



买入 (首次)

所属行业: 互联网传媒  
当前价格(港币): 309.20 元

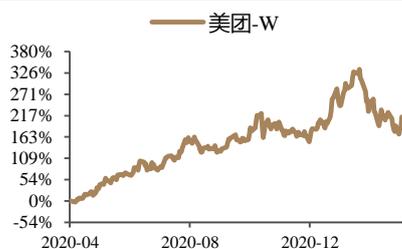
证券分析师

花小伟  
资格编号: S0120521020001  
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

联系人

崔世峰  
邮箱: cuisf@tebon.com.cn  
许悦  
邮箱: xuyue@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.88	-4.18	-10.49

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 美团-W(3690.HK): 核心业务稳健增长, 创新业务打开万亿市场

投资要点

- **团购起家, 成长为本地生活服务龙头。**2020 年公司实现收入 1148 亿元, 年交易用户数 5.11 亿人, 年活跃商家数 680 万人, 国内酒店间夜达 3.55 亿间, 美团外卖市场地位稳固, 美团已经成为本地生活服务平台的龙头。
- **餐饮外卖受益营销业务占比提升, OPM 有望由 4.3% 提升至 10% 以上。**我们按量、价对市场空间进行测算, 预计至 2025 年年均增长率为 25.07%, 2025 年餐饮外卖业务收入预计为 2027.67 亿元。其中, 业务盈利改善主要来自高毛利的在线营销服务业务增长, 业务营收增长主要受用户点单频次提升带动总体单量增长。
- **到店&酒旅变现率有望持续提升, 其中酒旅业务潜在空间较大。**我们认为到店&酒旅业务, 长期营销变现率有望持续提升, 其中到店业务佣金率预计保持稳定, 增长主要来自酒旅业务。酒旅业务方面, 目前行业低星级酒店线上渗透率仅 25%, 公司通过交叉销售模式仍有充分导流空间, 按年均导流 411 万人, 预计 2021-25 年美国全球酒店间夜量由 4.48 亿增长至 8.77 亿, 年均复合增速达 14.39%。
- **2021 年美国优选预计亏损达 298.4 亿元。**我们认为 2021 年美国优选迅速扩张下业务亏损扩大在所难免, 随着用户习惯养成及高效供应链逐步构建, 美团优选营业亏损率将逐步收窄, 我们预计 1-4Q21 美团优选亏损额较 4Q20 将进一步扩大。综合上述, 我们预计 1-4Q21 美团优选亏损额分别为 61.3/84.6/85.5/91.9 亿元。预计随业务规模扩张 UE 模型改善, 单均盈利有望在日均订单达 1.2 亿单后转正。
- **投资建议:**美团外卖竞争优势显著, 盈利能力持续提升。到店&酒旅业务, 商户数字化率提升, 打开长期变现率空间。新业务方面, 美团优选处于高速发展期, 短期亏损将继续扩大, 我们预计 2021~23 年亏损分别为-298.4/-303.5/-214.3 亿元。综合来看, 我们预计 2021-23 年营收分别为 1868.4/2679.7/3352.3 亿元, 同比增长 63%/43%/25%; 归母净利润分别为-139.9/-78.3/105.9 亿元, 同比增长-397%/+44%/+235%, 归母净利率分别为-7.5%/-2.9%/3.2%; 综合 SOTP 算出合理市值为 2.54 万亿港元, 对应每股价值 418.08 港元/股, 首次覆盖并给予“买入”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧, 新业务发展不及预期, 法律监管风险。

股票数据

总股本(百万股):	6,075.70
流通股(百万股):	5,340.14
52 周内股价区间(港元):	96.84-460.00
总市值(百万港元):	1,878,606.44
总资产(百万港元):	197,916.93
每股净资产(港元):	19.72

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97568	114795	186838	267971	335230
(+/-)YOY(%)	49.6%	17.7%	62.8%	43.4%	25.1%
净利润(百万元)	2239	4708	-13992	-7834	10589
(+/-)YOY(%)	-101.9%	110.3%	-397.2%	44.0%	235.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.80	-2.38	-1.33	1.80
毛利率(%)	33.1%	29.7%	33.5%	34.4%	36.8%
净资产收益率(%)	2.4%	4.8%	-16.7%	-10.3%	12.2%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 公司概况：团购模式起家，成长为本地生活服务龙头 .....	6
1.1. 发展历程：从“千团大战”到行业龙头 .....	6
1.2. 股权架构及管理层：腾讯为第一大股东，核心高管投票权近六成 .....	7
1.3. 组织架构：沿着 O2O 业务无边界扩张.....	8
2. 餐饮外卖业务：未来五年营收复合增长率超 25%，OPM 提升至 15%以上 .....	9
2.1. 长期展望：边际成本下滑，餐饮线上化率提升 .....	9
2.2. 历史复盘：美团准确定位市场，通过技术投入优化成本稳固市场优势 .....	10
2.3. 量价拆分：预计至 2025 年年均增长率为 25.07% .....	13
3. 到店&酒旅业务：到店新品类仍有较大潜力，酒旅增长空间大.....	22
3.1. 到店业务：新品类市场空间大，广告业务仍有较大提升潜力 .....	22
3.2. 酒店&旅游业务：下沉市场仍有较大提升空间，预期年均增长近 15% .....	25
4. 美团优选：规模提升、UE 改善后有望实现盈亏平衡 .....	26
5. 盈利预测与估值：新业务拓展业务空间，长期价值凸显 .....	30
6. 风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1: 2015-20 年美团营业收入 (亿元) 及同比增速 %	6
图 2: 2015-20 年美团毛利润 (亿元) 及毛利率 %	6
图 3: 2015-20 年美团年交易用户数量 (亿) 及同比增速 (%)	6
图 4: 2015-20 年美团平台年活跃商户 (万) 及同比增速 (%)	6
图 5: 美团发展历程	7
图 6: 美团公司股权架构 (截至 2021 年 4 月 27 日)	7
图 7: 美团核心高管基本情况	8
图 8: 美团当前组织结构 (截止 2020 年 12 月)	9
图 9: 需求周期性波动意味着产能利用率提升空间有限	10
图 10: 美团、饿了么、大众点评融资历程	11
图 11: 美团、饿了么、大众点评累计融资额 (亿美元)	12
图 12: 2015 年美团、饿了么外卖覆盖城市数量 (个)	12
图 13: 2015 年学生/工作群体外卖补贴使用情况 (N=5019)	12
图 14: 2015 年学生/工作群体外卖补贴吸引力情况 (N=5019)	12
图 15: 2015-18 年中国外卖细分领域市场份额变化	12
图 16: 美团骑手/众包, 蜂鸟众包 MAU (万) 情况	13
图 17: 3Q17-1Q20 美团与饿了么单商户收入走势背离 (单位已标准化处理)	13
图 18: 2015-20 年美团外卖 GTV、收入 (亿元) 及变现率	14
图 19: 2016-20 年美团外卖营收贡献率	14
图 20: 2016-20 年美团外卖订单增长驱动因素拆分	15
图 21: 2015-20 年美团销售费用结构 (亿元)	15
图 22: 2015-20 年美团销售费用率结构 (%)	15
图 23: 2015-18 年外卖细分市场市场份额变化	15
图 24: IMF 预测 2021-25 年中国人均 GDP 增速	16
图 25: 基于市占率推算, 美团外卖业务活跃用户整体规模接近 1 亿人	16
图 26: 下半年美团餐饮外卖交易笔数明显增长	17
图 27: 下半年美团外卖月活用户相比上半年往往有所增长	17
图 28: 2017-20 年美团外卖骑手成本拆分 (元/单)	17
图 29: 2017-20 年美团外卖骑手成本拆分 (%)	17
图 30: 2015-20 年剔除骑手成本后的变现率 %	19
图 31: 2019 年武汉外卖员抚养、赡养费用及生活开支 (元/月)	19
图 32: 2017 年餐饮业成本毛利结构	20

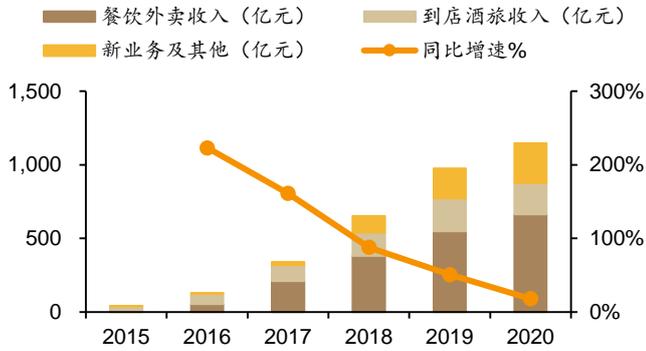
图 33: 美团外卖 APP 营销推广渠道.....	21
图 34: 3Q18-4Q20 美团外卖商家品牌化率显著提升 .....	21
图 35: 3Q18-4Q20 美团餐饮外卖营销服务变现率与品牌化率同步提升 .....	21
图 36: 3Q18-4Q20 美团外卖品牌商家估测营销费用率.....	22
图 37: 美团到店业务简图 .....	22
图 38: 边际成本/收益稳定假设下, 到店业务毛利率将持续提升, 逼近理论上界 91%..	23
图 39: 物价波动影响线下商户毛利率, 进而传导至开店宝 MAU .....	24
图 40: 中长期物价走势与 M2 (滞后一年) 基本一致.....	25
图 41: 美团上市以来经历了一个完整的涨价周期.....	25
图 42: 2015-19 年酒店在线预定行业间夜量 (百万) 及市场份额% .....	25
图 43: 2015-19 年美团、携程、飞猪酒店 ADR (元/间) 情况.....	25
图 44: 美团低星酒店 ADR (元/间) 及高星酒店间夜量占比%.....	26
图 45: 3Q17-4Q20 美团酒店间夜量 (亿元) 及同比增速%.....	26
图 46: 美团酒店间夜量 (亿) 及同比增速% .....	26
图 47: 山东、湖北、湖南、四川等地生鲜产量领跑全国 (万吨) .....	27
图 48: 中国生鲜产品消费仍以蔬菜、水果为主 (单位: 万吨) .....	27
图 49: 山东、湖北、湖南冷库容量高于全国平均水平.....	27
图 50: 2013-18 年山东、湖北冷藏车新增量排名全国前列.....	27
图 51: 蔬菜价格主要受需求因素影响 (单位: %) .....	29
图 52: 肉产品价格主要受供给影响 (单位: %) .....	29
图 53: 蔬菜每亩成本收益结构中, 人工/物质服务费用占比较高.....	29
图 54: 蔬菜每亩物质与费用中, 化肥、农家肥、种子费用占比较高 (单位: 元/亩) ..	29
图 55: 不参与种植环节下, 社区电商对上游仍有 1%~2.5%提升空间.....	29
图 56: 美团优选获客成本低于主流网络平台 (单位: 元/人) .....	30
图 57: 美团 PS 估值与社融同比增速呈现趋势一致性 (单位: %) .....	30
图 58: 美团分部估值情况 (人民币兑港币汇率 1.20) .....	32
图 59: 可比公司估值情况 .....	32
表 1: 2025 年美团外卖业务营收预测 .....	14
表 2: 潜在用户规模测算过程.....	15
表 3: 美团外卖用户年均点单量测算.....	18
表 4: 美团外卖佣金收入构成.....	18
表 5: 美团外卖与商户合约关系 .....	19

表 6: 美团外卖佣金规则 .....	19
表 7: 美团外卖商户单店模型 .....	20
表 8: 收入增速假设下的到店业务毛利率 .....	23
表 9: 2021-25 年美团优选业务预测 .....	28
表 10: 由于收入确认口径影响, 美团优选反映在财报的利润率 .....	28
表 11: 美团分业务盈利预测 .....	31

## 1. 公司概况：团购模式起家，成长为本地生活服务龙头

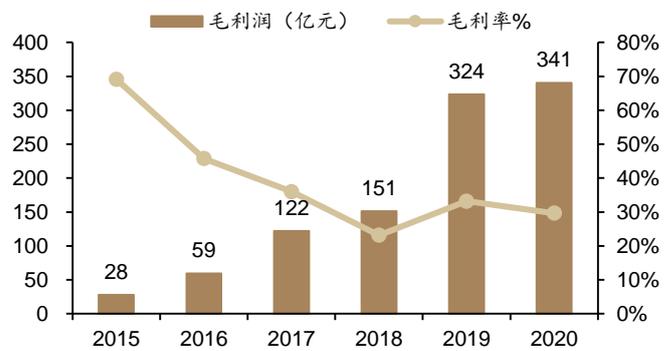
美团网于2010年成立，业务覆盖餐饮、出行、旅游、到店、生鲜团购等多个生活服务领域。2020年公司实现收入1148亿元，年交易用户数5.11亿人（2020年主要来自外卖业务），年活跃商家数680万人，国内酒店间夜达3.55亿间，按酒店间夜量计算位列行业第一，美团外卖市场份额稳固，美团已经成为本地生活服务平台的龙头。

图 1：2015-20 年美团营业收入（亿元）及同比增速%



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 2：2015-20 年美团毛利润（亿元）及毛利率%



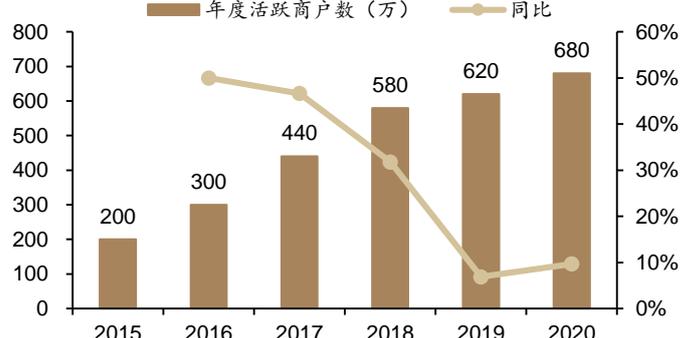
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 3：2015-20 年美团年交易用户数量（亿）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 4：2015-20 年美团平台年活跃商户（万）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

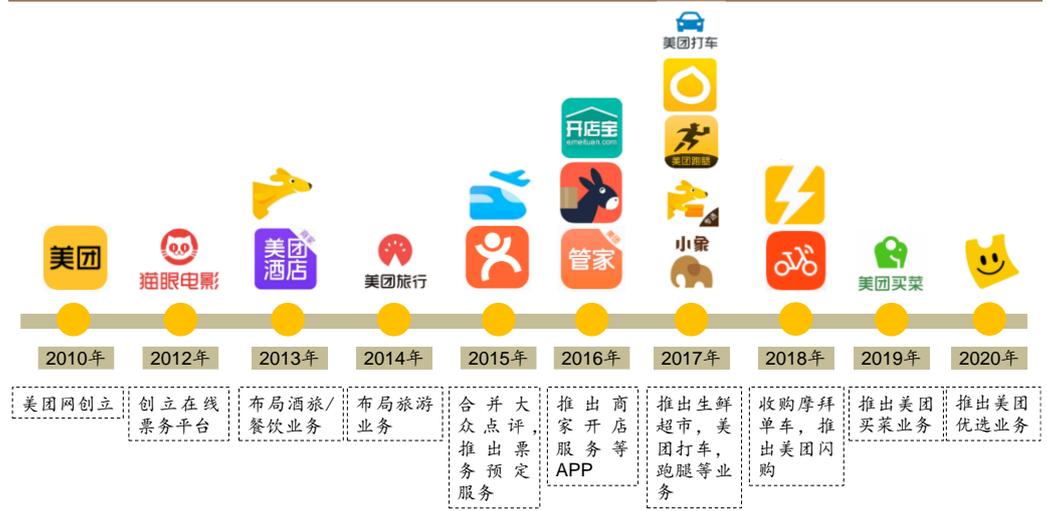
### 1.1. 发展历程：从“千团大战”到行业龙头

2010年美团成立团购网，2015年合并大众点评，发展十年，美团经历“千团大战”，从5000+团购公司中脱颖而出，目前处于市场领先地位。外卖方面，美团外卖较饿了么成本具备较大优势，订单量在多数城市取得领先。2016年后美团进入业务拓展期，向生活服务平台进化，逐步扩大自己的市场领先地位。2020年7月，美团进军社区电商赛道，满足下沉市场用户高频的生鲜购物需求。我们注意到美团已经从服务电商转向实物电商，商业模式正在发生重大变革。

