

# 以美团点评看 O2O 生活服务超级平台

——O2O 行业研究系列之一



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 报告起因

O2O 生活服务电商是互联网增长最快，空间最大的细分市场之一，孕育了美团点评、口碑、饿了么等诸多独角兽。以美团点评为例，作为国内最大的在线综合服务平台，其业务遍布到店、到家、旅游、酒店、出行等全方位生活场景，2017 年 GMV 达 3570 亿 (yoy+50.6%)，仅次于阿里、京东，呈现爆发式增长。我们将做行业整体框架探讨，试图寻找 O2O 未来发展路径。

## 核心观点

- **纵观 O2O 服务领域，美团点评与阿里系（口碑、饿了么等）各有特点。** 第一，产品逻辑上两家有所区别，美团点评采用互联网三级火箭“高频打低频”方式，凭借着高频领域&低盈利的市场（外卖、到店）领先地位占领流量池，把流量输出至生活服务（酒店、旅游等）低频&高盈利领域（2017 年美团酒店预订业务 80% 的新增用户来源于及时配送及到店餐饮交易用户）。阿里系则凭借支付和生态优势，强势推动口碑、饿了么，布局 O2O 板块反哺阿里流量体系和新零售业务。第二，从行业模式上看，阿里系和美团的不同点在于，外卖业务是流量获取中心，到店和生活服务（酒店旅游等）是未来的现金流业务，具有高毛利率。（扣除外卖费后实际 take rate 提升幅度不大）。
- **团购行业，“千团大战”后趋于平稳；阿里系口碑强势切入到店市场，超越美团成为到店业务霸主。** 因口碑流量入口现包括支付宝（5.5 亿 MAU），2017 年口碑占中国到店 O2O 市场份额达 55.5%，首次超越美团点评（35.9%）。
- **外卖行业 GMV 空间巨大，可作为高流量级产品，竞争格局待观察。** 以交易金额计，2018Q1 美团外卖/饿了么分别以 59%/36% 市场份额位列第一/第二。外卖平台服务与内容同质化，且效率改善有限，平台竞争仍然聚焦在价格，我们判断美团外卖与饿了么可能长期并存（饿了么在阿里流量体系和新零售布局上有着重要地位），竞争有望持续。我们认为对于 O2O 生活平台，外卖业务定位于全平台流量入口&低 take rate 业务（因 gmV 空间巨大）。
- **酒店 O2O，美团通过低佣金率破局，间夜数逼近携程。** 截至 2017 年，美团点评覆盖国内酒店 32 万家、海外酒店 23 万家，酒店间夜数超过 2 亿，景点门票 9000 万。美团酒店业务迅速发展主要因：1) 美团拥有近 3 亿高频用户，为酒店业务引流；2) 低佣金率抢占市场，相比于其他平台 15%-20% 的佣金率，美团仅收取 10% 的佣金。美团正稳步向高星级酒店拓展，进一步提高市场份额，携程地位受到挑战。

## 投资建议与投资标的

- **美团点评（腾讯控股(0700, 未评级)持股 20%）是全球领先的综合生活服务平台，** 链接线上线下全生活场景，并依托海量骑手和用户切入新零售、支付等领域。在到家、到店、酒店等业务上，分别与阿里系、携程平分市场。**我们看好美团点评打造的全场景生活服务平台，建议重点关注。**

## 风险提示

- 行业竞争格局恶化、人力成本上升风险等

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

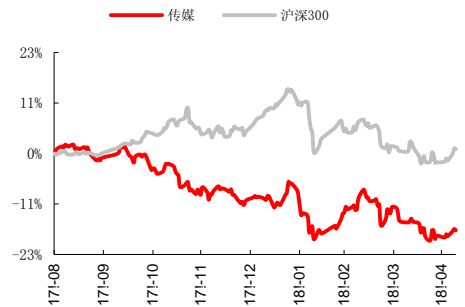
行业

传媒

报告发布日期

2018 年 08 月 30 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

项雯倩

021-63325888\*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

联系人

高博文

021-63325888-6089

gaobowen@orientsec.com.cn

## 目 录

<b>不断突破的边界，链接线上线下全场景</b> .....	<b>5</b>
历史发展：从群雄并起，到美团阿里争霸 .....	5
O2O 体系：全场景延伸，铁索连舟.....	6
行业增速：外卖业务推动高增长，酒店业务贡献高毛利 .....	7
<b>起于团购，兴于酒店，盛于外卖</b> .....	<b>9</b>
到店 O2O：剩者为王，美团阿里强强对决 .....	9
千团大战：激烈竞争成就团战王者 .....	9
寡头对决：阿里支付破局，口碑异军突起 .....	11
外卖 O2O：市场培育成熟，寡头平分市场 .....	14
补贴大战：火烧连营，从学生到白领 .....	14
寡头对决：趋势已成，美团与饿了么争霸 .....	15
旅游酒店：低价切入 OTA 市场，发展迅猛 .....	16
<b>用户数和交易频率推动 GMV 高增长</b> .....	<b>19</b>
外卖业务：定位于公司流量入口，业务持续高增长 .....	21
到店、酒店及旅游业务：酒店业务快速发展，毛利主要贡献 .....	23
新业务及其他：多元化进程顺利 .....	23
<b>投资建议与投资标的</b> .....	<b>24</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 美团点评公司发展历程 .....	5
表 1: 美团点评历史融资情况 .....	6
图 2: 美团点评四大事业群及六大支持平台 .....	6
图 3: 美团点评“全场景渗透” & “高频打低频” .....	7
图 4: 2017 年美团点评 GMV 构成 (亿) .....	8
图 5: 2015-2017 年美团点评收入构成 (亿) .....	8
图 6: 2015-2017 年美团点评毛利构成 (亿) .....	8
图 7: 2015-2017 年美团点评各业务毛利率 .....	8
图 8: 美团点评三费比率 (%) .....	9
图 9: 美团点评经营亏损及经营活动现金流 (亿) .....	9
图 10: 中国本地化生化服务团购发展周期 .....	10
图 11: 中国团购企业市场综合竞争力 .....	10
图 12: 2013 年团购累计关闭网站与累计运营网站对比图 .....	11
图 13: 2013 年按交易金额计团购城市分布 (亿) .....	11
图 14: 支付宝 App 中“口碑”页面 .....	11
图 15: 2017 年中国到店 O2O 市场份额 .....	11
表 2: 2017 年口碑扩张攻略 .....	12
图 16: 美团点评到店业务战略 .....	13
图 17: 口碑到店业务战略 .....	13
图 18: 美团点评到店/外卖业务支付页面 .....	13
图 19: 口碑到店/外卖业务支付页面 .....	13
图 20: 2003-2017 年外卖发展历程 .....	14
图 21: 美团历年交易激励费用 (包含抵减收入部分) .....	15
图 22: 美团历年单笔外卖业务补贴金额 .....	15
图 23: 中国餐饮外卖行业竞争态势 (交易金额计) .....	15
图 24: 中国餐饮外卖行业竞争态势 (订单数计, 亿) .....	15
图 25: 美团与饿了么在线商家数量 (万) .....	16
图 26: 美团外卖与饿了么骑手日活用户数 (万) .....	16
图 27: 阿里 88 会员体系 .....	16
图 28: 星巴克与饿了么战略合作 .....	16
图 29: 美团点评旅游酒店业务布局 .....	17
图 30: 2017 年在线旅游市场份额 .....	17
图 31: 2017 年在线旅游度假市场份额 .....	17
图 32: 2017 年在线旅游住宿市场份额 .....	18

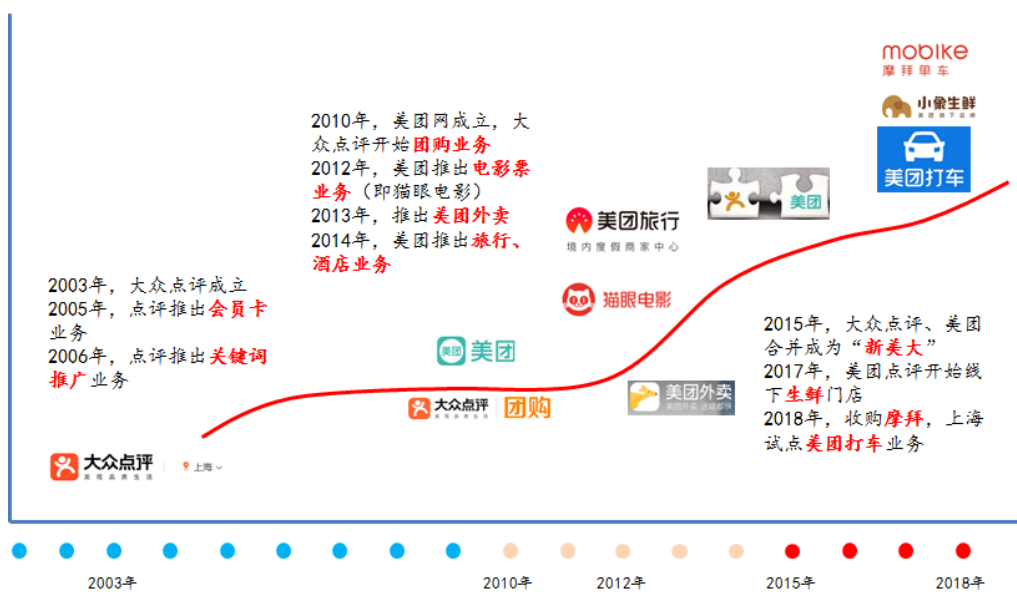
图 33: 中国在线酒店业竞争态势 (间夜数计) .....	18
图 34: 美团以中低端酒店为主 .....	18
图 35: 携程以高端酒店为主 .....	18
图 36: 美团点评总交易金额及变现率 .....	19
图 37: 美团点评商家数及用户数量 .....	19
图 38: 美团点评销售收入及毛利率 .....	20
图 39: 美团点评经营亏损及经营活动现金流净额 .....	20
图 40: 美团点评收入构成 .....	20
图 41: 美团点评毛利构成 .....	20
表 3: 2017 年美团各业务线拆分 .....	21
图 42: 美团外卖业务营收及毛利 (亿) .....	21
图 43: 美团点评单笔佣金及骑手成本 (元) .....	21
图 44: 美团点评月度活跃用户数 (百万) .....	22
图 45: 美团点评日均餐饮外卖交易笔数 (百万) .....	22
图 46: 美团历年交易激励费用 (包含抵减收入部分) .....	22
图 47: 美团历年单笔外卖业务补贴金额 .....	22
图 48: 到店、酒店及旅游业务营收 (亿) 和毛利率 .....	23
图 49: 到店、酒店及旅游业务流水及收入拆分 .....	23
图 50: 美团新业务营业收入 (亿) 及毛利率 .....	24
图 51: 其他业务成本构成 (亿) .....	24

