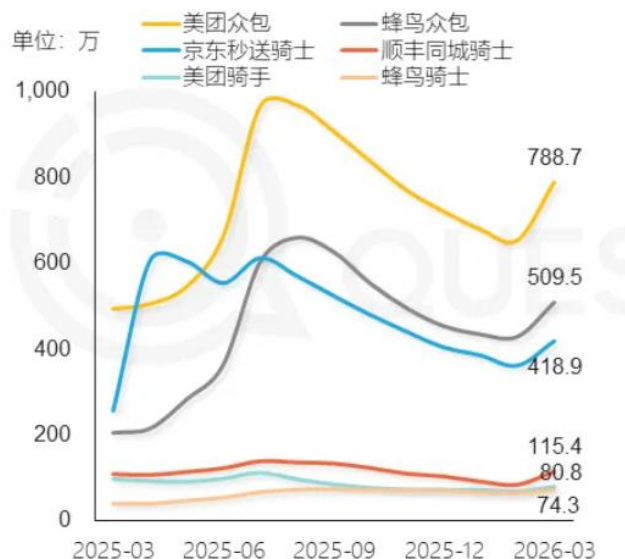
- 美团外卖的核心壁垒来源于稳定的履约能力，覆盖区域广+骑手规模大+订单密度高共同组成美团到家的护城河。
 - 体验：**美团的履约网络稳定性更高，用户体验佳。美团拥有更精细的运力分层能力，目前的骑手体系包含专送、众包、畅跑、乐跑等，可保证配送效率最优。以相同收货地址和相同门店为例，部分美团外卖可以在15min内送达，而阿里和京东需要30min左右。
 - 履约成本：**外卖大战之前，美团每单6元，饿了么每单7-8元，达达每单平均8-9元，差异原因是订单密度差异。从25Q3情况看，根据晚点以及我们根据财报测算，美团单均配送成本比淘宝闪购低几毛钱，在双方单量接近情况下仍有一定价格优势。

图：各平台配送能力对比

	美团	阿里	京东
骑手数量	专送160万+, 总骑手830万, 活跃骑手300万	总骑手400万, 日活骑手120万	16万全职骑手, 达达活跃骑手130万人
配送时效 (以相同收货地址和相同门店为例)	15min	28min	32min
运力分层情况	专送、众包、畅跑、乐跑、乐跑远骑手、线跑骑手	蜂鸟专送、蜂鸟众包、蜂鸟优选	全职、众包

数据来源：美团，淘宝，京东，国信证券经济研究所整理

图：骑手端月活跃规模



数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：美团不同配送方式对比

配送模式	专送	混合送	快送	企客	商家自配
预计送达时间	动态30-40分钟			固定30-40mins	动态40-50分钟
配送半径	3km	5km	7km	3-10km	10km
排名靠前	✓	✓	✓	✓	✗
24小时服务	✗	✓	✓	✓	✓
15分钟内接单率	99%	99%	97%	94%	94%
顾客端准时率	85%~90%			75%~80%	65%~75%
体验分优势	✓	✓	✓	✓	✗
适用商家	对体验有要求、愿意为更好体验买单的商家		对范围和体验都有一定要求的商家	价格敏感	价格敏感、不看重体验的商家
配送费用计算	常规基础服务费+配送服务费+距离收费+配送服务费重量收费(若有)+配送服务费时段收费(若有)			企客多因素定价	三方定价

数据来源：美团培训据，国信证券经济研究所整理

外卖大战不变1：26年美团外卖履约效率进一步提升

- 美团外卖强调“快”的心智。美团外卖于25年9月26日正式宣布升级“1对1急送”服务，该服务平均可提速20分钟。2025年12月18日，美团正式宣布周杰伦成为美团外卖代言人，广告语为“冬天点外卖，还是美团快”，重点推广“1对1急送服务”。美团能够推出1v1急送主要系算法以及骑手系统规划效率高于淘宝闪购，并且有30%+专送骑手能够很好调配，淘宝闪购专送骑手占比为20%+。
- 美团26年将履约标准提升至15分钟。26年3月，美团已经在全国核心城市及高价值商圈，全面落地了15分钟闪电送服务，把即时零售的履约标准从原来的30分钟达提升至15分钟。2月，美团外卖配送上线AI调度3.0系统，依托海量的订单数据和实时路况信息，实现毫秒级调度，高峰期履约效率提升了25%，极端天气下的准时率也突破了96%。

图：美团可选15分钟达



图：淘宝闪购可选30分钟达



外卖大战不变2：美团对商家精细化运营

- **美团组织基因：精细化运营。**比如运力侧：2021年11月公开的“订单分配”骑手算法，基于对骑手、订单、商家等信息的全局分析进行匹配决策，优先选择送单时间宽裕、顺路程度大的骑手，让订单分配更加合理。比如商家侧，25年中上线营销超支预警，当监测到餐饮商家营销补贴支出超出常规区间且预计收入低于一定阈值时，外卖经营智能系统会自动预警并推送个性化活动减负建议。针对费用支出超过商品总价的订单，系统将帮助商家切换为手动接单模式，避免损失。
- **外卖大战期间，美团多年来精细化运营能力领先，补贴效率更高。**根据晚点、壹览商业等第三方数据，从补贴分配上看，多数情况下，商家补贴比例美团>阿里>京东，美团能利用市场地位在每笔订单上投入更小补贴。此外，在补贴时，美团通过一定比例的免单取得了和发大额券同样的对订单拉动效果，丰富的补贴手段使其拥有更高的补贴效率。比如美团针对不同用户在补贴金额方面根据历史习惯不一样，淘宝闪购给用户补贴金额几乎一致。

表：三大平台补贴策略

	美团	淘宝闪购	京东秒送
免单	0元购	免单卡	
爆款产品	神抢手、特价团、神价	外卖一口价	1元爆款套餐 1.68元神价咖啡奶茶
大额券	满38减18；满25减20；满18减18	满38减18.8；满25减21；满16减16	满25减20
年卡	9.9元购120张5元无门槛券		京东饭卡，充值享补贴
动态补贴	午晚餐高峰时段补贴强度比平峰期高2倍		
特定人群	学生认证用户每日可领20元补贴券，部分订单低至0元		面向学生发放10/20元餐补券

数据来源：美团、淘宝闪购、京东秒送、国信证券经济研究所整理

表：美团品质外卖措施

举措	具体内容
建设浣熊食堂	以线下投资建设的集中式外卖厨房为基础，为餐饮商家提供食品安全的全链条服务，商家可拎包入驻经营，全店明厨亮灶每日更新食安巡检情况，提高外卖食品的可追溯性和透明度
美团外卖实施新评分规则	美团外卖调整商家评分计算规则，新评分规则于2025年10月20日开始实行，增加“复购率”“食品质量”“食品安全”等指标，推动餐饮商家从“卷高分”转向“拼质量和服务”
升级外卖食品安全治理体系	2026年4月美团发布“放心外卖”十大举措，深入“商家准入、透明经营、多方共治”三个环节；升级食安治理大模型“星眸”，应用范围扩展到商家入驻审核、门店真实性核验、后厨环境预警等多个环节

数据来源：Questmobile、国信证券经济研究所整理

外卖大战不变2：美团外卖高客单价市场市占领先

- **美团重点关注高客单价市场。** 在外卖市场，实付15元以下的订单在经济上更难盈利，主要作用是维持骑手运力规模，保证平台的用户规模和粘性。根据业绩会，美团管理层表示面对外卖竞争加剧，会“采取一切必要措施巩固市场领导地位”，主要关注高价值订单份额，据管理层披露，目前净客单价大于15元人民币的订单中占据超过2/3市场份额，30元以上订单份额超70%。
- **美团获取中高端餐饮资源的核心策略，并非简单的流量争夺，而是长期通过创新商业模式、提供深度赋能和巨额真金白银的扶持，系统性降低高品质餐饮品牌的外卖经营门槛和风险。**

图：获取中高端餐饮资源的措施

措施	美团具体做法
2023年底首创“卫星店”模式	为高端品牌提供轻资产扩张方案，已与1000多个品牌合作落地超10000家卫星店。美团为卫星店提供AI选址、AI选品、经营罗盘等免费数字化工具，将选址决策时间从数月压缩至数天，并帮助品牌优化外卖菜单结构。2025年累计投入4亿元扶持大牌餐饮开卫星店。
联合权威餐饮指南，提升平台高端调性	通过旗下“黑珍珠餐厅指南”、“必吃榜”等权威评价体系，与高端餐饮品牌建立深度合作。
真金白银扶持，未来三年投入千亿	25年4月，美团外卖宣布未来三年投入1000亿元，用于补贴消费者、发放商家助力金、扶持品质商家等。
推动“明厨亮灶”，建立品质信任	<u>对于中高端消费者而言，食品安全和透明是核心诉求。</u> 1) 2025年设立“明厨亮灶”专项计划，提供硬件设备补贴，并设立流量专区。针对小微商家，美团提供摄像头设备全额补贴；2) 建立行业高标准：2025年，联合全聚德、老乡鸡等头部品牌探索“浣熊食堂”项目，对餐品加工、进货清单等进行统一记录和展示。

