

美团点评-W (03690.HK)

深度之五：美团的战略、战术和能力圈

核心逻辑：1.美团的业务拓展已进入深水区，过去小成本试错的方式在当下已逐渐不再适用，未来新业务的扩张如快驴、买菜、打车等无不需要非常大规模的投入才能做成。因此美团会加速外卖和到店酒旅业务的盈利变现，在未来3年内我们有望看到美团的盈利能力的加速释放，业绩将在短期内快速提升。2.市场未充分理解美团的核心能力及平台价值。仅考虑外卖和到店酒旅两大业务来看，到2023年净利润就可以做到554亿元。更何况借助组织能力的输出，美团未来有望将业务领域拓展至金融支付、物流、生鲜零售、餐饮供应链等。不考虑未来新的商业模式，当下的新业务储备开发得当在未来5年内足以再造3-4个当下规模的美团。

美团的第一大战略是超级平台战略。美团希望搭建一个拥有庞大DAU规模的超级平台（我们预计在2亿以上），以增强自身壁垒，同时哺育引流新业务，实现对单业务线公司的降维打击的目的（目前美团DAU约0.63亿）。故美团当务之急是进一步做大平台的DAU规模，只要有流量价值就算没有财务价值的业务，美团都会大力去拓展，单车、充电宝等业务都是在此思路下进行的。美团的第二个战略是供给侧战略，即美团希望深耕产业链，利用自身在下游的积累、对行业的理解和自身的技术优势带动上游供给侧改革，从而达到提升产业链价值并增强自身壁垒的目的，餐饮ERP、快驴等业务都是在此战略下展开的。未来美团会成为一个涵盖生活服务、金融支付、线下零售等综合业务的超级平台，平台价值大幅提升。

美团的核心竞争力来自于其强大的战略能力及组织能力。战略能力让美团能够做“正确的事”，使其能正确统筹调配有限的资源，将资源花在最重要的地方。组织能力让顶层的战略规划顺利落地，让一个100分的团队发挥出120分的战斗力。O2O有很重的线下部分，企业需要有强大的线下能力去维护线下的商户资源并完成交易的履约，而线下能力的强弱则取决于企业组织能力的强弱。美团在团购大战时期磨练出了强大的组织能力，借助组织能力的溢出，美团先后进入电影票、酒店预订、外卖领域，并都在短期内成为市场第一。所以美团强大的组织能力是其当下核心竞争力的根本来源；理解了这点，只要美团的组织能力没有发生重大变化，我们就对美团的长期发展保有强烈的信心。

美团的盈利能力仍然被低估。我们测算2023年美团的净利润将达到465亿元，其中外卖/到店酒旅/新业务分别贡献341/213/-88亿元。盈利增长的主要驱动力因素来自外卖物流盈利的市场化、广告变现率的提高及酒店间夜量的超预期增长。同时我们详细测算了外卖、到店、酒店业务的市场空间，外卖/到店/酒店业务长期仍有2.9/3.8/2.6倍的规模增长空间（2028年GTV除以2019年的GTV），加上经营杠杆的释放，公司盈利的天花板尚远。

盈利预测与投资建议：维持“买入”评级，上调2021年目标价至195港币。我们预测2021/22/23年美团的净利润分别为159/300/465亿元，EPS分别为3.19/5.61/8.41元。基于对美团竞争优势更充分的认识及对未来市场空间更好的预期，我们上调了美团的估值和目标价。我们采用分部估值法，对外卖平台/外卖物流/到店酒旅业务分别给予2023年30/25/30倍PE，分别得到8409/1506/6378亿元的估值，合计16293亿元；然后按平均26%的折现率折现至2021年，得到美团2021年合理市值10296亿元，对应11462亿港元市值和195港币的目标价。

风险提示：假设基础改变、竞争格局加剧和流动性的风险。

财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,529	113,540	155,619	200,748	252,294
增长率 yoy (%)	50%	16%	37%	29%	26%
归母净利润（百万元）	2,236	1,656	15,882	29,953	46,462
增长率 yoy (%)	102%	-26%	859%	89%	55%
non-GAAP 净利润	4,657	4,191	18,776	33,174	50,005
EPS 最新摊薄（元/股）	0.80	0.72	3.19	5.61	8.41
净资产收益率 (%)	2%	2%	14%	21%	25%
P/E（倍）	236.8	161.6	36.3	20.6	13.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	休闲服务
前次评级	买入
最新收盘价	128.50
总市值(百万元)	670,729.03
总股本(百万股)	5,219.68
其中自由流通股(%)	87.38
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 张泽

执业证书编号：S0680520010002

邮箱：zhangze@gszq.com

相关研究

- 1、《美团点评-W (03690.HK)：19Q4 季报再超预期，流量战略布局显成效》2020-03-31
- 2、《美团点评-W (03690.HK)：19Q3 业绩表现再超预期，经营杠杆持续显现》2019-11-22
- 3、《美团点评-W (03690.HK)：深度之四：“外卖”与“服务营销”赛道的领跑者》2019-09-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
流动资产	82,135	98,298	132,229	184,882	258,766
现金	13,396	28,633	53,155	93,973	150,540
应收账款	677	1,447	1,984	2,559	3,216
预付账款	9,591	11,132	12,886	15,583	18,624
存货	275	315	400	497	606
其他流动资产	58,196	56,770	63,804	72,269	85,780
非流动资产	49,878	51,894	52,209	52,973	53,987
长期投资	9,450	9,764	10,024	10,310	10,625
固定资产	5,376	4,485	5,563	7,031	8,684
无形资产	32,700	36,142	34,910	33,685	32,467
预付账款	1,762	913	1,122	1,357	1,622
其他非流动资产	590	590	590	590	590
资产总计	132,013	150,192	184,438	237,856	312,753
流动负债	36,593	51,631	68,734	90,844	117,734
短期借款	3,553	3,553	3,553	3,553	3,553
应付账款	14,262	16,574	20,531	26,101	32,427
其他流动负债	18,778	31,505	44,650	61,190	81,754
非流动负债	3,366	4,795	6,057	7,411	8,957
优先股	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,366	4,795	6,057	7,411	8,957
负债合计	39,959	56,426	74,791	98,255	126,691
少数股东权益	-58	-58	-58	-58	-58
股本	0	0	0	0	0
资本公积	260,360	260,360	260,360	260,360	260,360
留存收益	-168,248	-166,594	-150,713	-120,760	-74,298
归属母公司股东收益	92,054	93,708	109,590	139,543	186,004
负债和股东权益	132,013	150,134	184,380	237,798	312,695

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-9180	5574	13194	33639	51405
除所得税前净利	-115491	2762	3169	19952	36687
折旧摊销	5367	4846	4886	4497	5470
财务费用	62	220	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-4987	-2645	2605	6295	6027
其他经营现金流	105869	391	2535	2894	3221
投资活动现金流	-23439	-10174	2043	-9116	-10587
资本支出	-2251	-2937	-3933	-5316	-6800
短期投资	-15970	-6906	6290	-3540	-3501
长期投资	1691	-238	-315	-260	-286
其他投资现金流	-6909	-93	0	0	0
筹资活动现金流	29295	1114	0	0	0
借款	2305	3640	0	0	0
可转换可赎回优先股	28516	0	0	0	0
股份回购	-855	0	0	0	0
其他筹资现金流	-671	-2526	0	0	0
现金净增加额	-3323	-3486	15237	24522	40818

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,529	113,540	155,619	200,748	252,294
营业成本	65,208	77,324	98,329	122,172	148,961
销售费用	18,819	19,297	22,441	25,025	28,253
研发费用	8,446	8,880	9,674	10,983	12,307
管理费用	4,985	4,845	5,197	5,857	6,525
其他经营收益	2,609	0	0	0	0
营业利润	2,680	3,194	19,977	36,711	56,248
财务费用	25	25	25	25	25
非营业损益	107	0	0	0	0
利润总额 (除税前溢利)	2,762	3,169	19,952	36,687	56,223
所得税	526	1,513	4,071	6,734	9,761
持续经营净利润	2,236	1,656	15,882	29,953	46,462
终止经营净利润	0	0	0	0	0
净利润 (年内溢利)	2,236	1,656	15,882	29,953	46,462
归母净利 (应占年内溢利)	2,239	1,656	15,882	29,953	46,462
non-GAAP 净利润	4,657	4,191	18,776	33,174	50,005
EBITDA	7,254	10,690	29,180	47,771	69,348
EPS (元/股)	0.8	0.7	3.2	5.6	8.4

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
成长能力					
总收入收入 (%)	50%	16%	37%	29%	26%
EBITDA (%)	253%	47%	173%	64%	45%
税前利润 (%)	102%	15%	530%	84%	53%
净利润 (%)	156%	-10%	348%	77%	51%
盈利能力					
毛利率 (%)	33%	32%	37%	39%	41%
净利率 (%)	5%	4%	12%	17%	20%
ROE (%)	2%	2%	14%	21%	25%
偿债能力					
资产负债率 (%)	30%	38%	41%	41%	41%
净负债比率 (%)	43%	60%	68%	70%	68%
流动比率	224%	190%	192%	204%	220%
速动比率	224%	190%	192%	203%	219%
营运能力					
总资产周转率	77%	80%	93%	95%	92%
应收账款周转率	170.6	106.9	90.7	88.4	87.4
应付账款周转率	7.2	7.4	8.4	8.6	8.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.8	0.7	3.2	5.6	8.4
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.0	2.3	5.7	8.7	12.3
每股净资产 (最新摊薄)	15.8	16.0	18.6	23.6	31.3
估值指标 (倍)					
P/E	236.8	161.6	36.3	20.6	13.7
P/B	5.9	7.2	6.2	4.9	3.7
EV/EBITDA	91.1	60.4	21.3	12.1	7.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

前言	7
一、美团的战略	7
1.1、超级平台战略	8
1.2、供给侧战略	13
1.3、业务扩张与组织架构服务于战略	14
二、美团的能力圈与边界	16
2.1、美团的核心竞争力	16
2.2、美团的边界	21
三、美团的战术与空间	23
3.1、外卖业务	24
3.1.1、外卖业务发展概况	24
3.1.2、日本外卖行业的发展历史与驱动因素	26
3.1.3、美团外卖产业的市场空间有多大？驱动力有哪些？	30
3.1.4、外卖稳态的盈利能力怎样？短期驱动力有哪些？	36
3.1.5、外卖业务的发展策略和盈利预测	42
3.2、到店酒旅业务	47
3.2.1、到店业务发展概况	47
3.2.2、到店业务的本质：商家的营销工具	48
3.2.3、到店业务的市场空间和驱动力因素	50
3.2.4、酒旅业务的空间与驱动力	54
3.2.5、到店酒旅业务的策略和盈利预测	60
3.3、新业务	64
四、盈利预测与投资建议	68
4.1、盈利预测	68
4.2、估值与投资建议	71
五、风险提示	73
六、写在文末的思考	73

图表目录

图表 1: 美团的战略是搭建以“本地生活服务”为大场景的超级平台	8
图表 2: 超级平台的优势	8
图表 3: 美团超级平台的逻辑和目的	9
图表 4: 过往美团利用超级平台优势做的业务扩张	10
图表 5: 美团的获客成本远低于其他公司（2019年）	10
图表 6: 美团的单位广告效益远高于其他公司（2019年）	10
图表 7: 微信、支付宝和美团三个超级平台对比	11
图表 8: 美团 APP 在转型“超级平台”方面的变化	12
图表 9: 美团的供给侧战略	13
图表 10: 美团供给侧改革可大幅增强自身壁垒	13
图表 11: 美团在餐饮供给侧的布局	14
图表 12: 美团组织架构（2018年10月起至今）	15
图表 13: 美团的护城河	16

图表 14: 美团的核心竞争力.....	17
图表 15: 美团在团购时期的战略布局和考量.....	17
图表 16: 王兴最早的“四纵三横”理论.....	18
图表 17: 夏惊鸣先生的组织能力构成模型.....	19
图表 18: 美团的企业文化.....	19
图表 19: 互联网巨头的扩张路径.....	21
图表 20: 阿里巴巴的扩张路径.....	21
图表 21: 互联网产业地图.....	22
图表 22: 美团重点业务拓展方向.....	23
图表 23: 本章的业务分析框架.....	23
图表 24: 美团外卖经营数据情况.....	24
图表 25: 外卖业务历史各季度交易笔数(亿笔).....	25
图表 26: 外卖业务历史各季度平均每单均价(元)及同比变化.....	25
图表 27: 外卖业务历史各季度 GTV(亿元)及同比变化.....	25
图表 28: 外卖业务历史各季度营收(亿元)及同比变化.....	25
图表 29: 外卖业务历史各季度变现率.....	25
图表 30: 外卖业务历史各细分收入变现率.....	25
图表 31: 日本饮食业分类.....	26
图表 32: 日本外食产业在 20 世纪下半业快速增长(单位: 亿日元).....	26
图表 33: 日本料理零售业产业逐年增长(单位: 亿日元).....	27
图表 34: 日本各数量人口的家庭数量历年变化(单位: 万户).....	27
图表 35: 日本平均家庭规模逐年下降.....	27
图表 36: 日本各类型家庭情况的历史变迁.....	28
图表 37: 日本结婚率不断下降.....	28
图表 38: 日本生育率不断下降.....	28
图表 39: 日本城市化率逐年提高.....	29
图表 40: 单身人群比非单身人群每个月在外食、料理食品及加工食品上的支出更多.....	29
图表 41: 日本农林产业省对购买中食的原因的调查(2015 年).....	30
图表 42: 中国城市化率正不断提高.....	30
图表 43: 中国城镇人均可支配收入持续增长.....	30
图表 44: 改革开放后中国家庭户规模逐步缩小(人/户)(人口普查).....	31
图表 45: 近年中国家庭户规模逐步缩小(人/户)(总人口/总户数).....	31
图表 46: 人均 GDP 与平均家庭户规模呈现显著的反相关关系(来自 2010 年人口普查).....	31
图表 47: 各规模家庭户数占比(来自统计局抽样调查).....	31
图表 48: 中国结婚意愿逐步下降(‰).....	32
图表 49: 中国一孩生育率下降表明中国家庭生育意愿下降(‰).....	32
图表 50: 中国外卖产业渗透率仍处于较低水平.....	32
图表 51: 日本外卖产业规模渗透率接近 30%.....	32
图表 52: 预计中国餐饮业规模在 2028 年达到 8.5 万亿元.....	33
图表 53: 中国在线外卖市场规模有望在 2028 年达到 2.4 万亿元产值.....	33
图表 54: 美团在三线及以下城市的渗透率还有很大提升空间(2019E).....	33
图表 55: 美团在三线及以下城市的用户增长空间广阔(2019E).....	33
图表 56: 美团外卖新增用户以三线及以下城市为主(2019E).....	34
图表 57: 2019 年美团三线及以下城市用户增长数量最多.....	34
图表 58: 美团外卖不同年龄段人群渗透率.....	34
图表 59: 美团外卖不同年龄段人群人均单量(单).....	34
图表 60: 非快餐品类有很大提升空间.....	35

图表 61: 下午茶和夜宵占比提升明显.....	35
图表 62: 2028 年美团外卖单量增长构成.....	35
图表 63: 美团外卖业务拆分.....	36
图表 64: 各品类商品在天猫上的抽成比例.....	36
图表 65: 美团外卖广告收入及增速.....	37
图表 66: 天猫抽佣及广告费率对比 (占毛 GMV).....	37
图表 67: 传统餐厅收入模型.....	38
图表 68: 纯外卖店收入模型.....	38
图表 69: 美团外卖配送的解决方案.....	38
图表 70: 快递与即时配送对比.....	38
图表 71: 2019 年美团外卖物流业务单均配送收入结构 (亿元).....	39
图表 72: 2023 年美团外卖配送费收入分配情况 (亿元).....	39
图表 73: 美团 1P 单均盈利模型.....	40
图表 74: 1P 模型下单均模型及美团毛利合计计算 (除非特别声明, 否则单位为: 元).....	41
图表 75: 外卖盈利短期驱动因素.....	42
图表 76: 骑手配送效率逐年提升.....	42
图表 77: 美团外卖业务的发展策略.....	42
图表 78: 美团外卖业务财务拆分.....	43
图表 79: 美团外卖单量及 GTV 预测.....	44
图表 80: 2019 年美团三大营业开支情况 (亿元).....	44
图表 81: 外卖三大经营开支合计 (亿元).....	44
图表 82: 美团点评销售及营销开支的明细 (亿元).....	45
图表 83: 美团点评研发开支的明细 (亿元).....	45
图表 84: 美团点评一般及行政开支的明细.....	45
图表 85: 2019 年美团三大经营开支重新分类.....	46
图表 86: 外卖业务经营开支构成 (亿元).....	47
图表 87: 外卖业务经营利润 (亿元).....	47
图表 88: 公司到店业务经营简况.....	48
图表 89: 到店业务收入构成.....	48
图表 90: 2019Q4 到店业务收入构成.....	48
图表 91: 美团到店业务佣金收入 (亿元).....	49
图表 92: 美团到店业务广告收入 (亿元).....	49
图表 93: 美团为商家提供的营销体系.....	49
图表 94: 互联网广告与传统广告对比.....	50
图表 95: 2019 年互联网广告市场占比已经接近八成.....	50
图表 96: 中国广告市场规模快速增长.....	50
图表 97: 互联网广告带动整体广告市场规模逐步增长.....	50
图表 98: 餐饮企业营销广告开支投放比例及占比.....	51
图表 99: 餐饮业广告支出构成 (2019 年).....	51
图表 100: 美团与其他广告渠道对比.....	51
图表 101: 美团到店业务收入增长驱动力.....	52
图表 102: 到店综合类市场总规模将在 2028 年达到 7.0 万亿元.....	52
图表 103: 本地生活服务市场总规模将在 2028 年达到 15.6 万亿元.....	52
图表 104: 本地生活服务行业广告投放比例有望逐年提升.....	53
图表 105: 本地生活服务广告市场规模将在 2028 年达到 1478 亿元.....	53
图表 106: 美团点评在本地生活服务广告的市占率.....	53
图表 107: 美团到店收入有望在 2028 年达到 740 亿元的规模.....	53

图表 108: 美团酒店预订业务经营简况.....	54
图表 109: 主要酒店预订平台用户对比.....	54
图表 110: 2019 年在线酒店预订市场份额 (按间夜量)	55
图表 111: 美团在线酒店预订市场份额不断提升.....	55
图表 112: 2019H1 新增在线酒店用户不同平台构成.....	55
图表 113: 中国酒店行业市场规模 (亿元) 及间夜量规模 (亿间)	56
图表 114: 我们人均酒店间夜量规模仍处于较低水平 (2019 年)	56
图表 115: 2018 年全球主要经济体酒店在线化渗透率	56
图表 116: 中国人均旅游次数逐年增长.....	57
图表 117: 中国酒店在线化率逐年提升.....	57
图表 118: 酒店行业间夜量规模预测 (亿间) 及在线化率	57
图表 119: 在线酒店间夜量规模 (亿间) 及增速.....	57
图表 120: 2019 年美团间夜量增长构成	58
图表 121: 在线酒店用户渗透率 (2019 年, 分年龄层)	58
图表 122: 各年份新成年人口	58
图表 123: 2018 年不同国家在线酒店用户渗透率对比	59
图表 124: 在线酒店用户渗透率在低线城市仍有很大提升空间 (2019 年)	59
图表 125: 在线酒店用户在低线城市潜在空间广阔 (2019 年)	59
图表 126: 美团酒店间夜量预测.....	60
图表 127: 美团到店酒旅业务财务拆分.....	61
图表 128: 美团到店业务收入预测 (亿元)	61
图表 129: 美团酒店间夜量预测.....	62
图表 130: 到店酒旅业务收入与毛利预测 (亿元)	62
图表 131: 到店酒旅经营开支预测 (亿元)	63
图表 132: 到店酒旅经营利润预测 (亿元)	63
图表 133: 美团新业务经营数据.....	64
图表 134: 美团业务划分.....	64
图表 135: 新业务盈利预测 (亿元)	67
图表 136: 公司整体业绩预测情况.....	68
图表 137: 美团分业务 GTV 预测 (亿元)	68
图表 138: 美团分业务营收预测 (亿元)	69
图表 139: 美团分业务毛利预测 (亿元)	69
图表 140: 美团分业务经营利润预测 (亿元)	70
图表 141: 美团分业务净利润预测 (亿元)	70
图表 142: 美团点评估值列表	71
图表 143: 相似公司估值对比	71
图表 144: 美团 2021 年企业价值计算 (亿元) (NPV 法)	72

前言

本报告的写作思路源于我们对美团边界和业务拓展逻辑的思考，即美团近年来为何四处扩张业务线，进入原本自身不熟悉甚至没有财务价值的领域。带着这些问题出发，我们重新梳理了美团的业务线，理清了美团的业务扩展逻辑与大战略布局的适配性，明白了蕴藏在美团组织体系变化背后的用意和目的，并对美团的能力和平台的价值有了新的认识。

如果单业务线去看美团，对美团的认知止于外卖和到店两个业务，则会低估美团整个平台和体系的价值。我们认为美团有两点能力是被市场低估甚至忽视了的，一个是组织能力，另一个是平台能力。O2O 领域不同于传统的纯线上互联网，其有很重的线下部分；纯线上的运营无法支撑起一个 O2O 平台的正常运转，企业需要有强大的线下能力去维护线下的商户资源并完成交易的履约。而线下能力的强弱，则取决于企业组织能力的强弱。美团在团购大战时期磨练出了强大的组织能力，借助组织能力的溢出，美团先后进入电影票、酒店预订、外卖领域，并都在短期内成为市场第一。所以美团强大的组织能力是其当下核心竞争力的根本来源，如果不理解这点的投资者，很容易为竞争对手的入场而感到恐慌。只要美团的组织能力没有发生重大变化，我们就对美团的发展持续保有强烈的信心。其次是平台能力，美团已经搭建起一个 0.63 亿 DAU 的超级平台，且未来 DAU 有望进一步增长至 2 亿以上。有了这个超级平台，美团对内可哺育引流新业务，对外可增强自身壁垒，实现对单业务线公司的降维打击。近年来美团后发先至酒店间夜量超越 OTA 原龙头携程成为市场第一，就是美团平台能力的输出。

所以对美团的认知，不应该局限于外卖和到店两个业务。美团目前在官网的自我定义是生活服务的电子商务平台，未来可能去掉“生活服务”这个限定词，甚至去掉“电子商务平台”，成为一家经营包含线上线下的、以信息技术驱动的企业。凭借美团的组织能力和平台能力，美团未来有望将业务线拓展至生鲜零售、金融支付、餐饮供应链、网约车、即时物流等领域，再造 3-4 个当下规模的美团，成为一个比肩阿里的伟大企业。

本报告将从美团的战略出发，详述美团的战略逻辑及业务拓展与战略布局的适配性。其次，我们重新解构了美团的核心竞争力，对美团的战略能力和组织能力进行了详细的分析。此外，我们还从财务出发，详细测算了外卖、到店、酒店业务的市场空间和驱动力因素，预测了美团未来 3 年的财务状况，并对美团的估值进行了研究和讨论。根据我们研究的结果，我们认为美团当下的市值仍被严重低估，市值无法反映美团真实的价值。到 2023 年，仅外卖+到店酒旅两大业务的价值就达到了 16293 亿元，而当下美团的市值仅 6600 亿元。

一、美团的战略

美团近年来业务线四面出击，既做网约车又做生鲜超市，导致投资者难以理解美团的业务扩张逻辑。有的观点将美团的业务扩张视为王兴信奉的“无限游戏”理论指导下的结果；亦有观点将其视为美团在探索新的成长极。实际上这些理解是有偏差的。我们认为之所以会出现这样的现象，是因为大家缺乏一个对美团大局观的思考和判断，即，美团的大战略究竟是什么？

在研究美团时，为什么要理解美团的战略？因为：**1. 如果不懂美团的战略，就会很难理解当下很多美团的扩张逻辑。** **2. 了解了美团的战略后，可以明白当下美团业务布局**

的意图，甚至对未来美团的扩张方向做出判断。3.可以更正确地理解美团是一个怎样的公司，更好的理解美团平台的价值。

1.1、超级平台战略

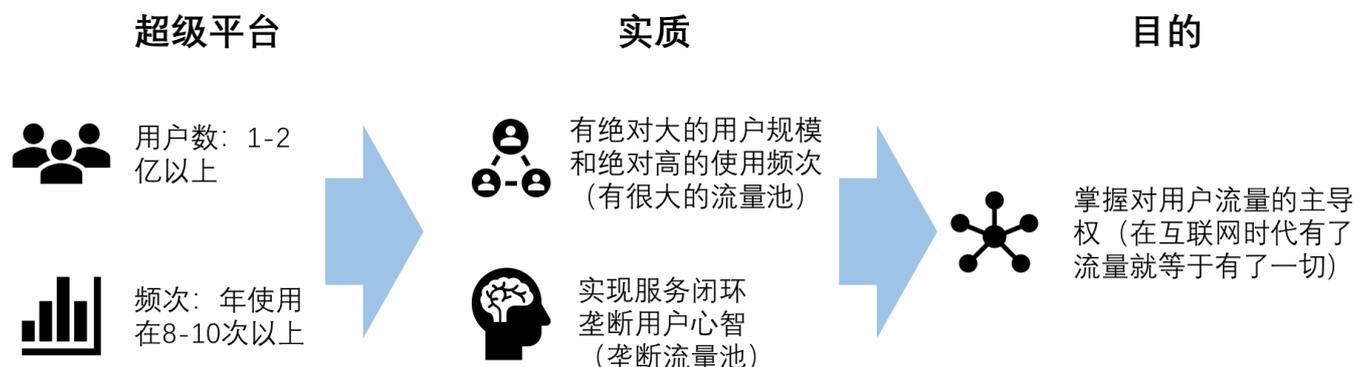
图表 1: 美团的战略是搭建以“本地生活服务”为大场景的超级平台



资料来源: 美团 APP、国盛证券研究所

其实美团在公开场合或多或少已经提到过它的战略了,在各个媒体报道里也能经常看见,只是大家没有重视或者上升到全局的维度来看这个问题。美团的大战略就是“超级平台”战略,这个平台以本地生活服务为大场景闭环,通过满足同一类用户的不同需求,集低频为中频、集中频为高频,来实现用户争夺和心智占领,从而达到掌控用户流量的目的。

图表 2: 超级平台的优势



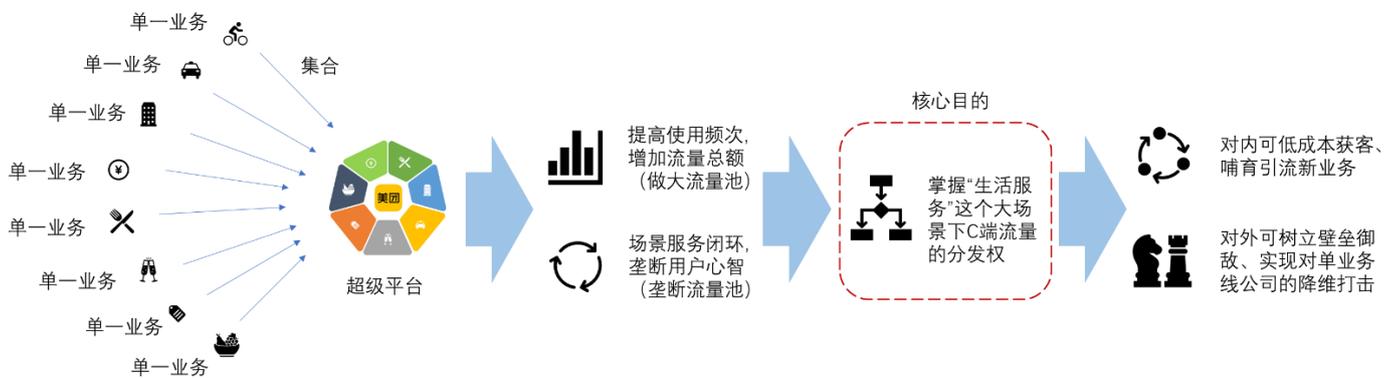
资料来源: 国盛证券研究所

什么是超级平台? 超级平台通常指拥有 1-2 亿以上用户, 每个用户年使用次数在 8-10 次以上的互联网平台 (一般是指移动 APP)。我们认为用户数和频次只是表象, 超级平

台的实质在于有绝对大的用户规模和绝对高的使用频次(做大流量池)、实现消费闭环垄断用户心智(垄断流量池),从而掌握对用户流量的主导权。成为超级平台,最重要的意义就是平台方成为流量分发的绝对主导者,而在互联网时代流量是最重要的资源(用户、流水、变现、盈利都有望随之而来)。