## 不断突破的边界，链接线上线下全场景

### 历史发展：从群雄并起，到美团阿里争霸

作为“执牛耳”者，美团点评发展历程就是一部中国 O2O 服务电商的发展史。2003 年，大众点评成立，是全球最早的独立第三方消费点评网站，早期通过“**电子优惠券、关键词推广**”等网络广告业务盈利，最早 O2O 雏形以**分类信息网站**出现。2010 年，美团网成立，是国内最早的团购网站，“**千团大战**”**唯三幸存者**（点评、美团、糯米），以团购为代表的 O2O 呈现爆发式增长。2015 年，美团网与大众点评两大生活服务综合平台合并，**涉及团购、外卖、酒店预订、旅行票务、打车、共享单车**等生活服务全场景，O2O 正式步入寡头时代。

图 1：美团点评公司发展历程



资料来源：东方证券研究所

美团点评估值位列国内独角兽企业 TOP 5。根据科技部公布的《2017 年中国独角兽企业发展报告》中，美团点评位列蚂蚁金服（750 亿美元）、滴滴出行（560 亿美元）、小米（460 亿美元）、阿里云（390 亿美元）之后，排名第五。按照 IT 橘子披露 F 轮融资 40 亿美元，股权占比 13.3%计。

腾讯为最大股东，创始人王兴持近 50%表决权。公司采取 A/B 股形式（A 股投票权 10 票，B 股投票权 1 票），腾讯控股(0700, 未评级)为第一大股东，持股 20.14%，美团创始人王兴持股 11.4%，其中持有 A 类股 10.9%，具有近 50%的投票权。从 BAT 入局，到糯米、百度外卖惨淡退场，整个 O2O 服务电商领域由美团（腾讯系）与饿了么口碑（阿里系）把持。

表 1：美团点评历史融资情况

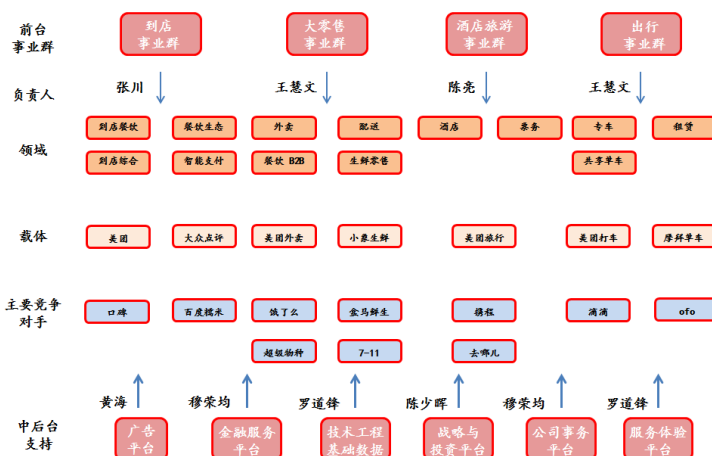
美团				大众点评		
融资历史	时间	金额	投资机构	时间	金额	投资机构
A 轮	2010 年 9 月	1200 万美元	红杉资本	2006 年 1 月	200 万美元	红杉资本
B 轮	2011 年 7 月	5000 万美元	阿里巴巴/红杉等	2007 年 5 月	2500 万美元	谷歌风投
C 轮	2014 年 5 月	3 亿美元	阿里巴巴/红杉等	2011 年 4 月	1 亿美元	启明创投/红杉等
D 轮	2014 年 12 月	7 亿美元	高瓴、阿里巴巴等	2012 年 8 月	6400 万美元	今日资本等
E 轮				2014 年 2 月	4 亿美元	腾讯
F 轮				2015 年 2 月	8.5 亿美元	小米/腾讯等
<b>15 年 10 月 美团点评</b>						
融资历史	时间	融资金额	股权占比	投后估值	投资机构	
E 轮	2016 年 1 月	33 亿美元	18.33%	180 亿美元	腾讯 (10 亿美元)、DST、红杉等	
战略投资	2016 年 7 月	未披露	未披露	180 亿美元	华润创业联合基金	
F 轮	2017 年 10 月	40 亿美元	13.33%	300 亿美元	红杉资本、GIC、老虎基金等	

资料来源：IT 橘子，东方证券研究所

## O2O 体系：全场景延伸，铁索连舟

O2O 服务包括团购、外卖、酒店旅游、出行等诸多领域，但我们发现整体的全场景化和相互联系越来越紧密。以美团为例，2017 年底美团点评进行最新组织升级，**聚集到店、到家、旅行和出行四大 LBS 场景**：一是以原有到店餐饮、餐饮生态、到店综合及智能支付为主的**到店事业群**；二是以外卖、配送、餐饮 B2B 及生鲜零售为主的**大零售事业群**；三是以酒店、票务为主的**酒店旅游事业群**；四是以专车、租车、共享单车为主的**出行事业群**，并有广告平台、金融服务平台、技术工程及基础数据平台、战略与投资平台、公司事务平台、服务体验平台等六大中后台支持平台。阿里也于近期正式将口碑和饿了么业务整合，实现到店和外卖业务的对接。

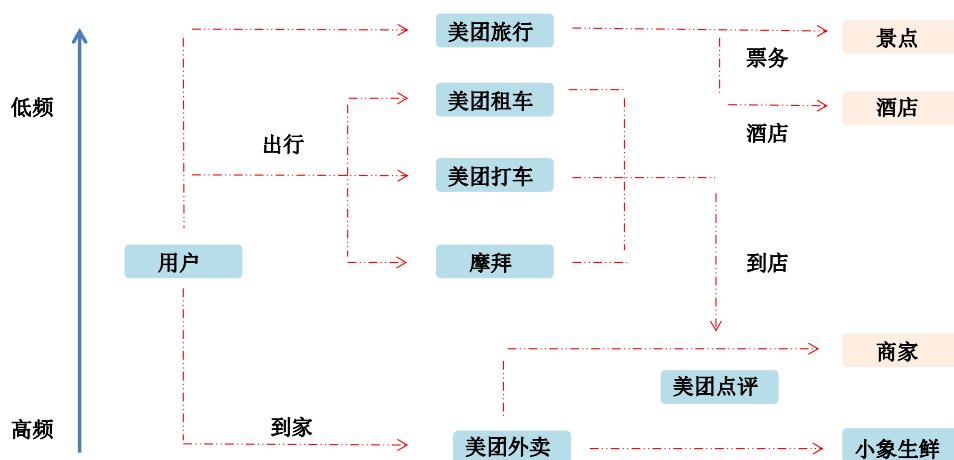
图 2：美团点评四大事业群及六大支持平台



资料来源：东方证券研究所

全场景覆盖的逻辑在于增加用户黏性，而“铁索连舟”式的 O2O 体系，可以实现流量的高效利用。美团点评四大事业群涵盖生活服务全场景，并通过互联网三级火箭模式“高频打低频”带动公司盈利能力。除了传统的团购/到店、外卖/到家、酒店旅行场景外，公司还积极布局短途/中途出行方案、闪送等服务，完美地将“线上流量与线下服务”相结合，覆盖全部生活化场景。此外，美团点评提供一站式广泛的日常服务，满足消费者各类需求，并凭借着高频领域的市场领先地位，扩展至娱乐、酒店及旅游等低频领域，通过交叉销售，快速和高效地扩大消费者群体。在 2017 年，美团酒店预订业务 80% 的新增用户来源于及时配送及到店餐饮交易用户，同年，平台共完成预定国内酒店间夜量共计 2.05 亿，丰富服务品类有效降低获客成本、增强用户黏性。

图 3：美团点评“全场景渗透” & “高频打低频”



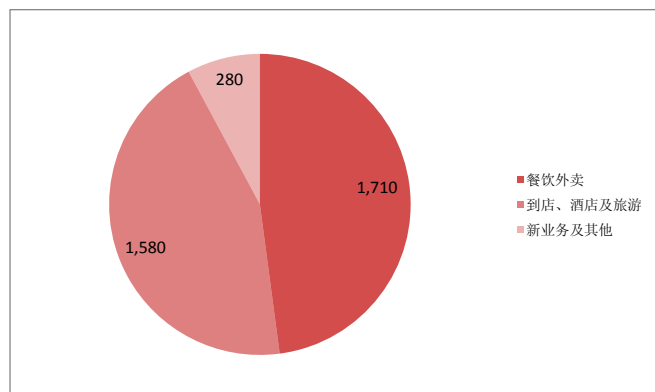
资料来源：东方证券研究所

## 行业增速：外卖业务推动高增长，酒店业务贡献高毛利

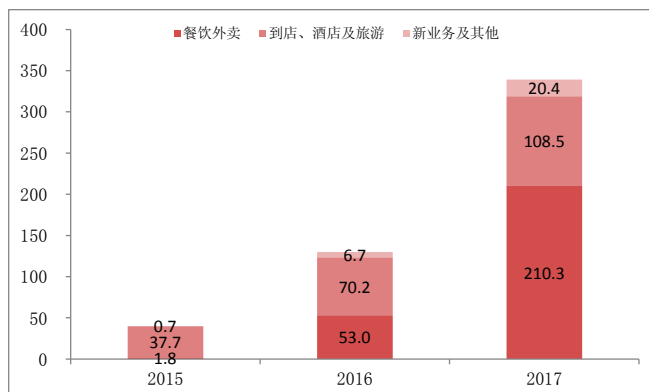
作为 O2O 的“执牛耳”者，美团业务结构和增长亦可以看出行业逻辑。外卖业务推动 GMV 高速增长。交易金额上看，2017 年美团点评 GMV 达 3,570 亿，变现率 9.5%（即收入/GMV），其中外卖业务 1,710 亿（占比 47.9%，变现率 12.3%）；到店、酒店及旅游 1,580 亿（占比 44.3%，变现率 6.9%）；新业务及其他 280 亿（占比 7.8%，变现率 7.3%）。

收入端上看，2017 年美团点评实现营收 339.2 亿，近三年复合增速 190%。其中外卖业务收入 210.3 亿（同比增长 297%），作为 14 年进军外卖领域的后起之秀，逐步成为市场霸主；到店、酒店及旅游 108.5 亿（同比增长 55%），到店作为公司传统团购业务相对稳定，酒店业务快速发展，仅此于携程位列行业第二；新业务及其他 20.4 亿（同比增长 206%），逐步加码共享单车、专车等业务。



