

在激烈的外賣和即時零售行業價格競爭背景下，美團-W(3690.HK)於上周發佈了第二季度的最新財務報告。根據財報數據顯示，該公司在 2024 年第二季度錄得營收 918.4 億元人民幣，較去年同期增長 11.7%，展現出業務規模的持續擴張。然而盈利能力面臨嚴峻考驗，經營利潤由去年同期的 23 億元驟降至 2.3 億元人民幣，降幅達 98%，經營利潤率也由 13.7% 銳減至 0.2%。值得關注的是，經調整後的淨利潤指標表現更為低迷，以 14.9 億元人民幣的業績較去年同期的 136.06 億元下滑 89%，顯著低於市場預期的 98.5 億元人民幣，反映出平臺在激烈的價格戰中正承受著巨大的利潤壓力。在發佈二季報後，美團-W(3690.HK)股價累計下跌大約 11.5% 至 102.7 港元，創 2024 年 9 月以來新低，市值縮水至 6276 億港元。美團-W(3690.HK)本季度財報具體透露出什麼資訊？如何看待其目前的估值？

美團二季度業績不及預期，盈利狀況明顯下滑，未來其股價如何看？

上周美團-W(3690.HK)發佈第二季度業績報告，整體業績不及市場預期。在營收方面，美團-W(3690.HK)二季度營收 918.4 億元，同比增長 11.7%，略低於市場預期的 937.24 億元。上半年營收 1784 億元，同比增長 14.7%，顯示出業務基本盤的韌性。在利潤表現方面，經調整淨利潤 14.93 億元，同比下滑 89%，經營利潤率從去年同期的 13.7% 驟降至 0.2%。主要原因是行業競爭加劇導致銷售及行銷開支同比激增 51.8% 至 225 億元，占收入比重升至 24.5%。在現金流儲備上，截至二季度末美團-W(3690.HK)現金及等價物達 1016.6 億元，短期理財 694 億元，充足的資金儲備為應對競爭提供了戰略緩衝空間。