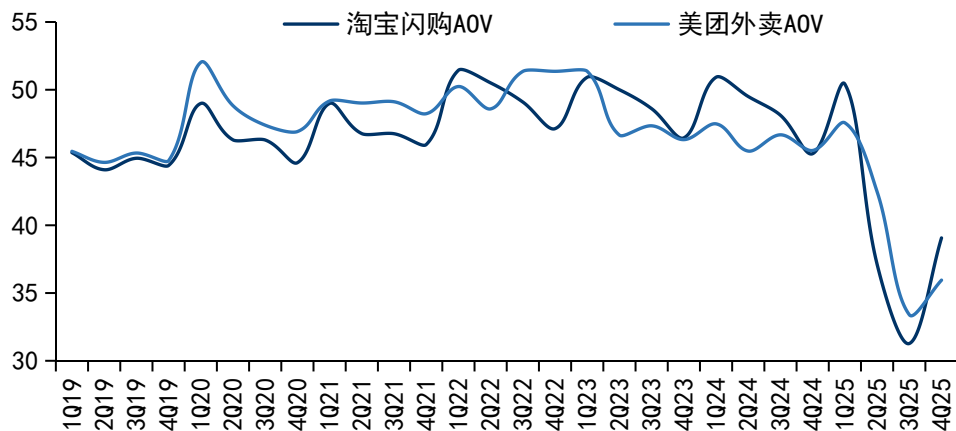
数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

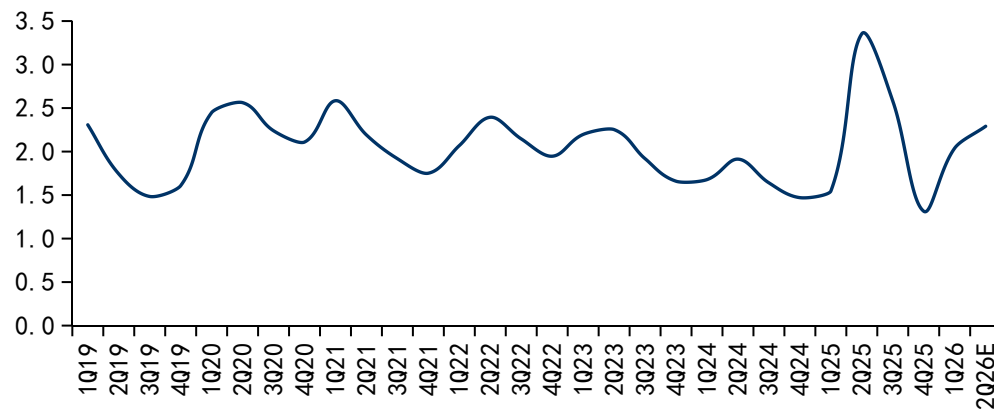
外卖大战展望1：竞争进入高客单价正餐深水区，淘宝闪购需要时间沉淀

- 25年底淘宝闪购转向高客单价正餐。根据界面新闻调查服务商，外卖消费绝大部分都是中低单价，只有20%的少数人是高品质用户。高笔单价用户不会因为几块钱就转移平台，夏季竞争高峰期淘宝闪购都没有抢过这些用户，用户心智一时半会不容易改变。淘宝闪购在基建差距缩小情况下，25年底缓慢降投入，将资源更集中地引向高客单、高粘性用户。
- 中高端正餐商家对补贴并不积极，淘宝闪购需要时间沉淀与商家关系。对于此前补贴重点连锁茶饮商家来说，需要靠量取胜（用户外卖大战前不喝奶茶，但因为便宜可能会喝奶茶），所以愿意配合阿里等去商战爆量。正餐受供应和需求限制，商家不愿意长期配合补贴导致用户价格敏感度提升。我们预计，淘宝闪购茶饮订单25年巅峰占比达到40%，目前回归25%水平。美团茶饮订单占比从25年巅峰20%+降至当前14%-15%。

图：淘宝闪购、美团外卖AOV变化



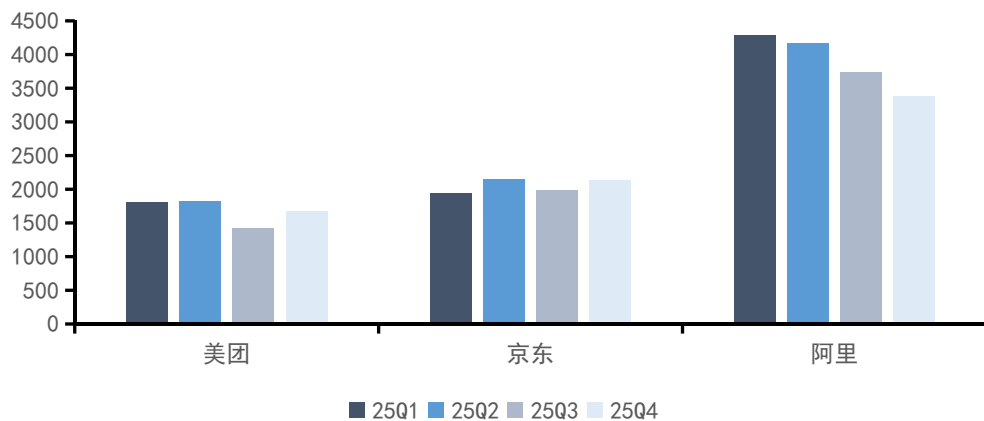
图：美团外卖与美团外卖UE差距



外卖大战展望2：补贴逐步收窄，转向单季度盈利

- **美团跟进淘宝闪购削减补贴。**根据晚点，①25年12月开始，美团发现淘宝闪购的补贴逐渐退坡，美团随后也削减补贴，并成功在部分阿里的优势市场反扑。②26Q1美团没等来春节后的进攻，反倒看到淘宝闪购在更多地区削减补贴。美团随后跟进退补，并靠效率拿回个位数的市场份额。美团为了减少亏损，目前主要靠拼好饭满足低价需求，不再单独补贴此类订单。
- **淘宝闪购有望在27财年（27年3月）结束实现单季度UE转正。**根据阿里业绩会，进入26年4月后，公司在保持订单规模增长的同时，继续通过物流效率优化、订单结构优化以及AOV（客单价）提升，推动UE持续改善。公司有信心在2027财年结束前实现UE转正。持续优化UE的同时，公司继续加大创新投入，提升消费者和商家体验，以保持即时零售领域长期竞争力。
- **阿里巴巴今年将更多的现金流投入到AI建设的Capex上。**截至25年底，美团、阿里现金与短期投资为1668、3381亿元。我们预计FY26/27年，阿里巴巴Capex投入1250/1500-2000亿元，AI Opex 400-500/300亿元，外卖投入850/400亿元。

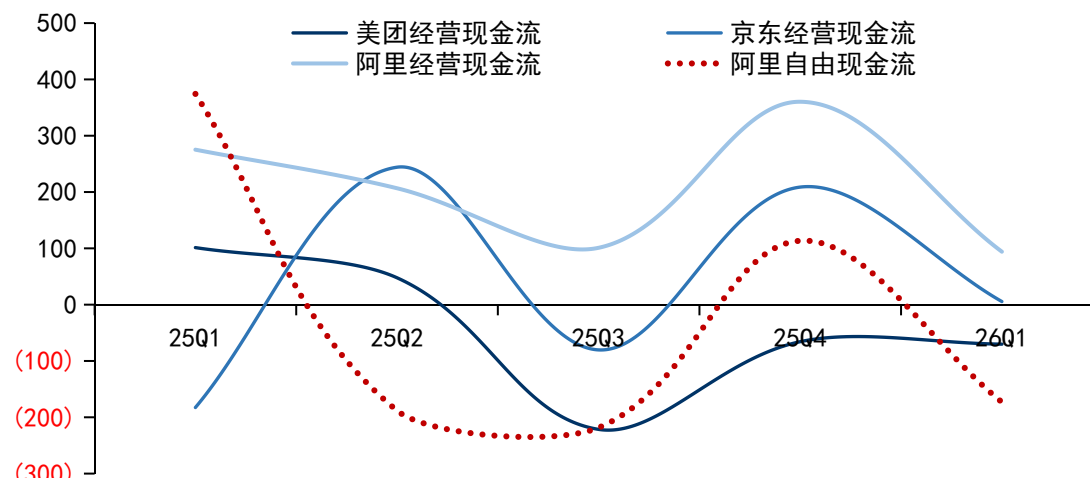
图：美团、阿里巴巴、京东现金以及短期投资（亿元）



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：美团、阿里巴巴、京东经营现金流（亿元）



数据来源：彭博、国信证券经济研究所整理

美团外卖：中性预期下，美团26-28年外卖UE-0.4/-0.1/0.2元

- 我们测算26Q1美团外卖单均UE-0.96元，环比减亏0.91元，26Q2转正可达0.09元，环比减亏1.05元，减亏效果明显，但我们认为Q3/Q4仍有经营亏损可能性，主要系外卖配送成本季节性变动。

