

上周市监总局官网转载《外卖大战该结束了》一文，业内解读为反内卷式竞争监管落地，持续近一年的外卖补贴大战大概率迎来终局。行业竞争逻辑将从资本烧钱抢份额，转向效率、服务、技术驱动的良好比拼，市占率超 60% 的龙头美团-W(3690.HK)是本次政策的核心受益方，盈利端迎来修复拐点。美团-W(3690.HK)最新财报显示，公司以远低于同业的亏损守住外卖业务龙头地位，营收保持稳健增长，新业务与研发投入持续落地，经营韧性凸显。短期来看，行业补贴退坡将直接带动公司营销开支收缩，核心本地商业板块有望快速扭亏为盈；长期来看，公司“零售+科技”战略持续深化，叠加即时零售赛道的广阔成长空间，核心成长逻辑将持续强化。

监管定调外卖行业，财报印证经营韧性，美团能否开启估值修复周期？

监管层近期密集发声、精准施策，或为外卖行业持续一年有余的“内卷式”恶性补贴战按下终止键。2025 年以来，随着新玩家强势入局，国内外卖行业陷入资本驱动的非理性竞争泥潭，全行业累计补贴规模突破千亿，无底线的低价倾销不仅严重挤压了餐饮商户的盈利空间，更让行业陷入“烧钱换份额-亏损再融资-加码补贴”的恶性循环，与提振实体消费、推动服务业高质量发展的政策导向背道而驰。在此背景下，全国市场监管系统明确将整治“内卷式”竞争纳入年度核心工作，官方媒体亦接连发文定调，或逐步终结行业以补贴为核心的粗放竞争模式，全面转向以运营效率、商户服务、用户体验与技术创新为核心的良好比拼。作为在外卖市场市占率稳居 60% 以上的行业绝对龙头，美团-W(3690.HK)凭借多年积累的商户资源、全国覆盖的即时配送网络与亿级用户粘性构建起深厚的护城河，正是本轮监管规范落地的核心受益主体，其盈利端预计有望迎来清晰且确定的修复拐点。

上周美团-W(3690.HK)最新披露的 2025 年四季度业绩报告，恰好印证了公司穿越行业极端竞争周期的硬实力与战略定力。即便在全行业价格战白热化、同业普遍大幅加码补贴的市场环境下，美团-W(3690.HK)始终保持着清晰的经营节奏，以低于同业竞争对手的亏损幅度，牢牢守住了外卖核心业务的龙头壁垒，全年外卖业务市场份额始终稳定在行业首位，中高客单价正餐赛道的优势更是持续巩固。财报数据显示，公司第四季度营收 921.0 亿元，同比增长 4.1%，略高于预估的 920.8 亿元。全年营收 3,648.5 亿元，在行业内卷的重压下仍保持 8% 的稳健同比增长，全年净亏损 233.6 亿元，低于市场预估的亏损 241.1 亿元；另外，公司并未因短期的行业竞争收缩长期布局，新业务尤其是食杂零售、海外市场拓展均取得突破性进展，全年新业务收入同比增长 19%，研发投入更是同比大增 23% 至 260 亿元，在 AI 大模型场景化应用、无人配送等领域持续落地突破，这份逆势增长的成绩单，充分彰显了公司极强的经营韧性与坚定的长期战略定力。



从经营周期来看，行业格局的优化将为美团-W(3690.HK)带来短长兼备的成长红利。短期维度，随着全行业恶性补贴全面退坡，公司此前为应对价格战大幅增加的营销与补贴开支将迎来快速收缩，销售费用率有望显著回落，此前承压的核心本地商业板块将迎来盈利端的快速修复，有望在逐步实现扭亏为盈，释放出巨大的利润弹性。长期维度，随着行业进入良性竞争的新周期，美团-W(3690.HK)深耕多年的“零售 + 科技”战略将迎来更广阔的发力空间：一方面，国内即时零售赛道仍处于渗透率快速提升的阶段，品类边界正从餐饮外卖持续向食杂、医药、日用、美妆等全品类延伸，万亿级的市场空间为公司成长提供了充足的天花板；另一方面，公司持续加码的技术研发将持续转化为运营效率与用户体验的提升，叠加东南亚等海外市场的稳步拓展，公司的长期成长逻辑将持续得到验证与强化，在行业高质量发展的新阶段持续巩固龙头优势。