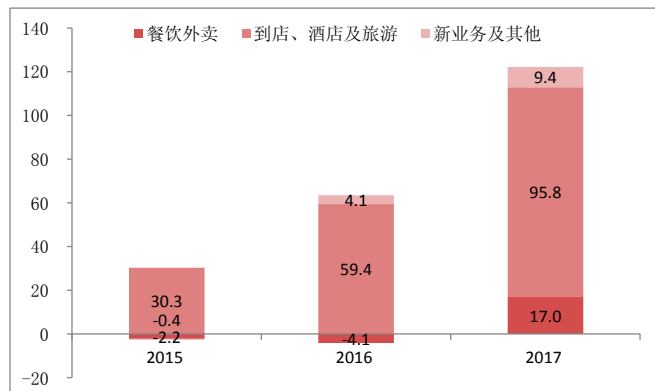
**图 4：2017 年美团点评 GMV 构成（亿）**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

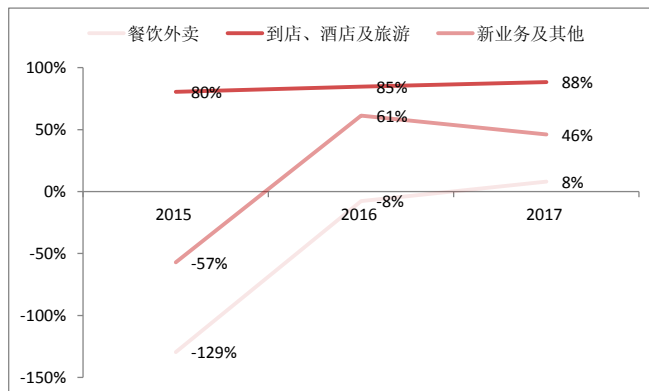
**图 5：2015-2017 年美团点评收入构成（亿）**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

到店、酒店及旅游业务贡献主要毛利，外卖毛利率边际改善明显。2017 年，美团点评毛利 122.2 亿，毛利率 36%，其中餐饮外卖毛利 17.0 亿（占比 13.9%），毛利率 8%，首次实现转正；到店、酒店及旅游业务毛利 95.8 亿（占比 78.4%），毛利率 88%，稳中有升，贡献公司主要毛利；新业务及其他毛利 9.4 亿（占比 7.7%），毛利率 46%。

**图 6：2015-2017 年美团点评毛利构成（亿）**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

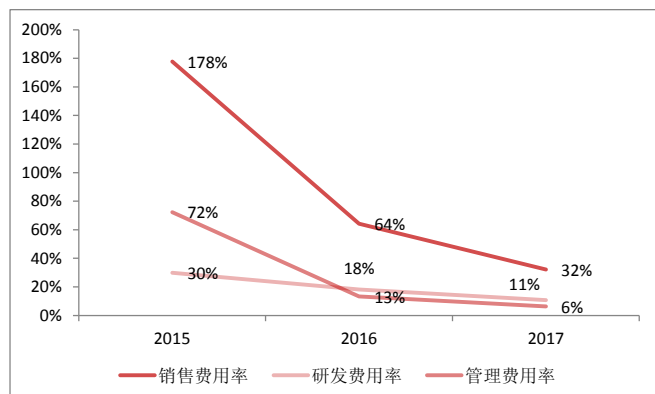
**图 7：2015-2017 年美团点评各业务毛利率**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

经营亏损逐步缩窄，经营活动现金流转正在即。2015-17 年公司经营亏损分别为 84.7 亿、62.6 亿、38.3 亿，呈现逐步下降态势；经营活动现金流分别为 -40.4 亿、-19.2 亿、-3.1 亿，现金流情况改善。一方面，主要由于营收高增长，外卖业务毛利率转正；另一方面，销售及管理费用率受规模效应改善明显，其中销售费用率从 178% 下降至 32%，研发费用率从 30% 下降至 11%，一般及行政开支率从 72% 下降至 6%。

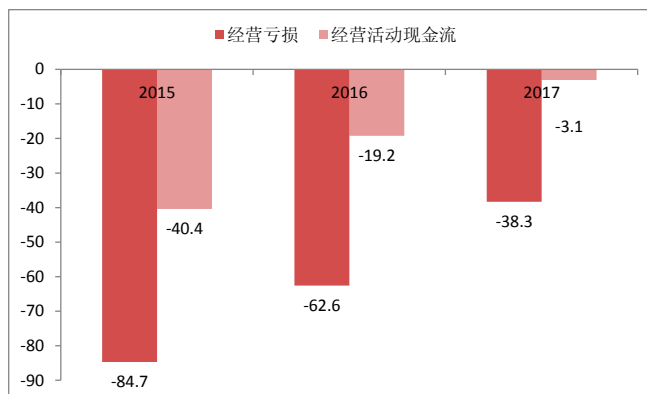


图 8：美团点评三费比率（%）



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

图 9：美团点评经营亏损及经营活动现金流（亿）



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

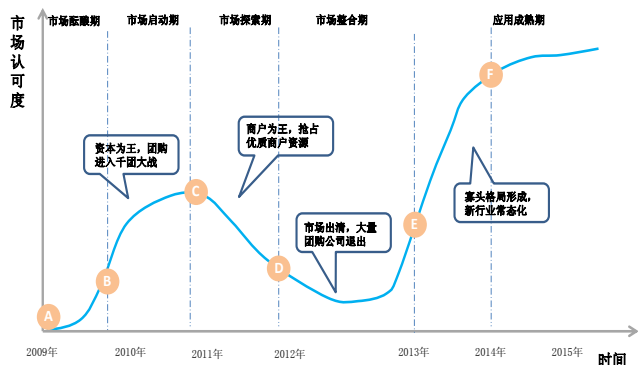
## 起于团购，兴于酒店，盛于外卖

从整个 O2O 来看，团购将 O2O 行业推入高速发展期，完成了初始用户的培育。外卖则是极大提高了 O2O 服务的频率，实现行业的高速增长。通过高频 O2O 的流量优势切入酒店、旅行等业务，完善整个行业的盈利模式。

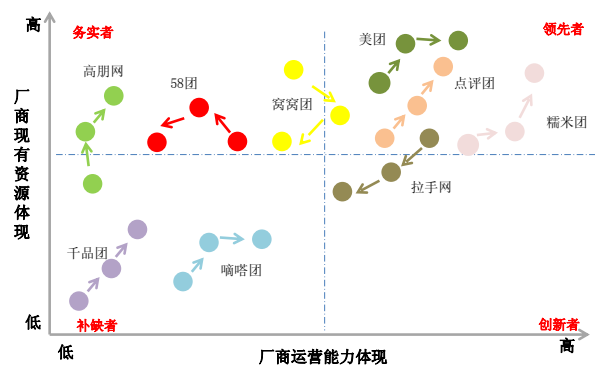
## 到店 O2O：剩者为主，美团阿里强强对决

### 千团大战：激烈竞争成就团战王者

“千团大战”是团购时代的一场艰苦卓绝斗争，凭借着卓越的眼光和战略布局，美团、大众点评成为最后的胜者。2009 年海外团购始祖 Groupon 实现盈亏平衡，利润率高达 30%，其清晰可复制的商业模式引起了国内创业者的关注。2010 至 2011 年，短短一年时间，满座、嘀嗒团、美团、拉手、糯米网等团购网站纷纷成立，随着资本助力，团购网站膨胀至 5,000 家。“广告战”、“拉锯战”、“阵地战”等融入人们日常生活，过低的准入门槛加速团购行业的发展，但同时也不可避免地造成行业内的恶性竞争和迅速洗牌。

**图 10：中国本地化生活服务团购发展周期**


资料来源：易观智库，东方证券研究所

**图 11：中国团购企业市场综合竞争力**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

回顾美团网在千团大战中的“生存法则”：**以顾客为中心（推出过期退款制度）、专注标品引流（猫眼电影战略）、不乱烧钱（扩张城市、广告、人员）。**

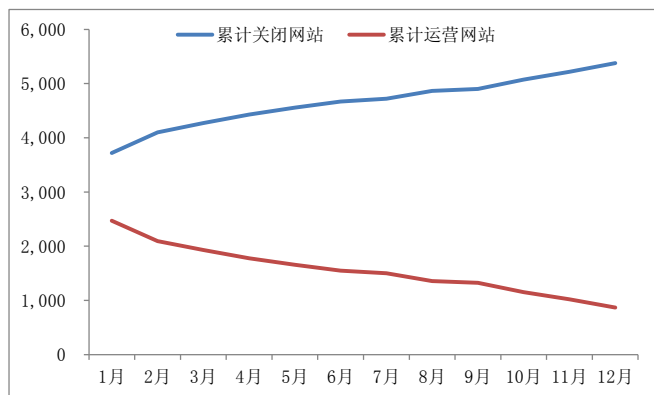
**1) 以顾客为中心：**美团率先承诺“过期可全额退款”，赢得团购用户信任。2011年3月4日，正值美团成立一周年开起过期包退级划，将千万未消费的团购款返还给用户。这条看似平常的条件，却引起行业的轩然大波。团购刚兴起之初，很大部分利润来自于团购的沉淀资金，美团此举赢得了团购用户的信任。最终以拉手为代表的各大团购网站纷纷采取跟随策略，推出退款绿色通道。

**2) 专注标品引流（已转移给光线）：**与其他的O2O模式不同，美团采用垂直领域的策略，关注标品引流。2012年美团推出**电影票团购业务**，并且于2013年1月上线“**在线选座**”服务（前者需要电子券现场兑换，后者可以手机直接支付和选座）。与传统的餐饮服务相比，电影票业务的信息化程度更高，且产品较为标准、同质化。过高的电影票价和供过于求的市场环境，都为团购业务提供足够空间。此外，电影是线下消费的重要消费场景，可以实现美团内部的相互导流，在票房比较好的月份，电影的销售占比超过美团团购营收30%以上。

**3) 不乱烧钱：**在千团大战中，美团共计融资0.62亿美元，远低于拉手网1.6亿美元和其他同行的融资情况，“精打细算”助力最终脱颖而出。其一，“**适当扩张**”。从11-15年团购城市数观察，我们发现大众点评、糯米20-30个城市（深耕一线），美团100个城市，拉手网、窝窝团150-300个城市，美团既不是最少也不是最多，却是唯一分布在100个城市的团购网站。头部城市市场大，管理资源消耗小，但是垄断比较难；小城市商家数少，但容易形成垄断，当千团大战进行到最激烈的时候，团购网站往往由于扩张太快，收益成本较低，选择抛弃尾部城市，**由于良好的财务控制，美团渐渐在这些城市获得垄断地位及收益，进一步“反哺”大城市。**其二，“**不投放广告**”。仅2011年，团购巨头们就开始大量广告投入，其中团宝网投入5.5亿，大众点评投入3-4亿，糯米投入2亿，街头巷尾、地铁、办公楼都可以看到团购广告的身影。针对团购行业的分析，美团管理层认为“顾客是价格敏感的，面对商家，广告是无效”，并没有深陷“广告战”的泥潭中，留下足够的“弹药”。其三，“**不挖人**”。最早由窝窝团开始，先后挖走拉手网华东大区经理、美团广州、上海地区城市经理等，而这种“挖人战”，一方面提高了成本，另一方面加剧公司内部矛盾（老

