

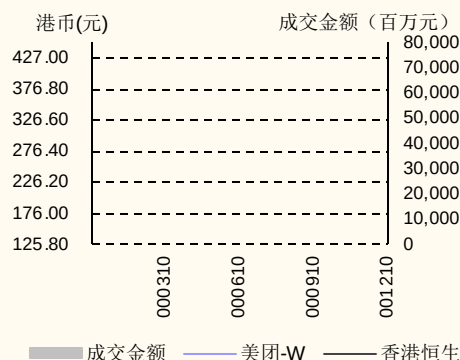
美团-W(03690.HK) 买入 (首次评级)**港股公司深度研究**

市价(港币): 275.200 元

目标(港币): 413.00 元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 6,111.06
总市值(百万元) 1,681,765.07
年内股价最高最低(元) 451.40/125.80



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 -24.77 -9.29 132.24

美团：剖析“持续进化”竞争力的“内核”**主要财务指标**

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	97,568	114,795	205,197	287,977	373,577
营业收入增长率	49.58%	17.66%	78.75%	40.34%	29.72%
归母净利润(百万元)	2,239	4,708	-12,273	-4,793	12,538
归母净利润增长率	-101.94%	110.31%	-360.66%	-60.95%	-361.61%
Non-GAAP 净利润(百万元)	4,657	3,121	-7,084	678	18,330
摊薄每股收益(元)	0.380	0.800	-2.084	-0.814	2.129
每股经营性现金流净额	0.95	1.44	2.21	2.10	5.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.43%	4.82%	-9.38%	-3.80%	9.05%
P/E	723.85	344.19	n.a	n.a	129.25
P/B	17.59	16.59	12.38	12.86	11.69

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **要点更新：美团商家抽佣规则调整——透明化&效率化。**1) 美团调整抽佣规则：更加透明化和规范化，同时鼓励商户向近距离、高单价订单发展；2) 通过拆分美团外卖业务收入来源和还原“真实骑手成本”，发现配送服务为美团所带来的利润其实有限，相关服务内容“出表”影响不大。
- **1) 剖析核心竞争力：美团业务多次“突出重围”，核心优势是“效率”。**美团沉淀了“效率”基因，支持了其业务的成功发展，典型体现在：i) 凭借战略层面较强的分析规划能力，以及迅速的地推进程，形成快速和高效的商户覆盖；ii) 用户补贴使用更为精细，资金使用有效率均优于对手。
- **2) 新业务前景向好：从生鲜到商超百货，最终走向泛消费品。**i) 中短期看，我国生鲜市场规模约4万亿而电商渗透率仅6.9%、政府规范下行业增速放缓但竞争良性化、疫情催化的消费习惯变化固化；ii) 美团由生鲜切入商超标品、泛消费品等更丰富SKU路径具备较强实现可能性；iii) 通过垂直管理、战略规划、地推团队建设，美团已经展现出良好的规划性和高效率，借助微信补上流量基础，社区团购业务有望成就业绩增长的“第二曲线”。
- **3) 再融资约100亿美元，对业务开展形成强力支撑。**美团2021年4月21日公告，将通过发行可转债和配售股份的方式，分别融资29.715亿美元和70亿美元，用于科技创新和一般企业用途，该项目为IPO以来最大规模融资活动，为美团接下来的业务开展补充了现金资源，对控制权稀释影响微小。

投资建议

- 公司以高效率为核心竞争力，中短期内将支持其在社区团购业务上的成长，打造业绩增长“第二极”，长期将支持公司保持“持续进化”的核心竞争力，用效率支持成长。预计2021/2022/2023年Non-GAAP净利润-71/7/183亿元，EPS分别为-2.08/-0.81/2.13元。据分部估值法，预计2025年餐饮外卖/到店、酒店及旅游/美团优选/其他业务估值为10113/6838/5412/2526亿元，2025年公司整体估值约24880亿元，对应2021年目标价为413港元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 餐饮配送行业变现情况不及预期；到店、酒旅行业竞争加剧风险；社区团购业务推进不及预期风险；反垄断政策冲击扩大风险；疫情反复风险。

李婕 分析师 SAC 执业编号：S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

内容目录

要点更新：美团商家抽佣规则调整——透明化&效率化.....	4
一、美团持续进化的核心竞争力：用“效率”支持成长.....	6
1.1 美团“效率”的意义与来源？.....	6
1.2 业务复盘：以“效率”为先，美团持续进行业务拓展与迭代.....	10
二、新的进化：美团社区团购，“生鲜→线上超市→线上电商”.....	13
2.1 社区团购发展空间有多大？从渗透率及商业化发展看美团新业务.....	14
2.2 社区团购核心竞争：一比发展“效率”，二拼品用户流量.....	18
三、增长的保障：类比亚马逊，固定资产投入是未来现金流的保障.....	24
3.1 亚马逊稳定现金流支撑 AWS 等战略业务持续投入，成熟期获回报.....	24
3.2 美团固定资产加大投入及现金流稳定增长，为业务拓展战略提供有力支撑.....	25
3.3 可转债与增发融资百亿美元，“新战斗”弹药充足.....	27
四、盈利预测与估值.....	27
五、风险提示.....	30

图表目录

图表 1：美团调整后的商家抽佣新规则.....	4
图表 2：美团外卖业务三类细分收入与 GMV 之比.....	4
图表 3：美团佣金收取与分配模式.....	4
图表 4：美团餐饮外卖 GMV 与“骑手成本率”（假设平台配送 GMV 占 65%）.....	5
图表 5：根据 2020 年财报数据对平台配送服务费率敏感性分析.....	6
图表 6：王兴演讲词频统计.....	7
图表 7：美团团队组成与形成经历.....	8
图表 8：王兴团队产品的效率体现.....	8
图表 9：美团地推团队建设进程.....	9
图表 10：美团地推铁军管理方法的四个层次.....	9
图表 11：美团开展新业务时新设部门与负责人情况.....	9
图表 12：美团战略变化与组织架构调整.....	10
图表 13：“千团大战”期间美团战略规划.....	11
图表 14：商家日活：美团 VS 饿了么（万人）.....	11
图表 15：“千团大战”期间（2010-2013）主要团购平台融资金额.....	12
图表 16：美团与可比公司销售费用率比较.....	13
图表 17：2020 年 12 月以来社区团购相关政策/官媒态度.....	13
图表 18：规范社区团购秩序行政指导会“九个不得”.....	14
图表 19：商品零售市场规模 VS 三大电商 GMV.....	15
图表 20：三大电商渗透率（左轴）及 GMV 增速（右轴）.....	15
图表 21：中国生鲜市场规模 VS 生鲜电商规模（亿元）.....	16

图表 22: 生鲜电商渗透率及增速.....	16
图表 23: 疫情前后居民购买生鲜渠道选择比例.....	16
图表 24: 美团优选各品类前 10 名均价 (元)	17
图表 25: 生鲜电商 VS 商超标品电商 VS 传统电商	18
图表 26: 多多买菜组织架构.....	19
图表 27: 美团优选组织架构.....	19
图表 28: 美团优选开城“效率”.....	20
图表 29: 三大社区团购覆盖城市对比 (2020 年底)	20
图表 30: 主要电商平台下沉 (三线及以下城市) 用户数及占比.....	20
图表 31: 拼多多 APP (多多买菜) 使用中的推广信息.....	21
图表 32: 拼多多获客——微信是流量根基.....	21
图表 33: 三大电商平台拉新成本 (销售费用/活跃买家数: 元/人)	22
图表 34: 下沉用户月活 (万人)	22
图表 35: 下沉用户日活 (万人)	22
图表 36: 美团优选与多多买菜小程序端日活对比 (万人)	23
图表 37: 美团优选微信群对点推送购买推荐.....	24
图表 38: 2006-2020 年亚马逊经营活动净现金流及构成、支出对比 (亿美元)	25
图表 39: 2015-2020 年美团经营活动净现金流及构成、支出对比 (亿元) ...	25
图表 40: 19Q1-20Q4 美团经营活动净现金流及构成、支出对比 (亿元)	26
图表 41: 拼多多与美团固定资产规模对比.....	27
图表 42: 拼多多与美团固定资产季度环比变动率.....	27
图表 43: 2021 年 4 月 21 日融资计划为美团上市以来首次的大规模融资.....	27
图表 44: 美团餐饮外卖业务营收预测核心假设 (2021-2025)	28
图表 45: 美团到店、酒店及旅游业务营收预测核心假设 (2021-2025)	28
图表 46: 美团优选及其他业务营收预测核心假设 (2021-2025)	28
图表 47: 2021-2025 年美团分业务盈利预测汇总 (单位: 亿元)	29
图表 48: 酒旅业务可比公司估值.....	30
图表 49: 美团优选业务可比公司估值.....	30

要点更新：美团商家抽佣规则调整——透明化&效率化

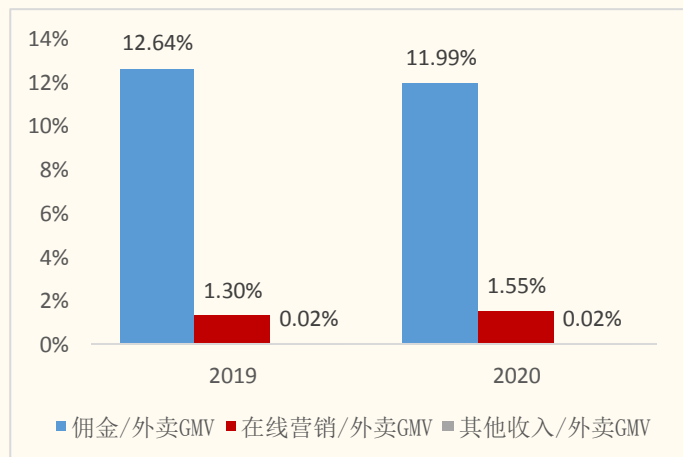
- 这次美团调整佣金规则一方面让骑手配送成本更加透明化，有利于商家权衡配送，也有利于骑手更加清楚配送费的来源；同时相比过去，这次调整更加鼓励 3 公里以内和客单价相对更高的商户，这个区域的商户相对而言是效率较高的区域（以单公里佣金收入来衡量平台角度的“效率”）。
- 2021 年 5 月起美团调整商家抽佣规则，两类费用分别明确计费方式，佣金收费方式规范和透明化。根据 36Kr、Tech 星球等多家媒体的消息，美团在 21 年 5 月起采用新的抽佣规则，明确商家支付佣金包括两大类，其一为平台服务费约为商家实收金额的 5.8%或 6%，其二为履约服务费，包括分段计费的距离收费和价格收费，以及固定金额的时段收费三者累加。调整后平台将收费规则标准化和透明化，同时通过分段计费的方式，体现了通过更低费率鼓励近距离和高单价订单的导向。

图表 1：美团调整后的商家抽佣新规则

收费规则	精细化计费详解
技术服务费 ① 佣金比例：5.8%，保底：1.04元	
履约服务费 履约服务费=距离收费+价格收费+时段收费	
距离收费 0.0-3.0公里，收起步价3.15元 3.0公里以上，每0.1公里加收0.2元	
价格收费 收费基数=商品小计-商家活动支出 收费基数介于 0-20元，收0元 20元以上，每上涨1元加收0.13元	
时段收费 00:00-03:00：每单加收1元 03:00-06:00：每单加收1.5元 21:00-24:00：每单加收0.5元	

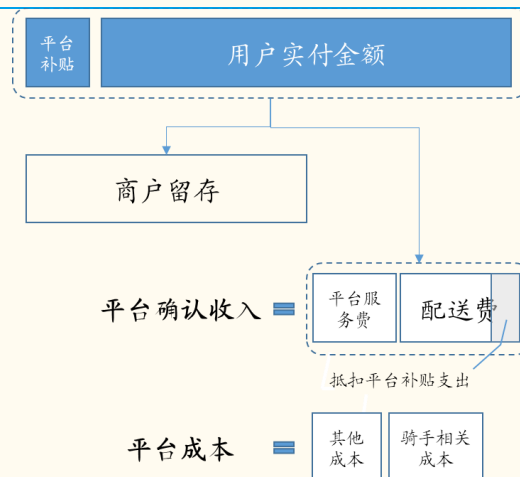
来源：36Kr，Tech 星球，国金证券研究所

图表 2：美团外卖业务三类细分收入与 GMV 之比



来源：公司财报，国金证券研究所

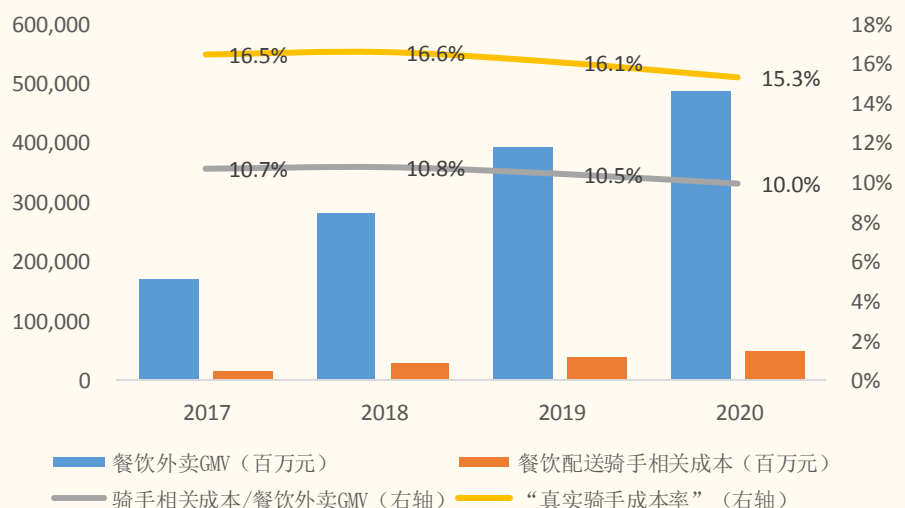
图表 3：美团佣金收取与分配模式



来源：公司招股书，国金证券研究所整理

- **收入端：平台总佣金率=平台服务费率+配送服务费率*平台配送 GMV 占比-平台补贴费率。**平台提供给餐饮商户的服务内容不同，佣金的收取项目不同，具体包括两种情况：**1) 商户使用平台进行交易，但不使用平台的配送资源，即“自配送”，**如肯德基使用自身的宅急送，或是某些商户有第三方配送合作方，对这类商户平台仅收取较低的“平台服务费”；**2) 商户使用平台进行交易，并且使用平台配送（包括专送或快送），**平台将收取“平台服务费”加“配送费”作为佣金。2017 年，平台订单量的约 30%为商户“自配送”模式（招股说明书披露），“自配送”商户大多经营流水较高，其在总 GMV 中的占比可能高于 30%，而这类商户不产生配送费，也就拉低了总佣金率，扣除对用户、商家的激励补贴对应的收入确认额，**2020 年美团财报披露的总佣金额与 GMV 之比约 12%。**（这个比例是由两种模式平均下来的结果）。
- **成本端：还原真实骑手成本率，实际高于财报披露的 10%-11%，如果平台配送占 65%，那骑手成本占比约 15.3%-16.6%。**平台服务的成本主要包括配送骑手相关成本与平台维护等其他成本，后者成本一般较低，仅为 GMV 的 3%左右，而餐饮外卖骑手成本与餐饮外卖 GMV 之比在近几年稳定在 10%-11%之间，但考虑到其中包括了“自配送”的 GMV，因此“真实骑手成本率”应当等于骑手成本率除以平台配送 GMV 的占比，会更加高于 10%-11%，如假设平台配送 GMV 占 65%，则“真实骑手成本率”应当在 15.3%-16.6%之间。