- UE提升来自：

①单均补贴下降。25Q3我们测算美团巅峰时候单均补贴可达4.0元，预计26年下降至整体2.7元。主要减少低客单价补贴。

②配送成本降低，配送补贴回收。根据界面新闻，来自全国多个区域的商家表示，单均配送费较去年三季度上涨了0.5-2元，一些3公里以上订单，商家承担的配送费较去年同期需要翻倍。

③广告、佣金货币化率提升。根据界面新闻，美团也在研究调整佣金和各类优惠政策，通过降低商家的优惠来提高收入。我们预计26年广告货币化率0.8%，佣金货币化率3.5%。

表：美团外卖业务拆分与预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	116,801	142,506	166,127	153,141	155,168	171,169	184,205
yoy	21%	22%	17%	-8%	1%	10%	8%
货币化率	15%	15%	16%	16%	16%	15%	15%
AOV (元)	50	48	46	39	39	43	43
yoy	3%	-6%	-3%	-15%	1%	9%	1%
日均单量 (万单)	4350	5301	5981	6758	6895	7467	7819
yoy	11%	22%	13%	13%	2%	8%	5%
GTV	801,360	922,505	1,012,531	966,809	994,856	1,171,938	1,237,689
yoy	14%	15%	10%	-5%	3%	18%	6%
单均收入	7.4	7.4	7.6	6.2	6.1	6.3	6.4
单均配送收入	4.2	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
单均佣金	2.2	2.1	2.0	1.5	1.4	1.5	1.5
单均在线营销	0.8	0.9	0.9	0.4	0.3	0.3	0.4
单均其他收入	0.2	0.5	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4
配送费率	8.3%	8.3%	8.8%	10.4%	10.4%	9.5%	9.5%
佣金率	4.3%	4.3%	4.3%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
广告费率	1.6%	1.8%	2.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%
单均补贴	1.0	1.4	1.1	3.0	2.7	1.3	0.9
补贴/GTV	2%	3%	2%	8%	7%	3%	2%
每单销售费用	-0.3	-0.5	-0.4	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3
单均成本	5.2	4.9	4.9	5.4	5.0	5.1	5.1
毛利	34,936	47,939	59,504	20,721	29,609	33,526	39,614
毛利率	30%	34%	36%	14%	19%	20%	22%
OP	15,975	22,894	32,907	-24,362	-11,315	-1,744	6,108
单均OP	1.0	1.2	1.5	-1.0	-0.4	-0.1	0.2
OPM	14%	16%	20%	-16%	-7%	-1%	3%
GTV利润率	2.0%	2.5%	3.2%	-2.5%	-1.1%	-0.1%	0.5%

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

美团外卖：乐观预期下，美团26-28年外卖UE-0.3/0.2/0.6元

表：美团外卖业务拆分与预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	142,506	166,127	153,141	159,621	175,577	190,747
yoy	22%	17%	-8%	4%	10%	9%
货币化率	15%	16%	16%	15%	15%	15%
AOV (元)	48	46	39	42	44	45
yoy	-6%	-3%	-15%	7%	5%	2%
日均单量 (万单)	5301	5981	6758	6895	7467	7819
yoy	22%	13%	13%	2%	8%	5%
GTV	922,505	1,012,531	966,809	1,060,030	1,189,654	1,287,769
yoy	15%	10%	-5%	10%	12%	8%
单均收入	7.4	7.6	6.2	6.3	6.4	6.7
单均配送收入	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
单均佣金	2.1	2.0	1.5	1.5	1.5	1.6
单均在线营销服务	0.9	0.9	0.4	0.4	0.5	0.6
单均其他收入	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
配送费率	8.3%	8.8%	10.4%	9.8%	9.4%	9.1%
佣金率	4.3%	4.3%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
广告费率	1.8%	2.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%
单均补贴	1.4	1.1	3.0	2.7	1.3	0.9
补贴/GTV	3%	2%	8%	7%	3%	2%
每单销售费用	-0.5	-0.4	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3
单均成本	4.9	4.9	5.4	5.0	4.9	4.9
毛利	47,939	59,504	20,721	33,541	40,774	50,714
毛利率	34%	36%	14%	21%	23%	27%
OP	22,894	32,907	-24,362	-8,074	5,350	16,917
单均OP	1.2	1.5	-1.0	-0.3	0.2	0.6
OPM	16%	20%	-16%	-5%	3%	9%
GTV利润率	2.5%	3.2%	-2.5%	-0.8%	0.4%	1.3%

- 中性预期下，美团26-28年外卖UE-0.4/-0.1/0.2元。外卖业务经营利润-113/-17/61亿元。

- 乐观情况下，我们预计

①减少低客单价，AOV提升明显，预计

26/27/28年可达42/43/45元。

②配送成本，美团减少运力补贴，预计单均配

送成本26年为5/4.9/4.9元，27-28年单均成本下降0.2元。

③广告货币化率提升，预计26-28年为

1/1.2/1.5%，比中性预期高0.2pct。

- 乐观预期下，美团26-28年外卖UE-0.3/0.2/0.6元。外卖业务经营利润-80/53/169亿元。

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

闪购市场：2030年市场有望突破3万亿，是美团外卖的第二曲线

- 闪购相当于非餐商品+即配服务，市场发展驱动因素是心智培养，渗透率提升。随着线下履约成熟，部分零售产品可以通过骑手更快送达，比原电商履约效率更快。行业天花板主要受加价率过高限制，由于更靠近消费者，商品流通链条长加价率高，配送费与外卖持平，总体价格会高于电商。故非医药品类中快消品与耐用品六四开，商家普遍通过快消引流（比如9.9元12瓶矿泉水低价引流），耐用品赚钱。
- 根据我们测算，中性情况下，2030年即时零售市场有望突破3万亿，复合增速达到25%。我们预计即时零售在线上电商中的渗透率将从6%提升至15.7%，日用、粮油食品、药品将达到30%的渗透率。

