

实现 B 端、C 端生态全闭环是美团长远的战略

本地生活消费者高度复用，高频带低频建立 C 端闭环；广泛布局餐饮 B 端业务，形成全覆盖闭环。

美团以“吃”为核心打造本地生活领域超级 APP。美团的生态闭环有两个维度：用户端和商家端。C 端最大的特色是消费者复用。用户端围绕到家、到店、出行、酒旅等完整的本地生活需求，打造本地生活服务闭环，通过高频带低频等交叉销售方式实现了消费者高度复用；B 端围绕商家的获客营销、配送、金融支付、供应链管理、蓝领招聘等需求，并帮助商家进行数字化改造。未来美团将分别在 C 端和 B 端在本地生活领域都形成完整的闭环。

关于外卖几个核心问题的探讨

（1）外卖有没有竞争壁垒？ 外卖市场已经步入第三个发展阶段，进入用户、商家、平台三方依赖阶段，用户数和商户数互相依赖，商户越多，用户越多，用户越多，商户越多。但二者对平台的依赖性也越来越强。简单通过补贴等手段已经很难有效拉拢客户，尤其是在外卖渗透率已经较高的情况下，头部外卖平台竞争优势更为稳固。

（2）外卖有没有进入者门槛？会不会存在有第三方配送平台做大外卖的可能性？ 我们认为看外卖有没有存在潜在的第三方崛起可能，首先判断“潜在竞争对手”是否具备两个条件：①是否全产业链上下游能形成完整的闭环。②是否最大程度上实现了资源配置效率最优。单纯的第三方外卖具备参与外卖产业链的能力，但是并不直接具备外卖用户和商家。更不具备整合产业链、完成生态闭环的能力。美团等外卖平台，当前拥有最好的同城配送能力，已经实现了在同城即时配送上资源配置效率的最优。外卖市场在可预见的若干年内都将只有美团和饿了么两个主要玩家。

（3）外卖有没有规模效应？ 我们认为外卖市场具备规模效应，简单可以分为骑手配送的规模效应和平台规模效应。在骑手配送的规模效应方面：订单量的提升，让骑手在单位时间内配送更多订单，产生更多价值。骑手配送效率提升是一个正向循环效应，存在规模效应，不断创造更多商业价值。

平台规模效应：平台规模效应主要体现在对用户和商家两方面。——平台规模越大，单用户价值越大。对于单个用户来说，更大的规模意味着：1) 更丰富、准确的用户评价信息，节约试错成本；2) 平摊下来的每单配送成本更低。对商家来说，更大的规模意味着：1) 获得更多的订单和用户增长；2) 更多消费者的信息反馈。

美团点评-W (03690. HK)

维持

买入

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

刘凯

liukaizgs@csc.com.cn

18611509840

执业证书编号：S1440518100003

孙晓磊 sunxiaolei@csc.com.cn

021-68821600-861

执业证书编号：S1440519080005

目标价（6 个月）：128 港币

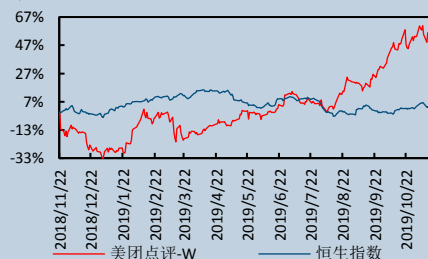
发布日期：2019 年 11 月 23 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.57/-0.04	41.53/39.17	61.04/57.74
12 月最高/最低价（港元）		100.0/40.25
总股本（万股）		580,440.25
流通 H 股（万股）		580,440.25
总市值（亿港元）		5,647.68
流通市值（亿港元）		5,647.68
近 3 月日均成交量（万）		2,300.0
主要股东		
Huai River Investment Limited		12.37%

股价表现



（4）外卖天花板在哪？我们分别从宏观角度和微观角度拆解。

宏观角度来看，外卖存在两种替代效应，一种是对到店就餐的替代，一种是对家庭烹饪的替代。我们从人均食品支出入手，分别算出到店就餐的替代效应和家庭烹饪的替代效应。预计到 2023 年，外卖 GTV 约能达 1.5 万亿。微观角度来看，外卖 GTV=外卖用户数*人均外卖订单量*客单价。我们分别对外卖用户天花板、客单价天花板进行了分析，最后预计外卖行业 6-7 年的中期天花板约为 1.82 万亿。

外卖业务：“百团大战”后，美团外卖后发先至，率先筑起三边平衡的“防火墙”。美团外卖盈利增长来自变现率的提升、毛利率的提升以及补贴力度的缩减，预计 2023 年外卖营收达 1759 亿元，净利润规模有望达 300 亿。

美团外卖依靠“百团大战”时期积累下来的商户规模迅速拉动用户增长，后发先至，成为外卖市场龙头；强大数据处理计算使美团拥有配送能力的巨大优势；用户端内生流量强大，用户复用程度高。三边优势形成正循环，铸成牢固护城河。美团外卖盈利增长来自变现率的提升、毛利率的提升以及补贴力度的缩减，预计 2023 年外卖营收达 1759 亿元。

到店业务靠规模形成精准信息服务的核心竞争力；酒旅业务复制本地服务优势后来居上。预测 2023 年营收达 523 亿元。

到店业务竞争力在信息的丰富度及准确性上。依靠庞大的用户、商户规模形成的庞大数据库，美团提供的高精度的信息服务为消费者节约试错成本、为商家提供定制化营销，在本地生活到店领域形成绝对优势，使用率、认知度上均为第一且明显高于竞争者。2）酒旅业务核心布局类似到店服务的酒店预订业务，下手本地即时入住，利用原有本地生活优势高效导流，间夜量赶超携程。预计变现率会随着高星酒店的合作入驻以及广告营销收入占比的增加而上升，预计 2023 年到店、酒旅业务营收达到 523 亿元。

本地出行的搭建使美团完成了到家、出行、到店的本地生活完整闭环；非餐到家解放空闲运力，提升订单密度降低每单配送成本。

1）美团布局聚合模式网约车平台，转型轻资产模式，培养用户出行心智；同时收购摩拜改为“美团单车”。入局出行使美团完成本地生活闭环的最后一步，至此消费者到家需求以及出门到店、出行需求均可以在美团 APP 上一站完成。2）非餐到家提升运力的利用效率，在单次配送成本难以降低的情况下，通过提升顺路单的订单密度和低峰时段的配送需求来降低每单配送的成本，进一步放大规模效应并实现结构成本优化。

B 端业务覆盖餐饮商户经营解决餐饮运营痛点，提供一站式服务。

中国餐饮以中小商户为主，租金高、运营效率低、原材料成本高为痛点。美团利用地推团队经验以及核心餐饮业务的数据优势精准解读商家痛点和需求，布局 SaaS 餐厅管理系统、快驴进货、美团金融、馒头招聘等形成 B 端业务闭环，全方位解决商家运营难题，深度渗透餐饮产业链提供一站式增值服务，让规模效应延续。

盈利预测与估值：

随着变现率的提升、市场份额提升和新业务收入的好转，我们预测美团未来收入将在 2020 年突破千亿规模，并在 2024 年达到 3065 亿元。未来随着补贴力度降低、美团品牌力和认知度提升以及配送效率的提升，我们预计盈利的效率会提高，费用率下降，EBIT 从负转正并稳步上升，2024 年达到 223 亿人民币，EBIT 率达到 7.3%。我们预测 2019-2021 年经调整亏损/盈利为 0.15/69.72/140.50 亿元人民币。维持“买入”评级，对应公司市值 7395 亿港元，目标价为 128 港币。

风险分析：

外卖行业增速低于预期；外卖变现率提升低于预期；新业务亏损加大；到店酒旅业务营收增速放缓；行业竞争加剧等；

目录

一、本地生活领域的“王者”——实现 B 端、C 端全闭环是美团长远的战略	1
1.1 美团定位：以“吃”为核心打造本地生活领域的“王者”	1
1.2 发展逻辑：本地生活领域消费者高度复用，高频带低频建立 C 端闭环；广泛布局 B 端业务形成商 户端运营全覆盖闭环	2
1.3 关于外卖领域几个核心问题的探讨：	4
1.3.1 外卖市场有没有竞争壁垒：外卖市场进入用户、商家、平台三方相互依赖阶段，美团庞大 规模形成正循环	4
1.3.2 外卖行业有没有进入者门槛？会不会存在有第三方配送平台做大外卖的可能性？	5
1.3.3 外卖有没有规模效应？	6
二、业务分析&盈利预测	7
2.1 餐饮外卖业务：美团外卖抓住优势率先稳固三边平衡	7
2.1.1 发展历程：美团后来居上，下沉市场构筑壁垒	7
2.1.2 未来增长机遇：拓展外卖市场，增加品类提高频次	18
2.1.3 外卖市场天花板预测：宏观角度（自上而下）和微观角度（自下而上）	21
2.1.4 美团外卖盈利预测：美团外卖市占率、变现率提升，盈利结构优化	27
2.2 非餐到家：非餐到家是餐饮到家的有效补充	29
2.2.1 业务概览	29
2.2.2 小象生鲜：实验属性的新零售实体店	31
2.2.3 美团买菜：从蔬菜业务寻找生鲜市场新入口	33
2.2.4 美团闪购：三十分钟到家的生活卖场	36
2.2.5 美团跑腿：个性化定制的同城速递	38
2.2.6 展望&预测	42
2.3 到店业务：规模优势明显	46
2.3.1 现状：规模、认知度为行业龙头	46
2.4 酒店及旅游业务：延续生态信息服务规模优势	50
2.4.1 业务概况：间夜量赶超携程，避开正面交锋弯道超车	50
2.5 本地出行业务：消费闭环战略的最后一步	52
2.5.2 美团打车：聚合模式小跑快走负担轻	54
2.5.3 美团单车：退出价格混战，优化运营模式	56
2.6 To B 业务：覆盖餐饮商户经营，远景是 2C 到 2B 的全闭环	59
2.6.1 餐饮行业现状	60
2.6.2 餐饮 SaaS——美团 to B 业务的“大脑”，把控商户运营战略意义明显	63
2.6.3 快驴进货——补齐美团 to B 业务闭环，深耕上游建立标准化供应链	67
2.6.4 美团金融：餐饮商家小贷——为 B 端持续赋能	70
2.6.5 馒头招聘——美团 to B 业务添砖加瓦，筑高护城墙	72
三、估值	80

图表目录

图表 1: 美团业务发展	1
图表 2: 2C 端本地生活服务闭环	3
图表 3: 2B 业务食材供应、餐饮运营和销售全闭环	3
图表 4: 美团业务发展	3
图表 5: 平台、商家、用户三边动态平衡	4
图表 6: 中国在线外卖行业发展历程	7
图表 7: 2014 年-2019Q2 外卖市场竞争格局	7
图表 8: 2019 年 7-8 月下沉市场用户首选使用的外卖平台	8
图表 9: 2019 年 6 月美团外卖商家与饿了么商家城市等级重合度分析	8
图表 10: 2019 年 6 月下沉市场外卖商家 MAU (万)	8
图表 11: 2018 年餐饮行业各市场成本结构	9
图表 12: 下沉市场商家额外服务需求	10
图表 13: 下沉市场外卖平台商家分项维度重要性 (1 分代表一点都不重要, 5 分代表非常重要)	10
图表 14: 2019 下沉市场商家版分项维度评价	10
图表 15: 以天天平价为例的 CRM 系统对地推团队的作用流程图	11
图表 16: 美团外卖订单流量入口	11
图表 17: 2018 年 Q3 中国在线外卖平台入口分布	12
图表 18: 美团会员、饿了么会员规则对比	12
图表 19: 美团、饿了么联合会员	13
图表 20: 美团大会员可能性展望	13
图表 21: 在线餐饮外卖用户平台选择偏好	14
图表 22: 主流即时配送平台	14
图表 23: 同城即时配送模式	15
图表 24: 2018 年美团外卖不同类型骑手收入对比	15
图表 25: 2018 年众包骑手中不同类型骑手收入	15
图表 26: 2019 年即时物流配送模式分析	16
图表 27: 美团——以运力为基础的本地生活服务业态	16
图表 28: 美团配送 AI 构建智慧物流	17
图表 29: 2019 年 4 月-6 月外卖骑手日均服务用户数 (位)	17
图表 30: 2019 上半年外卖用户及全网用户城市等级分布	18
图表 31: 2018 年到店用户及全国网民城市等级分布	18
图表 32: 2018 年全国 31 个省及直辖市居民人均可支配收入 (元)	19
图表 33: 下沉市场用户外卖驱动因素	19
图表 34: 2016-2018 年“懒”人群整体用户规模	20
图表 35: 同城 B2C 即时配送细分品类订单份额	20
图表 36: 2019 年上半年分时段用户行为分布	20
图表 37: 2019 年 Q2 外卖使用场景分布	20
图表 38: 网络外卖用户使用原因分布状况	21

图表 39: 全国餐饮收入变化	22
图表 40: 2015-2018 年中国外卖支出	22
图表 41: 中国食物支出各部分收入 (单位: 万亿)	23
图表 42: 中国食物支出各部分占比	23
图表 43: 2018 年“懒”人群中外卖用户的年龄分布	23
图表 44: 2019 年中国厨房料理小家电用户烹饪热衷度	24
图表 45: 人均食品烟酒支出和人均消费支出	24
图表 46: 居民消费价格指数 (上年=100)	25
图表 47: 外卖天花板预测 (万亿元)	25
图表 48: 2013-2019 中国网民规模及增长率	26
图表 49: 2017-2018 年网民年龄结构	26
图表 50: 2017-2019 上半年城乡网民结构情况	26
图表 51: 2019 年 Q2 中国互联网餐饮外卖用户最近一周内订购频率	27
图表 52: 净利润弹性情景分析 (亿元)	28
图表 53: 美团非餐到家的主要业务	29
图表 54: 非餐到家的四种模式	30
图表 55: 小象生鲜的模式示意图以及市场需求端分析	31
图表 56: 小象生鲜的用户界面	32
图表 57: 美团买菜的模式示意图和市场需求分析	33
图表 58: 美团买菜的用户界面	34
图表 59: 美团买菜主要竞品	34
图表 60: 美团闪购的模式示意图以及市场需求端分析	36
图表 61: 美团闪购的用户界面	37
图表 62: 美团闪购和饿了么、京东比较	37
图表 63: 美团跑腿代购业务模式示意图	38
图表 64: 美团跑腿代购业务市场需求端分析	38
图表 65: 美团取送件业务模式示意图	38
图表 66: 美团取送件业务市场需求端分析	38
图表 67: 美团跑腿主界面	39
图表 68: 主流非餐即时配送平台	39
图表 69: 2019 年 6 月 即时配送平台用户规模	40
图表 70: 2019 年 6 月即时配送平台骑手规模	40
图表 71: 各平台即时配送的收费规则	40
图表 72: 各平台快递里程收费 (纵轴: 元, 横轴: 公里)	41
图表 73: 各平台快递运送时效图 (纵轴: 分钟, 横轴: 公里)	41
图表 74: 2012 年-2020E 中国生鲜市场规模统计与预测	42
图表 75: 2018 年中国生鲜网购用户购买频次	42
图表 76: 2018 年中国生鲜网购用户购买蔬菜频次	42
图表 77: 2019 年中国生鲜电商市场典型产品及特征	43
图表 78: 2012-2020E 生鲜电商行业市场规模 (亿元)	44
图表 79: 2019 年美团买菜营收预测 (元)	44

图表 80:	2015 年-2019 年 H1 中国即时配送行业市场规模 (亿元)	45
图表 81:	2019 年上半年即时配送各类别占比	45
图表 82:	2019 年 6 月主要即时配送平台活跃用户数	45
图表 83:	2018 年 8 月生活服务到店行业主要 APP 使用率	46
图表 84:	2018 年 8 月生活服务到店行业主要 APP 细分维度评价	46
图表 85:	到店餐饮 APP 使用率 (多选)	47
图表 86:	到店餐饮 APP 首选占比 (单选)	47
图表 87:	到店餐饮 APP 各功能使用率	47
图表 88:	美团分类界面、美团健身界面以及美团丽人界面	48
图表 89:	到店服务细分领域 APP 首选占比	48
图表 90:	美团点评多种线上营销广告方案	49
图表 91:	到店、酒店及旅行业务各类收入占比	49
图表 92:	到店、酒店及旅行业务变现率	49
图表 93:	到店业务营业收入及毛利润预测 (单位: 亿元)	50
图表 94:	2019 年上半年中国在线酒店预订平台累计订单占比	51
图表 95:	2019 年上半年中国在线酒店预订间夜量占比	51
图表 96:	2018 年在线交通平台市场占有率	51
图表 97:	2019 年上半年中国在线酒店预订平台用户年龄分布	52
图表 98:	2019 年 4 月在线旅游行业投诉解决率排行榜	52
图表 99:	美团 2C 端业务布局、导流示意图	53
图表 100:	2015-2022 年中国互联网出行市场交易规模及预测	53
图表 101:	主流互联网出行运营平台	53
图表 102:	各品牌商家用车模式	54
图表 103:	2018 年 6 月-12 月 网约车 APP 用户规模和渗透率	54
图表 104:	美团打车、高德打车聚合的网约车品牌	55
图表 105:	美团到店的流程图	55
图表 106:	2017H1-2019H1 美团网约车司机成本 (亿元)	56
图表 107:	2019H1 新业务成本各类占比	56
图表 108:	2018Q1-2019Q1 中国共享单车用户规模及增长率	56
图表 109:	2019H1 中国共享单车用户每月骑行频率变化	56
图表 110:	美团单车发展史	57
图表 111:	2019Q1 影响共享单车用户骑行体验的因素	57
图表 112:	2019Q1 主要共享单车用户体验主要方面满意度	57
图表 113:	美团单车&哈啰单车首页、骑行卡收费规则以及单次骑行收费规则	58
图表 114:	调价后各品牌单车北京地区费用规则	58
图表 115:	按次收费骑行时间与收费图	58
图表 116:	美团不同产品方向招聘比例	59
图表 117:	2012-2018 年中国餐饮行业消费金额	60
图表 118:	2012-2018 年限额以上餐饮企业收入	60
图表 119:	百强企业收入占比	60
图表 120:	2017 年餐饮行业各市场平均净利润率	61

图表 121:	人力成本、房租成本和原材料成本在总成本占比.....	61
图表 122:	餐饮商户关店数和净开店数占比	61
图表 123:	各类餐饮消费移动支付占营业额比重 (%)	62
图表 124:	美团业务渗透商家产业价值链	62
图表 125:	智慧餐饮一体化解决方案	63
图表 126:	中国餐饮技术服务发展历程	63
图表 127:	美团投资的智慧餐饮服务商	64
图表 128:	美团投资的智慧餐饮服务商	64
图表 129:	美团收银机使用场景图	65
图表 130:	客如云商家后台展示	65
图表 131:	美团智能支付商家开店宝后端功能	66
图表 132:	美团智能支付商家开店宝后端功能	66
图表 133:	美团餐饮开放平台部分服务提供商	67
图表 134:	2018 年我国餐饮商户的经营痛点调查	68
图表 135:	餐饮市场传统批发渠道	68
图表 136:	食材供应链市场主要 B2B 企业	69
图表 137:	冷链物流在生鲜流通全过程的使用	69
图表 138:	快驴进货将实现上游供应链把控	70
图表 139:	快驴进货甘肃定西扶贫项目产地直采	70
图表 140:	美团金融发展史	70
图表 141:	美团金融领域融资事件	71
图表 142:	美团金融主要业务	71
图表 143:	馒头招聘商家招聘信息展示	73
图表 144:	广东省各地人力外包公司和分包商揽工场景	73
图表 145:	2010-2018 年蓝领招聘企业成立数量	74
图表 146:	2019Q2 中国互联网招聘市场竞争格局	74
图表 147:	馒头招聘商家招聘信息界面	74
图表 148:	斗米, 58 同城商家招聘信息界面	75
图表 149:	从美团点评组织框架看潜在就业机会	75
图表 150:	生活服务类平台职业体系	75
图表 151:	58 同城在普工/技工、建筑、物流、教育培训、影视娱乐等众多细分领域已经布局	76
图表 152:	美团收银和客如云红云收银价格展示	77
图表 153:	接入不同数量美团点评产品和服务的商户占比	77
图表 154:	智能收银机的渗透率拐点	78
图表 155:	餐饮企业选择供应商数量	79
图表 156:	核心费用率假设	80
图表 157:	预测 2019-2024 年 EBIT 率	80
图表 158:	DCF 估值 (单位: 百万元)	81

一、本地生活领域的“王者”——实现 B 端、C 端全闭环是美团长远的战略

1.1 美团定位：以“吃”为核心打造本地生活领域的“王者”

美团是一家用科技连接商家和消费者的生活服务电商平台，其业务以“吃”为核心到用户本地生活领域“食住行”全方位，打造一站式超级 APP。美团业务分为以下板块：①餐饮外卖为主的到家业务②到店、酒店及旅游业务③新业务以及其他业务。

到家业务建立在美团自建本地骑手团队上，以餐饮外卖为中心辐射各种类商品，包括跑腿代购、买菜到家、闪购超市以及美团自营的小象生鲜。

到店业务为美团团购和大众点评的结合，通过整合信息不对称提供平台化信息服务。除了与外卖相辅相成的到店餐饮还包括各类“休闲娱乐”栏目以及新兴栏目，如医美、亲子、教育、家居装修等，除到店餐饮外的到店业务统称为到店综合业务。

酒店及旅游业务侧重本地化旅游、入住需求，从即时性酒店需求切入，结合到店业务模式提供酒店+餐饮、酒店+门票等一站式服务。

新业务中主要包括三类：1) 出行业务，包括摩拜单车和网约车平台；2) 2B 业务，即为加盟商家提供的供应链整合、运营管理等相关服务，包括小额贷款、快驴进货、RMS 餐厅管理系统等。3) 生鲜零售等配售业务，非餐饮的外卖配送属于美团的新业务。

图表1： 美团业务发展



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

1.2 发展逻辑：本地生活领域消费者高度复用，高频带低频建立 C 端闭环；广泛布局 B 端业务形成商户端运营全覆盖闭环

1) 美团的生态闭环有两个维度：用户端和商家端。C 端打造本地生活服务闭环，通过交叉销售实现消费者高度复用，节约获客成本。用户端围绕到家、到店、出行、酒旅等完整的本地生活需求；B 端围绕商家的获客营销、配送、金融支付、供应链管理等需求，并帮助商家进行数字化改造。从而分别在 C 端和 B 端在本地生活领域都形成完整的闭环。

2) 美团生态的最大特色是实现了消费者高度复用，高频刚需业务带动低频高利业务，占领用户本地生活需求的心智。相比餐饮到店，综合到店业务性质属于中频或低频消费。高中频业务依赖消费频率和回头客，毛利较低，补贴为重要的提频方式和获客方式；而低频业务交易频率较低，重点在于提高毛利，最大挖掘客户价值。所谓消费者复用，就是消费者的重复运用。例如外卖在发展初期，高频的到店业务为尚在低频的外卖业务导流，将外卖业务成功从中低频业务作成了高频业务。然后大量的美团酒店业务的用户又从外卖用户转化而来。当前超过 80% 的新增酒店预订交易用户及约 74% 的新增其他生活服务交易用户是从餐饮外卖及到店餐饮这两个核心品类的交易用户转化而来。

在美团的到店业务为外中，相比餐饮到店，综合到店业务性质属于中频或低频消费。中频业务可以通过高频的餐饮业务导流带动消费频率，如教育培训、丽人、休闲娱乐等；而低频业务更依赖营销广告树立品牌力，平台的优势体现在 1) 具有高频业务带来的巨量流量的美团可从平台角度代表客户和商家博弈，为客户提供更透明化的服务和实惠的价格，从而转变服务的质量和口碑；2) 更多的信息曝光为商家提供的高效营销服务和信息反馈。部分低频产品时间跨度长，如装修，服务质量难以迅速反馈，产品难优化。平台可以整合产品优化问题，通过大量 UGC 提供客户反馈，从而提高供给端运营效率，平台对商户的价值也就更大；3) 平台将各行业的服务细分化，实际上是将服务标准化：通过将服务拆分，如将丽人分为美容美发等多个项目，再将美发细分为剪发、染发、烫发等，使得客户的评价和体验更有针对性，形成多个相对更标准化的细分服务步骤，从而提高平台的信息效用和价值。

3) 实现 B 端、C 端全闭环是美团长远的战略。美团以餐饮行业为核心，广泛布局 B 端业务形成餐饮商户运营全覆盖闭环。商户的运营过程可大致归为进货、营销获客、订单支付、订单配送和用人招聘等，美团到店和外卖已经帮助了本地生活领域商家实现了获客营销，主打 B 端食材供应链的快驴业务和餐厅管理系统（RMS）为餐饮原材料采购和运营提供一条龙解决方案，同时在金融方面有生意贷、美团支付等，订单配送上有美团配送，今年美团还推出了馒头招聘和美团大学，以便解决商户端用人的问题。以上所有业务都是围绕 B 端商户客户需求来展开。

实现 B 端、C 端全闭环是美团长远的战略。实现顾客本地生活全覆盖，商户运营全覆盖后，美团本地业务的逻辑在于让 B 端业务和 C 端业务形成闭环。商户运营、获客、营销、支付、配送、用人招聘、用户评价等都可由美团完成。从而在本地生活领域实现 2B 端和 2C 端的双边粘性和依赖性。进一步巩固用户、平台、商家三方的平衡模型，全覆盖使消费者和用户在美团平台上积累形成良性循环。

图表2： 2C 端本地生活服务闭环



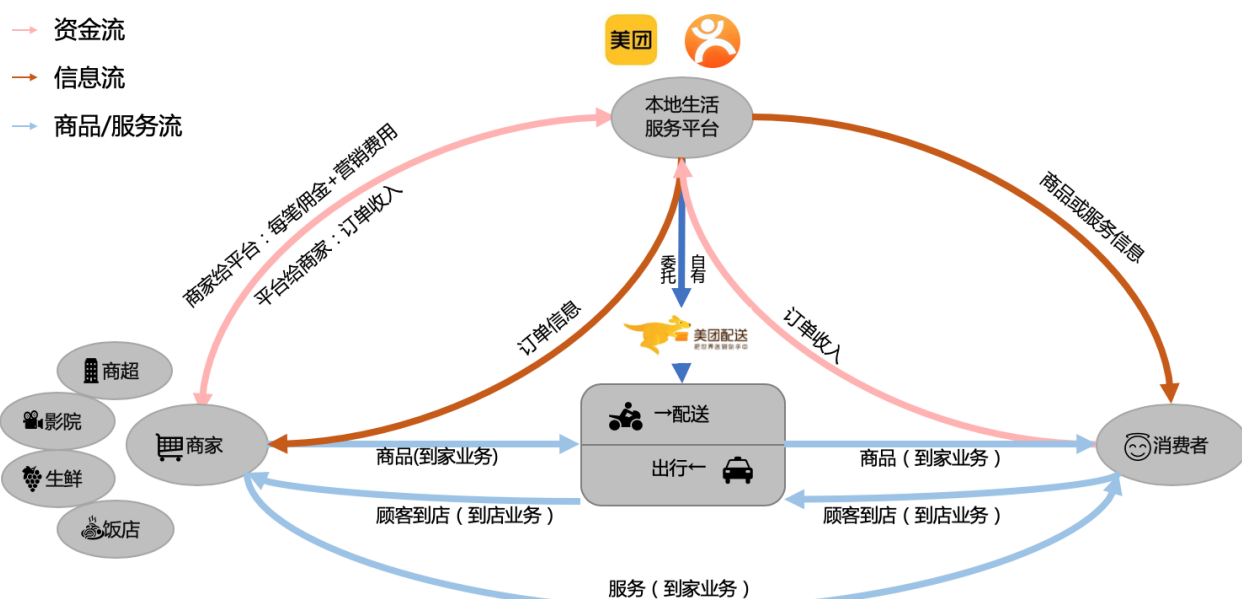
资料来源：中信建投研究发展部

图表3： 2B 业务食材供应、餐饮运营和销售全闭环



资料来源：中信建投研究发展部

图表4： 美团业务发展



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

1.3 关于外卖领域几个核心问题的探讨：

1.3.1 外卖市场有没有竞争壁垒：外卖市场进入用户、商家、平台三方相互依赖阶段，美团庞大规模形成正循环

外卖平台的搭建分为三个阶段：

1) 入驻商家增长驱动用户增长。平台建设初期，商户流量带动用户流量，率先拉拢商户加盟从而获取商户信息才能为用户提供相应的信息服务。

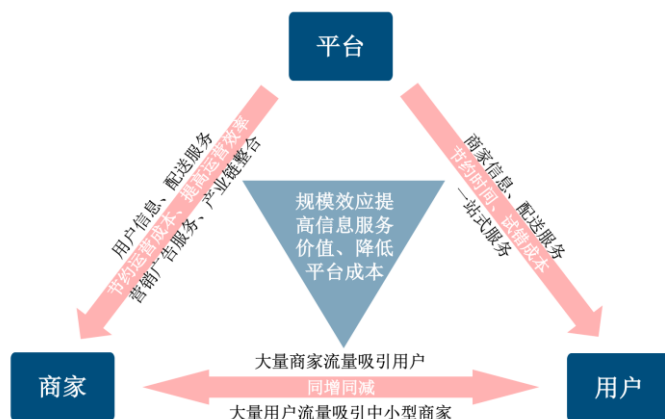
2) 用户增长驱动商户增长。等用户流量达到一定规模，从新入驻商家角度来看潜在客户规模扩大，超出同获客成本下实体店面可达到的获客规模，商户跟随用户流量入驻，平台用户流量开始带动商户流量。

3) 用户数和商户数互相依赖，商户越多，用户越多，用户越多，商户越多。但二者对平台的依赖性也越来越强。此时平台趋于稳定增长，商户和用户同时受益于平台庞大的规模和高效的运转，显现出共生共长的正循环趋势，达到用户、商户、平台三边动态平衡。

当前外卖正处于第三阶段。简单通过补贴等手段已经很难有效拉拢客户，尤其是在外卖渗透率已经较高的情况下，头部外卖平台竞争优势更为稳固。平台在积累、发展阶段，平台在构建粘性上的壁垒则是规模效应。我们认为在本地生活领域来说，平台越大，单用户或商家能从平台获得的价值越大。

目前，美团在很多低线城市市占率达七成以上，外卖的竞争壁垒比一二线还更为牢固。在当前一二线城市的外卖渗透率已经较高，市场格局已经稳固的情况下，低线城市的争夺会是双方竞争的重点。但是目前来看，饿了么仍然还没有找到可复制、可适用性强的“低线城市”打法。“大理”模式并不能简单复制，原因一是经济成本较高，二是用户留存率较低，三是市占率并不能持久稳固。饿了么接下来将会面临两个重要问题，一是如何提升外卖市占率，二是如何提升每单的UE。当第一个问题和第二个问题产生冲突时，又如何取舍，也是一个重要的问题。当前阶段来看，饿了么在补贴政策上更趋于理性和精细是外卖行业非常良好的风向标。

图表5： 平台、商家、用户三边动态平衡



资料来源：中信建投研究发展部

1.3.2 外卖行业有没有进入者门槛？会不会存在有第三方配送平台做大外卖的可能性？

我们认为看外卖有没有存在潜在的第三方崛起可能，首先判断“潜在竞争对手”是否具备两个条件：

- (1) 是否全产业链上下游能形成完整的闭环。
- (2) 是否最大程度上实现了资源配置效率最优。

我们认为外卖生态需要是一个完整的闭环，否则无法形成资源配置、信息共享的最优最大化。所以说条件（1）是（2）的前提，条件（2）是一个动态的不断深耕的“护城河”。

单纯的第三方外卖具备参与外卖产业链的能力，但是并不直接具备外卖用户和商家。更不具备整合产业链、完成生态闭环的能力。回顾外卖的发展历史，美团、饿了么都经历了漫长而又昂贵的“烧钱阶段”，才最终培养了庞大的对自身平台有依赖性的用户群体和商家。外卖行业的竞争本身就是一个拼命狂奔的过程，当前山洞口的曙光就是外卖的“盈亏平衡点”。因为只有固定在固定覆盖领域，形成足够的订单量，才能实现最大规模的外卖服务能力和最优的配送效率，从而形成实现每单盈利的可能性。当前美团已经即将到达盈亏平衡点，饿了么也尾随其后，但其他参与方若想加入，还要经历一个完整的“外卖周期”，这对于其他参与者来说，几乎不太可能。

美团也好，饿了么也好，当前都拥有最好的同城配送能力。（1）在同城配送人员数量上，最大的快递公司顺丰也仅具备三十多万的快递小哥，而美团骑手的日活量就超过了 80 万。（2）在同城配送场景和能力提升上，即时配送比传统物流也更为复杂。

①这是一个 NP-Hard 问题，计算复杂度随着规模呈指数级增加。比如是骑手身上 N 个订单的路径规划问题，或者是 P 个订单与 Q 个骑手的订单分配问题，这两个都是指数级复杂度，而且相互关联。②外卖是一个多点取多点送问题，而且随时有新订单增加，具有非常强的实时计算要求，当一个新订单生成后，需要在几十毫秒内完成调度运算，相比传统物流中有几十分钟以上的计算时间，即时配送系统设计的难度要大得多。③配送场景非常复杂，涉及天气、路况、骑手熟练程度、商家出餐速度等多达几十个因素，极大增加了空间的随机性和复杂度，对配送算法的稳定性和适应力挑战极大。

当前美团已经实现了平均每单配送时间仅 28 分钟左右，已经基本上实现了当前同城配送资源配置效率的最优。同样在线下商家运营能力和线上获客等方面美团等也具备第三方配送所不具备的优势。