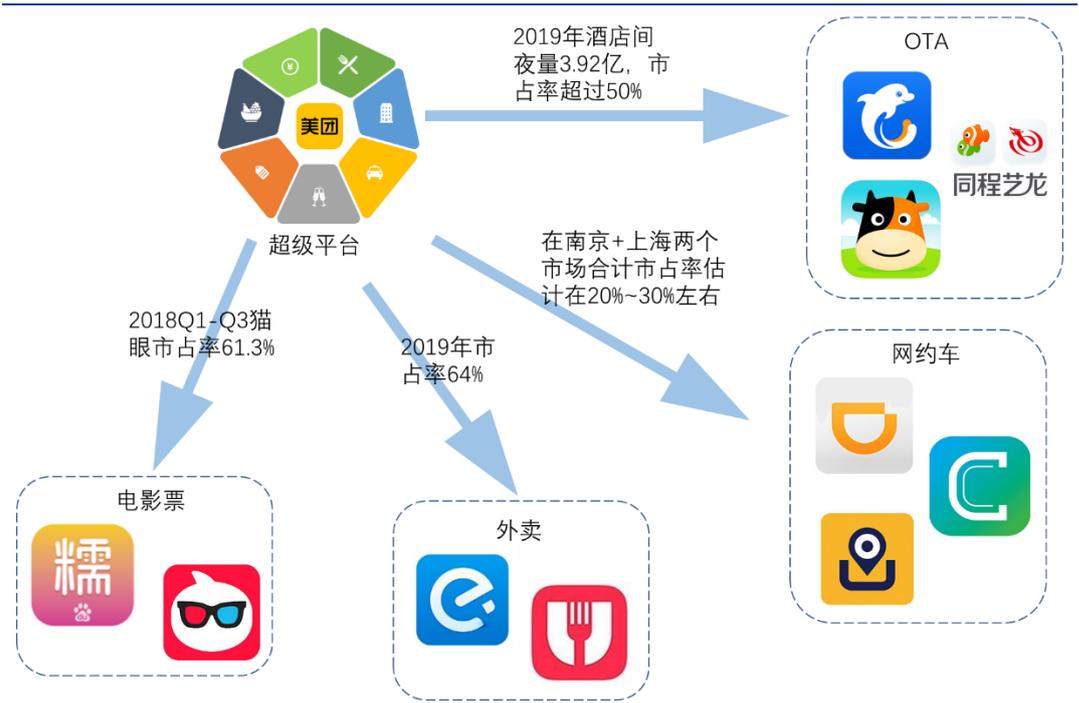
超级平台是移动互联网时代的产物,或者说也可以说PC互联网时代的百度就是超级平台。PC互联网时代,用浏览器浏览网页,网站间的跳转是几乎没有门槛的,不同的网站间不存在明显的边界,因此那时候也就不存在超级平台;或者说也可以说,百度就是PC互联网时代的“超级平台”,因为那时候搜索引擎掌握了流量分发的权利。但到了移动互联网时代,APP间的跳转门槛是非常大的,如果是新APP还要下载、注册,这就导致了用户更倾向于在一个APP内解决所有需求,因此就给了超级平台诞生的机会。根据美团的调研,能在用户手机上长期存留的APP只有11个。因此超级平台正成为越来越重要的流量分发入口,掌握着移动互联网时代的流量分发大权。

图表3: 美团超级平台的逻辑和目的



资料来源: 国盛证券研究所

图表4: 过往美团利用超级平台优势做的业务扩张

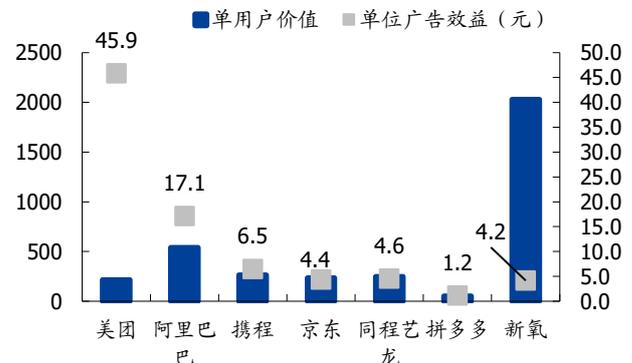
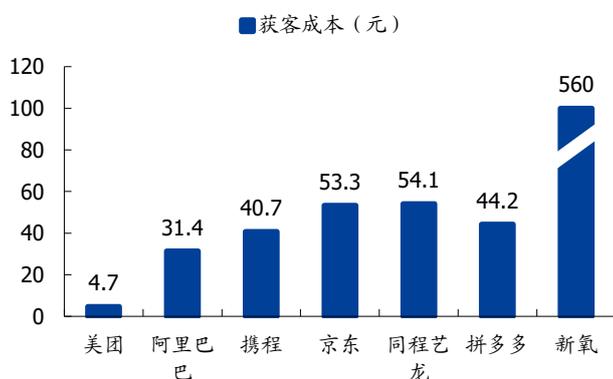


资料来源: 艾瑞咨询、美团年报、国盛证券研究所

美团建立超级平台的逻辑是, 通过集合本来散落在不同业务中的中低频需求, 来形成对平台的高频需求, 以此来搭建美团这个超级平台。超级平台的搭建有2个要点, 一是提高使用频次, 增加流量总额(做大流量池); 二是实现消费服务的闭环, 从而垄断用户心智(垄断流量池)。其核心目的是掌握“本地生活服务”这个大场景下C端流量的分发权。建成这个超级平台后, 美团对内可低成本获客、哺育引流新业务, 对外可树立壁垒御敌、实现对单业务线公司的降维打击。对行业壁垒不深的新业务, 美团过往之处基本上就是摧城拔寨, 无往不利; 对于有很强壁垒的业务, 美团也往往能攻破敌军的防线, 从而分得一杯羹。例如在OTA、网约车、外卖领域, 美团都是后发先至, 在原市场竞争格局已经稳定的情况下, 利用超级平台的优势实现反超或占据很大的一块市场份额。

图表5: 美团的获客成本远低于其他公司(2019年)

图表6: 美团的单位广告效益远高于其他公司(2019年)



资料来源: 各公司年报、国盛证券研究所 (注: 获客成本=广告开支/年度交易用户数)

资料来源: 各公司年报、国盛证券研究所 (注: 单用户价值=营收/交易人数; 单位广告效益指一单位广告能产生多少的营收, 即: 单位广告效益=营收/广告开支)

在超级平台下, 美团获客成本优势明显。2019年美团单个用户获客成本为4.7元, 远

DAU 0.63 亿。

图表 8: 美团 APP 在转型“超级平台”方面的变化



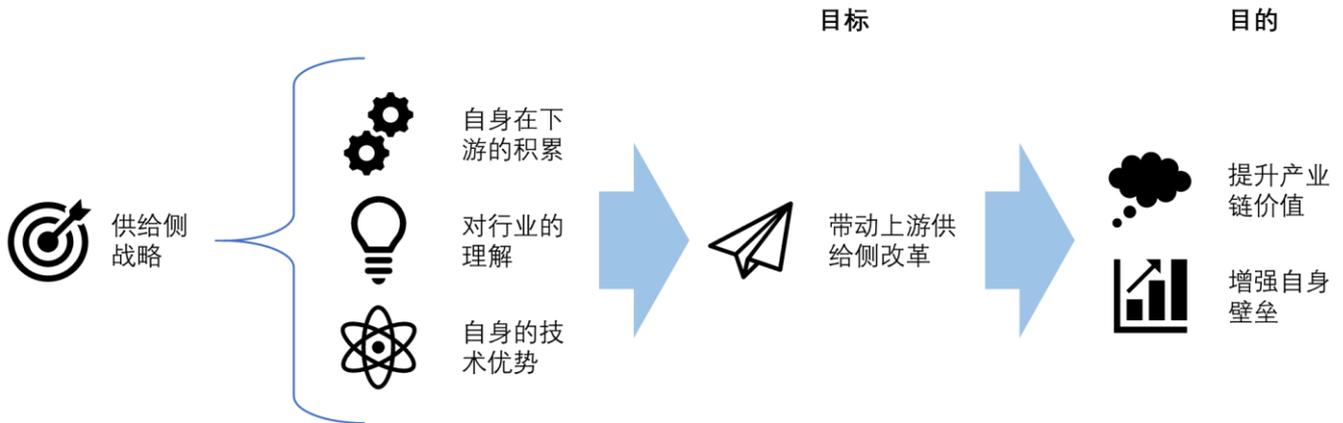
资料来源: 美团 APP、国盛证券研究所

目前美团 DAU 为 0.63 亿，我们预计其 5 年内可达到 2 亿以上的 DAU。美团在超级平台路上的进一步的布局包括：①增加非本地生活服务的使用场景，包括工具化场景（扫码、二维码付款、查公交）、金融场景（小额贷款、理财）等。②继续开发融合新业务，如近期拓展的充电宝、买菜，及此前的摩拜、打车等。③继续做大现有业务规模，提高现有的用户使用频次。如外卖在 1 月初的日均单量是 2800 万单，预计 2028 年可以达到 0.95 亿单每天，业务本身使用频次的增长也可以带来巨大的流量，因此目前外卖业务非常重视单量的增长。④集中流量于主 APP 平台，如单车在微信钱包九宫格里的合作到期后没有续约，美团 APP 现在是使用单车的唯一入口；美团亦取消了美团旅行单独的 APP，将流量集中于主平台；通过赠送仅限美团 APP 使用的外卖红包，引导用户习惯向美团 APP 迁移等。

并非做到店餐饮业务就一定能做成超级平台，做超级平台也并非只能靠到店餐饮。美国的团购网站 Yelp 至今仍是个以餐饮为主的平台，日本类似美团的超级平台是一家依托人力资源服务发展起来的公司 Recruit。同样是打车，滴滴选择了垂直深耕，而东南亚的打车公司 Grab 则选择成为超级平台，接入了打车、支付、送餐、新闻等服务。此外并不是所有企业都能成为超级平台，建设这个平台：1 要大量的资源投入，2 是要多线作战、多面树敌，3 是要有强大的组织能力，4 还要面临业务失败的风险。我们认为美团成为超级平台，是一个艰难的选择，但从目前的结果来看是条正确的道路，体现了美团的远大理想和野心，充分展现了美团管理层的智慧。

1.2、供给侧战略

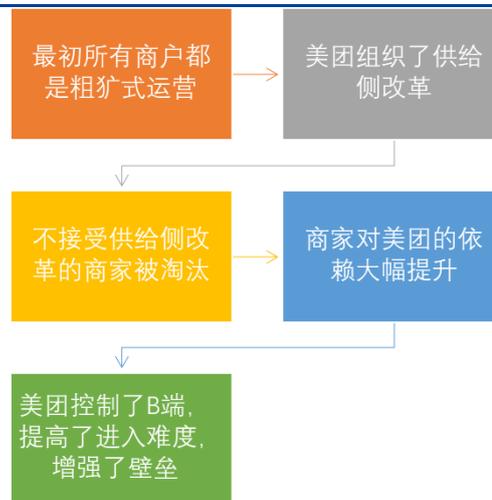
图表 9: 美团的供给侧战略



资料来源: 国盛证券研究所

美团的第二个战略是“供给侧战略”。随着互联网进入下半场，美团开始着手供给侧改革的布局（2016年王兴内部讲话）。这里的“供给侧战略”是指美团希望深耕产业链，利用自身在下游的积累、对行业的理解和自身的技术优势带动上游供给侧改革，从而达到提升产业链价值并增强自身壁垒的目的。

图表 10: 美团供给侧改革可大幅增强自身壁垒

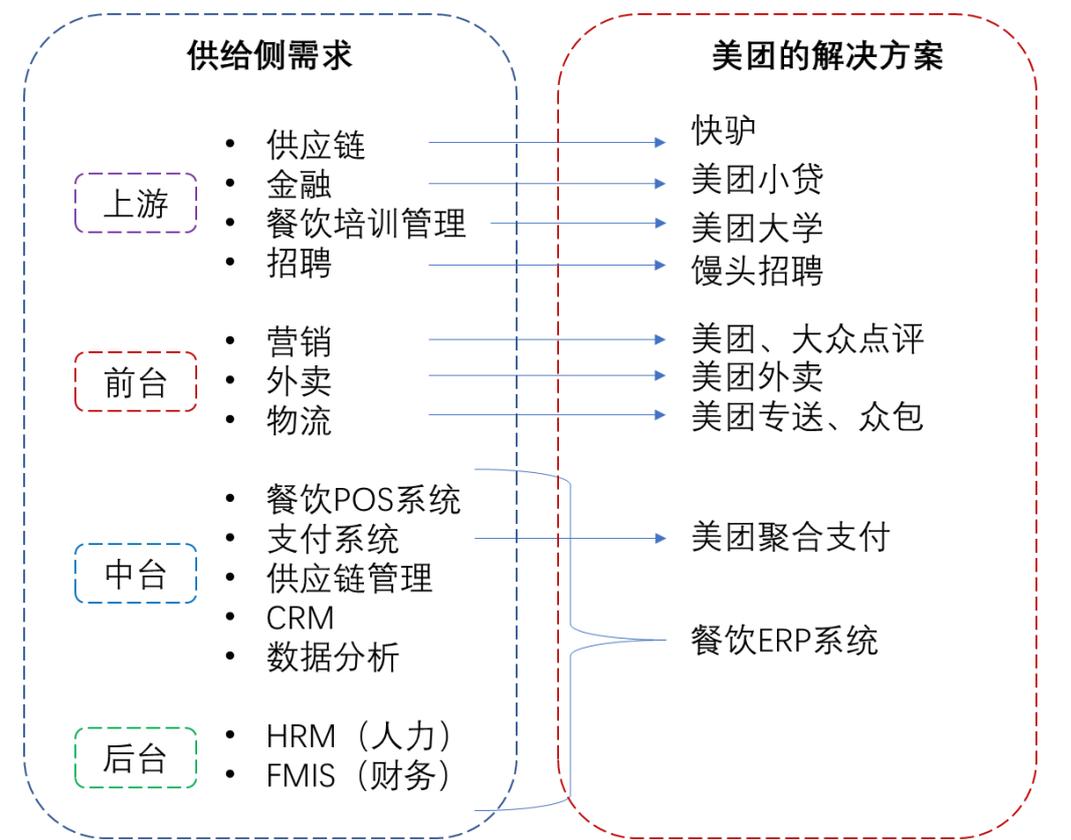


资料来源: 国盛证券研究所

美团希望通过领导供给侧改革，来增强自身壁垒，并提高产业链的价值。具体就是，美团为B端商户提供涵盖从筹建到运营、从前台到后台每一个环节的供给端解决方案，在提升供给侧效率的同时，提高了行业的进入门槛，增强了自身壁垒；同时，B端商户为效率提升付费，提高了美团在产业链上的价值。最初所有商家都是粗放式运营的时候，那么新商家粗放式运营也是能生存下去的。后来美团组织了供给侧改革，这时候接受供给侧改革的商家提升了效率，降低了成本；不接受供给侧改革的商家成本高企，被前面的商家所淘汰。此后，供给侧改革就成为商家开店的先决条件，而这套供给侧改革的解决方案是以美团平台为基础的，这就意味着，美团对B端的控制力将大幅提升。而我们知道，O2O的生意是双边（B端+C端）甚至三边（B端+C端+配送端）的商业模型，C端再强如果没有B端整个模型也是跑不起来的。美团在控制了B端之后，可用B端壁垒

打击竞争对手，断绝竞对进入挑战的可能，从而大幅增强自身的壁垒。

图表 11: 美团在餐饮供给侧的布局



资料来源: 美团网、国盛证券研究所

目前美团在餐饮供给侧改革的全面布局已经初步成型。在上游开店前，商家可以选择快驴解决供应链需求，申请美团小贷融资，参加美团大学举办的餐饮培训，利用馒头招聘招聘员工。开业后，商家可以在美团、大众点评上做营销，用美团外卖卖外卖，利用美团的物流提供配送，同时可以用美团的 ERP 系统解决所有的中后台需求。

1.3、业务扩张与组织架构服务于战略

理解了美团的两大战略后，就可以更好地理解美团的业务扩张逻辑，基本上美团所有的业务都是沿着这两大战略伸展的。共享单车、网约车、美团买菜、消费贷等服务于超级平台战略，快驴、ERP、聚合支付、商户小贷等都是服务于供给侧战略的。当然业务在服务于战略的同时，本身也提高了美团的用户价值或商户价值。理解了这点之后，我们其实就可以预判美团接下来的业务扩张方向：符合战略价值的，就算亏损美团也会投入去做（如单车）；战略价值很高的，美团会大笔投入去做（如打车）；不符合战略方向就算短期能带来经济利益的，美团也大概率会放弃。战略协同的意义在于，能让不同业务放在一起实现 $1+1>2$ 的效果，这是美团相对于单业务公司的一个重要优势，它可以让原来单业务模型跑不通的行业，在美团的平台上存活，甚至贡献超出业务本身的巨大价值。

图表 12: 美团组织架构 (2018年10月起至今)



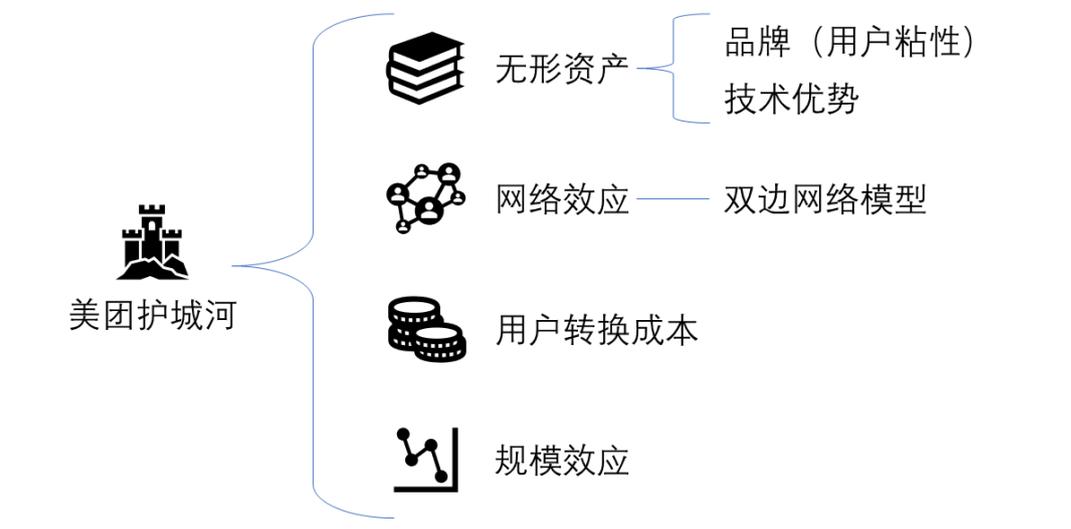
资料来源: 美团公开内部信、国盛证券研究所

从美团的组织架构变化中，可以发现公司的组织架构是服务于战略方向的。2018年10月美团进行了第四次组织架构的调整，将原来按业务划分为主的事业群改为按场景划分，分设到店事业群、到家事业群、小象事业部和快驴事业部。同时新设用户平台和LBS平台，用户平台负责获客、用户增长等，LBS平台负责与LBS相关职能和业务的建设 and 开发。这个组织架构有2个含义，一是按场景划分的事业群，可以增加不同业务相同场景间的协同，利于业务的垂直深耕，这是配合“供给侧战略”。二是将用户流量上升为公司层面整体去经营和管理，而且由彼时美团的“二号人物”王慧文亲自掌管。王慧文过去一直是美团最重要业务的开拓者，如团购、外卖、打车都是王慧文带头做的业务；由王慧文亲自来掌管建设用户平台，可见美团对“超级平台”战略的重视度。

二、美团的能力圈与边界

2.1、美团的核心竞争力

图表 13: 美团的护城河



资料来源: 国盛证券研究所

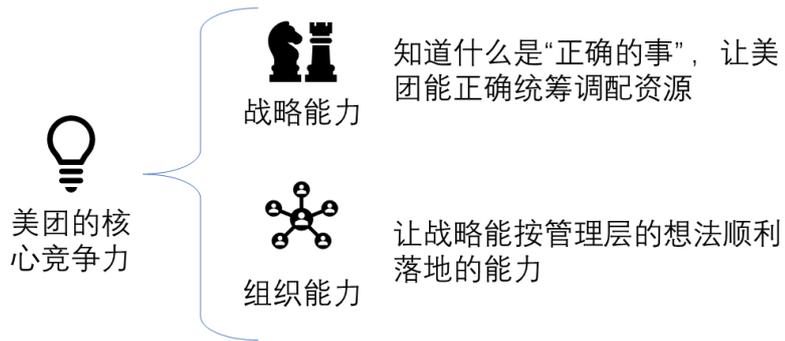
从常规分析企业的角度看, 美团目前的护城河包括无形资产、网络效应、用户转换成本和规模效应。①无形资产又分为品牌和技术优势: 品牌的壁垒体现在美团已经垄断了用户认知, 后来者想改变这一认知非常困难; 技术优势来自于巨额的研发投入及数量庞大的订单量作为样本不断修正迭代出来的, 美团历年研发开支合计近 300 亿元, 订单量近 400 亿单, 就算后来者能投入巨额的费用研发, 没有足够的样本量去做研发也是非常困难的。②美团是个典型的双边网络模型, 到外卖甚至还加入物流这个第三个维度。在双边网络效应下, C 端的聚集依赖 B 端的丰富度, 而 B 端的丰富又依赖 C 端的数量, 双方相互促进, 使得平台规模不断正向扩大; 后来者想要进入, 需要同时搭建起 B、C 两端的规模, 使得进入难度大大提高。③用户转换成本包括放弃美团体系的等级福利及新平台的学习成本。④部分业务如外卖展现出很强的规模效益, 即单位区域内外卖订单量越多, 配送效率越高, 单均成本越低。

此外相对于后来者, 美团还有人才、资金和资源上的竞争优势。①人才优势。从市值角度看, 美团已经是国内第三大的互联网企业, 大平台可以吸引更优秀的人才和团队 (包括社招的中高管, 也包括校招的应届生), 而中小企业则只能找到次优甚至普通的人才和团队。比如百度可以吸引陆奇来当总裁, 而小平台则没法做到。②资金优势。美团账上资金超过 500 亿元, 且已经具备大规模自我造血能力, 在后来者进入时, 美团可利用资金优势打击后来者, 对后来者未形成规模就胎死腹中。③资源优势。包括流量资源, 渠道资源, 商户资源, 甚至还有政府资源等。

虽然美团目前已经拥有上述护城河, 但是在企业发展初期, 美团与众多竞争对手是处于同一起跑线的, 甚至与不少竞争对手相比是后发落后的。那么在早期美团不具备现在这些竞争优势的时候, 是如何逐步击败竞争对手的? 美团早期的竞争优势究竟来自于哪? 美团的成功是偶然还是必然? 接下来的部分我们将围绕这些问题展开, 来向读者展示脱离报表和数字之外的美团的核心竞争力。理解了这些之后, 也有利于大家对美团接下来的能力圈拓展有更好的理解和判断。

在“千团大战”初期，美团并不是一开始就处于领先地位；相反，2010年3月上线后，美团在最初一年里是落后其他团购网站的，一直在为进入团购的前三名努力。融资额上，2011年7月美团完成B轮融资时，其总共融资6200万美元；而美团的主要竞争对手拉手网已经融了1.66亿美元，大众点评融了1.27亿美元，窝窝团融了2亿美元。经验上，拉手网的创始人吴波有焦点网的创业经历，比美团更熟悉O2O的打法；窝窝团的创始人徐茂栋是著名的投资人，拥有丰富的资源和创业经验；大众点评已深耕行业8年，对行业 and 用户的积累和理解胜过竞争对手。人数上，2011年8月美团才2500人，而窝窝团和拉手网已经有5000多人。

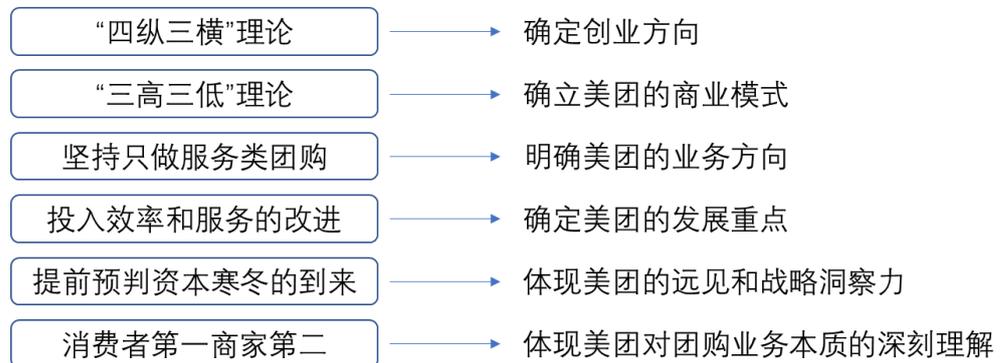
图表 14: 美团的核心竞争力



资料来源：国盛证券研究所

带领美团一步步从千团大战中杀出去，并最终奠定市场领先地位的，是美团优秀的战略能力和强大的组织能力。战略能力，让美团能正确统筹资源，将资源花在最重要的地方，抓大放小从而在全局上逐步实现反超并领先；组织能力，让战略投放切实落地，让战略能按照管理层的顶层设计顺利在基层实施。根据杨国安教授的理论，企业成功=战略 X 组织能力。战略上在大局上的领先布局，加上组织能力带领下一个个城市的突破，让美团的市场份额在2011年底左右跃居第一，此后与竞争对手的差距不断拉大，成为市场绝对的领导者。

图表 15: 美团在团购时期的战略布局和考量



资料来源：国盛证券研究所

图表 16: 王兴最早的“四纵三横”理论

	资讯	交流	娱乐	商务
Web 1.0 搜索	百度	腾讯	盛大游戏	阿里巴巴
Web 2.0 社交	新浪微博	人人网	开心网	?
Web 3.0 移动	?	?	?	?

资料来源: 王兴公开讲话、国盛证券研究所

- **“四纵三横”理论，确定创业方向。**2009 年底王兴在公司内部提出了著名的“四纵三横”理论，“三横”是指搜索、社会、移动三个互联网技术变革的方向，“四纵”指资讯、交流、娱乐、商务四个用户需求的发展方向。每个技术和用户需求的交汇处都蕴含着重大的创业机会，Web 2.0 时代的商务是当时唯一一块还未被开发的领域，而这个方向就是团购。
- **“三高三低”理论，确立美团的商业模式。**团购行业的鼻祖 Groupon 是高毛利、高运营成本的商业模式。而王兴经过摸索和思考，认为团购要做出规模和壁垒，要为消费者提供高品质、低价格的服务；为此，公司做到高效率、低成本；高科技，低毛利。事后也证明王兴的眼光是前瞻且正确的，2019 年 Groupon 总 GTV 仅 46 亿美元，而美团仅到店一块业务的 GTV 就已经超过 2200 亿元。
- **坚持只做服务类团购，明确美团的业务方向。**团购发展初期，由于实物团购毛利高、起量快，很多团购网站将精力放在了实物团购上。而王兴认为，做实物团购在选品、价格、物流等方面都要有明确的体验优势，否则肯定打不过淘宝。因此美团一直坚守服务类团购，实物团购占比控制在 10% 以下。后来淘宝开设了“聚划算”实物团购频道，极大地挤压了实物团购网站的生存空间。
- **投入效率和服务的改进而非广告，确定美团的发展重点。**当时美团管理层经过分析和研究明白，线下广告的投放效率是很低的，因此顶住了巨大压力不投线下广告，而把资源投入到各种 IT 系统的开发建设和服务体验的改进上。美团明白，客户的根本需求是更好的体验（包括 B 端和 C 端），就算广告效果再好体验太差最终也留不住客户。
- **提前预判资本寒冬的到来，体现美团的远见和战略洞察力。**2011 年上半年团购非常火爆，而王兴当时认为，资本市场已经过热，行业估值已经高得离谱；而在短期团购企业又无法做出实质性的业绩时，资本会很快失去信心，从而大幅收缩对团购行业的投资。果然在 2011 年下半年资本寒冬到来，之前过度扩张的竞争对手要么资金链断裂淘汰出，要么大幅收缩战线让出市场。而美团则手握现金蓄势已久，一举收割市场跃居行业第一。
- **消费者第一商家第二，体现美团对团购业务本质的深刻理解。**当时 Groupon 认为商家是其直接的客户，所以其理念是“商家第一消费者第二”；而美团认为团购的本质是商家的营销工具，而没有消费者就没有商家，因此树立了“消费者第一商家第二”的原则。这个原则在很多关键问题的抉择上发挥了重要作用，使美团不断积累消费者的好感，是美团将团购大蛋糕不断做大的重要因素之一。

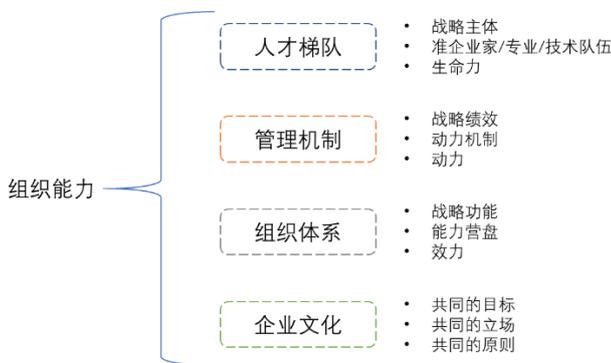
从“千团大战”时美团的决策和布局中，我们看到了美团优秀的战略能力。美团的每一步行动都是经过深思熟虑的结果，从确定创业方向到确立商业模式，再到明确业务方向和发展重点，都显露出美团优秀的洞察力和判断力。战略上的远见和布局，使得美团能抓大放小合理分配资源，不断做正确的选择，一步步积累小胜为大胜最终统领市场。

但再精妙的顶层设计没有组织能力去落实也是无济于事的。O2O 是双边模型，有着很重的线下部分，这部分需要组织大量的人力物力去开发和维护。有没有强大的组织能力去线下作战已经成为团购企业的核心竞争力。

组织能力是团队整体的战斗力。组织能力的定义是公司在与竞争对手投入相同的情况下，具有以更高的生产效率或更高质量，将其各种要素投入转化为产品或服务的能力。打个比喻，如果一个组织的潜力是100分，那么优秀的组织能力能发挥出组织90%的潜能，而差的组织能力只能达到20%的效果。组织能力不足可能导致的问题包括：激励和考核不合理，员工懈怠工作；员工价值观不正确，损害公司利益；利益分配、晋升机制不合理，导致优秀员工离开而平庸的员工留下；内部拉帮结派，产生严重内耗；对员工没有合理的驱动力，执行力不足等等。

以王兴为核心的创始团队的创业经历以线上创业为主，并没有管理大规模线下团队的经验，在美团发展初期也面临着组织能力不足的问题。出现的问题包括组织架构存在明显缺陷、员工水平层次不齐、中层管理人员流失严重等等。组织能力的不足让美团在竞争中难以打开局面，为进入前三挣扎。干嘉伟2011年11月加入美团后，帮助美团建立起先进的组织管理体系，将其植入美团的基因内并沿袭至今。