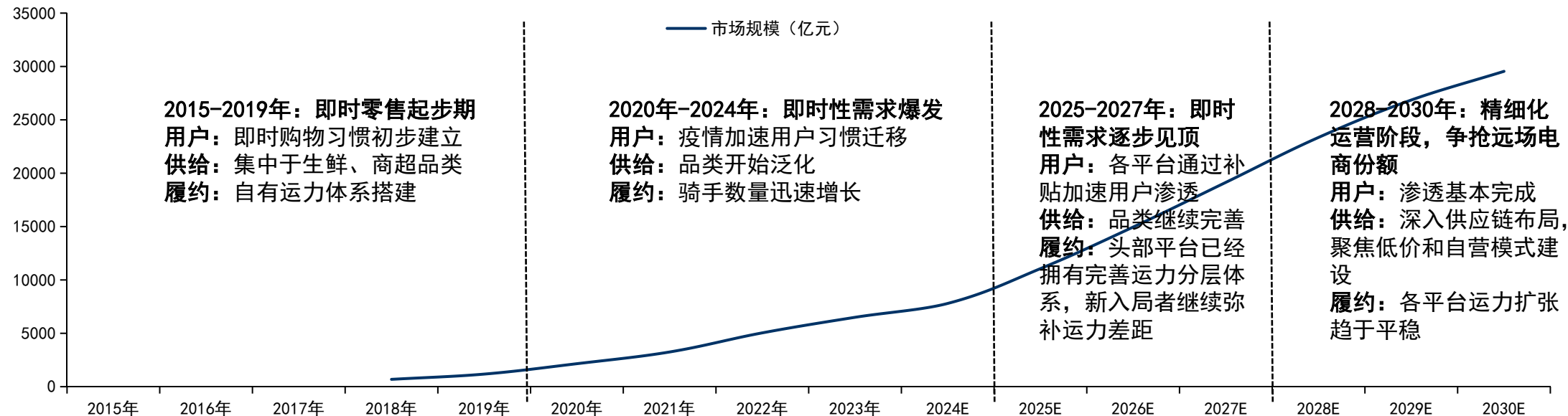
图：2030年即时零售市场规模测算

单位：亿元	2024年			2030年			消极		中性		乐观	
	商品零售额	线上化率	即时零售渗透率	商品零售额 CAGR	商品零售额	线上化率	即时零售渗透率	即时零售市场规模	即时零售渗透率	即时零售市场规模	即时零售渗透率	即时零售市场规模
服装鞋帽、针纺织品	54911	43.1%	0.0%	4%	69480	49%	8%	2730	10%	3413	12%	4095
日用品	43896	45.0%	19.6%	4%	55542	50%	24%	6665	30%	8331	36%	9998
家用电器和音像器材	23073	63.5%	0.0%	4%	29195	67%	8%	1553	10%	1941	12%	2330
粮油、食品	66246	16.4%	18.5%	4%	83822	25%	24%	5029	30%	6287	36%	7544
通讯器材	17849	55.7%	4.0%	4%	22585	59%	16%	2121	20%	2651	24%	3182
化妆品	15755	51.5%	0.0%	4%	19935	54%	12%	1303	15%	1629	18%	1955
文化办公用品	23180	33.3%	0.0%	4%	29331	39%	8%	922	10%	1153	12%	1383
家具	25640	25.0%	0.0%	4%	32443	25%	4%	324	5%	406	6%	487
体育、娱乐用品	12490	48.2%	1.6%	4%	15803	54%	8%	685	10%	856	12%	1027
金银珠宝	19155	16.4%	0.0%	4%	24238	25%	8%	492	10%	615	12%	738
建筑及装潢材料	10866	21.7%	0.0%	4%	13749	28%	8%	304	10%	380	12%	457
中西药品	7413	30.0%	25.2%	4%	9380	36%	28%	945	35%	1182	42%	1418
饮料	12089	17.3%	0.0%	4%	15296	23%	8%	285	10%	357	12%	428
烟酒	19622	10.0%	6.0%	4%	24829	16%	16%	636	20%	795	24%	953
其他	79991	14.9%	6.4%	4%	101214	17%	1%	138	1%	172	1%	206
合计	432177	30.3%	6.0%	4%	546842	35.2%	12.5%	24135	15.7%	30168	18.8%	36202

闪购壁垒：履约是必要条件，短期内仍在培养用户心智

- 闪购的三要素：即时需求（用户&流量）、即时配送（履约）、本地供给（供给）。
- 我们认为，履约是闪购的必要条件。主要因为：“快”是即时性需求的首要因素，且头部平台的配送速度明显领先于新进者和依靠第三方运力的平台，即时零售的运力对人力依赖度高，与单量挂钩，后起者很难在运力上追赶龙头。
- **短期看，闪购市场通过补贴和流量优势争夺用户，远期将进入供给的竞争。**因此，我们认为，美团和阿里巴巴现阶段以及未来仍将是市场中的核心玩家。

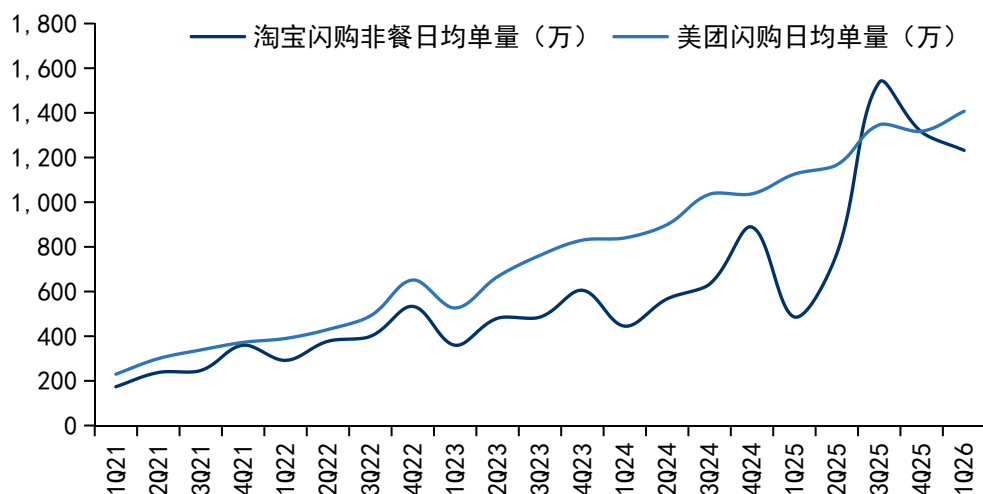
图：即时零售发展阶段



数据来源：商务部大数据，国信证券经济研究所整理

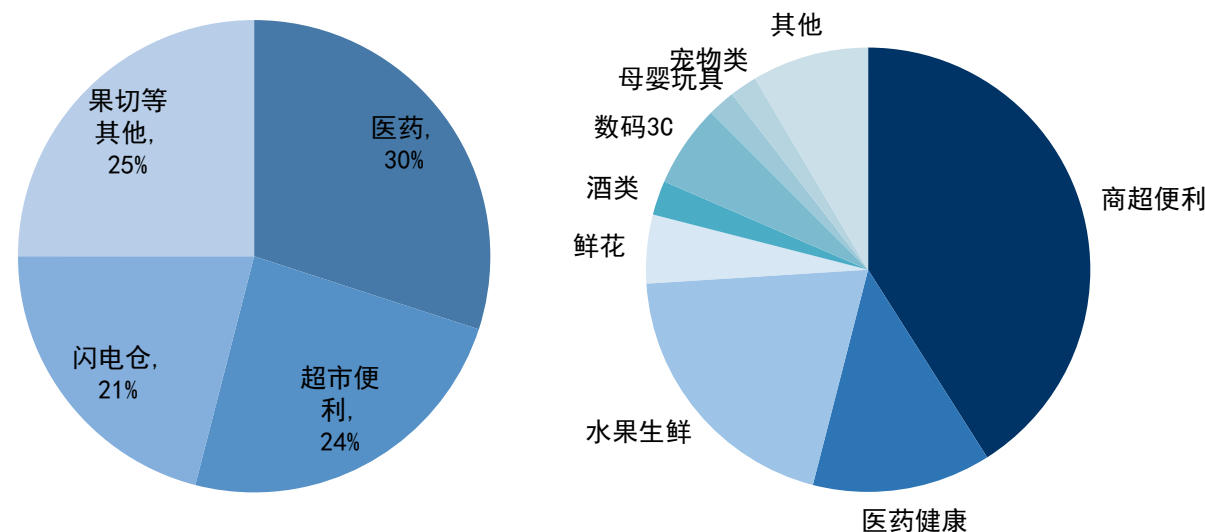
- 由于闪购在未来涉及远场电商基本盘，26年美团闪购、淘宝闪购非餐投入将持续，短期市场规模扩大>竞争。
- 单量来看，淘宝闪购非餐与美团闪购接近，但客单价淘宝闪购低。与外卖大战之前比淘闪非餐订单量增长更多为餐饮外溢的流量和天猫超市、盒马加入带来的订单口径变化。25Q4，我们测算淘宝闪购非餐与美团闪购日均单量均为接近1300万单。但从客单价来看，美团闪购高于淘宝闪购非餐，我们测算淘宝闪购非餐与美团闪购分别为80/60元。美团闪购定位“万物到家”，其优势品类是高频刚需的生鲜、药品，并积极拓展高价值的酒水、家电、3C数码等品类。而淘宝闪购依托天猫、盒马的品牌与供应链资源，在商超便利上拥有优势。

图：淘宝闪购非餐以及美团闪购日均单量



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：美团闪购（左）、淘宝闪购（右）非餐品类结构



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

闪购：积极拓展自营业务，以加强供应链建设

- 自营模式是闪购业务供给的重要补充，长期来看只有通过自营对供应链的持续建设，才能够最终实现低价，与传统电商平台竞争。第三方商家中经销环节多，规模有限，不依赖补贴很难实现低价。
- 供给：1) 商家端看：美团闪购第三方供给基本与淘宝闪购拉齐，差异主要体现在自营/平台加盟模式——美团的小象超市、松鼠便利、歪马送酒，淘闪的盒马等；2) 商品品牌看，部分远场电商品牌难适应闪电仓模式，更愿意通过猫超等城市仓模式切入即时零售。

图：各平台自营模式布局

平台	自营	模式	品类	主要介绍
美团	小象超市	自营	生鲜	前置仓模式，24年预计GMV300亿，前置仓数量达到800家
	歪马送酒	自营+加盟	酒水	前置仓模式，门店数超过1400家，采取品牌直采模式，通过整合供应链，减少经销环节，降低终端售价，SKU数量接近1000个
	松鼠便利	自营+加盟	商超便利	门店数500+，平台自营少量仓，同时向商家开放品牌加盟，总部负责所有产品的采购寻源，单店SKU 6000以上
	快乐猴	加盟	硬折扣超市	已签约10家，计划开店1000家
阿里巴巴	盒马	自营	生鲜	店仓一体模式，目前门店超过600家，24财年GMV590亿，但独立经营不与饿了么运力打通
京东	京东酒世界	自营+加盟	酒水	店仓一体模式，23年门店超1200家
	京东便利店	加盟	商超便利	便利店模式，多平台上线，全国目前8-9万家店，要求京东万家进货量占全店50%
	京东美妆		美妆	
	京东七鲜超市	自营	生鲜	1店+N仓模式，24年70家店，此前主要采用店仓一体模式，25年开始快速开仓，向1+N转型
	京东电器/家电	自营+加盟	3C数码	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理测算

