



Research and
Development Center

本地生活的“搜索引擎”，“三条曲线”连接过去与未来

— 美团-W (3690.HK) 深度报告

冯翠婷 传媒互联网及海外
首席分析师
执业编号：S1500522010001
联系电话：17317141123
邮箱：
fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

美团-W (3690. HK)

投资评级 买入

上次评级 无

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

美团-W (3690. HK): 本地生活的“搜索引擎”, “三条曲线”连接过去与未来

2022 年 04 月 06 日

内容提要:

投资要点: 美团以自有的即时配送网络为基础, 构建了一个本地生活服务领域的综合性大平台。公司各业务增长空间明确, 外卖、到店等业务竞争优势明显, 生鲜零售等新业务快速成长, 主营业务盈利能力正处于迅速释放期, 团队战略和执行能力均属一流, 是互联网行业长期值得关注的头部平台型企业。

商业模式与众不同, 竞争格局独一无二。 美团建立了一个将用户、商户和骑手通过高频次交易连接起来的“三边网络”, 并在区域市场中充分体现了网络效应的优势; 同时, 美团通过两级商业“闭环”深度绑定消费者和商家的各类需求, 在一个平台实现了多种需求的“交叉销售”。在餐饮外卖、到店两大赛道中, 美团拥有显著的竞争优势, 持续多年保持领先份额。

外卖业务仍具有广阔空间, 盈利能力将继续释放。 我们从总量渗透和因子拆分两个角度测算, 均得出餐饮外卖行业 2025 年仍有 2 万亿以上空间; 同时, 尽管存在疫情纾困措施、骑手社保覆盖等短期影响, 我们认为餐饮外卖业务长期的盈利前景仍然清晰。

到店及酒旅业务竞争优势明显, 新服务业态带动整体增长。 我们认为美团到店业务在用户创作内容、商户资源、用户心智、营销效率方面均具有明显优势, 同时酒店业务凭借平台和费率优势将进一步提升份额。预计到店酒旅业务将在新兴的服务业态带动下保持稳定成长, 同时利润率维持在较高水平。

“3+1”布局实物电商, “零售+科技”开启下一个 10 年。 美团已将视线转移到规模 10 万亿以上的生鲜和快消品零售市场, 通过买菜、闪购、优选、团好货等多种业态全方位布局。我们认为闪购和优选业务均具有可行的商业模式和广阔的市场空间, 将成为美团在新零售领域的战略重点。

盈利预测和估值: 我们预计美团在 22/23/24 年的营业收入为 2286/3002/3834 亿元, 同比增长 27.6%/31.3%/27.7%; Non-GAAP 归母净利润为-82.4/128/351 亿元, 同比增长-47.1%/+155.3%/+174.8%。我们按照分部加总方法 (SOTP) 对美团进行估值, 计算出美团 2025 年的目标市值为 2.17 万亿元人民币/2.67 万亿元港币, 对应 2025 年港股目标价为 434 港元。

投资建议: 我们认为美团作为本地生活领域的综合性大平台, 将持续受益行业增长与自身竞争优势。长期来看, 我们预计外卖业务仍将保持中速增长, 且盈利能力继续提升; 到店业务将保持中高速的增长和稳定的利润率; 新业务将随着商业模型优化持续减亏, 带动公司整体盈利能力不断增强。我们对美团给予“买入”评级, 目标价 434 港元, 予以重点推荐。

风险因素: 外卖业务增速放缓; 外卖业务盈利能力因监管受到压制; 到店酒旅业务受到疫情持续影响; 到店业务部分品类增速放缓; 新业务亏损规模扩大; 社区团购监管风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	114,794	179,128	228,597	300,233	383,412
增长率 YoY %	17.7%	56.0%	27.6%	31.3%	27.7%
归属母公司净利润 (百万元)	3,121	-15,571	-8,244	12,769	35,087
增长率 YoY%	3.2%	-599.0%	-47.1%	155.3%	174.8%
毛利率%	31.0%	32.6%	31.9%	31.8%	33.6%
净资产收益率ROE%	4.96%	-23.39%	-11.20%	11.05%	30.05%
EPS(摊薄)(元)	0.52	(2.58)	(1.37)	2.11	5.81
市盈率 P/E(倍)	163.79	-	-	76.57	22.89
市净率 P/B(倍)	5.91	15.12	6.40	6.20	6.00

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 04 日收盘价

1. 公司概况	7
1.1. 公司简介和发展历程	7
1.2. 股权结构和董事会、高级管理人员	8
1.3. 创始人和管理团队分析：一流战略+一流执行	10
1.3.1. 战略眼光：前瞻性把握新生的市场机会，屡次实现“后发先至”	10
1.3.2. 执行能力：精细化运营+数字技术，高效管理全国线下团队	11
1.4. 三大主营业务介绍：业务简介及财务表现	13
1.4.1. 整体财务表现	13
1.4.2. 餐饮外卖业务：中国最大的餐饮外卖平台	14
1.4.3. 到店、酒店及旅游业务：深入人心的本地生活导购平台	16
1.4.4. 新业务：以“零售”为主轴，“无边界”的探索	19
1.5. 用户和商户	20
1.6. 美团的商业模式：独特的网络效应和商业闭环	21
1.6.1. 独特的三边网络	21
1.6.2. 两级交易闭环	22
2. 餐饮外卖业务分析	24
2.1. 行业空间：预计 2025 年行业 GTV 规模达到 2.3 万亿	24
2.1.1. 行业现状：万亿餐饮外卖市场	24
2.1.2. 总量渗透的角度：替代线下餐饮和在家做饭需求	24
2.1.3. 因子拆分的角度：用户、频次、客单价均有空间	26
2.2. 行业竞争格局和美团的核心竞争力	31
2.2.1. 美团和饿了么的历史竞争回顾	31
2.2.2. 市场份额数据	32
2.2.3. 美团外卖的核心竞争力分析	33
2.3. 外卖业务的盈利模式和影响外卖盈利弹性的因素分析	35
2.3.1. 外卖业务的盈利模式	35
2.3.2. 影响美团外卖盈利能力的各种因素分析	36
2.4. 美团外卖业务整体的业绩预测	40
3. 到店、酒店及旅游业务分析	42
3.1. 到店酒旅业务的商业模式	42
3.2. 到店业务分析	43
3.2.1. 到店业务的行业空间	43
3.2.2. 到店业务的竞争格局	44
3.2.3. 美团到店业务的核心竞争力	46
3.3. 酒店及旅游业务竞争分析	47
3.3.1. 酒店 OTA 业务的行业空间	47
3.3.2. 美团酒店业务的发展趋势和竞争策略	49
3.4. 到店、酒店及旅游业务盈利预测：增速稳定，利润率缓慢上升	49
4. 新业务：“零售+科技”面向未来 10 年	51
4.1. 生鲜和快消品电商（以下简称“新零售”）：美团的第三增长曲线	51
4.2. 新零售市场的行业空间	51
4.2.1. 新零售当前的主要业态	52
4.3. 美团新零售：“三驾马车”布局 10 万亿蓝海市场	53
4.3.1. 美团新零售业务的整体布局	53
4.3.2. 美团买菜：前置仓业务	55
4.3.3. 美团闪购：即时零售	56
4.3.4. 美团优选（社区团购）：美团新零售战略的核心	57
4.4. 美团优选的发展未来业绩预测	65
4.5. 新业务的整体财务预测：社区团购盈利能力改善带来整体减亏	65
5. 盈利预测	66
6. 估值	68
6.1. 绝对估值：分部估值对应目标市值 1.52 万亿元人民币	68
6.2. 相对估值：处于历史低位和同行中位水平	69
7. 总结	71

表 目 录

表 1: 美团高管成员介绍.....	9
表 2: 王兴的“四纵三横”理论.....	10
表 3: 美团多次实现了新业务的“后发先至”.....	11
表 4: 美团外卖业务财务表现（单位：百万元）.....	16
表 5: 美团到店及酒旅业务的财务表现（单位：百万元）.....	19
表 6: 美团新业务的财务表现（单位：百万元）.....	20
表 7: 餐饮外卖行业市场空间测算：总量渗透的角度.....	25
表 8: 美团外卖和外卖行业市场空间测算：因子拆分的角度.....	30
表 9: 美团和饿了么部分城市销售额份额对比（2019）.....	32
表 10: 美团响应发改委文件推出的商家纾困措施.....	37
表 11: 社保覆盖对美团外卖单均配送成本的影响.....	40
表 12: 美团外卖业务的整体业绩预测.....	41
表 13: 美团到店及酒旅业务的整体业绩预测.....	49
表 14: 美团的三条“增长曲线”.....	51
表 15: 生鲜和快消品线上化市场空间测算：2025 年分别可达 2.7/4.5 万亿元.....	52
表 16: 社区团购的 UE 模型及改善逻辑.....	61
表 17: 2025 年社区团购行业市场空间测算.....	62
表 18: 美团新业务的整体业绩预测（单位：百万元）.....	65
表 19: 美团整体业绩预测.....	66
表 20: 美团 SOTP 估值.....	68
表 21: 美团同业估值比较.....	69

图 目 录

图 1: 美团发展大事记.....	7
图 2: 美团业务地图.....	8
图 3: 美团股权架构（截止 2021 年 6 月 30 日）.....	8
图 4: 美团最新组织架构调整（2021 年 9 月）.....	10
图 5: 美团骑手的规章制度.....	12
图 6: 美团“超脑”AI 配送系统简介.....	12
图 7: “超脑系统”推出后，外卖订单配送时长持续下降.....	13
图 8: 美团的整体收入及增速，以及 Non-GAAP 净利润（单位：百万元）.....	13
图 9: 美团分业务收入及增速（单位：百万元）.....	14
图 10: 美团分业务营业利润及利润率（单位：百万元）.....	14
图 11: 外卖行业市场份额变化（截至 2020Q2）.....	15
图 12: 美团外卖业务：日均订单量和年交易额及增速.....	15
图 13: 美团到店业务：团购券、在线营销（美食榜）.....	17
图 14: 美团酒店及旅游业务：酒店预订、车票预订、景区门票.....	18
图 15: 美团部分新业务：共享单车、打车、跑腿、金融支付.....	20
图 16: 美团的年交易用户数和年活跃商户数（百万）.....	21
图 17: 美团的“三边网络”效应.....	22

图 18: 美团的第一级闭环: 到店+到家	22
图 19: 美团的第二级闭环: toC+toB	23
图 20: 餐饮外卖行业市场规模 (亿元)	24
图 21: 社会零售品总额中的餐饮市场规模及增速 (亿元)	25
图 22: 美团外卖用户画像	26
图 23: 单身人群和年轻世代是外卖行业的主要消费者	27
图 24: 日本食物外部化中外卖的比例持续提高	27
图 25: 美团老用户的交易频次不断提升	28
图 26: 美团外卖订单的城市线分布, 以及不同城市线的订单量和用户数增速	29
图 27: 美团外卖客单价变化, 2020 年疫情后跃升明显 (单位: 元)	29
图 28: 美团外卖订单各品类占比、各时间段订单增速	30
图 29: 阿里本地生活两届负责人上任时的内部信对比	31
图 30: 外卖行业市场份额变化 (截至 2020Q1)	32
图 31: 美团系 App 和饿了么用户数对比	33
图 32: 美团和饿了么商家 DAU 对比	33
图 33: 美团外卖的核心竞争力: 履约环节的独占性	34
图 34: 美团外卖的核心竞争力: 本地化的交易网络	35
图 35: 美团平台的商户收费拆分	35
图 36: 典型一单美团外卖的收入环节分配 (元)	36
图 37: 美团外卖业务 take rate 构成	37
图 38: 美团外卖单均配送成本的变化 (元)	38
图 39: 外卖小哥日均配送单量和单均收入的关系	38
图 40: 美团外卖营业费用拆分, 2020 年前费用率持续下降 (单位: 百万元)	40
图 41: 美团到店及酒旅业务 take rate 拆分	42
图 42: 中国医美行业规模及增速 (单位: 十亿元)	43
图 43: 中国剧本杀行业规模及增速 (单位: 亿元)	44
图 44: 美团到店业务在用户心智和使用率上占据绝对优势	44
图 45: 支付宝-口碑的到店业务	45
图 46: 抖音的到店业务	46
图 47: 中国酒店在线预订行业交易规模及增速 (单位: 亿元)	47
图 48: 中国酒店 OTA 行业的竞争格局	47
图 49: 美团酒店业务和竞争对手的对比	48
图 50: 美团酒店间夜量情况 (季度)	48
图 51: 百花齐放的新零售业态	52
图 52: 美团新零售“三驾马车”	54
图 53: 美团新零售业务多业态布局: 美团买菜、美团闪购、美团优选、团好货	54
图 54: 美团买菜业务环节: 前置仓 (外部、内部)、骑手 (2020 年 8 月, 广东深圳)	56
图 55: 美团闪购 (即时零售) 2021 年主要数据	57
图 56: 社区团购业务环节示意图	59
图 57: 社区团购的履约体系	59
图 58: 社区团购的履约体系实拍 (美团优选, 2020 年 11 月, 江西南昌)	60
图 59: 社区团购 GMV 排名前 100 的品类分布 (2021.04)	61
图 60: 社区团购行业竞争现状 (2021 年底)	62
图 61: 社区团购受到人民日报表扬; 美团优选央视广告	65
图 62: 美团相对估值处在历史较低分位	69

1. 公司概况

1.1. 公司简介和发展历程

美团由王兴创建于2010年，是他继校内网、饭否网、海内网之后的又一个创业项目，起初聚焦于实物团购领域，后转向服务团购。作为“千团大战”的幸存者，美团在十几年的发展中不断扩大自己的业务边界，先后进入电影票预订、酒店预订、餐饮外卖、共享出行、生鲜零售等领域，成为汇聚众多业务形态的本地生活综合性大平台。2015年11月美团与大众点评宣布合并，结束了团购领域的激战；2018年，美团点评在港交所上市（股票代码：3690.HK）。截止2021Q4，美团已经成为一个年交易用户达6.91亿，活跃商家数达880万，外卖日均单量达到4250万的庞大经济体。

图1：美团发展大事记

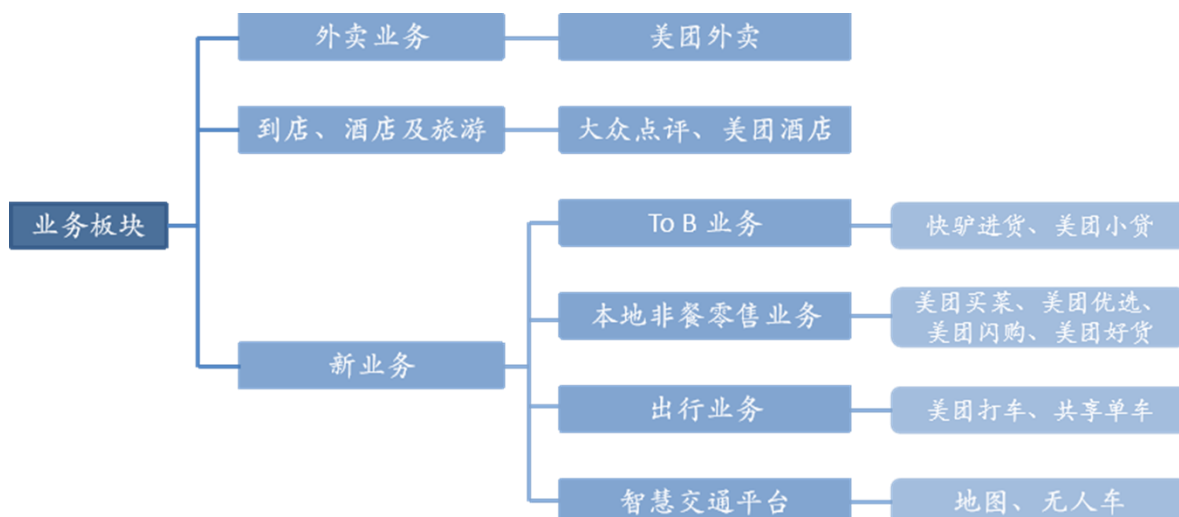


资料来源：美团公司官网，信达证券研发中心

美团的使命是“帮大家吃得更好，生活更好”。作为一家生活服务电子商务平台，公司的战略由“Food +Platform”迭代为“零售+科技”，从餐饮和生活服务领域向实物电商领域推进。公司通过科技创新，建立综合性的互联网平台，通过数字技术连接商家和消费者的供给和需求，实现大规模的交易匹配。

美团目前的业务可以划分为3大板块：餐饮外卖；到店、酒店及旅游；新业务。在餐饮外卖领域，“美团”几乎已经成为餐饮外卖的代名词，在全国绝大多数城市占据领先份额；在到店领域，美团+大众点评已成为线下餐饮、休闲、美容、婚庆等行业最重要的线上营销平台，积累了基于地理位置信息服务（LBS）的涵盖丰富、历史悠久的店铺目录和点评内容；在酒店、旅游市场，美团和携程、同程艺龙等平台展开差异化竞争，从低线市场切入，份额持续提升；在生鲜和快消品电商（“新零售”）领域，美团全面布局、大胆探索，推出了“美团买菜”（前置仓）、“美团闪购”（O2O 到家配送）、“美团优选”（社区团购）等多种业态的服务；此外，美团还在共享出行、餐饮供应链、餐饮 SaaS、金融服务等领域广泛布局，成为一个横跨消费者服务和企业服务众多赛道的超级平台。

图 2：美团业务地图

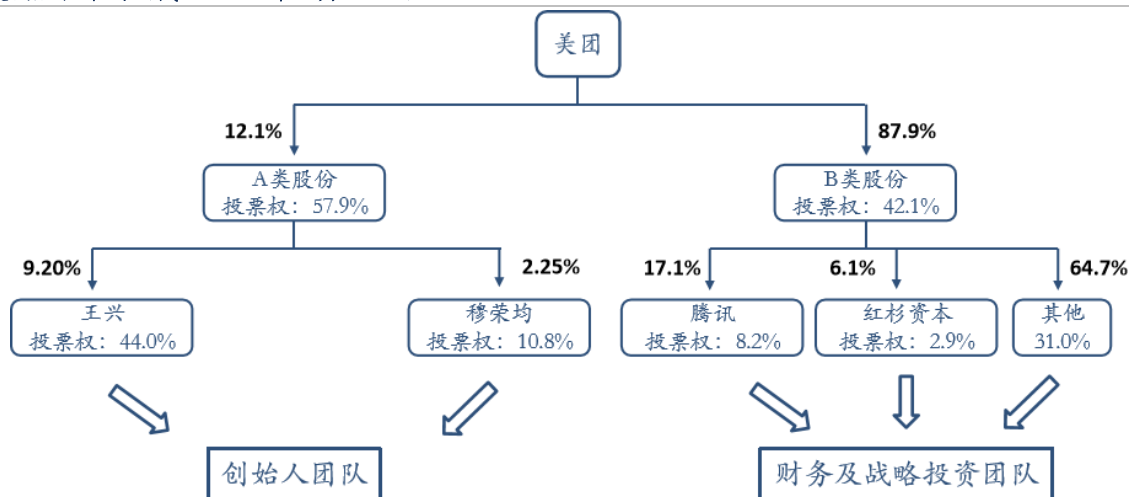


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2. 股权结构和董事会、高级管理人员

美团实行“同股不同权”的架构，王兴、穆荣均、王慧文三位创始人进入董事会，合计持有 12.1% 的 A 类股份（1 股对应 10 票投票权），而腾讯、红杉资本等机构投资者持有 B 类股份（1 股对应 1 票投票权）。公司前三大股东分别为腾讯（17.1%）、王兴（9.2%）和红杉资本（6.1%），但创始人王兴实际掌握的投票权占比为 44.0%，公司创始人合计的投票权占比为 57.9%，拥有公司的绝对控制权。

图 3：美团股权架构（截止 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司高管成员多为跟随王兴创业的元老，其中王慧文已于 2020 年 12 月退休，陈亮预计也即将淡出一线管理。2021 年 9 月美团将战略更新为“零售+科技”，并进行了新一轮的组织架构调整：到家、到店事业群分别仍由张川、王莆中负责，但把优选、快驴、买菜等零售类业务整合成事业部，由陈亮统一负责，郭万怀协助陈亮管理，并成立了零售业务的 5 人特别小组（王兴、王莆中、陈亮、郭万怀、李树斌），表明了公司高层以零售业务为下一阶段战略

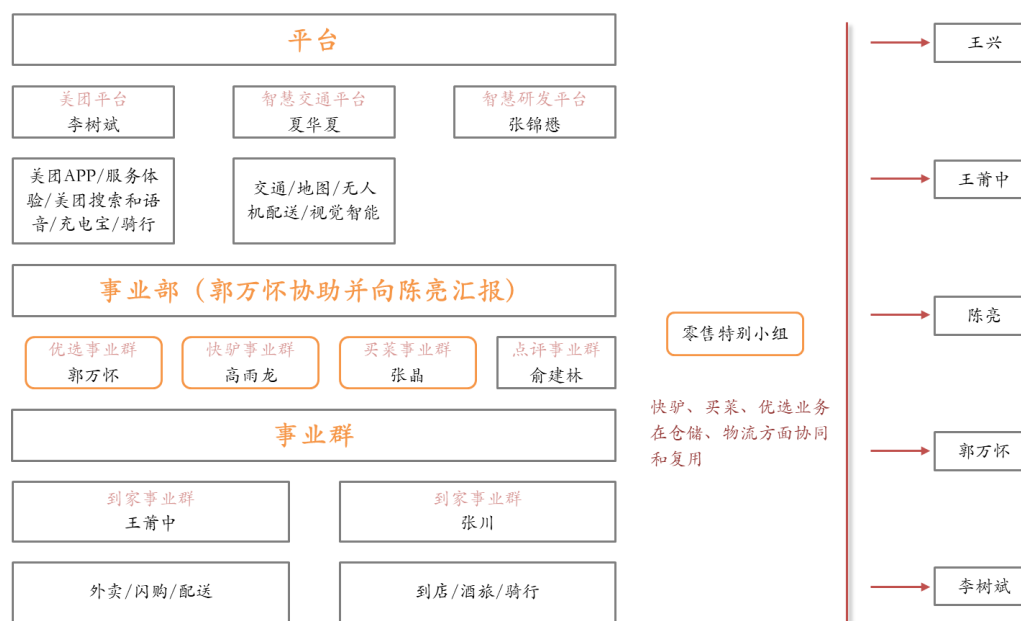
重点的决心。

表 1：美团高管成员介绍

姓名	职务	出生年份	简介
王兴	首席执行官	1979	王兴，联合创始人、执行董事、首席执行官兼董事会主席。王兴全面负责公司的战略、文化及经营并领导高级管理团队。王兴于 2010 年创立美团网(meituan.com)，目前担任本公司多家附属公司、综合联属实体及经营实体的董事。在创立美团之前，他于 2005 年 12 月参与创立了校内网(xiaonei.com)，并于 2005 年 12 月至 2007 年 4 月担任首席执行官。又于 2007 年 5 月参与创立了饭否网(fanfou.com)，并于 2007 年 5 月至 2009 年 7 月期间负责该公司的管理及经营。王兴于 2001 年 7 月获得中国清华大学电子工程学士学位，并于 2005 年 1 月获美国特拉华大学电子工程硕士学位。
陈少晖	首席财务官,高级副总裁	1981	陈少晖，本公司首席财务官兼高级副总裁，负责本公司的财务、战略规划、投资及资本市场活动。于 2014 年 11 月加入美团之前，陈少晖于 2004 年 6 月至 2005 年 10 月担任科尔尼管理咨询公司分析师、于 2005 年 10 月至 2008 年 8 月担任美国中经合集团投资经理及于 2011 年 1 月至 2014 年 10 月担任腾讯投资执行董事。
陈亮	高级副总裁	1980	陈亮，高级副总裁，负责监督本公司的食品零售业务。于 2011 年 1 月加入本公司之前，陈亮曾于 2002 年 8 月至 2004 年 11 月担任广州通信研究所的软件工程师，并于 2004 年 11 月至 2005 年 12 月担任深圳天时通科技有限公司首席技术官。
穆荣均	高级副总裁	1980	穆荣均，本公司联合创始人、执行董事兼高级副总裁，负责本公司的金融服务及公司事务。在共同创办美团之前，他曾于 2005 年 7 月至 2007 年 5 月在百度公司担任高级软件工程师及项目经理。
王慧文	高级副总裁	1979	王慧文，本公司联合创始人、执行董事兼高级副总裁，负责本公司的即时配送及部分新业务。已于 2020 年 12 月退出本公司的日常管理事务，但将继续履行董事职务并致力于本公司的战略规划、组织发展和人才发展。
张川	高级副总裁	1976	张川，高级副总裁，负责监督本公司的到店服务业务。于 2017 年 1 月加入本公司前，张川于 1997 年 9 月至 2005 年担任教育部信息中心开发经理、于 2005 年 5 月至 2006 年 8 月担任用友软件股份有限公司高级产品经理、于 2006 年 8 月至 2011 年 10 月担任百度公司产品总监，及于 2011 年 10 月至 2016 年 12 月担任 58 同城执行副总裁。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：美团最新组织架构调整（2021 年 9 月）



资料来源：公众号“晚点LatePost”，信达证券研发中心

1.3. 创始人和管理团队分析：一流战略+一流执行

1.3.1. 战略眼光：前瞻性把握新生的市场机会，屡次实现“后发先至”

美团创始人王兴毕业于清华大学计算机系，多年的创业经历使他对互联网行业有着丰富的经验和长期的思考。他对行业有着独特的战略洞察能力，非常善于发现空白市场的早期机会。在移动互联网的初期阶段，王兴按照行业赛道和产业浪潮将当时的互联网行业进行了划分，提出了“四纵三横”理论（表 2），从而发现了移动商务端存在的巨大机会，即基于本地位置服务（LBS）的消费团购市场。

表 2：王兴的“四纵三横”理论

用户需求的发展方向

技术变革的方向	资讯	交流	娱乐	商务
Web1.0 搜索	Yahoo/Google/Baidu	MSN/QQ	百度 mp3 搜索/17173/盛大	阿里/淘宝
Web2.0 社交	Twitter/微博	Facebook/人人	Zynga/开心网	美丽说/蘑菇街/P2P
Web3.0 移动	Flipboard/Zaker/今日头条	微信/Line	手游	美团/点评/Apple Pay

资料来源：《九败一胜：美团创始人王兴创业十年》，信达证券研发中心

除了王兴、王慧文等拥有卓越战略眼光的高管之外，作为横跨众多行业的综合性平台，美团内部还拥有一支精干的商业分析团队，日常收集和分析各个行业的新变化，持续跟踪市场涌现出的新机会，并积极进行深入的实地调研，寻找每一个可能诞生机会的业务领域。

美团的战略前瞻性突出体现在曾经多次实现了新业务的“后发先至”，即在竞争对手已经取得一定优势的情况下发现更大的空白市场，并果断投入资源抢先布局，从而实现业务规模的

反超。典型案例包括：

- 2013-2016 年，在外卖行业的早期阶段中，王慧文等高管率先发现了当时尚属空白的二、三线城市场和白领人群市场，并主动出击大规模布局，从而在 2018 年实现了对饿了么市场份额的反超；
- 在社区团购领域，美团曾花了 1 年时间深入调研、“谋定后动”，从而在 2020 年完成了美团优选的“千城计划”，完成了全国绝大部分县市的布局，进而拥有了处于行业前 2 名的日件单量和交易额，大幅领先兴盛优选等行业先驱。

表 3：美团多次实现了新业务的“后发先至”

美团业务	团购	电影	酒旅	外卖	生鲜零售	社区团购
先行者（创建年份）	大众点评（2003）、拉手（2010）	格瓦拉（2009）	携程（1999）	饿了么（2008）	每日优鲜（2014）、叮咚买菜（2017）	兴盛优选（2017）
美团策略	“千团大战”保住现金流，剩者为王	美团平台孵化出猫眼	率先布局低线、低星酒店市场	率先布局低线、白领市场	小象生鲜、美团买菜开始探索	谋定后动，美团优选 1 年内完成千城布局
结果	在“千团大战”中胜出，2015 年与大众点评合并，成为行业龙头	猫眼电影成为电影票预订行业龙头，并独立上市发展	2017 年起间夜量超过携程	2018 年起份额稳定在 60% 以上	美团买菜、美团闪购布局高线市场	美团优选暂居社区团购行业龙头
频次	中频可选	中频可选	低频可选	高频刚需	高频刚需	高频刚需
增长曲线	第一曲线：到店团购			第二曲线：“吃+平台”	第三曲线：“零售+科技”	