**美团网起步到与大众点评合并确立行业地位（2010-2015）：**2010年美团网成立，之后各大团购网纷纷成立，鼎盛时期团购网站达到5100家。之后进入资本寒冬，大量玩家出局，美团凭借阿里和红杉资本的5000万美元融资脱颖而出。2012年，美团明确发展战略，在其他平台执着于广告营销，以资金换流量抢占市场时，美团建立起训练有素的地推团队，为商家提供高额补贴抢占优质资源。紧接着面对更加激烈的市场竞争，美团不断扩张业务范围，先后上线美团外卖、美团酒店、猫眼电影等业务。2015年与大众点评合并，确立行业领先地位。

**核心能力外拓 (2016 至今):** 与大众点评合并后, 美团持续扩张业务边界。公司继续提升核心能力, 不断进行市场拓展, 从下沉市场转向核心市场, 不断稳固在餐饮外卖业务的行业龙头地位。公司通过核心业务建立品牌效应, 不断拓展其他业务。2017 年公司推出生鲜超市业务“掌鱼生鲜”, 进军生鲜市场; 2018 年公司完成对摩拜单车的收购, 拓展了出行业务; 2019 年推出美团买菜, 主要针对一二线市场用户, 继续加码生鲜市场。同年, 公司在港交所上市, 美团品牌家喻户晓。2020 年 7 月, 美团推出美团优选, 主要针对下沉市场用户的高频生鲜购物需求, 快速抢占市场。

图 5: 美团发展历程

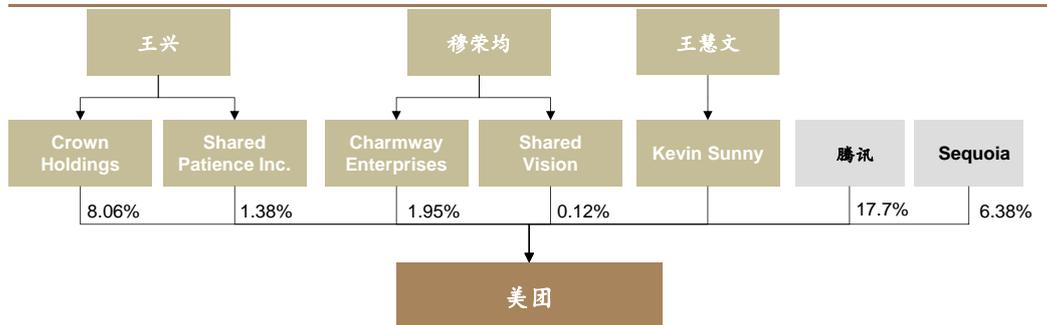


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 1.2. 股权架构及管理层: 腾讯为第一大股东, 核心高管投票权近六成

腾讯为第一大股东, 核心高管投票权合计近 60%。截至 2021 年 4 月 27 日, 公司第一大股东为腾讯, 持股比例为 17.7%, 王兴通过 Crown Holdings, Shared Patience Inc 合计间接持有 9.44% 股份, 红杉基金直接持有 6.38% 股权, 穆荣均通过 Charmway Enterprise, Shared Vision 间接持有 2.07% 股份。公司采取同股不同权制度, 每股 A 类股份拥有 10 票投票权, B 类股份则拥有 1 票投票权, 因此管理层合计拥有 58.8% 的投票权。

图 6: 美团公司股权架构 (截至 2021 年 4 月 27 日)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 7：美团核心高管基本情况

王兴	穆荣均	王慧文
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 董事长兼CEO</li> <li>• 2001年获清华大学电子工程学士学位；</li> <li>• 2005年获特拉华大学电子工程硕士学位。</li> <li>• 2005年创立校园社交网站“校内网”，后出售给千橡互动集团，更名“人人网”。</li> <li>• 2007年创立迷你博客网站，“饭否网”。</li> <li>• 2010年创立美团网</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 执行董事兼高级副总裁</li> <li>• 2002年获清华大学自动化工程学士学位；</li> <li>• 2005年获清华大学计算机科学硕士学位。</li> <li>• 2005年起在百度历任高级工程师/项目经理。</li> <li>• 2007年与王兴等人创立迷你博客网站，“饭否网”。</li> <li>• 2010年与王兴等人创立美团网，目前分管金融服务平台。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 执行董事兼高级副总裁</li> <li>• 2001年获清华大学电子工程学士学位；</li> <li>• 2005年与王兴等人创立校园社交网站“校内网”。</li> <li>• 2009年与参与创立“淘房网”。</li> <li>• 2010年与王兴等人创立美团网，曾分管LBS平台、用户平台。</li> <li>• 2020年12月宣布退出日常管理事务。</li> </ul>

资料来源：公司公告，德邦研究所

### 1.3. 组织架构：沿着 O2O 业务无边界扩张

自 2015 年以后，由于美团的战略愈发聚焦本地生活服务的外卖业务，在组织层面，美团不断调整企业的组织架构，匹配战略的发展。在管理方面，王兴提出“领导梯队培养计划”，推动人才体系培养，保证公司管理层的稳定。

2015-2017 年，美团主要针对已有业务进行组织调整，通过细化组织架构，避免部门间协作障碍影响业务发展。

1) 2015 年 7 月，美团成立两大事业群。外卖配送（王慧文），酒店旅游（陈亮），团购业务已经逐渐淘汰，公司越发注重外卖业务。

2) 2015 年 9 月，公司新增到店事业群：到店事业群（干嘉伟）。

3) 2017 年 1 月，公司将事业部整合成三大部分。餐饮平台：到店餐饮事业群（干嘉伟）、外卖配送事业群（王慧文）；综合事业群（CEO 张川）：点评平台、到店综合事业群；酒旅事业群（CEO 陈亮）：美团平台、酒店旅游事业群。

2017 年至今，美团沿 O2O 进行业务扩张，组织架构也随之升级。

1) 2017 年 12 月，公司新增出行事业部与零售事业群。到店事业群（CEO 张川）：到店餐饮、餐饮生态、到店综合、智能支付；大零售事业群（CEO 王慧文）生鲜、外卖、配送、餐饮 B2B；酒店旅游事业群（CEO 陈亮）；出行事业部（CEO 王慧文）。

2) 2018 年，美团梳理已有业务，整合各平台。将酒店旅游事业群整合至到店事业群；出行事业部整合为 LBS 平台，由 CEO 王慧文负责，并新成立小象事业部（后更名买菜事业部）和快驴事业部，并且组建新的用户平台。

3) 2020 年 1 月美团宣布成立美团平台。美团平台由原用户平台下属美团 App 部、设计部、市场营销部合并组成，负责美团 App、设计及市场营销相关工作，任命公司副总裁、S-team 成员李树斌担任美团平台负责人。

4) 2020 年 6 月，美团将充电宝、两轮、公交、地图等业务合并至美团平台。原 LBS 平台下属充电宝业务部、两轮事业部、公交业务部、地图服务部调整至美团平台，相关负责人向美团平台负责人李树斌汇报，李树斌继续向联合创始人王慧文汇报。

5) 2020年12月,公司组建智慧交通平台,任命夏华夏为负责人。王慧文正式退休。

图8: 美团当前组织结构(截止2020年12月)



资料来源: 36kr, 腾讯网, 新浪科技, 德邦研究所

## 2. 餐饮外卖业务: 未来五年营收复合增长率超25%, OPM提升至15%以上

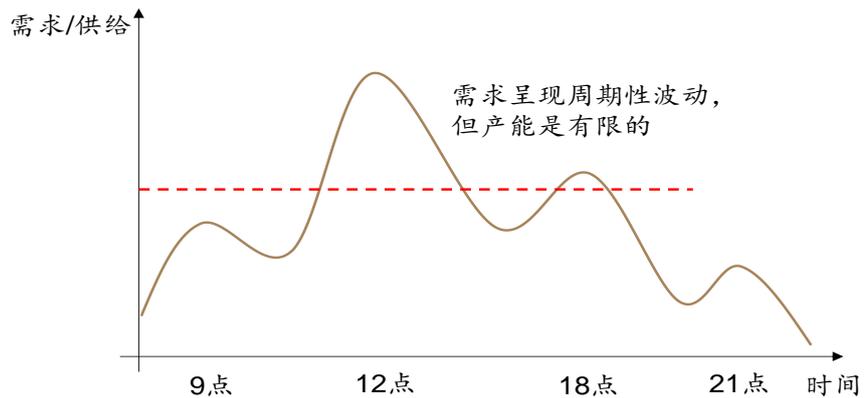
### 2.1. 长期展望: 边际成本下滑, 餐饮线上化率提升

餐饮外卖服务的本质并非食物本身, 食物加工来自美团平台的商户, 平台面向C端提供时效配送, 面向B端提供营销服务, 长期逻辑是边际成本下降及餐饮服务线上化率提升。

#### (1) 边际成本为什么会下降?

边际成本包括餐品制作成本, 配送成本。餐饮业的产能瓶颈来自时间, 由于需求存在明显的周期性, 即早、中、晚, 一般餐馆需求高峰为中午、晚上两个时段, 非高峰时段设备处于闲置状态, 高峰时段需求井喷带来产能不足, 传统手工制作餐品受场地、设备、流程等限制, 规模效益相对有限, 假设一套厨具可以同时做3份餐品, 从1增加到3的过程不需要过多的时间、人员成本, 但从3增加到4则需要较大的成本。如果将烹饪的工序标准化, 制成菜肴包, 操作人员仅通过简单的加热、调制即可完成菜品, 制作的时间周期明显下降, 有利于摊薄给定时间段的综合成本。

图 9：需求周期性波动意味着产能利用率提升空间有限



资料来源：德邦研究所测算

配送成本包括骑手车辆折旧等，平台通过外包配送服务，投资建设 IT、CMS 等系统提升整体效率，降低成本，或提升佣金服务率对冲配送成本提升。

## (2) 餐饮线上化率为什么会提升？

从消费者角度，餐饮线上化本质是计划性消费，线下餐饮消费的随机性更强，主要体现在时间、价格的计划性。通过为计划性付费锁定随机性尝鲜的不确定性成本。

从商家角度，线上订餐拓展了商家的经营范围，丰富了消费者的饮食选择，同时由于成本主要体现在可变成本端，在线下客流外为商家带来额外收入。尤其是在疫情后，商家对于餐饮线上化态度更为积极，主要为了收入渠道的多元化。

对平台而言，餐饮线上化将利于平台发展高毛利的营销业务。因为人们出于对确定性的追逐将导致餐饮订单向品牌商家集中，而平台营销服务对品牌商家而言存在规模效应，且可以削减线下固定成本，提升空间较大。

根据中国饭店协会发布的《2020 中国餐饮业年度报告》，在调查样本中的 100 家餐饮企业中，2019 年样本餐饮企业销售费用率均值为 16.14%，中位数至为 8%，且营业额越高其销售费用率也随之提升；作为对比，2019 年美团外卖品牌商家销售费用率均值为 6.1%。未来随着外卖订单占比提升及品牌商家订单比例提升，美团平台有望从营销预算中切走部分收入，带动整体 OPM 提升。

## 2.2. 历史复盘：美团准确定位市场，通过技术投入优化成本稳固市场优势

外卖业务具备地区性双边网络的特点，即 1) 不同城市的用户、商家不会相互影响；2) 用户、商家数量的增长会增强对另一侧的价值。地区性意味着无法通过互联网将供给、需求放在同一个市场竞争，因此固定成本高，需要大量地面推进。仅考虑上述两个特性，我们认为创业者在外卖大战中应当集中资源攻克少数城市，待业务现金流转正后逐步实现扩张。但互联网公司内部成本具备规模效益，研发、营销费用是可以通过业务量增长而摊薄，因此外卖公司的成败很大程度上取决于寻找要素约束下的规模效应阈值。

美团外卖的核心逻辑是 1) 竞争策略恰当。融资能力强，业务扩张不过分激进，如王慧文所言“边算账，边打仗”。2) 成本优势。美团外卖于 2Q19 实现营业利润率转正，而饿了么于 2Q20 实现营业利润率转正，反映美团外卖成本控制领先于主要竞对饿了么。

美团管理团队创业经验丰富，经历团购大战沉淀强运营能力。2013年11月美团上线外卖业务，彼时创立4年的饿了么已经开拓12个城市、每日订单10万单，其中饿了么主要是在一二线城市开展业务。在下沉市场双方实际处于同一起点，因此竞争的核心在于运营能力。

图 10：美团、饿了么、大众点评融资历程

美团、饿了么、大众点评融资历程	
	2006.01 大众点评A轮融资100万美元，投资方为红杉资本。
	2007.05 大众点评B轮融资400万美元，投资方为Google。
	2010 美团A轮融资1000万美元，投资方为红杉资本。
饿了么A轮融资数百万美元，投资方为金沙江创投。	2011.03
	2011.04 大众点评C轮融资超1亿美元，投资方为红杉资本，启明创投等。
	2011.07 美团B轮融资5000万美元，投资方为阿里巴巴。
	2012.08 大众点评D轮融资600万美元。
饿了么B轮融资数百万美元，投资方为经纬创投，金沙江。	2013.01
饿了么C轮融资2500万美元，投资方为红杉中国，经纬、金沙江。	2013.11
	2014.02 大众点评E轮融资4亿美元，腾讯获20%股份。
	2014.05 美团C轮3亿美元，阿里跟投，泛大西洋资本，估值40亿美元。
饿了么D轮融资8000万美元，投资方为大众点评。	2014.05
	2015.01 美团D轮融资7亿美元，估值70亿美元。
饿了么E轮融资3.5亿美元，投资方为腾讯、京东、红杉中国。	2015.01
	2015.04 大众点评F轮融资8.5亿美元，投资方为腾讯、淡马锡、万达、复星。
饿了么F轮融资6.3亿美元，投资方为腾讯、京东、红杉中国。	2015.08
	2015.10 美团、大众点评合并。
滴滴出行战略投资饿了么。	2015.11
	2016.01 美团点评融资33亿美元，投资方为腾讯、DST等，估值超过180亿美元。
饿了么F轮融资12.5亿美元，投资方为阿里巴巴、蚂蚁金服。	2016.04
饿了么获阿里巴巴战略投资10亿美元。	2017.06
	2017.10 美团点评融资40亿美元，估值300亿美元，腾讯领投。
阿里巴巴全资收购饿了么，估值95亿美元。	2018.04
	2018.09 美团点评IPO融资40亿美元，腾讯等基石投资者投资15亿美元。

