

公司研究

多年深耕护城河高垒，低频市场空间广阔

——美团-W (3690.HK) 动态跟踪报告

要点

战术战略精准定位，千团大战中脱颖而出。复盘历史，我们认为，美团在千团大战初期得以克服资金和经验劣势崭露头角的原因主要在于：1) 战略上，美团明确自身定位，集中精力做服务团购；2) 战术上，美团合理布局开城数，强调营销性价比，着重于网络营销。美团点评 2015 年 10 月合并后于 2016 年 1 月接受腾讯投资，本地生活服务龙头地位初立。1-3Q2021 美团到店+外卖业务分部收入 939.9 亿元，同比增长 59.73%；同期阿里巴巴的本地生活业务收入为 255.2 亿元，美团的龙头地位稳固。

潜心耕耘，建立完整 LBS 业务闭环。从盈利能力角度看，1-3Q2021 到店业务分部经营利润 101.96 亿元，远超外卖分部同期经营利润 44.39 亿元，是美团的利润核心。到店业务方面，美团着力于构建完整的 LBS 业务闭环：1) 对商户而言，美团提供丰富的数字化服务，助力商户进行业务优化；2) 对用户而言，美团为用户提供充足的商家以供选择，同时形成完善的评价体系供用户参考。**完善的履约链条为美团带来两大优势：**1) 终端参与者体量庞大。截至 2021 年 9 月 30 日，美团平台整体的交易用户数达 6.68 亿人，活跃商户数达到 830 万家。2) 建立用户“找店工具”心智。2018 年极光的调查显示，分别有 72.2%和 70.7%的受访者在有到店餐饮服务和其他生活服务需求时的首选平台是美团。

“一站式”服务掌握高频业务，用户心智优化低频体验。1) **高频消费商户是用户留存的关键。**美团凭借完善的业务闭环，为用户提供找店、团购、预约、出行、评价的本地生活“一站式”服务，借由完善的用户体验加强用户留存；2) **低频消费商户是未来收入的主要增量。**美团利用用户“找店工具”的心智对产生过主动搜索行为的用户进行精准推送，提高广告投放效率，同时依靠平台商户覆盖的广度吸引在其他平台种草的用户回到美团平台完成后续优惠券的购买并完成履约流程；在内容营销方面，美团一方面依靠大众点评为用户提供各种探店内容，另一方面与快手达成合作，随着两者合作的加深，快手有望以其优秀的内容创作能力赋能美团内容营销。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2021/ 2022/ 2023 年 GAAP EPS 的预测值-3.88/-2.19/ -0.67 元。美团的到店业务护城河深厚，将持续为美团提供稳定利润，为美团拓展其他新业务提供稳定的基础，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观环境风险，业内竞争加剧，新业务投入过高。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	97,529	114,795	184,363	256,495	338,096
营业收入增长率(%)	50%	18%	61%	39%	32%
净利润(百万)	2,236	4,708	-23,775	-13,417	-4,090
经调整净利润(百万)	4,657	3,121	-19,605	-8,747	880
GAAP EPS(元人民币)	0.39	0.82	-3.88	-2.19	-0.67
经调整 EPS(元人民币)	0.81	0.54	-3.20	-1.43	0.14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-02-07，汇率按 1HKD=0.82CNY 换算，如不标注港元，“元”均指人民币。

买入（维持）

当前价：225.8 港元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

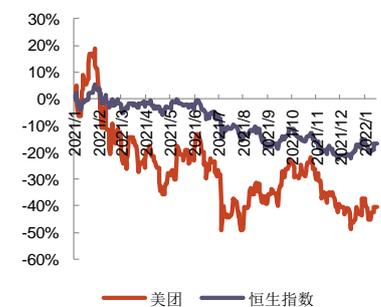
联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.35
总市值(亿港元)	13,854.96
一年最低/最高(元)	191.8/242.4
近 3 月换手率	34.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.06	-17.25	-27.67
绝对	14.13	-15.78	-30.30

资料来源：Wind

目 录

1、坚持服务团购，精准扩张赢下激烈竞争	5
1.1、中国团购市场竞争激烈，美团脱颖而出.....	5
1.2、坚持服务团购为主，做艰难而正确的事情.....	6
1.3、集中资源突破三线城市，强化地推建立商户网络.....	7
1.4、美团合并大众点评，确立领头羊地位.....	8
2、建立 LBS 业务闭环，带动低频业务发展	10
2.1、本地生活龙头地位稳固，到店业务担当利润基石.....	10
2.2、LBS 履约闭环+大量商户供给，培养用户心智.....	12
2.3、“一站式”服务把握高频业务，带动流量优化低频体验.....	18
2.3.1、优质体验助力美团留存高频用户.....	19
2.3.2、用户心智优化低频体验，持续加强 UGC 建设.....	20
3、盈利预测与投资评级	23
4、风险分析	23

图目录

图 1: 2010-2011 年全国团购网站数迅速增加.....	5
图 2: 2011 年团购交易额快速增长	5
图 3: 2011 年服务团购市场马太效应显现	6
图 4: 部分团购商户实物团购交易额占总交易额比可观 (2011 年)	6
图 5: 实物团购领域聚划算交易额占据绝对优势	7
图 6: 拉手网联手葛优投放广告.....	8
图 7: 网络营销更易衡量效果与优化渠道	8
图 8: 美团 2013 年占据独立团购网站领先地位	9
图 9: 广阔的外卖市场是美团的必争之地	9
图 10: 微信提供美团一级入口	10
图 11: 美团领跑本地生活市场.....	11
图 12: 美团用户基数庞大.....	11
图 13: 到店及酒旅业务是美团的利润核心	11
图 14: 美团为商户提供推广营销.....	12
图 15: 美团建立完善的 LBS 履约闭环	13
图 16: 美团商户侧供给丰富	13
图 17: 合作商户——有结算系统和团购优惠券.....	15
图 18: 非合作商户——仅有信息和推荐, 但亦提供展示	15
图 19: “问大家”解决用户精细化需求.....	15
图 20: 美团用户基数庞大.....	16
图 21: 微信为美团提供大量流量.....	16
图 22: 美团本质为找店工具, 抖快本质为娱乐平台, 用户使用时长天然具有差距	16
图 23: 美团在认知度和使用率上均占领先地位	17
图 24: 美团成为用户生活服务首选 APP.....	17
图 25: 美团把握主动需求场景下的壁垒	18
图 26: 典型高频低客单业务——餐饮	19
图 27: 典型低频高客单业务——婚纱摄影	19
图 28: 美团为用户提供“一站式”服务	19
图 29: 平台建设吸引用户留存	19
图 30: 餐饮行业高度分散.....	20
图 31: 美团低频业务商户覆盖广度优于抖音.....	21
图 32: 大众点评提供 UGC 内容展示	22
图 33: 生活美容业的线上化空间广阔.....	22
图 34: 低线城市生活美容业加速发展.....	23

表目录

表 1: 团购网站狂热开城.....	7
表 2: 美团点评合并后转向腾讯系	10
表 3: 美团为商户提供丰富的数字化服务	14

表 4: 用户通过主动或被动场景触达本地生活服务	17
表 5: 到店及酒旅板块业务丰富.....	18
表 6: 美团举办丰富的平台活动精细化营销	21
表 7: 美团盈利预测与估值简表.....	23

1、坚持服务团购，精准扩张赢下激烈竞争

1.1、中国团购市场竞争激烈，美团脱颖而出

Groupon 首创团购商业模式，开启团购时代。2008 年 11 月 Groupon 在美国成立，首次提出团购的完整商业模式：1) 每天提供一款折扣后的服务类商品；2) 每人每天限拍一次。2009 年 10 月，仅成立一年的 Groupon 获得了由 Accel Partners 领投的 3000 万美元投资；到 2010 年秋天，谷歌以 60 亿美元的价格向 Groupon 发出了收购要约被拒，2011 年 11 月，Groupon 在纳斯达克上市，成为首个上市的团购公司。

团购概念引入中国后获得快速发展。2010 年，Groupon 掀起的团购浪潮很快席卷到了中国，国内团购市场迎来高速发展。1) 团购网站数量方面，在 2010-2011 年间，中国市场上的团购网站如雨后春笋般涌现。根据领团网统计，中国市场的团购网站从 2010 年初的不到 100 家迅速增长，至 2011 年 7 月的顶峰 5188 家。2) 团购交易额方面，根据领团网统计，全国团购月交易额 2011 年由 1 月的 6.07 亿元增长至 12 月的 34.97 亿元，月复合增长率 15.7%。