资料来源：信达证券研发中心

1.3.2. 执行能力：精细化运营+数字技术，高效管理全国线下团队

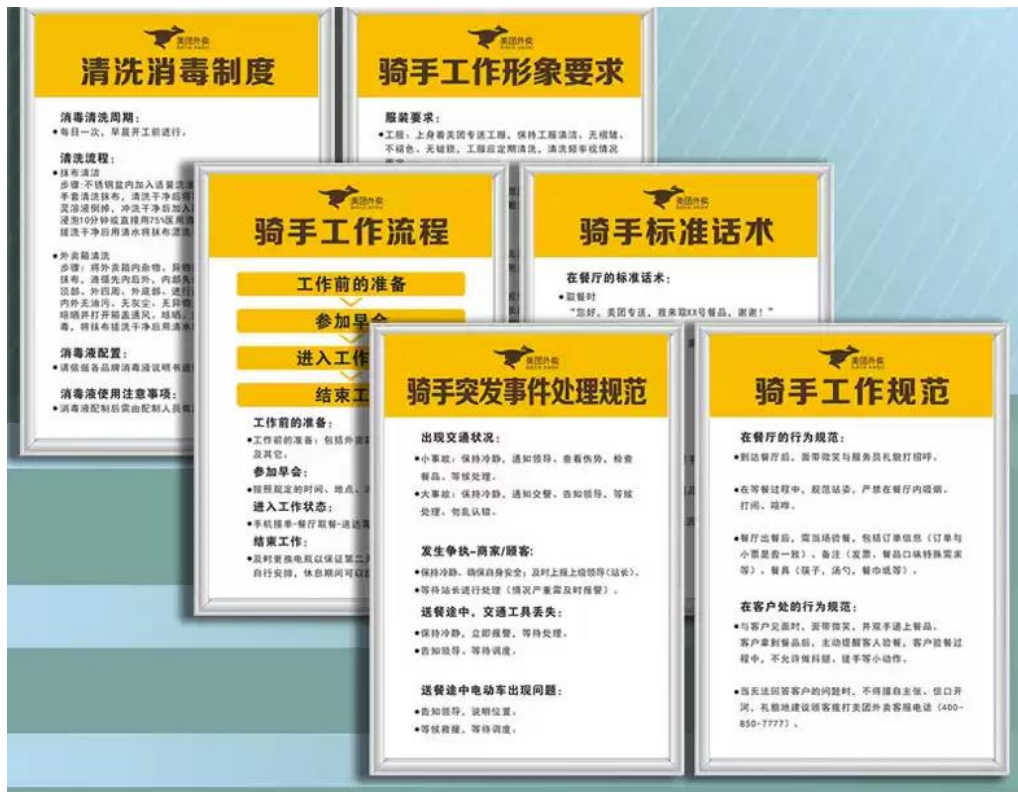
美团早期由于王兴团队的“社交网络”基因，创业团队的能力比较偏重线上产品，对线下的商务环节并不熟悉。在“千团大战”中，王兴引进了出身阿里“中供铁军”的干嘉伟作为首席运营官（COO），从而大大改变了线下商务团队的运营水平和执行效率，使得美团的地推团队也成为了一支“铁军”。此后，这种线下运营能力又突出体现在餐饮外卖、共享单车、社区团购等业务之中，使得美团成为了互联网公司中少有的能够运营好多个庞大线下业务的企业。

美团对线下团队进行管理，主要依靠精细化运营和数字技术两大手段：运用严格的规章制度对团队进行精细化的、量化的管理；以及超前布局和使用数字技术提升业务效率。

以餐饮外卖业务为例，在精细化运营方面，美团对于外卖骑手和代理团队制定了非常严格的规章制度，进行了有效的绩效管理，同时关注到了很多细节（见图 5）。

在数字技术方面，在外卖行业早期的 2016 年，外卖订单的分配机制问题仍然严重制约着骑手的配送效率。在竞争对手的骑手还在使用微信群抢单的时候，美团引入了来自百度的 AI 技术专家何仁清，成功搭建了一套大数据和 AI 驱动的配送系统——“超脑”系统，实现了对地理信息的精确测量和建模，以及骑手派单的算法优化，不仅解决了每日上千万订单的高并发分派问题，而且使得骑手派单系统的算法和效率持续优化。“超脑”系统上线以来，数字技术的运用使得外卖骑手配送系统的规模效应充分显现，外卖订单的单均配送时长持续下降。

图 5：美团骑手的规章制度



资料来源：淘宝网“博艺淘办公专营店”，信达证券研发中心

图 6：美团“超脑”AI 配送系统简介

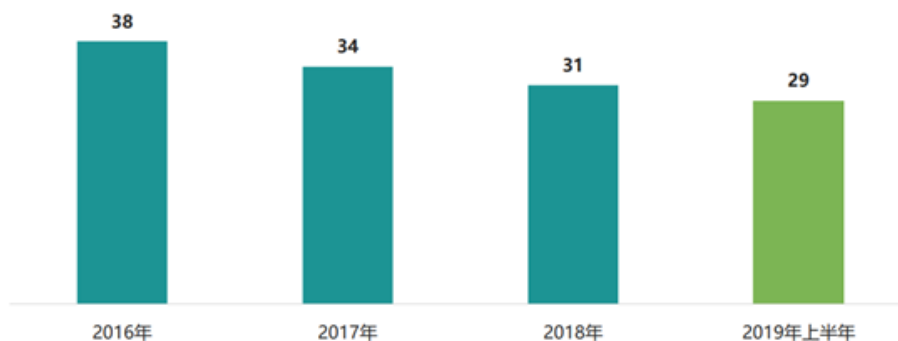


资料来源：微信公众号“AI 前线”，信达证券研发中心

图 7：“超脑系统”推出后，外卖订单配送时长持续下降

外卖订单配送效率不断提高，2019年上半年配送时长29分钟

2016年-2019年上半年外卖订单平均配送时长（单位：分钟）



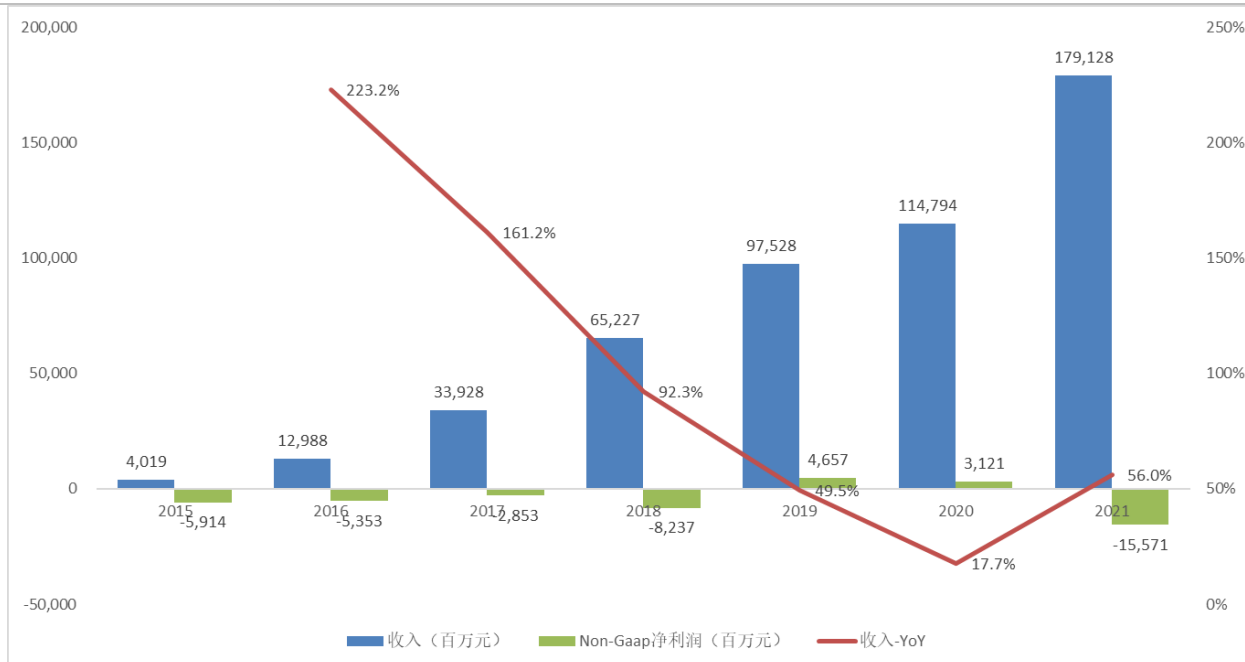
资料来源：Trustdata，信达证券研发中心

1.4. 三大主营业务介绍：业务简介及财务表现

1.4.1. 整体财务表现

美团近几年整体的收入和利润表现情况如图 8，可以看出，除了 2020 年因新冠疫情受到重大影响外，美团的整体收入呈现快速增长态势；但整体盈利情况波动较大。

图 8：美团的整体收入及增速，以及 Non-GAAP 净利润（单位：百万元）

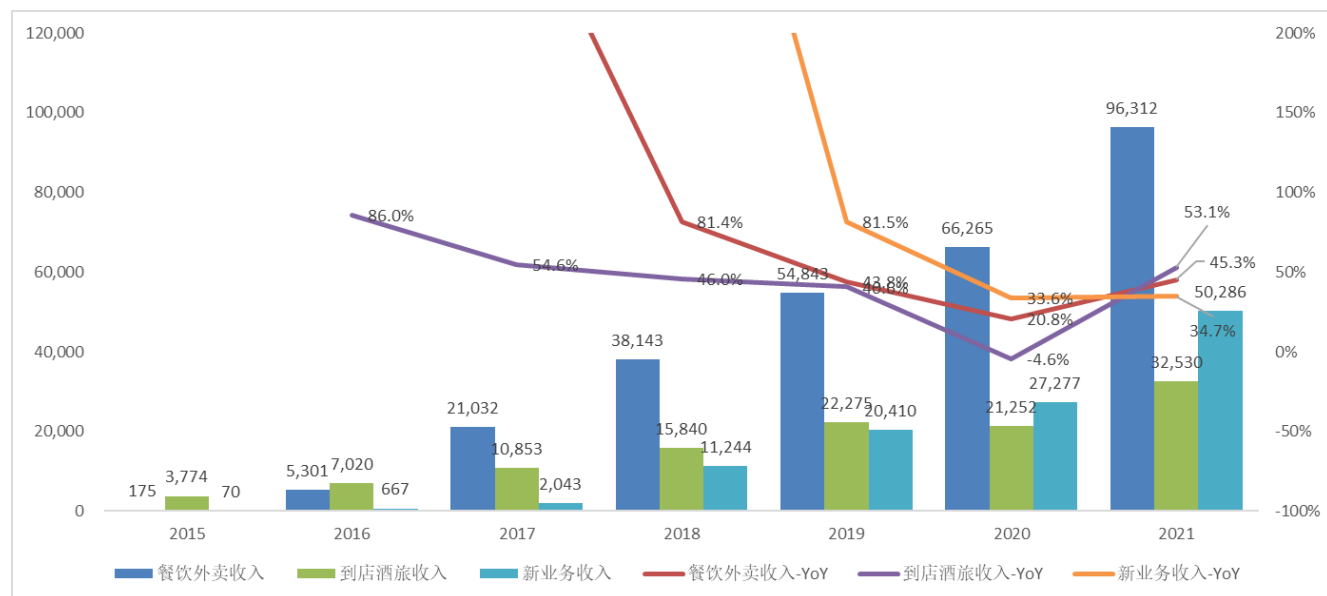


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



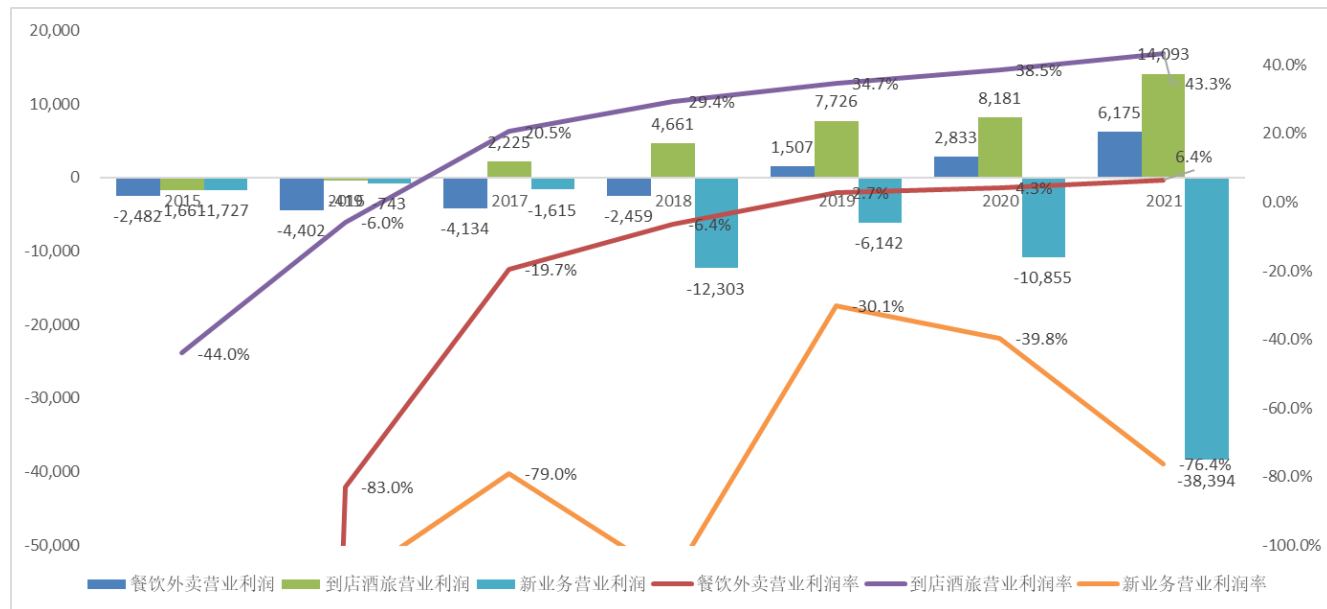
由于业务属性和发展阶段不同，美团的三大业务板块在收入和盈利情况上有很大的不同。其中外卖业务随着规模的增长和竞争优势的确立，已经由亏转盈，进入利润释放阶段；到店业务作为美团最早成熟也优势最大的业务，利润率高且稳定，为集团持续贡献现金流；新业务在不同时期向不同的业务方向探索，整体呈现亏损状态，且亏损随着 2020 年以来对社区团购的大举投入持续扩大。不同业务的不同盈亏情况造成美团整体的盈利水平波动较大。

图 9：美团分业务收入及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：美团分业务营业利润及利润率（单位：百万元）



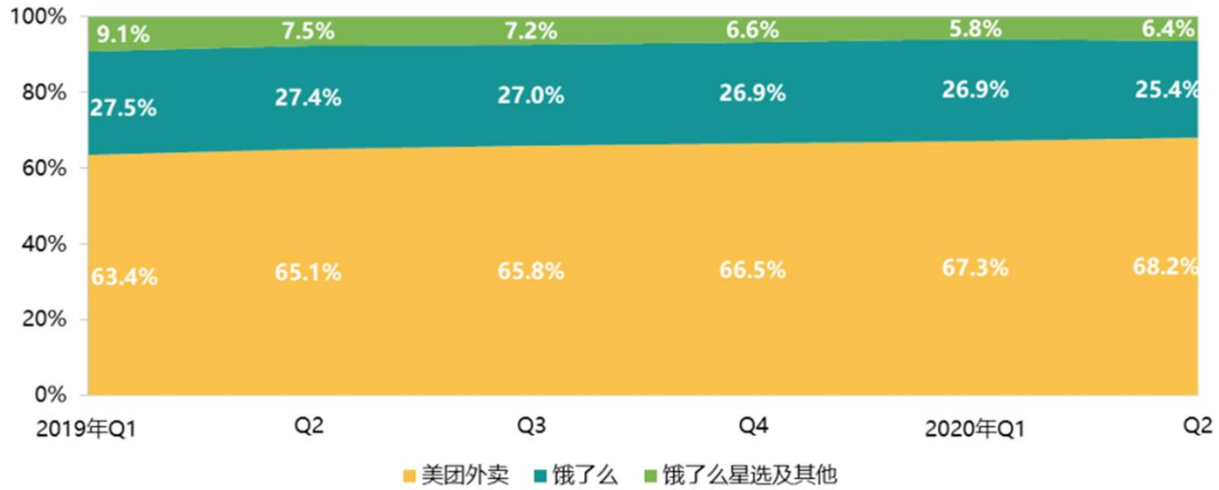
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.4.2. 餐饮外卖业务：中国最大的餐饮外卖平台

美团的餐饮外卖业务起步于 2015 年，当时的决策团队看到了外卖行业潜在的巨大机会和竞争对手尚未占据的广大空白市场，果断向外卖领域重兵投入。依托团购业务在低线市场建立

的 BD 和商户资源优势，美团外卖迅速扩大市场，实现了业务规模的反超。经过多年的激烈竞争，美团外卖业务逐渐超越饿了么、百度糯米等竞争对手，牢牢占据了市场优势份额。

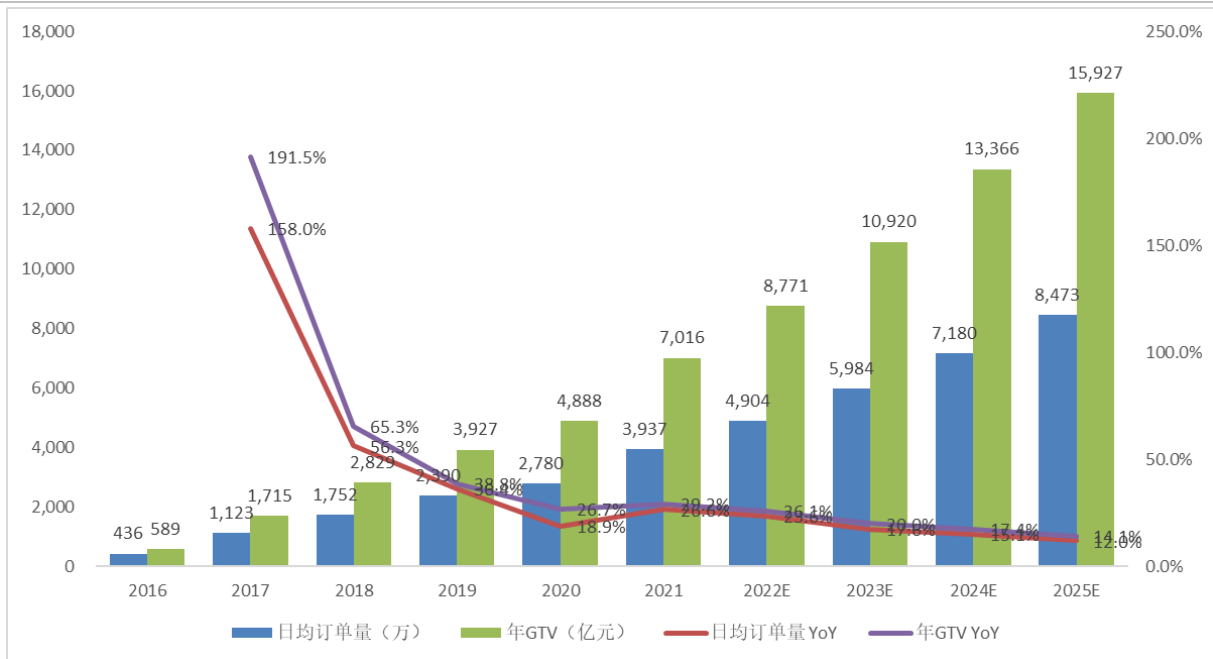
图 11：外卖行业市场份额变化（截至 2020Q2）



资料来源：Trustdata，信达证券研发中心

截止 21Q4，美团外卖业务日均单量达到 4250 万，月均交易额达到 629 亿元，年交易用户达 4.6 亿，外卖年活跃商家达到 200 万以上，年活跃骑手接近 300 万。

图 12：美团外卖业务：日均订单量和年交易额及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

外卖业务财务表现：

外卖业务是**高成本低毛利**的“苦业务”，但规模效应也很明显。量价带来的收入提升和精细化运营带来的成本费用控制，使得该业务盈利能力持续提升。2019 年二季度，美团外卖业

务首次实现了盈利,此后除了 20Q1 新冠疫情期间外,美团外卖业务均保持了正的营业利润,并且单均营业利润同比持续提升。

过去几年,美团外卖的收入保持了年化 30%左右的增长,而营业利润处于盈利持续释放的阶段。具体来看:

收入端:美团外卖业务的收入主要来源于对外卖成交订单的佣金收取(包括技术服务费,即实际佣金;以及履约服务费,即外卖平台转移给骑手的部分),以及部分餐饮外卖商家的广告营销支出。外卖业务收入 = 订单量*客单价*take rate。订单量受益于行业空间,贡献了主要的收入增速;客单价受益于通货膨胀和产品高端化,每年平均保持个位数的提升;take rate 以佣金贡献为主,但广告业务的比例在持续提升,整体维持缓慢增长态势。

成本:营业成本占比 80%以上,其中 90%是骑手成本。单均骑手成本因人效提升逐年下降,毛利率逐渐提升。但未来需考虑骑手社保成本增加的影响。

费用:营业费用总额相对固定,收入占比逐渐下降,体现出了显著的经营杠杆。

利润和利润率:随着规模带来的收入的提升以及成本和费用的持续优化,美团外卖在 2019 年由亏转盈,并且利润率处于持续提升的通道中。

表 4: 美团外卖业务财务表现 (单位:百万元)

外卖业务财务表现	15	16	17	18	19	20	21
营业收入	175	5301	21032	38143	54843	66265	96312
YoY		2933.4%	296.8%	81.4%	43.8%	20.8%	45.3%
营业成本	391	5707	19333	32875	44610	52262	73179
/营业收入	223.7%	107.7%	91.9%	86.2%	81.3%	78.9%	76.0%
餐饮外卖骑手成本	277	5135	18324	30516	41469	47049	62836
/营业成本	70.8%	90.0%	94.8%	92.8%	93.0%	90.0%	85.9%
其他外卖成本	114	572	1008	2359	3141	5213	10343
营业费用	2266	3996	5833	7727	8726	11170	16958
/营业收入	1296.5%	75.4%	27.7%	20.3%	15.9%	16.9%	17.6%
销售及营销开支	1510	2831	4104	4822	5730	7335	11135
研发开支	255	804	1372	2148	2887	3696	5611
管理开支	614	585	817	1772	1550	1984	3012
EBIT	-2482	-4402	-4134	-2459	1507	2833	6175
EBIT margin	-1420.3%	-83.0%	-19.7%	-6.4%	2.7%	4.3%	6.4%

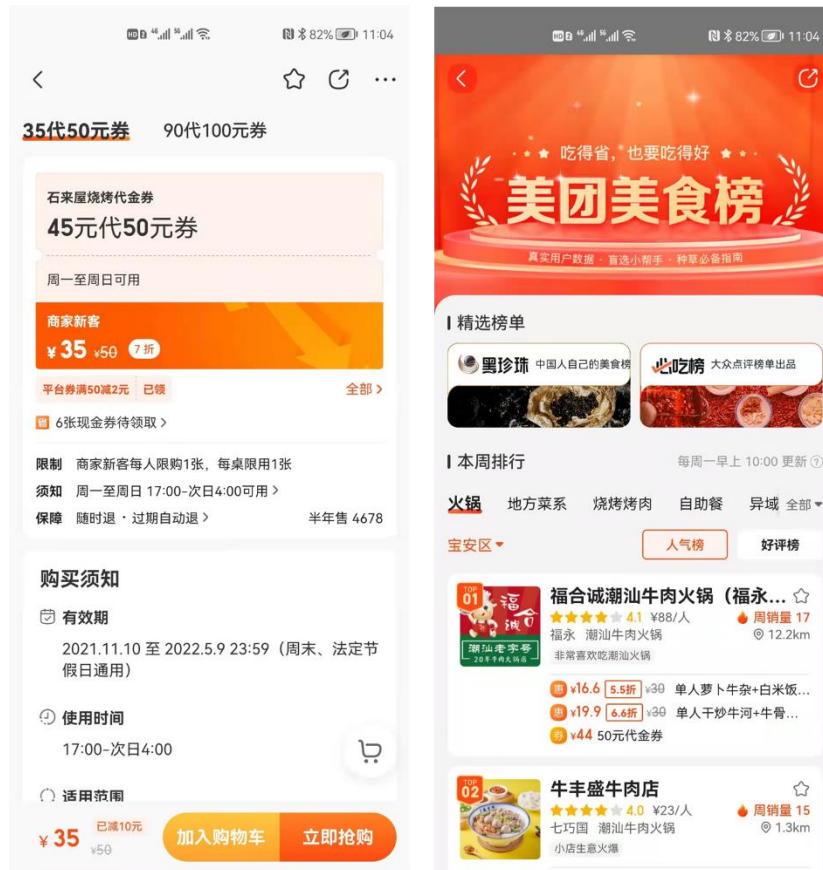
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

1.4.3. 到店、酒店及旅游业务:深入人心的本地生活导购平台

(1) 到店业务

美团到店业务脱胎于其初始的服务团购业务,其商业模式是通过线上发放团购券,吸引消费者到门店消费,为商家吸引客流。随着团购业务全国性布局的完成,尤其是在 2015 年收购大众点评之后,美团-点评平台逐渐成为一个拥有完善的地理位置和点评信息、丰富的商家资源、庞大的用户流量和心智的综合性导购平台,在团购业务之外,基于线上流量和 LBS 的在线营销(广告)业务也逐渐成长起来。

图 13：美团到店业务：团购券、在线营销（美食榜）



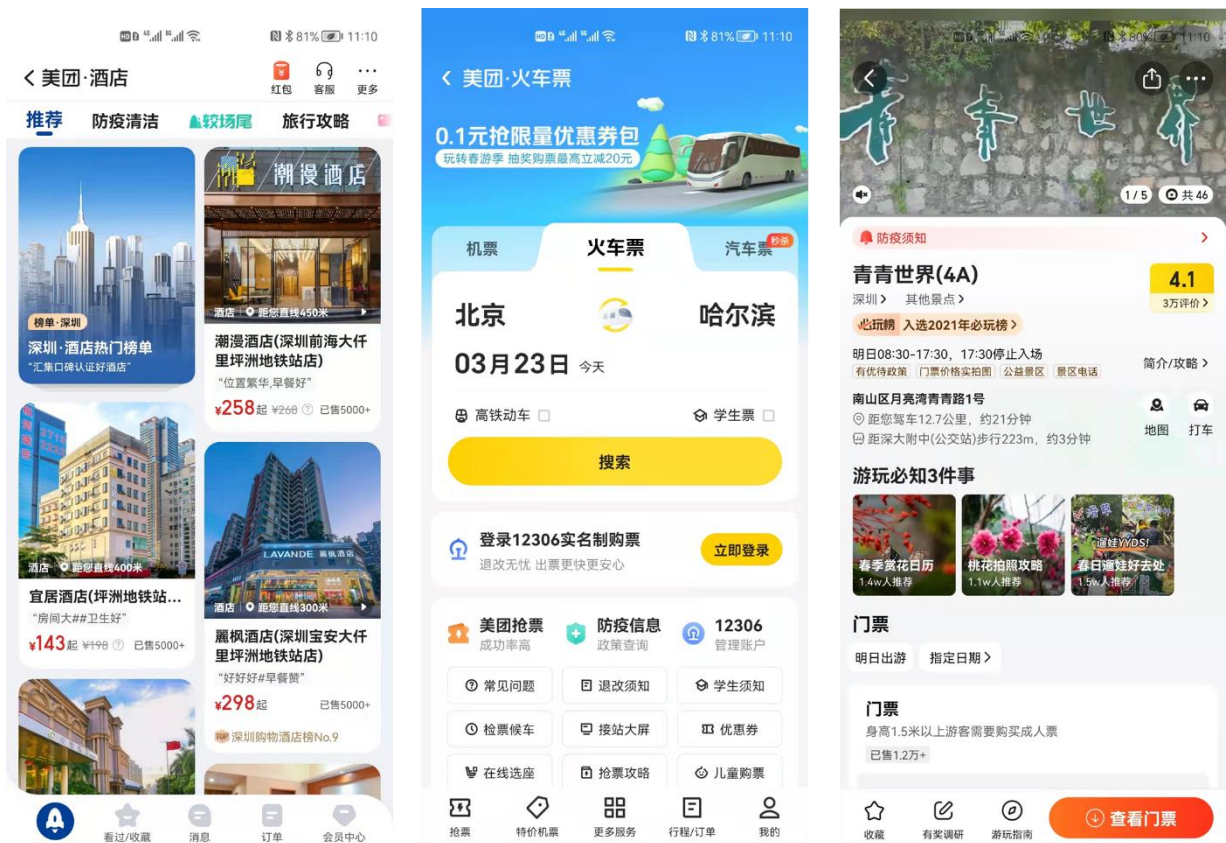
资料来源：美团 App，信达证券研发中心

按商家种类划分，美团的到店业务可大致分为到餐和到综两大板块，其中到餐业务以餐饮商户为主，而到综业务则涵盖种类丰富的线下服务业态，包括休闲娱乐、丽人、婚庆、亲子、医美、家居教培等品类。在餐饮领域，美团-点评已经成为“餐饮导购”的代名词，用户在平台上已经形成了选店、分享、排位、团购、点评的完整习惯，商家参与各种营销活动的机制也非常成熟；而在综合服务领域，随着越来越多的新业态不断出现和发展，美团-点评平台成为了这些新业态的新商户们最重要的线上营销平台之一。平台则将这些商户的营销需求整合成标准化、线上化的服务产品，不断拓展服务业线上营销的广度和深度。

