



## 买入（维持）

所属行业：互联网传媒

当前价格(港币)：201.80 元

### 证券分析师

赵伟博

资格编号：S0120521090001

邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

### 研究助理

许悦

邮箱：xuyue@tebon.com.cn

### 市场表现



| 对比      | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 28.54 | 28.95 | 35.89 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 1.《美团-W(3690.HK)一季报点评：短期压力延续，及一些值得观察的长期信号》，2022.6.4
- 2.《美团-W(3690.HK)四季报点评：短期压力不改长期竞争力》，2022.3.27
- 3.《美团-W：践行社会责任利于多方共赢，监管影响预计相对可控》，2022.2.19
- 4.《美团-W (3690.HK) 三季报点评：短期继续承压，监管落地后有望实现修复》，2021.11.29
- 5.《美团-W (3690.HK)：创新业务持续优化，多线并举强化用户心智》，2021.11.15

# 美团-W (3690.HK)：外卖 UE 的优化逻辑及空间测算

## 投资要点

- 本报告旨在对美团外卖的三条长期逻辑进行相应地研究补充，外卖长逻辑包括 1) 骑手成本优化；2) 货币化率提升；3) 客单价提升。
- 骑手成本优化主要来自 1) 配送效率的提升；2) 平台补贴的优化。骑手配送时薪由劳动力市场供求决定，因此平台主要通过优化单均配送时长压缩单均配送成本。单均配送时长的优化包括①取餐/等餐，②道路运输，③末端交付三个环节，基于公开数据及假设，我们测算中长期配送成本实际的成本优化空间在 0.4-0.7 元/单，具备较强的抗成本冲击能力。此外，平台的补贴可视为对潜在核心用户的投资，环境恶化时补贴的中长期 ROI 可能下降，在精确补贴不可行时，削减补贴对 UE 起到明显优化作用，该部分可能存在较大空间。
- 货币化率优化主要来自广告变现率的提升。美团外卖的广告收入即外卖商家的广告支出，一般随销售额增长而增加，由于广告具备一定的规模效应，大型餐饮品牌的投放意愿和能力更高，因此随着品牌商户订单比例提升，美团外卖的广告变现率也会有所提升。我们测算 3Q18-4Q21 外卖品牌订单比例由 15.2% 提升至 31.6%，大体呈现上升趋势，这带动了平台广告变现率的提升，未来品牌订单比例的进一步提升有望继续推动平台广告变现率提升，优化外卖整体 UE。
- 客单价随品类结构及餐品价格自然提升。从品类结构上看，随着人口流动更频繁，国民饮食口味也更多元化，这反映为外卖平台的品类结构中快餐、中餐的比例近年来有所下降，火锅、甜品、全球美食等有所上升，这一变化将带动平台整体客单价的提升。另外，随着居民收入的自然提升，对于餐品品质的要求也会自然提升，同时餐饮商户受成本波动也有自然调价的趋势，这些因素导致即使品类结构不变，餐饮客单价也会上涨（涨幅受餐饮市场格局分散制约）。综合来看，外卖客单价年均有一个小幅上涨，加上货币化率的优化，会带动美团外卖收入的提升。
- 行业竞争强度有所缓和，有利平台优化 UE。从资本周期的视角看，反垄断及相关监管通过直接/间接的方式影响了互联网行业。具体到外卖行业，主要竞争对手阿里巴巴主业受到竞争和宏观影响较大，且新业务较多较广，优化 UE 的紧迫性较为明显，在外卖领域进一步不计代价扩大投资的可能性降低，这反映了行业的竞争强度正在逐步下降，这种收缩/调整也意味着未来美团/饿了么可能在几个季度内均会聚焦利润率的提升/亏损率的收窄。
- 估值侧的均值回归需要流动性缓和/经济回暖/监管事件落地。1) 流动性紧缩预期尚未充分定价，当前阶段性缓和的概率更高。根据德邦宏观团队的报告《本轮加息预期见顶了么？——FedNote#7》，目前美元紧缩预期尚未被市场充分定价，近期美股/美债市场的缓和是阶段性而非趋势性的。我们的宏观团队在 5 月 24 日的报告中预计“美债利率大概率会因调整流动性与通胀风险溢价而结束 2.7-3.0% 震荡并重新回归上行，绝对水平有望突破 3.20% 的前高”。2) 三、四季度业绩不确定性仍然较高，业绩拐点难以估计。当前互联网企业的业绩压制因素主要是经济增长及疫情，归根结底是疫情对正常经济生产生活的干扰。随着夏季来临，变种 Omicron 传播速度更快，可能对防控提出更高的要求，当前很难对三四季度的经济回暖和疫情防控做出准确的判断。
- 投资建议：美团处于周期下沿，但距离均值回归可能仍然存在一段距离，未来监管事件落地/经济回暖/流动性压力缓和可能构成催化。尽管短期面临较大不确定性，

监管、疫情、消费低迷等多重因素造成估值的阶段性低点。如果从更长的周期看，如今中国经济处于周期探底过程中，这一过程是艰难的，尤其考虑到一些其他经济体已处于复苏阶段，政策空间也可能被压缩，但越过周期低点，中国经济仍有广阔的发展空间。具体到行业、企业，公司的核心竞争力并未因外部环境变化而受到重大影响。对资金久期更长的投资者而言，我们认为当前美团相对投资价值凸显，随着疫苗接种率提升，疫情对于经济的影响有望减弱，一旦走出疫情影响，经济回暖、消费复苏都有望驱动美团业绩实现向上弹性。维持“买入”评级。

- **风险提示：**政策风险、宏观或行业环境变化、竞争加剧风险。

| 股票数据           |               | 主要财务数据及预测   |        |         |        |         |        |
|----------------|---------------|-------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 总股本(百万股):      | 6,183.85      |             | 2020   | 2021    | 2022E  | 2023E   | 2024E  |
| 流通港股(百万股):     | 5,505.60      | 营业收入(百万元)   | 114795 | 179128  | 236259 | 311983  | 396219 |
| 52 周内股价区间(港元): | 103.50-338.00 | (+/-)YOY(%) | 17.7%  | 56.0%   | 31.9%  | 32.1%   | 27.0%  |
| 总市值(百万港元):     | 1,247,901.11  | 净利润(百万元)    | 4708   | -23538  | -17164 | 2205    | 11487  |
| 总资产(百万港元):     | 284,682.24    | (+/-)YOY(%) | 110.3% | -599.9% | -27.1% | -112.8% | 420.9% |
| 每股净资产(港元):     | 24.16         | 全面摊薄 EPS(元) | 0.80   | -3.84   | -2.78  | 0.36    | 1.86   |
| 资料来源：公司公告      |               | 毛利率(%)      | 29.7%  | 23.7%   | 38.6%  | 42.0%   | 42.4%  |
|                |               | 净资产收益率(%)   | 4.8%   | -18.7%  | -11.2% | 1.4%    | 6.9%   |

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所，人民币兑港元汇率采取 0.85：1。  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 投资五要素 .....                       | 6  |
| 核心逻辑 .....                        | 6  |
| 盈利预测与投资建议 .....                   | 6  |
| 区别于市场的观点 .....                    | 6  |
| 股价表现的催化因素 .....                   | 7  |
| 主要风险 .....                        | 7  |
| 1. 骑手成本的结构及优化空间 .....             | 8  |
| 1.1. 全链路骑手成本测算及优化空间 .....         | 8  |
| 1.2. 表观骑手成本优化空间 .....             | 14 |
| 2. 货币化率提升空间 .....                 | 20 |
| 3. 客单价结构及提升空间 .....               | 22 |
| 4. 估值分析 .....                     | 25 |
| 4.1. 资本周期视角：行业竞争缓和驱动利润率回升 .....   | 25 |
| 4.2. 均值回归的时点：静待流动性压力缓和/经济回暖 ..... | 26 |
| 5. 风险提示 .....                     | 28 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1: 外卖骑手薪酬及工作状态调查 .....                       | 8  |
| 图 2: 2018-20 年美团各时段外卖订单量占比 (%) .....           | 9  |
| 图 3: 美团外卖单均配送距离测算 (49 元为 2Q21 美团外卖的客单价) .....  | 9  |
| 图 4: 美团外卖单均配送时长拆分 .....                        | 10 |
| 图 5: 出餐宝渗透率提升对单均出餐时长降幅的影响 .....                | 11 |
| 图 6: 美团预估送达时间的变化 .....                         | 11 |
| 图 7: 美团顺路单分配原理 .....                           | 11 |
| 图 8: 美团智能取餐柜功能介绍 .....                         | 12 |
| 图 9: 2019-2020 年 4 月美团外卖分场景订单比例 .....          | 13 |
| 图 10: 美团全链路骑手成本优化空间测算 .....                    | 13 |
| 图 11: 美团外卖商业模式概览 .....                         | 15 |
| 图 12: 美团外卖补贴的直接目的是扩张多边网络 .....                 | 15 |
| 图 13: 美团外卖补贴的根本目的是吸引商户加入排位竞争, 切走广告预算份额 .....   | 16 |
| 图 14: 美团外卖补贴是在短期成本、长期收益间寻求权衡取舍 .....           | 17 |
| 图 15: 全国城镇居民可支配收入以工资性收入+转移性收入为主 .....          | 17 |
| 图 16: 工资增长的驱动因素拆分 .....                        | 18 |
| 图 17: 1978-2020 年中国全要素生产率及投资率 (资本形成率) 情况 ..... | 18 |
| 图 18: 美团外卖 APP 营销推广渠道 .....                    | 20 |
| 图 19: 3Q18-4Q21 美团外卖商家品牌化率持续提升 .....           | 21 |
| 图 20: 3Q18-4Q21 美团外卖广告变现率与品牌化率同步提升 .....       | 21 |
| 图 21: 1Q18-4Q21 品牌与非品牌商家营销费用率情况 .....          | 21 |
| 图 22: 潜在广告变现率与 2021 年美团外卖实际广告变现率 .....         | 21 |
| 图 23: 美团外卖 1P 模式客单价拆分 (按客单价 48 元计算) .....      | 22 |
| 图 24: 美团外卖 1P 模式 UE 模型拆分 .....                 | 22 |
| 图 25: 美团外卖 3P 模式客单价拆分 .....                    | 23 |
| 图 26: 美团外卖 3P 模式 UE 模型拆分 .....                 | 23 |
| 图 27: 2018-20 年美团外卖各品类商户客单价情况 (元/单) .....      | 24 |
| 图 28: 2018-20 年美团外卖各品类商户订单占比情况 (%) .....       | 24 |
| 图 29: 2018-20 年美团外卖各品类商户客单价 2 年 CAGR (%) ..... | 24 |
| 图 30: 2018-20 年各品类外卖客单价贡献值 (元/单) .....         | 24 |

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 表 1：美团单均补贴的简易测算 ..... | 16 |
|-----------------------|----|

## 投资五要素

### 核心逻辑

本报告旨在对美国外卖的三条长期逻辑进行相应地研究补充，外卖长逻辑包括 1) 骑手成本优化；2) 货币化率提升；3) 客单价提升。

**骑手成本优化主要来自 1) 配送效率的提升；2) 平台补贴的优化。**骑手配送时薪由劳动力市场供求决定，因此平台主要通过优化单均配送时长压缩单均配送成本。单均配送时长的优化包括取餐/送餐、道路运输、末端交付三个环节，基于公开数据及假设，我们测算中长期配送成本实际的成本优化空间在 0.4-0.7 元/单，具备较强的抗成本冲击能力。此外，平台的补贴可视为对潜在核心用户的投资，环境恶化时补贴的中长期 ROI 可能下降，在精确补贴不可行时，削减补贴对 UE 起到明显优化作用，该部分可能存在较大空间。

**货币化率优化主要来自广告变现率的提升。**美团外卖的广告收入即外卖商家的广告支出，一般随销售额增长而增加，由于广告具备一定的规模效应，大型餐饮品牌的投放意愿和能力更高，因此随着品牌商户订单比例提升，美团外卖的广告变现率也会有所提升。我们测算 3Q18-4Q21 外卖品牌订单比例由 15.2% 提升至 31.6%，大体呈现上升趋势，这带动了平台广告变现率的提升，未来品牌订单比例的进一步提升有望继续推动平台广告变现率提升，优化外卖整体 UE。

**客单价随品类结构及餐品价格自然提升。**从品类结构上看，随着人口流动更频繁，国民饮食口味也更多元化，这反映为外卖平台的品类结构中快餐、中餐的比例近年来有所下降，火锅、甜品、全球美食等有所上升，这一变化将带动平台整体客单价的提升。另外，随着居民收入的自然提升，对于餐品品质的要求也会自然提升，同时餐饮商户受成本波动也有自然调价的趋势，这些因素导致即使品类结构不变，餐饮客单价也会上涨（涨幅受餐饮市场格局分散制约）。综合来看，外卖客单价年均有一个小幅上涨，加上货币化率的优化，会带动美团外卖收入的提升。