图 1：2010-2011 年全国团购网站数迅速增加



资料来源：领团网、光大证券研究所

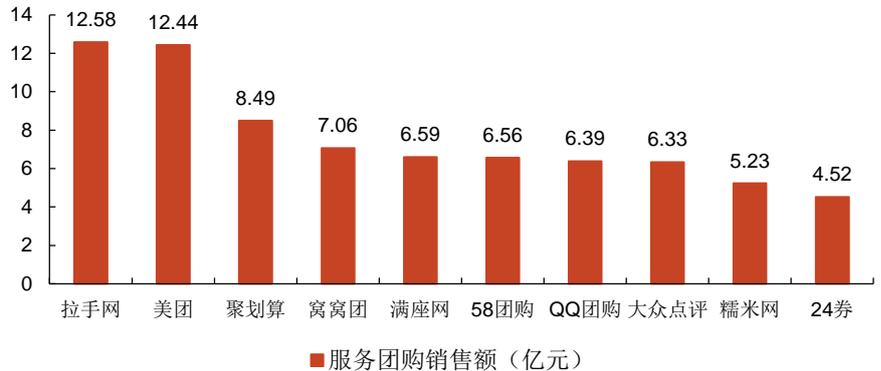
图 2：2011 年团购交易额快速增长



资料来源：领团网、光大证券研究所

竞争激烈，融资遇冷，千团大战赢家初现。1) 2010-2011 年间赛道涌入的平台导致业内竞争加剧，各平台获客成本不断提升，从而拉高营销资金投入。据拉手网招股书披露，1H2011 拉手网营销费用达到 5050 万美元；据糯米网 1Q2011 财报显示，1Q2011 糯米网净营收（营业收入除去营业税金及附加）90 万美元，人人网 1Q2011 整体销售及市场费用 980 万美元，同比增长 101.5%，主要是由于人人网旗下糯米网营销费用的大幅提升。2) 融资集中头部网站。2011 年上半年，美团、拉手、24 券、满座等头部网站融资总额占行业融资规模的 80%，腰部尾部网站融资吃紧；同时，团购网行业内 IPO 频频受阻。拉手网未能于原定日期上市、窝窝团 2011 年 5 月宣布 IPO，但直到 2015 年 4 月才真正上市。3) 从网站数量角度看，运营团购网站数自 2011 年 7 月达到峰值 5188 家后持续下降；集中度进一步提高，团购市场销售额 CR5 由 2011 年的 69.3% 提升到 2012 年的 74.5%。4) 从服务团购销售额角度看，2011 年，服务团购市场上拉手网和美团占据销售额前两位，分别达到 12.58 亿元和 12.44 亿元。2011 年拉手网进行了共计 1.6 亿美元的融资，而美团仅进行了 6000 万美元左右的融资。美团能以较少的融资取得与拉手网相近的销售额，主要是受益于其在战略上的选择。2012 年，美团超过拉手网，全年团购额超过 30 亿元，位列第一。

图 3：2011 年服务团购市场马太效应显现

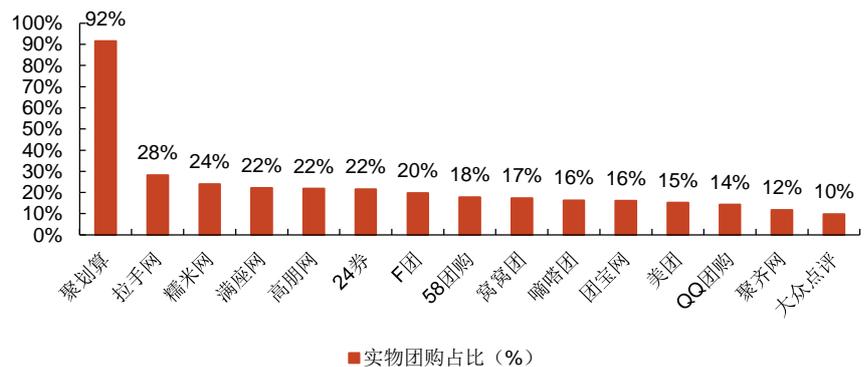


资料来源：领团网、光大证券研究所

1.2、坚持服务团购为主，做艰难而正确的事情

服务团购竞争加剧，实物团购商业模式涌现。随服务团购竞争不断加剧，中小团购网站陆续出局。中国电子商务研究中心数据显示，截至 2013 年 6 月 30 日，全国团购网站累计共成立 6218 家，倒闭 4670 家。幸存者在缩减规模、裁减人员之外，开始寻求新的利润来源，**实物电商由于出现时间较早，平台搭建、物流较为成熟，成为部分幸存者的选择。**拉手网 2011 年实物团购交易额占总交易额比例达到 28.1%，并于 2012 年 2 月上线了商城业务，唐狮、骆驼、浪莎、太平鸟等一系列商户入驻拉手网。据团 800 统计，截至 2012 年 2 月，由服务类团购转型至实物团购的网站数量占比从 2011 年的 22% 上升至近 50%。

图 4：部分团购商户实物团购交易额占总交易额比可观（2011 年）



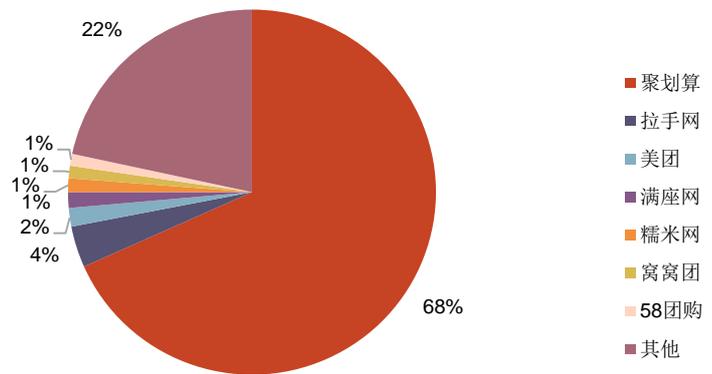
资料来源：领团网、光大证券研究所

美团坚持以服务团购为主要发展方向。美团的实物团购从成立第一年就已经上线，早期为许多所在城市尚未开通生活服务团购的网民提供了团购商品的选择，但并未成为美团重点发展的业务。领团网数据显示，2011 年美团实物类团购交易额占总交易额比例为 15%，在总交易额 TOP15 的团购网站中排第 12 位，处于较低水平，同期拉手网的实物团购额则达到 28%，接近美团的 2 倍。**美团选择专注服务团购，主要是考虑到：1) 实物团购领域已有龙头聚划算，美团缺乏竞争优势，聚划算背靠阿里巴巴电商平台，是实物团购市场的头号平台。**领团网数据显示，2011 年，中国团购市场实物团购交易额为 134.77 亿元，其中

聚划算平台实物团购交易额达到 92.07 亿元，占比达 68.3%，且远高于第二名拉手网的实物团购交易额 4.92 亿元。美团作为新进平台，在物流、供应链等方面并不成熟，相较聚划算无明显优势，难以做大规模。

2) 在资源能力有限的情况下，美团需要集中精力。根据《长期有耐心：美团的成长与进化逻辑》书中所言，干嘉伟曾指出，“一个企业最核心、最稀缺的资源不是钱，而是创始人的注意力”。美团最开始做实物团购的收益非常可观，一下就能卖掉几十万条牛仔裤。但美团并未因此就大力发展商品团购，与之相反的是持续控制商品团购的占比直到 1% 以下。尽管实物团购相对较为成熟，更容易短期盈利，但美团始终认为应该把注意力集中在未来空间广阔的服务团购市场。最终，美团 2016 年正式宣布终止电商团购业务，关闭商品团购入口。

图 5：实物团购领域聚划算交易额占据绝对优势



资料来源：领团网、光大证券研究所；统计指标：交易额占比 (%)；统计区间：2011 年

1.3、集中资源突破三线城市，强化地推建立商户网络

集中资源突破三线城市。从开城数量看，美团在开城方面保持相对谨慎的态度。《长期有耐心：美团的成长与进化逻辑》书中指出，到 2011 年底，排名靠前的拉手网、窝窝团开城总数 150-300 左右，团宝网更是达到 324 个城市，而美团开城总数在 90-100 个之间。**从城市级别看**，美团更侧重在排名 25-94 的城市进行业务扩展。主要是由于北京、上海等一线城市中竞争激烈，投入性价比比较低。以襄阳为例，2011 年，襄阳整体团购市场规模（按销售额计算）不足 1 亿元，同期上海整体团购市场规模为 16.76 亿元，即从市场规模比例看，襄阳市场规模/上海市场规模不足 6%。而 2011 年美团在襄阳市场投入人数为 10 人，同期在上海投入 60 人，即襄阳投入人数/上海投入人数超过 16%，远高于市场规模比例。