图表 17: 夏惊鸣先生的组织能力构成模型



图表 18: 美团的企业文化



资料来源: 华夏基石 e 洞察、国盛证券研究所

资料来源: 美团、国盛证券研究所

这里我们结合人力资源资深专家夏惊鸣先生的理论对美团组织能力的进化进行分析。根据夏惊鸣先生的理论，组织能力的构成包含：**人才梯队、管理机制、组织体系和企业文化**。简单理解就是，一个组织首先一定要有人，人是最关键的；其次人来了之后，怎么让他有动力，这就是管理机制；有了动力之后，是在一个高效的平台干活，还是在一个低效的平台干活，这就是组织体系；人也好，管理机制也好，组织体系也好，背后所体现出来的导向、理念和原则是什么，这就是企业文化。

人才梯队。人才梯队是组织能力的基石，没有梯队后面的机制都会失效。比如经常有些企业依赖能人，能人出了问题就会对组织产生很大的伤害；形成人才梯队后，这个问题就解决了，有人出问题，下面有七八个人可以替补。美团在基层储备优秀的 BD 作为城市经理的候选人，优秀的城市经理为区域经理的候选人；在高层启动“领导梯队培养计划”，进行轮岗锻炼、继任计划、人才盘点等工作，建立起从基层到高层完备的人才梯队。人才梯队为美团组织能力的建设提供了强力的保障，提高了组织的稳定性和抗压力。如干嘉伟 2016 年离职后，美团的地推团队战斗力并没有受到影响。

管理机制。管理机制就是通过价值创造、目标管理、价值评价、价值分配，形成一种激发大家去持续奋斗的机制体系。干嘉伟进入美团后着手进行销售管理制度的改革，一是建立标准作业流程（SOP），进行过程管控；二是改进激励制度体系，让员工激励与公司目标高度挂钩；三是设立红线，设立员工行为的边界。标准作业流程就是将原来一个整体的销售过程拆分成 ABCD 四个步骤，通过对过程的管控来实现对结果 E 的管控（所谓的“狂拜访、狂上单”原理就是从这里而来）。标准作业流程的建立，使得原来一个 20 分的员工也能做到 60 分的水平。激励体系上，干嘉伟先确定目标，然后将激励与目标

管理相结合，将提成从营业额改为 GMV 和毛利率。这期间的难点在于，早期的团购属于非标准化的营销方案，定价要涉及商家、消费者和团购公司三个利益相关方，还要考虑竞争对手、市场潜力、开发度、不同细分行业的情况，不同阶段还要根据不同的目标进行调整，需要非常精细化的运营管控能力。2012 年美团在全国的 73 个城市，光毛利率的管控点就定了 1000 多个。

组织体系。包括组织结构及依附组织结构形成的一系列流程和规范等。美团原本的组织结构是一个销售 VP 下辖 2 个大区经理，但是 2 个大区经理却管理 70 多个城市，并没有按照某个逻辑进行进一步细化，管理半径明显过大；为解决这个问题美团又在大区经理和城市经理间设置了七个渠道经理，承担上传下达的任务，但是又不是城市经理的上级，导致职权不明晰。干嘉伟进入后带领了组织架构的改革，推出大区制，全国分为 8 个大区，其中竞争激烈的 4 个大区由大区经理直管当地的大城市，另外 4 个大区则下设区域经理分管，明细职权，合理化管理半径。

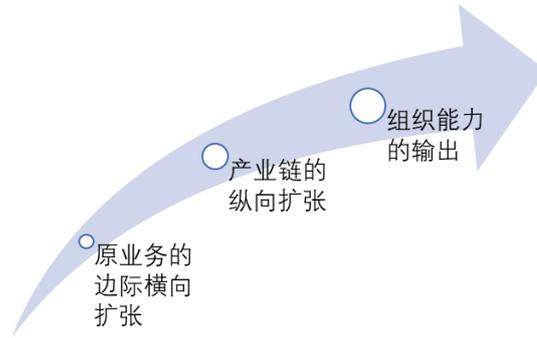
企业文化。企业文化是组织在运营管理过程中体现出的导向、观念及原则，体现了组织的格局并决定了组织的上限。美团的价值观是以客户为中心，团队合作，拥抱变化，诚信，敬业，勤俭，学习成长。“客户为中心”确立了“消费者第一、商家第二、美团第三”的原则，“团队合作”强调团队的力量而非单打独斗，“拥抱变化”让组织做好准备随时应对变化的商业环境，“诚信”降低了组织的沟通和信任成本，“敬业”让员工自发地去做工作做好，“勤俭”让美团提高花钱的效益，“学习成长”让组织与时俱进时刻保持领先。

此外，美团还通过鼓励内部竞争、高激励高淘汰、“借假修真”的管理理念、完善的晋升通道等方式，逐步磨练出强大的组织能力。2013 年开始，美团员工的综合水平已经跃居行业第一，并成为团购业的龙头。

在“千团大战”后，美团在战略上抓住了移动互联网、餐饮线上化的大机遇；随后美团又凭借在团购时期建立起来的组织能力，拓展电影、酒店、外卖业务，后发先至做到了市场占有率第一。一次次精准的战略决策和无往不利的地推团队表明，美团的成功不是偶然，美团的战略能力是建立在管理层对事物本质的理解和未来走势的准确判断上，地推能力是建立在美团强大的组织能力上。因此，美团的成功更多的是“必然”而非“偶然”；只要美团的战略能力和组织能力没有出现重大变化，我们就对美团未来的发展保有信心。

2.2、美团的边界

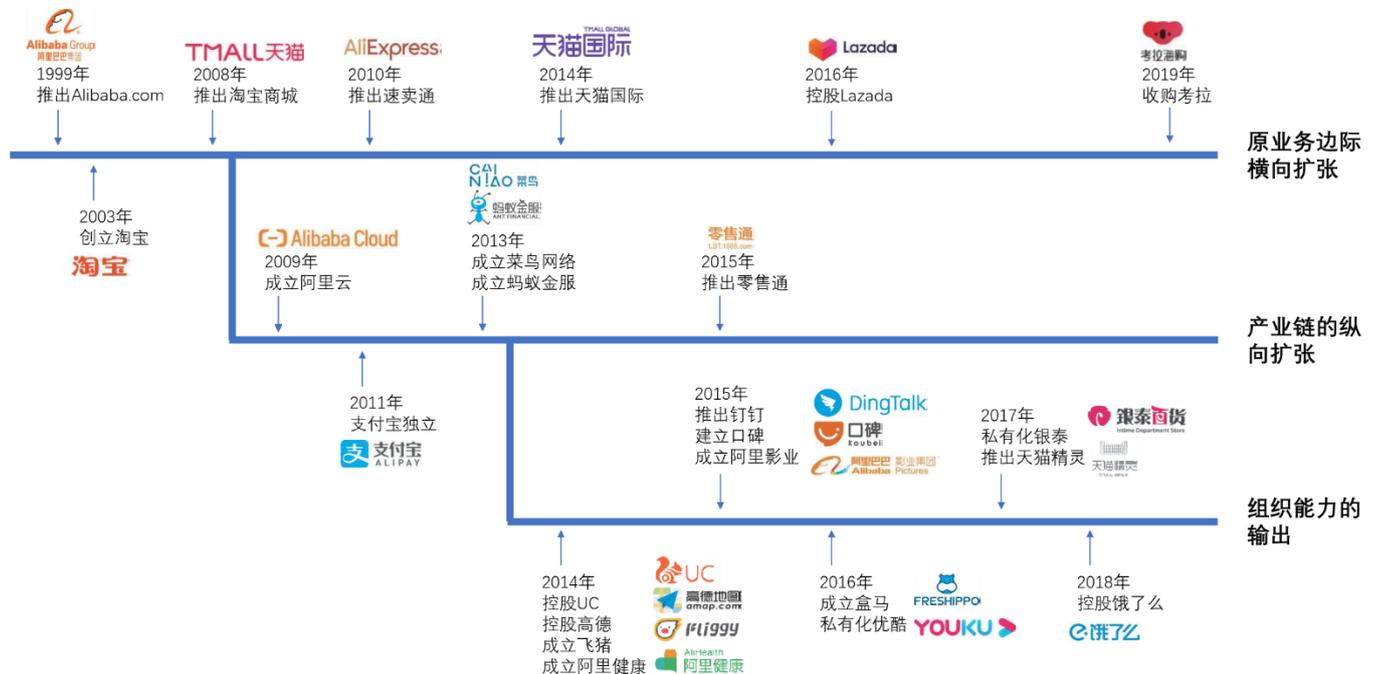
图表 19: 互联网巨头的扩张路径



资料来源: 国盛证券研究所

从业务的角度看，互联网巨头的扩张可以分成三个阶段，分别是：原业务的边际横向扩张>产业链的纵向扩张>组织能力的输出。第一阶段，互联网企业在原有业务做到一定规模后，依靠在原业务上积累的经验，可以将业务横向扩张至与原业务相近的业务上。第二阶段，互联网企业可以凭借对行业的理解和优势（一般是渠道优势），进行产业链的纵向扩张。第三阶段，利用在前期业务中积累起来的技术、人才、资金及组织能力进入一切与互联网相关、能用互联网技术改造的领域，即便新领域与原业务毫不相关。

图表 20: 阿里巴巴的扩张路径



资料来源: 阿里巴巴招股书、国盛证券研究所

以阿里巴巴为例。阿里成立于1999年，推出全球批发贸易市场网站Alibaba.com，随后开始一系列的横向扩张，包括同年的B2B交易平台，2003年推出的B2C淘宝，2008年的淘宝商城等（后改为天猫）。2009年起，阿里开始产业链上下游的纵向扩张，先后成

立了阿里云、菜鸟网络、蚂蚁金服、零售通等。2014年起，借助组织能力的输出，阿里又将业务拓展至与原有业务（电商）不相关的 OTA（飞猪）、医药健康（阿里健康）、团购（口碑）、通讯软件（钉钉）、影视（阿里影业）、线下零售（盒马）等。

所以互联网巨头的扩张到了后期，最终是组织能力的输出。互联网只是个载体，只是一个工具。传统行业的企业就不能做互联网吗？也是可以的，只是传统行业经营久了，容易被旧思维所束缚，因此成功的案例较少。当下互联网企业真正强大的原因，是在于这代企业家受过良好的教育（相对于上一辈企业家），有长远的战略眼光和宏大的格局，懂得引进现代企业治理制度和管理体系，明白人才的重要性并能接受变化持续学习；在此基础上，再加上互联网技术这个颠覆性的工具，迸发出了强大的生命力。我们可以看到一些企业家在传统行业的创业也是非常杰出的，但没有颠覆性的技术去改造原行业所以影响力没有互联网企业这么大。如果让互联网巨头们的管理团队去做传统业务，也可以做得非常优秀；但是传统业务市场多已经饱和，是存量竞争，效率和 ROI 都是比较低的。所以对于互联网企业而言，只要是能利用互联网技术改进行业效率的，都是互联网公司的潜在业务空间。

图表 21: 互联网产业地图



资料来源: 国盛证券研究所

图表 22: 美团重点业务拓展方向

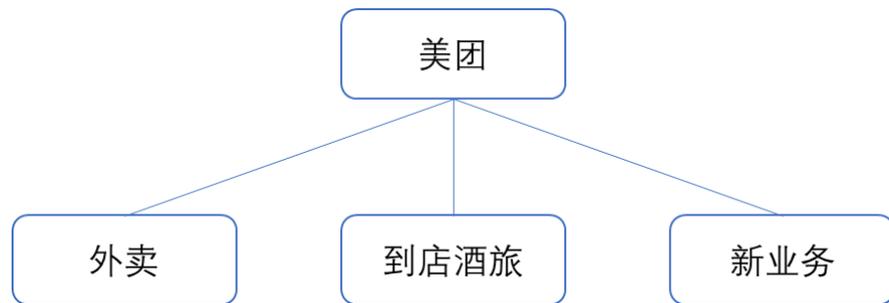


资料来源: 国盛证券研究所

因此要回答美团的边界这个问题，我们认为只要能运用互联网技术改进行业效率或产生带来新的需求的，都在美团的边界之内。所以对美团的定义不应该局限于餐饮平台、外卖企业；美团目前在官网的自我介绍中是生活服务的电子商务平台，未来可能去掉“生活服务”这个限定词，甚至去掉“电子商务平台”，成为一家经营包含线上线下的、以信息技术驱动的企业。假如阿里京东晚生十几年，我们毫不怀疑美团也会去做线上电商。但是实际中还是要考虑到战略优先级、ROI 和竞争格局三个主要因素。我们预计美团短期内会重点扩展的业务有生鲜零售、餐饮 B 端综合解决方案（ERP、金融、快驴），中期有新零售、金融支付、网约车、OTA、物流、同城服务，长期有餐饮智慧化、无人驾驶、AI，甚至线上零售。

三、美团的战术与空间

图表 23: 本章的业务分析框架



资料来源: 国盛证券研究所

在第一章，我们已经阐述了美团目前的大战略是超级平台战略和供给侧战略。在这个章节，我们将细分不同业务，来分别阐述美团目前各业务线的布局、意图和未来可能的发展策略。为便于财务理解，本章我们仍按公司报表的划分将公司业务分为外卖、到店酒旅及新业务三大部分进行分析。但读者需要注意的是，实际中美团的业务经营和组织规划更多是以两大战略为依据进行的。

3.1、外卖业务

3.1.1、外卖业务发展概况

图表 24: 美团外卖经营数据情况

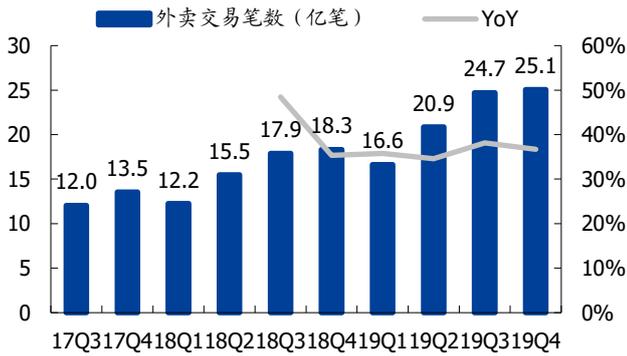
	2015	2016	2017	2018	2019
外卖交易笔数 (亿)	6.37	15.85	40.9	63.9	87.2
YoY		148.8%	158.0%	56.3%	36.4%
外卖每单均价 (元)	24.4	37.0	41.8	44.2	45.0
YoY		51.7%	12.9%	5.7%	1.8%
GTV (亿元)	156	587	1711	2828	3927
YoY		277.4%	191.4%	65.3%	38.9%
变现率	1.1%	9.0%	12.3%	13.5%	14.0%
其中:					
佣金变现率	1.1%	8.9%	11.9%	12.6%	12.6%
广告变现率	0.0%	0.1%	0.4%	0.8%	1.3%
收入 (亿元)	1.7	53.0	210.3	381.4	548.4
YoY		2933.4%	296.8%	81.4%	43.8%
毛利 (亿元)	-2.2	-4.1	17.0	52.7	102.3
YoY		88.0%	-518.5%	210.1%	94.2%
毛利率	-123.6%	-7.7%	8.1%	13.8%	18.7%
补贴率	25.9%	5.4%	3.7%	1.2%	3.5%
经营利润 (亿元)	-62	-67	-57	-71	-4
平均每单盈利 (元)	-9.74	-4.21	-1.39	-1.11	-0.05
日均外卖交易笔数 (万笔)	175	434	1120	1752	2390
用户规模 (亿人)	1.1	1.6	2.3	3.2	4.0
活跃商家 (万家)	50	140	280	310	340

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所

2019 年外卖收入规模主要由单量增长、变现率提升驱动。2019 年美团外卖实现 GTV 3927 亿元, 同比+38.9%; GTV 增长主要由单量驱动, 期内美团产生外卖交易笔数 87.2 亿单, 同比增长了 36.4%, 平均每天 2390 万单; 外卖均价同比小幅增长 1.8%至 45.0 元。综合变现率小幅提升 0.5pct 至 14.0%, 带动收入增长同比增长 43.8%至 548.4 亿元。

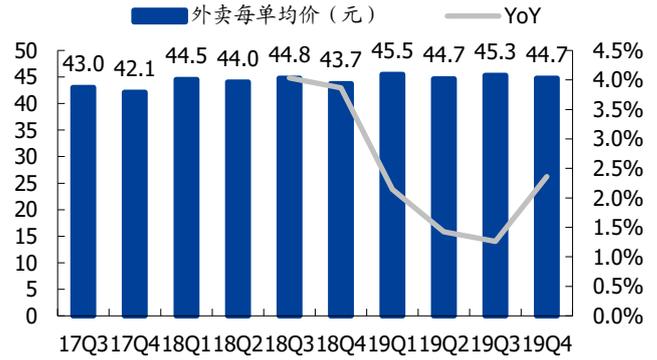
2019 年外卖盈利显著改善, 主要归功于配送成本的降低和广告收入的增长。2019 年美团外卖经营亏损降至 4 亿元, 并已于二季度实现盈利。外卖盈利的改善, 一方面归功于配送成本的下降, 2019 年美团 1P 模式下每单配送成本约下降了 0.30 元; 订单密度提升推动骑手配送效率的提升, 从而带动配送成本的下降。另一方面来自广告收入的增长, 外卖广告变现率由 2018 年的 0.8%提升 0.5pct 至 2019 年的 1.3%, 带动外卖广告收入同比增长 119%至 2019 年的 51 亿元, 而外卖广告的毛利率接近 90%, 直接推动了盈利的增长。

图表 25: 外卖业务历史各季度交易笔数 (亿笔)



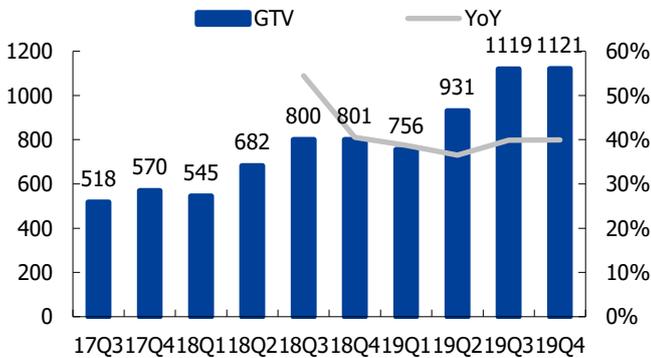
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 26: 外卖业务历史各季度平均每单均价 (元) 及同比变化



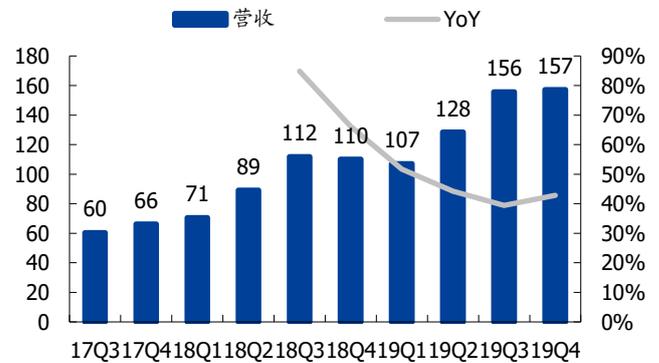
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 27: 外卖业务历史各季度 GTV (亿元) 及同比变化



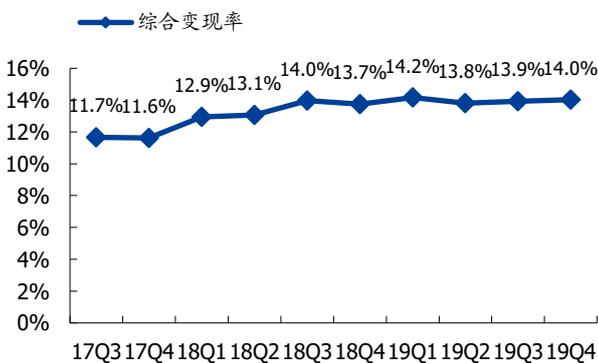
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 28: 外卖业务历史各季度营收 (亿元) 及同比变化



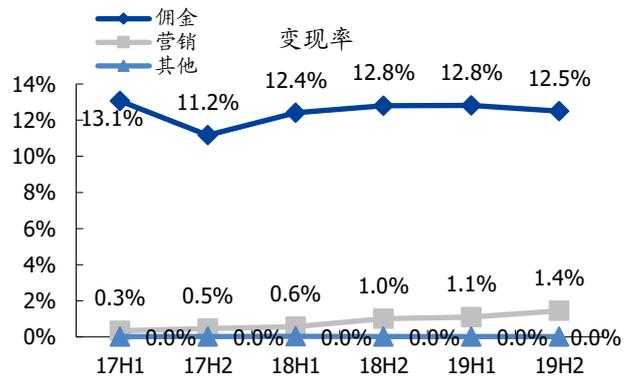
资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 29: 外卖业务历史各季度变现率



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

图表 30: 外卖业务历史各细分收入变现率



资料来源: 公司年报、季报、国盛证券研究所

外卖单量增长维持高增速, 市场规模离天花板尚远。从季度高频数据来看, 2019 年各季度外卖 GTV 维持了接近 40% 的同比增速, 2019Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比 +38.7%/+36.5%/+39.9%/+40.0%。当下美团外卖的渗透率及人均单量仍处于较低水平, 外卖

市场仍有很大的发展空间(下面我们将详细阐述),预计美团外卖收入在未来3年将保持30%左右的CAGR。

竞争格局加剧导致佣金变现率小幅下降,广告变现率快速提升。2019H2 美团外卖佣金变现率同比下降0.3pct至12.5%,佣金变现率的下降主要系竞争格局的加剧,导致美团加大了用户激励并暂缓抽佣率的提升。广告变现率快速提升,2019H2 环比提升0.3pct至1.4%,预计未来广告变现率将持续提升。

3.1.2、日本外卖行业的发展历史与驱动因素

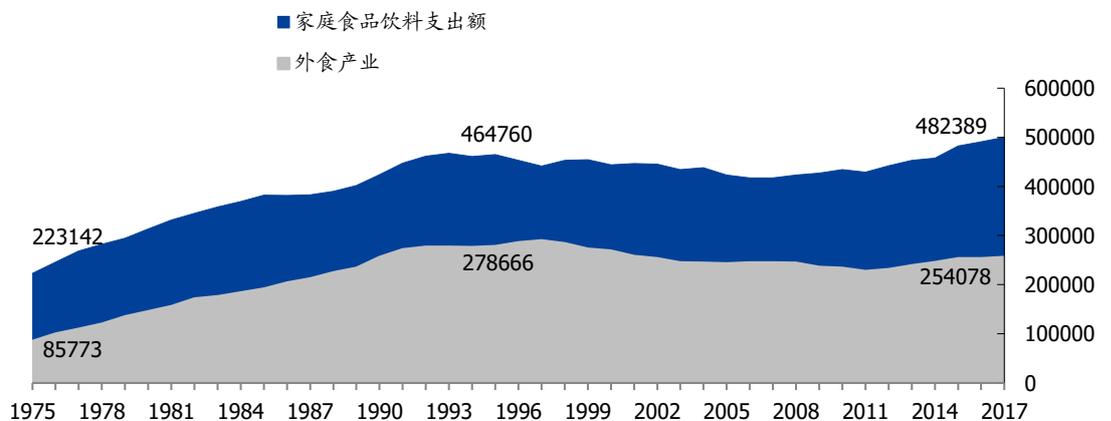
图表 31: 日本饮食业分类

分类	定义
内食	在家里烹饪、食用的行为
中食	非在家中调理而在家中进食的食物,是广义上的外卖,包括外送外卖和自取外卖。
外食	在食堂、餐厅等家庭以外的地方用餐

资料来源: Weblio 辞书、国盛证券研究所

日本的饮食产业可以分为三类:内食、中食和外食。内食即在家里烹饪、食用的食物。外食是指在食堂、餐厅等家庭以外的地方用餐。而中食指的非在家中调理而在家中进食的食物,是广义上的外卖,包括外送外卖和自取外卖。

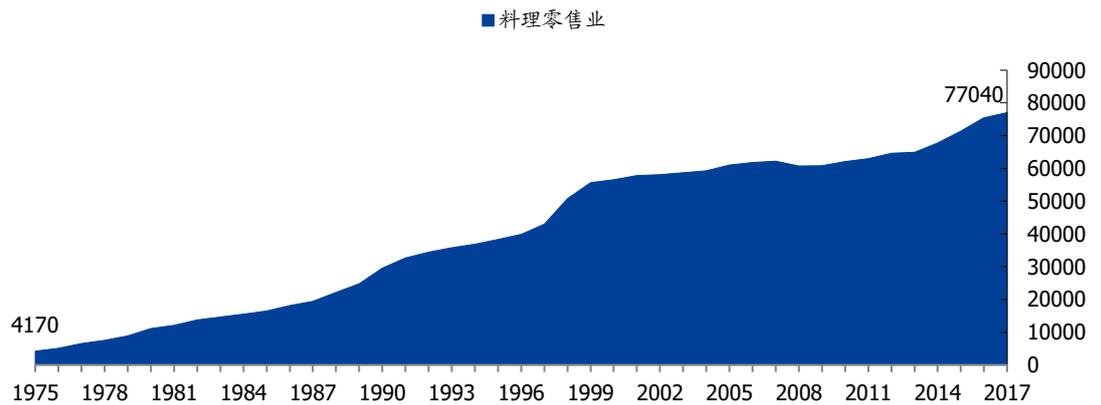
图表 32: 日本外食产业在 20 世纪下半业快速增长(单位: 亿日元)



资料来源: 日本外食产业协会、日本食の安全・安心財団、国盛证券研究所

日本餐饮行业的大发展起步于 20 世纪 70 年代。从 1975 年到 1995 年,日本外食产业从 8.58 万亿增长到 27.87 万亿,期间增长了 225%;而同一时期日本家庭食品饮料的支出而仅增长了 108%。20 世纪 90 年代末,受日本经济泡沫破裂的影响,家庭食品消费额与外食产业增长都出现了停滞。

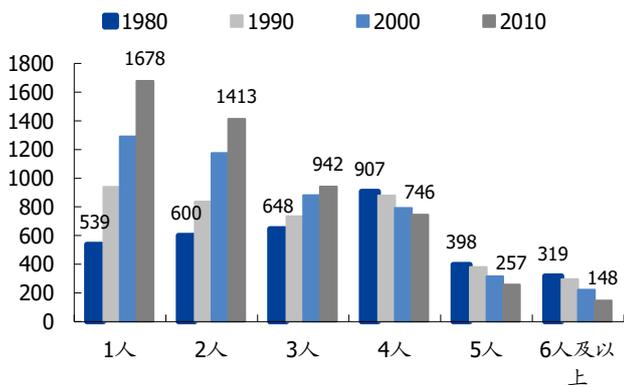
图表 33: 日本料理零售业产业逐年增长 (单位: 亿日元)



资料来源: 日本外食产业协会、日本总务省统计局、国盛证券研究所

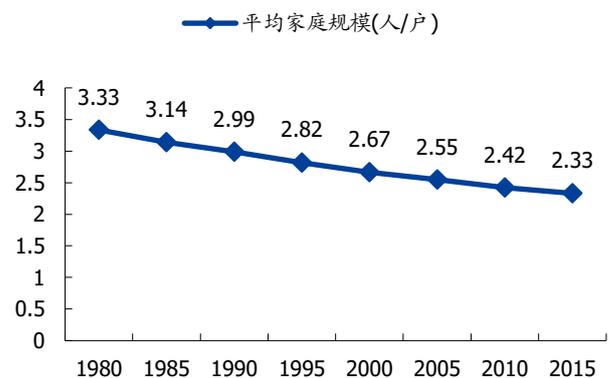
但日本中食产业的发展并没有受到外食产业停滞的不利影响。以料理零售业为代表,在日本经济破灭的 20 世纪 90 年代,日本料理零售业仍稳步增长,到 2017 年达到了 7.7 万亿日元的规模,较 1975 年增长了 17.5 倍。料理零售业指各类餐厅、商店、自动贩卖机出售的熟食制品,可以类比为中食下的自取外卖。

图表 34: 日本各数量人口的家庭数量历年变化 (单位: 万户)



资料来源: 日本总务省统计局、国盛证券研究所

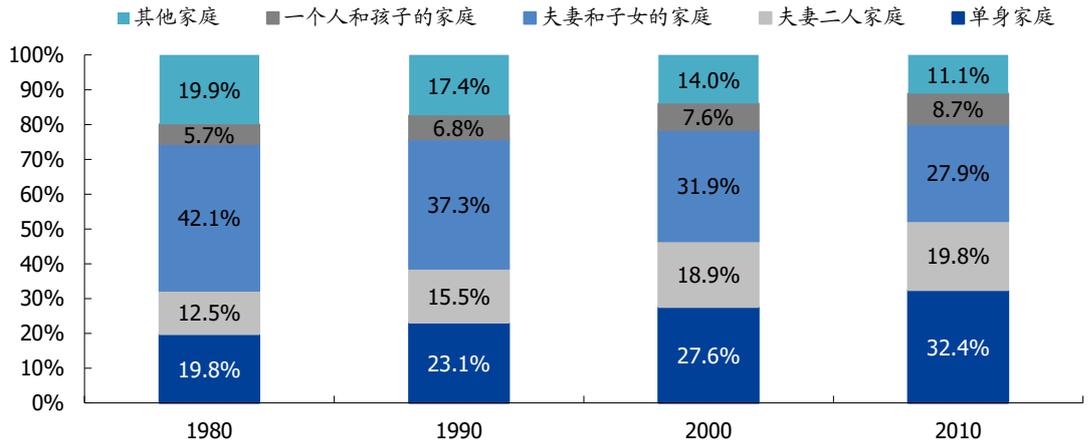
图表 35: 日本平均家庭规模逐年下降



资料来源: 日本总务省统计局、国盛证券研究所

20 世纪日本中食产业的大发展背后的根本驱动因素是日本社会家庭结构的变迁。日本从 1980 年起家庭的居住单位不断变小,小规模家庭不断增多。1980 年日本的单人、双人家庭数量分别有 539、600 万户,到 2010 年增长到了 1678、1413 万户;4 人、5 人家庭在 1980 年分别有 907、398 万户,到 2010 年减少到了 746、257 万户。日本的平均家庭规模由 1980 年的 3.33 人/户降低到了 2015 年的 2.33 人/户。