美团闪购：短期注重“强供给”的基建化深耕，短期单量增长为先

- 美团闪购基建化深耕：①**品牌官旗闪电仓”规模化**。2025年下半年，美团闪购联合上万个品牌共建“品牌官旗闪电仓”，吸引索尼、珀莱雅等超百个头部品牌官方入驻。②**供应链平台开放**。2026年4月，美团闪购升级供应链服务平台“闪电帮帮”，向全行业商家开放即时零售供应链基建，帮助商家提升货盘质量、降低采购成本。③**垂直品类深度渗透**。大力发展垂直类闪电仓，聚焦酒饮、母婴、医药、美妆等高价值、高频赛道。例如在酒饮领域，提出未来三年打造5个十亿级、30个过亿级连锁品牌的目标。
- 预计26-28年日均单量增长23/20/20%，单均UE -0.6/-0.3/0.3元，经营利润-36/-20/23亿元。

表：美团闪购业务拆分与预测

百万	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	18,594	26,221	32,291	40,060	55,592	73,264
YoY	54%	41%	23%	24%	39%	32%
单均收入	7.3	7.5	7.1	7.2	8.3	9.1
总货币化率	9.1%	9.5%	9.2%	9.3%	10.5%	11.5%
配送成本	4,760	-8,760	-11,316	-13,962	-16,755	-20,161
单均配送成本	1.9	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
其他成本	-16,655	-7,986	-9,312	-11,635	-18,767	-26,653
单均其他成本	-6.5	-2.28	-2.06	-2.08	-2.80	-3.31
闪购毛利	6,699	9,476	11,663	14,463	20,070	26,450
毛利率	36%	36%	36%	36%	36%	36%
经营费用	-7,027	-8,670	-14,646	-18,124	-22,116	-24,193
单均经营费用	-2.8	-2.5	-3.2	-3.2	-3.3	-3.0
经营费用率	-38%	-33%	-45%	-45%	-40%	-33%
经营利润	-328	806	-2983	-3661	-2046	2257
单均经营利润	-0.13	0.23	-0.66	-0.66	-0.31	0.28
经营利润率	-2%	3.1%	-9%	-9%	-4%	3%
利润率(% of GTV)	-0.2%	0.3%	-0.9%	-0.8%	-0.4%	0.4%
闪购GTV	204,242	277,210	349,252	430,750	529,449	637,080
YoY	44%	36%	26%	23%	23%	20%
单均金额(AOV)	80.3	79.1	77.2	77.1	79.0	79.0
YoY	2%	-1%	-2%	0%	2%	0%
闪购总笔数	2,545	3,504	4,526	5,585	6,702	8,064
YoY	42%	38%	29%	23%	20%	20%
日均单量(万单)	697	957	1,240	1,530	1836	2203
YoY	42%	37%	30%	23%	20%	20%

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

到店业务：抖音崛起不可复制，但美团短期竞争压力仍大

- 阿里等能否抢占美团到店业务？22H2抖音突袭本地生活业务，具有天时不可复制性。22年疫情后，餐饮商家有倒闭风险，急需平台进行资金周转和回流。抖音优势：①具有全网超高流量，3-4低价折扣帮助商家快速爆量；③主动减免商家佣金。故23年抖音本地生活并未花非常重的金额，就拿下到店酒旅领域近30%市场份额。23年抖音本地生活业务亏损约 100 亿元。
- 补贴在到店领域仍有效，抖音通过种草与价格已经培养用户的“人找货”心智。此前抖音做不了中小商家，主要是商业模式“货找人”对小商家不友好。但是抖音可以发展货架类似美团人找货。抖音在23年通过3-4折让用户形成比价心智，此后抖音通过产品改版（如强化搜索入口）、流量倾斜（搜索权重提升）和营销活动，主动培养用户的搜索习惯。根据晚点，25年11月，用户通过搜索后下单创造的GMV在抖音生活服务整体GMV中的占比已超过 50%。

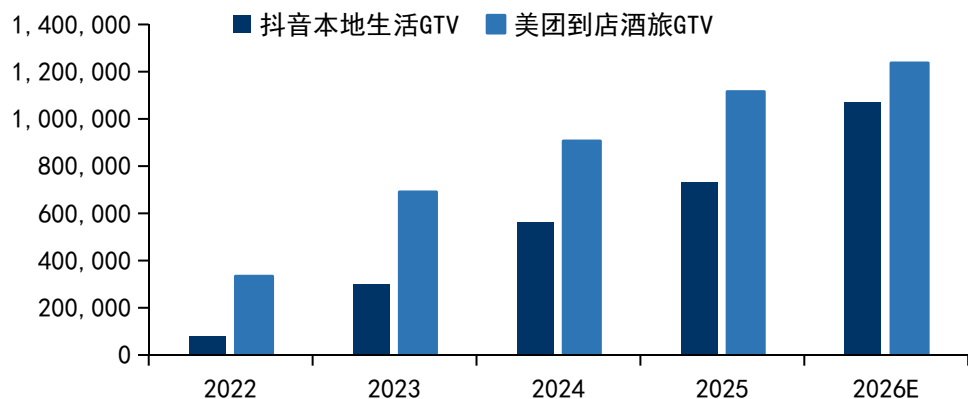
图：服务平台商业模式



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- 抖音在外卖大战期间加大本地生活投入。抖音25年动作：①25H1，流量优先分配给电商业务，提升结算 GMV，减少了本地生活曝光；②25年4月，组织调整，生活服务营销平台巨量本地推的产品、产运人员从商业化部门转入生活服务团队。③25Q3，外卖大战期间，抖音悄然加大了到店业务的补贴，抢占市场。④26年2月，抖音上线独立团购App“抖省省”。作为独立交易平台，承接计划性消费需求；根据Questmobile，5月10日，抖省省APP日活跃用户规模已接近1600万。
- 市占：抖音到店酒旅GMV增速快于美团。25年抖音/美团到店GTV预计增长45%/22%。我们预计26年抖音/美团到店GTV增长45%/10%。抖音主打增量市场（比如购物券、电话线索转化等）。增长快主要系①拓展到综品类；25Q4重点推进本地服务类赛道（京东家政、二奢回收、摄影等）。汽车后市场、医疗板块、摄影、商超联动直播增长显著。②发展美团不太容易做的线下零售业务。抖音零售前身为“购物”类目，涵盖购物商超、日用超市、3C数码（比如丝芙兰等）相关品类。抖音本地生活核销率低于美团（80%），25年为52%。我们预计26年美团和抖音核销后GTV 10419/6930亿元，GTV比例1.5。