图表 4：美团餐饮外卖 GMV 与“骑手成本率”（假设平台配送 GMV 占 65%）



来源：公司财报，国金证券研究所

- **基于不同假设情况的测算：移除配送业务对平台利润影响有限。**以 2020 年数据为例，总佣金率为 12%，骑手成本率为 10%，假设平台配送 GMV 占比 60%-70%，整体来看平台通过配送业务获得的利润有限，若相关业务“出表”对盈利能力影响并不大，具体来看：
 - 1) 如假设平台服务费率-补贴率为 3.5%，平台配送 GMV 占比为 65%，则配送服务费率为 13.1%，而此时真实骑手成本率为 15.4%，高于配送服务费率；
 - 2) 如假设平台服务费率-补贴率为 3.5%，平台配送 GMV 比例在 60%-70%的范围内时，真实骑手成本率保持高于配送服务费率，而随着平台配送 GMV 比例降低，二者差值从 2.2%扩大到 2.5%。
 - 3) 当平台配送 GMV 比例在 60%-70%时，平台服务费率-补贴率越高，真实骑手成本率越高于配送服务费率：若平台服务费率-补贴率低于 2%时，配送服务费率会超过真实骑手成本率；若平台服务费率-补贴率为 0.5%，配送服务费率比真实骑手成本率高 2.1%-2.5%。

图表 5：根据 2020 年财报数据对平台配送服务费率敏感性分析

交叉处为 配送服务费率		平台配送 GMV 比例										
		60%	61%	62%	63%	64%	65%	66%	67%	68%	69%	70%
平台服务费率-补贴率	0.5%	19.2%	18.9%	18.5%	18.3%	18.0%	17.7%	17.4%	17.2%	16.9%	16.7%	16.4%
	1.0%	18.3%	18.0%	17.7%	17.5%	17.2%	16.9%	16.7%	16.4%	16.2%	15.9%	15.7%
	1.5%	17.5%	17.2%	16.9%	16.7%	16.4%	16.2%	15.9%	15.7%	15.4%	15.2%	15.0%
	2.0%	16.7%	16.4%	16.1%	15.9%	15.6%	15.4%	15.2%	14.9%	14.7%	14.5%	14.3%
	2.5%	15.8%	15.6%	15.3%	15.1%	14.8%	14.6%	14.4%	14.2%	14.0%	13.8%	13.6%
	3.0%	15.0%	14.8%	14.5%	14.3%	14.1%	13.8%	13.6%	13.4%	13.2%	13.0%	12.9%
	3.5%	14.2%	13.9%	13.7%	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%	12.7%	12.5%	12.3%	12.1%
	4.0%	13.3%	13.1%	12.9%	12.7%	12.5%	12.3%	12.1%	11.9%	11.8%	11.6%	11.4%
	4.5%	12.5%	12.3%	12.1%	11.9%	11.7%	11.5%	11.4%	11.2%	11.0%	10.9%	10.7%
	5.0%	11.7%	11.5%	11.3%	11.1%	10.9%	10.8%	10.6%	10.4%	10.3%	10.1%	10.0%
	5.5%	10.8%	10.7%	10.5%	10.3%	10.2%	10.0%	9.8%	9.7%	9.6%	9.4%	9.3%
	6.0%	10.0%	9.8%	9.7%	9.5%	9.4%	9.2%	9.1%	9.0%	8.8%	8.7%	8.6%
	6.5%	9.2%	9.0%	8.9%	8.7%	8.6%	8.5%	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%
	7.0%	8.3%	8.2%	8.1%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.2%	7.1%
	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%
	8.0%	6.7%	6.6%	6.5%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
	8.5%	5.8%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%
	9.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.3%
	9.5%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%
	10.0%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
真实骑手成本率		16.7%	16.4%	16.1%	15.9%	15.6%	15.4%	15.1%	14.9%	14.7%	14.5%	14.3%

来源：公司财报，国金证券研究所测算

一、美团持续进化的核心竞争力：用“效率”支持成长

1.1 美团“效率”的意义与来源？

- 美团是以生活服务为中心的超级平台，以“效率”实现自身持续进化是其成长主动力。所谓美团的“效率”，本质是一种对速度、质量、成本控制的综合要求，追求的是投入下的足够产出。在平台型互联网企业流量拓展逐步趋缓的当下，我们认为，凭借其“效率”的传统制胜手段，在中短期内，美团有望实现向社区团购为主的业务的开拓，打造营收增长“第二级”。
- 我们认为，对于美团而言，其“效率”的来源主要有两个层面：其一是以人为核心，即创始人、创始团队的背景、经历，从而形成的对“效率”的追求和信仰，以及丰富的落实经验；其二是管理哲学、组织架构、组织文化等制度化、半制度化的形式而形成的管理框架，其中以“效率”为导向的思路，对企业决策与行事风格产生影响。
- 1.1.1 创始团队与创业经历，刻在美团基因里的“效率文化”
 - 在多次尝试和团队成型过程中渐渐确立的“效率”风格。在创始团队成员们的个人经历和不断尝试的创业过程中，他们对“效率”的关注越发清晰，到了“美团时代”，追求“高品质”、“高效率”、“高科技”已经成为团队清晰的理念，也是美团继续投入更多业务的开拓时，取得成功的重要制胜因素。具体来看，我们从创始人、创始团队、创业经历中体现的理念三个层面来介绍：
 - 创始人王兴：认可与追求“效率”。王兴作为创始团队的灵魂人物，其个人经历与习惯是影响团队形成和走向的重要因素。王兴很早接触互联网，就读于清华大学电子工程系、参加了科技创业者协会，也自然走上了互联网创业的道路。
 - 王兴本人强调效率，在美团面临激烈竞争的状态下，他就明确提出了

“三高三低”的理念：“高质量”、“低成本”、“高效率”、“低价格”、“高科技”、“低毛利”，在他的言论和公开观点中，同样体现其对于运营质量和效率的关注。根据王兴的公开讲话稿统计，他最常提到的是“目标”、“团队”、“创新”、“服务”、“消费者”以及“效率”，相比之下，“广告”、“流量”、“宣传”等则不是他所推崇的内容，“利润”、“现金流”等也不是他所关注的方面，这种理念支持下的王兴会迅速的对挑战做出反应，但也决定了他在数次激烈竞争中，保持稳扎稳打，讲究投入的有效转化，而不追求冒进和“烧钱”的风格。

图表 6：王兴演讲词频统计



来源：王兴 2011-2017 内部讲话合集，使用词频统计（剔除非关键高频词语、负面表述等）生成，国金证券研究所整理

- **创始团队：行事果断、执行力强的“效率”团队渐趋成型。**王兴的团队共经历了三次主要创业活动，分别是 2004 年的校内网、2007 年的饭否网、2010 年的美团，打造美团的团队在过程中渐渐成型，团队成员有很多共同点：1) 相似的背景，对互联网和创业的信仰；2) 多次共同创业而未离开；3) 在加入项目时，果断的做出了重大的舍弃与牺牲。正是这样相似的行事果断、执行力强的一群人，强化了团队的共同点，赋予了团队越发浓烈的追求“效率”的风格。

图表 7：美团团队组成与形成经历

创始团队成员	基本信息	第一次创业 多多友、校内网	第二次创业 饭否、海内网	第三次创业 美团
王兴	清华大学电子工程系、曾参加科技创业者协会	特拉华大学博士退学	在千橡度过一年锁定期，放弃第二年额外补偿	放弃对饭否解封的等待，基于“四纵三横”理论提出新的出发点
王慧文	王兴大学室友	中科院声学所硕士退学	-	从创业项目淘房网离开加入美团
赖斌强	王兴高中同学	北电网络辞职	-	从创业项目淘房网离开加入美团
陈亮	王兴初中同学	扩张期加入	-	从创业项目淘房网离开加入美团
郭万怀	王兴妻子	扩张期加入	继续参与	继续参与
杨俊	王兴校友			
付栋平	王兴校友			
穆荣均	王兴清华师弟，BBS 创业板相识	曾提供技术帮助	离职百度加入	继续参与
杨锦方	王兴师兄，清华科创协会的第二任会长	-	-	从外企离职加入
千嘉伟	阿里负责线下销售的副总裁，阿里对美团 B 轮领头尽调人	-	-	2011 年由阿里跳槽

来源：国金证券研究所整理

- **创业理念：**持续改进与超越，以“质量”与“效率”为重。王兴创业的 21 世纪初，国内互联网相比国外更加稚嫩，因此团队的大多数项目都是对海外成功项目的模仿，但是在团队的创业理念中，并不是单纯的模仿，而是“效率”的不断追求与提升。

图表 8：王兴团队产品的效率体现

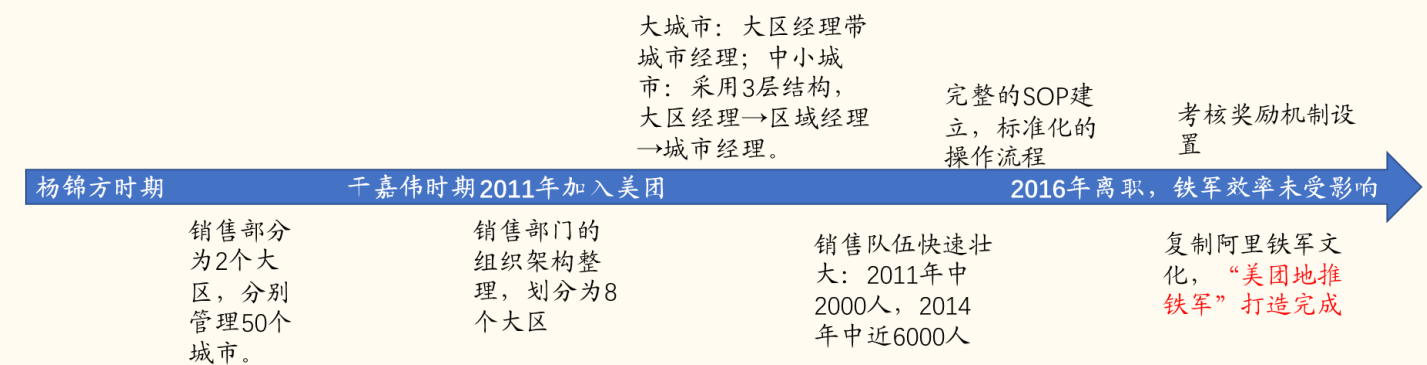
项目	效率案例
校内网	针对国内对互联网接受度更高的大学生群体
饭否	自想法成型到上线，仅用了两个月
美团	自决定移动化，两个月内开发完成并上线移动客户端
	提出了“三高三低”理论，即“高品质、低价格”，“高效率、低成本”，“高科技、低毛利”

来源：国金证券研究所整理

- **“老将”陈亮挂帅优选业务，战略重要性清晰。**陈亮自“校内网”创业时期加入王兴团队，2011 年加入美团，是美团的核心成员之一，对美团的管理思想与效率理念有长期而深入的理解，陈亮曾任美团酒旅业务事业群、小象事业部（买菜事业部前身）负责人，有丰富的市场开拓经历的“老将”，在 2020 年的最新一次组织架构调整中，其负责新独立的优选事业部，这一调整下，凸显了公司对相关业务的重视，也使得在助力酒旅业务和买菜业务发展的管理思路和方法将在优选业务延续，为公司注重效率的运作思想的贯彻提供了保障，
- **1.1.2 组织架构与管理方法是美团团队“效率”的制度保障**
 - **地推团队建设与维持。**线下 BD（商务拓展）团队的战斗力决定了供给端水平，美团的核心地推团队由阿里巴巴销售元老千嘉伟打造，有“铁军”之称，特点便是业务“效率”突出。
 - 千嘉伟加盟前，美团地推团队分为两个销售大区，共管理 100 个城市，整体管理紧张、格局紧凑；2011 年，王兴请来千嘉伟加盟，二者理念相似，轻广告宣传，以线下“地推”为重，美团通过“狂拜访、狂上单”的方针迅速推广，团队被划分为 8 个销售大区，到 2014 年，团队已发展到 6000 余人。

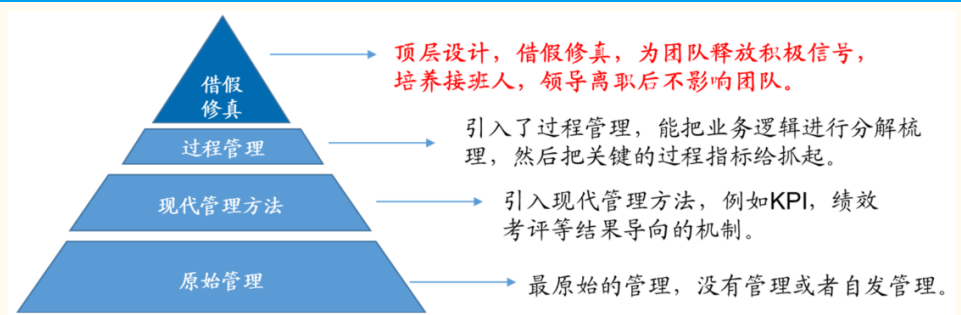
- 这种“效率”主要来源于干嘉伟的规划，参考阿里的“政委”（HRG）制度，干嘉伟的“四个层次”管理思想为指导，注重“借假修真”层面的团队管理与建设，即以数据、指标、结果为“假”，而以人才和组织的发展和提升为“真”，形成整个组织中成员行为方式和思想的一致性，正是这样的团队建设的成果，即便在干嘉伟于2016年离职后，团队的战斗力也未受影响。

图表 9：美团地推团队建设进程



来源：国金证券研究所整理

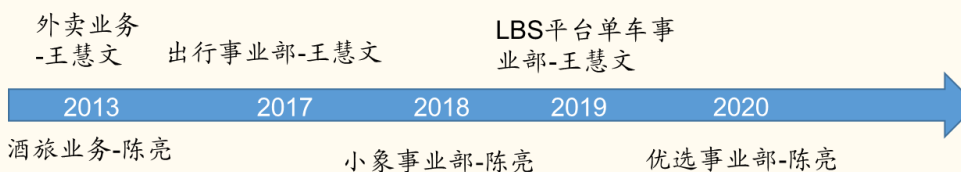
图表 10：美团地推铁军管理方法的四个层次



来源：干嘉伟公开讲话，国金证券研究所整理

- 为新业务而成立独立部门，并由联合创始人直接负责领导，使得行事风格得以良好传承。在过去外卖、酒旅、打车、买菜、优选等业务开展中，美团会迅速进行架构调整，建立独立事业部，并指定一名创始团队成员作为事业部直接负责人，确保整体文化和思路在新业务推进过程中的坚守，其中王慧文和陈亮就多次担任此类角色。以创始团队内部成员作为新业务的负责人，待到成熟后转交其他高管，是美团一贯的组织人事安排风格，这使得公司一贯的“效率”文化能够良好传承，在开辟新业务时发挥作用。