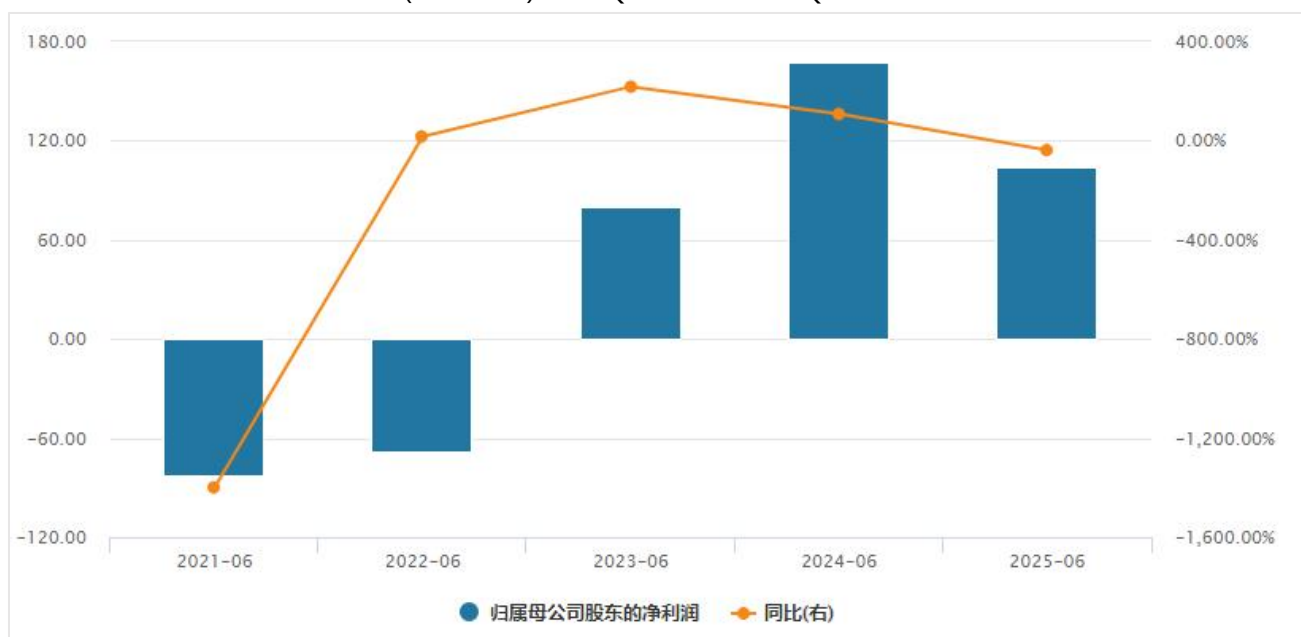


圖一：美團-W(3690.HK)2021Q2-2025Q2 營收情況



資料來源：Wind，公司財報

圖二：美團-W(3690.HK)2024Q2 與 2023 年 Q4 毛利率與淨利率對比



資料來源：Wind，公司財報

➤ 核心本地商業韌性猶存，但短期仍面臨激烈競爭

作為美團-W(3690.HK)營收支柱的核心本地商業板塊，本季度實現營收 653 億元，較上年同期的 606.82 億元增長 7.7%，增速雖保持正增長，但內部收入結構呈現“分化式增長”特徵：首先其配送服務收入為 236.56 億元，同比僅增 2.8%（去年同期 230 億元），增速為四大收入項中最低。增速放緩核心源



於騎手補貼力度加大，為應對行業競爭，美團-W(3690.HK)提升騎手薪酬保障，疊加即時配送訂單量增長帶來的履約成本上升，拖累該業務收入彈性。

圖三：美團-W(3690.HK)核心本地商業收入情況

年份	核心本地商業收入 (億元)	同比增速	占总营收比重
2021年中報	588.9	-	72.9%
2022年中報	709.6	20.5%	73.0%
2023年中報	940.9	32.6%	74.3%
2024年中報	1153.1	22.6%	74.1%
2025年中報	1296.7	12.5%	72.7%

資料來源：Wind，公司財報

在傭金收入方面，其本季度傭金收入為 249.51 億元，同比增長 12.9%（去年同期 221 億元），成為核心板塊增長主力。這一增速背後，既受益於外賣訂單量的穩步提升（7 月日訂單峰值突破 1.5 億單），也與高客單價訂單（如 3C、美妝等閃購品類）占比提升有關，此類訂單的傭金率相對基礎餐飲更高。

線上行銷服務收入方面，本季度美團-W(3690.HK)的線上行銷服務收入為 135.47 億元，同比增長 10.5%（去年同期 122.63 億元）。隨著到店酒旅業務訂單量同比超 40%、高星酒店 GTV 占比提升至 35%，商戶對廣告投放、活動推廣的需求增加，推動該業務穩健增長。

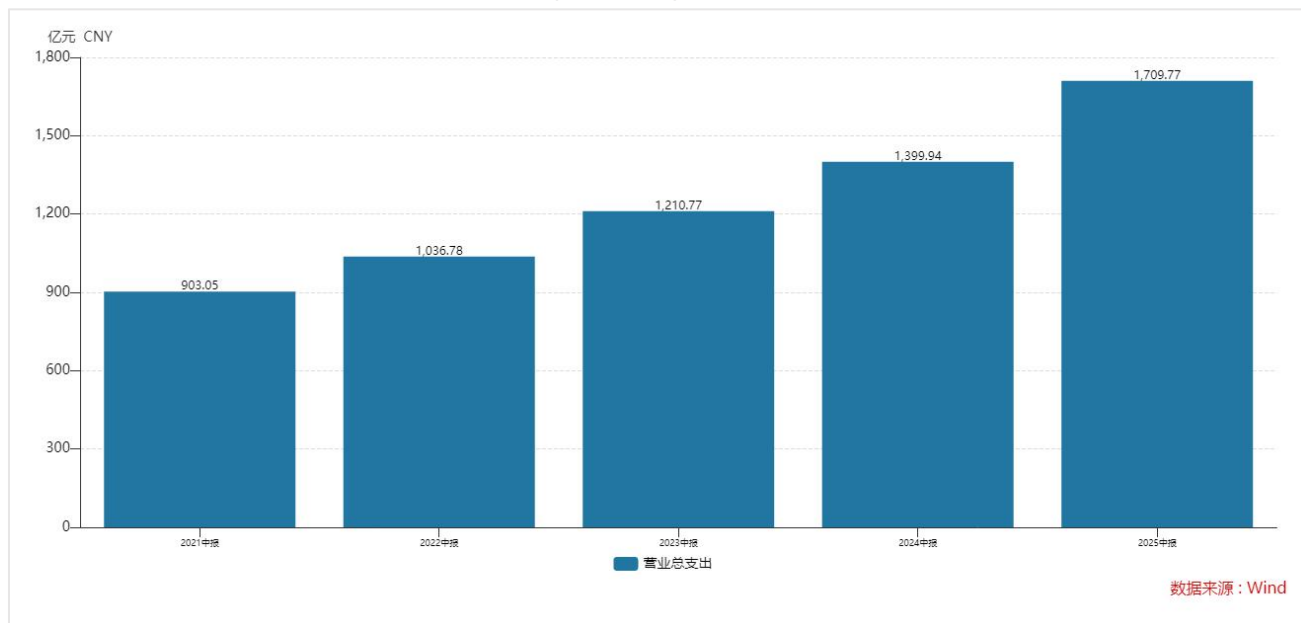
在成本方面，受到外賣大戰的影響，美團-W(3690.HK)本季度的銷售成本和行銷開支也大幅增加：本季度美團-W(3690.HK)銷售成本達 614 億元，同比大幅增長 27%，占營收比重從去年同期的 58.8% 提升 8.1 個百分點至 66.9%。成本上漲主要源於三大方向：一是即時配送履約成本，一方面即時配送訂單量突破歷史峰值，另一方面為穩定騎手團隊，應對競品“騎手五險一金”的競爭策略，美團-W(3690.HK)提升騎手補貼與福利保障，直接推高配送成本；二是食雜零售擴張，小象超市加速佈局 24 小時營業模式，計畫覆蓋所有一二線城市，門店運營、供應鏈建設等前期投入顯著增加；三是海外業務拓展：美團-W(3690.HK)國際化業務（如中東 Keeta、香港市場）處於擴張期，本地化運營、商戶拓展等成本持續投入；

在行銷開支上，美團-W(3690.HK)本季度行銷開支同比激增 51.8%，達 77 億元。開支增長聚焦兩大領



域： 一是用戶端激勵，美團-W(3690.HK)為針對外賣與即時零售業務，推出大額紅包券、新用戶滿減等活動，穩定用戶留存與訂單量；二是商戶端推廣，美團-W(3690.HK)為吸引優質商戶入駐，尤其是 3C 數碼、美妝母嬰等高客單價品類商戶，加大廣告投放與合作補貼，同時通過“品牌衛星店”模式（已與 800 多個頭部餐飲品牌合作開設 5500 家）降低商戶運營成本，提升供給側粘性。

圖四：美團-W(3690.HK)近幾年中報營業總支出情況



資料來源：Wind，公司財報

在今年的財報電話會上，美團-W(3690.HK)管理層對當前競爭態勢與未來戰略做出明確表態，核心觀點可總結為“短期承壓換空間，長期聚焦基本面”：面對核心業務的利潤承壓，美團-W(3690.HK)管理層在電話會上釋放出明確的防禦性策略信號。CEO 王興強調“堅決反對內卷式競爭”，但同時表示“將繼續捍衛市場地位”，明確了在競爭中的底線思維。具體措施體現在兩個維度：一方面通過提高騎手補貼和穩定履約品質維持服務優勢，確保每日 1 億單的訂單規模優勢並向 1.5 億單目標邁進；另一方面加大行銷投入保持價格競爭力，儘管這導致短期利潤承壓。陳少暉在電話會中坦誠預告：“核心本地商業三季度會出現較大規模的虧損”，但同時指出這是階段性策略，“當行業補貼逐步回歸理性水準，外賣也會回歸合理的利潤水準”。這種“以短期虧損換長期市場地位”的策略，基於美團-W(3690.HK)對行業週期的判斷：競爭終將回歸價值本質，而當前的投入是為了鞏固“優質供給、穩定履約、合理價格”的核心競爭力。

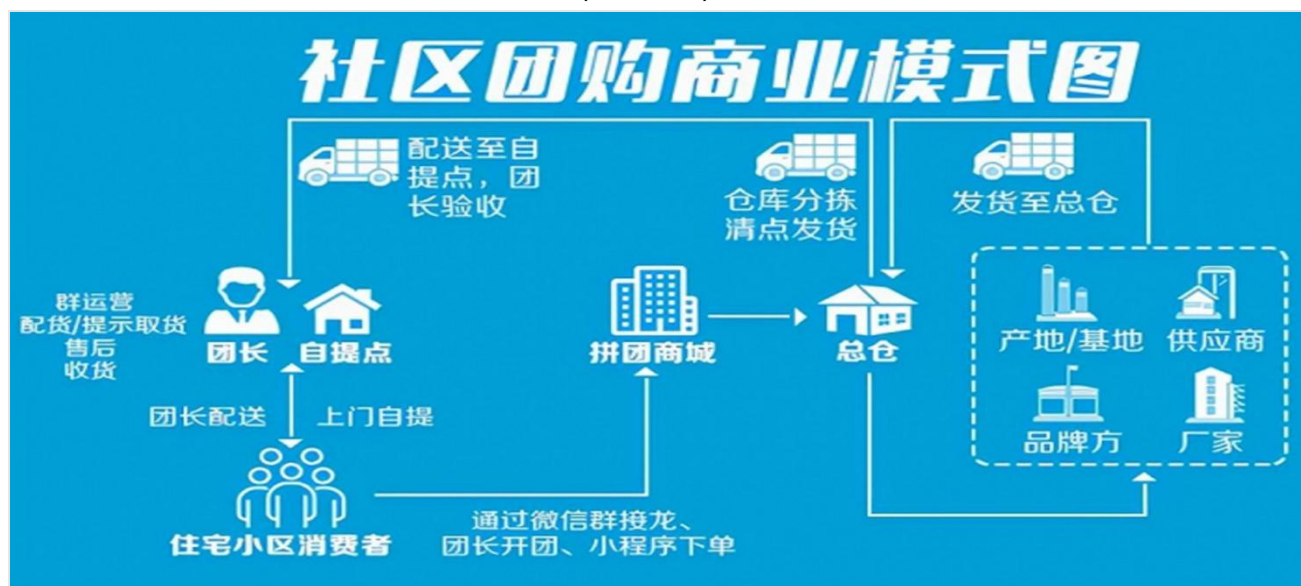


➤ 新業務：收入高增與虧損率改善並存

2025Q2 美團-W(3690.HK)新業務（含食雜零售、海外業務等）營收 265 億元，同比增 22.8%（遠超核心本地商業 7.7% 增速），核心驅動來自小象超市滲透與 Keeta 海外增長；雖經營虧損同比擴 43.1% 至 19 億元，但虧損率環比改善 3.1 個百分點至 7.1%。這一變化源於兩點：一是收入增速跑贏虧損增速，二是戰略收縮低效業務（如美團-W(3690.HK)優選退虧損區）、優化供應鏈（如小象集中採購），單位效益提升，例如小象單店日均營收增 18%、單票履約成本降 9%。行業對比看，其收入增速(22.8%)超行業均值（15%），虧損率（7.1%）低於競品（如京東到家 9.5%），凸顯“快且穩”特點。

具體來看，在國內業務方面，美團-W(3690.HK)優選 6 月啟動戰略轉型：撤出東北、西北等低效區域（此前單月虧超 3 億），集中資源投核心經濟帶；在上海、廣州、蘇州等核心城市，放棄此前“前置倉 + 1 小時達”的高成本模式，轉而推行“次日達 + 社區自提”模式。轉型後美團-W(3690.HK)優選本季度虧損額較去年同期收窄 12%，核心區域單票盈利模型從虧損優化至接近盈虧平衡，為後續規模化複製提供優勢。

圖五：美團-W(3690.HK)社區團購商業模式



資料來源：公司官網

在小象超市業務上，與美團-W(3690.HK)優選的收縮策略相反，小象超市瞄準一二線城市“高品質、快時效”的消費需求，以“高速度擴張+高品質供給”搶佔市場，具體動作可分為三方面：一方面加大進口生鮮、有機食品等高品質品類引入，例如與澳洲牛肉牧場、新西蘭奇異果種植園簽訂直采協議，將進口生鮮品類從去年的 23 種擴展至 48 種，此類商品銷售額占比從 15% 提升至 28%；另一方面優化供應鏈，在山東壽光、雲南昆明建立 2 個農產品直采基地，通過“基地→區域分撥中心→門店”的短鏈供應鏈，將生鮮損耗率從 18% 降至 12%，既提升商品新鮮度（葉菜類貨架期延長 2 天），又降低



