

2018-9-13

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

社会服务行业

从美团点评看生活服务“巨无霸”成长边界

报告要点

■ 本地生活服务巨头如何成长？

美团点评以团购起家，凭借用户粘性和商户绑定，积极进军更多本地服务领域，演变成一站式本地生活服务平台。17年5月至18年4月美团点评平台上完成交易笔数超69亿、交易金额达4,110亿元，平台上交易用户达3.4亿、活跃商家数470万，服务覆盖全国超过2,800个市县。公司运营的APP美团、美团外卖、大众点评2018年7月活跃用户数分别达13,552万、4,143万和2,485万。

■ 四大业务分部完善生活服务布局

到店业务：商业模式核心是佣金，基于商家的成交收入收取。团购到店业务帮助积累了众多线下商家资源及相关数据，同时是早期的用户来源。2016年美团点评推出的餐饮开放平台聚宝盆、食材采购平台快驴进货，2017年底对外发布了生活服务开放平台。美团点评到店业务下一个盈利点很可能是2B业务。

到家业务：目前来看，商家资源、用户规模和配送网络是美团到家业务的三大护城河。当前外卖骑手成本占外卖收入84%以上，测算发现当活跃骑手数量达到56万人、年订单量73亿单、订单均价47元，且变现率达到14.0%时，美团外卖业务分部经营性净利可实现由负转正，毛利率在28.1%左右。

酒店业务：以在线酒店预订起步，向旅行社、景区门票等领域拓展。18Q2美团酒店订单量占比提升至49.8%，达到6790万；间夜量占比46.2%，达到7290万，超过携程系之和。目前仍存在业务壁垒不高、客单价提升缓慢以及用户流失三大风险，美团正在落实“单点突破、横向扩张”的战略，谋求更大发展。

新业务：以网约车、共享单车、新零售等为特色多点布局。公司于2017年推出试点网约车服务，2018年4月收购摩拜切入共享单车领域。对于美团来说，出行业务的盈利模式想象空间大，既可以为商家导流，也可以自商家引流。网约车盈利模式明确但异地复制存疑，共享单车则仍在探索，目前仍是亏损项目。

■ 估值水涨船高，做服务业平台型公司

公司近年来切入OTA和出行领域，随着业务扩张估值逐步提升，美团的目的是做服务业的互联网平台，成为服务行业的亚马逊。我们认为美团点评外卖短期盈利可期，新业务旅行、出行等具备盈利特征，是否能占据优势地位依赖后续运营。未来看点主要集中在三方面：一是核心外卖业务能否快速实现盈利？二是新业务是否能取得优势？三是B端商家二次开发能创造多大利润空间？

- 风险提示：**
1. 新业务扩张快速，短期拖累公司业绩；
 2. 业务模式偏重营销，运营资金紧张
 3. 业务缺乏核心技术竞争壁垒，竞争压力显著。

分析师 **赵刚**

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 **范晨昊**

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《如何看待餐饮旅游上市公司的人工成本？》
2018-9-9

《行业持续向好，免税板块领跑——餐饮旅游行业2018年中报业绩综述》2018-9-2

《从海内外龙头经验看餐饮企业如何实现基业长青？》2018-8-25

目录

本地生活服务巨头如何成长？	6
从团购平台成长为一站式本地生活服务平台	6
欲登陆港股实现上市	10
到店业务：提供商家及用户基础	12
商家端：到店业务奠定庞大商家基础	12
用户端：到店业务是用户流量的早期来源	13
前景展望：商家资源未来如何二次开发？	16
到家业务：短期盈利可期	19
外卖市场格局形成，逐渐步入成熟发展期	19
三大优势构筑美团到家业务护城河	22
前景展望：到家业务盈利近在眼前	26
酒旅业务：打造差异化优势	31
行业向好，美团差异化优势显现	31
规模优势及用户流量帮助酒旅业务快速发展	35
前景展望：蓝图浮现，战略实现非一蹴而就	37
新业务：多点布局形成业务闭环	39
互联网出行市场蛋糕巨大，运营能力是关键	39
业务协同前景看好，势头迅猛挑战霸主地位	43
前景展望：具备竞争实力，具体实现仍存差距	46
战略展望：做服务业平台型公司	48
估值水涨船高，切入新业务领域提升公司价值	48
贴上服务业“亚马逊”标签，立志做“平台型”公司	49

图表目录

图 1：美团点评研究框架	6
图 2：美团点评发展历史	6
图 3：美团点评旗下三大 APP 月活跃用户数分析（单位：万人）	7
图 4：公司近年来营业收入及同比增速情况	8
图 5：公司经调整净亏损持续	8
图 6：公司按业务 GMV 水平（单位：十亿元）	8
图 7：公司按业务收入构成（单位：亿元）	8
图 8：公司分业务毛利润（单位：亿元）	8
图 9：公司分业务毛利率	8
图 10：美团点评组织结构变得更为清晰	9

图 11: 美团点评募集资金用途	11
图 12: 中国互联网用户红利优势逐步消失	11
图 13: 近年一级市场融资数量及总金额的同比增速均下滑	11
图 14: 美团点评团购业务商业模式	12
图 15: 从团购网站数量看团购业务兴衰	12
图 16: 2015 年之后团购向综合 O2O 业务转型	12
图 17: 国内生活服务行业市场规模在线渗透率仍有提升空间	13
图 18: 国内生活服务行业市场规模在线渗透率未来将快速提升	13
图 19: 团购用户总规模从 2015 年起基本停滞不前 (单位: 万人)	13
图 20: 团购网站周度覆盖人数从 2014 年起由盛转衰 (单位: 万人)	13
图 21: 美团、大众点评及百度糯米网页周度总覆盖用户数 (万人)	14
图 22: 美团、大众点评及百度糯米 APP 月度活跃用户数 (百万人)	14
图 23: 用户选择团购产品的原因	14
图 24: 发展初期用户团购产品主要类别	14
图 25: 美团和大众点评的业务偏好有所不同	15
图 26: 美团关注度较高的区域主要在京津冀及珠三角	15
图 27: 大众点评在长三角影响力更大	15
图 28: 关注大众点评的用户年龄偏小	16
图 29: 大众点评的女性关注者占比相对更高	16
图 30: 美团点评餐饮开放平台运作示意图	16
图 31: 美团点评生活服务开放平台运作示意图	16
图 32: 美团点评餐饮 2B 业务流程图	17
图 33: 本地生活服务各子行业及市场规模	18
图 34: 美团点评外卖业务商业模式	19
图 35: 在线订餐市场规模及同比	19
图 36: 在线订餐市场用户规模及同比	19
图 37: 外卖未来发展将在供给、需求和配送三端发力	20
图 38: 美团服务多样化, 饿了么专注外卖产品	21
图 39: 美团吸引力更高, 饿了么用户粘性更强	21
图 40: GrubHub 近年营业收入及同比增速	22
图 41: GrubHub 近年净利润及同比增速	22
图 42: 美团外卖在线商家数量已超过 270 万家	22
图 43: 美团点评各类活跃在线商家占比呈提升趋势	22
图 44: 我国外卖行业发展历程	23
图 45: 2017 年中国在线外卖用户最常使用的外卖平台占比	23
图 46: 2017 年中国本地生活服务场景下主要 APP 活跃用户规模	24
图 47: 美团外卖在微信钱包及 QQ 钱包均有独立入口	24
图 48: 美团外卖在美团 APP 及大众点评 APP 中展示位置居前	24
图 49: 美团点评年度交易用户数	25
图 50: 美团点评日均餐饮外卖交易笔数	25
图 51: 美团外卖活跃骑手数量稳步增加	25
图 52: 美团外卖订单平均配送时长逐渐减少	25
图 53: 中国大城市数量远超过美国 (单位: 个)	26

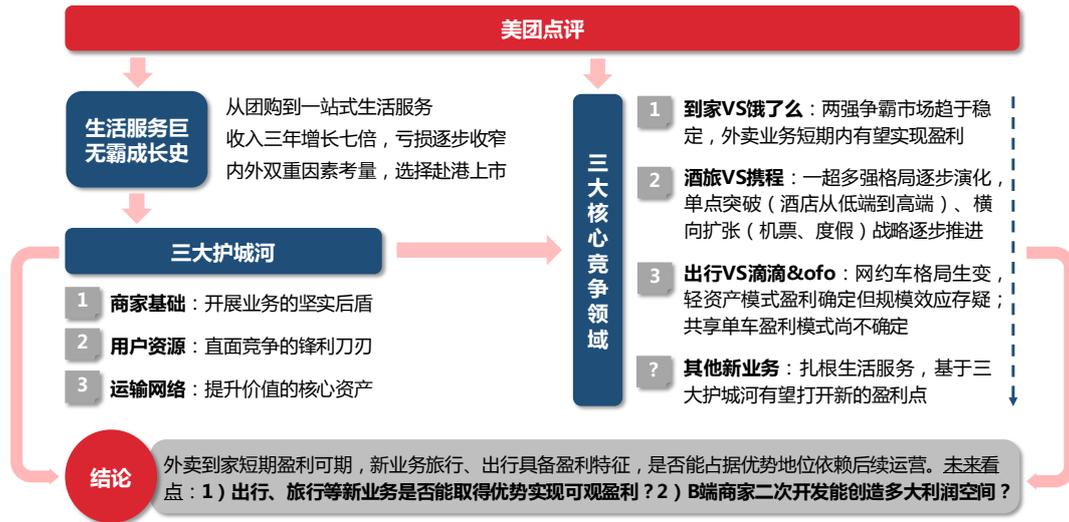
图 54: 中国城市人口密度远高于美国 (单位: 人/平方千米)	26
图 55: 美团点评餐饮外卖业务营业收入	26
图 56: 美团点评餐饮外卖业务毛利率	26
图 57: 中国餐饮外卖市场客单价呈现增长趋势	29
图 58: 中国互联网餐饮外卖市场订单量快速增长	29
图 59: 美团外卖 2017 年 1 至 10 月各类外卖产品订单量同比增速	30
图 60: 用户买外卖原因分析	30
图 61: 美团外卖骑手成本占外卖成本的 90%以上	30
图 62: 提升智能调度系统将有效提高配送效率	30
图 63: 美团旅行业务商业模式	31
图 64: 2017 年在线旅游市场交易规模达 7,384 亿元	32
图 65: 2017 年在线旅游预订用户规模达 37,578 万人	32
图 66: 在线旅游市场机票、酒店、度假游业务三分天下	32
图 67: 近年来我国在线住宿预订市场规模及增速	33
图 68: 三线城市在线酒店用户规模占比提升明显	33
图 69: 高星级酒店的平均佣金收益远高于低星级	34
图 70: 携程旅行上线凯悦旗舰店	34
图 71: 2017 年 12 月各 APP 活跃用户数 (万) 和活跃率	34
图 72: 携程的佣金模式	34
图 73: 美团酒店 80 后用户占比超 80%	35
图 74: 美团酒店本科及以上学历用户占比超 65%	35
图 75: 2018Q2 在线酒店平台累计预订量占比	36
图 76: 2018Q2 在线酒店平台累计预订间夜比	36
图 77: 在线酒店预订参与各方	36
图 78: 美团点评强大的“流量生态”帮助 APP 导流	37
图 79: 美团点评把握刚需高频消费场景并向其他业务拓展	37
图 80: 美团酒店用户粘性在同类产品中处于领先地位	37
图 81: 美团酒店用户日均应用打开次数领先其他同类产品	37
图 82: 美团旅行践行“单点突破、横向扩张”的战略	38
图 83: 2017 年美团旅行大事记	38
图 84: 美团旅行的民宿预订市场份额具备一定优势	38
图 85: 榛果民宿产品展示	38
图 86: 网约车发展历程	39
图 87: 网约车细分类别竞争	39
图 88: 中国网约车交易规模预测	40
图 89: 各级城市网约车渗透率	40
图 90: 2017H2 主流网约车 APP DAU 均值	40
图 91: 2017 年主流网约车 APP 渗透率	40
图 92: 两大共享单车龙头与滴滴 MAU 数值 (单位: 万人)	40
图 93: 2017 年共享单车用户规模约达 2.05 亿人次	40
图 94: 2018 年 5 月三大主要共享单车 APP MAU	41
图 95: 2018 年 5 月三大主要共享单车 APP DAU 渗透率	41
图 96: 美团外卖提供跑腿及快递服务	43

图 97: 小象生鲜具备配送团队先天优势	43
图 98: 小象生鲜商标形象	43
图 99: 小象生鲜内部场景	43
图 100: 美团打车及摩拜单车商业模式	44
图 101: 美团点评新业务及其他业务营业收入	45
图 102: 美团点评新业务及其他业务毛利率	45
图 103: 至 2017 年底前十大共享单车下载总量	46
图 104: 2017Q1 与 2017 夏季共享单车品牌用户知名度分布	46
图 105: 美团点评营销人员占比超过 60%	47
图 106: 美团外卖业务专业的调度及客服能力用户评分较高	47
图 107: 美团点评估值水平水涨船高	48
图 108: 部分独角兽企业估值对比 (单位: 亿美元)	48
图 109: 各类互联网服务平台 2017 年经营数据及变现率对比	48
图 110: 美团点评近年来变现率情况	48
表 1: 当前美团点评业务分类及特点分析	9
表 2: 美团点评各类商家提点率水平表	10
表 3: 美团外卖业务收入及成本明细表	10
表 4: 美团点评股权结构	10
表 5: 美团外卖、饿了么&百度外卖、GubHub 对比	20
表 6: 美团点评餐饮外卖业务成本拆分测算	27
表 7: 美团点评餐饮外卖业务骑手配送成本拆分测算	28
表 8: 不同经营条件下美团点评餐饮外卖业务净利率测算	28
表 9: 美团旅行、携程网对比	33
表 10: 美团打车、滴滴出行对比	41
表 11: 摩拜单车、ofo 对比	42
表 12: 摩拜单车 2018 年前 4 个月经营及财务数据	47
表 13: 平台型企业和功能型企业对比	49
表 14: 美团点评与亚马逊对比	50

本地生活服务巨头如何成长？

美团崛起于团购业务，由连续创业家王兴创办于 2010 年。从团购到一站式生活服务平台，美团点评收入最近三年来增长七倍、亏损逐步收窄。我们认为，美团点评在商家基础、用户资源和运输网络三方面建立起了护城河优势，未来在外卖、旅行、出行和其他新业务领域有望全面开花，但具体项目运营仍需要持续观察。

图 1：美团点评研究框架



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所整理

从团购平台成长为一站式本地生活服务平台

美团建立后迅速掀起了国内团购风潮，此后不断跑马圈地快速扩张，凭借先发优势和资本助力占领市场。截至目前，美团已经成为了涵盖团购、外卖、酒旅、出行、娱乐票务等多元本地生活服务的一站式平台。2017 年，美团点评平台上完成的交易笔数超过 58 亿、交易金额约 3,570 亿元、交易用户达 3.1 亿、活跃商家约 440 万，服务覆盖全国。

图 2：美团点评发展历史

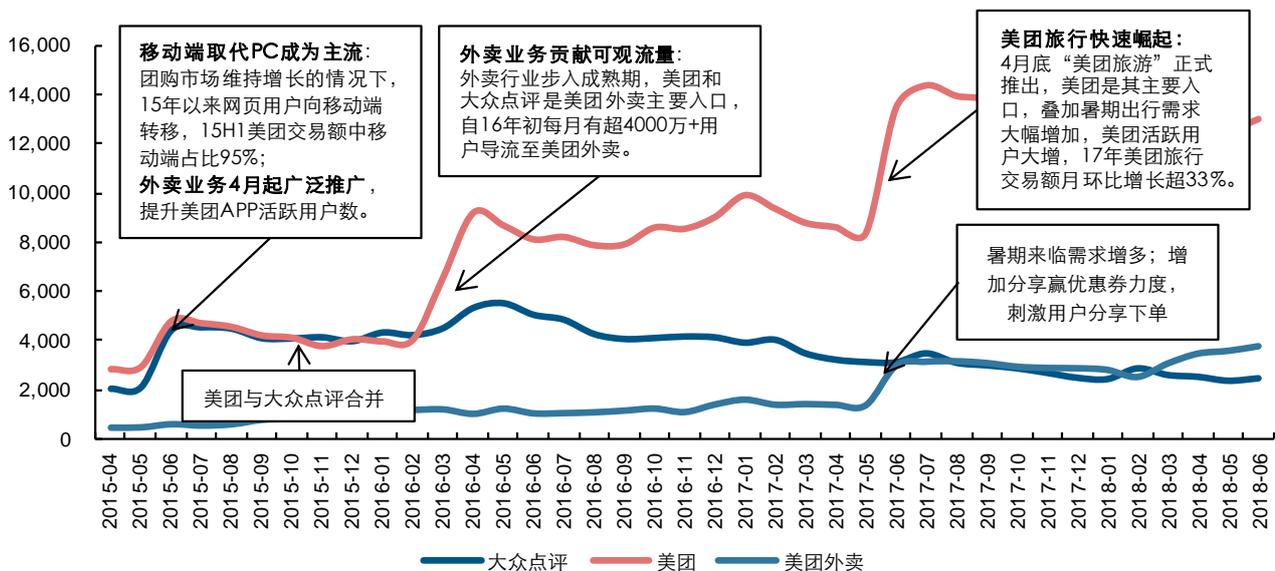


资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

公司旗下运营的三大 APP——美团、美团外卖、大众点评以美团为核心相互导流，协同发展。根据中国互联网信息中心的监测数据，2018 年 7 月美团、美团外卖、大众点评三个 APP 月活跃用户数分别达 13,552 万、4,143 万和 2,485 万。从 2015 年开始，美团旗下 APP 活跃用户数实现了三次跃升：

- (1) **2015Q2：移动端取代 PC 成为主流。** 团购市场维持增长的情况下，2015 年以来网页用户向移动端转移，15H1 美团交易额中移动端占比 95%；外卖业务 4 月起广泛推广，提升美团 APP 活跃用户数。
- (2) **2016Q1：外卖业务贡献可观流量。** 外卖行业步入成熟期，美团和大众点评是美团外卖主要入口，自 16 年初每月有超 4000 万+用户导流至美团外卖，几乎为美团外卖 APP 用户的 3 倍。
- (3) **2017Q3：美团旅行快速崛起。** 4 月底“美团旅行”正式推出，美团是其主要入口，叠加暑期出行需求大幅增加，美团活跃用户大增，17 年美团旅行交易额月环比增长超 33%。

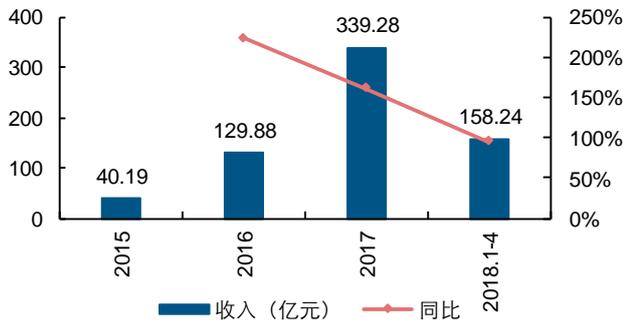
图 3：美团点评旗下三大 APP 月活跃用户数分析（单位：万人）



资料来源：Wind，凤凰财经，长江证券研究所

美团点评过去三年间收入增长超过七倍，净利润亏损收窄。 公司 2015 至 2017 年营业收入分别为 40.19 亿元、129.88 亿元/+223%、339.28 亿元/+161%，2018 年前 4 月实现收入达 158.24 亿元/+94.88%；同时，美团经调整亏损净额持续收窄，从 2015 年的 -59.14 亿元收窄至 2017 年的 -28.53 亿元，2018 年前 4 月经调整亏损净额为 -20.20 亿，主要是因为收购摩拜和在上海开展打车业务支付大量补贴导致。