图一：美团-W(3690.HK)营收增长情况



資料來源：富途牛牛

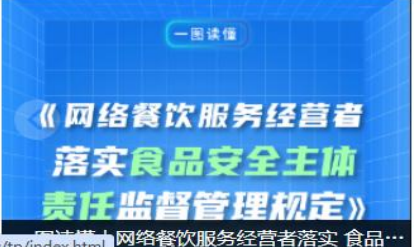
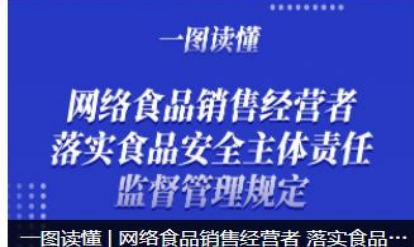
➤ 监管叫停外卖大战：行业竞争逻辑的根本性重构

2026年3月，外卖行业迎来监管层面的强约束，行业恶性竞争有望被按下终止键。3月25日，国家市场监督管理总局官网全文转载《经济日报》评论文章《外卖大战该结束了》，以权威姿态明确传递



监管态度：疯狂的外卖补贴大战必须熄火。此次监管叫停并非孤立行动，而是形成了全链条政策约束体系：2025 年 12 月，《外卖平台服务管理基本要求》国家标准正式实施，明确禁止平台强制商家参与促销、转嫁经营成本、擅自修改商品价格，从制度层面为行业竞争划定红线；2026 年 1 月，国务院反垄断反不正当竞争委员会办公室启动外卖行业竞争状况调查评估，直指平台“拼补贴、拼价格、控流量”的内卷式竞争问题；2026 年 3 月 23 日，北京市市场监管局联合多部门约谈美团-W(3690.HK)、饿了么、京东等 12 家平台企业，通报内卷式竞争问题并送达《行政告诫书》，要求立即整改侵害商家自主经营权等行为；市场监管总局已进驻相关平台开展现场调查，通过算法审计、合规核查等方式，持续传导监管压力，确保非理性竞争全面退出。

图二：美团-W(3690.HK)营收增长情况

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 - 市场监管总局：持续加大对网络食品的 监管执法力度 - 严管幼儿园食品安全！市场监管总局开始征求意见 - 市场监管总局发布2026版汽车召回用户指南 - 维护市场价格竞争环境 2026年市场监管部门将持续发力 - 外卖大战该结束了 - 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“...” - 市场监管总局：“3·15”曝光问题正依法从严从快查处			03-27 03-27 03-26 03-26 03-25 03-25 03-24 03-23  《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：市场监管总局新闻宣 《商品条码管理办法》专题新闻发布会实录 03-27 - 市场监管总局2026年 一季度例行新闻发布会实录 03-20 - 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 - 食品安全专题新闻发布会实录 02-26
图片	视频		
 一图读懂 《网络餐饮服务经营者 落实食品安全主体责任 监督管理规定》 网络餐饮服务经营者落实 食品...	 一图读懂 网络食品销售经营者 落实食品安全主体责任 监督管理规定 一图读懂 网络食品销售经营者 落实食品...	 一图读懂 市场监管总局 关于进一步完善经营者集中 委托审查制度的公告 一图读懂 市场监管总局进一步完善经营...	

資料來源：国家市场监督管理总局官网

持续近一年的外卖补贴大战，已对行业生态与宏观消费环境造成显著负面影响，这也是监管出手的核心动因。这场非理性的价格战已让行业陷入全面的亏损内卷，2025 年阿里、美团-W(3690.HK)、京东三大平台累计投入补贴规模高达 800-1000 亿元，全行业陷入集体亏损的困境。与此同时，补贴大战严重冲击了餐饮行业的价格体系，餐饮作为占 CPI 权重近 30%的消费压舱石，这场价格战直接拖累了整体消费回暖节奏，平台强制低价促销的行为严重压缩商家利润空间，大量餐饮企业被迫牺牲产品品质、压缩经营成本，整个行业陷入赔本赚吆喝的恶性循环。更关键的是，行业竞争完全偏离了价值创造的本质，平台将全部资源聚焦于价格补贴厮杀，而非服务体验升级、履约效率优化、商家数字化赋能等核心能力建设，与中央提振消费、推动实体经济高质量发展的部署背道而驰。