图表 11：美团开展新业务时新设部门与负责人情况



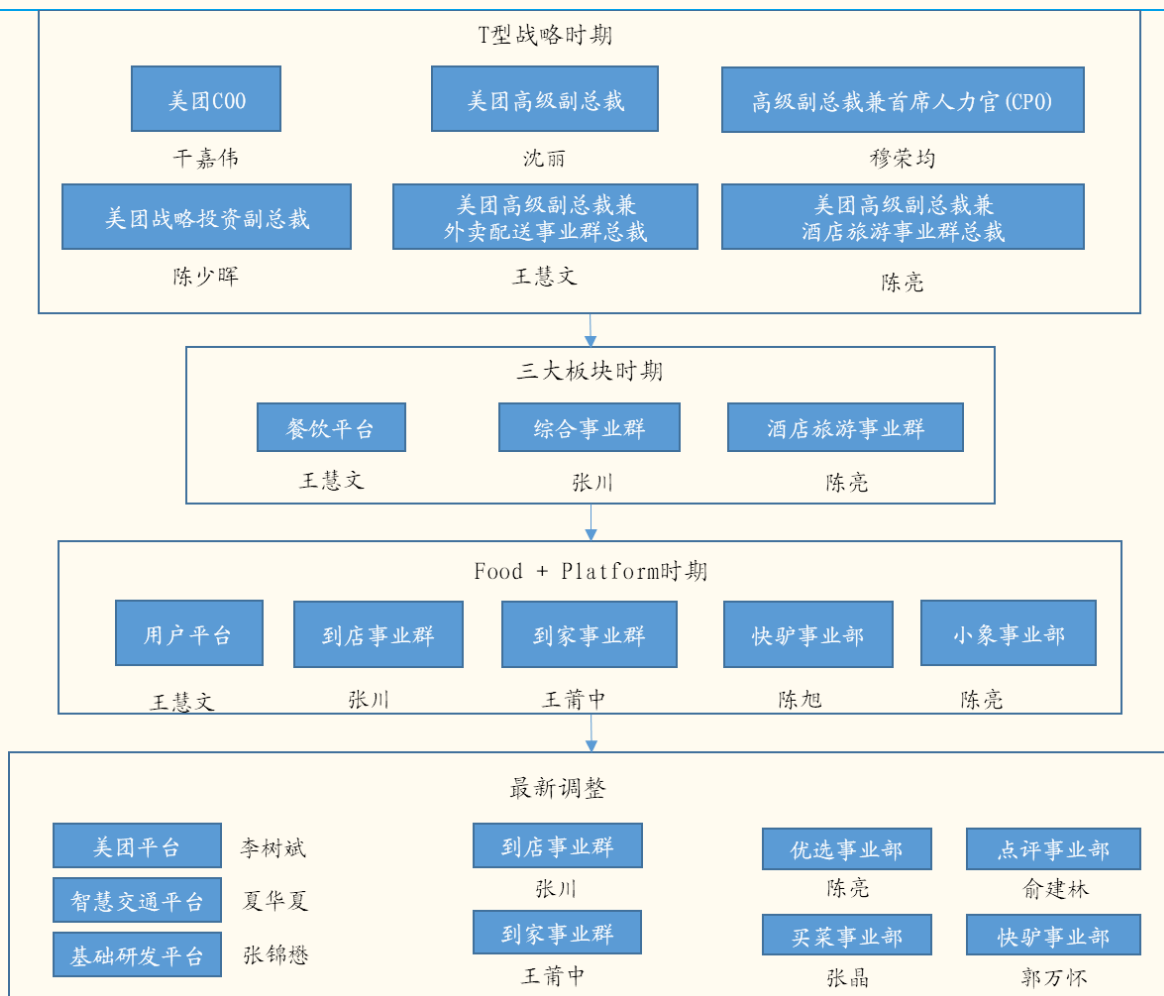
来源：美团内部组织调整公开信，国金证券研究所整理

1.2 业务复盘：以“效率”为先，美团持续进行业务拓展与迭代

■ 美团以“效率”为核心，持续进行业务拓展，共经历了四次战略进化：

- 1) 以团购为入口的“T型战略”：美团在以团购站稳脚跟后，试图在各垂直领域拓展市场，但是由于企业资源有限，成果不是很理想，此阶段是美团“效率”的探索期。
- 2) 形成餐饮、酒旅、综合三大业务板块，外卖和酒旅业务为重点：2016年，由于外卖、到店、酒旅业务的逐渐成熟，美团提出餐饮、酒旅、综合业务三驾马车，此阶段美团以LBS为核心，以地推能力为支撑，探索各垂直类服务，此阶段是美团“效率”的成熟期。
- 3) Food+Platform，打造从食材供应、IT系统到配送及营销的餐饮服务链，以其他各业务线为辅助：2018年美团再次提高餐饮的战略地位，着重打造快驴、美团买菜、美团优选等各类餐饮服务链产品，同时以高频餐饮需求为其他低频需求如打车、共享单车平台引流。预计未来核心“Food”将演变为各类高频日常需求，如商超便利品等，美团的“效率”优势将进一步在社区团购业务中显现。
- 4) 2020年12月调整，美团进入社区团购业务，王慧文退休：美团自2020年7月发起美团优选项目，在12月的组织架构调整中，小象事业部取消，优选事业部与买菜事业部独立，前者由老将陈亮领导；智慧交通平台独立成立，负责人夏华夏2013年加入美团，是当时美团技术学院的组件负责人之一。

图表 12：美团战略变化与组织架构调整



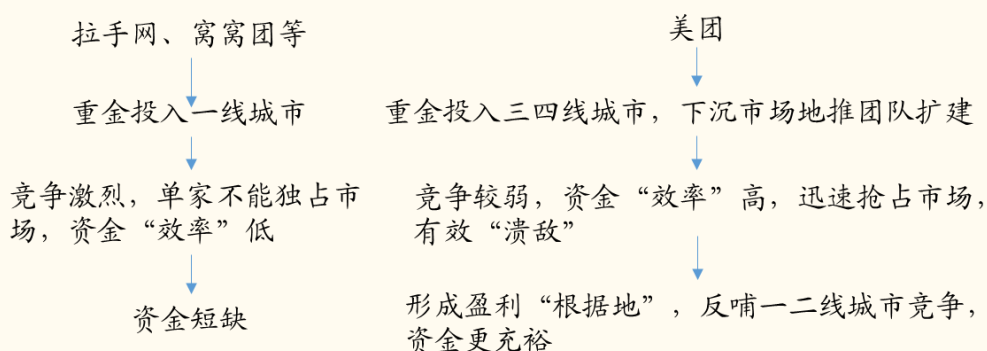
来源：美团内部组织调整公开信，国金证券研究所整理

■ 回顾几次业务竞争，美团的效率在商户覆盖和用户补贴上有显著体现

■ 1.2.1 商户覆盖“效率”：速度与质量并举，供给端带来稳固业务基础

- 美团商户覆盖“效率”体现在三个方面：顶层设计准、地推速度快、服务质量高。
- 1) 战略分析与规划合理：“千团大战”期间，大量团购公司聚焦一线城市竞争，以价格战争夺高端市场。但美团以“效率”为重，认为在一线城市投入大量资源并不能有效控制市场，快速使竞争对手出局。相反，在市场相对较小的三四线城市，单家团购公司能更容易地抢占市场，投入资源的“效率”更高。因此，美团在战略规划上决定“农村包围城市”，在低线城市投入大量资源，更具“效率”地控制市场，在尾部城市迅速“溃敌”，形成稳固“盈利根据地”以反哺高线城市。在外卖、酒旅等业务的发展中，美团的战略规划也以“效率”为重，把大量资源投入到性价比最高的地方，以保证业务健康、高效发展。

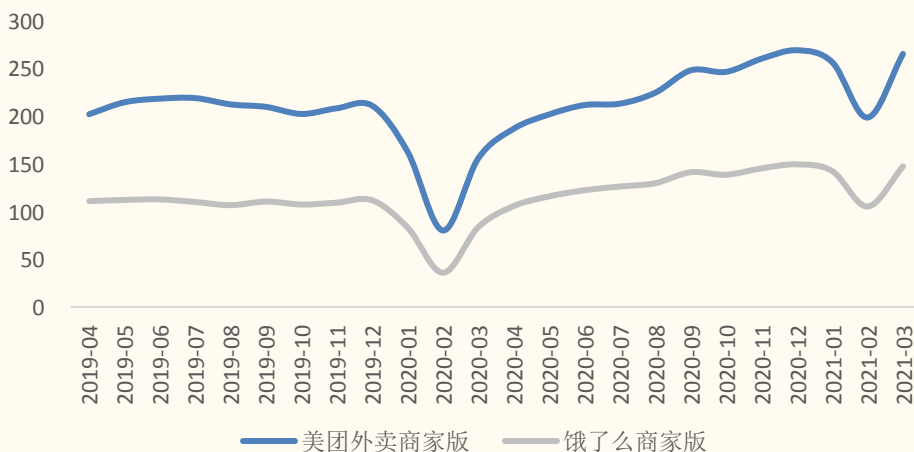
图表 13：“千团大战”期间美团战略规划



来源：国金证券研究所整理

- 2) 地推速度快：有了高效的战略作为指导，业务团队的执行力成为美团“效率核心”的又一利器。由于王嘉伟打造的美团地推“铁军”在开城速度、商户洽谈效率上远超竞争对手：在 2014 年，成立不到一年的美团外卖就已覆盖 100 余个城市，而已经成立 6 年的饿了么仅覆盖 12 个城市。到如今，美团外卖已覆盖 2800 座城市，饿了么仅有 2000 余座。在商户覆盖面上，美团商家版日活达 265 万，而饿了么仅有 147 万。高效的地推团队使美团能够把任何新产品第一时间推广至全国，保证美团新业务迅速抢占市场。

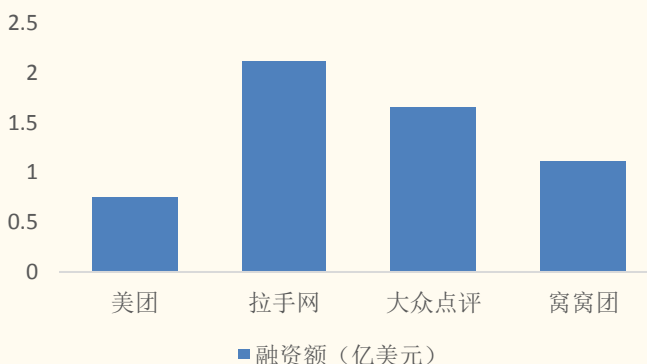
图表 14：商家日活：美团VS饿了么（万人）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- **1.2.2 用户补贴“效率”：有的放矢，针对性“烧钱”提升获客有效性**
 - 美团坚持资金使用上的“效率”，用户补贴高效率让获客更具针对性，补贴性价比更高。在各业务初始阶段，保证流量快速增长是美团的首要任务，这个阶段也是“烧钱”最严重的时期，如何有效率地“烧钱”，把钱花在刀刃上，是竞争的关键。美团的“烧钱”历史证明了其获客资金的使用效率：
 - 团购业务起步时期，在众网站把大量资金投入线下广告时，美团看准了互联网自带的“效率”优势，着重做线上广告传播，保证了以最小的资金量触及最多的用户，获客效率上远高于线下广告，这也让美团获得了资金优势，得以在各家团购网站资金链断裂时保持正常运转。自 2010 年初起，团购平台层出不穷，“千团大战”就此开始，多家平台获得多轮融资支持，再持续将资金投入竞争，这一期间，美团的融资总额仅 7500 万美元，相比多个其他头部平台都不占优势，但是仍然靠着“精打细算”，支撑到了最后，并获得了用户认可，其价值在 2014 年时受到认可，当年两轮融资共计 10 亿美元为其奠定了胜局，最终其大多数对手在 2014 年底到 2015 年离开了赛场。

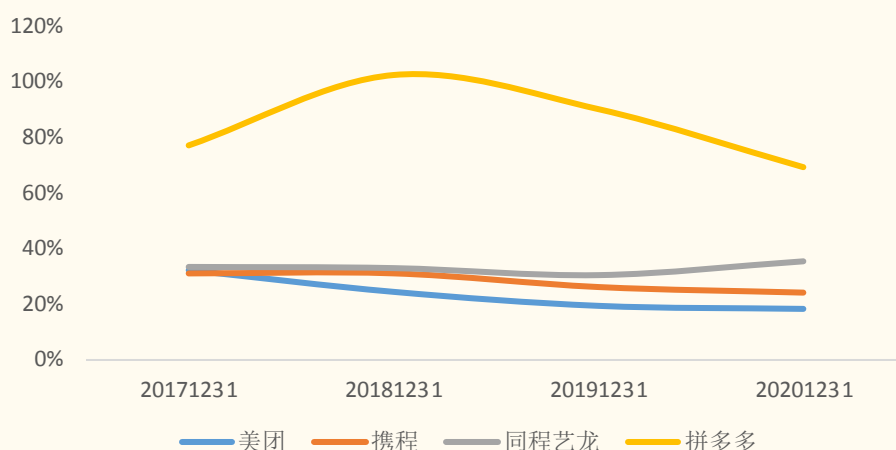
图表 15：“千团大战”期间（2010-2013）主要团购平台融资金额



来源：天眼查，国金证券研究所

- 外卖大战时期，美团紧抓微信流量，以社交关系高效获取用户。在外卖大战时期，美团和饿了么背后都有巨头支持，两家的营销资金都十分充裕，美团获得外卖大战的主要原因之一即用户增长融入社交思维，让获客更具效率。美团把握微信流量红利，让用户可以将优惠券分享到好友和朋友圈，拼团功能也使用了微信小程序，让用户在微信群内即可实现拼单，但同期饿了么仍采用 H5 页面，方便程度上远低于美团。这些措施大大提高了美团外卖的曝光率，以社交关系为基础，让用户主动将“补贴”精准分享至需求相近的好友圈中，提升获客效率。
- 时至今日，美团的销售费用率仍然处于可比公司中的较低水平，相比之下与拼多多的高营销费用模式存在区别，与同在较稳定的酒旅市场的携程和艺龙相比，美团的销售费用率明显也更低。

图表 16：美团与可比公司销售费用率比较



来源：Wind，国金证券研究所

二、新的进化：美团社区团购，“生鲜→线上超市→线上电商”

- 从政府行动或官媒表述上，对于社区团购态度较为客观。一方面，《人民日报》在 12 月 14 日就正面评价了新业态下产生新职业这一现象，特别提到了社区团购团长作为一种“新职业”的地位；但是另一方面，面对恶性竞争则提出了明确的批评和限制。国家市场监督管理总局联合商务部于 2020 年 12 月的行政指导会议，明确了互联网平台企业的“九个不得”，是较为系统和正式的意见。2021 年 3 月，市场监管总局出手对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会等平台做出了处罚。