图：抖音、美团到店业务GTV（核销前）



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：抖省省APP日活跃用户规模趋势

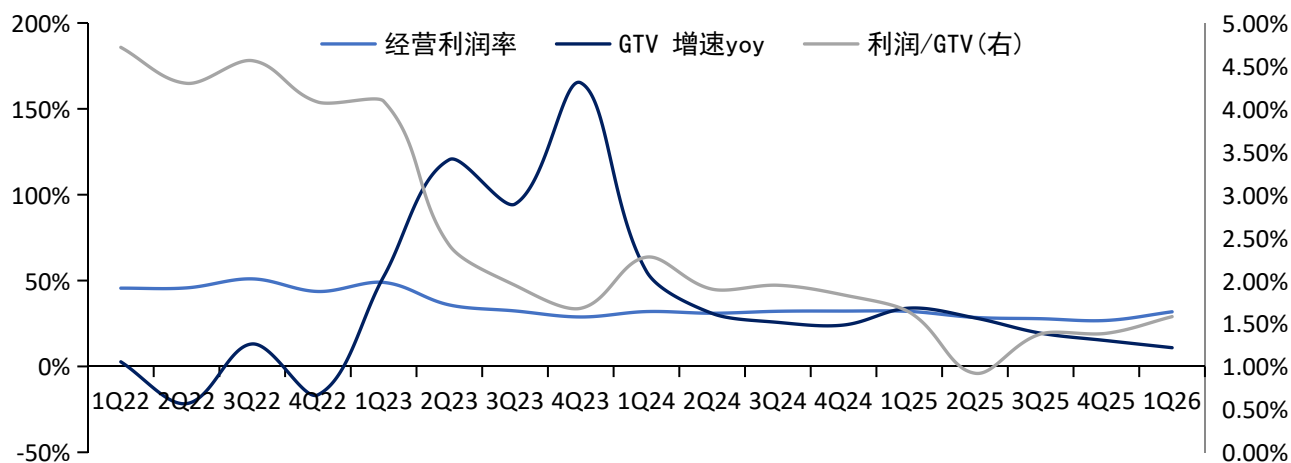


数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

美团到店业务：短期利润率会受到竞对投入和外卖挤占效应影响

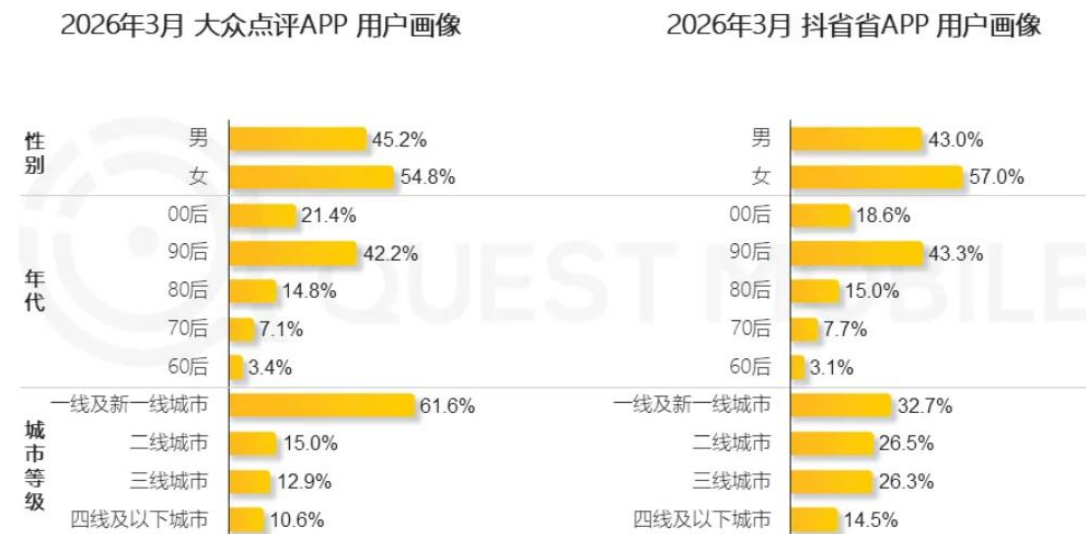
- **美团到店利润率能否回到35+？短期较难，美团需要提防抖音竞争。** 用利润率（经营利润/GTV）来看，23年之前美团到店利润率为4%，而24年之后长期在2%，说明美团用2%GTV的补贴每年在让利商家和用户。根据晚点以及我们测算，抖音对本地生活补贴力度维持在2-2.5%之间。除此以外，由于竞争影响，美团短期无法提升佣金率和广告，到店业务货币化率从10%+下滑至6%。
- **25Q3美团到店酒旅利润率下滑至28%，受到竞争、自身资源分配、调整商家影响，测算25Q4 OPM继续下滑至25%，26Q1维持在25%。** ①受外卖竞争，部分平台上到店商户广告预算迁移至外卖方向。②预防抖音、高德等竞争等，美团本地生活加大补贴。比如25年8月，为应对抖音在中小商家上的补贴，美团正式启动中小商户发展扶持计划，向中小商户发放助力金。

图：美团到店业务利润以及GTV增速情况



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：大众点评、抖省省 用户画像



数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

美团到店业务：未来关注利润绝对值增长

- 25Q3业绩会，公司表示，未来关注营业利润增长而不是营业利润率。营业利润率受到跨品类和城市层级以及季节性的影响。
- 在短期外资大战资源有限的情况下，美团到店酒旅的业务动作更侧重于内部效率提升、深挖存量价值。
 - ①25年联盟高端品牌，锁定高价值用户：通过与万豪、洲际酒店集团推出联合会员及“住宿+”跨界体验等高端合作；
 - ②“住宿+”场景融合：大力推动“住宿+餐饮”、“住宿+玩乐”、“酒店+闪购”等组合产品。
 - ③25年10月，餐饮商家“繁盛计划”再升级，追加28亿元帮商家守住利润、健康发展。
- 我们预计美团到店酒旅业务货币化率在竞争压力以及广告挤占效应下，短期维持在6%以内，OPM26-28年继续下降至25%左右。

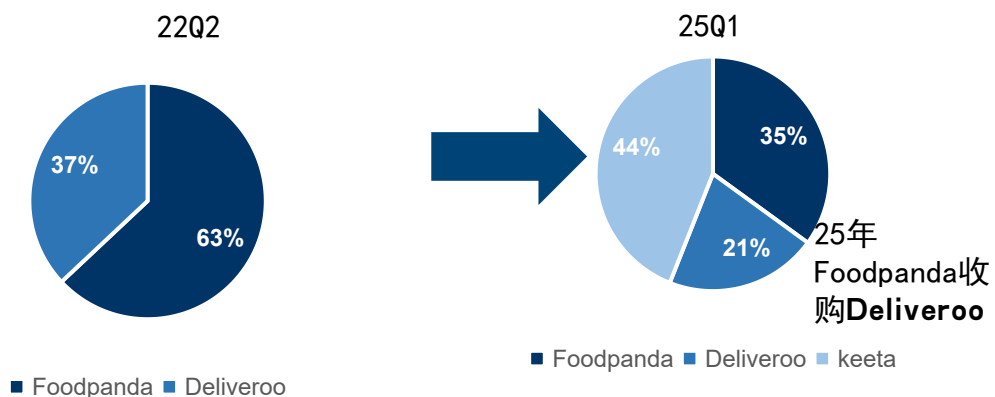
表：美团到店酒旅业务拆分与预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	45,807	57,899	63,518	68,396	76,434	85,503
yoy	44%	26%	10%	8%	12%	12%
GTV	689,798	905,550	1,114,662	1,228,838	1,354,058	1,492,059
yoy	107.3%	31.3%	23.1%	10.2%	10.2%	10.2%
货币化率	6.6%	6.4%	5.7%	5.6%	5.6%	5.7%
毛利率	89.2%	89.7%	89.4%	89.5%	89.5%	89.5%
销售费用	-24,031	-32,358	-31,251	-34,433	-38,378	-41,350
OP	16,133	18,703	19,024	17,326	18,680	21,550
yoy	10.6%	15.9%	1.7%	-8.9%	7.8%	15.4%
OPM	35.2%	32.3%	29.9%	25.3%	24.4%	25.2%
GTV利润率	2.3%	2.1%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

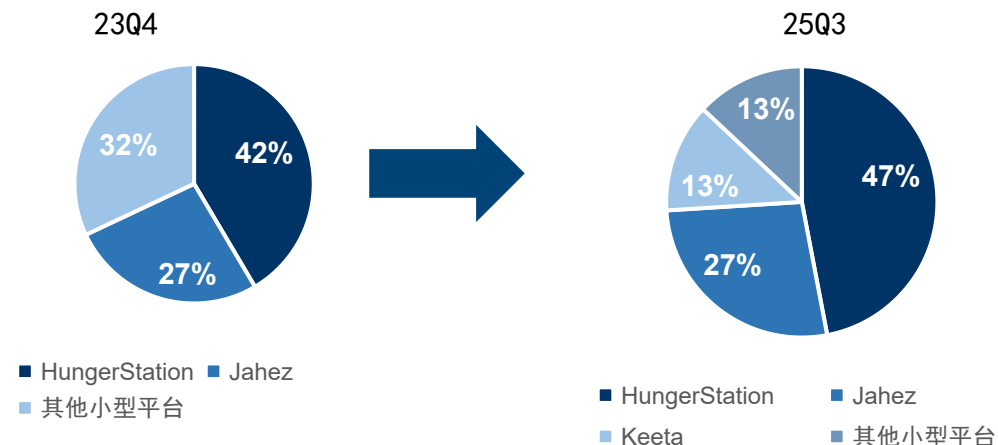
- 美团外卖出海业务以旗下国际品牌KeeTa为核心载体，形成“港澳标杆+中东深耕+南美突破”的全球化雏形。已覆盖中国香港、沙特阿拉伯、卡塔尔、科威特、阿联酋及巴西等。
 - 中国香港市场：海外盈利样板，接近两年实现盈亏平衡。自23年5月进入后，同年年底实现市占第一，提前半年完成目标，订单量份额44%，成功挤退Deliveroo。25Q3KeeTa香港业务提前达成盈亏平衡。
 - 中东市场：以沙特为核心快速渗透。24年9月进入后仅四个月即跃居当地第三大外卖平台，截至25Q3覆盖20余个城市。当前进展顺利，27-28年有望看到盈利转正。无人机和小象超市业务则直接将首站选在了中东。
 - 南美市场：以巴西为起点争夺蓝海市场，短期受阻。25年10月启动桑托斯等城市试点，12月1日正式全面上线圣保罗都会区8城。原定于2026年3月初上线里约热内卢，因独家协议影响已推迟。