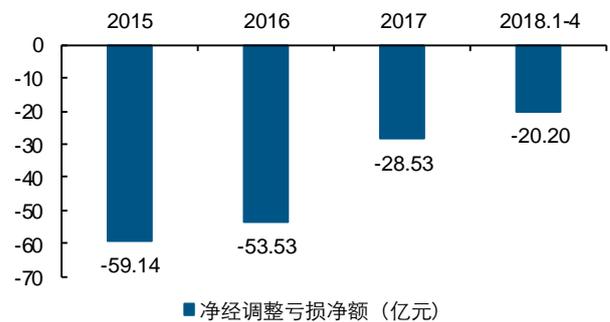
图 4：公司近年来营业收入及同比增速情况



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

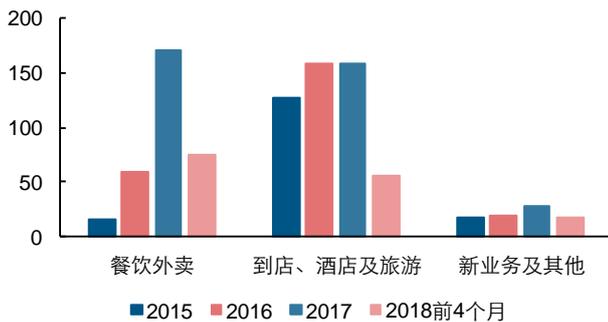
外卖业务贡献主要收入。近年来外卖业务收入增长迅速，虽然客单价不高，但订单量快速增长，2017 年外卖 GMV 达 1710 亿元（占比 48%）、收入达到 210.3 亿（占比 62%）。截至 2018 年 4 月 30 日的一年内外卖 GMV 达 2,110 亿元（占比 51%）、收入达到 260.6 亿（占比 63%）。

图 5：公司经调整净亏损持续



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

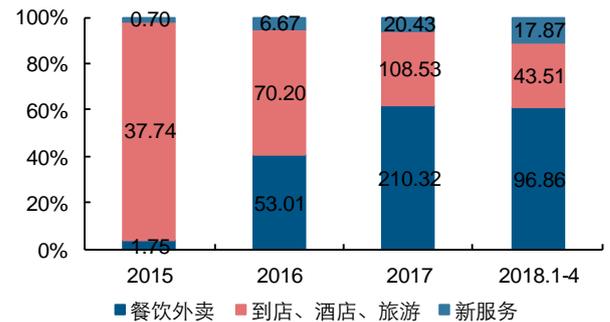
图 6：公司按业务 GMV 水平（单位：十亿元）



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

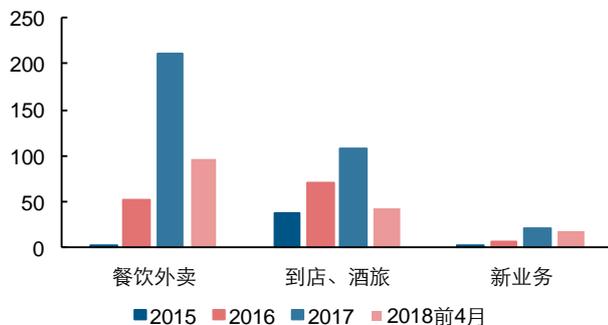
主要业务毛利率提升明显。外卖业务毛利率从 2015 年的-123%提高到 2017 年的 8%；到店、酒旅业务从 2015 年的 80%提高到 2017 年的 88%；由于打车业务 2017 年开始投入，导致新业务毛利率有所下滑。

图 7：公司按业务收入构成（单位：亿元）



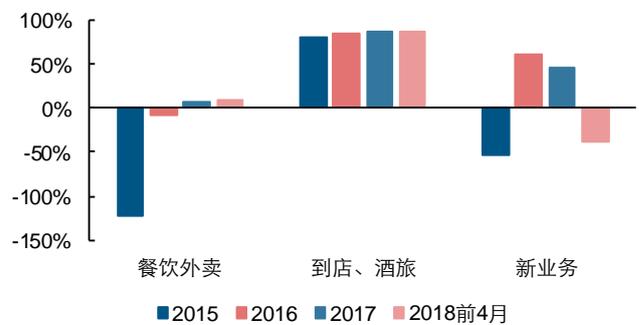
资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

图 8：公司分业务毛利润（单位：亿元）



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

图 9：公司分业务毛利率

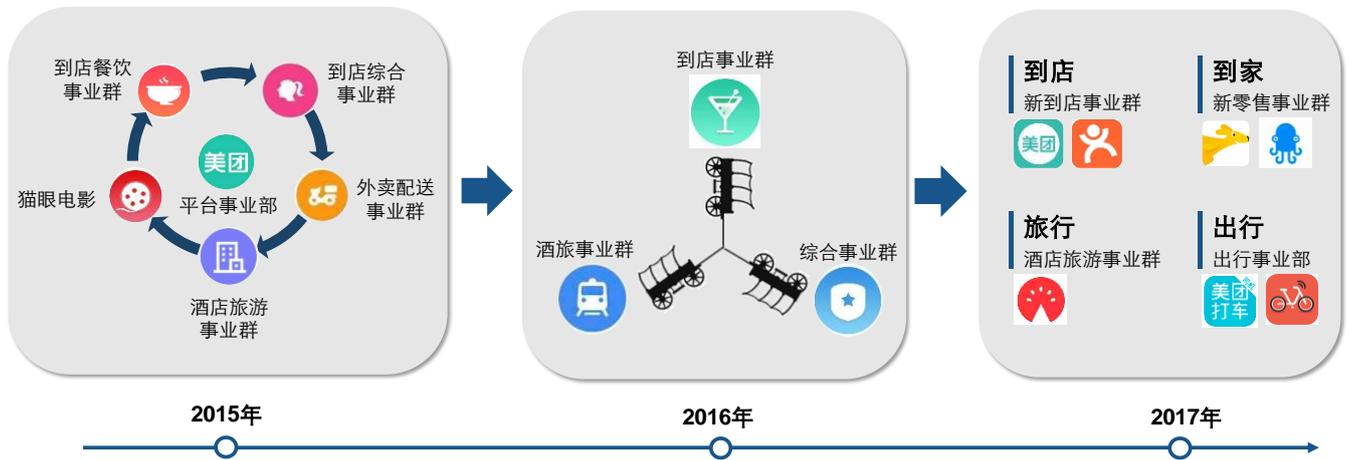


资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

目前，公司聚集了到店、到家、旅行、出行四大 LBS 场景。其中，新到店事业群整合了原到店餐饮、餐饮生态、到店综合及智能支付业务，线上线下全面协同、双向打通，

增强全场景用户体验，深化全链条商户赋能；大零售事业群统筹生鲜零售、外卖、配送、餐饮 B2B 等业务，强化外卖配送网络，建设生鲜零售等新能力，全面布局大零售生态；旅游酒店事业群囊括机酒和门票预定，为游客提供全面的预定服务；出行事业部则继续探索创新，为消费者提供更丰富、优质的出行选择。

图 10：美团点评组织结构变得更为清晰



资料来源：凤凰财经，长江证券研究所

表 1：当前美团点评业务分类及特点分析

业务种类	事业部	业务功能	主要品牌	特点	未来战略
到店	新到店事业部	到店餐饮、餐饮生态、餐饮 B2B、智能支付	美团、大众点评、快驴进货、美团小贷等	起步较早、市场份额大、具备强大用户及商家基础，2B 商业模式开展潜力巨大	推出餐饮服务饮平台和生活服务平台，商户资源二次开发
到家	大零售事业部	生鲜零售、外卖、近场配送	美团外卖、小象生鲜、美团跑腿等	外卖为拳头业务，已具备一定优势，基于外卖相关资源面向新零售布局	拓展零售生鲜、同城配送、跑腿代买业务等新领域
酒旅	酒店旅游事业部	酒店住宿、机票、火车票、景点门票	美团旅行、榛果民宿等	以中低端酒店起步，年轻用户多、导流容易	未来向高星级酒店和全方位旅游产品延伸
新业务	出行事业部	网约车、共享单车	美团打车、摩拜单车	网约车依靠补贴打开市场，依靠匹配调度与业务协同巩固市场；共享单车盈利模式仍在摸索	网约车逐城击破、共享单车融入现有业务版图实现协同

资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

美团点评对商家的提点率因不同业务及不同城市而异。外卖业务提成比例通常在 8%（北京）至 16%（上海）左右；酒店在 10%-12% 左右（有提升趋势）；美团出行快车司机提成比例目前在 8%-10% 左右；而餐饮店和休闲商家提成比例较低，通常在 10% 以内，但不同业态有所差异。

以外卖业务为例,当前毛利率水平偏低。收入来源主要有三方面:一是商家提成 8%-16% 左右,保底 4-5 元/单;二是配送费,根据配送距离和商家差异,一般在 3-8 元/单;三是广告收入。成本中单均配送成本在 5-7 元/单不等。一单 30 元外卖毛利率大致在 10% 左右,其中美团确认收入 11 元,成本合计 9.9 元,毛利润为 1.1 元。

表 2: 美团点评各类商家提点率水平表

店家类型	提点率
餐饮店	5%-8%
酒店	10%-12% (有提升趋势)
休闲商家	5%-10%
外卖	8%-16%
快车	8%-10%

资料来源: 美团点评官网, 长江证券研究所

表 3: 美团外卖业务收入及成本明细表

类别	项目	明细
外卖业 务收入	商家提成收入	8%-16%, 最低 4-5 元/单不等
	配送费收入	3-8 元/单
	广告收入	商家竞价+其他推广
	(-) 用户红包	抵减收入, 目前基本为 0-3 元/单
外卖业 务成本	骑手配送成本	5-7 元/单不等
	客服成本	-
	其他成本	-

资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

欲登陆港股实现上市

美团点评于 2018 年 6 月 25 日在港交所公布 IPO 招股书, 9 月 7 日通过港交所聆讯。

在持股比例上, 腾讯是美团点评目前的第一大股东, 持股 20.14%。在公司高管团队中, 王兴持股 11.44%, 穆荣均持股 2.51%, 王慧文持股 0.73%。此外, 红杉资本持股 11.44%, 其他投资者持股 53.75%。公司股本将分为 A 类股份和 B 类股份。对于公司股东大会的任何决议, A 类股份持有人每股可投 10 票, B 类股份持有人每股可投 1 票。其中, 王兴拥有约占总股本 10.9% 的 A 类股份。

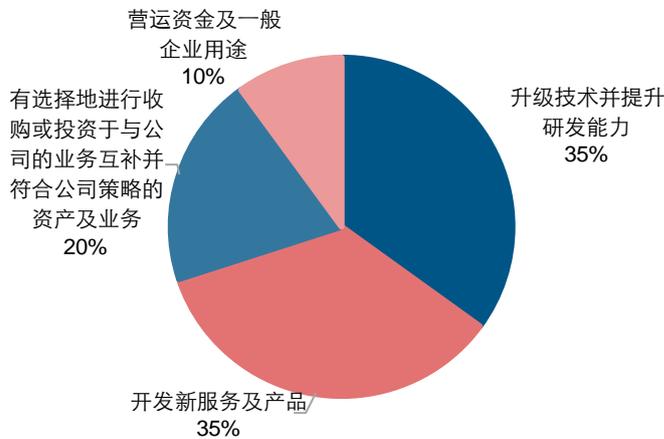
表 4: 美团点评股权结构

股东名称	所持股份数量 (股)	股权比例
A 类股份-王兴	573,188,783	11.44%
Crown Holdings Asia Limited	489,600,000	
Shared Patience Inc.	83,588,783	
A 类股份-穆荣均	125,980,000	2.51%
Charmway Enterprises Company Limited	118,650,000	
Shared Vision Investment Limited	7,330,000	
A 类股份-王慧文	36,400,000	0.73%
Kevin Sunny Holding Limited	36,400,000	
B 类股份-Tencent	1,009,025,360	20.14%
Huai River Investment Limited	623,420,905	
Tencent Mobility Limited	344,130,255	
Morespark Limited	8,850,245	
Great Summer Limited	25,000,000	
TPP Follow-on I Holding B Limited	3,150,931	
TPP Follow-on I holding C Limited	4,473,024	
B 类股份 Shares-Sequoia	573,097,093	11.44%

资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

本次 IPO 募集资金用途主要用于研发、开发新产品、未来收购及补充营运资金等。其中 35% 将用于升级技术并提升研发能力, 35% 用于开发新服务及产品, 20% 用于投资并购。

图 11: 美团点评募集资金用途



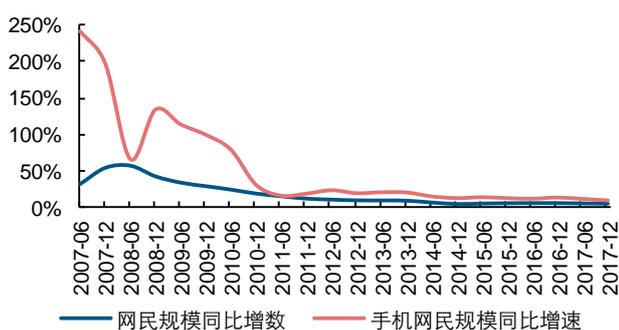
资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

为何这个时点选择上市? 主要是内外双重因素考量。

内因是美团点评资金紧张急需“补血”: 一方面是收购摩拜之后美团资金紧缺, 维持现有业务急需资金补充; 另一方面是大量的资金才能撑起美团的“无边界”战略, IPO 仅仅是美团拓展其边界的开始。

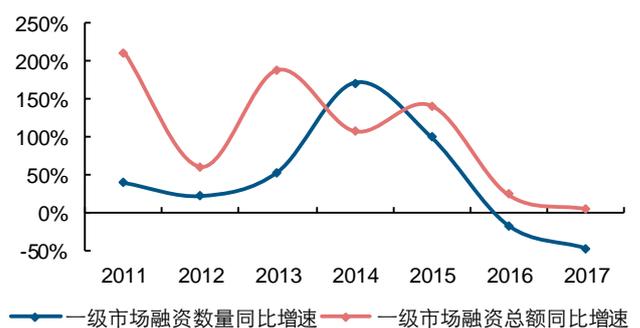
外因是业务扩张接近瓶颈、一级市场融资难: 一是用户红利消退, 互联网用户及移动 APP 用户增长放缓, 转向存量用户竞争后公司发展速度可能受限; 二是一级市场冷淡, 2017 年的融资起数同比下降 47.5%, 而融资总金额同比增速也从 15 年的 141.5% 降至 17 年的 4.8%。因此转向二级市场寻求资金支持是明智选择。

图 12: 中国互联网用户红利优势逐步消失



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 近年一级市场融资数量及总金额的同比增速均下滑

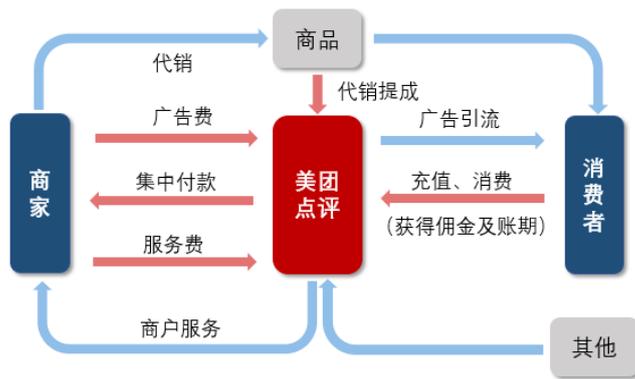


资料来源: 36 氪, 长江证券研究所

到店业务：提供商家及用户基础

到店业务的商业模式核心是佣金，基于商家的成交收入收取。自交易用户获得的现金初始入账为“交易用户预付款”，当交易用户使用代金券及预订以消费货物或服务时确认佣金收入。除佣金外，美团点评还通过商品代销、广告推广以及针对店家的 2B 服务获得收入。目前团购业务的商业模式核心仍是佣金，但基于如此庞大的用户及商家资源，未来可以拓展的模式想象空间巨大。

图 14：美团点评团购业务商业模式

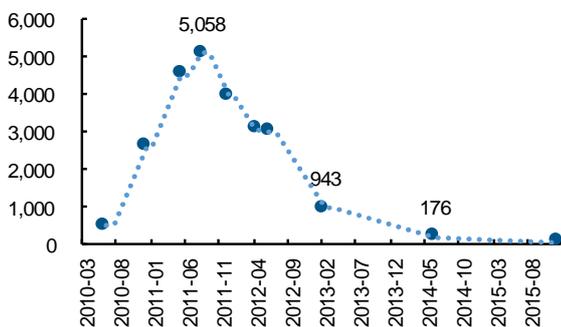


资料来源：长江证券研究所

商家端：到店业务奠定庞大商家基础

随着消费环境和消费理念的变迁，团购业务在短暂的繁荣后快速走向萧条。一边是消费者对团购网站的兴趣下降，一边是商家对团购可有可无的淡然，团购这种门槛低、受众杂、维权难的消费方式正在走向没落。而 O2O、拼购等新模式逐渐兴起，团购业务自身也在发生更新迭代。

图 15：从团购网站数量看团购业务兴衰



资料来源：团 800，长江证券研究所

图 16：2015 年之后团购向综合 O2O 业务转型



资料来源：百度指数，长江证券研究所

即便团购业务不再繁荣，但帮助美团点评积累了众多线下商家资源及相关数据。中国的线下生活服务商家高度分散，并且缺乏品牌认知度和技术基础设施，而行业呈现出竞争激烈并且利润较低的特点，在商家端美团具有更多的使用者。

国内生活服务行业市场规模庞大，但在线渗透率仍待提高。根据艾瑞咨询的预测，国内生活服务行业预计将从 2017 年的 18.4 万亿元增长到 2023 年的 33.1 万亿，年复合增速达 10.2%，但是到 2017 年整个生活服务行业市场在线渗透率仍不足 15%。而从商家数量来看，2017 年在线渗透率达 44.6%，预计到 2023 年有望超过 80%。