因此我们认为进入者门槛非常高，外卖市场在可预见的若干年内都将只有美团和饿了么两个主要玩家。

1.3.3 外卖有没有规模效应？

我们认为外卖市场具备规模效应，简单可以分为骑手配送的规模效应和平台规模效应。

在骑手配送的规模效应方面：订单量的提升，让骑手在单位时间内能够配送更多订单，产生更多价值。而更高的效率，一方面让骑手收入增加，另一方面也让订单平均成本下降配送成本下降。低成本能够让用户和商家以更低的价格享受更好的配送服务，从而保证更好的用户体验。而更好的用户体验，让更多用户和商家聚集过来，提升规模和密度，进一步提升配送效率。因此，骑手配送效率提升是一个正向循环效应，存在规模效应，不断创造更多商业价值。

平台规模效应：平台规模效应主要体现在对用户和商家两方面。——平台规模越大，单用户价值越大。

外卖平台通过庞大的用户和商户规模实现商家端精准的营销、用户端全面的服务。平台在积累、发展阶段，平台规模越大，单用户价值就越大。即用户数量越大，商家数量越多，平台价值越多，单用户或商家能从平台获得的价值越大。也就是说，平台价值的增长和用户量（商户量也同理）增长呈现一种同步线性增长关系。对于单个用户来说，更大的规模意味着：1）**更丰富、准确的用户评价信息，节约试错成本。**如更准确可靠度 UGC 和评分，更多商家入驻带来整体信息更加透明化，如中小餐饮、夫妻店的入驻；2）**平摊下来的每单配送成本更低。**对商家来说，更大的规模意味着：1）**获得更多的订单和用户增长；**2）**更多消费者方的信息反馈。**大量的 UGC 节约了信息获取成本，从而更有效、快速地进行运营、策略上的调整。

综上所述，越是头部的外卖平台，规模效应和竞争壁垒会越强。当前美团外卖市占率进一步提升至 65%左右，外卖未来的竞争格局会更易稳固，且美团的竞争优势会更加明显。

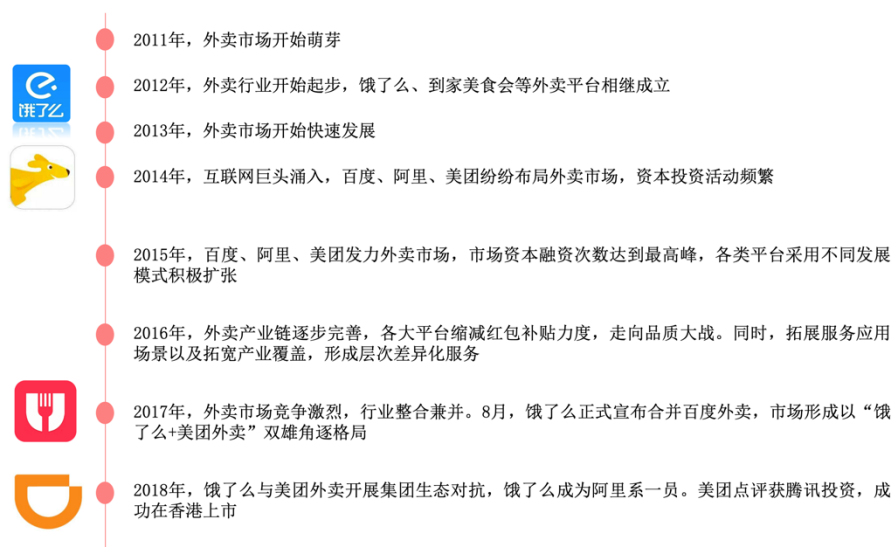
关于外卖的天花板的探讨，详见本报告第二章 2.1.3

二、业务分析&盈利预测

2.1 餐饮外卖业务：美团外卖抓住优势率先稳固三边平衡

2.1.1 发展历程：美团后来居上，下沉市场构筑壁垒

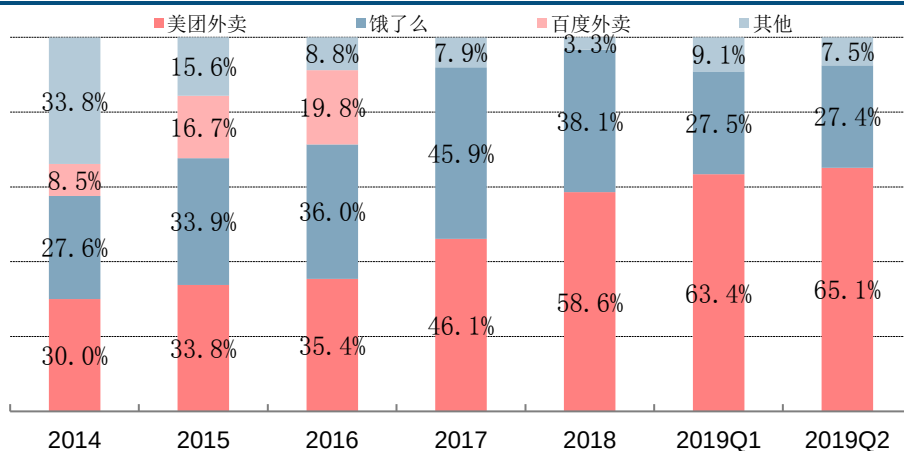
图表6：中国在线外卖行业发展历程



资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

美团外卖创立于2014年，晚饿了么7年，然而市占率却后来居上，迅速赶超饿了么。2017年上半年，饿了么、美团外卖市场份额占比为41.7%、41%。2017年8月，饿了么并购百度外卖，市占率达到54%。2018年美团外卖市场份额大幅超过饿了么，“631”格局逐步成型，美团率先抓住规模优势。

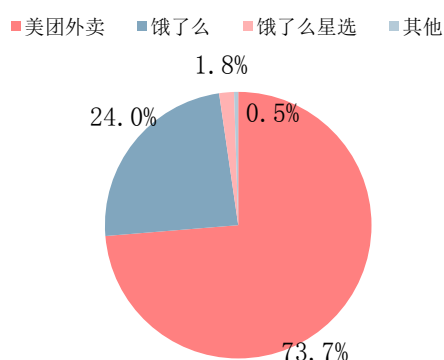
图表7：2014年-2019Q2 外卖市场竞争格局



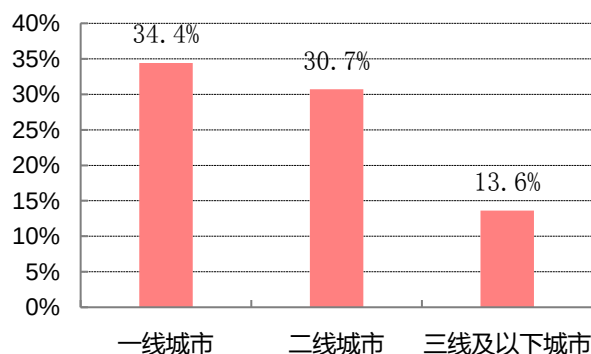
资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

美团市场份额优势来自下沉市场，低线城市单平台用户更多。一二线城市外卖平台竞争趋于白热化，根据艾媒咨询，2018年中国外卖平台在一二线城市订单量分布几乎是饿了么和美团外卖平分天下：分别占47.4%和51.8%。真正拉开两者市场占比差距、形成“631”结构的是下沉市场的争夺。Trustdata移动大数据监测平台显示，三线及以下城市中双方平台商户重合显著少于一二线城市，证明低线城市更多商户为单平台用户，动摇较少，粘性较强，在低线城市美团的先发优势更加明显。

图表8： 2019年7-8月下沉市场用户首选使用的外卖平台 图表9： 2019年6月美团外卖商家与饿了么商家城市等级重合度分析

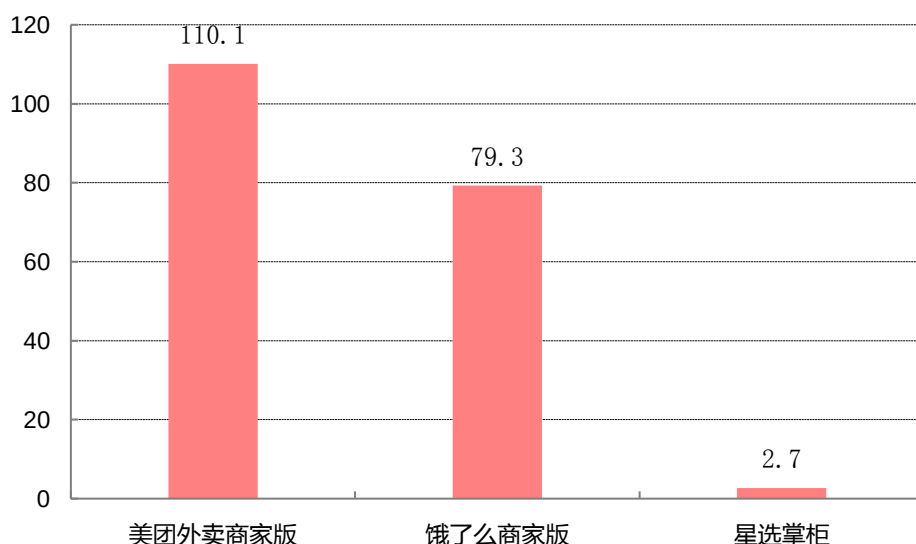


资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部



资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

图表10： 2019年6月下沉市场外卖商家 MAU（万）

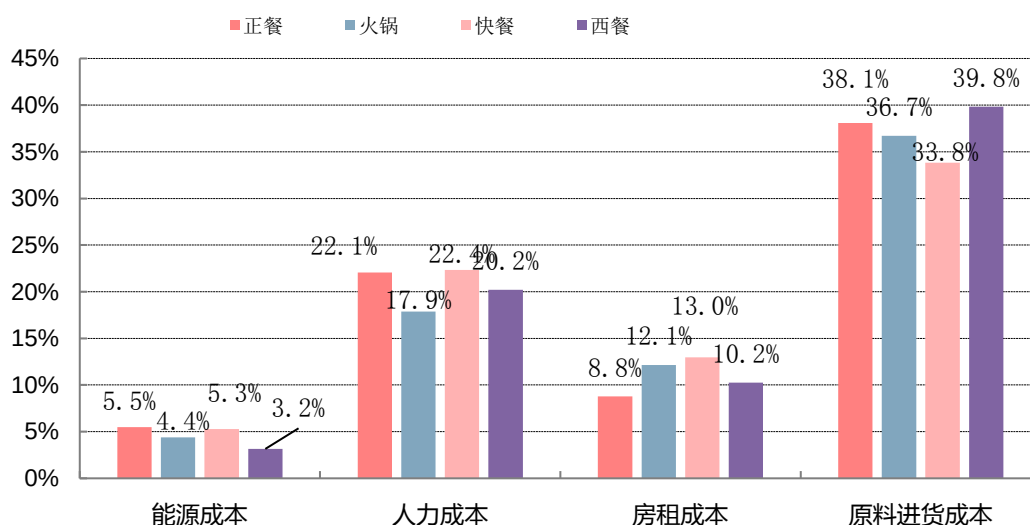


资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部

2.1.1.1 商家端：美团外卖为商家解决痛点，地推团队推进商家入驻

从商家的角度，入驻外卖平台本质上为新的获客手段，代替的是线下实体店铺的扩张。换言之，原本的获客成本为扩张店铺的租金、广告费用、扩张新增人力费用等，现替换为入驻线上平台的佣金和营销费用，进行成本结构的重铸。根据中国饭店协会发布的《2018 中国餐饮业年度报告》，人力成本占比和租金成本占比在各餐饮市场均有上升。根据艾媒咨询调查，一线城市传统餐饮门店倒闭率高达 10%，一家餐饮门店寿命最短几个月就迎来终结。其中的困难在于房租高、人力成本高、食材成本高和毛利低。入驻外卖平台本质上为新的获客手段，代替的是线下实体店铺的扩张。平台靠订单线上化提高了商户坪效，节约了同等营收所需的店面扩展费用和高额租金。重整成本结构不仅意味着更高的毛利空间，同时也能提高餐饮行业“长寿”的可能性。

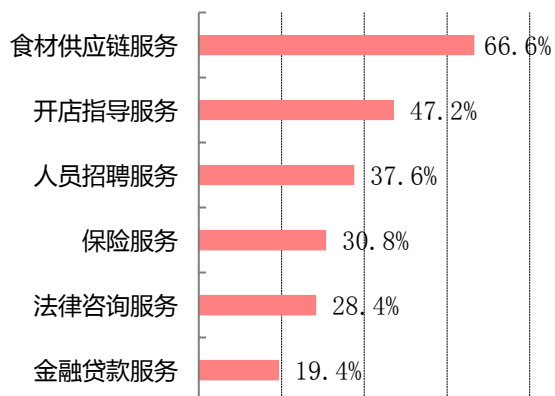
图表11： 2018 年餐饮行业各市场成本结构



资料来源：中国饭店协会·中信建投研究发展部

同时，下沉市场商家看重美团对运营效率的提升。从商家角度来看，低线城市租金压力没有高线城市大，同时较慢的生活节奏使得高峰期盈利的上升空间也更窄，商家对平台配送服务让利空间更小。根据极光调研，对商家来说，订单量的提升不如平台对运营效率的提升，如反馈问题、结算速度、推广等。除此之外，下沉市场商家希望外卖平台提供额外服务，其中食材供应链服务占比最高，达 66.6%，其次是开店指导服务。低线城市居民平均教育水平较低，对下沉市场商家来说，平台可以借助其他城市地推团队的数据、经验为他们提供经营管理咨询的增值服务。根据极光大数据报告，下沉市场商家在大部分分项维度上都给予了美团更高的评价。

图表12： 下沉市场商家额外服务需求



资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

图表13： 下沉市场外卖平台商家分项维度重要性（1分代表一点都不重要，5分代表非常重要）



资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

图表14： 2019 下沉市场商家版分项维度评价

评分维度	美团外卖	饿了么外卖
菜单容易管理	8.434	8.286
平台订单量提高	8.417	8.294
平台推广能力强	8.434	8.342
活动促销效果好	8.382	8.242
客服反馈及时、能解决问题	8.282	8.238
结算快、提现快	8.372	8.312
订单容易管理	8.273	8.282

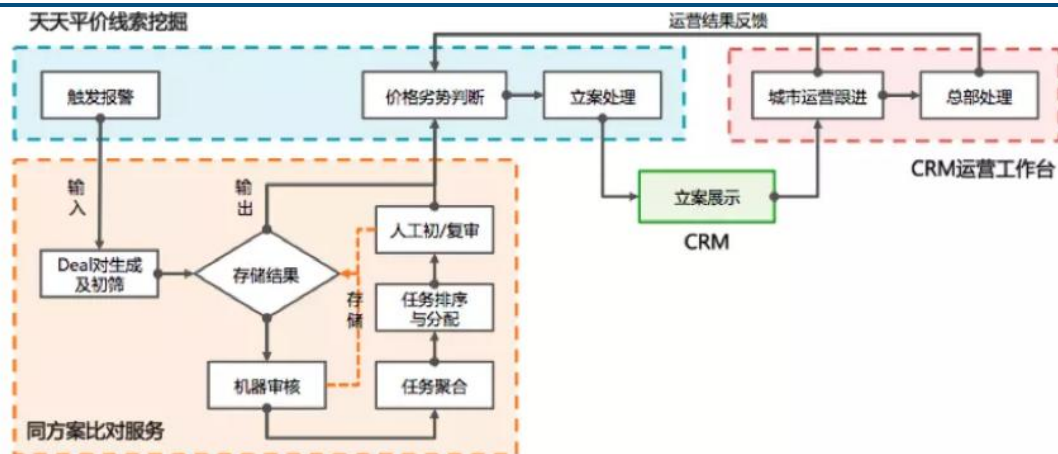
资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部

团购开展经验积累助力地推团队新市场拓展速度。美团在开拓新市场的优势在于新城市团队组建和前期推广的速度上，而这一优势主要得益于早期团购业务的大力发展使得团购团队积累下了本地经验。每个城市的外卖地推都需要一名总负责人，负责人的综合能力基本决定了平台在这个城市的份额。当开拓外卖业务的新城市时，美团可以通过当地团购人员转岗担任地区总负责人来实现，这一转岗机制稳定性强且负责人熟悉当地情况，可以更迅速地组建外卖地推团队。而对于饿了么，大多数城市通常都为陌生城市，若通过转岗的方式，地区负责人主要是由总部或者大区中心派驻，虽然在实际外卖操作的经验上更具有优势，但总部或大区中心人员数量有限，并且对陌生城市并不熟悉，选择合适的人组建团队需要花费一定的时间。此外，对于前期推广而言，在线外卖的推广方式对本地化的要求高，需要迎合本地的实际情况。由于美团的团购团队在当地已有过一段时间的运营，对本地情况更为熟悉，例如了解不同区域的外卖配送规定和定价溢价能力，能更快地进行前期推广活动的开展，在市场扩展初期形成优势，获取更多的商家资源。

美团地推团队将系统化的销售工作往精细化方向升级，而这一升级根本还是在于双方对商家收费模式的差异。相比于阿里对中国供应商收取每一年的会员费，美团是基于效果付费，只有商家有销售，平台才能分得利润，所以对工作的精细化和效率的要求就越高。对于美团而言，如何将客户分群分级以及如何针对客户需求提出方案是不同于系统化的一大工作重点。因此，美团重视对销售人员的数据化管理，内部有一个基于大数据

的 CRM 系统和一个信息查询系统，为地推团队提供良好的支持。

图表15：以天天平价为例的 CRM 系统对地推团队的作用流程图



资料来源：美团 CRM 系统简介，中信建投研究发展部

这套 CRM 信息系统除了可以帮助地推团队快速了解负责区域商家整体情况，还能将总部制定的决策命令下发到城市端，以任务模式直接推送到地推人员，该人员可以根据推荐的策略与商家沟通，进行价格干预，最终帮助美团消除线上价格劣势、树立消费者视角价格优势形象。

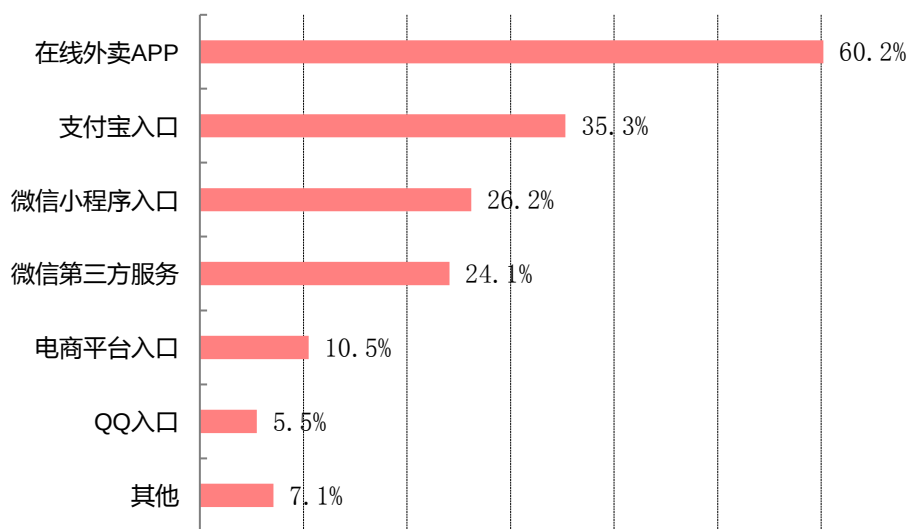
2.1.1.2 用户端注重内生流量，美团外卖联合会员值得期待

一站式 APP，内生流量强劲，不依赖外接口。移动互联网时代，基于手机内存限制和转换 APP 的时间成本，用户更倾向于使用一站式 APP。美团注重打造“超级 APP”平台，致力于让美团 APP 本身成为主要流量入口。美团外来流量主要来源于腾讯系的支持：微信九宫格界面、小程序以及 QQ 钱包界面的外接口。根据艾媒咨询的调查，微信入口流量占比不到 30%，QQ 入口仅有 5.5%。

图表16：美团外卖订单流量入口



资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

图表17： 2018 年 Q3 中国在线外卖平台入口分布


资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

美团外卖会员注重留存转化，联合会员模式值得期待。美团设置会员的战略意义：**1）推进本地生活服务的方方面面互联互通，形成稳定的美团生态，提高用户粘性。**美团生态的全面打通，代表了本地生活方面的帝国建成。用户的使用流畅程度，直接与用户忠诚度相关。美团完全可以用自己的优势方面（外卖、物流）带动自己相对劣势方面（生鲜、超市），同时酒旅业务可以带动酒旅会员的形成。另外，本地生活方面的优势，使得医疗美容推荐，以及学习培训推荐有一个非常良好的基础，也有望成为美团不同于其他平台的特色优势。**2）筛选出更为精准的用户画像，可以实现更好的推荐和营销。**采用积分会员制度，精准刻画用户画像，筛选出不同消费层级的用户，方便线上推荐不同等级的消费产品，也方便线下商家对不同用户实施不同的营销策略。这种分级会员，不仅仅是平台培养用户粘性的需要，同时也是对商家商户提供营销数据的需要。**3）价格歧视刺激会员升级意愿，增加会员消费。**由于价格歧视的存在，会员会倾向于提升等级，以提高自己的消费优惠力度。由此部分会员的消费欲望增加，总的消费成交额提高。“更多消费，更多优惠”，在这种理论的支持下，消费意味着某种程度的节约，由此消费者会在成为会员后增加消费额度，以达到满足“节约”的心理需要。在这两种情况下，越来越多的消费也必然会形成足够强的路径依赖。

图表18： 美团会员、饿了么会员规则对比

	价格（每月）	会员红包	限时抢购加量包	红包金额升级	返利	会员特权
美团外卖会员	15 元（首次 3 元）	31 天可获得 30 元红包（6 个 5 元红包）	仅限在本期会员有效期内购买、使用。有时间限制（购买 3 天内使用）	部分商家支持红包金额升级，如从 5 元升级到 7 或 8 元	X	X
饿了么超级会员	10 元（首次 3 元）	每月免费领 20 元红包（4 个 5 元红包）	X	部分商家支持由 5 元升级到 6 元或 8 元	下单返奖励金，再兑专属红包。每下一笔是实付满 20 元订单，获 1 个奖励金	会员专属特价商品、会员专属客服

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

美团在本地生活方面有非常强势的地位，主要包括美食、酒店旅游、出行、娱乐、生活几大板块，几乎涵盖日常生活的方方面面。在这种情况下，会员服务的联动效应是非常可观的。美团会员服务（TO C）、美团商家服务（TO B）、美团信息整合业务成为美团点评的核心业务。事实上，这三项业务相互驱动，而会员服务就是最原始的驱动力，当三者形成合力，会以极快的发展动能覆盖前期投入，形成属于美团的飞轮效应。当美团的本地生活的方方面面被纳入会员网络，协同效用的作用必然会使美团点评形成一条天然的护城河，形成足够强大的市场壁垒。

图表19： 美团、饿了么联合会员



资料来源：美团APP、饿了么APP，中信建投研究发展部

图表20： 美团大会员可能性展望

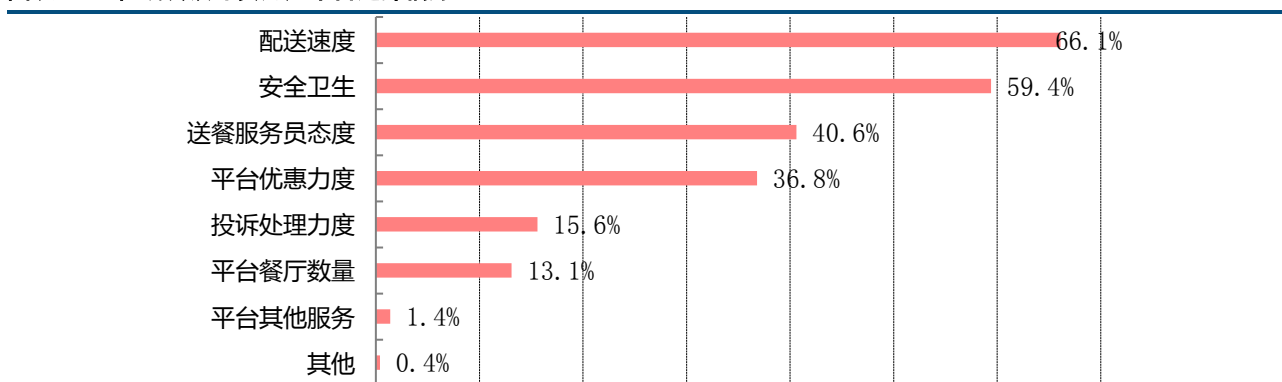
平台	美团大会员（采用三档积分制度。68 元，积分 1000 以上，88 元，积分 800-1000；128 元，积分 600-800）	88vip（88 元，淘气值 1000 以上；888 元，淘气值 1000 以下）
会员内容	1.精选商家、超市、公交 9.5 折 2.价值 178 元年度腾讯视频 VIP 会员 3.价值 120 元的美团外卖会员 4.价值 500 元的某品牌酒店会员 5.价值 120 元的美团打车会员 6.价值 120 元的美团单车会员 7.电影票每月 4 张*5 元券 8.专享大额品类券 4 张 9.价值 200 元医疗美容体验券 10.价值 500 元学习培训体验券 11.生鲜、买菜、旅游团、景点门票、火车票机票、休闲娱乐、代跑腿等项目具体随机红包补贴 12.免配送费 13.奖励金	1.388 个精选品牌、天猫超市、国际直营、魅力惠、天猫奢品、阿里健康、淘宝心选等 9.5 折 2.飞猪环球卡 3.价值 208 元/年的优酷 VIP 会员 4.价值 108 元/年的饿了么会员 5.价值 128 元/年的虾米音乐超级会员 6.淘票票每月 4 张*5 元券 7.专享大额品类购物券 4 张 8.专享爆款 9.万豪旅享家 10.爱康国宾体验卡

资料来源：淘宝APP，中信建投研究发展部

2.1.1.3 平台配送能力成为核心竞争力

三边平衡中，高效运转的配送团队扮演重要角色。用户端来看，配送服务为决定外卖平台选择的重要因素；商家角度来看，美团高效的配送团队极大节约了物流成本，从而提升了平台服务的价值，提升粘性。在技术层面，美团的同城配送已经业界领先。日活跃骑手数已达到 80 万，通过“超脑”即时配送系统，美团可以在送餐高峰期每小时进行高达 29 亿次的路径规划，平均 0.55 毫秒就可以为骑手规划 1 次路线，美团外卖平均配送时长已经缩短至 28 分钟左右。

图表21： 在线餐饮外卖用户平台选择偏好



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

当前即时配送门到门业务发展迅速，市场上同城非餐快送平台十分丰富。包括以美团、阿里、京东巨头平台，也包括闪送、顺丰同城急送等独立即时配送平台。

图表22： 主流即时配送平台



资料来源：Fastdata 极数，中信建投研究发展部

配送模式大致分三种：商家自配送、直营专送和众包快送。快送解决同城的急送、代买、帮忙难题；独家专送为平台派单、正式员工接单配送；众包骑手则是兼职配送员，从平台上自行抢单进行配送。直营专送保证没有空单漏单、高订单密度，众包为平台节约成本，改善盈利结构。美团骑手订单密度平均高于蜂鸟骑手。

图表23： 同城即时配送模式

	专送	加盟/代理	众包
特征	平台自己组建配送团队，承担全部成本和管理责任	通过加盟商管理末端，平台不直接管理配送员	利用社会运力，平台不直接承担人力成本
适用场景	- 平台资金充裕 - 订单密集 - 服务质量要求高 - 平台发展初期	- 订单分布呈区域性特点 - 三四线城市、乡村 - 平台发展扩张期	- 订单分散 - 订单规模庞大 - 平台发展扩张期
优势	- 垂直管理，执行力强 - 人员相对稳定，服务质量较高	节约成本，间接管理	- 成本相对较低 - 运力规模庞大 - 响应及时、迅速
劣势	- 运营成本较高 - 扩张速度有限	运力掌握在加盟商	- 技术难度大 - 需要订单密度做基础

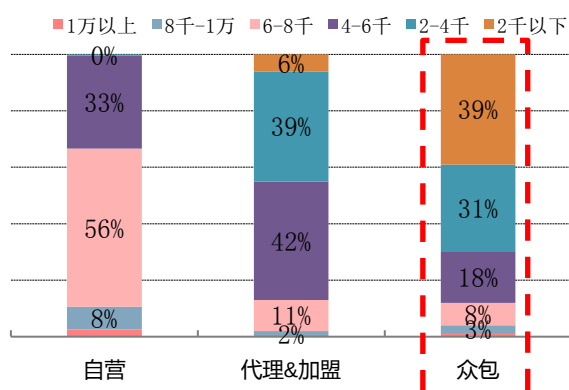
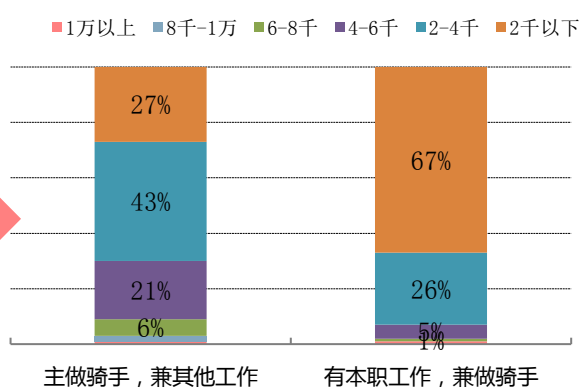
资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

配送范围来讲，专送配送范围小，众包配送范围大。大的覆盖面对于商家来讲在订单量上反映较大，对于一些高客单价的细分品类来说，2 公里的配送范围其实很难把订单量做起来，对于这些商家来说自配送和众包可以扩张配送范围，选择专送的话可以协商混合送的方式，即专送和自配送一起使用。

从稳定性来讲，专送为这几种配送方式中最稳定的。专送骑手为平台正式员工，接单模式为平台派单而非抢单，因此恶劣天气和“难送”订单也很少出现无人接单的情况。同时高峰期时间紧的情况下，由于规划路线能力和预算时间能力不足，众包难以规划顺路单。专送则以顺路单为主，虽然每次派送距离短、每单收入低，但单量大。

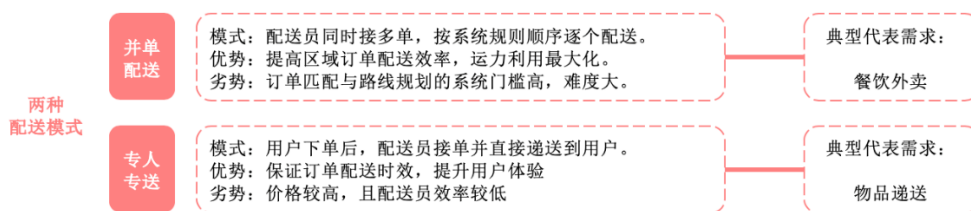
收费方式也有不同。专送配送费在 3 元基础配送费基础上与客单价成正比进行扣点收费，高客单价对应高支出；众包配送费整体较低，且与里程成正比。相同范围内高客单价的订单使用众包可以优化平台的配送成本。

因此专送主要针对短距离、低客单价的大量顺路单、难配送订单的配送，众包主要针对长距离配送以及短距离内高客单价单趟订单的配送。

图表24： 2018 年美团外卖不同类型骑手收入对比

图表25： 2018 年众包骑手中不同类型骑手收入


资料来源：美团研究院，中信建投研究发展部

图表26： 2019 年即时物流配送模式分析

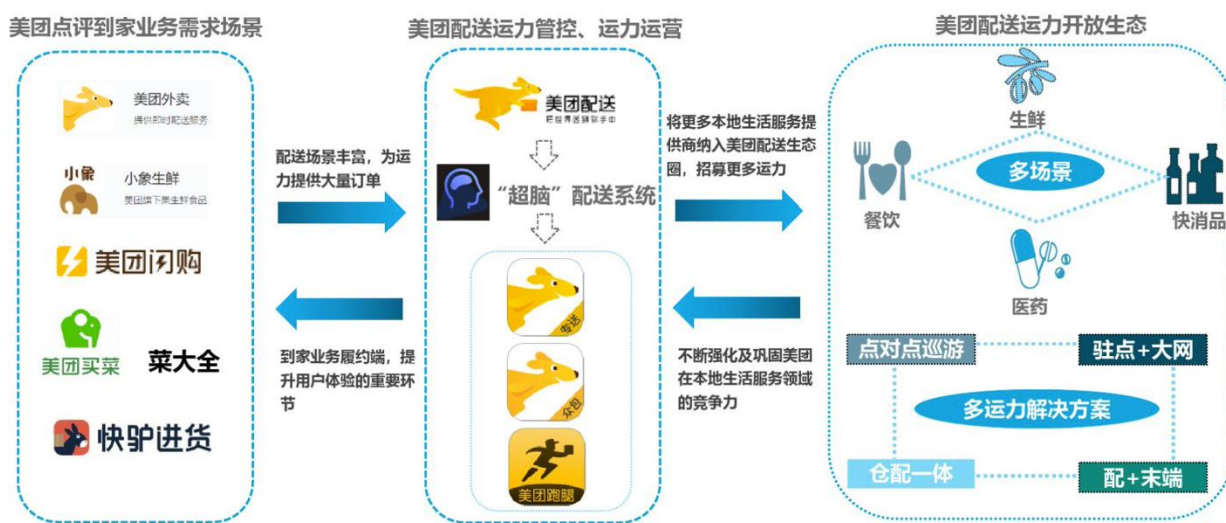


资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

顺路单依赖的是平台的规模优势。和专人专送相比，并单配送模式用户体验不足，但可以将运力最大化利用，降低每单配送成本。

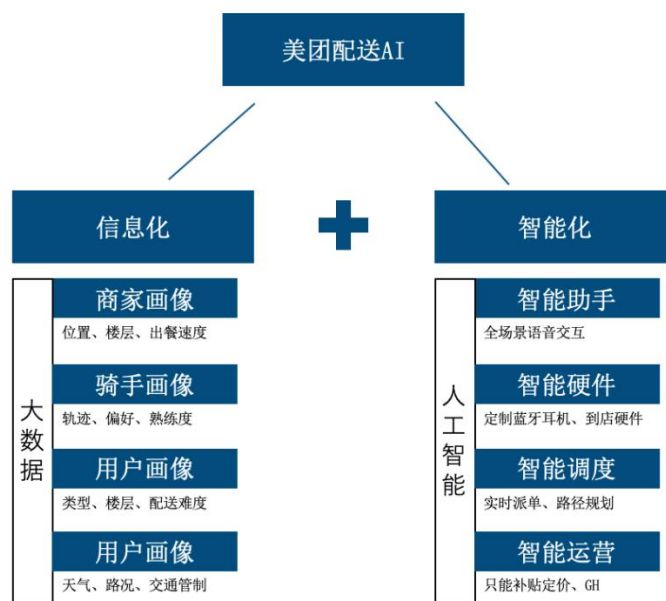
订单智能打包派单需要强大的路线规划计算能力，对于第三方商家来说成本过高。美团和饿了么先后开放配送平台美团配送、蜂鸟配送，为无法自建物流的商家赋能，在技术平台、运力网络以及产业链上下游等方面向合作商家开放能力，提升商家经营效率。美团配送目前拥有四种运力网络模式：点对点网络的“巡游模式”针对便利店场景；星型网络的“星系模式”针对传统商超；前置仓+配送的“仓配一体模式”针对近场零售场景；配送+智能末端的“智能末端模式”针对写字楼场景。四种运力模式针对不同消费场景的用户和商家，多业态商家也可以选择多种运力模式组合，满足商家定制化需求，推动商家运营、扩张。