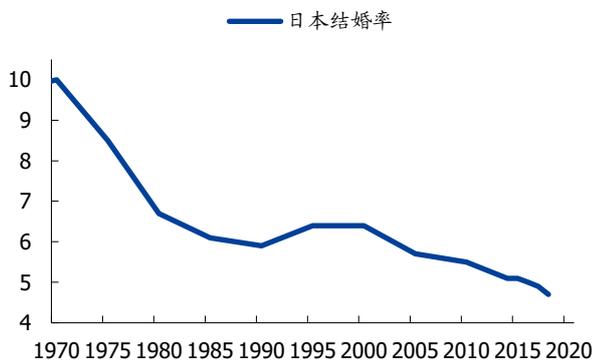
图表 36: 日本各类型家庭情况的历史变迁



资料来源: 日本总务省、国立社会保障·人口问题研究所、国盛证券研究所

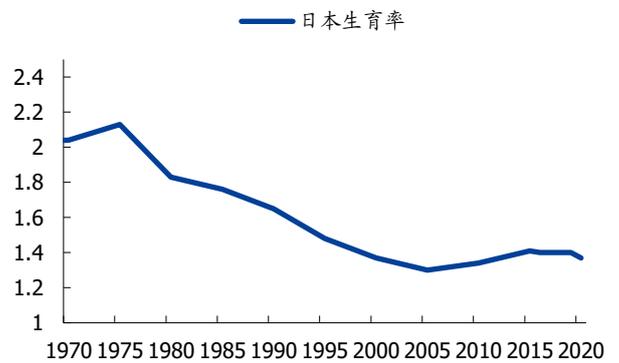
日本单身家庭、二人家庭比例逐步提升。1980年,日本单身家庭、夫妻二人家庭的占比分别为19.8%、12.5%,到2010年占比分别提升到了32.4%、19.8%;而夫妻和子女的家庭、其他家庭的占比在1980年为42.1%、19.9%,到2010年分别降低到了27.9%、11.1%。

图表 37: 日本结婚率不断下降



资料来源: 日本国家统计局、国盛证券研究所 (注: 结婚率为当年每千人中结婚数)

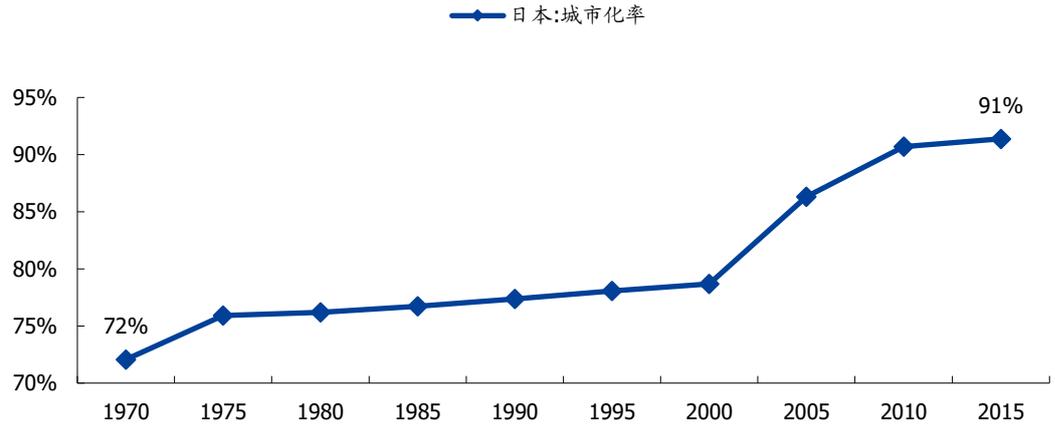
图表 38: 日本生育率不断下降



资料来源: Worldometer、国盛证券研究所 (注: 生育率为每个妇女平均的生育子女数)

日本家庭规模缩小的背后,是单身化、少子化的趋势在推动。日本的结婚率和生育率自1970年起不断下降,结婚率由1970年的10下降至2018年的4.7,而生育率则由1970年的2.04下降至2019年的1.40。

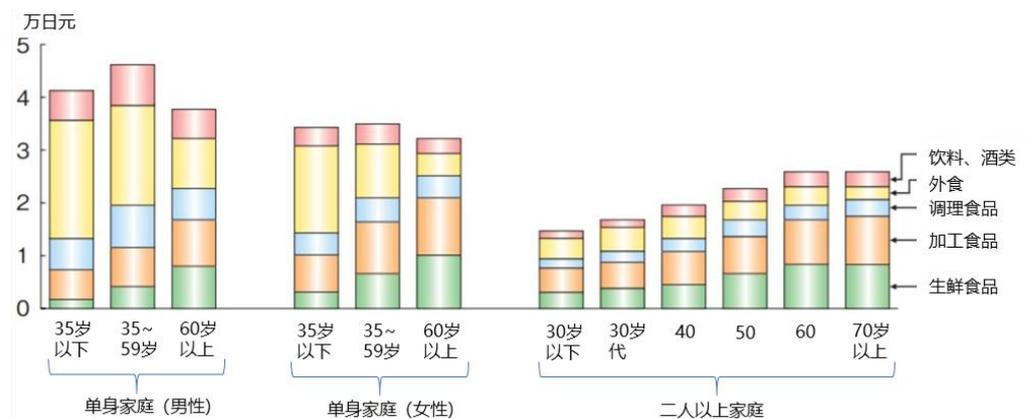
图表 39: 日本城市化率逐年提高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

日本城市化率的提升也是餐饮行业发展的重要推动力。1970年至2015年,日本的城市化率由72%提升到了91%。相较于农村,城市生活节奏更快,收入更高,且餐饮业服务更便捷,因此城市化进程也会促进餐饮行业的发展。

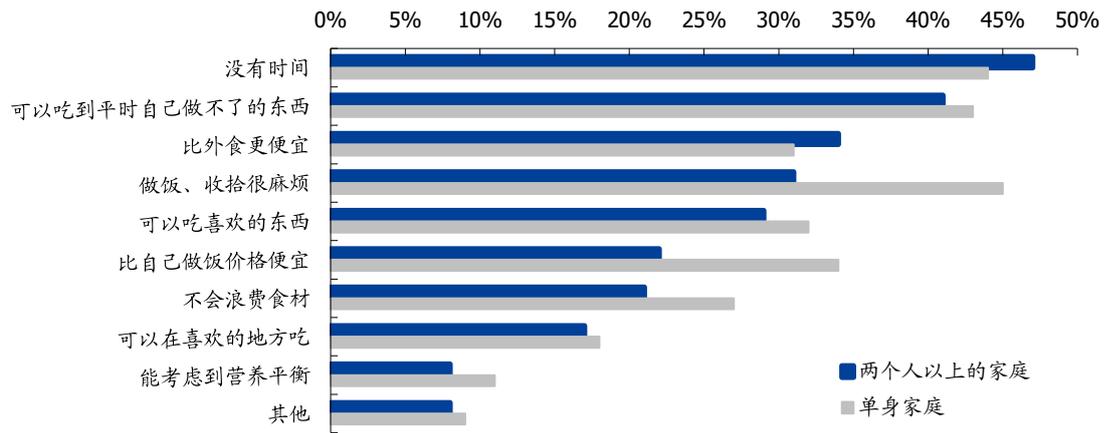
图表 40: 单身人群比非单身人群每个月在外食、料理食品及加工食品上的支出更多



资料来源: 日本总务省、日本农林产业省、国盛证券研究所

单身家庭在外食与中食上的支出显著高于非单身家庭。35岁以下的单身男性的外食+熟食、生鲜食品的平均每人月支出分别约为2.7、0.2万日元,而同年龄段的非单身居民的支出分别为0.65、0.4万元。单身人群更偏好在外就餐和外卖而非在家做饭。

图表 41: 日本农林产业省对购买中食的原因的调查 (2015年)



资料来源: 日本农林产业省、国盛证券研究所

从微观角度看, 便捷、时间、品类和成本是小规模家庭倾向于外卖与中食的主要原因。“做饭、收拾很麻烦”、“没有时间”、“可以吃到平时自己做不了的东西”、“比自己做饭价格便宜”是单身人群选择中食的前四大因素

日本的经验表明, 餐饮业的发展主要由居民收入增长和城镇化驱动, 而中食产业的发展主要由社会家庭结构变迁(平均家庭规模缩小)推动。而日本家庭规模缩小的原因, 则是单身化、少子化导致的。单身家庭的中食比例明显高于二人及以上家庭, 呈现家庭规模越小、中食化比例越高的趋势。日本自 20 世纪 80 年代起平均家庭规模的不断缩小驱动着日本中食产业的持续发展壮大。

3.1.3. 美团外卖产业的市场空间有多大? 驱动力有哪些?

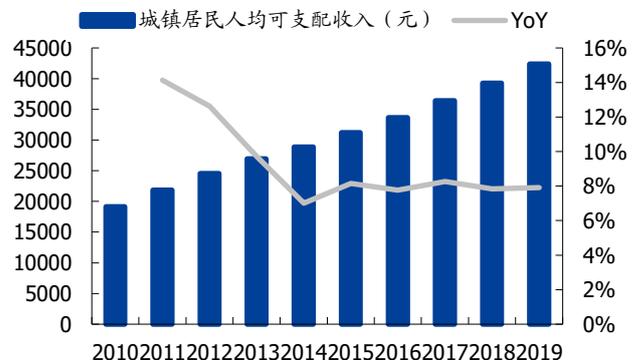
中国目前所处的时期类似于日本 20 世纪 70 年代末, 城市化进程、居民收入增长及家庭规模缩小将继续推动在外就餐、外卖行业持续扩大。中国餐饮及外卖行业未来十年仍将处于快速发展的黄金时期。

图表 42: 中国城市化率正不断提高



资料来源: 统计局、国盛证券研究所

图表 43: 中国城镇人均可支配收入持续增长

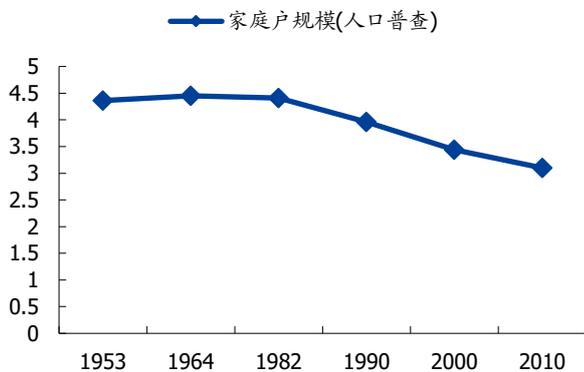


资料来源: 统计局、国盛证券研究所

中国城市化率正不断提高, 居民收入稳步增长。中国城市化率由 2010 年的 49.2% 提升至 2019 年的 60.6%, 但与发达国家 80% 以上的城市化率相比仍处于较低水平。随着各

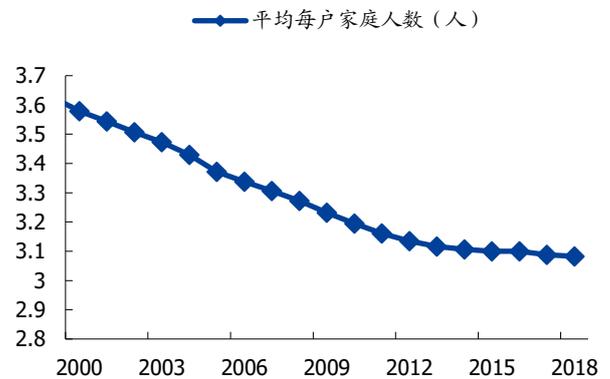
产业的发展，我国居民的人均可支配收入逐年提高，城镇人均可支配收入由 2010 年的 1.91 万元增长至 2019 年的 4.24 万元，CAGR 达 9.2%。

图表 44: 改革开放后中国家庭户规模逐步缩小(人/户)(人口普查)



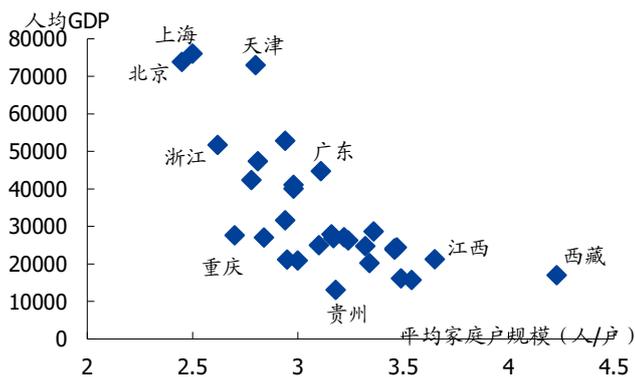
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 45: 近年中国家庭户规模逐步缩小(人/户)(总人口/总户数)



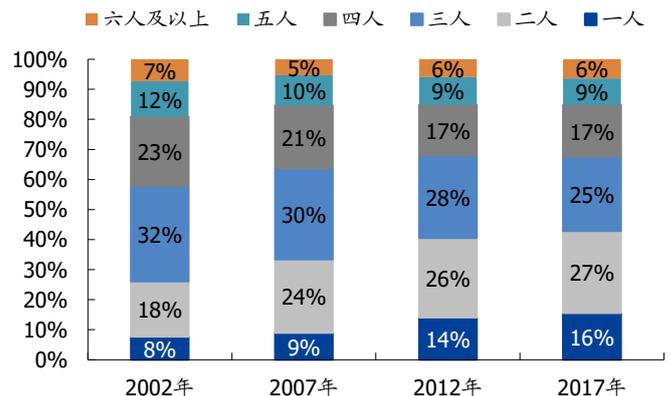
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 46: 人均 GDP 与平均家庭户规模呈现显著的反相关关系(来自 2010 年人口普查)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

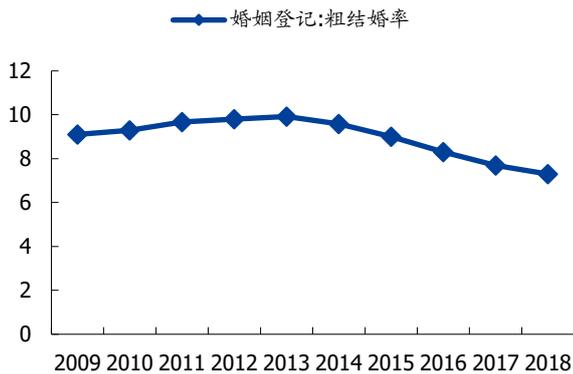
图表 47: 各规模家庭户数占比(来自统计局抽样调查)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

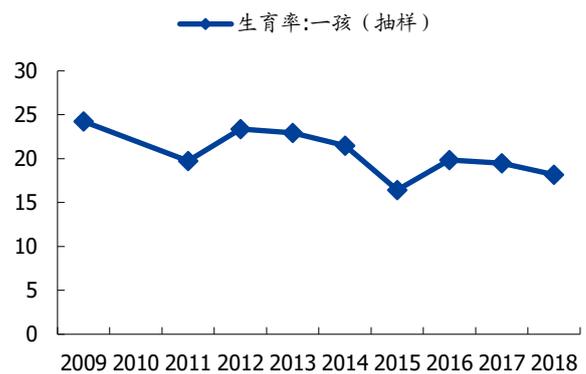
中国平均家庭规模正不断缩小，单身及二人家庭占比提升明显。根据统计局人口普查的数据，中国平均家庭户规模在改革开放后开始变小，1982 年中国每户家庭规模为 4.41 个人，到 2010 年降低到 3.10。而用总人口/总户数计算的平均每户人数的数据显示，中国户均人数由 2010 年的 3.19 人进一步降低至 2019 年的 3.08 人。从 2010 年人口普查的截面数据看，户均规模与经济发展水平呈现显著的负相关关系， R^2 为 0.51。2002 年，我国一人、二人家庭的占比分别为 8%、18%，到 2017 年分别提升到了 16%、27%。而三人、四人家庭的占比则分别从 2002 年的 32%、23% 降低到了 2017 年的 25%、17%。

图表 48: 中国结婚意愿逐步下降 (%)



资料来源: 统计局、国盛证券研究所

图表 49: 中国一孩生育率下降表明中国家庭生育意愿下降 (%)

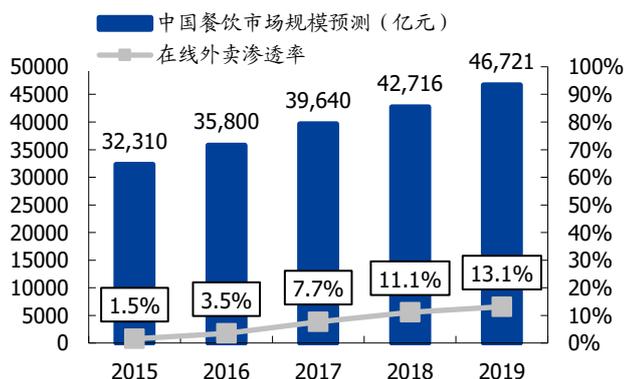


资料来源: 统计局、国盛证券研究所

中国也在面临结婚率下降、生育率下滑的过程。根据统计局的数据, 中国的粗结婚率自 2013 年起持续下滑, 由 2013 年的 9.92% 下降至 2018 年的 7.3%。同时一孩生育率也在持续下降, 由 2009 年的 24.2% 下降至 2018 年的 18.2%, 一孩生育率的下降表明居民的生育意愿在不断降低。

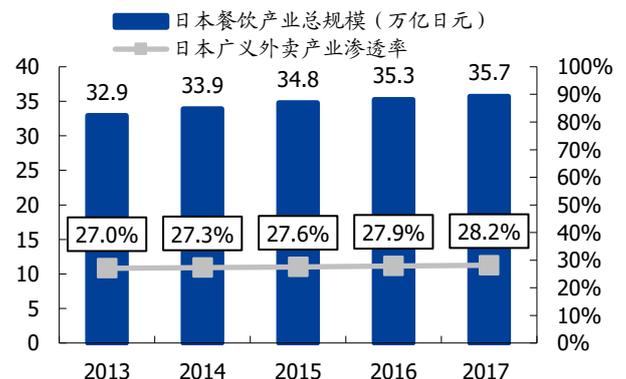
日本的中食产业以自取外卖为主, 而中国的外卖以外送外卖为主。我们认为造成中日外卖形式不同的主要原因在于历史背景和劳动力情况。我国的外卖未来仍将以外送外卖为主。日本经济发展较早, 从 20 世纪 70 年代起居民就对“外卖”产生了需求, 但是那时候的外卖基础设施不完善, 移动电话的普及自 90 年代才开始, 1996 年移动电话普及率才超过 10%。而长期用户习惯形成后, 加上长期发展带来的丰富供给, 再加上劳动力的短缺, 使得日本的自取外卖相对外送外卖一直具有很强的竞争优势。而我国经济起步相对较晚, 在外卖需求出现的时候移动互联网普及率已经超过 80% (2013 年), 便利的基础设施带动供给端的不断丰富, 加上相对廉价的劳动力, 带动了外送外卖的大发展, 同时抑制了自取外卖的崛起。我们认为中国在用户习惯已经形成的背景下, 加上丰富的供给, 未来我国的外卖产业仍将以外送外卖为主。

图表 50: 中国外卖产业渗透率仍处于较低水平



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 51: 日本外卖产业规模渗透率接近 30%



资料来源: 日本饮食安心安全财团、国盛证券研究所

我国餐饮外卖市场近年来快速发展, 但渗透率仍处于较低水平。2019 年我国在线外卖的渗透率为 13.1%, 总产值为 6139 亿元。而日本在 2017 年的广义外卖产业规模已经达到了 10.1 万亿日元, 渗透率达到了 28.2%。

图表 52: 预计中国餐饮业规模在 2028 年达到 8.5 万亿元



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 53: 中国在线外卖市场规模有望在 2028 年达到 2.4 万亿元产值

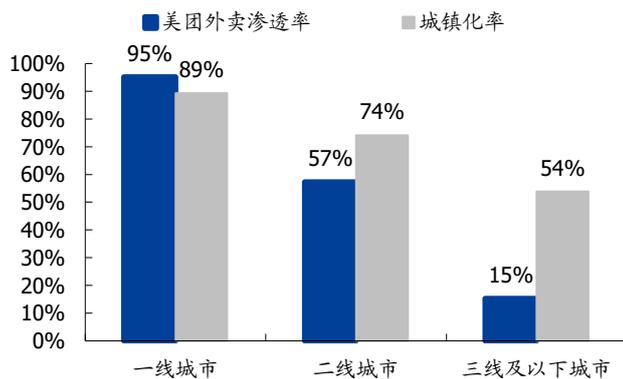


资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

随着餐饮业发展和渗透率提升,我国外卖产业规模在 2028 年有望达到 2.40 万亿。2019 年我国餐饮业规模 4.67 万亿,同比+9.4%。受疫情影响预计 2020 年餐饮业规模将有所下滑,我们假设 2021 年餐饮业规模恢复到 2019 年的水平,随后每年以 9%左右的速度增长,则到 2028 年我国餐饮业产值将达到 8.54 万亿元。假设外卖渗透率以每年 2%左右速度提升,到 2028 年占整个餐饮业的比重为 28.1%,则对应 2028 年的外卖行业产值为 2.40 万亿元。

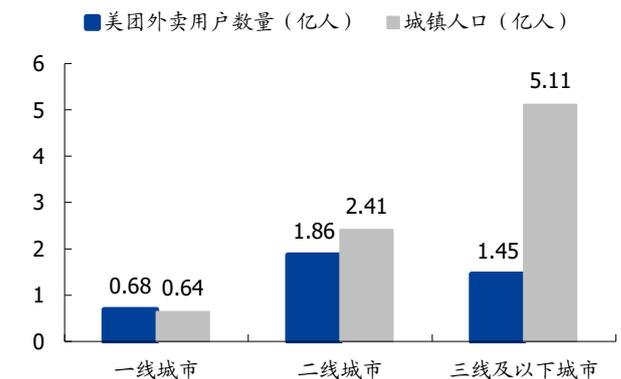
美团外卖 2028 年 GTV 可达 1.56 万亿元,日均单量可达 0.95 亿单。若美团保持目前 65%的市占率,则到 2028 年美团外卖的 GTV 将达到 1.56 万亿元;按 45 元的客单价(剔除配送费,假设客单价每年上涨 1%)计算,则美团外卖在 2028 年的总单量将达到 347 亿单,日均 0.95 亿单。假设 2028 年美团用户规模达到 6.8 亿(目前淘宝的 MAU),对应美团平均每个受众每 7.2 天点一次外卖,平均每人每年点 51.0 单外卖。(2019 年美团外卖活跃用户约 4 亿人,人均每年点 21.8 次外卖,平均每 16.7 天点一次。)

图表 54: 美团在三线及以下城市的渗透率还有很大提升空间 (2019E)



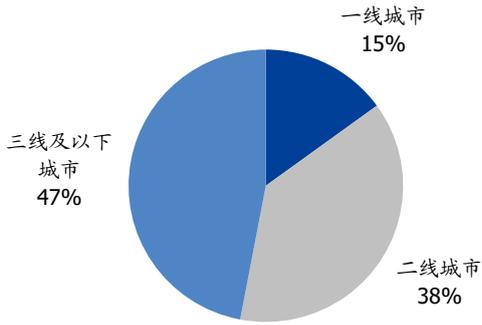
资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

图表 55: 美团在三线及以下城市的用户增长空间广阔 (2019E)



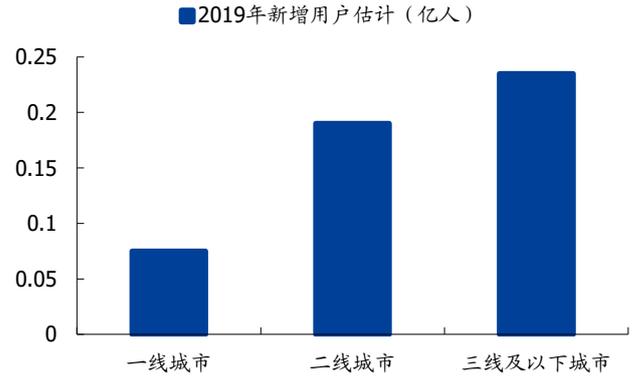
资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

图表 56: 美团外卖新增用户以三线及以下城市为主 (2019E)



资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

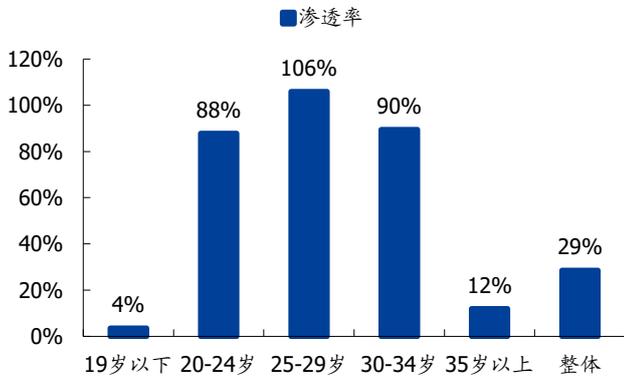
图表 57: 2019年美团三线及以下城市用户增长数量最多



资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

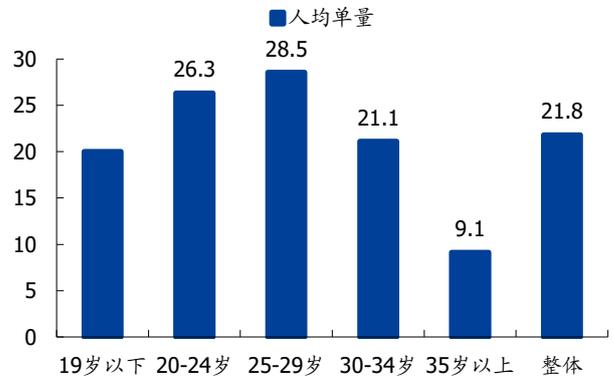
外卖增长驱动力一: 低线城市渗透率提升, 三线及以下城市仍有 3.66 亿的潜在用户。 2019年美团外卖用户规模约4亿, 用户构成中, 高线城市的渗透率明显高于低线城市。其中一线/二线/三线及以下城市渗透率分别为95%/57%/15%。对比城镇化率, 高线城市美团外卖用户的渗透率已趋近饱和, 而低线城市渗透率仍有很大提升空间。以城镇化人口对比, 一线城市已经接近饱和, 二线城市还有0.55亿的潜在用户, 而三线及以下城市的潜在用户规模达到了3.66亿。2019年美团新增用户构成中, 一线/二线/三线及以下城市占比分别为15%/38%/47%, 二线、三线及以下城市分别新增用户约0.19、0.24亿人。

图表 58: 美团外卖不同年龄段人群渗透率



资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

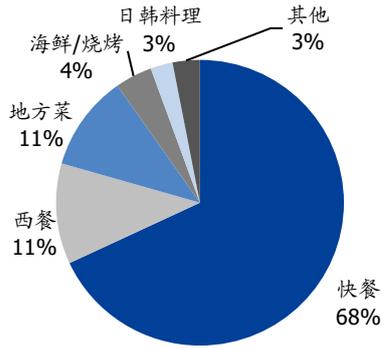
图表 59: 美团外卖不同年龄段人群人均单量 (单)



资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

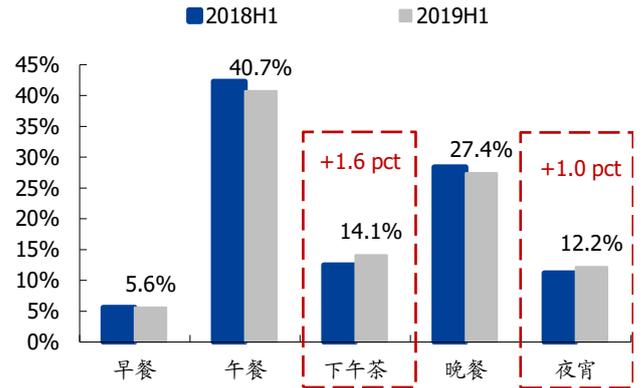
外卖增长驱动力二: 代际驱动外卖人群基数长期持续增长。 目前美团外卖用户以20-34岁人群为主, 20-34岁人群中美团外卖的渗透率达到了95%, 而35岁以上人群的渗透率仅12%。且20-34岁以下人群的25.4的人均单量明显高于35岁以上人群的9.1单。34岁及以下人群在10年前初步步入社会的时候, 移动互联网已经普及, 对移动互联网的依赖度更高, 因此更能接受并使用外卖。未来伴随代际的更替, 目前30-34岁人群在5年后将用户习惯带入35-40岁年龄层, 外卖用户的基数将越来越大。

图表 60: 非快餐品类有很大提升空间



资料来源: Trustdata、美团研究院、国盛证券研究所

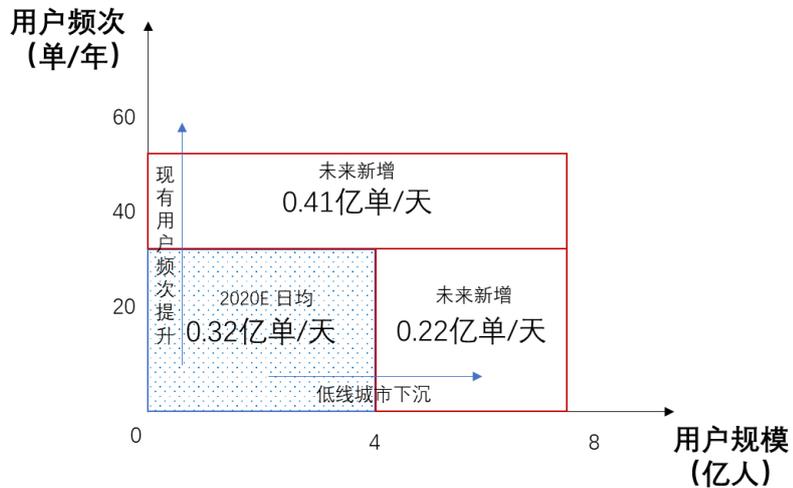
图表 61: 下午茶和夜宵占比提升明显



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所

外卖增长驱动力三: 增加优质供给和丰富场景, 现有用户频次提升。美团外卖的美食品类构成中, 快餐仍是占比最高的, 达到了 **68%**。目前美团希望通过增加优质供给, 来替代用户非快餐的需求, 比如周末家人聚餐原来可能自己做饭, 现在通过为用户提供优质的家常菜+用户习惯的培养来增加非快餐的需求。同时, 美团还在丰富外卖的场景, 大力拓展下午茶、夜宵的消费, 2019H1 美团的下午茶和夜宵占比分别提升了 **1.6pct/1.0pct**。2019 年美团甜品饮料和海鲜烧烤的单量分别增长了 **84%**和 **50%**, 远高于美团外卖单量整体 **36%**的增速。