（2）酒旅业务：

美团的酒店及旅游业务起步于 2013 年，其服务业态与携程、同程艺龙等 OTA 平台类似，均包含酒店预订、交通票务、景区门票、电影票等功能。由于起步较晚，美团的酒店业务选择从竞争对手实力较弱的中低线城市市场和中低端酒店出发，利用自身在低线城市的 BD 资源优势，将广大中小酒店商家拉入平台。

图 14：美团酒店及旅游业务：酒店预订、车票预订、景区门票



资料来源：美团 App，信达证券研发中心

到家、酒店及旅游业务的财务表现：

美团的到餐、到综、酒店及旅游业务商业模式类似，收入都是来源于线上客流的线下到店转化，平台收取商业推广和交易佣金两方面的费用。整体来看，美团到店+酒旅是高毛利、高营业利润率的现金牛业务，收入快速增长的同时营业利润率稳定在 35% 以上（除了 20Q1 的疫情冲击），且仍在持续提升。但固定费用占比较高，人员、推广费用需要维持在一个比较高的水平。具体来看：

收入：受益线下服务业的发展和数字化营销的持续渗透，即使遭遇了疫情的冲击，近几年美团到店酒旅业务仍保持了较快的增长。佣金扣点率相对稳定，广告贡献提升较快，整体 **take rate** 呈上升趋势。

高毛利：营业成本主要和支付、折旧、流量相关，占比 11% 左右，毛利率 80% 左右。

高费用：费用率 60% 左右。到店业务需要庞大的地推销售人员支持，以及较高的补贴、广告支出，销售费用占比大；研发、管理对应的人员薪酬费用也较高。

利润率稳中有升：近年营业利润率 30% 以上，并随广告收入比例增加、规模效应而持续提升。

表 5：美团到店及酒旅业务的财务表现（单位：百万元）

到店及酒旅业务的财务表现	15	16	17	18	19	20	21
营业收入	3774	7020	10853	15840	22275	21252	32530
YoY		86.0%	54.6%	46.0%	40.6%	-4.6%	53.1%
营业成本	741	1081	1273	1745	2529	2550	3899
/营业收入	19.6%	15.4%	11.7%	11.0%	11.4%	12.0%	12.0%
营业费用	4694	6357	7355	9435	12020	10521	14539
/营业收入	124.4%	90.6%	67.8%	59.6%	54.0%	49.5%	44.7%
销售及营销开支	4528	4672	5073	5552	7073	6191	8555
研发开支	764	1326	1696	2474	3151	2758	3812
管理开支	1842	965	1010	2040	2599	2275	3143
EBIT	-1661	-419	2225	4661	7726	8181	14093
EBIT margin	-44.0%	-6.0%	20.5%	29.4%	34.7%	38.5%	43.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

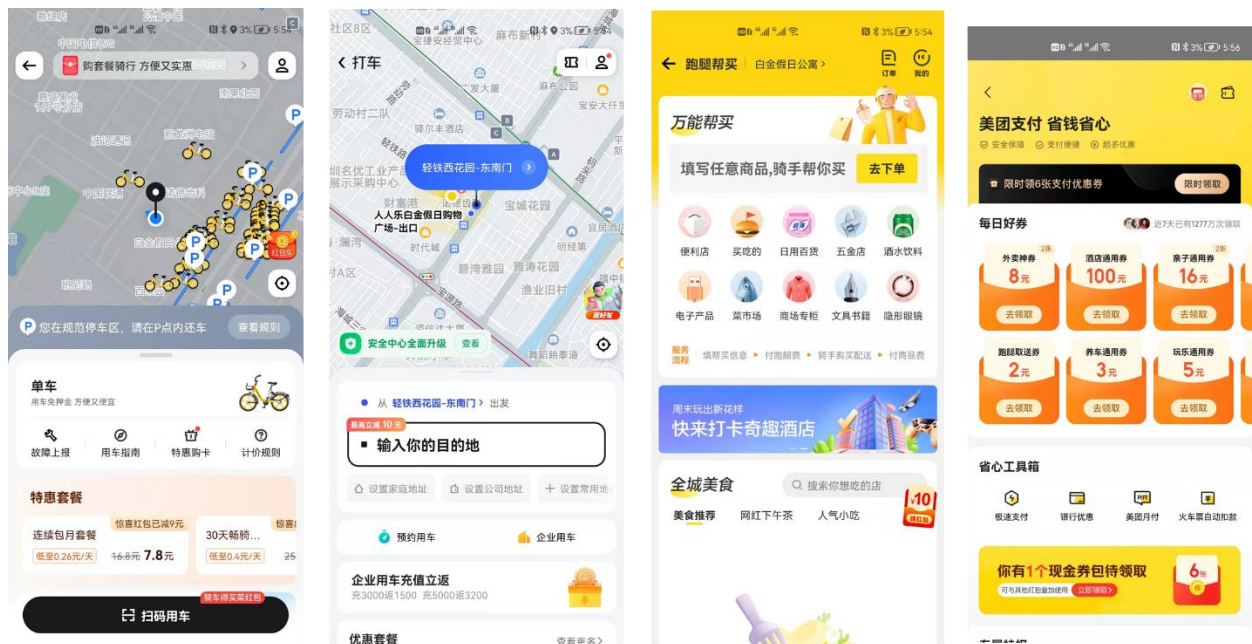
1.4.4. 新业务：以“零售”为主轴，“无边界”的探索

美团将具有战略探索性的业务统一划分到新业务板块。历史上，美团尝试过种类众多的新业务类型，不断进行“无边界”的扩张，但不是每一个业务都能取得商业上的成功。如果探索遇到了比较明显的边界，例如业务规模或盈利模式难以取得突破，美团则会对这一业务进行战略收缩，控制业务的投入与亏损规模。

具体来看，美团的新业务目前可大致划分为如下板块：出行（共享单车/电单车、聚合模式打车）、零售（跑腿/闪购、买菜、优选）、toB（快驴、支付系统）、金融，以及共享充电宝等处在探索期的业务。美团对这些新业务的态度大体如下：

- 1 零售中的优选（社区团购）是优先级最高的业务，目前处于大举投入期，亏损随规模大幅扩大，但亏损率已经开始缩窄。
- 2 闪购、买菜（前置仓）、团好货（平台电商）等新零售业务，以及快驴（供应链）业务围绕生鲜零售，与社区团购形成配合，也处于高增长高投入期，短期以增长导向为主，利润释放需要等待规模扩张；
- 3 单车、打车等业务格局稳定、增长有限，生意模式较重，重点在维持增速的同时控成本、减亏；
- 4 金融、SaaS 业务利润率相对较好，未来对新业务整体盈利更有帮助，维持稳定的投入和增长。

图 15：美团部分新业务：共享单车、打车、跑腿、金融支付



资料来源：美团 App，信达证券研发中心

美团新业务的财务表现：整体仍以各业务增长为目标，收入高增长的同时亏损规模也持续扩大，旨在探索公司下一阶段的新成长曲线，短期不以盈利为目的。2020 年投入社区团购业务以来，由于单均亏损较高且订单规模迅速扩大，美团新业务的整体亏损开始扩大。

表 6：美团新业务的财务表现（单位：百万元）

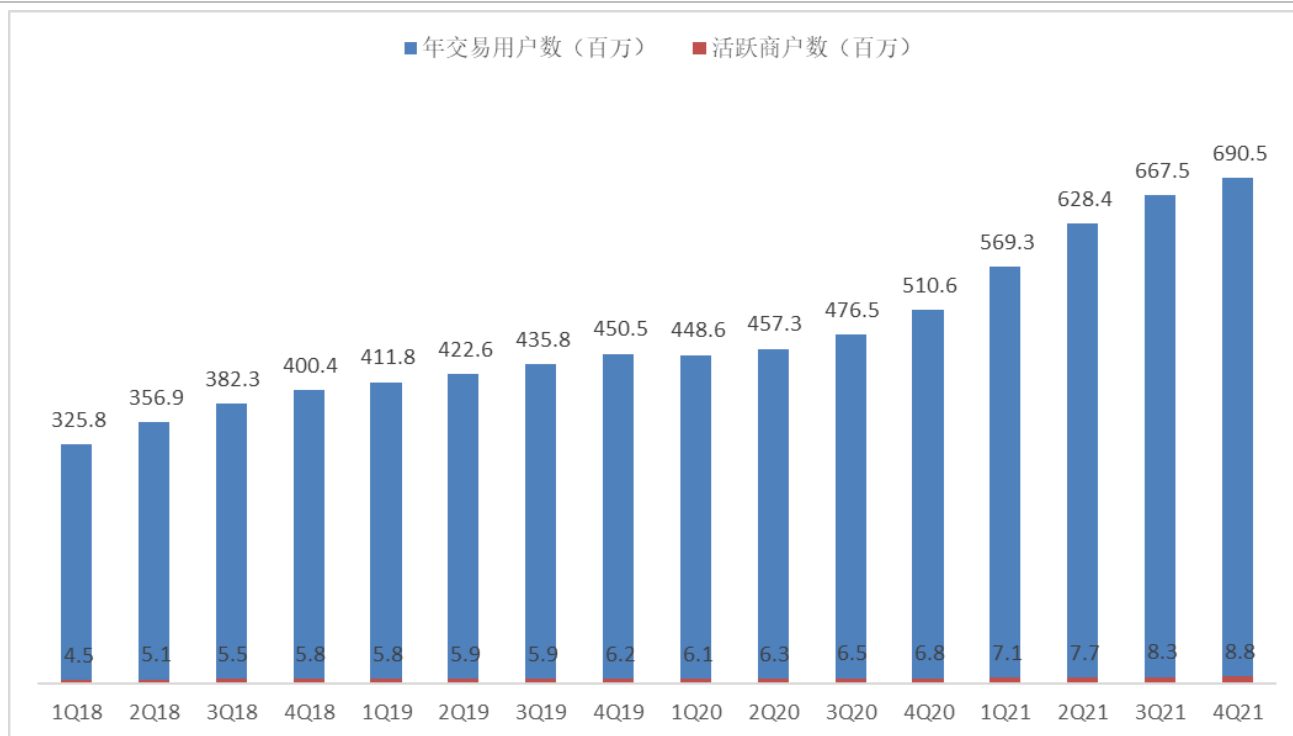
新业务的财务表现	15	16	17	18	19	20	21
营业收入	70	667	2043	11244	20410	27277	50286
YoY		846.9%	206.1%	450.3%	81.5%	33.6%	84.4%
营业成本	108	259	1103	15502	18069	23736	42768
/营业收入	153.0%	38.9%	54.0%	137.9%	88.5%	87.0%	85.0%
营业费用	1690	1151	2555	8044	8483	14395	45912
/营业收入	2397.3%	172.5%	125.1%	71.5%	41.6%	52.8%	91.3%
销售及营销开支	1102	828	1723	4544	5028	8532	27211
研发开支	186	235	576	2025	2533	4299	13711
管理开支	448	171	343	1670	922	1564	4989
EBIT	-1727	-743	-1615	-12303	-6142	-10855	-38394
EBIT margin	-2450.3%	-111.4%	-79.0%	-109.4%	-30.1%	-39.8%	-76.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.5. 用户和商户

截止 2021Q4，美团的年交易用户数达到 6.91 亿，年活跃商户数达到 880 万。随着美团业务版图的扩大，美团平台整体的交易用户和商户数量不断上升。2020 年起，美团在社区团购等业务带动下持续向下沉市场渗透，年活跃用户环比迅速增加。这些由社区团购而来的下沉市场新用户未来将成为美团其他业务“交叉销售”的基础，如到店、酒旅、外卖、新零售等。

图 16：美团的年交易用户数和年活跃商户数（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.6. 美团的商业模式：独特的网络效应和商业闭环

美团作为本地生活的综合性平台，其商业模式十分独特：建立了涵盖用户、商户、骑手“三边”的交易网络，同时打造了两个层级的商业闭环，和生态链上各种参与者深度绑定。

1.6.1. 独特的三边网络

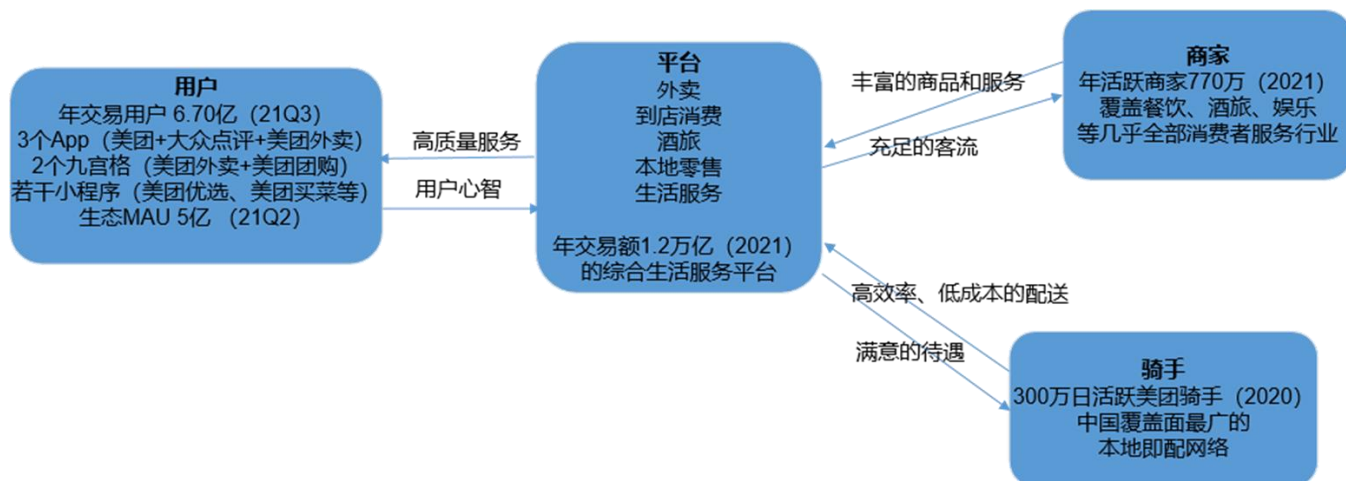
作为互联网交易平台，美团的商业模式与一般的电商平台并无本质不同，都是通过网络效应集聚起来大规模的用户和商户，高效匹配他们的供给和需求。但美团与一般电商平台的商业模式有几点重要的不同：

(1) 不同于一般电商的消费者+商户的“双边网络”，美团外卖的商业环节里面多了“骑手”这一不可或缺的角色，使得除了平台自身以外，网络效应有三方参与，任何一方都不能脱离其他两方而完成交易。尤其是管理骑手团队非常重的线下业务，这也成为美团区别于一般平台电商的一个独特竞争壁垒。

(2) 不同于一般电商的全国性质的交易网络，美团的网络效应是高度本地化的，符合区域领先模型——即只有在每一个区域建立起了商户与用户的双重优势，才能整体竞争中取得优势。这意味着美团的竞争对手无法通过全国性的线上引流撼动美团的大盘，只能采取每个地域“各个击破”的战略去争夺一城一地的堡垒，难度无疑非常巨大。

美团通过“三边网络”已经构建起了一个庞大的商业系统：6.70 亿年交易用户，5 亿月活用户，覆盖全国 300 多个城市，以及农村地区；770 万商家，包括外卖、餐饮、娱乐等众多服务业门类；近 300 万日活跃骑手，包括近 100 万的专送骑手与 200 万左右的众包骑手；这些参与者共同在平台上创造了每年超 100 亿的交易订单和上万亿的交易额。

图 17：美团的“三边网络”效应



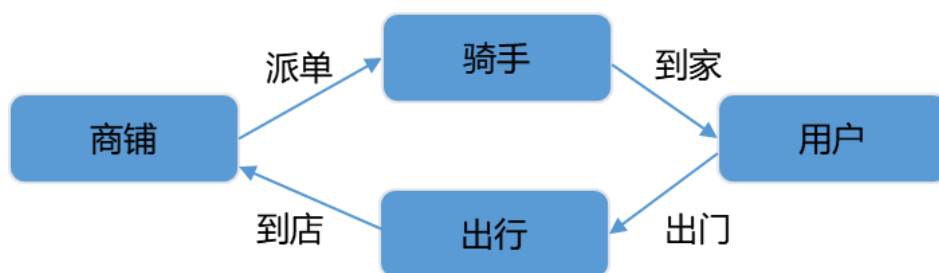
资料来源：公司公告，Questmobile，信达证券研发中心

1.6.2. 两级交易闭环

所谓商业“闭环”，指的是将商业环节的全链条放在一个系统里面，实现平台对客户服务的全流程绑定和“交叉销售”，构筑起极高的客户粘性。美团至少在两个级别实现了商业闭环：

- (1) 用户-商家的互动：美团通过构建骑手履约网络和共享出行网络，实现了用户和商家的双向触达：一方面，商家可以通过到家服务，将食物或者其他商品通过骑手快速送到用户手中；另一方面，用户也可以通过平台在线预订商家的服务，随后通过共享出行工具到店完成消费。用户与商家的连接不仅是双向的，也是本地化的、高频次的，而且由于履约环节的必要性，这一互动也很难跳过平台来实现。因此这一闭环使得用户和商家对平台都有很高的粘性。

图 18：美团的第一级闭环：到店+到家



资料来源：信达证券研发中心

- (2) 对同一客户多种需求的绑定，实现交叉销售：在 c 端，美团通过比较高频的外卖或零售业务将客户吸引到平台之后，可以逐渐将其引导到到店、酒店等中低频业务，使其成为用户心智中一站式的生活服务平台；在 b 端，美团为商家提供配送、团购、线上营销等服务的同时，也可以切入 SaaS、供应链服务、金融服务等领域，为商家的运营提供多维度的帮助。两端都从单点服务拓展到多业务交叉销售，实现了美团对各类客户多种需求的深度绑定。

图 19：美团的第二级闭环：toC+toB



资料来源：信达证券研发中心

2. 餐饮外卖业务分析

2.1. 行业空间：预计 2025 年行业 GTV 规模达到 2.3 万亿

2.1.1. 行业现状：万亿餐饮外卖市场

作为移动互联网伴随而生的新兴业态，线上餐饮外卖行业自诞生以来一直保持着中高速的增长，在线餐饮行业的行业增速在 2020 年新冠疫情之前一直大于 30%。行业的交易规模从 2015 年的 1250 亿元增长到 2020 年的 6646 亿元，成为实物电商市场之外又一庞大的线上交易市场。2020 年以来，虽然疫情早期对行业订单量造成了一定的冲击，但实际上最终加速了餐饮行业的线上化进程。按照美国外卖的 GTV 增速推算，我们估计 2021 年餐饮外卖的行业规模将达到 9800 亿元左右。

图 20：餐饮外卖行业市场规模（亿元）



资料来源：艾媒数据中心，信达证券研发中心

餐饮外卖业务的本质是“购买时间和方便性”。随着城市生活节奏的加快，以及单身人群、年轻群体的增加，人们愿意花在做饭和堂食的时间在减少，更愿意通过骑手配送获得到手即得的美食。因此，餐饮外卖的空间来源于对于线下餐饮和在家做饭场景的替代，受益于目标人群的增加、消费习惯的养成和消费结构的升级。

我们从总量渗透和因子拆分两个角度详细计算了餐饮外卖行业的潜在空间，得出结论：餐饮外卖行业 2025 年的空间将达到 2.3 万亿左右，4 年仍有翻倍以上增长空间。

2.1.2. 总量渗透的角度：替代线下餐饮和在家做饭需求

餐饮外卖替代的不仅仅是线下餐饮市场，还有正常一日三餐的需求。“下馆子”只是国人食品消费的一小部分，更多的场景还是在家做饭吃饭。因此，我们不仅需要考虑到餐饮行业的规模和渗透率，还要估算由在家做饭需求转化而来的市场空间。

计算过程：

1 中国餐饮行业的市场规模：2019 年 4.7 万亿，疫情前年化增速 9% 左右。2020 年受疫情影响萎缩至 4.0 万亿，2021 年恢复至 4.7 万亿。假设 2021 年后行业保持 6% 的年化增长（假设疫情影响消除），则预计 2025 年餐饮市场将规模达到 5.9 万亿元。

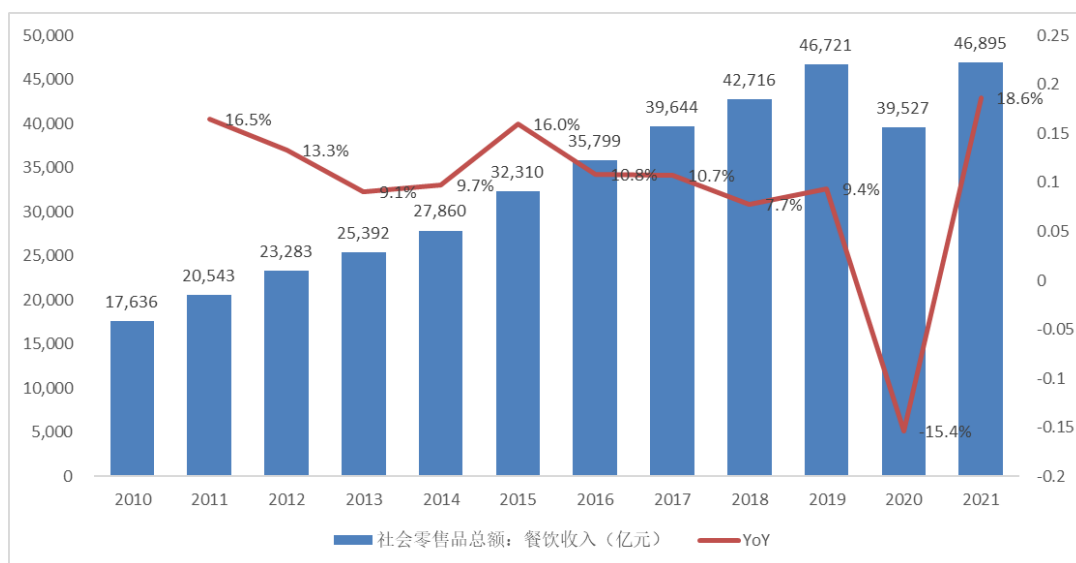
餐饮行业的渗透率空间：参考实物电商目前 25% 左右的渗透率，我们预计 2025 年由餐饮行业转化而来的比例也在这一水平，即 1.5 万亿元。

在家做饭需求市场化的空间估算：（1）在家做饭对应的食材总花费=粮油食品零售额+生鲜零售额-其中属于餐饮行业的部分（即餐饮行业食材总花费，约占餐饮行业收入的 30%）。2020 年这一花费约 7.6 万亿，假设粮油食品、生鲜的零售增速接近于 3%，则预计 2025 年在家做饭食材总花费 8.3 万亿。（2）做饭成本转化成餐饮外卖商品的售价，至少有 1 倍以上的溢价空间（参考餐饮行业普遍 20-25% 的食材成本占比，外卖行业的商品价格还要需要覆盖骑手的配送成本）。保守假设 1 倍的溢价率，则 2025 年在家做饭对应的市场化空间为 16.7 万亿。

在家做饭需求潜在市场的渗透率。我们保守假设 2025 年，在家做饭的人群中，每周每人只点 1 次外卖，即渗透率为 $1/(3*7) = 5\%$ ，则 2025 年这一块对应的外卖市场空间为 8331 亿元。

加总餐饮行业 and 在家做饭的替代部分，我们预计餐饮外卖 2025 年的整体市场空间可达 2.3 万亿左右，行业年化增长 25.8%。

图 21：社会零售品总额中的餐饮市场规模及增速（亿元）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

表 7：餐饮外卖行业市场空间测算：总量渗透的角度

	2021	2025	年化增长
餐饮市场规模（亿元）	46,895	59,204	6.0%
在家做饭食材花费（亿元）	75,732	83,310	2.4%
=粮油食品社零规模(亿元)	39,800	44,795	3.0%
+生鲜零售市场规模（亿元）	50,000	56,275	3.0%
-餐饮行业的食材花费(=30%餐饮行业收入)	14,069	17,761	6.0%

在家做饭对应的餐饮外卖替代空间 (保守假设 50%加价率, 即 2*在家做饭食材花费, 亿元)	151,463	166,619	2.4%
餐饮行业替代部分 (亿元)	4,690	14,801	33.3%
渗透率	10%	25%	
+在家做饭替代部分 (亿元)	5,110	8,331	16.4%
渗透率	3%	5%	
外卖行业规模 (亿元)	9,800	23,132	25.8%

资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心预测

2.1.3. 因子拆分的角度: 用户、频次、客单价均有空间

外卖行业空间 = 年交易用户数 (ATU) * 单用户年频次 * 客单价。我们从这一公式出发进行测算, 认为用户、频次和客单价这三个因子都还有一定的增长空间。

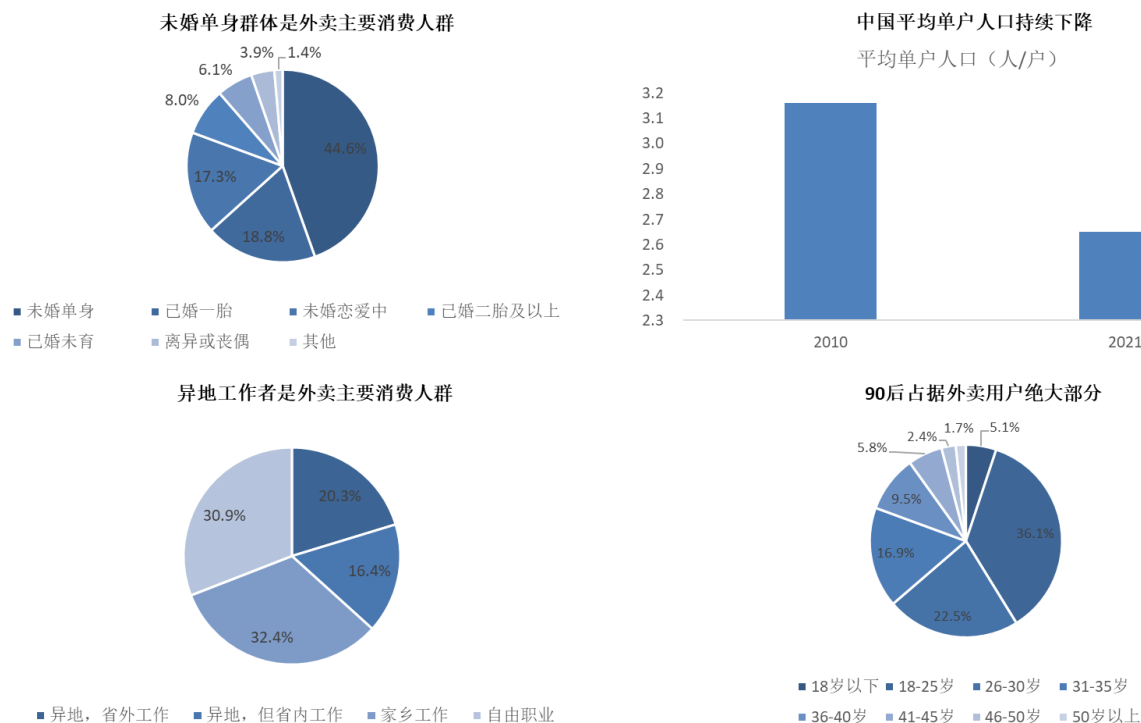
计算过程:

(1) 用户数:

用户总量: 美团外卖的年交易用户在 21Q3 达到 4.3 亿, 仍保持较快增长。按照美团 70% 的市场和用户份额计算, 行业整体年交易用户为 6.1 亿。

用户画像: 以异地工作为主、未婚单身占比较高、35 岁以下占大多数。

图 22: 美团外卖用户画像

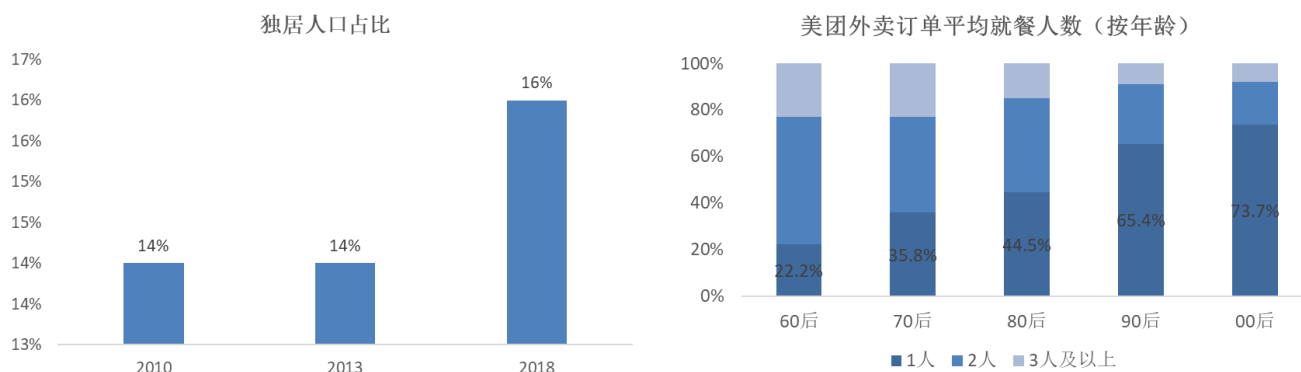


资料来源: 美团研究院, 中国饭店协会外卖委员会, 中国统计年鉴, 信达证券研发中心

我们认为外卖用户持续增长将受益于:

- 城镇化和市场下沉：人口持续由农村和城镇迁移，尤其是向一二线大城市集中，带来大量异地就业的外卖需求。同时，较低线城市的外卖渗透率仍然低于一二线城市，仍有较大提升空间。
- 单身化和少子化：城市化和现代化带来单身、未生育家庭比例增加，平均单户人口持续下降，独居人口越来越多。
- 代际迁移：30 岁以上人群（80-90 后）将部分保持外卖使用习惯，而刚成年的年轻人（00 后）进入大学起将逐步成为外卖的主力用户。单身的年轻人群体普遍没有精力和兴趣自己做饭，其“一人食”的消费习惯非常明显，对外卖服务的依赖度也更高。

图 23：单身人群和年轻世代是外卖行业的主要消费者



资料来源：中国统计年鉴，《2020 外卖行业报告》，信达证券研发中心

从国际比较角度，我们可以参考日本外卖行业的发展历程，看待城镇化、单身化和少子化对外卖行业的影响。随着经济发展和城市化，日本的单身社会逐渐形成，外出就餐和外卖逐渐取代居家做饭，成为日本人主要的餐饮方式。2000 年以后，由于日本经济的低迷和餐饮行业的衰落，在外就餐的比例已经有所下降，但外卖（便当）形式的就餐比例仍在持续增加，使得整体的食物外部化率达到了 40% 以上。

图 24：日本食物外部化中外卖的比例持续提高



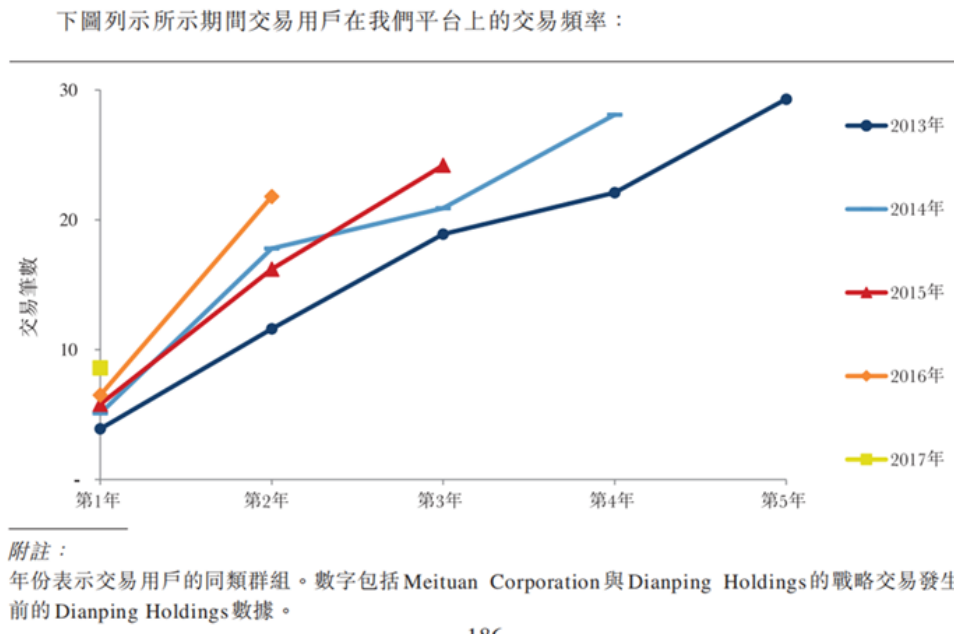
资料来源：《第四消费时代》，信达证券研发中心

因此，我们认为随着城市化和现代化的推进，餐饮外卖行业的目标人群仍将持续增长，最终渗透到大部分城镇居民。

（2）用户频次：

21Q3 美团外卖单用户年交易频次达到 32 次，整体保持稳定增长。随着时间的推移，老用户使用习惯逐渐养成，消费频次将继续增长。

图 25：美团老用户的交易频次不断提升

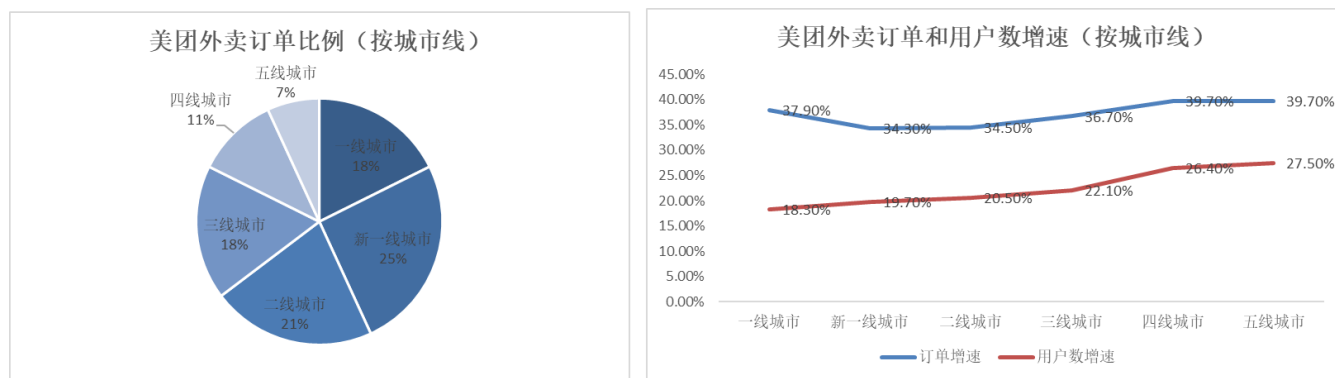


资料来源：美团招股说明书，信达证券研发中心

外卖用户的消费频次分布极其不均匀，且有马太效应增强的趋势。核心用户不仅频次远高于普通用户（频次前 10% 用户单季度消费 50 多次），而且人数占比也逐渐增加（年 100 次、50 次以上用户增速 75%/50%）。高频核心用户是频次增长的主要动力。21Q3，美团外卖会员人数已经增长到 6000 万，同比翻番，说明高频核心用户人数增长更快。

从订单总量的城市分布来看，外卖订单仍以一二线城市为主，但增速呈现“两头高、中间略低”的局面。一线城市核心用户占比高，主要是频次驱动增长；低线城市仍处于用户渗透阶段，主要是用户数驱动增长。

图 26：美团外卖订单的城市线分布，以及不同城市线的订单量和用户数增速



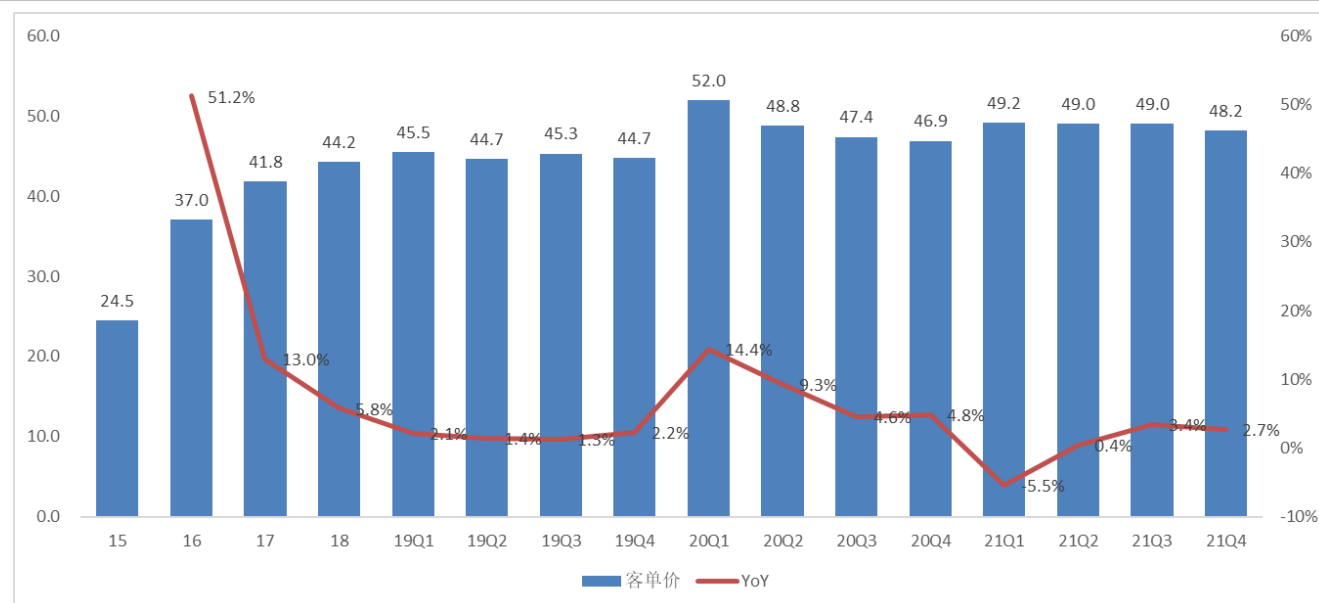
资料来源：《2020 外卖行业报告》，信达证券研发中心

因此，我们认为在老用户和高线城市、核心用户的继续提频下，以及新用户的习惯导入过程中，美团外卖业务的整体频次仍将持续增长。

（3）客单价：

美团外卖 21Q4 的客单价达到 48.2 元，同比增长 2.7%。疫情以来外卖客单价增速明显加快，疫情催化下外卖的需求在分量和质量上都在升级。

图 27：美团外卖客单价变化，2020 年疫情后跃升明显（单位：元）



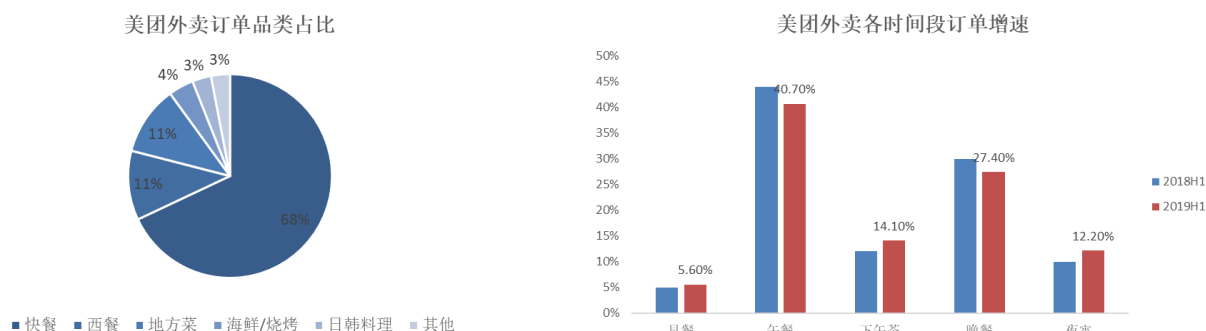
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

客单价提升的驱动力有：

- 物价和食品价格正常通胀（cpi 年化上涨 2-3%左右）
- 消费场景和品类的升级：非正餐时段、非快餐品类的订单占比逐渐增加（21Q3 非主餐占比 32%，奶茶峰值日均 1200 万单），体现了外卖消费者的需求早已不仅仅局限于快餐，而是想“吃得更好”。

- 疫情隔离造成外卖习惯由个人向家庭渗透，导致每个订单的分量增加。
- 基于以上因素，我们预计外卖客单价未来将保持明显快于通胀的持续增长。

图 28：美团外卖订单各品类占比、各时间段订单增速



资料来源：美团研究院，Trustdata，中国饭店协会，信达证券研发中心

(4) 结论：

我们通过对用户、频次、客单价的如下核心假设，测算美团外卖业务的潜在空间：

- 用户数：社区团购带动用户下沉，外卖渗透率提升+人口代际迁移，预计 2025 年美团外卖年活跃买家达到 5.6 亿
- 客单价：20 年开始结构升级，此后每年随通胀缓慢提升，保持单个位数增速，预计 2025 年达到 51.5 元/单
- 频次：从 2021 年的年均 32 次提升到 2025 年的 55 次（对应每周每人略多于 1 次，我们认为不是很夸张的假设）

美团外卖业务空间：2025 年 GTV 1.6 万亿（cagr 20%），对应日均单量接近 8470 万。假设美团保持 70% 的市场份额，则 2025 年外卖行业空间可达到 2.3 万亿左右。

表 8：美团外卖和外卖行业空间测算：因子拆分的角度

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
美团外卖 AAC（亿）	1.1	2.2	3	3.5	3.9	4.5	4.9	5.2	5.4	5.6
客单价（元）	37	41.8	44.2	45	48.2	48.8	49	50	51	51.5
点单频次（次/年）	15	18.8	21.1	24.7	26.1	32.1	36.5	42	48.5	55.2
订单量（亿）	15.9	41	63.9	87.2	101.5	143.7	179	218.4	262.1	309.3
日均订单量（万）	436	1,123	1,752	2,390	2,780	3,940	4,904	5,984	7,180	8,473
日均订单量 YoY		158.00%	56.30%	36.40%	18.90%	41.58%	24.57%	22.01%	20.01%	18.01%
美团外卖年 GTV（亿元）	589	1,715	2,829	3,927	4,888	7,016	8,771	10,920	13,366	15,927

美团外卖年 GTV YoY		191.50%	65.30%	38.80%	26.70%	43.54%	25.01%	24.50%	22.40%	19.16%
行业年 GTV（亿元）	1,178	2,858	4,352	5,775	6,983	10,023	12,531	15,600	19,095	22,752

资料来源：国家统计局，公司公告，信达证券研发中心预测

2.2. 行业竞争格局和美团的核心竞争力

2.2.1. 美团和饿了么的历史竞争回顾

我们回顾美团和饿了么在餐饮外卖领域的竞争历史：

2008，饿了么在上海成立，主打高线城市的校园市场

2013，美团进入外卖行业（饿了么已成立 5 年）

2014，率先进入白领市场（百度外卖已进入但拓展不力；饿了么管理不善）

2015，率先下沉低线城市市场（饿了么未看到下沉市场机会）

2016，率先建立大数据派单系统，专送+快送配送体系（饿了么 IT 不强，派单效率低）

2017，美团已经取得 50%以上份额，实现后来居上

2018，饿了么发动“夏季攻势”，2019 年提出“上山下乡”战略。在竞争过程中，阿里本地生活负责人昆阳（王磊）提出“投入无上限”，争取 50%份额。中小城市进行短期内大额补贴，快速抢夺市场。初期这一打法有一定战果，部分城市市占率有快速提升；但补贴结束后订单量很快回落到较低水平。美团的补贴很快跟进，最终饿了么份额无变化甚至下降，App 留存率下降。

2021，饿了么份额提升两年内仍然没有多少变化，阿里本地生活负责人进行调整。昆阳离职，俞永福接替其职位，将工作重心转向团队建设。

图 29：阿里本地生活两届负责人上任时的内部信对比

2020年3月16日下午，阿里巴巴集团合伙人、阿里本地生活服务公司总裁王磊（花名昆阳）发布全员内部信：
复苏，向阳而生，进攻，进攻，再进攻！

接下来几个月是我们拼人才、拼供给、拼流量效率的黄金时期，也是我们决胜的关键时刻。由此出发，决胜千里，此时此刻，非我莫属，我们都是共同踏上战场的战士，我们要有“黄沙百战穿金甲，不破楼兰终不还”的担当和勇气，真正帮助客户解决问题，真正让天下没有难做的生意。

竞争比什么？比担当，也比实现担当的能力。后天开启的318大促，就是我们在后疫情时代的第一场大战，就是推动行业快速复苏的第一场大战，就是我和支付宝紧密协同共创新局的一场大战。希望大家能够因为信任所以简单，一个拳头出击，为我们自己，更为这个行业打一场漂亮的胜仗，凯旋而归！

天时、地利、人和，前进的号角已经吹响。万物复苏，向阳而生，大家要进攻，进攻，再进攻！从胜利走向胜利！

功不唐捐，大家加油！

昆阳

3月16日

2021年12月8日，在加入本地生活100天之际（12月8日），俞永福以“班长”身份发布内部信：各位本地生活的同学，大家好，我是永福。加入本地生活团队一百天了，因为不是“计划内的形式”加入的（大家都懂的），也就没在刚加入时写第一封信，今天借一百天的时间点给大家写第一封信。

第二，我们当前遇到问题的实质是什么？

当前大集团和本地生活公司都遇到很多发展的问题，这些问题并不是只有我们会面临，市场上超过万人的企业都在面临这些问题，这些问题的实质是如何创新和经营好“先进的规模业务和先进的规模组织”！实质不是文化问题，实质是能力问题，组织的头脚腰都没从“单一业务能力和单一的业务组织”成长突破到“先进的规模业务能力和先进的规模组织能力”，造渔船/开渔船与造航母/开航母不是同一维度的事情。我们未来三年要聚焦在后者的能力提升。

第三，如何激励和保留人才？

人才在不同的阶段对三个需求的比重和优先级是不一样的，包括能力成长，事业机会和财务回报。人才是靠三件事保留的，第一是“赛道留人”，是一个成长的赛道，水涨船高（男怕入错行）；第二是“能帮助能力成长的Leader留人”，好学生难找，好老师、好师兄更难找，能力成长是“永续的增值”（女怕嫁错郎）；第三是“财务回报留人”，分享成果的好机制。

生活服务互联网确定是这十年的大赛道，生活服务互联网是“空军和陆军”混合能力的要求，能力成长的宽度相比纯空军更宽，未来更稀缺，财务回报的双向增幅更大。新班子对大家的能力成长（永续的增值）是最高优先级，财务回报机制需要再优化，未来一年完成优化，要让能力成长/业务发展与成果分享相向而行。

资料来源：全天候科技，猎云网，信达证券研发中心

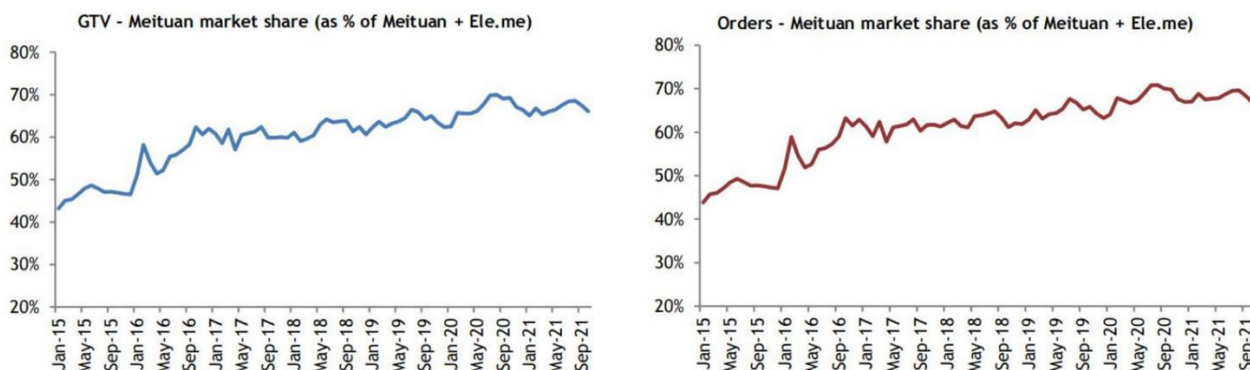
总结美团和饿了么的竞争过程，我们发现：美团每次补贴大战都可以做到“四两拨千斤”，饿了么历次的补贴大战基本没有取得实效。原因在于：1 美团在流量和商户资源上仍然具有

明显优势，可以通过更少的补贴追回饿了么补贴大战暂时抢夺的区域份额 2 美团的区域领先优势使得商家没有动机再去分配精力给单量较少的平台，造成饿了么在劣势地区很难抢夺美团优势地区的份额 3 公司战略重视度、团队领导和组织力、士气的差别。外卖是美团内部优先级最高、公司最重视的业务；而饿了么作为收购而来的业务，阿里巴巴集团对其战略重视程度、派驻高管和团队的融合程度都有一定的差距。

2.2.2. 市场份额数据

(1) GTV 份额角度：

图 30：外卖行业市场份额变化（截至 2020Q1）



资料来源：T.H.Data，信达证券研发中心

无论从 GTV 还是订单量角度，美团自 2016 年以来持续保持着市场领先的份额，目前稳定在 65-70%，并仍在不断提升，竞争优势非常稳固。

分城市来看，饿了么只有在少数一线城市有与美团外卖接近的市场份额，在广大二三线及以下城市，美团的市场份额均占据绝对优势。

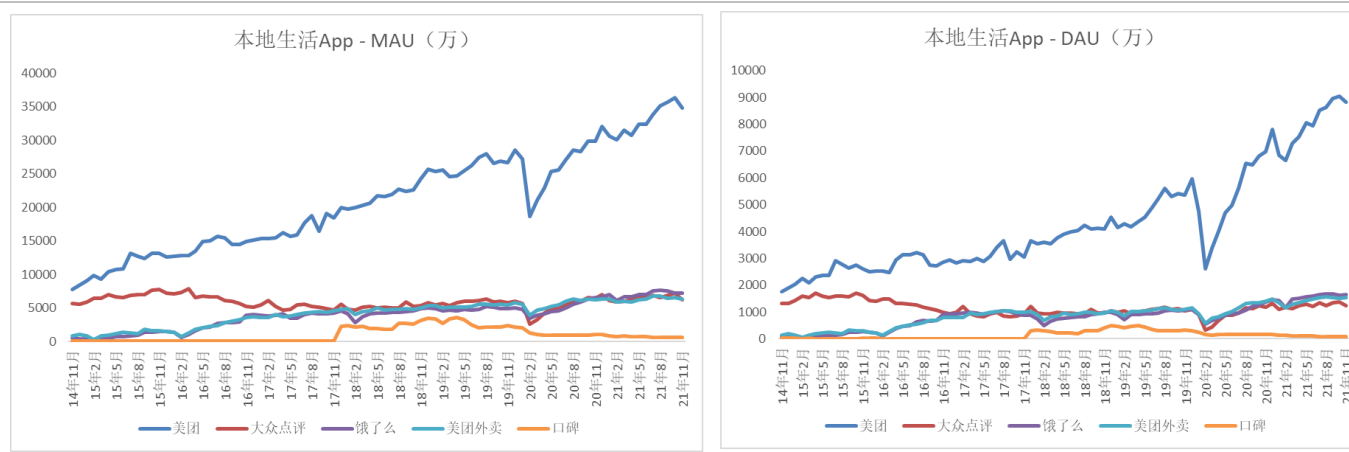
表 9：美团和饿了么部分城市销售额份额对比（2019）

	美团	饿了么
北京市	70%	30%
上海市	68%	32%
广州市	90%	10%
深圳市	80%	20%
苏州市	82%	18%
东莞市	90%	10%
佛山市	95%	5%
南京市	70%	30%
温州市	20%	80%
武汉市	70%	30%
成都市	90%	10%
杭州市	90%	10%

资料来源：萝卜投研，信达证券研发中心

(2) 用户角度

图 31：美团系 App 和饿了么用户数对比



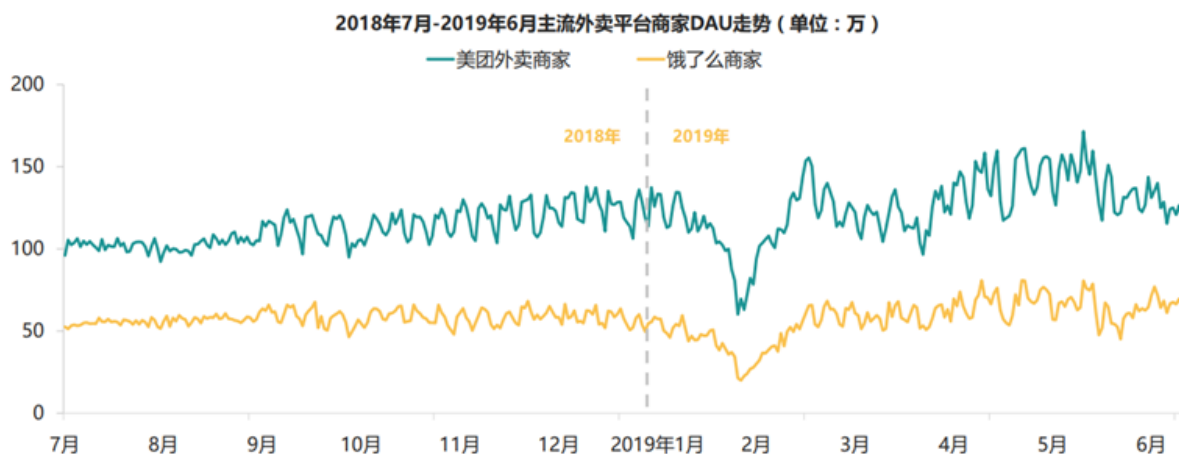
资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

从用户角度看，美团除了具有三个 5000 万以上 MAU 的 App(美团、美团外卖、大众点评)，还有微信九宫格、小程序等流量入口，整体用户优势相对于饿了么非常明显。

(3) 商户角度

美团外卖在 2017 年就已经取得商户数的领先地位，19 年外卖商家版 DAU 130 万左右，稳定在饿了么的 2 倍以上。

图 32：美团和饿了么商家 DAU 对比



资料来源：Trustdata，信达证券研发中心

2.2.3. 美团外卖的核心竞争力分析

我们认为美团外卖的核心竞争力来自于履约和平台网络两个环节。具体来看：

(1) 履约环节：

外卖仍高度依赖本地自营运力：餐饮外卖订单高波动与高时效要求并存，决定了外卖履约环

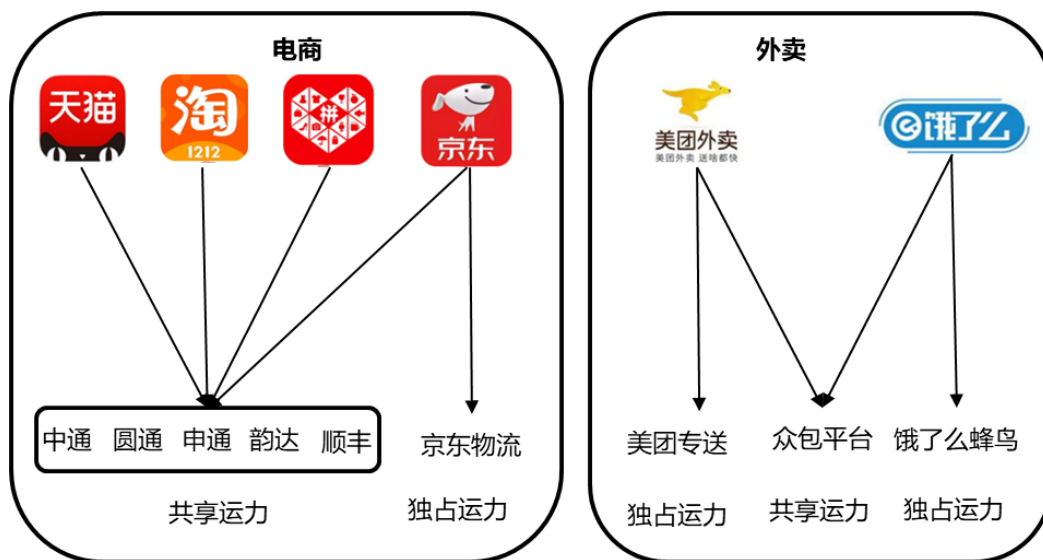
节需要自营的专送团队支持，纯粹依靠众包服务的时效体验不好；

外卖履约环节规模效应明显：骑手单均成本与区域订单密度高度相关，只有足够高的区域密度才能产生较低的配送成本，并能支撑全职骑手的生计；

履约环节的独占性与订单密度带来的规模经济，构成了外卖龙头保持竞争优势的核心壁垒。只有拥有百万专送骑手大军的美团，才能提供全国范围内高时效、低成本的餐饮配送服务；

竞争对手很难复制美团的全国性履约网络，也很难有美团积累多年的大规模骑手团队的管理方法和经验。

图 33：美团外卖的核心竞争力：履约环节的独占性



资料来源：信达证券研发中心

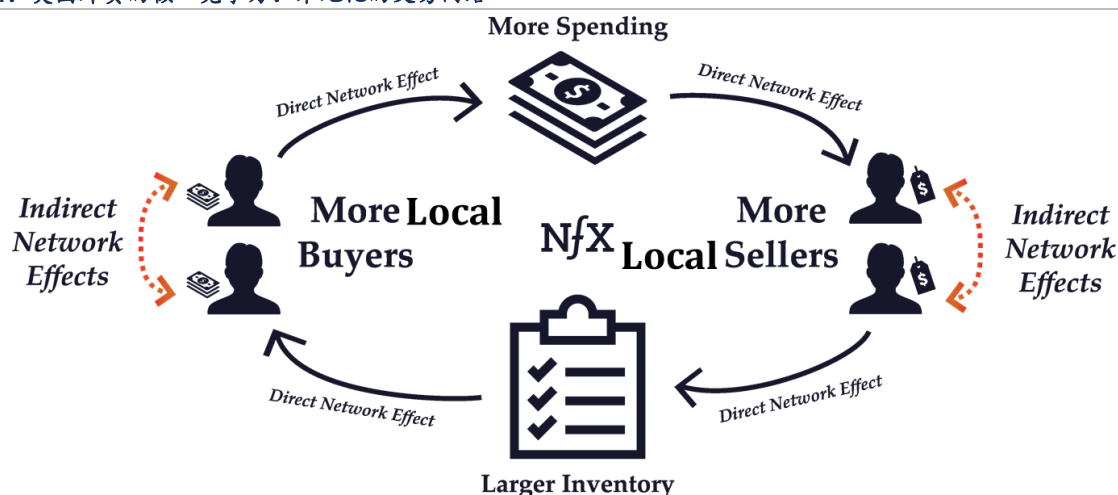
(2) 平台交易环节：

需求侧：外卖消费者需求相对同质化，面对的商品数量和种类局限于本地供给，远没有电商丰富，仍然处于“越多越好”的正反馈阶段：供给丰富多样的平台相对于供给稀少的平台仍具有极大的优势。