图表27： 美团——以运力为基础的本地生活服务业态



资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

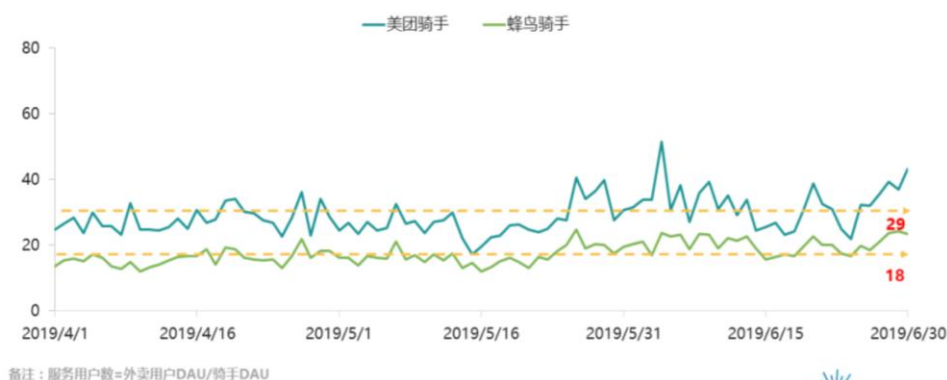
图表28： 美团配送 AI 构建智慧物流



资料来源：中物联，美团技术团队，中信建投研究发展部

美团开启外卖以外的其他到家业务，如美团买菜、商超跑腿等，可以充分发挥基础设施效应。在配送物流趋近成熟、单次配送成本难以大幅下降的情况下，开启到家业务可以提升单次配送运送的订单量，即提高订单密度，从而降低单笔订单的配送成本，让利更多给用户。从数据来看，美团平台上更多的骑手服务了更多的活跃用户，骑手平均日服务用户数稳定高于蜂鸟配送。从订单密度来看，美团的计算能力、运力调度能力更强，配送效率更高。

图表29： 2019年4月-6月外卖骑手日均服务用户数（位）



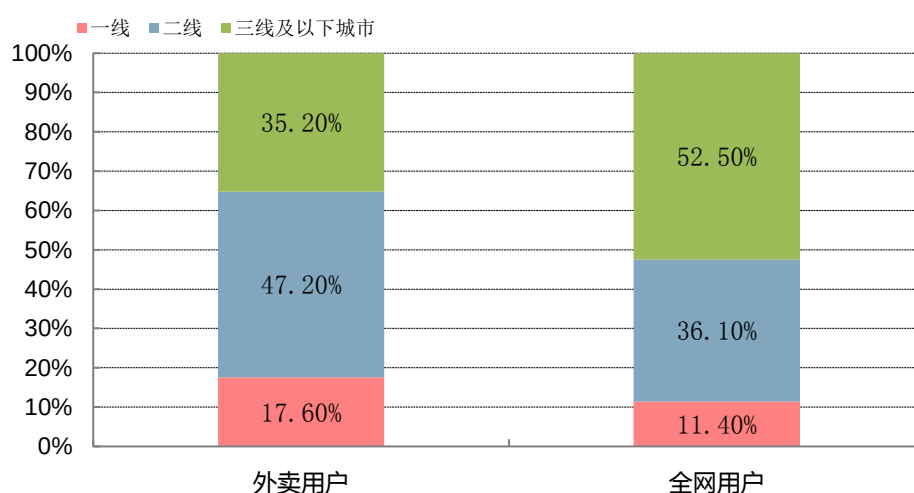
资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

2.1.2 未来增长机遇：拓展外卖市场，增加品类提高频次

在 2019 年第二季度财报电话会议中，美团重申当前战略重心仍然在于推动增长、满足需求而非急于变现，即使是规模已经很大的到店和外卖到家业务也依旧会持续投资。对于到家业务和到店业务，我们认为未来增长方向在于：1) 扩张市场，渗透各类用户群体，提高已有业务的渗透率；2) 增加服务种类，提高单个用户使用平台服务的频次。

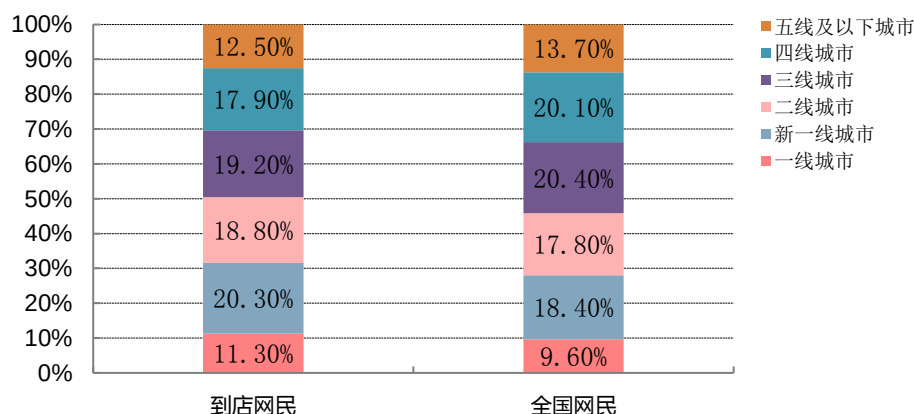
扩张市场：提高用户渗透率，到家业务下沉市场。对于外卖为主的到家业务和到店业务来说，已有规模很大、用户粘性较高的情况下，可以通过提升在全网网民中的渗透率来挖掘增量。和全网用户城市等级结构对比，外卖用户和到店业务用户多分布在高线城市，三线及以下城市占比较少。在一二线城市市场逐渐稳定的情况下，下沉市场是一波重要的用户增量。

图表30： 2019 上半年外卖用户及全网用户城市等级分布



资料来源：Trustdata 移动大数据·中信建投研究发展部

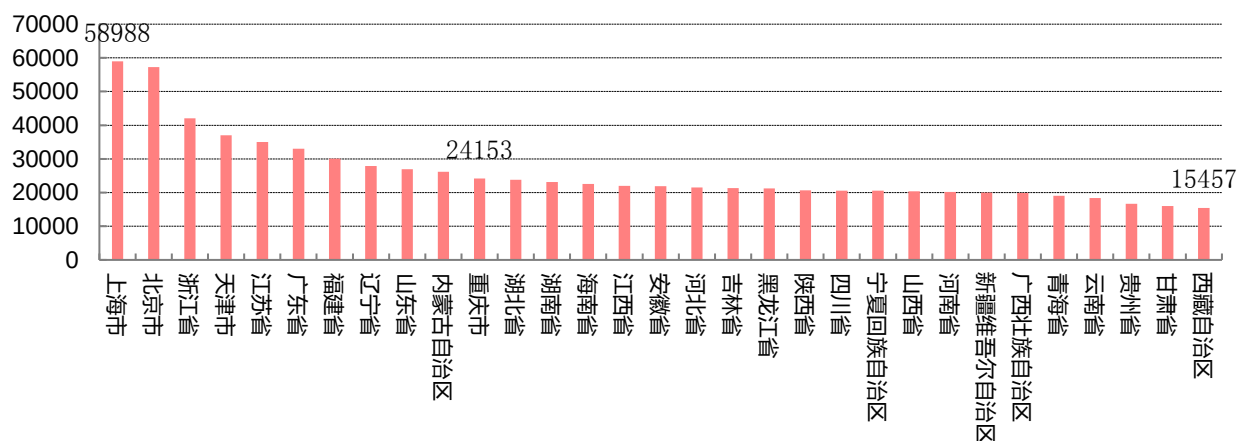
图表31： 2018 年到店用户及全国网民城市等级分布



资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部

不同于生活成本高、节奏紧张的高线城市，低线城市居民对快捷、便利的外卖服务粘性并没有那么高，低线城市商家对外卖平台的让利空间也更窄。从消费者角度来看，**低线城市居民：1）时间较充裕，休闲娱乐时间多；2）城镇化低，交通便利，出门采购等成本低；3）生活成本较低，生活压力小。**他们对节省时间等便捷服务的需求较低。同时较低的可支配收入导致低线城市居民对配送费用敏感度高，总体来看获得低线城市用户的粘性更艰难。

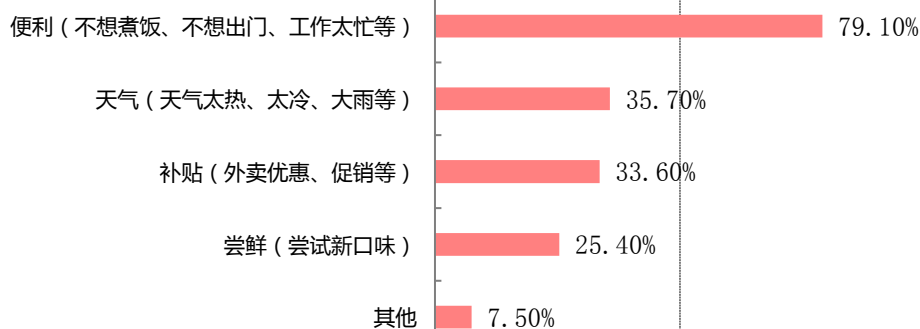
图表32： 2018 年全国 31 个省及直辖市居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

外卖下沉主要利用小镇青年的“懒人”经济效应。根据极光调研，下沉市场用户点外卖主要动因为“懒”，占比高达 79.1%，特别是年轻一代，他们喜欢宅又不爱做饭；同时消费意愿强，平均每月将个人收入 85.6% 用于消费，3 成用于饮食消费，线上消费意愿强烈。外卖从高线城市的节省时间的功能性的消费变成低线城市的满足“懒”的需求的情感消费。

图表33： 下沉市场用户外卖驱动因素



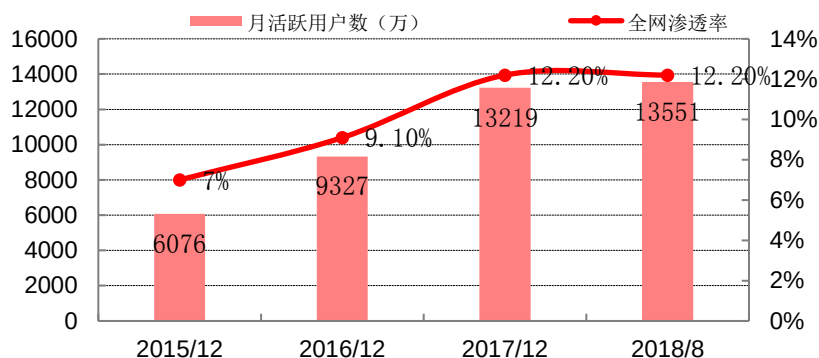
资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

顺应“懒人需求”，增加配送商品种类，提高使用频次。根据 QuestMobile 数据，将“懒”人群体定义为虽不出门，但使用手机享受各种上门服务的人，则“懒”人群体规模逐年递增，全网渗透率也逐渐提高。顺应“懒”需求，多种服务有了新的增长市场，如生鲜到家、商超日用品到家等。

其次，除了配送品类的丰富，还可以通过推动餐饮类消费频次增加实现增长，如非正餐的需求，根据 Trustdata

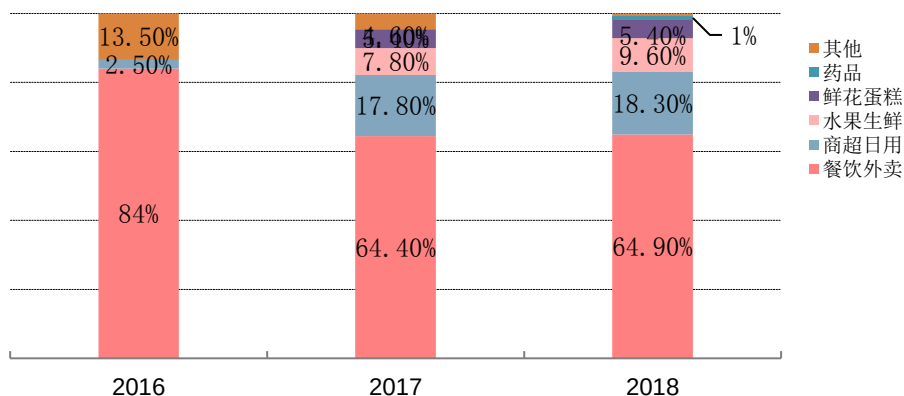
移动大数据监测平台，2019 年上半年下午茶时段用户订单同比增长 12.8%，夜宵同比增长 8.9%；或是增加餐饮的消费场景，如学校、酒店等。

图表34： 2016-2018 年“懒”人群整体用户规模



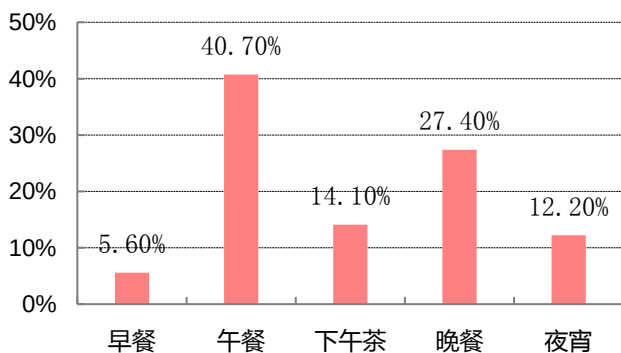
资料来源: QuestMobile, 中信建投研究发展部

图表35： 同城 B2C 即时配送细分品类订单份额



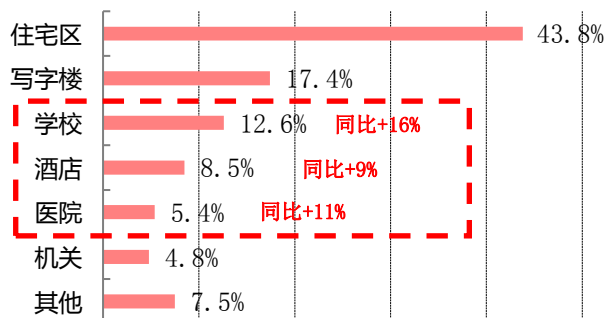
资料来源: 比达咨询, 中信建投研究发展部

图表36： 2019 年上半年分时段用户行为分布



资料来源: Trustdata 移动大数据, 中信建投研究发展部

图表37： 2019 年 Q2 外卖使用场景分布



资料来源: Trustdata 移动大数据, 中信建投研究发展部

2.1.3 外卖市场天花板预测：宏观角度（自上而下）和微观角度（自下而上）

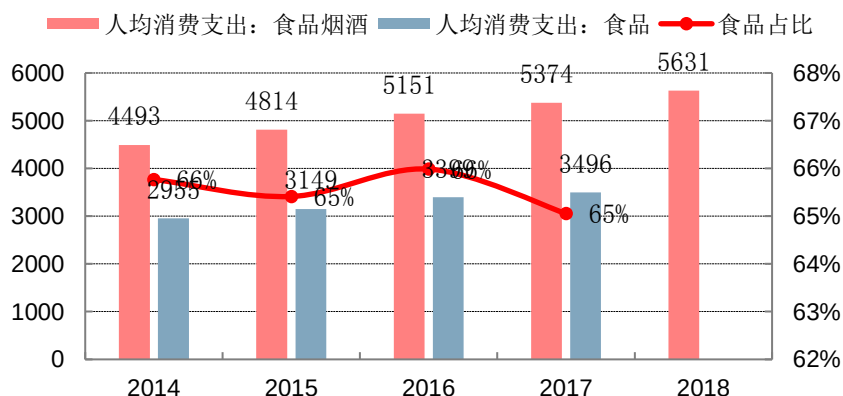
从宏观的角度：外卖其实存在两种替代效应，一是到店就餐的替代，一种是家庭烹饪的替代。

2.1.3.1 外卖的替代效应逐年高速增长

中国居民食物支出总体上可以分成两个部分组成，一是家庭烹饪支出，二是餐馆支出，对于第二点，随着外卖的比重持续提高，我们又可以进一步分成餐馆支出（不含外卖）和外卖支出。因此中国居民食物支出构成可以分成三部分：家庭烹饪、餐馆支出（不含外卖）、外卖支出。

中国家庭食物支出：根据国家统计局的数据，2018 年全国居民人均消费支出中食品烟酒为 5631 元，根结合 2014-2017 年数据，食品占了 65%左右，因此测算 2018 年全国居民人均食品支出为 3660 元。按 13.95 亿人口计算，则中国居民 2018 年食品总支出为 5.1 万亿元。

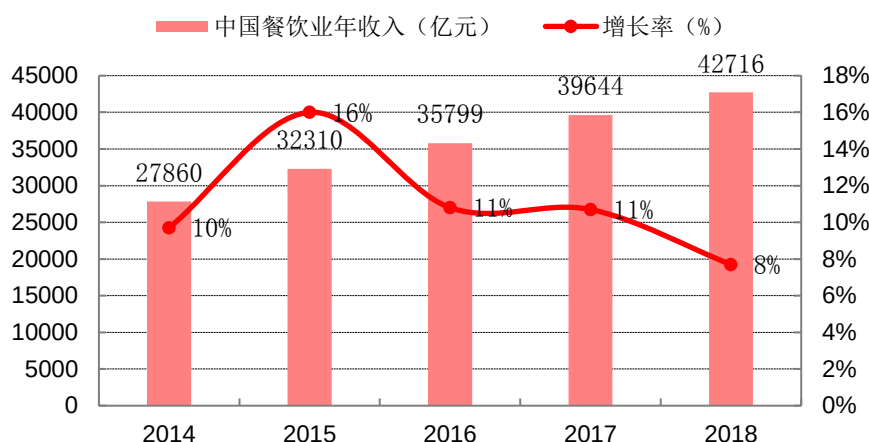
图表38：网络外卖用户使用原因分布状况



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

餐馆支出（含外卖）：根据中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》，中国餐饮业 2018 年收入达到了 4.27 万亿元，如果按食物支出占比 65%来计算，则居民在餐馆的食物支出为 2.78 万亿元。

图表39： 全国餐饮收入变化

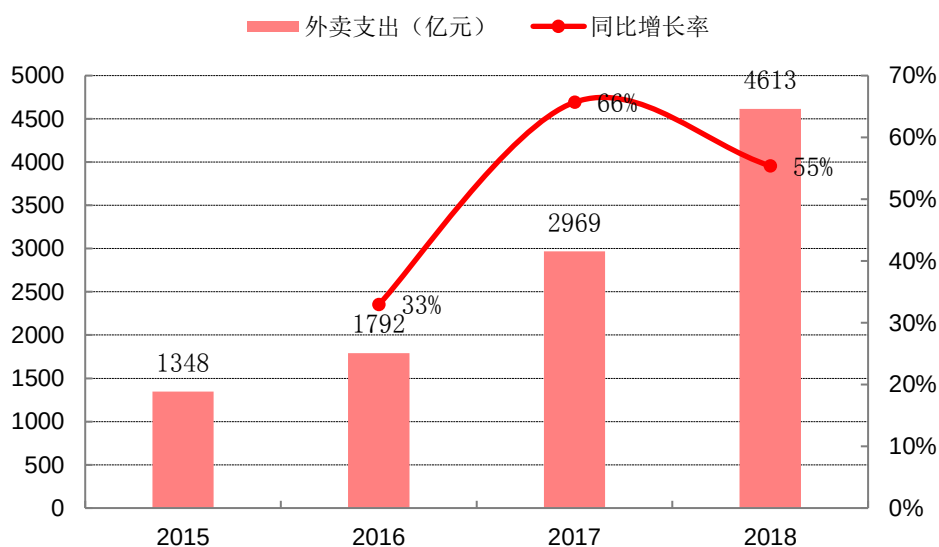


资料来源：中国饭店协会，中信建投研究发展部

家庭烹饪：我们用中国居民食物总支出减去餐馆支出（含外卖）可得家庭烹饪支出，即 2018 年中国家庭烹饪支出为 2.33 万亿元。

外卖支出：根据 Trustdata 的《2019 年上半年中国外卖行业发展分析报告》，中国 2018 年的外卖支出为 4613 亿元，同时将餐馆支出（含外卖）减去外卖支出，我们可以得到餐馆支出（不含外卖）为 2.32 万亿元。

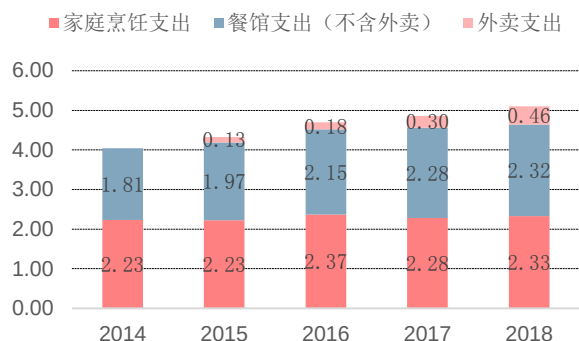
图表40： 2015-2018 年中国外卖支出



资料来源：Trustdata，中信建投研究发展部

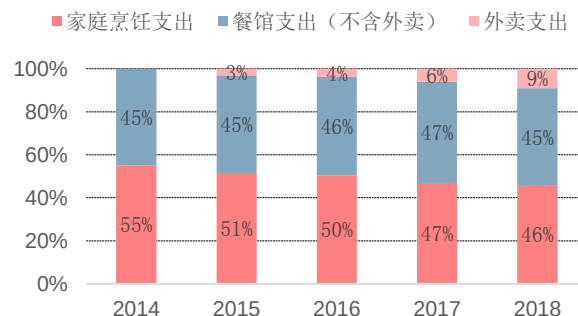
根据上述推算方法，我们分别计算 2014-2018 年中国家庭食物支出的各部分收入以及各自的占比（2014 年外卖收入忽略）。从总体来看，中国用于家庭烹饪支出总体保持大致不变，中国食物支出的增长主要来自餐馆支出（不含外卖）和外卖支出，不过近年来餐馆支出（不含外卖）增长有所放缓，而外卖支出仍处于高速增长期。

图表41： 中国食物支出各部分收入（单位：万亿）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表42： 中国食物支出各部分占比



资料来源：中信建投证券研究发展部

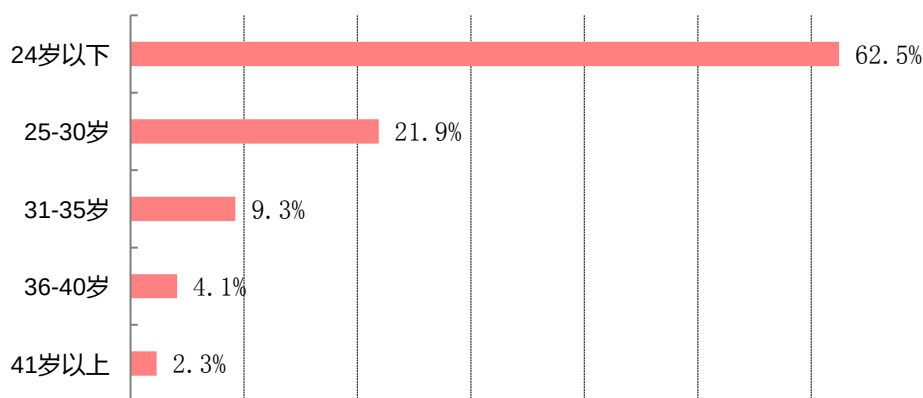
2.1.3.2 外卖市场天花板预测

宏观角度：2023 年达 7842 亿元

1) “懒人”经济

根据 CNNINC，2019 年上半年中国网民规模达到 85449 万人，网络渗透率达到 61.2%，同时网民城乡规模为 73.7%来自城镇，26.3%来自乡村。外卖用户规模为 42118 万人。根据 QuestMobile 的数据，外卖用户中 11577 万人为“懒人”人群，占比 27.5%。在这 11577 万人中，非外卖核心用户的 41 岁以上用户占 2.3%。我们按照“懒人”人群中外卖用户占总外卖用户比例，并排除 40 岁以上非核心用户，来预测未来网民中外卖用户规模。同时，我们假设农村网民难成为外卖用户并予以排除，因此外卖用户规模天花板占总体餐饮市场： $7.5\% \times 61.2\% \times (1 - 2.3\%) \times 73.7\% = 12.12\%$ 。

图表43： 2018 年“懒人”群体中外卖用户的年龄分布

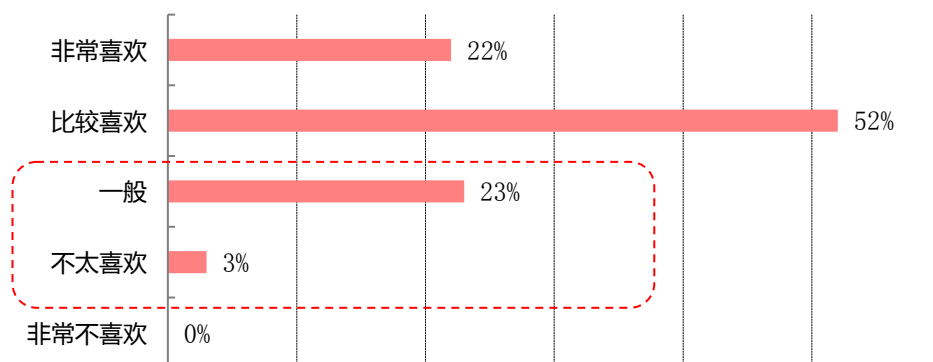


资料来源：QuestMobile，中信建投研究发展部

2) 外卖的家庭烹饪替代效应

外卖家庭烹饪潜在替代空间为 11.05%。我们以购买厨房料理小家电的消费者为“做饭派”的代表，根据艾瑞咨询对 2019 年中国厨房料理小家电用户画像的研究，23%的用户对烹饪的热衷度一般，3%的用户不太喜欢烹饪。保守估计，我们认为对烹饪热衷度一般的用户中 35%的用户和不太喜欢烹饪的用户会成为外卖潜在用户，总共占比为： $23\% \times 35\% + 3\% = 11.05\%$ ，与 12.12%接近。我们取 12%为最终外卖占食品支出比例的天花板。

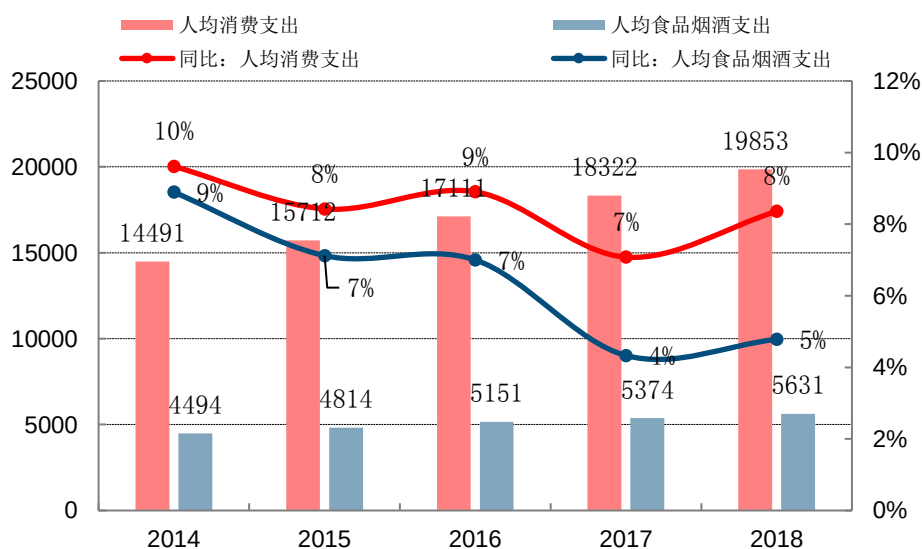
图表44： 2019 年中国厨房料理小家电用户烹饪热衷度



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

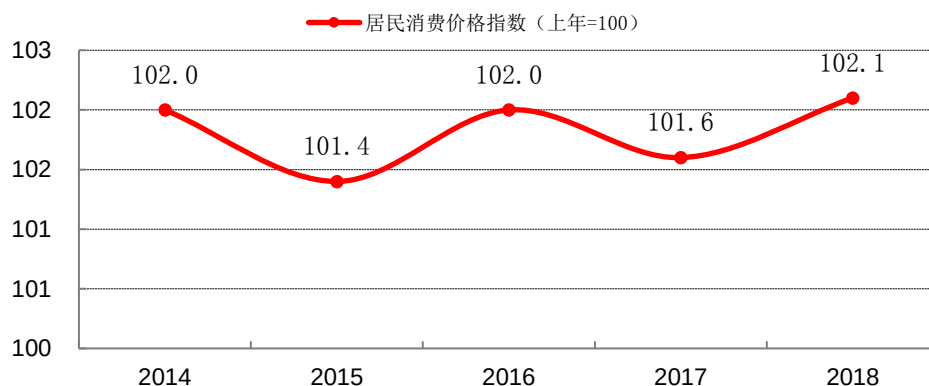
此外根据上文 2014-2018 年中国食物支出各部分支出变化，我们认为家庭烹饪支出增长率与 CPI 相近，按 2%的增长率计算（此处不考虑外卖对家庭烹饪的替代效应）。参考中国饭店协会发布的全国餐饮收入变化，全国餐饮收入增速由 2015 年的 16%降至 2018 年的 8%，餐饮支出（非外卖）部分按 6%的增长率计算，可得 2023 年家庭烹饪支出会达到 2.57 万亿元，非外卖餐馆支出达到 3.18 万亿元。根据预测，外卖支出会达到 12%的占比，即烹饪+到店餐饮支出占 88%。可算得 2023 年整体食物支出规模为 $(2.97+2.69)/88\% = 6.54$ 万亿元，外卖市场规模将达到 7842 亿元。

图表45： 人均食品烟酒支出和人均消费支出



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图表46：居民消费价格指数（上年=100）



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

图表47：外卖天花板预测（万亿元）

	2018 年	2018-2023 年增长率	2023 年
家庭烹饪	2.33	2%	2.57
到店	2.32	6.5%	3.18
总共			5.66
外卖占比			12%
烹饪+到店支出占比			88%
食物支出			6.54
外卖支出			0.7842

资料来源：中信建投研究发展部

2.1.3.3 从微观角度：外卖天花板可达 1.8 万亿（6-7 年）

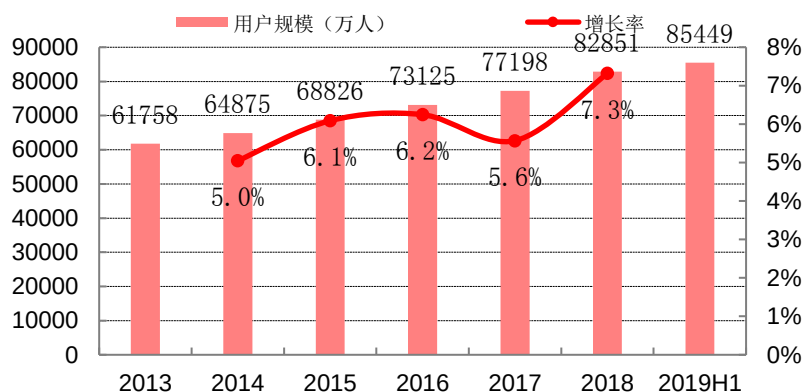
外卖规模空间体现在外卖用户渗透率和单用户日均使用频次上。

$$GMV = 365 * \text{日均单量} * \text{客单价}$$

$$\text{日均单量} = \text{外卖用户数量} * \text{人均日单量} = \text{外卖用户数量} * \text{单用户使用频次（单/每天）} / \text{平均拼单人数}$$