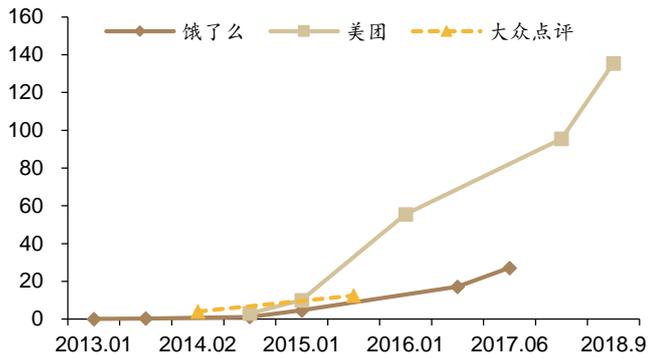
资料来源：IT桔子，天眼查，公司公告，德邦研究所

**双方早期均通过补贴快速打入校园市场。**由于学生价格敏感性强，低价下对品质、时效容错度高，补贴能够快速起效。因此2014年6月饿了么、美团开启补贴大战，美团初始选择赠送饮料，后转为首次购买用户立减3元，饿了么跟进立减5元。为实现用户留存，2014年9月饿了么宣布新老用户立减3元，美团外卖仍为新用户立减3元，因此订单量增长不及饿了么，而后美团也向新老用户单订单补贴3元，饿了么更进一步采取立减4元，双方补贴大战中曾出现满25元减24元的补贴。**补贴战强化对商家的议价权，在商家供应能力有限情况下，尤其在下沉市场商家数量较少，一旦达到规模效益即可实现“胜敌”即“溃敌”。**

**补贴大战下平台管理出现差距。**补贴大战引发刷单骗补问题，美团对刷单商家的处理节奏比较合理，先停止活动，如果停止活动后还在刷单，才永久下线，而饿了么处理激进，发现之后立即冻结资金。舆论危机下饿了么削弱商家数量，商户转而投向美团平台。

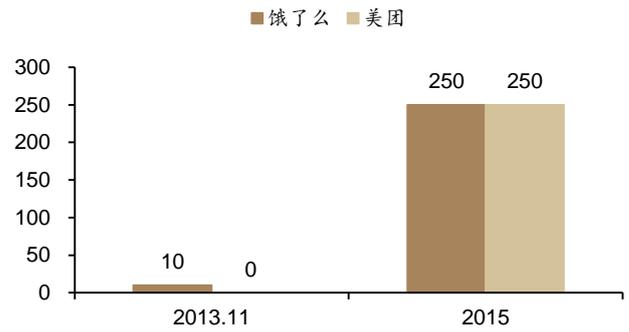
**美团在融资、对外合作方向的主动变化扰乱饿了么的节奏。**2015年初饿了么、美团分别累计融资额为4.65、10亿美元，饿了么在融资额与美团差距一倍以上，业务扩展与美团接近情况下，通过联合腾讯协同补贴，降低资金消耗。2015年1月，以广州市天河餐饮商圈为例，饿了么的补贴分为赠送红包和在线支付减餐费，除限时秒杀优惠，选用微信支付，用户额外获得减免，其中红包与在线支付补贴比例约为1:1。美团由于获阿里融资，早期未与微信达成合作，因此需要依靠自有资金补贴用户。

图 11: 美团、饿了么、大众点评累计融资额 (亿美元)



资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所  
注: 美团、大众点评合并后统计金额合并计算。

图 12: 2015 年美团、饿了么外卖覆盖城市数量 (个)



资料来源: 腾讯网, 德邦研究所

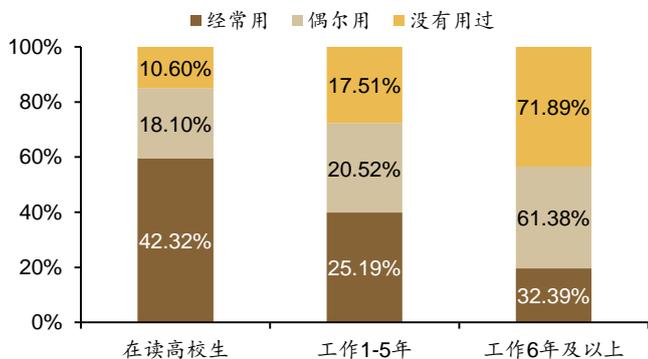
2015 年 10 月美团通过与大众点评合并, 致使大众点评退出饿了么董事会, 同时饿了么失去微信、大众点评流量入口。2016 年 1 月美团站队腾讯后获微信流量扶持, 份额持续逼近饿了么, 同时也很大程度压制饿了么融资。2016 年 4 月阿里巴巴投资饿了么, 并将其纳入支付宝首页入口。

美团打赢关键战役奠定行业领先地位。2016 年春节前, 百度外卖花钱送骑手回家过年。美团外卖则加大补贴在春节留住骑手继续配送, 并在春节后大肆招聘骑手, 大量百度外卖骑手转投美团、饿了么, 导致市场份额大幅下滑。

2016 年后外卖补贴大战进入白热化阶段, 美团累计融资金额明显优于饿了么, 因此 2017 年底美团融资 40 亿美元后在业务扩张、补贴获客上全面领先饿了么, 进一步扩大市场份额优势。

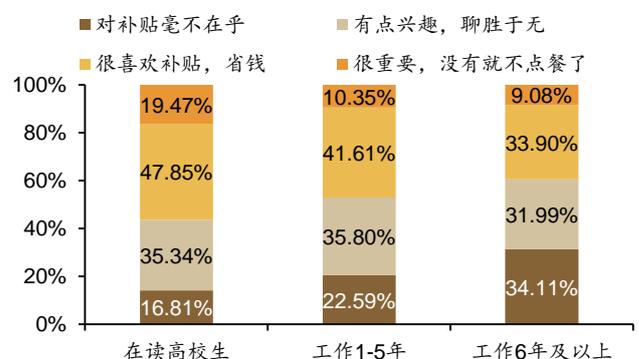
白领市场对补贴敏感性相对较低, 美团长期致胜关键仍是成本及时效领先。2015 年 4 月, 美团外卖自建配送团队。12 月, 美团自动派单系统上线, 为美团外卖提高配送效率奠定基础。饿了么在 2017 年收购百度外卖前, 其派单系统仍需人工调度。反映在每单成本上, 2019 年美团每单毛利达 0.2 元, 2Q20 达 0.5 元, 明显领先饿了么每单盈利情况, 反映饿了么在成本管控上具备长期劣势。此外, 1H17 美团上线“超级大脑”智能调度系统, 将平台平均配送时长由 41 分钟缩短至 28 分钟, 人均日单量较上线前增加 46%。

图 13: 2015 年学生/工作群体外卖补贴使用情况 (N=5019)



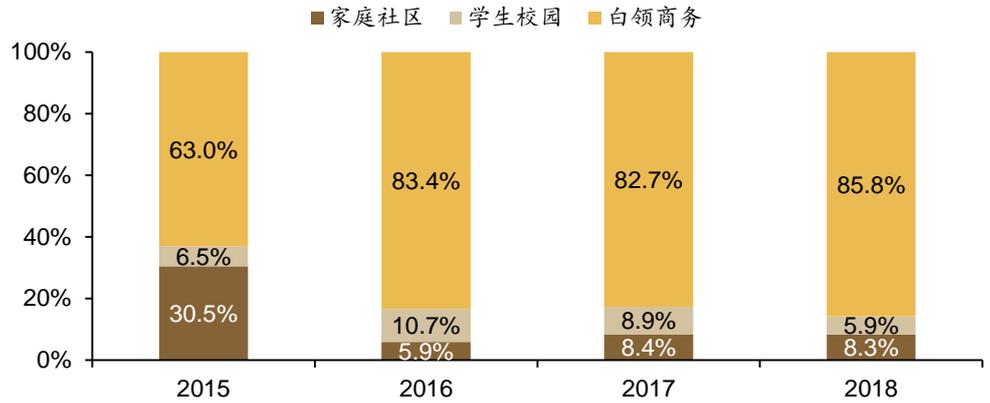
资料来源: 企鹅智酷, 德邦研究所  
注: 问题为“你使用过外卖网站的补贴吗?”

图 14: 2015 年学生/工作群体外卖补贴吸引力情况 (N=5019)



资料来源: 企鹅智酷, 德邦研究所  
注: 问题为“补贴对你的吸引力大吗?”

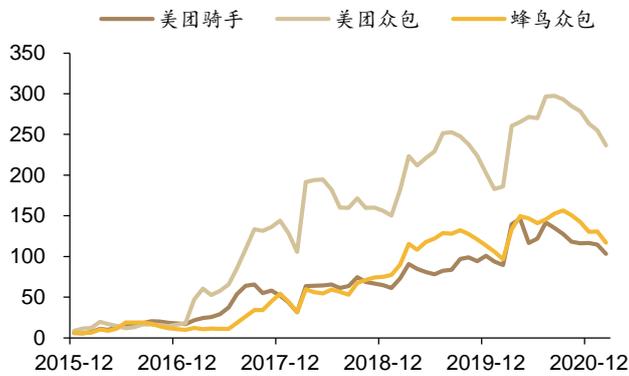
图 15: 2015-18 年中国外卖细分领域市场份额变化



资料来源：易观分析，德邦研究所

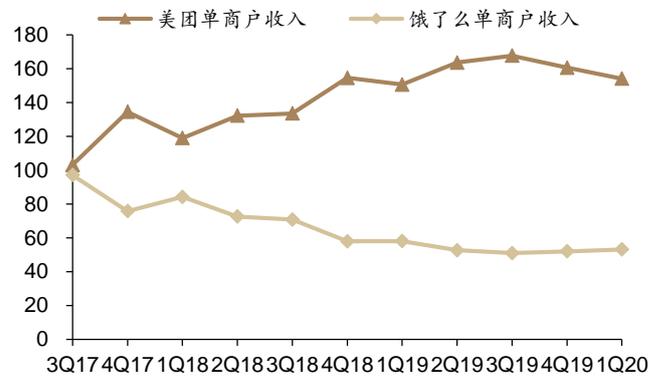
从美团众包、蜂鸟众包 APP 的 MAU 来看，美团众包、美团骑手 APP 的 MAU 目前取得市场优势。此后美团单商户收入持续提升，为变现率提升创造更大空间。

图 16：美团骑手/众包，蜂鸟众包 MAU（万）情况



资料来源：Questmobile，德邦研究所

图 17：3Q17-1Q20 美团与饿了么单商户收入走势背离（单位已标准化处理）



资料来源：易观分析，比达咨询，Trustdata，德邦研究所  
注：单商户收入通过按收入计算的市占率/按商户数量规模计算的市占率得出。

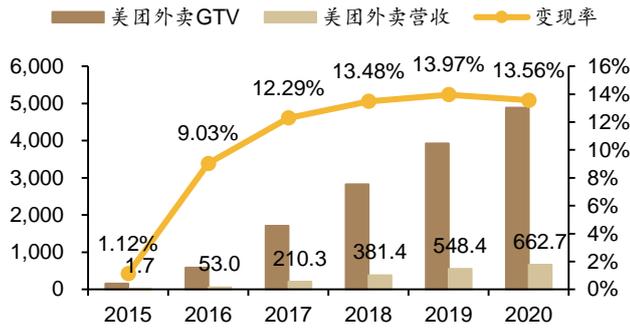
### 百度外卖为何掉队？

- 1) 2015-16 年美团、饿了么大量融资储备弹药，但百度于 2015 年底大量投资外卖生态链，包括中央厨房、外卖餐饮品牌、生鲜、食材供给、商超、众包等。
- 2) 2015 年底百度外卖春节给骑手放假帮助他们买票回家，美团外卖则通过补贴骑手维持运力，而百度外卖骑手出现大量流失。
- 3) 组织结构上，百度外卖组织架构复杂，授权链条长，导致部门间协调沟通难度大。
- 4) 百度 2016 年战略调整，导致 O2O 业务边缘化，进而缩减营销投放，加剧市场份额下滑。

### 2.3. 量价拆分：预计至 2025 年年均增长率为 25.07%

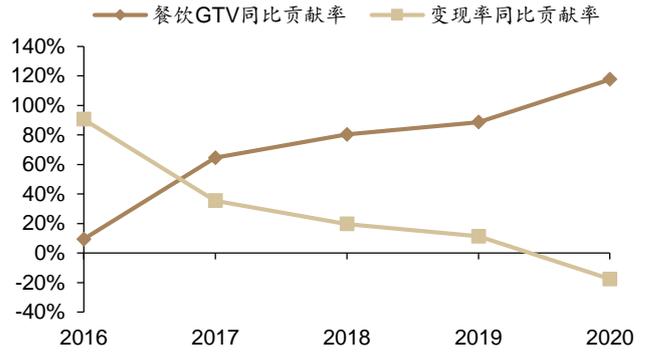
外卖业务收入=外卖 GTV\*综合变现率。2016-20 年餐饮外卖收入主要驱动力为交易额 (GTV) 而非变现率。图 19 显示 2017 年来主要贡献为餐饮外卖订单而非变现率，2020 年平台主动降低变现率导致贡献率为负。

图 18: 2015-20 年美国外卖 GTV、收入 (亿元) 及变现率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 19: 2016-20 年美国外卖营收贡献率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

结论: 我们按量 (用户数量、用户点单频次), 价 (品牌商家占比, 品牌商家营销费用率) 对总体空间进行测算, 最终得出至 2025 年年均增长率为 25.07%, 按当前业务规模预计 2025 年餐饮外卖业务收入为 2027.67 亿元。

表 1: 2025 年美国外卖业务营收预测

	2020A	2025E
外卖业务营业收入 (亿元)	662.65	2091.08
量:		
外卖业务用户规模	5.11	6.20
外卖高频用户规模	0.51	1.00
外卖中低频用户规模	4.60	5.20
用户点单频次 (次/年)		
外卖高频用户点单频次	49.68	100.00
外卖中低频用户点单频次	16.56	33.33
价:		
品牌商家订单比例%	24%~30%	40%
品牌商家营销费用率%	6.1%	8.0%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 1) 量的因素:

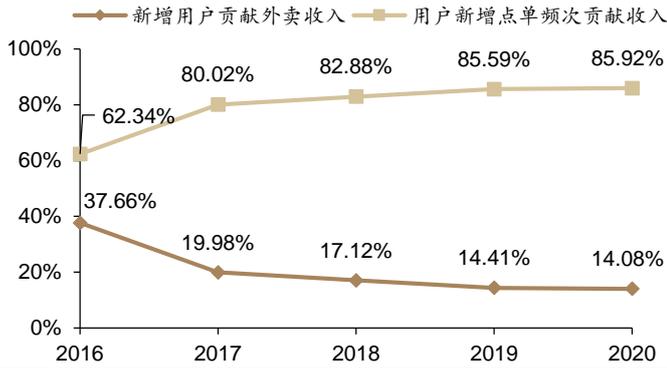
$$\text{外卖业务营收增长率} = (1 + \text{外卖 GTV 增长率}) * (1 + \text{外卖变现率提升}) - 1$$

$$\text{外卖业务营收增长贡献} = \text{外卖 GTV 增长贡献} + \text{变现率提升贡献}$$

通过控制变量得出增长贡献, 例如在测算 GTV 增长贡献时, 我们假设 2015-16 年变现率维持不变, GTV 的增长/营业收入的增长即为 GTV 增长对外卖营收增长的贡献率, 剩余部分即为变现提升的贡献率。