图表 17：2020 年 12 月以来社区团购相关政策/官媒态度

日期	单位	内容
2020 年 12 月 11 日	《人民日报》	发表评论批评社区团购互联网巨头：“别只惦记着几捆白菜、几斤水果的流量……”
2020 年 12 月 14 日	《人民日报》02 版	发布《壮大新业态，就业路更宽》政策解读文章：“近年来，伴随着新业态的发展，众多新职业应运而生，新就业形态蓬勃发展。这些新职业中，有的已被纳入国家职业分类大典……同时，社区团购团长、版权购买师等新职业仍在如雨后春笋般出现。”
2020 年 12 月 22 日	市场监管总局联合商务部	组织召开规范社区团购秩序行政指导会。会议强调，互联网平台企业要严格规范社区团购经营行为，严格遵守“九个不得”
2021 年 1 月 7 日	贵阳市白云区人民政府	发布消息称，对某网络团购平台通过补贴低价倾销其商品一事展开了执法和约谈。
2021 年 1 月 18 日	湖南省消费者权益保护委员会	发布 2021 年 1 号消费提示，提醒广大消费者在社区团购活动中要科学理性选择，维护自身合法权益。
2021 年 2 月 24 日	国新办	国新办举行加快商务高质量发展，服务构建新发展格局发布会。商务部副部长钱克明表示“伴随着我国电子商务的快速发展，不正当竞争、涉嫌垄断等问题也引起了人民群众的广泛关注。”
2021 年 3 月 3 日	国家市场监督管理总局	对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团 4 家社区团购平台分别被处以 150 万元人民币罚款的行政处罚，对食享会处以 50 万元人民币罚款的行政处罚。
2021 年 3 月 23 日	南京市市场监管局	对美团优选、多多买菜、橙心优选等社区团购平台，开展集中价格行为行政指导，
2021 年 4 月 13 日	市场监管总局、中央网信办、税务总局	召开了互联网平台企业行政指导会，会上提出“五个严防”“五个确保”，对强迫实施“二选一”、信息泄露及实施涉税违法行为等问题必须严肃整治，会议给各平台企业一个月全面自检自查的时间，包括美团在内的多家互联网平台都签署了《依法合规经营承诺》。

来源：《人民日报》，国家市场监督管理总局，国金证券研究所整理

图表 18：规范社区团购秩序行政指导会“九个不得”

国家市场监管总局联合商务部召开规范社区团购秩序行政指导会提出“九个不得”	
1.不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权	
2.不得违法达成、实施固定价格、限制商品生产或销售数量、分割市场等任何形式的垄断协议	
3.不得实施没有正当理由的掠夺性定价、拒绝交易、搭售等滥用市场支配地位行为	
4.不得违法实施经营者集中，排除、限制竞争	
5.不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境	
6.不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益	
7.不得利用技术手段损害竞争秩序，妨碍其他市场主体正常经营	
8.不得非法收集、使用消费者个人信息，给消费者带来安全隐患	
9.不得销售假冒伪劣商品，危害安全放心的消费环境	

来源：国家市场监督管理总局，国金证券研究所

- 从政策面的态度来看，对社区团购这一新领域出手进行管制的可能性仍然较高，也就使得曾经在外卖、共享单车等新经济领域兴起时期常见的价格战、“烧钱”营销等行为已经被国家限制，这本质是对竞争的正本清源。日益规范和完善的监管政策下，一方面会客观限制行业的发展速度，但是另一方面，也使得社区团购从无序的价格战转为比拼“效率”、注重公平、真正服务社会的有序竞争。

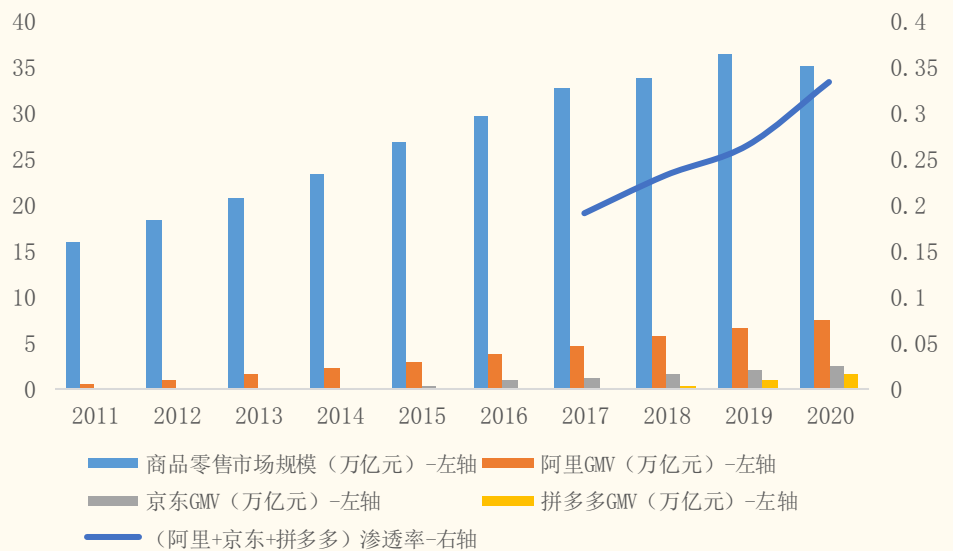
2.1 社区团购发展空间有多大？从渗透率及商业化发展看美团新业务

- 中国社区团购市场的特点是线上渗透率低、商业模式迭代进化空间大。社区团购是基于地理位置，针对具有社区属性的用户设立的电商平台，对用户而言提供了一种更为便捷的社区在线销售方式，具有快速、高效、低成本等特点，是泛社交电商中的一种。目前传统电商行业渗透率较高，增长逐步放缓，而美团以“美团优选”项目为切入点，以“团长”为终端，构建基于地理、社区的商业模式，在美团优选业务发展中建立起的供应链、配送流程、终端管理等资源，同样可以迅速适应其他类型产品的销售，因此，从生鲜团购市场起步，逐渐渗透商超、标品市场，最终以社区团购的形式进军整个消费品零售市场，这种发展路径给予了社区团购模式最大化的开发和利用。

■ 2.1.1 生鲜电商渗透率低，行业增长空间广阔

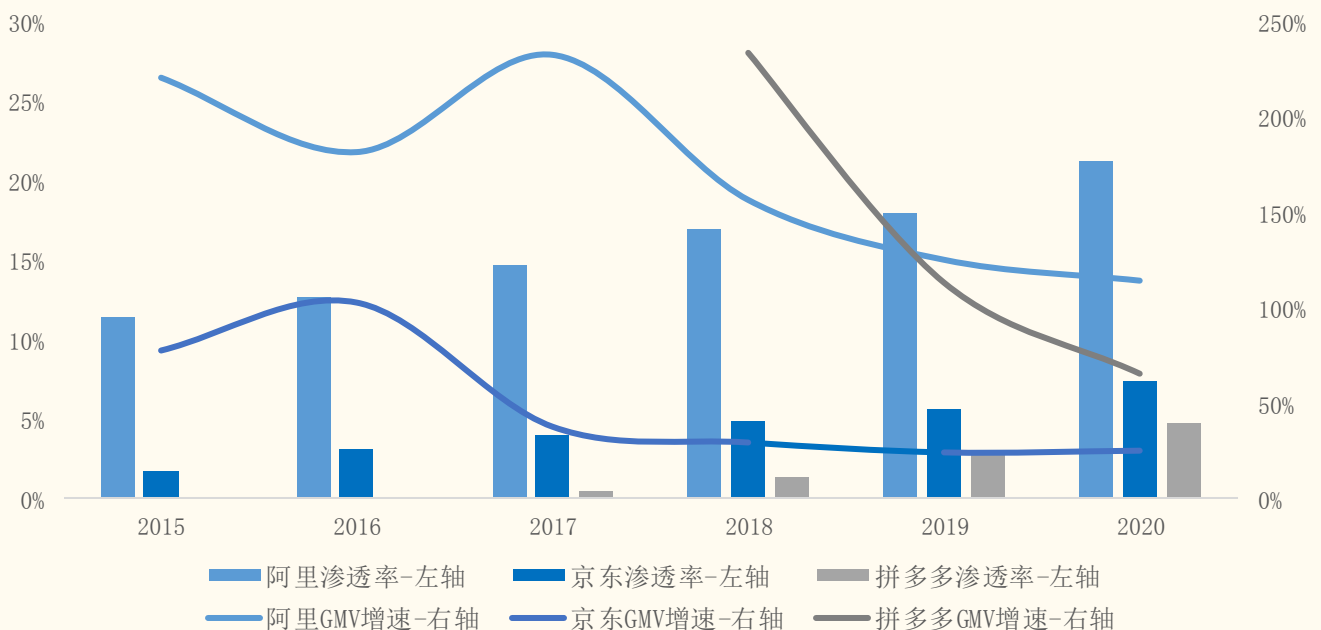
- 传统电商发展较为成熟，渗透率较高。据国家统计局及阿里巴巴、京东、拼多多财报数据，2020 年我国除汽车外商品零售总额达 35.25 万亿元，三大电商平台 GMV 合计 11.77 万亿元，传统电商渗透率达 33%，考虑到部分消费品如建筑材料等在电商平台交易较少，三大传统电商平台对日用消费品的渗透率预计更高。

图表 19：商品零售市场规模 VS 三大电商 GMV



来源：国金证券研究所

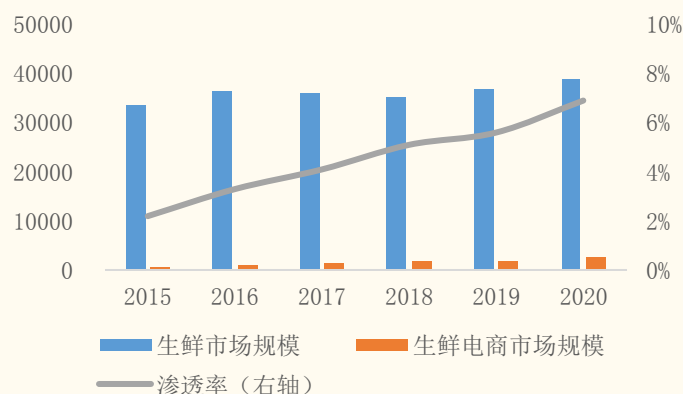
图表 20：三大电商渗透率（左轴）及 GMV 增速（右轴）



来源：国家统计局，公司公告，国金证券研究所

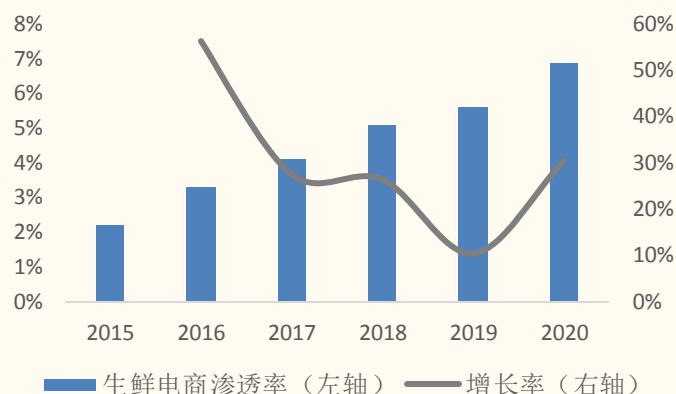
- **生鲜市场规模不容小觑，但电商渗透率低。**据 Euromonitor，2020 年中国生鲜市场规模达 3.91 万亿，同比增长 6.26%，但农贸市场仍为居民采购生鲜的主要渠道，2020 年生鲜电商仅占比 6.9%，线上渗透率相比传统电商较低。我们认为，生鲜产品为高频刚需，市场体量大，价格敏感性较强，美团未来有望利用流量优势，整合供应链及市场需求形成规模及数据优势，以生鲜团切入口逐渐提高社区团购渗透率。

图表 21：中国生鲜市场规模 VS 生鲜电商规模（亿元）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

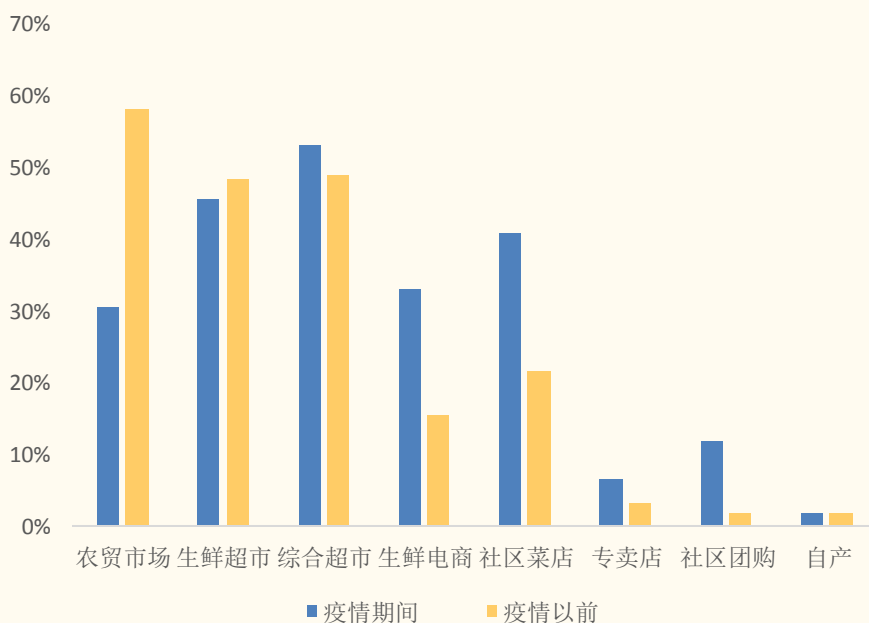
图表 22：生鲜电商渗透率及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **疫情和数字化发展促进线上渗透率提升，加速社区团购对传统渠道的分流。**根据商务部流通产业促进中心开展的线上调查，疫情期间社区社群集中消费激增，社区团购模式得到迅速推广，生鲜销售额占比由 2% 增至 11.9%，用户消费习惯得到一定培养。据艾媒咨询数据显示，在疫情的刺激下，社区团购市场发展迅猛，到 2022 年市场规模预计将达 1020 亿元，发展空间仍较大。我们认为，类比美团外卖业务发展，用户消费习惯受疫情刺激及培养，线上社区团购需求具有不可逆性，渗透率增长将成长期趋势。