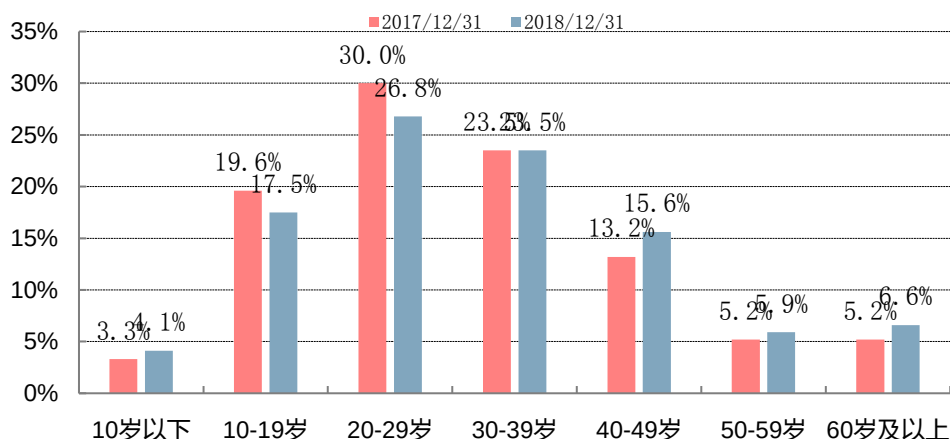
根据 CNNIC，2018 年中国在线外卖用户规模为 4 亿人，2019 年上半年中国网民规模已达到 8.54 亿人。2018 年底全国网民年龄结构中，10 岁以下占 4.1%，60 岁及以上占 6.6%；2019 年上半年网民城乡分布中，城镇网民占比 73.7%。考虑幼年或老年人群成为外卖用户的可能性低，以及外卖渗透到农村范围的可能性低，我们预测外卖用户占全网网民渗透率天花板为：（1-4.1%-6.6%）*73.7%=65.8%，则外卖用户规模天花板为：8.5449*65.8%=5.62 亿人。

图表48： 2013-2019 中国网民规模及增长率



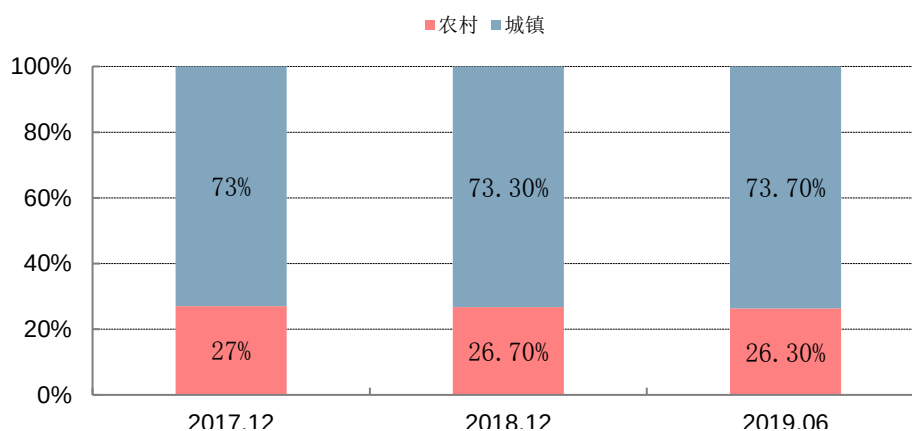
资料来源：CNNIC 中国互联网络信息中心·中信建投研究发展部

图表49： 2017-2018 年网民年龄结构



资料来源：CNNIC 中国互联网络信息中心·中信建投研究发展部

图表50： 2017-2019 上半年城乡网民结构情况

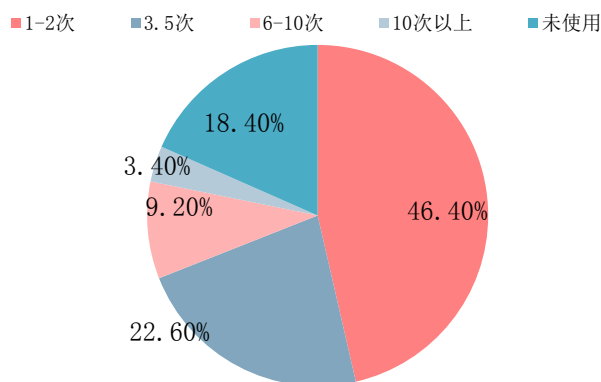


资料来源：CNNIC 中国互联网络信息中心·中信建投研究发展部

在外卖订单频率上，预计 6-7 年后外卖平均每年可实现的订单频率为年均 65 单。假设的依据有两个，一是今年 Q2 约 46.4% 的外卖用户每周订单频率已经到达了 1-2 次。假设平均数为 1.2 单/每周，则年化下来就有 62.5 次。加上部分每周订单频率 3-5 次和 6-10 次的，总体订单会超过 65 单/每年。

依据二：2018 年美团外卖人均订单量为 21.1 单/每年，以每年 17% 的复合增长，六年后每年订单频率就提升至 65 单以上。

图表51： 2019 年 Q2 中国互联网餐饮外卖用户最近一周内订购频率



资料来源：比达咨询·中信建投研究发展部

根据美团财报数据，2019 年 Q3 外卖市场客单价提升至 45.32。我们认为外卖 6-7 年之后的客单价可以达到 50 元左右。则届时全国外卖市场天花板规模为：

GTV=外卖用户数量*每个用户每年订单频次（单/年）*客单价

= 5.62*50*65= 1.83 万亿元

2.1.4 美团外卖盈利预测：美团外卖市占率、变现率提升，盈利结构优化

根据漏斗效应，平台的 GTV 通过变现率形成收入，收入通过毛利率得到毛利，在最后除去各费用率的效应的到净利润。提升外卖的盈利能力可以从以下方面入手：

1) **提升变现率，即收入/GTV 比率。**变现率提升可以通过：商家扣点率的提升；用户端直营配送的配送费的收取；广告营销服务收入占比提升。

2) **毛利率提升。**销售成本中 93% 来自每单外卖骑手成本。毛利率的提升主要来自规模效应带来的每单骑手成本的下降，以及非餐配送提升订单密度，使每趟配送成本无大幅下降的情况下降低每单的配送成本。

3) **净利润弹性和空间。**外卖净利润的产生是一个漏斗效应，外卖净利润=交易笔数*客单价*变现率*毛利率-三费摊销。我们通对外卖市占率、变现率、毛利率做了悲观、中性和乐观情景的敏感性分析。我们做了同时改变三个变量的三种情景分析和仅改变其中一个变量后相对应的情景分析。同时改变三个变量的情景分析中净利率在悲观情境中降低了很多。然而只控制一个变量后，我们发现导致净利率下降的主要因素并非交易笔数的增幅下降，而是毛利率和变现率的提升速度。三种情景下变现率只相差大约 1 个百分点，毛利率相差 2 个百分

点，外卖净利润相差较大。与此同时外卖看到，外卖净利润的弹性非常大，且有望 5 年后创造近 300 亿净利润。

以下是我们外卖净利润弹性空间假设情景之一。

图表52： 净利润弹性情景分析（亿元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
行业交易总额	1,257	3,055	4,713	6,620	8,720	11,170	13,390	15,420
YOY	155.4%	143.1%	54.26%	40.45%	31.72%	28.10%	19.87%	15.16%
美团外卖交易总额	587	1,711	2,828	4,104	5,581	7,261	8,837	10,331
市场份额	46.70%	56.00%	60.00%	62.00%	64.00%	65.00%	66.00%	67.00%
美团外卖客单价（元）	37.03	41.84	44.23	45.00	46.00	46.50	47.00	47.50
交易笔数（百万）	1585	4089.7	6393.4	9120.9	12132.2	15614.0	18803.0	21750.3
变现率	9.0	12.3	13.5	14.0	15.0	16.0	17.0	17.5
营业收入	53.0	210.3	381.4	574.6	837.1	1161.7	1502.4	1808.0
YOY			81.37%	50.65%	45.68%	38.77%	29.33%	20.34%
毛利率	-7.74%	8.08%	13.81%	16.00%	18.00%	20.00%	21.50%	22.00%
毛利	-4.1	16.99	52.68	91.94	150.68	232.34	323.01	397.76
用户激励	26	42	54	76.75	89.29	105.28	106.05	113.65
用户激励占 GTV 比重	4.43%	2.45%	1.91%	1.87%	1.60%	1.45%	1.20%	1.10%
外卖业务净利				15.19	61.39	127.06	216.96	284.11
Yoy					304.24%	106.97%	70.75%	30.95%
每单净利				0.17	0.51	0.81	1.15	1.31
净利润率				2.64%	7.33%	10.94%	14.44%	15.71%

资料来源：中信建投研究发展部

2.2 非餐到家：非餐到家是餐饮到家的有效补充

2.2.1 业务概览

开启外卖以外的其他到家业务，如美团买菜、商超跑腿等，充分发挥基础设施效应。在配送物流趋近成熟、单趟配送成本难以大幅下降的情况下，开启到家业务可以提升单次配送运送的订单量，即提高订单密度，从而降低单笔订单的配送成本，让利更多给用户。

图表53： 美团非餐到家的主要业务

	美团闪购： 定位为本地即时购物平台，为用户提供基于位置的零售和即时配送服务。用户通过手机下单即可快速买到周边各类商家提供的丰富商品，涵盖超市便利、生鲜果蔬、鲜花绿植、服装鞋帽、母婴用品和健康护理等众多品类。
	美团跑腿： 一对一同城速递服务，可分为取送件和代购。代购业务消费者可以指定地址也可以让骑手就近购买。服务按速递服务里程收费。
	美团买菜： 美团自营生鲜零售业务，定位为社区居民的“手机菜篮子”，在品类上聚焦新鲜蔬菜、水果、肉禽蛋、米面粮油、水产海鲜等三餐食材，满足消费者日常生鲜消费需求。
	小象生鲜： 美团自营的集生鲜食品、餐饮、电商和即时配送于一体的线上线下一体化生鲜超市。品类涵盖蔬菜、水果、海鲜、肉禽蛋、乳品饮品、零食、粮油等。目前北京有两家门店

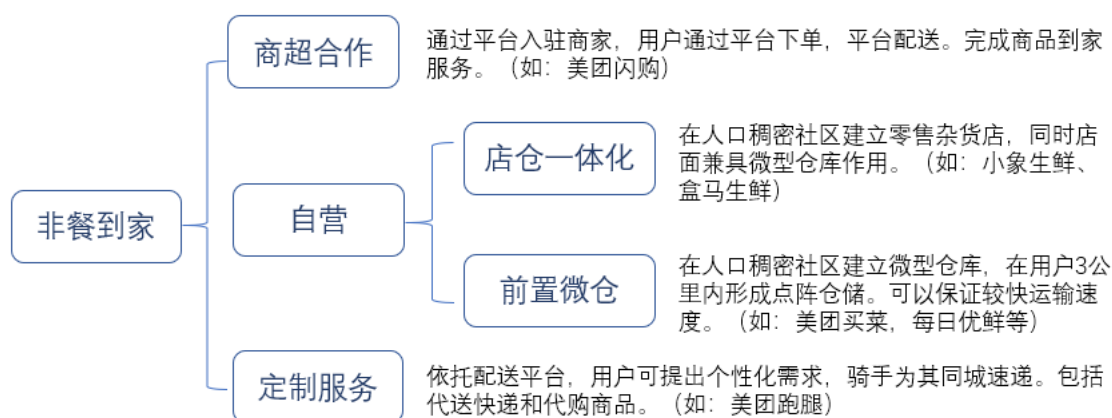
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

目前美团商品到家的服务场景由餐饮拓展到生活超市、生鲜果蔬、医药健康、鲜花绿植等多个品类。到家业务不仅满足人们关于吃的需要，而且拓展至满足人们更多元化的生活需要。

2019 年第三季度，美团的餐饮外卖交易金额达 1119 亿，同比增长 39.88%；营业收入 155.77 亿，同比增长 39.5%。美团新业务及其他分布的第三季度营收达到 57.4 亿，同比增长 65.42%。非餐到家业务版图扩张势力较为迅猛。

得益于即时配送的快速发展，非餐到家的应用场景越来越丰富。为了满足不同的市场需求，结合企业自身的发展阶段。不同的企业可能采取不同的经营模式。目前市场中存在 4 种主流的非餐到家配送模式。

图表54： 非餐到家的四种模式



资料来源：中信建投研究发展部

非餐到家对消费场景及业务范围的拓宽。非餐到家形式多样，针对的商品也更加丰富。用户不仅可以在家享受餐饮外卖到家，更可以足不出户就能在家选购生活百货。对于用户而言，非餐到家带来选项的极大丰富带来用户体验的极大提升，既拓宽了业务范围，又增加了用户粘性。

非餐到家对消费群体的拓展。餐饮到家的渗透率有限。根据 CNNIC 数据，截至 2019 年 6 月，我国网上外卖用户规模达 4.21 亿，较 2018 年底增长 1516 万，占网民整体的 49.3%；美团 CEO 王兴在第二季度财报电话会议上提出，中国有 8.5 亿城市人口，按每人一日三餐计算，每天产生 25 亿顿饭需求，在外卖行业中，两家公司合起来只有 2%渗透率，从另一个角度来看，除去外卖和到店就餐，中国家庭绝大多数就餐场景，依然是在家做饭。所以，在家烹饪的需求市场依然很大，而生鲜杂货类非餐到家能很好满足炊前的必要准备。

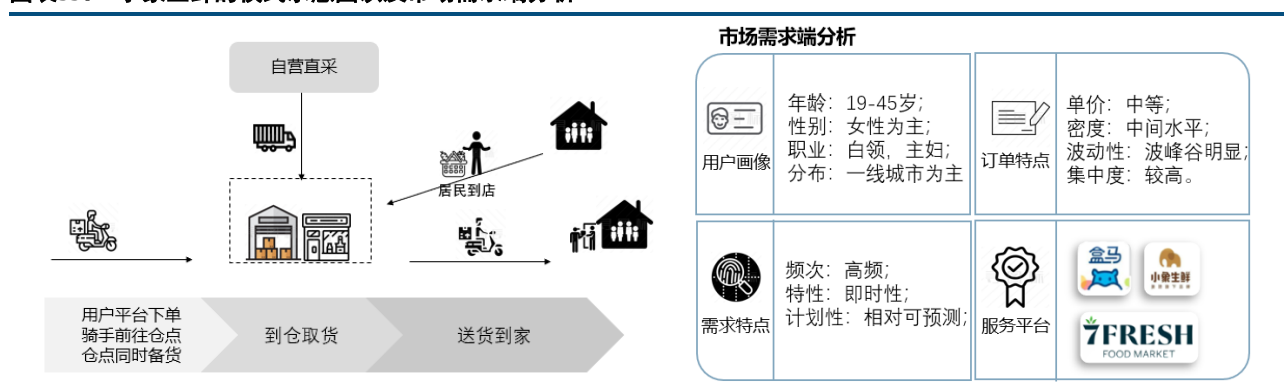
非餐到家对订单密度的提升。在配送物流趋近成熟、单次配送成本难以大幅下降的情况下，开启到家业务可以提升单次配送运送的订单量，即提高订单密度，从而有望降低单笔订单的配送成本。

2.2.2 小象生鲜：实验属性的新零售实体店

2.2.2.1 小象生鲜的概况

2017 年 7 月，美团开启第一家生鲜实体店“掌鱼生鲜”，于 2018 年 5 月升级为“小象生鲜”，由于投资回报率不达预期，美团 19 年上半年关闭 5 家小象生鲜底线市场门店。重点发展社区小店零售，打造基于前置仓的美团买菜，满足非餐到家的需求，与外卖业务形成互补。目前小象生鲜在北京有两家实体店。

图表55： 小象生鲜的模式示意图以及市场需求端分析



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

小象生鲜的经营模式采用的是店仓一体化，在社区建立小象生鲜的实体店面，同时店面具有微型仓功能。店面的生鲜货源采取自营直采方式，周边居民可以亲自到店，体验所见即所得的线下选购，也可以网上下单，享受 30 分钟送货上门的快捷服务。

优点：1) **获客渠道丰富**。店面设在人口稠密的居民区，既可以被附近居民线下实体店购买，又可以实现线上配送。2) **降低生鲜损耗**。简单的仓储同样可以减少生鲜搬运和暴露时间，减少损耗。3) **配送效率高**。由于骑手无需寻找各种商户，只需前往固定地点，单次取货单数也有所提高，配送效率高。

缺点：1) **成本巨大**。由于店面租金，人员工资等各类成本巨大，会对公司总体现金流有较大影响。

图表56： 小象生鲜的用户界面



开机动画：确定产品定位。美团自营的集生鲜食品、餐饮、电商和即时配送于一体的线上线下一体化生鲜超市。品类涵盖蔬菜、水果、海鲜、肉禽蛋、乳品饮品、零食、粮油等。

首页：促销商品及各大分类。

分类：商品的细致分类。

购物车：用户选购商品预结算页面。

我的：个人基本信息，服务信息及其他信息。

资料来源：小象生鲜APP，中信建投研究发展部

2.2.2.2 业务重心转移：生鲜业务中心转移到买菜业务上

当前美团推出美团买菜的服务，供应链系统由小象事业部搭建的，与小象生鲜共用，而小象生鲜的快速开店，说明美团现在更专注买菜业务，试图从蔬菜这一切入点进入生鲜业务的战场。同时根据美团管理层公开发言，美团将小象生鲜和美团买菜定义为两个不同的方向。一个方向是开店服务半径较大，店与店互相之间都有自己的势力范围，另外一方向是新零售新物种做法，是密集地开店。密集开店的策略是，希望这个点不仅提供买菜或者是便利服务，可能还会提供一些生活服务，与五六个小区组成一个社区，用这一个点覆盖服务，甚至将来快递业务、社区服务都会接入，现在美团更多倾向于这样的方式去做。

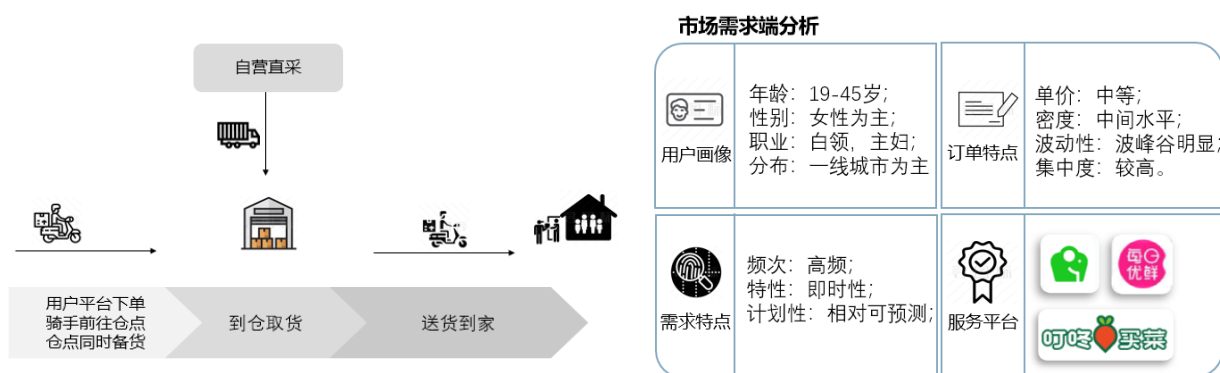
小象生鲜在短期内，或将停止扩张步伐，实行暂时冷藏战略。

2.2.3 美团买菜：从蔬菜业务寻找生鲜市场新入口

2.2.3.1 美团买菜的概况

2019年1月，美团推出了自营模式的“美团买菜”。供应链系统是由小象事业部搭建的，与小象生鲜共用。该模式目前在北京、上海和武汉展开，其中北京市场站点数量为47家，累计用户数已达到一定规模，为美团买菜模式复制到其他区域奠定了基础。同时美团买菜在10月19日宣布正式上线深圳，首批开出9个前置仓。美团买菜采用密集开店的策略，今年Q3财报中强调美团买菜在继续提升自营城市的仓库密度，致力于为客户提供全面便捷的生鲜服务。项目目前仍处于经营试水阶段，但美团买菜持续开辟新市场及经营策略的迭代升级，表明了美团对于持续布局买菜业务的决心。

图表57： 美团买菜的模式示意图和市场需求分析



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

美团买菜的业务模式是在人口密集社区开设小型杂货店，专注于为附近消费者提供便捷的买菜体验以及家庭烹饪原料和水果等高频核心商品。目前小象生鲜基本停摆，美团依托买菜转换为前置仓+自提模式。

优点：

- 1) 降低生鲜损耗。**微仓可以做到减少生鲜暴露时间，快速配送。其中无论是冷链还是隔氧过程，都优于传统商店到家，从而能更好地减小损耗。
- 2) 配送效率更高。**仓库离用户生活区更近，3公里内的微仓可以使配送变得更快，而骑手也只需前往较为固定的微仓取货，这样节约了较多的取货时间，提高整体的配送效率。
- 3) 获取用户信赖。**所有的前置仓均为自营模式，美团对供应链的各个环节均有快速灵活的控制能力，通过经验积累及持续改善能够为客户提供更优质的服务，获取用户信赖。

缺点：

- 1) 前期成本较高。**无论是仓库配置需要固定成本，还是货品的购置成本，仓库管理的人力成本都需要大量投入。
- 2) 缺乏贸易壁垒。**由于仓库的固定性，所以配送过程没有涉及庞大的精密计算，经营模式较为简单，缺乏经营壁垒。

图表58： 美团买菜的用户界面



开机动画：确定产品定位，即居民的“手机菜篮子”。

开机广告：本期低价促销商品，吸引顾客购买，带动总体销售。

首页：一元菜场促销商品及各大分类。

分类：商品的细致分类。

菜谱：提供菜单参考，并在下级菜单中提供具体食谱及原材料选购，做到炊前一站式服务。

购物车：用户选购商品预结算页面。

我的：个人基本信息，服务信息及其他信息。

资料来源：美团买菜APP，中信建投研究发展部

2.2.3.2 美团买菜的主要竞品及其优势

在生鲜市场不断细分的过程中，前置仓模式热度高涨，店仓一体化等新零售模式，社区拼团模式不断涌现。生鲜电商不断重新洗牌，美团买菜在这场生鲜电商的厮杀中，仍然胜负未知，可以确定的是，美团不会放弃这块市场，和其他电商共同竞争。

图表59： 美团买菜主要竞品

	美团买菜	盒马生鲜	每日优鲜
主要区域	一线	一线	一线
主要城市	北京、上海、武汉	北京、上海	上海、北京
特色产品	蔬菜	海鲜水产	水果
门店/前置仓	仓 18+	店 150+	仓 1500+
SKU	1500+	6000+	2000+
MAU	依托美团 APP (262.5)	11.4	7.6
最短时长	30 分钟	30 分钟	一小时

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

美团买菜的优势

1. 获客成本低：得益于美团 APP 的庞大用户基数

可以看到，美团的 MAU 压倒性高于其他 APP，由于美团 APP 导流入买菜界面参考 10%，则美团买菜的 MAU 依然属于市场头部。用户基数的优势，使得美团买菜有较强的获客能力。但值得注意的是，由于美团的现金流有限，因此并不能快速复制买菜模式，当前仍处于初步阶段。

2. 餐饮数据支持：精准推荐菜谱

由于美团在本地生活市场已经积累了庞大餐饮数据，美团无论是通过总体喜爱程度推荐菜品，还是通过用户在本地生活到店业务中的交易精准推荐，都有着得天独厚的优势。生鲜市场是餐饮到家一个极其重要的补充，但是，精准识别每个用户，摸准用户的口味，不是任何一个平台都可以胜任的。

3. 货源、配送体系完善：依托前期积累

一方面，美团买菜依托美团体系，拥有庞大且完善的骑手网络，在物流配送方面优势明显，即使在生鲜订单不够密集的情况，美团依然可以调用餐饮外卖和其他非餐到家业务订单，使得单个骑手单程订单密度适度，骑手送货成本被控制在合理范围。另一方面，小象生鲜的前期试水作用得到了发挥，由于美团买菜和小象生鲜共享供应链系统，货源供给较为成熟。

4. 找准生鲜市场入口：以蔬菜入局另辟蹊径

由于蔬菜的刚需，用户购买需求更高。在大多数电商都以更易储藏运输的水果为主要销售品类是，蔬菜市场的防守更加薄弱。在部分生鲜电商已经抢占水果市场时，美团买菜在相对较晚的时间入局，选择一个好的切口十分必要。

5. 差异化竞争：在价格及食材丰富度上占据优势

为减少盒马鲜生及每日优鲜的正面竞争，美团买菜把目标市场定位于聚焦客户一日三餐所需食材的生鲜前置仓，从商定定价及食材丰富度上做成“线上菜市场”。盒马鲜生定位于中高端用户对优质食材的需求，每日优鲜为客户每日精选品类，而美团买菜则致力于生鲜食材的全覆盖，包括蔬菜豆制品、鱼虾贝蟹、粮油调味等 10 大品类，近 2000 种生鲜商品，且价格亲民，北京模式的成功表明了差异化战略的成功。

6. 低成本配送模式取得成效：隔日送达与到店自提模式

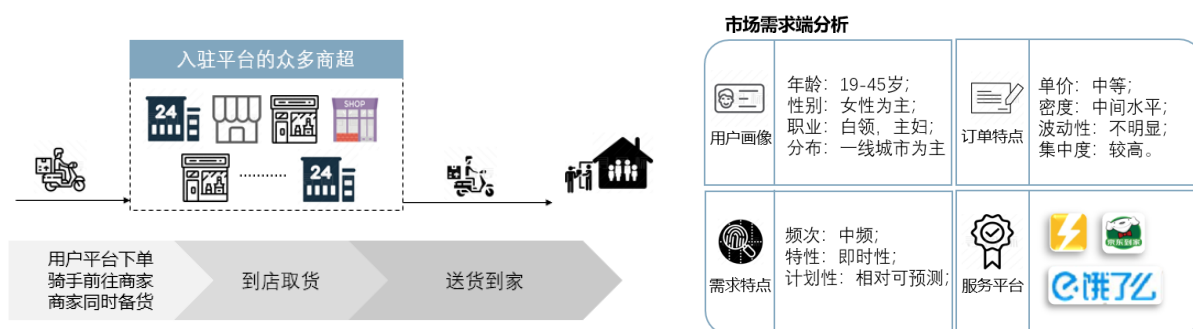
为保持生鲜的最低损耗及满足客户即时性消费需求，“30 分钟送达”几乎为行业标准，但这也使配送成本长期居高不下。美团买菜则额外提供“今日下单，次日送达”及“下单后随时自提模式”两种模式，迎合不同客户的消费习惯，降低前置仓的配送成本，同时到店自取模式具备更高的用户粘性，用户消费习惯的建立为平台带来更高频的返购。

2.2.4 美团闪购：三十分钟到家的生活卖场

2.2.4.1 美团闪购业务概况

2018 年 7 月 8 日，美团点评宣布美团闪购业务正式上线，定位为 30 分钟到家生活卖场。覆盖吃穿用等各种场景。主要的业务范围有超市便利、果蔬生鲜、健康护理、鲜花绿植、服饰鞋帽、美妆、日用百货及母婴产品。主要采用和商超合作方式，邀请商家入驻，用户手机下单，平台提供配送这样的购物流程。

图表60： 美团闪购的模式示意图以及市场需求端分析



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

美团闪购主要采用和商超合作方式，邀请商家入驻，用户手机下单，平台提供配送这样的购物流程。这也是目前美团到家业务中比重最大的部分。

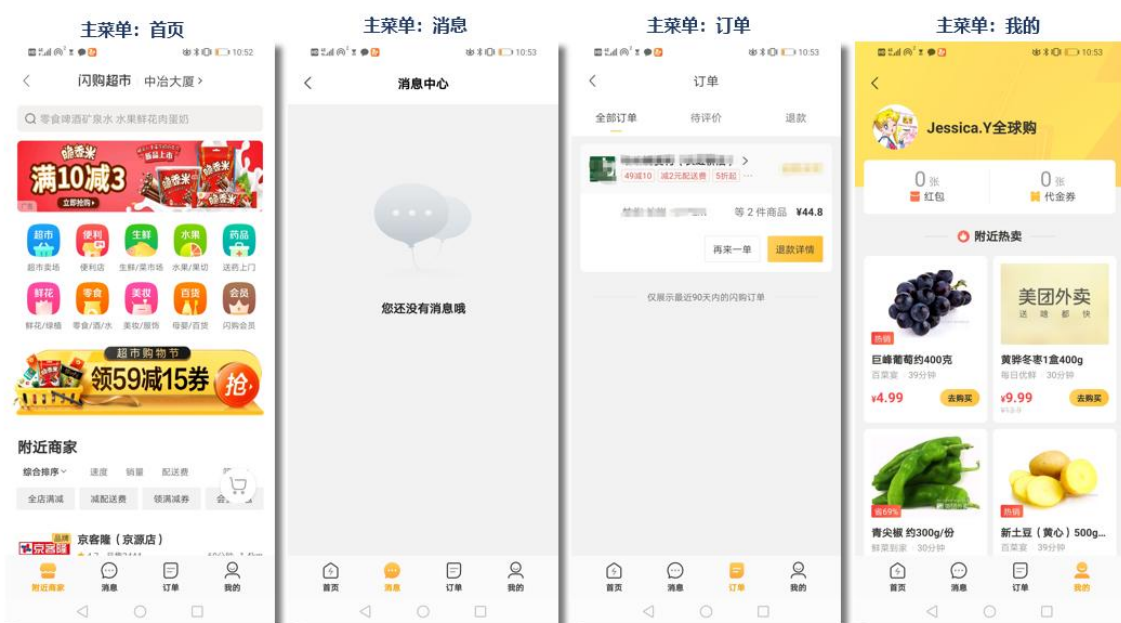
优点：

- 1) 成本低。轻资产模式，**只须提供配送服务，无需投资实体店面和大量实物货品，使得现金流更为充足。
- 2) 商品品类足够丰富。**由于市场中商家的品类丰富、数量众多，商品体量庞大。这是单个自营商店难以匹敌的。
- 3) 获客成本较低。**由于平台已经积攒大量用户，只需要简单引导，就可以导流至商品到家。
- 4) 有运营经验。**由于商超合作模式与餐饮外卖到家模式十分类似，而餐饮到家已经趋于成熟。因此不管是商户入驻，技术支持，配送网络支持都有较为可靠的保障。

缺点：

- 1) 前期需要花费较大人力成本拓展商店入驻。**由于大部分商店都需要营销人员前去拓展业务，谈判包括佣金率等相关信息，人力成本投入较大。
- 2) 供货源受到外界因素影响。**包括竞争对手对供货商的抢夺，供货商由于个人原因退出平台等。
- 3) 配送时长还取决于商家。**由于配送过程中，商家可能懈怠外卖订单，导致取单时长增加，运作效率变慢。
- 4) 取货效率慢。**商家地理位置各异，骑手搜寻商家地址以及转换每单取货地址，取货效率变慢。

图表61： 美团闪购的用户界面

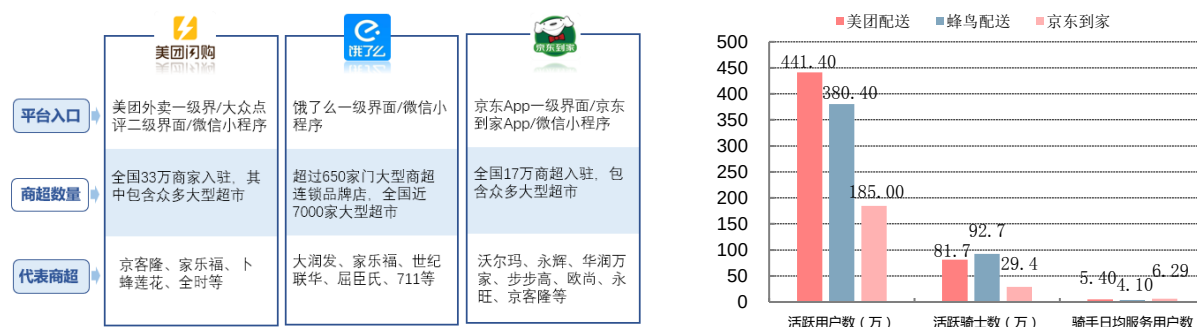


资料来源：中商产业研究院，中信建投研究发展部

2.2.4.2 美团闪购的主要竞品及其优势

在商超入驻平台这一模式中，既有深度型平台，如：淘鲜达、多点等。而流量型的平台包括美团闪购、饿了么、京东到家等。深度型平台重点在于对商户赋能，包括全链路改造、供应链、数字营销、移动支付等方面的合作。流量型平台主要在于平台提供配送。

图表62： 美团闪购和饿了么、京东比较



资料来源：中商产业研究院，中信建投研究发展部

美团闪购的主要优势在于出色的运力系统、配送体系的订单密度、运送速度以及由此降低的配送成本。目前，美团配送在全国有近万家配送站点和前置仓实体网络，服务 360 多万商家和 4 亿多用户，覆盖 2800 余座市县，日活跃配送骑手超过 80 万人。具体到每笔订单上，骑手接到的路径指令是规划引擎在 0.55 秒钟以内选出的，单笔订单的平均配送时长为 30 分钟。

2.2.5 美团跑腿：个性化定制的同城速递

2.2.5.1 美团跑腿业务概况

美团跑腿是利用美团点评成熟的即时配送网络，为消费者提供高效、低成本的同城速递服务平台。于 2017 年 3 月正式上线，可以通过美团 APP、美团外卖 APP、美团跑腿 APP 以及微信小程序等入口进入，承诺最快 1 小时全城送达。美团跑腿按照客单的里程进行收费。