供给侧：外卖商家只依赖于本地的用户客群，目标用户数远小于电商。因此外卖商家极度依赖本地化的流量，对平台的依赖性远高于电商商家。

基于 LBS 信息匹配，本地商家资源+本地用户群构成的双边网络符合“地区领先模式”，有很强的正反馈，其网络效应粘性强于全国性的实物电商平台。

图 34：美团外卖的核心竞争力：本地化的交易网络



资料来源：信达证券研发中心

结论：履约环节的独占性带来的规模经济，以及本地化交易平台极强的网络效应，构成了美团外卖业务的核心护城河。

2.3. 外卖业务的盈利模式和影响外卖盈利弹性的因素分析

2.3.1. 外卖业务的盈利模式

一单外卖的业务的利润分配情况大体如下：商户从用户端收取实际的餐费（=名义的餐费-商户的补贴）；平台向商户收取整体的佣金，包括“技术服务费”和“履约服务费”两部分（2021年起，美团进行外卖商家服务费的透明化改革，将原有的平台服务费拆分为技术服务费和履约付费两部分）。其中技术服务费是美团向商家收取的实际佣金，具体费率与订单的类型、时间、距离相关；履约服务费则是美团需要支付给骑手及其代理公司的费用，只有在商家选择美团平台进行配送时才会收取，平台基本只是转手的角色。美团平台的经营利润只来源于技术服务费，减去补贴、运营、人工、技术等费用。

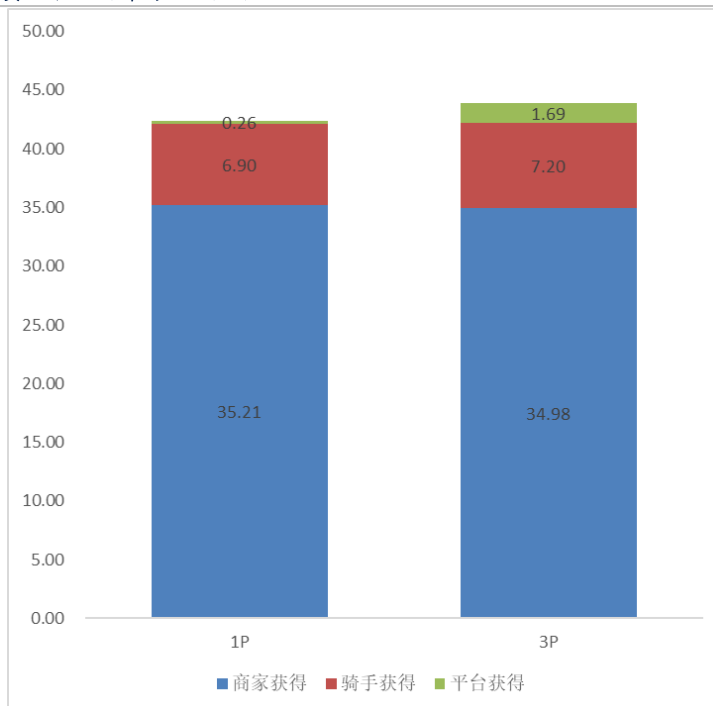
图 35：美团平台的商户收费拆分



资料来源：美团 Meituan 公众号，信达证券研发中心

美团外卖的业务模式分为 1P 和 3P，即由美团提供配送服务，或是由第三方提供配送服务，目前二者的订单比例约 2:1 左右。图 36 是一单外卖各环节的利益拆分：除掉补贴用户、分配给商家、骑手的部分后，美团平台 1P 的实际经营利润仍然很低，3P 的单均利润略好，但也不到 2 块钱，仍是一个微利的生意。因此，美团利润端的弹性仍然较大，收入端、成本端、费用端的重要变化都会明显影响美团外卖业务的盈利能力。

图 36：典型一单美团外卖的收入环节分配（元）



资料来源：草根调研数据推算（2020 年 8 月），信达证券研发中心（原客单价均为 49.77 元）

为此，我们对影响美团外卖盈利能力的各种因素进行了拆分和分析：

2.3.2. 影响美团外卖盈利能力的各种因素分析

收入端：实际佣金率、广告业务、客单价对收入端的影响

（1）实际佣金率：美团的实际佣金率在前期提升较快，但从 2020 年起基本处于稳定状态，不再有大的变动。我们预计未来受制于监管环境，外卖的实际佣金率很难再有大幅的提升，将基本保持稳定。

疫情期间的纾困政策：2020 年疫情初期，美团曾推出为中小商家纾困的“春风行动”，降低困难商户的收费标准，助力中小企业共渡难关。2022 年初，发改委等 14 部门推出《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，提出“引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本。引导互联网平台企业对疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业，给予阶段性商户服务费优惠。”随后美团也积极响应，提出了降成本和增收入的六条措施。

表 10：美团响应发改委文件推出的商家纾困措施

降费用：

1. 疫情地区困难商户 佣金减半且每单 1 元封顶
2. 经营困难中小商户 佣金 5% 封顶
3. 2022 年实现费率透明化全国覆盖

增收入：

4. 为困难中小商户免费提供 10 万个“外卖管家服务”名额
5. 为疫情地区新商户赠送云打印机和出餐宝
6. 全国 100 场商户恳谈会 提升服务水平解决实效问题

资料来源：美团 Meituan 公众号，信达证券研发中心

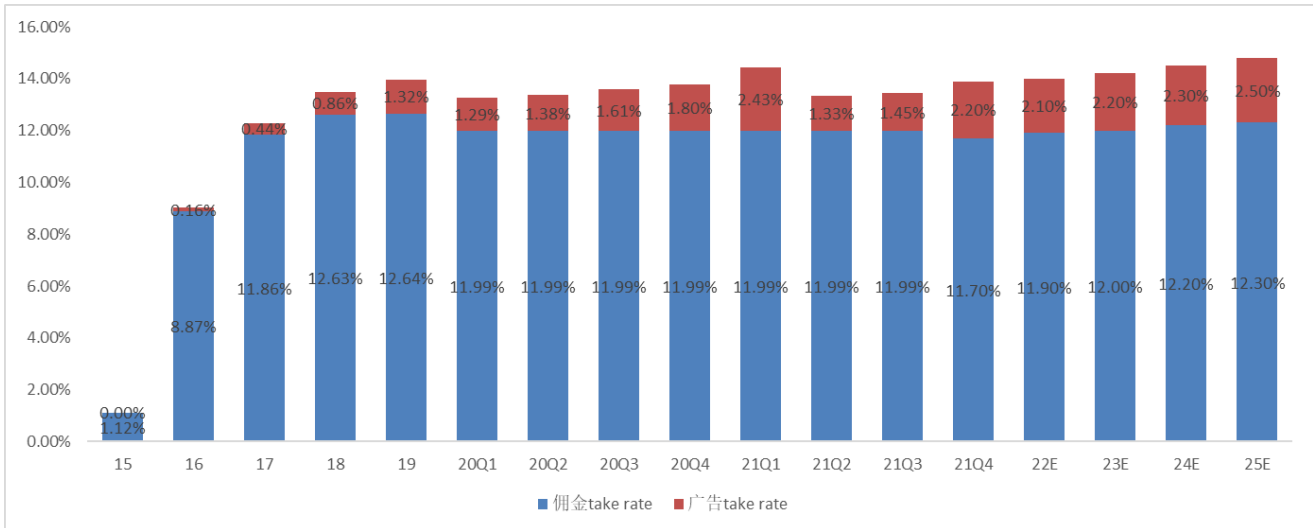
我们认为政策的初衷仍然是鼓励互联网平台企业承担社会责任，适当对疫情地区商户和困难商户做出倾斜，本质还是暂时性的、地域性的纾困措施。短期内这些举措可能造成美团实际佣金率的下降，但长期来看美团的实际佣金率仍然基本稳定在现有水平。

(2) 广告业务：提升整体货币化率

美团针对外卖商家积极推出了线上营销产品和服务，越来越多有能力的外卖商家或品牌商利用美团外卖平台展开营销，美团外卖业务收入中营销收入的占比持续提升，广告收入提点率提升将推动总体提点率提升，并带动单均收入提升。

背后逻辑：平台份额和垄断性增强，广告提点率有议价权；美团不断在开发优化各种广告工具，提升广告转化效率；佣金提点率整体上升空间有限，而广告投放（“可选消费”）更能满足有财力的大客户需求。我们认为美团针对外卖商家的广告服务仍有很大的发展空间。

图 37：美团外卖业务 take rate 构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

(3) 客单价：持续提升

参见我们在家电行业空间部分的讨论，作为低利润率的业务，客单价的提升对美团外卖业务的弹性贡献也是非常明显的。假设美团保持 15% 的综合 take rate 不变，每年约 3% 的客单价提升就可以贡献 0.2 元的毛利，并几乎可以完全转化为等额的营业利润。美团客单价将随着用户需求升级、产品结构高端化，以快于通胀的速度提升。

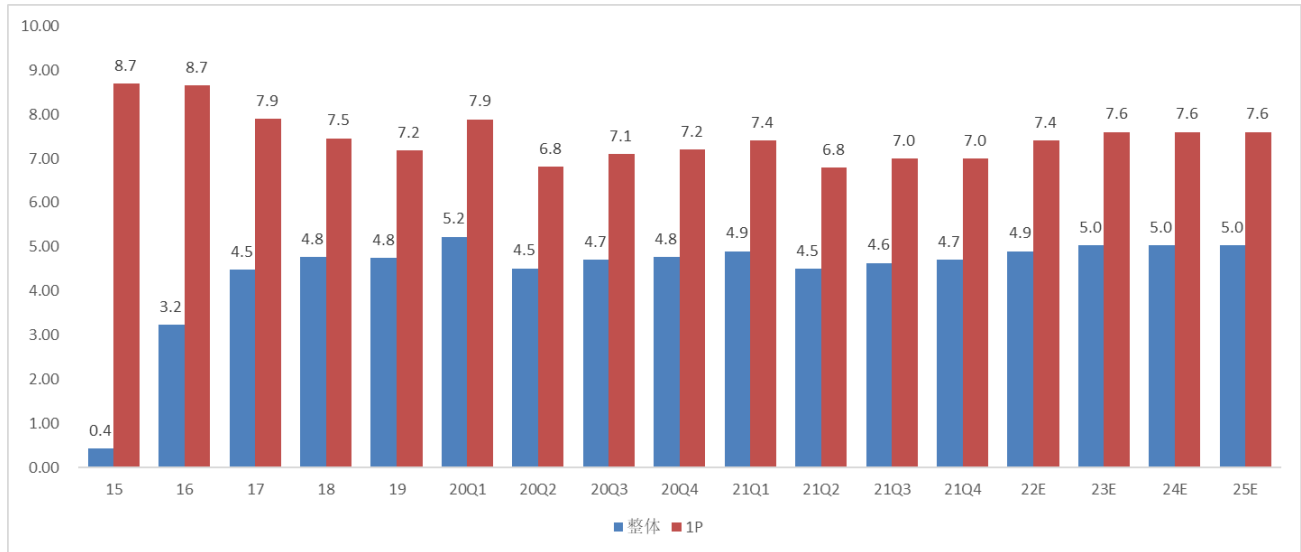
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 37

客单价提升背后逻辑：用户消费升级，对外卖产品的需求逐渐高端化；20Q1起受益于疫情催化，客单价有明显跃升。

成本端：骑手成本的影响因素

(1) 规模效应：区域订单密度的上升导航美团外卖配送成本持续下降。随着各线城市订单密度增加，美团外卖骑手的平均人效提升，而外卖骑手的整体工资收入增速低于订单的增速，导致单均配送成本的下降。

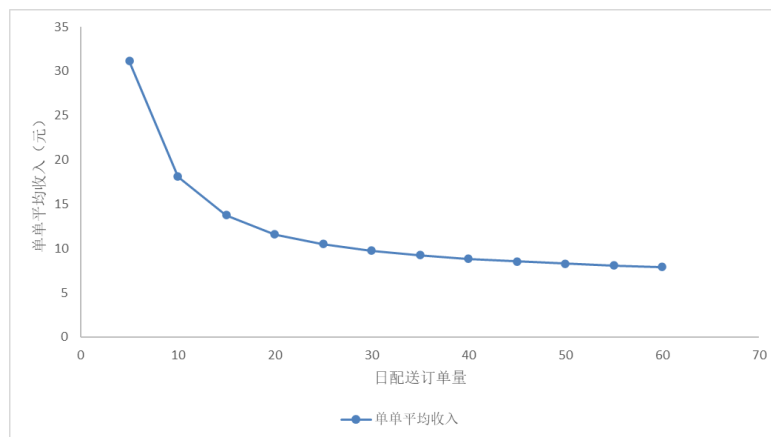
图 38：美团外卖单均配送成本的变化（元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们分析了外卖小哥的工资机制：固定工资占比较高(当然要达到一定的单量标准才能获得)，但随着骑手人效的提升，美团对每一单的配送费用支付实际上是下降的。因此，订单区域密度和骑手人效的提升在前期可以大幅改善美团的配送成本。但随着美团整体订单密度已经到了一个非常高的水平，这一规模效应也在减弱，美团配送成本的年降幅度已经大幅放缓。预计未来规模效应仍将造成美团配送成本缓慢的下降。

图 39：外卖小哥日均配送单量和单均收入的关系



资料来源：草根调研数据推算（2020年8月），信达证券研发中心

(2) 骑手社保覆盖对美团配送成本的影响

2021年8月,人社部等8部门出台《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》,明确“劳动三分法”:

1. 符合确立劳动关系情形的,企业应当依法与劳动者订立劳动合同。
2. 不完全符合确立劳动关系情形但企业对劳动者进行劳动管理(以下简称不完全符合确立劳动关系情形)的,指导企业与劳动者订立书面协议,合理确定企业与劳动者的权利义务。
3. 个人依托平台自主开展经营活动、从事自由职业等,按照民事法律调整双方的权利义务。

美团的专送骑手大部分属于第2种,少量老员工属于第1种;大部分众包骑手属于第3种。对于灵活用工人员的社保问题,指导意见提出:指导意见的精神是“应保尽保”,意味着美团等平台企业有义务为属于第2种的灵活用工人员承担社保责任。

关于职业伤害险,我们预计美团将承担大部分专送骑手的职业伤害险,以及社保费用。公司预计职业伤害性的成本大约5分钱一单,2022年开始试点。

关于社保对配送成本的影响,我们估算如下:

在缴纳养老金的情况下,为确保加盟商不亏本甚至维持住利润水平,美团至少需要在早期帮助承担70%-80%的社保成本支出。

社保覆盖人数:美团现有日活跃骑手250万左右,其中专送骑手70万,众包骑手180万左右。众包骑手的社保主要由其自己承担,美团需要负责的应是专送骑手(大部分符合“不完全符合确立劳动关系情形”)的社保成本。

总骑手收入作为缴纳基数:根据2020年年报数据,美团共支出骑手成本486.92亿元,可以认为是骑手从美团处获得的收入。

专送承担订单比例:假设专送与众包骑手单均收入相近,专送人数大概30%,考虑到专送运力比众包更高,可认为专送承担约40%-50%的订单配送,因而取得总收入包中的40%到50%。

企业承担比例:按北京市先行标准,养老保险企业承担20%,医疗保险企业承担9%,合计29%

在以上假设下,美团社保支出预计在38亿-48亿元之间。对应平均单均成本增加0.4-0.5元。

考虑到:第一,可能有部分骑手选择缴费较低的城乡居民社保,留更多现金在手中;第二,人社部表示针对灵活用工人员的社保将出台费率优惠等措施,缴纳基数或比例可能较低。因此,上述范围应作为单均社保成本增加的上限。我们假设实际的基数优惠比例为60%,计算出实际的单均成本增加应该在0.2~0.3元左右。我们预计美团的单均配送成本因为社保问题将有0.2~0.3元的增加,而对单均利润的影响将在2-3年内逐步体现。

表 11：社保覆盖对美团外卖单均配送成本的影响

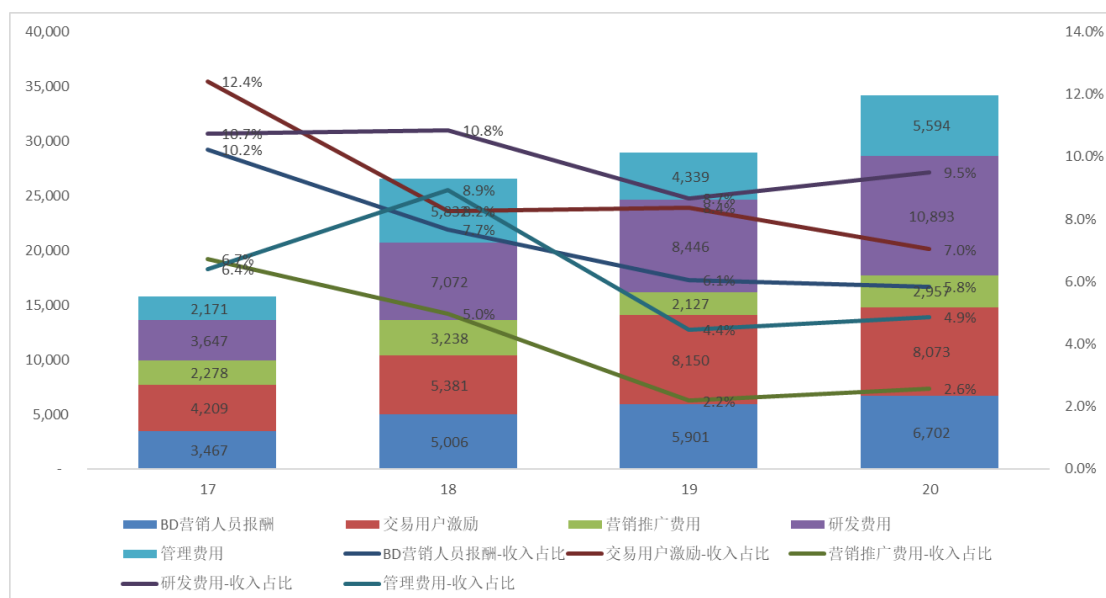
专送骑手数量	70 万		
2020 年配送总成本 (亿元)	486.9		
	乐观	悲观	
专送骑手收入	40-50%的骑手收入 (90%配送成本)	175.3	219.1
单位承担	假设 29%的基数 (20%养老, 9%医疗)	50.8	63.5
美团承担	75%	38.1	47.7
单均成本增加	2020 年总订单 101 亿	0.4	0.5
基数和费率优惠	假设 60%	0.2	0.3

资料来源：信达证券研发中心

费用端：经营杠杆和补贴率的影响

美团外卖的营业费用大体有可变的补贴费用(交易用户补贴激励)和其他类固定费用构成(销售人员薪酬、营销广告费、研发、行政费用等)。其中固定股份绝对额增长较慢，导致随着业务规模的增加，费用率将持续下降，经营杠杆逐步显现。

图 40：美团外卖营业费用拆分，2020 年前费用率持续下降 (单位：百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

而销售费用中的“交易用户激励”，即用户补贴费用取决于公司的推广力度。随着外卖行业竞争格局趋于稳定，消费者习惯逐渐成熟，以及单均配送成本因社保覆盖产生一定的压力，我们预计美团将逐渐缩小补贴率，对单均盈利产生积极的贡献。

2.4. 美团外卖业务整体的业绩预测

核心假设：

基于对外卖业务行业空间的测算，我们认为美团外卖的订单量仍能保持中高速增长，2025 年日单量预计达到 8500 万；

客单价将缓慢增长，预计 2025 年将达到 52.5 元；

take rate 在广告业务的带动下整体仍有一定的增长，预计 2025 年将达到 14.5%；

骑手成本在考虑社保覆盖成本后将基本保持稳定，预计 2025 年为每单 4.94 元；

经营杠杆和补贴率的下降导致营业费用率持续下降，预计 2025 年下降至 14.0%；

综合来看，我们预计美团外卖业务 2025 年的总收入为 2362 亿元，年化增长 25.2%；经营利润为 370 亿元，年化增长 50.2%；单均 EBIT 为 1.19 元。

表 12：美团外卖业务的整体业绩预测

	18	19	20	21	22E	23E	24E	25E
GTV (十亿)	282.9	392.7	488.8	701.6	889.0	1,106.5	1,354.1	1,628.8
YoY	65.3%	38.8%	24.5%	43.5%	26.7%	24.5%	22.4%	20.3%
订单量 (百万)	6,393	8,722	10,147	14,368	17,960	21,911	26,293	31,026
YoY	56.3%	36.4%	16.3%	41.6%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%
日单量 (百万)	17.5	23.9	27.8	39.4	49.2	60.0	72.0	85.0
客单价	44.2	45.0	48.2	48.8	49.5	50.5	51.5	52.5
YoY	5.8%	1.7%	7.0%	1.4%	1.4%	2.0%	2.0%	1.9%
收入 (百万)	38,143	54,843	66,265	96,312	120,015	154,909	193,634	236,182
YoY	81.4%	43.8%	20.83%	45.3%	24.6%	29.1%	25.0%	22.0%
take rate	13.5%	14.0%	13.6%	13.7%	13.5%	14.0%	14.3%	14.5%
单均收入	6.0	6.3	6.5	6.7	6.7	7.1	7.4	7.6
营业成本 (百万)	-32,875	-44,610	-52,262	-73,117	-92,379	-118,884	-141,710	-166,095
毛利率	13.8%	18.7%	21.1%	24.1%	23.0%	23.3%	26.8%	29.7%
骑手成本 (百万)	-30,516	-41,469	-48,238	-67,487	-85,265	-109,730	-130,798	-153,306
/外卖成本	92.8%	93.0%	92.3%	92.3%	92.3%	92.3%	92.3%	92.3%
单均成本 (blended)	-4.77	-4.75	-4.75	-4.70	-4.75	-5.01	-4.97	-4.94
单均成本 (1P)	-7.46	-7.18	-7.18	-7.03	-7.11	-7.50	-7.45	-7.40
毛利 (百万)	5,268	10,233	14,003	23,195	27,637	36,025	51,924	70,087
毛利率	13.8%	18.7%	21.1%	24.1%	23.0%	23.3%	26.8%	29.7%
单均毛利	1.19	1.53	1.78	2.01	1.93	2.06	2.39	2.67
营业费用 (百万)	-7,727	-8,726	-10,824	-17,172	-20,403	-24,785	-29,045	-33,066
YoY	32.3%	12.9%	24.0%	65.8%	18.8%	21.5%	17.2%	13.8%
费用率	20.3%	15.9%	16.3%	17.8%	17.0%	16.0%	15.0%	14.0%
non-GAAP EBIT (百万)	-2,459	1,507	2,833	6,175	7,234	11,240	22,879	37,022
YoY	-40.5%	-161.3%	88.0%	118.0%	17.2%	73.8%	69.0%	65.5%
EBIT Margin	-6.4%	2.7%	4.3%	6.4%	6.0%	7.3%	11.8%	15.7%
单均 EBIT	-0.38	0.17	0.28	0.43	0.40	0.51	0.87	1.19

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预计

3. 到店、酒店及旅游业务分析

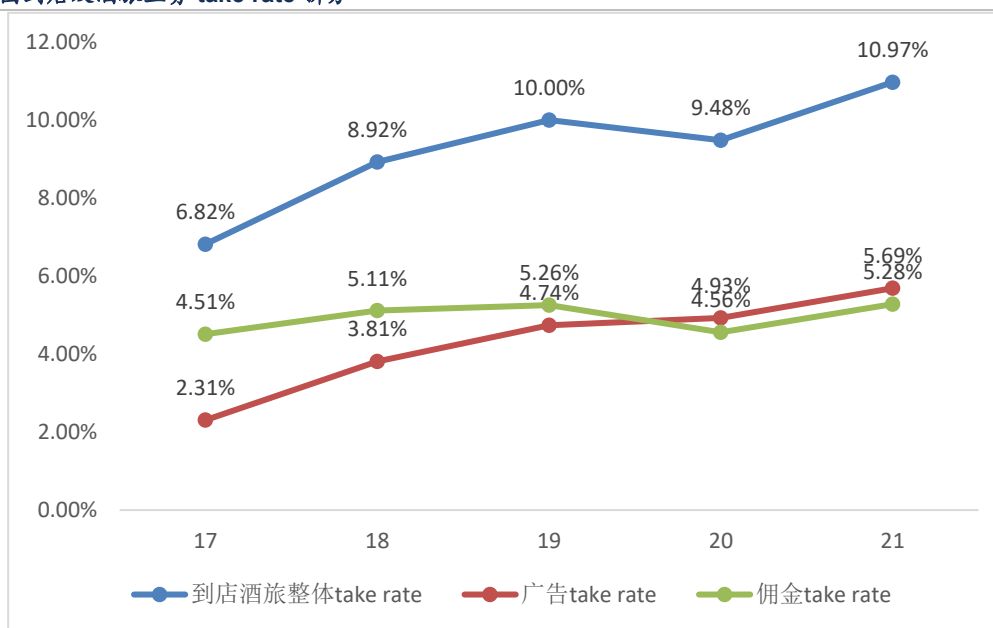
3.1. 到店酒旅业务的商业模式

到店业务的本质是在线营销，商家通过各种营销手段在线上平台上与目标用户互动，实现自身的品牌触达或成交转化（更多是后者，即效果广告）。基于地理位置信息，美团-点评平台通过内容（PGC 的分类导购+UGC 的点评）、促销（团购券、活动，促进直接转化）、广告（搜索、竞价排名、打榜、信息流推荐、短视频）三种工具，将本地化用户和商户的供需匹配起来，形成了一个信息密度和转化效率很高的在线营销平台。

酒店及旅游业务的商业模式与到店业务类似，只是专注在酒店、交通票务、景区门票等领域，主要帮助用户完成酒店和票务预订等实际功能，用户主动发起交易的比例较高。酒店业务的收入也由佣金和广告两部分组成，但佣金比例较高。由于竞争格局相对激烈，以及酒店行业的利润率普遍不及餐饮行业，因此酒店业务的佣金比例相对较低。

美团在到店业务的收入来源于两部分：交易佣金和广告收入。交易佣金主要来源于团购券到店消费带来的返点，与商家线下实际的成交金额成正比，变现率相对固定；广告收入则来源于美团对各种线上广告工具的开发，是一个供给创造需求的业务。随着美团广告工具的不断完善和效能提升，广告收入部分以快于交易佣金收入部分的速度增长，广告部分的变现率也持续提升。

图 41：美团到店及酒旅业务 take rate 拆分



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

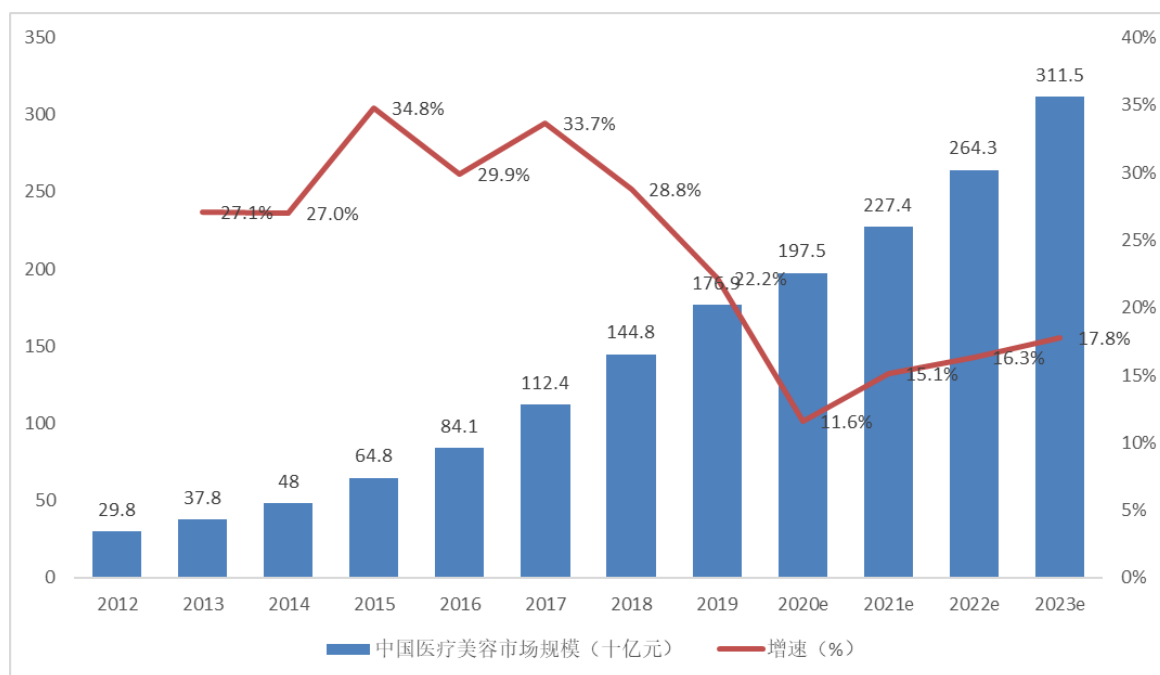
由于佣金和广告收入都来自于美团对于商户的直接收取，几乎没有什么成本，因此到店业务具有很高的毛利率（接近 90%）；但维系全国数百万线下商户的业务网络则需要建立庞大的地面 BD 团队才能做到，因此到店业务的固定费用部分比例较高，主要是销售费用中的人工成本。整体来看，到店业务的营业利润率高于 40%，目前仍是美团各业务中盈利能力最强也最稳定的板块，为公司整体发展贡献了持续的现金流。

