

王见鹿 行业分析师
 执业编号: S1500517100001
 联系电话: +86 21 61678591
 邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理
 联系电话: +86 2161678587
 邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推 1-2 只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

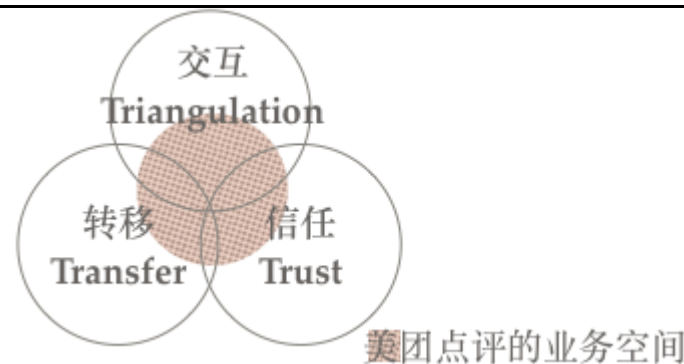
2018 年 11 月 05 日

◆ 本周行业观点: 美团点评, 一个还不够好的好平台 (三)
4、商业模式回顾: 平台的稳固性。

我们在此前的两篇报告中分别分析了美团点评立足“吃”从而链接 C 端消费者和 B 端商户的 Food-as-a-platform 定位。适逢公司于 10 月 31 日宣布调整组织架构, 组建用户平台, 以及到店、到家、快驴三大事业群, 并成立了 LBS 平台 (涵盖大交通)。我们认为此次调整进一步强化了其平台的稳固性。

参考杜克大学经济学教授 Munger 的新书 Tomorrow 3.0, 进入深度互联时代, 包括信用大数据、物联网、移动 GPS、在线及无卡支付等新技术的渗透率提高, 随之而来的便是交易成本 (transaction cost) 的下降, 也因此颠覆了传统市场的交易格局——新的互联网平台提供更低成本且更受青睐的消费模式, 从而不断占据亿级用户 (Critical Mass)。根据 Munger, 交易平台存在的三要素分别是:

- Triangulation (交互): 市场需要连接买卖双方, 并提供双方认可的交易信息, 实现信息流的汇集和闭环;
- Transfer (转移): 确立交易条件, 实现从卖方到买方的货物及服务转移;
- Trust (信任): 为交易进行背书, 降低交易风险。

图 1 交易平台存在的三要素


资料来源: Micheal Munger 《Tomorrow 3.0》, 信达证券研发中心整理

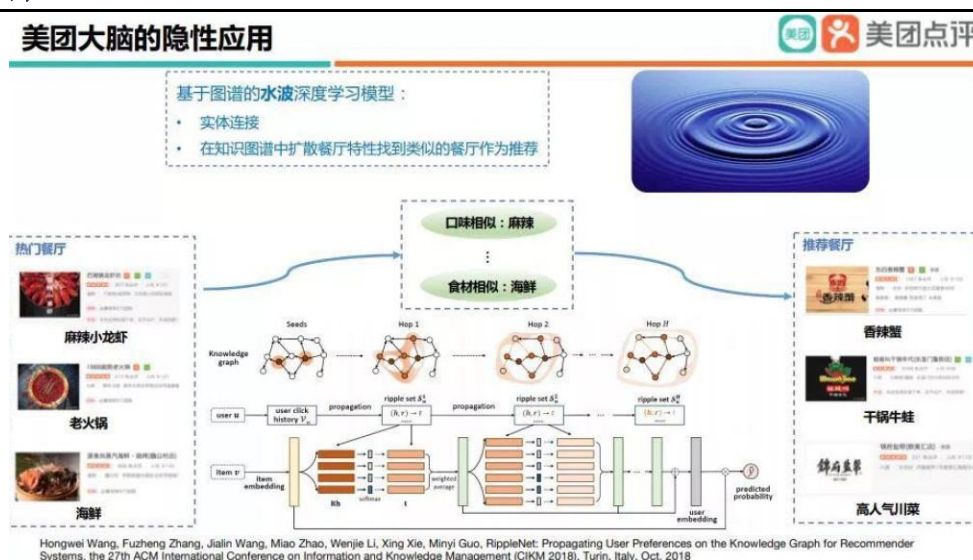
亚马逊是实现了上述“3T”的典型平台型企业：线上网店实现信息“交互”、自建线下物流实现货物“转移”、自营及商户评级降低“交易风险”。虽然亚马逊并没有太多交易分润收益，反倒是其为交易服务的基础设施，如云服务系统（AWS）和广告，成为了收入主力。也侧面证明了一旦有了可持续发展的平台生态，获利的手段其实很多。

