

上周市監總局官網轉載《外賣大戰該結束了》一文，業內解讀為反內卷式競爭監管落地，持續近一年的外賣補貼大戰大概率迎來終局。行業競爭邏輯將從資本燒錢搶份額，轉向效率、服務、技術驅動的良性比拼，市占率超 60%的龍頭美團-W(3690.HK)是本次政策的核心受益方，盈利端迎來修復拐點。美團-W(3690.HK)最新財報顯示，公司以遠低於同業的虧損守住外賣業務龍頭地位，營收保持穩健增長，新業務與研發投入持續落地，經營韌性凸顯。短期來看，行業補貼退坡將直接帶動公司行銷開支收縮，核心本地商業板塊有望快速扭虧為盈；長期來看，公司“零售+科技”戰略持續深化，疊加即時零售賽道的廣闊成長空間，核心成長邏輯將持續強化。

監管定調外賣行業，財報印證經營韌性，美團能否開啟估值修復週期？

監管層近期密集發聲、精準施策，或為外賣行業持續一年有餘的“內卷式”惡性補貼戰按下終止鍵。2025年以來，隨著新玩家強勢入局，國內外外賣行業陷入資本驅動的非常理性競爭泥潭，全行業累計補貼規模突破千億，無底線的低價傾銷不僅嚴重擠壓了餐飲商戶的盈利空間，更讓行業陷入“燒錢換份額-虧損再融資-加碼補貼”的惡性循環，與提振實體消費、推動服務業高質量發展的政策導向背道而馳。在此背景下，全國市場監管系統明確將整治“內卷式”競爭納入年度核心工作，官方媒體亦接連發文定調，或逐步終結行業以補貼為核心的粗放競爭模式，全面轉向以運營效率、商戶服務、用戶體驗與技術創新為核心的良性比拼。作為在外賣市場市占率穩居 60%以上的行業絕對龍頭，美團-W(3690.HK)憑藉多年積累的商戶資源、全國覆蓋的即時配送網路與億級用戶粘性構建起深厚的護城河，正是本輪監管規範落地的核心受益主體，其盈利端預計有望迎來清晰且確定的修復拐點。

上周美團-W(3690.HK)最新披露的 2025 年四季度業績報告，恰好印證了公司穿越行業極端競爭週期的硬實力與戰略定力。即便在全行業價格戰白熱化、同業普遍大幅加碼補貼的市場環境下，美團-W(3690.HK)始終保持著清晰的經營節奏，以低於同業競爭對手的虧損幅度，牢牢守住了外賣核心業務的龍頭壁壘，全年外賣業務市場份額始終穩定在行業首位，中高客單價正餐賽道的優勢更是持續鞏固。財報數據顯示，公司第四季度營收 921.0 億元，同比增長 4.1%，略高於預估的 920.8 億元。全年營收 3,648.5 億元，在行業內卷的重壓下仍保持 8%的穩健同比增長，全年淨虧損 233.6 億元，低於市場預估的虧損 241.1 億元；另外，公司並未因短期的行業競爭收縮長期佈局，新業務尤其是食雜零售、海外市場拓展均取得突破性進展，全年新業務收入同比增長 19%，研發投入更是同比大增 23%至 260 億元，在 AI 大模型場景化應用、無人配送等領域持續落地突破，這份逆勢增長的成績單，充分彰顯了公司極強的經營韌性與堅定的長期戰略定力。



從經營週期來看，行業格局的優化將為美團-W(3690.HK)帶來短長兼備的成長紅利。短期維度，隨著全行業惡性補貼全面退坡，公司此前為應對價格戰大幅增加的行銷與補貼開支將迎來快速收縮，銷售費用率有望顯著回落，此前承壓的核心本地商業板塊將迎來盈利端的快速修復，有望在逐步實現扭虧為盈，釋放出巨大的利潤彈性。長期維度，隨著行業進入良性競爭的新週期，美團-W(3690.HK)深耕多年的“零售 + 科技”戰略將迎來更廣闊的發力空間：一方面，國內即時零售賽道仍處於滲透率快速提升的階段，品類邊界正從餐飲外賣持續向食雜、醫藥、日用、美妝等全品類延伸，萬億級的市場空間為公司成長提供了充足的天花板；另一方面，公司持續加碼的技術研發將持續轉化為運營效率與用戶體驗的提升，疊加東南亞等海外市場的穩步拓展，公司的長期成長邏輯將持續得到驗證與強化，在行業高質量發展的新階段持續鞏固龍頭優勢。