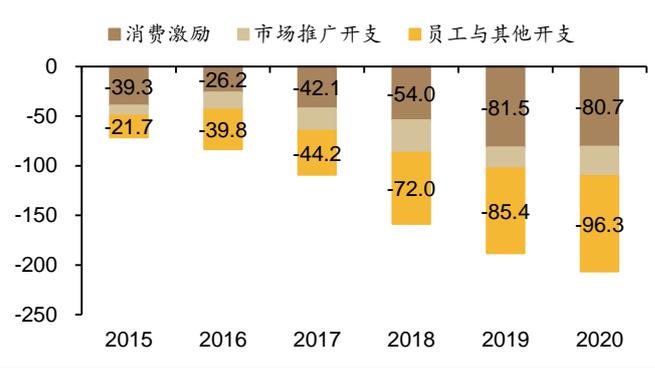
主力消费人群相较价格, 更是时效及品质敏感性人群。根据公司公告, 销售费用中市场推广开支比例自 2015 年来持续下降, 占收入比重由 25.9% 下降至 2016 年的 13.4%, 进一步下降至 2019 年的 2.2%。即便看整体的销售费用率, 在 2015-2019 年美国外卖市场占有率逐步提升的同时, 销售费用率却持续下降, 反映美团获取、留存用户的关键不在于补贴。结合外卖细分市场变化, 我们认为在补贴敏感性相对弱的白领成为外卖消费主力后, 美团凭借高效配送, 多元化商家组合提升用户粘性并持续提升购买频次。一个例证就是 2017 年美团上线“超级大脑”智能调度系统后平均配送时长从 41 分钟缩短至 28 分钟, 人均日单量较上线前增长 46%。

图 20: 2016-20 年美国团外卖订单增长驱动因素拆分



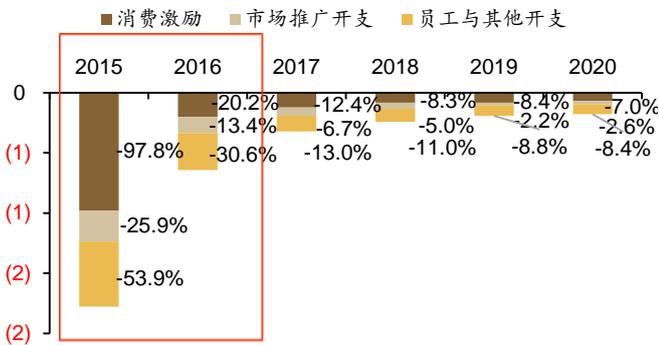
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 21: 2015-20 年美国销售费用结构 (亿元)



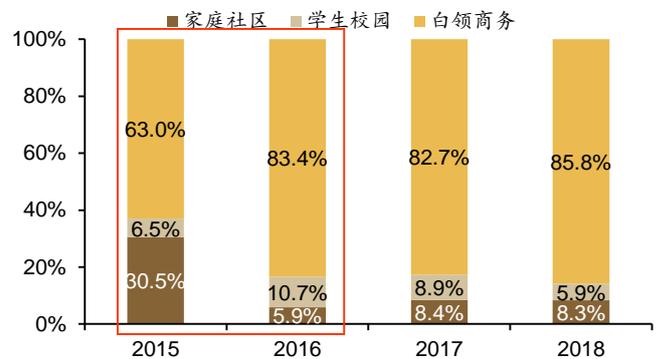
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 22: 2015-20 年美国销售费用率结构 (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 23: 2015-18 年外卖细分市场市场份额变化



资料来源: 易观分析, 德邦研究所

## 未来新增用户还有多大的空间?

### 1.1) 用户规模的增长空间

如前所述, 时效配送本质是用户向骑手购买时间, 非核心用户可以通过短期补贴获取, 但用户有效需求不足将导致 LTV 低于 CAC, 因此美团主动降本控费或侧面印证大多数补贴获取的用户不具备长期变现价值。因此, 核心人群的潜在规模决定外卖业务的增长天花板。

**测算过程:** 由于兼职骑手的工作时长未披露, 华中师范大学郑广怀教授团队 2019-2020 年调查得出武汉的外卖骑手的月均工资为 5882 元, 华东师范大学吕宣如团队 2018 年 3-11 月调查得出上海外卖骑手的月平均可支配性收入为 6271 元, 因此外卖骑手平均月薪接近 6000 元, 乃至超出 6000 元基本属实。

据华中师范大学郑广怀教授团队, 接近 70% 武汉外卖骑手员每日工作时长在 8-12 小时; 首都经济贸易大学冯向楠团队, 2018 年 7 月北京市外卖员每日平均工作 11.4 小时; 华东师范大学吕宣如团队 2018 年 3-11 月上海外卖骑手每日工作时长集中在 8-12 小时。

因此, 按时薪推算的用户月薪至少为 4848 元, 按人均月收入估算 2019 年潜在消费人群规模为 8375 万人。

表 2: 潜在用户规模测算过程

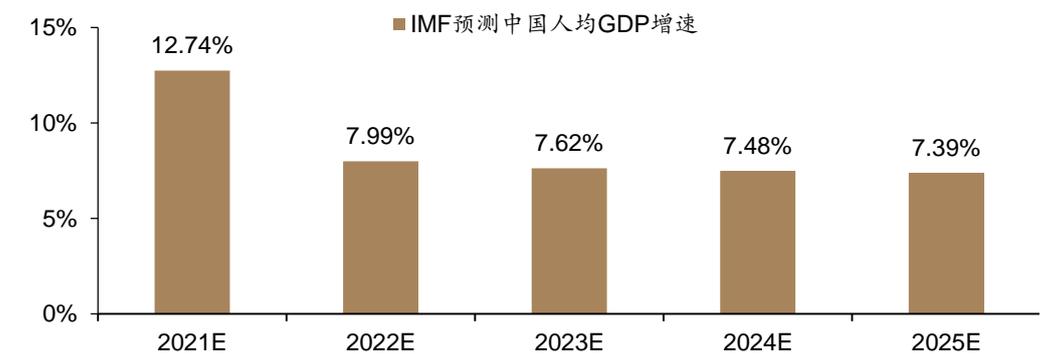
	关键数据
美团骑手平均月薪	5968 元/月
平均工时 (社会调查)	8-12 小时/日
骑手/用户平均时薪	22.95 元/小时

单均消费者 (估算值)	1.2 人/单
对应消费者工作日	22 天/月
每日计薪工时	8 小时/天
对应消费者月薪	4848 元/月
潜在人群规模 (按 3000-5000 元收入平均分布假设)	8375 万人

资料来源：公司公告，华中师范大学，首都经贸大学，华东师范大学，德邦研究所  
注：美团骑手按照每月工作 26 天计算。

当前外卖潜在人群规模约为 0.84 亿人，我们预计至 2025 年外卖潜在用户达到 1.50 亿，年均增长率为 12.30%。根据 IMF 预测，中国 2021-25 年人均 GDP 有望提升 51%，由于平均收入增长低于中位数收入增长，按中低收入分位人群收入增速为平均收入增速的 80% 假设，对应 4000 元/月的月薪，即 0.99 亿高频用户增量。

图 24：IMF 预测 2021-25 年中国人均 GDP 增速



资料来源：IMF，德邦研究所

美团外卖业务活跃用户整体规模接近 1 亿人。基于易观分析的外卖 APP 用户独占率数据，我们假设行业用户只可能是饿了么或美团的独占用户，因此饿了么外卖用户 / (1-美团外卖用户独占率) 即对应外卖市场整体用户规模，整体外卖用户规模乘以 (1-饿了么用户独占率) 即为美团外卖业务 (美团主 APP 及外卖 APP) 的 MAU。我们注意到这一测算数据与核心用户测算有一定的差异，可能由于统计口径 (活跃用户以设备或 IP 地址统计) 的差异，或骑手时薪调查中样本不够全面等因素导致。更重要的是，美团外卖整体核心用户呈现周期性波动，1-2Q 季度较低，3-4Q 达到高峰，周而复始，2020 年受疫情影响核心用户于 2-3Q 达到高峰。

图 25：基于市占率推算，美团外卖业务活跃用户整体规模接近 1 亿人



资料来源：易观分析，德邦研究所

综合来看，当前高频用户/潜在人群比例达 60.71%，未来美团外卖高频用户有望受益 1) 潜在人群规模提升，2) 高频用户渗透率提升，预计至 2025 年高频用户预计达 1.0 亿人，对应年复合增长率 14.42%。

美团外卖其他用户规模当前约为 4.60 亿，长期空间仍有 2 亿以上。美团外卖业务用户规模当前约为 5.11 亿，接近全国三人户及以下人数(2020 年估算为 5.26 亿人)，未来进一步拓展空间为四人户以上家庭，仍存在 2 亿以上增长空间。

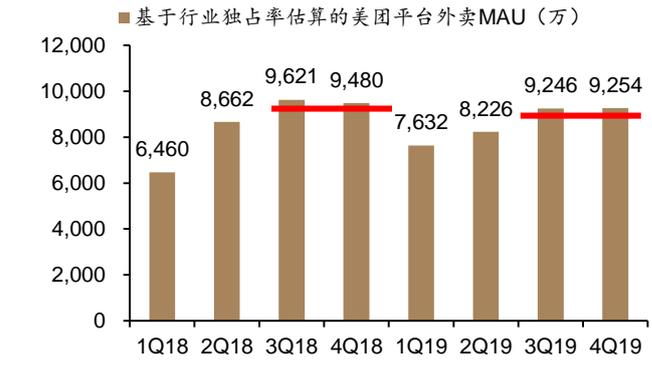
由于美团在 200+个城市实行直营，其余城市实行加盟制度，由代理商运营管理。加盟商通过直聘或外包骑手提供配送服务。根据外包公司趣活披露，2018-19 年餐饮外卖骑手单均配送成本为 6.71、6.19 元。由于配送成本与房租、降水量等外部条件相关，我们预计 2018、2019 年下半年存在部分月份估测配送成本低于用户时间价值，也就是非活跃用户在此条件下需求被激活，其点单频次预计明显提升。相应地，2018-19 年美团外卖交易单量、MAU 都在下半年达到年内高峰。

图 26：下半年美团餐饮外卖交易笔数明显增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 27：下半年美团外卖月活用户相比上半年往往有所增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.2) 用户点单频次的增长空间

我们注意到用户购买骑手配送服务实质上是对骑手时间的购买，因此需要首先明确用户端和骑手端各自所对应的时间成本。我们认为，基于财报推测的骑手成本与骑手月薪推算的骑手成本之差即用户支付配送费。由于美团佣金=(用户支付费用-用户支付配送费)\*扣点，部分配送费用由用户直接支付，不计入佣金收入，因此两种测算方式产生差异。

**真实骑手成本的测算：**据公开新闻，2015-17 年平均配送时长为 38 分钟/单、32 分钟/单、28 分钟/单，假设 2018-20 年平均配送时长稳定在 28 分钟/单。基于 2019 年的骑手时薪，我们以单均配送时长为分母相除得到单均配送成本。

**财报披露成本：**美团年报中披露餐饮外卖骑手成本，但存在商家自配送情况，据招股书披露，2017 年美团共完成 29 亿单外卖配送，占全年 41 亿外卖订单的 70%，假设 2018-20 年美团配送比例维持不变。

通过美团外卖骑手真实成本与财报口径计算成本相减，我们得到用户支付的平均配送费总体呈现下降趋势，若按比例计算，这一趋势更加明显。用户支付配送服务费比例的下降反映美团外卖配送效率持续提升，用户体验有所改善。

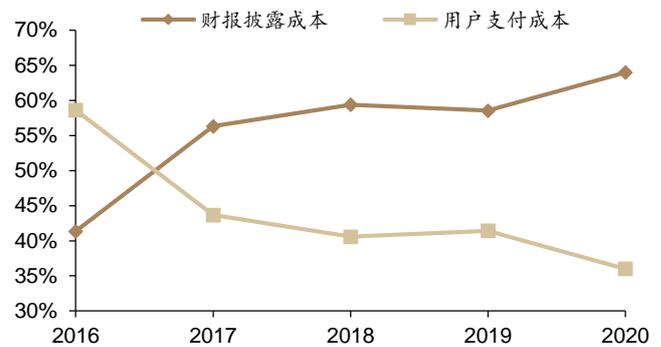
图 28：2017-20 年美团外卖骑手成本拆分 (元/单)

图 29：2017-20 年美团外卖骑手成本拆分 (%)



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：真实骑手成本=骑手时薪/平均每小时配送单量，时薪参照学术研究团队社会调查数据。



资料来源：公司公告，德邦研究所

我们按交易频次将外卖用户分为高频、低频、中频用户，其中高频用户对应前述测算的活跃用户。

**高频用户点单频次预计至 2025 年复合增长率达 15.02%。**基于上述测算及假设，我们估算高频用户 2020 年年均点单量达 49.68 单/年，考虑外卖高频用户主要为都市白领，全年 250 个工作日，500 次正餐需求，正餐场景下外卖渗透率达 9.94%，考虑早餐、轻食、正餐后当前外卖渗透率仅为 4.97%，我们预计 2025 年有望提升至 10%，主要由于外卖平台提供更丰富的餐饮选择。综上所述，高频用户长期点单频次 2025 年有望达到 100 次/年以上，对应年复合增长率为 15.02%。

中低频用户有望随收入提升而提升外卖点单频次，预计至 2025 年中低频用户点单频次年复合增速达 14.79%。

表 3：美团外卖用户年均点单量测算

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
外卖用户 (亿)	2.59	3.10	4.00	4.51	5.11
高频用户 (亿)	0.26	0.31	0.40	0.45	0.51
中低频用户 (亿)	2.33	2.79	3.60	4.05	4.60
一人户、两人户人数 (亿)	2.39	2.57	2.72	2.82	2.96
三人户及以下人数 (亿)	5.24	5.30	5.33	5.26	5.26
渗透率	49.43%	58.49%	75.12%	85.65%	97.07%
年外卖总交易单量 (亿单)	15.85	41.50	63.90	87.20	101.47
总体用户年均点单量 (单/年)	6.12	13.39	15.96	19.36	19.87
高频用户点单量 (亿单)	3.96	10.38	15.98	21.80	25.37
高频用户年均点单量 (单/年)	15.30	33.47	39.90	48.39	49.68
中低频用户年均点单量 (单/年)	5.10	11.16	13.30	16.13	16.56

资料来源：国家统计局，公司公告，德邦研究所

注：2020 年一人户、两人户、三人户家庭人数按过往 3 年平均增长量估算得出。

## 2) 价的因素：

我们认为外卖业务变现率的提升空间主要来自于高毛利的在线营销业务。综合来看，我们预计在线营销业务至 2025 年占外卖 GTV 比例由目前的 1.5% 预计提升至 2.3%，对应 2025 年在线营销服务收入为 318.40 亿元。

美团外卖变现收入包括佣金收入、在线营销服务及其他服务和销售。

### (1) 佣金收入

美团外卖佣金收入包括平台使用费、技术服务费和配送服务费，其中配送服务费占比超 80%。

表 4：美团外卖佣金收入构成

	费率标准	占比费率
平台使用费	1%-2%	8%

技术服务费	2%-8%	12%
配送服务费	11%-18%	80%

资料来源：雪球，新浪财经，德邦研究所

美团外卖业务分为直营、加盟模式，据王慧文在清华大学产品公开课中透露，美团全国直营城市超过 200 座，饿了么直营城市数量在 80 座以上，其他城市均为加盟模式。自营、加盟模式在收入成本核算口径上具有以下差异：

表 5：美团外卖与商户合约关系

	主要内容	对应财报收入	对应财报成本	毛利水平	订单量
1P 配送模式	美团与商户签订合同，并负责配送服务	佣金收入+用户/商家支付配送费	骑手成本	低	~70%
3P 配送模式	美团代理商与商户签订合同，并负责配送服务	佣金收入+（用户/商家支付配送费）*收入分成%	-	高	~30%
	美团代理商与商户签订合同，由商户自行配送	佣金收入	-	高	