### 盈利预测与投资建议

公司是本地生活领域的龙头之一，以餐饮外卖、到店&酒旅为主要业务。未来公司的主要看点为 1) 餐饮外卖、到店&酒旅的增速修复，2) 社区电商、餐饮供应链、共享出行等新业务的商业模式、盈利路径逐步清晰。板块及美团处于周期下沿，但距离均值回归可能仍然存在一段距离，未来监管事件落地/经济回暖/流动性压力缓和可能构成催化。尽管短期面临较大不确定性，监管、疫情、消费低迷等多重因素造成估值的阶段性低点。如果从更长的周期看，如今中国经济处于周期探底过程中，这一过程是艰难的，尤其考虑到一些其他经济体已处于复苏阶段，政策空间也可能被压缩，但越过周期低点，中国经济仍有广阔的发展空间。具体到行业、企业，公司的核心竞争力并未因外部环境变化而受到重大影响。对资金久期更长的投资者而言，我们认为当前美团相对投资价值凸显，随着疫苗接种率提升，疫情对于经济的影响都有望减弱，一旦走出疫情影响，经济回暖、消费复苏都有望驱动美团业绩实现向上弹性。维持“买入”评级。

### 区别于市场的观点

美团外卖的长期逻辑包括 1) 降低成本，主要是骑手成本的优化；2) 提升货币化率，包括佣金率和广告变现率；3) 提升客单价，例如通过提升甜品、火锅等品类占比提升客单价。

本篇报告就上述三点逻辑具体的研究补充包括 1) 就提升货币化率而言，中短期的纾困政策制约了平台货币化率的提升空间，且目前经济环境下提升货币化率（尤其是佣金率）的监管风险较大。我们注意到，市场对于骑手成本的优化虽然



有所关注，但研究尚未深入，存在普遍知晓骑手成本的数值水平，但对骑手成本的内部结构，未来进一步降本的空间尚未形成较为广泛的一致意见。2) 货币化率中广告变现率与品牌商户订单比例的关系值得进一步做补充研究；3) 提升客单价的逻辑受制于品类结构等因素影响，并未直接地反映在报表中，这部分是否存在较为明显的增量，3-5年内对于业绩的潜在贡献也存在研究上的缺失。

### 股价表现的催化因素

第一，疫情趋缓，对外卖/到店酒旅等核心业务的负面影响逐步化解，市场重新抬升对业绩中枢的预期。

第二，新业务超预期发展，例如快驴、闪购、买菜、优选等逐步形成清晰的盈利路径，从而带动市场预期向上。

### 主要风险

**政策风险：**由于公司各项业务不同程度受监管政策影响，例如共享单车受各地政府配额管理影响周转率和利润率，金融业务受监管影响可贷余额及利息率，收单业务受监管影响费用率等，因此监管政策的变化可能对美团创新业务造成不同程度的影响。

**宏观或行业环境变化：**由于公司新业务板块的各条业务多数处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，美团新业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

**竞争加剧风险：**1) 公司部分新业务如美团闪购、美团优选、美团金融等面临主要互联网平台企业的直接竞争，同时还存在潜在的竞争对手入局的风险，因此，对于上述业务的预期很大程度上依赖于我们对行业格局方向性判断的基本正确，而社区电商等市场仍处于相持阶段，目前行业格局仍有较大不确定性。2) 由于反垄断监管，公司在外卖业务的二选一政策被禁止，在商户数量上的竞争优势可能被削弱，进而影响公司的核心竞争力。

## 1. 骑手成本的结构及优化空间

骑手成本的优化来自 1) 配送效率的提升；2) 平台补贴的优化。根据我们此前对美团的研究，我们结合学术调查统计的骑手时薪，与财报骑手成本进行对比得出全流程视角下的骑手成本大约是 9~11 元/单，而财报端的骑手成本约是 6~8 元/单，二者的差额是平台对于骑手的补贴。如果补贴下降，二者的差值会缩小，假设配送效率不提升，则财报端的骑手成本反而会上升，这主要是用户和商户支付的履约服务费上升，而平台的盈利水平反而会优化。另外就是配送效率的提升，这一点在配送规则变化后逻辑的强度一定程度上受到模糊，配送规则变化（尤其是算法取中）对配送效率的提升在财务上是存在一定负面影响的。

我们首先讨论全链路的骑手成本，在分析其结构和空间后，再行分析表面骑手成本，报表端的额外影响主要是补贴（不影响结构）。

### 1.1. 全链路骑手成本测算及优化空间

**1) 真实骑手成本测算：**据华中师范大学郑广怀研究团队的《武汉市快递员外卖员群体调查》，2019 年外卖骑手的月均工资为 5882 元，据澎湃新闻，2016 年 11 月美团单均配送时长为 28 分钟/单，假设 2021 年平均配送时长维持 28 分钟/单。若假设骑手平均每月工作 30 天，每天工作 10 小时，则对应平均每单骑手成本 9.15 元/单。

图 1：外卖骑手薪酬及工作状况调查

|                      | 武汉          | 北京          | 上海        |
|----------------------|-------------|-------------|-----------|
|                      | 2019        | 2018        | 2018      |
| 骑手每日工作时长             | 近 70% 8-12h | 84% > 10h   | 集中在 8-12h |
| 骑手每月收入水平             | 5882 元      | 5000-8000 元 | 6271 元    |
| 城市社平工资               | 8170 元      | 10712 元     | 7832 元    |
| 城市最低月工资标准            | 1750 元      | 2120        | 2420      |
| 城市最低小时工资标准<br>(非全日制) | 18 元        | 24 元        | 21 元      |
| 估算骑手小时工资             | 23 元        | 25 元        | 24 元      |

注：1.按照外卖骑手普遍日工作时长 10 小时，每月 26 天工作，月工作 260 小时估算骑手小时工资。

2.北京按 5000-8000 的中位数 6500 元计算。

资料来源：郑广怀研究团队《“平台工人”与“下载劳动”：武汉市快递员和送餐员的群体特征与劳动过程》，冯向楠《北京地区外卖员劳动权益保障状况及影响因素研究》，吕宣如《新业态灵活就业人员的社会保险制度研究》，德邦研究所注：假设 2018-19 调查时薪至今变化不大。

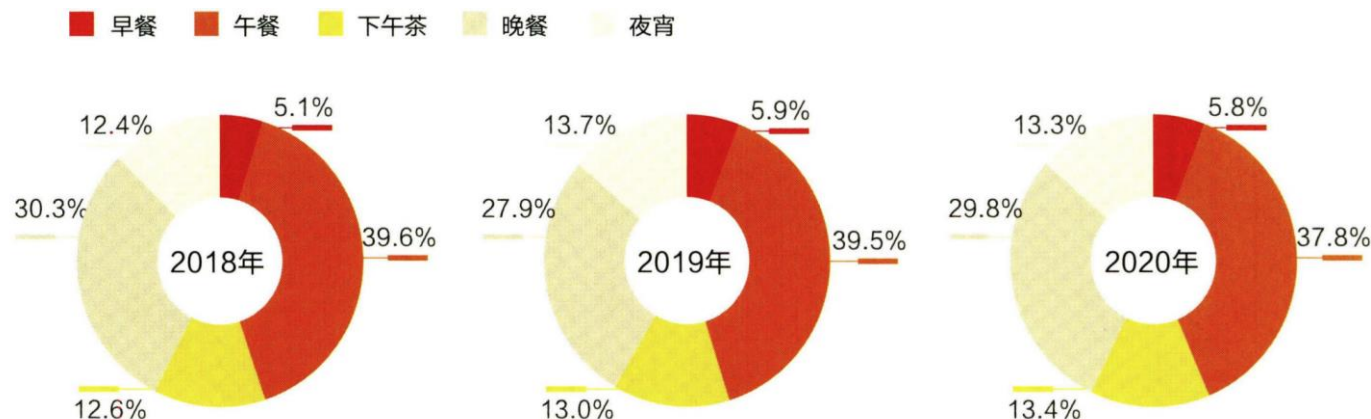
**2) 骑手成本结构测算：**核心逻辑是骑手时薪不变，单均配送时长下降，则单均骑手成本下降。我们认为骑手时薪是受就业市场供求关系驱动，而非人为设定的，即外卖相比其他岗位的优势吸引其他行业劳动力转移就业，进而形成动态定价。长期看，外卖骑手的供求关系会受到制造业等薪资制度的影响，但中短期我们假设这一影响相对不显著，因而骑手成本中短期的优化逻辑是降低骑手的单均配送时长。

骑手的单均配送时长由①等餐/商户出餐时间，②骑手驾驶电动车在公路配送，③在社区/公司旁停车后将餐品徒步配送至消费者手中，三部分组成。为了测算单均配送距离，我们需结合美团配送费率规则进行间接推测。我们假设 2021 年 5 月费改前后的配送费率基本不变，且假设 3 公里外的订单平均配送距离为 X 公里/



单，据澎湃新闻美团外卖 3 公里以内订单占比超 75%，结合美团 2020 年夜宵订单占比数据，我们进一步推测美团外卖平均每单配送距离。

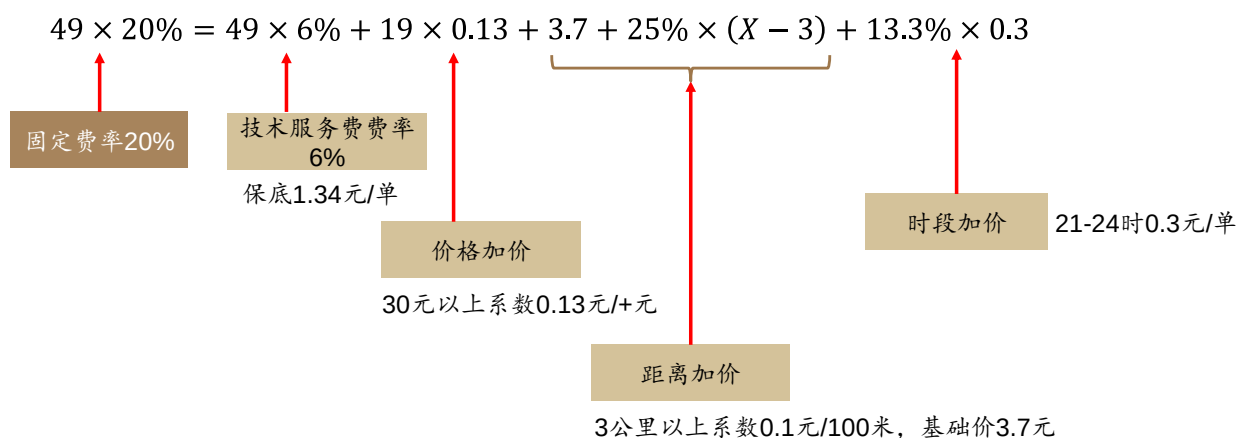
图 2：2018-20 年美团各时段外卖订单量占比 (%)



资料来源：《中国餐饮大数据报告》，德邦研究所

配送规则改变前，配送费率为固定 20%。配送规则改变后，其配送费率包括价格、时段、距离加成，并根据快送、专送有所差异。由于订单采用快送的比例更高，专送主要是品牌商户采用，我们以快送的价格基准作为计算。

图 3：美团外卖单均配送距离测算 (49 元为 2Q21 美团外卖的客单价)



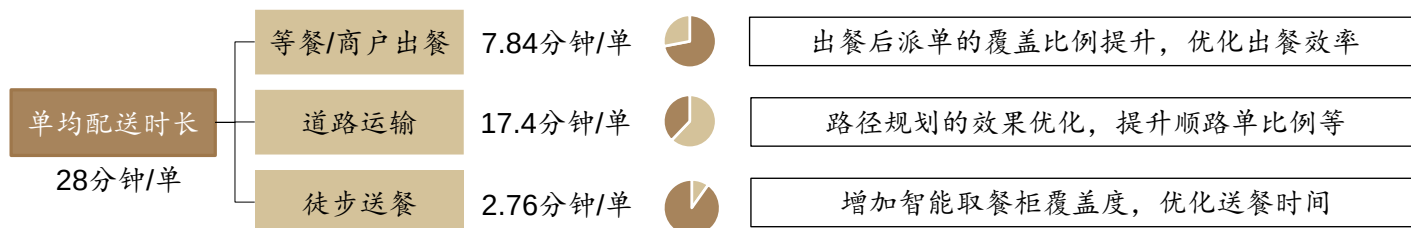
资料来源：公司公告，美团 APP，德邦研究所测算

以此计算，25% 的 3 公里外配送订单平均配送距离为 5.6 公里/单 (即  $X=5.6$ )，若按剩余 75% 的 3 公里以内订单平均配送距离为 2 公里/单计算，美团外卖综合单均配送距离为 2.9 公里/单。根据《道路交通安全法》，电动车最高时速不得超过每小时 15 公里，若假设平均时速 10 公里/小时，则对应美团外卖单均行驶时长为 17.4 分钟/单，剩余 10.6 分钟为等餐和徒步送餐的时间。

等餐时长预估在 5.88-9.80 分钟/单，徒步送餐时长为 0.80~4.72 分钟/单。根据楚天都市报，美团推出“出餐后调度”试点后武汉地区平均等餐时长缩短 3-5 分钟，结合 2021 年度美团骑手权益保障社会责任报告，截止 2021 年 11 月“出餐后调度”试点门店骑手平均等餐时长下降 51%，据此估算，骑手在未推出“出餐后调度”前的平均等餐时长在 5.88~9.80 分钟/单，平均数为 7.84 分钟/单。据此