图 17：国内生活服务行业市场规模在线渗透率仍有提升空间



资料来源：美团点评招股说明书，艾瑞咨询，长江证券研究所

图 18：国内生活服务行业市场规模在线渗透率未来将快速提升



资料来源：美团点评招股说明书，艾瑞咨询，长江证券研究所

用户端：到店业务是用户流量的早期来源

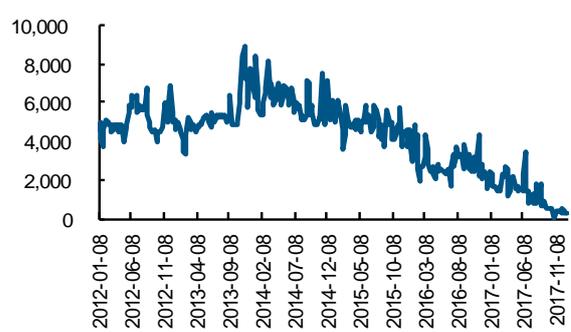
美团于 2015 年实现与大众点评的整合，基本完成了对团购市场的整合收割。2015 年拿下大众点评之后，美团在团购市场市占率达到 80%¹，团购行业霸主地位几乎不可动摇。从中国互联信息中心提供的团购网站总覆盖用户数来看，2016 年之后在团购业务表现暗淡以及移动 APP 对网站分流显著的情况下，团购网站总覆盖用户数江河日下。

图 19：团购用户总规模从 2015 年起基本停滞不前（单位：万人）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：团购网站周度覆盖人数从 2014 年起由盛转衰（单位：万人）

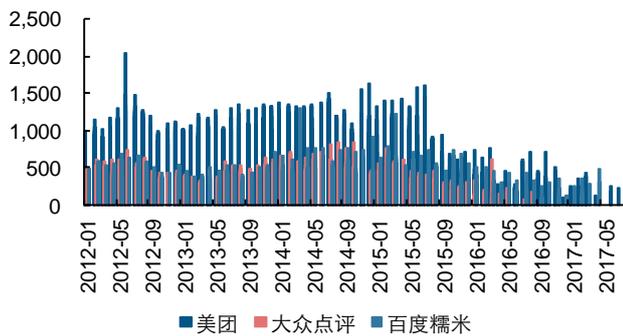


资料来源：Wind，长江证券研究所

与行业背景形成对比的是，美团在移动 APP 时代的表现十分亮眼。2016 年开始，在网站颓势难以扭转的背景下，美团 APP 月度活跃用户数实现了跃升，而大众点评及百度糯米在短暂的反弹后 APP 端也被美团拉大差距。背后的原因，一方面是美团从网站引流 APP 工作做得好，另一方面是美团积极拓展传统团购以外的新业务（比如外卖），对 APP 的活跃程度起到了显著提振的作用。

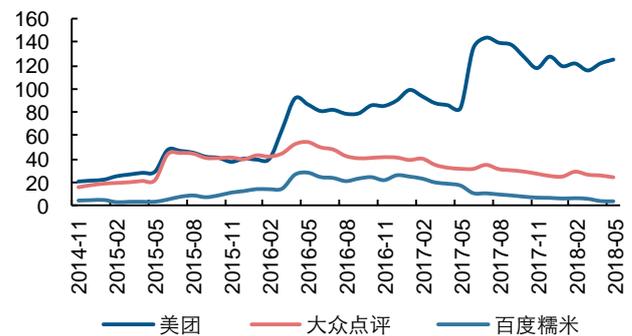
¹ <http://finance.chinanews.com/it/2015/10-09/7559952.shtml>

图 21: 美团、大众点评及百度糯米网页周度总覆盖用户数 (万人)



资料来源: 中国互联网信息中心, Wind, 长江证券研究所

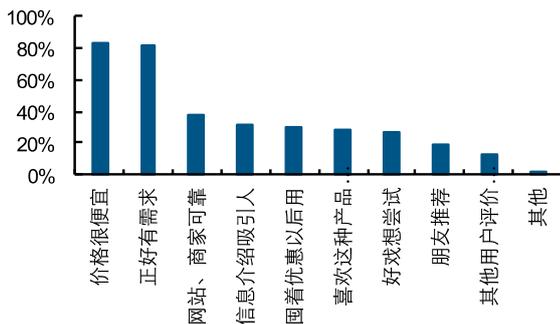
图 22: 美团、大众点评及百度糯米 APP 月度活跃用户数 (百万人)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

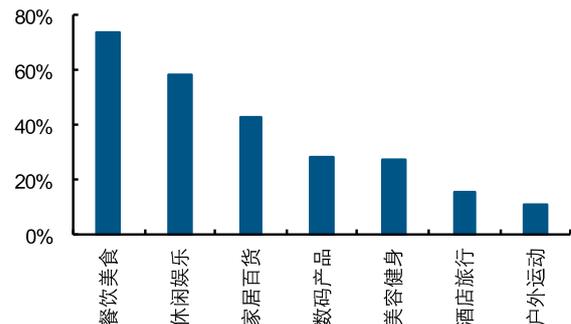
虽然团购关注度已大不如前, 但这项业务仍然是良好的用户入口: 外卖行业在 2013 年上线, 正处于团购流量的高位时期, 团购 APP 成为其重要的流量入口。尽管团购业务式微, 但其价值在此后的 O2O 业务, 尤其是外卖业务中得以延伸放大。时至今日, 美团 APP 仍然是其外卖业务一大流量入口。

图 23: 用户选择团购产品的原因



资料来源: DCCI, 长江证券研究所

图 24: 发展初期用户团购产品主要类别

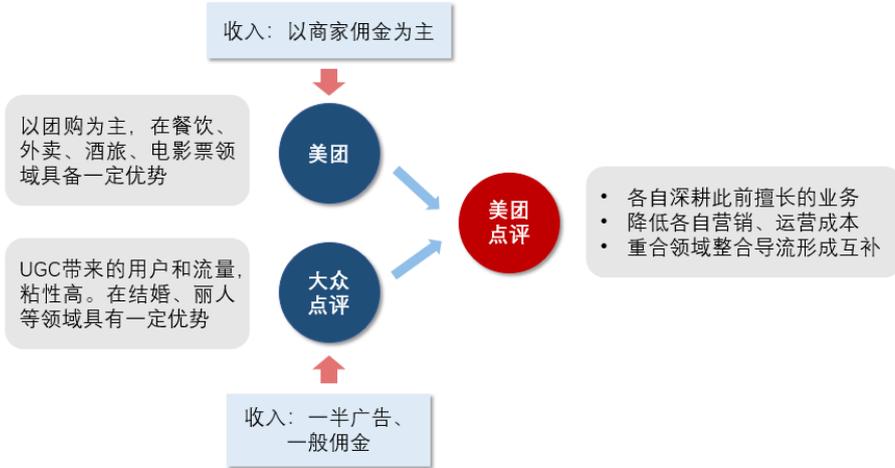


资料来源: CNNIC, 长江证券研究所

而 2015 年美团和大众点评的合并是当时互联网界的头等大事之一, 现在回头看不得不赞叹两者完美融合的效果。虽然美团和大众点评都是基于团购业务起家, 但是两者在产品特性及用户属性方面仍然存在一定差异, 合并能形成有效的互补:

互补之一: 美团注重本地生活团购消费, 大众点评注重商家评价及用户社交。彼时的美团以团购为主, 在餐饮、外卖、酒旅、电影票 (猫眼电影) 领域具备一定优势, 收入结构中基本上是商家贡献的佣金。而发家于上海的大众点评是全球最早建立的独立第三方消费点评网站之一, 特色在于 UGC 所带来的用户和流量, 且粘性较高。双方融合之后, 在各自擅长的领域继续深耕, 在重合领域整合导流形成优势互补。

图 25：美团和大众点评的业务偏好有所不同



资料来源：长江证券研究所

互补之二：美团在北京及广深市场基础较好，而大众点评在大本营上海影响力更大。从百度指数显示的搜索关注度来看，美团在华北以及珠三角的影响力更强，而大众点评在上海以及周边长三角的关注度更高。这一方面反映了两者的发家大本营以及营销投入的差异优势（美团成立于北京、大众点评成立于上海），另一方面也间接反映了各地消费者的消费偏好，上海消费者似乎更热衷于参与消费点评及相关的社交活动。

图 26：美团关注度较高的区域主要在京津冀及珠三角



资料来源：百度指数，长江证券研究所

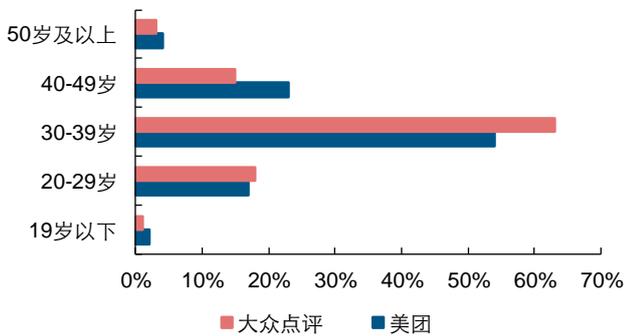
图 27：大众点评在长三角影响力更大



资料来源：百度指数，长江证券研究所

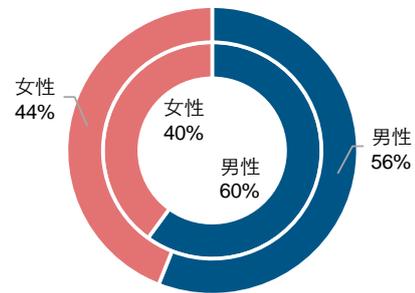
互补之三：美团关注者年龄层偏大且男性居多，大众点评则更吸引年轻群体，女性占比相对美团更高。感性认知来看，UGC 的内容及消费导向对年轻群体以及女性消费者粘性更强，因为这部分人一方面对社交电商有更强的好感度，另一方面则相对更加注重休闲消费的性价比。百度数据的结果佐证了这一判断：大众点评在 20-39 岁的人群中拥有超过美团的用户基础；此外大众点评的关注者中有 44%为女性，相对于美团的 40%占比更高。用一个可能不太恰当的分类标准来看，美团的“结果导向”和大众点评的“体验导向”在吸引用户上形成了良好互补。

图 28：关注大众点评的用户年龄偏小



资料来源：百度指数，长江证券研究所

图 29：大众点评的女性关注者占比相对更高



资料来源：百度指数，长江证券研究所

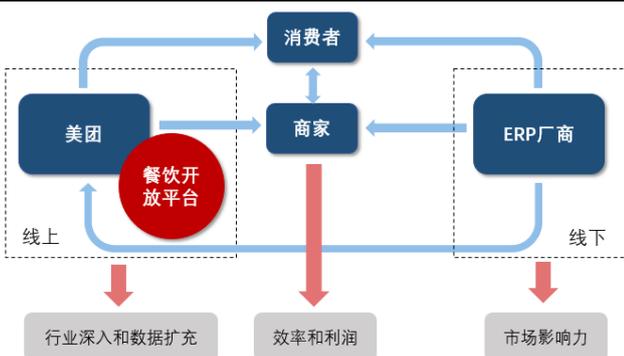
注：内圈为美团，外圈为大众点评

利用高频服务类别中的庞大消费群体，美团点评交叉销售休闲娱乐、美业、婚庆及亲子服务等多种类别的低频和高价值服务。从美团较早期的网页导航来看，美食、酒店、电影、休闲娱乐、旅游、生活服务等一应俱全，或许消费者打开美团网页的本意是想关注团购信息，但是很难不被其他的消费类别吸引，而且此后有这方面的消费需求时，很可能也会选择美团

前景展望：商家资源未来如何二次开发？

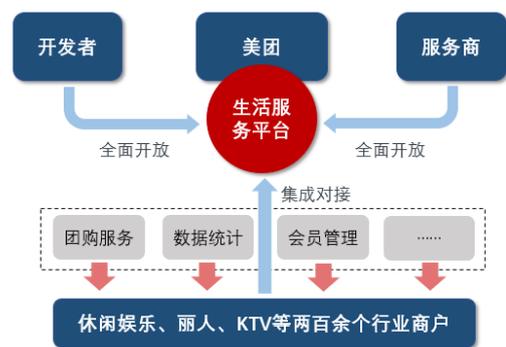
在团购业务全面升级成“到店”业务后，美团点评的野心显然不仅仅是获取佣金这么简单。2016 年美团点评推出的餐饮开放平台聚宝盆、食材采购平台快驴进货，2017 年底对外发布了生活服务开放平台。美团点评到店业务下一个盈利点很可能是 2B 业务。

图 30：美团点评餐饮开放平台运作示意图



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 31：美团点评生活服务开放平台运作示意图

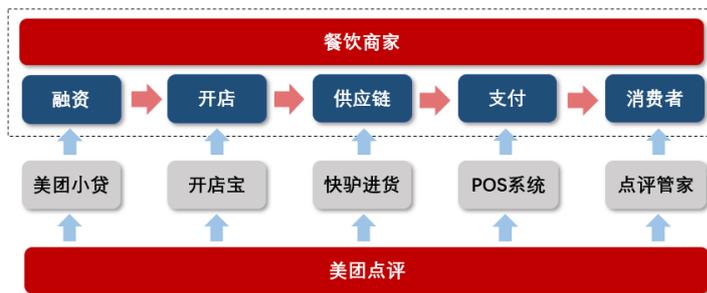


资料来源：公司官网，长江证券研究所

餐饮开放平台：占领蓝海市场

餐饮供应链是美团点评面向 B 端展开的第一项业务突破，美团将餐饮服务的整体解决方案提供给线下商户，包括开店宝、点评管家、快驴、美团小贷等。餐饮服务提供商受制于用户口味、地理位置、产品特点等无法实现垄断，但是餐饮配套服务商提供的服务则拥有普遍适用性，可以实现快速的扩张并达到较高的市场份额。

图 32：美团点评餐饮 2B 业务流程图



资料来源：长江证券研究所

如今国内新型餐饮供应链则主要有三种模式：一是资源整合模式。主要由 B2B 餐饮采购平台构成，以全供应链为切入点，运用信息化手段深耕产业链垂直细分领域，这种模式类似大众点评等平台。二是全品类模式。提供全案总包，囊括采购、加工、物流、供应链金融全部内容的第三方供应链服务集团。三是垂直品类供应链服务商。这种服务商以餐饮企业核心品类为导向，例如信良记、真功夫、西贝等。

美团点评的餐饮服务开放平台显然是想走第一种资源整合模式，将平台化优势进行到底。餐饮生态开放平台是基于美团点评餐饮业务（包括外卖、团购、闪惠、点餐、排队、预订等），为第三方平台及众多餐饮软件公司，提供更加便捷的操作平台、信息传递方式、以及信息管理方式，从而提升商家经营效率、降低经营成本、提升市场竞争力、提高消费者的服务体验，并打造餐饮行业健康生态：

- (1) “美团开店宝”和“点评管家”APP：推出“推广通”、“评价管理”、“口碑管理”、“顾客营销”等窗口；
- (2) 快驴进货：为美团外卖平台商家提供食材、一次性用品、酒水饮料等进货服务；
- (3) 美团小贷等金融服务：按照贷款金额的不同，分为“极速贷”和“经营贷”两大业务；
- (4) 对外投资：硬件服务商屏芯科技、软件服务商餐行健、SaaS 服务商天子星、餐饮 ERP 服务商天财商龙。

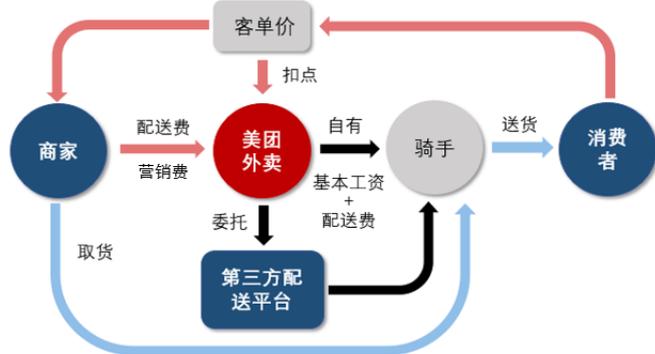
生活服务平台：发挥平台优势

美团点评于 2017 年底宣布推出生活服务平台，是其在 2B 领域平台化战略的第二个布局。美团点评联合开发者、服务商，为线下商户提供团购、数据统计、会员等通用解决方案以及针对休闲娱乐、KTV、美业、结婚等细分行业的系统解决方案，并引入选址租赁等服务商，旨在打造商家经营管理的全流程服务平台，帮助商户连接线上线下，提升经营管理效率。

到家业务：短期盈利可期

美团餐饮外卖业务的收入主要来源于三个方面：一是商家来自平台的订单支付的佣金，二是以商家在线营销服务收费，三是完成配送服务向消费者收取的配送费。外卖业务的收入主要受交易金额、活跃商家数以及平台提升活跃商家变现能力的驱动。目前交易佣金仍然是核心变现模式。

图 34：美团点评外卖业务商业模式



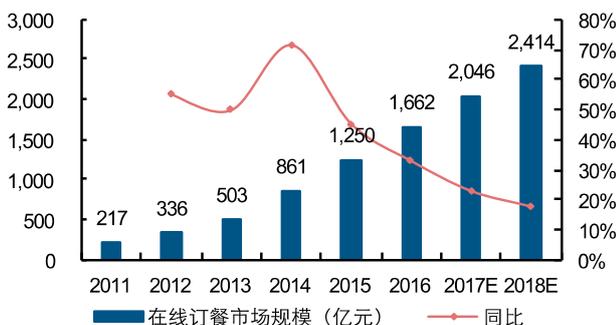
资料来源：长江证券研究所

长期烧钱的外卖业务未来到底能不能实现可观盈利？我们的答案是肯定的：**随着外卖补贴非理性竞争的缓和以及用户规模快速增长带来的规模效应，我们认为中短期内外卖业务的利润率大概率会呈现提升趋势。美团的外卖业务毛利率从 2015 年的-123.7%提升到 2018 年前 4 月的 9.3%，贡献的利润越来越可观。但长期受人工成本上升影响（美团目前骑手成本占收入超 85%），利润率下行压力仍在，新业务以及新技术的出现或许会改变未来的竞争格局。**

外卖市场格局形成，逐渐步入成熟发展期

外卖是高频需求，行业天生具备高用户流量。据美团点评研究院发布数据，2017 年在线订餐市场规模达 2,046 亿元，同比增长 23%，用户规模达 3 亿人，同比增长 15%。与团购业务的发展历程相似，2014 年是外卖行业爆发式增长的一年，大量外卖平台一窝蜂地涌入市场，以大量烧钱补贴的方式谋求市场份额。在此过程中力量薄弱的小平台逐渐被并购，最终形成饿了么和美团外卖平分秋色的市场格局。

图 35：在线订餐市场规模及同比



资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

图 36：在线订餐市场用户规模及同比



资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

外卖行业未来将三重发力

外卖未来发展将在供给、需求和配送三端发力。当前在线外卖平台处于比拼品质服务和渗透能力的中期阶段，并向着在技术、商业模式、多元化服务等方面提升，实现全品类配送的方向发展。

- (1) **供给侧**：加强三四线城市覆盖，渠道进一步下沉。从城市级别来看，2017 年三四线城市外卖订单同比增速远高于一二线城市，订单占比高达 40%，同比增加 5pct。未来外卖平台需要更加注重线下业务的覆盖，注重培养三四线城市用户消费习惯。
- (2) **需求侧**：探索新的消费场景和消费时间，促进业务多元化。从 2017 年外卖分场景订单占比数据来看，除了住宅区（48%）、办公楼（11%）和学校（11%）外，酒店（8%）、商铺（7%）、机关单位（5%）等新消费场景还有拓展空间。此外，2017 年午餐及晚餐正餐时间订单量占比由 16 年的 76% 进一步被压缩至 72%，未来非正餐时段消费蕴含一定商机。
- (3) **配送侧**：短期来看，骑手数量的增加大大提升了外卖配送运力、缩短配送时间。长期来看，在人力资源紧缺的未来，提高调度系统效率、开发无人配送等将是发展方向。