“3T”之于美团，核心竞争力在于“转移”和“信任”。

我们在（一）中反复强调美团外卖而非团购服务的异军突起，得益于当代消费者持续提升的便利性需求。美团外卖能够让消费者足不出户就享受美食，打破了传统服务业只能“到店”的消费限制；同理，消费者也需要其他提供便利性的服务，突破口则是如何利用科技手段，显著降低“转移”（如送餐、阿姨上门等）的成本。因此，新到家“事业群的设立水到渠成。

我们此前也提示过，收购点评大幅提升了公司的可信度，找美食前刷一刷点评看一看动态评分，几乎已是“规定动作”。由于点评持续的信用输出，美团也因此在一些本来缺少抓手的到店服务上获得了客户流量。这一服务业生态数据是极其稀缺的，暂时还无其他互联网企业可望其项背。最近美团技术团队的公众号发了一篇关于《美团大脑》的文章，读完之后才知道美团平台已经汇集了 40 亿用户点评，10 万个个性标签和 1.4 亿款菜品记录。美团大脑的目的则是通过深度学习构建“全球最大的餐饮娱乐知识图谱”，具体的应用包括，通过客户标签、商户标签和菜品标签，提供“千人千面”的个性化推荐。尽管知识图谱的 AI 学习难度已经高出现有的算法机制很多级别，能不能做成是其次；但有了稀缺数据，愿景并不骨感。现有算法已经可以极大提升客户关系管理（CRM），提升转化率和客户留存率，建立更具粘性的会员机制；同时，由于有了更多的客户画像数据，也就拥有了定义 B 端内容的能力，因此服务商户的转化率也会进一步提升，为公司下一步的 B 端 SaaS 战略打下坚实基础。

图 2 美团大脑的应用



资料来源：美团技术团队，信达证券研发中心整理

提到 SaaS，阿里通过阿里支付切入的 B 端资金流一揽子解决方案是美团的强力竞争对手。但美团手中攒着 B 端商户所需的消费者数据，还有供应链服务。新设立的快驴事业部可以看做是一个 B2B 的集采平台，它的撮合机制可以帮助商家解决从采购到对账的一条龙服务，然后通过智能匹配实现仓储的优化。美团从 2016 年的 ERP 做到了智能收银机，试图收拢商家后台系统的标准入口，把原有玩家如餐行健、天子星、天财商龙，屏芯、食为天、五味、客如云等等聚集旗下，一次性完成验券、闪惠、订单管理等操作。这样一来，不管愿意与否，商家全成了美团平台上的利益共同体。

总结来看，美团点评的新事业部调整充分体现了团队前瞻性的战略眼光，“没有人是一座孤岛”，而美团正架设着线下服务商和消费者需求之间的“桥”。

5、盈利模式再思考：不该再忽略单位经济效益（Unit Economics）

VC 圈可能会对我们抛出的建议嗤之以鼻，作为一个已经市值超 400 亿美元的超级上市公司，再讨论单位经济效益是不是有点过时？但是也的确存在很多因为没有认真分析美团的盈利能力，而对其实际投资价值产生偏颇理解的人；更重要的是，即使我们列明了广阔的服务端市场空间（见（一））和美团的收入提升模式（见（二）），对伴随收入而生的成本分析却一直未能深入。