资料来源：公司公告，德邦研究所

美团专送是美团自有团队配送，美团快送是众包里的优质单，佣金率略高于美团众包，此外众包佣金率最低。

表 6：美团外卖佣金规则

	商户自配送	美团专送	美团、饿了么同时送	美团快送	众包
平台佣金率	5%-8%	10%-18%	15%-23%	10%-18%	5%-8%
配送范围	无限制	3公里	3公里	5公里	5公里
稳定性	稳定	稳定	稳定	不稳定	不稳定
骑手派单机制	-	派单	派单	抢单	抢单
排名加权	无	有	有	无	无
商家占比	2019年80%以上商家佣金在10%-20%				

资料来源：新浪财经，德邦研究所

注：平台每单佣金有保底金额，一般在 4.5~5.5 元。

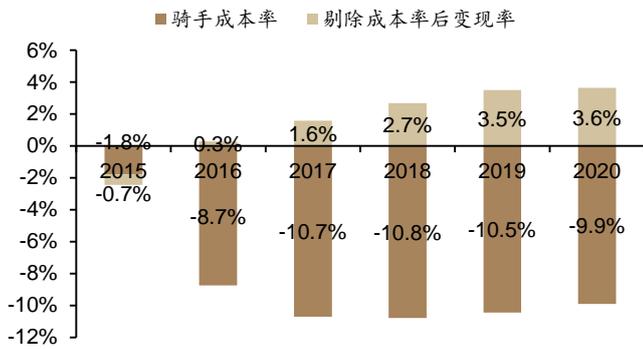
**超 80% 商户实际佣金率低于 14.5%。**2020 年美团遭广东省餐饮服务行业协会联合广东各地餐饮行业协会就佣金率交涉，根据公司财报，美团 2019 年外卖业务佣金率为 12.6%，且 80% 以上商家的佣金率在 10%-20%，由于自配送、众包佣金率为 5%-8%，按 5% 的保守假设，美团平台 80% 的商户佣金率不超过 14.5%。这一数字与商户公开采访中披露的 20% 以上不符，我们认为核心差异在于费用口径。据财报，美团提供配送服务时佣金收入、配送费是同时收取的，因此商家无法拆分出实际佣金费率，而财报口径下，商户自配送情况下配送费并不计入收入，因此二者在费用口径的差异导致费率感观的背离。

$$\text{商户感知的外卖佣金率} = (\text{佣金收入} + \text{配送费}) / \text{商品收入}$$

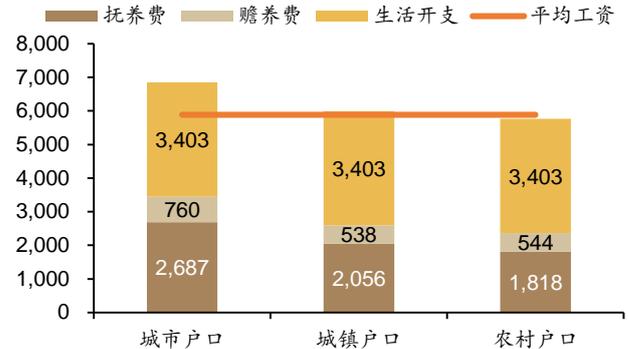
佣金率上下均存刚性成本，中长期提升空间相对有限。美团外卖佣金率剔除骑手成本率佣金率保持低位，结合管理层中短期无意提升佣金率表态，当前佣金率主要受成本影响被动反应，外卖骑手成本与租赁开支等呈一定相关性。据华中师范大学郑广怀研究团队的《武汉市快递员外卖员群体调查》，2019 年外卖骑手的月均工资为 5882 元，而生活开支、房租开支分别为 2632、771 元，加上子女抚养费用、老人赡养费用，基本等于平均工资。房屋租金在外卖员开支中占比较高，上游房租变动传导至美团餐饮外卖骑手成本变化。此外，我们认为下半年恶劣天气增多往往导致骑手补贴提升。

图 30：2015-20 年剔除骑手成本后的变现率%

图 31：2019 年武汉外卖员抚养、赡养费用及生活开支（元/月）



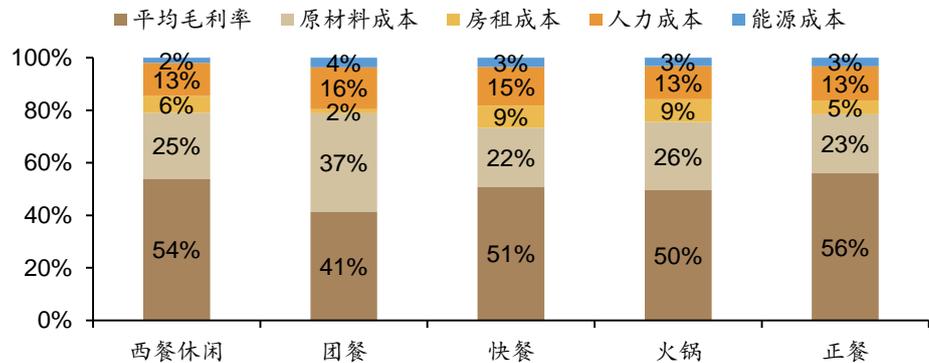
资料来源: 公司公告, 德邦研究所



资料来源: 华中师范大学, 德邦研究所

另一方面, 考虑商户配送费后的综合费率可能超 20%, 而据披露美团外卖榜单 Top 10% 月销量超 4000 单, 据此计算, 在不考虑综合推广费用的情况下, 月销售额达 8 万的外卖商户其净利润近 2000 元, 主要由于线下门店的固定成本较高, 在此情况下美团进一步提升佣金率挤压商户利润空间将可能导致大量商户亏损导致退出平台。

图 32: 2017 年餐饮业成本毛利结构



资料来源: 亿欧智库, 德邦研究所

表 7: 美团外卖商户单店模型

	毛利率为 40%	毛利率为 60%
客单价 (25 元, 实收 20 元)	20	20
订单量	4000	4000
月销售额 (万元)	8.0	8.0
毛利润 (万元)	3.2	4.8
平台配送+佣金费 (20%)	1.6	1.6
房租 (万元/月)	1.0	1.0
水电燃气 (万元/月)	0.5	0.5
人工薪酬 (万元/月, 3 人, 含五险一金)	1.5	1.5
营业利润 (万元/月)	-1.4	0.2

资料来源: 德邦研究所测算

## (2) 在线营销服务收入

美团在线营销服务包括揽客宝、点金推广、关键词推广、钻石展位、铂金展位。其中, ①揽客宝。APP 开屏进入应用后弹出的第一个广告, 按出价、曝光次数收费; ②点金推广。APP 商品页面的前排广告位, 通过付费购买排名有望提升曝光量; ③关键词推广。辅助搜索, 起提示用户操作作用; ④钻石展位、铂金展位。钻石展位的每日最低消费 50 元, 铂金展位最低消费 100 元。

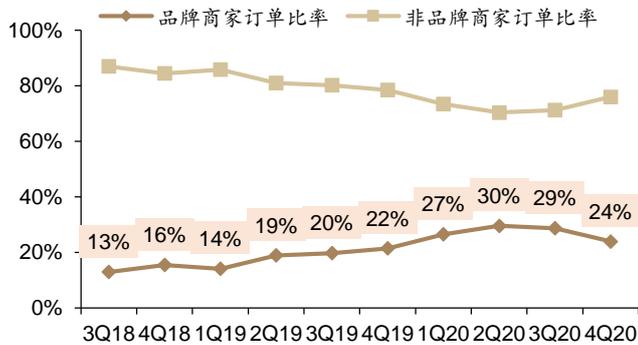
图 33: 美团外卖 APP 营销推广渠道



资料来源: 美团外卖 APP, 德邦研究所

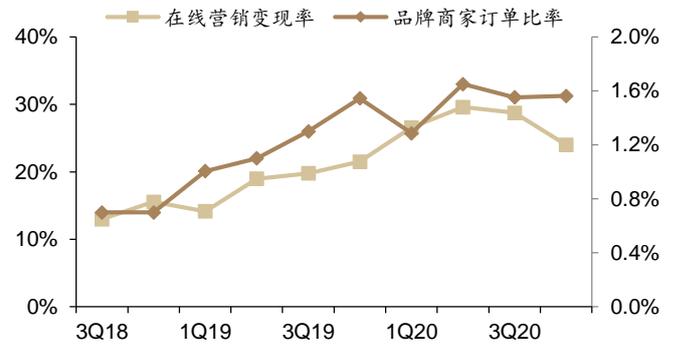
在线营销服务变现率长期提升的逻辑在于商家品牌化率提升。由于品牌商家在 1) 品质上具备更强的确定性; 2) 规模更大, 营销等费用摊薄后平均成本更低, 且对上下游议价能力更好, 因此品牌商家的营销投放预算具备长期向上的势能。由于餐饮具备强位置属性, 外卖拓展潜在客群 (1 公里以外, 5 公里以内), 相当于业绩增量, 尽管随着流量增长放缓、品牌商户入驻增加等因素带动营销费率提升, ROI 下降, 但商家存在固定成本较大的问题, 其对流动性需求较为紧迫, 因此我们看到多数商家尽管外卖抽佣过高, 达到微利、甚至不赚钱, 但仍然没有放弃外卖业务。

图 34: 3Q18-4Q20 美团外卖商家品牌化率显著提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所  
注: 订单比率按非品牌商家佣金率 14.5% 计算, 品牌商家佣金率 5% 计算

图 35: 3Q18-4Q20 美团餐饮外卖营销服务变现率与品牌化率同步提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

如何看待在线营销服务变现率的长期空间? 在商户毛利空间有限情况下, 平台 1) 可以通过数字化赋能商家, 降低固定成本 (商铺面积, 人员数量) 比率, 提升毛利空间; 2) 通过降低佣金比率, 提升高毛利的在线营销服务变现率。

收入提升空间测算:

量: 我们认为 2030 年品牌商家订单比例有望至少提升至 40%, 较当前仍有 16pct 的提升空间, 对应 66.67% 的提升空间。

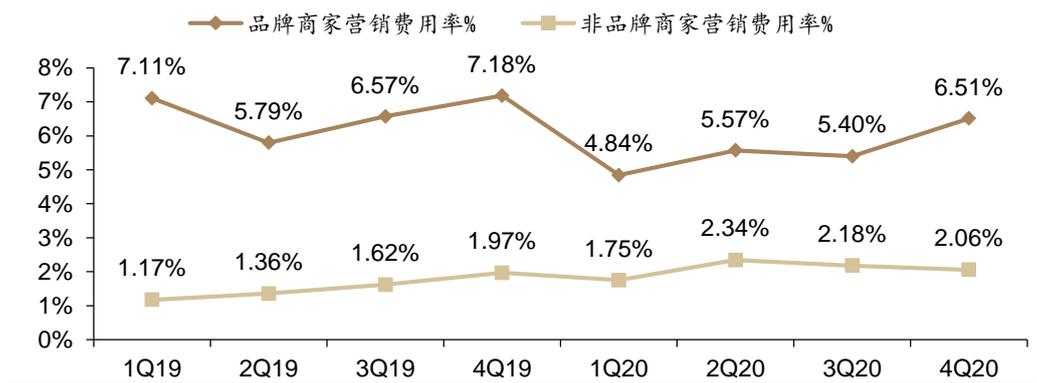
价: 根据中国饭店协会发布的《2020 中国餐饮业年度报告》, 在调查样本中的 100 家餐饮企业中, 2019 年样本餐饮企业销售费用率均值为 16.14%, 中位数为 8%, 且营业额越高其销售费用率也随之提升。

作为对比, 2019 年美团外卖品牌商家销售费用率均值为 6.1%, 按 2025 年品牌商家营销费用率 8% 计算, 若按 2030 年品牌商家 8% 的预期营销费用率计算, 当前水平仍有 31.1% 的提升空间。若按 2030 年 16.1% 的预期营销费用率计算, 当前水平仍有 164.6% 的提升空间。

此外商户广告渗透率提升也将带动广告营销收入提升, 营销收入占比提升将较大改善外卖业务的 OPM。

综合来看, 我们预计在线营销业务至 2025 年占外卖 GTV 比例由目前的 1.5% 预计提升至 2.3%, 对应 2025 年在线营销服务收入为 318.40 亿元。

图 36: 3Q18-4Q20 美团外卖品牌商家估测营销费用率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

结论: 我们按量 (用户数量、用户点单频次), 价 (品牌商家占比, 品牌商家营销费用率) 对总体空间进行测算, 最终得出至 2025 年年均增长率为 25.07%, 按当前业务规模预计 2025 年餐饮外卖业务收入为 2027.67 亿元。

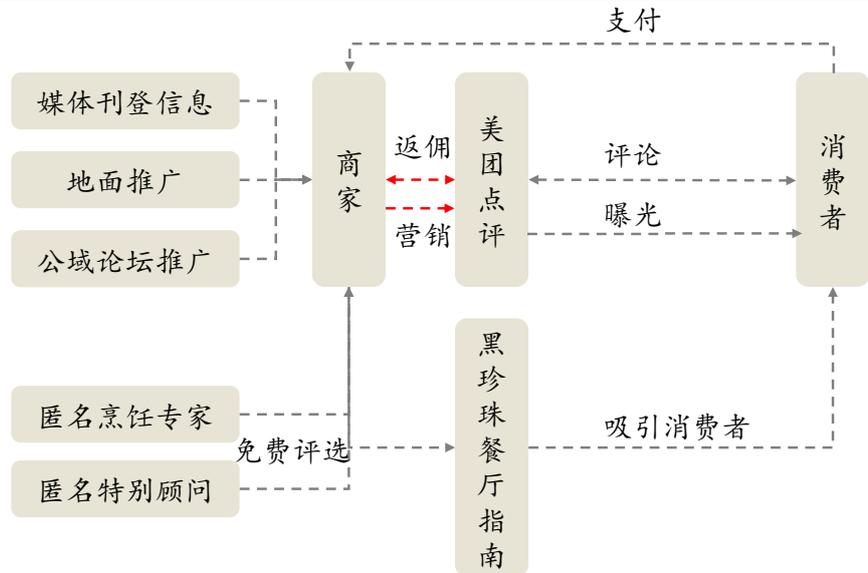
### 3. 到店&酒旅业务: 到店新品类仍有较大潜力, 酒旅增长空间大

#### 3.1. 到店业务: 新品类市场空间大, 广告业务仍有较大提升潜力

核心结论: 1) 我们认为到店业务在丽人、健身等品类仍有较大潜力, 未来佣金率预计继续保持稳定; 2) 营销服务商户渗透率有望提升, 带动收入、利润增长, 业务毛利率预计维持高水平;

到店业务包括到店餐饮及服务, 即通过公开信息捕获商家信息、直接销售团队联系商家并将商户上线平台, 进一步由平台基于地理信息推送至用户端 (或通过搜索)。此外, 平台还可以通过组织匿名专家对商户菜品进行评选, 基于评选结果吸引用户消费。到店业务中, 美团主要收入包括在线广告营销和佣金收入, 前者来自商户在平台投放的竞价广告, 后者来自用户使用平台的代金券、预定服务, 平台按一定比例收取佣金。