3.2. 到店业务分析

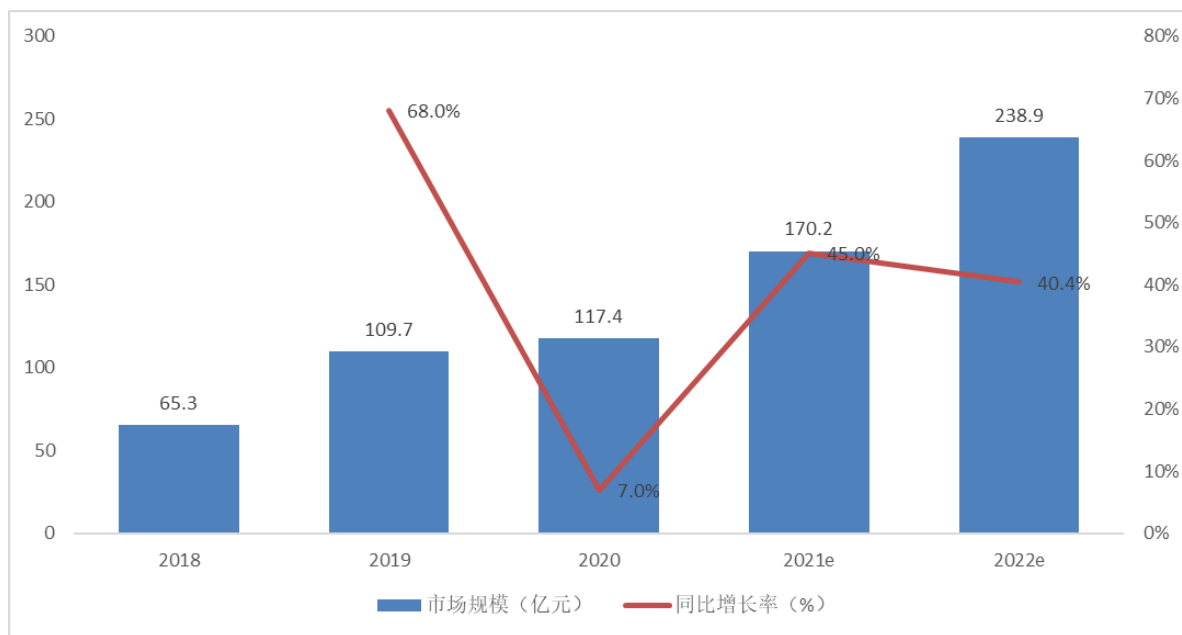
3.2.1. 到店业务的行业空间

到店业务的下游包括餐饮、休闲娱乐、美容美发、医美等行业，这些行业均具有广阔的市场空间，且行业格局非常分散，整体线上化营销的水平也仍然不足，线上营销的预算增长空间仍然很大。尤其是休闲娱乐的一些新业态（如密室逃脱、剧本杀、桌游吧等），以及医美服务等新业态，本身就处于高速发展阶段，且业务属性和以年轻人为主的受众群体的特点，决定了线上营销对它们的生存发展是至关重要的。预计美团到店业务除了受益于服务业整体线上营销程度的提高，也将受益于这些新业态本身的高速增长。

图 42：中国医美行业规模及增速（单位：十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 43：中国剧本杀行业规模及增速（单位：亿元）


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

3.2.2. 到店业务的竞争格局

竞争格局：美团在到店行业占有绝对的领先地位，是大众认知中几乎唯一可选的餐饮导购平台。其在用户、信息、内容方面建立的竞争壁垒是竞争对手难以企及的。

图 44：美团到店业务在用户心智和使用率上占据绝对优势


资料来源：极光大数据，信达证券研发中心

美团到店面临的主要竞争对手有：1 支付宝，从支付工具逐渐转型为阿里系本地生活的综合平台 2 抖音，近期在通过低价团购券等方式，尝试布局本地生活市场 3 高德地图、百度地图等地图类软件。其中地图类软件的工具属性仍然较强，难以成为专门的生活导航平台，其运营团队也缺乏线下 BD 拓展能力。我们主要分析美团-点评与支付宝，以及与抖音的竞争

情况。

(1) 支付宝+口碑：

优势：支付宝用户体量大于美团

劣势：支付宝定位是“用完即走”的工具型应用，用户没有形成长时间浏览的习惯，单用户时长小于美团；“美食”排在美国团 App 的核心位置，而“口碑”只是支付宝的一个功能，位置不突出；“口碑”在产品形态、导购功能、竞价排名方面处于初级阶段，平台完成度较低；导购功能不强，商家数量、用户评价数均低于美团点评。

总结：由于用户时长少，没有形成心智，支付宝的流量入口效果不明显；口碑产品不够完善，导购功能较弱，b 端和 c 端积累均不足，流量匹配效率低于美团，广告变现的规模较小。

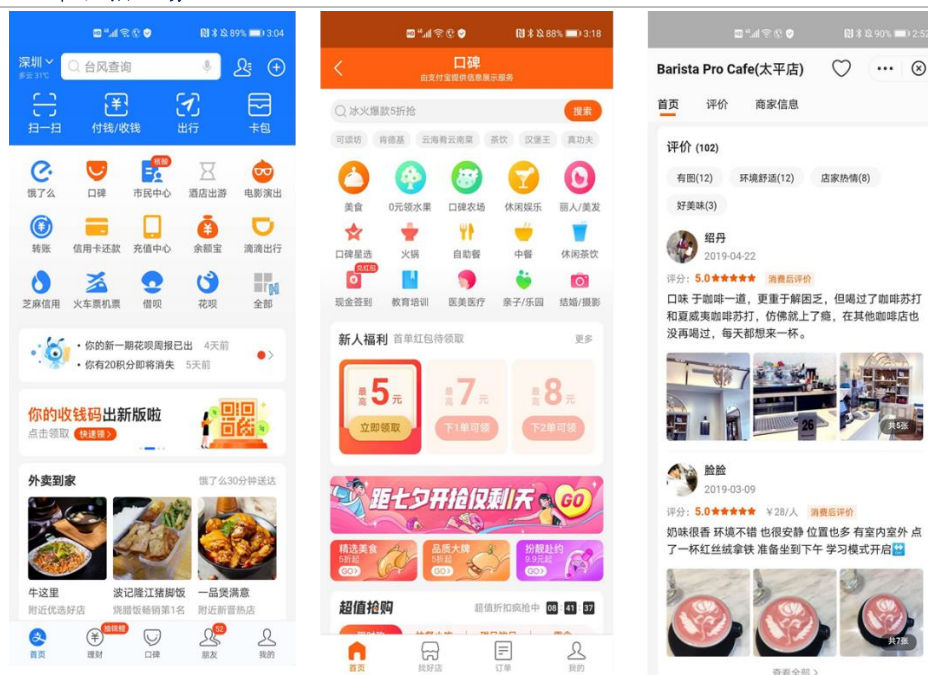
(2) 抖音：更多是品牌广告作用，打造网红店名气；难以形成直接转化

优势：抖音流量和时长均超过美团+点评，广告浏览量大，展示效果好

劣势：作为综合流量平台，抖音能分给线下商铺的流量比例很低；店面信息比较简陋，点评数量不足；搜索、筛选、榜单等导购类功能缺乏；营销只适用于网红店模式，广大中小商家做短视频转化成本高，用户粘性低。

总结：部分商家会在抖音上打广告宣传自己，但餐饮需求更多是用户有意愿时主动发起，这时导购数据和功能的完整性更加重要。用户不太可能有意“刷抖音找饭馆”。

图 45：支付宝-口碑的到店业务



位置次要

“美食”还要再点一下

点评数量明显较少（同一家店差10倍）

资料来源：支付宝 App，信达证券研发中心

图 46：抖音的到店业务



入口较深

以榜单类为主，未形成
LBS “美食地图”

商户信息比较简陋，点
评信息偏少

资料来源：抖音 App，信达证券研发中心

3.2.3. 美团到店业务的核心竞争力

1 内容优势：美团+点评平台数十年积累下了丰富的 UGC 内容。作为导购平台，丰富准确的点评、评分是内容上的核心竞争力。阿里系的口碑在内容丰富程度上一直无法和美团+点评抗衡，因此竞争始终处于下风。抖音虽然有一些视频化的内容比较吸引眼球，但在全面度、客观性和时间积累上仍无法和美团+点评相比。

2 销售网络和商户资源优势：美团广泛的地推 BD 团队连接了全国最广泛的中小商户资源，可以把他们的信息组织到平台上形成本地化的商户字典。抖音虽然也有线下 BD 团队，但以广告业务为主，虽然和一些网红店有合作，但在连接商户的广度深度上还有较大差距，因此给用户提供的商家服务资源也不够丰富

3 用户心智优势：美团+点评是主动的、有明确用户心智的生活服务导购平台，用户目的性强、转化率高。抖音用户主要以游乐休闲需求为主，多为冲动式消费，难以培养持续的用户习惯。

4 商家营销效率优势：美团+点评为商户提供基于 LBS 的搜索+图文效果类营销，基于用户主动找店的需求，目标精准、成本可控，更适合广大中小商家。抖音只能提供城市级别的短视频内容营销，而且分配给本地生活的流量占比也很有限。不仅用户精准度不够，内容制作成本、流量成本也很高，只适合于大型品牌类商家、网红店。实践证明，抖音到店给商家带来的营销 roi 远低于美团点评，商家持续投入的意愿较弱。

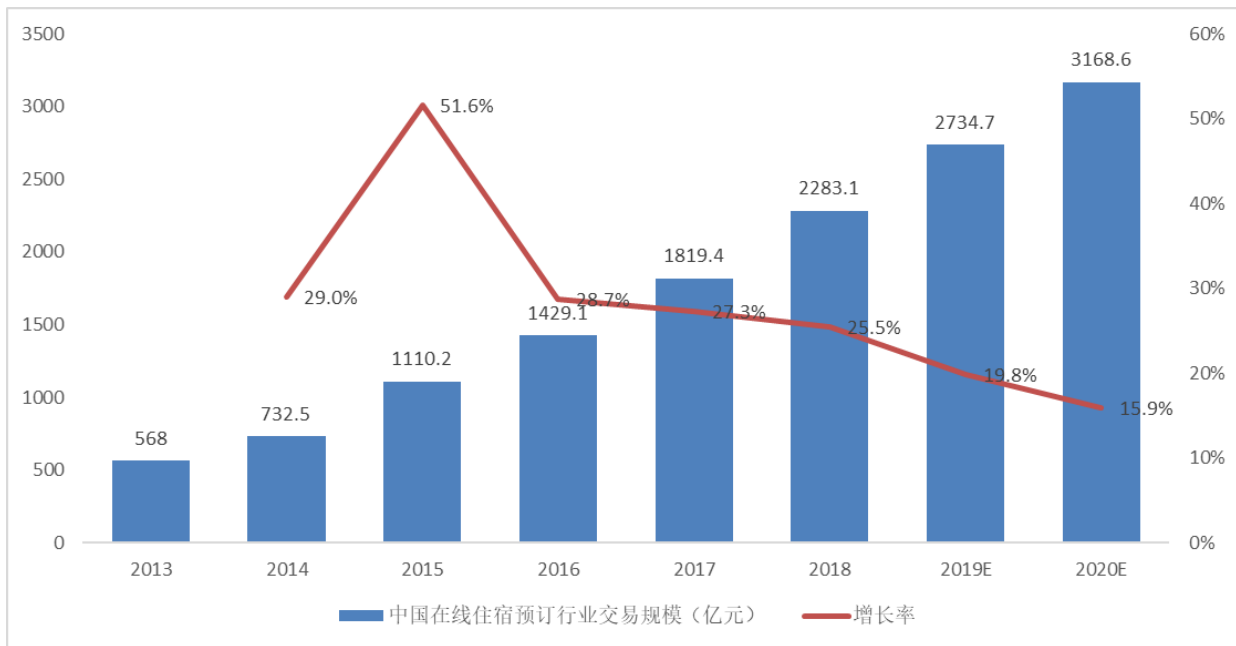
综合来看，抖音到店虽然凭借低价策略吸引了一部分初始用户，但很难在平台上形成持续复购的粘性，并覆盖更大范围的中小商家。长期对广大用户和商户的商业价值比较有限。

3.3. 酒店及旅游业务竞争分析

3.3.1. 酒店 OTA 业务的行业空间

酒店 OTA 行业空间仍然广阔：随着经济的发展，国民对旅游出行的需求日渐增加，酒店行业本身仍然保持着快速的增长。而在各种渠道中，线上预订获客的 OTA 平台已经成为了酒店行业最重要的客户来源之一，持续受益于行业发展和营销数字化进程。

图 47：中国酒店在线预订行业交易规模及增速（单位：亿元）

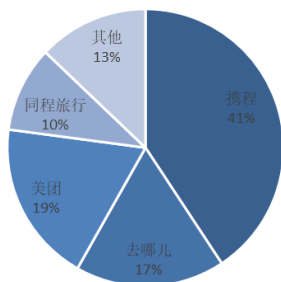


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

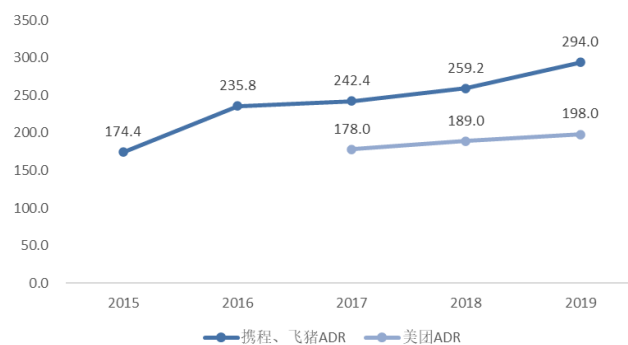
酒店 OTA 行业的竞争格局：美团的主要竞争对手为携程、去哪儿、同程艺龙等传统 OTA 平台。疫情前美团处于行业间夜量第一，GTV 第二；收入增速快于携程；ASP 低于行业均值；进入高星的潜力很大，业务尚未充分货币化。

图 48：中国酒店 OTA 行业的竞争格局

酒店 OTA 行业市场份额（2019）

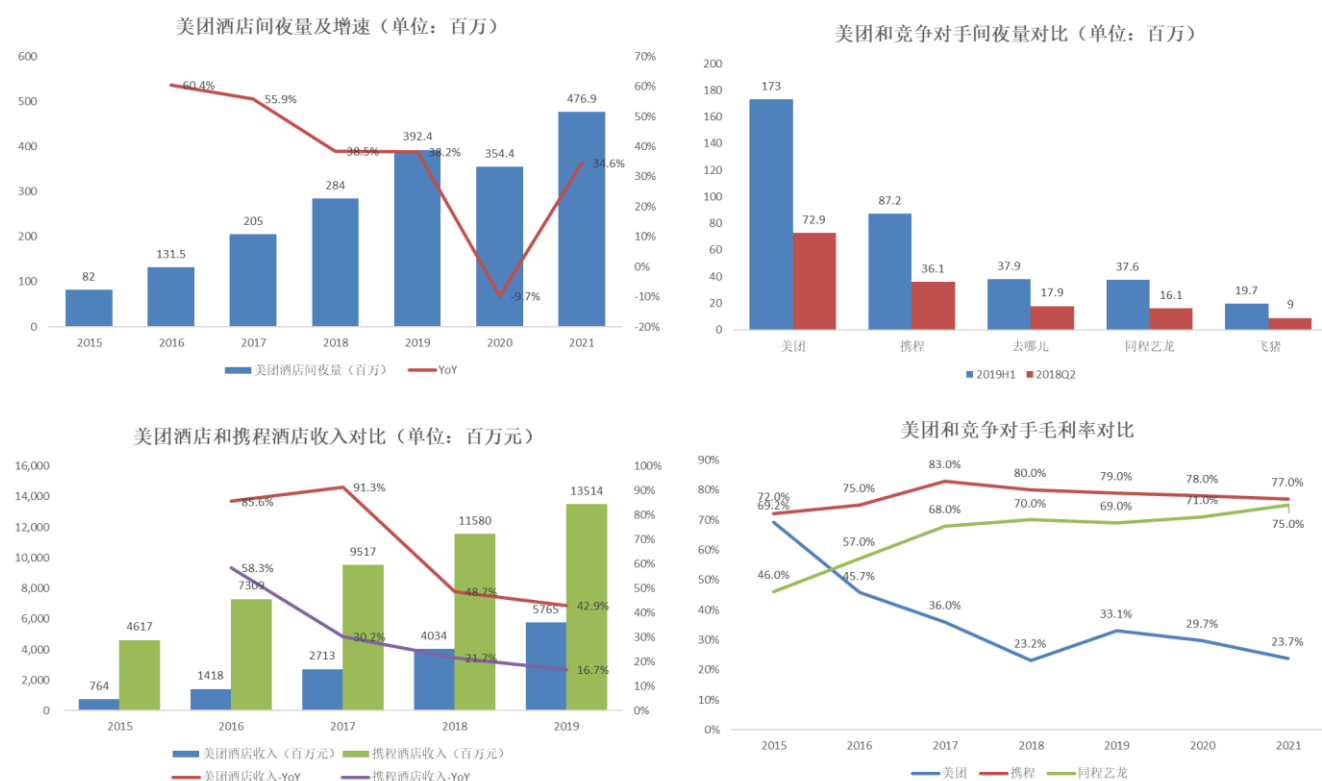


酒店 OTA 平台 ADR（元）



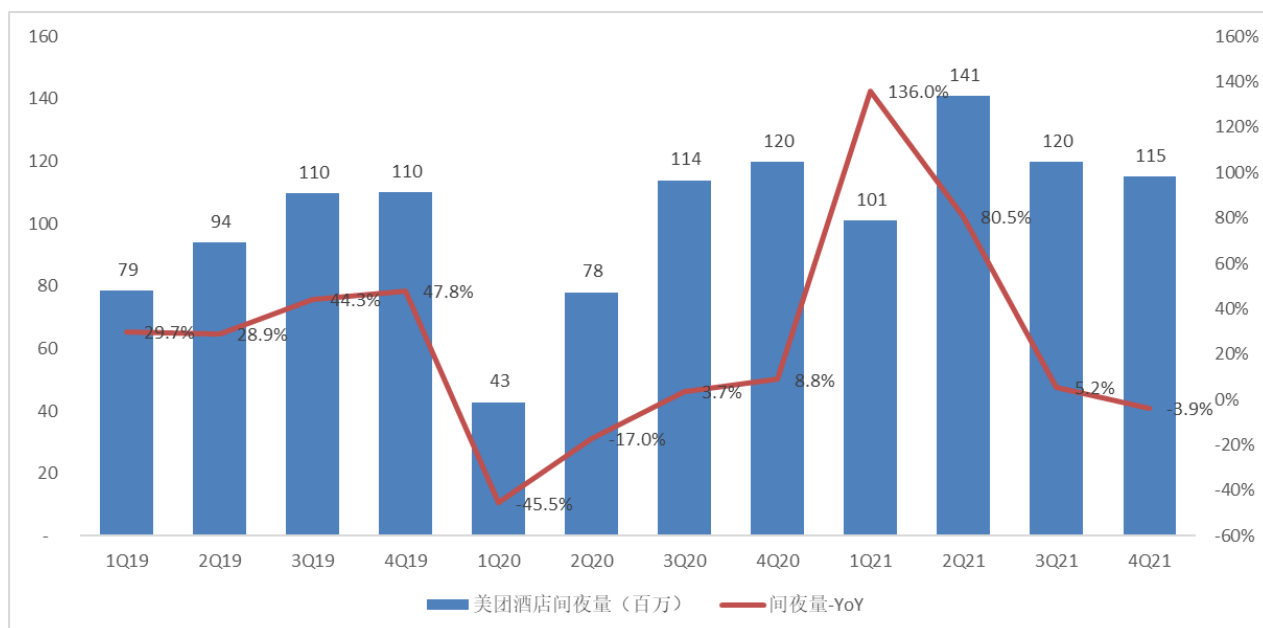
资料来源: fastData, 公司公告, 信达证券研发中心

图 49: 美团酒店业务和竞争对手的对比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 50: 美团酒店间夜量情况 (季度)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3.2. 美团酒店业务的发展趋势和竞争策略

发展趋势: 预计 OTA 行业的格局仍将基本稳定,但美团在中高端酒店的份额仍将持续提高。疫情影响下,酒店更加重视美团所能带来的流量价值,尤其是部分景区的高星级酒店,将美团视为重要的客流来源。

扣点率情况: 美团早期以低佣金战略切入连锁市场,一直延续至今。因此在经济连锁酒店领域,美团的佣金率和携程一直明显有差距,美团 **take rate** 相对较低。

竞争策略: 在高星酒店市场,携程与客户、消费者的关系绑定比较牢固,美团比较难以撬动其大盘;但在低星酒店和低线城市市场,携程的用户认知度仍然较低,美团的优势比较明显。

总结: 行业趋势上,疫情过后整体酒店行业将呈现持续复苏的态势,利好酒店、旅游行业,OTA 平台的订单量和交易额也将有较大恢复;格局上,美团从 19Q4 以来切入中高端战略比较成功,整体份额有望继续提升。**take rate** 也仍有上升空间。我们看好美团 ota 业务发展,虽然这一业务目前整体利润贡献有限,但未来随着收入规模扩大、结构高端化和扣点率上升,美团酒旅业务可能成为集团一个新的重要盈利来源。

3.4. 到店、酒店及旅游业务盈利预测: 增速稳定, 利润率缓慢上升

我们预计新品类将带动到店收入规模持续增长,而广告业务的比例增加将提升到店业务的 **take rate** 和利润率。此外,酒店业务随着疫情消退,收入增长和利润率也将逐步改善,对整体贡献增加。我们预计到店酒旅业务整体将保持中高速收入增速,同时利润率稳中有升。预计 2025 年到店及酒旅业务整体收入 759 亿,营业利润 334 亿元。

表 13: 美团到店及酒旅业务的整体业绩预测

单位: 百万元	18	19	20	21E	22E	23E	24E	25E
到店业务								
GTV (十亿元)	124	144	156	201	237	291	357	438
到餐	45	51	55	71	77	91	107	125
到综	79	93	101	129	160	200	250	314
take rate	9.6%	11.5%	10.5%	12.7%	13.4%	13.7%	13.9%	14.1%
佣金 take rate	4.2%	4.3%	3.6%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
广告 take rate	5.4%	7.2%	6.9%	8.3%	9.3%	9.6%	9.9%	10.1%
到店业务收入	11,806	16,511	16,389	25,582	31,658	39,751	49,586	61,683
YoY		39.8%	-0.7%	56.1%	23.8%	25.6%	24.7%	24.4%
毛利	10,606	14,817	14,634	22,919	28,342	35,591	44,396	55,219
毛利率	89.8%	89.7%	89.3%	89.6%	89.5%	89.5%	89.5%	89.5%
营业利润	3,772	7,342	7,398	12,435	15,332	19,232	23,821	29,530
营业利润率	31.9%	44.5%	45.1%	48.6%	48.4%	48.4%	48.0%	47.9%
/GTV	3.1%	5.1%	4.7%	6.2%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%
酒店业务								
GTV (十亿元)	53	78	68	95	110	140	160	190
间夜量 (百万)	284	392	354	482	580	650	800	900
ADR (元)	187.6	198.5	190.6	196.3	189.7	215.4	200.0	211.1
take rate	7.6%	7.4%	7.2%	7.3%	7.0%	7.1%	7.6%	7.5%
酒店业务收入	4,034	5,765	4,863	6,948	7,675	10,009	12,194	14,207

YoY		42.9%	-15.6%	42.9%	10.5%	30.4%	21.8%	16.5%
毛利	3,489	4,929	4,153	5,934	6,761	8,818	10,743	12,516
毛利率	86.5%	85.5%	85.4%	85.4%	88.1%	88.1%	88.1%	88.1%
营业利润	889	1,055	783	1,659	1,384	2,164	3,053	3,861
营业利润率	22.0%	18.3%	16.1%	23.9%	18.0%	21.6%	25.0%	27.2%
/GTV	1.7%	1.4%	1.2%	1.8%	1.3%	1.5%	1.9%	2.0%

整体								
GTV (十亿元)	177	222	224	295	347	431	517	628
take rate	9.0%	10.0%	9.5%	11.0%	11.3%	11.5%	11.9%	12.1%
收入	15,840	22,275	21,252	32,530	39,333	49,760	61,780	75,889
YoY		40.6%	-4.6%	53.1%	20.9%	26.5%	24.2%	22.8%
毛利	14,095	19,746	18,787	28,853	35,104	44,408	55,139	67,735
毛利率	89.0%	88.6%	88.4%	88.7%	89.2%	89.2%	89.2%	89.3%
营业利润	4,661	8,397	8,181	14,093	16,716	21,397	26,874	33,391
YoY		80.2%	-2.6%	72.3%	18.6%	28.0%	25.6%	24.2%
营业利润率	29.4%	37.7%	38.5%	43.3%	42.5%	43.0%	43.5%	44.0%
/GTV	2.6%	3.8%	3.7%	4.8%	4.8%	5.0%	5.2%	5.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预计

4. 新业务：“零售+科技” 面向未来 10 年

美团的新业务涵盖丰富，包括共享出行、实物电商（新零售）、企业服务等领域。我们重点分析美团新业务中战略地位最重要的新零售板块，探究美团在这一广阔市场中的战略布局和未来潜力。

4.1. 生鲜和快消品电商（以下简称“新零售”）：美团的第三增长曲线

按照“增长曲线”理论，美团已经在历史上拥有了团购、餐饮外卖两条增长曲线，这些赛道均拥有万亿级别的市场空间，使得美团可以在其中不断发展壮大。但随着业务体量的增长，以及团购、外卖等行业逐渐成熟、增速开始放缓，美团急需找到下一个能够带动其业务持续增长的新领域。那么，整体规模达到 40 万亿、线上规模达到 10 多万亿的实物零售市场就成为美团自然的选择。而在这之中，生鲜和快消品又是规模足够大、频次足够高、而线上化率水平仍然相对较低的两个品类，也是包括美团在内的众多互联网巨头未来争夺的焦点。

表 14：美团的三条“增长曲线”

	业务名称	当前市场交易规模（GTV）	美团占有率	未来空间
第一曲线	团购	3000-4000 亿	极高，可能 90% 以上	到店餐饮相对成熟，到店综合和酒旅业务仍有较大空间
第二曲线	餐饮外卖	1 万亿左右	65-70%	整体用户渗透率和频次已经较高，预计未来增速逐渐放缓。2025 年空间 2 万亿以上
第三曲线	新零售	电商行业 10 万亿，生鲜+快消品电商（新零售）2-3 万亿	预计 2021 年美团闪购+优选 GMV 1600 亿左右，新零售市场份额不到 10%	生鲜+快消品电商渗透率持续提升，预计 2025 年行业 GMV 超过 7 万亿

资料来源：信达证券研发中心预计

4.2. 新零售市场的行业空间

生鲜和快消品零售市场规模庞大：生鲜和 FMCG（快消品）零售行业作为居民日常消费的基础，本身具有庞大的市场规模。根据统计局数据，2020 年生鲜/快消品行业零售总额为 5.3/6.9 万亿，预计到 2025 年将增长到 6.8/8.9 万亿。

行业格局极其分散：由于地理和企业能力的限制，生鲜和快消品零售市场的行业格局极其分散。以主打这一领域的超市行业为例，2020 年全国零售额 Top10 的超市零售总额不超过 1 万亿，行业龙头大润发的年交易额约 1000 亿元左右。考虑到这些超市还销售其他品类，因此这一市场目前仍然是非常分散的状态。

线上化潜力大：电商已经开始进入这一市场，但由于消费者习惯的持续性，以及这一行业本身电商化的难度较高，整体电商渗透率仍然较低。2020 年以来，随着疫情的加速催化，消费者线上购买生鲜、快消品的习惯快速养成，行业电商渗透率快速提升。我们预计生鲜/FMCG 线上化率从 2020 年的 15%/26% 提升到 2025 年的 40%/51%，线上市场规模提升到 2.7/4.5 万亿。

表 15：生鲜和快消品线上化市场空间测算：2025 年分别可达 2.7/4.5 万亿元

		2020	2025E		20-25E cagr
		GMV (十亿元)	GMV (十亿元)		
整体销售额	生鲜	5,281	6,740		5%
	FMCG	6,885	8,787		5%
	合计	12,166	15,527		5%
		GMV (十亿元)	线上化率	GMV (十亿元)	线上化率
线上销售额	生鲜	787	15%	2,704	40%
	FMCG	1,807	26%	4,496	51%
	合计	2,594	21%	7,201	46%