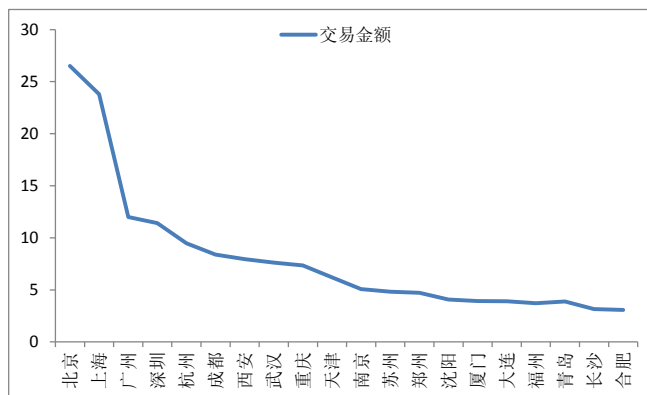
员工不平衡)，而美团采取“拖”一两个月，跳槽的员工发现新公司并不靠谱，原来的团队也就慢慢稳定下来。从2011年中至年底，美团的员工数量维持在2500-2700人，而拉手网、窝窝团员工数量一度超过5000人。

图 12：2013 年团购累计关闭网站与累计运营网站对比图



资料来源：中国电子商务研究中心，东方证券研究所

图 13：2013 年按交易金额计团购城市分布（亿）



资料来源：中国电子商务研究中心，东方证券研究所

从这三个方面，可以看出美团具有战略眼光和细节的把控力。随着团购大战步入13年，移动团购占比超过50%，团购市场进一步发生变化。PC时代，团购网站的模式是先付费后服务，为商家提供了流量支持；移动时代，随着LBS兴起，先服务后付费模式逐步兴起，流量来源的不可区分导致商家与团购平台之间的矛盾。团购行业进入蛰伏期，最后以美团和大众点评合并而告一段落。

### 寡头对决：阿里支付破局，口碑异军突起

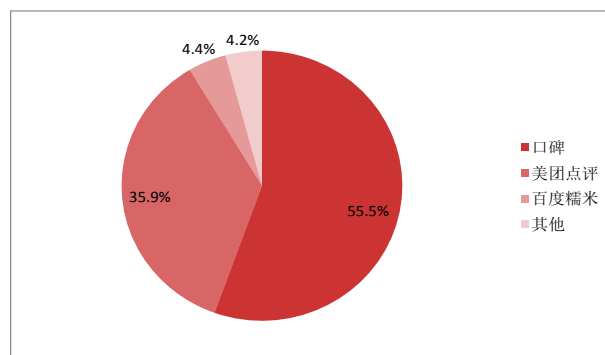
阿里与蚂蚁金服深度合作复活“口碑”，借助阿里系强大流量和蚂蚁金服线下资源，口碑超过美团点评市占率第一。截止2018年5月，口碑流量入口包括口碑App（1900万MAU）和支付宝（5.5亿MAU），2017年口碑占中国到店O2O市场份额达55.5%，首次超越美团点评。

图 14：支付宝 App 中“口碑”页面



资料来源：支付宝 APP，东方证券研究所

图 15：2017 年中国到店 O2O 市场份额



资料来源：易观，东方证券研究所

口碑于 2004 年由阿里 46 号员工李治国创立，致力于打造一个涉及吃、住、行、玩的生活型社区平台，定位于分类信息网站（与大众点评相似，重要竞争对手）。2006 年引入阿里投资，并与淘宝网设立口碑房地产频道，进入房产交易领域；2008 年口碑与雅虎整合，随后由于口碑在餐饮和分类信息定位上摇摆不定，最终失去与大众点评、58 同城等竞争实力。2015 年阿里与蚂蚁金服整合资源重塑，复活“口碑”，依托支付宝入口和阿里系支持，迅速崛起。

2017 年口碑成功逆袭美团，成为到店 O2O 第一。回顾其 17 年发展，口碑通过“码攻略”将线下门店流量和数据转移至线上；与携程美食林合作打通完善餐饮评价体系；上线独立 App 完善多流量入口，打造自身会员管理体系。

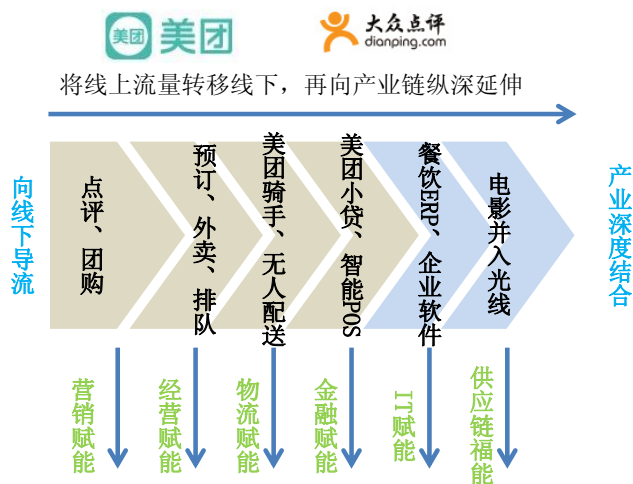
表 2：2017 年口碑扩张攻略

时间	主要业务动作	具体措施	战略意义	聚焦
4 月	发布码攻略	顾客扫码后可以进入虚拟店铺，进行点餐、领取优惠、挑选发型师等	将线下用户流量转到线上，帮助商户精准运营分析线下流量	技术/数据能力输出
9 月	24 鲜无人收银	支付宝中“24 鲜”店铺，扫描商品条形码，自助结账	线下零售数字化赋能与提效 用户消费数据沉淀 提升口碑的消费频次与黏性	技术/数据能力输出
	正式上线口碑 App	上线口碑独立 App，保持支付宝、手淘入口	与支付宝、手淘形成多流量入口 建立独立品牌，减少对支付宝依赖 更好提升平台化体验 备战双 12（完成交易 6500 万笔）	品牌建设
	开通餐厅评论优惠券	口碑与携程美食林宣布达成战略合作，美食林打通口碑餐厅人气值、用户评论、商家优惠体系	国内海外数据互补（美食林海外占 70%），丰富餐厅结构	技术/数据能力输出
11 月	无人餐厅技术	在线预订/扫码取餐，智能取餐柜取餐，24 小时营业	帮助商家更好利用技术提升效率 利用用户标签沉淀，改进餐厅供应	技术/数据能力输出
	智能发券	用人工智能实现区别发券	以大数据精细化运营帮助商家提高客单价、提升复购率	技术/数据能力输出
12 月	口碑独立 App 双 12	双 12 期间，口碑独立 App 可享受五折优惠力度	收割用户，推动新零售业态发展	品牌建设
	推出口碑卡	集优惠打折、刷卡支付、消费积分于一身的打折卡	打造会员管理体系	品牌建设

资料来源：易观，东方证券研究所

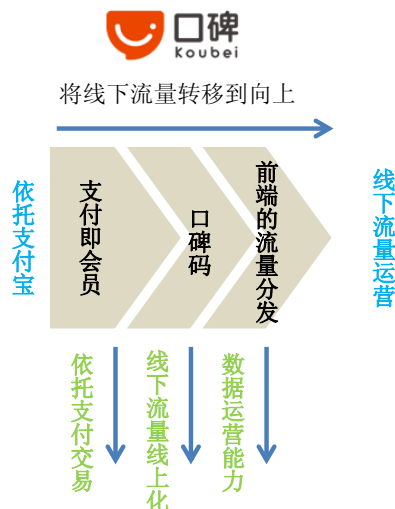
对比美团点评和口碑到店业务发现二者战略和壁垒有显著差异。美团依赖于线上流量向线下转移，为线下门店带来流量，并通过一系列配套服务进一步与产业深入结合。口碑则依托于支付宝的交易环节优势和流量入口，通过口碑码引导顾客点餐、领取优惠，将线下流量转到线上，通过阿里和支付宝的数据体系对线上流量优化运营，提高商家的客单价和效率。正如我们前面所说，移动时代团购模式已经从“先付费后服务”变成了“先服务后付费”，线上向线下流量引流效果变弱并且难以衡量，团购的关键集中在“支付环节”，口碑得以迅猛发展。

图 16：美团点评到店业务战略



资料来源：易观，东方证券研究所

图 17：口碑到店业务战略



资料来源：易观，东方证券研究所

更进一步，到店团购和外卖业务是阿里必争之地。一方面，阿里与美团商业模式相似，在线上流量红利衰退时，二者之间在线下商家及服务流量的争夺矛盾尤为激烈。另一方面，就是支付，支付的场景无非是购物（线上、线下）、服务两大类。根据世界银行数据，2016年淘宝移动支付交易额11.5万亿，微信支付8.5万亿，到店/外卖也是阿里与腾讯/美团在支付领域的焦点，用户支付习惯的重要组成部分。以两者到店团购支付流程来看（即二者App买单界面），美团买单可以选择美团支付、微信支付、支付宝（更多支付方式里显示），支付宝中口碑买单只能使用支付宝支付，目前口碑优惠力度更大（买单100减5），而美团优惠力度略低（买单100减3）。

图 18：美团点评到店/外卖业务支付页面



资料来源：大众点评 App，东方证券研究所

图 19：口碑到店/外卖业务支付页面



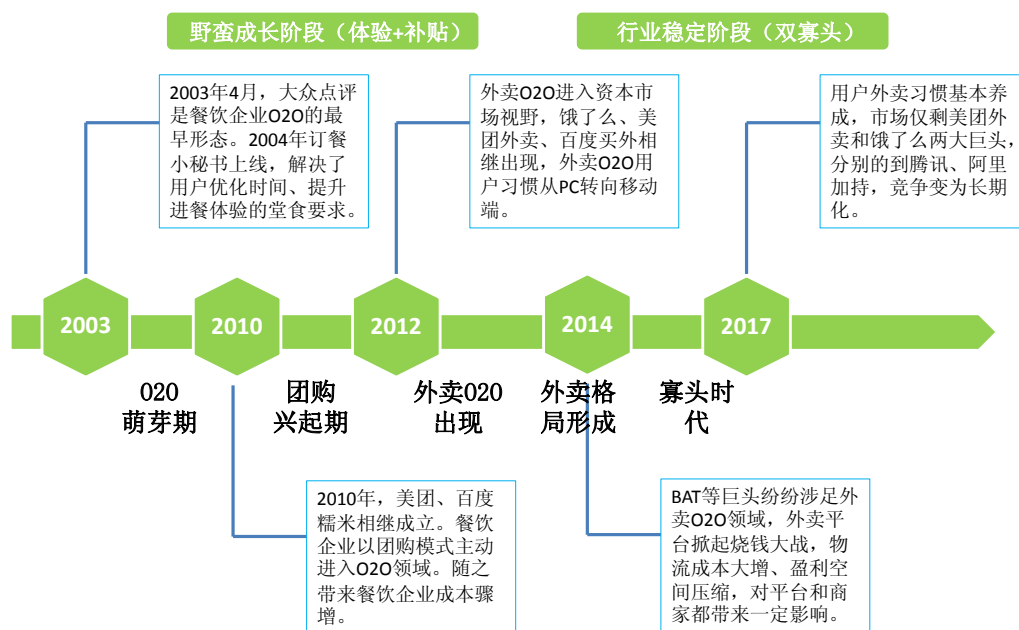
资料来源：支付宝 App，东方证券研究所

## 外卖 O2O：市场培育成熟，寡头平分市场

### 补贴大战：火烧连营，从学生到白领

整个外卖行业的发展过程绕不开“补贴大战”。2014年9月美团和饿了么率先在**校园市场**开战，“美团每单减6元，饿了么每单减5元”。学生群体是补贴大户，价格敏感度高，用户忠诚度高，盈利情况堪忧。彼时，百度外卖在分析市场的基础上（白领客单价高、用户忠诚度高），首先进入**白领市场**，并推出“平台配送”，市场份额曾一度到达30%以上。由于一系列失败决策，百度外卖市场份额季度下降，其一：2016年春节百度外卖配送员放假，美团则补贴骑手，保存运力，最终导致春节后百度外卖骑手短缺；其二：百度在高速增长时期盲目扩张新业务，入局生鲜、商超等领域，最后与饿了么合并，外卖市场正式步入“双寡头时代”。

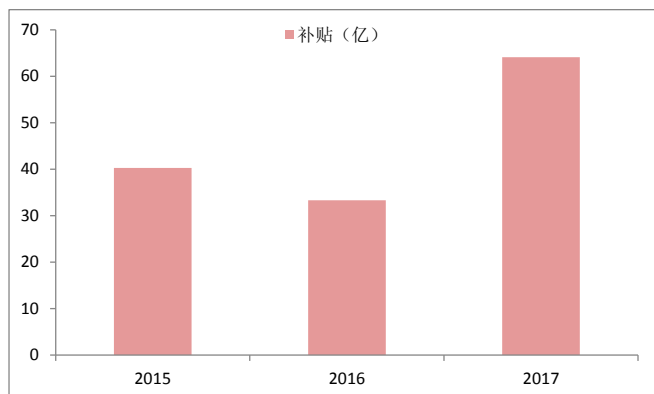
图 20：2003-2017 年外卖发展历程



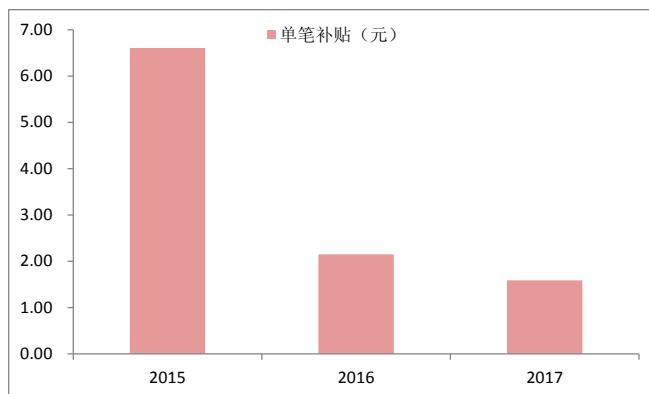
资料来源：东方证券研究所

以美团为例，2015-2017年交易激励费用共计40.3亿、33.3亿、64.1亿，单笔外卖补贴从6.6元下降到1.6元。随着市场格局日趋稳固，“补贴战”告一段落。



**图 21：美团历年交易激励费用（包含抵减收入部分）**


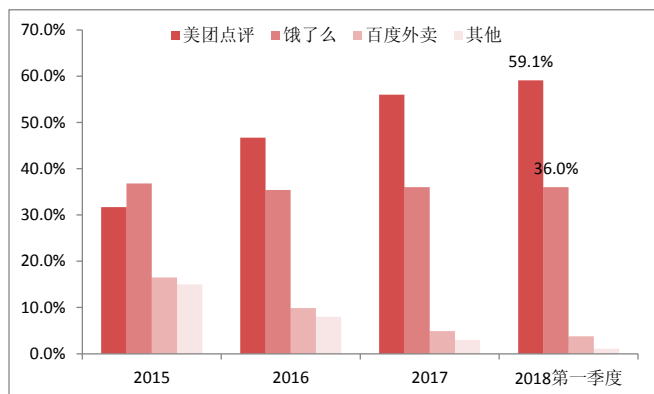
资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

**图 22：美团历年单笔外卖业务补贴金额**


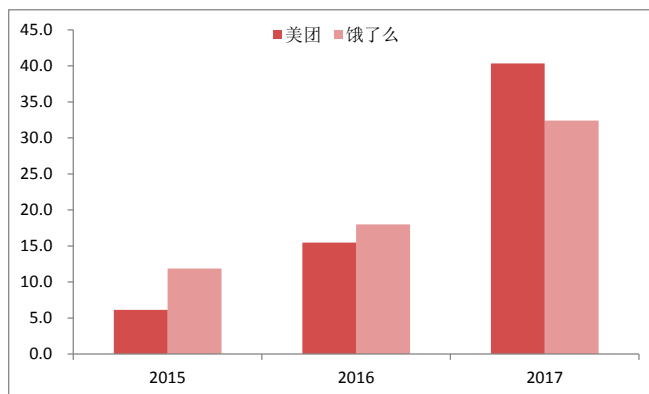
资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

### 寡头对决：趋势已成，美团与饿了么争霸

目前外卖行业竞争格局日渐稳定，用户习惯已经形成，美团外卖份额超 50% 占领导地位。以交易金额计（2017 年总市场 2046 亿），2018 年一季度美团外卖以 59.1% 市场份额位列第一，饿了么以 36.0% 市场份额位列第二。根据各外卖平台披露，以订单数计，2017 年美团外卖日均订单数 1100 万单，饿了么日均订单数超 900 万单。

**图 23：中国餐饮外卖行业竞争态势（交易金额计）**


资料来源：美团点评招股说明书，东方证券研究所

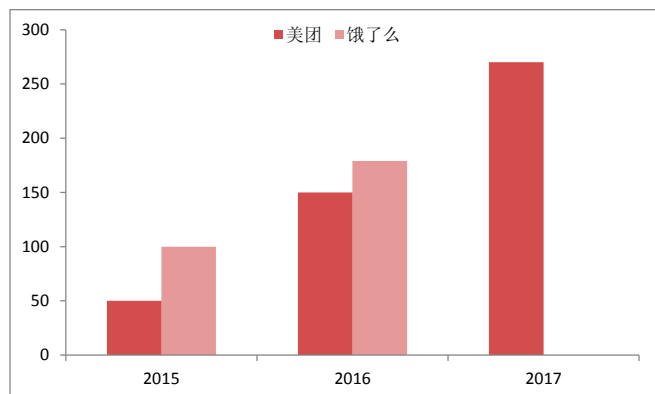
**图 24：中国餐饮外卖行业竞争态势（订单数计，亿）**


资料来源：美团点评招股说明书，东方证券研究所（饿了么为日订单数推算）

美团外卖合作餐饮商家数领先，日活跃骑手约饿了么两倍。根据各自公司披露，美团外卖在线餐饮商家数量 270 万+（2017 年），而美团点评上的在线餐饮商家 850 万+，外卖商家接入率仅 32%，饿了么在线餐饮商家数量 180 万+（2016 年）。根据 Trustdata 统计，截止 2018 年 5 月，美团日均活跃骑手数接近 28 万，饿了么日均活跃骑手数 14 万，骑手端美团运力储备更为强劲。

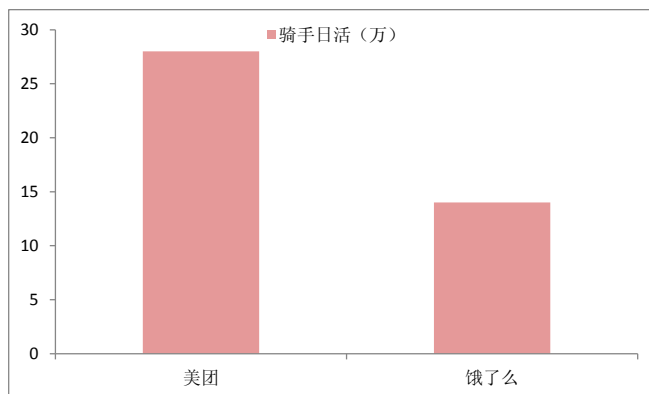


图 25：美团与饿了么在线商家数量（万）



资料来源：美团点评，饿了么，东方证券研究所

图 26：美团外卖与饿了么骑手日活用户数（万）



资料来源：Trustdata，东方证券研究所

外卖平台服务与内容同质化，由于效率改善有限，平台竞争仍然聚焦在价格，美团外卖与饿了么可能长期并存。目前阶段美团外卖在成本和流量变现上都较饿了么有一定优势，但饿了么对于阿里具有较大战略地位。一方面，饿了么可以成为高频流量入口，与阿里系其他应用实现流量转化，加强用户黏性；另一方面，饿了么作为同城配送的领导者，其充足的运力储备，在阿里新零售中有着不可替代的作用，所以我们预判目前两家最终竞争格局还未确定。

图 27：阿里 88 会员体系



资料来源：淘宝，东方证券研究所

图 28：星巴克与饿了么战略合作

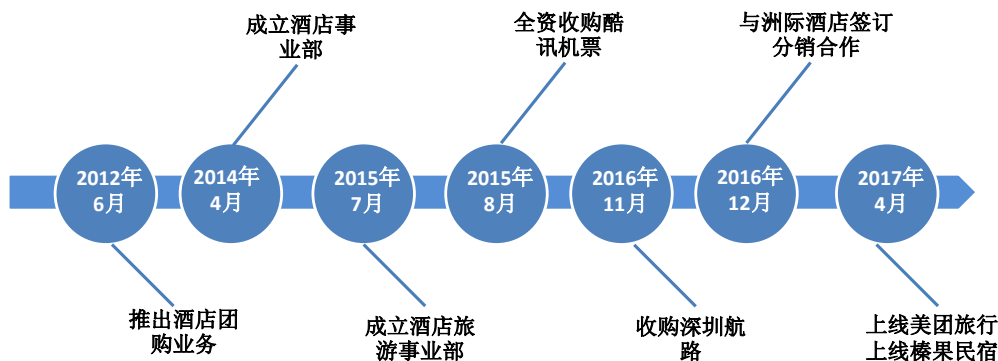


资料来源：新浪科技，东方证券研究所

## 旅游酒店：低价切入 OTA 市场，发展迅猛

美团点评 2012 年开始涉足旅游酒店业务，2015 年成立独立的酒店旅游事业部，同年收购酷讯布局机票业务，2017 年推出美团旅行和榛果民宿。截至 2017 年，美团点评覆盖国内酒店 32 万家、海外酒店 23 万家，酒店间夜数超过 2 亿，景点门票 9000 万。

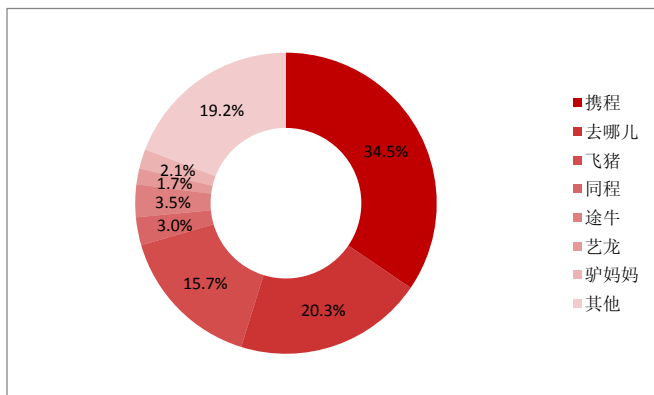
图 29：美团点评旅游酒店业务布局



资料来源：东方证券研究所

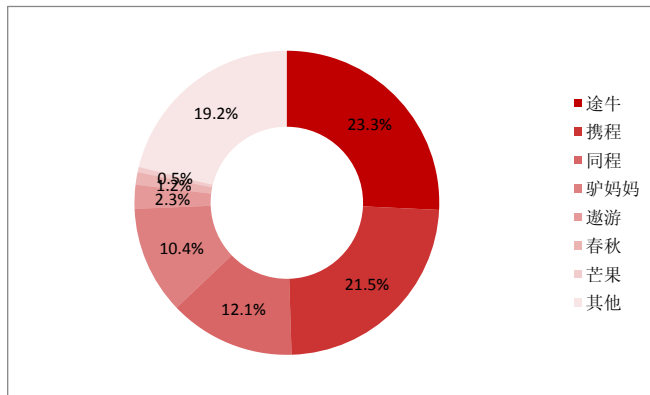
根据斑马传媒数据，2017年中国在线旅游市场规模达7107亿，其中交通占比约57%，酒店住宿占比约20%，旅游度假业务占比18%。整体上看，携程占在线旅游市场份额的34.5%，去哪儿占比20.3%，飞猪占比15.7%，美团旅行业务尚处于起步阶段。

图 30：2017 年在线旅游市场份额



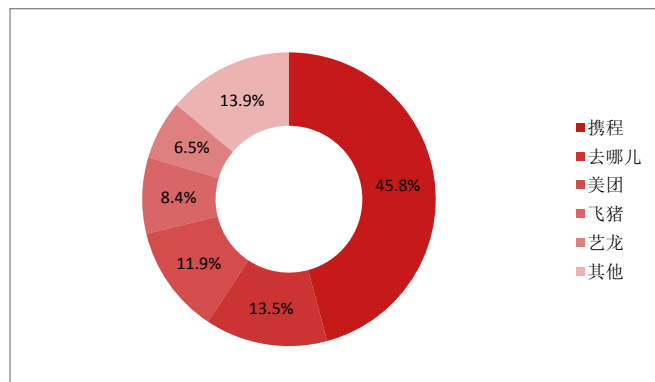
资料来源：斑马传媒，东方证券研究所

图 31：2017 年在线旅游度假市场份额

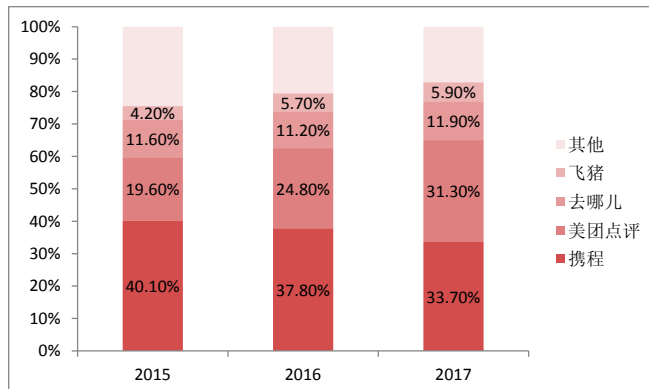


资料来源：斑马传媒，东方证券研究所

**美团点评主攻酒店业务，通过低佣金率破局，间夜数逼近携程。**根据弗若斯特沙利文报告显示，2017年以间夜数计，美团以31.3%的市场份额逼近行业龙头携程。美团酒店业务迅速发展主要来源于其“丰富的流量池，低佣金率”，一方面，美团拥有近3亿高频用户，目标人群定位于白领阶级，为酒店业务引流，其中2017年80%的酒店业务新增用户来自于到店及外卖业务。另一方面，美团酒店业务迅速扩张源于低佣金，相比于其他平台10%-15%的佣金率，美团仅收取10%的佣金，更深层次的原因则是美团的流量获取源于到店、外卖业务，节省了大量销售支出。

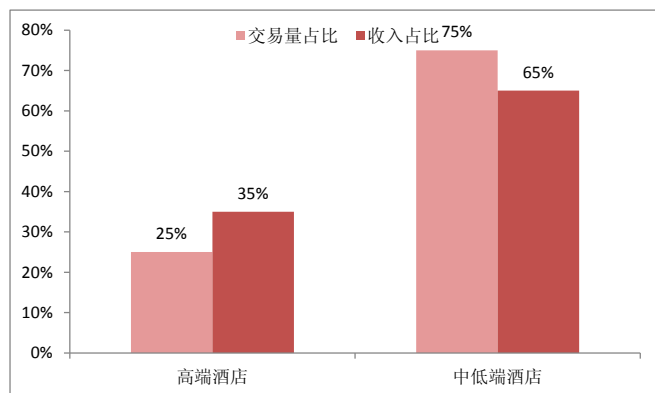
**图 32：2017 年在线旅游住宿市场份额**


资料来源：斑马传媒，东方证券研究所

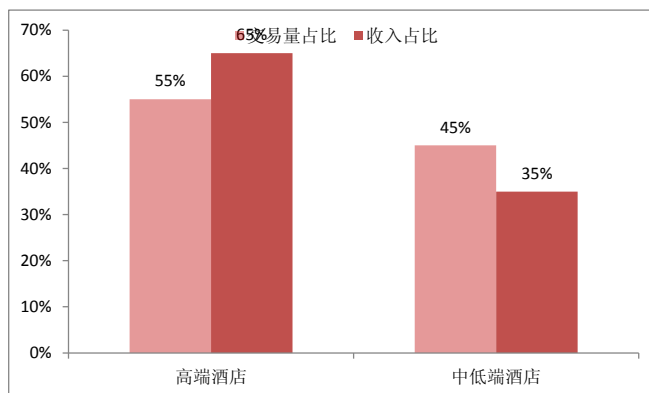
**图 33：中国在线酒店业竞争态势（间夜数计）**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

此外，美团正稳步向高星级酒店拓展，2017 年美团拿下包括洲际酒店、香格里拉、希尔顿等 1.5 万家高星酒店，进一步对携程酒店业务造成威胁。目前来看，美团仍以中低端酒店为主（交易量高端占比 25%、金额占比 35%），携程以高端酒店业务为主（交易量高端占比 55%、金额占比 65%），未来竞争将日益激烈。

**图 34：美团以中低端酒店为主**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

**图 35：携程以高端酒店为主**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

整体上看，通过“高频业务带到低频业务”提高公司盈利能力。除了传统的团购/到店、外卖/到家、酒店旅行场景外，美团还积极布局短途（摩拜单车）/中途（美团打车）出行方案、闪送等服务，完美地将“线上流量与线下服务”相结合，覆盖全部生活化场景。

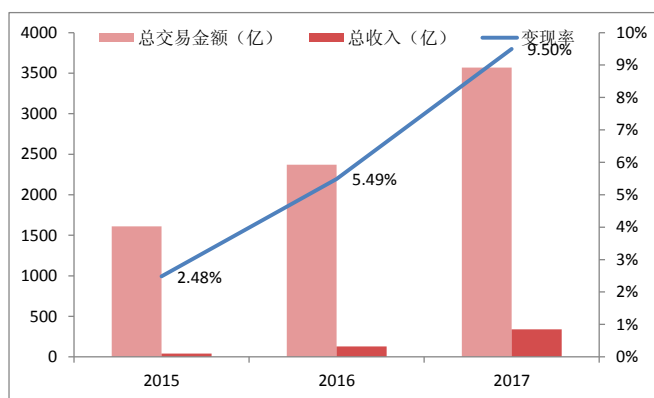
## 用户数和交易频率推动 GMV 高增长

我们进一步从美团点评的财务情况分析 O2O 行业的盈利情况和趋势。外卖作为高频 O2O 业务，更多承担着引流的作用，市场培育完成，激励费用持续下降；到店、酒店业务高毛利，凭借本身流量体系，实现盈利中心；新业务稳步扩张，出行、生鲜多元化进展顺利。

美团点评拥有庞大的交易金额、活跃用户和商家，并且运营着全球规模最大的及时配送网络。2017 年美团点评实现交易金额 3,570 亿元，年度用户数达 3.1 亿，月活用户数 2.89 亿，年人均消费金额达 1,152 元；年度交易笔数 58 亿单，单笔金额 61.6 元/笔。