表 1：团购网站狂热开城

团购网站	时间	开城数或计划
窝窝团	2011.10	超过 200 个城市
拉手网	2011.8	施行“千城计划”
满座网	2010.12	超过 110 个城市，计划 2011 年扩展 50-100 个城市
24 券	2011.4	达到 104 个城市，仍处于扩张状态
F 团	2011.5	覆盖 315 个城市
团宝网	2010.10	覆盖 325 个城市

资料来源：腾讯科技、Techweb、亿邦动力、新浪科技等，光大证券研究所整理

注重营销性价比，早期主推网络营销。在 2011 年千团大战期间，大多数平台选择电视端营销，而美团在发展早期主推网络营销。糯米网在 2011 年广告投放登录央视及各地方频道，不乏《非诚勿扰》这样的高收视率栏目；拉手网聘请葛优代言投放电视广告。美团在营销中采取更具性价比的网络端营销，主要是由于网络营销的客户成本、渠道来源等更加清晰，容易监控与优化，因此美团的早期市场推广主要以网络营销为主，后续发展逐渐成熟后再追加投放传统广告如电视、公交广告等。

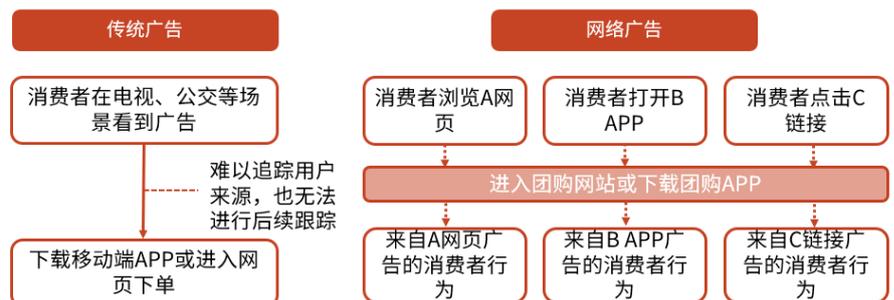
图 6：拉手网联手葛优投放广告



资料来源：爱奇艺、光大证券研究所

商户侧注重地推。美团于 2011 年 11 月引入阿里巴巴的资深员工干嘉伟担任 COO，负责供应链管理，包括销售部、品控部等多个部门。干嘉伟为美团销售团队的打造提供了方向。战略上，他指出要“聚焦供给，先有再好”，从“一日一团”更改为“一日多团”，扩大商户供给，吸引更多消费者参与；战术上，他提出“狂拜访、狂上单”的思想，迅速提高线下团队员工的地推能力。

图 7：网络营销更易衡量效果与优化渠道



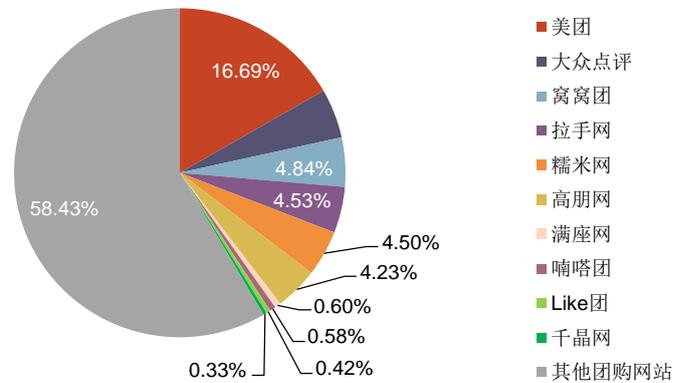
资料来源：光大证券研究所整理

1.4、 美团合并大众点评，确立领头羊地位

团购赛道竞争格局初定，本地生活服务赛道竞争持续。中国电子商务研究中心数据显示，2013 年，美团在团购市场的交易额占比达到 16.69%，成为团购领域里排名第一的独立团购网站，并远超第二名大众点评的 4.85%。本地生活服

务赛道中除了到店领域，外卖业态开始兴起。美团外卖于 2013 年 11 月上线，同月饿了么进行了 C 轮融资，总额 2500 万美元，阿里巴巴旗下的淘点点也在同年 12 月上线。

图 8：美团 2013 年占据独立团购网站领先地位



资料来源：中国电子商务研究中心、光大证券研究所；统计口径：团购交易额占比 (%)

互联网巨头入局本地生活。2014 年，互联网巨头纷纷投入大量资金入场。百度于 2014 年 1 月收购糯米网，更名为百度糯米，百度糯米外卖业务在同年 4 月上线，2015 年，百度宣布向糯米业务投入 200 亿元；同年 2 月，腾讯投资大众点评，持有 20% 的股份；阿里在 2015 年重启了口碑网相关业务，并在支付宝上给予一级流量入口。

本地生活市场方兴未艾，合并点评发力新方向。2015 年，美团与大众点评合并为美团点评，占据团购市场绝对优势。团 800 数据显示，2014 年，团购市场集中度进一步提升，以交易额口径统计，业内前三中美团占据 54%，大众点评占据 24%，糯米占比在 10% 左右，CR3 达 88%。美团与点评合并使得团购行业的市场格局更加稳定，有利于美团集中精力发展外卖业务。据艾媒数据显示，外卖市场规模由 2011 年的 216.8 亿元增长至 2020 年的 6646.2 亿元，CAGR=46.3%。广阔市场的外卖为美团提供了另一个收入来源。

图 9：广阔的外卖市场是美团的必争之地



资料来源：艾媒数据中心、光大证券研究所

阿里投资谈判受阻，美团转靠腾讯。 阿里巴巴曾深度参与了美团多轮融资，在 B、C、D 轮融资中都进行了注资。美团与点评合并完成后，美团希望能同时得到阿里和腾讯的投资，但阿里巴巴的投资条件是美团不能接受腾讯投资，所以美团拒绝了阿里巴巴的后续投资。阿里巴巴转投饿了么，发展口碑业务与美团分庭抗礼，美团接受腾讯投资后获得流量扶持，在微信支付页面获得一级流量入口。

表 2：美团点评合并后转向腾讯系

轮次	时间	参与者	总额
F 轮	2017.10	腾讯投资、红杉资本等	40 亿美元
E 轮	2016.1	腾讯投资、DST、挚信资本	33 亿美元
D 轮	2014.12	阿里资本等	7 亿美元
C 轮	2014.5	红杉资本、阿里资本等	3 亿美元
B 轮	2011.7	红杉资本、阿里资本等	5000 万美元
A 轮	2010.9	红杉资本中国基金	1000 万美元

资料来源：投资界、光大证券研究所整理

图 10：微信提供美团一级入口



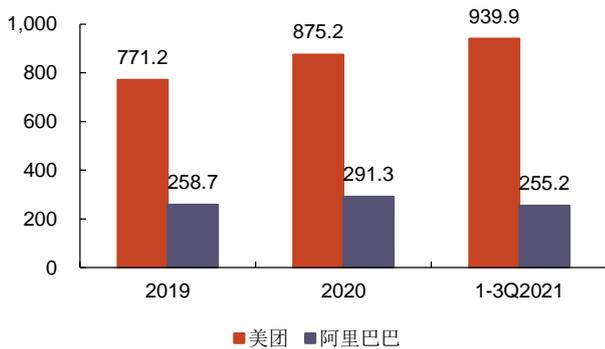
资料来源：微信、光大证券研究所

2、建立 LBS 业务闭环，带动低频业务发展

2.1、本地生活龙头地位稳固，到店业务担当利润基石

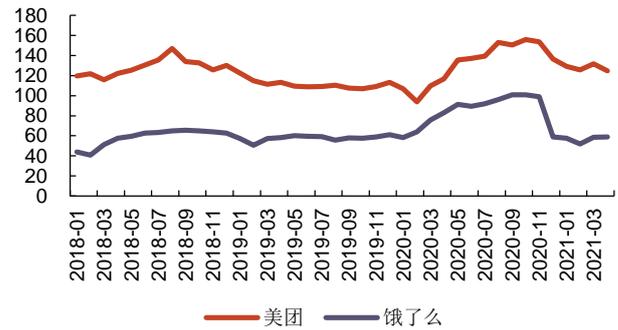
经过十多年的发展，本地生活服务赛道逐渐由团购扩展至包括外卖、团购、闪送等多业态的广阔市场，截至 2022 年 1 月，本地生活市场的主要平台仅剩美团与阿里巴巴，其中美团以较大的优势占据领先地位：1) **从收入角度看**，公司公告数据显示，在 1-3Q2021，美团的到店+外卖业务收入达到 939.9 亿元，同期阿里本地生活业务收入 255.2 亿元，不足美团对应业务收入的 3 成。2) **从用户数角度看**，Questmobile 数据显示，美团 APP 在 2021 年 3 月的 MAU 达到 1.25 亿人，同期饿了么 0.59 亿人。