圖一：美團-W(3690.HK)營收增長情況



資料來源：富途牛牛

➤ 監管叫停外賣大戰：行業競爭邏輯的根本性重構

2026年3月，外賣行業迎來監管層面的強約束，行業惡性競爭有望被按下終止鍵。3月25日，國家市場監督管理總局官網全文轉載《經濟日報》評論文章《外賣大戰該結束了》，以權威姿態明確傳遞



監管態度：瘋狂的外賣補貼大戰必須熄火。此次監管叫停並非孤立行動，而是形成了全鏈條政策約束體系：2025年12月，《外賣平臺服務管理基本要求》國家標準正式實施，明確禁止平臺強制商家參與促銷、轉嫁經營成本、擅自修改商品價格，從制度層面為行業競爭劃定紅線；2026年1月，國務院反壟斷反不正當競爭委員會辦公室啟動外賣行業競爭狀況調查評估，直指平臺“拼補貼、拼價格、控流量”的內卷式競爭問題；2026年3月23日，北京市市場監管局聯合多部門約談美團-W(3690.HK)、餓了麼、京東等12家平臺企業，通報內卷式競爭問題並送達《行政告誡書》，要求立即整改侵害商家自主經營權等行為；市場監管總局已進駐相關平臺開展現場調查，通過演算法審計、合規核査等方式，持續傳導監管壓力，確保非理性競爭全面退出。

圖二：美團-W(3690.HK)營收增長情況

司局	地方	媒体聚焦	新闻发布厅
□ 电子营业执照日均应用量超120万次			03-27
□ 市场监管总局：持续加大对网络食品的 监管执法力度			03-27
□ 严管幼儿园食品安全！市场监管总局开始征求意见			03-26
□ 市场监管总局发布2026版汽车召回用户指南			03-26
□ 维护市场价格竞争环境 2026年市场监管部门将持续发力			03-25
□ 外卖大战该结束了			03-25
□ 市场监管总局推出改革新举措 让经营者集中审查工作跑出“... ”			03-24
□ 市场监管总局：“3·15”曝光问题正依法从严从快查处			03-23
			 <p>《商品条码管理办法》专题新闻发布会... 日期：2026年03月27日 来源：市场监管总局 3月27日上午，市场监管总局召开《商品条码管理办法》专题新闻发布会。以下为发布会文字实录：市场监管总局新闻直</p>
			<p>□ 《商品条码管理办法》专题新闻发布会实录 03-27</p> <p>□ 市场监管总局2026年一季度例行新闻发布会实录 03-20</p> <p>□ 国新办举行国务院政策例行吹风会 介绍2025年国务院部门... 02-27</p> <p>□ 食品安全专题新闻发布会实录 02-26</p>
图片		视频	
			
			

資料來源：國家市場監督管理總局官網

持續近一年的外賣補貼大戰，已對行業生態與宏觀消費環境造成顯著負面影響，這也是監管出手的核心動因。這場非理性的價格戰已讓行業陷入全面的虧損內卷，2025年阿裏、美團-W(3690.HK)、京東三大平臺累計投入補貼規模高達800-1000億元，全行業陷入集體虧損的困境。與此同時，補貼大戰嚴重衝擊了餐飲行業的價格體系，餐飲作為占CPI權重近30%的消費壓艙石，這場價格戰直接拖累了整體消費回暖節奏，平臺強制低價促銷的行為嚴重壓縮商家利潤空間，大量餐飲企業被迫犧牲產品品質、壓縮經營成本，整個行業陷入賠本賺吆喝的惡性循環。更關鍵的是，行業競爭完全偏離了價值創造的本質，平臺將全部資源聚焦於價格補貼廝殺，而非服務體驗升級、履約效率優化、商家數位化賦能等核心能力建設，與中央提振消費、推動實體經濟高質量發展的部署背道而馳。



監管叫停補貼大戰，將重構外賣行業的競爭規則，短期來看，此舉將強制終結平臺間“不補貼就掉隊”的囚徒困境，讓全行業平臺均可“合法”停止無底洞式的補貼投入，帶動行業整體銷售費用快速收縮，頭部平臺將率先迎來盈利修復，其中市占率穩居行業第一的美團-W(3690.HK)作為龍頭，具備最大的盈利彈性；長期而言，行業的底層競爭邏輯將從“資本消耗型的價格戰”全面轉向“價值創造型的效率戰”，競爭焦點將重新回歸履約時效、服務體驗、商家賦能、供應鏈能力等核心價值維度，具備全鏈路運營能力與深厚生態壁壘的頭部平臺，將進一步鞏固自身競爭優勢，整個行業的發展格局也有望從此前的無序混戰，逐步向健康可持續的穩態競爭過渡。