资料来源：国家统计局，信达证券研发中心预计

4.2.1. 新零售当前的主要业态

图 51：百花齐放的新零售业态



资料来源：各平台 App，信达证券研发中心

新零售行业目前仍处于初期探索阶段，面对不同的市场、不同的需求存在着百花齐放的业务形态。目前主要的业务模式有：

自营类（1P）：

自营电商（准 T+1，大仓直配，b2c）：电商平台的自营业态，通常被称为“线上超市”，主要玩家有天猫超市、京东超市等。主要适用于快消品。

本地模式（T+0，O2O 近场零售）：

前店后仓（超市到家）：布局在城市社区附近，门店和仓库一体化，典型案例有盒马鲜生、永辉生活等。

前置仓：布局在城市社区附件，只有仓库没有门店，依靠骑手配送到家。目前玩家有每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市、美团买菜等。

平台类（3P）：

传统平台电商（T+N）：适用于快消品和部分保质期较长、适合批量采购的生鲜品类。典型玩家有淘宝、拼多多等。

门店到家（T+0）：主要依靠骑手运力将线下超市、便利店等门店商品配送到家。商品由第三方门店提供，平台负责线上交易和履约配送环节。代表玩家有淘系的淘鲜达（主要对接大润发）、饿了么商超等，以及美团闪购（门店种类较多）、京东到家（主要对接沃尔玛等大型超市）。

社区团购（T+1）：依靠平台或团长导流，自建配送网络，将商品从本地供应商配送到团长站点，需要第二天用户到店自提。代表玩家有美团优选、多多买菜、兴盛优选、阿里淘菜菜等。

模式对比：这些模式各有优缺点，在适用市场和品类、履约时效、履约成本、价格定位方面也都各有不同。例如：

前置仓模式：能实现周边社区 1 小时的送达，最适合短保的生鲜品类。但只适用于城市人口密度较高的一二线城市，且由于商品毛利往往难以覆盖较高的仓储和履约成本，目前尚无玩家可以稳定盈利，商业模式仍没有跑通。

传统平台电商：履约时间慢，不适合短保生鲜品类；品控也难以保证。

门店到家模式：业态比较轻，平台只需要提供线上交易环节和骑手运力。但由于商品来自第三方，生鲜商品的品质和供应量往往无法保证。另外，由于相当于在超市购买环节之外又加了一层履约费用，商品的价格往往缺乏竞争力。

社区团购模式：极低的履约成本（可小于 1 元）是其最大优势，因此最适合低件单价的生鲜品类。但受限于本地供应商资源，商品的种类和档次仍然比较局限，主要适用于中低线城市和农村市场，以性价比为主要优势。

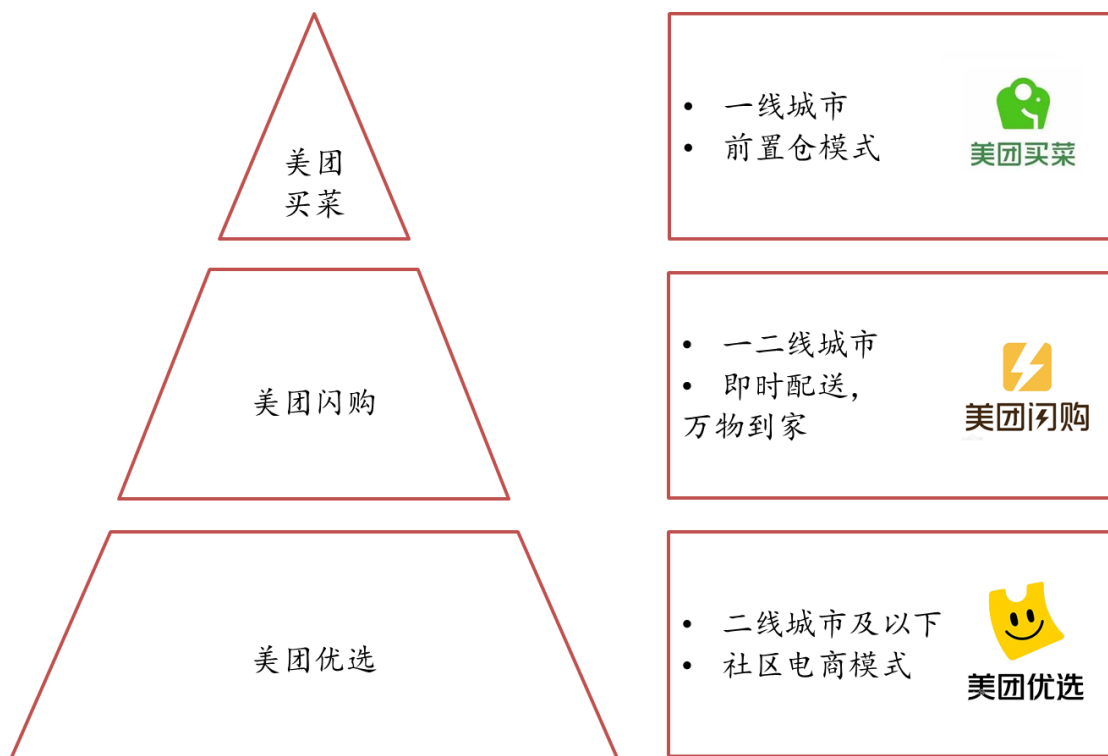
目前还没有一种生鲜电商业态能够满足所有消费者的所有需求，因此按照不同的市场和人群进行多业态的布局是目前占据新零售市场仍然必须的策略。

4.3. 美团新零售：“三驾马车”布局 10 万亿蓝海市场

4.3.1. 美团新零售业务的整体布局

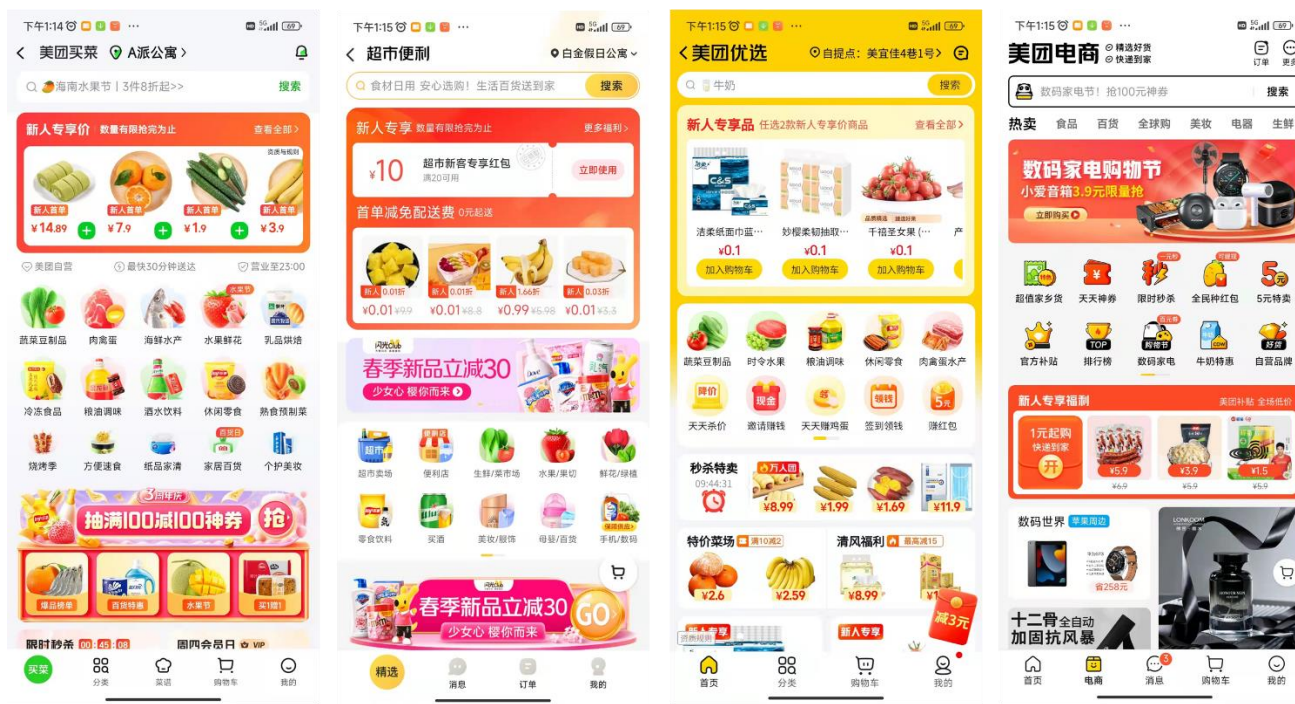
美团在新零售领域尝试过多种业态，也有失败的案例，如小象生鲜（自营门店）等。目前，美团在新零售市场的布局呈现“3+1”的态势：“美团买菜”业务是前置仓模式，“美团闪购”业务是门店到家模式，“美团优选”以社区团购模式为主，分别布局高、中、低线市场，共同构成了美团新零售的“三驾马车”。此外，美团还推出了传统平台电商模式——“团好货”，作为消费者和供应商端的资源补充，也为自身经营传统平台电商业务积攒经验。

图 52：美团新零售“三驾马车”



资料来源：信达证券研发中心

图 53：美团新零售业务多业态布局：美团买菜、美团闪购、美团优选、团好货



资料来源：美团 App，信达证券研发中心

美团闪购（超市/便利店到家）：

已经经营数年，地面主要对接大型商超、便利店、药店等各类门店，将其商品信息导入平台，用户在平台下单，美团骑手完成配送。这一业务利用了美团外卖骑手的错峰资源，实现了“万物到家”的理念：将附近的各类商品以极快的速度送到消费者的手中。最适合对时效性要求很高的品类，如医药、鲜花、酒水等。

美团买菜（前置仓）：

起步较晚，19 年确定商业模式，20 年开始快速拓展，在一线城市逐个布局，在重点城市增加仓库密度，提升供应链管理效率。只会聚焦一二线城市市场，不会下沉。截止 2021Q3，共布局了 7 个城市，有 400 个左右的前置仓库，满足一二线城市居民对生鲜品类配送到家的即时性需求。

美团优选（社区团购）：

美团优选是美团新零售业务布局的重点，主要针对二线以下的下沉市场，通过新的履约体系实现本地生鲜和快消品产品的隔日送达。经过 2020 年的快速布局、2021 年的激烈竞争和对监管的适应，目前美团优选保持稳定发展状态，在行业内的订单量和 GTV 规模稳居前两位，预计 2022 整体 GTV 将接近 1500 亿。

团好货（美团电商）：

是美团的平台电商形态业务，目前处于探索期，主要为消费者和供应商提供补充服务，并积累美团团队的电商行业运营经验。

4.3.2. 美团买菜：前置仓业务

美团的买菜业务是前置仓的商业模型，即在城市社区中设置距离较近的前置仓库，通过骑手网络向周边居民完成生鲜配送。由于对社区人口密度依赖度较高，美团买菜业务主要布局在一二线大城市。截止 2021Q3，美团买菜业务布局了 7 个城市，拥有前置仓数量 400 个左右，在高线城市市场稳步拓展业务。

图 54：美团买菜业务环节：前置仓（外部、内部）、骑手（2020 年 8 月，广东深圳）



资料来源：信达证券研发中心

美团买菜在行业内面临与叮咚买菜、朴朴超市等竞争对手的激烈竞争，目前仍处于追赶者阶段，盈利能力仍然存疑，未来前景尚不明确。但作为布局高线城市、时效最快的生鲜电商业态，美团买菜对于新零售业务的战略意义仍然非常重要。

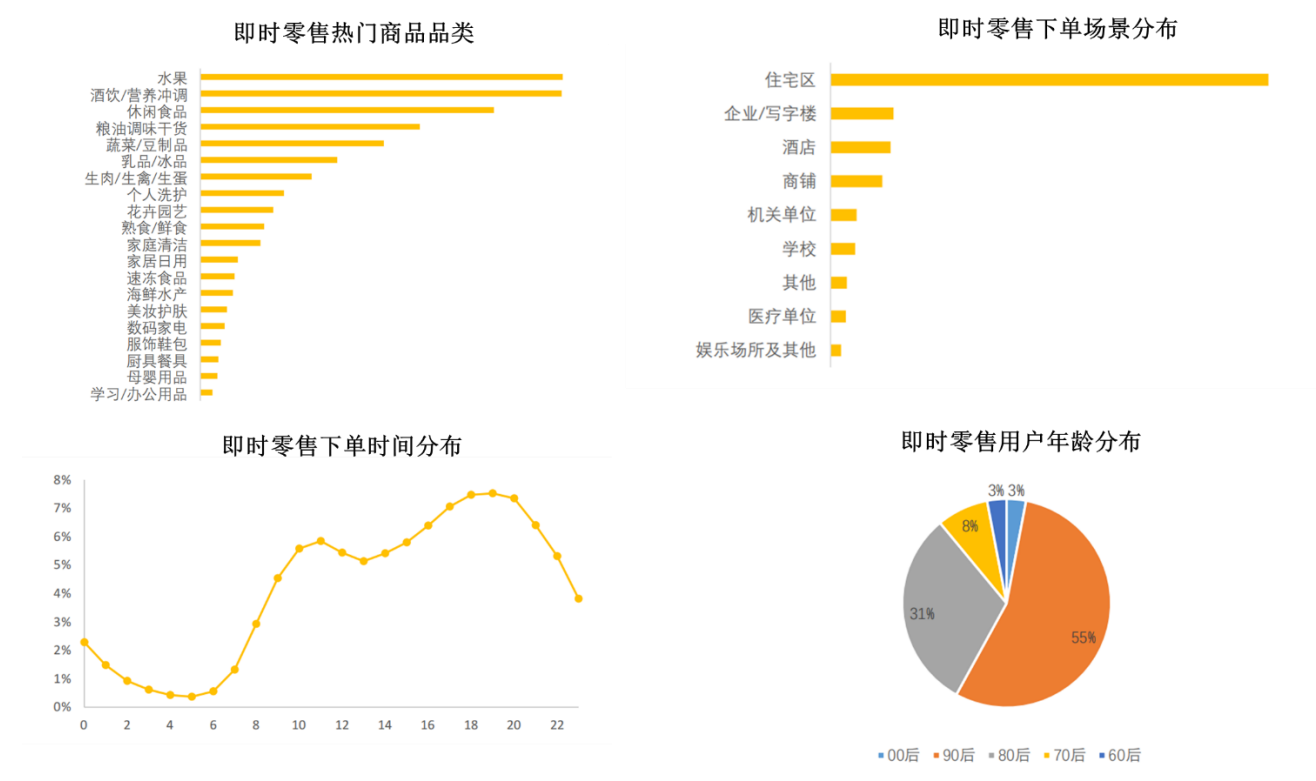
4.3.3. 美团闪购：即时零售

美团闪购与美团外卖同属到家业务，业务模式基本相同，可以将近场的各种商品从门店配送到消费者家中。由于餐饮外卖主要集中在中午和晚上的时段，其余时段的富余运力就可以为闪购业态所利用，从而提升骑手整体的人效。疫情催化下，美团的闪购业务快速增长，成为外卖业务的有力补充。21Q3，美团闪购增长态势仍然强劲，日均单量接近 400 万，峰值单量超过 600 万；GTV 同比增长 100%，年交易用户超过 2 亿，商超类 GTV 同比增长 140%。

美团闪购主要适用于蛋糕、药品、鲜花、酒水饮料等对时效性要求较高的品类，可以复用美团的骑手优势，实现对这些商品的快速配送。用户养成消费习惯后，也可以在闪购平台上养成购买快消品的习惯，如西瓜、零食、牛奶、口红等。

即时零售的行业规模：近年来，即时零售的规模正在快速扩大。根据美团商业分析团队的测算，2020 年即时零售的相关市场规模约为 1500 亿元，占 2020 年全国实物商品网上零售额（97590 亿元）的比重达到 1.5%。预计到 2025 年，即时零售行业相关市场规模将超过 7000 亿元，预计即时零售相关市场在 2019-2025 年之间的年复合增长率将超过 38.3%，行业整体具有强劲的增长动力和巨大的增长空间。

图 55：美团闪购（即时零售）2021 年主要数据



资料来源：美团研究院，信达证券研发中心

预计美团闪购业务将凭借极强的时效性优势，吸引更多的用户养成即时零售的消费习惯，在平台上购买更多品类的本地化商品。

美团闪购的 UE 模型：与外卖业务基本相同，只是整体客单价相对较高，但整体 take rate 相对较低。目前鲜花、医药等业务仍处于早期拓展期，部分补贴了消费者的配送费用，因此整体业务仍呈现亏损的状态。

闪购业务的业绩预测：

我们预计随着用户的不断渗透和品类的不断扩张，2025 年美团闪购的日均单量将增长到 1000 万左右，与餐饮外卖业务等共同达到“1 天 1 亿单”的规模。同时，随着业务规模的扩大和成熟，我们预计美团闪购的整体盈利能力将逐渐提升，最终和外卖业务接近，即 1 单可以盈利 1 元左右，对应 2025 年整体营业利润 40 亿。

总而言之，美团的闪购业务是餐饮外卖业务的有力补充，也是美团新零售业务的重要组成部分。其增长前景仍然非常巨大，而盈利模式相对明确，是未来新零售业务的又一个重要看点。

4.3.4. 美团优选（社区团购）：美团新零售战略的核心

社区团购是美团新零售业务中最重要的部分，也是美团近期最重大的战略决策。2020 年起美团将零售业务的战略重点全面转向以社区团购为原型的“美团优选”业务，完成了全国 1000 个县市的业务布局。此后虽然受到监管的影响，低于成本的补贴竞争告一段落，但美团优选在用户规模和品类扩张的带动下，订单量和交易额不断增长，经营品类也日益丰富。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 57

社区团购的商业模式：

社区团购是兴盛优选探索出来的生鲜电商领域的商业模式创新，主要环节是通过互联网流量、自建的“中心仓、共享仓、团长门店”的三级履约体系、以及对接本地传统供应商资源，实现本地商品的提前预定和低成本、隔日配送，成为第一个可以同时兼顾配送时效性和盈利能力的生鲜电商业态。此外，社区团购在生鲜品类成熟后，也积极拓展到快消品、甚至电子、家电等品类，大有成为小区附近“流动的便利店”的趋势，对本地零售业态影响深远。

社区团购的商业模式是：平台在小区招募团长（大部分是宝妈或便利店主），团长运营小区微信群，群里预售蔬菜水果等产品，微信小程序集合小区一天的订单，次日集中履约配送。团长按成交额提取佣金（佣金率：早期 10% 左右，后期下降较快），消费者次日到小区站点领取商品。

社区团购的主要环节有：

T+1 线上下单：基于团长微信群推送/自发购买，提前一天在平台 app/小程序完成下单

数据统计：当天晚上完成需求数据汇总，向供应商发出订单

供应商发货：凌晨前供应商用大车发货到平台中心仓。部分供应商可入驻中心仓旁边的共享仓，就近提前备货。

中心仓分拣：中心仓按订单区域将商品分拣到大车上

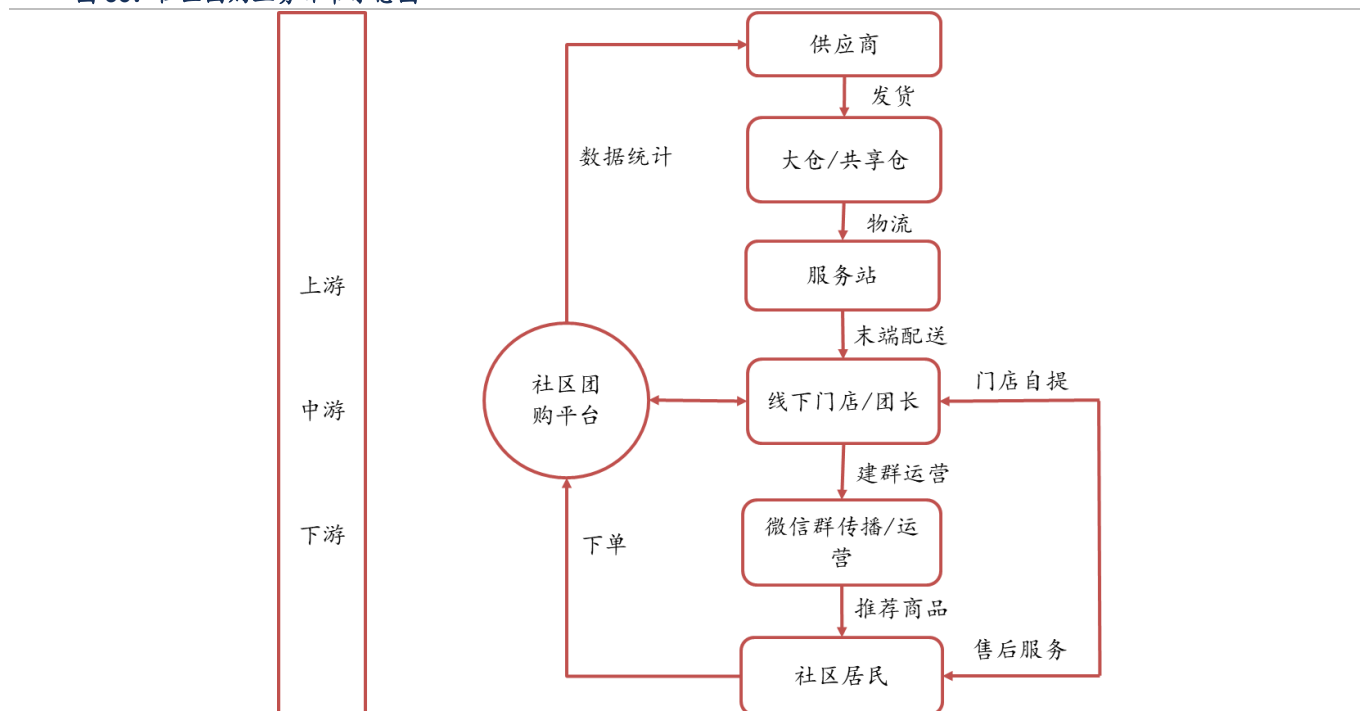
干线物流：下半夜开始，大车从中心仓运送到各区域的网格仓

二次分拣：网格仓（加盟模式）针对本区域具体的需求位置，进行二次分拣

支线配送：清晨，小车将网格仓商品配送到各个自提点

用户提货：下午 4 点（最早可到上午 11 点）前团长/平台通知用户去自提点提货

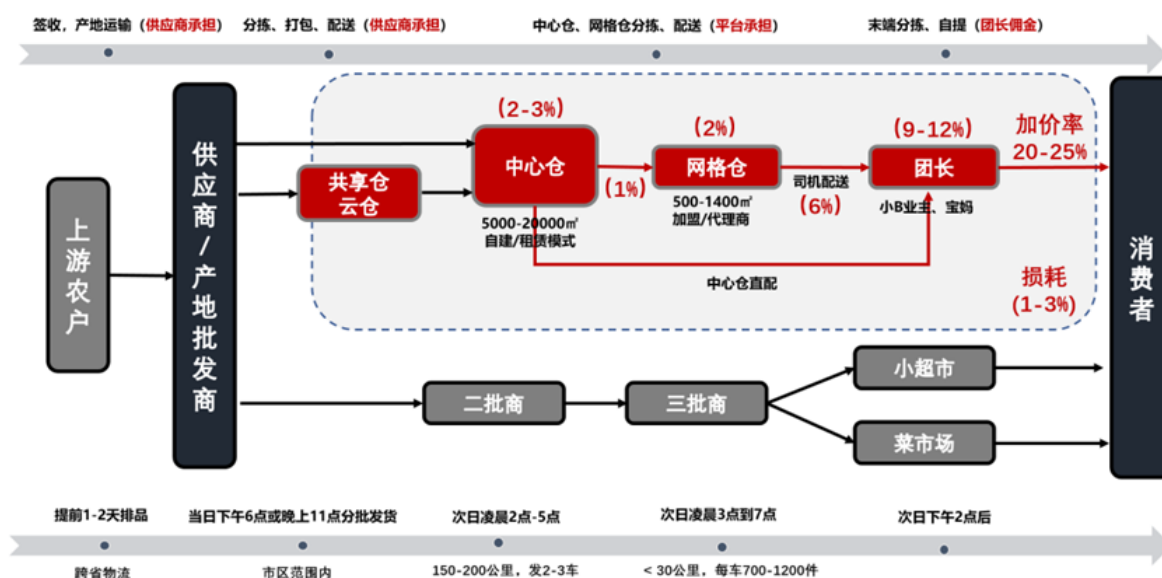
图 56：社区团购业务环节示意图



资料来源：信达证券研发中心

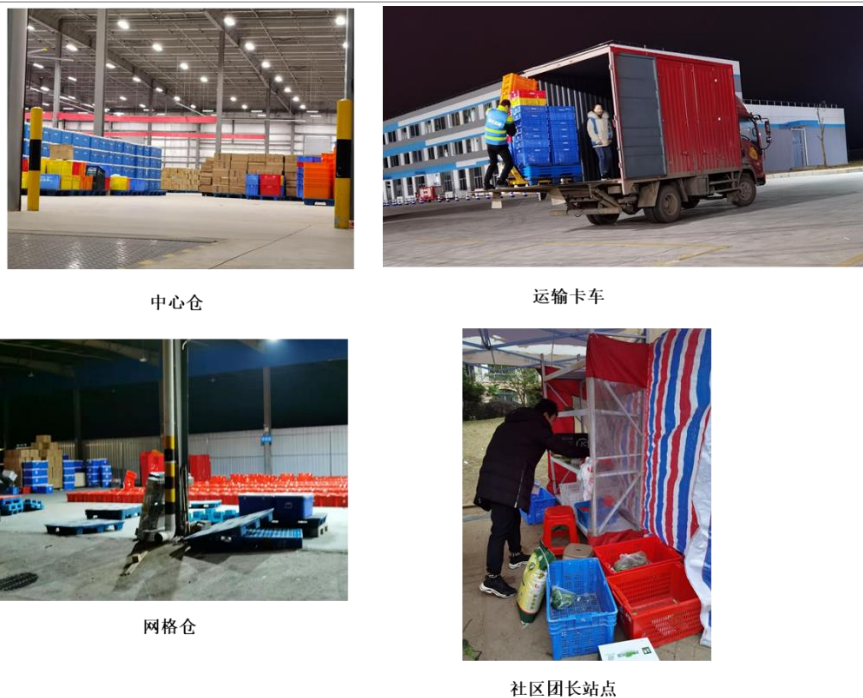
社区团购的配送网络分为三级，包括“中心仓、共享仓、团长门店”，从本地供应商进货到中心仓，然后依次向下配送，实现商品的省内次日达。

图 57：社区团购的履约体系



资料来源：微店，信达证券研发中心

图 58：社区团购的履约体系实拍（美团优选，2020 年 11 月，江西南昌）



资料来源：信达证券研发中心

社区团购相对于其他生鲜电商业态的优势在于：

- 解决了生鲜电商中 损耗、库存、仓储三大痛点
 - 损耗：超市、前置仓的损耗成本相对较高。社区团购售卖的商品都是已经预售出去的，损耗率很低。
 - 库存：超市、前置仓商品容易供需不匹配，库存管理难度大、成本高。社区团购提前一天备货，次日销完，基本没有库存。
 - 仓储：超市需要中心仓和门店，前置仓需要中心仓和社区仓，配套的租赁、人工成本高。社区团购只需要较小的总仓和分仓（流转用，没库存），终端团长站点相当于免费的门店/前置仓。
- 配送快、成本低、能下沉：“区域仓（共享仓）+城市仓（分拨仓）+ 服务站”三级仓储物流体系。能实现“211”（晚 11 点前下单成团，早 11 点前送到）。集中送到站点，配送成本低于去每家每户。配送能下沉到村里，美团、京东物流暂时做不到
- 极致低价：因为订单确定性和提前一天准备的时间，上游供应链的效率被大大提升，成本进一步降低，其中一部分利润也因此可以让给消费者。农产品类商品价格优势显著。

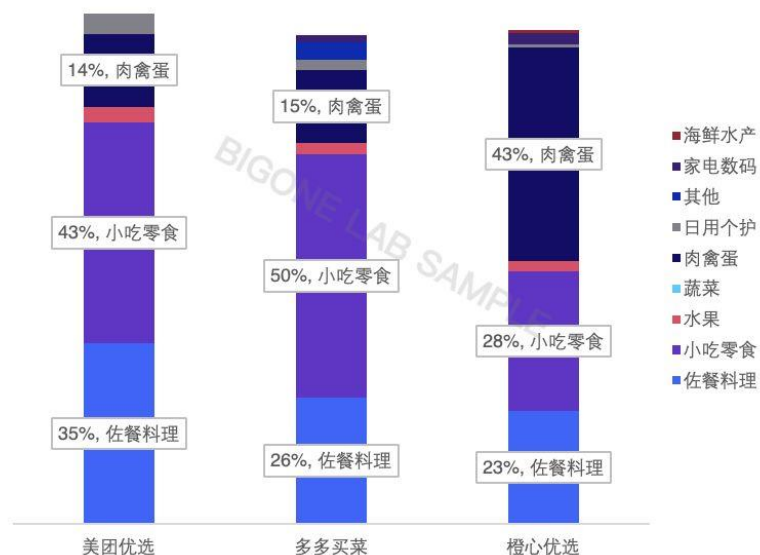
社区团购的 UE 模型：

在互联网巨头进场以前，兴盛优选在湖南市场通过积极的运营，以及非生鲜品类的扩展，已经基本实现了盈利。互联网巨头入场后，行业格局迅速恶化，各玩家通过价格战、补贴战抢夺市场，行业整体盈利能力大幅下降。随着 2020 年底监管措施（如“九不准”）的出台，参与者的补贴程度均有所控制、整体利润率也有所改善。此后同程、橙心、十荟团等玩家逐渐退出市场，社区团购的格局日益清晰，行业整体的盈利情况也进一步改善。