推算，徒步送餐/等待消费者取餐的单均时长为 0.80~4.72 分钟/单，平均数为 2.76 分钟/单。

图 4：美团外卖单均配送时长拆分



资料来源：《道路交通安全法》，楚天都市报，美团骑手权益保障社会责任报告，德邦研究所

明确骑手成本结构（配送时长结构后），讨论骑手成本的优化空间实际上就是各环节的时间节省空间。结合美团目前推出的措施，我们认为在等餐、道路运输、徒步送餐环节可以分别通过 1) 提升出餐后派单覆盖比例；2) 路径优化，提升顺路单比例；3) 增加智能取餐柜比例，优化等待消费者取餐时间等措施提升配送效率。

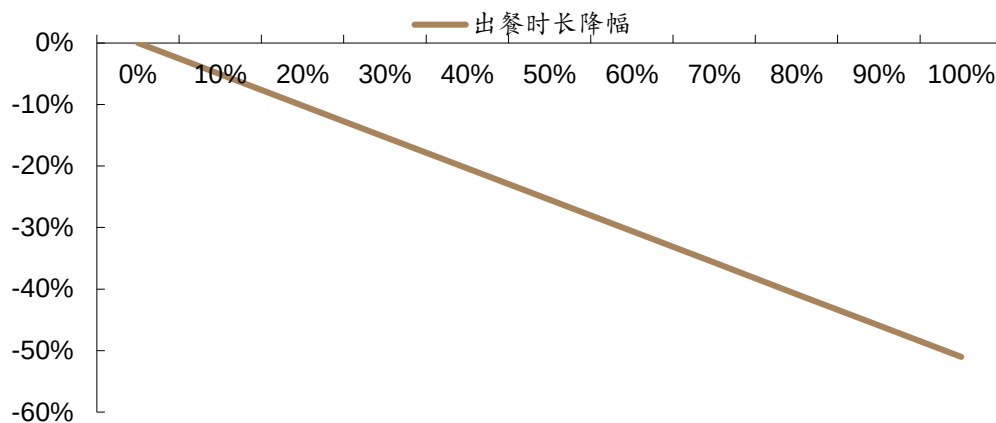
具体来看，①出餐后调度的优化主要取决于智能硬件的覆盖率。根据 2021 年度美团骑手权益保障社会责任报告，美团出餐后调度的工作原理是：商家使用出餐宝上报出餐情况，出餐完成后后台再调度骑手到店取餐，以此节约骑手的等餐时长。我们认为，出餐宝实际上将商户出餐环节进一步数字化，过往外卖仅将接单环节数字化，而餐品制作环节并未数字化，造成该环节优化程度不足，据新京报《外卖职业骑手报告》，70.27% 的外卖骑手认为商家出餐速度是影响配送时间的主要因素，有些餐厅外卖业务没有流程化、规范化地操作，就会出现拖延和卡餐，导致外卖骑手配送时间被大幅压缩。

站在商户的角度，骑手配送效率的提升能够间接地提升用户用餐体验，但商户需要为用户的体验提升承担额外的开支，例如出餐宝（智能硬件）的费用，因此商户面临用户体验提升与硬件费用的平衡，如果用户体验提升带来的潜在复购可能不足以支持其硬件费用，商户可能不具备足够的激励去提升配送效率。另外，常态化订单需求不会突破产能瓶颈的商户（几乎不会“爆单”）可能对出餐宝的需求也会较弱。

为应对上述问题，美团选择免费赠送的方式帮助商户提升渗透率（平台承担相应成本）。据美团，2021 年 8 月美团外卖免费赠送数字化开店“两件宝”（云打印机、出餐宝），首批惠及 25 万中小商户。由于出餐后派单等有利于平台提升配送效率，优化 UE 模型，平台作为主要受益方有动机去承担额外的成本。因此，即便商户侧主动购买出餐宝的意愿不强，平台仍可以通过赠送的方式提升整体的效率。

根据投资者交流，3Q21 美团外卖活跃商户数量达 410 万家，如果按 25 万计算，首批出餐宝渗透率达 6.10%，对应的单均配送时长下降 3.11%（也对应成本优化）。如果未来随着平台计划的逐步推进及商户侧数字化意愿增强，出餐后调度的渗透率可能进一步提升，带动整体单均配送时长的进一步下降，中短期我们认为年均 2~3% 左右的同比优化幅度是相对合理的，如果外部成本冲击力度增强，平台可能相机决策，加快出餐宝渗透率提升幅度，反之则维持稳定。

图 5：出餐宝渗透率提升对单均出餐时长降幅的影响



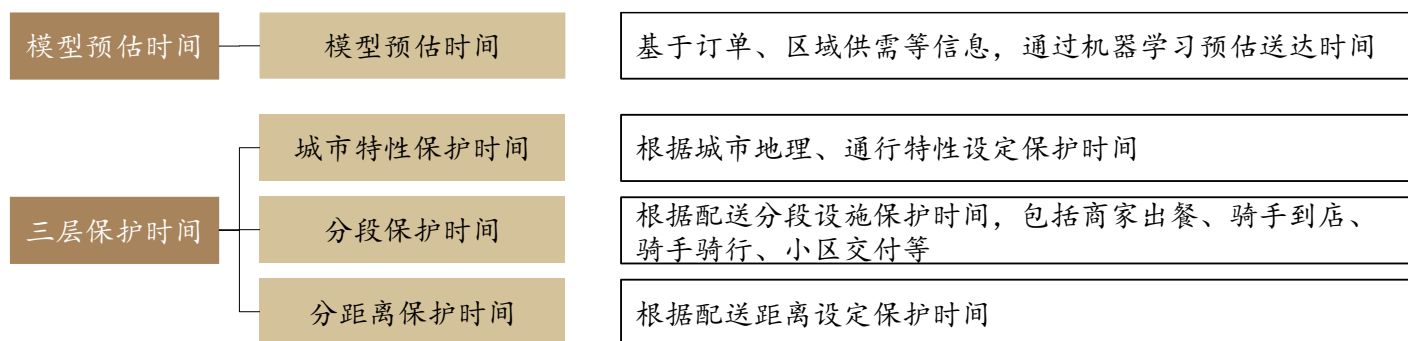
资料来源：德邦研究所测算

注：横轴为出餐宝的渗透率，纵轴为单均出餐时长的降幅。

②单均行驶时长的优化空间主要取决于法律规范、单均配送距离和路径规划，而我们认为前两点的变化可能不大，尤其是法律规范。而单均配送距离随着品牌化、连锁化比例提升，可能也随之提升，例如 3 公里以内订单比例有所下降。

整体而言，我们判断单均行驶时长的变化主要来自于路径规划，而美团 2021 年对配送时长预估的规则进行相应调整。根据 2021 年度美团骑手权益保障社会责任报告，美团的预估送达时间目前为模型预估时间、城市特性保护时间、分段保护时间、分距离保护时间四个预估时间中最长的，因此行驶时长实际上在 2021 年算法调整后有所延长（主要是牺牲一定效率保护骑手人身权益）。

图 6：美团预估送达时间的变化



资料来源：美团微信公众号，德邦研究所

我们认为配送规则的变化更多地反映平台对骑手工作环境、身体健康的关怀，而非纯粹聚焦配送效率的影响，当前的配送规则甚至牺牲部分效率以提升骑手工作环境和人身安全的保障。另一方面，平台通过提升顺路单（优化订单分配），缩短骑手的总体配送距离，能够一定程度上抵消配送时长预估变化对配送效率的负面影响。

图 7：美团顺路单分配原理



资料来源：美团骑手权益保障社会责任报告，德邦研究所

总体而言，我们认为预估送达时长规则的变化对配送效率的影响更接近于短期，随着中长期疫情冲击消退，商户数字化率提升，保护时间预计不会边际增加。而顺路单等订单分配能够带来整体订单配送距离的缩短，这部分效率优化是持续的，因而我们估计中长期配送时长的优化仍存在空间，但短期可能出现负向变化。

③徒步送餐时长的优化空间来自智能取餐柜覆盖度。我们认为居民区场景下骑手将电动车停至小区门口，进而徒步送餐至用户家中，这一过程的优化空间不大。徒步送餐时长预计主要通过办公楼/写字楼场景中投放智能取餐柜<sup>1</sup>，由用户自高楼层乘电梯下楼至智能取餐柜取餐，节约时间主要来自等待电梯和乘坐电梯的时长，而在午餐高峰期，这一时长是较为可观的。

图 8：美团智能取餐柜功能介绍



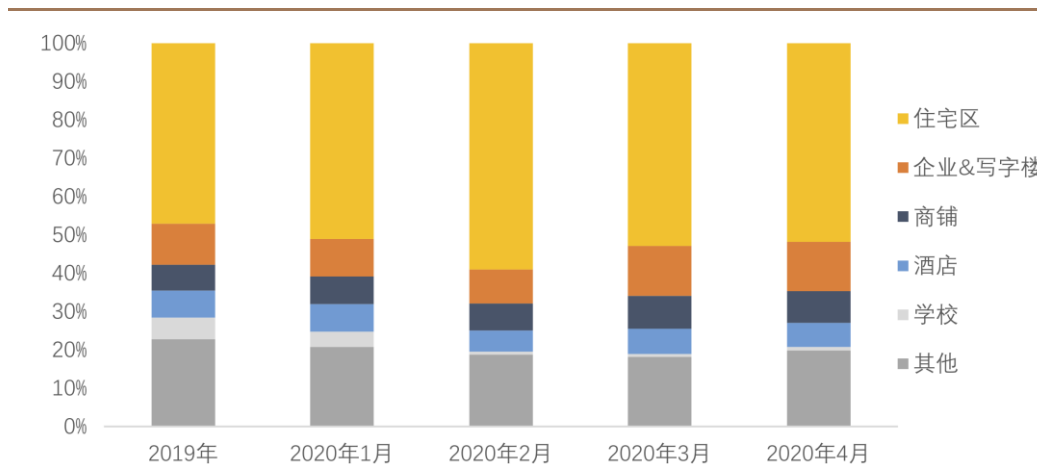
资料来源：腾讯网，德邦研究所

要测算徒步送餐时长的优化空间，我们需要明确商务场景的订单量占比，且包括早餐、午餐、下午茶的订单比例，晚餐、夜宵可能存在部分渗透，但比例预计不高。根据美团研究院，2019年美团外卖企业&写字楼订单占比为10.6%，2020年4月复工后为13%左右。相对应的，2019年住宅区订单比例为47.2%，2020年4月稳定在52%左右。

<sup>1</sup> 住宅场景中例如单身公寓等可能也具备投放智能取餐柜的潜力。



图 9：2019-2020 年 4 月美团外卖分场景订单比例



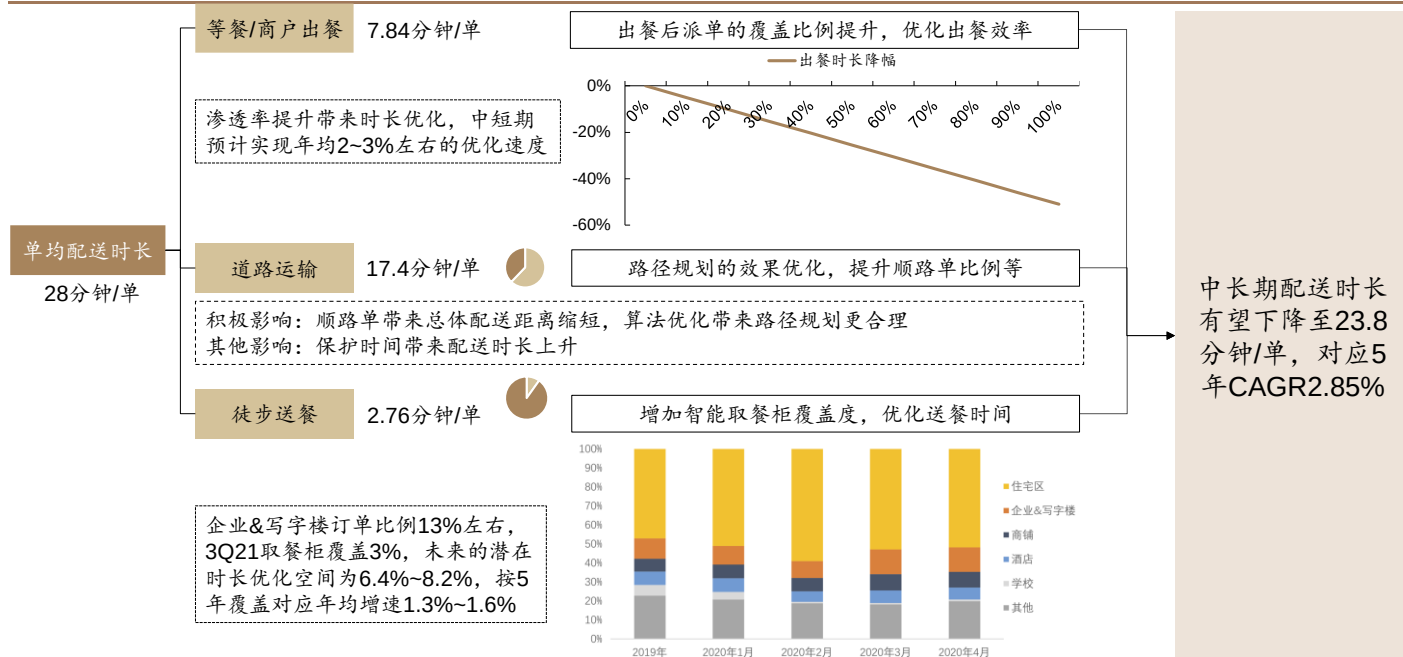
资料来源：美团研究院，德邦研究所

具体在商务场景中,智能取餐柜预计能将送餐时长缩短至 30s-1 分钟。在 13% 的企业&写字楼订单中,我们认为智能取餐柜可以有效降低终端送餐时长,例如进入写字楼的门禁,高峰期等待及乘坐电梯时长(包括送达后返程),而取餐柜能够将过程压缩至 30 秒至 1 分钟,这个时间主要是考虑到骑手停车取餐至柜前,以及潜在的柜前排队时长。如果按此前测算,徒步送餐/等待消费者取餐的平均时长为 2.76 分钟/单,对应时长缩短在 63.7%~81.9%,考虑 13%的场景比例后整体的单均时长优化幅度为 8.3~10.6%。据渠道跟踪,截止 3Q21 美团取餐柜覆盖订单占比 3%,对应未来的潜在时长优化空间为 6.4%~8.2%。