圖三：內卷式競爭綜合政治工作聯合約談會



資料來源：央視新聞

➤ 美團-W(3690.HK)的基本盤：外賣業務的韌性與修復空間

儘管 2025 年席卷全行業的外賣補貼大戰，給美團-W(3690.HK)外賣業務帶來了階段性的市占率波動，但其行業龍頭地位並未發生根本動搖，外賣核心基本盤依舊展現出極強的經營韌性，成為公司穿越行業週期、承接監管政策紅利的核心根基。

從市場份額來看，截至 2026 年 2 月，美團-W(3690.HK)、阿里（蜂鳥/淘寶）、京東的市場份額分別為 67%、23%、10%，與 1 月數據基本持平；按日均單量估算，三者單量份額分別為 51%、42%、7%，行業格局整體穩定。這一數據說明即便在行業價格戰競爭最激烈的階段，美團-W(3690.HK)日均訂單量仍穩定在 7100 萬單以上，核心用戶的消費頻次與平臺黏性並未出現顯著流失，充分印證了基本盤的抗衝擊能力。



美團-W(3690.HK)深耕外賣行業十餘年，已經構建起競爭對手短期內難以複刻的核心壁壘與深厚護城河。公司搭建了覆蓋全國 2800 個縣市的即時履約網路，擁有行業最大規模的騎手團隊，平均配送時效穩定在 34 分鐘，形成了“訂單密度-騎手密度-商家密度”的正向迴圈；截至 2025 年第三季度，美團-W(3690.HK)年交易用戶數突破 8 億，平臺合作餐飲商戶超千萬家，進一步形成了“海量用戶-豐富商戶-更高訂單密度”的生態閉環，為外賣業務築牢了長期發展的堅實根基。

監管叫停行業惡性補貼大戰，最直接的業績催化，便是美團-W(3690.HK)外賣業務確定性極強、彈性充足的盈利修復，其核心修復邏輯清晰且具備極強的可落地性，將從多個維度推動外賣業務重回健康盈利的發展軌道。具體來看，首先是銷售費用的大幅收縮，2025 年第四季度美團-W(3690.HK)銷售及行銷開支增加 60.9%至 1029 億元,占收入百分比增加 9.2 個百分點至 28.2%，其中絕大部分為外賣業務的防守型補貼，若監管約束下非理性補貼全面退出，僅銷售費用收縮一項，即可讓核心本地商業快速實現扭虧為盈；其次是單均盈利的快速改善，據測算，2025 年第三季度美團-W(3690.HK)外賣單均虧損約 2.6 元，補貼退坡後 2025 年第四季度單均虧損已收窄至 2 元左右，2026 年第二季度外賣業務有望回歸盈虧平衡，全年有望實現顯著盈利貢獻；與此同時，監管明確保護商家自主定價權、禁止平臺強制促銷的要求，將顯著改善平臺與商戶的合作關係，提升商戶留存率與經營穩定性，進而增強平臺傭金收入的可持續性，從根源上規避價格戰導致的傭金率持續下滑問題。

➤ 萬億即時零售賽道：美團-W(3690.HK)的第二增長曲線

即時零售已成為中國零售行業增長最強勁的賽道，萬億級的市場規模近在眼前，也為美團-W(3690.HK)打開了廣闊的第二增長曲線空間。據商務部研究院測算，2025 年即時零售市場規模預計達到 9714 億元，較 2024 年增長 19.5%，增速遠超同期網路零售與社會消費品零售總額的整體水準；預計 2026 年將正式突破 1 萬億元大關，“十五五”期間年均增速將保持在 12.6%，行業長期增長的確定性極高。



圖四：2018-2025 年即時零售市場規模以及未來 5 年預測



資料來源：商務部

行業高速增長的核心支撐，來自於用戶消費心智的全面普及。經過多年的市場培育，即時零售早已從最初滿足用戶應急性消費需求的補充管道，演變為居民日常消費的主流方式，消費場景也從最初的餐飲、食雜品類，快速延伸至 3C 數碼、美妝母嬰、家電家居、醫藥健康等全品類領域，據中國經濟網相關調研，“萬物到家”的即時消費心智已經在國內主流消費群體中全面形成。除了高線城市的存量深耕，下沉市場正成為即時零售行業增長的核心增量來源，也為行業打開了新的增長天花板。相關數據顯示，2026 年縣域市場即時零售規模預計突破 3000 億元，占整體市場份額的 30% 以上，而美團-W(3690.HK)憑藉在外賣業務中積累的下沉市場履約網路與商戶資源，早已完成了縣域市場的前置佈局與履約覆蓋，在這一增量賽道中形成了顯著的先發優勢。