图表 62: 2028 年美团外卖单量增长构成

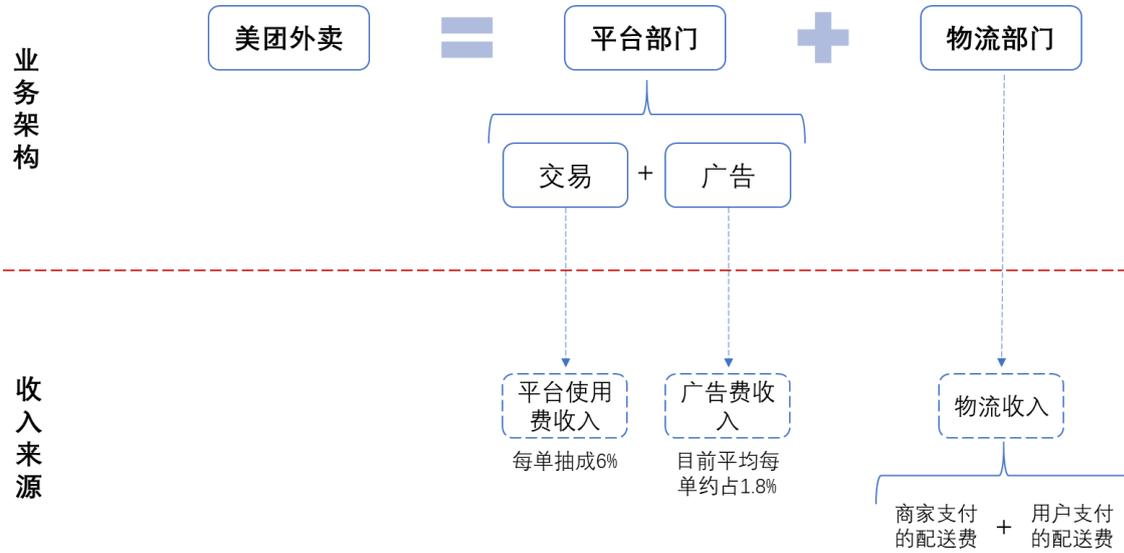


资料来源: 美团年报、招股书、国盛证券研究所预测

美团 2020 年的外卖日均单量在 **0.32 亿单**, 预计到 2028 年达到 **0.95 亿单**, 主要由 **用户规模增长、现有用户频次提升**贡献。根据我们的计算, 预计到 2028 年用户规模增长将贡献 **0.22 亿单/天**的外卖增量, 主要来自低线城市的下沉和代际用户增长; 现有用户频次提升将贡献 **0.41 亿单**外卖/天, 主要来自供给的丰富及习惯的普及。到 2028 年美团外卖的日均单量将达到 **0.95 亿单/天**。

3.1.4、外卖稳态的盈利能力怎样？短期驱动力有哪些？

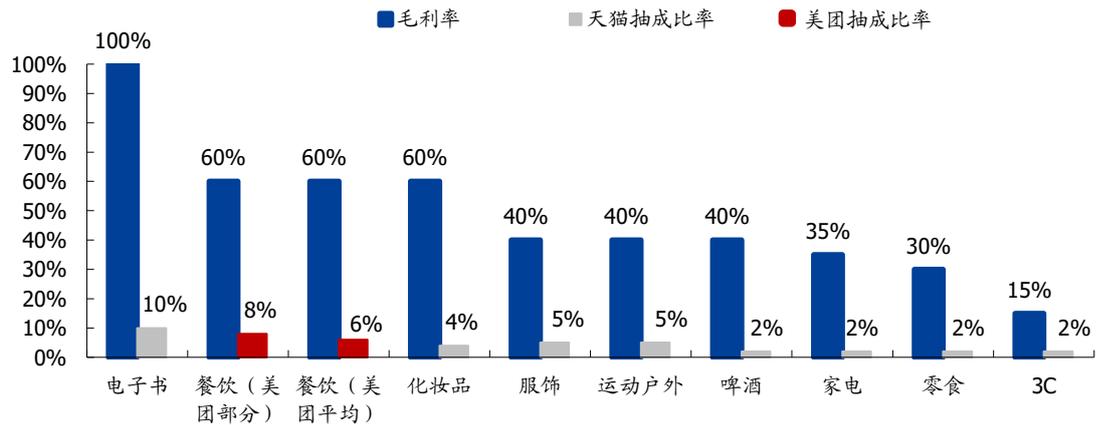
图表 63: 美团外卖业务拆分



资料来源：美团年报、招股书、国盛证券研究所预测

美团外卖分平台部门和物流部门，平台部门负责撮合交易和广告营销，而物流部门负责履约配送。平台部门的收入来自平台使用费和广告费，物流部门的收入来自于美团提供的外卖配送服务。这里我们将美团外卖拆分为平台使用费、广告、物流三个部分来计算美团外卖未来的盈利空间。配送环节目前虽然仍然是亏损的，但由于美团外卖的配送实际上是开放和市场化的，未来利润率将逐步向市场化的盈利水平回归。

图表 64: 各品类商品在天猫上的抽成比例

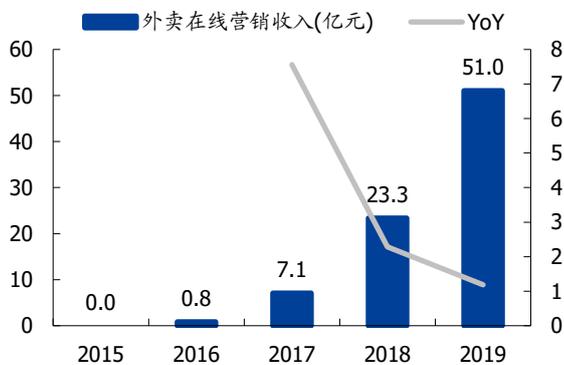


资料来源：天猫官网、Wind、国盛证券研究所

平台使用费的抽成比例仍有小幅提升空间，未来竞争格局缓和后有望进一步从目前的 6% 进一步提升至 7%。平台业务收入来自于平台使用费，收入的合法性来自于平台撮合了买卖双方收取的中介费，抽成比例的高低取决于交易标的毛利率、行业集中度和竞争格局，其中标的毛利率是最重要的因素。交易标的毛利率越高，平台可抽成的比例越高；平台的行业集中度越高，头部平台的抽成比例越高；平台的竞争格局越激烈，抽成比例

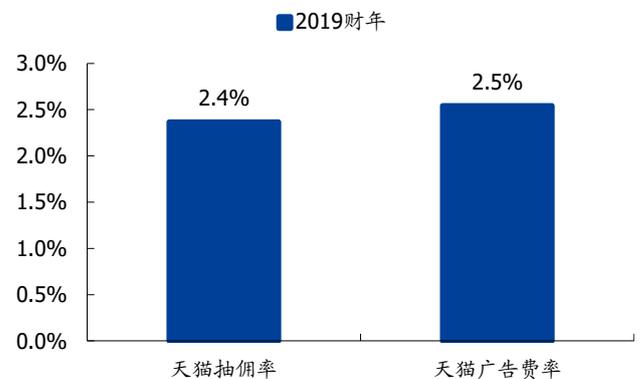
通常越低。目前美团外卖平均的平台使用费为 6%，部分商家为 8%。对比天猫上各品类的佣金比例，我们认为 6%的平台抽佣处于合理水平，体现在：餐饮行业毛利率高，可达 60%，显著高于其他品类；外卖平台行业集中度高，CR2 超过 90%，龙头市占率甚至在进一步提升。目前激烈的市场竞争在一定程度上抑制了平台抽佣的提高；未来随竞争格局的缓和，我们认为美团外卖平台的抽成比例有望进一步提升至 7%。

图表 65: 美团外卖广告收入及增速



资料来源: 美团年报、国盛证券研究所

图表 66: 天猫抽佣及广告费率对比 (占毛 GMV)



资料来源: 阿里巴巴年报、国盛证券研究所

外卖广告才刚刚起步，2019 年占比为 1.8%，仍有很大的提升空间。美团外卖的广告业务尚处于起步阶段，2019 年收入为 51.0 亿元，同比+119%。占毛 GTV 为 1.3%，占净 GTV 约为 1.8% (扣除满减、用户配送费)。参考天猫，天猫目前的抽佣和广告费收入比例接近 1:1，分别占毛 GMV 的 2.4%和 2.5%。若美团的广告费收入也达到和抽佣率同样的水平的话，则对应的长期广告费率可达 6%。

平台使用费和广告费本质上都是平台对商户的佣金抽成，我们认为未来美团抽成比例的提高将以广告为主，未来三年内二者合计占比将由目前的 7.8%提升至 10%以上。对于餐饮单店而言，外卖广告是增量投入；但站在整个行业来看的话，由于需求的总量是固定的，所以一家餐饮做广告带来的增量收入，其实对应的是其他餐厅相应收入的减少。因此站在整个行业的角度看，外卖广告其实也是平台抽佣的一部分。但与直接抽佣不同的是，广告可以起到优化资源配置的作用：将宝贵的流量资源分配给优质的、有能力承担更高抽佣比例的商家，而对普通商家则收取最低的平台使用费。且广告是更温和的抽佣方式，更不容易引起商户的反感，我们认为美团未来抽成比例提升将以广告为主。目前平台使用费+广告费合计抽成比例为 7.8%，我们预计 2023 年左右将提升至 10%，其中平台使用费 6%，广告费 4%。

图表 67: 传统餐厅收入模型

		数额	占比
流水情况	面积	300 m ²	
	人均消费	90 元	
	日客流	150 人	
	日营业额	1.35 万	
月度成本结构	月营业额	40.5 万元	100.0%
	月毛利	24.3 万元	60.0%
	租金	9.0 万元	22.2%
	人员	9.0 万元	22.2%
	水电杂费	0.3 万元	0.7%
	月折旧	1.9 万元	4.6%
	月利润	4.1 万元	10.2%
投资回报	总投资	107.2 万元	
	年净利	49.5 万元	

资料来源: 国盛证券研究所

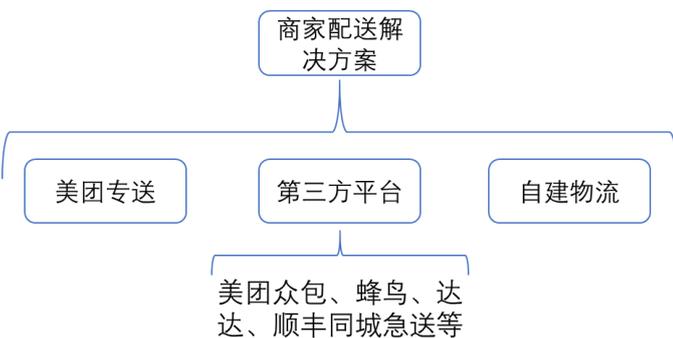
图表 68: 纯外卖店收入模型

		数额	占比
流水情况	面积	30 m ²	
	客单价	20 元	
	日单量	200 件	
	月单量	6000 件	
月度成本结构	月收入	12.00 万元	100.0%
	月毛利	7.20 万元	60.0%
	配送费	1.44 万元	12.0%
	推广	1.20 万元	10.0%
	租金	0.90 万元	7.5%
	人员	1.80 万元	15.0%
	能源+其他	0.60 万元	5.0%
投资回报	月利润	1.26 万元	10.5%
	总投资	10 万元	
	年净利	15.1 万元	

资料来源: 国盛证券研究所

传统餐厅和纯外卖店经营外卖是两种不同的商业模式，10%的平台总抽成处于合理的范围内。传统餐厅收入以线下客流为主，外卖收入属于增量收入，理性情况下只要外卖的毛利能覆盖外卖的总成本（平台抽佣+商家支付的配送费）则餐厅经营外卖就有利可图，此时若外卖总抽成22%（配送费12%+平台和广告合计10%），则餐厅每单外卖仍有38%的毛利率。纯外卖店中，外卖实际上是对堂食租金和部分人工的替代，因此租金和人工的下降幅度，就是外卖总的提点幅度（包含配送费）；对比传统餐厅，纯外卖店合计节省了21.9%的租金和人工成本，若扣掉12%的配送费，则美团总的平台+广告提点空间在9.9%左右。

图表 69: 美团外卖配送的解决方案



资料来源: 国盛证券研究所

图表 70: 快递与即时配送对比

	快递	即时配送
业务侧重	偏重成本	偏重服务
运营难度	相对较低	相对更高
每单毛利率	20%	?

资料来源: 国盛证券研究所

物流业务未来的盈利会是市场化的。决定物流业务盈利能力最重要的点在于，美团外卖的配送环节是否是开放的：若配送环节是开放的，则意味着物流业务只能赚取行业的平均利润；若配送环节是封闭的，则美团的物流业务在平均利润的基础上，还可以赚取垄断的利润。目前美团外卖为商户提供了三种配送解决方案：专送、众包和商家自配，其中专送属于美团自有的配送体系，众包平台虽然也是美团主导搭建的，但其性质实际上

是属于第三方配送平台，而商户还可以选择自建物流，或选择其他第三方平台如蜂鸟、达达、顺丰的同城急送等。由此可以看出美团的配送环节是开放的。且我们认为美团未来也更倾向开放物流环节而不是封闭；此外垄断的利润已经在平台环节赚取过了，不应该在物流环节赚第二道。因此我们认为美团外卖物流业务的利润率会是市场化的。

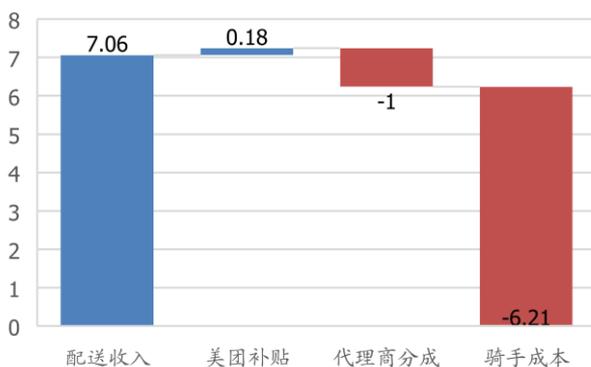
对比快递，我们预计成熟后的即时配送每单毛利率不低于 20%。与快递行业相比，即时配送更重服务属性，而快递更重成本和效率；且即时配送日单量间的波动很大，运力调控难度更大，因此运营难度更大；因此从业务的角度来看，我们认为即时配送的合理毛利率应高于快递。目前快递行业的平均毛利率在 20%左右，预计未来即时配送的毛利率将达到 20%以上（这个毛利是相对每单快递的总收入而言，快递公司需要和加盟商共同分享这 20%的毛利）。

影响产品定价的两个最重要的因素是：需求方愿意支付的价格和供给方提供产品的成本。理想情况下，需求愿意支付的价格大于产品成本，那么产品定价可以定为需求愿意支付的价格（垄断情况下），或者成本加成法（自由竞争情况下）。现实中也可能出现需求方愿意支付的平均价格低于产品成本，这时候为维持合理的回报，供给方仍会选择成本加法定价（如果不能满足一个最低的合理的回报则供给方就会选择退出）；而这个价格大于需求方愿意支付的平均价格，这种情况下一部分需求选择放弃，一部分愿意支付更高价格的需求留下，从而达到一个新的平衡。即这种情况是靠牺牲市场份额来换取供给方的合理回报。

从需求角度看，我们预计需求愿意为每单即时配送支付的价格在 8~10 元左右。同城物流中，即时配送时效性更高，即时配送 30 分钟时效 VS 同城快递 1~2 天的时效；但同城快递配送距离更长，即时配送 3KM 的范围 VS 同城快递 50KM 的配送距离。综合考量，我们预计需求方愿意为即时配送支付的价格与同城快递持平或略低于同城快递。2019 年全国快递单件均价为 11.82 元，但这是 B 端件和 C 端件混合之后的均价，C 端件的价格更高；外卖配送虽然是 B2C，但实际上每个 B 规模都相对较小，现实中更接近快递里的 C2C 件。目前三通一达及顺丰同城快递的 C2C 件报价在 10~12 元之间，因此预计即时配送的需求价格在 8~10 元左右。

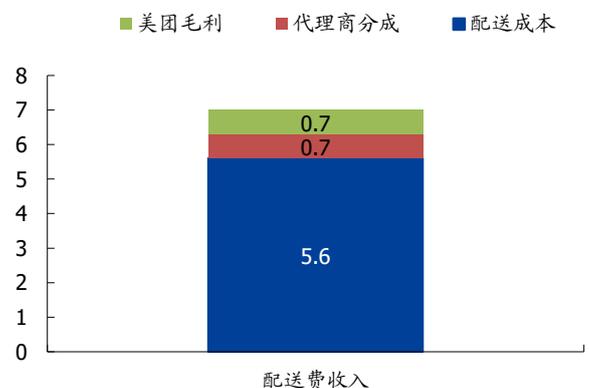
从供给角度看，目前美团外卖的配送成本已经降低至每单 6.21 元左右（不含配送合作商的分成，仅考虑骑手成本）。即时配送行业成熟后的每单成本将取决于配送效率。2019 年美团外卖骑手的收入中位数在 4500 元左右，按一个月工作 25 天计算，则其平均每天收入为 180 元。按目前美团骑手平均每天配送 29 单的效率计算，则单均即时配送的成本为 6.21 元。加上美团目前分配给配送合作商的 1 元，美团外卖 1P 模式下目前每单的物流支出为 7.2 元。

图表 71：2019 年美团外卖物流业务单均配送收入结构（亿元）



资料来源：美团年报、国盛证券研究所测算

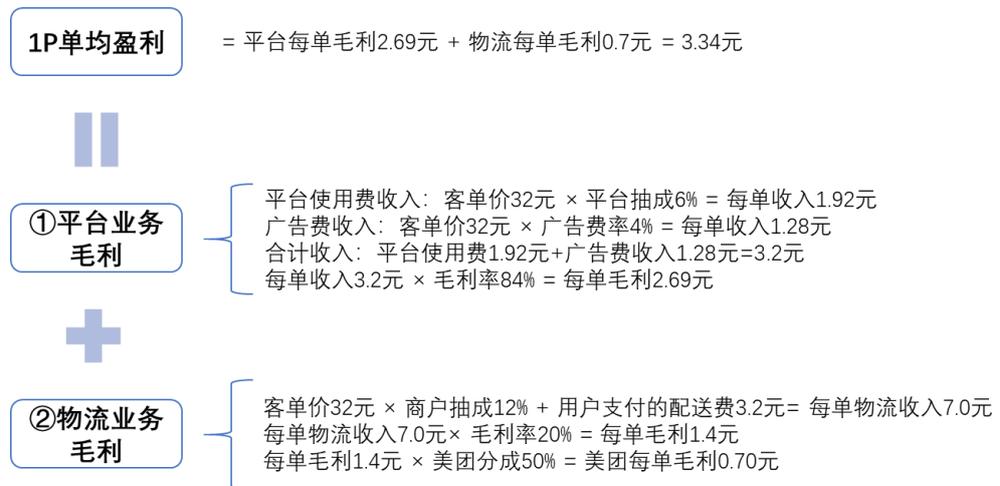
图表 72：2023 年美团外卖配送费收入分配情况（亿元）



资料来源：美团年报、国盛证券研究所测算

我们预计未来美团在外卖配送业务中每单可获得**0.7元**的毛利。目前美团外卖配送业务每单收入7.06元，骑手成本6.21元，毛利率12%，相较20%的合理毛利率还有8%的提升空间。但目前美团把所有物流业务的毛利再加上自己补贴0.18元都给了配送合作商，配送合作商每单能拿到1元的分成。目前美团向配送合作商让利主要是为了吸引合作商合作，鉴于美团对配送合作商的绝对议价能力，我们认为美团未来将合理增加自己分配的比例。我们预计未来美团将会把外卖配送的毛利率由目前的14%提升至20%，将100%分配给配送合作商改为5:5的分成。假如未来每单配送收入由目前的7.2元降低至7.0元，对应的配送成本由目前的6.21元降低至5.6元（仅需降低10%），按20%的毛利率计算则每单外卖配送总的毛利可达1.40元，按5:5的分成，则美团在每单外卖的配送业务中将获得0.7元的毛利。

图表 73: 美团 1P 单均盈利模型



资料来源: 美团年报、招股书、国盛证券研究所预测

预计美团未来**1P模式**下单均毛利可达**3.34元**。根据我们在上面的计算，按每单32元的净客单(不含用户配送费)计算，美团每单外卖可收入平台使用费1.92元(抽成6%)，广告费1.28元(抽成4%)，按保持84%的毛利率不变计算，则每单平台使用费+广告费合计毛利为2.69元；加上物流部分美团每单0.70元的毛利，则美团1P模式下每单可赚取3.34元的毛利。

图表 74: 1P 模型下单均模型及美团毛利合计计算 (除非特别声明, 否则单位为: 元)

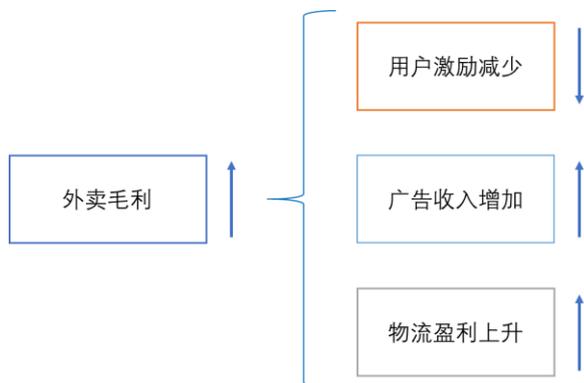
		2019	2023	2028	备注	
单均模型	订单收入构成	用户实付 (不含配送费)	32.0	32.0	32.0	
		用户配送费	3.2	3.2	3.2	
		满减	10.8	10.8	10.8	
		毛客单	46.0	46.0	46.0	不考虑 CPI, 假设客单价保持稳定
	商户抽成	用户实付	32.0	32.0	32.0	
		平台使用费抽成	6.0%	6.0%	6.0%	
		商家配送费抽成	12.0%	12.0%	12.0%	
		平台使用费收入	1.92	1.92	1.92	
		商家配送费收入	3.84	3.84	3.84	
	物流环节	用户配送费收入	3.22	3.22	3.22	
		商家配送费收入	3.84	3.84	3.84	
		配送费收入合计	7.06	7.06	7.06	
		配送费支出	7.24	6.36	6.36	
		毛利	-0.18	0.70	0.70	物流毛利回归正常水平
	平台使用费	平台使用费收入	1.92	1.92	1.92	
		补贴 (收入递减部分)	1.21	0.7	0.3	2019 年总补贴率 3.5%, 2023 年下降至 2%, 2028 年下降至 1%
		平台使用费净收入	0.71	1.23	1.58	
		毛利率	83.7%	84.0%	84.0%	
		毛利	0.40	0.92	1.27	
	广告费	净客单	32.0	32.0	32.0	
广告费率		1.8%	4.0%	4.0%	由 19 年的 1.8% 提升至 23 年的 4%	
广告费收入		0.59	1.28	1.28		
毛利率		83.7%	84.0%	84.0%		
毛利		0.49	1.08	1.08		
毛利合计	每单毛利合计	0.71	2.70	3.04		
毛利合计	单量 (亿单)	总单量	87	193	347	
		1P 单量	57	125	226	
		3P 单量	31	67	121	
	毛利合计 (亿元)	物流毛利合计	-10.2	87.6	157.9	
		1P 平台费毛利合计	22.7	115.5	286.0	
		3P 平台费毛利合计	47.0	104.2	187.7	3P 客单相对少一些
		广告毛利合计	42.7	207.1	373.1	
	毛利总计	102.3	514.5	1004.6		

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所 (注: 这里计算的 2023 年毛利略低于下面盈利预测的毛利, 是为便于对比, 这里我们假设客单价不变; 而在盈利预测中, 我们假设客单价每年提升 1%)

2019 年美团外卖物流业务仍是亏损的, 同时外卖补贴降低了平台使用费的实际盈利。随着物流盈利向市场化水平回归, 加上平台补贴逐步降低, 美团外卖的毛利将从 2019 年的 102.3 亿增长到 2023 年的 514.5 亿元, 到 2028 年进一步增长至 1004.6 亿元。2019 年美团外卖的毛利 102.3 亿元, 构成为: 物流-10.2 亿元, 1P 平台费毛利 22.7 亿元, 3P 平台费毛利 47.0 亿元, 广告毛利 42.7 亿元。我们预计到 2023 年, 公司的物流业务盈利将回归至市场化水平, 达到 0.70 元/单 (19 年为-0.18 元/单); 外卖总补贴从 2019 年的 3.5% 下降至 2023 年的 2%, 带动 1P 平台费毛利增长至 0.92 元/单 (19 年为

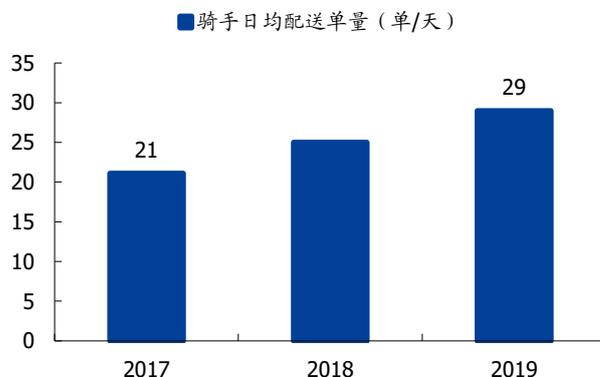
0.40元/单);广告变现率由2019年的1.8%提升至4%,毛利增长至1.08元/单(19年为0.49元/单);1P模式下总毛利增长至2.70元/单(19年为0.71元/单)。加上单量的增长,美团外卖总毛利在2023年将达到514.5亿元。

图表 75: 外卖盈利短期驱动因素



资料来源: 国盛证券研究所

图表 76: 骑手配送效率逐年提升



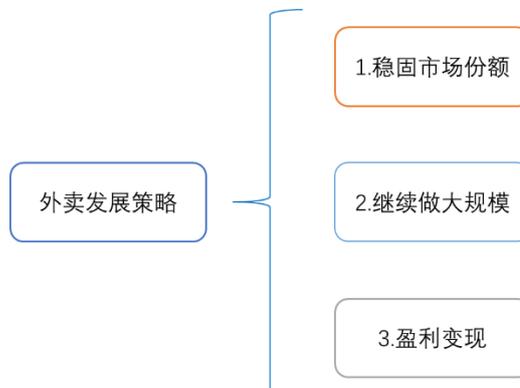
资料来源: Trustdata、国盛证券研究所测算(注:日均配送单量=日单量/骑手DAU)

短期美团外卖毛利增长的驱动力包括: 用户激励下降、广告提成增加和物流盈利上升。

① 2019年美团外卖的补贴率达到了3.5%,较2018年的1.2%提升了2.3pct,主要是受竞争加剧的影响。补贴是竞争对手为抢占市场的短期行为,在竞对发现补贴获得的用户无法对平台产生忠诚度后会逐步降低补贴水平。②目前美团外卖广告仍处于起步阶段,2019年同比增长了119%。2019年外卖广告变现率仅1.8%,未来三年有望提升至4%。③2019年美团在外卖物流上仍是亏损的,所有的毛利都分配给了配送合作商。我们认为未来美团会将配送业务的毛利分成由目前的100%给合作商改为50%:50%;此外物流毛利率目前为12%,未来将提升至20%的市场化水平。毛利率的提升可以靠涨价和降低成本,我们认为美团更倾向于降低成本的方式提高毛利率。订单密度提升及技术进步(算法优化)会带来配送效率提升,带动单均配送成本的下降,目前美团骑手的配送效率每年在以15%左右的速度提升。

3.1.5、外卖业务的发展策略和盈利预测

图表 77: 美团外卖业务的发展策略



资料来源: 国盛证券研究所

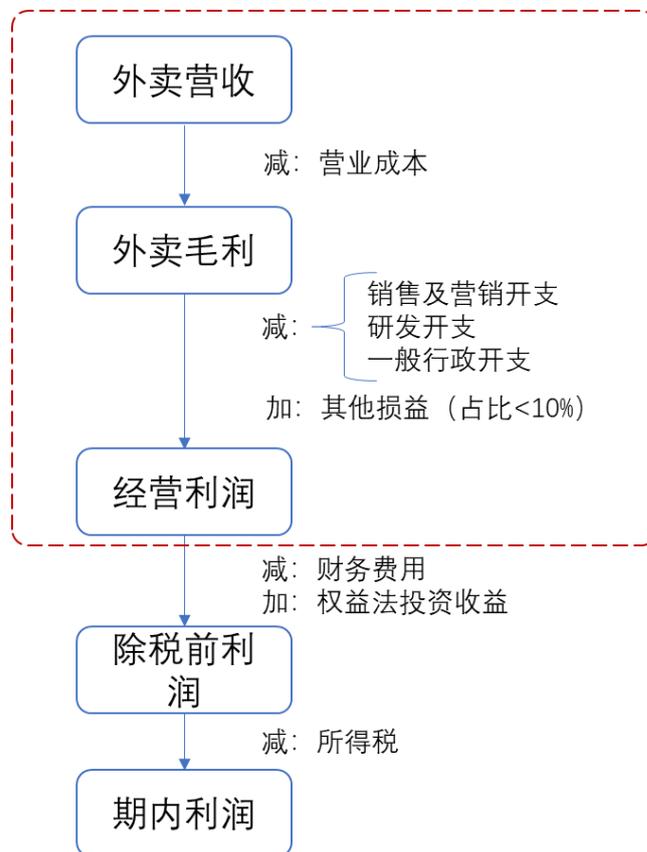
美团外卖业务的发展策略（分先后）：第一是稳固市场份额，第二是继续做大规模，第三是盈利变现，为新业务输血。