表 1 美团 1H18 交易数据

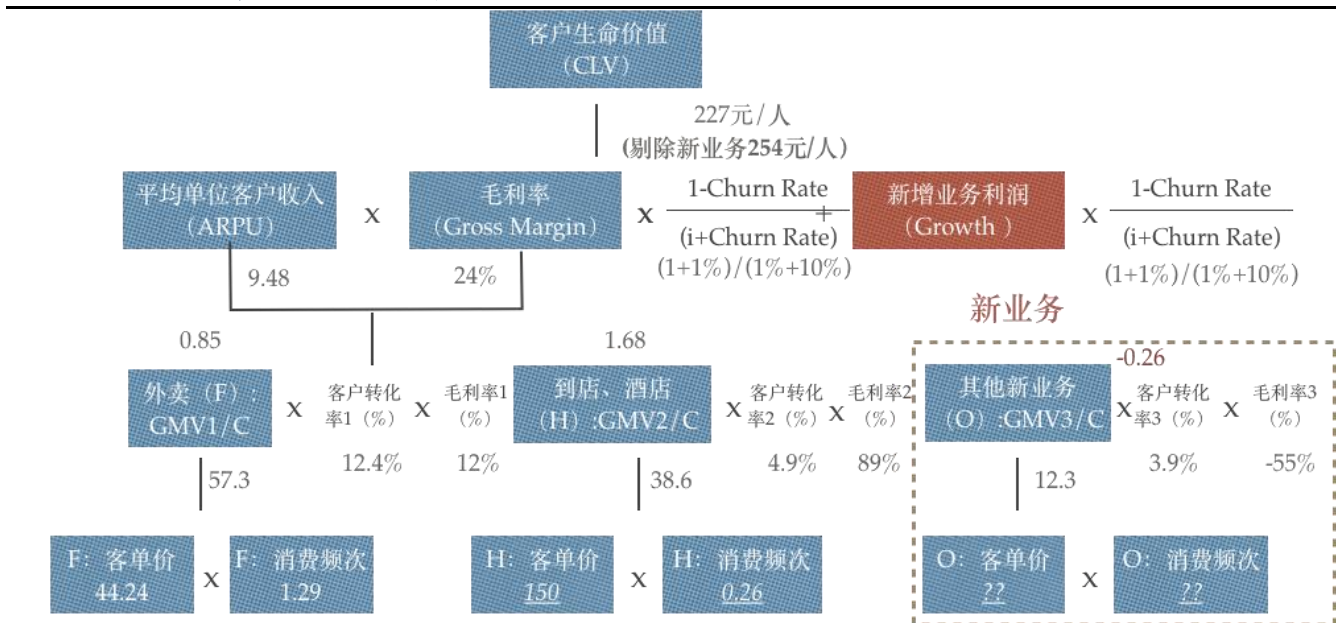
截至 6 月 30 日，6 个月			
	2018	2017	yoy
	十亿元	十亿元	%
交易金额			
餐饮外卖	122.7	62.3	97.0%
到店、酒店及旅游	82.8	74.9	10.5%
新业务及其他	26.4	11.8	123.7%
合计	231.9	149	55.6%
截至 6 月 30 日，12 个月			
	2018	2017	yoy
	百万	百万	%
交易用户数目	356.9	274.6	30.0%
活动商家数目	5.1	3.4	50.0%
截至 6 月 30 日，12 个月			
	2018	2017	yoy

每位交易用户平均每年交易单数	21.4	15.5	38.1%
截至6月30日, 6个月			
	2018	2017	yoy
	百万	百万	%
餐饮外卖交易笔数	2773.6	1531.5	81.1%
国内酒店间夜量	133.5	89.4	49.3%

资料来源: 美团点评招股说明书, 信达证券研发中心整理

以下是我们的分析框架:

图3 美团点评客户生命价值 (CLV) 分析框架



资料来源: 美团点评招股说明书, 信达证券研发中心整理, 备注: 分析方法参考 a16z.com

我们将客户生命价值 (CLV) 定义为: 在当前运营条件下, 公司每位客户在平台完整生命周期所贡献的价值。计算 CLV 的三项重要指标为: 主营业务收入/月/客户 (ARPU), 对应毛利率和客户流失率 (churn rate)。另外, 假设 $i=10\%$ 的折现率。

根据半年报数据, 1H2018, 美团的活跃用户为 3.57 亿元, 活跃商户数 510 万户。6 个月 GMV 为 2319 亿元。GMV 所构成的三大领域分别为餐饮外卖板块 (GMV1227 亿元), 酒店、到店与旅游板块 (GMV 合计 828 亿元), 以及其他新业务

