

**第一创业证券研究所**

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：[liuxiaoyu@fcsc.com](mailto:liuxiaoyu@fcsc.com)

## 即时零售订单高位趋稳，盈利景气进入修复期

### 核心观点：

- 订单高峰后的调整趋缓，盈利修复仍有交易规模基础。三家平台日均订单由2025年夏季的高峰回落后，截止2026Q2来看订单规模已停止持续下探。同期，美团与阿里系订单份额波动收敛，快速重分配阶段有所放缓，京东份额仍在下降。当前订单景气已从竞争驱动的快速放量转入高位运行，较大的交易规模得到维持，为平台改善经营回报保留了业务基础。
- 补贴与竞争投入压力减轻，盈利拐点已在经营结果中兑现。美团核心本地商业经营亏损由2025Q3的140.7亿元，经连续减亏后于2026Q2转为盈利56.7亿元，利润恢复发生在行业订单并未重新大幅放量的背景下。收入抵减补贴和用户激励减少，分别改善平台实际确认的收入和费用负担，是利润回升的重要推动力。京东2026Q2外卖投入同比显著收窄、亏损继续减少，进一步验证竞争性投入对盈利的挤压正在缓解，行业盈利修复已具备跨平台特征。
- 订单结构与履约改善共同推动单均收益回升，盈利修复获得经营端支撑。淘宝闪购连续披露笔单价、订单结构和履约效率改善，2026Q2在维持市场份额的同时，单位经济效益进一步提升。京东外卖也通过运营效率提升和收入来源多元化推动减亏，表明平台正在改善既有订单规模对应的收入与成本关系。补贴收敛之外的经营优化增强了盈利修复基础。
- 盈利方向已经转好，行业仍处于竞争低点后的修复初段。美团核心本地商业2026Q2经营利润率恢复至7.9%，较2024Q2的25.1%仍低17.2个百分点，较快的利润增长与较低的盈利水平并存，体现出恢复性增长特征。同时，京东外卖仍在减亏、淘宝闪购主要体现为单位经济效益改善，各平台尚未普遍兑现稳定盈利。即时零售当前的景气判断是需求高位趋稳、盈利低位修复，改善主要集中于盈利端。

### 风险提示：

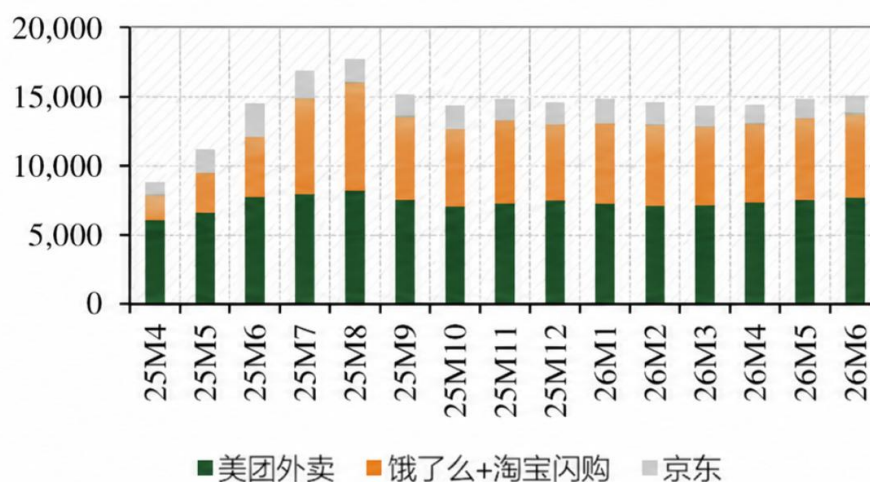
上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

## 一、订单维持高位、经营结果回升，盈利拐点开始兑现

2026 年上半年，即时零售的景气改善集中体现为盈利回升，多平台经营结果出现同方向修复。美团核心本地商业经营亏损由 2025Q3 的 140.7 亿元收窄至 Q4 的 100.5 亿元，2026Q1 进一步收窄至 20.3 亿元，Q2 恢复盈利 56.7 亿元，连续三个季度改善。同期，京东披露外卖业务继续减亏，淘宝闪购则在维持市场份额的同时，单位经济效益持续环比改善。虽然三家平台的披露范围有所不同，但共同指向一个变化，即经历 2025 年下半年的竞争压力后，经营结果已经开始回升，盈利修复逐步兑现。