图表63： 美团跑腿代购业务模式示意图



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表64： 美团跑腿代购业务市场需求端分析



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表65： 美团取送件业务模式示意图



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表66： 美团取送件业务市场需求端分析



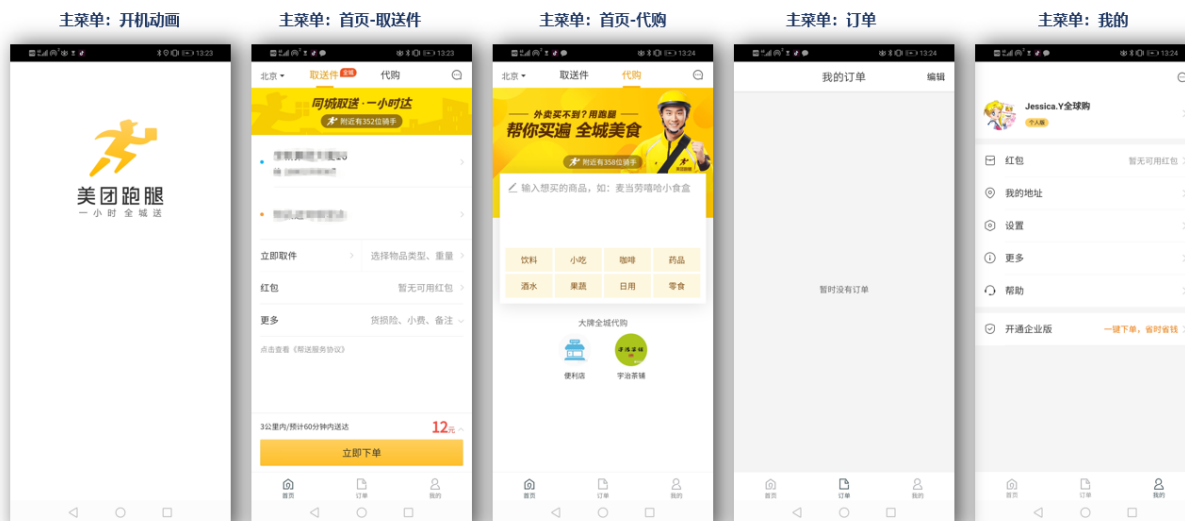
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

美团跑腿的定制服务

优点：1) 满足用户的个性化需求。由于用户可以提出特定商品的购买，包括取送快递，购买非线上商家商品，需求精确化。2) 间接改造非线上商户。对非线上商品间接转线上提供一种出路。

缺点：配送效率下降。骑手需要完成到店挑选商品，以及送货两个过程。备货过程的时间耗费，使得配送效率明显下降。

图表67： 美团跑腿主界面



资料来源：APP 界面，中信建投研究发展部

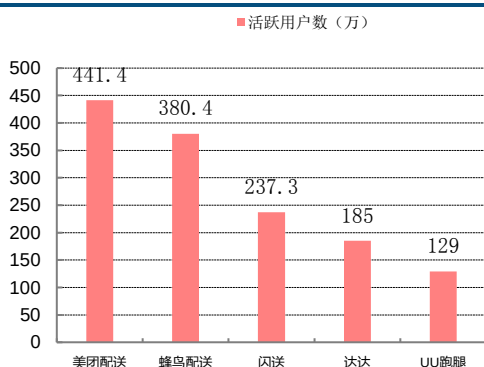
2.2.5.2 美团跑腿主要竞品

当前即时配送门到门业务发展迅速，市场上同城非餐快送平台十分丰富。包括以美团、阿里、京东巨头平台，也包括闪送、顺丰同城急送等独立即时配送平台。

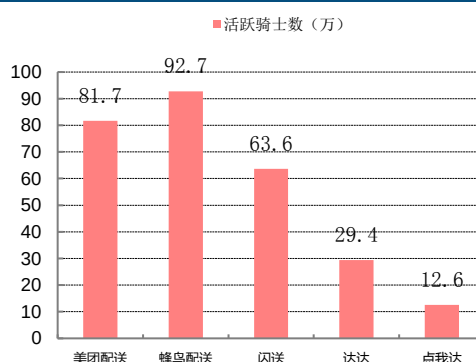
图表68： 主流非餐即时配送平台



资料来源：Fastdata 极数，中信建投研究发展部

图表69： 2019年6月 即时配送平台用户规模


资料来源: Fastdata 极数, 中信建投研究发展部

图表70： 2019年6月即时配送平台骑手规模


资料来源: Fastdata 极数, 中信建投研究发展部

在主流即时门到门配送中, 美团的活跃用户数最多, 活跃骑手数第二。可以看到无论是美团、阿里电商大平台, 还是闪送、达达这类独立即时配送平台。由于门到门配送的特殊性, 导致订单密度有限, 不需要强大的配送后台。闪送更是坚持只做一对一的快递寄送, 以保证快递的安全性。各大平台并没有数量级差距, 小平台依然有生存空间和竞争余地。

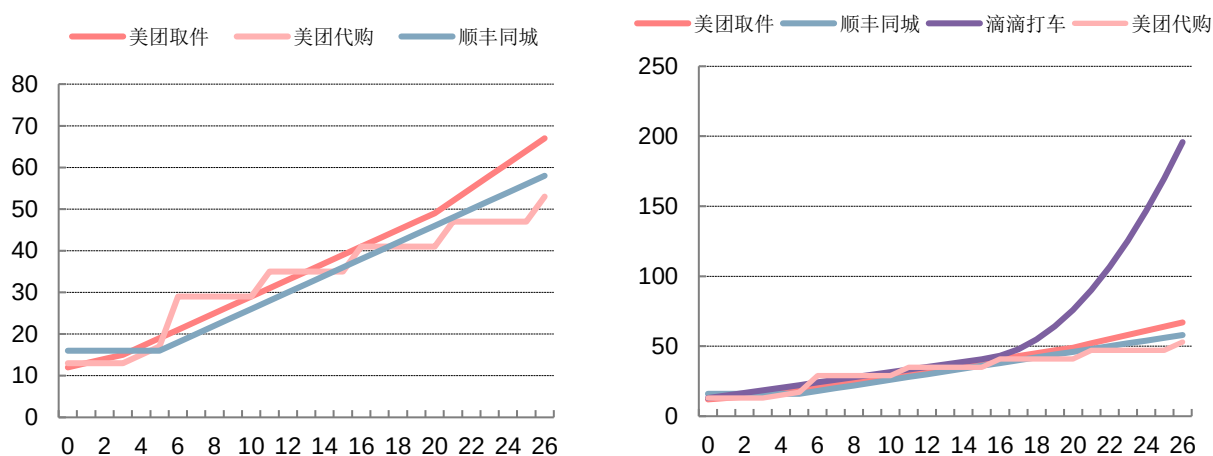
各配送平台收费略有差异, 收费规则也比较相近。美团跑腿取业务主要是根据客单的里程进行收费, 分为基础配送费和距离附加费。以及特殊情况下, 快递的重量、配送的时段、配送的天气也是收费浮动因素。考虑到用户可能选择自取方式和传统快递方式, 将收费规则进行如下对比。

图表71： 各平台即时配送的收费规则

美团跑腿-取送件 收费规则	美团跑腿-代购 收费规则	同期滴滴打车 收费规则	同期顺丰同城速递 收费规则
计费规则 基础配送费 12元 距离附加费 0-3公里的部分 每公里+1元 3-5公里的部分 每公里+2元 5-20公里的部分 每公里+3元 20-27公里的部分 每公里+3元 27-100公里的部分 每公里+2元 重量附加费 6-10公斤时 +6元 超过10公斤时 +10元 特殊时段费 00:00-07:00 +8元 22:00-24:00 +4元 溢价说明 在恶劣天气、下单高峰等情况下, 为促进骑手接单, 平台可能会临时适当调整价格, 以保障良好的服务体验。	计费规则 基础配送费 13元 距离附加费 3-5公里的部分 每公里+2元 5-10公里时 +12元 10-100公里的部分 每5公里+6元 重量附加费 5-21公斤的部分 每公斤+2元 特殊时段费 00:00-02:00 +4元 02:00-07:00 +8元 22:00-24:00 +4元 溢价说明 在恶劣天气、下单高峰等情况下, 为促进骑手接单, 平台可能会临时适当调整价格, 以保障良好的服务体验。	实时用车 起步价 普通时段 13.00元 00:00-10:00 14.00元 17:00-00:00 14.00元 包含里程 3公里 包含时长 10分钟 超出部分, 按照计价规则收取。 里程费 (分时段) 普通时段 1.45元/公里 00:00-06:00 2.15元/公里 06:00-10:00 1.80元/公里 17:00-21:00 1.50元/公里 21:00-00:00 2.15元/公里 时长费 (分时段) 普通时段 0.40元/分钟 00:00-10:00 0.80元/分钟 17:00-00:00 0.80元/分钟 远途费 超出15公里-40公里, 加收远途费 0.50元/公里	计价规则详情 起步价 16元 <5km且<5kg 预估时效 预计50分钟 遇恶劣天气、高峰时段配送时效可能会临时调整, 请以订单实际送达时间为准 超距离时效 距离分段 每增加 时效 5km-10km 1km +7分钟 10km-20km 1km +4分钟 20km-40km 1km +3分钟 40km-150km 1km +1分钟 超里程费 距离分段 每增加 配送费 5km-150km 1km +2元 超重量费 重量分段 每增加 配送费 5kg-20kg 1kg +2元

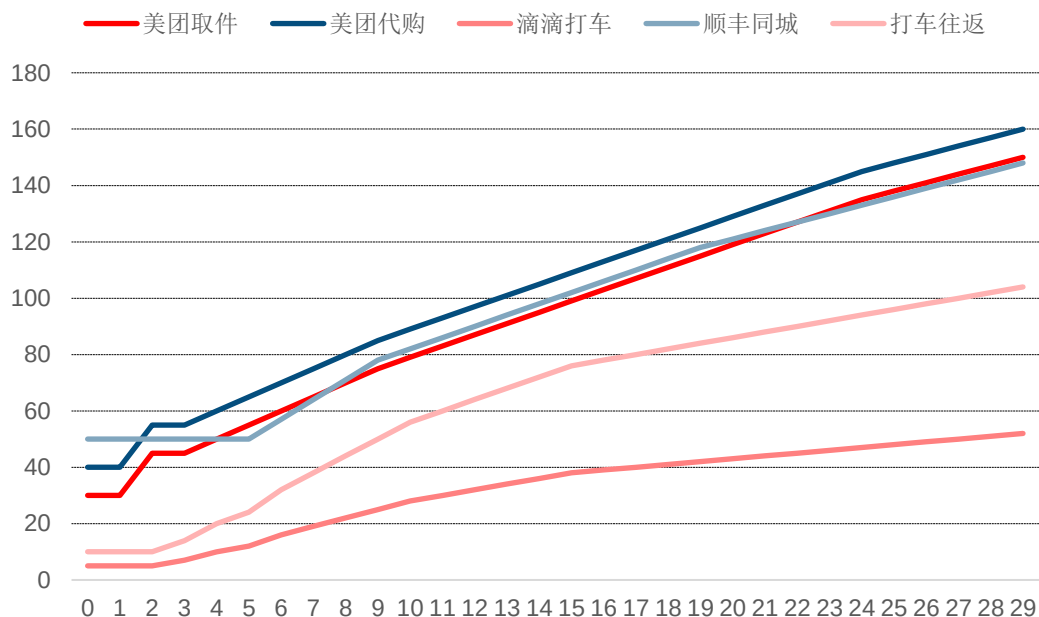
资料来源: APP 界面, 中信建投研究发展部

图表72： 各平台快递里程收费（纵轴：元，横轴：公里）



资料来源：APP 界面，中信建投研究发展部

图表73： 各平台快递运送时效图（纵轴：分钟，横轴：公里）



资料来源：APP 界面，中信建投研究发展部

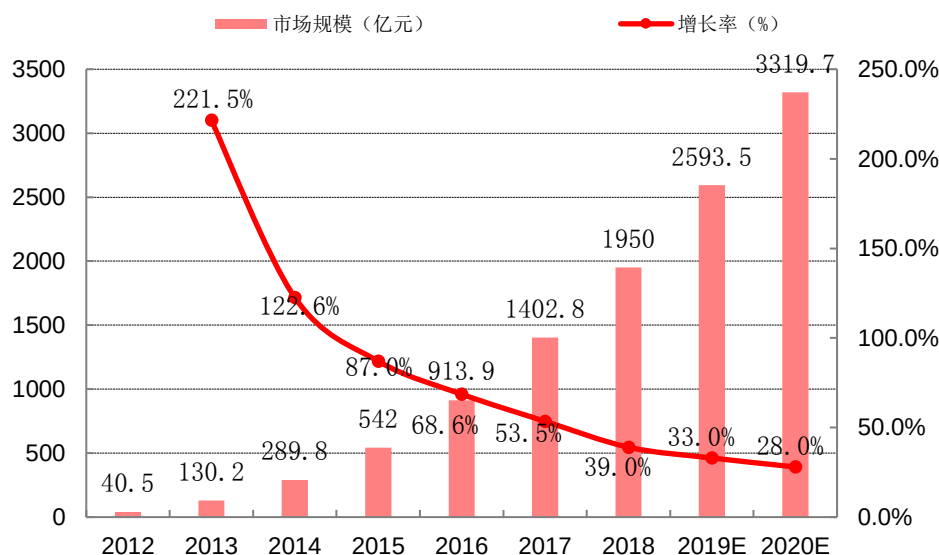
可以看出，美团的运力体系十分强大，远远低于打车取物的费用成本，更节约大量的时间成本。同时，美团在与老牌传统快递企业，如顺丰同城急送业务比较时，在短距离（3 公里）内无论是费用还是时效都有明显优势。在远距离配送时，二者效果类似。

2.2.6 展望&预测

1. 生鲜市场规模高速增长，前景广阔

根据中商产业研究院数据，生鲜电商市场高频刚需，市场前景巨大；2018 年生鲜电商行业市场规模已接近 2000 亿元，预计 2020 年将突破 3000 亿元。生鲜市场总体规模未来可期。

图表74： 2012 年-2020E 中国生鲜市场规模统计与预测

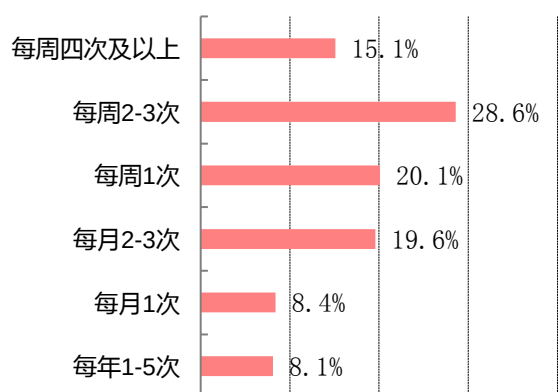


资料来源：中商产业研究院，中信建投研究发展部

2. 中国生鲜电商用户消费频次高：超 6 成生鲜网购用户每周购买一次

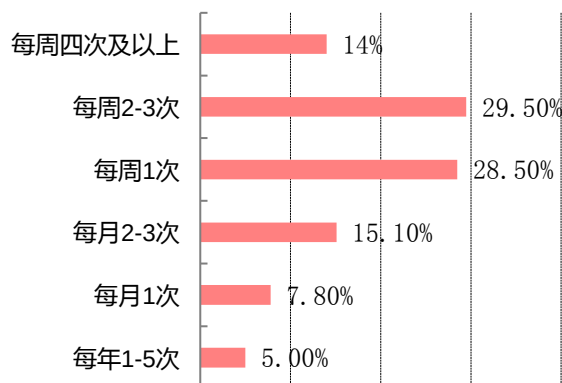
从消费端来看，中国消费者网购生鲜习惯已经养成，调研数据演示，每周购买一次的生鲜网购用户占比达 63.8%，其中每周购买 2-3 次的用户占比为 28.6%。从购买具体的生鲜品类上看，蔬菜远高于其他生鲜频次。

图表75： 2018 年中国生鲜网购用户购买频次



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

图表76： 2018 年中国生鲜网购用户购买蔬菜频次



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

3.生鲜电商新入口：买菜到家

多数生鲜电商会以水果为切入口，因为水果易于运输、保存，且损耗小。但实际统计分析可以发现，水果在购买频次上没有蔬菜的购买频次高。在中国家庭中，蔬菜是刚需，在电商平台中，蔬菜的毛利率也不低。在高频、刚需、高毛利的关键字下，以蔬菜为切入口，打入生鲜市场是一个不错的新角度。

图表77： 2019 年中国生鲜电商市场典型产品及特征

	蔬菜		水果		肉禽蛋		熟食 烘焙	水产品
需求程度	高频需求		高频需求		中频需求		中频需求	中频需求
网购平均每周购买频次	2.08		1.08		1.08		1.39	1.38
毛利率	15%		20%		5%-15%		25%	20%
损耗率	3%-4%		4%-5%		1.5%-4%		4%-5%	3%
代表品类	菠菜	西红柿	橙子	西瓜	土鸡蛋	猪肉	火腿 面包	鲜虾
批发价	0.5-2 元/斤	1.0-2.8 元/斤	1.3-4.5 元/斤	1.0-2.10 元/斤	0.65-2 元/个	10-20 元/斤	——	18-30 元/斤
生鲜电商平台零售价	2.5-7 元/斤	3.3-6.9 元/斤	5.5-11.5 元/斤	3.2-8.3 元/斤	0.6-2 元/斤	10.9-26 元/斤	——	23-30 元/斤
提价幅度	250%-380%	146%-230%	155%-230%	220%-330%	0-20%	9%-30%	——	27.8%-66.7%

资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

根据上面生鲜用户的购买频次，购买习惯，可以看出用户对生鲜市场的需求相当旺盛。所以，有理由相信生鲜市场大有可为。难点是如何在这场生鲜市场抢夺战中取得最终的胜利，实现利润变现。

4.闪购业务仍然有较大发展空间

由于闪购业务采用接入线下商超品牌，具有商品多、轻资产、易推广、强配送等优点。在当前美团而言，这是综合现金流和发展模式，目前必然选择的方式。在未来几年中，美团会发展自营业务，但一定不会忽略商超合作业务，闪购业务仍然会有较大的发展。

5.闪购业务长期可能趋于稳定

由于运送效率受商家影响程度较大，部分商户已经开始发展自己的物流配送，如永辉超市、便利蜂等。而平台自营业务也会挤占部分客源。长期来看，购物线上线下互通是大的趋势。自营业务和商超合作可能会各占一定比例，保持相对稳定。

6.定制化跑腿业务大有可为

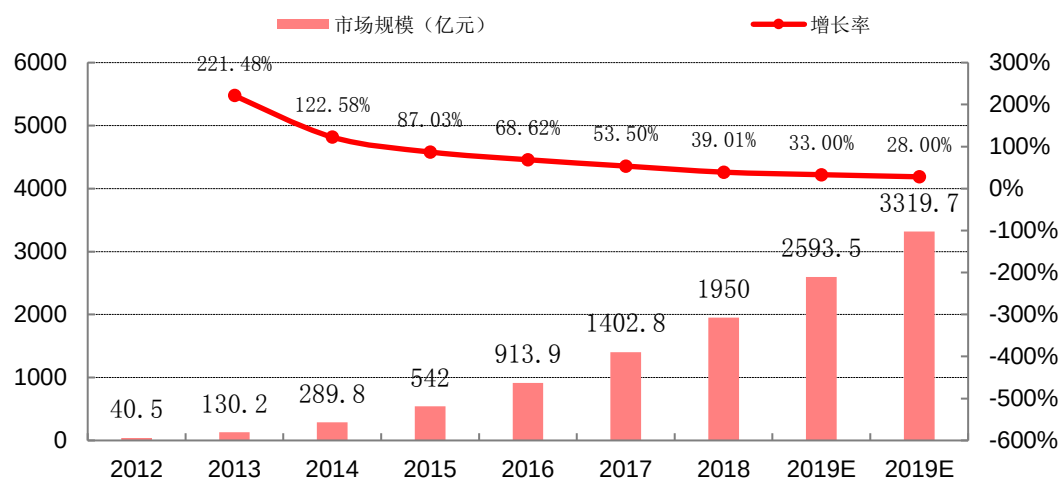
定制化跑腿业务不同于其他的配送业务。跑腿业务既可以针对不在配送范围内的商品，又可以改造非线上

商户。在针对顾客个性化需求时，可以有非常好的服务。在未来的美团生态完善中是一个重要部分。

小象生鲜+美团买菜

基于美团的年报以及管理层的公开演讲，美团将会把业务中心从小象生鲜转移到美团买菜上，买菜业务将以蔬菜这一切口进入生鲜电商的战场，美团买菜将会有较为长足的投入发展。闪购业务和跑腿业务暂时趋于稳定。生鲜行业市场高频刚需，市场前景巨大；2018 年生鲜电商行业市场规模已接近 2000 亿，预计 2020 年将突破 3000 亿。

图表78： 2012-2020E 生鲜电商行业市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

根据高盛报告，生鲜厂商客单价约为 40-60 元，目前美团买菜每家店订单量约为 1000 单，全国共有 18 家，还在不断扩张中。根据市场一般生鲜零售的毛利率为 12%-20%。假设美团的客单价为 50，每家店客单价为 1000 单不变，毛利率为 10%、15%、20%三种情况，美团买菜 2019 年度的营收和毛利预测如下：

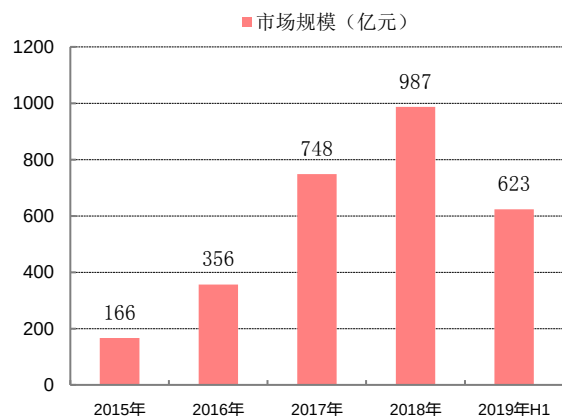
2019 年营收=客单价*每日每店客单数*365 天*店铺数

图表79： 2019 年美团买菜营收预测（元）

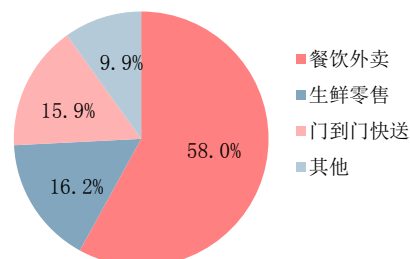
	1 家店	20 家	30 家	40 家
营业收入	18250000	365000000	547500000	730000000
毛利率 9%	1642500	32850000	49275000	65700000
毛利率 15%	2737500	54750000	82125000	109500000
毛利率 20%	3650000	73000000	109500000	146000000

资料来源：中信建投研究发展部

美团跑腿+美团闪购

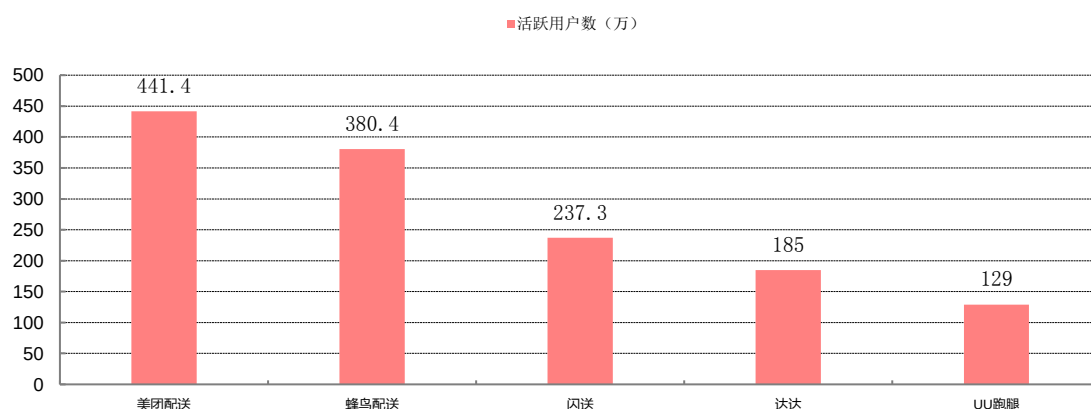
图表80： 2015年-2019年H1 中国即时配送行业市场规模（亿元） **图表81： 2019年上半年即时配送各类别占比**


资料来源：Fastdata 极数，中信建投研究发展部



资料来源：Fastdata 极数，中信建投研究发展部

根据上面的资料，假设 2019 年下半年和上半年市场规模一样，可以推算出 2019 年中国即时配送行业中门到门快送市场规模为： $623 \times 2 \times 15.9\% = 735$ 亿元

图表82： 2019年6月主要即时配送平台活跃用户数


资料来源：fastdata 极数，中信建投研究发展部

根据主要配送平台活跃用户数的比例，由于头部配送平台占有绝大多数市场份额，假设市场中只有这 5 家配送平台。估计美团配送的市场份额为： $441.4 / (441.4 + 380.4 + 237.3 + 185 + 129) = 32.1462\%$

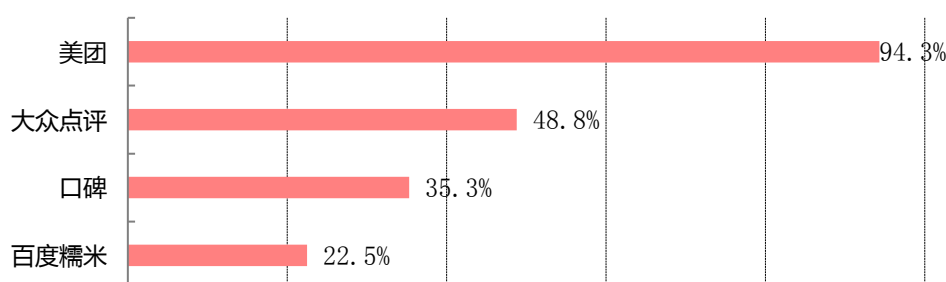
所以美团闪购+美团跑腿的营收预测为 $735 \times 32.1462\% = 120.5484$ （亿元）

2.3 到店业务：规模优势明显

2.3.1 现状：规模、认知度为行业龙头

得益于早期“百团大战”时积累下来的规模，美团的到店业务优势明显。根据极光大数据，2018年8月美团、大众点评和口碑 MAU 分别为 24200.0、6372.4 和 567.7 万人，美团和大众点评活跃用户数远大于口碑，使用率也远高于口碑。美团和大众点评 APP 在 2017 年到 2018 年期间日新增用户数达百万级，口碑仅达万级，新增用户趋势来看美团和大众点评也占巨大优势。

图表83： 2018 年 8 月生活服务到店行业主要 APP 使用率



资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部

在对 APP 的使用评价上，美团和大众点评 APP 各项均为最高。

图表84： 2018 年 8 月生活服务到店行业主要 APP 细分维度评价

	美团	大众点评	口碑	百度糯米
覆盖门店多、齐全	8.16	7.88	7.66	7.34
容易找到想要的门店	8.09	7.83	7.59	7.34
团购/优惠给力	7.72	7.56	7.52	7.34
推荐/评论对我有帮助	7.83	7.90	7.54	7.38
APP 容易使用	8.37	7.95	7.67	7.69

资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部

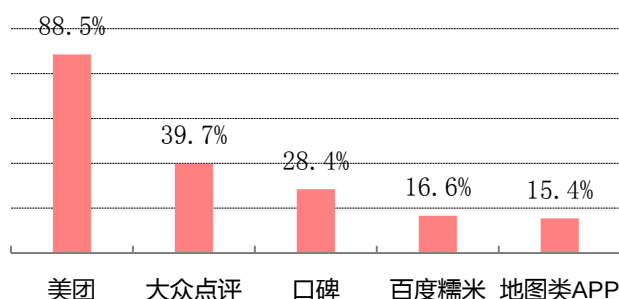
2.3.1.1 到店餐饮：各功能使用率高，构建智慧餐饮

用户和商家依赖于平台上庞大的 UGC 规模以节省收集信息的时间成本和试错成本。1) 餐饮行业非标准化程度高。餐饮提供的是标准度低的食物加工服务，其过程难以拆分成可标准化的步骤，例如除了少数生鲜类餐饮和火锅，大部分餐饮种类难以做到购买食材和加工食材服务分开来向客户提供。同时，由于加工方法的多样性和差异性，食物加工结果的色香味多种层次，导致产品依赖于加工者和用户偏好。即使材料相同，加工者不同或者用户偏好不同，对最终食物的评价会千变万化。2) 试错成本高，难中途止损。大部分餐饮不能像商品一样退换，中途对食品不满意也很难对完成品进行修正。再有，因为要解决饥饿问题，餐饮需求具有一定的应急性和难反复的特性，即若一餐不满意也很难短时间来换一家再吃来弥补，造成的味觉上的不满难以撤销。

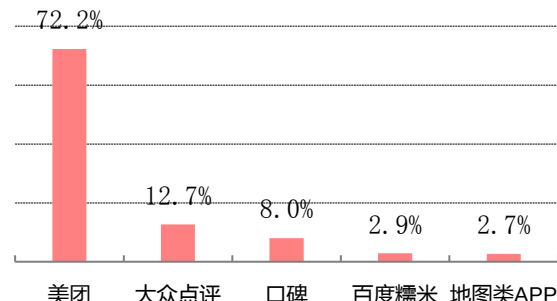
充满大量信息的平台为用户提前曝光商家的服务评价，节省了时间成本和试错成本，因此平台上信息的丰

富度十分重要。大量的 UGC 意味着非标品的服务得到了全方位、来自各种消费者的评价，从而使信息得到多维度的曝光，使有各种口味、质量等偏好的消费者都能从类似的用户中得到适合自己的对应的信息。商家也可以从平台 UGC 中得到各方位的反馈，可用于餐饮服务的改进，节约了收集消费者信息的成本。对比竞争方阿里巴巴旗下饿了么，用户端规模和口碑作为导流的商户端规模均不及美团，导致信息服务在丰富度和全面性方面低。

餐饮到店业务中美团 APP 与其他竞争者拉开了差距。不论是在认知度还是覆盖率上，美团和大众点评都排名最高。在使用率上，口碑在“优惠买单&支付”功能上使用率高于美团和大众点评，这体现的是用户对 APP 的认知差异。美团被用户认知为本地生活服务平台，且为各类业务集合的超级 APP，美团作为聚合了各类本地生活服务的平台首选占比已经超过专做到店业务的大众点评，说明了用户对美团多合一模式的偏爱和认可，也说明其本地生活平台认知深入人心。

图表85：到店餐饮 APP 使用率（多选）


资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

图表86：到店餐饮 APP 首选占比（单选）


资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

图表87：到店餐饮 APP 各功能使用率

	查找餐厅	预订排队	团购	优惠买单&支付	评论
美团	79.7%	30.6%	63.0%	64.4%	35.1%
大众点评	67.3%	32.0%	53.8%	53.7%	35.5%
口碑	58.4%	23.8%	53.2%	64.5%	32.3%
百度糯米	57.5%	27.1%	54.2%	48.3%	26.8%

资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

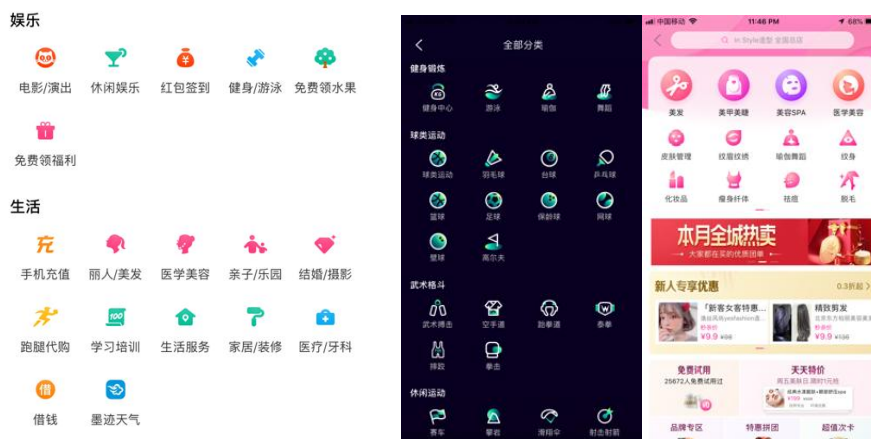
2.3.1.2 到店综合：细分品类多，利于非标准化服务转化

除了核心的餐饮到店以外，美团在到店业务上抓住其他非标准化服务品类，不断拓展新的高 GTV 高毛利栏目，如美团医美、亲子教育、婚纱摄影、家居装修等。利用高频的餐饮带动低频服务品类的增长。

到店、酒店及旅游业务为平台主要利润来源。2015 年至今，毛利率维持 80%以上的且缓步增长的到家、酒旅业务，是平台重要的现金来源。平台通过整理各生活服务行业的信息不对称为用户提供信息服务、为商家提供营销、整改规范化等服务以收取营销费用和入驻佣金。相较于拥有自建物流的外卖到家业务来说，到店及酒旅业务不需要承担巨额履单成本，利润率较高。