图 37：外卖未来发展将在供给、需求和配送三端发力



资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

目前国内两大外卖巨头分别为美团外卖以及饿了么+百度外卖，饿了么收购百度外卖后市场格局由三足鼎立转变为双雄争霸。在美国市场则是 GrubHub 一家独大。通过对三者进行对比，可以发现三者的特色差异。

表 5：美团外卖、饿了么&百度外卖、GubHub 对比

	美团外卖	饿了么&百度外卖	GrubHub	调查时间
平台简介	中国龙头外卖平台之一，品类以美食为主，涵盖商超、鲜花、医药等	中国龙头外卖平台之一，主营外卖、新零售、餐饮供应链等	美国市占率第一的外卖平台，通过增加统一配送服务稳固市场份额	2018 年 7 月
成立时间	2013 年	2009 年	2004 年	-
估值	-	95 亿美元（17 年底）	101 亿美元（18 年 7 月）	-
配送方式	统一配送&商家自行配送	统一配送&商家自行配送	商家自行配送，大部分城市有统一配送	2018 年 7 月
客户下单方式	在线下单	在线下单	在线/电话下单	2017 年底

商家接单方式	商家从系统接单并安排食品制作	商家从系统接单并安排食品制作	可将订单直接传送至餐厅厨房	2017 年底
并购历史	-	17 年 8 月收购百度外卖	投资并购多家配送公司	2017 年底
收入	210.32 亿元	-	44.63 亿元	2017 年
GMV	1710 亿人民币 (17 年)	饿了么 62.6 亿美元+百度外卖 25 亿美元 (16 年)	30 亿美元 (16 年)	-
毛利率	8.10%	-	52.26%	2017 年
当地市场分额	53.90%	29.8% (饿了么) +13.7% (百度外卖)	55%	2017 年
覆盖市县	1300+ (17 年中)	2000+ (17 年底)	1600+ (17 年底)	2017 年
覆盖商家数	270 万+ (2017 年)	200 万 (2016 年)	8 万+ (2017 年)	-
活跃用户数	3794 万 (18 年 6 月)	饿了么 6277 万+百度外卖 777 万 (18 年 6 月)	1446 万 (17 全年)	-
日订单量	日均 1120 万 (17 全年)	日均 900 万 (17 年初)	日均 33.4 万 (17 全年)	2017 年

资料来源：公司公告，美团点评研究院，QuestMobile，Trustdata，凤凰财经，长江证券研究所

从国内来看，外卖市场格局由三足鼎立转变为双雄争霸。美团定位于多样化，而饿了么则深耕外卖及跑腿市场。

美团外卖：在用户活化率、用户入口、网络关注度及覆盖城市方面略胜一筹。体现出更强大的用户、商家导流能力。2017 年有 89% 的交易通过美团体系内 APP 实现，剩余 11% 为腾讯导流。2017 年 12 月美团外卖和饿了么的新安装活跃转化率分别为 60.6%、58.1%，主要由于美团接入的场景更丰富，对新用户的吸引力更高。

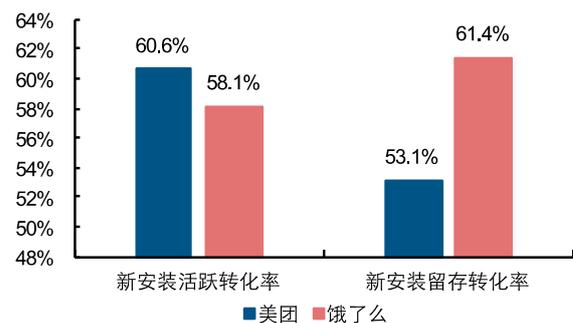
饿了么&百度外卖：在用户份额、用户满意度、用户留存率方面稍领先。体现出更高的用户粘性和用户口碑。2017 年 12 月新安装留存转化率饿了么更胜一筹，反映其外卖用户粘性更高。

图 38：美团服务多样化，饿了么专注外卖产品



资料来源：移动端 APP 截图，长江证券研究所

图 39：美团吸引力更高，饿了么用户粘性更强



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

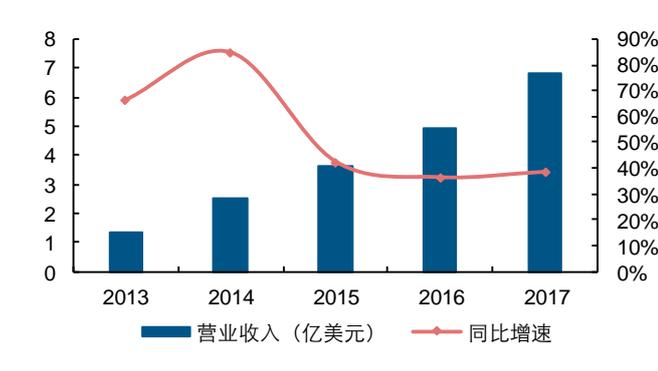
美团 VS 饿了么&GrubHub：竞争格局初步成型

从国内外对比来看，中国的外卖市场规模领先全球。中国外卖 O2O 在中国的迅速发展得益于四个因素：(1) 国内传统的电话订餐业务并不发达，为外卖平台提供了客观的发展空间；(2) 中国的人口数量多、密度大提供了订单量基础和配送基础；(3) 中国人力

成本低，有足够的送餐人员可以进行配送；(4) 中餐品类复杂，使得用户在点餐的时候要依赖线上菜单，而非打电话。

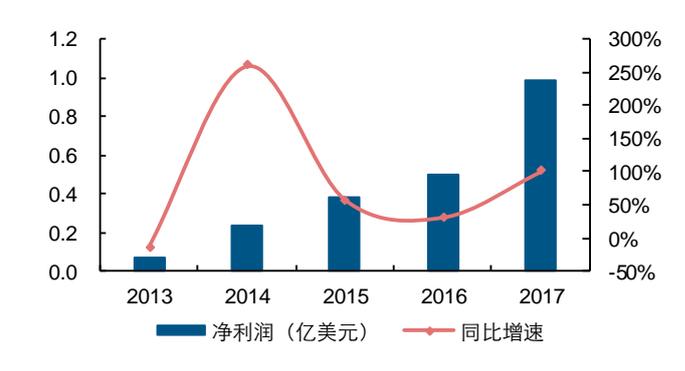
相比之下，美国外卖市场由于消费习惯差异外卖平台巨头规模小得多。GrubHub 成立于 2004 年，以校园为切入点做餐饮网络外卖，于 2014 年 4 月上市，利润主要来自客户在线订购餐厅食品时收取的手续费。但是，随着 Eat24、Doordash、Uber Eats 等外卖平台出现后，GrubHub 面临着强大的市场竞争压力。无论是收入、GMV、日均订单量、商家数等都无法与中国外卖平台相提并论。但由于其配送成本占比低、竞争格局更加稳定，GrubHub 在 2017 年的毛利率超过了 52%。

图 40: GrubHub 近年营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 41: GrubHub 近年净利润及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

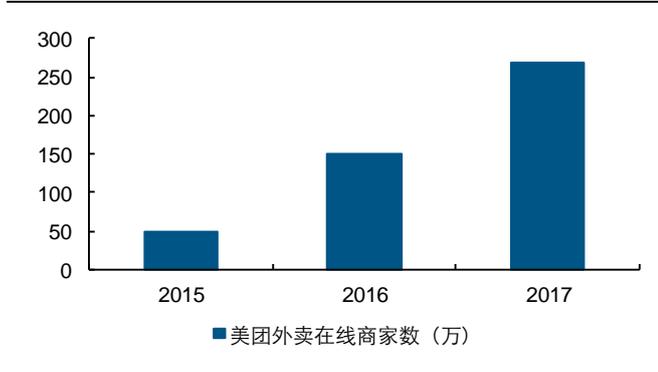
三大优势构筑美团到家业务护城河

优势一：商家资源丰富

外卖业务为美团点评贡献近半数商家资源。截至 2017 年底，美团外卖的在线商家数已经超过 270 万家，在美团点评总的 550 万在线商家中，外卖商家接近 50%。

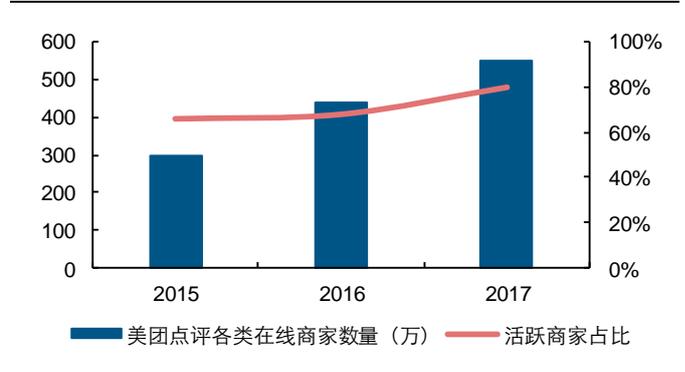
美团的潜力在于全面的生活服务商家类型，以及起步较早的 2B 服务。公司招股书数据显示，美团点评各类在线商家活跃占比正在稳步提升，到 2017 年已经达到约 80%。丰富的商家类型在提高用户粘性方面意义重大。此外，美团擅长为商家提供解决方案以及相关服务，对商家的粘性及其活跃度也有积极意义。

图 42: 美团外卖在线商家数量已超过 270 万家



资料来源: 美团点评研究院, 长江证券研究所

图 43: 美团点评各类活跃在线商家占比呈提升趋势



资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

优势二：用户规模领先

作为餐饮行业新崛起的模式，在经历了前几年的爆发增长长期后，外卖市场逐步进入成熟期。随着在线餐饮外卖逐渐渗透到日常生活中，其市场发展未来已进入稳定期，在线餐饮平台发展的重点应从增量转向用户存量的挖掘。随着行业人口红利的逐渐消退，业务增长将由数量驱动转向质量驱动。

自饿了么收购百度外卖之后，市场格局由三足鼎立转变为双雄争霸，然而两者发展战略有所不同：美团定位于多样化，而饿了么则深耕外卖市场。美团从一开始就提出“吃喝玩乐全都有”，定位于提供多样化的服务，只要是能够采用 O2O 模式的，都可以被纳入，生活场景更为丰富。饿了么专注于打造数字化餐饮生态系统，在外卖市场开发上从校园到白领，从物流城市合伙人到超市零食生鲜入住平台，再到高端国宴上外卖、高铁吃饭上饿了么等新方式。

图 44：我国外卖行业发展历程



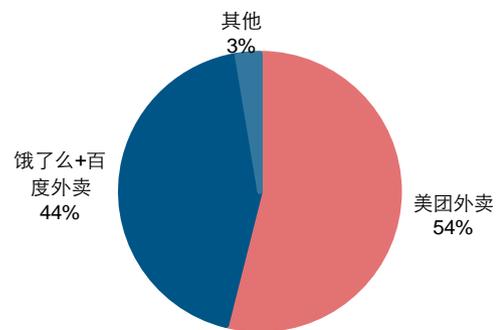
资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

美团在生活服务平台中的活跃用户规模大幅领先。

- (1) 用户来源一：美团外卖 APP。2018 年 5 月美团外卖月活跃用户数达 0.36 亿人。
- (2) 用户来源二：美团生态其他 APP。美团点评年度交易用户数 2015 至 2017 年分别为 2.06、2.59 和 3.10 亿人。
- (3) 用户来源三：腾讯系。2017 年底微信及 WeChat 拥有 9.89 亿月活跃用户，QQ 则为 7.83 亿，均设有美团相关服务入口。

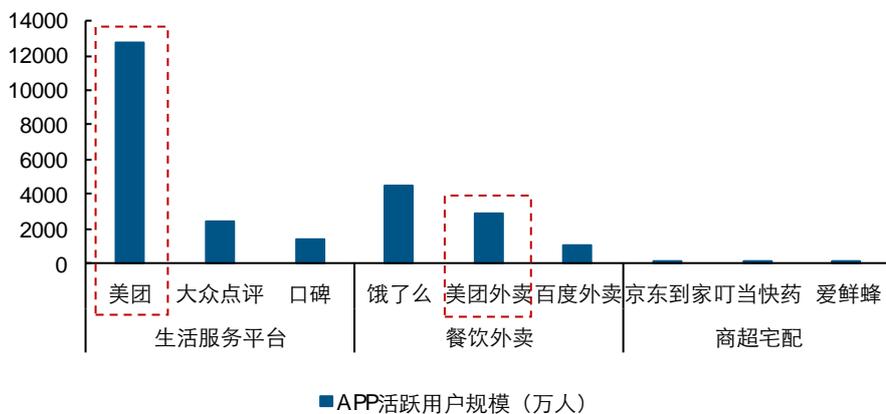
根据易观智库的监控数据，2017 年中国本地生活服务场景下主要 APP 中，生活服务综合平台 APP 的活跃用户规模领先于其他类型 APP，其中美团点评旗下的美团及大众点评位居前列。第二梯队的餐饮外卖 APP 中，饿了么活跃用户数量领先美团外卖，如果加上百度外卖的规模，整体活跃用户规模优势更为明显。2017 年美团外卖日均餐饮外卖交易笔数超过 1100 万，相较于 2016 年的 430 万笔实现了翻倍的增长，整个平台上的交易用户达 3.1 亿人；2018 年前 4 月进一步增至 3.4 亿人。

图 45：2017 年中国在线外卖用户最常使用的外卖平台占比



资料来源：DCCI，长江证券研究所

图 46：2017 年中国本地生活服务场景下主要 APP 活跃用户规模

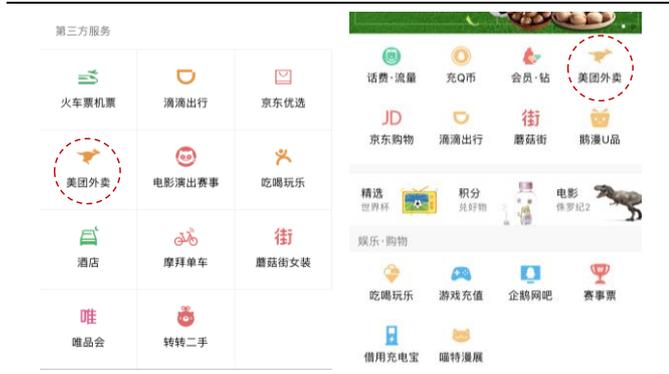


资料来源：易观智库，长江证券研究所

然而事实上，美团外卖的用户入口来源多元，腾讯系及美团旗下各 APP 为外卖导流效果显著。目前美团外卖除了自身拥有独立 APP 外，在腾讯系的微信及 QQ 钱包也有独立入口，同时美团点评集团旗下的美团、大众点评中也将美团外卖入口摆在显眼位置。美团点评招股书显示，2017 年底微信及 WeChat 拥有 9.89 亿月活跃用户，而 QQ 拥有 7.83 亿月活跃用户。背靠这两大用户群体，美团的用获取显得更加容易。

此外，美团自身体系内的 APP 也为美团外卖提供了较易转化的用户群体。美团点评自身年度交易用户数保持稳健增长，2015 至 2017 年分别为 2.06、2.59 和 3.10 亿人，这部分用户包括美团、大众点评、美团外卖等美团点评旗下自有 APP。

图 47：美团外卖在微信钱包及 QQ 钱包均有独立入口



资料来源：微信，QQ，长江证券研究所

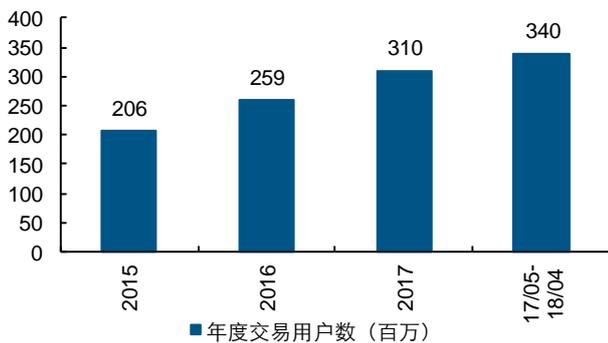
图 48：美团外卖在美团 APP 及大众点评 APP 中展示位置居前



资料来源：美团，大众点评，长江证券研究所

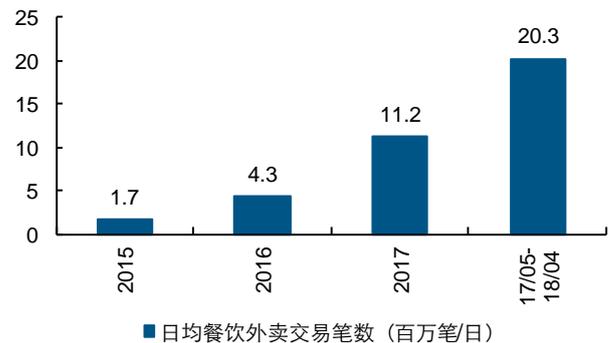
在一系列流量加持的条件下，美团外卖的用户数和交易量显著增长。2017 年美团外卖日均餐饮外卖交易笔数超过 1100 万，相较于 2016 年的 430 万笔实现了翻倍的增长。这一方面当然是得益于整个外卖市场的蓬勃发展，另一方面也得益于美团外卖把握流量优势挖掘用户消费潜力。

图 49: 美团点评年度交易用户数



资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

图 50: 美团点评日均餐饮外卖交易笔数

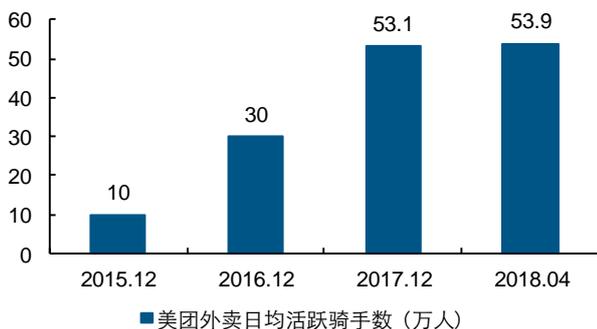


资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

优势三: 配送网络退可守、进可攻

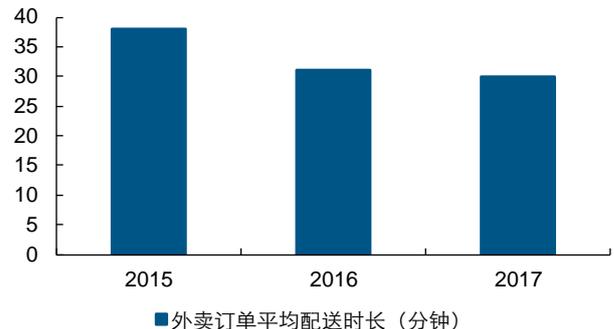
退可守, 提高外卖业务竞争力。在发展外卖业务中建立起来的成熟城市配送网络是外卖业务的核心资产。截至到 2017 年底, 美团外卖的活跃骑手数量达到 53 万人, 而自公司成立以来, 配送网络共创造了 500 万个骑手就业机会、覆盖全国 2500 个市县。