图 11: 美团领跑本地生活市场



资料来源: 各公司公告、光大证券研究所, 单位: 亿元; 美团的统计指标为到店+外卖业务收入, 阿里巴巴为本地生活分部收入

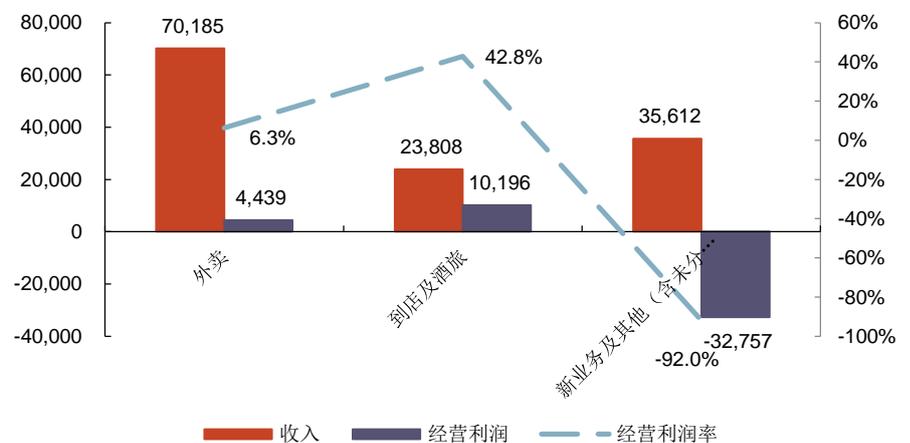
图 12: 美团用户基数庞大



资料来源: Wind、光大证券研究所, 统计指标: 月活用户 (百万人)

到店业务构成美团利润核心。美团的业务共分为三大板块: 1) 外卖; 2) 到店及酒旅; 3) 新业务及其他。**从收入角度来看**, 美团的收入大部分来自于外卖业务, 1-3Q2021, 美团外卖业务收入 701.85 亿元, 占总收入比例 54.2%, 到店及酒旅业务收入为 238.08 亿元, 占比仅 18.4%。**但从利润角度看**, 由于到店及酒旅业务经营利润率远高于其他业务板块, 是美团主要利润来源。1-3Q2021, 美团到店及酒旅业务的经营利润为 101.96 亿元, 经营利润率 42.8%, 外卖业务经营利润 44.39 亿元, 经营利润率 6.3%, 新业务亏损 327.57 亿元。

图 13: 到店及酒旅业务是美团的利润核心



资料来源: 公司公告、光大证券研究所, 单位: 百万元; 数据区间为 1-3Q2021

截至 2022 年 1 月, 美团的到店及酒旅业务形成了覆盖高、中、低频次及客单价业务的完善业务矩阵。具体而言, 该分部业务包括以下内容:

- 1) 到店餐饮业务, 主要涉及提供餐饮服务的商户;
- 2) 到店综合业务, 包括:
 - i. 休闲娱乐业务, 对应商户业务包含传统休闲娱乐如 KTV、健身房、足疗按摩等, 以及新兴休闲娱乐业务如桌游吧、密室、剧本杀、轰趴馆等;

- ii. 丽人业务，对应商户业务包括美容、美发、美甲等传统丽人业务及轻医美、重医美等业务；
 - iii. 亲子教培业务，对应商户业务包括亲子酒店、游戏厅、主题馆、母婴服务以及 K-12 以下教育等亲子业务，以及 K-12 以上的教育培训业务；
 - iv. 婚庆家居业务，对应商户业务包括酒店宴会、婚礼策划、婚纱租赁等婚庆业务以及家装、建材、厨卫等家居业务；
 - v. 社区生活业务，对应商户业务包括洗衣洗鞋、家电清洗与维修、心理咨询等家政生活服务。
- 3) 酒旅业务，对应商户业务涉及酒店预订、火车票/机票预订、景点门票购买等服务。

从盈利模式上看，到店及酒旅部分业务收入主要包括佣金收入和在线营销服务收入。1) 佣金收入来自于商户在入驻美团平台后，用户使用代金券及预订以消费货物或服务；2) 在线营销收入来自于美团为商户提供基于效果付费的营销、基于展示的营销以及以年度计划形式提供的营销服务，主要包括商户通和推广通。①借由商户通，用户可以完成店铺的装饰、交易信息的管理、团购套餐的设置等；②推广通帮助商户在展示位得到曝光，推广通会按照门店与消费者需求的匹配度、门店团单的销量、门店的评价、推广计划的广告出价等多个维度确定商户的排名，而其计费则按照真实点击竞价计费。

图 14：美团为商户提供推广营销

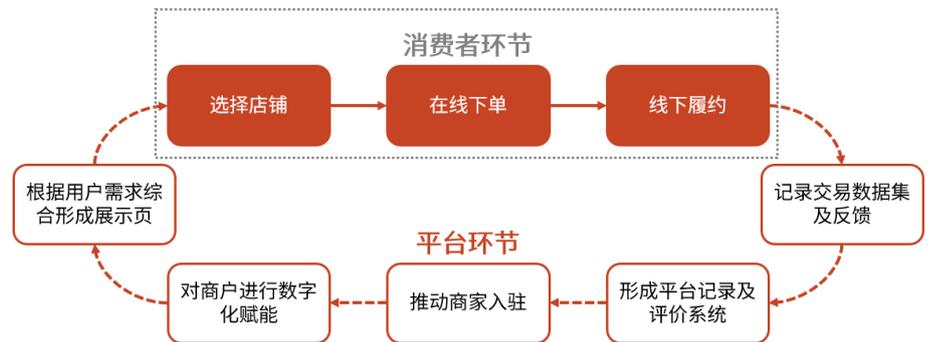


资料来源：美团、光大证券研究所

2.2、 LBS 履约闭环+大量商户供给，培养用户心智

美团本质上是一个 O2O (Online to Offline, 线上到线下) 平台，因此美团的本地生活服务平台不仅仅要完成线上流量的沉积，更要不断完善基于 LBS (Location Based Service, 基于位置的服务) 的线下履约服务闭环体系。经过十余年的积累，美团凭借其高效的地推团队完成了商户积累与用户心智的培养，构建了较为深厚的本地生活业务护城河。

图 15: 美团建立完善的 LBS 履约闭环

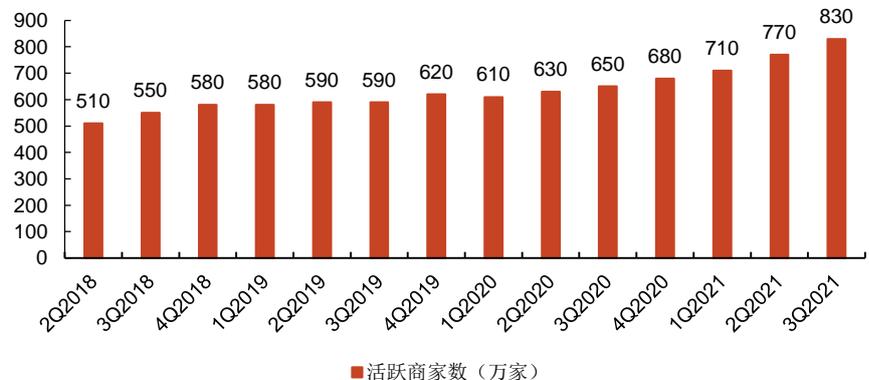


资料来源: 光大证券研究所

对于一个完整的履约闭环来说, 消费者参与的环节包括: 选择店铺、在线下单以及线下履约。对平台端来说, 为了保证用户的体验, 服务平台还需搭建完整的履约闭环。本地生活履约链条由商户入驻——展示商户吸引用户消费——借由平台消费数据宣传吸引更多商户入驻的闭环组成, 而其中平台又要完成履约系统建设、线上展示平台搭建等一系列任务。具体而言:

- 1) **商户入驻。** 本地生活业务的核心在商户供给, 只有充足的商户供给才能持续满足用户消费需求, 吸引用户留存。截至 2021 年 9 月 30 日, 美团平台上的总活跃商户达到 830 万家, 同比增长 28.2%, 其商家储备主要受益于地推团队的积累。到 2018 年, 美团的地推人员已经达到近 3 万人。**除大体量之外, 美团地推团队的另一特点就是执行力强。** 根据美团十号员工沈鹏回忆, 开拓新城期间, 他们每天都要去不同的写字楼由高到低、到每家公司宣讲。通过一系列的体系培养, 美团的高效地推团队不仅帮助其在到店业务快速扩张, 更活跃于美团的其他业务, 如外卖、美团优选等。同一商家在美团多个业务又可以相互导流, 如到店餐饮与外卖, 助力美团平台的发展, 为用户提供全面的本地生活服务。

图 16: 美团商户侧供给丰富



资料来源: 公司公告、光大证券研究所; 活跃商户: 指在期间内 1) 在平台完成一笔交易; 2) 购买过营销服务; 3) 通过美团支付系统处理过线下付款; 4) 通过美团 ERP 系统产生过订单。

2) **对商户进行数字化赋能。**在达成合作意向后，平台帮助商户进行数字化赋能，商户可以实时获取商户的营业情况、订单信息，并及时在平台上进行更新和调整。美团于 2016 年 7 月成立了餐饮平台，与 ERP 厂商合作，为商户提供全链条的解决方案，使得商户能够将团购验券、支付、会员服务、评价管理、电子菜单、座位预订等。除了与外部 ERP 厂商合作，美团自身也开发了餐饮管理系统（RMS），结合其在供应链业务上的发展，能够帮助商户实时查看原材料价格及服务情况。而凭借餐饮业务的高频特性，美团可以快速对解决方案进行迭代，优化全平台业务流程。

表 3：美团为商户提供丰富的数字化服务

服务	提供商
到餐买单	 
团购核销	 
联名会员卡	 
评价	 
电子菜单	

资料来源：美团开放平台、光大证券研究所

3) **用户基于地理位置进行搜索，并完成下单和履约。**①在下单环节，LBS 逻辑强化了美团的找店工具属性。用户进入美团一般具有较为明确的消费意愿与导向，根据自身地理位置，寻找附近的所需店铺。美团平台不仅收录了合作商户，还收录了大量用户自发上传的非合作商户。商户来讲，只需有用户上传商户信息并提交评论就可以入驻美团平台。一方面，这有助于用户分享和选择店铺，另一方面，非合作商户也为美团提供了潜在合作商户池。根据专家会议显示，截至 2021 年 11 月，美团平台上计入的商户整体在 2500-3000 万家，其中仅有约 10% 的商户对美团有收入贡献，未来还有一定提升空间。②在履约环节，基于 LBS 的推荐有利于缩短消费者决策链条，提升团购券核销概率。例如专家会议显示，在到店餐饮业务上，在美团购买团购的消费者有大约 75%-80% 在三个小时内完成了核销。

图 17: 合作商户——有结算系统和团购优惠券



资料来源: 大众点评、光大证券研究所

图 18: 非合作商户——仅有信息和推荐, 但亦提供展示



资料来源: 大众点评、光大证券研究所

4) 平台记录交易、形成评价系统。平台用户完成履约后, 通过评价体系形成交易数据与相关评价。对商户而言, 清晰的交易数据与评论有助于其调整产品结构, 改进服务, 获得更好的营业效果; 对用户而言, 来自消费者的评论真实性更强, 有助于其选择店铺; 对平台而言, 交易数据有助于其完善推送系统, 进行更精准的营销。随数据不断累积, 平台的评价系统愈发完善。根据美团财报显示, 截至 2019 年 12 月 31 日, 其平台已经积累了对数百万商户的超过 77 亿条用户评论。此外, 美团还提供了“问大家”功能, 进一步加强平台评价信息的真实性以及满足用户更精细化的需求。

图 19: “问大家”解决用户精细化需求



资料来源: 美团、光大证券研究所

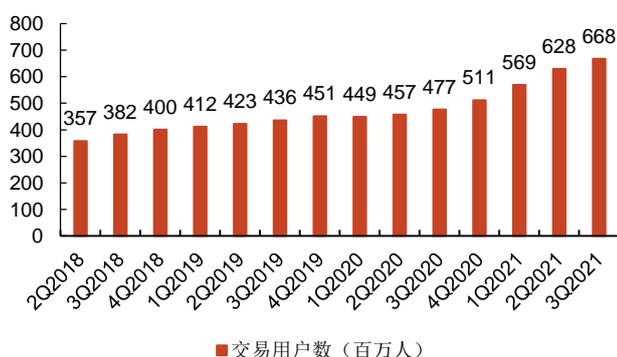
无论是接入系统的构建, 还是交易数据以及用户评论的积累, 都是平台进一步吸引商户入驻的基础。完善的系统、优秀的交易数据以及全面的评价机制吸引商户入驻平台, 反哺平台的进一步扩张, 形成整体业务的闭环。

随业务闭环不断完善, 用户心智愈发成熟: 1) 用户侧, 美团拥有庞大的消费群体, 同时享有微信与快手的流量入口, 用户触达面广; 商户侧, 美团凭借千团大战时期打下的地推基础和放开非合作商户入驻的做法, 实现了商户的广覆盖, 能够满足用户在各个时间、地点的本地生活服务需求。2) 用户心智方面, 借由扎实的商户基础, 美团成功完成了用户对其“找店工具”心智的培养, 在认知度、使用率、首选率等方面均处于领先地位, 把握主动需求场景的入口, 从而避免常规营销转化率极低的问题。

用户体量大，享有多个流量入口。截至 3Q2021，美团的年交易用户数已经达到 6.68 亿人，同比增长 40.1%。除了美团自身的 APP 入口，微信小程序的入口也为美团提供了大量流量。根据 Questmobile 数据，在 2021 年 10 月，美团平台的流量中有 34.9%来自于微信小程序，微信与美团仍处于深度合作的关系。同时，美团平台内部也为不同业务导流提供了途径，例如商家的到店页面提供外卖的入口、酒店页面也会为用户提供周边餐饮等其他服务的推荐。

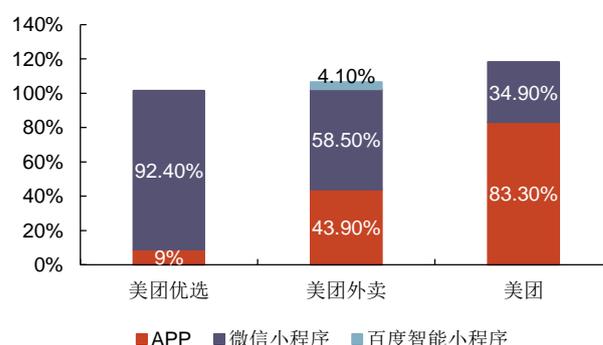
2021 年 12 月 27 日，快手宣布与美团达成战略合作，美团可以在快手平台上线小程序，使得快手用户可以在 APP 内完成本地生活服务的线上触达。截至 2022 年 1 月 13 日，用户已经可以在快手 APP 内搜索到美团小程序，并完成餐饮类业务的团购。随着两者合作的进一步加深，美团有望触达到短视频平台的更多流量。

图 20：美团用户基数庞大



资料来源：公司公告；交易用户：区间内在平台上就产品及服务交易付款的用户

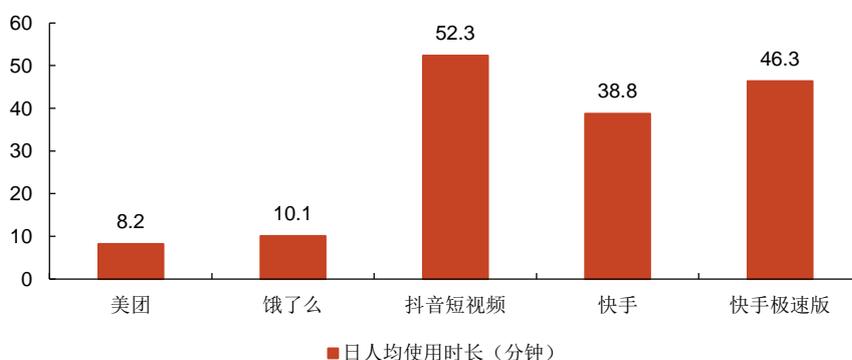
图 21：微信为美团提供大量流量



资料来源：Questmobile，统计时间为 2021 年 10 月；注：指标为渠道用户量/去重用户总量，故相加可能超过 100%，且未统计占比小于 1%的渠道。