总结来看,在不考虑道路运输的影响下,单均配送时长中长期有望下降至 23.8 分钟/单,按 5 年计算对应 CAGR 2.8%,即 5 年成本优化空间为 15.0%,按 2021 年 9.15 元/单的成本计算,优化空间为 1.4 元/单。如果考虑道路运输中配送保护时间每单额外增加 2-3 分钟,则对应成本上升 0.7-1.0 元/单。因而,在尚未进一步考虑顺路单对成本的积极影响下,实际的成本优化空间可能在 0.4-0.7 元/单。我们认为成本的优化空间是美团应对外部成本冲击的缓冲空间,即可以通过优化成本在不提升消费者端、商户端压力,也不损害平台自身 UE 模型的情况下实现帕累托改进,如果按 0.5 元/单的社保成本计算,未来几年美团有能力通过成本优化消化社保成本对 UE 模型的冲击。

图 10：美团全链路骑手成本优化空间测算





资料来源：美团研究院，楚天都市报，美团骑手权益保障社会责任报告，德邦研究所测算

## 1.2. 表观骑手成本优化空间

表观骑手成本与全链路骑手成本的核心差异在于平台补贴，因而平台可以通过补贴优化自身的UE模型，这是除成本优化外，美团的UE改善的第二种方式。一些投资者可能对美团补贴感到困惑，尤其是在直营模式（1P）的UE模型经常保持净亏损的情况下。因此，在分析平台补贴的优化空间前，我们首先需要理解平台为什么需要补贴，平台补贴的目的，进而更好地理解削减补贴可能造成的影响。

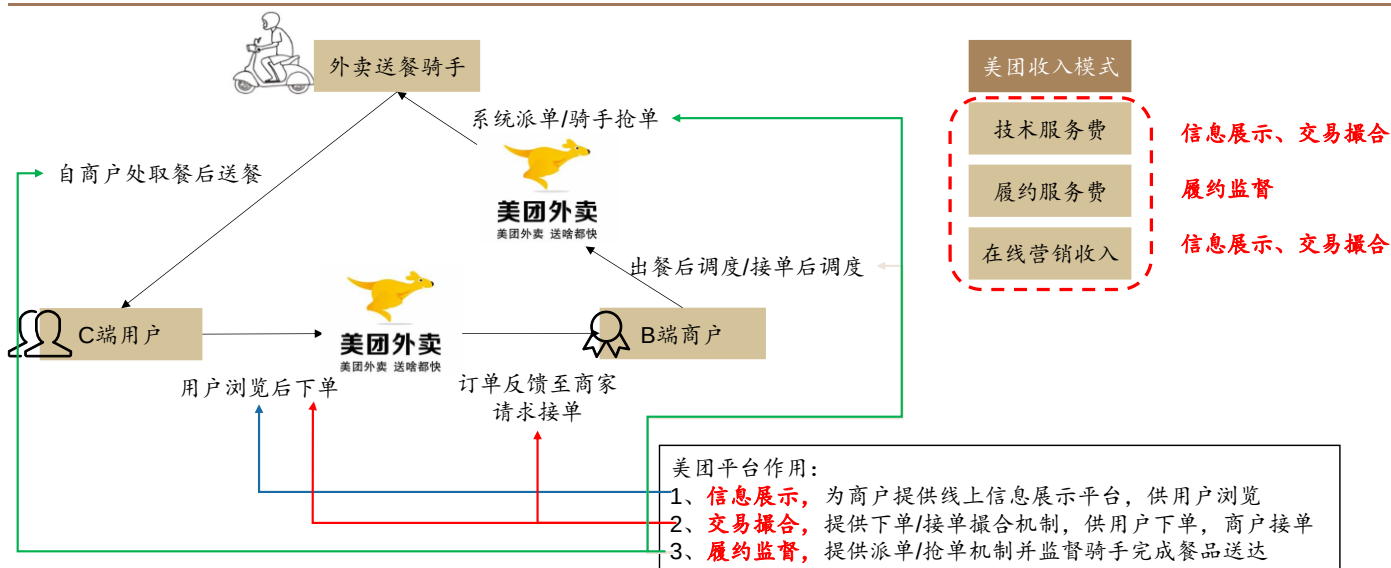
### 1) 补贴的含义及具体形式？

如前所述，财务上补贴即财报端骑手成本与真实骑手成本的差额。其会计依据是《企业会计准则第14号——收入（2017）》第十九条，企业应付客户（或向客户购买本企业商品的第三方）对价的，应当将该应付对价冲减交易价格，并在确认相关收入与支付（或承诺支付）客户对价二者孰晚的时点冲减当期收入，但应付客户对价是为了向客户取得其他可明确区分商品的除外。根据美团招股书披露的激励机制会计政策，即时配送服务的客户包含交易用户（消费者），因此针对消费者的补贴大于配送收入时计入收入抵扣，反之则计入销售费用。此外，众包骑手配送订单中，商户作为平台配送服务的用户，向骑手的补贴实际上被视为代替客户的付款，也作为应付客户对价。会计规则与上述情况相同。

### 2) 补贴的核心目的是什么？

美团外卖即时配送服务的逻辑是，平台向商家和交易用户收取配送服务费，并转移支付至外卖骑手，平台起到“通道”的作用。理论上，平台作为交易撮合方，并非配送服务的需求方或供应方，不应承担相应的履约成本，其配送费收入应等于骑手成本，但实际配送费收入低于骑手成本，即平台通过补贴（收入抵扣和交易用户激励）去撬动用户的购买意愿。

图 11：美团外卖商业模式概览

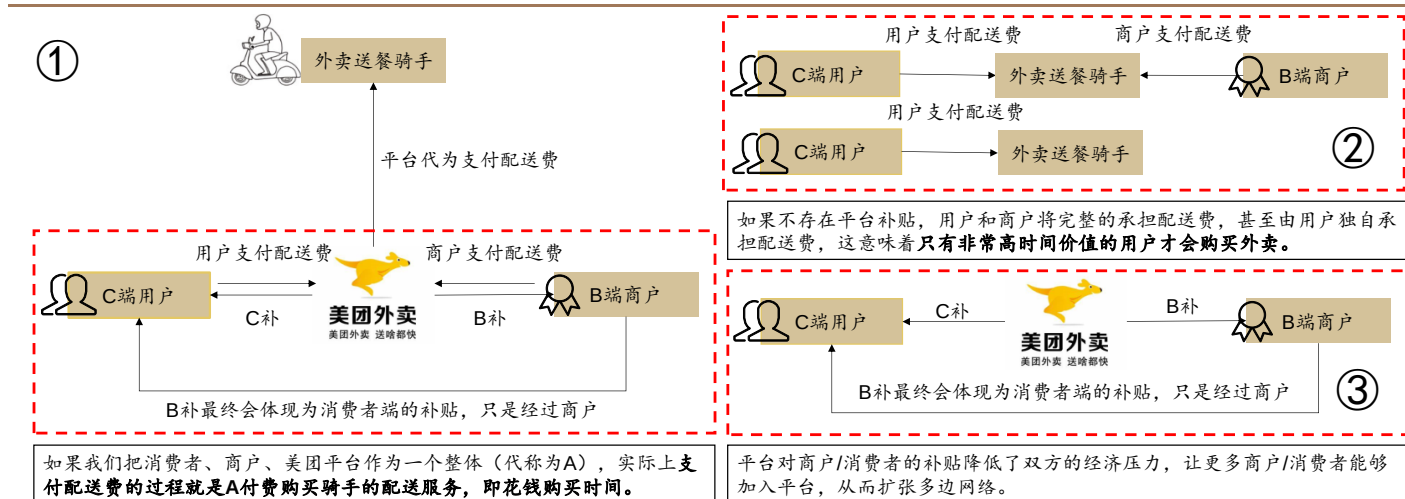


资料来源：美团官网，德邦研究所绘制

美团外卖平台为何需要通过补贴撬动用户购买意愿？我们认为①**美团补贴的直接目的是扩大多边网络**，吸引骑手、商户、用户加入，实际上强化了竞争壁垒。如果用户购买外卖就是向骑手购买时间的话<sup>2</sup>，人均收入提升后时间成本更高，更愿意购买其他群体的时间，而补贴后用户的实际支付低于骑手的真实成本，从而通过补贴扩大了潜在用户，即撬动了用户购买意愿，需求侧用户订单的提升能够吸引商户和骑手的加入。

②**补贴的根本目的是通过集聚中高频用户，吸引品牌商户的线上营销预算**。外卖相比于线下餐饮渠道是新渠道，既有的品牌需要在新渠道的排位竞争中维持自身优势，就需要通过付费搜索等方式提升自己的排名，从而获取新渠道的市场地位。直接目的和根本目的的差异实际上来自规模效益，因为 LBS 业务履约半径短，时效快，业务的规模效益相比综合电商更弱，仅凭提升规模对 UE 模型的优化幅度是有限的。实际上，2025 年 1 天 1 亿单，一单 1 元钱的目标如果剔除广告，凭借技术服务费和履约服务费（履约部分不存在净贡献），是很难实现的，因而广告业务是 UE 模型转正的关键变量。

图 12：美团外卖补贴的直接目的是扩张多边网络



<sup>2</sup> 参见《美团-W(3690.HK)：核心业务稳健增长，创新业务打开万亿市场》

资料来源：美团 APP，德邦研究所绘制

图 13：美团外卖补贴的根本目的是吸引商户加入排位竞争，切走广告预算份额



资料来源：美团 APP，德邦研究所绘制

### 3) 当前补贴的水平及未来的优化空间

如前所述，我们通过财报骑手成本及学术调查的骑手薪资推测真实骑手成本，二者差额即为平台补贴。我们假设 2017-21 年美国外卖 1P 订单占比稳定在 67%，且骑手单均真实成本基本为 9.15 元/单，对应 2017-21 年美国外卖 1P 单均补贴基本在 2-2.5 元/单左右。

表 1：美团单均补贴的简易测算

|                 | 2017     | 2018     | 2019     | 2020      | 2021      |
|-----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 骑手成本 (亿元)       | 183.2    | 305.2    | 410.4    | 486.9     | 681.8     |
| 外卖交易笔数 (百万)     | 4,089.70 | 6,393.40 | 8,722.10 | 10,147.40 | 14,367.60 |
| 1P 单均骑手成本 (元/单) | 6.69     | 7.12     | 7.02     | 7.16      | 7.08      |
| 1P 单均补贴 (元/单)   | 2.46     | 2.03     | 2.13     | 1.99      | 2.07      |