①**稳固市场份额**。美团外卖已经成为美团体系最重要的流量来源，外卖业务的好坏涉及整个大美团体系的兴衰，因此市场份额对美团而言是最重要的事情。外卖可以不盈利，可以增速慢一些，但是市场份额不能掉。

②**继续做大规模**。外卖业务本身贡献了、并蕴含着巨大的流量。按转换率 50% 估算，外卖业务为美团 APP 贡献了 3400 万的 DAU，占美团 APP+大众 DAU 的比重超过 50%。我们在前文已经阐述了，美团外卖的日单量在可预见的未来里总量可达到 0.95 单/天的规模，同样按 50% 的转换率倒推 DAU 达 1.9 亿，而目前美团+大众合计的 DAU 在 0.63 亿，意味着外卖业务里本身就蕴含着巨大的流量。未来持续开采外卖这个大金矿里的流量价值仍是美团发展的重中之重。

③**盈利变现，为新业务输血**。一方面，外卖已经到可以盈利的时点：在低线城市美团的市占率已经占据绝对的领先，市占率超过 80%，在大部分一二线城市美团的市占率也处于领先的状态；另外单量规模已达一定规模，单均成本已经降低至接近合理的水平，且仍在持续下降。另一方面，不断扩大的业务战线亦亟需新的现金牛输血，仅靠到店酒旅的贡献已经不能满足美团在新业务上的投入需求。

图表 78: 美团外卖业务财务拆分



资料来源：美团年报、招股书、国盛证券研究所

在上面，我们已经测算出外卖业务每单的毛利。要衡量外卖业务的盈利情况，最重要的指标是经营利润；而从毛利到经营利润，主要要观测的是三大费用：销售营销开支、研发开支和一般行政开支。其他损益占比很小，且是非经常性的损益，因此不属于观测的对象。有了经营利润，很快就能得到最终的税前利润和期内利润。

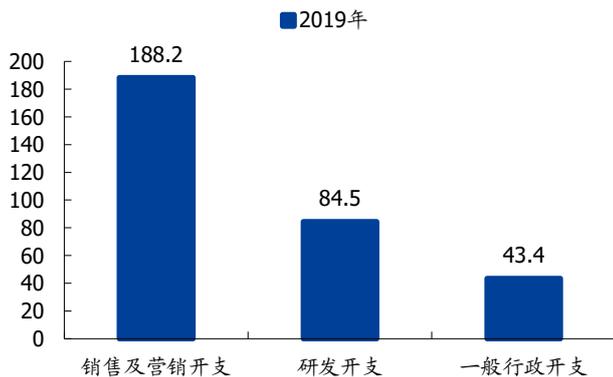
图表 79: 美团外卖单量及 GTV 预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
中国餐饮市场规模预测 (亿元)	32,310	35,800	39,640	42,716	46,721	35,041	46,955	51,650	56,299
YoY		10.8%	10.7%	7.8%	9.4%	-25.0%	34.0%	10.0%	9.0%
中国在线外卖市场规模 (亿元)	492	1,260	3,050	4,746	6,139	7,121	9,258	11,572	13,887
YoY		156.1%	142.1%	55.6%	29.4%	16.0%	30.0%	25.0%	20.0%
在线外卖渗透率	1.5%	3.5%	7.7%	11.1%	13.1%	20.3%	19.7%	22.4%	24.7%
美团外卖 GTV (亿元)	156	587	1,711	2,828	3,927	4,644	5,999	7,506	9,015
美团订单量 (亿单)	6	16	41	64	87	102	131	162	193
美团市场占有率	32%	47%	56%	60%	64%	65%	65%	65%	65%

资料来源: 统计局、艾瑞咨询、国盛证券研究所

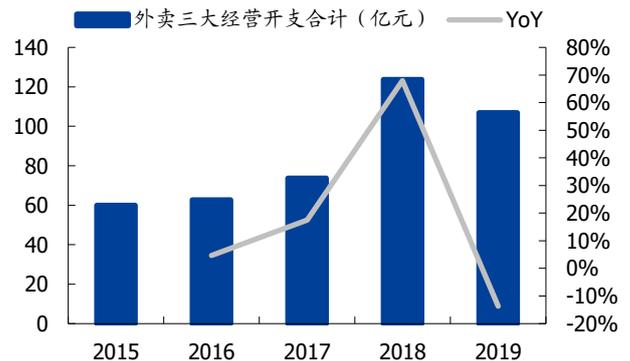
美团外卖单量及 GTV 预测依据如下: ①假设餐饮业规模于 2021 年恢复到 2019 年的水平, 随后以 9%左右的速度增长; ②在线外卖渗透率按 2%-3%左右的速度提高; ③美团市占率保持稳定, 客单价基本稳定。基于以上假设, 我们预测得到美团 2021/22/23 年订单量分别为 131/162/193 亿单。

图表 80: 2019 年美团三大营业开支情况 (亿元)



资料来源: 美团年报、招股书、国盛证券研究所测算

图表 81: 外卖三大经营开支合计 (亿元)



资料来源: 美团年报、招股书、国盛证券研究所测算

2019 年美团三大经营开支合计 316.0 亿元, 其中销售及营销开支 188.2 亿元, 研发开支 84.5 亿元, 一般行政开支 43.4 亿元。由于美团没有公布三大细分板块的三费开支, 我们用毛利-经营利润的方式倒推测算得到 2019 年外卖业务三大经营开支合计约为 107 亿元。

图表 82: 美团点评销售及营销开支的明细 (亿元)

销售及营销开支明细	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
雇员福利开支	18.2	33.9	34.7	51.0	59.0
交易用户激励	39.3	26.2	42.1	54.0	81.5
推广及广告	10.4	17.4	22.8	33.0	21.3
其他	3.5	5.9	9.5	20.7	26.7
总计	71.4	83.4	109.1	158.7	188.2

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

图表 83: 美团点评研发开支的明细 (亿元)

研发开支的明细	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
雇员福利开支	10.7	21.6	34.1	66	78
租金、设施及公共事业费	0.6	0.8	1.0		
物业、厂房及设备折旧	0.3	0.3	0.3		
其他	0.5	0.9	1.1		
总计	12.0	23.7	36.5	70.7	84.5

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

图表 84: 美团点评一般及行政开支的明细

一般及行政开支的明细 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
雇员福利开支	24.7	7.2	13.0	25	29.0
附加税费	0.2	1.0	2.2		
无形资产摊销	0.4	1.5	1.6		
租金、设施及公共事业费	1.2	1.5	1.0		
呆账拨备	0.6	2.8	0.6		
专业费	1.3	0.4	0.6		
其他	0.7	2.8	2.7		
共享单车无形资产减值拨备				13	
摩拜海外重组减值拨备				4	
总计	29.1	17.2	21.7	58.3	43.4

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

图表 85: 2019 年美团三大经营开支重新分类

费用方向	记录科目	是否随营收增长	经营杠杆	2019 年规模 (亿元)	占比
全国 3 万多 BD 及营销人员的报酬	销售及营销开支-雇员福利开支	由于 BD 同时承担了商家维护的工作, 而且平台上每年都有 30% 的商户更替, 所以预计 BD 人员规模至少不会缩减; 但增长慢于营收, 占比将降低	中	59.0	18.7%
记入销售费用部分的用户补贴	销售及营销开支-交易用户激励	通常按比例做预算, 有较强的主观性	低	81.5	25.8%
相关 APP 的产品的推广和广告费用	销售及营销开支-推广及广告	有较强的主观性	中	21.3	6.7%
其他销售费用, 如销售人员招待费, 差旅费等。	销售及营销开支-其他	同 BD 人员规模	中	26.8	18.7%
APP、网站的开发维护, 算法、技术的研发, 主要体现为研发人员报酬	研发开支-雇员福利开支	APP 和网站的开发维护成本相对固定, 新技术的研发有较强的主观性	高	77.9	24.6%
研发人员的工作场所租金、折旧, 相关设备开支折旧等	研发开支-其他	相对固定	高	6.6	2.1%
后台及行政人员报酬	一般行政开支-雇员福利开支	相对固定	高	29.0	9.2%
相关办公场所、设备场所租金、日常水电开支, 物业折旧等	一般行政开支-无形资产摊销/租金、设施及公共事业费	相对固定	高	13.0	4.1%
专业费, 如审计费, 律师费, 咨询费等	一般行政开支-专业费	相对固定	高	1.0	0.3%
合计				316	100%

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

要测算外卖业务的经营杠杆有多大, 我们需要知道外卖业务究竟有哪些经营开支。我们参考美团公司整体的三大经营开支和业务经营情况来推测外卖业务的经营开支。

我们先对美团的三大经营开支进行重新分类, 转换成更加便于业务理解的形式, 以观测相关费用的经营杠杆的大小 (即是否随营收等比例增长/还是绝对值相对固定, 占比随营收增长而降低)。三大经营开支下的主要费用包括: ①全国 3 万多 BD 及营销人员的报酬, 由于 BD 同时承担了商家维护的工作, 而且平台上每年都有 30% 的商户更替, 所以预计 BD 人员规模较难大规模缩减; 但随效率提升, 预计 BD 规模增速会慢于营收增速, 占比将降低。实际来看, 美团 2018 年到 2019 年 BD 规模仅小幅增长。②记入销售费用部分的用户补贴, 这部分取决于竞争格局和主观意愿, 通常按营收的比例做预算, 短期内经营杠杆较低。③相关 APP 的产品的推广和广告费用, 美团可根据规划自行决定投放规模, 有较强的主观性。④其他销售费用, 如销售人员招待费, 差旅费等, 这部分变化与 BD 规模正相关。⑤研发费用, 后台行政费用, 经营杠杆高, 绝对数额相对固定或小幅增长。

图表 86: 外卖业务经营开支构成 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	备注
BD 及营销人员报酬	24	24	26	29	32	35	按年 10% 的速度增长
交易用户激励	24	24	24	25	25	30	补贴率逐步降低至 2023 年的 2%
营销广告费	20	7	7	7	7	7	在超级平台战略下, 广告支出需求会越来越低
其他销售费用	10	11	12	13	14	16	同 BD 规模
研发费用	27	28	29	31	32	34	按年 5% 的速度增长
行政费用	13	13	14	14	15	16	按年 5% 的速度增长
合计	118	107	112	120	126	138	
YoY		54.6%	-9.3%	5.2%	6.8%	5.2%	

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

我们测算 2019 年外卖业务的经营开支构成如上表。预计未来几年, 外卖业务将有很强的经营杠杆, 经营开支将以每年 7 亿左右的规模缓慢增长。具体开支明细变化如下: 由于外卖注册商户的渗透率已经很高, BD 及营销人员规模预计未来不会大幅增长; 交易用户激励按每年 0.5% 的速度下降至 2023 年的 2%; 随美团在流量战略上的布局, 外卖的营销广告需求实际上是在降低的; 其他销售费用同 BD 规模变化; 研发费用和行政费用维持小幅增长的态势。预计 2021/22/23 年美团外卖的经营开支总额分别为 120/126/138 亿元。

图表 87: 外卖业务经营利润 (亿元)

外卖	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
毛利	17	53	102	142	250	382	538
经营开支	76	118	107	112	120	126	138
经营利润	-59	-65	-4	32	131	256	401
YoY		-10%	93%	808%	308%	96%	57%

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所预测

我们在前面预测了外卖业务在 2023 年毛利将达到 538 亿元。用毛利减去经营开支后, 我们就得到了外卖业务的经营利润, 我们预计 2021/22/23 年美团外卖的经营利润分别为 131/256/401 亿元。

3.2、到店酒旅业务

到店酒旅业务分到店业务和酒店预订两个细分业务, 下面我们将对两个业务分别展开进行研究和分析。

3.2.1、到店业务发展概况

图表 88: 公司到店业务经营简况

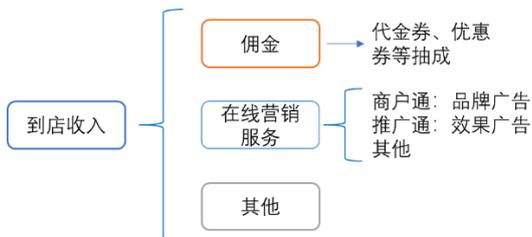
	2015	2016	2017	2018	2019
GTV (亿元)	1140	1366	1216	1234	1435
YoY		19.8%	-11.0%	1.5%	16.3%
收入 (亿元)	30.1	56.0	81.4	118.1	162.2
YoY		86.1%	45.3%	45.1%	37.4%
其中:					
佣金收入 (亿元)	26.6	34.5	44.2	50.1	56.3
YoY		29.7%	28.1%	13.2%	12.3%
在线营销收入 (亿元)	3.5	21.1	36.5	67.3	105.2
YoY		512.0%	72.7%	84.5%	56.1%
其他服务收入 (亿元)	0.02	0.37	0.67	0.63	0.80
综合变现率	2.64%	4.10%	6.69%	9.57%	11.50%
其中:					
佣金变现率	2.3%	2.5%	3.6%	4.1%	3.9%
在线营销变现率	0.3%	1.5%	3.0%	5.5%	7.3%
其他服务变现率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利 (亿元)	24.2	47.4	71.8	105.1	143.8
YoY		95.9%	51.6%	46.2%	36.9%
毛利率	80.4%	84.6%	88.3%	89.0%	88.6%

资料来源: 公司年报、招股书、国盛证券研究所

到店收入稳步增长, 广告驱动变现率提升。2019 年美团到店业务实现 GTV1435 亿元, 同比+16.3%; 收入 162.2 亿元, 同比+37.4%; 整体变现率 11.5%, 同比提升 1.93pct。收入增长和变现率提升主要由广告驱动, 广告收入由 2018 年的 67.3 亿元增长至 2019 年的 105.2 亿元, 同比+56.1%, 对应的广告变现率由 2018 年的 5.5% 提升 1.8pct 至 2019 年的 7.3%。毛利率基本稳定, 毛利增长 36.9% 至 2019 年的 143.8 亿元。

3.2.2、到店业务的本质: 商家的营销工具

图表 89: 到店业务收入构成



资料来源: 美团季报、招股书、国盛证券研究所

图表 90: 2019Q4 到店业务收入构成

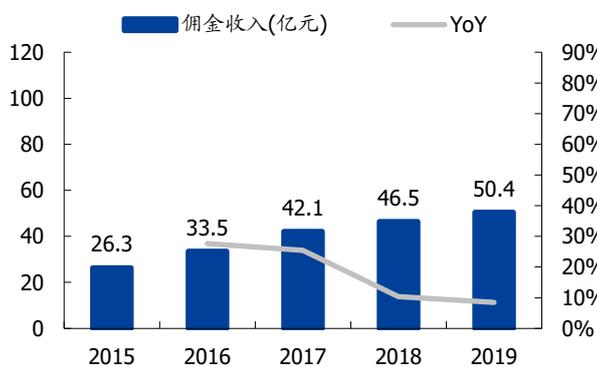


资料来源: 美团季报、招股书、国盛证券研究所

美团的到店业务收入分佣金、在线营销服务和其他。其中，佣金收入主要来自于美团及大众点评平台上售出的代金券、套餐及优惠买单的佣金抽成，抽成比例根据不同城市不同门店在5%-10%左右。在线营销服务包括商户通、推广通和其他营销产品：商户通是一款品牌广告产品，按年费收入，为商家提供各类线上店铺特色服务和品牌形象展示的工具合集；推广通属效果广告，是一款CPC产品，商家通过竞价来购买美团和大众点评APP上的特定的店铺排位，按用户点击次数收费；其他产品还有霸王餐、品牌秀，关键词等。

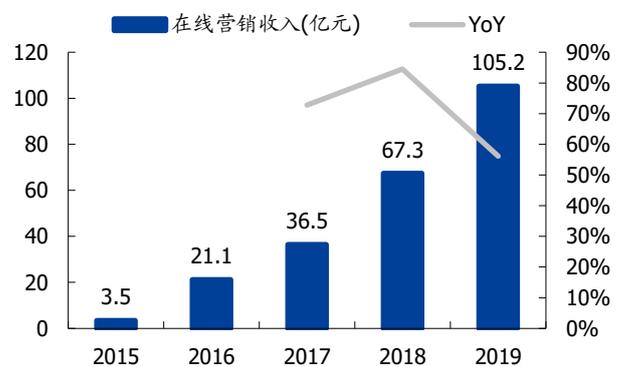
收入构成按商家类型看，可分为到店餐饮和到店综合。到店餐饮收入占比约40%，到店综合收入占比约60%，包括医美、美业、休闲娱乐、亲子、婚庆等。按收入类型看，分佣金和广告，佣金占比30%，广告占比70%，其中广告收入又分年费（占35%）、CPC广告（50%）和其他（15%）。

图表 91: 美团到店业务佣金收入 (亿元)



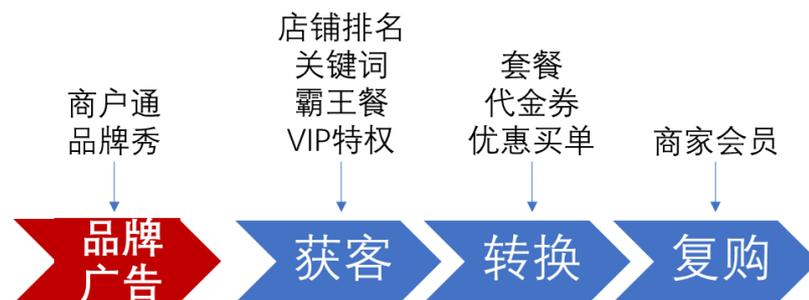
资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

图表 92: 美团到店业务广告收入 (亿元)



资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

图表 93: 美团为商家提供的营销体系



资料来源: 美团网、国盛证券研究所

近年来美团到店业务中广告收入发展迅速，已经超过佣金成为最大的收入来源。广告相较抽佣更加灵活，允许盈利能力强的商家获得更多的客流。2016年后到店的广告收入开始快速增长，到2018年广告收入67.3亿元，超过抽佣的46.5亿元，成为到店业务最大的收入来源。

但不论是佣金还是广告，到店业务本质上都是线下商户的营销工具。到店业务已经由发展初期的“为消费者提供优惠的团购平台”变为“线下商户的营销工具”，目前美团到店

业务更加侧重为商户提供更高效率的营销工具，而不是为消费者提供更多优惠。但广告与抽佣并不冲突，抽佣产品也是美团为商家提供的营销体系中的重要一环。美团到店业务已经为线下商户建立起一套完善的营销体系，包括品牌广告和效果广告，涵盖从“获客>转换>复购”的全流程，而其中抽佣产品是转换这个环节非常重要的工具。因此我们预计到店的抽佣收入未来仍将随到店业务规模的发展而逐步增长。

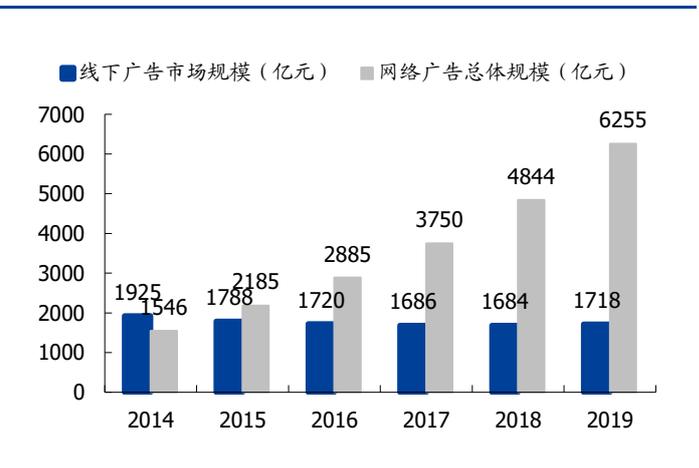
3.2.3、到店业务的市场空间和驱动力因素

图表 94：互联网广告与传统广告对比

	互联网广告	传统广告
特点	受众调整灵活，可针对目标人群精准推送，创意形式丰富，可与浏览者互动，广告的展现、点击、转化效果可追溯可量化	短时间难以调整受众，投放精度低，形式有限，基本无互动，效果难量化
效果	好	较差
转化率	高	低
结果	可量化追溯	难跟踪

资料来源：国盛证券研究所

图表 95：2019 年互联网广告市场占比已经接近八成



资料来源：艾瑞咨询、国盛证券研究所

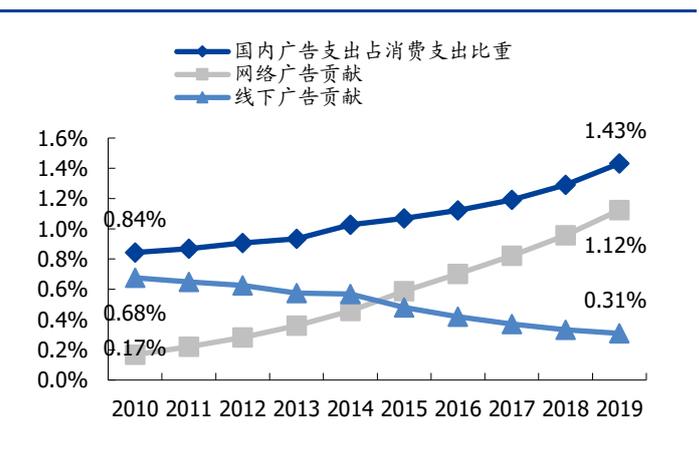
互联网广告优势显著，近年来规模增长迅速。相较传统的线下广告，互联网广告有受众调整灵活，可针对目标人群精准推送，创意形式丰富，可与浏览者互动，广告的展现、点击、转化效果可追溯可量化等诸多优点，近年来规模迅速增长。2015 年互联网广告规模超过线下广告后，仍保持着 32.3% 的 CAGR，差距不断拉大。到 2019 年，互联网广告总规模已经达 6255 亿元，占整体广告市场的规模达 78.5%。

图表 96：中国广告市场规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 97：互联网广告带动整体广告市场规模逐步增长



资料来源：艾瑞咨询、国家统计局、国盛证券研究所（注：这个数值代表了平均每产生一定数额的收入，商家投入了多少比例的广告费用）

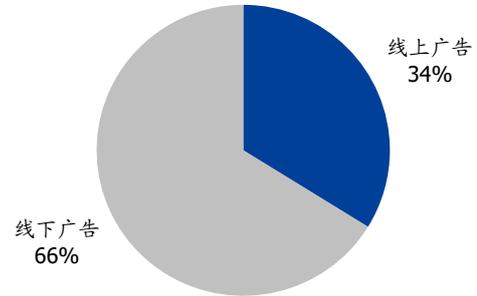
高效的互联网广告提升了商家的广告投放意愿，刺激广告渗透率不断提升，全国整体广告投放比例由 2010 年的 0.84% 提升至 2019 年的 1.43%。在以前传统广告时代，由于传统广告投放效果差、结果难量化等缺陷，全国整体广告投放意愿较弱。我们用广告业总规模/GDP 中消费总支出来衡量广告投放比例（即平均每产生一定数额的收入，商家

投入了多少比例的广告费用),这个数值在2010年时为0.84%。互联网广告出现后,由于效果好、结果易量化等优点,促进了全国各行业广告投放意愿的大幅提升,广告支出占比由2010年的0.84%提升至2019年的1.43%。

图表 98: 餐饮企业营销广告开支投放比例及占比

投入力度	占比
1%以下	45%
1%-5%	46%
5%-10%	7%
10%以上	2%
平均	2.35%

图表 99: 餐饮业广告支出构成 (2019年)



资料来源: 世界中餐业联合会、红餐网、辰智大数据、国盛证券研究所

资料来源: 辰智大数据、国盛证券研究所测算

餐饮业广告仍处于起步阶段,广告渠道以线下广告为主,2019年广告投放比例仅为0.5%左右。过去餐饮业由于缺乏合适的广告投放渠道,因此广告投放意愿较弱,线下广告占高。根据相关餐饮咨询机构调研的数据,品牌餐饮企业平均的营销广告开支在2.35%左右。结合其他相关的行业数据,我们测算得到2019年国内餐饮业的整体广告投放比例在0.5%左右,总规模约230亿元。餐饮业的广告投放渠道仍然以线下广告为主,线下占比达到了66%,线上占比仅34%。

图表 100: 美团与其他广告渠道对比

	美团	其他线上广告	户外广告	其他线下广告
包含渠道	美团 APP、大众点评 APP	微信朋友圈、公众号、抖音、微博、本地论坛、其他网站	楼宇电梯、影院、交通	电视、广播、报纸
特点	到达率高,转换率高,广告投放精度高,投放效果可准确统计	到达率高,但转换率较低,广告投放精度较高,投放效果较难准确统计	到达率较高,转换率中等,广告投放精度较差,投放效果难统计	到达率较低,转换率低,广告投放精度差,投放效果难统计
成本	低	中	较高	高

资料来源: 国盛证券研究所

美团与其他广告渠道对比,在效率和成本上都有绝对的领先优势。相较餐饮业常用的线下广告和其他线上广告渠道,美团拥有到达率高、转换率高、广告投放精度高、投放效果可准确统计等优势,大幅提升了餐饮业商户的广告投放效率,提升了商户的广告投放意愿。

在美团高效广告工具的带动下,餐饮业商户的广告投放意愿将不断提升,广告支出占比将逐步提高。我们预计餐饮业商户的广告投放比例有望以每年0.5%的速度提升,到2028年达到1%左右的水平。

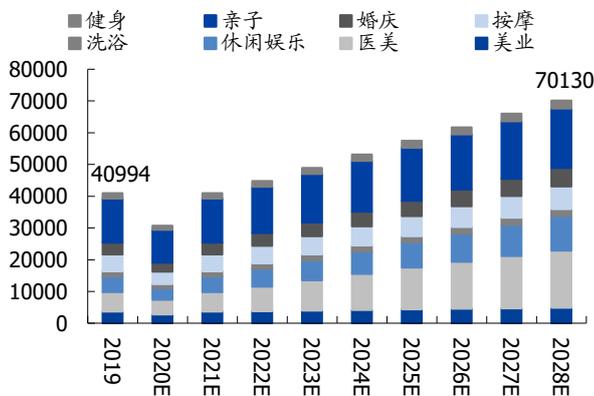
图表 101: 美团到店业务收入增长驱动力



资料来源: 国盛证券研究所

美团到店业务增长的驱动力有 3 个: 本地生活服务市场规模的增长, 商家广告投放比例的上升, 以及美团在其中市占率的提升。

图表 102: 到店综合类市场总规模将在 2028 年达到 7.0 万亿元



资料来源: 美团点评研究院、艾瑞咨询、国盛证券研究所预测

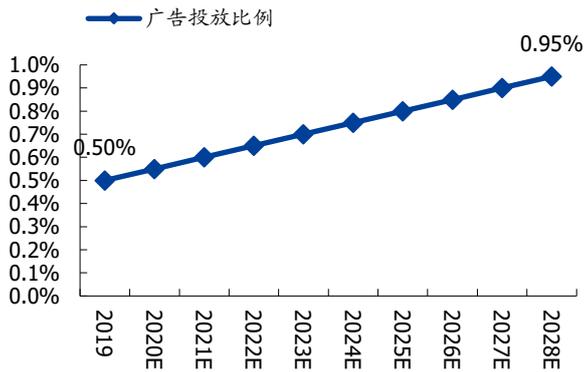
图表 103: 本地生活服务市场总规模将在 2028 年达到 15.6 万亿元



资料来源: 美团点评研究院、艾瑞咨询、国盛证券研究所预测 (注: 这里本地生活服务行业仅考虑与美团相关的几个细分行业)

本地生活服务行业总规模未来有望以每年 8% 左右的增速增长, 到 2028 年达到 15.56 万亿元的规模。在前面外卖章节我们已经预计了餐饮业市场规模将在 2028 年达到 8.5 万亿。这里我们选取美团到店综合旗下的主要 8 个品类: 美业、医美、休闲娱乐、洗浴、按摩、婚庆、亲子、健身, 加总后得到 2019 年到店综合行业总市场规模在 4.10 万亿元。我们假设受疫情影响, 到店综合各行业在 2021 年恢复至 2019 年的水平, 随后参考目前的增速, 预计到 2028 年到店综合的总市场规模可达 7.01 万元。最后加总餐饮业和到店综合二者总的市场规模, 我们得到和美团到店业务相关的本地生活服务行业的总市场规模。2019 年美团相关的本地生活服务行业总规模为 8.77 万亿元, 预计在疫情过去后将以每年 8% 左右的速度增长, 到 2028 年将达到 15.56 万亿元的规模。(注: 这里本地生活服务行业仅考虑与美团相关的几个细分行业, 下同)

图表 104: 本地生活服务行业广告投放比例有望逐年提升



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所预测

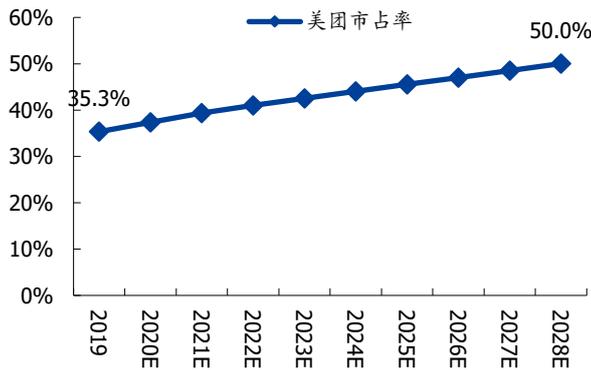
图表 105: 本地生活服务广告市场规模将在 2028 年达到 1478 亿元



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所预测

本地生活服务商家的广告投放比例有望以 **0.05%** 的速度逐年提高, 到 **2028 年** 达到 **0.95%** 的水平。2019 年本地生活服务商家整体的广告投放比例在 **0.5%** 左右, 未来有望以每年 **0.05%** 左右的速度提升, 到 **2028 年** 达到 **0.95%** 的水平。对应的本地生活服务广告市场规模也有望从 2019 年的 439 亿元逐步增长至 2028 年的 1478 亿元。