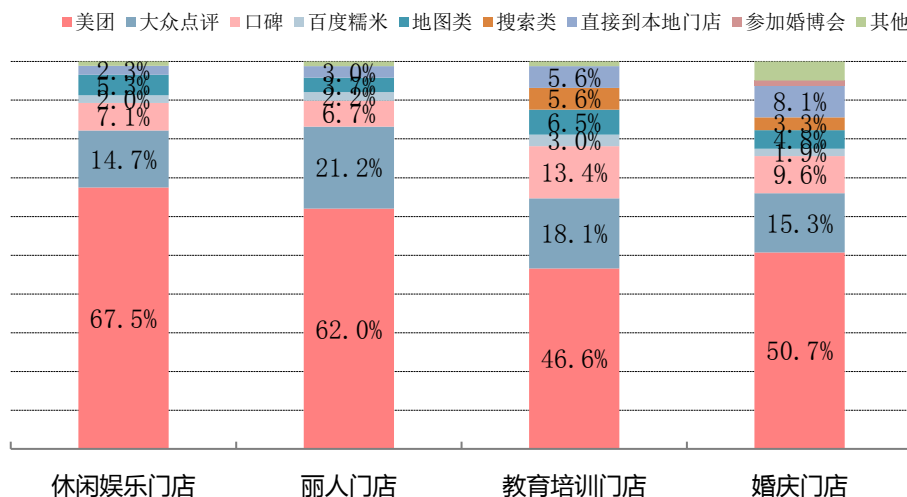
美团涉足的到店业务繁多，且频道内细分领域种类丰富。庞大的业务种类和细分领域是以大量、多种的商户入驻为基础的。高频的外卖业务带来的针对本地生活服务用户流量对低频业务同样具有强大的吸引力，精准营销和信息曝光度可以提高供应端产业效率，从而使平台在各个业务都能获得入驻商户。大规模的商户带来更细分的服务、更准确的信息，从而吸引更多的用户，平台得以为商家带来更多价值，从而形成规模效应。极光调研显示，各到店服务细分领域中美团多为首选。

图表88： 美团分类界面、美团健身界面以及美团丽人界面



资料来源：美团APP，中信建投研究发展部

图表89： 到店服务细分领域 APP 首选占比



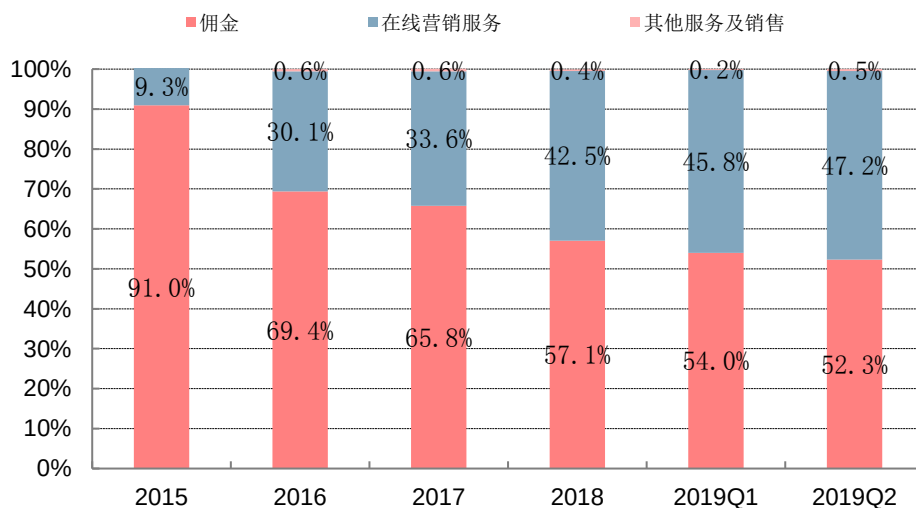
资料来源：极光大数据，中信建投研究发展部

图表90： 美团点评多种线上营销广告方案



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表91： 到店、酒店及旅行业务各类收入占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表92： 到店、酒店及旅行业务变现率

	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
交易金额（亿元）	1275	1584	1581	1768	464	513	639
同比增长		24.2%	-0.2%	11.8%	15.1%	20.7%	24.6%
营业收入（亿元）	37.7	70.2	108.5	158.4	44.9	52.5	61.8
同比增长	-	86.2%	54.6%	46.0%	43.1%	42.9%	39.2%
变现率	3.0%	4.4%	6.9%	9.0%	9.7%	10.2%	9.67%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

根据极光调研，到店业务的几大类别中，丽人、教育、婚庆等到店服务用户参与度仍有很大的提升空间。休闲娱乐门店用户参与度较高，达到 84.1%，然而丽人类门店、教育培训类门店和婚庆类门店的参与度分别仅有 38.2%、23.8%和 14.8%。提升各门类用户参与度以及挖掘新的门类为未来的可持续增长点，我们预计未来 GTV 增速短期不会放缓。我们提出假设：到店、酒店及旅游业务中到店占比 70%，酒旅占比 30%，毛利率、变

现率到店和酒旅相同。则 2018 年到店 GTV 为 1237.6 亿元，营业收入为 110.88 亿元，变现率 9%。预计 2019 年 GTV 增速为 15%，之后因为探索新业务增速上升后再缓慢下降至 10%，在线营销服务因为使用服务的商户渗透率的提升而维持高增速，增速缓慢下降至 30%，同时在线营销服务占比提升至 70%，毛利率假设为 90%。则到店业务能带来的营业收入和毛利润为：

$$\text{GTV} = \text{前一年 GTV} \times (1 + \text{同比增长})$$

$$\text{在线营销服务营业收入} = \text{前一年的在线营销服务营业收入} \times (1 + \text{同比增长})$$

$$\text{营业收入} = \text{在线营销服务营业收入} / \text{收入占比}$$

$$\text{毛利润} = \text{营业收入} \times \text{毛利率}$$

图表93：到店业务营业收入及毛利润预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
交易金额	893	1109	1107	1238	1423	1708	2015	2318	2549
Yoy		24.2%	-0.2%	11.8%	15%	20%	18%	15%	10%
营业收入	26.39	49.14	75.95	110.88	169.60	240.26	332.67	445.19	562.21
变现率	3.0%	4.4%	6.9%	9.0%	11.9%	14.1%	16.5%	19.2%	22.1%
其中：									
佣金	24.0	34.1	50.0	63.3					
yoy		42.1%	46.5%	26.7%					
在线营销服务	2.5	14.8	25.6	47.1	84.8	144.2	216.2	302.7	393.5
yoy		512.0%	72.7%	84.5%	80%	70%	50%	40%	30%
其他服务及销售	0.0	0.3	0.5	0.4					
yoy		1436.2%	80.9%	-5.5%					
占比：									
佣金	91.0%	69.4%	65.8%	57.1%					
在线营销服务	9.3%	30.1%	33.6%	42.5%	50.0%	60.0%	65%	68%	70%
其他服务及销售	0.0%	0.6%	0.6%	0.4%					
毛利率	80.40%	84.60%	88.30%	89.00%	90%	90%	90%	90%	90%
毛利润	21.22	41.57	67.06	98.68	152.64	216.23	299.40	400.67	505.99

资料来源：极光调研，中信建投研究发展部

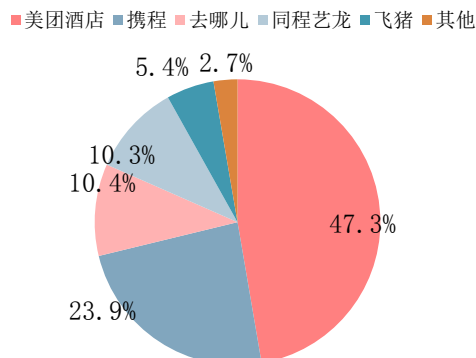
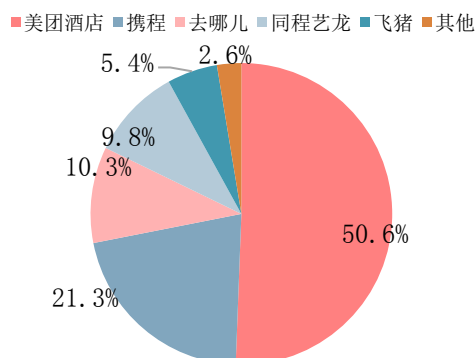
2.4 酒店及旅游业务：延续生态信息服务规模优势

2.4.1 业务概况：间夜量赶超携程，避开正面交锋弯道超车

美团 2013 年开始布局酒旅，2018 年超过携程间夜量成为业界第一酒店预订平台，2019 年上半年包揽在线酒店预订订单的半数以上。不同于定位异地旅行服务的飞猪和携程，美团依附于平台已建立的本地生活服务网络，从本地即时性酒店、旅行需求入手，钟点房、低星酒店占比高，待规模扩大后再从低星酒店渗透高星酒店。

图表94： 2019 年上半年中国在线酒店预订平台累计订单占比

图表95： 2019 年上半年中国在线酒店预订间夜量占比

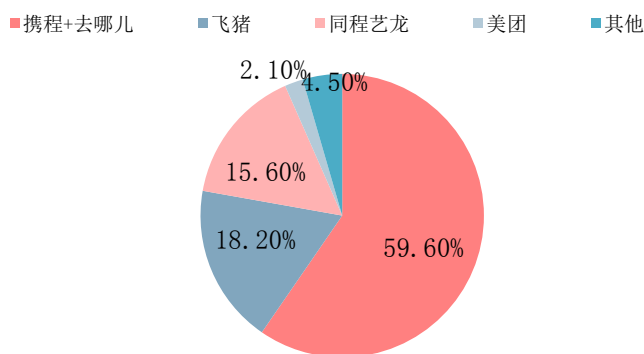


资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

美团主要布局酒店、旅游门票等业务，异地交通市占率低。交通业务和酒旅本质上区别在于标品和非标品。交通业务属于标品，火车票、机票易同质同价，毛利低销量大，靠平台流量带动销售；酒旅业务属于非标品，酒店入住体验因店而异，信息不透明度高。美团酒旅则承接平台固有成熟模式，布局非标品的高毛利信息服务类业务，为用户和商家提供价值服务，伴随的是用户和商家粘性的提升。

图表96： 2018 年在线交通平台市场占有率



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投研究发展部

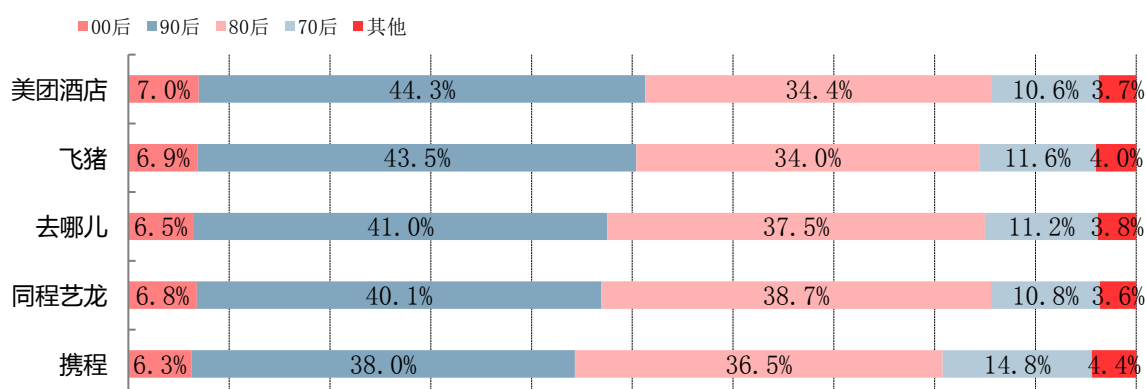
与携程相比，美团酒旅业务从本地化生活需求角度出发，并非针对异地旅行服务，因此定位上避开了和携程的直接冲突。例如，美团从医院、学校旁的即时性入住需求布局，钟点房、低星酒店占比较高，为酒店提升本地客人的入住生意。同时提供本地酒店入住需求相关的一站式整合解决方案，例如酒店+婚宴，酒店+会议门票等。另一方面，贯彻本地化生活服务也提高了交叉销售的用户转化效率。

同时，美团正在将原有餐饮玩乐的高频用户，大量引流向相对低频的酒旅业务。2017 年酒店预订业务中，80% 的新增用户来源于即时配送及到店餐饮交易用户。同时，美团酒店此前曾公布过一个用户行为数据分析，

32% 的用户喜欢酒店和美食关联的消费，17% 的用户喜欢酒店和休闲娱乐关联的消费。

随着美团酒旅用户规模、消费能力的增长的发展，美团与携程抗衡的竞争力度也提高，开始向上渗透携程主打的高星酒店。在酒店、用户、平台三边的动态平衡中，对于用户来说美团已稳握巨大的商家规模，再加上平台成熟的信息服务模式，用户逃离携程的成本较低。由于美团酒旅的用户年龄较年轻，随着用户年龄增长、消费能力提升，对高星酒店选择的可能性也提高。对于商家来说，携程佣金较高且名声较差，美团用户规模较大潜在 GTV 很高，同时美团还伴有“美酒学院”项目以提升整个行业的发展水平、降低运营成本，高星酒店与美团合作的意愿也会提升。

图表97： 2019 年上半年中国在线酒店预订平台用户年龄分布



资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

图表98： 2019 年 4 月在线旅游行业投诉解决率排行榜

排名	商家名称	投诉解决率	有效投诉量（件）	投诉解决量（件）
1	艺龙	100.0%	7	7
2	高铁管家	96.5%	142	137
3	乐游商旅	95.8%	24	23
4	同程旅游	92.6%	27	25
5	智行	87.7%	212	186
6	美团旅游	73.7%	38	28
7	携程	67.8%	59	40
8	去哪儿	60.6%	71	43
9	途牛	50.0%	12	6
10	Airbnb 爱彼迎	50.0%	8	4
11	飞猪	42.0%	50	21
12	马蜂窝	0.0%	6	0

资料来源：21CN 聚投诉平台，中信建投研究发展部

2.5 本地出行业务：消费闭环战略的最后一步

布局出行业务战略上为用户节约出行时间从而提升用户从平台获得的价值，同时完成了本地生活的从家出

发到店消费的完整闭环。至此，美团也基本完成了搭建覆盖消费者生命周期价值的一站式平台。

图表99： 美团 2C 端业务布局、导流示意图

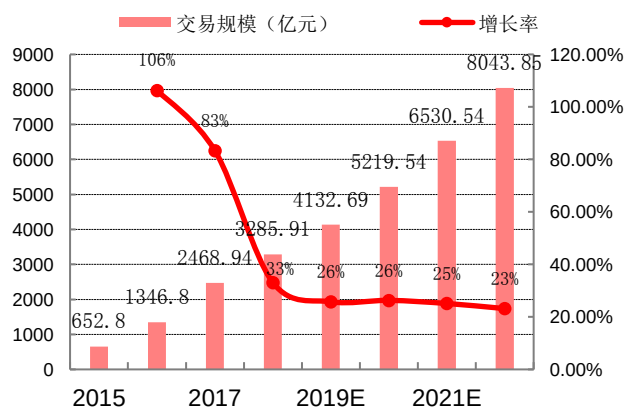


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2.5.1 出行业务市场现状

1.互联网市场规模增速稳定。中国互联网出行市场包括网约车（快车、专车）、出租车（APP 端）、顺风车、租车（APP 端租车、分时租赁）以及共享单车市场，根据易观数据，预计未来整体市场增速在未来五年内保持在 25%以上，其中网约车业务因为占比最高同时发展迅速，成为了市场增长的最重要动力。出租车市场和传统租车市场的 APP 端渗透率不断提升，传统出行市场不断实现互联网化。顺风车和分时租车业务占比小但是增长快，分时租赁即将进入市场启动阶段。共享单车在 2017 年的爆发式增长和市场洗牌后，在 2018 年增速放缓并进入较为稳定的发展阶段。

图表100： 2015-2022 年中国互联网出行市场交易规模及预测



资料来源：易观移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

图表101： 主流互联网出行运营平台



资料来源：公开数据，中信建投研究发展部

2.政府监管越来越严格。由于网约车属于新兴业态，尚且存在很多法律法规的空白，政府必然会加大监管，是行业规范化。2016 年 7 月 28 日下午，《关于深化改革推进出租汽车行业健康发展的指导意见》、《网络预约出租汽车经营管理暂行办法》揭开面纱，网约车新政将于 11 月 1 日起实施。截至 2016 年底，全国 42 座城市班

部网约车管理实施细则；2017 年 8 月，国家颁布《关于促进小微客车租赁健康发展的指导意见》，明确鼓励分时租赁新业态发展。

3.服务成为竞争核心。网约车市场和共享单车市场在经过激烈洗牌过后，补贴战的逐渐平息，服务质量成为新的竞争核心，同时精确刻画用户画像，提供更为多样的个性化服务成为新的发展方向。

图表102： 各品牌商家用车模式

	快车	专车		出租车		顺风车
运营性质	网约出租汽车	网约出租汽车		巡游出租汽车		私人小客车合乘
模式	C2C	B2C	C2C	买断	承包	C2C
收费标准	里程费+时长	起步费+里程费+时长费 (分车型档次)		起步费+里程费 (打表计费)		起步费+里程费 (不分车型)
服务平台	 	   	  	   	   	  
车型	经济型	舒适型、商务型 行政级、豪华型		经济型		各类型
平台收入	平台抽成	运营收入	平台抽成	无抽成		平台抽成或服务费
司机收入	运营收入	工资	运营收入	运营收入		运营收入

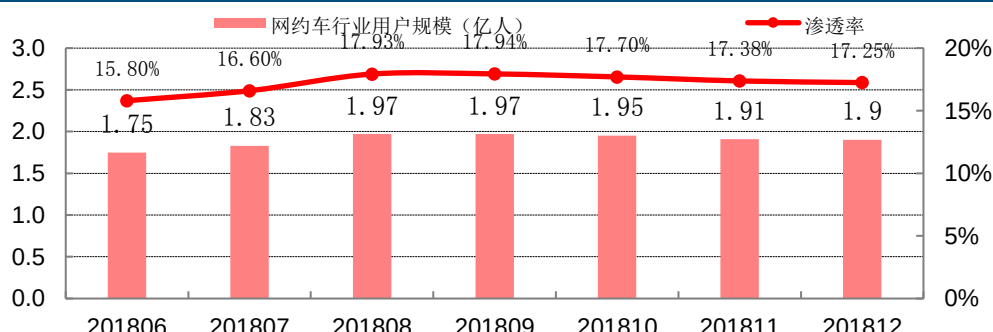
资料来源：易观移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

2.5.2 美团打车：聚合模式小跑快走负担轻

2.5.2.1 美团打车业务概况

1.网约车规模稳中有升。从 2018 年 6 月开始，网约车 APP 用户规模呈现整体先增后降的趋势，用户规模的峰值出现在 8 月和 9 月，达 1.97 亿；12 月用户规模回落至 1.9 亿，同期渗透率为 17.25%；整体来看，用户规模的变化趋势与监管加强和行业整顿趋势吻合。

图表103： 2018 年 6 月-12 月 网约车 APP 用户规模和渗透率



资料来源：易观移动大数据监测平台，中信建投研究发展部

2.美团打车自营模式亏损严重。2017 年美团上线打车业务，网约车司机成本快速攀升，组织司机供应/提供用户补贴/增加营销支出等加剧了美团打车业务的投入，新业务亏损相应扩大。2018 年美团新业务中，网约车司机成本 44 亿元在总的新业务销售成本 155 亿元中占比约为 29%，网约车烧钱扩张战略让美团新业务亏损严重。

3.聚合模式仍有较大发展空间。2019 年美团提出将打车业务转型为聚合模式，利用美团平台连接用户与第

三方打车服务商，不参与打车业务的日常运营，仅向第三方服务商收取一定佣金。以更轻资产的模式加速打车业务拓展。目前，已经在 42 个城市（包括北京、上海、深圳、广州、杭州、南京及成都）推出新的聚合模式。

图表104： 美团打车、高德打车聚合的网约车品牌



资料来源：打车APP，中信建投研究发展部

《晚点 LatePost》称，目前高德日单量 70 万单，美团为 40-50 万单，其中在上海和南京两个城市的自营约 30 多万单，聚合模式共 1-2 万单，差距较大。滴滴国内网约车日单量在 2400 万单左右。入驻的打车平台中，曹操日单在 40 万单左右，首汽是 60-70 万单，若延续发挥高效导流模式，美团聚合平台日单量仍有很大上升空间。

2.5.2.2 美团打车的战略意义

1. 打车业务：使本地从家到店无缝衔接

美团已接入第三方出行服务商车辆。通过聚合平台，美团用户可以在餐饮商家页面直接叫车。即使高德也背靠同样强大的地图交通信息和计算能力，用户逃离美团转换高德打车的可能性也大幅下降。从家到店的无缝衔接，增强了用户粘性，真正实现了吃住行的一站式超级平台的愿景。

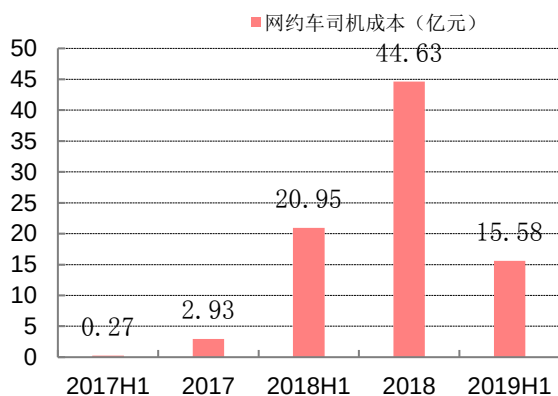
图表105： 美团到店的流程图



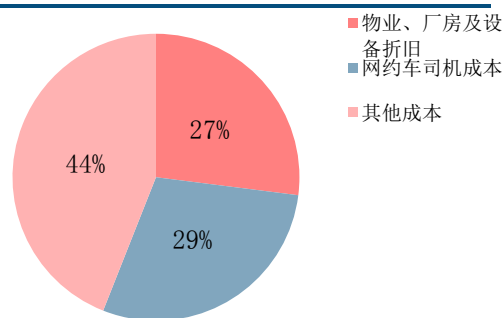
资料来源：美团APP，中信建投研究发展部

2.聚合模式：轻资产快走小跑负担轻

2018年3月21日美团进入上海，按每天20万单，每单补贴20元匡算，美团打车在2018年的补贴总投入超过10亿元。自营模式成本高，在当前美团的财务状况下显然不是最好选择。2019年起，公司对打车的投入更加谨慎，且通过推出聚合模式来降低公司直接的运营成本。因此预计今年公司打车业务的亏损有望大幅减少。

图表106： 2017H1-2019H1 美团网约车司机成本（亿元）


资料来源：公司年报，中信建投研究发展部

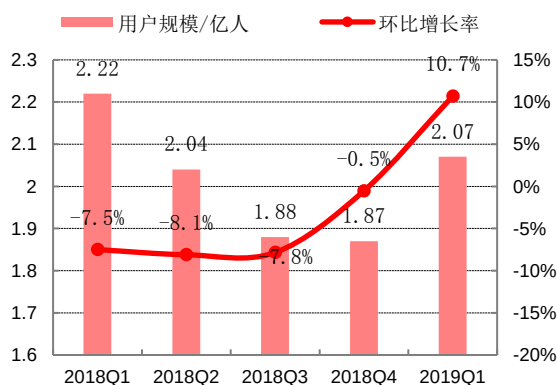
图表107： 2019H1 新业务成本各类占比


资料来源：公司年报，中信建投研究发展部

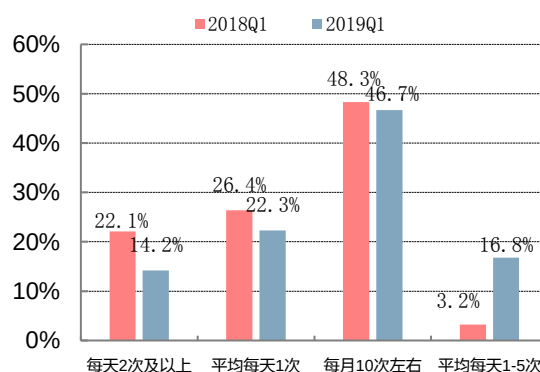
2.5.3 美团单车：退出价格混战，优化运营模式

2.5.3.1 美团单车业务概览

1.单车业务用户规模回暖，骑行频次降低。2019年第一季度共享单车用户规模为2.07亿人次，环比增长10.7%。2018年在市场趋势和国家政策下，全面免押金骑行后，用户规模有所回升；于此同时，2019年第一季度共享单车用户骑行频率下降。在2018年第一季度，22.1%的用户每天至少骑行2次，但是在2019年第一季度下降至14.2%；在低频用户中，平均每月1-5次的用户也由2018第一季度的3.2%上升至2019第一季度的16.8%。

图表108： 2018Q1-2019Q1 中国共享单车用户规模及增长率


资料来源：比达咨询，中信建投研究发展部

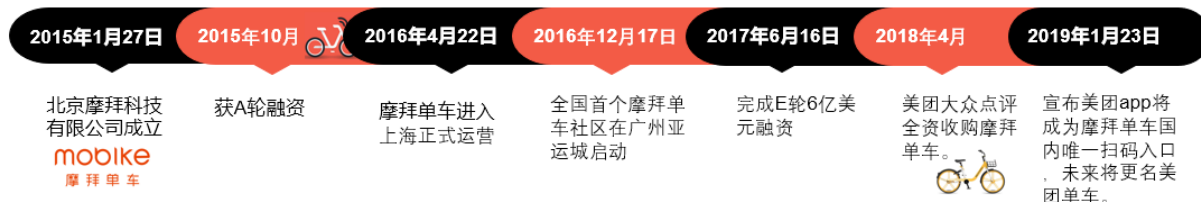
图表109： 2019H1 中国共享单车用户每月骑行频率变化


资料来源：比达咨询，中信建投研究发展部

2.美团单车发展历史。2018年4月，摩拜以37亿美元被美团全资收购，包括12亿现金、15亿美元股权的作价与10亿美元的债务；在保持品牌独立和运营约10个月后，2019年1月23日，美团正式宣布，摩拜单车将继续

续深度融入美团，美团 APP 也将成为摩拜单车国内唯一扫码入口，摩拜单车未来也将更名为美团单车。

图表110： 美团单车发展史



资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

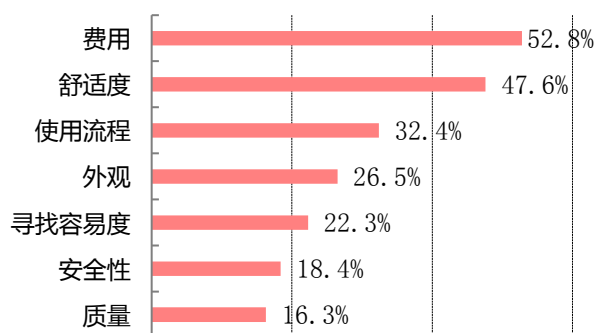
3.减少单车投放量同时提升单价。美团目前的单车保有量约为 500 万辆，比收购时的 710 万辆减少了 200 万辆。而与此同时单车的单价在部分地区也有所提高，在这样情况下，整个收费规则以及车辆运营的不断优化，使得车辆使用频率和收费效率都有比较大的提升，而资本支出有所下降。

4. 部分单车折旧年限已过，折旧大幅度收窄。根据招股书的数据，美团单车的账面折旧年限选取了 2 年加速折旧。截至 2019 年第二季度，会有较大一批单车折旧结束，同时还有尚未大量投入的新的替代单车。2019 年账面价值的折旧成本大幅下降。

5.回收旧单车，精细化运营。美团单车在设计、生产、运营、报废等全环节贯彻 3R 原则(Reduce, Reuse, Recycle)，废旧单车 100%回收再用，实现摩拜单车全生命周期的节能环保。同时回收再利用也在一定程度上节约了成本，减少了新单车投放资金。

6. 提升用户体验成为下一个竞争点。2019 年第一季度共享单车集体涨价，引起部分用户放弃骑行，费用成为影响用户体验的最大因素，占 52.8%；骑行舒适度排名第二，占 47.6%；使用流程便利程度排名第三，占 32.4%。在平台价格战难以为继的情况下，提升用户体验无疑成为下一个竞争点。

图表111： 2019Q1 影响共享单车用户骑行体验的因素



资料来源：比达咨询，中信建投研究发展部

图表112： 2019Q1 主要共享单车用户体验主要方面满意度



资料来源：比达咨询，中信建投研究发展部

2.5.3.2 美团单车的主要竞品

根据易观的数据，2019 年 9 月的小程序端口 top3 为哈啰出行、青桔单车、摩拜；在独立 APP 上，top3 为哈啰出行，摩拜，ofo。其中哈啰单车活跃人数最高，而 ofo 活跃人数最低。

图表113： 美团单车 & 哈啰单车首页、骑行卡收费规则以及单次骑行收费规则



资料来源：公司年报，中信建投研究发展部

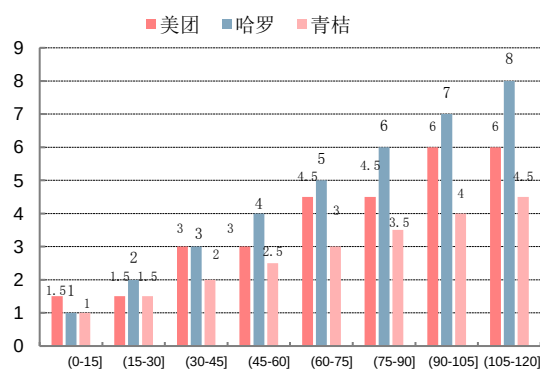
在美团单车和哈啰单车的页面对比中，可以看到美团页面更为简洁，哈啰仍然有很多促销信息，包括骑行红包等。美团单车不再把重心放在促销以获取市场份额上，而是更多在于如何减少亏损，如何增加收入。

图表114： 调价后各品牌单车北京地区费用规则

品牌单车	按次计费规则（北京地区）	月卡费用（不限次）	月卡计费规则（北京地区）
美团	每30分钟1.5元 不满30分钟按30分钟计	(6.7折) 20元每月	月卡用户前2小时免费 后按单次计价规则
哈啰	每15分钟1元 不满15分钟以15分钟计	(6.3折) 12.6元每月	月卡用户前2小时免费 后按单次计价规则
青桔	前15分钟1元 后每15分钟0.5元	(8.8折) 17.9元每月	月卡用户前2小时免费 后按单次计价规则

资料来源：各APP，中信建投研究发展部

图表115： 按次收费骑行时间与收费图



资料来源：各APP，中信建投研究发展部

美团单车、哈啰单车、青桔单车作为单车市场的绝对头部，疯狂的价格战难以为继，2019 年纷纷提价。但是，在对比中可以看到，哈啰单车依然保持月卡费用最低，青桔保持单次骑行的绝对优势。美团单车在骑行价格上没有特别的优势。在未来长久经营中，当补贴消失后，平台的市场份额和用户留存度还有待考量。

2.5.4 业务展望

1.美团打车近、中期将以聚合模式为主。美团的现金流有限，以聚合模式这种轻资产方式，既可以利用其他打车平台的车辆资源，完成搭建一站式生活平台的目的，又可以降低自身投入，保证现金流的充足。同时，只要在长期使用过程中，培养用户打车心智，加强用户粘性，平台自营业务就完全可以在时机成熟的时候重返市场。

2.美团打车自营业务将减少对网约车司机的补贴。2019 年上半年，美团打车的网约车司机成本为 15.58 亿元，远远低于 2018 年同期的 20.95 亿元。在接下来的下半年里，美团将进一步缩减对网约车司机的补贴，不再搞烧钱扩张。

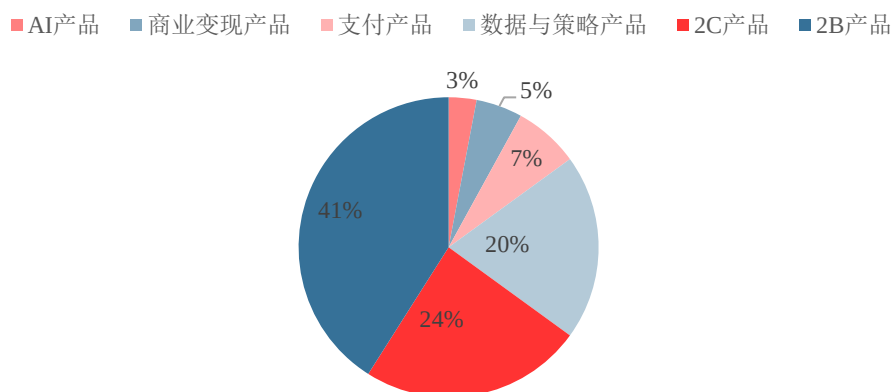
3.美团单车定价提升，市占率短期可能会有下降。美团开始优化定价策略，提高若干城市的每次骑行费用及每月订购费用。在和同类单车比较中可以看出，哈啰单车的月卡费用最低，而青桔的单次骑行费用有较大优势，在价格方面，美团单车没有明显优势，市占率短期可能会有下降。

4.美团单车将会更好融入美团生态。美团 APP 将成为美团单车的唯一入口，意味着美团单车的不是独立的出行平台，而真正是作为美团吃住行平台中间的一环。美团单车有可能会接入美团到店，美团酒旅，美团景点等各种界面场景。这种业务交织，才是美团真正的核心竞争力，才能形成牢不可破的本地生活网络。

2.6 To B 业务：覆盖餐饮商户经营，远景是 2C 到 2B 的全闭环

餐饮下半场美团主导商户习惯的改变，在 B 端美团同样“业务无边界”，探索所有和核心业务相关的领域。将商户业务分为进货、餐饮运营和销售三个环节，B 端业务闭环已初步呈现，而实现 B 端和 C 端全闭环是美团的长远战略。未来无论是餐饮商户的运营、获客和销售，还是顾客获取餐饮信息、消费到售后美团点评一个平台都能实现。起点学院的调研数据显示，市场对 B 端产品的需求不断增长，美团发力 to B 业务正当时。