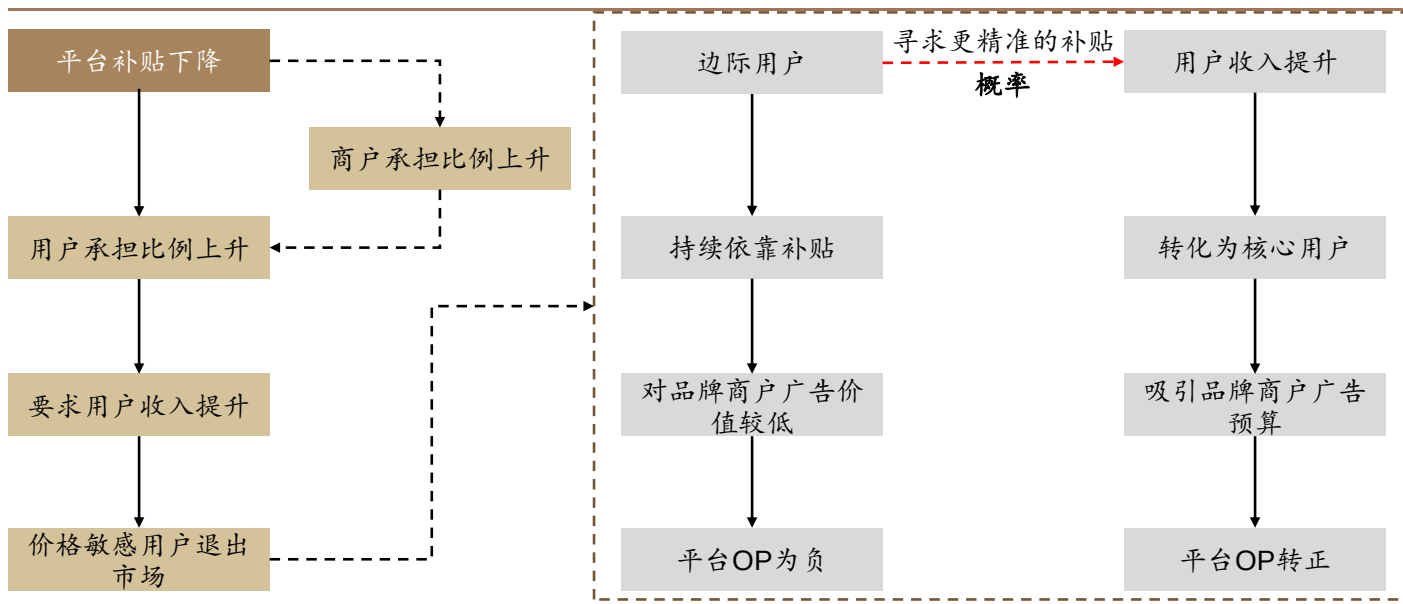
资料来源：公司公告，德邦研究所测算

注：2021 年财报的骑手成本口径略有调整，较 20 年之前的口径更宽松，包含了额外成本，可能略有高估单均骑手成本。

**补贴下降与增加实际上影响的是边际收入群体。**以用户花钱购买骑手时间为基础，核心用户的时薪至少要大于等于骑手，否则其外卖需求很难持续，可能只在恶劣天气或紧急情况下存在。因而，以单均配送时长 28 分钟为基准，不存在补贴情况下骑手成本 9.15 元/单，对应时薪 19.61 元/小时，所有时薪低于 19.61 元/小时的用户理论上都不存在长期点外卖的需求，但通过补贴（平台和商户承担部分骑手成本）时薪介于 15.17~19.61 元/小时的用户当前也具备成为外卖核心用户的可能。反过来说，当补贴削减时，时薪低于 19.61 元/小时的用户面临退出交易的风险。

**补贴调节面临的是一组短期成本与长期收益的取舍。**通过补贴，平台能够吸引边际上价格敏感型用户，但从购买力上，这类用户频次可能低于其他收入群体，且对品牌商户的吸引力相对较弱，这意味着从用户群体的 UE 上看，这部分群体购买外卖对平台没有净财务贡献，更多是丰富用户需求，保障各类型的商户均有订单支撑。但从长期视角看，随着这部分群体收入增长，其可能逐步转化为中高频用户，从而对品牌商户吸引力增强，进而实现财务贡献转正。维系这组成本收益的另一参数是概率，即某组用户未来几年收入增长至成为核心用户的概率。

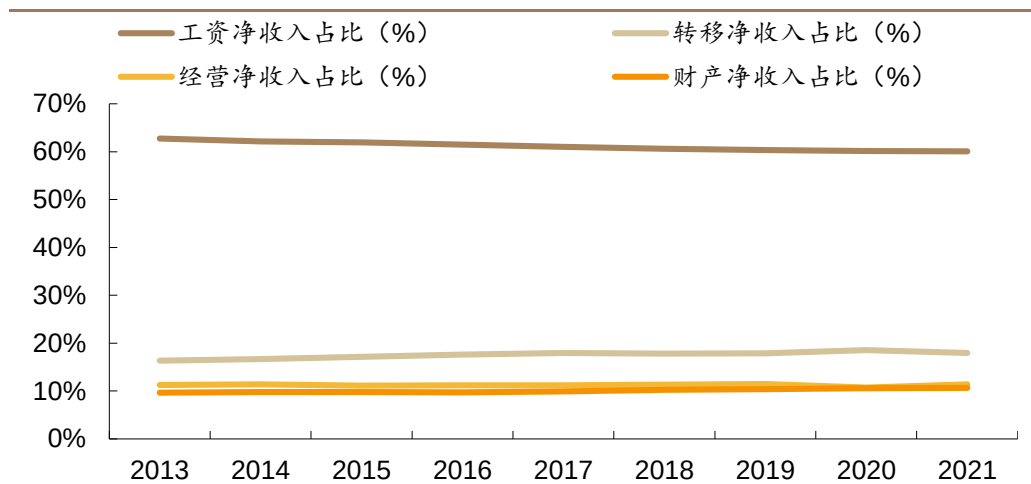
图 14：美团外卖补贴是在短期成本、长期收益间寻求权衡取舍



资料来源：德邦研究所绘制

上述概率实际上与工资收入关联度较高。居民收入由工资性、转移性、财产性、经营性收入组成，其中财产性收入主要对应投资收益，转移性收入对应失业救济金、住房公积金、离退休金等，经营性收入对应企业主、个体工商户等的收入。实际上，居民收入的绝大部分是由工资性和转移性收入构成，2021 年工资净收入、转移净收入占比合计达 78%，占据居民可支配收入主要部分，且转移性净收入很大程度上与工资净收入挂钩，因而居民收入增长可近似理解为工资收入增长。

图 15：全国城镇居民可支配收入以工资性收入+转移性收入为主



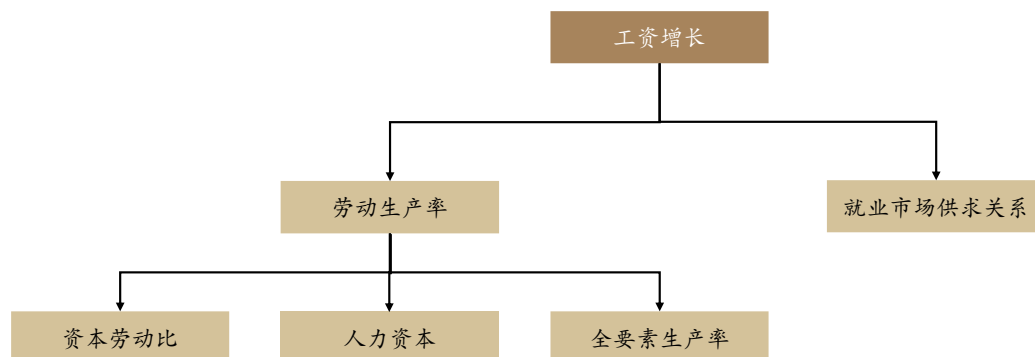
资料来源：国家统计局，Wind，德邦研究所

工资收入增长主要由①劳动生产率；②就业市场供求关系，两个要素影响。其中劳动生产率依靠资本积累和全要素生产率提升，前者主要依靠企业部门投资、人力资本的投资实现，后者实际上是经济模型拟合后的残差项，归根结底是社会资源配置效率，大体上可分为制度保护、产业结构等。制度保护包括法律制度（正式合约形式）或行政保护（通常是非正式合约形式），尤其是对产权的保护。根据黄亚生，“在民营经济面临不确定性的情况下，投资者只有当他所投资的财产及人



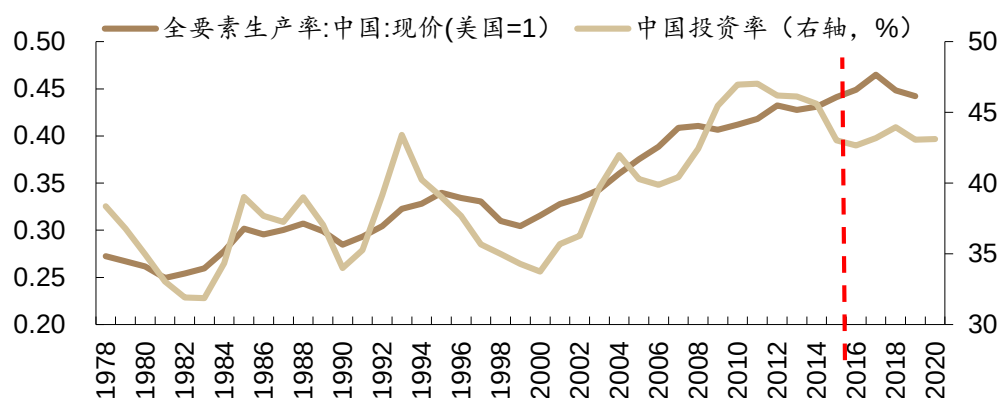
身安全均获得保障的时候，才会进行投资。”<sup>3</sup>产业结构则是指“资源从生产率低的部门向生产率高的部门调整，使得总体资源配置效率提升”<sup>4</sup>。就业市场的供求则主要影响中短期工资水平，但考虑到我国跨行业流动的成本较高，各行业工资水平的差距较大，实际上供求关系影响的持续时间可能更长。

图 16：工资增长的驱动因素拆分



资料来源：《全要素生产率怎么提高？》，《权力结构、政治激励和经济增长：基于浙江民营经济发展经验的政治经济学分析》，德邦研究所绘制

图 17：1978-2020 年中国全要素生产率及投资率（资本形成率）情况



资料来源：国家统计局，格罗宁根大学，Wind，德邦研究所

劳动生产率增速预计在 2008 年后开始回落，2017 年后预计下行幅度更明显。如上图所示，2015 年后全国投资率回到 2008-09 年中央及地方政府大举扩大投资前的水平，且全要素生产率自 2017 年后有小幅回落。尽管人力资本缺乏数据供观测，但大体上看 2015 年来中国劳动生产率的提升幅度至少是较 2000 年以来有所下降的。结合发改委就业与收入分配司 2016 年的文章《劳动报酬与劳动生产率同步提高》，其中提到劳动生产率的增速自 2003 年的周期性低点 3.3%，上升至 2007 年的周期性高点 12.8%，2008 年后受国际经济危机影响，2011 年后受国内经济减速进一步影响，2011-13 年劳动生产率年均增速 4.5%，低于前一时期。因而，我们判断中国的劳动生产率 2008 年后受内外部影响，其增速中枢逐步下移，且 2017 年后随着全要素生产率及投资率回落后这一趋势预计更加明显。

总之，2008 年以来劳动生产率的增速放缓，加上 2017 年来阶段性低点导致居民收入端存在较大压力，并且考虑 2020 年至今疫情的冲击，居民收入端的不确

<sup>3</sup> 转引自章奇、刘明兴，《权力结构、政治激励和经济增长：基于浙江民营经济发展经验的政治经济学分析》。

<sup>4</sup> 引自蔡昉，《全要素生产率怎么提高？》。



定性显著提升，这导致补贴换取消费者收入提升的 ROI 可能有所降低。

**如果在经济走弱，居民部门收入增长不确定性提升的情况下降低补贴换取高质量增长是合理的选择，那么补贴下降的幅度该如何考虑？**

我们认为，如果能够通过手机型号、地理位置、订单信息等用户行为数据甄别不同用户群组，并定位至行业、公司以提升补贴的精确性，那通过精确地补贴一些用户仍然是有益于业务长期发展。反之，如果精准化的补贴在技术、监管要求下是不可行的，当经济环境、居民收入的不确定性超过一定程度时，整体削减补贴可以规避中短期损失，平台可在经济向好后逐步重启补贴保持增长趋势。

总结来看，当前单均 2-2.5 元/单的补贴给予美团除成本优化外，额外的缓冲空间，相比于成本优化的调整节奏可能更长，补贴是更灵活的运营策略。很重要的一点是，美团 2025 年 1 单 1 元钱的目标如果在外部冲击下，仅凭成本优化可能无法完全消化，或要在 2025 年后才能完全消化的情况下，可以通过动态或精准地调整补贴，以确保平台 UE 模型的持续优化。

## 2. 货币化率提升空间

货币化率包括佣金率和在线营销变现率，其中佣金率可拆分为技术服务费率和履约服务费率。履约服务费率在前述分析我们已经提到，都转移支付给外卖骑手，对平台而言需要额外补贴。如果考虑纯收入的角度，美团的收入实际包括技术服务费费率和在线营销变现率，而技术服务费费率的变化空间相对较小，主要是在线营销变现率存在一定提升空间。

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

图 18：美团外卖 APP 营销推广渠道

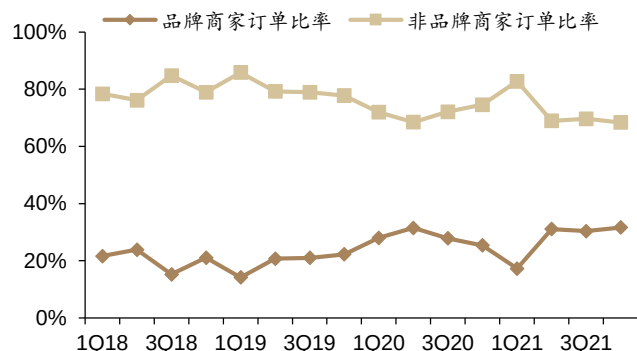


资料来源：美团外卖 APP，德邦研究所

外卖市场存在商家头部化、集中化趋势。由于品牌商家在 1) 品质上具备更强的确定性；2) 规模更大，营销等费用摊薄后平均成本更低，且对上下游议价能力更好，因此品牌商家的营销投放预算相比其他商家更充裕。站在消费者的角度，品牌商户的餐品口味可预期，品质有保证，长期餐饮品牌集中度提升仍然是趋势。