板块（GMV264 亿元）。我们根据各板块的佣金转化率计算出 ARPU 值为 9.48 元，并取公司已披露板块毛利率。同时，假设由于其较强的业务粘性，公司的客户流失率仅为 1%，即客户生命周期约为 100 个月。由此得出美团点评的 CLV 约为 227 元/月。剔除模式尚未稳定的新业务以外，公司当前业务的合理 CLV 约为 254 元。

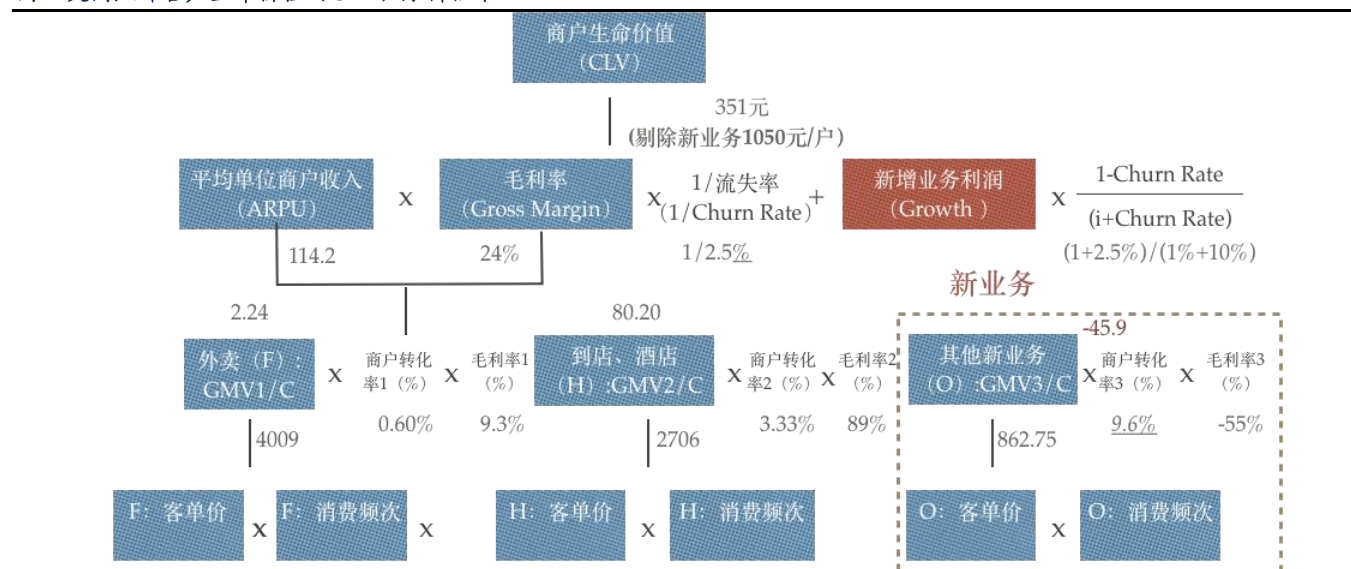
表 2 美团 1H18 收入构成 (千元)

	2018	2017	yoy
佣金	20,293,739	11,513,166	76.3%
在线营销服务	3,596,000	1,883,727	90.9%
其他服务及销售	2,458,088	381,920	543.6%
合计	26,347,827	13,778,813	91.2%

资料来源：美团点评招股说明书，信达证券研发中心整理

除了 2C 业务的佣金收入模式以外，公司的 2BSaaS 服务也逐步展开。我们用同一公式类推，假设 B 端客户流失率较高，为 2.5%，则公司的 SaaS 类服务商户生命价值为 351 元/户，剔除新业务后的合理商户生命价值为约 1050 元/户。值得注意的是，相对 17 年全年，1H18 公司的每商户服务客户数有 80 人/户下降至 70 人/户，值得警惕，这也可能是公司本次架构调整进一步强化 2B 业务的原因之一。