图表 106: 美团点评在本地生活服务广告的市占率



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所预测

图表 107: 美团到店收入有望在 2028 年达到 740 亿元的规模



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所预测

美团在本地生活服务广告行业中的市占率有望逐步提升, 到 **2028 年** 达到 **50%** 的水平。美团到店业务收入在 **2028 年** 有望达到 **740 亿元**。我们预计到 2028 年, 线上广告在本地生活服务广告行业中的占比将达到 **70%**; 按美团在线上广告中保持目前 **70%** 左右的占比计算, 则美团在整个本地生活服务广告行业中的市占率将达到 **50%**, 对应的美团到店收入将在 2028 年达到 740 亿的水平。

3.2.4、酒旅业务的空间与驱动力

图表 108: 美团酒店预订业务经营简况

	2015	2016	2017	2018	2019
间夜量 (亿)	0.82	1.32	2.05	2.84	3.92
YoY		60.4%	55.9%	38.5%	38.2%
ADR (元)	164	165	178	188	200
YoY		0.7%	7.9%	5.6%	6.5%
GTV (亿元)	134	218	365	534	786
YoY		62.0%	67.6%	46.2%	47.2%
收入 (亿元)	7.6	14.2	27.1	40.3	60.5
YoY		85.6%	91.3%	48.7%	50.1%
变现率	5.7%	6.5%	7.4%	7.6%	7.7%
毛利 (亿元)	6.4	12.3	23.6	35.1	52.7
YoY		90.8%	92.4%	48.9%	50.1%
毛利率	84.0%	86.4%	86.9%	87.0%	87.0%

资料来源: 美团招股书、年报、国盛证券研究所

2019年美团酒店预订间夜量合计3.92亿,同比+38.2%。我们测算其平均房价约为200元,其中高星占比13%;全年实现GTV786亿元。酒店预订变现率在7.7%左右,对应收入60.5亿元,实现毛利52.7亿元。

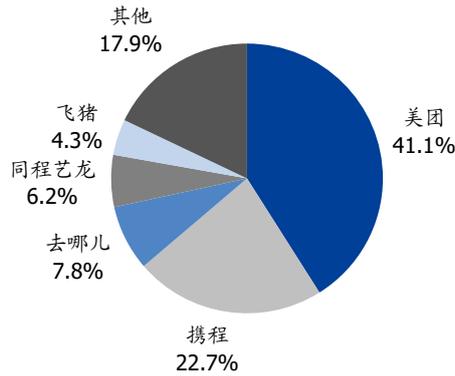
图表 109: 主要酒店预订平台用户对比

	主要客群	优势	需求	客单价 (元)	间夜量 (亿)
美团	小镇青年、学生、年轻白领	美团系平台导流+低线城市资源	本地住宿、休闲游	200	3.92
携程系	中年商务人士	酒店资源+用户粘性	差旅出行、出境游	392	2.92
同程艺龙	长尾用户	微信流量导流	休闲游	333	0.60
飞猪	小资、文青	阿里系流量导流	出境游、休闲游	286	0.41

资料来源: 各公司年报、Trustdata、国盛证券研究所

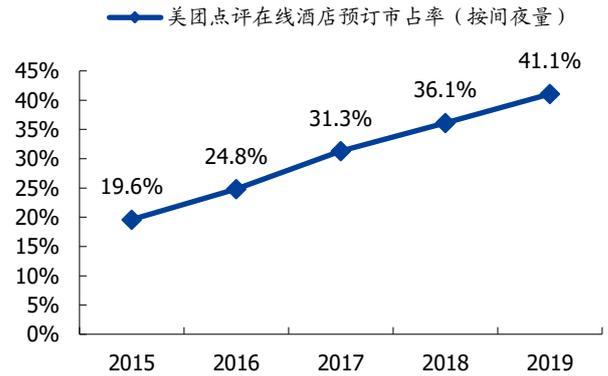
美团酒店预订业务的用户主要为小镇青年、学生及年轻白领,需求来自年轻客群的本地住宿需求及异地休闲游。美团酒店预订的优势在于美团系平台的导流,流量大且成本低,并拥有丰富的低线城市酒店资源。由于受众消费能力相对较弱,所以美团酒店的客单价较低,平均客单200元,为主要酒店预订平台中最低的。

图表 110: 2019 年在线酒店预订市场份额 (按间夜量)



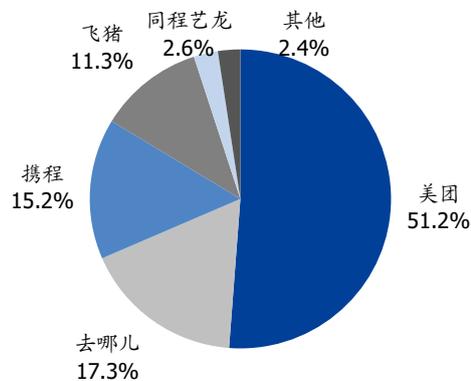
资料来源: 艾瑞咨询、Trustdata、国盛证券研究所

图表 111: 美团在线酒店预订市场份额不断提升



资料来源: 艾瑞咨询、Trustdata、国盛证券研究所

图表 112: 2019H1 新增在线酒店用户不同平台构成



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所

2019 年美团在线酒店预订的市场份额达 **41.1%**，遥遥领先于其他竞争对手；若不考虑在线酒店直销，仅计算 OTA 的市场份额则美团市占率高达 **48.7%**。近年来美团在线酒店预订的市占率快速提升，由 2015 年的 19.6% 提升至 2019 年的 41.1%。美团市场份额不断提升的背后，是竞争优势的显现：一是美团平台上拥有大量年轻客群，通过到店向酒店的导流和转换，美团酒店实现了有效而低成本的获客。二是利用做到店业务积累起的地推能力向酒店溢出，在短期内迅速积累起大量低线城市城市的酒店资源，而这些酒店资源甚至是原来携程都很难触及的。根据 Trustdata 的数据，美团酒店在新客获取中占据领先地位，2019H1 新增在线酒店用户中美团占比达到了 **51.2%**。（注：这里的在线酒店市场份额包括酒店集团的在线直销，如华住、锦江的自有在线预订渠道）

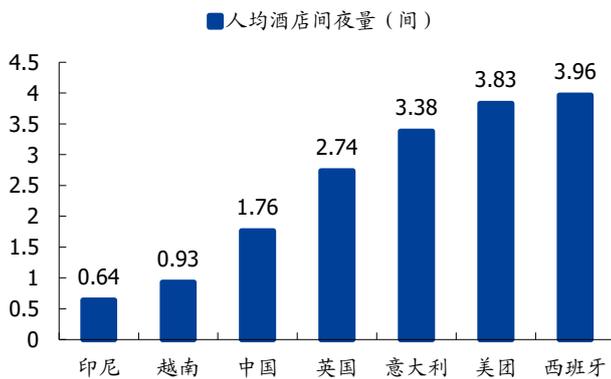
图表 113: 中国酒店行业市场规模 (亿元) 及间夜量规模 (亿间)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
酒店行业市场规模 (亿元)	4940	5150	5360	5760	6250	6800
YoY		4.3%	4.1%	7.5%	8.5%	8.8%
酒店行业间夜量规模 (亿间)	17.9	18.8	19.8	20.7	22.8	24.7
YoY		5.2%	5.2%	4.5%	10.2%	8.1%
在线渗透率	14.8%	21.5%	26.7%	31.6%	35.7%	38.7%
在线酒店市场规模 (亿元)	731	1107	1431	1820	2231	2632
YoY		28.5%	51.4%	29.2%	27.2%	22.6%
在线酒店间夜量规模 (亿间)	2.65	4.05	5.29	6.54	8.14	9.54
YoY		28.6%	52.8%	30.6%	23.6%	17.2%

资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

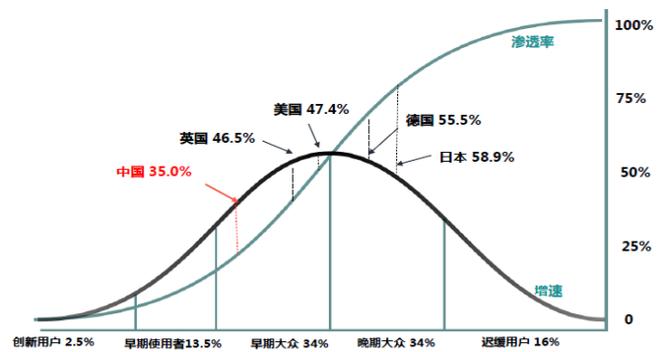
2019年中国酒店整体市场规模约为6800亿元, 根据我们的匡算对应的间夜量约24.7亿间。行业整体在线化率为38.7%, 对应在线酒店的间夜量为9.54亿间。近年来在线酒店增长迅速, 近五年在线酒店间夜量由2.65亿间提升至2019年的9.54亿间, CAGR达29.2%。

图表 114: 我们人均酒店间夜量规模仍处于较低水平 (2019年)



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 115: 2018年全球主要经济体酒店在线化渗透率



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所

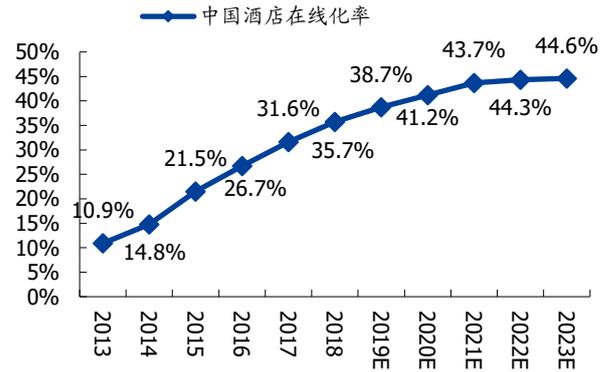
对比发达国家, 我国人均酒店间夜量和酒店在线化率都仍有较大提升空间。2019年我国人均酒店间夜量为1.76间, 相较于发达国家平均3以上的年人均间夜量, 增长空间在1倍以上。根据Trustdata的数据, 2018年我国酒店在线化率为35%, 仍有10%左右的提升空间。

图表 116: 中国人均旅游次数逐年增长



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

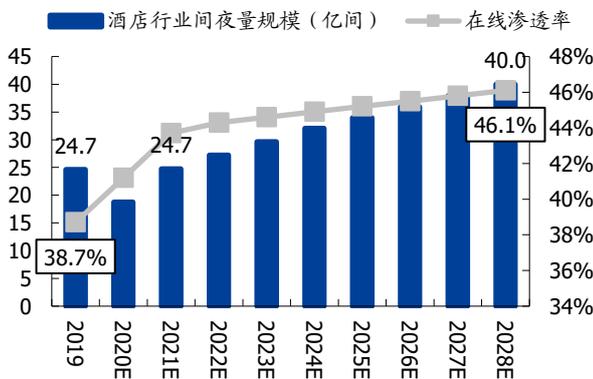
图表 117: 中国酒店在线化率逐年提升



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

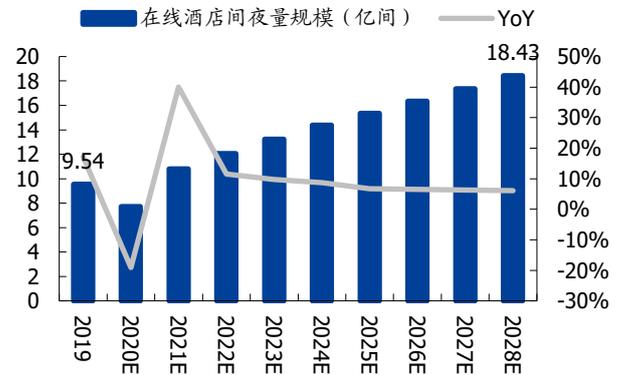
在线酒店增长的驱动力因素: 人均年出游次数增长+在线渗透率提升。 ①我国居民人均出游次数逐年增长, 过去五年以 10.2% 的 CAGR 增长至 2019 年的 4.29 次/年, 是酒店行业整体规模增长的首要驱动力; 预计我们居民人均年出游次数有望继续以 8% 左右的速度逐步增长, 带动酒店住宿需求的增加。②近年来我国酒店在线化率提升迅速, 由 2013 年的 10.9% 增长至 2019 年的 38.7%; 随着互联网渗透率的提升, 预计我国酒店在线化率在未来有望以 1% 左右的速度进一步提升。

图表 118: 酒店行业间夜量规模预测 (亿间) 及在线化率



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 119: 在线酒店间夜量规模 (亿间) 及增速



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

我们假设 2021 年酒店行业的整体间夜量规模恢复到 2019 年的水平, 随后以 8% 左右的速度增长 (与人均出游次数增长匹配), 则到 2028 年我国酒店的总间夜量有望达到 40.0 亿间。2019 年我国酒店在线化率 38.7%, 预计到 2023 年达到 44.6% 的水平, 随后以每年 0.3% 的速度提升, 则到 2028 年我国酒店的在线化率将达到 46.1%。在行业总规模及在线化率双重提升的驱动下, 我国在线酒店间夜量规模有望在 2028 年达到 18.43 亿, 较 2019 年增长 93%。

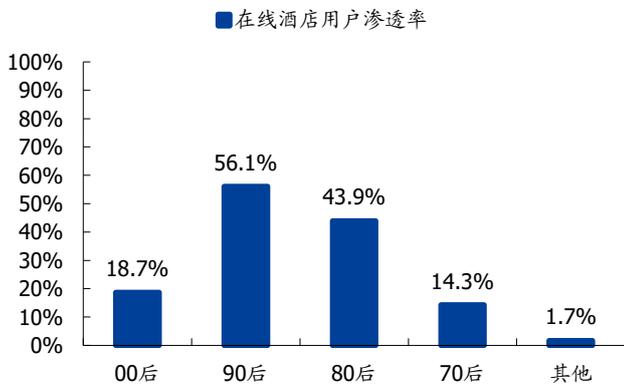
图表 120: 2019 年美团间夜量增长构成



资料来源: Trustdata、美团年报、国盛证券研究所

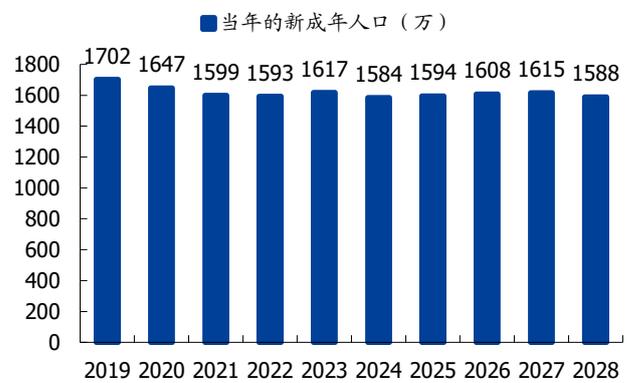
2019 年美团酒店间夜量增长 1.08 亿，构成为：新成年用户贡献 0.16 亿+中低线用户增长贡献 0.63 亿+现有用户频次提升贡献 0.28 亿。①新成年用户，2019 年当年新成年人口 0.17 亿，按 60%的在线酒店渗透率及人均间夜量 3 次计算，对应当年新增 0.31 亿次在线酒店预订；按美团占比 51%计算，则新成年用户贡献 0.16 亿。②中低线用户增长，根据 Trustdata 的相关数据，我们测算得到 2019 年在线酒店新增用户规模 0.4 亿（不含 2019 年成年的人口），同样按人均 3 次的间夜量和美团占比 51%计算，则新增用户贡献 0.63 亿。③现有用户频次提升，2018 年美团间夜量 2.84 亿，按人均频次提升 10%计算，则现有用户频次提升贡献 0.28 亿。

图表 121: 在线酒店用户渗透率 (2019 年, 分年龄层)



资料来源: Trustdata、国盛证券研究所 (注: 在线酒店用户渗透率=在线酒店用户数/同期互联网用户规模)

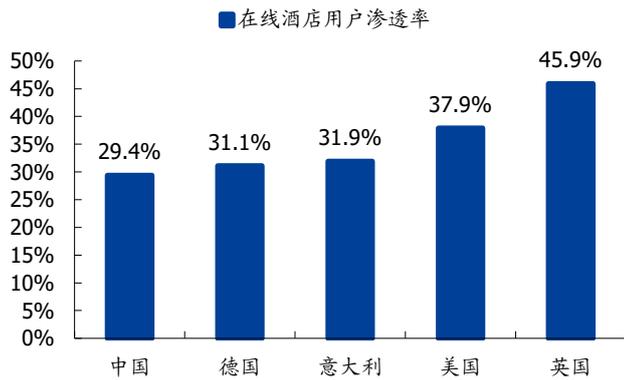
图表 122: 各年份新成年人口



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

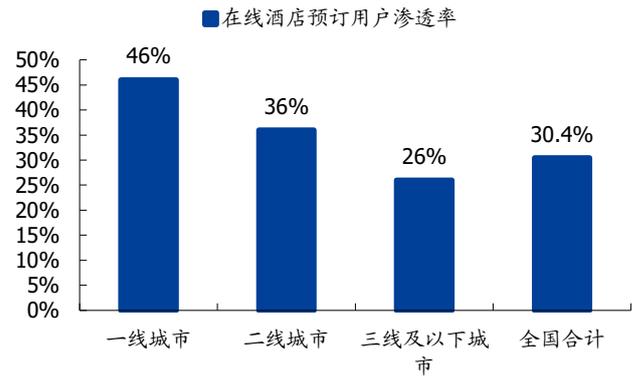
新成年用户未来有望每年为美团贡献 0.144 亿的间夜量增量。在线酒店在目前不同年龄段的渗透率中, 90 后和 80 后渗透率较高, 分别达到了 56.1%和 43.9%; 而 70 后仅 14.3%, 其他 (60 后、50 后等) 则更低。虽然 70 前居民因为文化水平及习惯等因素, 很难成为在线酒店的受众, 但是我国每年新增 1600 万左右的成年人口, 而这部分年轻人群对互联网的接受度及依赖度都是非常高的, 90 后互联网渗透率超过 95%, 在线酒店用户渗透率高达 56.1%。按未来年新增 1600 万成年人口、在线酒店渗透率 60%、年人均间夜量 3 次、美团占比 50%计算, 对应美团每年新增间夜量 0.144 亿。

图表 123: 2018 年不同国家在线酒店用户渗透率对比



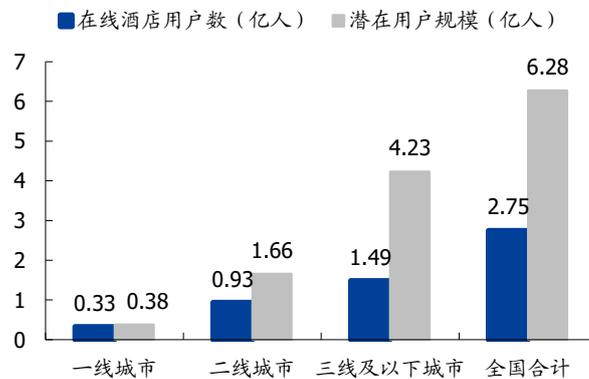
资料来源: 艾媒咨询、国盛证券研究所 (注: 在线酒店用户渗透率=在线酒店用户数/同期互联网用户规模)

图表 124: 在线酒店用户渗透率在低线城市仍有很大提升空间 (2019 年)



资料来源: 艾媒咨询、国盛证券研究所测算 (注: 在线酒店用户渗透率=在线酒店用户数/同期互联网用户规模)

图表 125: 在线酒店用户在低线城市潜在空间广阔 (2019 年)



资料来源: 艾媒咨询、国盛证券研究所 (注: 潜在用户规模=互联网用户规模-在线酒店用户规模)

中低线用户增长未来有望每年为美团贡献 **0.6 亿** 的间夜量增量。2018 年我国在线酒店用户的渗透率仅 29.4%，较美国、英国等发达国家仍有较大差距。分城市线级看，低线城市提升空间广阔：2019 年我国一线/二线/三线及以下城市在线酒店用户的渗透率分别为 46%/36%/26%，高线城市渗透率已经接近发达国家水平，低线城市仍然较低。从数量看，仅考虑在互联网用户中的提升空间，则一线/二线/三线及以下城市分别有 0.38/1.66/4.23 亿潜在用户规模，中低线城市提升广阔。我们根据 Trustdata 提供的数据计算，2019 年在线酒店用户规模约增加 0.4 亿人。若按新增用户年人均间夜量 3 次、美团占比 50% 计算，则中低线用户增长对应每年可为美团贡献间夜量 0.6 亿。

现有用户频次提升未来有望每年为美团贡献 **0.4 亿** 左右的间夜量增量。美团酒店的用户多为年轻用户，是未来酒店间夜量消费增长的主力人群；未来随消费能力增长，现有用户频次提升巨大。以美团酒店目前的 3.92 亿间夜量规模，按每年 10% 左右的频次提升计算，未来用户消费频次提升可贡献 0.4 亿左右的间夜量。

图表 126: 美团酒店间夜量预测



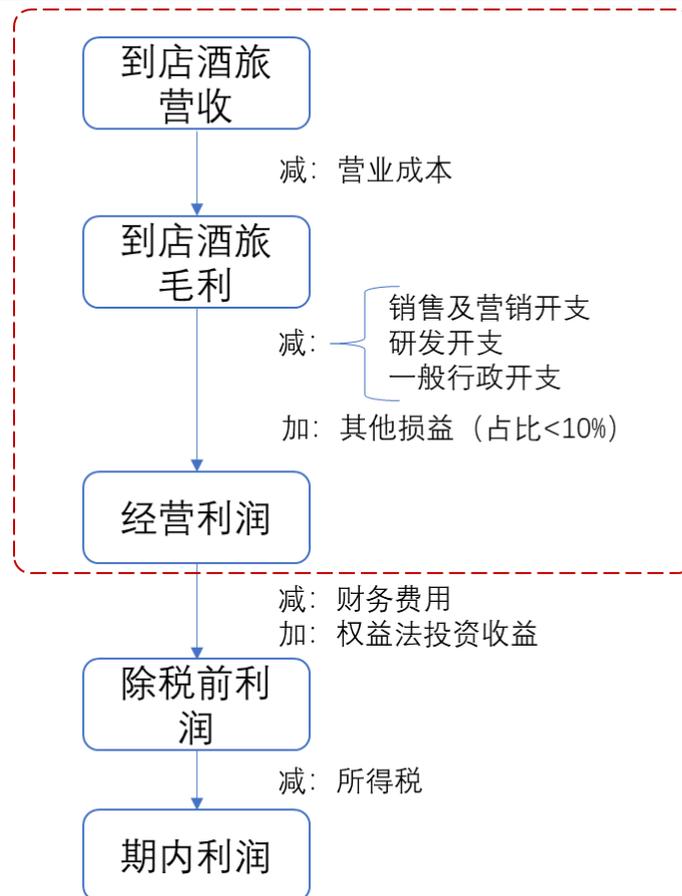
资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

美团酒店的间夜量在未来仍将保持高增速，到 2028 年达到 11.2 亿的规模。新成年用户 0.144 亿+中低线用户增长 0.6 亿+现有用户频次提升 0.4 亿，预计美团酒店未来每年间夜量增长 1.1 亿左右。到 2028 年，美团酒店总间夜量将达到 11.2 亿的规模，市占率约 61%。

3.2.5、到店酒旅业务的策略和盈利预测

到店酒旅业务的发展策略是通过进一步深度介入商家的经营活动，帮助商户提升运营管理的效率，来增强 B 端对美团的依赖，从而巩固行业领先地位；其次是继续盈利变现，为其他业务输血。此外，酒旅业务希望培养并留住年轻消费者，让年轻用户伴随平台一同成长，从而逐步实现向 30 岁以上高客单人群的渗透。

图表 127: 美团到店酒旅业务财务拆分



资料来源: 美团年报、国盛证券研究所

与外卖类似, 我们首先计算得到到店酒旅业务的营收, 用营收减去营业成本后得到到店酒旅业务的毛利, 再用毛利率减去经营开支, 就得到了到店酒旅业务的经营利润。

图表 128: 美团到店业务收入预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
餐饮业市场规模 (亿元)	32310	35800	39640	42716	46721	35041	46955	51650	56299
YoY		10.8%	10.7%	7.8%	9.4%	-25.0%	34.0%	10.0%	9.0%
到店综合市场规模 (亿元)	29902	32294	34878	37668	40994	30746	40994	44792	48908
YoY		8.0%	8.0%	8.0%	8.8%	-25.0%	33.3%	9.3%	9.2%
本地生活服务市场规模合计 (亿元)	62212	68094	74518	80384	87715	65786	87949	96442	105206
YoY		9.5%	9.4%	7.9%	9.1%	-25.0%	33.7%	9.7%	9.1%
广告投放比例	0.40%	0.42%	0.43%	0.45%	0.50%	0.55%	0.60%	0.65%	0.70%
本地生活服务广告市场规模 (亿元)	249	286	320	362	439	362	528	627	736
YoY		14.9%	12.0%	12.9%	21.2%	-17.5%	45.8%	18.8%	17.5%
美团市占率	12.1%	18.9%	24.3%	31.2%	35.3%	37.3%	39.3%	41.0%	42.5%
美团到店收入 (亿元)	30	54	78	113	155	135	208	257	313
YoY		79.4%	44.4%	44.9%	37.2%	-12.8%	53.7%	23.9%	21.8%

资料来源: 艾瑞咨询、公司年报、招股书、国盛证券研究所预测

美团到店业务收入预测依据如下: 假设餐饮业和到店综合市场规模于 2021 年恢复到

2019年的水平，随后以9%左右的速度增长；本地生活服务广告投放比例每年以0.05%的速度提升；美团市占率以每年2%左右的速度提升（增量主要由美团贡献带动占比提升）。我们预测得到美团**2021/22/23**年到店业务收入分别为**208/257/313**亿元。

图表 129: 美团酒店间夜量预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
酒店行业市场规模 (亿元)	5150	5360	5760	6250	6800	4651	6825	7658	8514
YoY		4.1%	7.5%	8.5%	8.8%	-31.6%	46.7%	12.2%	11.2%
酒店行业间夜量规模 (亿间)	18.8	19.8	20.7	22.8	24.7	18.7	24.7	27.2	29.7
YoY		5.2%	4.5%	10.2%	8.1%	-24.0%	32.0%	10.0%	9.0%
在线渗透率	21.5%	26.7%	31.6%	35.7%	38.7%	41.2%	43.7%	44.3%	44.6%
在线酒店市场规模 (亿元)	1107	1431	1820	2231	2632	1916	2983	3393	3797
YoY		29.2%	27.2%	22.6%	17.9%	-27.2%	55.7%	13.7%	11.9%
在线酒店间夜量规模 (亿间)	4.05	5.29	6.54	8.14	9.54	7.72	10.81	12.05	13.22
YoY		30.6%	23.6%	24.5%	17.2%	-19.1%	40.0%	11.5%	9.7%
美团酒店总间夜量 (亿)	0.82	1.32	2.05	2.84	3.92	4.08	5.28	6.38	7.38
YoY		60.4%	55.9%	38.5%	38.2%	4.0%	29.4%	20.8%	15.7%
美团占比	20.2%	24.9%	31.3%	34.9%	41.1%	52.9%	48.9%	52.9%	55.8%
美团客单价 (元)	164	165	178	188	200	209	218	228	238
YoY		0.7%	7.9%	5.6%	6.5%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%

资料来源: 艾瑞咨询、公司年报、招股书、国盛证券研究所预测

美团酒店间夜量预测依据如下: 假设酒店行业间夜量规模于2021年恢复到2019年的水平，随后以9%左右的速度增长；酒店在线化率以每年1%-2%左右的速度提升（前期提升速度更快些，后期更慢些）；在新增用户中，美团占比50%；现有用户每年频次提升10%左右；高星酒店占比每年提升3%左右（2019年约为13%），带动客单价每年提升4.5%左右。我们预测得到美团**2021/22/23**年间夜量分别为**5.28/6.38/7.38**亿间。

图表 130: 到店酒旅业务收入与毛利预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
酒店预订收入	7.6	14.2	27.1	40.3	60.5	61.5	90.9	116.2	142.3
YoY		85.6%	91.3%	48.7%	50.1%	1.6%	47.9%	27.8%	22.4%
到店业务收入	30.1	56.0	81.4	118.1	162.2	135.0	207.5	257.5	313.3
YoY		86.1%	45.3%	45.1%	37.4%	-16.8%	53.7%	24.1%	21.7%
到店酒旅收入合计	37.7	70.2	108.5	158.4	222.8	196.5	298.5	373.7	455.6
YoY		86.0%	54.6%	46.0%	40.6%	-11.8%	51.9%	25.2%	21.9%
毛利率	80.4%	84.6%	88.3%	89.0%	88.6%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%
到店酒旅毛利合计	30.3	59.4	95.8	141.0	197.5	173.9	264.1	330.7	403.2
YoY		95.8%	61.3%	47.1%	40.1%	-11.9%	51.9%	25.2%	21.9%

资料来源: 公司年报、招股书、国盛证券研究所预测

上面我们分别预测了到店业务和酒店预订业务的收入，加总后得到美团到店酒旅业务的总收入。我们按毛利率保持稳定在**88.5%**计算，则美团**2021/22/23**年到店酒旅业务毛利分别为**264.1/330.7/403.2**亿元。