图 51: 美团外卖活跃骑手数量稳步增加



资料来源: 美团点评研究院, 长江证券研究所

图 52: 美团外卖订单平均配送时长逐渐减少



资料来源: 美团点评研究院, 长江证券研究所

美团外卖的配送系统有两种模式: 委托美团配送或自行配送。2017 年在美团平台上完成的即时配送交易中超过 70% 是通过自有配送网络完成的。与商家的配送安排有专送和快送两种模式。

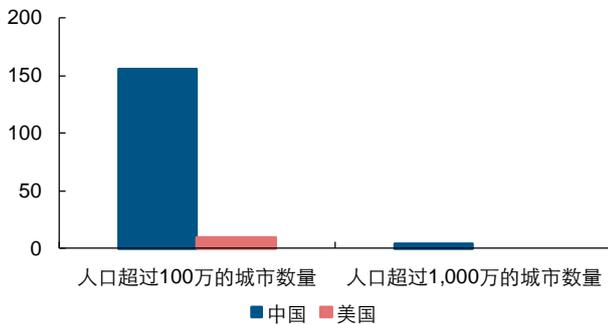
- (1) 专送模式下, 骑手为公司配送合作商的全职员工或合同工, 公司授权配送合作商使用公司商标, 而配送合作商则遵循指定的经营标准。
- (2) 快送模式下, 公司与配送合作商签订协议, 合作商雇佣配送骑手为合同工, 订单通过美团的众包平台由配送骑手履行。众包配送骑手一般不是全职员工, 配送骑手也需要遵守合作商制定的配送服务标准。

进可攻, 面向新零售进行延伸。配送网络对外卖平台来说意味着什么? 我们知道在电商领域, 有淘宝的第三方物流以及京东的自建物流两种模式之争, 京东之所以选择自建物流主要是考虑到早期销售商品的高附加值特性以及良好用户体验。但电商自建物流需要配套建设仓储系统和取货网点, 资产投入巨大。但对于外卖平台来说, 自建配送网络的

初期投入仅有电动车，相比于电商来说资产“轻”不少，因此各大平台均建立了自有的配送网络。

- (1) **自建配送网络意味着良好的用户体验。**公司对自有配送团队的培训机制更完善、激励机制更丰富、管理能力更强，因此用户配送体验相对更好。
- (2) **自建配送网络意味着持续经营能力。**外卖平台通常会在自有配送网络基础上借助一部分第三方配送团队的力量，但并不形成依赖。即便第三方配送网络供给出现大幅变动，对外卖平台的正常运作也不会造成太大影响。
- (3) **自建配送网络意味着业务延伸潜力。**随着城市化的进程持续、大城市数量增多，城市配送的需求会越来越大。从餐饮外卖到零售生鲜再到同城快递，成熟的城市配送网络可应用的场景十分丰富。

图 53：中国大城市数量远超过美国（单位：个）



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

图 54：中国城市人口密度远高于美国（单位：人/平方千米）

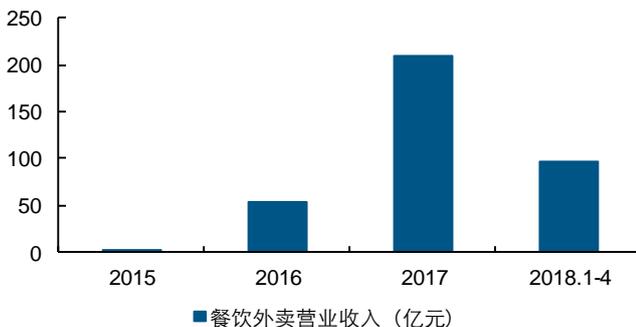


资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

前景展望：到家业务盈利近在眼前

由于美团采取的是自建物流为主、第三方合作为辅的配送方式，自建物流成本高企，导致盈利十分薄弱。2015年至2017年餐饮外卖业务的营业收入实现了爆发式增长，但盈利情况依旧表现欠佳。2017年外卖收入达到210亿，但骑手成本就高达183亿，叠加其他成本因素，导致2017年外卖业务的毛利率仅为8.1%，但2018年前4月已经进一步提升至9.3%。如今外卖行业已经度过了烧钱抢用户的阶段，用户补贴已经到了相当低的水平，而物流成本仍然高企，在当前的市场环境下无法有效转嫁给消费者或商家，盈利模式有待进一步探索。

图 55：美团点评餐饮外卖业务营业收入



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

图 56：美团点评餐饮外卖业务毛利率



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

美团外卖业务成本拆解

我们根据招股说明书披露的数据，对餐饮外卖业务成本进行了拆分。餐饮外卖业务的成本主要包括骑手成本、支付处理成本、客服及其他人员雇佣福利、厂房设备的折旧、带苦啊你服务器托管费几个部分。由于公告仅直接披露了骑手成本，其他成本为依据交易金额或交易笔数占比拆分调整计算。整体来看，外卖业务毛利率呈现提升趋势。

表 6：美团点评餐饮外卖业务成本拆分测算

	2015	2016	2017	2018 前 4 月
收入 (亿元)	1.75	53.01	210.32	96.86
骑手成本 (亿元)	2.77	51.35	183.24	81.77
占收入比重	158.4%	96.9%	87.1%	84.4%
支付处理成本 (亿元)	0.48	3.18	5.76	2.91
占收入比重	27.4%	6.0%	2.7%	3.0%
客服成本 (亿元)	0.53	1.56	1.78	1.07
占收入比重	30.6%	2.9%	0.8%	1.1%
折旧 (亿元)	0.05	0.52	1.28	1.38
占收入比重	3.1%	1.0%	0.6%	1.4%
带宽及服务器托管费 (亿元)	0.07	0.47	1.27	0.71
占收入比重	4.2%	0.9%	0.6%	0.7%
毛利	-2.16	-4.06	16.99	9.02
毛利率	-123.7%	-7.7%	8.1%	9.3%

资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所测算

进一步细拆占比最高的外卖骑手成本可以发现，成本降低的关键在于单均成本的边际改善。我们以 2017 年全年及 2018 年前 4 月数据为基础，假设：

- (1) **成本构成**：骑手成本分为两部分，一是与骑手数量相关的固定成本，包括月基本工资、保险、耗材等；二是与订单数量相关的可变成本，主要为平台支出的配送费补贴。
- (2) **骑手数量**：2017 年平均活跃骑手为 35.0 万（取 16Q4 和 17Q4 的平均值），2018 年前 4 月的平均活跃骑手数为 53.9 万；
- (3) **自有网络配送占比**：2018 年前 4 月与 2017 年保持一致；
- (4) **人均固定成本及单均可变成本**：2017 年和 2018 年前四月保持不变。

测算得知，外卖骑手人均月固定成本为 1425.37 元，而单均可变成本在 4.25 元左右。此处的单均可变成本主要是指平台实际支付给骑手的单均配送成本减去用户支付的配送费，因为目前为止用户支付的配送费尚不能覆盖每单配送产生的成本。预计随着配送效率的提升以及消费单价的提高，未来单均可变成本有下降空间。

表 7：美团点评餐饮外卖业务骑手配送成本拆分测算

	2017 年	2018 年前 4 月
外卖骑手成本 (亿元)	183.24	81.77
固定成本 (亿元)	59.87	30.73
平均活跃配送骑手 (万人)	35.00	53.90
可变成本 (亿元)	123.37	51.04
自有网络配送订单数 (亿单)	29.00	12.00

资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所测算

美团外卖业务盈利能力测算

为了进一步对外卖业务盈利能力进行分析，我们做假设如下：

- (1) **订单数量**：随着技术的改进及市场地位的巩固，未来骑手数量、人均订单量和自有平台配送比例将逐步提升；
- (2) **订单价格**：随着品类的优化及消费能力提升，未来订单均价将逐步提高；
- (3) **变现率**：随着市场议价能力的增强以及新业务的探索发展，未来平台的变现率将小幅提升；
- (4) **骑手成本**：为了便于计算，骑手人均固定成本及单均奖励成本保持 2017 年及 2018 年前 4 月水平（前文计算所得），但实际上该成本水平会略有降低；
- (5) **支付处理、客服等其他成本**：均随 GMV 增长而同比例增长。
- (6) **相关费用**：以 2017 年数据为基准按照 GMV 比例计算，并随外卖 GMV 或收入增长而增长，但受益规模效应，增长幅度偏慢。

通过计算，我们发现当活跃骑手数量达到 56 万人、年订单量在 73 亿单、订单均价 47 元，且变现率达到 14.0% 时，餐饮外卖业务分部经营性净利率可实现由负转正，此时毛利率在 28.1% 左右。如果美团点评能够尽可能提高配送效率（骑手人均配送单数增加、单均成本降低）或者提升变现能力，将更快实现扭亏为盈。

表 8：不同经营条件下美团点评餐饮外卖业务净利率测算

骑手数量 (万人)	53	54	55	56	57
人均年订单量 (单)	7500	8100	9000	9600	10500
自有平台配送占比	70%	71%	72%	73%	74%
年订单量 (亿单)	56.8	61.6	68.8	73.6	80.9
订单均价 (元)	40.0	42.0	45.0	47.0	50.0
年 GMV (亿元)	2271.4	2587.4	3093.8	3461.3	4043.9
变现率	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
年收入 (亿元)	283.9	336.4	417.7	484.6	586.4
骑手成本 (亿元)	214.0	278.4	304.7	324.5	352.1
——固定	90.7	92.4	94.1	95.8	97.5
——可变	123.4	186.1	210.6	228.7	254.6
支付处理成本 (亿元)	7.8	9.2	11.4	13.3	16.1
客服成本 (亿元)	2.4	2.8	3.5	4.1	5.0
折旧 (亿元)	1.7	2.1	2.5	3.0	3.6
带宽及服务器托管费 (亿元)	1.7	2.5	3.0	3.5	4.3

毛利 (亿元)	56.3	41.4	92.4	136.2	205.4
毛利率	19.8%	12.3%	22.1%	28.1%	35.0%
销售及营销开支 (亿元)	52.3	56.9	65.0	69.5	77.7
——交易用户激励	20.2	21.9	24.8	26.4	29.3
——广告推广	10.9	11.2	12.0	12.1	12.7
——雇员福利开支	21.2	23.9	28.1	31.0	35.7
研发开支 (亿元)	23.3	27.6	34.2	39.7	48.1
一般行政开支 (亿元)	14.2	16.9	20.9	24.3	29.4
经营性净利 (亿元)	-33.5	-60.0	-27.7	2.7	50.2
净利率	-11.8%	-17.8%	-6.6%	0.6%	8.6%

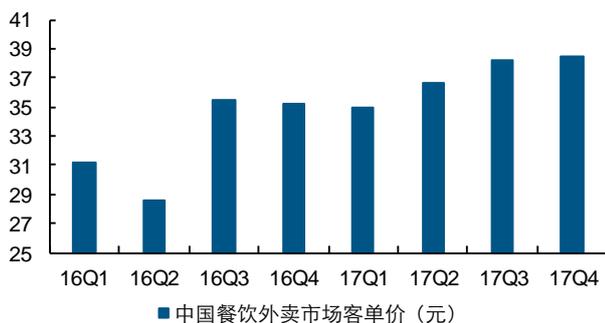
资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所测算

那么，外卖业务未来是否能顺利提升经营数据，从而提高盈利能力呢？

从收入角度看，关键要素包括：一是客单价，二是订单量，三是提点率，四是配送效率。美团外卖的客单价及订单量均持续增长，带动订单总金额上升；商家服务和用户体验带动提点率和配送费收入的提升。

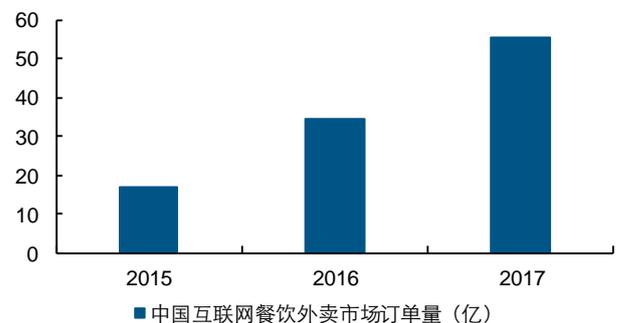
- (1) 客单价：**受益品类多元化，客单价提升趋势显现。目前随着外卖平台品质和影响力的提升，有更多客单价高的品质商家入驻。同时，订购外卖的原因和人群结构也有所改善，多数年轻人因用餐时间短和懒于做饭选择买外卖，而非像最初时期受低价优惠的驱使；根据易观发布的 2017Q2 数据而言，83%的用户来自于白领商务市场，这部分人群更注重外卖品质，消费客单价较高。从主观角度而言，外卖平台可以上线更多生鲜等单笔订单价高的商品。
- (2) 订单量：**中国互联网餐饮外卖市场订单量快速增长。2017 年美团外卖日均餐饮外卖交易笔数超过 1100 万，相较于 2016 年的 430 万笔实现了翻倍的增长。这一方面当然是得益于整个外卖市场的蓬勃发展，另一方面也得益于美团外卖把握流量优势挖掘用户消费潜力。因此在可预期的外来，美团点评的订单量仍将保持较快增长。

图 57：中国餐饮外卖市场客单价呈现增长趋势



资料来源：易观智库，长江证券研究所

图 58：中国互联网餐饮外卖市场订单量快速增长

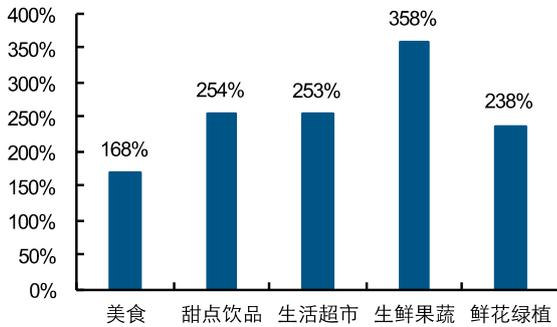


资料来源：易观智库，长江证券研究所

- (3) 提点率&配送效率：**提升配送效率、增加 2B 服务是提高佣金率的方法。如果平台商家选择自己配送或是请第三方配送，那么只需要向平台支付少量的管理费，提点率为个位数；而如果选择平台物流，扣点则较高，通常在 15%至 20%

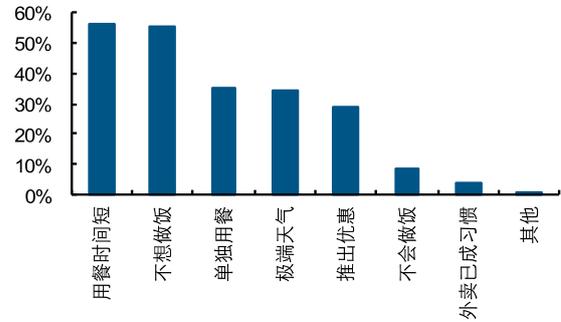
左右。此外，提高配送效率、提升服务质量也有助于向用户收取更高的配送费，拓宽外卖收入来源。

图 59：美团外卖 2017 年 1 至 10 月各类外卖产品订单量同比增速



资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

图 60：用户买外卖原因分析

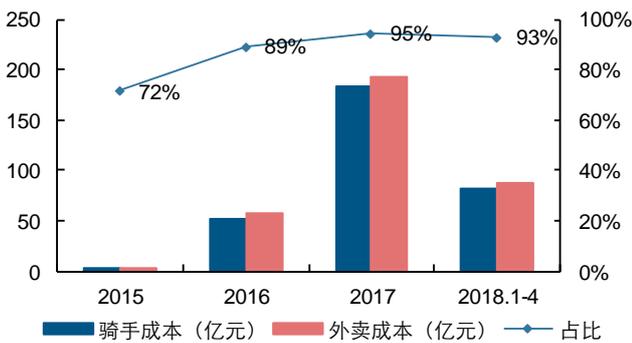


资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

从成本费用中以骑手配送成本为主。骑手配送成本 2015-2017 年占餐饮外卖总成本的 72%、89%、95%，2018 年前 4 月占比 93%。美团的配送团队为“众包模式”，即美团本身不拥有电动车等资产，只与骑手或者公司下属的子公司（子公司和骑手签约）建立劳动雇佣关系，并按完成单数支付配送费。

尽管外卖配送的规模效应相对物流和快递偏弱，但技术的改进可以适当降低配送成本。一方面是从提升智能调度系统着手，为骑手规划更高效的路线和订单分配，从而提升配送效率；另一方面是考虑采用无人车配送。从骑手成本占比即可看出，随着人口红利减弱，人力单位成本将不断上升，如果无人车配送方案可以研发成功，不仅将大大提升外卖业务毛利，也有利于中心系统的监控。

图 61：美团外卖骑手成本占外卖成本的 90%以上



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

图 62：提升智能调度系统将有效提高配送效率

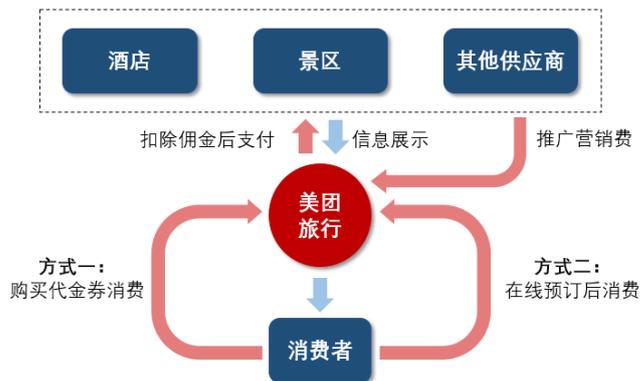


资料来源：美团点评研究院，长江证券研究所

酒旅业务：打造差异化优势

美团旅行以在线酒店预订起步，逐步向旅行社、景区门票等其他在线旅游领域拓展。和传统的 OTA 大体相同的是，美团旅行也向酒店等商家收取一定的提成佣金作为收入。此外，美团旅行也对商家在线推广收取一定费用，模式上和以往的团购到店业务类似。

图 63：美团旅行业务商业模式



资料来源：长江证券研究所

认为美团点评为旅行业务奠定了坚实的基础：美团旅行依托精准的产品定位，深耕垂直领域；此外，借助庞大且富有活力的的用户基数以及平台化的商业模式，美团旅行有机会在在线旅游市场与携程、飞猪等一较高低。

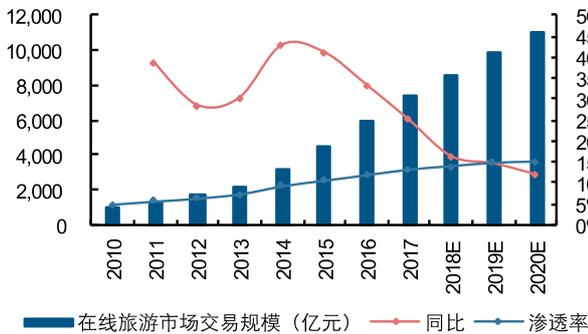
行业向好，美团差异化优势显现

在市场普遍看好携程的背景下，美团旅行作为在线旅游新兵能否打造差异化竞争？我们认为美团点评为旅行业务奠定了坚实的基础：美团旅行依托精准的产品定位，深耕垂直领域；此外，借助庞大且富有活力的的用户基数以及平台化的商业模式，美团旅行有机会在在线旅游市场与携程、飞猪等一较高低。