图 4 美团点评客户生命价值 (CLV) 分析框架



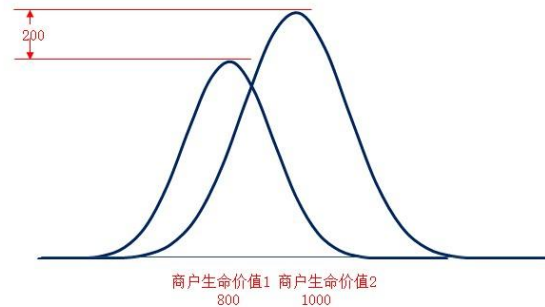
资料来源：美团点评招股说明书，信达证券研发中心整理

整体来看，美团点评现有成熟业务的合计算客户价值（TCV）=客户生命价值*活跃客户数+商户生命价值*活跃商户数=254*3.57+1050*0.051=960.33 亿元。

相对于 11 月 5 日公司收盘市值约 3015 亿人民币，公司的 P/TCV 倍数为 3.14x。这意味着公司未来 3 年内需要通过持续提升转化率和毛利率，使利润整体复合平均增速保持在 46.4%以上。

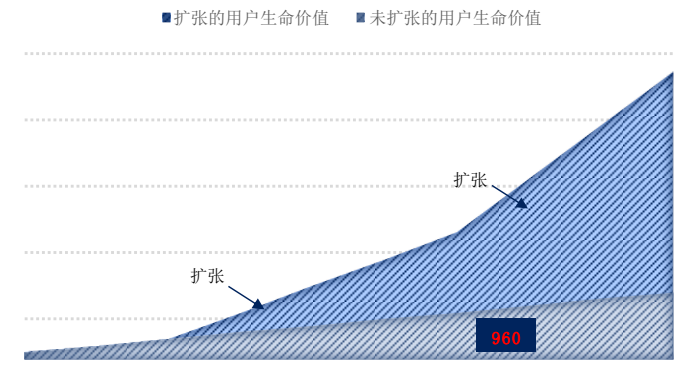
需要提示的是，由于客户生命价值（CLV）根据计算时点项目新业务实施程度的不同而有较大波动，因此，该指标需要长期跟踪修正，以使其更有投资指向性。

图 5 CLV 随生命周期不同和消费频次不同而有较大波动（元/人）



资料来源：信达证券研发中心整理

图 6 合计客户生命价值（TCV）根据 CLV 变化而变化（亿元）



资料来源：信达证券研发中心整理

最后，我们希望计算公司为了新客户而投入的资本开支和销售成本，即用户获取成本（CAC）。我们较为激进的将“销售及营销开支”、“研发开支”和“财务成本”均计入展业成本，则 1H18，美团点评合计投入费用 115.0 亿元。这期间，公司的活跃用户由 2.75 亿上升至 3.57 亿，新增 8200 万人，则公司的 CAC=98.01/0.82=119.5 元/人。根据经纬创投合伙人 Skok，合理的 LTV:CAC 比例一般在 3:1，而美团 1H18 的合计 CLV=227+351/70=232.0 元/人（商户价值折合为每 70 人一间商户），LTV:CAC 的比值为 1.9。概值大于 1，可见当前公司的展业模式还是有可持续性的，并不是所谓的“烧钱”；但距离真正合理的 3，仍有较大提升空间。

表 3 美团点评 1H18 成本明细 (千元)

	2018	2017	yoy
餐饮外卖骑手成本	13,042,195	7,172,635	81.8%
雇员福利开支	6,516,927	3,550,052	83.6%
网约车司机相关成本	2,095,477	27,373	7555.3%
其他外包劳务成本	829,453	30,981	2577.3%
交易用户激励	2,387,057	1,631,168	46.3%
推广及广告	1,332,936	794,094	67.9%
物业、厂房及设备折旧	1,547,220	142,345	987.0%
无形资产摊销	475,125	215,224	120.8%
支付结算成本	731,954	386,015	89.6%
已售货品成本	508,696	46,230	1000.4%
租金、设施及公共事业费	347,453	188,697	84.1%
专业费	149,655	60,256	148.4%
带宽及服务器托管费	188,488	112,260	67.9%
附加税费	104,835	93,815	11.7%
网络流量成本	89,339	68,811	29.8%
呆账摊薄	80,781	-16,263	-596.7%
核数师薪酬	12,524	9,678	29.4%
其他	1,319,640	396,343	233.0%
销售成本、销售及营销开支、研发开支及一般及行政开支总额	31,759,755	14,909,714	113.0%