图表116： 美团不同产品方向招聘比例



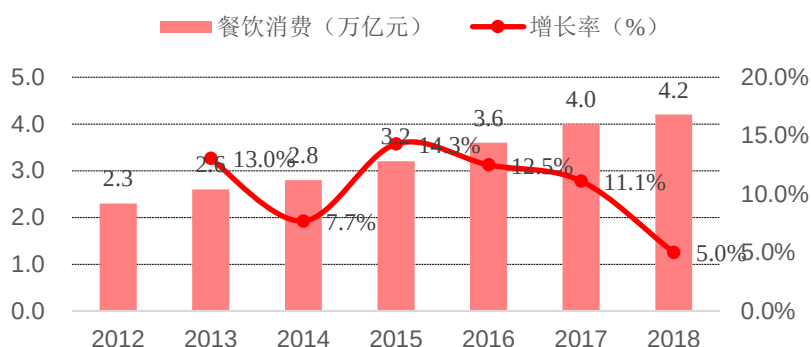
资料来源：起点学院，中信建投研究发展部

根据用户、平台、商家三方平衡模型，当平台进入稳定期后，用户资源和商户资源将相互促进。美团本地生活的远景是 2B、2C 全闭环使消费者在美团平台的各个业务间相互引流，商户经营由平台一站式解决。

2.6.1 餐饮行业现状

美团立足本地生活，餐饮仍是其主线业务。那么中国餐饮市场的现状如何？中国餐饮行业市场规模大，但集中度低。国家统计局数据显示，2018 年中国餐饮市场规模达到 4.2 万亿。餐饮市场规模占到全社会消费总额的 11.2%，是拉动经济增长的重要动力。

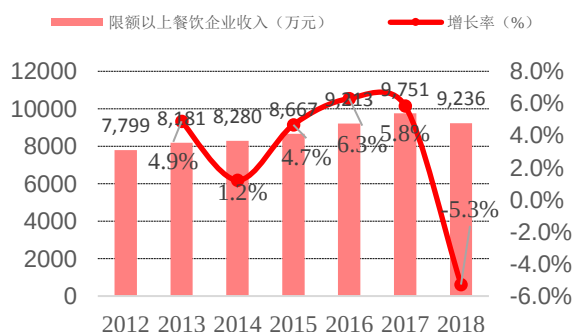
图表117： 2012-2018 年中国餐饮行业消费金额



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

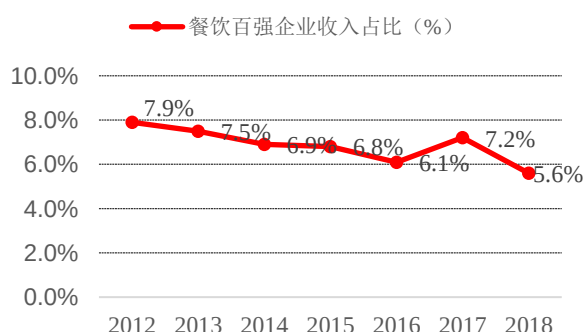
中国餐饮市场连锁化、规模化经营程度仍处于低水平，以中小商户经营为主。国家统计局定义年营业额在 200 万元以上的餐饮企业为限额以上企业。根据国家统计局数据，2018 年限额以上餐饮企业收入为 9236 亿元，这一数字仅占到 21.9%。从营业额集聚度来看，中国餐饮协会给出的数据显示，2018 年中国餐饮百强企业营收额仅占到餐饮市场的 5.6%。我国百强餐饮企业营业收入在全国餐饮营业收入占比长期低于 8%，而同期美国百强餐饮企业营收占比达到 30%，反映出国内餐饮市场经营者中小商户居多的现状。

图表118： 2012-2018 年限额以上餐饮企业收入



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表119： 百强企业收入占比

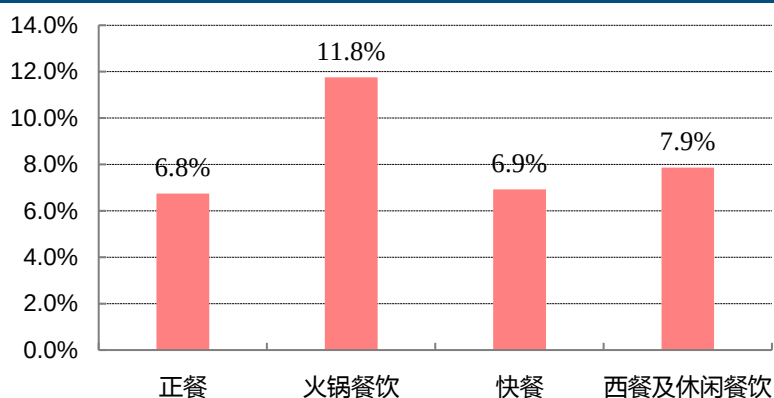


资料来源：中国烹饪协会，中信建投证券研究发展部

餐饮行业“三高一低”是长期痛点，中小商家承受更大压力。餐饮行业在成本收入端面临双重压力，一方面人力、房租、原材料成本居高不下，另一方面想获得毛利非常困难。中国酒店协会调查报告显示，正餐、火锅餐饮、快餐、团餐、西餐这五类餐饮商户成本结构中，原料进货成本在总成本中占比最高，约为 30-40%，人力成本也花费高昂，占到总成本 20% 左右。开办一家餐饮店需要房租、装潢、加盟费，初始投入巨大，“三高一低”对资金薄弱的中小商户无疑是雪上加霜。根据智研咨询测算，近两年倒闭餐厅平均运营周期仅为 508 天，

关店数是新开店数的 91.6%，全国有超过 21 万家餐厅在一年内“消失”。

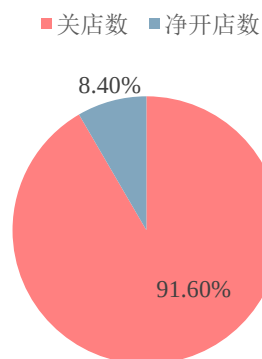
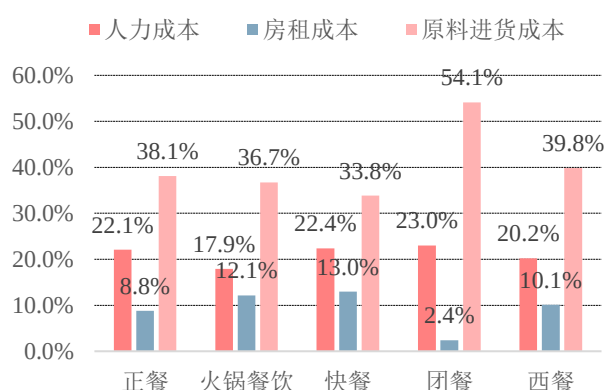
图表120： 2017 年餐饮行业各市场平均净利润率



资料来源：中国饭店协会，中信建投研究发展部

图表121： 人力成本、房租成本和原材料成本在总成本占比

图表122： 餐饮商户关店数和净开店数占比



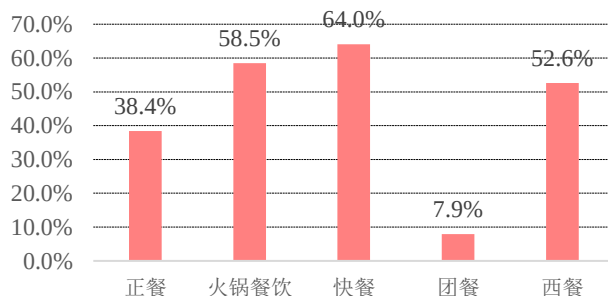
资料来源：中国酒店协会，中信建投证券研究发展部

资料来源：中国酒店协会，中信建投证券研究发展部

对应“三高一低”的商户痛点，外卖下半场互联网要对商家侧进行改造，本质是帮助商家开源节流提效。在经历了移动网民增长而来的一段增长红利后，国内餐饮市场的增速有所放缓。2018 年国内餐饮市场收入仅增长 5%，外卖市场收入增速为 55.4%，较去年同期回落 65.7%。

我们认为出现这一现象的原因是：尽管消费者已经历了互联网的改造，商家数字化程度还很低。中国酒店协会发布的数据显示，各类商户中数字化程度最高的是快餐，移动支付占营业额的 64%，而数字化程度最低的团餐移动支付仅占到营业额的 7.9%。对于商家从平台获取的价值提升，利用数据赋能商户是突破规模效应瓶颈的良方。2016 年开始，美团开启了 2B 后端业务的探索，推出了聚合支付、云端 ERP 系统、快驴进货，推行商户“数字化、电子化”，打造“智慧餐厅”。

图表123： 各类餐饮消费移动支付占营业额比重（%）



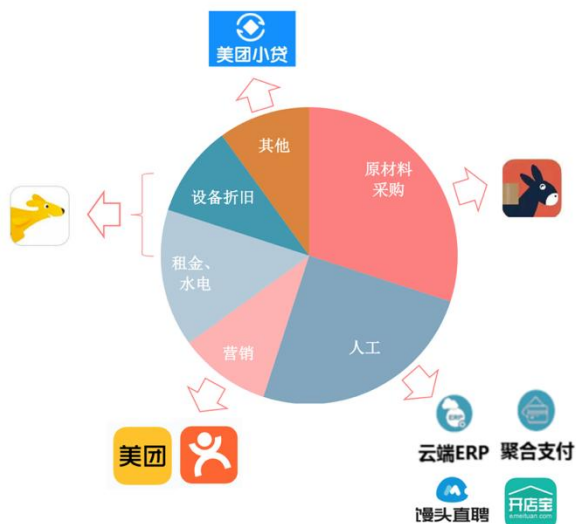
资料来源：中国酒店协会，中信建投研究发展部

总结美团的 to B 业务，我们认为：类似于美团在 C 端的业务逻辑，在 B 端美团依然秉承“业务无边界，探索所有和核心业务相关的领域”。目前为止推行的业务，如云端 ERP 系统、快驴供应链、中小商家融资业务和招聘服务等，均构建在已有的线上数据和线下地推、配送团队上，围绕着餐饮市场展开。

B 端业务类似 C 端业务也具有闭环逻辑，我们认为 B 端和 C 端全闭环是美团的长远战略。如果把商户经营归为进货、餐饮运营和销售三个环节，美团配送和 O2O 业务已涉及销售，美团进一步探索供应链和餐饮运营意在为商户提供一站式运营方案，尝试覆盖餐饮商户从开店到销售的业务闭环。

美团立足于本地生活领域，在前半场已基本实现了对用户需求的覆盖。在商户运营全覆盖后，美团本地业务的逻辑在于让 B 端业务和 C 端业务形成闭环。无论是餐饮商户的运营、获客和销售，还是顾客获取餐饮信息、消费到售后都由美团完成。根据用户、平台、商家三方平衡模型，当平台进入稳定期后，用户资源和商户资源将相互促进。本地生活全闭环将进一步确立美团在本地生活的优势地位。

图表124： 美团业务渗透商家产业价值链

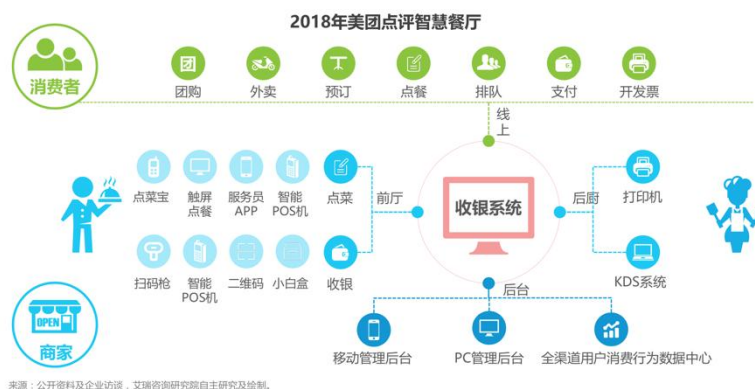


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2.6.2 餐饮 SaaS——美团 to B 业务的“大脑”，把控商户运营战略意义明显

美团开展 to B 业务，切入点在哪里？收银是美团餐饮管理（RMS）的数据入口，美团收银系统是美团 to B 业务的大脑，集食材供应、餐饮运营和销售功能为一体，战略意义显著。低价推广收银和支付系统，提供增值服务变现潜力大。收银是餐饮商家经营数据的基本入口，围绕订单和流水数据还可以将进销存、存货、供应链等财务数据以及翻台率、坪效的运营数据整合在一起。因此餐饮 SaaS 对 B 端业务意义重大，是营销、运营分析、供应链管理等其他 to B 业务的中台。

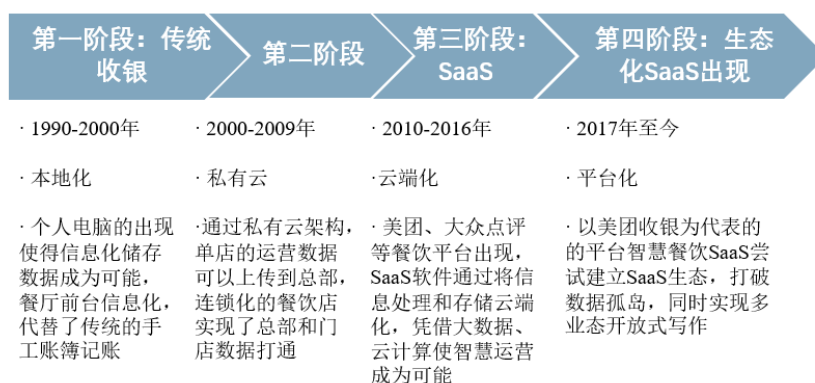
图表125：智慧餐饮一体化解决方案



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

在最近二十年里收银系统经历四次更迭。在第一阶段，收银系统实现信息化，用电子记账取代手工。在第二阶段互联网普及使收银机之间实现联网，实现店铺收银和总部系统之间的信息流通。第三阶段云服务开始应用于收银机，这一阶段出现客如云、二维火、哗啦啦等 SaaS 餐厅管理云服务提供商，通过绑定收银机为餐厅提供增值服务。在现阶段，美团点评和多数 SaaS 云服务提供商推出了“生态化”收银机，实现外卖、到店、营销、供应链等综合性 SaaS 云服务提供，线上线下全渠道数据打通，真正实现了餐厅实时在线。

图表126：中国餐饮技术服务发展历程



资料来源：中信建投研究发展部

图表127： 美团投资的智慧餐饮服务商

企业名	成立	融资状况	覆盖面		企业名	成立	融资状况
雅座	2006	C 轮/亿元级人民币	——	第 三 代 SaaS 服 务	客如云	2012	C 轮/1.5 亿元人民币
好哇	2006	C 轮/亿元级人民币	——		美味不用等	2013	C+轮/亿元级人民币
奥琦玮	2006	A 轮/1 亿元人民币	全国 75%城市, 10 万+餐厅		二维火	2013	战略投资
屏芯科技	2008	美团全资收购	500+城市, 10 万+餐厅	第四代智慧 收银	美团点评智慧收银	2016	——
哗啦啦	2009	——					

资料来源：犀牛数据，中信建投研究发展部

快速扩张靠轻模式，核心竞争力还是在“重资产”。作为提供本地生活服务的平台，在前期争取合作商户时，美团通过战略投资收银软件开发、营销服务、会员管理服务提供商等已经开始布局餐饮 SaaS，覆盖商用无线 Wi-Fi、移动支付、营销服务、线上线下联通技术、餐饮信息化服务等多个细分领域。在餐饮服务多个领域的布局为之后美团收购餐饮服务系统提供商，并推出自己的产品埋下伏笔。

图表128： 美团投资的智慧餐饮服务商

投资公司	业务	投资年份	轮次	融资额
小博无线	商用无线（Wi-Fi）运营平台	2014.12	A 轮	数千万元
遥控餐厅	餐饮服务管理系统	2015.4	B 轮	1.5 亿元
钱袋宝	网络支付、手机支付解决方案提供商	2016.9	并购	亿元以上
大家来	餐饮智能系统软件研发商	2017.10	A 轮	亿元以上
芯火互联网	线上线下联通服务提供商	2017.5	天使轮	数千万元
掌上快销	移动销售管理平台	2017.6	A 轮	未披露
奥琦玮	餐饮信息服务提供商	2018.3	C 轮	2 亿元
天子星	餐饮信息化服务管理平台	2018.5	并购	未透露
屏芯科技	餐饮云 ERP 服务商	2018.5	并购	未透露

资料来源：犀牛数据，中信建投研究发展部

2016 年，美团推出智能收银系统美团收银。商户购买美团收银机实际上也是买了一整套餐饮服务管理系统。后来美团收银经历了一系列升级迭代，发展出餐饮、零售、茶饮等多款收银服务产品，同时也涉及独立的支付产品。

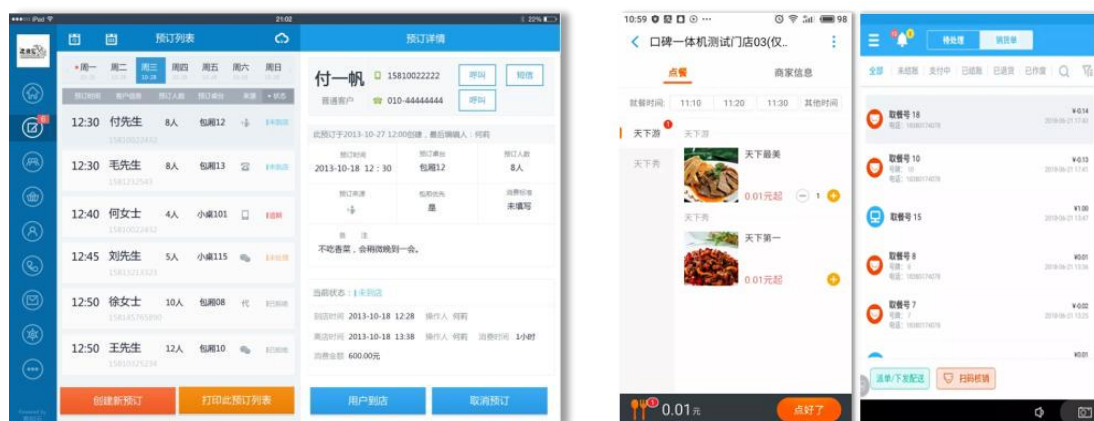
图表129： 美团收银机使用场景图



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

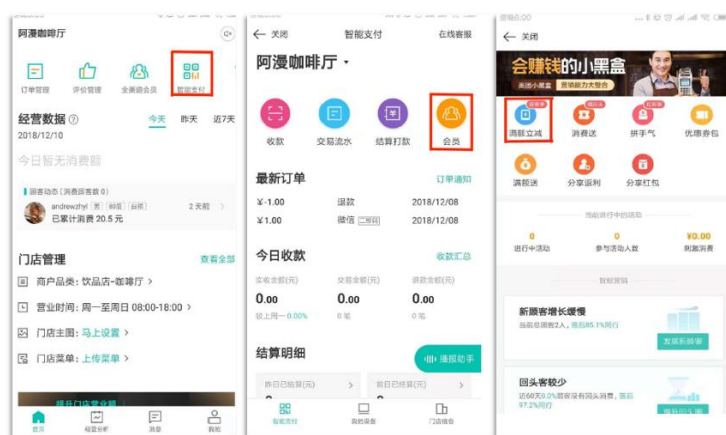
餐饮收银同质化竞争严重。在业务模式上，头部餐饮 SaaS 基本上都是以交易为核心，提供硬件和配套系统，涵盖前台收银、排队取号、订单管理、评价管理、全渠道会员、营销方案等功能。餐饮 SaaS 领域的佼佼者二维火、客如云与美团收银的业务重合度高。

图表130： 客如云商家后台展示



资料来源：创业邦，中信建投研究发展部

图表131： 美团智能支付商家开店宝后端功能



资料来源：美团开店宝APP，中信建投研究发展部

SaaS 服务的初衷是什么——更懂商家，提供更优质的技术服务。美团定义自身“餐饮+平台”，优势在于丰富的 C 端数据。“生态化”SaaS 的逻辑是用 C 端数据优势弥补美团自身在技术方面的短板。经过调研我们发现，餐饮 SaaS 并不是一个门槛很高的生意，有上千家初创公司涌入这个领域却推出相似的产品。虽然各个初创企业切入点不同，有的从点餐切入，有的专攻智能 POS 收银系统，有的连接线上线下，但最终往往都是类似的综合服务。这意味着各个服务商 B 端的数据沉淀是类似的，但是店铺选址、营销、CRM 等功能需要 C 端数据支撑。

营销和 CRM 等功能在美团外卖时期已经实现，现阶段运作成熟后合并入美团餐饮管理系统是一个加分项。餐饮商户可通过“智能支付->会员->进行中的活动”路径访问小美营销功能，并在 APP 端根据领券人数/发券数，验券数/发券数，参与人数，领券人数，营收增长等活动数据适时调整修改活动。对于不满意的营销活动，只需点击图中的“下线活动”即可下线。

图表132： 美团智能支付商家开店宝后端功能



资料来源：美团开店宝APP，中信建投研究发展部

美团 C 端更全面的数据让商家更懂消费者，这是美团餐饮领域最大优势。如飞鹅、掌单、餐道等细分领域的提供商无法独立发展业务，会挑选带来最广客户群体的平台加入其中。美团点评是在餐饮上半场积累了最多的商户和顾客资源，因此在做大做强生态方面具有先发优势。专精细分技术服务可提高美团 RMS 的壁垒，获得

更多稳定经营的餐饮大户。更多的合作商家意味着更多盈利，形成良性循环，发现更好的 SaaS 提供商并进一步提高壁垒，美团建立 SaaS 生态是本地生活领域优势的延伸，美团餐饮开放平台显示已有逾 600 家技术服务商加入美团点评餐饮开放平台。

图表133： 美团餐饮开放平台部分服务提供商



资料来源：美团点评餐饮开放平台，中信建投研究发展部

2.6.3 快驴进货——补齐美团 to B 业务闭环，深耕上游建立标准化供应链

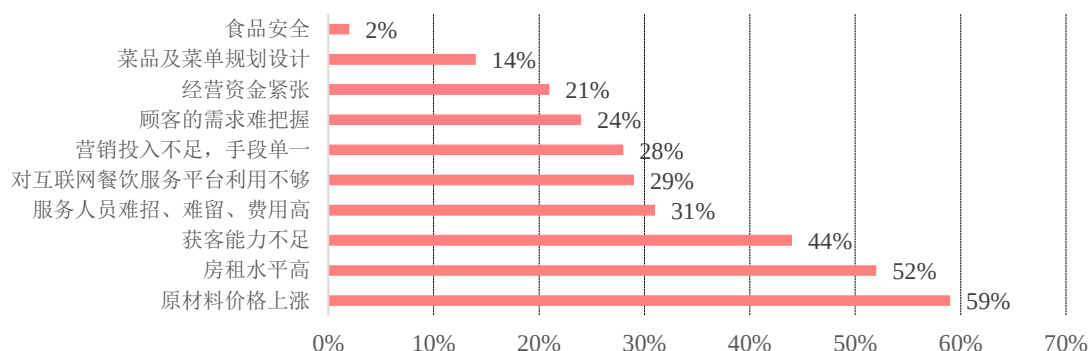
美团发展供应链业务的逻辑是什么？从美团 to B 整体业务看，美团收银覆盖了商户运营，配送和 O2O 覆盖了餐饮销售，美团发展供应链意在补齐对商户业务的闭环。我们认为，食材供应入局者多以改造供应链获利为目的进入，但行业还处在亏损状态；相比之下美团入局供应链具有战略意义，主要目的并非盈利，而是加强对上游供应链的把控，在食材生产、运输等环节实现标准化，进一步增加自己作为本地生活霸主的核心优势。这决定了快驴进货将会模仿先入者美菜的重模式供应链。

2.6.3.1 餐饮供应 B2B 市场现状

餐饮供应链市场到底有多大？现状又如何？食材供应市场达万亿规模，商户食材成本高的痛点有待解决。传统的餐饮食材供应链从产地到餐厅要经过多级批发商，中间环节层层加价是餐饮行业的痛点。我国餐饮商户的传统痛点“三高”中，原材料成本占到 40%，比重最大。美团研究院问卷调查数据显示，当前我国餐饮商户的经营痛点之首就来自原材料价格上涨。

食材供应市场的规模非常可观。2018 年我国餐饮零售规模达到 4.2 万亿。据行业内人士透露，食材供应市场规模约为餐饮零售总规模的 25-30%，如此计算食材供应是一个万亿级别的市场，且预计未来随着餐饮消费增长将继续扩大。

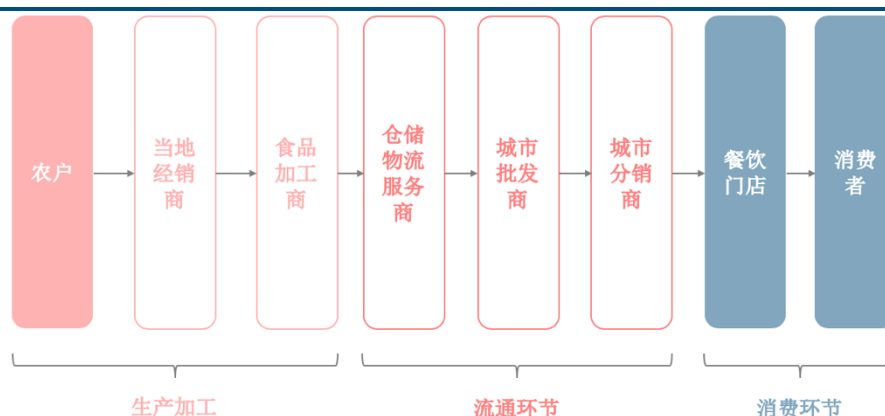
图表134： 2018 年我国餐饮商户的经营痛点调查



资料来源：美团研究院，中信建投研究发展部

食材供应 B2B 的核心逻辑是将数千家中小型餐厅的采购需求集中起来，形成规模效应。国内农产品产地分布非常分散，农户手上的农产品到餐饮商户的成熟食材需要经历分拣-集中-分拣的过程，渠道运作能力在食材供应市场有决定性作用，而配送、仓储能力是渠道通畅与否的关键因素。传统的餐饮食材供应链从农户卖给产地采购商开始，要由渠道商统一集中交由食材加工商，再进行分拣下放给城市批发商，输向城市经销商，再运往各个经销商负责的餐饮商户。经手多层经销商，各自独立的物流和仓储体系使得成本在这个过程中不断抬升，造成原材料成本居高不下。食材供应 B2B 一方面建立统一物流仓储节约成本，另一方面产地直采或直接与供应商对接，降低了渠道中的交易成本。所以食材供应 B2B 的核心价值在于增强在采购环节的议价能力，同时通过压缩中间环节，降低采购成本，同时降低食材价格。

图表135： 餐饮市场传统批发渠道



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

互联网食材供应 B2B 兴起于 2014 年，无数初创企业看到改造传统供应链的潜在盈利空间入局。行业历经多年的整合最终留下了美菜、宋小菜等互联网 B2B 平台。美菜和宋小菜象征着餐饮食材 B2B 平台两大重点突破，一是以美菜为典型的仓储物流自建直连产地和终端模式，二是以宋小菜为代表的反向供应链平台模式，由下游订单数据反向调整上游供应，实现产销平衡。

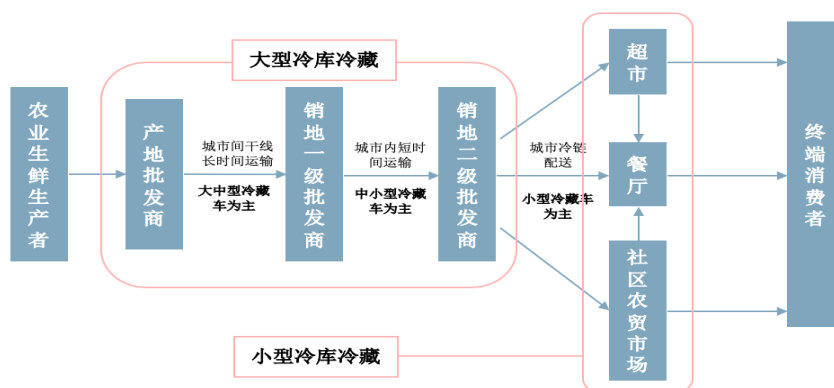
图表136： 食材供应链市场主要 B2B 企业

项目模式	项目名称	成立时间	特点
自营模式	美菜网	2014.6	全流程自营，物流仓储，仓储中心和冷链物流成本投入高，重资产模式。覆盖 21 个核心城市，拥有 29 个分仓，超 6000 台配送车辆，累计服务商户超过 300 万家
	链农网	2014.8	集中中小型餐饮商家采购需求直接对批发商大量采购
平台模式	宋小菜	2014.12	平台撮合产地和批发商，不做餐饮商户的生意。与超过 1 万家供应商合作关系，下游覆盖 80 个城市 3 万用户，300 多条物流线路和 7000 多名司机运作
互联网巨头	快驴进货	2016.3	项目于 2016 年推出，2018 年正式重启，转向全流程，物流和仓储靠合作
	有菜	2015.8	饿了么对商家上线的食材采买平台，促成品牌商与商家的交易，自身不做物流和仓储
餐饮业供应链	蜀海供应链	2011.6	海底捞旗下的餐饮供应链企业
	信良记	2012.1	新辣道旗下的餐饮供应链企业

资料来源：亿欧，中信建投研究发展部

2.6.3.2 成立快驴进货事业群，美团深耕供应链补全闭环

作为后入局者，快驴走的是美菜路线，有菜学习宋小菜的发展模式，反映的是美团深耕餐饮商家供应链服务的决心。2018 年，美团点评成立快驴事业群，标志着自成立初沉寂两年的快驴进货正式重启。与快驴进货同样夺人眼球的是饿了么重启的饿了么有菜。美团外卖和饿了么在外卖领域的竞争很容易让人把快驴进货和饿了么有菜联系起来，但是二者的发展逻辑天差地别。美团进入食材供应链是基于本地生活领域的优势，巩固商户资源，想让商家得到满意的服务就必须对供应链有足够强的把控，而饿了么的食材供应逻辑则延续了阿里 B2B 电商优势。

图表137： 冷链物流在生鲜流通过程中的使用


资料来源：中信建投研究发展部

自营模式难以实现盈利，美团进军供应链是出于更好把控 to B 服务的逻辑。快驴进货暂时没有美菜的全面自营物流仓储，是通过和第三方合作实现的，但长期来看建立自营体系美团快驴有如下优势：

- 一、基于美团点评沉淀的用户评价、商户外卖团购信息智能化预测不同区域、不同品类商户对食材进货的需求，从而降低物流仓储成本；
- 二、与源头供应商达成深度合作，助力食材源头实现高程度的标准化，树立品牌乃至制定行业规则；
- 三、自有物流意味着通过实时调度系统对司机和货物实现追踪，实现信息化查询让商户进货“心里有数”。

但采购、分拣、仓储、物流等各环节的建设成本高、难度大，对于企业的资金和运营能力都提出了较大的挑战。短期来看美团作为上市公司有盈利压力不会复制美菜自营模式，但美团的 to B 业务逻辑意味着快驴进货长期将向全自营模式靠拢。

图表138：快驴进货将实现上游供应链把控



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表139：快驴进货甘肃定西扶贫项目产地直采



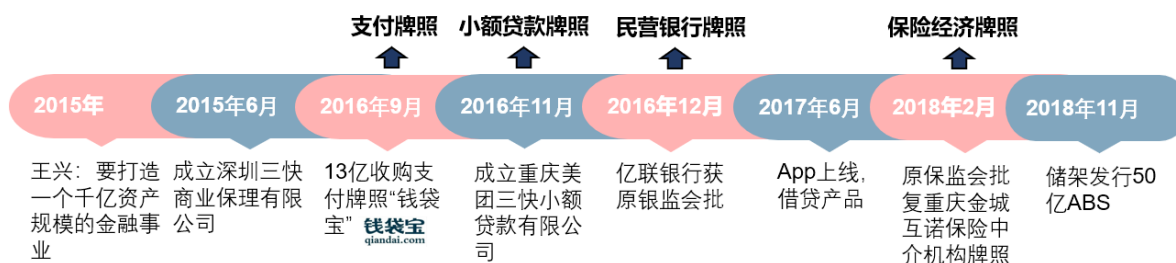
资料来源：新闻资讯整理，中信建投证券研究发展部

2.6.4 美团金融：餐饮商家小贷——为 B 端持续赋能

2.6.4.1 业务概览

美团点评获多块金融牌照，开展金融业务硬性条件基本成熟。美团点评在原有核心业务外，增加了很多新业务，“不设边界”的美团已经涉足金融领域。基于庞大的用户体量，活跃的订单交易，具有天然开展互联网金融的优势。在 2015-2018 年间，美团点评先后获得商业保理、支付牌照、小额贷款牌照、民营银行牌照、保险经济牌照。美团开展金融业务的硬性条件已经比较成熟。

图表140：美团金融发展史



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图表141： 美团金融领域融资事件

时间	对象	轮次	金额（元/人民币）
2017.08.30	水滴公司	A 轮	1.6 亿
2016.09.26	钱袋宝	并购	13 亿
2016.08.02	水滴公司	天使轮	5000 万

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

美团点评对应获得的相关牌照，先后开拓了基于各类资格的业务，其中餐饮商家小贷成发展重心。美团金融形成了包括支付、贷款、网银、理财、信用卡等业务体系。其中小贷业务开展较为顺利，主要分为个人消费贷和商家生意贷两种。美团招股书数据显示，金融业务支付和小贷发展迅速。截止 2018 年 4 月 30 日，美团点评主要发力的信贷业务应收贷款为 20.92 亿元，其中商家端约 14 亿元，用户端约 7 亿元。

图表142： 美团金融主要业务


智能支付：2016年9月26日，美团点评13亿收购第三方支付牌照“钱袋宝”。牌照包括互联网支付、移动电话支付、银行卡收单等业务。为美团和各银行金融机构、卡组织以及其他支付机构合作奠定基础。



小额贷款：2016年11月，成立重庆美团三快小额贷款有限公司，获得小额贷款牌照。2017年6月，美团App上线“借钱业务”，资金信贷由美团三快小贷及其合作金融机构提供。