外卖订单高峰后的回落已经趋缓，利润修复所依托的交易规模仍然维持。美团外卖、饿了么及淘宝闪购、京东三家平台合计日均订单量没有延续竞争高峰期的扩张速度，也没有在高峰后持续下探。从连续季度表现看，订单景气已由快速放量转入高位运行，当前需求端的积极变化是交易规模保持稳定，尚未出现新一轮加速增长。

图 1 TOP3 外卖月度订单量及份额（万单/日，%）

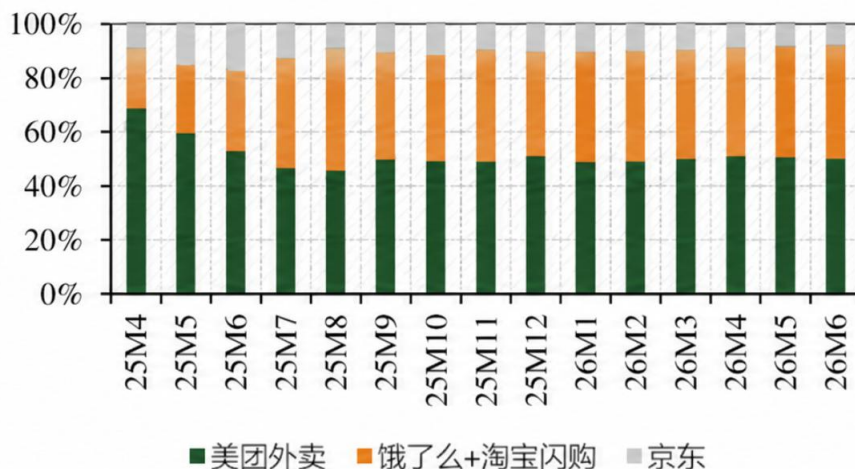


资料来源：QuestMobile、第一创业证券研究所整理

部分非餐业务继续贡献增长，即时零售需求呈现外卖订单趋稳、非餐场景扩张并存的状态。阿里披露，2026Q2 盒马订单和收入均保持强劲同比增长，主要受向新兴市县拓展业务、与淘宝闪购深化合作推动。这说明，在外卖订单进入高位运行阶段的同时，生鲜日用品等业务仍有新增交易。非餐增长为即时零售补充了需求来源，行业需求端在规模稳定基础上进行结构性扩张。

订单份额快速重分配的速度放缓，美团与阿里系的相对位置逐步趋稳。美团在三家平台中的季度订单份额在过去 4 个季度中有所下降，而饿了么及淘宝闪购的合计份额则显著上升；京东份额继续下降，说明不同平台的调整尚未结束。