资料来源：美团点评招股说明书，信达证券研发中心整理

需要注意的是，18年4月并购的摩拜单车，活跃用户为4810万名。该部分用户由于出行的高频需求，对摩拜单车app产生粘性，大部分有望转化为美团的活跃用户，这也直接帮助美团的活跃用户由4M18的2.9亿上升至1H18的3.57亿。美团此次并购的股权交易价款为155亿人民币，包含近80亿押金负债后，合计收购价格粗略估计为235亿元，即此次并购美团若只是想获得更大的用户群，其单位获客成本高达 $235/0.481=491$ 元/人高于我们计算的约232元/人的LTV。但考虑到在本次并购之前，美团的平均用户获取成本并不高，或许这次并购，便是美团在确保风险可控情况下的一次批量获客行为。

6、最后，我们再一次提示美团的平台模式的核心竞争力，其除到店业务以外的其他业务尚有较大发展空间，从而帮助持续提升其总体客户生命价值。但是，公司的部分并购业务当前来看获客成本较高，可见公司的经营决策仍然偏激进。

7、风险提示：食品安全风险；宏观经济放缓导致消费者可支配收入中用于服务类的开支增速放缓的风险；并购导致公司盈利能力出现短期波动的风险；转化率下降风险；其他竞争者进入，导致行业竞争更为激烈的风险；上市后决策机制可能出现变化的风险；生活服务线上市场出现破坏性创新者的风险。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）（2018-11-02 收盘价 24.86 元）

➤ **核心推荐理由：**

- 1、**公司持续发力食品制造板块，五年内产能有望实现双倍增长。**据我们测算，公司当前食品制造产能约 3.0 万吨，而到 2023 年的未来 5 年内，其产能将至少达 8.9 万吨，平均复合增速 20.0%——其中，上市募投项目总投资 2.78 亿元，对应新增产能合计 2.55 万吨；此次两起对外投资项目则合计贡献至少 3.6 万吨。速冻是公司扩产最快的子品类，待完全达产后产能对应 5 万吨，主营广式速冻蒸点，实质上是广州酒家餐饮场景的延伸，和其他传统速冻品牌形成差异化竞争，当前产品供不应求。我们认为，随着公司产能提升，其有望成为速冻蒸点新龙头的有力竞争者。根据欧睿，2017 年我国速冻蒸点销量增速约为 1%，较 2016 年的-2.9%有所反弹，整体销售规模约 55 万吨，公司 5 万吨产能如充分利用，将在行业中拥有一定话语权和定价权。
- 2、**有别于其他盲目扩张企业，公司扩产有备而来。**从产业链的角度来看，公司是我国湘潭寸三莲的主要采购企业，在湘潭已有莲子采购基地。14-16 年，其莲子采购量均超过 1000 吨，增速由 9.6% 上升至 12.2%，主要用于公司的月饼、速冻等产品。因此，公司本轮选择在湘潭设厂扩产，投向之一是 6000 吨/年的馅料产品，一方面是基于其对产地的熟悉，另一方面是出于整合产业链、就近采购、平滑成本的考虑，有望进一步提升其下游产品毛利率。异地扩张也是公司逐步实施地产地销的路径之一。从公司运营的角度来看，在 17-18 年这一轮密集投产之前，公司账面现金流充裕，甚至维持了较为保守的发展策略。13-17 年 9 月末公司剔除募资后的货币资金由 5.27 亿增长至 11.43 亿元，而考察公司持续投资能力的净营运资本（剔除超额现金）持续为负，仅在 2017 年 6 月才转正。我们因此判断公司此轮扩张是经过谨慎思考的，且将有充足的现金作为保障。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计广州酒家 2018-2020 年 EPS 为 1.10 元、1.36 元和 1.44 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1) 产能受限；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全风险；7) 募投项目达产不及预期；8) 解禁风险。

- **相关研究：**《20180313 广州酒家（603043）餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》，《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，产能有望实现双倍增长》，《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》，《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》，《20181102 广州酒家（603043）月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。