美团外卖品牌商户订单比例持续提升。根据美团 2020 年 4 月回应广东省餐饮服务行业协会的相关函件，2019 年美团外卖 80% 以上商户佣金在 10%-20%，且根据 2021 年 5 月配送规则变化后，技术服务费基本为 5.8%-6%，我们按 6% 计算，则有 80% 的商户平均佣金率在 14.3%。据此，我们测算得出 1Q18-4Q21 美团外卖品牌商户订单占比大体呈现上升趋势，其中 1Q20 开始受疫情冲击，由于品牌商户部分自建供应链，抗冲击能力更强，在疫情期间订单比例明显提升，疫情封控缓和后则有所下降，2021 年整体上疫情较 2020 年弱，但品牌商户订单比例仍然保持高位，这反映品牌订单比例提升的长期趋势。

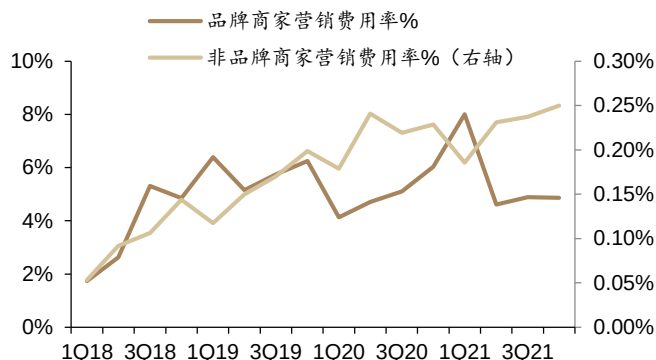
图 19: 3Q18-4Q21 美团外卖商家品牌化率持续提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 订单比率按非品牌商家佣金率 14.3% 计算, 品牌商家佣金率 6% 计算。

图 20: 3Q18-4Q21 美团外卖广告变现率与品牌化率同步提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

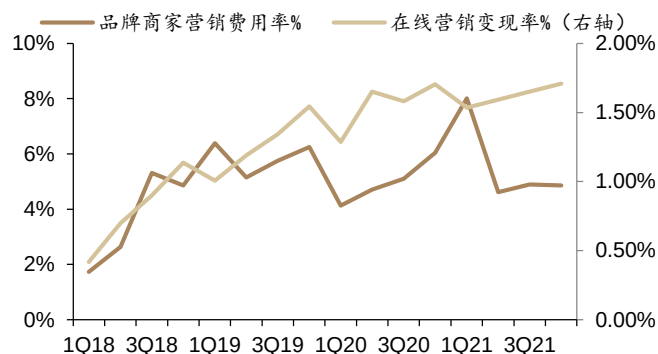
注: 我们假设外卖营销服务收入中 90% 来自品牌商户。

**品牌订单比例增长驱动在线营销变现率提升。**我们认为, 在线营销变现率的提升主要依靠品牌订单比例提升带动。通过引入品牌竞争 C 端用户的需求, 当前品牌订单比例的提升反映了其增速高于大盘, 随着订单比例持续提升, 其边际提升将逐步依靠付费流量 (广告) 而非免费的排位流量, 这将带动品牌在美团外卖平台投放的广告费用, 进而提升广告变现率。

**在线营销变现率的提升依靠品牌商户广告预算比例的倾斜<sup>5</sup>。**根据中国饭店协会发布的《2020 中国餐饮业年度报告》, 在调查样本中的 100 家餐饮企业中, 2019 年样本餐饮企业销售费用率均值为 16.14%, 中位数至为 8%, 且营业额越高其销售费用率也随之提升。作为对比, 我们测算 2021 年美团外卖品牌商家销售费用率为 5.19%, 这反映外卖渠道仍不是品牌商户的主要销售渠道, 其营销预算比例低于整体水平。但随着外卖增速持续高于线下渠道, 外卖订单比例在品牌商户处将持续提升, 且外卖平台的竞争也将逐渐激烈, 品牌商户需要提升外卖平台的营销预算比例以实现稳定增长。

**若线上营销费用率提升至 6.5%, 对应美团外卖广告变现率 2.0%。**我们假设品牌商户投放的营销广告费用占整体的 90%, 并按 6.5% 的目标费用率与 2021 年订单和在线营销收入计算的变现率结合, 对应潜在广告变现率可达 2.0%。需要指出的是, 8% 是餐饮百强企业的中位数, 而广告竞价实际反映的付费意愿可能高于中位数水平, 另一方面餐饮百强企业的营销费用率可能高于外卖品牌商户整体的营销费用率。

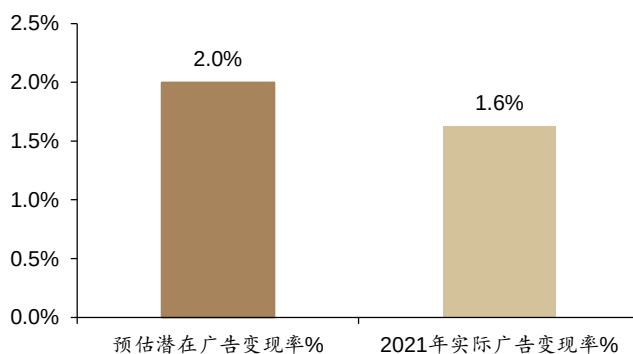
图 21: 1Q18-4Q21 品牌与非品牌商家营销费用率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 我们假设外卖营销服务收入中 90% 来自品牌商户。

图 22: 潜在广告变现率与 2021 年美团外卖实际广告变现率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 我们假设外卖营销服务收入中 90% 来自品牌商户。

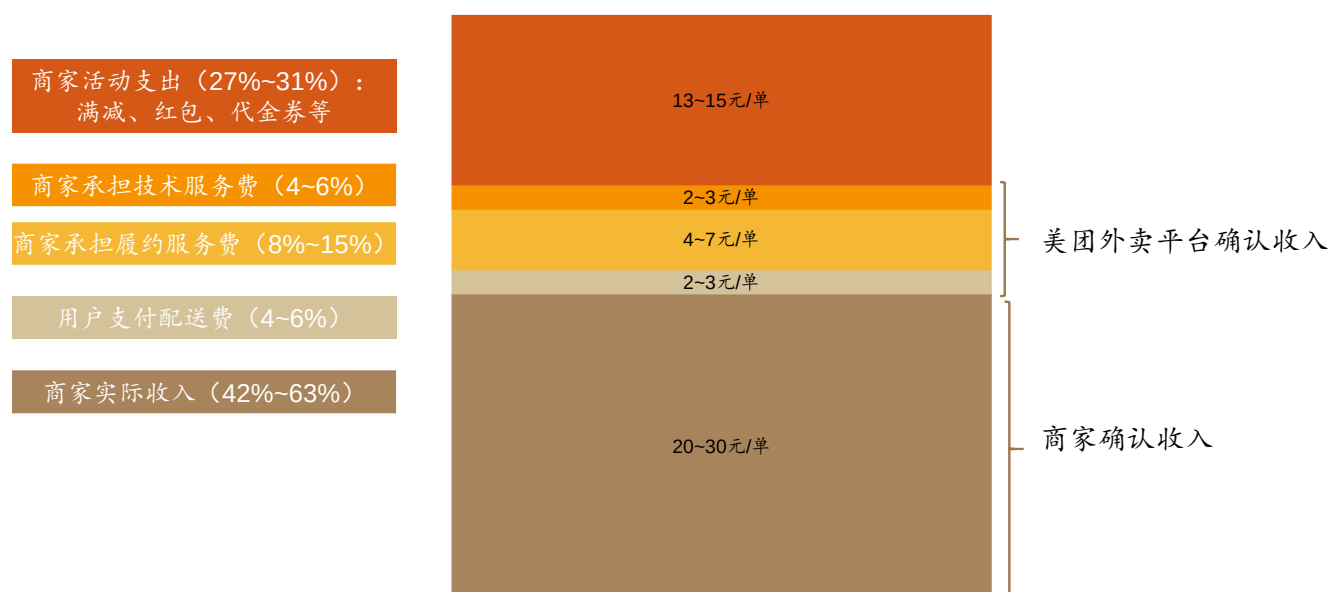
<sup>5</sup> 我们希望强调广告变现率的提升主要不是依靠新增品牌, 而是已有品牌的广告预算提升。

### 3. 客单价结构及提升空间

美团报表端的单均 GTV 与实际客单价存在口径差异。报表端 GTV 包含了配送费、商品折扣、红包、代金券及餐具、包装费、餐品价格，因此报表端接近 50 元左右的单均 GTV(一般认为是客单价)与商户及用户感知的客单价是有差距的。商户侧感知的客单价是单均实际收入，即用户付费扣除商家的技术服务费和配送费后的收入，而用户视角的客单价是用户实际支出，不含满减、红包、代金券等，但包含了配送费。舆论中费率的计算误差主要来自对统计口径的误解。

根据渠道跟踪，商户实际单均收入在 20~30 元/单左右，用户的单均实际支出额外包含 2~3 元/单的配送费（用户承担部分）。与报表端接近 50 元/单的客单价存在一定差距。

图 23：美团外卖 1P 模式客单价拆分（按客单价 48 元计算）



资料来源：公司公告，美团外卖 APP，渠道跟踪，德邦研究所测算

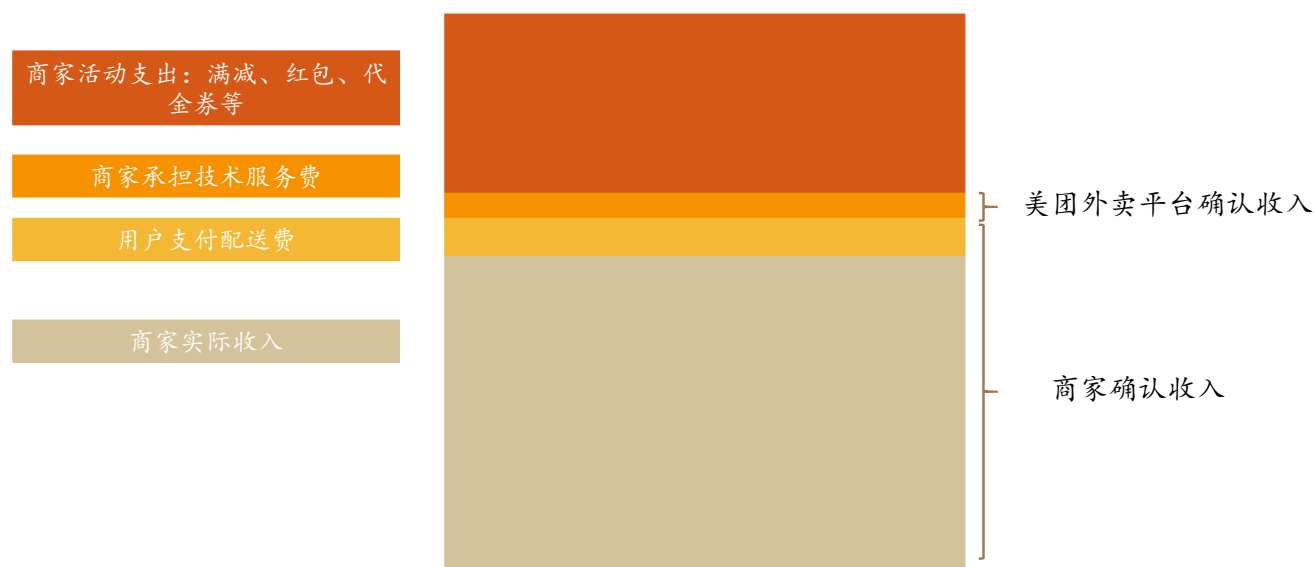
图 24：美团外卖 1P 模式 UE 模型拆分

|              |          |                                     |
|--------------|----------|-------------------------------------|
| 客单价          |          | 客单价 20-30 元/单                       |
| 平台收入         |          | 1P 模式下 take rate 包含佣金、配送费           |
| 收入抵扣         |          | 每单补贴 > 每单收入时计入收入抵扣                  |
| 成本<br>费用     | 骑手成本     | 据骑手时薪推算，1P 单均骑手成本为 9~11 元           |
|              | 支付+IT 成本 | 支付费率+IT 成本率                         |
|              | 交易用户激励   | 每单补贴 < 每单收入时计入交易用户激励                |
|              | 管理+研发费用  |                                     |
| 平台单均 OP      |          | 单均 OP = 收入 - 成本 - 费用                |
| 剔除广告后平台单均 OP |          | 剔除广告后，单均 OP = 技术服务费 + 配送收入 - 对应成本费用 |

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

美团 3P 模式相比 1P 模式的差异在骑手成本,即 3P 模式下骑手成本不进表,同时平台的补贴也大幅下降,因而 3P 模式 UE 模型在财务上类似于削减补贴后的 1P 模式。

图 25: 美团外卖 3P 模式客单价拆分



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

图 26: 美团外卖 3P 模式 UE 模型拆分

|              |          |                                |
|--------------|----------|--------------------------------|
| 客单价          |          | 客单价 20-30 元/单                  |
| 平台收入         |          | 3P 模式下 take rate 包含佣金          |
| 收入抵扣         |          | -                              |
| 成本<br>费用     | 支付+IT 成本 | 支付费率+IT 成本率                    |
|              | 交易用户激励   | 平台对于 1P、3P 的补贴政策是相同的           |
|              | 管理+研发费用  |                                |
| 平台单均 OP      |          | 单均 OP=收入-成本-费用                 |
| 剔除广告后平台单均 OP |          | 剔除广告后, 单均 OP=技术服务费+配送收入-对应成本费用 |