图 37: 美团到店业务简图



资料来源：公司公告，德邦研究所

根据招股书，美团到店酒旅业务的销售成本主要包括：1) 支付处理成本；2) 线上流量成本；3) 客户服务及其他人员的雇员福利开支；4) 物业、厂房及设备的折旧；5) 带宽及服务器托管费用。

2015-20 年公司支付处理成本/GTV 比例稳定在 0.3% 左右，考虑到公司与主要支付渠道（微信支付）合作的稳定性，我们预期这一费用率不会中短期内发生明显变化。到店业务由于不含单车及汽车，物业、厂房及设备折旧率稳定在 20%~33%。在边际成本/收入比例稳定的情况下，我们认为公司到店毛利率将逐步提升，主要计算过程如下：

1) 给定初始毛利率 80.40%，主要为确保数量级接近真实数据；

2) 假设收入增速为 40%，敏感性分析显示收入增速对毛利率影响较小，20%-40% 的增速变动下 2020 年毛利率由 89.77% 降低至 89.44%，增速假设影响较小，主要为确保数量级接近真实数据；

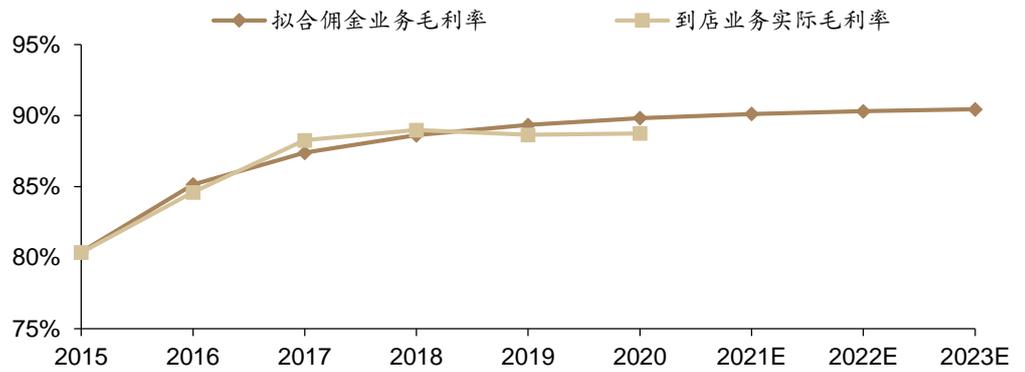
**3) 核心假设：当年新增收入/毛利为 1.10，这一假设来自上述成本结构分析；**

表 8：收入增速假设下的到店业务毛利率

收入增速	Y1 预测毛利率	Y2 预测毛利率	Y3 预测毛利率	Y4 预测毛利率	Y5 预测毛利率
20%	87.18%	88.28%	88.97%	89.44%	89.77%
25%	87.23%	88.37%	89.08%	89.56%	89.88%
30%	87.28%	88.46%	89.19%	89.67%	90.00%
25%	87.33%	88.54%	89.29%	89.77%	90.10%
40%	87.38%	88.62%	89.38%	89.86%	90.18%

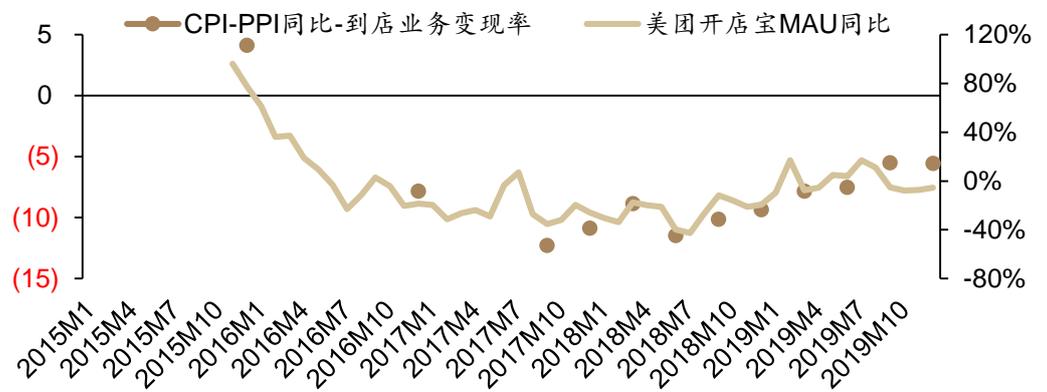
资料来源：德邦研究所

图 38：边际成本/收益稳定假设下，到店业务毛利率将持续提升，逼近理论上界 91%



资料来源：公司公告，德邦研究所  
注：公司未披露 2020 年到店酒旅业务销售成本。

图 39: 物价波动影响线下商户毛利率，进而传导至开店宝 MAU



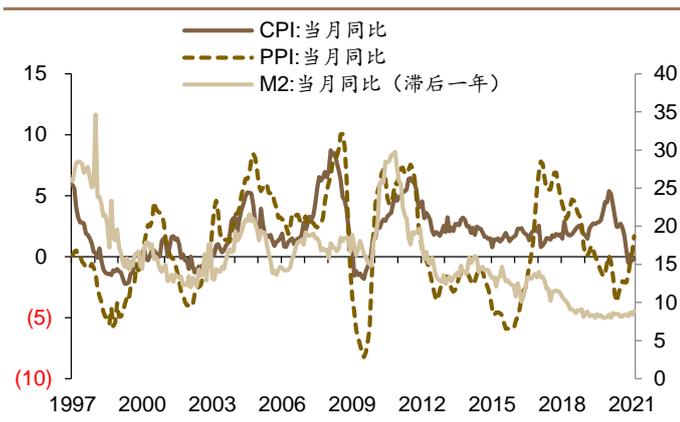
资料来源：Questmobile，国家统计局，德邦研究所  
注：CPI：食品类同比，PPI：食品类同比；2015-16 年到店业务变现率为年度数据，3Q17-4Q19 为季度数据。

### 如何看待到店业务的长期发展？

到店业务处于成熟期。对线下商户而言，其毛利率受物价波动影响较大，因此通过 CPI 同比、PPI 同比的差额拟合其利润空间，进一步扣除美团到店业务披露的变现率，这一趋势与美团开店宝 MAU 同比变化接近，换言之，到店业务的增长驱动力已由量转为价。因此，在商户成本稳定的情况下，CPI、PPI 的同比变动将影响到店业务变现率的上行空间，而长期的物价走势基本与货币投放量变化较为一致。

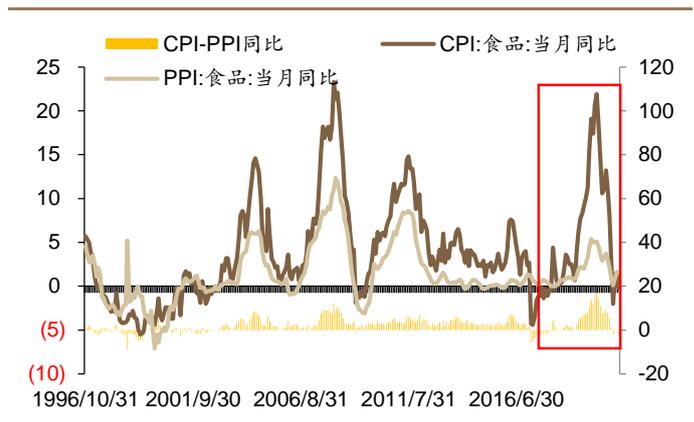
回顾历史，美团上市以来恰好经历了一个完整的食品物价周期，其高峰来自 2019 年 3 月的猪肉涨价，并于 2020 年 1 月 CPI 与 PPI 的同比增速差额达到高点，此后受疫情影响美团减免部分商户佣金，因此美团到店业务 2020 年实际收入应低于理论上限，疫情等外部冲击导致美团到店未能享受周期高点右侧的提价红利。

图 40: 中长期物价走势与 M2 (滞后一年) 基本一致



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 41: 美团上市以来经历了一个完整的涨价周期



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

展望未来, 我们长期看好美团到店业务: 1) 大众点评占据用户心智; 2) 相较于主要竞争对手口碑, 美团本地生活业务均位于超级 APP “美团” 上, 业务间导流更为顺畅, 口碑内嵌于支付宝, 与饿了么、飞猪等业务虽均属于支付宝流量入口, 但与其他应用参杂后实际导流效果并不理想; 3) 到店市场空间非常大, 但实际可标准化的服务市场有限, 例如搬家、理发等服务平台化难度较大, 在有限品类中凭借餐饮流量优势吸引其他品类商户入驻, 因此美团具备先发优势。

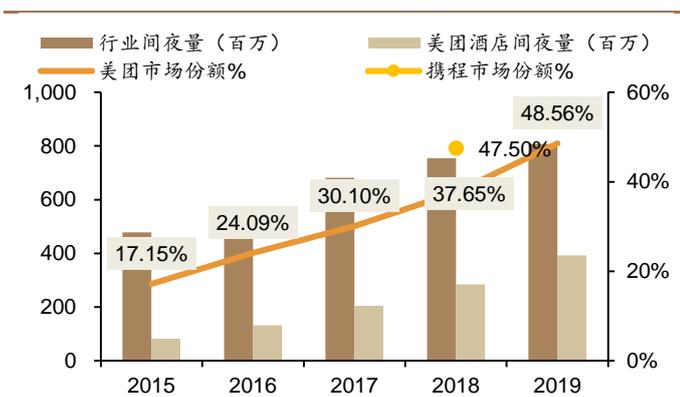
综合来看, 我们认为美团到店业务活跃商户及营销毛利率将继续维持负相关的态势, 但美团通过补充健身、丽人等品类提升长期变现率空间, 预计到店业务未来将维持稳健增长。

### 3.2. 酒店&旅游业务: 下沉市场仍有较大提升空间, 预期年均增长近 15%

结合酒店在线预定行业的间夜量、交易规模及美团的市场份额, 我们发现携程、飞猪、同程艺龙等酒店 ADR 走势与美团酒店 ADR 相关性较弱。在全行业整体客单价持续提升时, 美团在酒店间夜量快速增长同时 ADR 并未显著提升, 反映其经营策略仍以扩充低星酒店为主。结合美团公开资料, 2017 年美团、大众点评 APP 端高星酒店 ADR 分别超 360 元/间、500 元/间, 按高星酒店 ADR 为 360 元/间估算, 美团在高星酒店间夜量占比由 10% 提升至 15% 的同时, 低星酒店 ADR 持续走低, 2Q20 仅为 136 元/间。

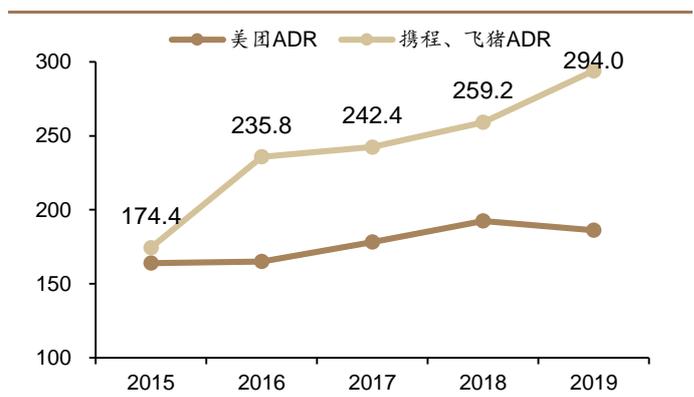
目前行业低星级酒店线上渗透率仅 25%, 公司通过外卖、到店业务等流量优势, 采取交叉销售模式, 在尤其是下沉市场的低星酒店方面取得较快进展, 间夜量将成为酒店业务主要驱动力。

图 42: 2015-19 年酒店在线预定行业间夜量(百万)及市场份额%



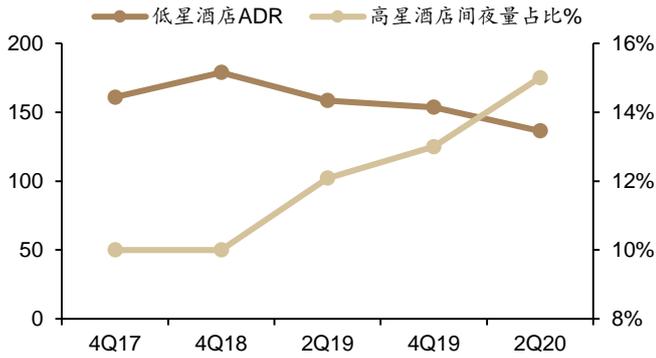
资料来源: iiMedia Research, 艾瑞咨询, 公司公告, 德邦研究所

图 43: 2015-19 年美团、携程、飞猪酒店 ADR (元/间) 情况



资料来源: 公司公告, iiMedia Research, 易观分析, 德邦研究所

图 44: 美团低星酒店 ADR (元/间) 及高星酒店间夜量占比%



资料来源: 公司公告, iiMedia Research, 易观分析, 德邦研究所

图 45: 3Q17-4Q20 美团酒店间夜量 (亿元) 及同比增速%

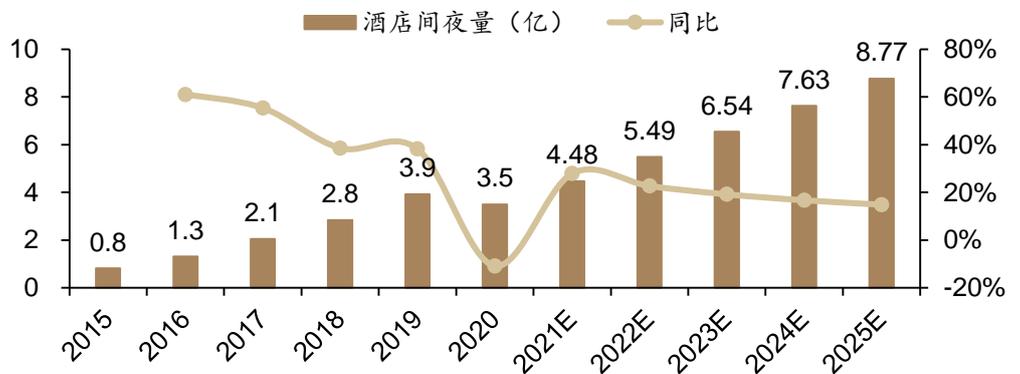


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 如何看待酒店业务未来增速?