亿联银行：2016年12月，亿联银行获原银监会批筹，作为国内第四家获准开展线上信贷业务的互联网银行。美团点评持股28.5%，为第二大股东。



理财产品：产品分为活期理财“美添益”和定期理财“安邦安增益2号”。“美添益”是由民生银行提供的活期理财产品，“安邦安增益2号”是由安邦养老保险股份有限公司发行的个人养老保障管理产品。



联名信用卡：目前在美团App上可以申请的信用卡是“上海银行美团信用卡”。其他有合作发行联盟信用卡的银行包括：广州银行、江苏银行、杭州银行、桂林银行和青岛银行。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2.6.4.2 美团小贷-商家贷：成本优化&风险可控

1.小微企业市场广阔：根据央行行长易纲在 2019 年 6 月 14 日第十届陆家嘴论坛上表示，小微企业在经济过程中起着非常重要的作用。从国际上看,美国、德国、日本的中小企业对经济发展的贡献大约是 50%左右,对就业的贡献是 60%到 70%左右。而从我国的实践看,小微企业贡献了全国 80%的就业,70%左右的发明专利权,60%以上的 GDP,和 50%以上的税收。由此可见,小微企业非常重要,市场也非常广阔。

2.小微企业融资难：传统银行征信成本高，利润低。对于传统银行而言，正规银行的利率一般在 10%以下，

考虑到贷款的资金成本、贷款的管理成本、信用风险成本、执行成本、机会成本等费用成本。小微企业的贷款几乎无利可图。一般互联网金融利率高，风险大。一般的互联网金融为了覆盖风险，只能采取高利率的方式，通常利率可以达到 18%-20%。但是过高的利率必然会造成劣币驱逐良币，造成运营好的企业不愿意借贷，愿意借贷的企业风险更高。互联网金融借贷市场因此更加低迷。

3.美团餐饮借贷的优势：拥有海量精准数据。据美团透露，在商户借贷方面，平台为商家提供最高 100 万元，信贷期为 6 个月、12 个月或 18 个月的贷款，月利率 1.5%。美团点评通过多年的本地生活业务，海量的商家信息，可以用非常低的征信成本去了解一个商家的还贷能力，可以对不同经营状况的商家定价不同利率的贷款标准。因此，相较于传统银行对小微企业的抵触，互联网金融更能提供充足资金；相较于一般互联网金融的高利率，高风险，美团可以精准定位，有效降低风险。给广大中小餐饮商家一个相对低的贷款利率，给广大投资者一个相对高的收益风险比，利用数据优势，实现真正的普惠金融，是美团金融要走的道路。

2.6.4.3 战略意义：产业闭环活力足

1.形成产业闭环，提高生态活力。对于商户端：美团“生意贷”，为平台小微商户提供的特色定制金融服务，使得平台和商户的联系更加密切。加上美团对小商户的营销、供应链、物流等方面的赋能。商户对平台的依附度更高，逃离平台的可能性很小。同时，指导商户更好的经营也可以提高平台商户质量，形成良性循环。对于顾客端：美团“生活费”，美团信用卡，通过借贷关系，对提高顾客活跃度和粘性都有很大帮助。

2.贷款业务成为现金奶牛。金融业务始终是公认的赚钱行业，无论是外卖业务还是到店业务，某种程度上都是在赚辛苦钱。金融业务得益于信息整合，杠杆大，边际成本低，效益无疑是巨大的。“中金-美团生意贷”获批 50 亿发行额度。2018 年 11 月 21 日，第一期 5 亿元专项计划已完成设立。通过 ABS 模式，美团一方面获得了巨大的流动资金，一方面绑定商家，获得更多的佣金收入。

2.6.5 馒头招聘——美团 to B 业务添砖加瓦，筑高护城墙

招聘行业连接求职者和公司两端，要解决信息不对称问题。蓝领劳动力流失率高，我们认为是由蓝领行业职业成长空间有限、高强度、内容枯燥导致的，信息不对称更进一步加剧求职者和用工方之间信任的缺失。

美团推出蓝领招聘平台“馒头招聘”，我们认为有三点显著优势：

- 1) 本地生活服务已积累大量商户资源，尤其是餐饮商户用人灵活性强，弹性大，蕴含着大量需求；
- 2) 美团对用工方信息把控能力也更强，有效降低信息不对称程度，提高招聘体验；
- 3) 美团深耕本地生活，对这一领域有更深理解，成立美团大学美酒学院、美业学院、餐饮学院等建立行业规则；

我们认为，美团依靠本地生活资源虽有天然优势，但入局意义“防御”大于“进攻”。应对饿了么三个“100 万”追赶，美团在本地生活领域虽保持领先但持续面临后方追赶压力，推出招聘业务是其进一步完善 to B 闭环战略的探索：一方面为商户用工流失招人难提供解决方案提高商户对美团的依赖度，更长远来看可以通过员工培训建立本地生活服务领域的标准。

图表143： 馒头招聘商家招聘信息展示



资料来源：馒头招聘，中信建投研究发展部

2.6.5.1 蓝领招聘行业现状

蓝领招聘市场究竟有多大？公开数据显示，我国 9 亿劳动人口中有 4 亿蓝领，2 亿白领，数量上蓝领劳动者是白领就业人数的 2 倍。蓝领劳动者中农民工大约有 2.8 亿，其中制造业蓝领 1 亿人，建筑工人 6000 万，服务业蓝领 1.2 亿。据 BOSS 直聘创始人赵鹏透露，蓝领工人找工作频率高：中国有 4 亿蓝领，平均 4-6 个月换一次工作，可以看到蓝领招聘市场体量巨大。

4 亿人的蓝领招聘市场现状如何？蓝领招聘市场目前以劳务派遣公司和互联网信息平台为主，劳务公司集体输入的传统形式还占据主流，这是出于两方面原因：

- 第一，互联网平台虚假信息多，承诺福利无保障且人岗不匹配现象严重；
- 第二，蓝领招聘市场蓝领工人和中小公司很分散，且蓝领劳动者多来自低线地区，同乡经济、“人带人”现象明显，地域、人脉等因素通过介绍方式进入劳务外包商。

图表144： 广东省各地人力外包公司和分包商揽工场景

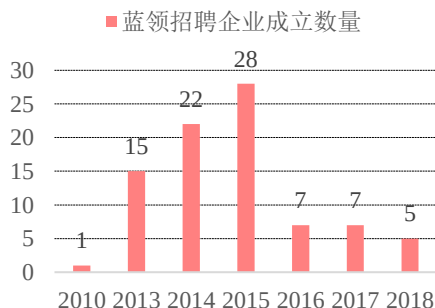


资料来源：新闻资讯整理，中信建投研究发展部

58 同城等平台集合中小公司和求职者的零散信息，承包了劳务派遣公司以外的招聘市场，但未能解决蓝领招聘痛点。互联网平台集合了中小公司和求职者的零散信息，但在信息界面只挂出了招聘要求，关于公司和岗位更详细的信息只能自行联系发布人，其中不乏虚假招聘、待遇不实、岗位不合的招聘信息，实际上还是没有

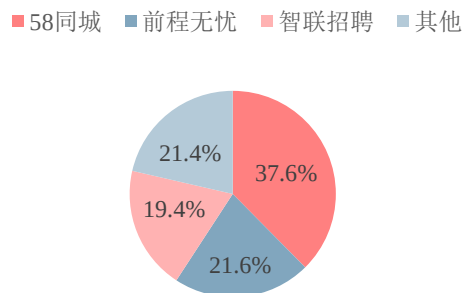
解决蓝领市场信息不对称的困局。目前伴随资本寒冬和互联网招聘风口逐渐平息，招聘行业已被几家较大的平台垄断。

图表145： 2010-2018 年蓝领招聘企业成立数量



资料来源：亿欧，中信建投证券研究发展部

图表146： 2019Q2 中国互联网招聘市场竞争格局



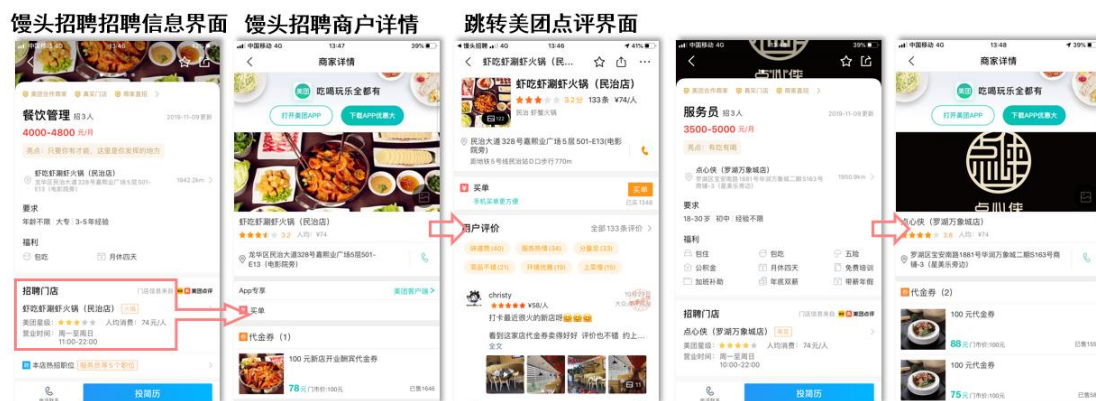
资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

2.6.5.2 覆盖蓝领招聘增加商户粘性，美团本地生活的“防御战”

面对已经趋于固定的市场格局，美团此时入局意义是什么？我们认为，美团此时入局蓝领招聘是在打本地生活领域的“防御战”，而非贸然向招聘行业进军。美团推进馒头招聘有迎合蓝领需求的先天优势：提供更透明的信息甚至职业培训。对于美团而言，更重要的意义在于解决商户招工难的困境，完善 to B 业务闭环，未来或通过美团学院体系重塑本地生活服务标准。

经过和 58 同城、斗米等多家招聘平台比较，我们发现馒头招聘 APP 界面在本地生活细分领域设计更为人性化。馒头招聘中的招聘信息则直接连接对应餐饮、医美、娱乐门店，且接有美团点评接口，蓝领求职者可以主动了解用工对象，避免了用工者单方面描述造成信息不对称。

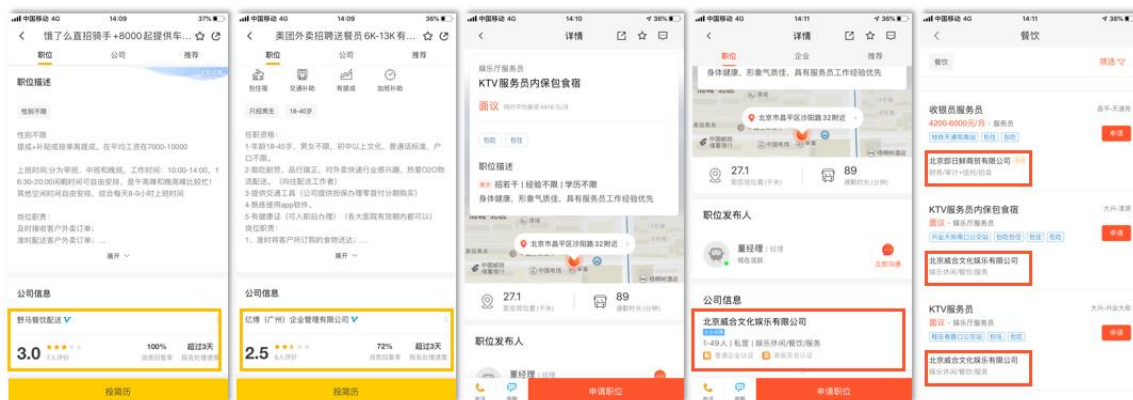
图表147： 馒头招聘商家招聘信息界面



资料来源：馒头招聘APP，中信建投研究发展部

58 同城和斗米平台上的招聘信息一般和公司及发布者直接相连，对于用工商家没有更多的信息披露，人岗不匹配概率大幅上升。

图表148： 斗米，58 同城商家招聘信息界面



资料来源：58 同城，斗米APP，中信建投研究发展部

蓝领从业的一大特点是技术性不高、职业发展空间有限，间接导致了蓝领劳动者纯粹为薪资高低而频繁换工作。2019 年 10 月，美团成立美团大学，下设八大学院覆盖餐饮、外卖、酒旅、美业等本地生活细分领域，初期旨在为商户提供数字化培训。美团联合创始人穆荣均表示，在未来十年美团大学将会和国内 1000 所职业院校达成合作，促进中国生活服务行业近 2 亿名服务者的素质提升。我们认为，这一项目可和馒头招聘形成对商户用人困难问题的合围，将进一步加强商户对美团本地生活服务业态的粘性，未来想象空间大。

美团会全面进军蓝领招聘吗？从蓝领从事行业来看，二产制造业建筑业和三产服务业均有分布，服务行业又是门类复杂。目前美团覆盖了餐饮、酒店、丽人、休闲娱乐、运动健身、结婚行业等多个生活服务领域，其招聘业务也是围绕这几个细分领域的商家展开的。

图表149： 从美团点评组织框架看潜在就业机会



资料来源：美团点评研究院，中信建投证券研究发展部

图表150： 生活服务类平台职业体系

图3.2 生活服务类平台的职业体系

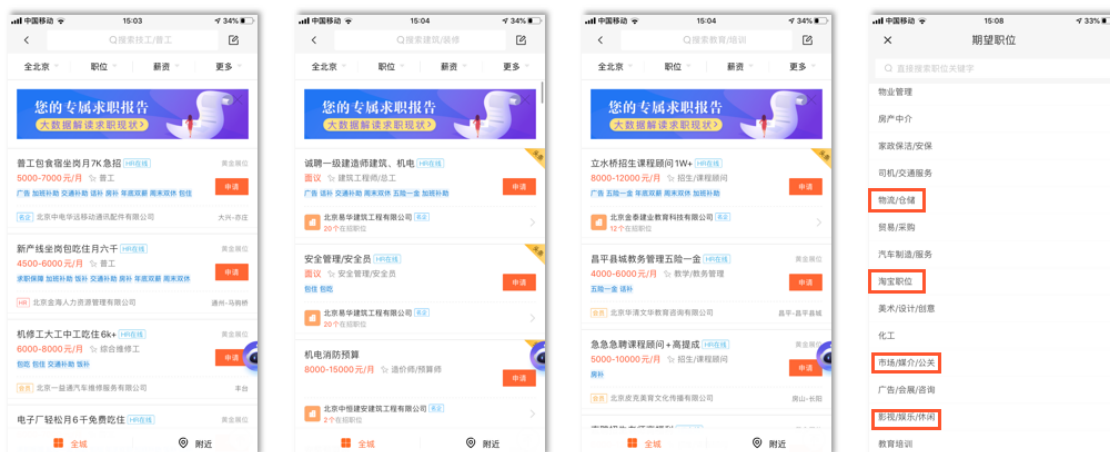
外卖	外卖运营规划师、即时配送骑手、无人机/车驾驶员
餐饮及黑珍珠	侍水师/茶艺师、RMS数据管理师、(非遗传承人)
酒店及民宿	民宿房东、酒店收益改善师
休闲娱乐及社区生活	宠物医生、宠物训练师、健身教练、足疗按摩师(盲人按摩)、心理医生、调酒师、电竞顾问、拓展教练/策划、策划管家、密室剧本设计、CS教练、家政服务
丽人	头皮养护师、美甲美睫师
医美	整形医生、植发医生
亲子	月嫂、育婴师
学培	整体造型师、创客教育指导师、(非遗文化培训)
结婚	旅拍策划师
家居	收纳师、整型设计师

资料来源：美团点评研究院，中信建投证券研究发展部

我们认为，为本地生活服务商户提供招工服务是和美团平台生态互为补充。一方面，美团丰富了对商户的服务类型，把触手伸向招聘进一步增加商户依赖度；另一方面，和 58 同城等纯信息平台不同，美团通过接入团购数据，帮助商家进行营销和智慧运营，对商户运营情况有更深入了解，降低了招聘平台上的信息不对称程度。

目前来看，馒头招聘只开放了本地生活招工服务。这是出于两点考虑，首先美团核心优势在于本地生活，发挥优势进一步提高自己的壁垒是应对饿了么口碑在本地生活领域的冲击和斗米等 APP 对本地生活商户招聘服务的渗透；其次，美团在其他蓝领从业领域经验和资源近乎为零，58 同城等老牌平台在这方面早已布局，盲目出击耗费经营资源且大概率失败。因此，馒头招聘是美团构筑的“防御战”工事。

图表151： 58 同城在普工/技工、建筑、物流、教育培训、影视娱乐等众多细分领域已经布局



资料来源：58 同城 APP，中信建投研究发展部

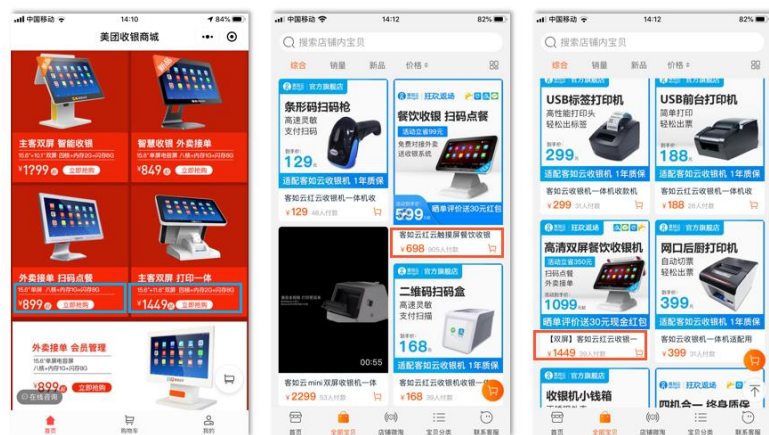
2.6.6 收入预测&展望

2.6.6.1 美团收银

经过同类产品比较，我们发现目前智慧餐饮服务商主要有硬件、软件和支付费率三种盈利模式，其中 SaaS 年费长期驱动收入增长。一般的盈利过程是服务商从软硬件销售中获得装机费，之后服务商按月度年度收取月费年费，部分服务商以收银/支付为切入点，还可以获得支付佣金。

1. 在装机费方面，美团收银商城显示，收银机按照内存配置和单双屏区分费用有差异。双屏收银机的主屏可供店员操作，客屏面向顾客，主要用于确认点单信息、展示收款二维码、应付金额和展示宣传信息（产品展示、优惠信息等），无需额外打印广告单张和收款二维码立牌，双屏异显的展示方式有助于提升商家信息展示和客户体验。体现在收费上，双屏收银机比单屏价格高出数百元不等。以美团收银和客如云为例，一台中小型商户的单屏收银机（最低配）标价 899/698 元，双屏收银机（最低配）为 1499 元。

图表152： 美团收银和客如云云收银价格展示



资料来源：美团收银商城，客如云天猫旗舰店，中信建投研究发展部

2. 在交易渠道费方面，服务商会与微信、支付宝合作，从支付额中抽取佣金。目前餐饮 SaaS 服务商都提供接入支付数据的 POS 机，将线下订单收录到系统中。这种以支付为数据入口的餐饮管理系统也通过聚合支付对商户手续费。以美团收银机为例，根据移动支付网报道，收费率各行业有差别，餐饮娱乐等行业，按照交易费率 0.38%收取手续费，其中 0.18%归属美团。

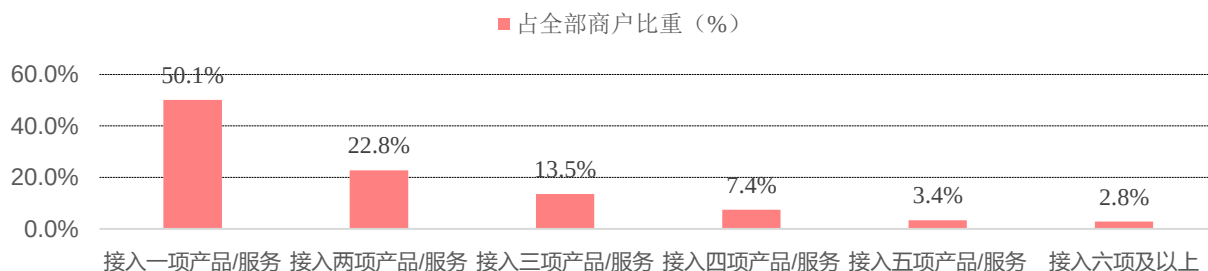
3. 在增值服务方面，我们认为该项收入将是未来餐饮 SaaS 收入的主要驱动力：对于美团收银、客如云等新一代系统，其价值已远不止一台收银机，更大的价值在于系统提供的各类增值服务。增值服务费用的收取和商户开通的增值服务种类有关，如客如云大体上提供了三档月费标准，基础版 50 元/月，高级版 300 元/月，旗舰版 400 元/月。据美团研究院数据显示，目前接入美团点评服务的绝大多数商户还停留在最基础功能配置上，长期可通过培养商户习惯提升收入空间。

美团收银装机费收入=餐饮商户数*美团收银渗透率*平均装机费

美团收银支付佣金收入=餐饮消费规模*到店餐饮比重*美团收银渗透率*佣金费率

美团收银增值服务收入=餐饮商户数*美团收银渗透率*年费

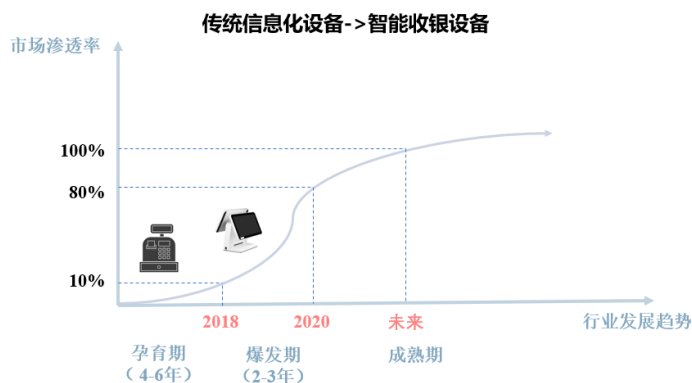
图表153： 接入不同数量美团点评产品和服务的商户占比



资料来源：美团点评研究院，中信建投研究发展部

在预测餐饮 SaaS 渗透率时我们参考拐点理论。按照客如云创始人彭雷的说法，市场对于新技术的接受有一定规律，在新技术进入市场的前三年渗透率会保持在 10% 以下，当达到 10% 以后渗透率会快速在 2-3 年内突破 80%。业内通常认为，智慧餐饮行业的拐点在 2018 年，之前由于技术尚未成熟，渗透率在 10% 左右，预计未来餐饮 SaaS 渗透率将上升到 80% 左右。

图表154： 智能收银机的渗透率拐点



资料来源：客如云，中信建投研究发展部

目前在美团点评上的注册商户将近 600 万家，其中有一部分非餐饮商户。参考 Trustdata 第三方数据，在美团外卖上注册的商户占到全部外卖餐饮商户的 84%，加上部分不做外卖运营的餐饮店，可以假设目前中国餐饮商户数目超过 600 万家。

假设 2020-2022 年智慧餐饮渗透率达到 60-80%，考虑到餐饮 SaaS 地推不具备可复制的规模效应，饿了么口碑支持的二维火、客如云等餐饮 SaaS 服务商也将瓜分市占率，美团收银的渗透率预计达到 30-40%。

1. 假定美团收银当前渗透率 5%，到 2022 年美团收银将服务新增商户 180 万家，即提高 30% 的渗透率。假设每年渗透率提升 7.5%，并向新商户提供装机服务，装机费取平均客单价 1500 元，年收入空间为 $600 \times 7.5\% \times 1500 / 10000 = 6.75$ 亿元。

2. 假定到店餐饮占到餐饮零售总额 80%，佣金收入 $= 42716 \times (1+5\%)^4 \times 80\% \times 30\% \times 0.18\% = 22.4$ 亿元。

3. 增值服务方面，目前接入美团收银的半数商户还停留在初级功能的使用，未来增值收入增长空间大。客如云中间档收费 3600 元/年，假定美团现阶段按照 1500 元/年收取商户年费，年费收入 $= 600 \times 30\% \times 1500 / 10000 = 27$ 亿元。

2.6.6.2 快驴进货

在预测食材供应收入时，我们认为渗透率是关键因素。国内餐饮产业链上下游分散，食材供应市场集中度低的现状短期内难以改变。在分析国内餐饮食材供应集中度时，我们拿美国的情况作为对比。美国餐饮供应无论是食材生产还是餐饮需求都更加集中。

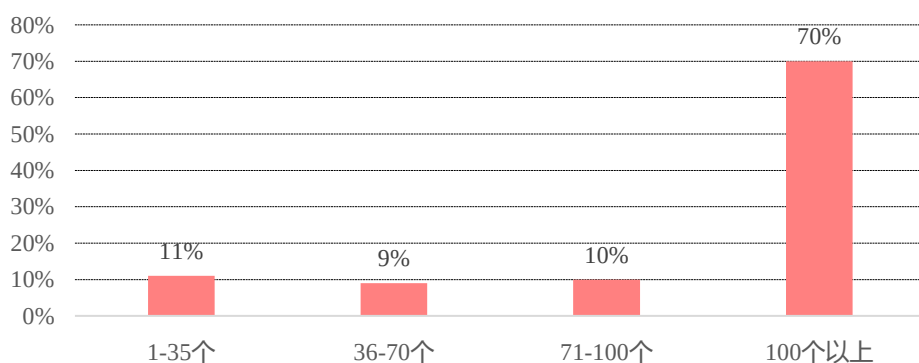
中美餐饮在食材标化程度和采购环境等方面的差异导致国内食材供应的集中度较低。美国农产品生产区域

化程度高，有玉米、小麦、大豆、蔬菜、水果等区域，华盛顿、密歇根和纽约三州产量占到了全国的 70%。美国农业上游普遍采用机械化生产，标准化程度高，而在中国个体农户和中小型供应商是供应主体，产地分散，源头的质量控制和标准化难度也更大。

国内食材供应下游需求也是零散的。食材 B2B 企业获取大型餐企客户难度较大，因为大型餐企在多年的发展下往往已经形成了相对稳定的供应链且有强议价能力，食材 B2B 企业对其吸引力不高。以夫妻店形式为主的中小餐厅通常由店员或老板个人进行采购，采购频次高、品种多、且每次采购的量都不大。同时，这些中小商户对价格高度敏感，忠诚度极低。

另外，美国餐饮商户大多拥有一定的食材保鲜能力，在客流稳定的情况下，通常一次会采购可供维持 2-3 天正常运作的食材。而在国内因为租金成本高，为了节省成本，中小餐厅没有库存仓储，通常只采购当天的食材，且单次采购量较小，使餐企和供应链深度稳定合作更困难。根据易观的调研数据，国内供应商在 35 家以下的餐企仅占到 11%，有 70% 的餐企供应商在 100 家以上。类比餐企供应商，中小商户通常也会选择 10 家或更多的供应商进货，这是因为多数食材供应商只专精某几种食材，中小餐厅也需要分散进货风险。单次采购量小又导致高配送成本。

图表155： 餐饮企业选择供应商数量



资料来源：易观，中信建投研究发展部

参照美国食材供应巨头 Sysco，2017 年美国餐饮业销售额为 7990 亿美元。按照 30% 的食材采购成本计算，美国餐饮食材供应链市场规模约为 2397 亿美元，2017 年 Sysco 实现营收 553.7 亿美元，占到食材供应市场的 23%。我们预计国内食材供应市场的头部企业市占率会更低，但按照现在的市占率看美菜、宋小菜、快驴进货等 B2B 平台的市占率仍有提升空间。

据美团官方披露，截至 2018 年 10 月，快驴进货业务年活跃商户数约 45 万，单月销售额破 4 亿，按照线性外推估计 2018 年快驴全年销售额为 32 亿，用 2018 年食材供应市场规模计算，快驴进货的占比约 0.3%。在这一领域较为领先的美菜在 2018 年销售额达 220 亿，仅占到 2%。

根据中国饭店协会数据，中国餐饮业年收入增长从 2015 年的 16% 降到了 2018 年的 8%。保守估计，假设 2019-2022 年餐饮消费按年增速 5% 增长，食材供应占餐饮消费比重稳定维持在 25%。随着补贴战进行，2018-2019 年食材供应市场重整，补贴效果从 2020 年后开始显现，快驴进货车市占率有望实现 2% 左右。则未来若干年快驴业务的营业收入有望过百亿。

三、估值

我们的核心假设：

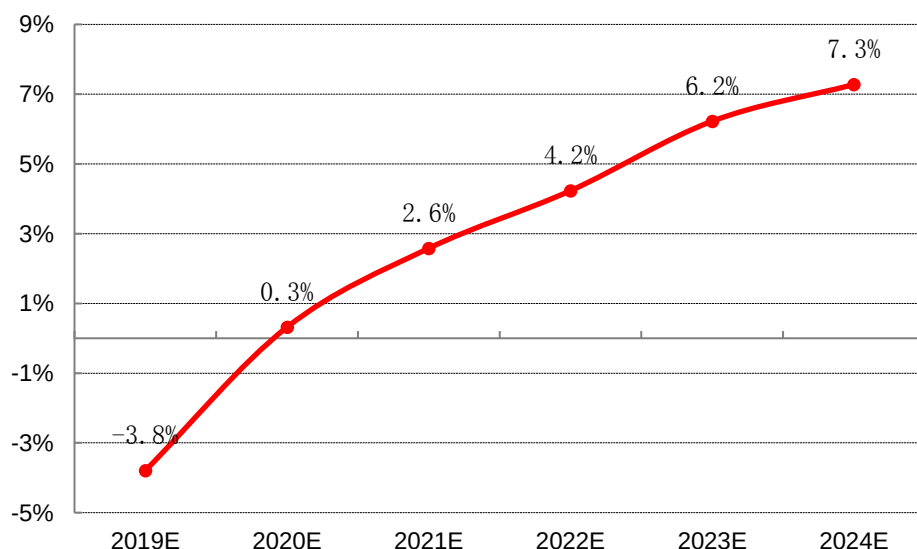
1) 未来随着补贴力度降低、美团品牌力和认知度的进一步的提升以及配送效率的提升，我们预计盈利的效率会提高，毛利率会得到提升、销售费用率和一般管理费用率缓步下降。由于需要支撑配送能力优化和新业务的开发等，我们预计研发费用率暂时不会明显下降。计算得未来 EBIT 率 2020 年会转正，2024 年达到 6.5%。

图表156： 核心费用率假设

利润表假设	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业成本/营业收入	70.1%	67.0%	65.7%	64.8%	64.7%	64.3%
研发费用率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用率	19.0%	18.5%	18.0%	17.5%	17.0%	16.5%
一般管理费用率	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%	3.0%

资料来源：中信建投研究发展部

图表157： 预测 2019-2024 年 EBIT 率



资料来源：中信建投研究发展部

2) 考虑到外卖行业特殊的大众刚需属性，永续增长率假设设置为 5%，折现率假设为 10%，则 2024 年底公司终值为 1024.89 亿元。通过折现，得到公司现值合计 6500 亿元，净值 7395 亿港币。每股净值 128 港币。

图表158： DCF 估值（单位：百万元）

	Dec-19 2019E	Dec-20 2020E	Dec-21 2021E	Dec-22 2022E	Dec-23 2023E	Dec-24 2024E
DCF						
EBIT	(3,542)	405	4,410	9,337	16,373	22,300
减：所得税	0	0	0	0	0	0
加：折旧	3,183	6,612	9,455	12,830	14,921	15,610
加：摊销	1,242	1,544	1,935	2,424	2,983	3,534
加：股权激励	2,670	3,634	4,888	6,310	7,523	8,766
减：运营资本变化	1,013	3,560	5,006	5,759	4,536	4,773
减：资本开支	(4,426)	(6,023)	(8,102)	(9,575)	(10,364)	(12,076)
自由现金流	140	9,732	17,593	27,085	35,971	42,907
终值						1,024,888
	1	2	3	4	5	6
折现因子	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58
现值	128	8,117	13,400	18,840	22,850	619,445
折现率	9.7%					
永续增长率	5%					
FCF 乘数	21.74					
现值合计	650,018					
净现金	15,517					
净值（元）	665,536					
净值（港币）	739,484					
每股净值（港币）	128					
汇率	0.90					
最新股数（百万）	5,790					

资料来源：中信建投研究发展部

盈利预测与估值：

随着变现率的提升、市场份额提升和新业务收入的好转，我们预测美团未来收入将在 2020 年突破千亿规模，并在 2024 年达到 3065 亿元。未来随着补贴力度降低、美团品牌力和认知度提升以及配送效率的提升，我们预计盈利的效率会提高，费用率下降，EBIT 从负转正并稳步上升，2024 年达到 223 亿人民币，EBIT 率达到 7.3%。我们预测 2019-2021 年经调整亏损/盈利为 0.15/69.72/140.50 亿元人民币。维持“买入”评级，对应公司市值 7395 亿港元，目标价为 128 港币。

风险分析：

外卖行业增速低于预期；外卖变现率提升低于预期；新业务亏损加大；到店酒旅业务营收增速放缓；行业竞争加剧等；

分析师介绍

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

刘凯：中信建投海外前瞻研究团队分析师。南开大学国际商务硕士，2016 年 7 月加入中信建投研究发展部，专注于覆盖互联网、传媒等领域。

报告贡献人

孙晓磊 sunxiaolei@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
 郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
 郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
 张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
 高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
 张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
 任师惠 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
 李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
 金婷 010-65608041 jinting@csc.com.cn
 夏一然 xiayiran@csc.com.cn
 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
 杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
 杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
 李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
 廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
 王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
 诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
 黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
 戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
 沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
 翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
 章政 zhangzheng@csc.com.cn
 范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
 李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
 薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
 王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
 张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
 许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
 陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859