图表 23：疫情前后居民购买生鲜渠道选择比例



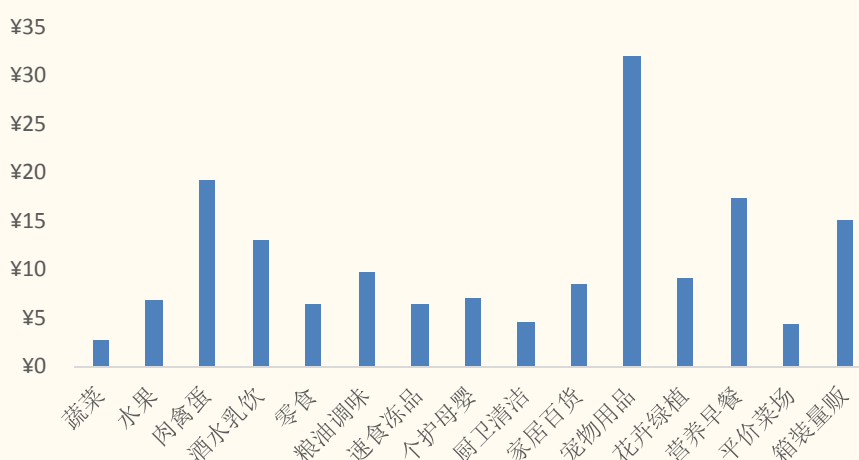
来源：商务部流通产业促进中心，国金证券研究所

- **2.1.2 “生鲜-商超标品-泛消费产品”，社区团购模式发展空间可以更大**
 - **1) 生鲜起步：高频消费与实惠价格，生鲜需求与社区团购的高度契合性。**社区团购是一种新的电商模式，它以社区为服务单位，多以 1-3 公里为服务半径，以即时配送或次日达、自提等为配送模式。相比传统电商的模式，社区团购的服务对象为一个区域内的各个社区，其获客、销售模式有着巨大的社交优势，可以沿着社交关系的链条形成获客。在具体销售产品上，餐饮生鲜的特殊属性与这种销售模式高度契合，餐饮生鲜的需求非常高频、且单价较低，而凭借大量采购的议价

优势、缩短供应链的效率提升、次日统一配送的成本节约，社区团购能够提供更加实惠的价格，这对于潜在的消费群体非常具有吸引力，因为他们大多是价格敏感者，再借用社交关系推广，非常容易触达更多目标用户，据艾媒咨询，社区团购消费者购买水果生鲜占比达48.9%，物美价廉的水果和鸡蛋对于社区团购消费者的吸引力巨大，美团优选便是这样迈出了线上电商的第一步。

- **2) 从生鲜走向商超标品：美团优选未来进化空间在增加各品类 SKU，为高毛利快消类零售品导流，培养用户社区团购消费习惯。**在生鲜电商发展过程中或成熟后，向商超标品拓展的逻辑是通顺的，因为：i) 凭借生鲜销售构建起来的用户群体、供应链、配送系统、团长队伍等，同样可以实现更多品类的拓展；ii) 生鲜产品属于非标产品，其管理要求更高，而商超标品在管理和规划上难度反而更小，由上向下兼容性会比较强；iii) 商超标品主要面临用户群体和供应链问题，用户群体中元生鲜用户转向低单价的商超标品消费可能性高，通过积累起的客户规模也会更加易于获取供应源。
- 目前美团已经开始走向这个步骤，当前美团优选共有 15 个大品类，其中水果、蔬菜等生鲜产品共有 4 个品类，快消等其他品类有 11 个。从各品类均价看，标品单价显著高于生鲜类产品：我们统计了每个品类推荐前 10 名的产品均价，生鲜类总体均价为 8.3 元，标品类整体均价为 11.8 元，标品均价比生鲜类均价高 42%。据 36 氪，美团优选计划在 21 年将 SKU 增加至 2000 个，着重增加单价 10 元以上的标品，同时减少低价商品。我们认为，美团优选未来有望将销售重点从低客单价的生鲜水果，转移至高客单价的商超标品，完成电商模式的迭代。

图表 24：美团优选各品类前10名均价（元）



来源：美团优选 APP，国金证券研究所

- **3) 从商超标品走向传统电商的赛道：美团有望实现日用百货的售卖，以社区团购模式替代一部分传统电商功能。**美团近场电商业务以优选事业为核心，多项社区团购业务同步发力，未来有望形成完整商业闭环，同时依托对用户社区团购消费习惯的培养及 SKU 的日益丰富，美团或将以近场电商的形式在泛零售业取得一定市场份额。传统电商的优势在于品类齐全，销售的是泛消费品，这需要美团不断丰富 SKU 和引入第三方合作来进行补足，而在获客、配送时效性、履约方式等方面，美团优选的社区团购模式可能反而提供了更多的选择和优势。
- 目前美团闪购在药品、鲜花等品类方面的订单量继续保持强劲增长，4Q20 实现日订单峰值 450 万。美团优选则在 4Q20 已覆盖了全国约 2000 多个市县，不断深入城乡消费市场，以生鲜品类拓展泛零售综合社区团购路径。未来美团多项近场电商产品或将凭借完整的产品矩阵，

日益完善的 SKU 品类及逐步培养的消费者习惯，逐步渗透传统电商市场份额，实现一定替代作用。

图表 25：生鲜电商 VS 商超标品电商 VS 传统电商

	生鲜电商	商超标品电商	传统电商
主要产品	果蔬、肉蛋奶等生鲜	日用百货等标准化商品	各类产品
目前服务对象	下沉市场	下沉市场；日常消费需求群体	各类群体
服务范围	社区（1-3KM）	地区（大仓支持）；全国（物流）	全国（物流）
主流商业模式	即时配送、次日达	即时配送、次日达、多日达	次日达、多日达
履约方式	到家、自提	到家、快递	快递

来源：国金证券研究所整理

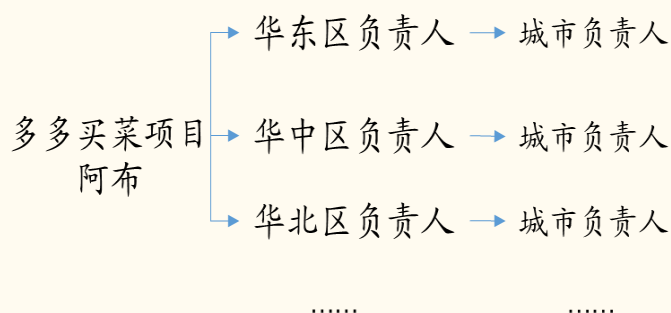
2.2 社区团购核心竞争：一比发展“效率”，二拼品用户流量

- 从社区团购的商业本质和潜在发展路径来看，该项业务依旧是线上线下业务的融合，参与公司首先需要有高效率的运作模式，能够以更有效的方式获客、留存、服务、控制成本等，其次用户线上流量对业务规模影响巨大，接入更大的平台，触及尽可能多的人群，是这一维度竞争的重要策略。对于美团而言，目前赛道内最强劲的竞争对手就是拼多多旗下的多多买菜，我们采用前文所提到的两个维度来衡量二者发现，效率领域的竞争是美团的“主赛场”，无论是过去的经验还是当前已有的布局都印证了其在这一维度的优势，而在流量管理领域，其中的佼佼者当属拼多多，其下的多多买菜也自然继承了这种对下沉市场流量的极强的触达能力，构成了其竞争力的重要因素，但是我们看到，在这一领域，美团优选已经开始改进，也有着追赶的机会，这为其成功提供了重要助力。

■ 2.2.1 效率：美团维持“效率”追求，当前已初现优势

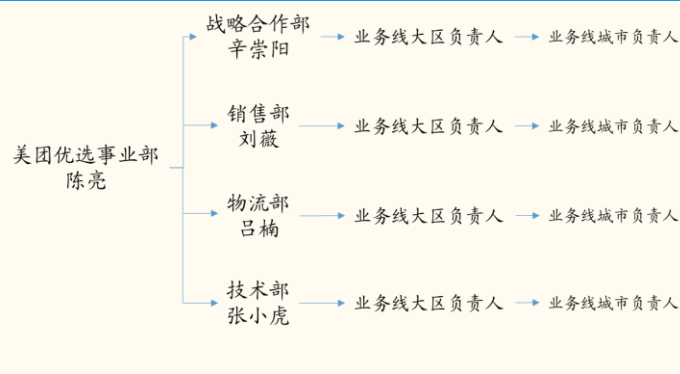
- 效率之一：美团采用中心化的垂直管理模式，形成了“小地方，大中央”的组织架构，提升了决策专业性与战略执行效率，利于精细化运营。据《晚点 LatePost》，多多买菜管理模式为“大地方，小中央”，各省均设立直属地区主管“省总”，统一管理地区采购、仓储、运营等全部业务线，具有较高决策权；而美团的管理模式则为“小地方，大中央”，各地业务线均向总部业务负责人汇报，地方总负责人没有业务决定权，仅负责整体项目跟进。我们认为，美团“总部集权”式的管理模式相比“诸侯割据”模式在社区团购生态搭建上更具效率：1）不同业务线负责人皆为相关领域专业人才，相比“省总”模式，对单条业务线的管理方法及目标设定更专业，相关商业判断力更强。2）“中部集权”模式下，总部的决策能更快传达到各分业务线，同时利于全国战略目标协同设定和发展，提高社区团购整体生态建设效率。3）总部决策模式更稳固，不易受地方领导人个人主观判断影响，“省总”模式下，地方主管权力过大，容易导致纠错能力下降与滋生腐败。4）“省总”有权利根据辖区特点自主选品，管理配送链，运营模式更粗犷，而美团则由总部决定品类，与固定的供应商合作，能更好保证商品质量与供应链效率。

图表 26：多多买菜组织架构



来源：《晚点 LatePost》，国金证券研究所整理

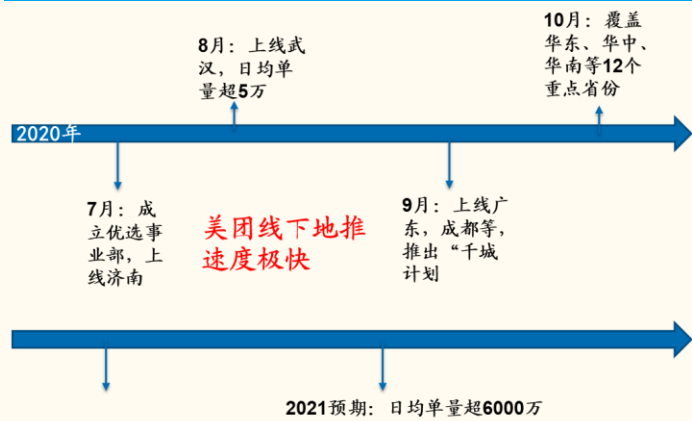
图表 27：美团优选组织架构



来源：《晚点 LatePost》，国金证券研究所整理

- **效率之二：美团先制定了整体战略，在仓配建设、推广运营上均先于前期大量投入资金，从整体层面搭建出细化运营的模式，待成熟后便于大规模铺开。**以仓配建设为例，在开城初期，各社区团购商家都通过迅速建立网格仓增加区域覆盖面积，但由于初期粗放经营的特点，部分网格仓选址不佳导致单量过小。而美团则在开城初期就开始建设示范网格仓，设立坪效、冷藏等标准，并合理为供应商分配区域单量。最终，在大部分粗放运营的网格仓还在亏损时，美团部分网格仓已由亏转盈。美团这种战略规划先行，精细化运营的模式，在初期投入较高，约为多多买菜设立网格仓的两倍，但当标准化流程建设完毕后，后期业务开展的可复制性较强，规模效应明显，这种“高举高打”的模式适合社区团购所需的大规模的线下布局与运营，未来可以凭借“效率”实现可靠盈利，跑赢“烧钱”战争。
- **效率之三：继承团购与外卖地推基因，美团优选开城速度极快，高效开城帮助美团抢占下沉市场份额，落地更广团购覆盖网。**自 2020 年 7 月份正式成立美团优选事业部后，美团开始迅速推进其社区团购业务：美团优选于 7 月份正式上线，首个试点城市选在济南。新浪财经资讯显示，美团优选不到两个月便已经在济南、武汉、广州、佛山四地上线，在武汉上线一周，日销售量突破 5 万件，同期，美团提出“千城计划”，计划在 2021 年前进入 20 个省份，年内实现“千城”覆盖。根据美团 4Q20 财报数据，美团已在 300 多个地级以上城市，1500 多个县镇地区推广美团优选，美团优选已覆盖全国 90%以上的市县。对比多多买菜及兴盛优选两大竞争对手，多多买菜 2020 年底实现覆盖城市超 300 个，兴盛优选则实现 126 城的覆盖，美团在下沉市场的地推开城能力更强。同时，由于美团外卖及生活服务业务积累了大量客户信任，美团团购网点开设效率相比其他对手更高，据《晚点 Late Post》，一座北方城市的加盟商反映，多多买菜开城一个月后才找到供应商开通网格仓，美团优选则在开城同步就铺设了多个网格仓，承包商多是曾经的美团外卖站长。我们认为，美团高效的线下地推能力和积累的大量合作伙伴将帮助美团优选快速建立更广的团购覆盖网，在社区团购市场发展阶段迅速抢占市场份额。

图表 28：美团优选开城“效率”



来源：国金证券研究所整理

图表 29：三大社区团购覆盖城市对比（2020 年底）

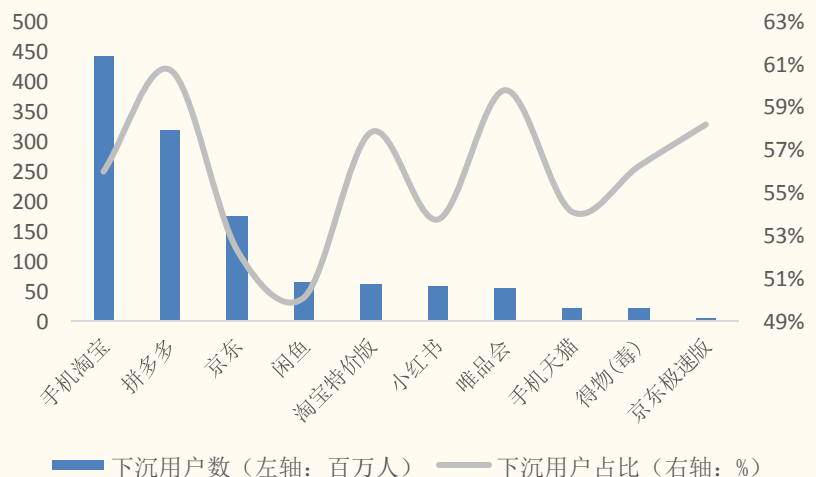
社区团购平台	覆盖情况
美团优选	300+城市、1500+县镇
多多买菜	300+城市
兴盛优选	126 城市

来源：国金证券研究所整理

■ 2.2.2 流量：拼多多下沉市场流量占优，美团能否突破在于“微信用户运营”

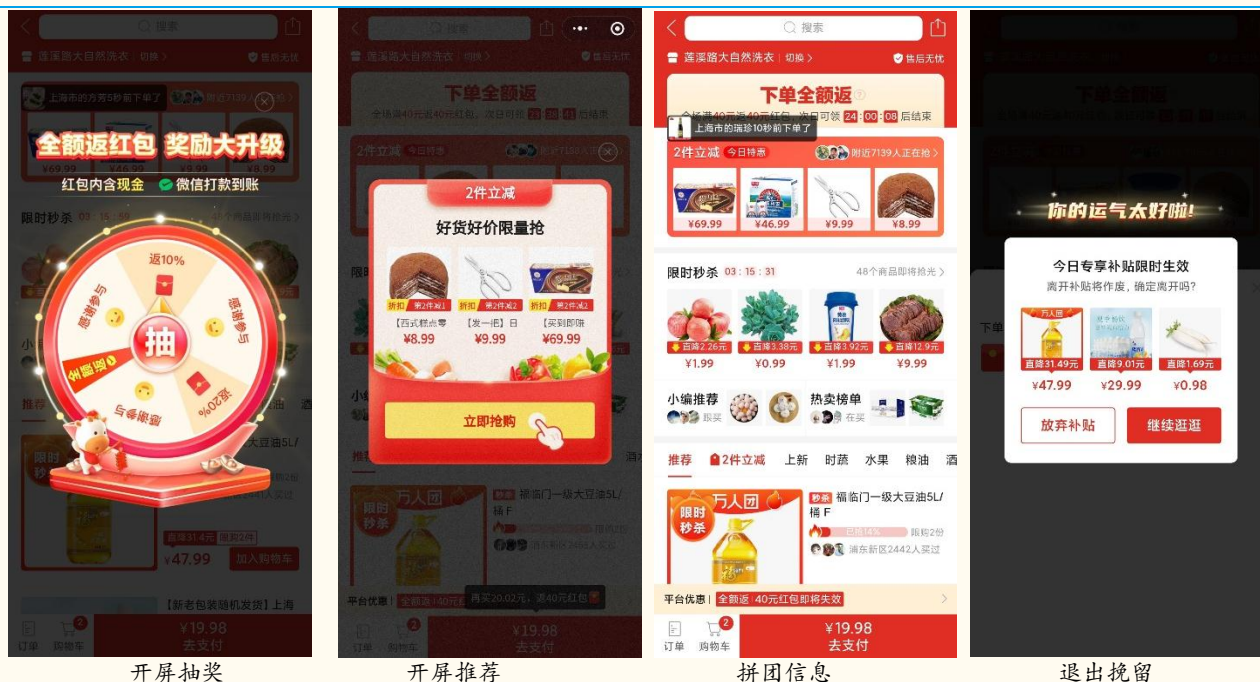
- 拼多多：“流量”专家，下沉市场基本盘稳固。据 QuestMobile，拼多多月活跃用户数达 5.24 亿人，其中三线及以下城市用户占比 60.72%，下沉用户近 3.2 亿人。在淘宝、京东等主流电商平台主导线上零售市场的时期，拼多多凭借下沉市场成功突围，足见其针对下沉用户的流量运营能力。拼多多以高频次的通知和推广实现对用户的刺激，在一次拼多多 APP 的使用体验中，用户会在主界面持续收到新的拼团信息，也会有新的购买推荐出现在下拉通知栏；搜索“买菜”后，应用会进入多多买菜的界面，从此时开始，用户会接收到“开屏抽奖”、“开屏推荐”、“拼团信息”、“退出挽留”等多次推广，可见在社区团购业务上，拼多多仍将沿用其一贯的流量运营思路，并充分借用电商业绩积攒的庞大下沉用户群体为新业务引流。

图表 30：主要电商平台下沉（三线及以下城市）用户数及占比



来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 31：拼多多 APP（多多买菜）使用中的推广信息



来源：拼多多 APP，国金证券研究所

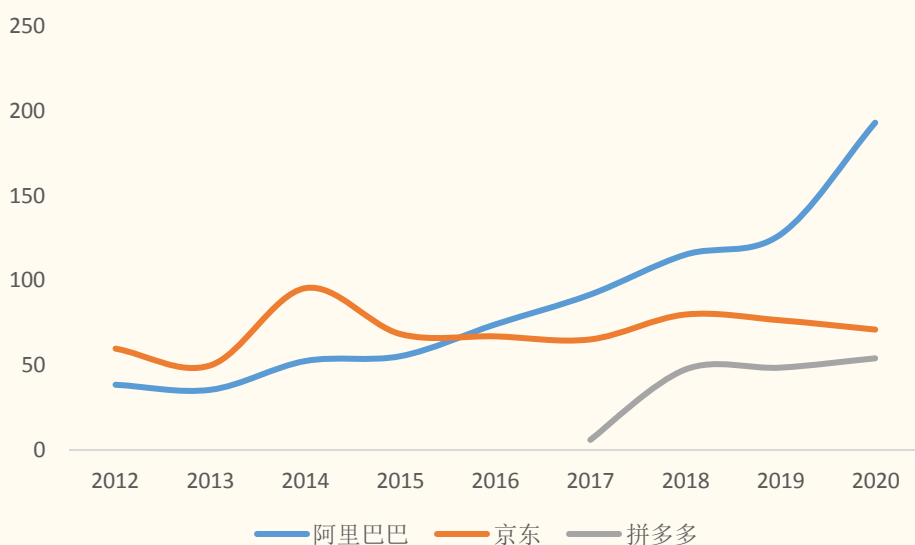
- 从根源来看，拼多多以微信为获客主要来源。在用户积累方面，拼多多的途径主要有三大类：1）拼单补贴：用户可邀请微信好友进行拼单，获得商品补贴。2）“砍一刀”：分享链接给微信好友获取商品优惠。3）各类“分享”红包：分享红包给微信好友，实现基于微信流量的用户拉新。不难看出，这些手段的实现重要途径还是来自微信，而得益于微信强大的社交属性、优质的流量、以及用户主动“裂变”的高效率性，拼多多颠覆了电商行业获客的思路，其获客成本相较于阿里、京东更低，在流量运营上“效率”更高。

图表 32：拼多多获客——微信是流量根基



来源：拼多多 APP，国金证券研究所

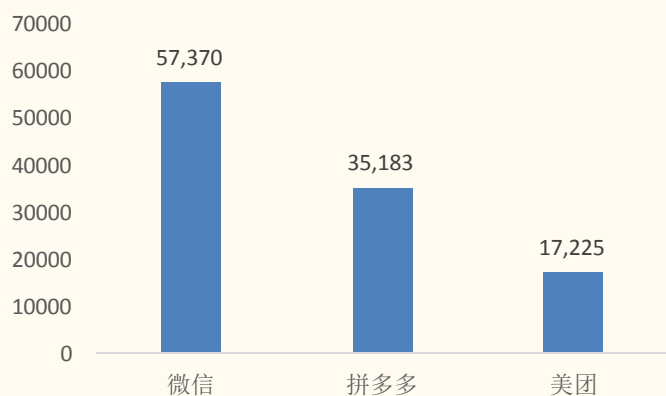
图表 33：三大电商平台拉新成本（销售费用/活跃买家数：元/人）



来源：公司财报，国金证券研究所

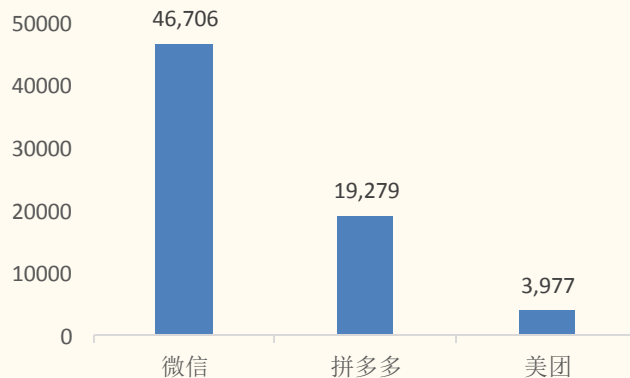
- 微信：微信下沉用户流量远超拼多多，拼多多流量源自微信。据 QuestMobile，微信三线城市及以下用户日活达 4.67 亿，拼多多则为 1.93 亿，在下沉用户体量上，微信远超拼多多。拼多多通过“砍一刀”完成下沉用户原始积累的流量源头也为微信。因此，在社区团购获客角度，无论多多买菜还是美团优选，其最大的“流量池”来源都是微信，如何通过微信充分引流是未来其用户增长的关键。

图表 34：下沉用户月活（万人）



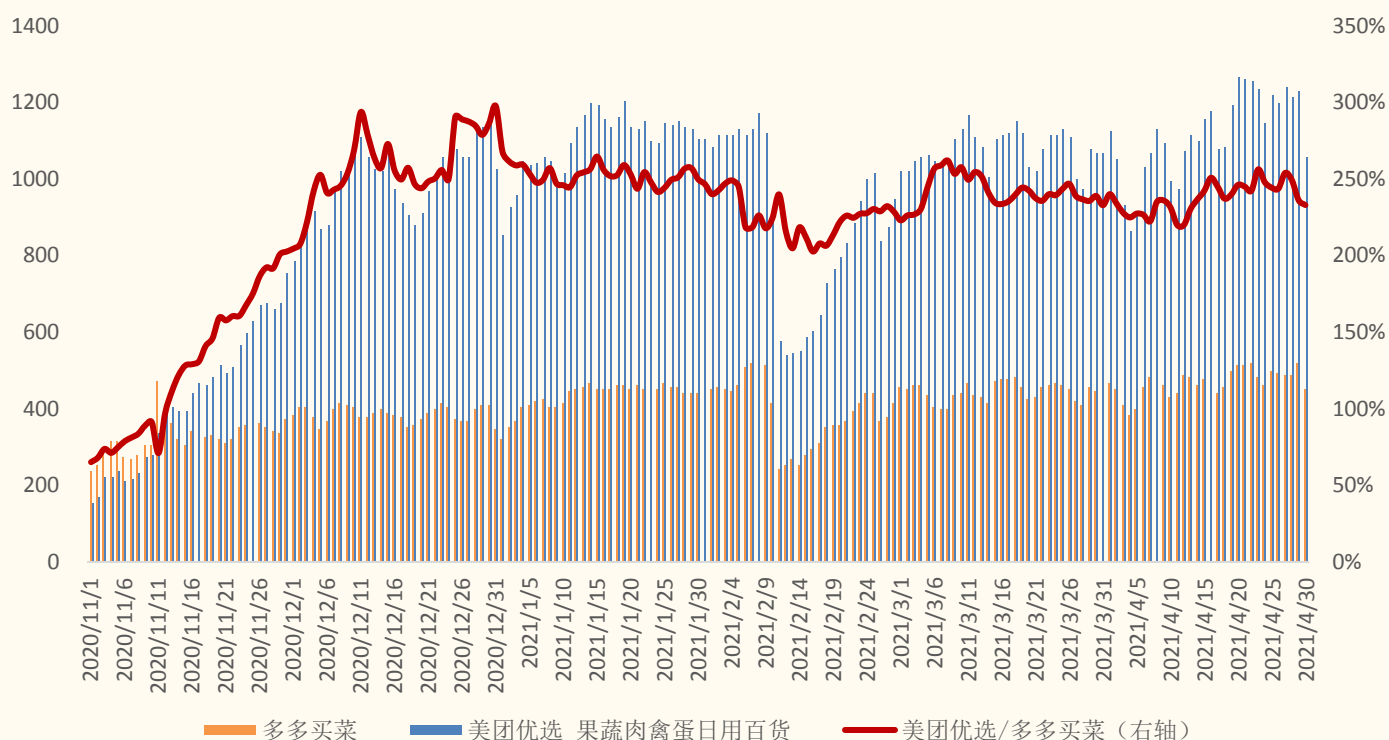
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 35：下沉用户日活（万人）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

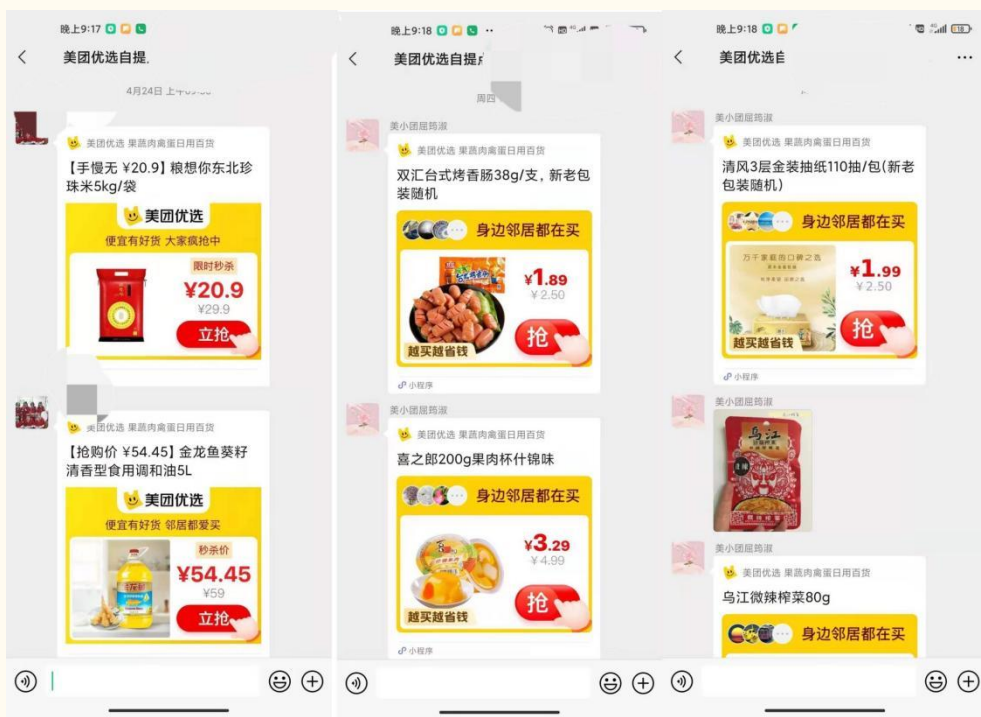
图表 36：美团优选与多多买菜小程序端日活对比（万人）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- 美团优选对流量的管理和运用同样呈现细致化趋势：近期根据草根调研，部分优选群由“团长推荐商品”转变为“美团员工推荐”，且推荐频率逐步提高和稳定。美团优选会以自提点（团长）为单位组建微信群，群中的官方业务员或是其他群成员会直接发送优惠产品链接，对群中用户的对点推广。这种方式一方面触达效果显著（微信群消息提醒），另一方面操作简单便捷，进入购买界面仅需要两步（打开微信群，点击链接）。相比之下，传统 APP 的拉新和推广方式中，往往需要用户下载官方，并通过下拉通知栏，点击推送，才可以进入；微信官方引流途径中，也需要使用小程序搜索或者进入“我的”界面再点选对应入口。微信群的方式显然是对微信流量更加有效的触达，也就帮助美团优选实现了更为精细的流量管理。根据草根调研，以某群为例，过去团长推荐商品的积极性相对较弱（3.30 进群，4.24~5.20 期间基本无推荐），而随着美团员工加入，并开始推荐（5.20 开始，每天上午、中午、下午都会进行一次商品推荐），其推荐频率和稳定性会有较多保障。