据管理层财报会议披露, 2018 年 90% 的新增酒店业务用户都是外卖平台用户或到店用户, 2Q19 管理层重申这一比例。2020 年管理层未披露具体比例。据公开资料, 2017 年美团、大众点评酒店用户超 1000 万, 当年酒店间夜量达 2.05 亿, 对应 20.5 间/年/人, 据此推算 2018、2019 年美团酒店业务新增用户 385.4 万人、528.8 万人, 其中 90% 来自美团外卖、到店业务。按此假设, 美团酒店业务估算至 2019 年、2020 年底用户数量分别为 1914 万人、1707 万人(假设 4Q19 酒店间夜量与 4Q20 相等)。对比美团系平台外卖 MAU 达 9000 万人以上, 仍有充分导流空间, 按年均导流 411 万人, 预计 2021-2025 年美团酒店间夜量由 4.48 亿增长至 8.77 亿, 年均复合增速达 14.39%。

图 46: 美团酒店间夜量 (亿) 及同比增速%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

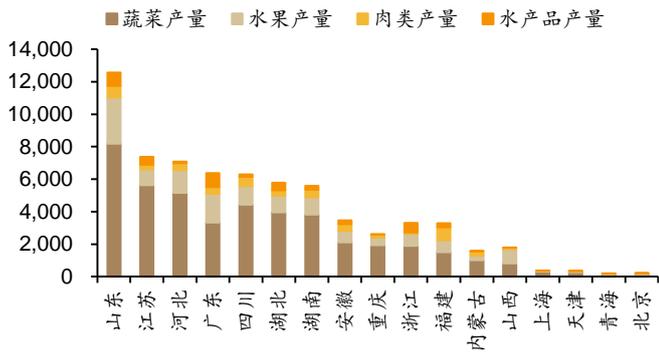
## 4. 美团优选: 规模提升、UE 改善后有望实现盈亏平衡

美团目前布局超过 300 座城市。美团于 2020 年 7 月 7 日成立“优选事业部”, 7 月 12 日签约济南本地 300 多名社区便利店老板作为首批团长, 7 月 15 日美团优选上线山东济南。截至 2020 年 12 月 31 日, 美团优选已经覆盖 27 个省份, 305 座省会和地级市, 县域城市覆盖率超 90%。

受产品保质期、运输高损耗等约束, 社区电商平台早期主要布局主要生鲜原产地。我们注意到, 社区电商首批上线地区主要为湖北、山东、湖南、四川等地, 均为蔬菜、水果、肉类、水产品等产量靠前的省份。我们认为, 这主要由于当前中国家庭生鲜消费仍以蔬菜、水果、肉类、鸡蛋、水产品为主, 且生鲜运输损耗率较高, 因此于生鲜产地布局有利于商品供应稳定, 提升用户购物体验。日用快消等

商品标准化程度高，全国统一采买后运输至各地区市场也具备一定可行性。

图 47：山东、湖北、湖南、四川等地生鲜产量领跑全国（万吨）



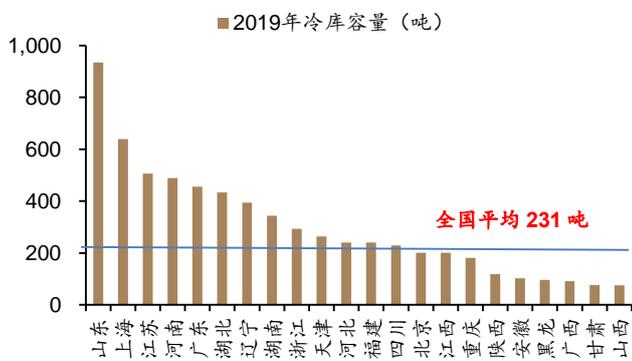
资料来源：国家统计局，德邦研究所  
注：数据为 2019 年年度数据，部分数据为 2018 年。

图 48：中国生鲜产品消费仍以蔬菜、水果为主（单位：万吨）



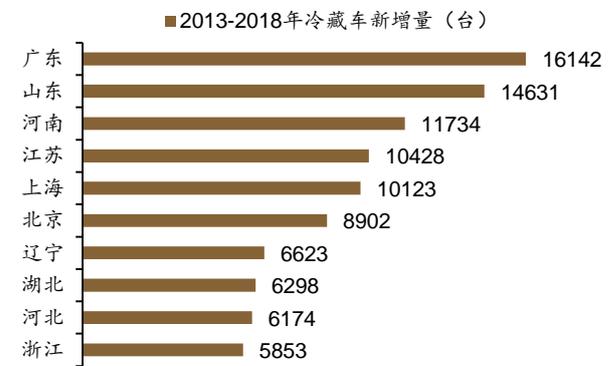
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 49：山东、湖北、湖南冷库容量高于全国平均水平



资料来源：中国物流与采购联合会，德邦研究所

图 50：2013-18 年山东、湖北冷藏车新增量排名全国前列



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

### (1) 中短期业务逻辑：规模效应下成本费用率摊薄达到盈亏平衡

社区电商实质是围绕高价格敏感性用户的低毛利业务。生鲜果蔬等商品作为刚性饮食需求，对应最高频、切换成本较高的用户群体，社区电商以生鲜杂货等商品为其他高毛利业务导流，这是社区电商的基本逻辑。因此，1) 生鲜杂货等商品毛利低，损耗率高，物流等基础设施布局较不完善，而生鲜时效性要求与低履约费用存在一定约束冲突。2) 生鲜杂货业务实际目的是导流，高单价策略能够保证盈亏平衡，但高消费门槛实际阻隔大多数用户，与业务发展目标相悖。3) 生鲜杂货等商品注重时效性，运输半径较小，高时效性弱化农产品持有方的议价能力。

低毛利空间下平台短期以降费控本为目标。由于社区电商主要承担农产品的流通职能，主要成本费用包括采购成本、仓储物流、营销费用。行业亏损扩张的主要原因来自规模效应下远期成本摊薄实现盈利同时构筑坚固护城河，而规模效应主要来自 1) 批量采购下对上游农户/供应商议价能力提升，获取价格折扣/额外账期；2) 规模订单下仓储物流单均费用摊薄；3) 销售费用率随收入提升而逐步下降；4) 中后端固定成本/费用逐步摊薄。

通过拆解成本模型，我们认为现有社区电商商业模式下 1) 规模效应带来的成本边际改善效应有限，仅凭规模扩张难以实现盈亏平衡；2) 销售费用等可变成本占比较高，长期用户习惯养成后补贴退坡对 OPM 提升影响更大。

我们针对以下项目进行假设：

- 1) 商品采购成本率随包装商品占比提升而有所下降。

- 2) 团长佣金率随开城基本结束后由 10% 逐步降低。
- 3) 拉新激励由于新用户占总用户比例降低, 单均费用降低。
- 4) 2021 年省均 BD 推广人员由 1500 人减少至 1000 人, 2022 年后缩减至 500 人。
- 5) 仓储物流装载率逐步由 60% 提升至 80%。

永辉超市生鲜直采+自有运输模式下生鲜产品毛利率维持在 12%~14%, 营业成本主要包括原材料采购、运输成本、直接人工等。作为对比, 美团等社区电商通过批量采购, 运输至中心仓阶段运输、采购成本可类比永辉超市, 此外社区电商平台还需要承担中心仓配送至团长的运输费用, 支付给团长的佣金, 中心仓的仓储保管费用等。

基于上述假设, 我们预计随着业务覆盖城市范围和 SKU 增加, 用户规模及单用户点单频次将同步增长。据 36kr, 美团优选 2021 年日均订单量目标为 5000-6000 万单, 件单价目标为 10 元。因此, 我们认为 2021 年美团优选迅速扩张下业务亏损扩大在所难免, 随着用户习惯养成及高效供应链逐步构建, 美团优选营业亏损率将逐步收窄, 我们预计 1-4Q21 美团优选亏损额较 4Q20 将进一步扩大。综合上述, 我们预计 1-4Q21 美团优选亏损额分别为 61.3/84.6/85.5/91.9 亿元。随业务规模扩张 UE 模型改善, 我们预计单均盈利在日均订单达 1.2 亿单后有望转正。

**表 9: 2021-25 年美团优选业务预测**

	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
件单价 (元/件)	6	8	9	10	11	10	12	14	16	18
日均订单量 (万)	800	2,000	3,500	4,500	5,500	3,875	7,000	9,000	10,500	12,000
采购成本	85.0%	79.0%	78.5%	78.0%	78.0%	76.5%	77.4%	76.0%	75.6%	75.0%
仓储物流成本	8.9%	7.8%	6.9%	6.2%	5.7%	6.3%	4.8%	4.2%	3.9%	3.7%
团长佣金	12.5%	11.0%	8.0%	7.0%	7.0%	7.7%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
价格补贴	15.0%	13.8%	10.1%	7.3%	6.3%	8.1%	3.8%	3.7%	3.0%	3.0%
拉新激励	22.9%	10.4%	8.9%	6.7%	5.2%	6.9%	4.8%	4.3%	3.3%	2.6%
BD 推广	10.1%	7.7%	6.9%	6.1%	5.3%	6.1%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
总部管理费用	7.4%	5.5%	2.3%	1.6%	1.2%	1.9%	1.5%	1.3%	0.8%	0.8%
支付处理成本	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
损耗率	10.0%	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.8%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
营业利润/亏损 (亿元)	-31.1	-61.3	-84.6	-85.5	-91.9	-298.4	-303.5	-214.3	-83.1	51.4
GMV (亿元)	43.2	144.0	283.5	405.0	544.5	1,377.0	3,024.0	4,536.0	6,048.0	7,776.0
用户规模 (亿)	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.1	2.8	3.3	3.8	4.3
月订单 (亿)	2.4	6.0	10.5	13.5	16.5	11.6	21.0	27.0	31.5	36.0
点单频次 (次/月)	2.5	5.0	7.0	7.5	7.9	5.5	7.5	8.2	8.3	8.4

资料来源: 永辉超市年报, 高鑫零售年报, 36Kr, 德邦研究所

**表 10: 由于收入确认口径影响, 美团优选反映在财报的利润率**

	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
件单价 (元/件)	6	8	9	10	11	10	12	14	16	18
日均订单量 (万)	800	2,000	3,500	4,500	5,500	3,875	7,000	9,000	10,500	12,000
GMV (亿元)	43.2	144.0	283.5	405.0	544.5	1,377.0	3,024.0	4,536.0	6,048.0	7,776.0
用户规模 (亿)	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.1	2.8	3.3	3.8	4.3
月订单 (亿)	2.4	6.0	10.5	13.5	16.5	11.6	21.0	27.0	31.5	36.0
点单频次 (次/月)	2.5	5.0	7.0	7.5	7.9	5.5	7.5	8.2	8.3	8.4
整体 OPM	-72.1%	-42.6%	-29.8%	-21.1%	-16.9%	-21.7%	-10.0%	-4.7%	-1.4%	0.7%
财报收入 (亿元)	0.0	9.3	31.9	56.5	80.7	209.9	582.1	846.6	1217.2	1490.4
货币化率	-	7.2%	11.4%	14.8%	15.8%	15.4%	18.9%	20.4%	21.4%	22.0%
财报 OP (亿元)	-31.1	-61.3	-84.6	-85.5	-91.9	-298.4	-303.5	-214.3	-83.1	51.4

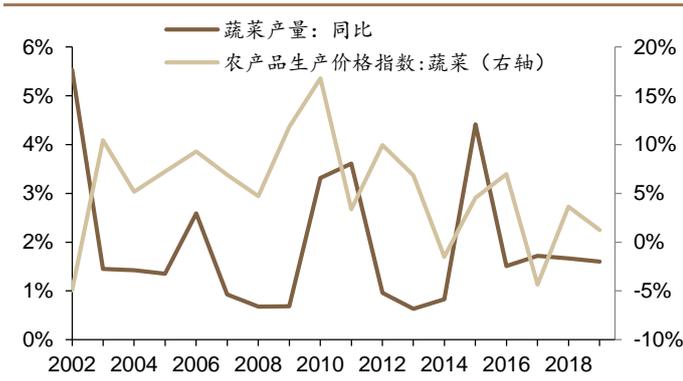
单均 OP	-4.3	-3.4	-2.7	-2.1	-1.9	-2.1	-1.2	-0.7	-0.2	0.1
财报 OPM	-	-591.7%	-262.4%	-143.2%	-107.2%	-140.8%	-53.2%	-23.2%	-6.4%	3.0%

资料来源：永辉超市年报，高鑫零售年报，36Kr，德邦研究所

(2) 长期业务逻辑：向上游集采以降低生产不确定性，农产品风险溢价逐步降低

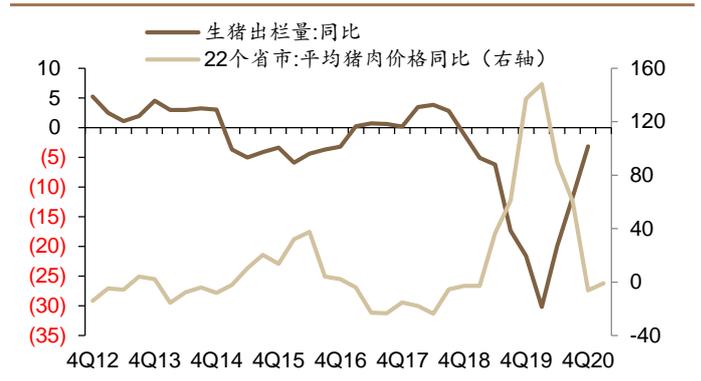
从产业链来看，社区电商仅切入生鲜果蔬的渠道环节，多数社区电商平台不直接参与农业生产，而与农户或批发商采购生鲜果蔬等商品。因此，社区电商实质上属于中间商赚差价。从渠道议价能力来看，禽肉类商品上游议价能力较强，蔬菜则下游议价能力较强，因此平台通过聚拢下游需求强化对上游议价能力，调整生产进而提升供应链效率，这在理论上是可行的。

图 51：蔬菜价格主要受需求因素影响（单位：%）



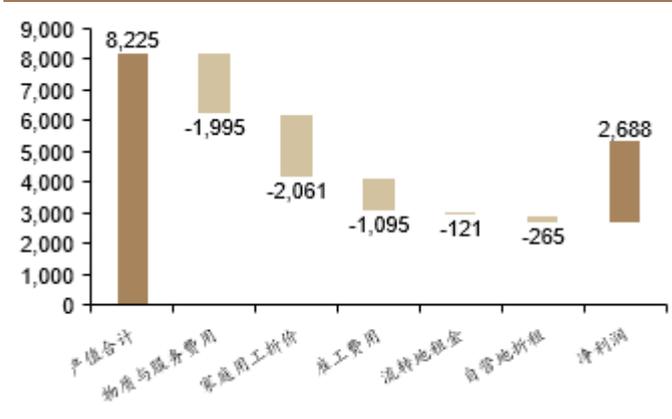
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 52：肉产品价格主要受供给影响（单位：%）



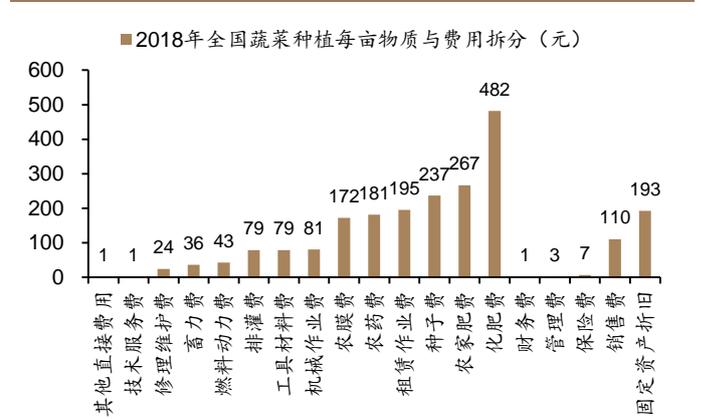
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 53：蔬菜每亩成本收益结构中，人工/物质服务费用占比较高（单位：元/亩）