监管叫停补贴大战，将重构外卖行业的竞争规则，短期来看，此举将强制终结平台间“不补贴就掉队”的囚徒困境，让全行业平台均可“合法”停止无底洞式的补贴投入，带动行业整体销售费用快速收缩，头部平台将率先迎来盈利修复，其中市占率稳居行业第一的美团-W(3690.HK)作为龙头，具备最大的盈利弹性；长期而言，行业的底层竞争逻辑将从“资本消耗型的价格战”全面转向“价值创造型的效率战”，竞争焦点将重新回归履约时效、服务体验、商家赋能、供应链能力等核心价值维度，具备全链路运营能力与深厚生态壁垒的头部平台，将进一步巩固自身竞争优势，整个行业的发展格局也有望从此前的无序混战，逐步向健康可持续的稳态竞争过渡。

圖三：内卷式竞争综合政治工作联合约谈会



資料來源：央视新闻

➤ 美团-W(3690.HK)的基本盘：外卖业务的韧性与修复空间

尽管 2025 年席卷全行业的外卖补贴大战，给美团-W(3690.HK)外卖业务带来了阶段性的市占率波动，但其行业龙头地位并未发生根本动摇，外卖核心基本盘依旧展现出极强的经营韧性，成为公司穿越行业周期、承接监管政策红利的核心根基。

从市场份额来看，截至 2026 年 2 月，美团-W(3690.HK)、阿里（蜂鸟/淘宝）、京东的市场份额分别为 67%、23%、10%，与 1 月数据基本持平；按日均单量估算，三者单量份额分别为 51%、42%、7%，行业格局整体稳定。这一数据说明即便在行业价格战竞争最激烈的阶段，美团-W(3690.HK)日均订单量仍稳定在 7100 万单以上，核心用户的消费频次与平台黏性并未出现显著流失，充分印证了基本盘的抗冲击能力。



美团-W(3690.HK)深耕外卖行业十余年，已经构建起竞争对手短期内难以复刻的核心壁垒与深厚护城河。公司搭建了覆盖全国 2800 个县市的即时履约网络，拥有行业最大规模的骑手团队，平均配送时效稳定在 34 分钟，形成了“订单密度-骑手密度-商家密度”的正向循环；截至 2025 年第三季度，美团-W(3690.HK)年交易用户数突破 8 亿，平台合作餐饮商户超千万家，进一步形成了“海量用户-丰富商户-更高订单密度”的生态闭环，为外卖业务筑牢了长期发展的坚实根基。

监管叫停行业恶性补贴大战，最直接的业绩催化，便是美团-W(3690.HK)外卖业务确定性极强、弹性充足的盈利修复，其核心修复逻辑清晰且具备极强的可落地性，将从多个维度推动外卖业务重回健康盈利的发展轨道。具体来看，首先是销售费用的大幅收缩，2025 年第四季度美团-W(3690.HK)销售及营销开支增加 60.9%至 1029 亿元,占收入百分比增加 9.2 个百分点至 28.2%，其中绝大部分为外卖业务的防守型补贴，若监管约束下非理性补贴全面退出，仅销售费用收缩一项，即可让核心本地商业快速实现扭亏为盈；其次是单均盈利的快速改善，据测算，2025 年第三季度美团-W(3690.HK)外卖单均亏损约 2.6 元，补贴退坡后 2025 年第四季度单均亏损已收窄至 2 元左右，2026 年第二季度外卖业务有望回归盈亏平衡，全年有望实现显著盈利贡献；与此同时，监管明确保护商家自主定价权、禁止平台强制促销的要求，将显著改善平台与商户的合作关系，提升商户留存率与经营稳定性，进而增强平台佣金收入的可持续性，从根源上规避价格战导致的佣金率持续下滑问题。

➤ 万亿即时零售赛道：美团-W(3690.HK)的第二增长曲线

即时零售已成为中国零售行业增长最强劲的赛道，万亿级的市场规模近在眼前，也为美团-W(3690.HK)打开了广阔的第二增长曲线空间。据商务部研究院测算，2025 年即时零售市场规模预计达到 9714 亿元，较 2024 年增长 19.5%，增速远超同期网络零售与社会消费品零售总额的整体水平；预计 2026 年将正式突破 1 万亿元大关，“十五五”期间年均增速将保持在 12.6%，行业长期增长的确信性极高。