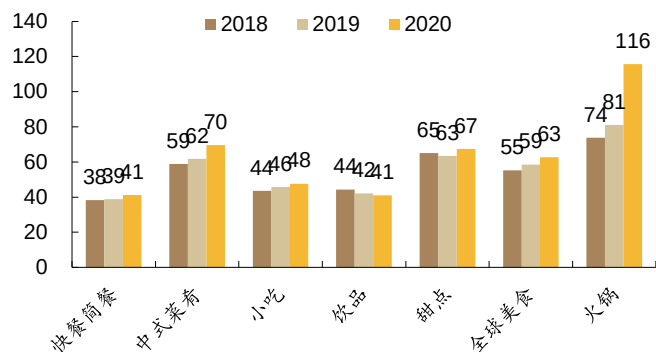
资料来源: 公司公告, 渠道跟踪, 德邦研究所测算

拆分报表客单价结构后, 我们注意到单均 GTV 的驱动力主要包括 1) 商户促销、折扣率下降; 2) 平台补贴率下降; 3) 实际餐品价格提升。我们认为商户促销是平台难以控制的, 平台补贴已在前文有所分析, 我们主要讨论实际餐品价格提升对客单价的影响。实际餐品价格的提升一方面是品牌化趋势, 另一方面是品类结构优化的结果。品牌化趋势, 我们在前文已提及, 此处主要关注品类结构优化的影响。

当前 2018-20 年美团外卖各品类商户订单仍以快餐简餐、中式菜肴为主, 以 2020 年为例, 快餐简餐、中式菜肴订单合计占比达 79.3%。

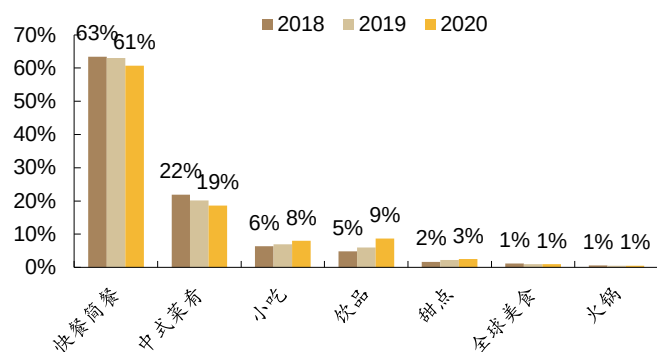


图 27：2018-20 年美国外卖各品类商户客单价情况（元/单）



资料来源：美团，德邦研究所

图 28：2018-20 年美国外卖各品类商户订单占比情况（%）

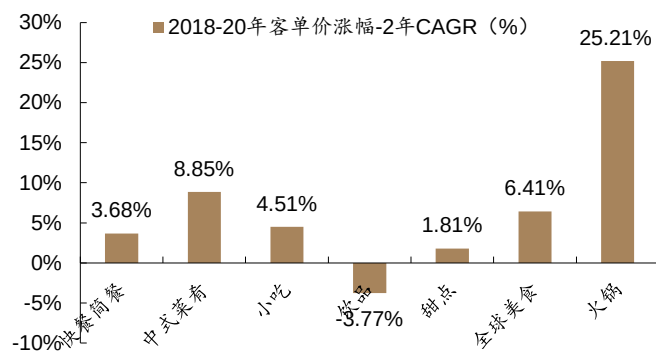


资料来源：美团，德邦研究所

**各品类外卖客单价呈现绝对值上升趋势。**根据美团餐饮报告，从趋势上看各品类商户的客单价均有所提升（除饮品外），且除甜点、饮品外，其他品类客单价涨幅均超过同期 CPI、PPI，这反映客单价的提升不仅受成本压力驱动，还可能对应餐品结构（套餐化）、品质需求提升等。

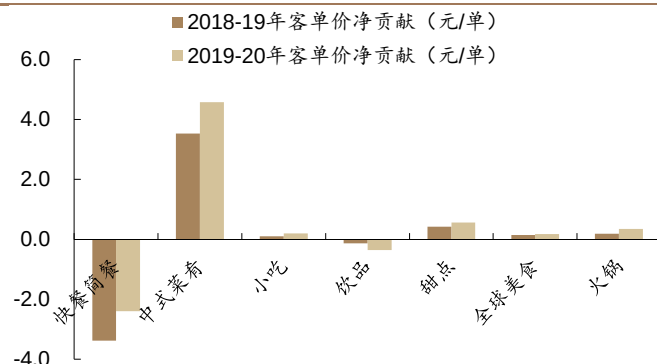
**中式菜肴驱动整体外卖客单价同比提升<sup>6</sup>。**从品类贡献上看，一般客单价提升可能会抑制需求，导致订单占比下降，我们以（当年品类客单价—前一年整体外卖客单价）×当年品类订单占比计算该品类对总体客单价提升的净贡献。通过计算，我们注意到 2018-20 年美国外卖客单价整体提升的核心驱动力是中式菜肴，其客单价高于整体客单价，且订单份额较大（仅次于 2020 年快餐的 61%）。

图 29：2018-20 年美国外卖各品类商户客单价 2 年 CAGR（%）



资料来源：美团，德邦研究所

图 30：2018-20 年美国各品类外卖客单价贡献值（元/单）



资料来源：美团，德邦研究所

**外卖品类结构的调整一定程度上反映消费者对品质要求提升。**过去几年快餐简餐的订单占比较高主要由于门槛较低，吸引多数商家加入竞争，另一方面低单价的消费者需求相对旺盛。但大量商户加入后品类内部出现“优胜劣汰”的现象，一些运营机制不完善，餐品质量相对较低的商户逐步被淘汰，从而导致近年来快餐简餐的订单比例下降。另外，中式菜肴在提价更显著的情况下订单占比没有出现大幅下降，我们认为一定程度上反映了消费者对于“吃”的需求从“吃得饱”逐步转向“吃得好”。

**中长期视角看，外卖客单价的驱动力来自需求多样化。**未来品质需求预计会持续存在，而美团外卖客单价的提升中短期由中式菜肴主导，中长期预计逐步受

<sup>6</sup> 注意，前一段中我们提到的是绝对值提升，但客单价的同比提升可能受部分低单价品类的拖累，因此这里强调高于平均客单价品类的拉动作用。

中式菜肴、甜点、全球美食、火锅等共同驱动。随着消费者收入水平提升和需求多样化，甜点、火锅、全球美食等品类的比例均有望提升，尽管其当前水平较低，但高客单下其对整体客单价的拉动仍有一定作用，以 2020 年为例，甜点、全球美食、火锅对客单价的拉动分别为 0.56 元/单、0.18 元/单、0.35 元/单，若仅考虑以上三个品类的拉动，2019-20 年美团外卖客单价能够提升 2.41%。我们认为，中短期中式菜肴的影响会随着订单份额缓慢回落有所缩小，并且快餐简餐的拖累作用可能会保持一个较大的水平，中长期可持续的驱动力仍然来自甜点、火锅、全球美食等品类。

总结来看，中长期对客单价提升的预期大约在每年 0.5-0.6 元/单，按 50 元客单价计算对应的年化同比提升幅度在 1% 左右。如果按 6% 的技术服务费率 and 2% 的目标广告变现率计算，5 年提升 2.5 元客单价可贡献 0.2 元/单的收入提升。

## 4. 估值分析

### 4.1. 资本周期视角：行业竞争缓和驱动利润率回升

从资本周期的视角看，反垄断及相关监管通过直接/间接的方式影响了互联网行业：

1) 直接的方式为基于监管判断，某些投资被视为违法违规的，这些对外投资的案例被事后追溯处罚，这种措施相当于划定某种界限，互联网企业在一些领域或某些条件下的对外投资是不受欢迎的，进而缩减了互联网企业的潜在投资范围。

2) 间接的方式包括投资者担忧互联网企业商业模式的合规性，监管新常态下存在商业模式可能被重塑的风险，进而引发估值收缩，这种估值收缩或早或晚地传导至企业内部，导致企业自身对外投资更谨慎，考虑业务本身的不确定性和环境的影响，企业可能收缩其对外投资。

对企业而言，高估值意味着低融资成本，低估值则意味着高融资成本，动态地看持续走低的估值则会被动地抬升企业的融资成本。进一步地，对于不具备造血能力的互联网公司而言融资环境的恶化会加剧业务的压力，倒逼其调整经营目标，将利润率优化置于更高的优先级。即使是主业较为成熟的公司，在行业寒冬的情况下也往往对投资扩张保持谨慎，这些情况加总便体现为“资本收缩”的情况。投资的谨慎在行业层面便体现为竞争强度的相对缓和，这往往在未来表现为资本回报率的回升。

因此，上述影响自估值调整传递至企业投资行为，个体企业加总上升至行业层面，影响行业竞争强度，并逐步影响随后的企业利润情况。我们看到，这显示了某种均值回归的路径。反过来说，过高估值吸引企业/行业过度投资和扩张，造成行业竞争强度提升，进而导致企业利润率的潜在下降或份额流失，并逐步影响估值。

进一步地，低估值客观上制约了企业的过度投资倾向，使得恶劣环境下企业或主动或被动地选择提升造血能力，对待业务扩张更谨慎。

具体到美团，我们注意到 2H21 以来美团明显更强调 ROI 在业务发展中的意

愿，例如外卖业务优化骑手成本，并明显缩减补贴，到店酒旅业务积极地提升利润率，新业务中对盈利路径并不清晰的业务进行一定人员和业务的调整。这些变化从时间上滞后于股价/估值的变化。同时我们也注意到，美团各业务的竞争对手在投入上也更为谨慎，这反映了行业整体的保守情绪。

另一个重要问题在于低竞争强度的行业环境能够持续多久。我们认为这主要取决于需求端的拐点，如今经济增长相对低迷、疫情频发等因素使得社会生产活动的正常秩序受到干扰，消费者对于未来的预期存在不确定性，在这种情况下消费会更加保守。考虑到工资性收入的主导地位，且居民就业主要是私营部门，我们基本是可以看作居民部门和企业部门构成收入和支出的循环，当前企业运营情况恶化，传导至就业环境恶化，居民收入预期弱，这类负向传递链条需要政策的干预才能够打破，例如政府部门扩张负债端从而带动企业或居民部门的资产端扩张。我们认为，需求端的拐点主要取决于政府端的举债意愿，而政府支出受防疫支出及年内减税让利等措施，在赤字率约束下，空间相对有限。因此，“需求拐点”转化为“政府举债意愿”，进一步转化为“政府各支出事项优先级”的问题。

#### 4.2. 均值回归的时点：静待流动性压力缓和/经济回暖

前述行业竞争强度的缓和利于企业修复自身的利润率，而基本面层面的修复如何反映至估值层面也是值得讨论的。

均值回归的时点仍然取决于以下几个因素：1) 利率变化周期；2) 投资者行为。利率对估值的影响来自估值方法论，低利率意味着企业筹资成本低，企业价值来自于投资转化的价值-资本成本，低资本成本会抬升企业价值。此外高增速的自然衰退趋势导致成长股具备稀缺性，享受高估值弹性的股票越来越少，希望超过基准业绩表现的机构投资者往往都热衷于投资这类股票。

利率对于估值的影响是值得推敲的，需要区分名义利率（含通胀）和真实利率，理论上真实利率的变化才会引起估值的变化，但现实中通胀率/名义利率的变化就会引起估值的变化。问题在于市场对于通胀率的预期是相对有效的，但对于企业利润预期的有效性则弱很多，这就导致 DCF 中分子端业绩的调整滞后于分母端利率的调整，在利率下行的环境中，即利率首先下降带动估值提升，而业绩随后逐步调整，因此表现为估值短期大幅提升，中期则受业绩的变化方向影响。

当前港股市场经历了海外利率（主要是美元）紧缩，致使过往的估值弹性由向上转为向下，同时国内受疫情及经济走弱影响，主要互联网公司业绩增速均出现背离趋势的下滑，正对应分母端利率上升及分子端增速回落。基于同样的道理，由于市场对于通胀率等的预期有效性更高，估值收缩一般是先反映利率提升，再反映业绩增速回落。

板块/个股的核心问题在于估值处于周期的什么位置，未来均值回归的催化剂/时点何在？换言之，“好公司，好价格”中价格是当前的主要关注点，对于乐观者，互联网板块的商业模式仍有一定提效空间，未来监管趋势恢复平稳，基本面/估值均有望实现修复。对于谨慎者，即使互联网板块的商业模式持续受到限制，按照当前水平估算，如果能买在便宜的价格，也同样有望实现较好的收益。

实际上这个问题对应 1) 利率的预期是否已经反馈充分，2) 业绩增速的回落是否预期充分。



**1) 流动性紧缩预期尚未充分定价，当前阶段性缓和的概率更高。**根据德邦宏观团队的报告《本轮加息预期见顶了么？——FedNote#7》，目前美元紧缩预期尚未被市场充分定价，近期美股/美债市场的缓和是阶段性而非趋势性的。阶段性体现为市场基本充分预期6、7月会议的加息，并开始交易衰退预期，但通胀持续未能回落至目标区间将迫使Fed持续加息。我们的宏观团队在5月24日的报告中预计“美债利率大概率会因调整流动性与通胀风险溢价而结束2.7-3.0%震荡并重新回归上行，绝对水平有望突破3.20%的前高”。