图表 37：美团优选微信群对点推送购买推荐



来源：美团优选微信群，国金证券研究所整理

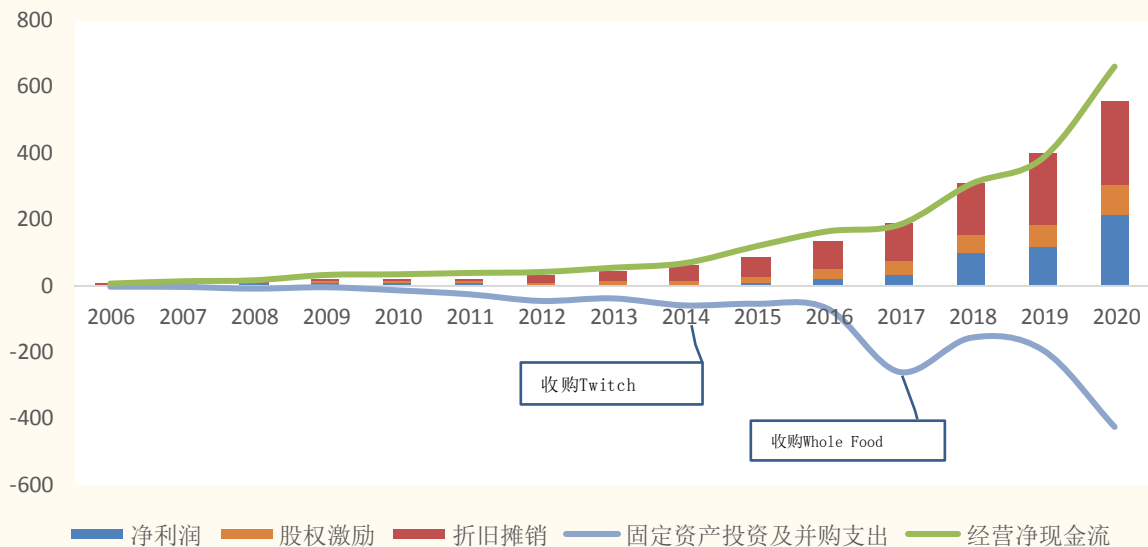
三、增长的保障：类比亚马逊，固定资产投入是未来现金流的保障

3.1 亚马逊稳定现金流支撑 AWS 等战略业务持续投入，成熟期获回报

- 亚马逊稳定持续的现金流为“第二级增长”新业务提供可靠支撑，待市场格局稳定后，战略性新业务将带来回报。互联网巨头在新业务初始阶段，往往需要投入大量资金用于基础设施建设、用户获取、广告营销等，新业务初期所需投入高、赚钱能力差，因此，持续稳定的现金流成为互联网公司投入新业务的保障。如亚马逊曾经多年并不盈利，其本质是持续将现金投向新业务，所以我们可以看到，在亚马逊的经营现金流的构成中，虽然净利润不见增长，但折旧摊销和股权激励支出的扣除额占比大，实际经营现金流有良好支撑，几次业务发展都能发现此类规律。
- **2006 年起，AWS 业务：**亚马逊在 2006 年正式推出 AWS 云服务，但其营收在 2015 年才开始对外公布，期间 9 年是 AWS 的投入建设期，这一阶段在该项目中是持续投入的状态，而盈利效果并不突出，主要是因为早期的支出和建设拉低了当期及之后一段时间的利润。
- **2014 年，收购流媒体直播平台 Twitch：**当年亚马逊固定资产投资和并购支出 59 亿美元，为当时历史新高，虽然几年内净利润增长较少，当年起其折旧摊销支出跳升到 68 亿以上，本质是前期投资的缓慢变现。
- **2017 年，收购线下食品零售商 Whole Food：**亚马逊于 17 年斥资 137 亿美元收购 Whole Food 用来进军生鲜零售，并建设配套系统，当年固定资产投资及并购支出达到 259 亿美元，当年和次年起，折旧与摊销支出就分别攀升到 115 亿和 113 亿美元。
- **亚马逊的发展中持续优化供应链和物流系统，**如其 440 余个网点用于优化配送网络与 Prime 服务，这些活动需要大量稳定的现金流支持，但线上与线下生鲜配送服务一旦布局完成，美国 2738 亿的生鲜市场预计将为亚马逊带来丰厚的回报。
- 总结来看，亚马逊的发展有两大规律：1）其早期对新业务的投入，除了净利润改善，很大一部分会带动之后年份的折旧摊销、股权激励的放大；2）

单看公司净利润规模并不大，但加回折旧摊销与股权激励后，提供了大量自有资金，贡献了企业经营净现金流的大部分，这本质是前期投资的兑现，而这些资金为新业务的继续投资提供了良好支撑。

图表 38：2006-2020 年亚马逊经营活动净现金流及构成、支出对比（亿美元）

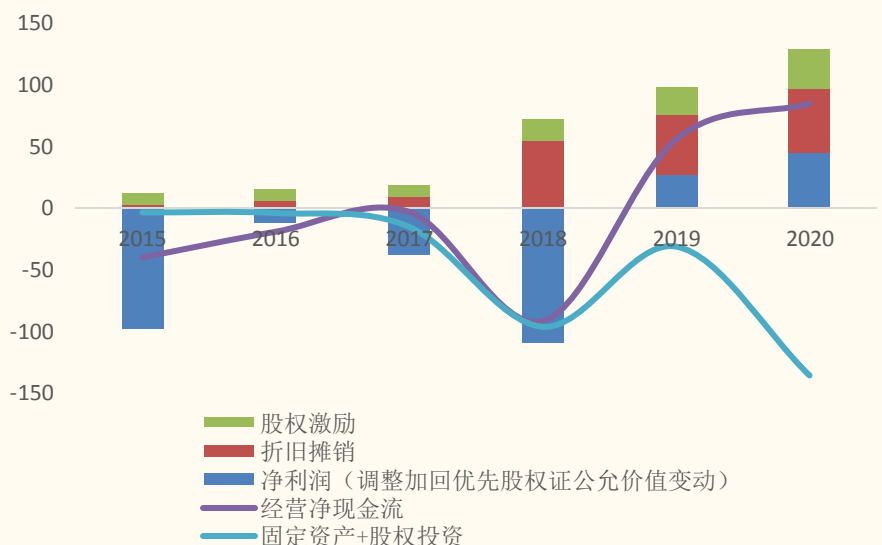


来源：Wind，国金证券研究所

3.2 美团固定资产加大投入及现金流稳定增长，为业务拓展战略提供有力支撑

- 在现金流的变化以及其背后的资金使用风格上，美团也体现出与亚马逊相似的规律：
 - 1) 从过往 6 年的数据来看，美团的业务盈利能力持续增强，但是前期投入的分摊拉低了净利润的体现。从 2015 年到 2017 年，以加回摊销和非现金薪酬的支出后的净利润在持续改善，公司的经营性现金流出也在持续收窄，2018 年后经营现金净流出再度扩大，其实是由于 2018 年开始美团收购摩拜单车等一系列投资支出的影响，2019 年和 2020 年可见，加回折旧摊销与非现金薪酬支出后，公司来自业务的营业现金已经大幅改善，也构成公司经营净现金流的大部分，提升了现金流的质量。

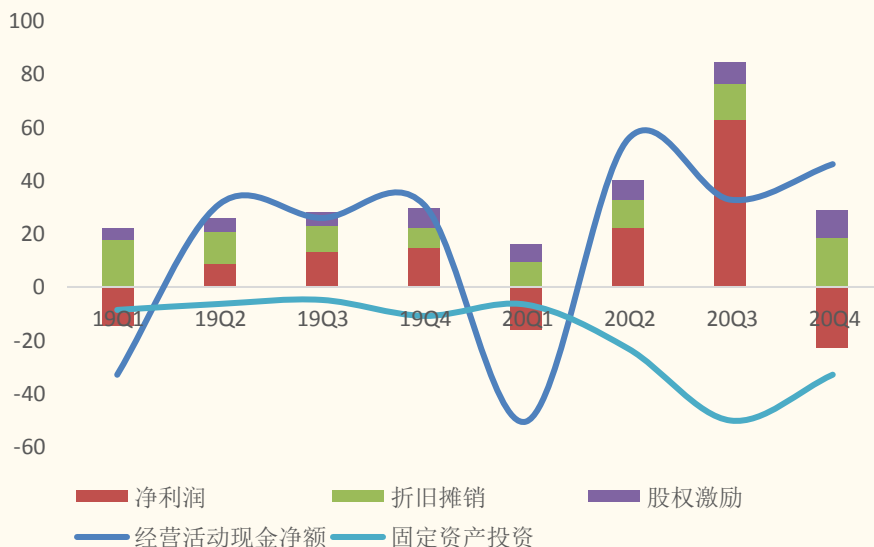
图表 39：2015-2020 年美团经营活动净现金流及构成、支出对比（亿元）



来源：wind，国金证券研究所，其中 2015-2018 年在净利润调整加回了可赎回可转换优先股权证的公允价值变动

- 2) 从季度数据来看，新业务的投入而非经营状况变化是近期现金流量收窄的原因。自 2019Q1 起，美团净利润持续改善，叠加折旧摊销和股权激励等项目后可以发现经营相关流入的情况更加乐观（20 年 Q1 受疫情影响有短暂恶化），可以看出企业业务盈利情况已经基本稳定，前期投入已经开始兑现，到 2020 年 Q3，随着公司布局社区团购业务，公司固定资产投资大幅增加，考虑到配套的营运资本投入增加，经营活动净现金流有较大幅度下滑，同时在第四季度开始各项现金支出和折旧对利润的拖累增加，在这一过程是公司进入新业务正常的变化过程，而从之前的经营现金和构成来看，主营业务贡献的现金稳定，对未来新业务的发展有良好支撑。
- 3) 因此，可以期待社区团购业务对业绩的影响会重复美团或者亚马逊过去的路径。社区团购业务是美团近年发力的重点方向，王兴在 20Q4 美团电话会议上披露，20 年 12 月美团优选日均单量已超 2000 万，成长进度与王兴在 20Q3 时对其“业务重心”的定位相匹配，未来短期可以预见美团的大手笔支出，也可以期待其在中长期渐渐兑现为现金和账面利润，而在这个过程中，外卖、到店、酒旅等业务竞争稳定，盈利能力在未来有望进一步提高，将持续支撑美团在新业务上的探索和生态建设，最后实现“第二增长曲线”的成功打造。

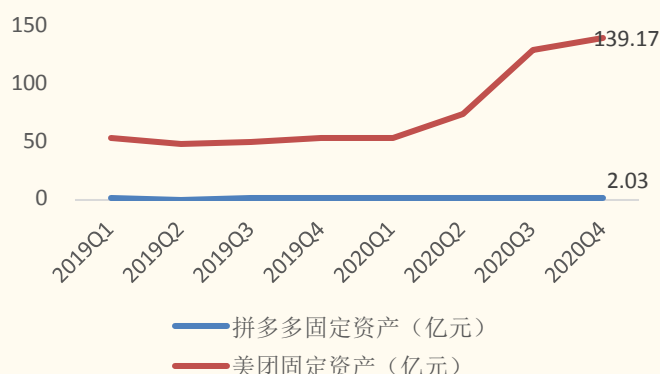
图表 40：19Q1-20Q4 美团经营活动净现金流及构成、支出对比（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

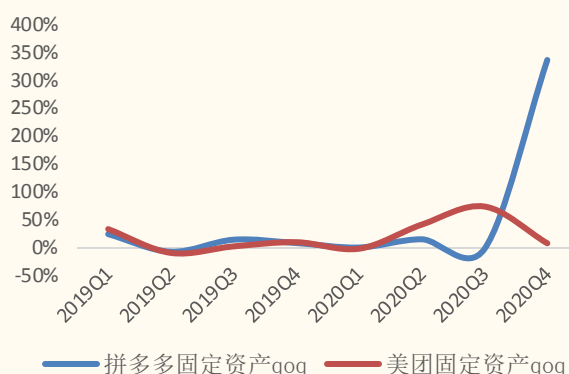
- 从固定资产的规模上，美团处于优势，且 20Q2 已经率先启动投入。美团的固定资产自 2019 年便已达到 50 亿以上规模，其固定资产管理基础扎实，新固定资产扩张中管理以及协同的能力也更强，拼多多由于商业模式的关系，固定资产多在数亿水平，运营基础较为薄弱。而从固定资产净额的季度环比变动来看，美团在 20Q2 开始优选业务，当时便已率先启动相关投入，20 年 Q2 到 Q4 其固定资产净额的环比增速分别为 41.3%、73.6%和 7.7%，而拼多多则在 20Q4 开始大举投入，环比增速 336%，但由于基数较小，新增规模也仅 1.56 亿元（美团同期为 9.94 亿元）。

图表 41：拼多多与美团固定资产规模对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：拼多多与美团固定资产季度环比变动率



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 可转债与增发融资百亿美元，“新战斗”弹药充足

- 2021 年 4 月 21 日，美团公告了三项融资计划，包括发行可转债、向不少于 6 名投资方配售股份、腾讯认购配售股份，净融资金额合计达 99.715 亿美元，为 2018 年 IPO 以来首次大规模筹资活动，资金主要用于科技创新如无人车、无人机配送等，以及一般企业用途。

图表 43：2021 年 4 月 21 日融资计划为美团上市以来首次的大规模融资

日期	融资项目	项目内容	净融资金额
2021 年 4 月 21 日	2027 年可转债	到期偿还 14.836 亿美元，或以 431.24 港元/股转换 B 类股	14.857 亿美元
	2028 年可转债	到期偿还 15.27 亿美元，或以 431.24 港元/股转换 B 类股	14.858 亿美元
	向不少于 6 名投资方配售	每股 273.8 港元	66 亿美元
	腾讯认购配售股份		4 亿美元
2020 年 10 月 8 日	2025 年企业债	本金 7.5 亿美元，年利率 2.125%，每半年支付	19.87 亿美元
	2030 年企业债	本金 12.5 亿美元，年利率 3.05%，每半年支付	
2018 年 9 月 20 日	IPO	每股 69 港元	325.55 亿港元

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

盈利预测

- 餐饮外卖业务：交易单数与每单金额拉动佣金收入，在线营销收入稳定增长。在收入端，美团餐饮外卖业务主要受佣金收入和在线营销项目收入贡献（2019 年与 2020 年两项合计占餐饮外卖业务收入的 99.85%）。前者基于“佣金收入=外卖交易笔数×每单金额×佣金率”的公式，考虑到佣金率相对稳定，假设其自 2020 年的约 12%按每年约 0.4 个百分点的微幅提升，对收入增长贡献有限，项目收入增长主要受益于疫情恢复后外卖交易笔数的提升和随着居民消费水平提升带来的每单金额抬高；后者则由于入驻商户的增加，以及商户对在线营销投入增加趋势的保持。预计餐饮外卖业务在 2021/2022/2023 年对应收入 1062/1437/1918 亿元。

图表 44：美团餐饮外卖业务营收预测核心假设（2021-2025）

项目	假设情况
佣金项目	
外卖交易笔数增速	2021 年 45%（疫情恢复），之后 25%-20%
外卖每单金额增速	4.7%-4%
佣金率	12%-14.4%
在线营销项目	
活跃商家增速	10%
单店营销费用增速	25%-15%
其它项目	
占餐饮外卖业务收入比例	0.16%