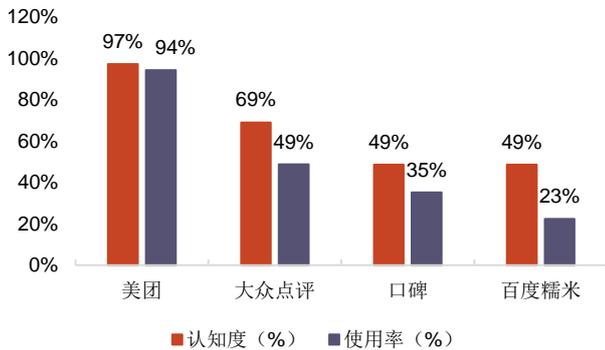
商户强供给培养用户“找店”心智。通常用户的需求并不局限于知名餐厅或商圈消费，只有当用户在任何地点产生消费需求时，在平台上都能获得相应商户的陈列或推荐，才算是真正满足了用户的找店需求。极光数据显示，到 2018 年 10 月，用户对美团的认知度已经达到 97.2%，使用率达到 94.3%，用户独占率达到 74.6%，有 72.2%的用户在有到店餐饮需求时首选美团，70.7%的用户在有到店服务需求时首选美团。从使用时长上看，智研咨询以及 Questmobile 数据显示，在 2Q2020，用户在美团的人均单日使用时长仅为 8.2 分钟，说明美团平台能够在 LBS 场景下快速帮助用户完成店铺选择。

图 22：美团本质为找店工具，抖快本质为娱乐平台，用户使用时长天然具有差距



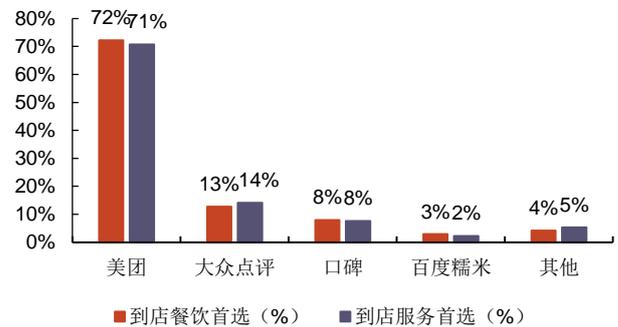
资料来源：智研咨询、Questmobile、光大证券研究所；美团和饿了么的统计区间为 2020Q2，其余 APP 为 2020 年 6 月

图 23：美团在认知度和使用率上均占领先地位



资料来源：极光、光大证券研究所；统计时间：2018-8，认知度=知道该 APP 用户/所有受访用户，使用率为过去一年中使用过该 APP 的用户比例

图 24：美团成为用户生活服务首选 APP



资料来源：极光、光大证券研究所；统计时间：2018-8；首选率指用户对对应需求时优先使用该 APP 的比例

用户形成的对美团“找店工具”的认知帮助美团把握主动需求场景的流量入口。用户其触达到本地生活服务的场景主要可以分为以下两种：

- 1) 被动需求场景。**在此场景下，用户在打开平台时通常没有明确的消费意愿，多出于娱乐目的进入平台，用户打开应用的地点也多为家中或休闲场所，此时平台为用户提供营销内容，如探店视频/图片/vlog 等，而具体商户由平台决定，以期用户产生兴趣，进而产生对特定商户的消费。
- 2) 主动需求场景。**在此场景下，用户具有明确的消费目的，打开应用需要作出消费决策，打开时用户通常不在家中，且期望的决策时间也较短；此时平台作为工具为用户提供基于地理位置存在的目标商户，所展示的商户主要由地理位置决定，最终可能产生消费的商户由用户决定。

表 4：用户通过主动或被动场景触达本地生活服务

属性	主动消费场景	被动消费场景
消费意愿	强烈	较弱
消费场景	出差、旅游等出行场景	家中、咖啡厅等休闲场景
决策时间	较短	较长
展示商户	全面，平台仅决定顺序	单一商户视频，由平台决定

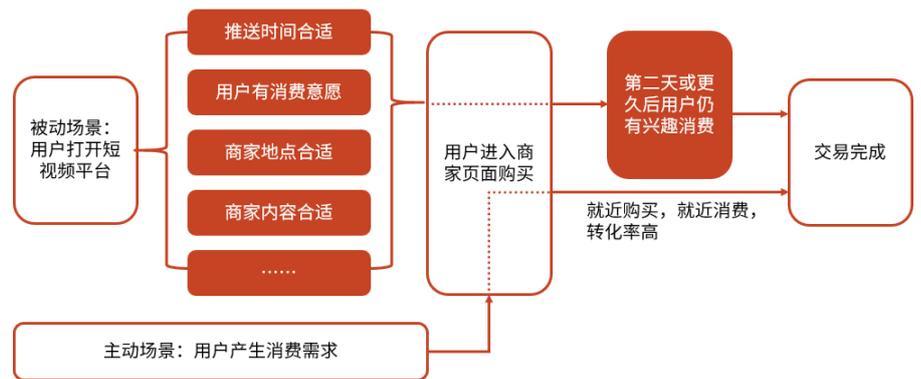
资料来源：光大证券研究所整理

用户从看到营销到最终完成消费需要经历两层转化：

- 1) 由观看到购买的转化。**例如一个餐厅探店视频，想要完成从推送到用户消费的转化，至少要满足以下的条件：在合适的时间推送，推送时用户要有较强的消费意愿；商户所在地点合适，用户当天或最近可以且有意愿前往的区域；内容合适，是用户感兴趣的方向。
- 2) 由购买到履约的转化。**由于在被动需求场景下，用户看到相关营销内容时通常不在商户附近，购买的券也通常无法立刻核销。对美团的调研显示，在购买团购券的用户中，约 10%-15%的用户未在 3 小时内核销，而其中近 9 成用户的团购券最后处于闲置状态。

因此，尽管短视频平台自身流量庞大，但在两层转化的影响下，最后实际得到购买核销的“有效流量”将受到很大影响。而作为找店工具，当用户进入美团平台时，就说明其已经产生了本地生活服务需求，具有较强的购买意愿，同时，基于美团 LBS 的推荐逻辑，用户通过主动搜索行为，可以获取附近商户的信息，购买后通常在短时间内完成核销，具有转化上的天然优势。

图 25：美团把握主动需求场景下的壁垒



资料来源：光大证券研究所整理

2.3、“一站式”服务把握高频业务，带动流量优化低频体验

按照用户使用业务的频次以及业务本身的标准化程度，可以对美团的到店和酒旅业务进行如下的划分：

表 5：到店及酒旅板块业务丰富

业务板块	代表业务	频次	标准化
餐饮		高	高
休闲娱乐	KTV、健身房、桌游吧、密室等	中/低	中/低
丽人	传统丽人：美容、美发、美甲 医美：隆鼻、水光针等	传统丽人：高 医美：低	低
亲子教培	亲子餐厅、游戏厅、少儿摄影等	中	中/低
婚庆家居	宴会、婚礼策划、家装、建材等	低	低
社区生活	家政、水电等	中	低
酒旅		中/低	高

资料来源：光大证券研究所整理

在到店业务中，“高频低客单”业务主要包括餐饮、传统休闲娱乐、传统丽人部分，这些业务的用户消费频次高，但单次消费金额有限；而新兴休闲娱乐如轰趴，以及医美、婚庆等板块的业务属性则刚好相反，是典型的“低频高客单”业务。例如，在美团上，销量排名前 10 的餐饮商户季度销售量均超过 35,000 次，套餐价格也多在 100-400 元左右；而人气排名前 10 的轰趴馆半年销量仅

10-100 次左右，但套餐价格从 500-4000 元不等，而婚纱摄影类套餐价格基本都是 5000 元起步，存在明显的属性差别。

图 26：典型高频低客单业务——餐饮



资料来源：美团、光大证券研究所

图 27：典型低频高客单业务——婚纱摄影



资料来源：美团、光大证券研究所

2.3.1、优质体验助力美团留存高频用户

“一站式”服务优化用户高频体验。作为最典型的高频业务，到店餐饮需求早已渗透进广大群众的日常生活。相比抖音平台仅提供了团购内容，美团充分利用业务闭环优势。借由美团 APP，用户可以快速浏览其位置附近的餐饮商户，查看不同商户的推荐菜品、用户评价；当选定消费商户时，还可以在美团上进行餐前订座，避免长时间的排队等待；同时，美团还可以通过打车业务为用户提供出行服务。从查找到选店到消费，“一站式”的服务为用户带来了极大的便捷。由于抖音在履约部分仍不完善，加之美团长期培养的用户习惯，亦有用户在即使在抖音看到相关推送，仍然改为选择前往美团进行相关团购券的购买，或者是在抖音完成消费后，改为在美团进行打卡和评价撰写。