图表 131: 到店酒旅经营开支预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	备注
BD 及营销人员报酬	22	24	21	32	40	49	与收入增速持平
交易用户激励	15	20	20	20	20	20	
营销广告费	7	8	8	8	8	8	在超级平台战略下, 广告支出需求会越来越低
其他销售费用	8	11	10	15	18	22	同 BD 规模
研发费用	23	28	29	31	32	34	按年 5% 的速度增长
行政费用	16	16	17	18	19	19	按年 5% 的速度增长
合计	91	107	105	123	138	153	
YoY		17.6%	-1.8%	17.4%	11.5%	11.2%	

资料来源: 公司年报、招股书、国盛证券研究所预测

图表 132: 到店酒旅经营利润预测 (亿元)

到店	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
毛利	96	141	197	174	264	331	403
经营开支	69	91	107	105	123	138	153
经营利润	27	50	91	69	141	193	250
YoY		83%	81%	-24%	104%	37%	30%

资料来源: 公司年报、招股书、国盛证券研究所预测

同理我们预测了到店酒旅业务的经营开支构成, 并分别对各细项经营开支进行预测, 加总后得到到店酒旅业务总经营开支。我们预测美团 2021/22/23 年到店酒旅业务经营开支分别为 123/138/153 亿元。用上面的毛利减去经营开支后, 就得到了到店酒旅业务的经营利润, 我们预测美团 2021/22/23 年到店酒旅业务经营利润分别为 **141/193/250 亿元**。

3.3、新业务

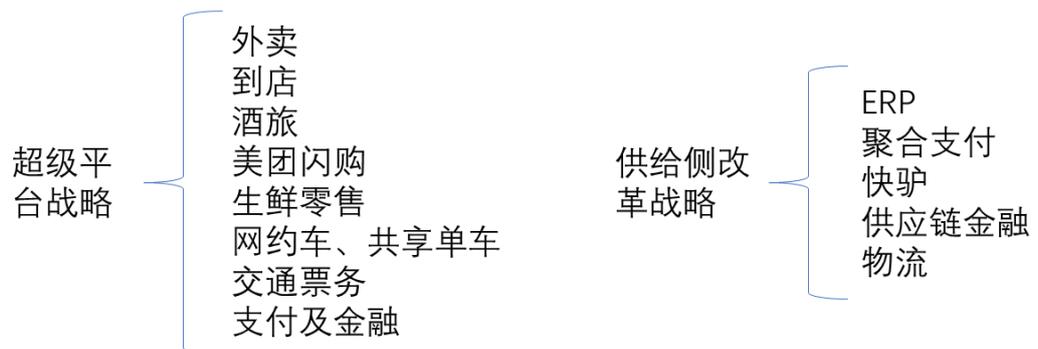
图表 133: 美团新业务经营数据

新业务	2015	2016	2017	2018	2019
GTV (亿元)	180	195	280	560	673
YoY		8.3%	43.6%	100.0%	20.2%
收入 (亿元)	0.7	6.7	20.4	112.4	204.1
YoY		846.9%	206.1%	450.3%	81.5%
变现率	0.4%	3.4%	7.3%	20.1%	30.3%
其中:					
佣金	0.0%	0.8%	2.1%	4.0%	6.2%
在线营销	0.2%	1.4%	1.2%	0.6%	0.3%
其他	0.2%	1.3%	4.0%	15.5%	23.8%
毛利 (亿元)	-0.4	4.1	9.4	-42.6	23.4
YoY			131%	-553%	155%
毛利率	-52.5%	61.1%	46.1%	-37.9%	11.5%

资料来源: 美团年报、招股书、国盛证券研究所

2019年新业务共实现GTV673亿元,收入204亿元,变现率30.3%。当年毛利23.4亿元,对应毛利率11.5%。新业务板块下业务众多,经营数据更多体现的是结果而不是趋势,且新业务的战略意义大于财务意义;因此对新业务进行研究时,应该更侧重对业务的战略协同进行分析判断。

图表 134: 美团业务划分



资料来源: 国盛证券研究所

我们将美团旗下的业务按战略方向进行划分,分为与超级平台战略相关的业务和与供给侧战略相关的业务。超级平台战略下开放的业务有美团闪购、生鲜零售、网约车、共享单车、交通票务、支付和金融;供给侧战略下开发的业务有ERP、聚合支付(B端)、快驴、供应链金融、物流。目前新业务中收入占比最大的业务是快驴和闪购,分别约占新业务收入比重为40%和20%。

新业务从整体上看,公司会根据其他业务的现金流情况相应控制新业务的亏损规模。保持对新业务的投入就是对美团未来的投入,我们预计未来几年内公司新业务的整体亏损

将保持在50-100亿左右,后续随外卖造血能力的增加这个数字甚至有可能进一步增加。但是亏损不一定是坏事,线下服务业、零售业的互联网化才刚刚起步,战略性亏损是对未来的投资,可以换来一个更广阔的市场和更美好的明天。

一、美团闪购: 蕴含着美团重塑线下零售业的庞大野心

闪购业务蕴含着美团重塑线下零售业的庞大野心,并不是仅仅丰富外卖场景这么简单,是新业务下非常重要的一块业务。线下零售是个规模超过10万亿元的市场(2019年),但线上化率非常低,不足3%。而2019年淘宝+天猫总GMV才5.73万亿。若开发得当则有望再造1-2个美团,甚至再造一个阿里。

闪购业务相较线上电商的优势在于,消费者是会被惯坏的:当消费者习惯了30分钟送达的服务后,就再难接受线上电商1-7天的配送时长。此外,很多保鲜期极短的商品是线上电商无法提供的。当然闪购业务的发展目前也面临着诸多难题,比如过高的配送成本、过少的供给等。但这些都不是难以跨越的障碍,美团也在积极尝试各种不同的商业模式以解决问题,成本随规模的扩大也有望逐步降低。2019年美团闪购的GTV预计在300亿左右,占外卖比重在5%-10%左右。未来有望保持在10%以上,甚至进一步提高。

二、生鲜零售: 除外卖外另一个即时配送的潜力规模业务

相较于闪购,生鲜零售也是个很大的市场,2019年生鲜市场交易规模超过2万亿,接近餐饮业规模的一半。且生鲜保鲜期相对较短,非常适合即时配送的商业模式,因此发展迅速,2019年市场规模预计超过3000亿。目前已有不少互联网玩家布局,如每日优鲜、叮咚买菜、京东买菜等;市场仍处于早期非常分散的状态,有领先者但并没有绝对的龙头。

美团在生鲜零售上的布局,分美团买菜、菜大全、闪购三种商业模式同时进行。美团买菜即美团自营,通过前置仓+配送的形式提供服务,体验好但是投入大。菜大全以菜市场定点合作的形式进行,不必自建供应链和前置仓,模式相对较轻。闪购即直接连接超市及中小菜市场商户,美团只提供配送服务,供给完全由商家解决。三种模式各有利弊,美团也在不断更新尝试更佳商业模式。

三、网约车: 预计美团在未来3-5年内会重启打车业务

2019年网约车市场的日均单量约在2700万单/天,按50%的转换率倒推DAU在0.54亿左右,行业总收入在400亿左右;同期线下出租车市场交易规模5000万单/天,加上居民用车次数的增长,网约车市场仍有较大的提升空间。

相较于外卖及到店,网约车的供给标准化程度相对来说非常高,且壁垒不强;在渠道端美团亦掌握丰富的资源,因此若进入网约车市场,美团是非常有机会颠覆现有的竞争格局的,2018年美团打车进入上海在一周内拿下1/3的市场份额就是个很好的例子。但由于上海相关部门的干预,加上当时美团本身造血能力仍然有限(外卖仍在严重亏损),因此美团暂缓了美团打车的投入,后改为聚合模式低调运营。但我们认为,网约车蕴含着巨大的流量价值和财务价值,2019年美团+大众的DAU才0.63亿左右,占据网约车市场等于再造一个美团平台。聚合模式下难以挑战现有格局,因此我们认为未来3-5年内美团会重启美团打车业务。

四、共享单车: 流量价值大于财务价值

共享单车业务进入壁垒相对较低,因此竞争格局较差,在ofo倒下后,滴滴、阿里又分别推出了自己的共享单车青桔、哈罗。单车业务是美团平台流量的一个补充,我们估计19Q4美团单车为美团平台贡献了400万的DAU增量。2019年美团单车的亏损幅度已

经明显降低，在大平台的战略下，单车不一定要盈利才能体现其价值，美团可以容忍单车业务的亏损。短期内美团可通过更好的运营及更好的单车研发来进一步降低单车的亏损和损耗。

五、交通票务：在可见的未来仍将依附美团平台发展

美团曾独立上线过美团旅行 APP，希望将酒旅业务作为一个独立的 OTA 来发展。但上线后发现独立 APP 的流量并不理想，后主动收缩战线下架了美团旅行 APP，将酒旅的入口回归美团 APP。目前来说，重新发展一个独立的 OTA 的 APP 对美团平台的助力不大，甚至会分流美团 APP 的流量，不符合美团的战略方向。而且酒旅业务中最赚钱的酒店预订业务美团已经处于领先地位，交通票务本来就是“苦力活”费力不赚钱。因此我们预计至少在短期内美团不会有太大的动力去改变现有的格局，酒旅业务仍将作为依附美团 APP 平台的业务而存在。

六、金融支付：有可能成为美团的下一块现金牛业务

美团在金融支付领域亦有很大的野心，但鉴于目前与腾讯的战略合作关系及时机暂未成熟，美团在金融支付业务上的发展相对克制，目前仅在自己平台的交易上向用户推荐支付和金融产品，主要目的是为了节省支付渠道手续费。但金融支付是个非常大的蛋糕，流量价值、财务价值都非常丰厚，2019 年移动支付用户规模 10.5 亿，仅支付宝 DAU 就有 2.66 亿，美团早晚会投入其中大力发展自己的金融支付体系。蚂蚁金服最新估值 2000 亿美元，约等于两个美团的市值。而美团掌握了线下的渠道入口并拥有丰富的支付场景，在未来是非常有机会向现有的竞争格局发起挑战的。

2019 年金融支付市场规模达 5475 亿元，且未来还会随居民收入增长逐步增加。且这部分收入相关成本很低，大部分收入都可以转换为公司的利润。①支付。2019 年社零消费品 41.2 万亿，第三方支付占比约 48%，按平均 0.6% 的渠道使用费计算，对应约 1186 亿元的第三方支付行业总收入。②理财。2019 年货币基金规模 7.42 万亿，按 0.25% 的销售服务费计算，对应 186 亿的渠道收入；2019 年新发基金规模 1.43 万亿，按平均 1% 的分成计算，则对应 1435 亿元的渠道收入。③消费贷，2019 年消费贷款余额 13.34 万亿，按 2% 的扣除坏账后的净利差收入匡算，对应每年净收入 2668 亿元。

七、餐饮 ERP：战略意义大于财务意义

餐饮 ERP 是美团为餐饮商户提供的数字化解决方案。全国 800 万家餐饮商户，数字化率不足 3%。美团布局餐饮 ERP 更多是出于战略的意义，通过帮助商家完成数字化改造，美团可以加深自身在供给侧的壁垒；同时获取更多的线下数据，也有利于美团对其他业务的拓展。

八、聚合支付：未来做 C 端支付的入口

聚合支付是美团为商家提供的支付解决方案。一方面可以直接为美团创收，另一方面提前在支付入口的布局，也可以为美团未来发展 C 端的金融支付业务奠定基础。

九、快驴：目前仍在改善业务模型

2019 年餐饮业总收入 4.67 万亿，按 30% 的食材成本匡算则餐饮供应链市场规模超过 1.4 万亿元。餐饮供应链是个很大的食材，在美团诞生了年收入超过 600 亿美元的巨头 SYSCO。因此对美团而言快驴有很大的财务价值。2019 年快驴营收规模预计在 100 亿左右，处于亏损状态。餐饮供应链的建设是重资产业务，需要很大投入去建设仓库、物流设施；且商家对价格高度敏感，毛利率很低，因此规模效应会非常强，未来市场集中度会很高。目前美团对快驴的投入相对谨慎，还在增加供给、降低亏损的过程中。未来当商业模式

进一步完善加上自身拥有更强的造血能力后，美团有望重新加大对快驴的投入。

十、供应链金融：发展相对谨慎

供应链金融可增强美团对商家的议价能力，同时贡献财务利润。由于金融业务存在一定风险，目前美团在商家贷款上的发展相对谨慎。

十一、物流：有望成为城市的新基础设施

物流即美团为商家提供的即时配送服务，一般放在外卖业务中一起看。但是实际上美团外卖的物流环节是开放的，物流设施也是开放的。2020年5月，美团配送宣布将开放战略升级，将美团配送能力向各行各业开放。通过提升配送服务能力和多类型商流服务能力，美团希望将配送业务建设成城市的新基础设施，进一步提升配送服务的广度和深度。

图表 135: 新业务盈利预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
GTV (亿元)	673	743	939	1177	1456
收入 (亿元)	204	265	347	458	610
YoY	82%	30%	31%	32%	33%
毛利 (亿元)	23	46	58	73	92
YoY	155%	97%	26%	25%	25%
毛利率	11%	17%	17%	16%	15%
经营开支 (亿元)	109	113	130	155	180
经营收益 (亿元)	-60	-67	-72	-82	-89

资料来源：美团年报、招股书、国盛证券研究所

我们对新业务的预测较为保守，主要基于以下假设：①新业务 GTV 和营收规模增长主要由快驴和非餐外卖两个业务驱动。②假设随其他业务造血能力的增强，公司在新业务上的投入会加大，亏损幅度会增加。③不考虑潜在业务或其他新业务的增长对新业务分部业绩的改善。我们预测美团 2021/22/23 年新业务经营利润分别为 -72/-82/-89 亿元。

四、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

图表 136: 公司整体业绩预测情况

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
GTV (亿元)	3572	5156	6821	7381	9909	12375	14914
YoY		44%	32%	8%	34%	25%	21%
营收 (亿元)	339	652	975	1135	1556	2007	2523
YoY		92%	50%	16%	37%	29%	26%
毛利 (亿元)	122	151	323	362	573	786	1033
YoY		24%	114%	12%	58%	37%	32%
经营利润 (亿元)	-38	-111	27	32	200	367	562
YoY		-190%	124%	20%	523%	84%	53%
净利 (亿元)	-38	-109	22	19	159	300	465
YoY		-183%	121%	-15%	741%	88%	55%
变现率	9.5%	12.7%	14.3%	15.4%	15.7%	16.2%	16.9%
毛利率	36.0%	23.2%	33.1%	31.9%	36.8%	39.1%	41.0%
经营利润率	-11.3%	-17.0%	2.7%	2.8%	12.8%	18.3%	22.3%
净利率	-11.3%	-16.7%	2.3%	1.7%	10.2%	14.9%	18.4%

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测 (备注: 这里的净利润扣除了优先股之公允价值变动, 如果加回则等于年报里的“期内溢利”项目, 即净利润)

图表 137: 美团分业务 GTV 预测 (亿元)

GTV (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖	1711	2828	3927	4644	5999	7506	9015
YoY		65%	39%	18%	29%	25%	20%
到店酒旅	1581	1768	2221	1994	2971	3691	4443
YoY		12%	26%	-10%	49%	24%	20%
新业务及其他	280	560	673	743	939	1177	1456
YoY		100%	20%	10%	26%	25%	24%
总计	3572	5156	6821	7381	9909	12375	14914
YoY		44%	32%	8%	34%	25%	21%

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

图表 138: 美团分业务营收预测 (亿元)

营收 (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖	210	381	548	673	911	1176	1457
YoY		81%	44%	23%	35%	29%	24%
到店酒旅	109	158	223	197	298	374	456
YoY		46%	41%	-12%	52%	25%	22%
新业务及其他	20	112	204	265	347	458	610
YoY		450%	82%	30%	31%	32%	33%
合计	339	652	975	1135	1556	2007	2523
YoY		92%	50%	16%	37%	29%	26%
变现率:							
餐饮外卖	12.3%	13.5%	14.0%	14.5%	15.2%	15.7%	16.2%
到店酒旅	6.9%	9.0%	10.0%	9.9%	10.0%	10.1%	10.3%
新业务及其他	7.3%	20.1%	30.3%	35.7%	36.9%	38.9%	41.9%
综合	9.5%	12.7%	14.3%	15.4%	15.7%	16.2%	16.9%

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

图表 139: 美团分业务毛利预测 (亿元)

毛利 (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖	17	53	102	142	250	382	538
YoY		210%	94%	39%	76%	53%	41%
到店酒旅	96	141	197	174	264	331	403
YoY		47%	40%	-12%	52%	25%	22%
新业务及其他	9	-43	23	46	58	73	92
YoY		-553%	155%	97%	26%	25%	25%
总计	122	151	323	362	573	786	1033
YoY		24%	114%	12%	58%	37%	32%
毛利率:							
餐饮外卖	8%	14%	19%	21%	27%	32%	37%
到店酒旅	88%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
新业务及其他	46%	-38%	11%	17%	17%	16%	15%
综合	36%	23%	33%	32%	37%	39%	41%

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

图表 140: 美团分业务经营利润预测 (亿元)

经营利润 (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
外卖	-57	-71	-5	30	131	256	401
YoY		-25%	94%	765%	335%	96%	57%
到店酒旅	27	50	91	69	141	193	250
YoY		83%	81%	-24%	104%	37%	30%
新业务	-9	-90	-59	-67	-72	-82	-88
YoY		-915%	34%	-12%	-7%	-14%	-8%
合计	-38	-111	27	32	200	367	562
YoY		-190%	124%	20%	523%	84%	53%
经营利润率:							
餐饮外卖	-27%	-19%	-1%	4%	14%	22%	27%
到店酒旅	25%	32%	41%	35%	47%	52%	55%
新业务及其他	-43%	-80%	-29%	-25%	-21%	-18%	-14%
综合	-11%	-17%	3%	3%	13%	18%	22%

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

图表 141: 美团分业务净利润预测 (亿元)

净利率 (亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
外卖	-57	-71	-5	27	111	217	341
YoY		-25%	94%	702%	308%	96%	57%
到店酒旅	23	43	77	59	120	164	213
YoY		83%	81%	-24%	104%	37%	30%
新业务	-5	-80	-50	-67	-72	-82	-88
YoY		-1511%	37%	-33%	-7%	-14%	-8%
合计	-38	-109	22	19	159	300	465
YoY		-183%	121%	-15%	741%	88%	55%
净利率:							
餐饮外卖	-27%	-19%	-1%	4%	12%	18%	23%
到店酒旅	21%	27%	35%	30%	40%	44%	47%
新业务及其他	-24%	-71%	-25%	-25%	-21%	-18%	-14%
综合	-11%	-17%	2%	2%	10%	15%	18%

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

前面我们在各章节分别预测了未来3年各业务的收入、毛利和经营利润。这里我们将各业务汇总, 得到美团整体的财务简表的预测。我们预测美团 **2021/22/23** 年营收分别将达到 **1556/2007/2523** 亿元, 同比 **+37%/+29%/+26%**; 净利润 **159/300/465** 亿元, 同比 **+741%/+88%/+55%**。

4.2、估值与投资建议

图表 142: 美团点评估值列表

单位: 亿元	2023 年								2023 年	折现至 2022 年	折现至 2021 年	折现至 2020 年
	GTV	变现率	营收	净利率	贡献净利	PE	P/GTV	折现率	估值	估值	估值	估值
外卖平台	8,139	7%	581	48%	280	30	1.03	30%	8,409	6,468	4,976	3,827
外卖物流	876	100%	876	7%	60	25	1.72	30%	1,506	1,158	891	685
到店酒旅	4,443	10%	456	47%	213	30	1.44	20%	6,378	5,315	4,429	3,691
其他新业务	1,456	42%	610	-14%	-88	0	0.00	30%	0	0	0	0
合计 (亿元)	14,914	17%	2,523	18%	465	35	1.09	26%	16,293	12,942	10,296	8,204
港元汇率									0.90	0.90	0.90	0.90
合计 (亿港元)									18,137	14,407	11,462	9,133
对应目标价 (港币)									305	244	195	156
目标价对应的 PE									35	43	65	434

资料来源: 美团年报、国盛证券研究所预测

图表 143: 相似公司估值对比

	代码	公司	EPS				PE				市值 (亿元)	未来三 年 CAGR
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
平台 类企 业	9988.HK	阿里巴巴	7.11	5.81	7.43		26.3	32.0	25.0		39,922	22%
	TCOM.O	携程网	51.84	12.18	72.26	85.46	36.6	111.8	18.8	15.9	1,009	18%
	0780.HK	同程艺龙	0.30	0.26	0.51	0.73	42.3	44.6	22.7	15.9	247	35%
	0700.HK	腾讯控股	9.00	11.65	14.28	16.95	37.7	33.3	27.2	22.9	37,029	24%
	PDD.O	拼多多	-1.64	-0.76	1.01	2.67	-40.7	-143.5	107.4	40.7	5,055	218%
物流 类企 业	002352	顺丰控股	1.32	1.42	1.66	1.87	28.1	32.2	27.6	24.4	2,013	12%
	002120	韵达股份	1.20	1.29	1.50	1.70	27.7	26.2	22.4	19.7	749	12%
	600233	圆通速递	0.71	0.66	0.73	0.81	17.7	20.1	18.3	16.5	423	4%
	002468	中通快递	1.01	0.97	1.11	1.27	19.3	20.1	17.5	15.4	298	8%
	ZTO.N	中通快递	5.91	7.20	8.85	10.61	27.9	32.8	26.7	22.3	1,849	22%
自营+ 物流	JD.O	京东	1.28	3.07	4.78	6.71	97.1	58.7	37.7	26.9	5,274	74%

资料来源: Wind、国盛证券研究所

我们采用分部估值法,分别对美团各部分业务进行未来 3 年的盈利预测,然后给予 2023 年一个合理的估值,最后再按一定的折现率折现到现在。平台类企业在 2019 年在 30~40 倍左右,因此美团的外卖平台、到店酒旅业务按 2023 年 30 倍 PE 计算估值。物流类企业分化较大,其中增速较高的顺丰、韵达、中通 PE 平均为 27.9 倍,故参考类似企业我们将外卖物流业务按 2023 年 25 倍 PE 计算估值。计算得到 2023 年美团外卖平台、外卖物流、到店酒旅业务的估值分别为 8409/1506/6378 亿元,新业务价值按 0 亿元计算,则美团 2023 年合计估值为 16293 亿元,对应 18137 亿港元的市值和 305 港币的股价,2023 年公司整体目标 PE 35 倍。

外卖业务的竞争更大，因此我们给予一个 30% 的折现率；到店酒旅竞争相对较小，因此我们给予较小的 20% 的折现率，将各业务折现至 2021 年，则 2021 年美团外卖平台、外卖物流、到店酒旅业务的估值分别为 4976/891/4429 亿元，合计 10296 亿元，对应 11462 亿港币的市值和 195 港币的股价。

在 2023 年美团外卖业务的净利增速为 57%，到店酒旅的净利增速为 30%，限制高于上述我们用于对比的平台类企业 18%~35% 左右的增速，也高于物流类企业 12%~22% 的增速，因此我们有理由认为我们给予公司各业务 2023 年的 PE 估值不是激进的，甚至是低估的。

图表 144: 美团 2021 年企业价值计算 (亿元) (NPV 法)

g\WACC	8%	10%	12%	14%	16%
0%	15822	12215	9848	8185	6959
2%	19469	14139	10979	8898	7433
4%	26762	17347	12675	9897	8065
6%	48643	23761	15502	11396	8950
8%	-	43005	21156	13894	10277

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

我们用 NPV 法对美团估值。我们另外用 12% 的折现率和 4% 的永续增长率测算，得到美团 2021 年的合理价值在 12675 亿元，对应 14083 亿港币的市值和 239 港币的股价。

盈利预测与投资建议：维持“买入”评级，上调 2021 年目标价至 195 港币。我们预测 2021/22/23 年美团的净利润分别为 159/300/465 亿元，EPS 分别为 3.19/5.61/8.41 元。基于对美团竞争优势更充分的认识及对未来市场空间更好的预期，我们上调了美团的估值和目标价。我们采用分部估值法，对外卖平台/外卖物流/到店酒旅业务分别给予 2023 年 30/25/30 倍 PE，分别得到 8409/1506/6378 亿元的估值，合计 16293 亿元；然后按平均 26% 的折现率折现至 2021 年，得到美团 2021 年合理市值 10296 亿元，对应 11462 亿港币市值和 195 港币的目标价。

本文的预测基于相对中性的假设。实际上，美团届时的业绩甚至有可能超过本报告的预期，可能超预期的原因有：

① 外卖平台的货币化率由本报告假设的 6% 进一步提升至 7%。出于谨慎性缘故，本报告未对外卖平台的货币化率提升进行假设，实际上美团目前部分 3P 商户的抽成比例已经达到 8%。若外卖平台的货币化率由 6% 提升至 7%，则预计将增厚美团 2023 年净利润 50 亿元。

② 外卖广告的变现率占比由本文假设的 4% 增加至 6%。本文假设外卖广告的变现率为 4%，而参考天猫平台，其佣金变现率：广告变现率为 1: 1，若外卖广告变现率也达到一样和佣金 1: 1 的水平，即 6% 的变现率，则预计将增厚美团 2023 年净利润 100 亿元。

③ 外卖每单物流毛利由 0.7 元提升至 1.0 元。本报告假设外卖物流的 1.4 元毛利中，美团与和配送加盟商 1: 1 分成。实际上美团对配送加盟商有绝对的议价能力；且随单量的增长，降低单均分成并不会降低配送加盟商的总收入。若美团外卖物流每单毛利分成由 0.70 元提升至 1.0 元，则预计将增厚美团 2023 年净利润 32 亿元。

④ 本报告在新业务的预测上较为保守，不考虑现有或潜在新业务增长可能对公司业务的改善，而是假设新业务板块亏损规模逐步扩大。实际上新业务中不乏盈利能力出众的业务如小额贷款、支付等；加上现有业务的扭亏，未来新业务的亏损幅度有可能低于我们的预测。

⑤本文的估值仅基于外卖和到店酒旅两大业务，实际新业务也是有价值的，未来美团很可能开发出新的具备规模的业务。

⑥我们假设美团外卖的市占率保持 65% 不变，若美团竞争优势进一步扩大，则美团的收入和业绩有望进一步提升。若美团市占率进一步提升 10%，则预计将增厚美团 2023 年净利润 52 亿元。

美团的实际业绩也有可能低于我们的预测，导致低于预期的原因可能有：

①随竞争的加剧，美团外卖的市占率出现下降以及补贴率无法下降。

②新业务所需的投入超预期。生鲜零售、餐饮供应链、打车、支付等新业务都需要非常大的投入。若新业务所需的投入过大，则新业务的亏损幅度可能比我们预测的还要大。

③即时配送的物流成本难以在 2023 年下降至合理水平，导致物流业务的盈利比我们预测的要差。

④酒店预订的年轻用户，到一定年龄段后流失到其他平台，导致酒店预订间夜量的增长比我们预测的要慢。

五、风险提示

假设基础改变的风险。本报告的预测是基于一定的假设基础，如美团市占率维持稳定、变现率逐步提升等。若本报告基于的假设基础发生变化，则预测的结果将不再准确。

竞争格局加剧的风险。当下互联网红利已经趋近尾声，各细分行业的竞争已经趋于白热化。未来若其他互联网巨头进入美团的领域，可能会对整个市场格局及美团的业绩造成冲击。

流动性的风险。股价的波动除了与基本面相关外，还与流动性有关。近期资本市场的波动加剧，前期因海外流动性的紧缩，曾导致美团股价的大幅下挫。未来资本市场若再次出现流动性的问题，则可能会对美团的股价造成冲击。

六、写在文末的思考

美团外卖业务为什么在 2019 年开始盈利？一般观点认为，外卖规模效应的提升带来了成本的下降，在 2019 年刚好降低到临界点以下，外卖业务就自然盈利了。但其实 2019 年美团的费用压力仍然较大，为应对竞争对手的挑战，美团提高了 2 个百分点左右的外卖补贴率。2019 年外卖仍是处于一个规模和渗透率快速提升的市场，仍需要投入去培育用户习惯；竞争对手也在加大对外卖的投入，显然就算成本下降了，在 2019 年外卖盈利也不是个最佳的时点。

移动互联网起步早期是蓝海市场，各行各业蕴含着大量的机会。但是以 2010 年为元年看，移动互联网发展至今已经有十年了，能尝试过的机会大部分都被人尝试过了，剩下的大部分是那些投入规模巨大、需要很大的规模效应才能运转起来的商业模式，如餐饮供应链、新零售、网约车等。美团过去可以小成本试错，在这样一个机制下也培育出了不少明星业务。但目前美团的业务拓展已进入深水区，快驴、买菜、打车等新业务，无不需要非常大规模的投入才能建立起来。故美团亟需新的现金牛为新业务输血，以维持美团当下高速的扩张步伐和领先优势；而外卖业务已具领先的市场份额和一定的竞争优势，盈利的时机已较成熟。因此我们认为，在未来 3-5 年内，可以看到美团外卖和到店

酒旅两大业务的盈利快速释放，带动公司业绩的快速增长。而新业务的投入和亏损则可能进一步扩大。

第二个问题是二级市场对美团的意义是什么？美团目前账上现金充裕，自身也有一定的盈利能力，因此我们认为至少在短期内美团对再融资没有需求，而实际上阿里巴巴、腾讯等很多互联网公司在上市后都没有再融资过。我们认为二级市场是美团对其组织能力建设的非常重要的一部分。美团的股权激励非常广泛，城市经理以上的员工就有机会获得期权。以期权激励为薪酬组成的一部分，显然要比直接发现金报酬更加有益于公司的发展。员工持有公司股份，看到自己为公司的努力最终会转换为股权价值的上涨作为回报，会更加努力地工作，同时增强员工对公司的身份认同。此外，王慧文在公开场合也说过，相较于一家公司市值“0→100 亿美元”的走势，“0→1000 亿美元→100 亿美元”会严重损伤公司的健康发展。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com