资料来源：《农产品成本收益资料汇编》，德邦研究所

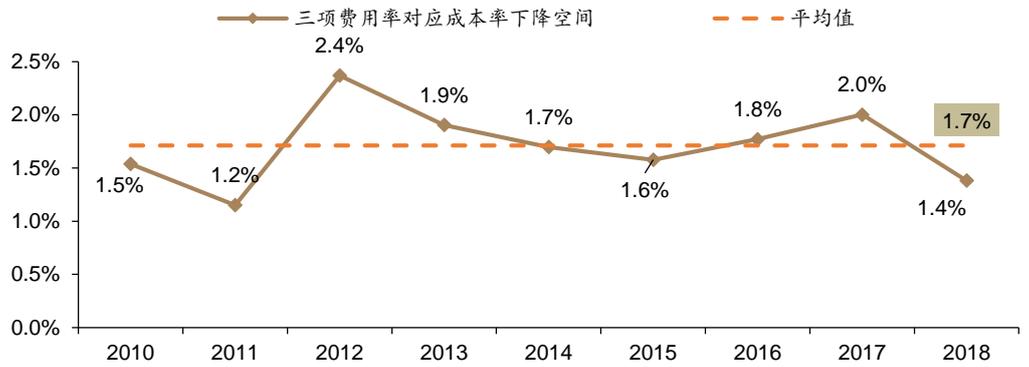
图 54：蔬菜每亩物质与费用中，化肥、农家肥、种子费用占比较高（单位：元/亩）



资料来源：《农产品成本收益资料汇编》，德邦研究所

若考虑社区电商平台延伸至对上游，降低农业生产侧的销售/管理/财务费用，我们预计这一影响在 1%~2.5% 左右。

图 55：不参与种植环节下，社区电商对上游仍有 1%~2.5% 提升空间



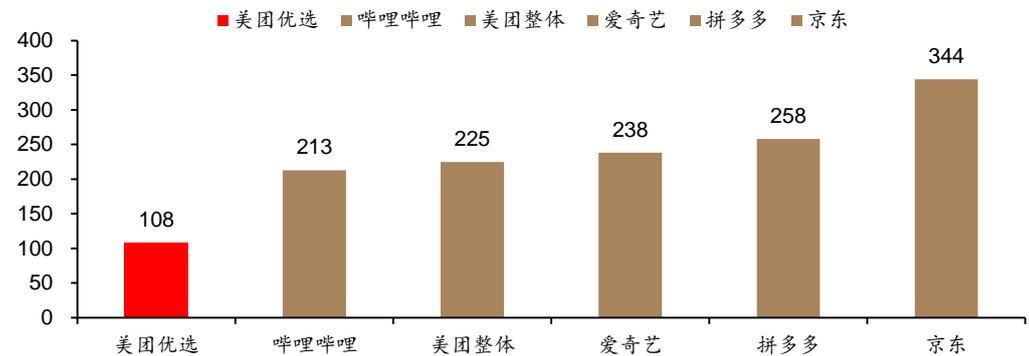
资料来源:《农产品成本收益资料汇编》, 德邦研究所

从公司整体考虑,  $LTV > CAC$  即是积极信号。即使按照美团优选 4Q20 全部营业亏损计算, 假设 90 日的留存率为 30%, 美团优选的有效获客成本仅为 97.2 元/人, 明显低于主流 APP 获客成本。若考虑用户留存后转移至其他业务, 平台综合收益明显为正, 社区电商估值应参考其对其他业务的导流价值。

测算过程: 我们假设美团优选的业务发展目的即获客, 因此所有营业亏损均可视为其他业务的销售费用, 基于上述假设, 美团优选的获客成本=营业亏损/新增月活跃用户数量, 由于美团优选为新业务, 我们假设 90 日用户留存率为 30%。

其他平台测算过程: 获客成本=4Q20 的销售费用/4Q20 新增月活跃用户数量

图 56: 美团优选获客成本低于主流网络平台 (单位: 元/人)

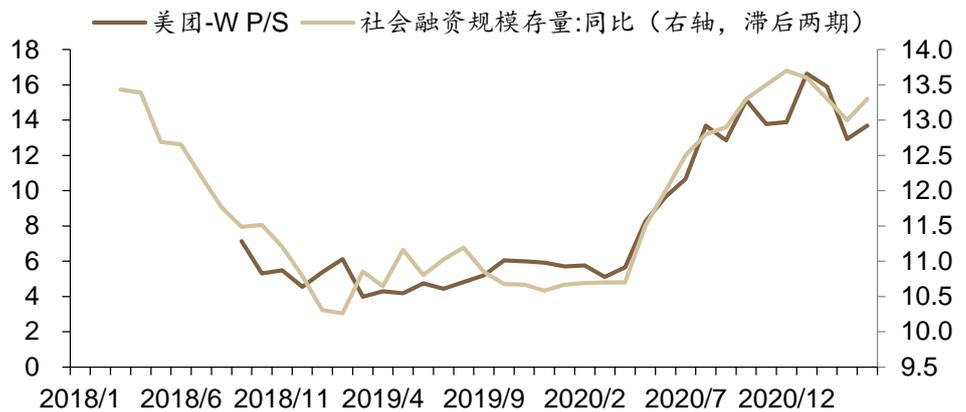


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 5. 盈利预测与估值: 新业务拓展业务空间, 长期价值凸显

我们注意到美团整体估值与经济流动性呈现一定程度相关性, 我们认为这主要反映市场对于公司定价较为充分, 公司股价的长期驱动力来自业绩的超预期发展, 美团优选作为新业务短期可能存在定价不充分的机会, 我们建议密切关注美团优选的发展动态, 包括订单量、成本费率等指标。

图 57: 美团 PS 估值与社融同比增速呈现趋势一致性 (单位: %)



资料来源：国家统计局，德邦研究所

我们采用分部估值法对美团进行估值：

(1) 餐饮外卖业务：由于 1-2Q20 餐饮外卖受疫情影响增长几乎停滞，我们预计 1-2Q21 增长有望恢复至较高水平。此外 2020 年平台对商家进行一定程度返佣以缓解商户经营压力，我们预计该部分优惠 2021 年将有所减少。2021 年餐饮外卖收入有望实现 1027.48 亿元，同比增长 55.1%，营业利润达 88.84 亿元，营业利润率达 8.6%。

(2) 到店&酒旅业务：1Q21 受本地化过年影响，酒店业务预计受负面影响。2021 年到店业务整体有望随疫情缓解，出行需求常态化释放，预计 2021 年到店酒旅业务实现营业收入 303.77 亿元，同比增长 42.9%，预计营业利润实现 124.55 亿元，营业利润率达 41.0%。

(3) 创新业务中美团优选、快驴等均处于快速发展阶段，短期市场投入有望持续扩大，且成本结构尚待逐步优化。我们认为应持续关注美团优选采购、配送、营销环节的成本费用控制。综合来看，2021 年美团优选的营业亏损预计达 298.4 亿。我们预计 2021 年新业务整体营业亏损达 349.1 亿元，营业利润率为 -65.0%。

表 11：美团分业务盈利预测

单位：百万元，人民币	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖营收	21,032	38,143	54,843	66,265	102,748	137,446	167,792
yoy%		81.36%	43.78%	20.83%	55.10%	33.80%	22.10%
到店，酒店及旅游营收	10,853	15,840	22,275	21,252	30,377	39,213	48,733
yoy%		45.96%	40.62%	-4.59%	42.93%	29.09%	24.28%
新业务及其他营收	2,043	11,244	20,410	26,856	53,713	91,312	118,705
yoy%		450.29%	81.52%	31.59%	100.00%	70.00%	30.00%
营业利润率		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
餐饮外卖营收 OPM		-12.6%	3.1%	4.3%	8.6%	9.0%	14.0%
到店酒旅 OPM		25.0%	37.0%	38.5%	41.0%	42.5%	43.0%
新业务及其他 OPM		-114.1%	-32.5%	-40.4%	-65.0%	-40.0%	-26.0%

资料来源：公司公告，德邦研究所

美团餐饮外卖市场地位稳固，成本费用率保持基本稳定，净利润有望随业务规模扩大而高速增长。我们预计 2021-23 年餐饮外卖分别实现营业利润 88.84 亿元、123.02 亿元、234.64 亿元，分别对应营业利润率 8.6%、9.0%、14.0%。由于外卖净利润处于高速增长期，我们给予 2022 年经营正常状态下的外卖业务 6xPS，对应分部估值为 8247 亿元。

到店酒旅业务盈利能力随营销业务扩张而持续提升，我们预计到店酒旅业务 2021-23 年有望实现营业利润 124.6 亿元、166.7 亿元、209.6 亿元。参考 2022 年实现盈利的本地生活服务公司的估值，我们给予 2022 年到店、酒店和旅游业务

50xPE，对应分部估值为 8333 亿元人民币。

新业务处于快速发展阶段，我们参考国内外可比公司，由于美团优选目前处于行业领先地位，以 2022 年 GMV 3024 亿元估算，按 0.97xPGMV 给予美团优选估值 2933 亿元，其他新业务按 5xPS 给予 1655 亿元估值。

图 58：美团分部估值情况（人民币兑港币汇率 1.20）

2022E	2022E Rev/GMV (亿)	经营利润 (亿)	估值 (PE/PS)	估值 (亿)
1. 外卖业务	1,374	123.02	PS	8247
2. 到店，酒店及旅游	392	166.66	PE	8333
除美团优选外，创新业务	331	-365.25	PS	1655
美团优选	3024		PGMV	2933
合计估值 (亿元)				21168
对应港币估值				25402
每股价值 (港元)				418.08

资料来源：德邦研究所

图 59：可比公司估值情况

公司名称	所处行业	2021E	2022E	2021E	2022E
餐饮外卖可比公司		P/S		P/E	
Doordash		14.1	11.2	45.1	57.0
Takeaway	餐饮外卖	2.4	2.1	37.9	45.0
Delivery Hero		4.3	3.0	54.6	80.0
Deliveroo		6.4	6.4	37.3	37.3
平均估值		6.8	5.7	43.7	54.8
到店/酒旅可比公司		净利润 (亿美元)		P/E	
Expedia		(0.6)	8.6	(407.0)	29.3
Zillow		2.5	3.6	127.4	86.2
ANGI	到店/酒旅平台	(0.1)	0.7	(1,012.4)	111.4
同程艺龙		0.8	1.6	68.6	32.8
Ctrip.com		2.7	10.4	90.7	23.2
Booking		16.2	38.4	60.3	25.4
平均估值		6.6	16.8	86.7	51.4
商户线上服务可比公司		P/S		P/E	
Square	企业服务	9.3	7.4	143.0	150.5
平均估值		9.3	7.4	143.0	150.5
餐饮供应链可比公司		P/S		P/E	
US Foods	供应链服务	0.4	-	22.1	-
西斯科		0.5	-	15.3	-
平均估值		0.5	-	18.7	-
社区电商可比公司		GMV (亿美元)		P/GMV	
阿里巴巴 (2014年)		3,668.0		0.7	
京东 (2015年)	电商平台	2,566.0		0.4	
拼多多 (2020年)		717.0		0.6	
兴盛优选 (投后估值)		61.0		0.7	
平均估值				0.6	

资料来源：彭博，德邦研究所

综合来看，我们认为美团外卖竞争优势显著，盈利能力持续提升。到店&酒旅业务，商户数字化率提升，打开长期变现率空间。新业务方面，美团优选处于高速

发展期，短期亏损将继续扩大，我们预计 2021~23 年亏损分别为-298.4/-303.5/-214.3 亿元。综合来看，我们预计 2021-23 年营收分别为 1868.4/2679.7/3352.3 亿元，同比增长 63%/43%/25%；归母净利润分别为-139.9/-78.3/105.9 亿元，同比增长-397%/+44%/+235%，归母净利率分别为-7.5%/-2.9%/3.2%；综合 SOTP 算出合理市值为 2.54 万亿港元，对应每股价值为 418.08 港元/股，首次覆盖并给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**市场竞争加剧：**公司的在本地生活市场目前处于领先地位，字节跳动、阿里巴巴有可能会加大对本地生活板块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。

**新业务发展不及预期：**美团优选、团好货、快驴、共享单车、充电宝等新业务处于初期发展阶段，新业务发展有可能不及预期。

**法律监管风险：**2021 年 4 月 26 日，市场监管总局宣布对公司实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查，以全国、各城市，或线上、线下界定市场范围可能对调查结果产生明显差异，因此我们认为上述反垄断调查可能存在不确定性，进而影响公司业务运营及业绩。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.80	-2.38	-1.33	1.80
每股净资产	16.58	14.21	12.88	14.67
每股经营现金流	1.44	1.14	1.22	4.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	309.33	-102.24	-182.61	135.10
P/B	14.92	17.10	18.87	16.56
P/S	12.69	7.66	5.34	4.27
EV/EBITDA	-421.65	-130.94	-364.97	120.81
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.7%	33.5%	34.4%	36.8%
净利润率	4.1%	-7.5%	-2.9%	3.2%
净资产收益率	4.8%	-16.7%	-10.3%	12.2%
资产回报率	2.8%	-7.8%	-3.9%	4.5%
投资回报率	-3.4%	-15.5%	-9.8%	10.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.7%	62.8%	43.4%	25.1%
EBIT 增长率	-553.8%	-328.4%	42.6%	221.9%
净利润增长率	110.3%	-397.2%	44.0%	235.2%
偿债能力指标				
资产负债率	41.4%	53.1%	62.0%	63.2%
流动比率	1.7	1.2	1.0	1.1
速动比率	1.5	1.0	0.8	0.8
现金比率	0.3	0.1	0.0	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.7	2.4	2.4	2.6
存货周转天数	1.7	1.6	1.6	1.8
总资产周转率	0.7	1.0	1.3	1.4
固定资产周转率	11.9	12.4	15.5	17.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4708	-13992	-7834	10589
少数股东损益	-1	6	4	-4
非现金支出	0	3789	3768	3748
非经营收益	3767	-74	-304	-411
营运资金变动	0	17002	11528	10342
经营活动现金流	8475	6731	7161	24264
资产	0	-3527	-3527	-3527
投资	0	-11587	-9517	-10338
其他	-21232	408	638	745
投资活动现金流	-21232	-14705	-12405	-13120
债权募资	4333	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	13085	-334	-334	-334
融资活动现金流	17418	-334	-334	-334
现金净流量	3697	-8309	-5578	10810

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	114795	186838	267971	335230
营业成本	80744	124270	175878	211906
毛利率%	29.7%	33.5%	34.4%	36.8%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	20883	42599	55470	70063
营业费用率%	18.2%	22.8%	20.7%	20.9%
管理费用	5594	10107	13588	17266
管理费用率%	4.9%	5.4%	5.1%	5.2%
研发费用	10893	17634	24989	31478
研发费用率%	9.5%	9.4%	9.3%	9.4%
EBIT	-3433	-14710	-8448	10302
财务费用	-230	163	246	302
财务费用率%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失				
投资收益	264	408	638	745
营业利润	-3433	-14710	-8448	10302
营业外收支	7871	245	392	443
利润总额	4438	-14465	-8056	10745
EBITDA	-3433	-10921	-4680	14050
所得税	-270	-479	-226	160
有效所得税率%	-6.1%	3.3%	2.8%	1.5%
少数股东损益	-1	6	4	-4
归属母公司所有者净利润	4708	-13992	-7834	10589

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	17094	8785	3207	14017
应收账款及应收票据	1031	1471	2150	2721
存货	466	667	924	1138
其它流动资产	69715	83900	103401	120843
流动资产合计	88306	94823	109682	138720
长期股权投资	13181	18678	25076	31912
固定资产	13917	16189	18280	20203
在建工程				
无形资产	31676	29142	26811	24666
非流动资产合计	19494	19494	19494	19494
资产总计	166575	178327	199343	234995
短期借款	6395	6395	6395	6395
应付票据及应付账款	11967	15248	22178	27145
预收账款				
其它流动负债	32786	55243	77158	97259
流动负债合计	51148	76885	105731	130799
长期借款	1957	1957	1957	1957
其它长期负债	15835	15835	15835	15835
非流动负债合计	17793	17793	17793	17793
负债总计	68941	94678	123524	148592
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	97693	83701	75867	86456
少数股东权益	-59	-53	-49	-53
负债和所有者权益合计	166575	178327	199343	234995

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。