採購成本（直采比傳統批發成本低 15%）；目前已進入北京、上海、廣州、深圳、杭州、南京等 23 個一二線城市，開設門店超 800 家（其中一線城市占比 60%）。接下來將重點佈局成都、武漢、重慶、西安等新一線城市，計畫每月新增門店 50 家，預計年底門店數量突破 1200 家，覆蓋超 90% 的一二線城市人口。從運營數據看，小象超市單店日均營收達 5 萬元，遠超行業平均水準（3.5 萬元），高客單價（客單價 85 元，行業平均 62 元）與高複購率（月均複購 4.2 次）是核心支撐。

在海外業務上，本季度 Keeta 整體表現亮眼：訂單量同比增長 2.5 倍，交易金額（GTV）突破 50 億港元，單位訂單成本從去年同期的 18 港元降至 14 港元，效率提升顯著。從市場回饋看，Keeta 在沙特的用戶留存率達 60%（行業平均 45%），核心原因是“本地化服務 + 高配送時效”（平均配送時效 32 分鐘，行業平均 45 分鐘）。香港作為 Keeta 的“首發市場”，經過兩年運營已形成穩定優勢，本季度進一步通過“效率提升+場景拓展”鞏固份額：通過與本地頭部餐飲品牌合作（如大家樂、大快活、美心皇宮），覆蓋香港 80% 的連鎖餐飲品牌，同時支持“支付寶港元直付”“微信港元結算”（無需貨幣兌換，手續費為 0），解決內地遊客與港漂群體的支付痛點。截至本季度末，Keeta 在香港外賣市場的份額從去年同期的 25% 提升至 38%，超越餓了麼（22%），僅次於本地平臺 Deliveroo（40%），差距持續縮小；在中東市場上，截至 7 月底，Keeta 已從年初的 5 個城市（利雅得、吉達）擴展至 20 個城市，覆蓋沙特 70% 的人口密集區（如達曼、麥地那、麥加等核心城市）。擴張過程中，Keeta 採取“與本地物流商合作”的輕資產模式，避免自建物流的高成本，例如與沙特本地物流企業 Aramex 合作，利用其現有配送網路實現快速落地，單城市啟動成本降低 40%。

圖六：Keeta 合作品牌方



資料來源：Keeta 官網



整體來看，美團-W(3690.HK)2025 第二季度的業績呈現“營收穩增、利潤承壓、投入加碼”的特徵，核心矛盾源於行業“非理性競爭”下的銷售成本與行銷開支激增。儘管短期核心本地商業利潤率大幅收縮，甚至短期競爭將持續存在，並且會對美團-W(3690.HK)的財務結果產生負面影響，如三季度面臨虧損壓力等，但管理層通過提前兌現訂單量目標、明確“回歸基礎能力”的戰略方向，展現出對長期競爭的信心。從估值上來看，當前美團-W(3690.HK) PE (TTM) 19.4 倍，低於全球互聯網企業均值，但高於本地生活服務同行，考慮到美團-W(3690.HK)在即時配送領域的規模優勢（日均訂單量是餓了麼的 2.3 倍），估值折價反映了市場對競爭持續性的過度擔憂。認為美團-W(3690.HK)當前估值正處於短期壓力釋放與長期價值重估的臨界點。儘管二季度淨利潤暴跌引發市場恐慌，但核心業務的防禦性調整、新業務的效率優化及全球化佈局的長期潛力，仍為其保留了估值修復空間。對於投資者而言，目前需重點關注美團-W(3690.HK)經營方面的關注兩大信號：一是三季度行業補貼是否回落至合理水準，核心業務經營利潤率能否環比改善，二是美團-W(3690.HK)閃購、無人機配送等業務能否持續優化效率，小象超市擴張的成本控制能力，Keeta 在中東、巴西的市場份額在未來幾個季度的提升速度等。若能在 2025 年下半年看到行業競爭趨於緩和並且補貼退潮、公司虧損收窄及海外市場突破的信號，那當前估值可能顯著低估了美團-W(3690.HK)的長期護城河價值。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