图 28：美团为用户提供“一站式”服务



资料来源：美团、光大证券研究所

图 29：平台建设吸引用户留存



资料来源：美团、光大证券研究所

高频低客单业务由于其标准化程度高，交易量大，新入平台较容易开展。凭借自身流量与低价套餐，流量平台如抖音很快在到店业务上做出了一定体量，其 2021 年 1-11 月的交易额已经达到 100 亿元。但正如之前所述，为了促使用户在平台下单团购并线下核销，平台需要进行许多工作完善平台体验，助推用户

留存；同时，低价套餐获客对商户也构成挑战，不仅自身单均利润被摊薄，低价套餐用户过多也会挤占用餐时段其他用户的用餐空间，降低用餐体验。

高频业务渗透率提升较为困难。高频低客单业务自团购兴起便开始了线上化历程，已经发展了十余年，但整体线上化率仍然有限。2020年美团发布的《中国生活服务业数字化发展报告》中指出，截至2019年，餐饮行业的在线化率仅达到13%，远低于电影票务86%的在线化率。高频行业线上化发展缓慢一方面是由于客单低、利润薄，商户线上化意愿低；另一方面是线上业务本身面临竞争，如到店餐饮面临外卖等业态的冲击。中国烹饪协会报告指出，2020年餐饮企业百强的营业收入仅占全国餐饮企业收入的7.8%，且占比自2011年以来持续低于8%，市场高度分散。餐饮行业有大量位于街边/角落，以个人或夫妻等形式组成的小店，其客单价较低，利润较薄，而入驻平台不仅要扣除佣金，还要花费额外开销推广。例如，假设一家小店客单价20元，以10%的利润率计算，单均利润仅2元，而一般的CPC营销可能就在元级，加之还有佣金要扣除，商户更有入不敷出的可能。

图 30：餐饮行业高度分散



资料来源：中国烹饪协会、光大证券研究所，统计指标：餐饮百强企业收入占中国餐饮总收入比例

2.3.2、用户心智优化低频体验，持续加强 UGC 建设

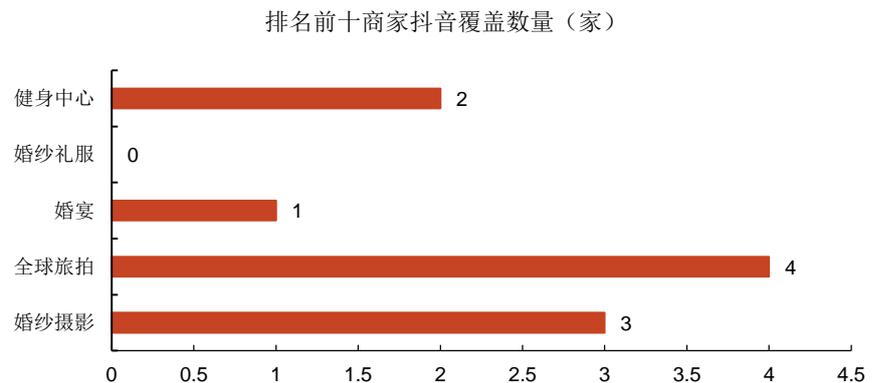
在低频业务上，美团：1) 依靠良好的消费体验留存用户，在平台上形成“有效流量”，进而带动低频业务发展；2) 在内容场景上，凭借商家覆盖吸引用户在平台最后下单履约的环节，并加强自身 UGC 建设。

高频流量结合“找店”心智优化低频导流效果。由于低频业务自身的特性，在一定时间段内，平台上用户具有低频需求的概率较低。以婚庆业务为例，民政部数据显示 2020 年我国结婚登记 813.1 万对，2020 年全国总人口 14.1 亿人，具有结婚需求的人数占总人口比例仅为 1%。而餐饮作为人的必需品，每个人在每天都具有相应消费需求。因此对于低频消费来说，难以通过无差别推送触达目标客群。而美团的“找店工具”用户心智已经十分成熟，当用户产生相应需求时，通常会在美团上产生相应的搜索痕迹。美团则可以根据用户的搜索行为进行后续的营销推送，从而大幅提升推送效率。

商户供给充足，内容场景加强建设。对于用户体验而言：1) 推荐环节上，作为老牌本地生活业务龙头，美团在低频高客单类的业务上亦有完善的商户积累，可以给用户提供基于其地理位置的、多样化的选择。抖音、小红书等平台虽然在内容场景上有较大的优势，但小红书本身并非本地生活服务平台，其探店、

分享等可能无法直接关联到本地商户进行消费，而抖音在低频业务上的合作商户亦十分有限。按照美团“婚纱摄影”、“全球旅拍”、“婚宴”、“婚纱礼服”、“健身中心”类目划分下每个类目的好评排序，检索其前十名商户在抖音上的覆盖情况（当平台上同时有商户 POI 和对应履约能力时视作覆盖），我们统计得到“全球旅拍”类目的十个商户中有 4 个被抖音覆盖，而“婚纱礼服”类目中前十名商户抖音无一覆盖，用户可能难以找到心仪而又方便前往的商家。2) 从履约环节看，对于抖音非合作商户，用户是被流量平台的内容种草后依然会在美团平台上完成交易，而即使是两者均覆盖的商户，美团的商家建设也要更加完善，类目介绍、商户联系、团购套餐、评价等一应俱全。

图 31：美团低频业务商户覆盖广度优于抖音



资料来源：美团 APP、抖音 APP、光大证券研究所整理，统计时间：2022-01-14

多样化活动提高商户曝光机会。对商户而言，美团作为聚集了多品类、大体量商户的平台，能够聚合商家开展活动，在提高用户体验的同时给予商家更多曝光机会。例如，美团为足疗按摩商户推出的会员折扣卡可以拓展至其他丽人类别，针对特定的品类可以开展相应的推广活动，帮助商户增加品牌曝光度及导流，如 1Q2019 美团财报显示在妇女节期间针对丽人商户举办的推广活动带来了该品类交易用户数和交易额的大幅增加。

表 6：美团举办丰富的平台活动精细化营销

活动名称	参与类目
完美七夕节	到店餐饮、旅游、美容、休闲娱乐等
2019 年亲子奇妙日	游乐、教育、摄影、亲子玩具等
完美季	休闲娱乐等

资料来源：公司公告、光大证券研究所

加强 UGC 内容建设，强化自身护城河。在大众点评 APP 的起始页上，美团提供了半个屏幕的页面用于展示达人探店、用户分享等相关内容，包含图片以及视频等多种形式。同时，2021 年 12 月 27 日，快手也宣布与美团达成了战略合作，而随着两者合作的加深，美团将受益于快手丰富的内容制作经验，进一步加强其内容场景的竞争能力。

图 32：大众点评提供 UGC 内容展示

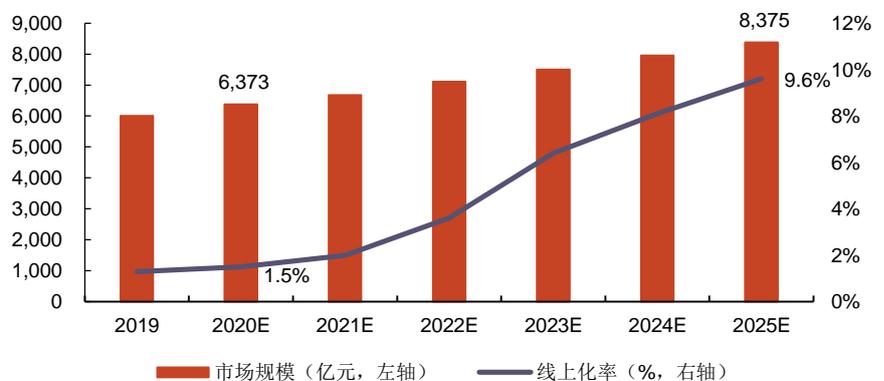


资料来源：大众点评、光大证券研究所

低频市场空间广阔，美团大有可为。低频消费大多为新兴消费，处于发展初期阶段，因此线上程度较低，无论是市场规模和线上渗透率都有较大提升空间。以生活美容行业为例，美团研究院数据显示，2020 年中国生活美容服务业的市场规模达到 6,373 亿元，但线上化率仅有 1.5%。美团研究院预测，到 2025 年该部分市场规模将达到 8,375 亿元，而线上化率将提升至 9.6%左右。此外，轰趴馆、剧本杀等新兴业态也愈发受到欢迎，仍有巨大空间。例如，艾媒数据显示，剧本杀行业 2019 年市场规模超过百亿元，达到 109.7 亿元，同比增长 68%，且 2020 年疫情影响下仍然实现同比 7% 的增长，市场规模达到 117.4 亿元。**相对高客单的消费具有更高的利润空间**，商户相比高频消费有更强的线上化意愿。低频消费商户面对的问题是获客较为困难，但单客利润较高，故其愿意付出更高的获客成本，即通过线上营销来进一步扩展客源，渗透天花板高于高频消费业务。