*美團-W(3690.HK)的佈局：全場景深耕，先發優勢顯著

面對萬億級的賽道機遇，美團-W(3690.HK)早已將即時零售定位為公司長期核心戰略，通過多年的持續深耕與全場景佈局，已經形成了行業領先的競爭優勢。公司以閃購業務為核心，搭配小象超市、品牌官旗閃電倉、社區閃電倉等多元業態，構建了覆蓋全品類、全場景的即時零售服務體系；截至 2025 年第二季度美團-W(3690.HK)已聯合各類零售商在全國建設了 5 萬家閃電倉，2025 年 7 月平臺即時零售日訂單量峰值突破 1.5 億單，閃購業務新用戶增速與核心用戶交易頻次均實現持續提升。

全場景的佈局也讓美團-W(3690.HK)在即時零售賽道牢牢佔據了行業龍頭地位，市場份額優勢持續鞏固。從 GMV 口徑統計，2026 年 2 月美團-W(3690.HK)即時零售市場份額達 51%，超阿裏系 42%、京東 7% 的市場份額，在行業內形成了絕對領先優勢；其中在食雜、醫藥等即時零售核心品類，美團-W(3690.HK)的市占率更是超過 60%，在用戶端形成了難以撼動的心智優勢。在鞏固核



心品類優勢的同時，美團-W(3690.HK)也在持續突破品類邊界，從最初的食雜快消品類，全面延伸至 3C 數碼、美妝母嬰、運動服飾、家電家居等高價標品賽道，品類拓展成效顯著。2025 年“618”大促期間，平臺手機、白酒、奶粉、大小家電等高客單價商品成交額同比增長 2 倍；同年“雙 11”首日，平臺新推出的“品牌官旗閃電倉”銷售額漲幅更是達到 300%，標品品類的突破進一步拓寬了美團-W(3690.HK)即時零售的增長空間。

當前即時零售賽道已形成美團-W(3690.HK)、阿里、京東三強爭霸的市場格局，而美團-W(3690.HK)憑藉差異化的核心優勢，在行業競爭中始終佔據主動。對比三大平臺，美團-W(3690.HK)的核心優勢在於覆蓋全國的即時履約網路、高頻的本地消費用戶心智、完善的下沉市場覆蓋與全場景的商戶生態，短板則集中在標品供應鏈能力與生鮮冷鏈佈局；而阿里的核心優勢在於天貓品牌供給與淘寶流量加持，京東則強於 3C 家電供應鏈與自營體系，二者均在即時履約網路密度與下沉市場覆蓋上存在明顯短板。從行業本質來看，即時零售的核心是“本地供給+即時履約”，而非傳統電商的“全國倉配+次日達”，美團-W(3690.HK)十餘年外賣業務積累的網格化履約網路，能夠實現 30 分鐘-1 小時的確定性送達，完美匹配了即時零售的核心需求，這也是阿裏、京東等競爭對手短期內難以追趕的核心差距。

總體來看，美團-W(3690.HK)去年營收仍表現出穩健的增長，利潤端受外賣行業惡性價格戰影響，全年由盈轉虧淨虧 234 億元，核心本地商業板塊同步轉虧，虧損主因是補貼與行銷開支的大幅攀升。即便在行業內卷的重壓下，美團-W(3690.HK)仍穩守外賣市場 60% 以上的龍頭地位，新業務收入與研發投入雙雙逆勢高增，核心經營基本盤保持穩固，長期成長邏輯未發生改變。展望未來，認為國家監管叫停惡性競爭後，外賣行業的競爭核心將徹底從“價格戰”轉向“價值戰”，平臺的競爭焦點將從流量爭奪轉向供應鏈能力、商戶服務能力、配送效率、技術創新的比拼。這一行業趨勢與美團-W(3690.HK)長期堅持的“零售+科技”戰略高度契合，美團-W(3690.HK)在即時配送網路、商戶數位化服務、技術研發上的多年積累，將在行業高質量發展階段釋放更大的優勢。綜合來看，公司短期盈利修復確定性高，長期成長邏輯清晰，當前估值已充分反映行業競爭的悲觀預期，隨著監管落地與盈利修復，美團-W(3690.HK)估值有望迎來持續修復。

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，而閣下須單獨就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。