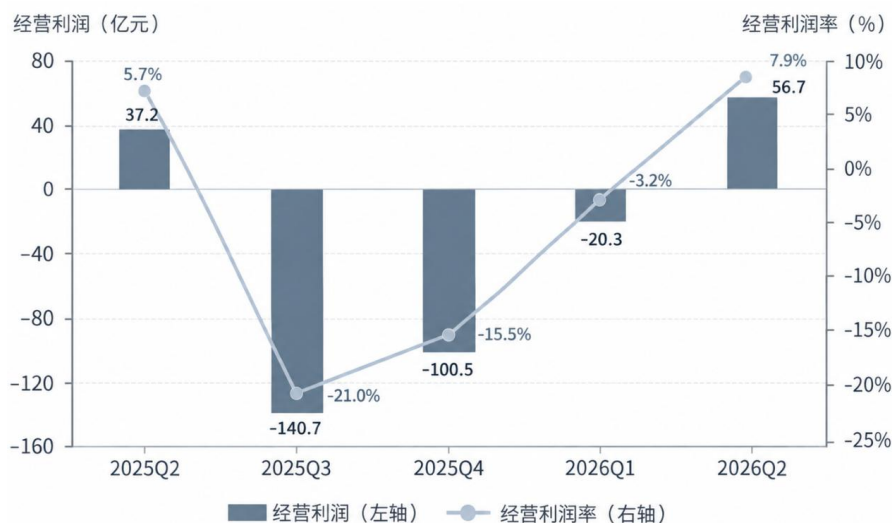
图2 美团与阿里系订单份额波动收敛，京东份额继续回落



资料来源：QuestMobile、第一创业证券研究所整理

订单高位趋稳与经营结果持续回升同时发生，盈利端的改善已经明显强于订单端的扩张。2025Q4至2026Q2，美团核心本地商业经营利润率由-15.5%回升至-3.2%，再提升至7.9%。利润恢复并未伴随行业订单重新大幅放量，结合淘宝闪购单位经济效益持续改善、京东外卖继续减亏的披露，可以判断平台在既有业务规模上的经营回报正在恢复，行业的主要边际变化已从订单扩张转向盈利修复。即时零售订单高峰后的调整已经趋缓，盈利从竞争低点回升的信号正在增强。较大的订单规模得到维持，部分非餐业务继续增长，平台经营结果同步改善，意味着本轮利润修复仍有交易规模基础。

图3 美团核心本地商业连续减亏，2026Q2恢复盈利



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

## 二、补贴压力减轻、单均经营改善，共同推动盈利修复

补贴对收入的侵蚀减轻，是本轮盈利修复已经得到直接验证的推动力。2025Q4，美团核心本地商业收入环比下降 3.3%，但其中的配送服务收入由 230.4 亿元增加至 235.9 亿元，公司明确将其归因于收入抵减项中的用户补贴减少。2026Q1，即时配送交易笔数季节性下降，核心本地商业的配送服务收入仍进一步增加至 240.8 亿元，原因同样包含收入中扣除的补贴持续减少。连续两个季度出现订单季节性回落、配送收入仍增长的组合，说明竞争投入对收入的侵蚀已经缓解，平台从交易中确认的收入开始恢复，为利润回升提供了支撑。

推广和用户激励开支减少，进一步释放了利润空间。美团集团销售及营销开支由 2025Q4 的 317.3 亿元下降至 2026Q1 的 229.7 亿元，环比减少 27.6%，费用率由 34.4% 降至 25.2%，公司将其归因于推广、广告及用户激励减少，并说明其中同时包含营销策略调整和季节性影响。2026Q2，集团销售及营销开支环比回升至 247.2 亿元，费用率仍进一步降至 23.6%；核心本地商业则继续因用户激励开支减少而改善盈利。这表明，集团费用总额仍会随业务扩张和营销节奏波动，但即时配送相关激励对利润的挤压正在减轻，盈利修复已从补贴抵减收入减少，延伸至费用负担下降。

京东外卖同样收敛投入，竞争性亏损压力的缓解具有跨平台特征。京东披露，2026Q1 外卖总投入环比显著收窄，Q2 投入规模同比显著收窄，改善主要来自运营效率提升和收入来源多元化。同期，京东集团营销费用由上年同期的 270 亿元下降至 203 亿元，同比减少 24.8%，费用率由 7.6% 降至 5.9%，主要由于新业务推广支出优化。集团营销费用涵盖外卖之外的业务，但其变化与外卖投入收窄的直接披露相互印证。结合美团用户激励减少，可以判断竞争性投入对行业盈利的压力正在缓解，减亏已经超出单个平台的经营调整。

订单结构优化与笔单价提升，使盈利修复获得补贴收敛之外的经营支撑。阿里在 2025Q4 披露，即时零售单位经济效益和笔单价持续环比改善，驱动因素包括履约物流效率提升、订单结构改善和较高客户留存率；2026Q1，笔单价继续环比提升，主要受订单结构优化推动；Q2，淘宝闪购在维持市场份额的同时，继续拓展高笔单价餐饮订单及非餐品类，单位经济效益进一步改善。连续季度的披露说明，平台正在调整既有订单的构成，业务规模所对应的经营回报持续提高。当前盈利修复已有订单质量改善的支撑，不能仅用推广费用下降解释。

单均收入与履约成本的关系改善，为订单增速放缓后的利润回升提供了路径。从经营传导看，在变现条件相近的情况下，笔单价提升能够增加单笔交易形成的平台收入；履约成本得到控制，收入增加才能进一步转化为单均经营贡献。淘宝闪购将笔单价和履约效率同时列为单位经济效益改善的原因，京东外卖也将收入来源多元化与运营效率提升共同列为减亏驱动，两者均支持收入端与成本端正在共同发挥作用。

表 1 补贴、订单结构与履约变化共同推动盈利修复

| 关键变量      | 已披露变化                                                   | 对盈利修复的作用                               |
|-----------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 补贴/用户激励   | 美团2025Q4、2026Q1收入抵减项中的用户补贴减少；2026Q2核心本地商业继续受益于用户激励开支减少。 | 补贴负担下降同时改善确认收入与费用端，竞争投入对利润的侵蚀明显减轻。     |
| 竞争投入      | 京东2026Q1外卖总投入环比显著收窄，2026Q2投入规模同比显著收窄，外卖亏损继续减少。          | 行业竞争由高强度投入转向效率优先，新增亏损压力下降，盈利修复具备跨平台共性。 |
| 订单结构/笔单价  | 淘宝闪购连续披露笔单价和订单结构改善，2026Q2继续拓展高笔单价餐饮订单及非餐品类。             | 单笔交易收入提升，推动单位经济效益改善，在订单高位趋稳后继续释放利润弹性。  |
| 收入来源      | 京东外卖将收入来源多元化列为2026Q1、Q2减亏和投入收窄的重要原因。                    | 变现来源增加，提升单均收入能力，减轻业务对持续补贴换规模的依赖。       |
| 履约效率/配送成本 | 淘宝闪购持续披露履约效率提升；美团2026Q2单均配送成本下降。                        | 单均履约成本下降，订单规模向利润的转化效率提升，进一步支撑盈利回升。     |

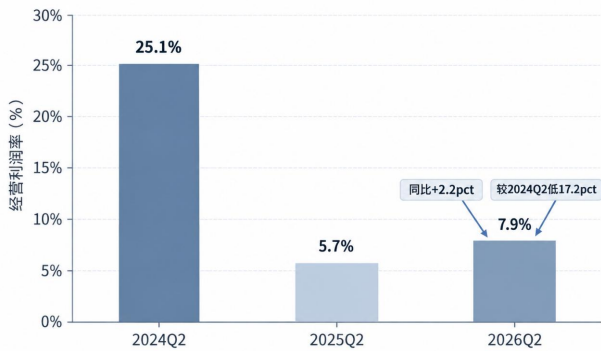
资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

本轮盈利回升同时获得投入端与经营端的支持，行业修复基础正在增强。收入抵减补贴及用户激励减少，缓解了竞争投入对利润的侵蚀；笔单价、订单结构和履约改善，则提高了既有订单规模对应的经营回报。即使订单尚未重新加速，平台仍已通过这些变化实现减亏和利润恢复。

三、盈利水平仍处低位，行业处于修复初段

即时零售盈利已经从竞争低点回升,当前仍呈现低基数下的恢复性增长特征。2026Q2, 美团核心本地商业经营利润为 56.7 亿元, 同比增长 52.3%, 经营利润率由上年同期的 5.7%提升至 7.9%, 盈利改善已从连续环比减亏延伸至同比增长。与竞争升级前相比, 2024Q2 该分部经营利润为 152.3 亿元、经营利润率为 25.1%, 2026Q2 利润率仍低 17.2 个百分点。较高的利润增速与较低的利润水平并存, 反映出竞争冲击后的恢复过程, 盈利景气已转向改善, 但恢复程度仍然有限。

图 4：美团核心本地商业利润率回升，仍低于竞争升级前水平



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

平台经营改善具有共性，利润释放进度仍然分化。美团已在核心本地商业分部层面恢复盈利，京东外卖 2026Q2 继续收窄亏损，淘宝闪购则在维持市场份额的同时，依靠笔单价和履约效率提升改善单位经济效益。行业修复同时体现为单均经营结果改善、外卖业务减亏和综合分部扭亏，不同平台仍处于不同的盈利恢复阶段。当前利润改善的覆盖范围正在扩大，稳定盈利尚未在各平台普遍兑现，行业整体仍以竞争性亏损收窄和盈利能力恢复为主要特征。

即时零售已由竞争投入加码、订单放量但盈利承压，转入订单高位运行、投入负担减轻、经营收益恢复的阶段。交易规模趋稳支撑利润修复，补贴压力缓解、订单结构优化与履约改善推动盈利从低点回升；利润率仍低于历史参照、平台减亏与扭亏进度不一，则表明修复尚未完成。行业景气方向向上，改善主要集中于盈利端，综合判断，当前处于竞争低点后的盈利修复初段。

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                        |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数         |

## 联系方式:

| 公司总部                                                                                                          | 北京办事处                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼<br>TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718<br>P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn | 北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层<br>TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777<br>P. R. China: 100140 |