我们认为，市场当前交易美国衰退预期过早，当前美国经济数据并不支持衰退的论调，并且Fed加息、缩表的关键目标是压制通胀，当前通胀仍然远高于目标区间，且俄乌冲突及欧美能源禁运措施进一步推升供给的短缺，同时中国疫情严格防控措施下供应链受到明显冲击，这些因素可能会拖延而不是加速美国通胀的回落速度，当前考虑9月会议的加息幅度回落尚缺乏有力的依据。

**2) 外卖、到店&酒旅业务受疫情的影响在近几个季度表现明显，但其对估值的影响尚难做判断。**归根结底这是疫情对业务存在短期还是长期影响？我们相信随着新冠药物/疫苗的研发，疫情对人类社会的影响将逐步化解，但这并不是说将疫情的影响看作短期/一次性的冲击，从而得出疫情对业务长期几乎没有影响的结论。我们认为，真正的问题在于疫情下人们的预期发生了改变，今天与疫情前相比人们对未来的预期发生了很大的变化，这种变化的驱动因素是综合的，不仅仅是疫情带来的，因此，即便疫情结束，驱动这些变化的其他因素也仍然存在，人们的预期很难回归到疫情前的状态。

一个典型的例子就是收入/就业预期。当收入持续增长，就业市场稳定的时候，人们基于乐观预期更敢于超前消费，相当于透支未来的收入，而当收入预期发生逆转时，过去的预支在未来的负担比例明显加重，这会对其他支出造成挤出效应，即时序上过去对未来的挤出效应。另外，居民还容易出于收入预期的变化，进行预防性储蓄，缩减消费/收入比例。这些现象加总实际对应宏观层面居民部门的主动“去杠杆”，即通过缩小资产/负债的规模来减小负债率。这种收缩对应的是未来预期的现金流难以负担潜在支出（消费/房租/房贷/教育等），因而对相应地支出项目进行优化。要逆转这种趋势，监管当局可以对收支两端进行调整，一方面稳定就业市场（这需要提振企业的信心），另一方面可以优化租金、房贷利率、教育支出等。

真正的问题在于居民支出项目，一些居民的支出是另一些居民的收入，例如居民的消费支出通过企业部门最终也会转化为另一些居民的薪资收入，压低一些支出项目意味着对居民部门内部资产负债表做出不均等的调整，这意味着一些人可能受损，另一些人短期内相对收益，长期内不确定（因为受损居民的未来消费可能受到抑制）。

我们当前正面临类似的问题，20年以来对许多行业的监管都进入新常态，最终这些影响都会传递至居民部门，进而影响收入/就业预期，并促使居民对未来的消费/投资/储蓄进行重新规划，其影响在当期并不明显，而是逐步显现并相互传导。要打破这种循环往往需要依靠政府部门的干预，即通过政府部门主动“扩表”扭转居民/企业收入端的趋势。

回到美团业务本身，我们倾向于认为，疫情对业务的影响短期看是一次性的，例如从20%以上的增速中枢下降至单季度个位数乃至负增长，这主要是受疫情影响

响。但疫情期间对居民/企业的影响很可能是不可逆的，可能会慢慢传递至长期，例如上海疫情封控 2 个月，企业在几乎没有进项的情况下面临相对固定的支出项，现金流压力较大，事后如果没有直接的资金支持可能出现企业倒闭的情况，即使疫情结束，但过往的债务积累、现金流出不会一次性清零，这是短期影响逐步传递影响至长期的一个依据。至于这种传递的程度，我们很难做出量化估计，这取决于封控的时间跨度，企业的现金储备和成本结构等因素。如果没有政府部门的支持，出于企业的生存约束，我们预计疫情复工后企业会收缩支出，严格地提升盈利，以应对未来潜在的变化（疫情再次反复或消费需求恶化等）。

总结来看，疫情及宏观冲击下业务的异常低增速是短时冲击，而真正值得关注的是长端的变化，我们相信市场仍未对此进行充分定价。长端变化的程度和拐点都有望在 2H22 继续观察。

尽管短期面临较大不确定性，监管、疫情、消费低迷等多重因素造成估值的阶段性低点。如果从更长的周期看，如今中国经济处于周期探底过程中，这一过程是艰难的，尤其考虑到一些其他经济体已处于复苏阶段，政策空间也可能被压缩，但越过周期低点，中国经济仍有广阔的发展空间。具体到行业、企业，公司的核心竞争力并未因外部环境变化而受到重大影响。对资金久期更长的投资者而言，我们认为当前美团相对投资价值凸显，随着疫苗接种率提升，疫情对于经济的影响都有望减弱，一旦走出疫情影响，经济回暖、消费复苏都有望驱动美团业绩实现向上弹性。维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**政策风险：**由于公司各项业务不同程度受监管政策影响，例如共享单车受各地政府配额管理影响周转率和利润率，金融业务受监管影响可贷余额及利息率，收单业务受监管影响费用率等，因此监管政策的变化可能对美团创新业务造成不同程度的影响。

**宏观或行业环境变化：**由于公司新业务板块的各条业务多数处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，美团新业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

**竞争加剧风险：**1) 公司部分新业务如美团闪购、美团优选、美团金融等面临主要互联网平台企业的直接竞争，同时还存在潜在的竞争对手入局的风险，因此，对于上述业务的预期很大程度上依赖于我们对行业格局方向性判断的基本正确，而社区电商等市场仍处于相持阶段，目前行业格局仍有较大不确定性。2) 由于反垄断监管，公司在外卖业务的二选一政策被禁止，在商户数量上的竞争优势可能被削弱，进而影响公司的核心竞争力。



## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2021    | 2022E  | 2023    | 2024   |
|-----------|---------|--------|---------|--------|
| 每股指标(元)   |         |        |         |        |
| 每股收益      | -3.84   | -2.78  | 0.36    | 1.86   |
| 每股净资产     | 20.30   | 24.81  | 25.17   | 27.03  |
| 每股经营现金流   | -0.65   | -0.34  | 3.17    | 4.45   |
| 每股股利      | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00   |
| 价值评估(倍)   |         |        |         |        |
| P/E       | -49.94  | -61.80 | 481.02  | 92.34  |
| P/B       | 9.36    | 6.91   | 6.81    | 6.35   |
| P/S       | 6.56    | 4.49   | 3.40    | 2.68   |
| EV/EBITDA | -79.68  | -77.99 | 155.05  | 88.91  |
| 股息率%      | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%   |
| 盈利能力指标(%) |         |        |         |        |
| 毛利率       | 23.7%   | 38.6%  | 42.0%   | 42.4%  |
| 净利润率      | -13.1%  | -7.3%  | 0.7%    | 2.9%   |
| 净资产收益率    | -18.7%  | -11.2% | 1.4%    | 6.9%   |
| 资产回报率     | -9.8%   | -5.9%  | 0.7%    | 3.3%   |
| 投资回报率     | -15.8%  | -9.5%  | 2.4%    | 5.4%   |
| 盈利增长(%)   |         |        |         |        |
| 营业收入增长率   | 56.0%   | 31.9%  | 32.1%   | 27.0%  |
| EBIT 增长率  | 586.5%  | -27.5% | -125.0% | 141.7% |
| 净利润增长率    | -599.9% | -27.1% | -112.8% | 420.9% |
| 偿债能力指标    |         |        |         |        |
| 资产负债率     | 47.8%   | 47.0%  | 50.5%   | 52.5%  |
| 流动比率      | 2.2     | 2.2    | 1.9     | 1.8    |
| 速动比率      | 2.0     | 1.9    | 1.7     | 1.6    |
| 现金比率      | 0.5     | 0.6    | 0.4     | 0.3    |
| 经营效率指标    |         |        |         |        |
| 应收帐款周转天数  | 2.8     | 3.0    | 2.9     | 3.0    |
| 存货周转天数    | 1.5     | 1.8    | 1.7     | 1.7    |
| 总资产周转率    | 0.7     | 0.8    | 1.0     | 1.1    |
| 固定资产周转率   | 14.1    | 20.1   | 25.2    | 30.6   |

| 现金流量表(百万元) | 2021   | 2022E  | 2023   | 2024   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | -23538 | -17164 | 2205   | 11487  |
| 少数股东损益     | 2      | 5      | -0     | -2     |
| 非现金支出      | 8928   | 3840   | 3664   | 3502   |
| 非经营收益      | 3388   | 598    | 2584   | -774   |
| 营运资金变动     | 7209   | 10589  | 11169  | 13301  |
| 经营活动现金流    | -4011  | -2132  | 19622  | 27514  |
| 资产         | -9010  | -1638  | -1638  | -1638  |
| 投资         | -49685 | -22548 | -25158 | -25602 |
| 其他         | 204    | 354    | -1633  | 1726   |
| 投资活动现金流    | -58492 | -23832 | -28429 | -25515 |
| 债权募资       | 15432  | 0      | 0      | 0      |
| 股权募资       | 45561  | 45045  | 0      | 0      |
| 其他         | 17604  | -951   | -951   | -951   |
| 融资活动现金流    | 78598  | 44093  | -951   | -951   |
| 现金净流量      | 15420  | 18129  | -9758  | 1047   |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 9 日，人民币兑港元汇率采取 0.85: 1。

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2021   | 2022E  | 2023   | 2024   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 179128 | 236259 | 311983 | 396219 |
| 营业成本        | 136654 | 145056 | 180999 | 228059 |
| 毛利率%        | 23.7%  | 38.6%  | 42.0%  | 42.4%  |
| 营业税金及附加     |        |        |        |        |
| 营业税金率%      |        |        |        |        |
| 营业费用        | 40683  | 66153  | 62397  | 89149  |
| 营业费用率%      | 22.7%  | 28.0%  | 20.0%  | 22.5%  |
| 管理费用        | 8613   | 11269  | 14975  | 18984  |
| 管理费用率%      | 4.8%   | 4.8%   | 4.8%   | 4.8%   |
| 研发费用        | 16676  | 21880  | 21839  | 31697  |
| 研发费用率%      | 9.3%   | 9.3%   | 7.0%   | 8.0%   |
| EBIT        | -23570 | -17097 | 4274   | 10330  |
| 财务费用        | 402    | 626    | 445    | 543    |
| 财务费用率%      | 0.2%   | 0.3%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 资产减值损失      |        |        |        |        |
| 投资收益        | 146    | 354    | 367    | 426    |
| 营业利润        | -23570 | -17097 | 4274   | 10330  |
| 营业外收支       | 4      | -272   | -2078  | 1183   |
| 利润总额        | -23566 | -17369 | 2197   | 11513  |
| EBITDA      | -14642 | -13257 | 7938   | 13832  |
| 所得税         | -30    | -211   | -8     | 28     |
| 有效所得税率%     | 0.1%   | 1.2%   | -0.4%  | 0.2%   |
| 少数股东损益      | 2      | 5      | -0     | -2     |
| 归属母公司所有者净利润 | -23538 | -17164 | 2205   | 11487  |

| 资产负债表(百万元) | 2021   | 2022E  | 2023   | 2024   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 32513  | 50643  | 40885  | 41932  |
| 应收账款及应收票据  | 1793   | 2127   | 2905   | 3690   |
| 存货         | 682    | 735    | 931    | 1161   |
| 其它流动资产     | 112841 | 141411 | 173314 | 206767 |
| 流动资产合计     | 147829 | 194915 | 218035 | 253550 |
| 长期股权投资     | 13869  | 17900  | 21975  | 25483  |
| 固定资产       | 11414  | 12074  | 12680  | 13239  |
| 在建工程       |        |        |        |        |
| 无形资产       | 35770  | 32908  | 30276  | 27854  |
| 非流动资产合计    | 92825  | 94653  | 96702  | 98347  |
| 资产总计       | 240653 | 289568 | 314737 | 351897 |
| 短期借款       | 11565  | 11565  | 11565  | 11565  |
| 应付票据及应付账款  | 15166  | 17350  | 21785  | 27012  |
| 预收账款       |        |        |        |        |
| 其它流动负债     | 41862  | 60707  | 79236  | 99684  |
| 流动负债合计     | 68593  | 89622  | 112586 | 138261 |
| 长期借款       | 12220  | 12220  | 12220  | 12220  |
| 其它长期负债     | 34284  | 34284  | 34284  | 34284  |
| 非流动负债合计    | 46504  | 46504  | 46504  | 46504  |
| 负债总计       | 115097 | 136125 | 159090 | 184764 |
| 实收资本       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 普通股股东权益    | 125613 | 153495 | 155700 | 167187 |
| 少数股东权益     | -57    | -52    | -52    | -55    |
| 负债和所有者权益合计 | 240653 | 289568 | 314737 | 351897 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵伟博，德邦证券研究所计算机行业首席分析师。中国人民大学金融学硕士及经济学学士，曾就职于东北证券、华泰证券。深耕计算机行业数年，致力于用扎实、严谨、客观的深度研究服务产业发展及广大客户，对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链等行业主要领域均有深入理解。

许悦，南洋理工大学硕士，2021 年 3 月加入德邦证券研究所传媒互联网组。

## 分析师声明

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

## 投资评级说明

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

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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

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

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