来源：国金证券研究所预测

- **到店、酒店及旅游业务：**自 20Q3 以来持续恢复，有望继续稳定增长。到店、酒店及旅游业务在 2020 年上半年受到疫情的冲击较大，而在 Q3 以来，酒店间夜量已经迅速恢复至去年同期水平，酒店均价受到疫情期间折扣影响今年有所下滑，未来在高端酒店渗透率提高的趋势下有望持续提升，到店与旅游消费同样在持续恢复中。预计到店、酒店及旅游业务营收在 2021/2022/2023 年对应收入 299/380/453 亿元。

图表 45：美团到店、酒店及旅游业务营收预测核心假设（2021-2025）

项目	假设情况
酒店业务	
酒店间夜量增速	2021 年 54.4%，之后 20%-17.8%
酒店单价	3%
变现率	8.5%-8.9%
到店及旅游业务	
GTV	30%-10%
变现率	11.7%-12.5%

来源：国金证券研究所预测

- **美团优选业务及其他：**预计 2021 全年美团优选 GMV 1200 亿，2025 年超过 6000 亿。通过拆分为“活跃用户×人均每日单数×每单均价”，我们预计到 2021 年底日均单数达到 6376 万单，单均价 8 元，全年 GMV 可达 1235 亿元，其中自营业务 33%，非自营业务变现率 6%。之后日均单数与单均价保持提升，自营业务占比降低，而非自营业务变现率提升，对应业务在 2021/2022/2023 年 GMV 分别为 1235/2899/4139 亿元，3 年收入分别为 456/810/1093 亿元。其他业务包括快驴、打车、买菜、共享单车等保持 10%以下营收增速。

图表 46：美团优选及其他业务营收预测核心假设（2021-2025）

项目	预测数据	
优选业务	(截至 21Q4)	2021 全年
日均单数	6376 万单	4290 万单
单均价	8 元每单	8 元每单
自营比例	25%	33%
非自营业务变现率	6%	6%
其他业务	(2021-2025)	
营收增速	9.1%-7.6%	

来源：国金证券研究所预测

- **盈利预测汇总：**我们预计美团四大板块业务，即餐饮外卖，到店、酒店及旅游，美团优选，其他业务，在 2021/2022/2023 营业收入合计分别为 2079/3140/4072/4924 亿元，经营溢利分别为-121/-50/151 亿元。

图表 47：2021-2025 年美团分业务盈利预测汇总（单位：亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入						
餐饮外卖	663	1062	1437	1918	2558	3287
到店、酒店及旅游	213	299	380	453	523	607
美团优选	57	456	810	1093	1207	1322
其他业务	216	235	253	273	293	316
合计	1148	2052	2880	3736	4581	5531
毛利润						
餐饮外卖	131	250	369	517	720	973
到店、酒店及旅游	188	265	337	401	464	538
美团优选	-4	49	158	282	414	662
其他业务	25	23	29	37	45	54
合计	341	587	893	1237	1643	2226
经营溢利						
餐饮外卖	28	86	151	230	342	493
到店、酒店及旅游	82	117	149	177	205	238
美团优选	-41	-246	-284	-204	-50	220
其他业务	-68	-78	-66	-52	-41	-29
未分配	42					
合计	43	-121	-50	151	456	923
补充内容						
美团优选 GMV	63	1235	2899	4139	5328	6355
美团优选营业利润/GMV	-64%	-20%	-10%	-5%	-1%	3%

来源：公司财报，国金证券研究所预测

分部估值

- **餐饮外卖业务：高增速的业绩基石，预计 2025 年对应估值 10113 亿元。**
 餐饮外卖业务的佣金和在线营销两项收入预计仍将处于 30% 以上的较高增速中，而在成本与费用端，骑手成本是最主要的成本项目，近几年来看骑手成本约占 GTV 的 10%，考虑到企业可持续发展以及社会责任，我们假设美团维持这一比例且每年小幅提升 0.1 个百分点，其他成本占比稳定，费用方面，约为 GTV 的 3% 的激励费用支出保持，一般行政费用受益于效率提升每年略微降低，其他费用保持与营收比例稳定，业务利润率提升空间较为优先，预计相比 2019 年和 2020 年分别 2.6% 和 4.3% 的经营利润率提升不多，在市场可比上市公司缺乏情况下，我们采用 PEG=1 的标准，保守给予其 25x PE，对应 2025 年 10113 亿元市值。
- **到店、酒店及旅游业务：高毛利业务，增速平稳，预计 2025 年对应估值 6838 亿元。**
 到店、酒店及旅游业务预计未来增速在 15% 以上，而由于成本端支出较少，费用相关是主要支出项，该业务毛利率与税前利润率在过去数年分别都保持在 89% 和 38% 的较高水平，我们预计这一水平可以维持，可比公司携程、同程艺龙的 2022 年 PE 均值为 36x（预计将从疫情冲击中恢复的合理水平），我们给予美团到店、酒店及旅游业务 35x PE，对应 2025 年 6838 亿元市值。

图表 48：酒旅业务可比公司估值

	18 年 PE	19 年 PE	20 年 PE	21 年 PE	22 年 PE
携程	-	-	-	131.75	35.86
同程艺龙	30.13	38.71	84.01	60.98	33.97
平均值	30.13	38.71	84.01	96.37	34.92

来源：Wind 一致性预期，国金证券研究所

- **美团优选业务：**未来增长新动能，2025 年前后开始盈利，预计 2025 年市值 8823 亿元。美团优选业务 GMV 预计将保持较高速度增长，到 2025 年达到 6355 亿元，对应收入 1322 亿元，所得税率取 18%，板块税后净利润 180 亿元，参考可比公司估值，给予其 30x PE，对应估值 5412 亿元。

图表 49：美团优选业务可比公司估值

	18 年 PE	19 年 PE	20 年 PE	21 年 PE	22 年 PE
阿里巴巴	-	27.19	28.32	22.86	18.76
京东	-	-	18.23	42.73	28.13
拼多多	-16.79	-44.02	-200.01	-190.55	226.30
平均值（去负）	-	27.19	23.28	32.80	91.06

	18 年 PS	19 年 PS	20 年 PS	21 年 PS	22 年 PS
阿里巴巴	-	8.72	7.03	4.00	3.35
京东	-	-	1.44	0.78	0.64
拼多多	7.62	5.83	14.80	10.31	7.30
平均值	7.62	7.28	7.76	5.03	3.76

来源：Wind 一致性预期，国金证券研究所

- **其他业务：**增速假设平稳，基于 8xPE，预计 2025 年市值在 2526 亿元。
- **公司整体估值：**根据分部估值法，预计 2025 年餐饮外卖/到店、酒店及旅游/美团优选/其他业务估值为 10113/6838/5412/2526 亿元。**2025 年公司整体估值约 24889 亿元，对应 2021 年目标价为 413 港元。**

五、风险提示

- **餐饮配送行业变现情况不及预期，相关成本控制不及预期：**餐饮配送行业目前竞争格局相对稳定，当前餐饮配送业务变现与扣除成本后的利润率较低，若公司无法通过流程优化、科技提升等方式有效改进，将对业务利润增长产生负面影响。
- **到店、酒旅行业竞争加剧风险：**美团作为后来者进入酒店业务，目前在业务规模已经超过主要竞争对手携程，但二者存在一定程度错位，未来发生更为激烈的直接竞争的可能性仍然存在；到店、旅游等传统优势业务也在面临短视频等平台的挑战，行业竞争可能会给公司相关业务带来不确定性。
- **社区团购业务政策环境恶化，推进不及预期风险：**根据公司公开的战略与规划，社区团购业务是公司未来几年重点发力的方向，也将是公司内部资源倾斜支持的方向。但是对整个行业而言，当前政府对此类业务的态度仍不确定，政策可能规范化行业竞争，也存在转向限制的可能性；另一方面，对公司而言，业务起步所需前期投入较大，当前行业内竞争激烈，若在市场竞争中处于劣势，美团社区团购业务发展可能不及预期。
- **反垄断政策冲击扩大风险：**自 2020 年以来国内互联网行业反垄断政策与调查行动快速推进，美团的多元业务与市场优势地位也可能面临相关政策

的管制，其对于美团的冲击尚未确定，若相关政策走向更为严格的方向，或将给美团现有业务及业务拓展带来负面影响。

- **疫情反复风险：**美团的盈利业务以线下为主，如到店、酒店、旅游等，2020 年上半年在疫情影响下相关业务受到较大冲击，当前国内基本进入“后疫情时期”，但仍有零星发生，若疫情发生反复，也仍可能对相关盈利业务产生影响，拖累业绩及现金。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	65,227	97,568	114,795	205,197	287,977	373,577
增长率	92.3%	49.6%	17.7%	78.8%	40.3%	29.7%
主营业务成本	50,122	65,208	80,744	146,530	198,667	249,865
%销售收入	76.8%	66.8%	70.3%	71.4%	69.0%	66.9%
毛利	15,105	32,320	34,050	58,666	89,310	123,711
%销售收入	23.2%	33.1%	29.7%	28.6%	31.0%	33.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	15,872	18,819	20,883	50,835	68,100	78,139
%销售收入	24.3%	19.3%	18.2%	24.8%	23.6%	20.9%
管理费用	5,832	4,339	5,594	7,007	9,173	10,682
%销售收入	8.9%	4.4%	4.9%	3.4%	3.2%	2.9%
研发费用	7,072	8,446	10,893	12,936	16,999	19,741
%销售收入	10.8%	8.7%	9.5%	6.3%	5.9%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	-13,680	757	-3,433	-12,110	-4,962	15,150
%销售收入	n.a	0.8%	n.a	n.a	n.a	4.1%
财务费用	-496	-866	-230	354	190	134
%销售收入	-0.8%	-0.9%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
投资收益	-48	107	264	194	359	272
%税前利润	n.a	3.9%	6.0%	-1.6%	-7.5%	1.8%
营业利润	-13,680	757	-3,433	-12,110	-4,962	15,150
营业利润率	n.a	0.8%	n.a	n.a	n.a	4.1%
营业外收支	-102,258	1,032	7,377	0	0	0
税前利润	-115,491	2,762	4,438	-12,271	-4,792	15,288
利润率	n.a	2.8%	3.9%	n.a	n.a	4.1%
所得税	2	526	-270	0	0	2,752
所得税率	n.a	19.0%	-6.1%	n.a	n.a	18.0%
净利润	-115,493	2,236	4,708	-12,271	-4,792	12,536
少数股东损益	-16	-3	-1	2	1	-2
归属于母公司的净利润	-115,477	2,239	4,708	-12,273	-4,793	12,538
净利率	n.a	2.3%	4.1%	n.a	n.a	3.4%
Non-GAAP 归母净利润	-8,346	4,657	3,121	-7,084	678	18,330
Non-GAAP 归母净利率	n.a	4.8%	2.7%	n.a	0.2%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-115,477	2,239	4,708	-12,273	-4,793	12,538
少数股东损益	-16	-3	-1	2	1	-2
非现金支出	105,917	1,135	3,767	269	390	474
非经营收益						
营运资金变动	-4,987	-2,645	0	20,146	11,823	12,026
经营活动现金净流	-9,180	5,574	8,475	13,010	12,351	29,709
资本开支	-2,280	-3,002	0	-5,000	-3,000	-2,000
投资	-14,279	-7,215	0	0	0	0
其他	-6,880	43	-21,232	194	359	272
投资活动现金净流	-23,439	-10,174	-21,232	-4,806	-2,641	-1,728
股权募资	27,820	445	0	45,430	0	0
债权募资	1,718	3,213	0	19,155	0	0
其他	-242	-2,544	17,418	-461	-748	-748
筹资活动现金净流	29,295	1,114	17,418	64,124	-748	-748
现金净流量	-2,365	-3,648	3,697	72,328	8,962	27,233

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,044	13,396	17,094	89,421	98,383	125,616
应收账款	5,663	4,880	13,971	24,688	34,693	45,122
存货	400	275	466	821	1,013	1,369
其他流动资产	50,042	63,583	56,775	62,421	71,923	81,112
流动资产	73,149	82,135	88,306	177,352	206,012	253,220
%总资产	60.6%	62.2%	53.0%	69.3%	72.9%	77.4%
长期投资	2,103	2,284	13,181	13,181	13,181	13,181
固定资产	3,979	5,376	13,917	15,634	15,207	13,966
%总资产	3.3%	4.1%	8.4%	6.1%	5.4%	4.3%
无形资产	33,876	32,700	31,676	30,093	28,588	27,159
非流动资产	47,512	49,878	78,269	78,401	76,470	73,799
%总资产	39.4%	37.8%	47.0%	30.7%	27.1%	22.6%
资产总计	120,662	132,013	166,575	255,753	282,482	327,019
短期借款	1,800	3,553	6,395	6,395	6,395	6,395
应付款项	5,341	6,766	11,967	21,717	29,444	37,032
其他流动负债	24,684	26,274	32,786	59,900	83,693	108,106
流动负债	31,825	36,593	51,148	88,012	119,532	151,533
长期贷款	470	467	1,957	21,113	21,113	21,113
其他长期负债	1,857	2,899	15,835	15,835	15,835	15,835
负债	34,152	39,959	68,941	124,960	156,480	188,481
普通股股东权益	86,504	92,112	97,693	130,850	126,057	138,596
其中：股本	0	0	0	198	198	198
未分配利润	94,622	99,551	97,693	130,652	125,860	138,398
少数股东权益	5	-58	-59	-57	-56	-58
负债股东权益合计	120,662	132,013	166,575	255,753	282,482	327,019

比率分析

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	-19.610	0.380	0.800	-2.084	-0.814	2.129
每股净资产	14.690	15.643	16.590	22.221	21.407	23.536
每股经营现金净流	-1.559	0.947	1.439	2.209	2.098	5.045
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-133.49%	2.43%	4.82%	-9.38%	-3.80%	9.05%
总资产收益率	-95.70%	1.70%	2.83%	-4.80%	-1.70%	3.83%
投入资本收益率	-331.07%	8.93%	-15.09%	-27.98%	-11.46%	28.70%
增长率						
主营业务收入增长率	92.25%	49.58%	17.66%	78.75%	40.34%	29.72%
EBIT 增长率	203.26%	-105.53%	-553.78%	252.72%	-59.03%	-405.34%
净利润增长率	510.45%	-101.94%	110.31%	-360.66%	-60.95%	-361.61%
总资产增长率	44.27%	9.41%	26.18%	53.54%	10.45%	15.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.6	2.5	3.3	2.8	2.8	2.9
存货周转天数	2.9	1.5	2.1	2.0	1.9	2.0
应付账款周转天数	38.9	37.9	54.1	54.1	54.1	54.1
固定资产周转天数	22.3	20.1	44.3	27.8	19.3	13.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.93%	-7.04%	7.27%	-35.23%	-43.68%	-59.39%
EBIT 利息保障倍数	27.6	-0.9	14.9	-34.2	-26.2	113.4
资产负债率	28.30%	30.27%	41.39%	48.86%	55.39%	57.64%

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402