整体件单价、毛利率的提升，以及履约成本、团长佣金的压降，使得社区团购有望从早期的亏损状态过度到稳定盈利的状态。规模效应导致的履约成本摊薄是 UE 改善的一个重要原

因，而更重要的原因来自于整体客单价的提高，主要贡献是生鲜品类之外快消品销售的快速增长。生鲜产品目标仍在于引流，盈利能力差；而业态最终的盈利需要更大比例的 FMCG 销售。目前各家的生鲜 SKU 占比都在逐渐较低，导致件均价呈现持续上升态势整体的盈利能力正在持续改善。

图 59：社区团购 GMV 排名前 100 的品类分布（2021.04）



资料来源：百观科技，信达证券研发中心

表 16：社区团购的 UE 模型及改善逻辑

UE 模型	早期	中期	成熟期	改善逻辑
件单价	7	10	12	补贴减弱（竞争格局改善）、非生鲜品类扩张，整体件单价提升
补贴后毛利率	15%	18%	20%	退补+品类扩张+规模议价能力
单均毛利	1.05	1.80	2.40	
单均履约	1.40	1.00	0.80	规模效应+物流体系优化
团长佣金	12%	10%	9%	对互联网平台，团长作用将逐渐弱化
单均利润	-1.19	-0.20	0.52	
利润率	-17%	-2%	4%	早期规模越大亏损越多，中期可打平，后期低个位数前端利润率

资料来源：信达证券研发中心预测

社区团购的行业空间和竞争格局

行业空间测算：

参照业态成熟的湖南地区 2020 年业务规模，我们对全国社区团购的业务空间进行了测算：

表 17：2025 年社区团购行业空间测算

	湖南	全国（中性预期）	全国（乐观预期）	备注
总人口（万）	6,900	140,000	140,000	
社区团购微信群覆盖率	80%	80%	80%	
用户交易转化率	25%	25%	35%	乐观预期下，社群运营水平、品类数量和质量提升推动更多用户转化
社区团购交易用户（万）	1,380	28,000	39,200	
购买件次（每天）	0.32	0.32	0.60	中性预期对应每周 2 件，乐观预期对应每周 4 件
日单量（万）	442	8,960	23,520	2022 年初期行业已经达到中性预期日单量
客单价	12	16	18	
年 GMV（亿元）	193	5,233	15,453	

资料来源：信达证券研发中心测算

如上表所示，在中性/乐观假设下，我们预计社区团购 2025 年市场空间将达到 5200/1.54 万亿。

社区团购的竞争格局：

2022 年初，在经过激烈的竞争，以及“九不准”等监管压力下，社区团购行业的洗牌已经初步完成，十荟团、同程生活、橙心优选玩家等逐渐退出市场，行业内基本只剩下美团、多多、阿里、京东四家互联网平台和兴盛优选。其中美团、多多凭借互联网流量优势，订单量与成交额遥遥领先；兴盛优选基本局限在湖南周边市场，增速明显放缓；阿里发力淘菜菜业务，增速相对较快，但在 2022 年也开始控制投入规模；京东的京喜拼拼业务 2022 年开始也出现战略收缩。

图 60：社区团购行业竞争现状（2021 年底）

状态	品牌名称			
激烈竞争	淘菜菜	多多买菜	京喜拼拼	美团优选
	兴盛优选	菜划算		
艰难维持	橙心优选	十荟团	美菜网	
已死	同程生活	美宜佳选	呆萝卜	食享会

资料来源：财联社，信达证券研发中心

主要玩家的打法策略和竞争优势劣势分析如下：

兴盛优选：



- 打法策略：
 - 依托湖南本地优势强：依托湖南的线下便利店体系和多年深度运营建立的物流体系
- 竞争优势：
 - 在湖南和临近区域的本地订单密度大、口碑好、综合优势明显
- 劣势：
 - 过分倚重团长：由于缺乏平台流量，兴盛优选主要倚重团长获客，裂变等激励机制较强，在本地拥有一批忠诚的团长队伍；但因此也受限於高质量团长队伍的建设速度
 - 省外拓展能力弱：缺乏人才和资源进行快速的全国性拓展，只能以湖南为中心向临近省份推进，进度较慢

美团优选：

- 打法策略：
 - 重资产投入：大部分物流环节采用自营仓库和设备，保证配送时效和体验
 - 全网格覆盖：明确划分团长片区，精确收集分析各区域订单数据，不断针对性优化SKU结构
- 竞争优势：
 - 地推铁军：极强的线下执行力，率先完成了全国1000个县市的布局，网格仓数量领先；薪酬激励较高，线下队伍积极性强
 - 精细化运营：在运输、分拣、冷链各个环节精益求精，严控成本、提升效率，UE模型可能率先改善
- 劣势：
 - 前期投入大、要求高、亏损多：撒网式覆盖下，非重点区域订单量仍不足，网格仓和团长的盈利压力较大，部分网格仓站选择退出
 - 电商资源和经验有限：本地供应商资源需要从头开始发展；对运营电商平台仍处在学习阶段
 - 用户协同性不强：低线城市和农村美团用户较少，获得较高订单密度的难度较大

多多买菜：

- 打法策略：
 - 轻资产运营：大部分物流环节采用外包模式，低成本快速拓展业务，具备灵活性
 - 团长广撒网：大力发展各式各样的小店、达人作为团长
 - 流量补贴打法：前期依靠低价产品引流开道，使得订单量迅速爆发

- 竞争优势：
 - 用户重叠：买菜用户和拼多多原有用户在区域、画像上重叠度高，订单流量优势很大。因此也最不依赖团长，团长佣金率最低
 - 可快速起量：灵活的扩展策略和补贴打法使得拼多多的订单量极易爆发，团效和区域密度可以快速提升
 - 供应链资源丰富：拼多多平台农产品年 GMV 2600 亿，FMCG 年 GMV1 万亿以上，具有丰富的全国性供应商资源和相应的运营经验，对产区数据非常了解。可以和买菜业务产生很好的协同性。
- 劣势：
 - 前期履约短板明显：依托第三方的物流体系难以保证订单的时效性和准确性，尤其在单量爆发时期，物流体系拖后腿明显。但 2021 年以来已经有较大改善，时效性、准确性明显提升，货损率明显下降
 - 商品口碑一般：低价策略推出的部分商品品质较差，给消费者留下了不佳的口碑

社区团购玩家的未来预判：

社区团购业务中起决定性作用的三要素：流量、履约、供应链，我们认为后两者都是可以逐渐学习补充的能力，只有流量优势难以复制的。因此我们看到互联网巨头进场后，他们短期内就学会了履约环节、掌握了供应商资源，凭借流量和价格优势碾压传统玩家。基本上 1 年以后，社区团购够他们的游戏。

因此，我们预计未来还是具有互联网流量的美团、多多可以取得优势。阿里、京东也能维持该业务存在，但目前投入力度、战略决心仍显不足；滴滴的网约车流量无法导流给社区团购业务；兴盛优选基于线下门店，可以维持以湖南为中心的基本盘，但增长受压制；其他没有优势的竞争者将逐渐退出市场

2022 年，在“九不准”等监管压力下行业已经洗牌完成，基本只剩下美团、多多、阿里、京东四家互联网平台和兴盛优选。但行业仍将保持合法、正常的发展，我们也看到了一些官方媒体对社区团购业务的接纳与肯定（人民日报、央视），表明监管态度已经有所转变。我们预计未来行业发展受限于监管因素将有所放缓，但利润率的改善可能会提前。

图 61：社区团购受到人民日报表扬；美团优选央视广告



资料来源：人民日报，cctv，信达证券研发中心

4.4. 美团优选的发展未来业绩预测

美团优选经过 2 年左右的发展，目前已经完成全国市场的布局，订单、GTV 高速增长的同时，SKU 品类也不断扩张，非生鲜商品比例增长，整体客单价持续提升。同时，履约成本随着规模效应释放持续下降，团长佣金率和营业费用率也有所下降，导致整体的 UE 持续改善。

我们预计美团优选仍将凭借平台流量优势，以及自身对商品品质和服务口碑的重视，赢得社区团购消费者中相当大的群体。我们预计未来其整体市场份额接近 40% 左右，和多多买菜一起主导这一市场。盈利能力上，随着 UE 模型的改善，我们预期美团优选业务将从当前的大幅亏损状态逐步转化为微亏或者盈利的状态，使得业务本身商业模式能够成功建立。

我们预计 2025 年社区团购行业规模将达到 1.4 万亿，美团优选 GTV 增长到 5000 亿，并开始盈利（利润率 0.6% 左右），对应年营业利润 28 亿左右。

4.5. 新业务的整体财务预测：社区团购盈利能力改善带来整体减亏

我们预计除了闪购、社区团购之外的其他新业务将维持稳定的增速和亏损幅度，而社区团购随着规模增加扩大亏损。但随着社区团购 UE 的改善，其整体亏损规模将逐渐减小。我们预计闪购、优选等业务将保持规模的快速增长，营业利润率也将持续改善，带动新业务整体减亏；其他新业务收入增速和整体亏损基本稳定。预计 2025 年美团新业务整体收入 1140 亿，年化增长 23.1%；整体营业亏损收窄至 23 亿元。

表 18：美团新业务的整体业绩预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新业务收入	11,244	20,410	27,277	49,730	64,099	76,552	94,280	113,974
新业务收入-YoY		81.5%	33.6%	82.3%	28.9%	19.4%	23.2%	20.9%
新业务营业利润	-12,303	-6,142	-10,855	-39,606	-26,025	-16,717	-7,542	-2,279
新业务营业利润率	-109.4%	-30.1%	-39.8%	-79.6%	-40.6%	-21.8%	-8.0%	-2.0%

资料来源：信达证券研发中心预计

5. 盈利预测

核心假设：

1 外卖业务：基于对外卖业务行业空间的测算，我们认为美团外卖的订单量仍能保持中高速增长，2025 年日单量预计达到 8500 万；客单价将缓慢增长，预计 2025 年将达到 52.5 元；take rate 在广告业务的带动下整体仍有一定的增长，预计 2025 年将达到 14.5%；骑手成本在考虑社保覆盖成本后将基本保持稳定，预计 2025 年为每单 4.95 元；经营杠杆和补贴率的下降导致营业费用率持续下降，预计 2025 年下降至 14.0%；综合来看，我们预计美团外卖业务 2025 年的总收入为 2362 亿元，年化增长 25.1%；经营利润为 370 亿元，年化增长 56.5%；单均 EBIT 为 1.19 元。

2 到店酒旅业务：我们预计在到店业务的整体增长和酒旅业务的复苏推动下，到店酒旅业务整体收入将保持中高速的增速，而利润率仍有一定的提升空间。我们预计 2025 年美团到店酒旅业务收入将达到 759 亿元，年化增长 23.6%；经营利润为 334 亿元，年化增长 24.1%。

3 新业务：我们预计闪购、优选等业务将保持规模的快速增长，营业利润率也将持续改善，带动新业务整体减亏；其他新业务收入增速和整体亏损基本稳定。预计 2025 年美团新业务整体收入 1735 亿，年化增长 36.3%；整体营业亏损收窄至 35 亿元。

4 所得税率和投资收益：我们预计美团营业利润对应的所得税率维持在 15%；投资收益保守假设与 2021 年水平接近，即 15 亿元。

综合以上假设，我们预计美团业务 22/23/24/25 整体收入为 2286/3002/3834/4855 亿元，年化增长 28.3%；营业利润为-103/133/395/669 亿元，营业利润率为 -4.5/4.4/10.3/13.8%；Non-GAAP 归母净利润为 -82/127/351/584 亿元，Non-GAAP 归母净利润率为 -3.6/4.3/9.2/12.0%。

表 19：美团整体业绩预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	65,227	97,528	114,794	179,128	228,597	300,233	383,412	485,547
收入-YoY	92.3%	49.5%	17.7%	56.0%	27.6%	31.3%	27.7%	26.6%
餐饮外卖收入	38,143	54,843	66,265	96,312	120,015	154,909	193,634	236,182
餐饮外卖收入-YoY	81.4%	43.8%	20.8%	45.3%	24.6%	29.1%	25.0%	22.0%
到店酒旅收入	15,840	22,275	21,252	32,530	39,333	49,760	61,780	75,889
到店酒旅收入-YoY	46.0%	40.6%	-4.6%	53.1%	20.9%	26.5%	24.2%	22.8%
新业务收入	11,244	20,410	27,277	50,286	69,249	95,564	127,998	173,475
新业务收入-YoY	450.3%	81.5%	33.6%	34.7%	33.0%	33.0%	34.0%	36.0%
毛利（百万元）	15,105	32,320	36,245	58,451	73,030	95,602	128,668	169,234
毛利率	23.2%	33.1%	31.6%	32.6%	31.9%	31.8%	33.6%	34.9%
营业利润（百万元）	-10,101	3,091	159	-18,126	-10,287	13,257	39,514	66,944
营业利润率	-15.5%	3.2%	0.1%	-10.1%	-4.5%	4.4%	10.3%	13.8%
餐饮外卖营业利润	-2,459	1,507	2,833	6,175	7,234	11,240	22,879	37,022
餐饮外卖营业利润率	-6.4%	2.7%	4.3%	6.4%	6.0%	7.3%	11.8%	15.7%
到店酒旅营业利润	4,661	7,726	8,181	14,093	16,716	21,397	26,874	33,391
到店酒旅营业利润率	29.4%	34.7%	38.5%	43.3%	42.5%	43.0%	43.5%	44.0%
新业务营业利润	-12,303	-6,142	-10,855	-38,394	-34,237	-19,379	-10,240	-3,470
新业务营业利润率	-109.4%	-30.1%	-39.8%	-76.4%	-49.4%	-20.3%	-8.0%	-2.0%
Non-GAAP 净利润（百万元）	-8,237	4,657	3,121	-15,571	-8,244	12,769	35,087	58,402

YoY		-156.5%	-33.0%	-599.0%	-47.1%	-254.9%	174.8%	66.5%
净利润率	-12.6%	4.8%	2.7%	-8.7%	-3.6%	4.3%	9.2%	12.0%

资料来源：信达证券研发中心预计

6. 估值

6.1. 绝对估值：分部估值对应目标市值 1.52 万亿元人民币

由于美团三大业务板块的业务模式、增长阶段和盈利能力均有较大差别，我们采用分布加总估值方法（SOTP），对美团各业务板块进行分部估值。

外卖业务：预计美团外卖业务 2025 年整体收入 2362 亿元，同比增长 22.0%；营业利润 370 亿元，同比增长 65.5%。基于外卖业务稳定的收入增速和较高的利润增速，以及可比公司 2022 年 22.6x 的平均 PE（见表 21），我们给予美团外卖业务 2025 年 25x 的 EV/EBIT 估值，对应市值 9250 亿元人民币。

到店及酒旅业务：预计美团到店及酒旅业务 2025 年整体收入 759 亿元，同比增长 22.8%；营业利润 334 亿元，同比增长 24.2%。基于到店酒旅业务中高速的收入和利润增速，以及可比公司 2022 年 22.6x 的平均 PE（见表 21），我们给予美团到店及酒旅业务 2025 年 25x 的 EV/EBIT 估值，对应市值 8350 亿元人民币。

新业务：闪购：预计 2025 年美团闪购的 UE 模型已经与外卖接近，日均单量 1000 万，单均 EBIT1.1 元，对应营业利润 40 亿。虽然闪购业务增速更高，但我们保守给予和外卖业务同样的 25x 的 EV/EBIT 估值，对应市值 100 亿元人民币。

社区团购：预计美团优选业务 2025 年 GTV 达到 5040 亿，GTV 口径的营业利润达到打平或微利的状态。我们给予优选业务 0.6x P/GTV 估值（对应 2% 的理想利润率下 30x PE，基于较高的收入增速和利润率提升速度），对应目标市值 3026 亿元人民币。

其他新业务：美团的其他新业务也有很多有价值的部分，但由于大部分业务尚未实现稳定的盈利，我们保守地给予 0 估值。

加总三大业务，我们计算出美团三大业务在 2025 年的合计目标市值为 2.16 万亿元人民币。

投资部分：美团股权投资了 Go-jek，喜茶，理想汽车等上市公司，这些公司都有较强的发展空间和市值增长潜力。美团投资部分当前对应市值为 842 亿元人民币，保守地以此作为 2025 年投资部分的市值。

净现金：预计 2025 年美团净现金为 1617 亿元人民币。

加总美团三大业务 2025 年的目标市值，以及投资和净现金部分，我们得到美团 2025 年整体的企业价值（NAV）为 1.70 万亿元人民币。按照 SOTP 方法，我们对于各部分之和给予 10% 的 hold-on 折价，得到美团 2025 年的目标市值为 2.17 万亿元人民币/2.67 万亿元港币，对应港股目标价为 434 港元。

表 20：美团 SOTP 估值

业务板块	估值方法	2025E	估值倍数	对应市值 (人民币亿元)	对应市值 (港币亿元)	对应股价 (港元)
餐饮外卖业务	EV/EBIT	营业利润 370 亿元	25x	9,250	11,378	185
到店及酒旅业务	EV/EBIT	营业利润 334 亿元	25x	8,350	10,271	167
新业务-美团闪购	EV/EBIT	营业利润 40 亿元	25x	1,000	1,230	20
新业务-美团优选	P/GMV	GMV 5040 亿元	0.6x	3,024	3,720	61
新业务 - 其他				0	0	0

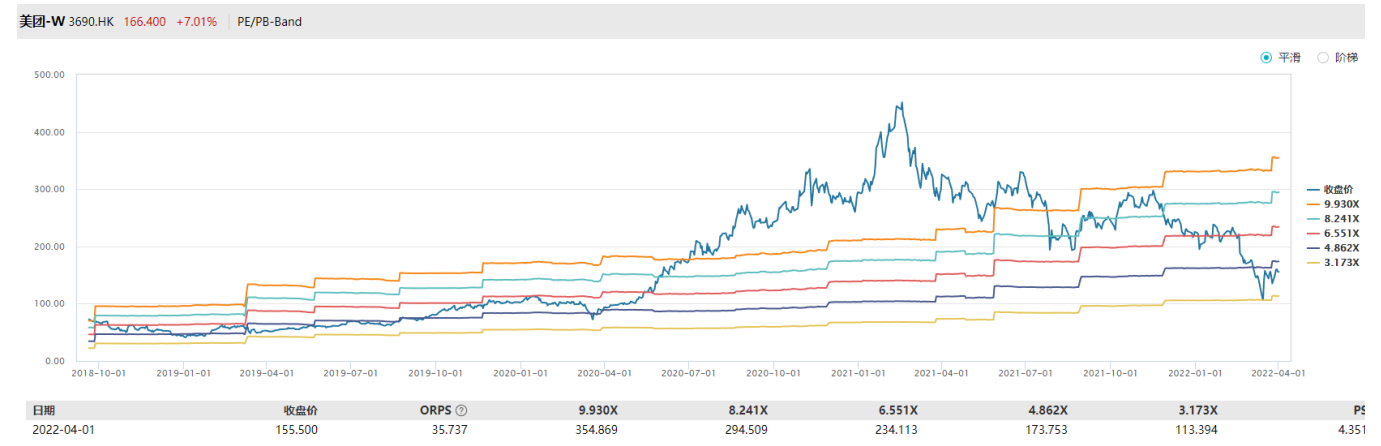
三大业务板块合计		21,624	26,598	433
加:				
投资部分	绝对市值	842	1,036	17
净现金		1,617	1,989	32
等于:				
NAV		24,083	29,623	
10% discount, 得到 2025 目标市值		21,675	26,660	434

资料来源: 信达证券研发中心

6.2. 相对估值: 处于历史低位和同行中位水平

1 历史估值水平: 按照整体 PS 估值, 美团当前对应 2021 年 PS 为 4.35x, 处于上市以来的较低分位。

图 62: 美团相对估值处在历史较低分位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2 同业可比估值: 我们与盈利能力稳定的平台型互联网公司(腾讯、阿里巴巴、京东、百度)进行对比, 四家行业公司平均对应 2022/23 年 22.6/17.3x PE 和 2.5/2.2x PS。美团 2022 年 PS 为 3.46x, 高于行业平均的 2.54x, 主要因各公司有不同业务机构; 2023 年的 PE 估值为 76.6x, 高于行业平均的 17.31x, 主要因未来更快的利润释放速度。

表 21: 美团同业估值比较

股票代码	公司	市值 (百万港币)	PE			PS			归母净利润 (百万人民币)			归母净 利润增 速
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
0700.HK	腾讯控股	3,625,744	23.15	22.71	18.86	5.22	4.73	4.10	1,273	1,298	1,563	10.8%
9988.HK	阿里巴巴-SW	2,461,510	11.26	15.42	13.45	2.83	2.34	2.04	1,777	1,298	1,488	-8.5%
9618.HK	京东集团-SW	743,324	38.22	33.27	22.27	0.64	0.53	0.45	158	182	271	31.0%
9888.HK	百度集团-SW	403,603	20.32	19.12	14.66	2.65	2.43	2.14	161	172	224	17.7%



平均值			23.24	22.63	17.31	2.95	2.54	2.18				12.8%
3690.HK	美团-W	977,640	-62.78	-118.59	76.57	4.43	3.46	2.64	-15,571	-8,244	12,769	

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心; 注: 市值为 2022 年 4 月 4 日收盘市值

7. 总结

美团以自有的即时配送网络为基础，构建了一个本地生活服务领域的综合性大平台。公司各业务增长空间明确，外卖、到店等业务竞争优势明显，生鲜零售等新业务快速成长，主营业务盈利能力正处于迅速释放期，团队战略和执行能力均属一流，是互联网行业长期值得关注的头部平台型企业。

商业模式与众不同，竞争格局独一无二。美团建立了一个将用户、商户和骑手通过高频次交易连接起来的“三边网络”，并在区域市场中充分体现了网络效应的优势；同时，美团通过两级商业“闭环”深度绑定消费者和商家的各类需求，在一个平台实现了多种需求的“交叉销售”。在餐饮外卖、到店两大赛道中，美团拥有显著的竞争优势，持续多年保持领先份额。

外卖业务仍具有广阔空间，盈利能力将继续释放。我们从总量渗透和因子拆分两个角度测算，均得出餐饮外卖行业 2025 年仍有 2 万亿以上空间；同时，尽管存在疫情纾困措施、骑手社保覆盖等短期影响，我们认为餐饮外卖业务长期的盈利前景仍然清晰。

到店及酒旅业务竞争优势明显，新服务业态带动整体增长。我们认为美团到店业务在用户创作内容、商户资源、用户心智、营销效率方面均具有明显优势，同时酒店业务凭借平台和费率优势将进一步提升份额。预计到店酒旅业务将在新兴的服务业态带动下保持稳定成长，同时利润率维持在较高水平。

“3+1”布局实物电商，“零售+科技”开启下一个 10 年。美团已将视线转移到规模 10 万亿以上的生鲜和快消品零售市场，通过买菜、闪购、优选、团好货等多种业态全方位布局。我们认为闪购和优选业务均具有可行的商业模式和广阔的市场空间，将成为美团在新零售领域的战略重点。

盈利预测和估值：我们预计美团在 22/23/24 年的营业收入为 2286/3002/3834 亿元，同比增长 27.6%/31.3%/27.7%；Non-GAAP 归母净利润为-82.4/128/351 亿元，同比增长-47.1%/+155.3%/+174.8%。我们按照分部加总方法（SOTP）对美团进行估值，计算出美团 2025 年的目标市值为 2.17 万亿元人民币/2.67 万亿元港币，对应 2025 年港股目标价为 434 港元。

投资建议：我们认为美团作为本地生活领域的综合性大平台，将持续受益行业增长与自身竞争优势。长期来看，我们预计外卖业务仍将保持中速增长，且盈利能力继续提升；到店业务将保持中高速的增长和稳定的利润率；新业务将随着商业模型优化持续减亏，带动公司整体盈利能力不断增强。我们对美团给予“买入”评级，目标价 434 港元，予以重点推荐。

风险因素：外卖业务增速放缓；外卖业务盈利能力因监管受到压制；到店酒旅业务受到疫情持续影响；到店业务部分品类增速放缓；新业务亏损规模扩大；社区团购监管风险等。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产					
现金及等价物	88,306	147,829	140,647	171,372	218,544
限制性现金	17,094	32,513	20,914	49,125	93,592
短期存款	12,776	13,277	13,277	13,277	13,277
长期存款	43,999	84,282	84,282	84,282	84,282
应收账款	1,031	1,793	2,288	3,005	3,838
存货	466	682	776	1,021	1,271
其他	12,940	15,282	19,111	20,662	22,285
非流动资产					
长期股权投资	78,269	92,825	95,911	102,411	110,911
固定资产(合计)	13,181	13,869	15,949	17,544	19,298
无形资产	13,917	22,814	22,938	26,427	31,332
其他	31,676	31,049	30,212	29,387	28,574
其他	19,494	25,093	26,812	29,053	31,706
资产总计	166,575	240,653	236,559	273,783	329,455
流动负债					
短期借款	51,148	68,593	81,739	103,181	127,317
应付票据	6,395	11,565	11,565	11,565	11,565
应付账款	9,415	10,951	13,975	18,355	23,440
其他	11,967	15,166	17,265	22,710	28,271
其他	23,371	30,911	38,934	50,552	64,041
非流动负债					
长期借款	17,793	46,504	46,836	46,940	47,060
其他	1,957	12,220	12,220	12,220	12,220
其他	15,835	34,284	34,616	34,720	34,841
负债合计	68,941	115,097	128,574	150,121	174,378
少数股东权益	(59)	(57)	(57)	(57)	(57)
归属母公司股东权益	97,693	125,613	108,041	123,719	155,134
负债和股东权益	166,575	240,653	236,559	273,783	329,455
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	114,794	179,128	228,597	300,233	383,412
同比(%)	17.70%	56.04%	27.62%	31.34%	27.70%
归属母公司净利润	3,121	-15,571	-8,244	12,769	35,087
同比(%)	3.21%	-598.98%	-47.06%	-254.89%	174.79%
毛利率(%)	31.02%	32.63%	31.95%	31.84%	33.56%
ROE%	4.96%	-23.39%	-11.20%	11.05%	30.05%
EPS(摊薄)(元)	0.52	-2.59	-1.37	2.13	5.84
P/E	163.79	-	-	76.57	22.89
P/B	5.91	15.12	6.40	6.20	6.00
P/S	3.25	8.31	3.51	2.68	2.10

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	114,794	179,128	228,597	300,233	383,412
营业成本	(79,182)	(120,678)	(155,567)	(204,631)	(254,744)
营业税金及附加					
销售费用	(20,883)	(40,683)	(47,568)	(47,537)	(59,146)
管理费用	(5,594)	(8,613)	(11,712)	(16,191)	(19,826)
研发费用	(10,893)	(16,676)	(20,270)	(24,287)	(28,323)
财务费用	(585)	(880)	(312)	195	972
减值损失合计	(260)	0	0	0	0
投资净收益	(164)	500	1,500	1,500	1,500
其他	-	-	-	-	-
营业利润	159	(18,126)	(10,287)	13,257	39,514
营业外收支	2,307	2,554	0		
利润总额	(2,149)	(20,680)	(10,287)	13,257	39,514
所得税	(270)	(30)	(2,980)	2,767	5,544
净利润	3,121	(15,571)	(8,244)	12,769	35,087
少数股东损益					
归属母公司净利润	3,121	(15,571)	(8,244)	12,769	35,087
EBITDA	4,738	(9,694)	(2,329)	37,811	59,591
EPS(当年)(元)	0.52	-2.59	-1.37	2.13	5.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,475	-4,011	196	41,497	59,926
净利润	3,121	-15,571	-8,244	12,769	35,087
折旧摊销	5,194	9,853	10,428	9,027	9,612
财务费用	-585	-880	-312	195	972
投资损失	164	-500	-1,500	-1,500	-1,500
营运资金变动	1,896	37,907	7,340	16,791	18,899
其它	-1,314	-34,820	-7,516	4,215	-3,144
投资活动现金流	-21,232	-58,492	-11,796	-13,285	-15,459
资本支出	-15,801	-8,190	-9,660	-11,617	-13,612
长期投资	-688	-2,080	-1,595	-1,754	-1,930
其他	-4,743	-48,222	-541	86	82
筹资活动现金流	17,418	78,598	0	0	0
吸收投资	-830	0	0	0	0
借款	24,238	14,786	0	0	0
支付利息或股息	0	0	0	0	0
现金流净增加额	4,661	16,095	-11,600	28,212	44,467

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年 Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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