行业向好，带动在线旅游市场持续繁荣

在线渗透率提升，在线旅游市场快速扩大。随着互联网的普及，我国旅游市场的在线渗透率攀升，在线旅游市场快速扩大。从市场规模上看，2010 年在线旅游市场的规模为 948.9 亿元，在线渗透率为 5.1%；2017 年市场规模为 7,384.1 亿元，在线渗透率为 13.3%，涨幅巨大。从用户规模上看，2010 年仅为 3,613 万人，2017 年攀升到 37,578 万人，实现近 10 倍的增长。

图 64：2017 年在线旅游市场交易规模达 7,384 亿元



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

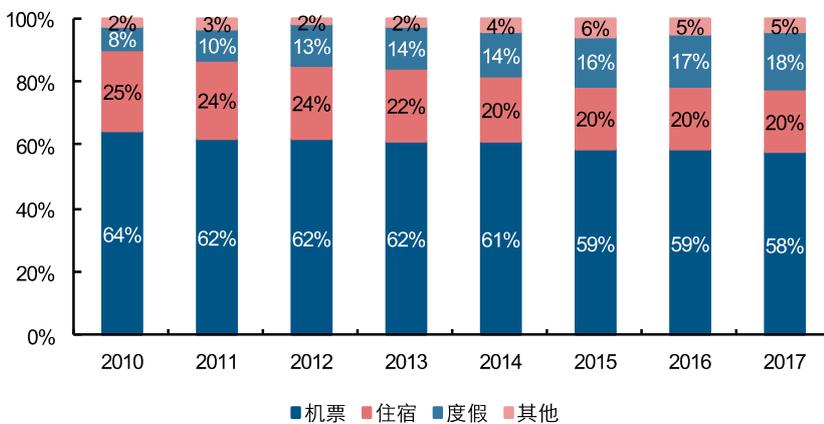
图 65：2017 年在线旅游预订用户规模达 37,578 万人



资料来源：CNNIC，长江证券研究所

机票、酒店、度假游三分天下，市场集中度较高。从市场结构看，在线旅游市场主要有机票、酒店和度假游三个板块构成，2017 年合计规模占比达 95% 左右；其中机票预订为最大业务，占比超半，酒店业务的占比介于 20%-30%，度假游业务近年来不断扩大，由 2010 年 8% 的占比提升为 2017 年的 18%。从竞争格局看，在线旅游市场呈现出高集中度的特点。2018 年 Q1 在线酒店市场交易额 CR5 达到 88%，携程以 46.4% 的份额占据龙头地位，去哪儿和美团点评的市占率分别为 13% 和 12.9%；2018 年 Q1 在线机票市场 CR4 达到 78.8%，携程以 37.5% 的份额遥遥领先。

图 66：在线旅游市场机票、酒店、度假游业务三分天下



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

在线酒店市场稳定增长，渠道下沉成必然。在线酒店市场规模保持高速增长，近三个季度以来，增速约为 20%，同比有较大回落。一方面是因为随着前期在线酒店市场规模的攀升，规模基数被放大；另一方面在于随着一二线城市在线酒店市场趋于饱和，在线酒店市场增幅有限。因此渠道下沉成为必然趋势。三线及以下城市用户规模占比在快速提升，由 2017 年 3 月的 42% 上升到 2018 年 3 月的 46.5%，而一、二线城市的占比分别由 22.5% 和 35.5% 下降到 19.8% 和 33.7%。在新增用户中近一半来自三线及以下城市。

图 67：近年来我国在线住宿预订市场规模及增速



资料来源：易观智库，长江证券研究所

图 68：三线城市在线酒店用户规模占比提升明显



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

美团 VS 携程：酒旅业务转型高端谋求更大盈利

目前 OTA 市场呈现出一超多强局面：携程一家独大，美团、同程艺龙、飞猪等各有特色。携程以商旅出行为切入点，围绕机酒打造出规模优势；美团旅行群体年轻、价格敏感，订单量大但收入规模不大。美团订单量、间夜量高背后可能存在无效订单、刷单等因素，且钟点房占比大，间夜重复计算。

表 9：美团旅行、携程网对比

	美团旅行	携程网	调查时间
业务定位	以酒店为主	以机票、酒店为主	2018年7月
业务开展时间	2013年	1999年	-
合作酒店	70万+	130万+	2017年底
交易规模占比	12.90%	46.40%	2018Q1
活跃渗透率 TGI	171.43	178.16	2017年底
活跃用户数	28484万	6949万	2017年12月
用户粘性	25.70%	18.60%	2018Q1
用户日打开次数	3.7	3.1	2018Q1
80及90后用户占比	81.80%	68.90%	2018Q1
其他用户入口	美团、大众点评	线下7000家门店	2018年7月
酒店订单量	5770万	2210万	2018Q1
酒店间夜量	2270万	1100万	2018年3月
收入规模	-	267亿	2017年
酒店佣金率	8%-10%	15%-20%	2017年

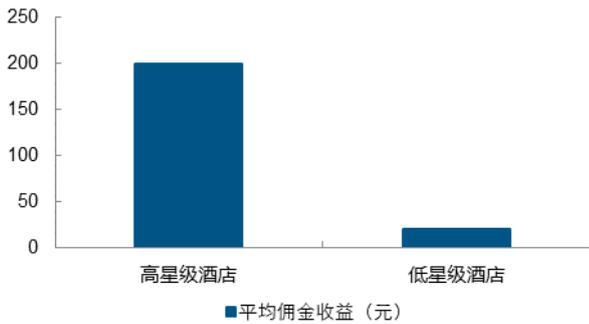
资料来源：QuestMobile，Trustdata，易观智库，长江证券研究所

美团点评招股说明书显示，2017年酒店预订平台预订国内酒店间夜量共计2.05亿，较2016年增长56%。公司已与中国约339,200家酒店保持合作关系。同时公司还提供线上国内景点及短途旅游套票预定服务。此外，截至2017年底，美团点评覆盖全国约330个城市及约16,500个景点。2017年售出9,700万张国内景点门票。我们认为，美团旅行和携程的差异主要体现在几个方面：

- (1) 产品差异：美团专注旅行市场的“小而美”业务。携程的商旅用户最多，同时也针对不同用户的需求而推出不同种类的酒店，覆盖海内外、高低档、各特色

主题的产品。美团点评以团购起家，以国内酒店市场为主，提供全日房和钟点房，深耕垂直领域。根据新旅界数据，高星酒店的佣金约为 20%，酒店预订平台每单可平均赚取 100-200 元的佣金费，且用户黏性高。在此背景下，美团也向高星市场发力。2017 年美团拿下了超过 15,000 家高星酒店，包括洲际酒店集团、香格里拉酒店集团等 130 余家国际酒店集团旗下住宿产品。

图 69：高星级酒店的平均佣金收益远高于低星级



资料来源：新旅界，长江证券研究所

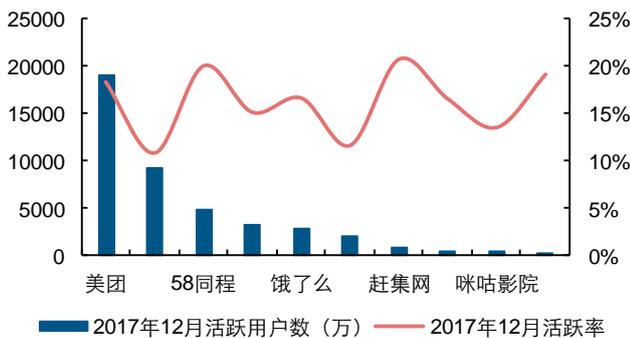
图 70：携程旅行上线凯悦旗舰店



资料来源：携程 APP，长江证券研究所

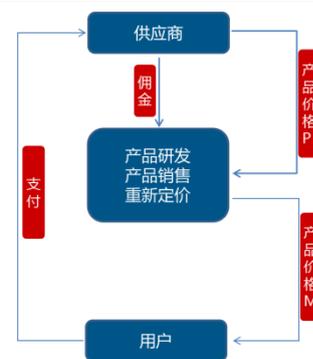
(2) **模式差异：美团旅行的底气来自其平台模式。**美团点评作为目前最大的 O2O 生活服务类平台，其覆盖的业务种类丰富，除酒店以外，还包括餐饮、交通票务、共享单车等；此外，平台模式下的美团点评不仅仅是作为预订商而存在，同时也是信息提供商。丰富的业务种类和信息提供功能为美团带来巨大的流量，这些积累的流量可以反哺酒店业务。招股书数据显示，2017 年美团酒店预订业务 80% 的新增用户来源于即时配送及到店餐饮交易用户。

图 71：2017 年 12 月各 APP 活跃用户数（万）和活跃度



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

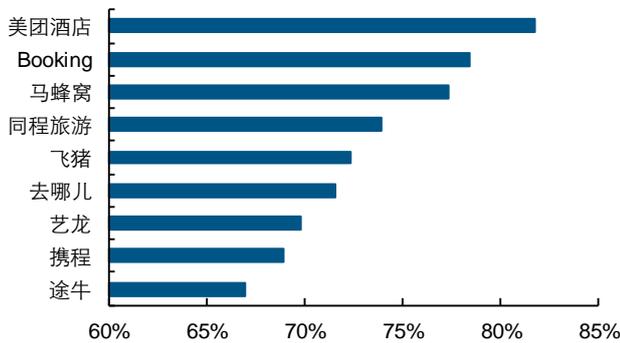
图 72：携程的佣金模式



资料来源：长江证券研究所

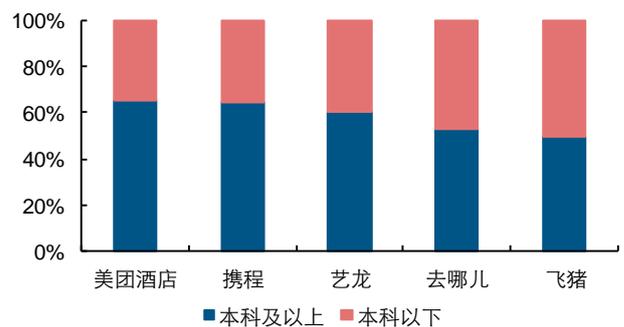
(3) **用户差异：美团用户年轻化特征明显。**美团点评的本地化场景消费使其与其他平台产品相比具备差异化，达到了增强用户粘性的效果。美团酒店的 80 及 90 后用户占比最大，达到 81.8%；而携程为 68.9%，低于美团点评。然而这部分年轻群体也是美团酒店未来的坚实用户基础。但是较为年轻的群体支付能力有限，这是导致美团在高星领域与携程存在差距的原因之一。此外，由于更丰富的服务内容，美团的用户粘性更强。

图 73：美团酒店 80 后用户占比超 80%



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

图 74：美团酒店本科及以上学历用户占比超 65%



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

但是，美团旅行仍然存在明显的问题，制约实现大规模的盈利。

一是业务壁垒不高导致佣金率提升困难，OTA 本质上是交易撮合的平台，既然美团可以轻易介入，其他握有用户流量或者酒店资源的竞争者也能快速切入，在这样的“供”大于“求”的不稳定格局下佣金率提升实际上存在困难；

二是客单价低、消费频次低、衍生需求少，虽然庞大的年轻用户群体为美团旅行带来了新鲜的血液和更高的用户粘性，但他们消费能力十分有限、且住宿之外的消费需求匮乏，不足以支撑美团旅行的跨层次、大规模扩张；

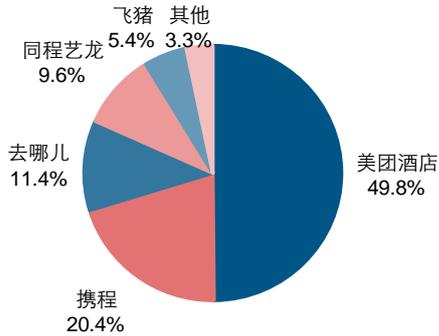
三是用户流失风险，虽然当前美团旅行拥有可观的年轻用户群体，未来可以期待这部分群体走入社会后实现消费升级，但不能否认存在用户流失的风险，例如早期的人人网用户以大学生为主，但学生们步入社会后，往往会转向微博等社会社交平台，用户留存率低于预期。

规模优势及用户流量帮助酒旅业务快速发展

优势一：商家及订单规模领先

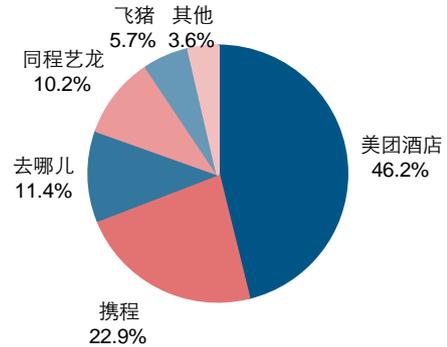
美团于 2013 年推出酒店预订平台。截至 2017 年 12 月 31 日，已与中国约 339,200 家酒店保持合作关系。2017 年，在公司平台上预订的国内酒店间夜量共计约 2.05 亿，较 2016 年增长 56%，并创下单日国内酒店预订间夜量 157 万的记录。目前美团旅行住宿业务已经整体实现了盈利，其中高星酒店贡献高的间夜收入，而中低端酒店依然是规模取胜。第三方移动互联网大数据监测平台 Trustdata 数据显示，2018Q2 美团酒店订单量占比进一步提升至 49.8%，达到 6790 万；间夜量占比 46.2%，达到 7290 万，超过携程系之和。

图 75：2018Q2 在线酒店平台累计预订量占比



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

图 76：2018Q2 在线酒店平台累计预订间夜比



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

新玩家参与角逐，市场格局分晓未知。在线酒店预订业务从最初的在线代理分销渠道为主，变为 OTA、酒店自有、UCG 社区电商、生活服务平台、共享住宿等各方纷纷介入，欲分一杯羹。新玩家中以美团点评和飞猪作为典型的代表。背靠阿里的飞猪和团购起家的美团点评在短时间内快速抢占了市场份额，挑战包括携程在内的原有竞争者。

图 77：在线酒店预订参与各方



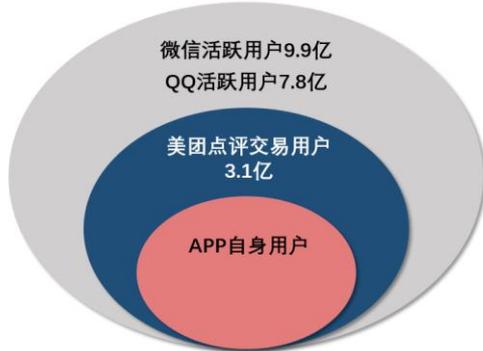
资料来源：Trustdata，长江证券研究所

优势二：高频业务提供用户入口

首先，多元入口拓宽了用户的来源渠道。美团外卖、大众点评及摩拜单车应用被嵌入到腾讯的微信及 QQ 移动应用中，2017 年底微信及 WeChat 拥有 9.89 亿月活跃用户，而 QQ 拥有 7.83 亿月活跃用户。这一战略使得美团能够利用微信及 QQ 庞大且高频的用户群扩大用户覆盖。除了外界导流外，美团内部的几大 APP 之间也能有效互相引流，例如 2017 年酒店预订业务 80% 的新增用户来源于实时配送及到店餐饮交易用户。未来如果开展新业务，低成本获取用户难度不大。

其次，以刚需高频打非刚需低频业务，用户转化成功率较高。餐饮及外卖业务是刚需高频消费，美团点评在牢牢占据了需求制高点后，成功以独立 APP 的形式留存于用户的手机中。再此基础上再去拓展打车、酒店等低频业务可以省下一大笔营销推广费用，显得驾轻就熟。

图 78：美团点评强大的“流量生态”帮助 APP 导流



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

图 79：美团点评把握刚需高频消费场景并向其他业务拓展



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，长江证券研究所

最后，美团在多年的市场竞争中练就了强大的低毛利率地推能力，新业务拓展无往不利。从团购业务千团大战到外卖业务三足鼎立，美团在和竞争对手的直接对抗中推广团队相当成熟，多项业务实现了转亏为盈。如果美团能够成功上市，在资本助力下有望提高新业务的拓展能力。

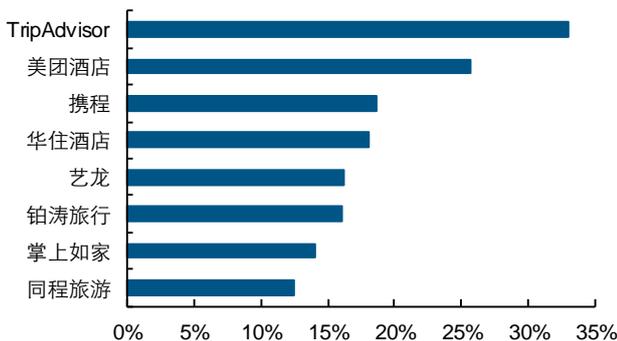
前景展望：蓝图浮现，战略实现非一蹴而就

在 OTA 的盈利模式中，提高客单价、降低获客成本是关键。

收入端：主要因素为预定量、客单价和佣金率。其中预订量由搜索量、转化率和取销量决定，美团体系强大的导流功能可以有效提高搜索量，其他附带高频业务可以提高转化率，因此目前来看预定量增长较为确定。而根据公司的高星级酒店战略，未来提升客单价、提高佣金率有望实现，但核心优势不明显；

成本端：主要因素为获客成本及其他成本费用。美团点评自带用户流量将显著降低获客成本，此外技术平台和推广开销通用，可以降低成本费用。

图 80：美团酒店用户粘性在同类产品中处于领先地位

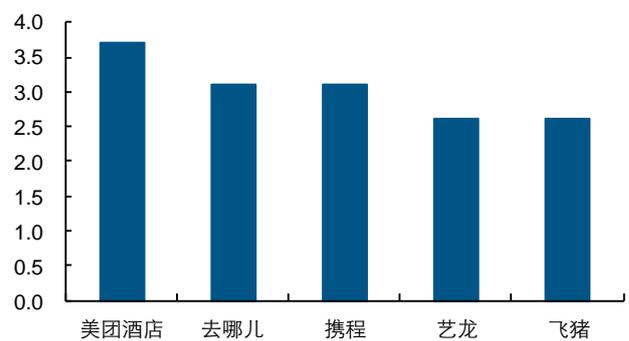


资料来源：Trustdata，长江证券研究所

用户粘性=月均 DAU/MAU

美团旅行对旅行业务分成三个阶段：第一阶段中国人在中国的消费、第二阶段中国人在海外的消费、第三阶段全球人在全球的消费。美团旅行目前还处于第一阶段的中期和第二阶段的开始，刚刚迈出了服务中国人到全球这样一步。过去的四年当中美团旅行最主