图：美团KeeTa进入前后香港外卖市占情况



数据来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图：美团KeeTa进入前后沙特外卖市占情况



数据来源：Statista，国信证券经济研究所整理

美团海外：短期高举高打进入区域市场

- 美团海外核心优势：用户端竞对APP的玩法相当于国内15年的水平，比较初级。
- 本土化策略核心是复制其在中国市场行之有效的“三板斧”打法：1) 低佣金吸引商户；2) 高效履约与用户体验：引入“30分钟送达”的高效配送标准，挑战竞对45分钟左右的平均配送时间，以优质服务赢得消费者。3) 价格战与补贴：通过免配送费和用户折扣等方式快速获取用户。

表：中国香港、沙特、巴西外卖市场概况

地区/国家	中国香港	中东	巴西
市场规模（亿美元）	10	192	212
增速	10%	17.80%	12.4%
外卖用户渗透率	50%+	中东30%+, 沙特40%+	30%+
市场特点	“精致细分 + 夜经济” 驱动	快速的城市化进程。“传统复现 + 健康升级” 并行，本土文化绑定 存在昂贵配送费用的痛点	受益于年轻的人口结构、快速的城市化进程。“区域风味 + 分层需求” 交织，家庭场景突出 贫富差距大，市场对价格敏感度高，需要持续的补贴投入
市场竞争格局	成熟竞争阶段，Foodpanda、Keeta引领竞争	市场分散，HungerStation、本土平台Jahez占据超70%份额	iFood以89%市占垄断市场，Rappi占据9%份额，滴滴99Food与美团Keeta加入竞争
美团Keeta市占	44%	13%	小于3%
美团Keeta竞争优势	本地化产品适配+多维举措降低配送时长	高优惠+高效履约能力、围点式拓张+低佣金、	快速运力搭建+低佣金与补贴策略+资金与技术储备
美团Keeta主要地区特色策略	“单人餐”模式以匹配快节奏消费场景	沙特本土运营团队以适配宗教节日配送规则、主打高端餐饮 + 家庭共享套餐以契合契合社区聚餐文化 用算法优化“高温环境”配送时效、加入了清真食品认证模块	强化热带水果保鲜算法、主推多人餐以契合巴西人家庭聚会偏好

数据来源：Statista，国信证券经济研究所整理

美团海外：完成千亿美元市场规模目标，仍需探索其他地区

- 收购是全球外卖巨头改变市场格局好方法。目前全球头部平台总部主要位于欧美，通过“本土深耕+跨国并购”形成区域壁垒。比如25年2月，Foodpanda收购Deliveroo香港业务，Foodpanda香港市占由35%变为56%（美团进入前市占为63%）。
- 中期展望：25年业绩会表示，未来十年国际化外卖业务达到千亿美元规模。乐观计算，以3%利润率(利润/GTV)计算，中期利润可以达到30亿美元。国内外卖利润率中期水平是3%，海外外卖平台利润率在1-3%。越富裕国家和地区外卖利润率越高，中东外卖利润率可达5%。测算中国香港、巴西、中东地区外卖十年后（2035年）每年可为美团贡献GTV/利润371/11亿美元。美团仍需全球其他地区拓展完成十年目标。

表：美团香港、中东、巴西中期利润测算

地区/国家	中国香港	中东	巴西	合计
2025市场规模（亿美元）	10	102	212	324
未来增速	5%	15%	12%	
2035年市场规模（亿美元）	16	413	658	1087
美团市占	50%	40%	30%	
美团GTV(亿美元)	8	165	198	371
利润率	3%	4%	2%	
利润（亿美元）	0.2	6.6	4.0	10.8

数据来源：Statista, 国信证券经济研究所整理预测

表：全球外卖行业收购事件

时间	重大事件
2020.6	Just Eat Takeaway宣布拟收购昔日美国外卖标杆GrubHub
2021.11	DoorDash 收购 Wolt
2024.5	Uber收购 Delivery Hero 旗下中国台湾 Foodpanda 业务
2024.11	Wonde收购Just Eat Takeaway美国部门Grubhub
2025.3	Foodpanda收购Deliveroo香港业务
2025.10	Doordash宣布完成对Deliveroo的收购
2025.10	Prosus收购欧洲外卖巨头Just Eat Takeaway要约被批准

数据来源：Statista, 国信证券经济研究所整理

表：全球其他外卖市场情况

地区	日本	韩国	欧洲	北美	东南亚
市场规模（亿美元）	70	230	605	1383	193
增速	5%	12%	10%	8%	15%
市场格局	连锁餐厅自配，送占据主导地位，Uber Eats、Demaecan等平台发展中	Baemin绝对领先，与YogiyoEats、Coupang一起形成一超多强格局，当前竞争激烈	Takeawa DoorDash、Uber Eats双寡头垄断	DoorDash、Uber Eats双寡头垄断	一超多强，Grab为市场领导者，Foodpanda竞争、ShopeeFood崛起

数据来源：Statista, 国信证券经济研究所整理

【 01 】 美团组织文化、长期壁垒思考

【 02 】 外卖、闪购、到店酒旅、海外业务梳理

【 03 】 盈利预测

盈利预测：中性预期下26-28年经调整利润-95/30/189亿元

表：美团业务拆分

- 根据前文预测，中性预期美团26-28年外卖UE-0.4/-0.1/0.2元，对应外卖业务经营利润-113/-17/61亿元。26-28年闪购业务经营利润-37/-20/23亿元。到店酒旅业务经营利润-173/187/215亿元。核心本地业务经营利润-23/149/299亿元。
- 新业务经营利润-91/-71/-11亿元。

单位：百万元		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
一、核心本地商业收入		160,759	206,907	250,247	248,950	263,624	303,195	342,972
	YoY	18%	29%	21%	-1%	6%	15%	13%
核心本地商业经营利润		29,503	38,699	52,415	-8,321	2,350	14,890	29,915
	经营利润率	18%	19%	21%	-3%	1%	5%	9%
	YoY	57%	31%	35%	-116%	-128%	534%	101%
其中：								
1. 餐饮外卖收入		116,801	142,506	166,127	153,141	155,168	171,169	184,205
	YoY	21%	22%	17%	-8%	1%	10%	8%
餐饮外卖日均订单量（万）		4350	5301	5981	6758	6895	7467	7819
	YoY	11%	22%	13%	13%	2%	8%	5%
餐饮外卖UE（元/单）		1.01	1.18	1.50	-0.99	-0.45	-0.06	0.21
餐饮外卖经营利润		15,975	22,894	32,907	-24,362	-11,315	-1,744	6,108
	经营利润率	14%	16%	20%	-16%	-7%	-1%	3%
2. 闪购收入		12,110	18,594	26,221	32,291	40,060	55,592	73,264
	YoY	69%	54%	41%	23%	24%	39%	32%
闪购日均订单量（万）		491	697	957	1,240	1,530	1,836	2,203
	YoY	58%	42%	37%	30%	23%	20%	20%
闪购UE（元/单）		-0.59	-0.13	0.23	-0.66	-0.66	-0.31	0.28
闪购经营利润		-1,065	-328	806	-2,983	-3,661	-2,046	2,257
	经营利润率	-9%	-2%	3%	-9%	-9%	-4%	3%
3. 到店酒旅收入		31,848	45,807	57,899	63,518	68,396	76,434	85,503
	YoY	-3%	43%	24%	-8%	13%	10%	10%
	货币化率	9.6%	6.6%	6.4%	5.7%	5.6%	5.6%	5.7%
到店酒旅GTV		332,792	689,798	905,550	1,114,662	1,228,838	1,354,058	1,492,059
	YoY	-6%	107%	31%	23%	10%	10%	10%
到店酒旅经营利润		14,593	16,133	18,703	19,024	17,326	18,680	21,550
	经营利润率	46%	35%	32%	30%	25%	24%	25%
二、新业务收入		59,196	69,838	87,344	104,029	126,191	153,074	185,685
	YoY	39%	18%	25%	19%	21%	21%	21%
新业务经营利润		-28,379	-20,166	-7,273	-10,082	-9,061	-7,061	-1,138
	经营利润率	-48%	-29%	-8%	-10%	-7%	-5%	-1%
总营收		219,955	276,745	337,592	364,855	389,815	456,270	528,657
	YoY	23%	26%	22%	8%	7%	17%	16%
经调整利润		2,827	23,253	43,653	-18,648	-9,446	3,035	18,886
	YoY		722%	88%	-143%	-49%	-132%	522%

盈利预测：乐观预期下26-28年经调整利润-83/101/297亿元

表：美团业务拆分-乐观测算

- 乐观预期下，根据前文，美团26-28年外卖UE-0.3/0.2/0.6元，对应外卖业务经营利润-80/53/169亿元。核心本地业务经营利润-34/220/407亿元。
- 我们认为影响美团业绩主要系外卖预期。我们预计美团外卖和淘宝闪购餐饮UE差值长期在在1-1.5元。外卖大战前，美团外卖和淘宝闪购UE差值曾经在1.5-2.5元之间波动，假设随着淘宝闪购基建完善与单量形成规模效应，外卖骑手效率提升，成本等与美团外卖差距缩小0.5-1元。
- 悲观情况：淘宝闪购愿意每年亏损以维持7000万单日均单量。若阿里每年愿意亏损200亿元维持7000万单，淘宝闪购单均亏损在0.78元，那么对应美团UE在0.22-0.72元。