圖四：2018-2025 年即时零售市场规模以及未来 5 年预测



資料來源：商务部

行业高速增长的核心支撑，来自于用户消费心智的全面普及。经过多年的市场培育，即时零售早已从最初满足用户应急性消费需求的补充渠道，演变为居民日常消费的主流方式，消费场景也从最初的餐饮、食杂品类，快速延伸至 3C 数码、美妆母婴、家电家居、医药健康等全品类领域，据中国经济网相关调研，“万物到家”的即时消费心智已经在国内主流消费群体中全面形成。除了高线城市的存量深耕，下沉市场正成为即时零售行业增长的核心增量来源，也为行业打开了新的增长天花板。相关数据显示，2026 年县域市场即时零售规模预计突破 3000 亿元，占整体市场份额的 30% 以上，而美团-W(3690.HK)凭借在外卖业务中积累的下沉市场履约网络与商户资源，早已完成了县域市场的前置布局与履约覆盖，在这一增量赛道中形成了显著的先发优势。

*美团-W(3690.HK)的布局：全场景深耕，先发优势显著

面对万亿级的赛道机遇，美团-W(3690.HK)早已将即时零售定位为公司长期核心战略，通过多年的持续深耕与全场景布局，已经形成了行业领先的竞争优势。公司以闪购业务为核心，搭配小象超市、品牌官旗闪电仓、社区闪电仓等多元业态，构建了覆盖全品类、全场景的即时零售服务体系；截至 2025 年第二季度美团-W(3690.HK)已联合各类零售商在全国建设了 5 万家闪电仓，2025 年 7 月平台即时零售日订单量峰值突破 1.5 亿单，闪购业务新用户增速与核心用户交易频次均实现持续提升。

全场景的布局也让美团-W(3690.HK)在即时零售赛道牢牢占据了行业龙头地位，市场份额优势持续巩固。从 GMV 口径统计，2026 年 2 月美团-W(3690.HK)即时零售市场份额达 51%，超阿里系 42%、京东 7% 的市场份额，在行业内形成了绝对领先优势；其中在食杂、医药等即时零售核心品类，美团-W(3690.HK)的市占率更是超过 60%，在用户端形成了难以撼动的心智优势。在巩固核



心品类优势的同时，美团-W(3690.HK)也在持续突破品类边界，从最初的食杂快消品类，全面延伸至 3C 数码、美妆母婴、运动服饰、家电家居等高价标品赛道，品类拓展成效显著。2025 年“618”大促期间，平台手机、白酒、奶粉、大小家电等高客单价商品成交额同比增长 2 倍；同年“双 11”首日，平台新推出的“品牌官旗闪电仓”销售额涨幅更是达到 300%，标品品类的突破进一步拓宽了美团-W(3690.HK)即时零售的增长空间。

当前即时零售赛道已形成美团-W(3690.HK)、阿里、京东三强争霸的市场格局，而美团-W(3690.HK)凭借差异化的核心优势，在行业竞争中始终占据主动。对比三大平台，美团-W(3690.HK)的核心优势在于覆盖全国的即时履约网络、高频的本地消费用户心智、完善的下沉市场覆盖与全场景的商户生态，短板则集中在标品供应链能力与生鲜冷链布局；而阿里的核心优势在于天猫品牌供给与淘宝流量加持，京东则强于 3C 家电供应链与自营体系，二者均在即时履约网络密度与下沉市场覆盖上存在明显短板。从行业本质来看，即时零售的核心是“本地供给+即时履约”，而非传统电商的“全国仓配+次日达”，美团-W(3690.HK)十余年外卖业务积累的网格化履约网络，能够实现 30 分钟-1 小时的确定性送达，完美匹配了即时零售的核心需求，这也是阿里、京东等竞争对手短期内难以追赶的核心差距。

总体来看，美团-W(3690.HK)去年营收仍表现出稳健的增长，利润端受外卖行业恶性价格战影响，全年由盈转亏净亏 234 亿元，核心本地商业板块同步转亏，亏损主因是补贴与营销开支的大幅攀升。即便在行业内卷的重压下，美团-W(3690.HK)仍稳守外卖市场 60% 以上的龙头地位，新业务收入与研发投入双双逆势高增，核心经营基本盘保持稳固，长期成长逻辑未发生改变。展望未来，认为国家监管叫停恶性竞争后，外卖行业的竞争核心将彻底从“价格战”转向“价值战”，平台的竞争焦点将从流量争夺转向供应链能力、商户服务能力、配送效率、技术创新的比拼，这一行业趋势与美团-W(3690.HK)长期坚持的“零售+科技”战略高度契合，美团-W(3690.HK)在即时配送网络、商户数字化服务、技术研发上的多年积累，将在行业高质量发展阶段释放更大的优势。综合来看，公司短期盈利修复确定性高，长期成长逻辑清晰，当前估值已充分反映行业竞争的悲观预期，随着监管落地与盈利修复，美团-W(3690.HK)估值有望迎来持续修复。

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。