图 81：美团酒店用户日均应用打开次数领先其他同类产品



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

要的核心工作，就是首先满足中国人在中国的出行酒店等各个环节的消费需求，2017年开展了线上的海外业务，并且在全球完成对超过一百万个技术信息的搭建。

当前，美团旅行正在落实“单点突破、横向扩张”的发展战略。其中“单点”是以酒店预订业务为切入点，从中低端向高端发展；“横向”是指业务升维扩张，向机票、度假产品、景区门票延伸，与携程全方位竞争。

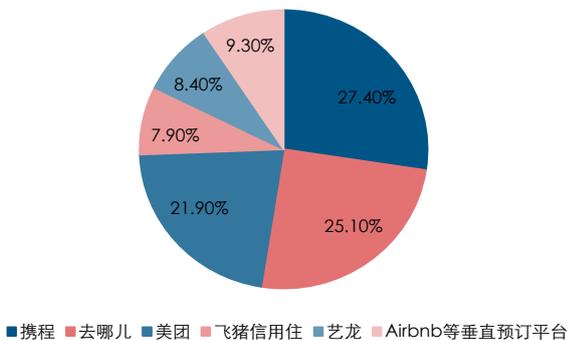
图 82：美团旅行践行“单点突破、横向扩张”的战略



资料来源：GPLP，长江证券研究所

此外，美团借助榛果民宿切入民宿产业，旨在强化酒店领域的优势，打造差异化竞争力。品质化和个性化是未来住宿的重要趋势，而满足用户多样化的需求则是平台推出新业务的初衷。美团点评酒旅业务在未来也将围绕整个旅游场景来为用户提供更为丰富的旅游体验。榛果民宿 App 于 2017 年 4 月 12 日正式上线，目前覆盖上海、北京、成都、广州、杭州、深圳、重庆、苏州等 43 个一二线城市及热门旅游城市。

图 84：美团旅行的民宿预订市场份额具备一定优势



资料来源：易观智库，长江证券研究所

图 83：2017 年美团旅行大事记



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

图 85：榛果民宿产品展示



资料来源：榛果民宿官网，长江证券研究所

新业务：多点布局形成业务闭环

作为出行业务的后起之秀，我们认为美团并非完全无机会：**首先在网约车市场，一方面滴滴等玩家并没有建立起不可撼动的护城河，另一方面是美团点评在场景延伸方面具备天然优势，依靠资金优势和流量优势逐城击破有可能实现逆袭。其次在共享单车市场，摩拜已经成为行业龙头企业，重资产行业再出现有竞争力的新玩家概率已经不大。**

互联网出行市场蛋糕巨大，运营能力是关键

网约车格局未定，共享单车盈利模式待探索

2010 年以来，易到、滴滴、快的等网约车软件如雨后春笋般迅速涌现，使得国人出行进入互联网时代。2015 年以来，共享单车市场开始萌发，包括 ofo、摩拜、小蓝单车等一系列玩家纷纷涌入。随着滴滴整合快的和 Uber 中国区业务、ofo 及摩拜从一众共享单车软件中脱颖而出，互联网出行行业进入一个相对稳定的时期。**2010 年网约车易到上线，随后网约车迎来了一轮爆发式的扩张和洗牌，如今形成滴滴打车各项业务全面覆盖，独领风骚；细分领域存在小规模竞争的市场格局。**

图 86：网约车发展历程



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 87：网约车细分类别竞争



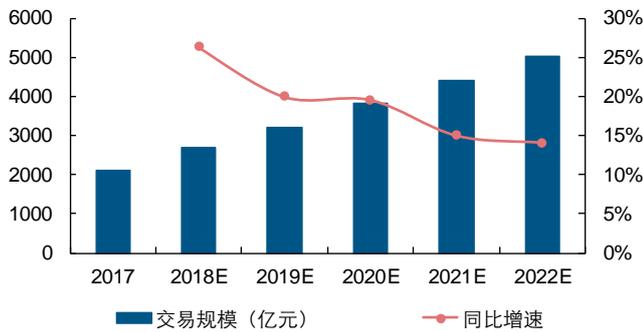
资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

国内互联网出行市场规模持续扩大。2015 年，中国互联网出行市场规模达 681 亿元人民币，已进入高速发展阶段；预计 2018 年，市场交易规模将增至 2678 亿元，而后恢复平稳增长，2022 年达 5036 亿元人民币²。

未来网约车将逐步向低线城市渗透。网约车行业的整体城市渗透率接近七成。其中，一线城市仍是最大的市场，渗透率达到 83.90%；二线城市渗透率也较高，为 77.40%；三、四、五线城市的渗透率相差不多，在 56% 左右。

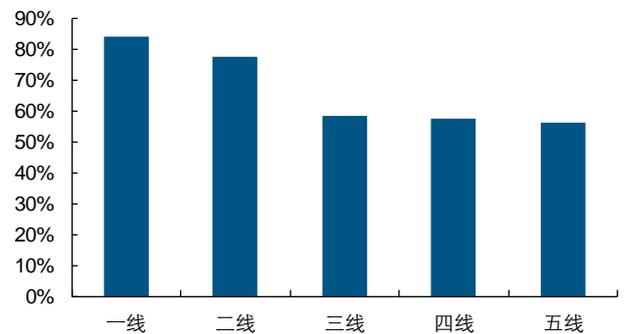
² <http://www.askci.com/news/chanye/20180403/111818120937.shtml>

图 88: 中国网约车交易规模预测



资料来源: 中商产业研究院, 长江证券研究所

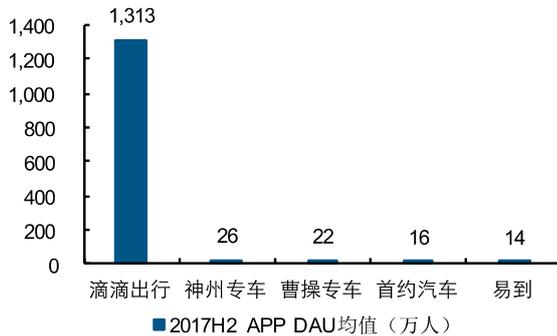
图 89: 各级城市网约车渗透率



资料来源: 前瞻经济学人, 长江证券研究所

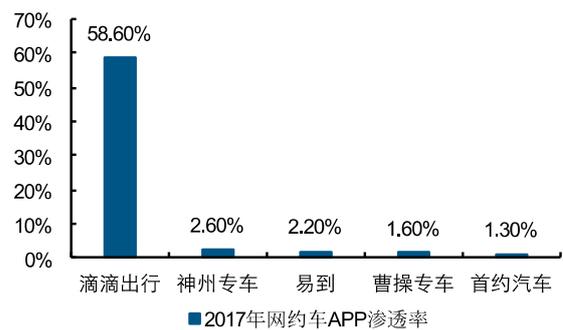
滴滴之所以占据行业主导地位，主要源于其成功的市场策略以及全平台的出行解决方案。由于滴滴起步较早，在网约车行业积累了一定的用户口碑。此后凭借丰富且高效的地推及营销手段，使其在众多竞争者中脱颖而出。处于领先地位的滴滴一方面丰富自己的平台业务模式，开展专车、快车、顺风车、巴士等全平台的出行业务，同时以资本手段收购整合竞争对手，最终实现了一家独大的优势地位。

图 90: 2017H2 主流网约车 APP DAU 均值



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

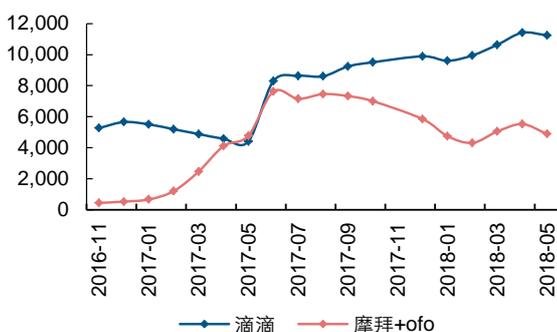
图 91: 2017 年主流网约车 APP 渗透率



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

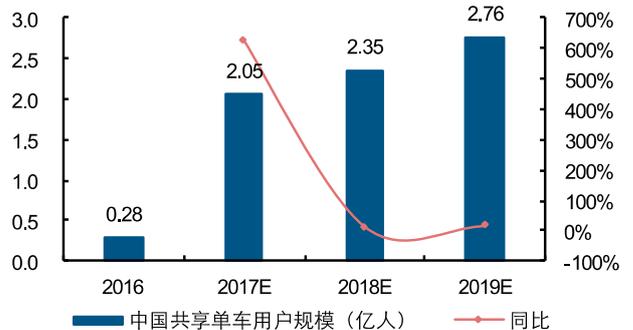
共享单车于 2015 年萌芽，至 2016 年下半年才广泛进入人们视野，并在资本的助推下，在仅仅一年半的时间内以前所未有的速度经历了行业的爆发和洗牌。在 2017 年年中之时，两大巨头 ofo 和摩拜的 MAU 之和甚至与滴滴不相上下，用户规模预期未来也将保持稳定的增长。

图 92: 两大共享单车龙头与滴滴 MAU 数值 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

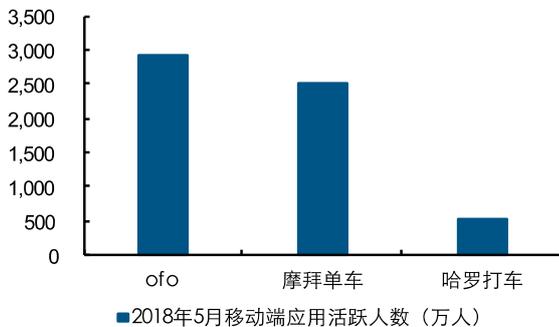
图 93: 2017 年共享单车用户规模约达 2.05 亿人次



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

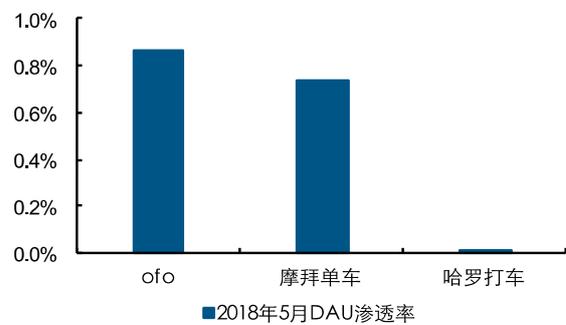
共享单车发展的最大特点就是**马太效应迅速显现**。由于行业重资产特征明显，无法快速占据市场的竞争者在长时间的亏损下不得不黯然离场。如今已基本奠定了 ofo 和摩拜平分秋色的局面，但这两大龙头的角力还在继续。

图 94：2018 年 5 月三大主要共享单车 APP MAU



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

图 95：2018 年 5 月三大主要共享单车 APP DAU 渗透率



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

美团 VS 滴滴&ofo：打车异地扩张存疑，共享单车待验证

网约车行业滴滴一家独大，美团打车以后来者的姿态切入竞争。滴滴目前一家独大，无论是在业务种类、城市布局还是用户规模等方面目前均具备明显的优势。而美团打车采取高补贴低毛利、逐城击破的策略，目前已进入南京和上海，但未来的异地复制是否能成功仍存疑。

表 10：美团打车、滴滴出行对比

	美团打车	滴滴出行	调查时间
业务定位	多元业务一环	主营快车、专车	2018 年 7 月
IOS 乘客日下载量排名	8	39	2018 年 3 月
IOS 司机日下载量排名	93	161	2018 年 3 月
其他用户入口	美团、大众点评	微信、百度地图	2018 年 7 月
百度搜索指数	5,643	8,225	2018 上半年
最高日订单量	30 万+	2,000 万+	2018 年 7 月
覆盖城市	南京、上海	200 多个城市	2018 年 4 月

资料来源：Sensor Tower，百度指数，搜狐财经，长江证券研究所

我们认为，滴滴并没有绝对的壁垒。从根本上看，滴滴并不是一个生态化的网络协同型企业，而是靠规模经济型的海量资本塑造的独角兽。网约车的核心竞争要素就在于用户体验，而用户体验分为打车价格、等车时长和司机服务，对应到打车公司的竞争力就是资本、规模和管理：

- 资本：**能豪掷千金在一段时间内与滴滴再次开启烧钱模式竞争的企业并不多，美团如今有腾讯系的支持，再加上上市所获融资额，在个别重点城市里持续一段时间与滴滴争夺市场份额并非不可能。
- 规模：**规模越大，模型内才能有充足的供需进行匹配。对乘客而言，司机的运力规模足够大，才能降低等待时长，对司机而言，订单需求足够多，才能降低空载率，从而提升整体效率。并且整套智能系统的优化也有赖于庞大的数据体

系。规模因素是滴滴独占市场后形成的强大壁垒之一，要打破这一壁垒唯一的方式就是烧钱抢占司机和乘客资源，然而正如前文所言，目前有这样资本实力的企业并不多。

- (3) **管理**：匹配供需的模型是其一，在这个模型里，所有要素都是动态的，要达到高效匹配涉及极复杂的算法流程。公司对司机的管理、规则的制订是其二。近一两年来，滴滴一家独大之后确实也在管理上暴露出一些问题，激起消费者的不满。当然换成其他任何一家企业，做好这一点也绝非易事。

共享单车方面，摩拜、ofo 两强格局基本稳定。摩拜单车在用户份额、总下载量方面具备优势，而 ofo 善于营销，在用户活跃度、品牌知名度方面暂时领先。我们认为，共享单车重资产投入巨大、盈利模式相对单一，再有新玩家出现几率不大，如何合理调度共享单车的资源是首要问题。

表 11：摩拜单车、ofo 对比

	摩拜单车	ofo	调查时间
用户份额	52%	49%	2018Q1
总下载量	38,437 万次	33,175 万次	2017 年 12 月
活跃用户数	2,527 万人	2,938 万人	2018 年 5 月
品牌知名度	67.70%	73.40%	2017 年夏季
DAU 渗透率	0.74%	0.87%	2018 年 5 月
其他用户入口	美团、微信、百度、高德地图	支付宝、滴滴、高德地图	2018 年 7 月
全球覆盖城市	180+	250+	2018 年初

资料来源：艾媒咨询，Trustdata，凤凰资讯，百度指数，长江证券研究所

首先，这类重资产需要巨大资本，当前时点再从零开始打造成本过高。以摩拜单车为例，至 2018 年 4 月，摩拜在全球 200 个城市共有 620 万辆单车，假设中国市场单车数量占比 90% 约 550 万辆，以每辆单车 300 元的成本来计，其重资产规模已达到 16.5 亿元³。这一资产投入太过巨大，很难再有新玩家进入。

再者，如果小范围进军是否可行呢？我们认为同样并不现实。其一，当前共享单车的投放量已经趋于饱和；其二，不同于打车，骑共享单车的成本很低，用户对价格的敏感度并不高；其三，基于过去一两年的骑行体验，用户对品牌已经形成了一定粘性，此时哪怕以价格战的形式进入，恐怕也收效甚微。

相较于新进者，对摩拜和 ofo 最大的挑战在于，如何合理调度共享单车的资源。因为共享单车在早晚高峰时期存在明显的使用高峰期，而在其他时段基本能满足用车需求。如何在早晚高峰时期通过及时调配最大程度实现供需平衡是亟待解决的问题。未来摆在两大巨头面前的难题，是运营。

面向新零售开展全方位到家服务

配送服务升级，有助于提高对商家和用户的议价权、寻求新业务扩张：

³ <http://tech.163.com/18/0625/09/DL4T6DFQ00097U7R.html>

美团外卖已经开通代购服务、同城快递等，提高代购商品单价，提升配送费收入。美团跑腿是美团点评新推出的同城帮买帮送服务，于2017年3月正式上线，在美团或美团外卖App的跑腿代购中下单，指定物品1小时即可全城送达。针对即时配送的业务特点，美团点评研发了“O2O实时配送智能调度系统”，这个系统运用在同城配送上可以更智能化和精准化。

图 96：美团外卖提供跑腿及快递服务



资料来源：美团外卖 APP，长江证券研究所

图 97：小象生鲜具备配送团队先天优势



资料来源：公司官网，长江证券研究所

掌鱼生鲜升级为小象生鲜，依托配送团队，美团新零售开启复制之路。2017年7月，美团进军线下生鲜，在北京望京地区开出了第一家实体生鲜超市“掌鱼生鲜”。在此后将近一年的时间中，掌鱼生鲜门店数量都十分稳定地保持在望京独一家，并没有扩张的打算，也不涉及餐饮服务。2018年，掌鱼生鲜升级为小象生鲜，以“流行”和“美味”为主题，设计出的一系列冷藏、冷冻及半成品食品，为繁忙的都市消费者提供更加多元、便捷、优质的餐饮解决方案。

图 98：小象生鲜商标形象



资料来源：红商网，长江证券研究所

图 99：小象生鲜内部场景



资料来源：红商网，长江证券研究所

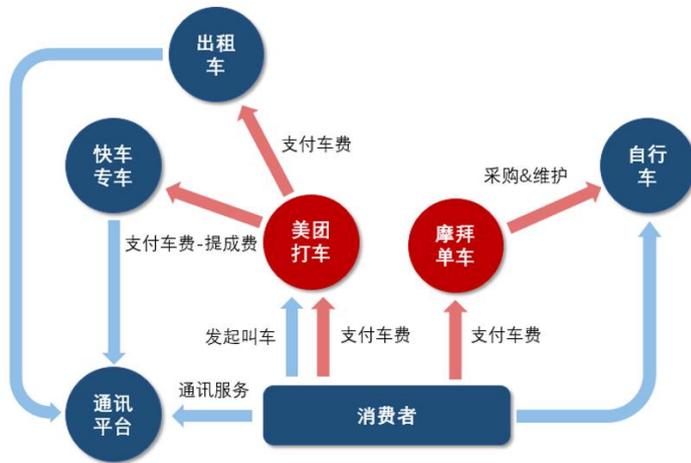
业务协同前景看好，势头迅猛挑战霸主地位

为什么是美团？对于美团来说，出行业务的盈利模式想象空间大，家→店、店→家、店→店，出行串联起各个消费场景，既可以为商家导流，也可以自商家引流。此外出行应用活跃用户数高、人均打开次数多，流量聚集，变现存在值得探索的新模式。消费场景天生内嵌刚需，出行背后的需求很大一部分是“吃、喝、玩、乐”，美团涉足出行，逻辑上相当顺畅。

公司于 2017 年推出试点网约车服务，2018 年 4 月收购摩拜切入共享单车领域。出行领域网约车的商业模式以佣金提成为主，共享单车则向消费者直接收取车费。

- (1) **美团打车**：目前提供出租车和快车两种服务，根据滴滴的运作模式，网约车平台对出租车不收取服务费（更多的是吸引客流的用途），而对注册快车收取提成，但条件相对滴滴优惠得多：在美团打车注册靠前的司机享有若干月免抽成的优惠，之后提点率预计在 10% 以下。美团点评将打车乘客支付的金额全额确认为收入，并向司机和其他供应商支付相应的成本。
- (2) **摩拜单车**：商业模糊则清晰得多，摩拜公司购置并维护其拥有的共享单车，用户每次使用均要支付一定费用。同时摩拜也在探索更多的商业模式，如广告、商户合作等等。