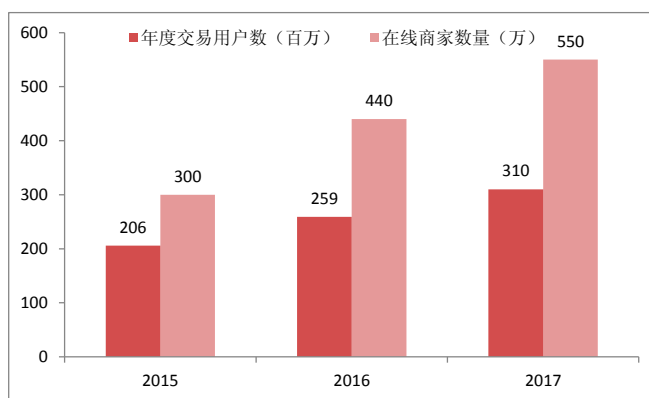
用户数量和年度人均交易笔数推动交易金额高增，用户培育期接近尾声，变现率显著提升。2015-2017 年，平台实现交易金额分别为 1160 亿、2370 亿、3570 亿；达到 3.0%、5.5%及 9.5% 的变现率（收入/交易总额）。交易用户数和年均交易笔数均呈现稳步增长，1) 15-17 年，年度交易用户数分别为 2.06 亿、2.59 亿、3.10 亿；2) 15-17 年单用户年度交易笔数分别为 10.4 笔、12.9 笔、18.8 笔，其中按交易笔数排名前 10% 的头部用户人均每年交易笔数达 98 笔。此外，在线商家数量也有明显提升，15-17 年在线上家分别达 300 万、440 万、550 万，活跃率达 66%、68%、80%，2017 年中国有约 1180 万本地服务商家，其中美团点评活跃商家占 37%。

图 36：美团点评总交易金额及变现率



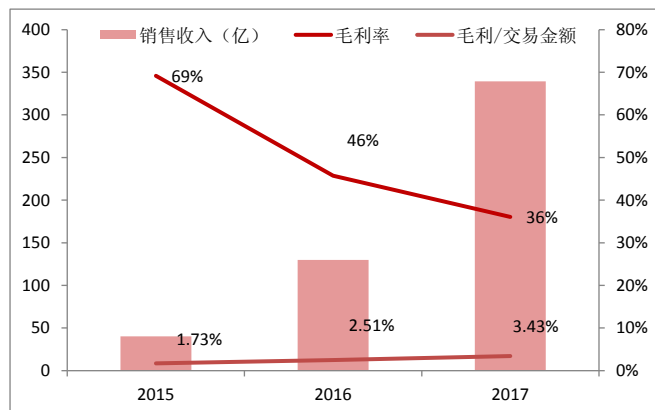
资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

图 37：美团点评商家数及用户数量

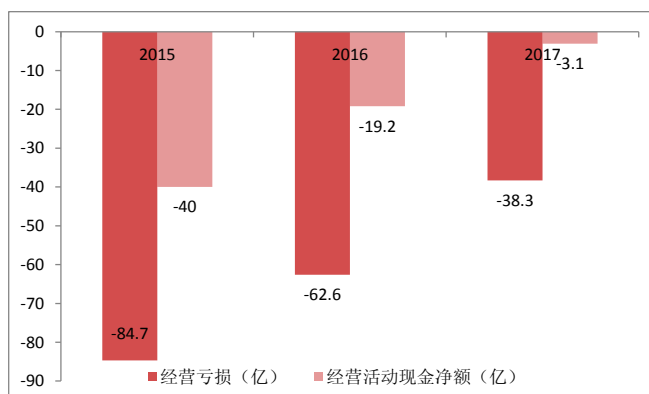


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

收入及“毛利/交易额”稳步提升，经营亏损及经营活动现金流净额亏损逐步缩小。2015-2017 年美团点评实现营业收入 40 亿、130 亿、339 亿，毛利率 69%、46%、36%，主要由于低毛利率的餐饮外卖业务占比提升，但从交易额角度，我们可以看到相关比例稳步提升，公司盈利能力增强。2017 年公司销售费用率 32.2%，研发费用率 10.7%，管理费用率 6.4%，均呈现规模效应。2015-2017 年公司经营亏损分别为 84.7 亿、62.6 亿、38.3 亿，逐步缩小；经营活动现金流净额-40 亿、-19.2 亿、-3.1 亿，亦呈现逐步缩小。

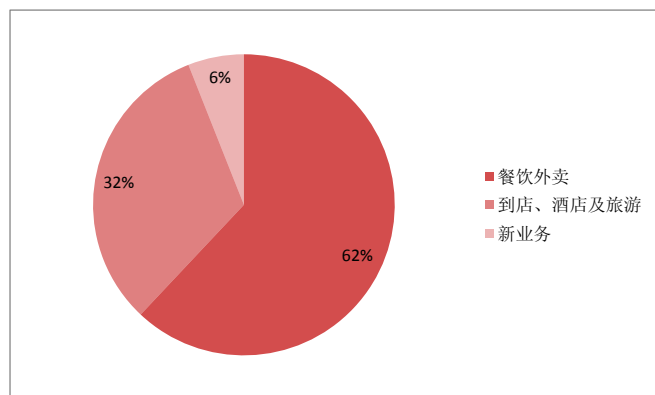
**图 38：美团点评销售收入及毛利率**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

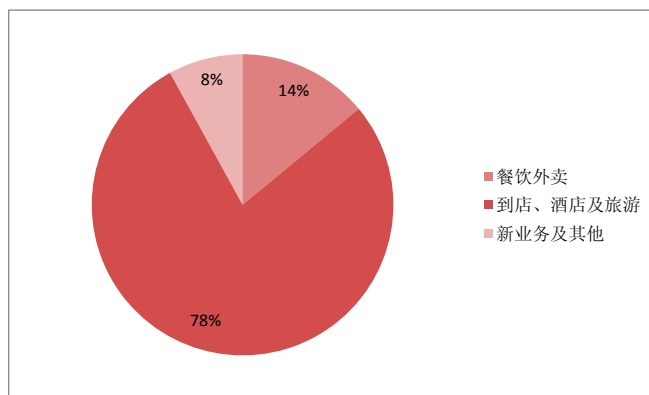
**图 39：美团点评经营亏损及经营活动现金流净额**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

公司收入来源于佣金（82.6%）和在线营销服务（13.9%）。从收入构成上看，2017年美团点评餐饮外卖收入210亿，占比62%，到店、酒店及旅游收入109亿，占比32%，新业务收入20.3亿，占比6%。从毛利构成上看，餐饮外卖毛利17亿，占比13%，到店、酒店及旅游毛利96亿，占比78%，新业务毛利12.2亿，占比8%。

**图 40：美团点评收入构成**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

**图 41：美团点评毛利构成**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

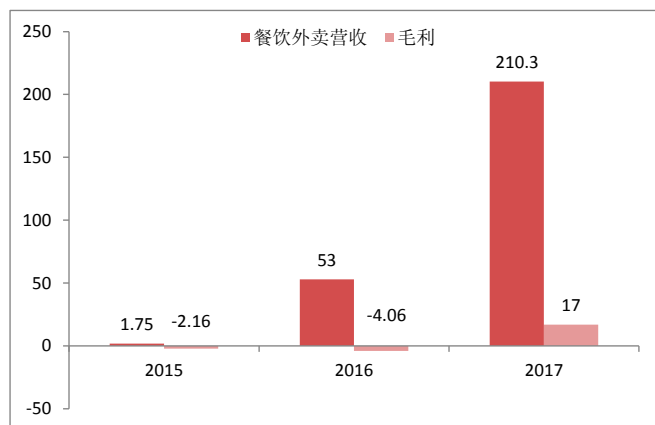
**表 3：2017 年美团各业务线拆分**

	外卖业务	到店及旅游酒店业务	新业务
GMV (亿)	1710	1580	280
营业收入 (亿)	210.3	108.5	20.4
其中：佣金	202.8	71.4	5.9
广告	7.1	36.5	3.4
变现率 (%)	12.3%	6.9%	7.3%
毛利率 (%)	8%	88%	46%

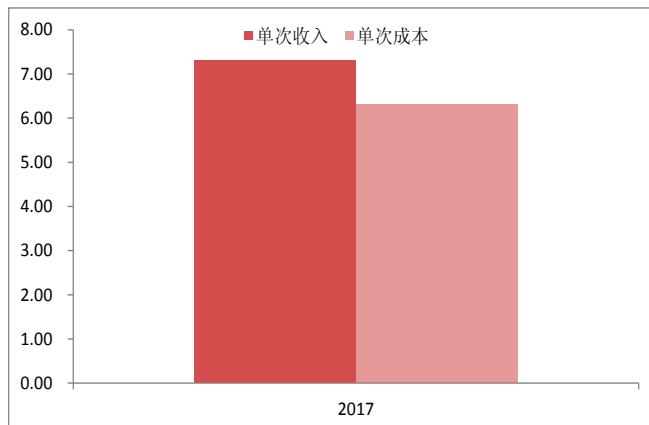
资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

## 外卖业务：定位于公司流量入口，业务持续高增长

外卖业务是美团点评收入增长的主要贡献者且我们将之定位于公司流量入口，收入主要来源于 1) 商家自来美团平台的订单支付的佣金（按照已完成交易金额的百分比，2017 年变现率 12.3%）；2) 以各种形式提供的在线营销服务；3) 完成配送服务收取的配送费；成本则主要来自于骑士配送费用。2015-2017 年，餐饮外卖实现收入 1.75 亿、53.0 亿、210.3 亿，17 年通过平台订餐次数 29 亿次，其中骑士成本 183 亿（占餐饮外卖成本比例达 95%）。按照单次配送计，美团点评单笔佣金及配送收入 7.3 元/笔，骑士成本 6.3 元/笔。

**图 42：美团外卖业务营收及毛利 (亿)**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

**图 43：美团点评单笔佣金及骑手成本 (元)**


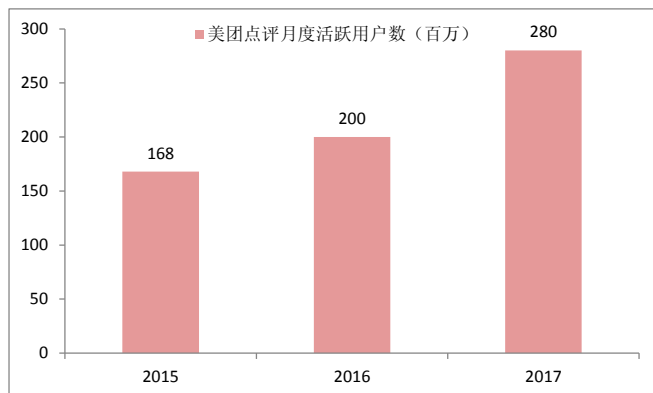
资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