单位：百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
一、核心本地商业收入	160,759	206,907	250,247	248,950	268,077	307,603	349,514
YoY	18%	29%	21%	-1%	8%	15%	14%
核心本地商业经营利润	29,503	38,699	52,415	-8,321	3,471	21,984	40,724
经营利润率	18%	19%	21%	-3%	1%	7%	12%
YoY	57%	31%	35%	-116%	-139%	452%	63%
其中：							
1. 餐饮外卖收入	116,801	142,506	166,127	153,141	159,621	175,577	190,747
YoY	21%	22%	17%	-8%	4%	10%	9%
乐观测算日均订单量（万）	4350	5301	5981	6758	6895	7467	7819
YoY	11%	22%	13%	13%	2%	8%	5%
乐观测算UE（元/单）	1.01	1.18	1.50	-0.99	-0.40	0.20	0.59
乐观测算经营利润	15,975	22,894	32,907	-24,362	-10,194	5,350	16,917
经营利润率	14%	16%	20%	-16%	-6%	3%	3%
2. 闪购收入	12,110	18,594	26,221	32,291	40,060	55,592	73,264
YoY	69%	54%	41%	23%	24%	39%	32%
闪购日均订单量（万）	491	697	957	1,240	1,530	1,836	2,203
YoY	58%	42%	37%	30%	23%	20%	20%
闪购UE（元/单）	-0.59	-0.13	0.23	-0.66	-0.66	-0.31	0.28
闪购经营利润	-1,065	-328	806	-2,983	-3,661	-2,046	2,257
经营利润率	-9%	-2%	3%	-9%	-9%	-4%	3%
3. 到店酒旅收入	31,848	45,807	57,899	63,518	68,396	76,434	85,503
YoY	-3%	43%	24%	-8%	13%	10%	10%
货币化率	9.6%	6.6%	6.4%	5.7%	5.6%	5.6%	5.7%
到店酒旅GTV	332,792	689,798	905,550	1,114,662	1,228,838	1,354,058	1,492,059
YoY	-6%	107%	31%	23%	10%	10%	10%
到店酒旅经营利润	14,593	16,133	18,703	19,024	17,326	18,680	21,550
经营利润率	46%	35%	32%	30%	25%	24%	25%
二、新业务收入	59,196	69,838	87,344	104,029	126,191	153,074	185,685
YoY	39%	18%	25%	19%	21%	21%	21%
新业务经营利润	-28,379	-20,166	-7,273	-10,082	-9,061	-7,061	-1,138
经营利润率	-48%	-29%	-8%	-10%	-7%	-5%	-1%
总营收	219,955	276,745	337,592	364,855	389,815	456,270	528,657
YoY	23%	26%	22%	8%	7%	17%	16%
经调整利润	2,827	23,253	43,653	-18,648	-8,324	10,129	29,695
YoY		722%	88%	-143%	-49%	-132%	522%

- 目前行业监管呼吁回归理性竞争，叠加竞对在业绩会表态有信心在2027财年结束前实现单月UE转正，外卖行业补贴渐进退坡下盈利有望回归上行通道。美团在高价值用户以及经营效率仍具备领先优势，2026年盈利有望筑底回暖。26Q1财报显示，外卖减亏带动利润表现亮眼，26Q2有望单均盈利转正，进一步确认利润筑底趋势。中性预期下26-28年经调整利润95/30/189亿元，对应PE -46/141/23x；乐观预期下-83/101/297亿元，对应PE -52/43/14.5x。
- 建议关注：美团外卖减亏进展、抖音本地生活进展等。维持“优于大市”评级。

表：美团盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	337,592	364,855	389,815	456,270	528,657
(+/-%)	22.0%	8.1%	6.8%	17.0%	15.9%
经调整净利润(百万元)	23,253	43,653	-9,446	3,035	18,886
(+/-%)	722.5%	87.7%	na	na	-132.1%
经调整EPS(元)	7.07	-2.78	-1.33	0.49	3.06
EBIT Margin	10.9%	-7.5%	-3.8%	-2.0%	1.2%
净资产收益率(ROE)	20.7%	-15.5%	-12.1%	-6.7%	4.7%
市盈率(PE)	10.5	9.8	-45.5	141.5	22.7
EV/EBITDA	19.0	-23.1	-302.9	125.3	33.6
市净率(PB)	3.05	3.05	3.41	3.64	3.47

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

盈利预测

表：美团盈利预测及市场重要数据

资产负债表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	106771	112110	123321	135653	营业收入	364855	389815	456270	528657
应收款项	33580	35244	41252	47796	营业成本	253846	274335	321850	370946
存货净额	3013	3566	4187	4827	销售费用	102934	90711	95817	100445
其他流动资产	21632	58472	68440	79299	管理及研发费用	37915	42739	50025	52866
流动资产合计	225057	269454	309275	354065	资产减值及公允价值变动	463	536	(399)	(485)
固定资产	38705	36141	30952	23906	其他损益净额	2130	2511	2511	2511
无形资产及其他	30221	30210	30274	30416	营业利润	(27247)	(14923)	(9310)	6427
投资性房地产	34620	34620	34620	34620	财务费用	(125)	1220	0	0
长期股权投资	18306	18306	18356	18406	权益性投资收益	79	(1224)	250	250
资产总计	346910	388731	423477	461414	利润总额	(24838)	(17367)	(9060)	6677
短期借款及交易性金融负债	3468	39687	56949	74879	所得税费用	(1483)	(1073)	(560)	413
应付款项	45727	49929	54427	57925	少数股东损益	1	1	0	(0)
其他流动负债	74347	74177	85041	95255	归属于母公司净利润	(23355)	(16295)	(8500)	6265
流动负债合计	123542	163793	196417	228059	经调整净利润	(18648)	(9446)	3035	18886
长期借款及应付债券	18789	18789	18789	18789	现金流量表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
其他长期负债	53591	71455	82077	82107	净利润	(23355)	(16295)	(8500)	6265
长期负债合计	72381	90244	100866	100896	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	195922	254038	297284	328956	折旧摊销	0	15502	17734	20078
少数股东权益	(58)	(57)	(57)	(57)	公允价值变动损失	(463)	(536)	399	485
股东权益	151046	134751	126251	132516	财务费用	(125)	1220	0	0
负债和股东权益总计	346910	388731	423477	461414	营运资本变动	4738	(17162)	9387	(4301)
					其它	5265	1	0	(0)
关键财务与估值指标	2025	2026E	2027E	2028E	经营活动现金流	(13815)	(18491)	19020	22526
经调整EPS	-2.78	-1.33	0.49	3.06	资本开支	(20854)	(12389)	(13009)	(13659)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	45133	0	(12012)	(14415)
每股净资产	24.46	21.82	20.45	21.46	投资活动现金流	29773	(12389)	(25071)	(28124)
ROIC	-39%	-16%	-9%	4%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	-15%	-12%	-7%	5%	负债净变化	17614	0	0	0
毛利率	30%	30%	29%	30%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	-7%	-4%	-2%	1%	其它融资现金流	(13986)	36219	17262	17930
EBITDA Margin	-8%	-1%	1%	5%	融资活动现金流	21243	36219	17262	17930
收入增长	8%	7%	17%	16%	现金净变动	35937	5339	11211	12332
净利润增长率	--	--	--	-174%	货币资金的期初余额	70834	106771	112110	123321
资产负债率	56%	65%	70%	71%	货币资金的期末余额	106771	112110	123321	135653
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	(41736)	(28051)	5377	8148
P/E	-26.8	-56.1	151.6	24.4	权益自由现金流	(37990)	7916	21375	24236
P/B	3.0	3.4	3.6	3.5					
EV/EBITDA	-23	-303	125	34					

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、行业竞争加剧的风险。目前各即时零售、外卖平台都在积极补贴投入阶段，若过度投入可能引发主要参与者利润率受到较大冲击，同时可能引发舆论、监管风险。
- 二、行业需求不及预期的风险。外卖、即时零售解决的是用户即时性需求，如果行业没能在“好多省”完成突破，可能会导致天花板提前到来。
- 三、宏观经济下行的风险。本地生活作为一种新型的消费形式，与宏观经济有较强相关性，若消费疲软亦会表现不佳
- 四、远期空间假设过于乐观的风险。目前即时零售等的业态还远未成熟，仍存在较多变量，对行业空间、公司UE改善的假设都存在过于乐观的可能。