图 100：美团打车及摩拜单车商业模式



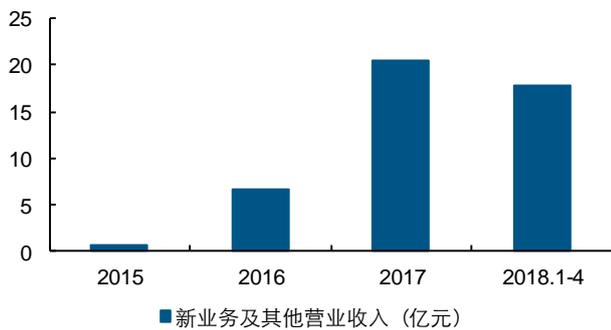
资料来源：长江证券研究所

2017 年新业务及其他业务板块毛利率下滑，推测主要是网约车毛利率偏低拖累。2018 年毛利率为负主要共享单车业务拖累。从盈利模式来看，网约车盈利模式明确，共享单车则仍在探索：

- (1) **网约车**：以佣金提成为主，轻资产模式盈利确定，但异地扩张难度仍在。2017 年公司网约车司机成本 2.93 亿元，假设对司机的抽成比例为 10%，估计网约车收入在 3-4 亿元左右。但异地复制仍然存在障碍，盈利规模提升还需时日。
- (2) **共享单车**：向消费者直接收取车费，重资产、多补贴盈利，前景待验证。摩拜财务数据显示，2017 年 12 月收入达 11 亿元，销售成本 5.65 亿，净利润亏损 6.81 亿元⁴。未来盈利模式有待探索。

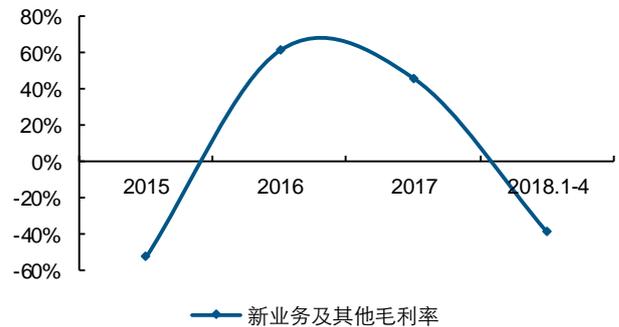
⁴ <http://baijiahao.baidu.com/s?id=1596744002905617685&wfr=spider&for=pc>

图 101: 美团点评新业务及其他业务营业收入



资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

图 102: 美团点评新业务及其他业务毛利率



资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

美团打车, 并非心血来潮。目前美团打车已登陆了南京、上海, 即将登陆北京、成都、杭州、福州、温州和厦门 6 个城市, 其他城市暂未开通业务。2018 年 3 月份, 美团打车高调杀入上海, 重新点燃补贴大战的烽烟, 并在短时间内取得了不错的成绩:

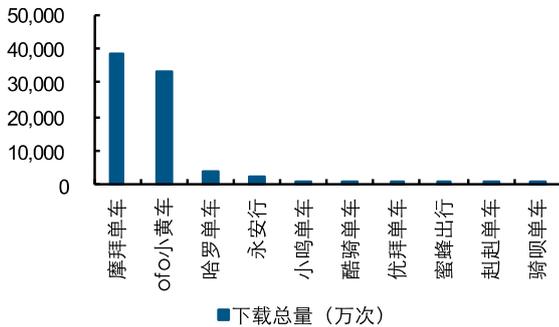
- (1) **在乘客端:** 美团每天对前 3 单各减免 14 元, 另外还有几元左右的减免券。在打车很便宜的情况下, 很多原本乘坐地铁、公交车、滴滴的上海市民, 转而成为了美团打车的用户。上线首日美团打车日订单量即突破 15 万单, 第二天则达到 25 万单, 第三天完成订单量突破 30 万单⁵。
- (2) **在司机端:** 美团打车对上海司机的抽成仅为 8%, 不仅远远低于滴滴方面的约 20%, 而且还会有许多额外的补贴。于是许多滴滴打车的司机选择加入美团打车的阵营。另外在补贴大战会持续很长一段时间的憧憬下, 不少外地司机也纷纷跑到上海加入美团打车。

但是打车补贴不仅烧钱多, 还有一系列政策风险, 所以目前美团打车的异地复制进度并没有很快。深谙低毛利推广之道的美团在烧钱抢市场方面可以说驾轻就熟, 本次谋求上市更大一部分原因也是急需资金支撑其“无边界”的扩张。打车业务是否能够形成气候, 仍待时间检验。

收购摩拜, 为美团带来了什么? 共享单车是美团尚未提供而属于大众、高频的服务种类, 此项收购将让美团可以用较低成本获取和留存用户, 并进一步补充美团向消费者提供的服务组合并扩大其触达消费者的方式。同时, 摩拜的广泛业务将进一步提高美团的品牌知名度、促进餐饮外卖及其他服务的交叉销售、增加美团的交易金额及收入:

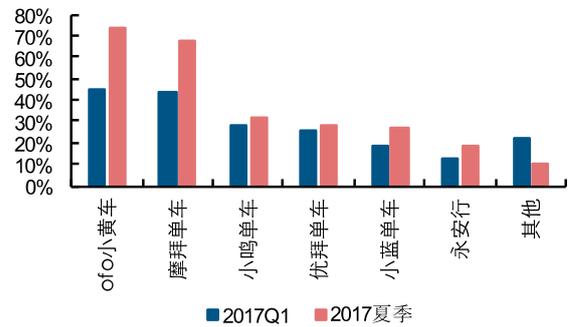
⁵ http://www.sohu.com/a/231086026_100151503

图 103: 至 2017 年底前十大共享单车下载总量



资料来源: 新浪看点, 长江证券研究所

图 104: 2017Q1 与 2017 夏季共享单车品牌用户知名度分布



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

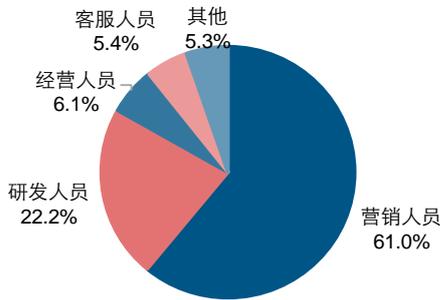
- 用户规模补充。**截至 2018 年 4 月 30 日,摩拜在全球 200 个城市拥有超过 2.32 亿注册用户。截至 2018 年 4 月 30 日四个月,摩拜的单车活跃用户达到 4810 万名,单车数量为 710 万辆。然而美团点评 2018 年 4 月月活为 2.9 亿,4 月份数据包含了摩拜去重后的用户数据,对比 2017 年 12 月月活 2.89 亿,表明目前来看摩拜对美团新增用户的补充能力有限。
- “最后一公里”出行服务。**美团深耕“到家”和“到店”两块服务板块,但在出行领域却长期缺失。整合摩拜后,美团在出行领域“最后一公里”的服务板块补齐,将更全面地满足用户需求。
- 提升流水和估值。**以滴滴或者 Uber 为参照物,美团如果从事出行业务将可以大幅提升估值,而且共享单车,已是中国创新的一张名片,摩拜单车国际化的布局让其有较高国际知名度,对提升估值有利。

前景展望: 具备竞争实力, 具体实现仍存差距

美团拥有了打车业务,最直接的作用就是垂直整合美团点评的消费场景。8 年多来,美团点评已经成功孵化出美团外卖、猫眼电影、美团旅行等多个独角兽。经过生活服务各个细分领域的锤炼,推出新业务对其来说并非难事。

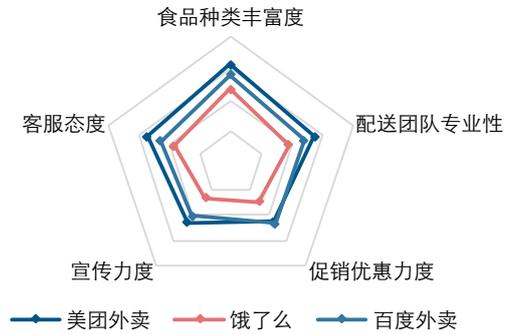
- 高效的地推:**美团和大众点评这两个经历千团大战的幸运儿已建立起高效的线下地推系统,相似的工作模式,相同的管理模式,都可以由美团打车任意复制。
- 优异的调度:**美团外卖也已具备智能调度系统,出餐等待时间、骑手空箱运行、餐客等待时间预期等等都是美团外卖已经通过技术解决的问题。相比之下,网约车的调度流程似乎简单不少。
- 信任机制:**面对行业可能出现的安全问题,美团点评也在各个城市建立起可靠的政府关系。如今,美团点评联合政府打造的天网、天眼系统正在运行。2017 年 6 月,美团外卖还联合中国烹饪协会、中华环境保护基金会与百家餐饮外卖品牌成立绿色外卖联盟,建立行业公约。美团打车在推进之前也需要梳理政府关系,而此前的业务基础无疑作用显著。

图 105: 美团点评营销人员占比超过 60%



资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

图 106: 美团外卖业务专业的调度及客服能力用户评分较高



资料来源: DCCI, 长江证券研究所

网约车这一行业, 等资本补贴的红利褪去, 最终还是落脚于企业的运营管理。美团存在的问题主要包括: (1) 用户需要烧钱争夺, 但目前资金已不足; (2) 与现有业务的关联不十分强烈, 用户导流不及预期; (3) 后续仍可能出现竞争者, 绝非一劳永逸。

而共享单车目前来看仍是利润拖累项。摩拜于 2018 年 4 月 4 日至 2018 年 4 月 30 日的录入收入为 1.28 亿元, 净亏损为 4.07 亿元。未来能否实现盈利仍待观察。

表 12: 摩拜单车 2018 年前 4 个月经营及财务数据

骑乘次数 (百万)	260
每次骑乘收入 (元)	0.56
总收入 (百万元)	147
单车及汽车折旧 (百万元)	-396
经营成本 (百万元)	-158
亏损 (百万元)	-407

资料来源: 美团点评招股说明书, 长江证券研究所

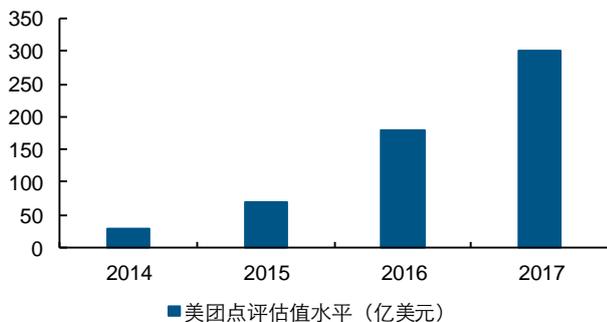
战略展望：做服务业平台型公司

估值水涨船高，切入新业务领域提升公司价值

美团先后获得红衫资本、阿里巴巴、腾讯等资本集团的多轮融资，融资规模不断扩大，估值亦是水涨船高。2016年9月，合并后的美团点评完成33亿美元的融资，本轮融资由腾讯、DST、挚信资本领投，其他参与的投资方包括国开开元、今日资本、Baillie Gifford、淡马锡、加拿大养老基金投资公司等，估值达180亿美元。而2017年10月，美团点评再次刷新融资记录获得40亿美元融资额，此次仍由腾讯领投，并引入了新的战略投资方The Priceline Group，估值相比之前提升67%达到300亿美元。

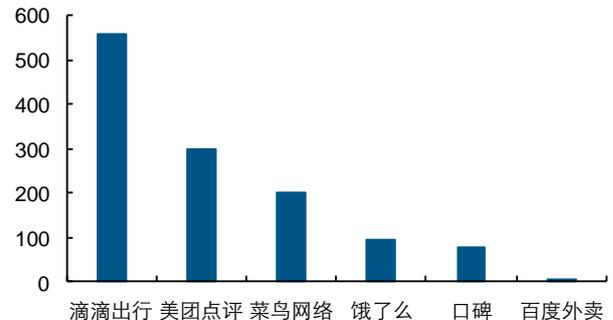
几大业务领域对标，出行领域估值最高。目前美团点评餐饮外卖、到店酒旅、新业务及其他业务的收入占比分别为62%、32%和6%。公司近年来切入OTA和出行领域，随着业务扩张估值有望提升。

图 107：美团点评估值水平水涨船高



资料来源：凤凰财经，长江证券研究所

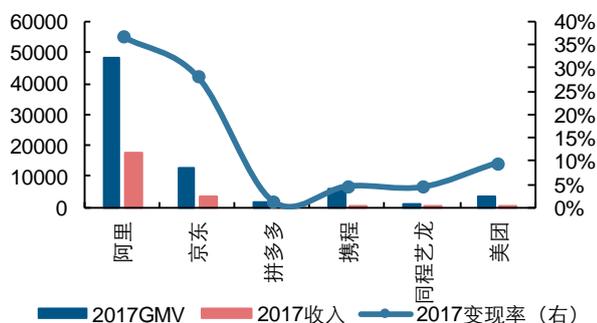
图 108：部分独角兽企业估值对比（单位：亿美元）



资料来源：科技部《2017年中国独角兽企业发展报告》，长江证券研究所

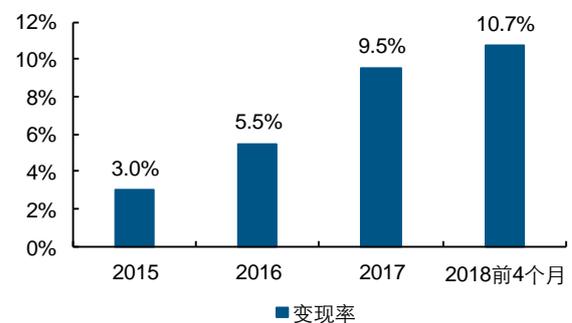
美团点评收入在相近行业中领先，但盈利能力还有提升空间。纵向比较看，美团点评2015至2017三年变现率分别为3.0%、5.5%和9.5%，2018年前4个月提高到10.7%。变现率提升的主要原因是切入变现率较高的新业务，如酒旅、快车等等；横向比较看，美团点评较OTA企业同程艺龙及携程变现率仍有差距。

图 109：各类互联网服务平台2017年经营数据及变现率对比



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 110：美团点评近年来变现率情况



资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

平台所提供的服务及平台的商家越多，则可供消费者的选择亦会增加；平台的消费者越多，则商家可进行的潜在交易亦会增加，从而形成互利的良性循环。可以肯定的是，现有的业务框架不是美团的终点，未来还会有更多生活服务相关新业务推出。而回顾美团在外卖领域的市场拓展可以看出，新业务会随着公司市场地位的提高逐渐从亏损走向盈利。而且随着既有业务的逐渐成熟，未来拓展新业务会更为容易，培育期也更短。

贴上服务业“亚马逊”标签，立志做“平台型”公司

平台型企业讲究“全”，功能型企业贵在“精”。平台型企业指在某一领域实现产品与服务的全品类覆盖，以流量和数据作为核心开发用户群，代表性企业有美团、天猫、小米；功能型企业则在某一细分领域深化运营，以专业度吸引和留存特定目标受众，代表性企业有饿了么、唯品会、oppo。平台型企业可以利用其信息流、物流、资金流广泛获客并降低交易成本，但也导致各品类缺乏精细化运营；功能型企业凭借专业优势具备较高用户粘性，但也因此使得受众覆盖度低。

表 13：平台型企业和功能型企业对比

	平台型企业	功能型企业
定义	在某一领域实现全品类的产品和服务覆盖	在某一行业或市场深化运营，加强专业度和产品细分
盈利模式	逐步开发产品品类，搭建生态圈，从而基于信息流、物流、资金流开发多重业务实现盈利	选定特定消费群体，深耕供应链，通过独特的产品和服务吸引并留住目标受众
核心	流量和数据	产品专业度和用户粘性
优势	拥有广泛流量和用户信息；各品类之间可相互导流，降低获客成本；销售渠道广泛，交易成本较低	用户群体集中，粘性较强；在某一细分领域具有一定技术壁垒；对细分消费者的需求变化能做出迅速反应
劣势	各子品类缺乏精细化运营，壁垒较低	品牌定位狭窄，受众覆盖度有限
典型企业	美团：贯穿吃、住、行、游各消费环节	饿了么：深耕外卖市场
	天猫：服饰、食品、家具、电器等全产品售卖	唯品会：聚焦中高端产品服饰的特卖
	小米：从手机起家，产品范围拓广至移动电源、电视等广泛电子产品	oppo：清晰定位于年轻消费群体，专注实用性强

资料来源：美团点评招股说明书，长江证券研究所

美团思考的是如何在各个垂直行业都在做更深层次连接。这是一个几万亿的市场，美团希望成为其中最大的公司，因此始终保持着扩张的姿态。美团在研发上它是在向亚马逊看齐，试图在服务业再造一个亚马逊。2015 年到 2017 年美团在研发上的开支分别为 12 亿元、24 亿元和 36 亿元，增速都在五成以上。2017 年在总营收中的投入占比为 10.6%。不仅给钱还给人，在人员配备上，美团截至今年 4 月底的总员工数是 46662 人，其中研发人员为 10343 人，占比 22.2%，超过了五分之一。

表 14：美团点评与亚马逊对比

	亚马逊	美团点评	调查时间
当前业务	网上商城、实体店、第三方服务、用户订阅、云计算等	团购、外卖、酒旅、共享出行、新零售、金融等	2018 年 8 月
GMV	1960 亿美元	3570 亿人民币	2017 年
营业收入	1779 亿美元	339 亿人民币	2017 年
净利润	30 亿美元	-29 亿人民币（经调整）	2017 年
研发费用率	12.7%	10.6%	2017 年
用户数	1.2 亿（Prime 会员）	3.1 亿（交易用户）	2017 年
商品订单数	超 50 亿件	超 58 亿笔	2017 年
估值	9200 亿美元	-	2018 年 8 月

资料来源：亚马逊年报，美团点评招股说明书，长江证券研究所

但是在一级市场估值走高、公司业务快速扩张的背景下，美团点评的长远发展尚存在一定的不确定性，需要在后续的发展中持续验证：

一是新业务扩张快速，短期拖累公司业绩。虽然公司具备拓展新业务的能力和资源，但同一时间在多个业务领域多线作战对公司运作能力、资金实力要求高，整体短期内较难实现明显盈利。

二是业务模式偏重营销，运营资金紧张。公司所处的多项业务前期均需要大量补贴优惠拓展市场，对公司的现金储备提出较高的要求，业务拓展不力有资金链断裂风险。

三是业务缺乏核心技术竞争壁垒，竞争压力显著。公司的核心竞争优势在于业务平台和用户、商家资源等，行业属性决定了公司难以建立强大的技术壁垒，利润率较高则会引来竞争者涌入。

综上，我们认为美团点评外卖短期盈利可期，新业务旅行、出行等具备盈利特征，是否能占据优势地位依赖后续运营。未来看点主要集中在三方面：一是核心外卖业务能否快速实现盈利？二是新业务是否能取得优势？三是 B 端商家二次开发能创造多大利润空间？

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。