餐饮外卖是美团点评的核心业务&流量入口，“线上技术 & 线下配送 & 海量用户”共筑深厚壁垒。外卖业务重要成本端主要是两方面，如下：

1) 骑手配送费用。截止 2017 年 4 季度，日均活跃配送骑手数量约 53.1 万人，2017 年通过自有配送网络完成了约 29 亿单配送，占平台全年及时配送交易的 70%以上，其余由商家直接配送，平

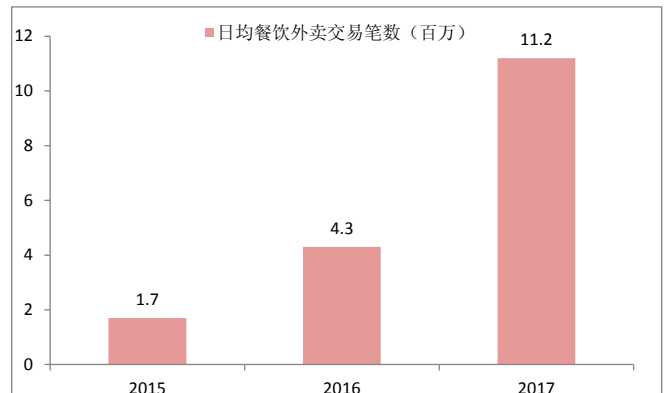
均每单配送时间约为 30 分钟（根据草根调研单笔约 8-9 元，每天每骑士 50-60 单）。不算微信、QQ 等流量导入，美团点评月活人数达 2.8 亿，日均餐饮外卖交易达 1120 万比。

图 44：美团点评月度活跃用户数（百万）



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

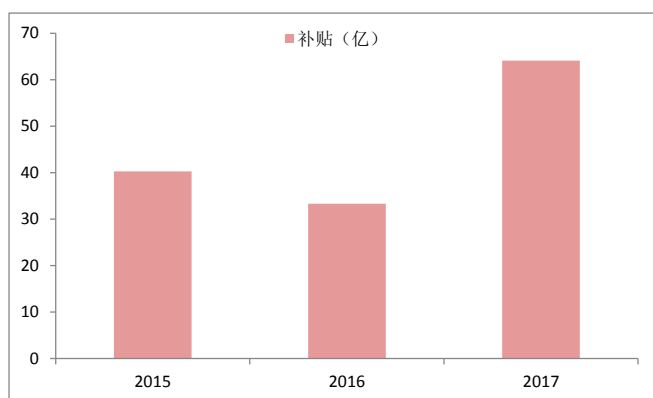
图 45：美团点评日均餐饮外卖交易笔数（百万）



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

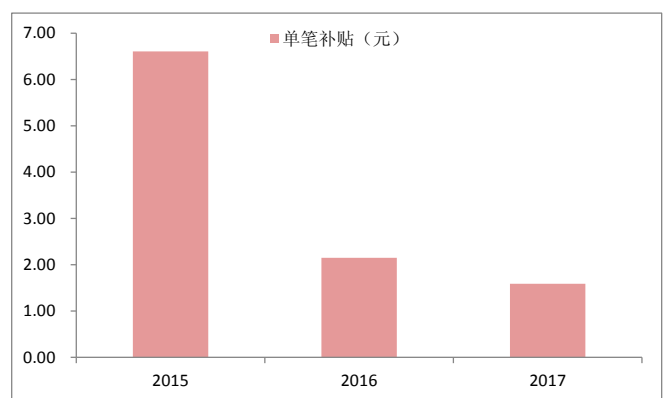
2) 交易激励费用（即红包补贴，满减由商家负责）。2015-2017 年交易激励费用共计 40.3 亿、33.3 亿、64.1 亿，单笔外卖补贴从 6.6 元下降到 1.6 元。

图 46：美团历年交易激励费用（包含抵减收入部分）



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

图 47：美团历年单笔外卖业务补贴金额



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

综上所述，外卖业务亏损逐步减少。随着美团配送比率提升，外卖业务变现率提高。2017 年毛利率首次实现转正，交易激励费用持续减小。

该业务是公司整体的流量成本中心&公司其他高盈利能力业务的入口。我们认为外卖业务对于公司整体来说应该看为整体流量入口，骑手费用为刚性成本、激励费用由竞争格局决定，所以整体看外卖业务扣除骑手费用后的 take rate 并不会大幅度提升。该业务最核心的作用是高天花板的 GMV&

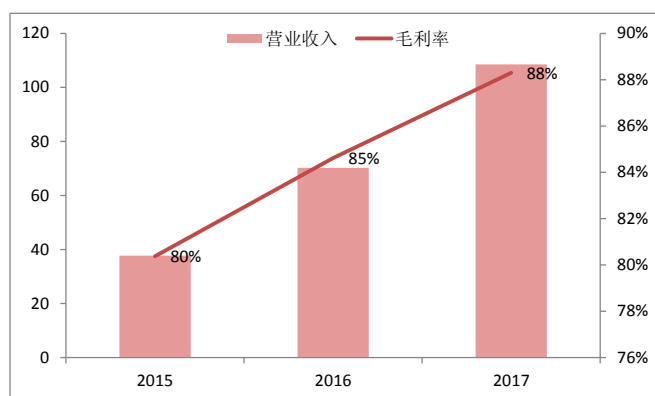


高频带来的巨大流量池。区别于大多市场观点,我们认为该业务实际 **take rate** 并不会大幅度提升,为公司产生收入及盈利,它对美团点评最核心且不可取代的作用在于带来了互联网生活场景最大的流量池(类 IM 对于腾讯),是其他低频高毛利业务的入口。

## 到店、酒店及旅游业务：酒店业务快速发展，毛利主要贡献

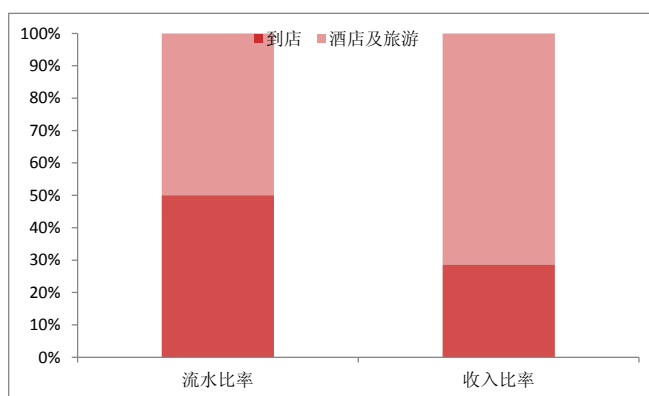
到店、酒店及旅游部分的收入主要来源于 1) 平台出售的代金券、优惠券、订票等服务支付的佣金(按交易金额价值的百分比鉴定); 2) 商家在线服务营销费用。2015-2017 年,该业务实现收入 37.7 亿、70.2 亿、108.5 亿,毛利率分别为 80%、85%、88%,成本主要是网络流量及宽带费用。

图 48：到店、酒店及旅游业务营收(亿)和毛利率



资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

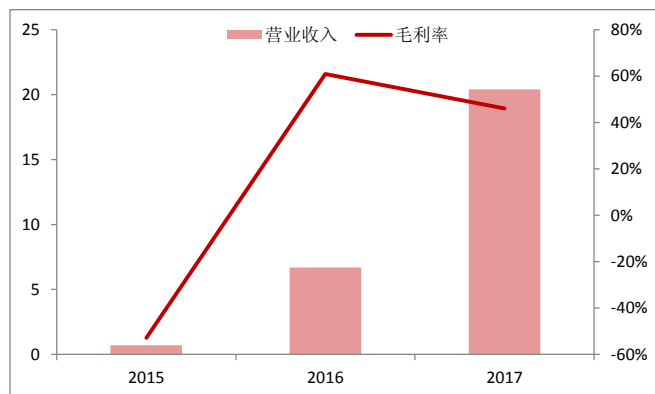
图 49：到店、酒店及旅游业务流水及收入拆分



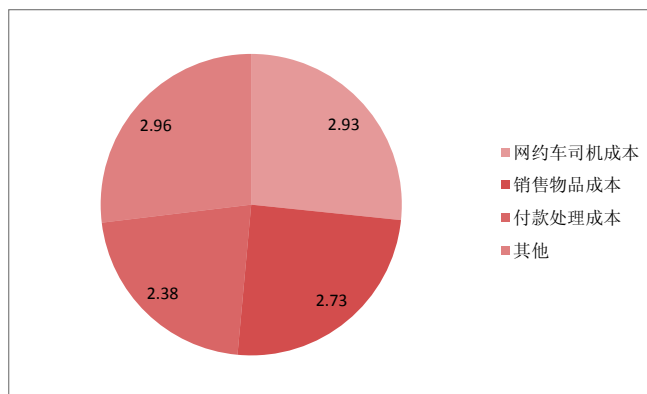
资料来源：美团点评，东方证券研究所(按照到店佣金4%，酒店业务10%估算)

## 新业务及其他：多元化进程顺利

新业务及其他收入主要来自于 1) 云计算 ERP 系统; 2) 整合支付服务; 3) 供应链方案; 4) 中小商家融资服务; 5) 本地交通服务等。2015-2017 年收入分别为 0.7 亿、6.7 亿、20.4 亿,毛利率-53%, 61%, 46%。其中 2017 年营业成本 11 亿,网约车司机成本 2.9 亿、销售物品成本 2.7 亿、付款处理成本 2.4 亿。

**图 50：美团新业务营业收入（亿）及毛利率**


资料来源：美团招股说明书，东方证券研究所

**图 51：其他业务成本构成（亿）**


资料来源：美团点评，东方证券研究所

整体上看，美团各项业务发展顺利，未来有望实现盈利。其中外卖业务毛利率回正，激励费用减少，有望实现盈利；到店及旅游酒店业务，受益于低流量获取成本，贡献公司主要毛利；新业务扩展边界顺利，进一步提高商家及用户黏性，为核心业务提供支撑。

## 投资建议与投资标的

美团点评作为全球领先的综合生活服务平台，链接线上线下全生活场景，并依托海量骑手和用户切入新零售、支付等领域。美团业务覆盖到家、到店、旅游酒店、出行等四大基于 LBS 场景业务板块，在各个领域均有着相当的市场规模和话语权，其中到家和到店业务与阿里系平分天下，酒店业务间夜数首超携程，出行业务获摩拜助力。我们看好美团点评打造的全场景生活服务平台，建议重点关注。

## 风险提示

- 行业竞争格局恶化  
行业竞争格局恶化，进入“补贴战”，公司被动加大激励支出，将恶化盈利情况。
- 人力成本上升风险  
骑手成本是公司外卖业务最大成本支出，如果人力成本过快上升，公司可能无法将成本上升压力顺利转移至下游，进而导致盈利情况恶化。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