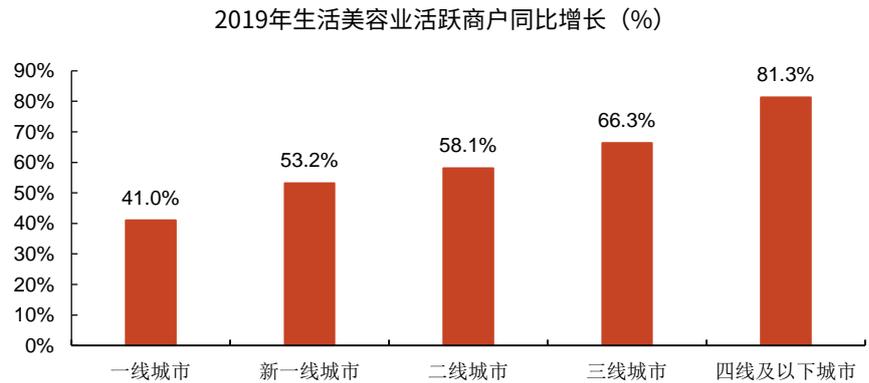
低频市场下沉趋势明显。从城市线级来看，美团平台数据显示，2019 年生活美容业的活跃商户数中，位于一线城市的活跃商户数同比增长 41%，位于新一线城市的活跃商户数同比增长 53.2%，位于二线城市的活跃商户数同比增长 58.1%，位于三线/四线及以下城市的活跃商户数同比增长 66.3%/81.3%。随着下沉城市人均可支配收入不断提升和消费升级大趋势，低线城市的相对新兴消费行业渗透率将有望进一步提升，对于美团来说，将跟随行业下沉步伐进一步开拓到综业务在下沉城市的发展空间。

图 33：生活美容业的线上化空间广阔



资料来源：美团研究院预测、光大证券研究所整理，报告时间：2020-11-22

图 34：低线城市生活美容业加速发展



资料来源：美团研究院、光大证券研究所

3、盈利预测与投资评级

我们维持对公司 2021/ 2022/ 2023 年 GAAP EPS 的预测值-3.88/-2.19/ -0.67 元。美团的到店业务护城河深厚，将持续为美团提供稳定利润，为美团拓展其他新业务提供稳定的基础，维持“买入”评级。

表 7：美团盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万)	97,529	114,795	184,363	256,495	338,096
营业收入增长率 (%)	50%	18%	61%	39%	32%
净利润 (百万)	2,236	4,708	-23,775	-13,417	-4,090
经调整净利润 (百万)	4,657	3,121	-19,605	-8,747	880
GAAP EPS (元人民币)	0.39	0.82	-3.88	-2.19	-0.67
经调整 EPS (元人民币)	0.81	0.54	-3.20	-1.43	0.14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-02-07，汇率按 1HKD=0.82CNY 换算

4、风险分析

宏观环境风险

本地生活业务，尤其是酒旅等业务受疫情影响较大，疫情反复可能会持续导致业务表现欠佳。

竞争风险

目前公司已成为本地生活服务绝对龙头，但不排除新进入者加大投入抢占市场导致竞争加剧。

新业务风险

目前公司新业务尚未盈利，未来将持续投入且竞争激烈，不排除未来投入继续增大导致进展低于预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,529	114,795	184,363	256,495	338,096
营业成本	65,208	80,744	135,210	182,340	237,822
营业毛利	32,320	34,050	49,154	74,154	100,274
销售及营销开支	18,819	20,883	49,886	69,564	81,821
研发开支	8,446	10,893	17,830	14,572	17,727
一般及行政开支	4,339	5,594	5,621	6,640	7,523
经营盈利/(亏损)	2,680	4,330	-24,734	-13,561	-3,636
除所得税之前盈利/(亏损)	2,762	4,438	-25,026	-14,124	-4,305
期间盈利/(亏损)	2,236	4,708	-23,775	-13,417	-4,090
经调整盈利/(亏损) 净额	4,657	3,121	-19,605	-8,747	880
公司权益持有人应占盈利	2,234	4,708	-23,773	-13,416	-4,090
年末股本总数	5,727	5,727	6,135	6,135	6,135
经调整 EPS (元)	0.81	0.54	-3.20	-1.43	0.14

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,574	8,475	-7,775	9,774	20,197
经营(所用)/所得现金	6,037	8,561	-700	16,051	21,574
已付所得税	-463	-86	-100	-100	-100
投资活动产生现金流	-10,175	-21,232	-15,118	-18,468	-20,962
购买物业、厂房及设备	-2,985	-11,223	-519	-1,399	-1,747
业务合并付款(扣除已购入现金)	-1,366	-27	-	-	-
购买短期投资	-	-	-1,001	-	-
收购按公允价值计量的投资	-141	-2,367	-319	-	-
出售按公允价值计量的投资之所得	-	-	3,000	3,000	3,000
已收利息收益	1,316	-	1,474	1,621	1,783
融资活动产生现金流	1,114	17,418	3,641	3,153	2,790
借款净流入	1,390	5,451	1,605	2,500	2,500
发行普通股所得款项净额	-	-	-	-	-
购回普通股	-	-	-	-	-
净现金流	-3,486	4,661	-19,252	-5,541	2,025

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.14%	29.66%	26.66%	28.91%	29.66%
EBITDA 率	2.83%	3.87%	-13.57%	-5.51%	-1.27%
税后净利润率(归属母公司)	2.29%	4.10%	-12.90%	-5.23%	-1.21%
ROA	1.69%	2.83%	-13.88%	-7.28%	-1.96%
ROE(摊薄)	2.43%	4.82%	-32.19%	-22.20%	-7.26%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30.27%	41.39%	56.88%	67.22%	72.93%
流动比率	2.24	1.73	1.46	1.47	1.48
速动比率	0.47	0.26	0.25	0.22	0.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	132,013	166,575	171,295	184,370	208,151
流动资产	82,135	88,306	85,350	96,580	117,783
存货	275	466	553	769	1,014
贸易应收款项	677	1,031	1,656	2,052	2,705
预付款项、按金及其他资	9,591	12,940	20,782	28,913	38,112
短期投资	3,553	6,395	9,218	11,542	13,524
现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	-2,159	-7,700
非流动资产合计	49,878	78,269	85,945	87,791	90,368
物业、厂房及设备	5,376	13,917	22,345	24,773	27,753
无形资产	32,700	31,676	30,925	30,342	29,940
按公允价值计量且其变动	7,166	10,257	10,257	10,257	10,257
总负债	39,959	68,941	97,436	123,929	151,800
流动负债	36,593	51,148	78,825	104,489	131,551
贸易应付款项	6,766	11,967	18,436	25,649	33,810
应付商户款项	7,495	9,415	15,121	19,754	24,348
交易用户预付款	3,856	4,308	6,463	8,107	9,681
交易用户按金	2,492	2,222	3,539	4,729	6,043
其他应付款项及应计费用	7,237	10,557	16,771	23,076	30,079
借款	3,553	6,395	9,218	11,542	13,524
递延收入	4,567	5,053	8,047	10,400	12,836
非流动负债合计	3,366	17,793	18,610	19,440	20,248
递延税项负债	1,388	756	756	756	756
递延收入	389	167	167	167	167
可转换可赎回优先股	-	-	-	-	-
总权益	92,054	97,635	73,859	60,442	56,352
股本	-	-	-	-	-
股份溢价	260,360	263,155	263,155	263,155	263,155
累计亏损	-163,801	-159,201	-182,973	-196,389	-200,479
贵公司权益持有人应占权	92,112	97,693	73,920	60,504	56,414
非控股权益	-58	-59	-61	-62	-63

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售及营销开支	19.30%	18.19%	27.06%	27.12%	24.20%
研发开支	8.66%	9.49%	9.67%	5.68%	5.24%
一般及行政开支	4.45%	4.87%	3.05%	2.59%	2.23%

每股指标 (元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS	0.39	0.82	-3.88	-2.19	-0.67
每股经营现金流	0.91	1.38	-1.27	1.59	3.29
每股净资产	23.05	29.09	27.92	30.05	33.93
每股销售收入	17.03	20.04	30.05	41.81	55.11

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE