

2022年07月25日

# 本地生活内核稳定，“万物到家”打开想象空间

## 美团-W (3690.HK)

### ► 餐饮外卖主线清晰，用户粘性 & 交易频次提升

餐饮外卖业务是公司的生态基础，同时赋能线上、线下。线上，外卖入口为 APP 首页低频业务引流；线下，外卖业务搭建起强韧配送物流、餐饮商家网络，同时赋能零售及到店分部。

随着头部品牌商户入驻、非餐场景扩大，美团外卖客单价稳步提升，交易用户数量及交易频次亦实现增长，考虑到用户消费习惯在疫情期间得到进一步巩固、非餐品类不断拓宽，行业空间依然广阔，预计随着公司响应常态化监管要求对佣金做出透明化调整，动态费率结构下外卖 UE 模型将进一步优化。

### ► 本地零售站稳第一梯队，降本增效进行时

由“餐饮到家”延伸至“万物到家”，美团通过 O2O 即时达、前置仓自营及社区团购三种模式触达本地用户，高度复用外卖履约网络、到店业务商户资源及地推团队。目前行业已经走过了快速圈地阶段，业务重点从做大规模转向提升毛利，降本增效成为下一阶段重点，业务经营亏损将进一步缩窄。

我们认为在即时零售便利性显著高于传统电商、价格上浮区间不大的状态下，受“便利”这一核心痛点催化，新刚需品类的引入及疫情对线下零售的扰动将创造高频的即时线上实物消费需求，从而培育及巩固用户消费习惯，零售业务的增长前景值得期待。

### ► 到店赛道群雄竞逐，公司多年深耕，护城河显著

随着抖音、京东陆续入场，阿里再提本地生活战略，到店赛道略显拥挤。我们认为群敌环伺之下美团仍有竞争优势：① 商户资源丰富，前期强地推能力、ToB 端餐饮供应链拓客积累、支付系统及商户 SaaS 服务先发绑定优质线下商户。② 多年深耕本地生活，用户心智已立，消费习惯难以轻易撼动，且多年积累下平台用户洞察更加深入。③ 传统工具平台的用户信任度更高，而内容平台从事线上营销，对内容质量及用户体验有一定影响，存在商业化天花板。

美团积极引入快手作为新的流量入口，同时探索新的营销方式，美业、剧本杀等新品类对线上运营及投放的需求有望推进营收持续增长，此外酒旅业务稳踞下沉市场、向上探索高星商户提升客单价，毛利率仍有增长空间。到店及酒旅业务受疫情扰动较大，预计三季度将回暖。

### ► 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司本地生活业务壁垒高筑，用户、商家、履约三端核心优势突出，新场景、新品类将带来业绩增量；新业务走过高补贴开城阶段，转向降本增效，经营亏损有望收窄，预计公司 2022-2024 年分别实现营收 2101.09/2620.05/3196.73 亿元，实现归母净利润-199.24/12.02/70.25 亿元，对应 EPS 分别为-3.22/0.19/1.14 元，对应 2022 年 7 月 24 日 191.7 港

#### 评级及分析师信息

评级：买入

上次评级：

目标价格(港元)：

最新收盘价(港元)：191.7

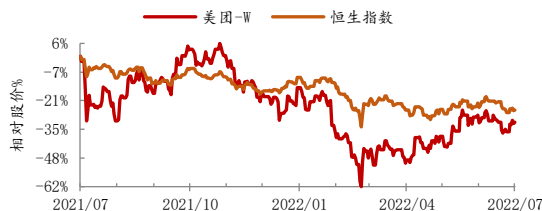
股票代码：3690

52 周最高价/最低价(港元)：298.0/103.5

总市值(亿港元)：11,861.38

自由流通市值(亿港元)：10,561.17

自由流通股数(百万)：5,509.22



分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520040003

联系人：李钊

邮箱：lizhao1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522010001

相关研究

元/股收盘价，PE 分别为-59.53/986.67/168.84 倍，参考 2022 年 7 月 24 日人民币港元汇率为 1.16，首次覆盖，给予“买入”评级。

**►风险提示**

创新业务不及预期风险；疫情反复影响供应链及履约风险；监管政策风险。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	114794.51	179128.00	210108.59	262004.90	319672.84
YoY (%)	17.66%	56.04%	17.30%	24.70%	22.01%
归母净利润(百万元)	4708.31	-23538.38	-19924.08	1202.16	7025.02
YoY (%)	110.31%	-599.93%	-15.35%	-106.03%	484.36%
毛利率 (%)	29.66%	23.71%	26.31%	29.67%	31.42%
每股收益 (元)	0.80	-3.84	-3.22	0.19	1.14
ROE (%)	4.82%	-18.74%	-18.85%	1.12%	6.17%
市盈率	368.25	-58.76	-59.53	986.67	168.84

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司简介：本地生活平台龙头，餐饮为核心、零售拓边界.....	6
1.1. 发展历程：餐饮外卖主线明确，协同引流至生活服务.....	6
1.2. 业务布局：外卖及到店酒旅贡献收入，创新业务成长前景广阔.....	8
1.3. 公司治理：管理层经验丰富，创始团队掌握核心投票权.....	9
1.4. 投资版图：协力餐饮核心主业，布局前沿科技.....	11
2. 餐饮外卖：生态基石、营收支柱，核心优势显著.....	12
2.1. 壁垒高筑：商户、配送、用户三端飞轮效应已成.....	14
2.2. 未来展望：增长空间仍在，常态化监管下拥抱长期发展.....	20
3. 创新业务：外卖栽树，零售乘凉，全模式驱动高质量增长.....	28
3.1. 即时零售：以“便利”为痛点培养用户消费习惯，平台&自营双轨发力.....	30
3.2. 社区团购：本地化生鲜零售初具规模，自提点UE优化中.....	33
4. 到店及酒旅：线下场景贡献利润，看好线上化趋势下成长空间.....	36
4.1. 到店：用户心智已立，多年深耕壁垒坚实.....	37
4.2. 酒旅：下沉市场优势显著，逐步开拓高星酒店供给.....	41
5. 财务分析：收入走高、毛利增长，各项费用预计可控.....	42
5.1. 收入稳健增长，销售成本回落.....	42
5.2. 销售费用环比下降，研发费用增速放缓.....	43
6. 盈利预测与投资建议.....	45
7. 风险提示.....	47

图表目录

图 1	2010-2012 “千团大战”期间美团团购业务发展历程	6
图 2	2013-2015 公司 “T 型架构”两阶段示意图	7
图 3	“Food + Platform”时期公司组织架构	8
图 4	公司业务收入结构	9
图 5	美团目前的组织架构及业务管理团队	10
图 6	美团股权结构示意图	11
图 7	餐饮外卖业务收入及经营利润率情况	13
图 8	2020-2022Q1 餐饮外卖收入结构	13
图 9	2018Q3-2022Q1 餐饮外卖交易笔数及增速	14
图 10	2014-2020Q2 外卖市场市占率份额	15
图 11	2020 年末美团外卖及饿了么商家版日活用户数拉开差距	16
图 13	配送能力是外卖履约过程的关键	17
图 12	美团即时配送系统	18
图 14	2018Q3-2022Q1 平台交易用户数目	19
图 15	外卖订单量提升将降低配送成本	20
图 16	从市场规模看外卖业务渗透率	21
图 17	从用户规模看外卖行业渗透率	21
图 18	2021 年五线及以下城市在线外卖交易额同比增长最快	22
图 19	2021 年美团外卖各品类增速	23
图 20	2021 年美团外卖各小众品类增速	23
图 21	2020-2022Q1 餐饮外卖单笔订单价格及增速	24
图 22	2020-2022Q1 活跃商家数目	24
图 23	2020 年不同年龄段外卖下单份数	25
图 24	2020-2022 反垄断监管步入常态化	26
图 25	美团新旧费率标准对比	27
图 26	20Q1-22Q1 创新业务收入结构及增速	29
图 27	零售业务对小程序依赖程度更高	30
图 28	2016-2021 O2O 平台零售额及渗透率	31
图 29	美团闪购链路示意图	31
图 30	小店经济在下沉市场蓬勃发展	32
图 31	美团买菜商业链路示意图	33
图 32	主要生鲜即时零售 APP 开城数量及 MAU (截至 2022.5)	33
图 33	社区团购模式示意图	34
图 34	社区电商交易规模及用户规模	35
图 35	美团优选链路示意图	35
图 36	2021 年 3 月-2022 年 5 月美团优选 MAU (万人)	36
图 37	2020-2022Q1 到店及酒旅业务收入结构及经营利润率	37
图 38	抖音、京东及高德地图到店业务页面	39
图 39	2018-2022 年 1-5 月剧本杀及密室行业增速	40
图 40	美团直播助手宣传页	40
图 41	2022 年 6 月快手广告投放品类占比	41
图 42	2020 中国 OTA 市场份额及 2019 中国 OTA 平台酒店间夜量份额	41
图 43	28Q3-21Q4 美团酒店间夜量及增速	42
图 44	2018-2022Q1 公司总收入及毛利率	43
图 45	2019-2022Q1 公司销售成本及增速	43
图 46	2017-2022Q1 公司各期间费用率	44
图 47	2019-2022Q1 销售及营销开支与增速情况	44
图 48	2019-2022Q1 研发开支与增速情况	45

表 1 公司三大板块业务布局 .....	8
表 2 公司主要投资一览 .....	11
表 3 消费者端主要补贴政策 .....	15
表 4 早期美团外卖主要配送模式 .....	17
表 5 美团及饿了么主要流量入口对比 .....	19
表 6 美团佣金优惠政策 .....	26
表 7 美团外卖收入成本拆分:配送成本为核心支出 .....	27
表 8 美团阶梯费率 (以上海某地区为例) .....	28
表 9 抖音及美团费率对比 .....	38
表 10 外卖业务盈利预测 .....	45
表 11 到店及酒旅业务盈利预测 .....	46
表 12 新业务及其他盈利预测 .....	46
表 13 公司盈利预测 .....	46
表 14 可比公司估值参考 .....	47

## 1. 公司简介：本地生活平台龙头，餐饮为核心、零售拓边界

公司是行业领先的生活服务平台，以餐饮外卖类高频服务为核心业务，聚集大量实体商户及消费者，进一步带动生活、酒旅等低频服务。

目前，公司业务范围涵盖到家、到店酒旅及创新业务，遍及吃、喝、行、游、购、娱，服务范围覆盖全国 2800 个市区县，截至 2022Q1，美团为 900 万活跃商家提供服务，触达 6.93 亿交易用户，用户年均交易 37.2 笔，餐饮外卖交易总笔数 33.62 亿笔。

### 1.1. 发展历程：餐饮外卖主线明确，协同引流至生活服务

回顾十二年发展历程，美团抓住移动互联网红利及实体产业数字化机遇，从团购切入，通过前期经验及基础设施复用，先后拓展至电影、外卖、酒店、旅游等多个细分垂类，协助商家引流、投放数字营销广告，为消费者提供消费决策与优惠信息。

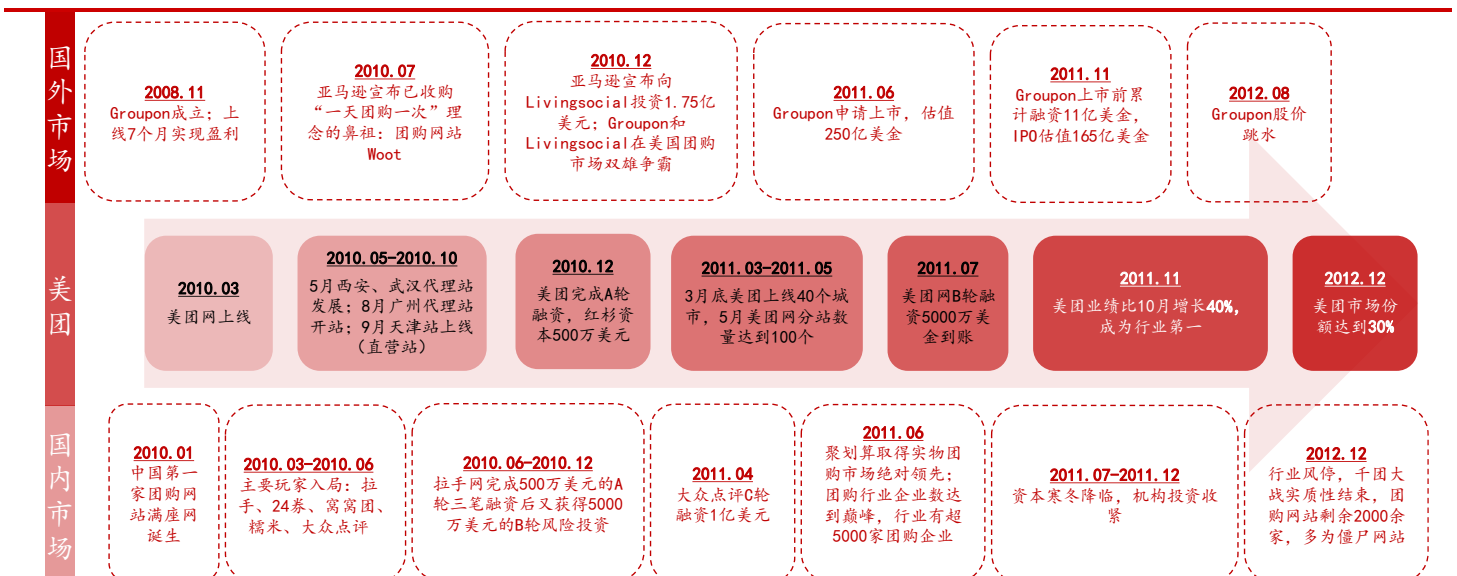
从业务口径及组织架构变动来看，美团的发展历程可以划分为如下几个阶段：

#### 2010—2012，“千团大战”时期，基石业务团购逐步成熟。

2010 年 3 月 4 日，美团第一个团购项目上线，彼时海外团购网站 Groupon 模式爆发，效仿者众，到 2011 年 8 月，国内团购网站的数量已经超过了 5000 家，新浪、腾讯、开心网、人人网等平台型互联网公司也先后进入到团购领域。

由于不计成本补贴、海量投放广告模式不可持续，2011 年末，团购企业陆续退出市场，2012 年 8 月 Groupon 市值大幅缩水，行业退潮，美团成为市占率第一的团购企业，于 2013 年实现全年盈利。

图 1 2010-2012 “千团大战”期间美团团购业务发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

美团成为团购业务最终赢家，主要受惠于以下几点战略：

1) 理性圈地，主攻腰部城市。美团开城数量为 94 个，重点维护二、三线城市商家，关注单量增长而非城市扩张，有效维持核心商家及客户，控制成本。

2) 及时把握移动互联网红利。2011 年，美团移动端收入占美团总业务比重仅为 7%~8%左右，2012 年达到了 30%，2013 年达到了 70%，2014 年超过了 95%，相比竞争对手更早做到移动化。

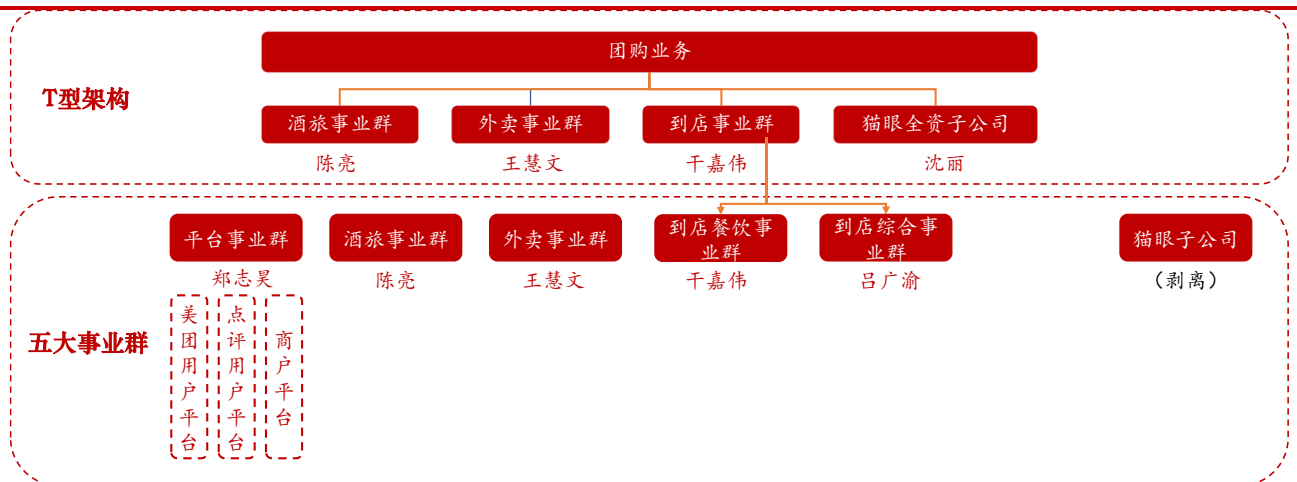
3) 补贴商家保证供给。相比大额补贴消费者，美团深挖供给端，通过补贴商家方式保证团购商品的优质供给，策略倾向于独家合作。

4) 注重线下地推团队运营，为此后生活服务线上化奠基。

**2013—2015，“T 型架构”初具规模，由团购延伸至电影、酒店及外卖业务。**

团购平台横向获客、新业务垂直拓展纵深。随着团购业务非标准化及低利润特征逐渐暴露，公司探索利用团购平台前期经验及商户积累转型细分业务。2013 年起，美团依托前期生活服务团购的经验，初步将电影、酒店及外卖业务独立设置部门，形成外卖、酒旅、猫眼、到店四大事业群。

图 2 2013-2015 公司“T 型架构”两阶段示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**2016—2019，团购退场，外卖崛起，“Food+Platform”纵横发力。**

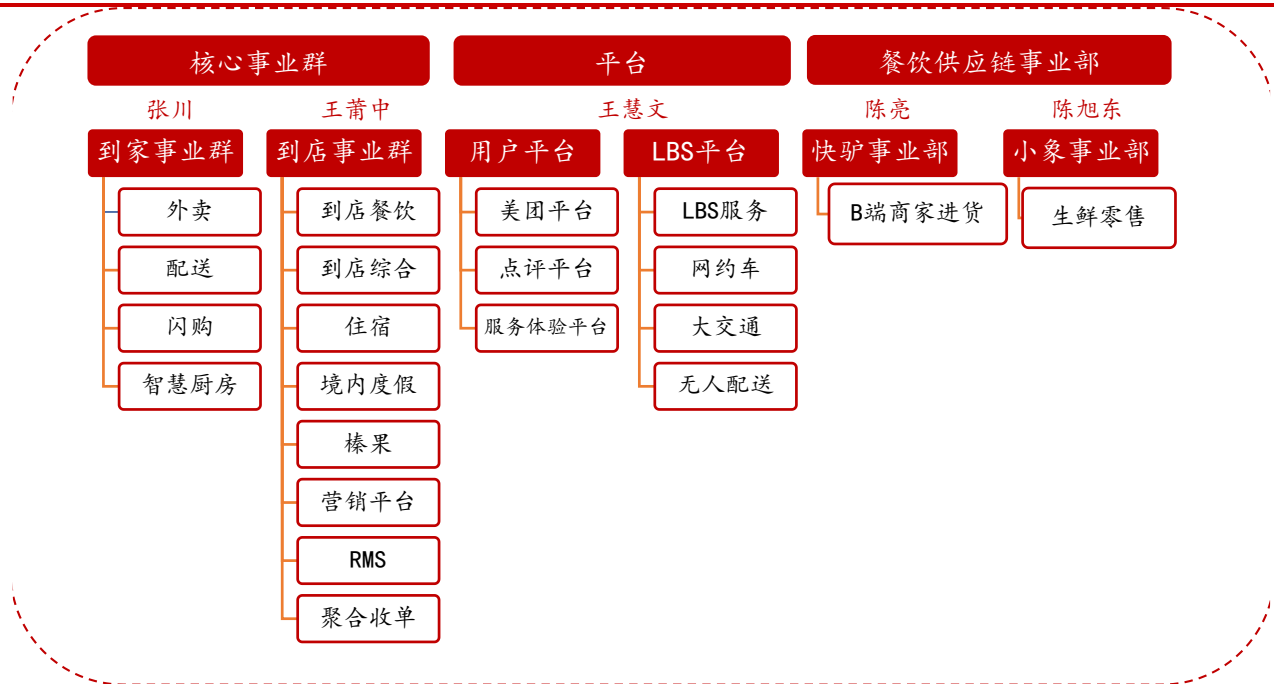
1) 外卖业务后发先至，公司着手挖掘餐饮供应链纵深。

2016 年，美团外卖市占率已成为全市场第一，原因团购团队全面调整至外卖业务线。此后，配送网络的技术和人力沉淀进一步加固护城河，外卖业务成为重要收入来源，结合点评在餐饮到店领域的积累、配送网络及算法优势，餐饮成为业务坚实底盘。

美团在此阶段展开对餐饮供应链上游 B 端用户需求的挖掘，开启“快驴进货”业务，并为餐饮商家提供技术服务，同时通过“小象生鲜”、APP 买菜入口切入生鲜新零售领域，对接供应链下游 C 端用户。

2) 到店方面，各品类生活服务借助美团平台横向展开，借助高频餐饮业务对细分低频业务的流量输送，形成低获客成本、长用户生命周期的显著比较优势。

图3 “Food + Platform”时期公司组织架构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020 至今，以“零售+科技”为核心战略，外卖以外，万物亦可到家。

2020 年一季度，公司外卖业务增速承压，亟需探索新的消费场景，恰逢社区团购兴起，美团作为 LBS 企业具备天然优势，公司战略从聚焦原有的服务零售、餐饮配送延伸至“万物到家”，基于此前外卖服务搭建的“三十分钟达”配送网络及到店服务覆盖的线下零售商家网络，开展即时配送、次日达等实物零售服务。

2020 年起，以美团优选、美团买菜、美团闪购为新零售业务的三驾马车陆续上线，拓展即时配送业务外沿。

2021 年，“零售+科技”取代年报中“Food + Platform”表述，公司在组织结构上将美团优选、快驴进货和美团买菜三大零售业务从原本各自部门进行整合，成立零售专门小组，将经营品类从餐饮、生鲜等高频品类向医药、3C、服饰等领域扩张。

## 1.2. 业务布局：外卖及到店酒旅贡献收入，创新业务成长前景广阔

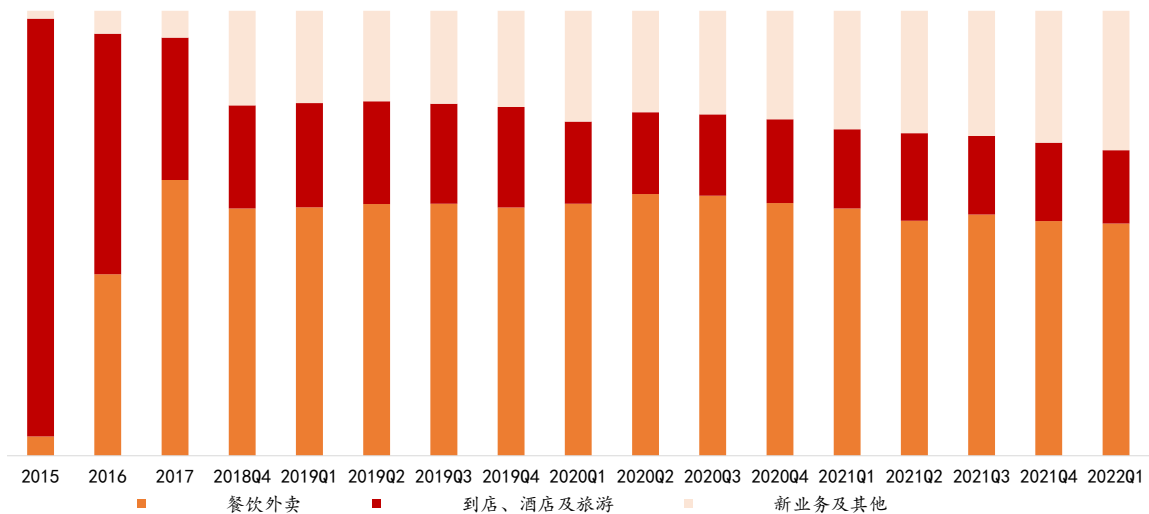
当前，公司已形成餐饮外卖、到店酒旅、创新业务三个板块布局。①餐饮外卖为公司核心业务，以线上 O2O 为主要场景，22Q1 贡献 52.21%营收；②到店及酒旅为公司现金牛业务，以线下消费为主要场景，22Q1 经营利润率高达 45.58%；③新业务主要包括零售业务、出行及 B2B 餐饮供应链业务，近年来收入占比逐步提升，22Q1 贡献 31.31%营收，至其中零售业务已成为战略倾斜重心。

表 1 公司三大板块业务布局

业务板块	主要品类	落地产品	盈利模式	收入占比 (最新一期)	经营利润率 (最新一期)
餐饮外卖	美团外卖	美团 APP	平台流量优势吸引外卖商家入驻，用户线上下单，平台线下即时配送，平台从中获得配送、佣金及营销收入。	52.21%	6.53%
到店、酒店及旅游	线下吃、喝、购、娱等 酒店及旅游	美团 APP	平台为线下商家提供流量及线上营运支持，为用户提供消费建议及优惠预定服务，平台从中获得佣金及营销收入。	16.47%	45.58%
新业务及其他	零售	美团优选、美团闪购、美团买菜	通过前置仓、社区网格仓储等物流模式，提供生鲜、3C、日化、药品等产品次日达、即时达服务，平台从中获取直接收入及商家入驻佣金。	31.31%	暂未实现盈利
	出行	美团单车、美团打车	外卖业务引流至 APP 主页入口，为用户提供共享单车及网约车服务，从中获取直接收入及佣金。		
	B2B 餐饮供应链	快驴进货	为 B 端平台商家提供食材、一次性用品、酒水饮料等进货服务，从中获取直接收入。		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司业务收入结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

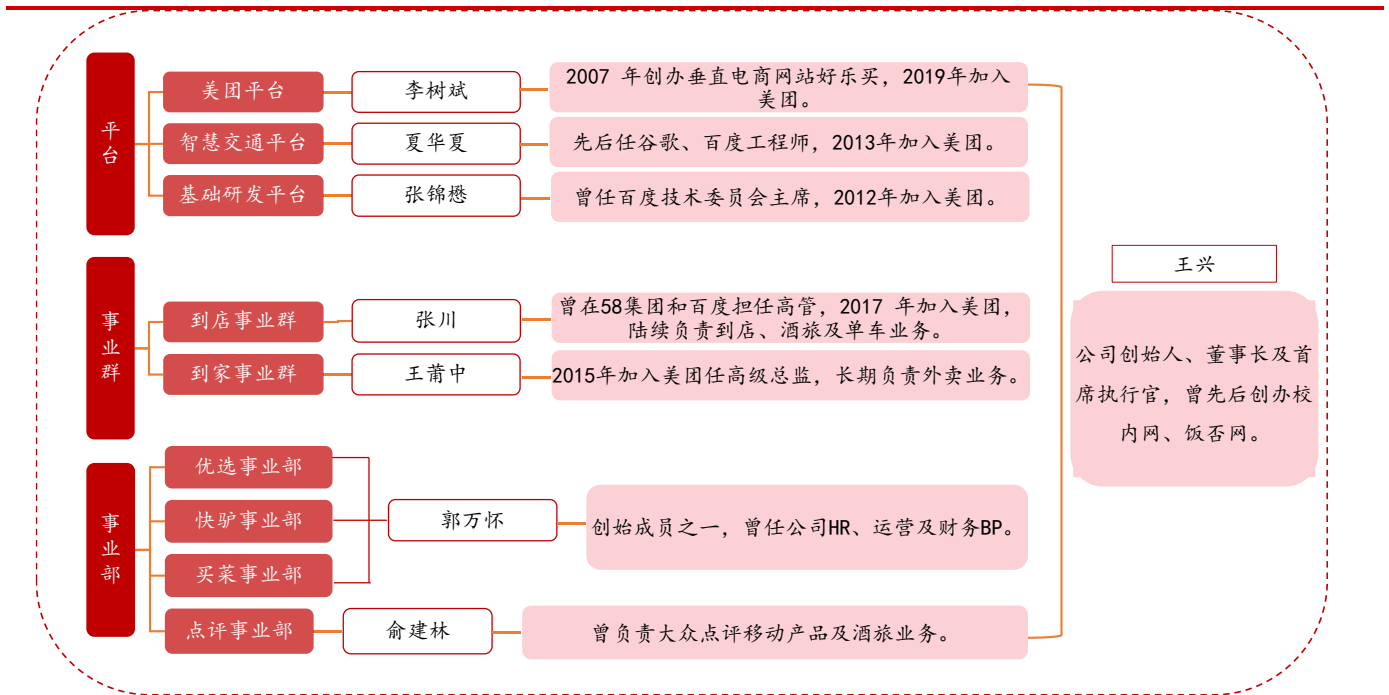
### 1.3. 公司治理：管理层经验丰富，创始团队掌握核心投票权

公司管理团队均具备多年电商或本地生活行业经验，且长期稳定、较少轮换，重视业务实践经验。若人才调离，公司倾向从同一业务下晋升新人；后期引入的高

管，则重视其是否具有大型平台的操盘经验，主要系美团的业务复杂度、线下业务试错成本较高所致。

从组织结构上看，公司“平台”基因鲜明，少有分拆动作。目前公司共有到家、到店二大核心事业群。四事业部及三大平台，各业务向创始人王兴独立汇报。始终坚持平台多元战略，使得用户在一个平台上享受到多种服务。自 2015 年拆分猫眼电影为独立子公司后，美团再未拆分自身业务。

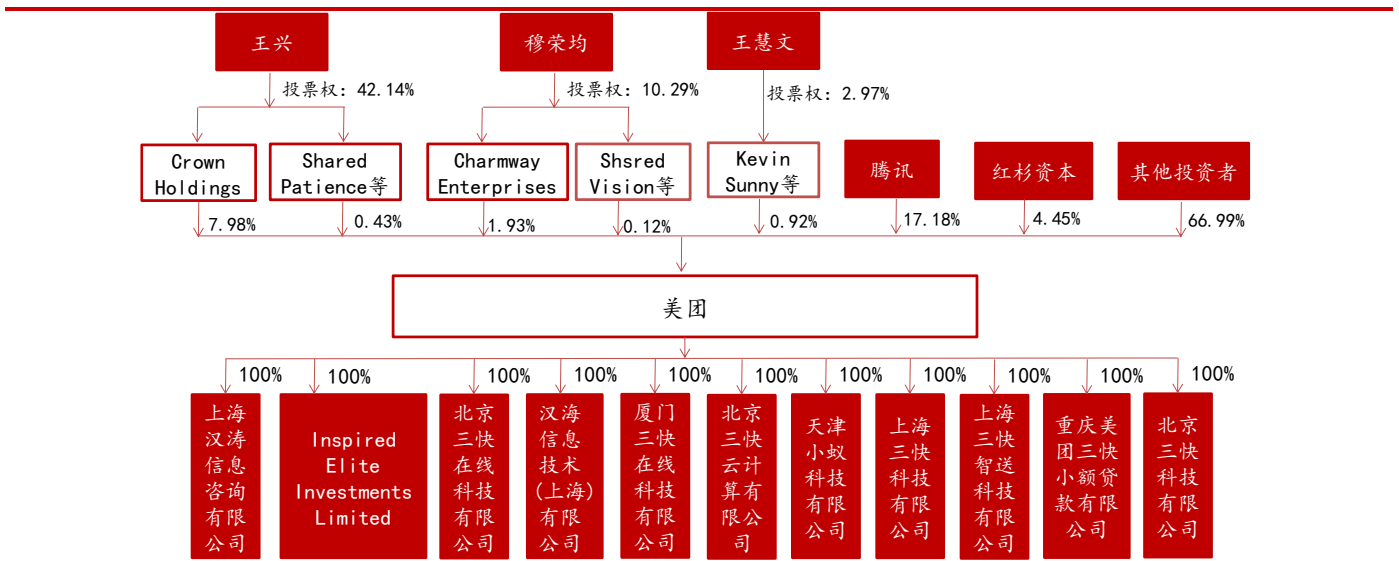
图 5 美团目前的组织架构及业务管理团队



资料来源：公司公告，华西证券研究所

股权结构稳定，创始团队掌握主要投票权，腾讯为第一大股东。公司采取 A、B 股制度，每股 A 类股的投票权是 B 类股的十倍，王兴、穆荣均、王慧文三位联合创始人，透过全资子公司持有 A 类股，分别拥有 42.14%、10.29%及 2.97%投票权。其他投资者则持有 B 类股，其中腾讯持有 17.18%股份，为第一大股东。A、B 股政策保证公司决策权把握在创始人手中，利于经营战略一以贯之，使公司长期受益。

图 6 美团股权结构示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.4. 投资版图：协力餐饮核心主业，布局前沿科技

公司投资动向与核心战略高度一致，以餐饮、科技为核心主线。

餐饮方面，先后投资生鲜企业壹号食品、海外餐饮平台 Twigg、餐饮 Saas 企业多来点及菜么么、餐饮仓储物流企业悟空云柜，遍及供应链上下游及平台技术支持领域，协同核心主业；

前沿科技方面，投资范围遍及医疗、芯片及 AI，重点关注智能配送、无人驾驶、农业科技等领域，协力即时配送网络，增强公司科技底色。

表 2 公司主要投资一览

投资时间	国别	企业名称	项目品牌	持股比例	行业	主要产品或业务
2018-02-08	中国	广东壹号食品股份有限公司	壹号食品	-	餐饮	土猪热鲜肉食品连锁企业
2019-08-16	中国	北京车和家信息技术有限公司	理想汽车	-	汽车交通	智能新能源汽车研发商
2020-02-20	印度	Bundl Technologies Private Limited	Swiggly	-	餐饮	外卖点餐速递平台
2020-03-09	中国	望家欢农产品集团有限公司	望家欢	-	餐饮	食材 B2B 配送集团

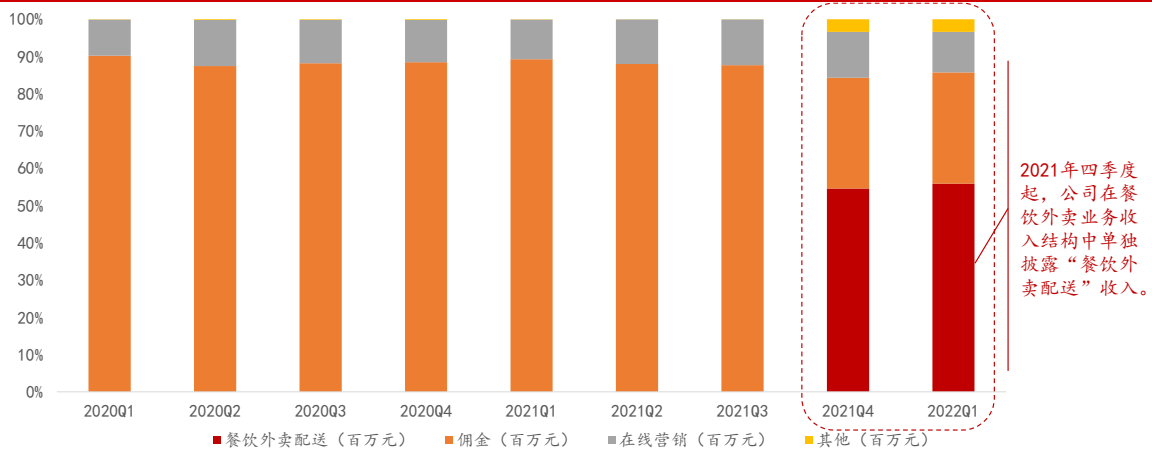
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2020-06-04	中国	北京多来点信息技术有限公司	多来点	-	餐饮	餐饮 SaaS 系统
2020-07-01	中国	普渡科技	普渡科技	-	人工智能	智能配送机器人研发商
2020-12-31	中国	上海非夕机器人科技有限公司	非夕机器人 Flexiv	-	人工智能	先进仿人化机器人和人工智能技术
2021-01-05	中国	东呈酒店	东呈酒店	-	酒店	酒店经营
2021-02-01	中国	毫末智行科技有限公司	毫末智行	3.95%	汽车交通	自动驾驶
2021-04-13	中国	梅卡曼德(北京)机器人科技有限公司	Ibdl 梅卡曼德	-	人工智能	AI+3D+智能工业机器人解决方案提供商
2021-06-08	中国	禾赛科技	禾赛科技	-	先进制造	激光甲烷遥测系统和激光雷达的研发制造
2021-07-29	中国	恩和生物	恩和生物	-	医疗健康	化合物及医药产品的生物技术
2021-08-03	中国	赢彻科技	赢彻科技	-	汽车交通	自动驾驶核心技术
2021-08-30	中国	星云智联	星云智联	-	芯片	数据中心基础互联通信架构和 DPU 芯片研发
2021-11-10	中国	上海高仙自动化科技发展有限公司	Bsmm 高仙机器人	-	人工智能	自主导航与避障功能机器人
2021-12-24	中国	无锡钱到到网络科技有限公司	菜么么	100%	餐饮	SaaS 云餐饮系统
2022-01-06	中国	广州市大枣信息技术有限公司	大枣科技	27%	智能硬件	4G/WIFI 全自动接单打印机
2022-01-17	中国	爱芯元智半导体(上海)有限公司	爱芯元智	-	人工智能	人工智能视觉处理器芯片
2022-02-28	中国	赢彻科技(上海)有限公司	赢彻科技	-	汽车交通	自动驾驶核心技术
2022-04-21	中国	福建悟空云柜网络科技有限公司	悟空云柜	-	物流仓储	社区智能货柜
2022-04-30	中国	未来机器人(深圳)有限公司	未来机器人	-	汽车交通	工业车辆无人驾驶技术平台
2022-05-23	中国	北京史河科技有限公司	ROBOT++	-	人工智能	高空作业机器人

资料来源：公司公告，天眼查，华西证券研究所

## 2. 餐饮外卖：生态基石、营收支柱，核心优势显著

图 8 2020-2022Q1 餐饮外卖收入结构



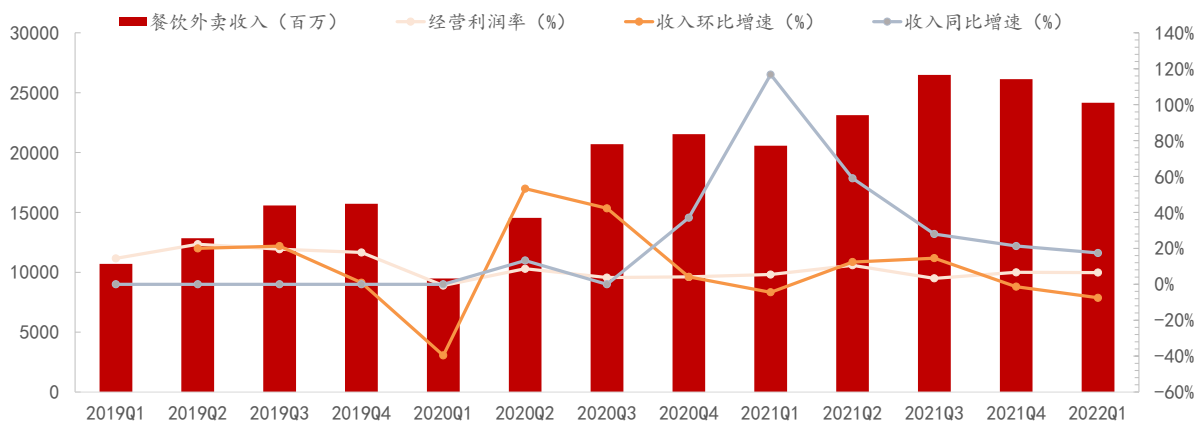
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

餐饮外卖业务是公司的生态基础, 同时赋能线上、线下。线上, 外卖入口为 APP 首页低频业务引流; 线下, 外卖业务搭建起的强韧配送物流、广大餐饮商家网络, 同时赋能零售及到店业态。

餐饮外卖业务贡献重要收入来源, 主要来源于配送及佣金收入。2022Q1, 单业务实现收入 241.57 亿元, 同比增长 17.41%, 环比下降 7.54%, 占总营收比重为 52.21%; 经营利润率 6.53%, 同比增长 1.11pct, 环比微降 0.1pct, 主要系疫情下物流成本影响。

餐饮外卖营收可以拆分为 1) 美团提供配送 (即 1P 模式) 商家端和消费者端的配送服务收入; 2) 佣金收入, 来自美团配送商户及自配送 (即 3P 模式) 商户使用我们的外卖平台带来的技术服务费; 3) 在线营销服务收入。其中配送收入为收入重要来源, 占比为 55.89%。

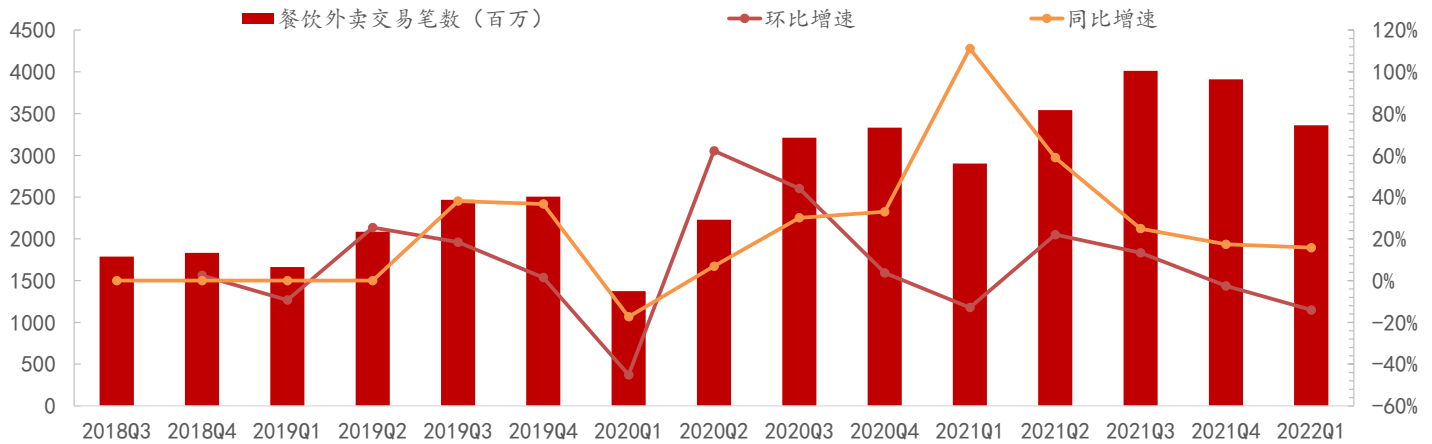
图 7 餐饮外卖业务收入及经营利润率情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

从具体经营数据来看，受疫情增加居家消费场景、商家线上化趋势加速、会员制度发展及外卖产品品类拓展影响，近年来餐饮外卖交易笔数及餐饮外卖单笔订单价整体呈上涨趋势。2021年，餐饮外卖业务的收入由2020年的663亿元增长45.3%至2021年的963亿元。

图9 2018Q3-2022Q1 餐饮外卖交易笔数及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.1. 壁垒高筑：商户、配送、用户三端飞轮效应已成

回顾近十年外卖业务，一路后发先至。

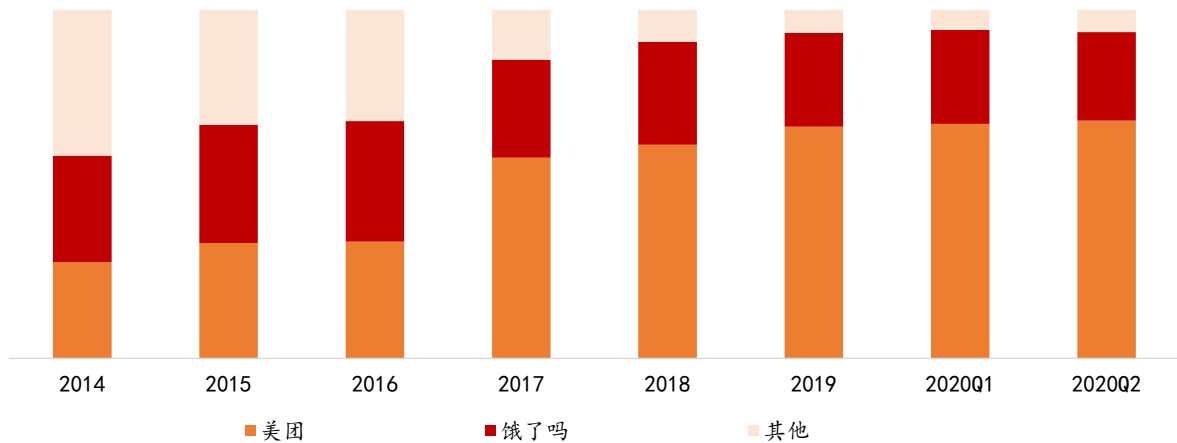
2013年11月公司开启外卖业务，业务中心由“到店”转移至“到家”。外卖业务复用前期团购开城及补贴商家经验，叠加已形成比较优势的地推团队，成功打入高校外卖市场，2014年美国外卖市占率已达到27.61%，仅次于具有先发优势的竞争对手饿了么（30.58%）。

2015年，美团与大众点评合并，美团获得强流量及线下商家加持，同时开启自建配送网络及派单系统，积极引入品牌商家、通过补贴手段保持商户端供给，在调度效率、配送管理、优质商家数量、补贴收益等方面均优于竞争对手。2017年，尽管已合并百度外卖，饿了么份额仍下滑至28.1%，美团上升至57.6%。

2019年，得益于O2O算法长期沉淀及地推团队的组织管理，公司在成本运营、补贴管控领域取得优势，实现全年经营利润转正至27亿元。美团外卖单日交易笔数实现2740万笔，市场份额站稳65%，成为外卖领域王者。

2020年，美团新上线的品牌商家数比2019年同期增长了127%，夯实B端优势。疫情影响下消费场景增加，交易笔数及业务收入均快速攀升，孕育生鲜即时零售、社区团购等创新业务。

图 10 2014-2020Q2 外卖市场市占率份额



资料来源：美团研究院，华西证券研究所

外卖业务本质是为餐饮商家提供面向消费者的履约服务。从商业模式上看，1) 美团餐饮外卖业务前期通过大额补贴培养用户线上消费习惯，聚集庞大用户群，2) 在商户端通过地推团队、补贴策略及点评平台积累，保证优质品牌供给，3) 在配送端自建配送物流触达客户，派单算法保证履约效率、有效控制成本，实现配送、佣金及在线营销收入。

用户、商户及配送三端相互作用，先天、后天优势加持下，公司建立明确竞争壁垒。

### 2.1.1. 商户端：团购经验复用、点评加持，保证 B 端优质供给

#### 1) 外卖业务早期快速站稳市场份额，主要得益于团购业务经验复用。

开城拓荒关键时期，继承团购时期圈地战略，地推团队效率优异。2013 年业务线建立后，公司延续此前团购时期重点攻略二、三线城市策略，前期主攻高校、白领市场，尽管进入市场晚于竞争对手，凭借经验丰富、执行力及组织结构优秀的地推团队，2014 年快速进入一百余家城市，取得全市场第二的市占率成绩。

补贴策略吸收团购时期经验，得优质商家者得用户。

在用户端，参考竞争对手做法，开城时期通过大额补贴培养消费者习惯。

在商家端，为品牌商家提供优惠费率，以优质供给提升用户粘性。

美团最早重视头部品牌供给，依赖强大的地推实力，率先与连锁品牌深度合作，客单价提升；相比头部及低端商户，中端品牌对线上平台依赖度更大，是公司佣金及线上营销收入的重要来源，公司注重以补贴、低佣金吸引此类商户，同时控制补贴效益。

表 3 消费者端主要补贴政策

补贴类型	补贴模式
满减、折扣	直观减少订单金额，初期获客便利。

免配送费

为免配送费商家提供流量优惠。

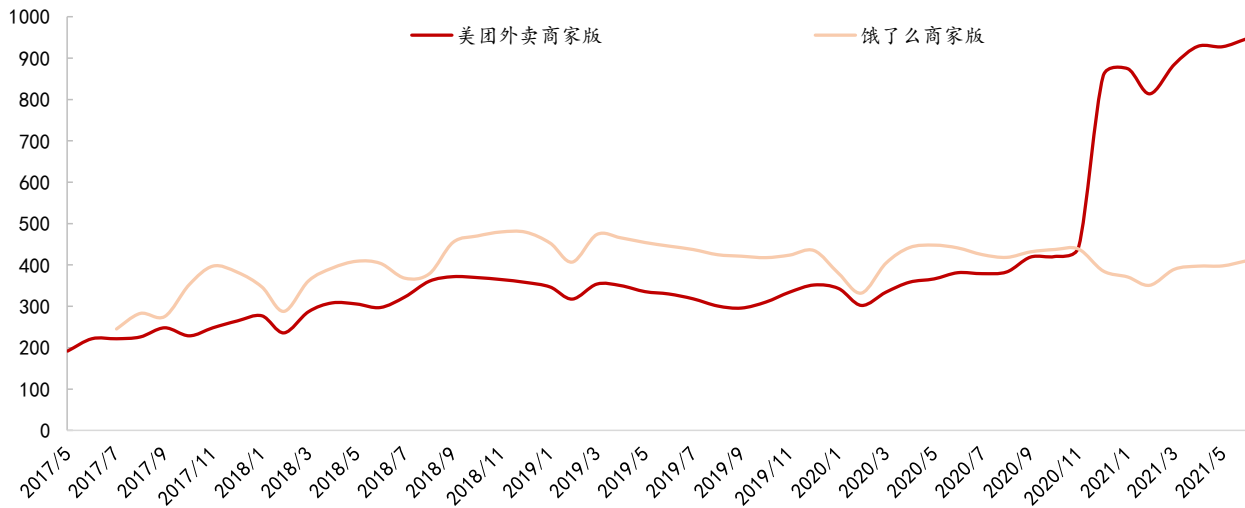
会员红包

成为付费会员获取红包及卡券，提升用户复购率及粘性。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

参考近年来美团外卖商家版及竞争对手饿了么月活用户数，美团在 B 端优势斐然。大量优质商家进驻，从供给侧保证了餐饮服务的质量，进一步提升用户粘性。

图 11 2020 年末美团外卖及饿了么商家版日活用户数拉开差距



资料来源：易观数据，华西证券研究所

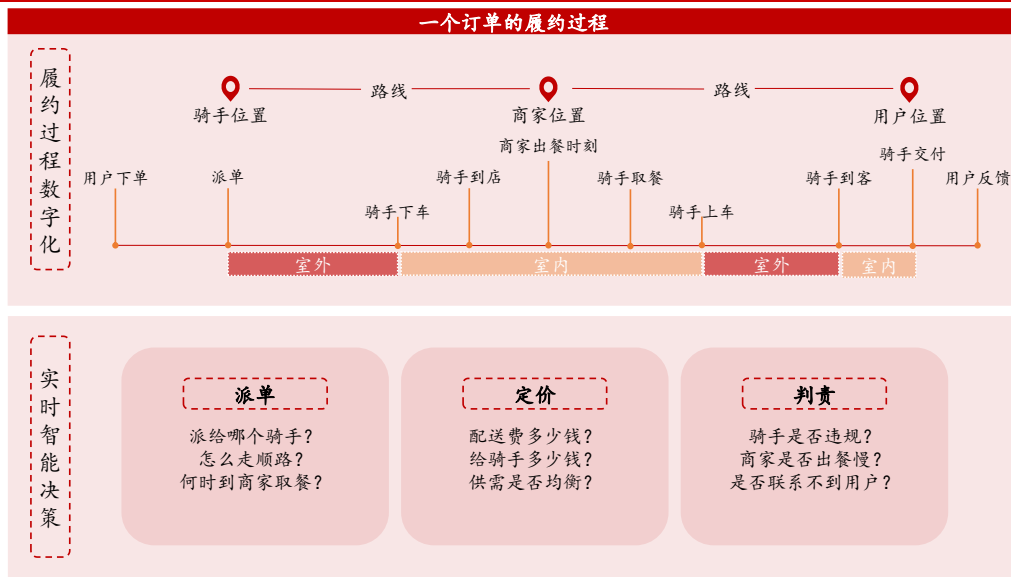
2) 市场竞争胶着期，公司与大众点评合并，获得流量入口及线下商家资源，为后期大量发展品牌外卖商家奠基。

2015 年，团购业务逐渐冷却，美团与大众点评走向合并。合并后的美团点评每年聚集用户 2.2 亿，合作 400 万商户，覆盖 1100 个城市。点评此前深耕一、二线城市，与开城策略集中于腰部城市的美团形成互补，多年积累的中、高端餐饮商户资源进一步为美团外卖供给端提供优势。

### 2.1.2. 技术壁垒：自建配送网络、底层算法强韧，压实履约能力

发达可控的配送网络能够保证即时履约效率，且难以为竞争对手所复制，是美团外卖业务的核心壁垒。

图 12 配送能力是外卖履约过程的关键



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2015 年 1 月，行业竞争白热化，美团率先自建配送系统和专有骑手团队，2015 年底便迅速扩张，同时开展众包配送业务，将配送工作转交给社会大众以兼职形式完成，降低固定成本，极大扩充运力。

表 4 早期美团外卖主要配送模式

配送模式	适用场景	骑手构成	配送速度
美团专送	3 公里内	美团自营全职人员。	最快
美团众包	5 公里内	社会兼职人员	最慢
美团快送	5 公里内	社会兼职人员	适中

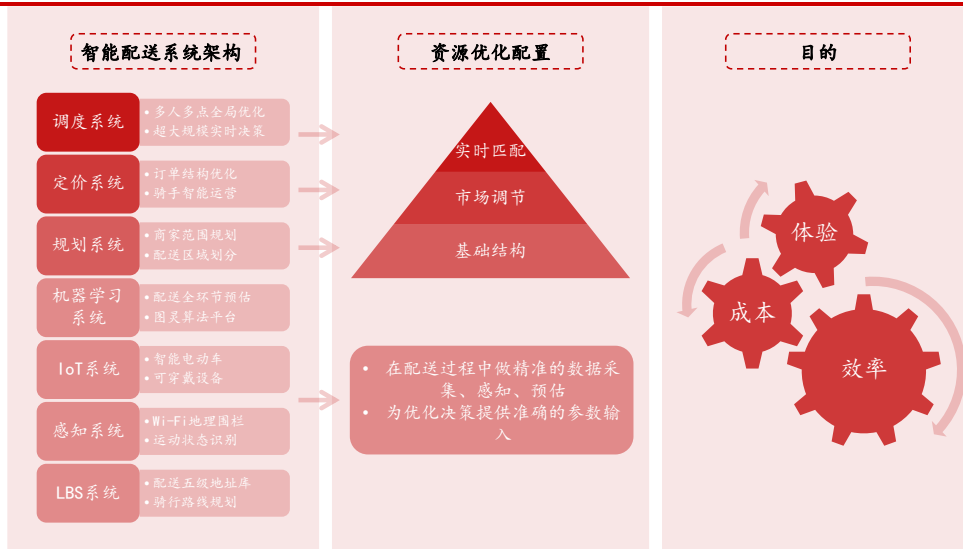
资料来源：美团 APP，华西证券研究所

平台配送已成为美团商家的主流配送方式，为 28 分钟履约提供保证。截至 2021 年，由平台配送的 1P 模式占全部外卖交易的 67%，美团配送在 2800 个城市、超 1 万个配送站建立起分钟级配送网络，覆盖 399 万活跃骑手，为 1000 万家门店提供 20 万个深度配送解决方案，并且向社会开放提供 300 万个就业岗位。2021 年，配送服务实现收入 542.04 亿元，占外卖收入的比例为 71%。

不同于传统快递物流，外卖配送对即时性要求更高，返程空载亦会带来更高成本。派单时需要系统综合考虑时间、地理和商户，在最短的时间内，将订单配送给最适合的骑手，并根据路况规划好最优地理路线，最大化单程订单数。传统人力派单、骑手抢单模式下，成本高企、区域情况方差较大，难以合理安排运力。

2016 年，为解决人工调度效率问题，美团研发团队研发“超脑”即时配送系统，提升派单运筹效率。通过智能规划、智能调度以及智能运营，实现用户、商家和骑手间的最优匹配，而饿了么在 2017 年收购百度外卖前，其派单系统还需要人工调度。

图 13 美团即时配送系统



资料来源：公司公告，华西证券研究所

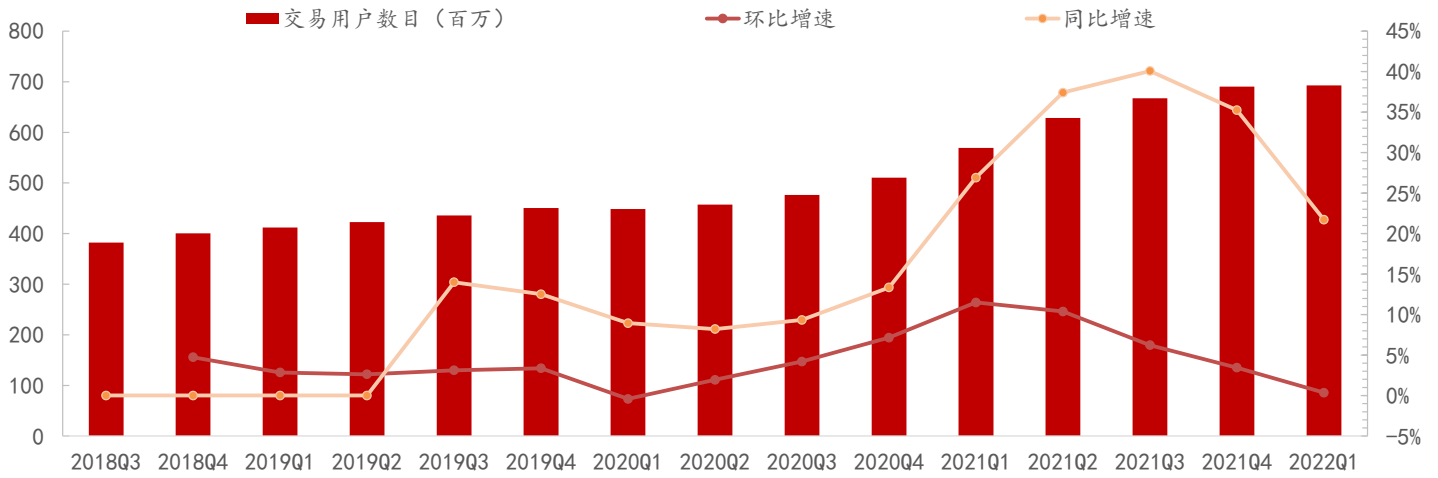
目前，分钟级的美团超脑系统配送网络已经覆盖了全国 2800 个县市区，形成了一套完整的城市调度系统，在高峰期可实现每小时路径规划 29 亿次，为骑手规划 1 次路线平均耗时 0.55 毫秒。

公司积极探索无人配送，补充末端运力，降低疫情期间物流管控影响。受疫情及人力成本升高影响，末端配送无人化加速落地。公司早在 2016 年就开始进行特定场景下的无人配送研究，截至 2022 年 3 月，美团自动配送车服务在室外全场景累积配送真实订单超 150 万单，自动驾驶里程数累积超过了 100 万公里。疫情管控期间，美团无人配送服务在深圳、上海和北京完成了超过 70 万笔订单。

### 2.1.3. 平台已成：C 端流量充沛，三端联动形成增长飞轮

公司在用户端已形成规模优势，近年来受消费场景扩大及疫情出行不便影响，交易用户数进一步增长。2021 全年，平台交易用户数达到 6.93 亿人，同比增长 35.2%。

图 14 2018Q3-2022Q1 平台交易用户数目



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司在团购业务时期已建立用户基础，与点评合并、受微信九宫格导流后，流量底盘进一步稳固。

1) 大众点评长期为用户提供消费建议，聚集 7352 万活跃用户。与美团合并后，大众点评在餐厅界面开辟美团外卖入口，同时将团购及优惠券等交易场景导流至美团。

2) 腾讯在微信九宫格为美团外卖及生活服务提供流量入口，微信小程序为外卖业务贡献大量用户。Quset Mobile 数据显示，美团外卖 App 2020 年 6 月活跃用户数为 5398 万，美团外卖微信小程序的活跃用户数为 9670 万，两者重合用户量达 590 万，微信为美团贡献了约 66% 的用户。

此外，受益于生活服务企业自身平台属性，在核心外卖业务为其他低频业务导流的同时，用户消费习惯加深，用户粘性也将因此提升。

表 5 美团及饿了么主要流量入口对比

美团			饿了么		
名称	产品属性	月活用户数 (万人)	名称	产品属性	月活用户数 (万人)
美团 APP	本地生活	14,429	饿了么	外卖	6,537
美团微信小程序	小程序	9,670 (2020 年 6 月)	饿了么微信小程序	小程序	3,286 (2020 年 6 月)
美团外卖	外卖	6,570	手机淘宝	电商	79,517
大众点评	本地生活	7,352	支付宝	支付	90,097
快手	短视频	48,025	口碑	本地生活	528

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：易观数据，华西证券研究所

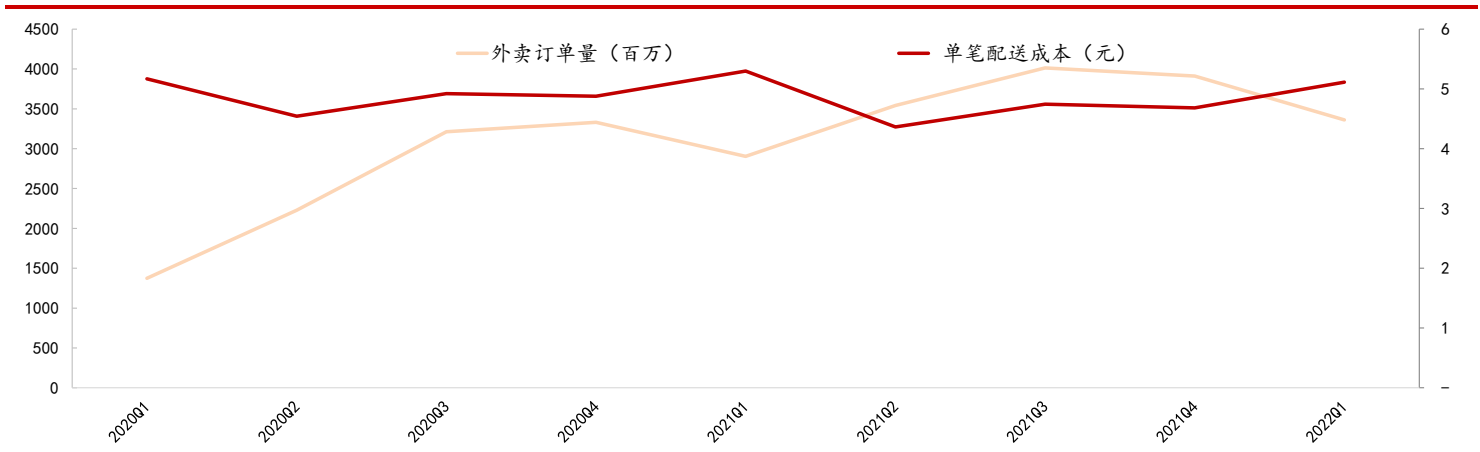
庞大流量及业务体系扩张之下，以餐饮外卖为核心业务的美团已具备平台增长飞轮效应。

1) 对配送端：用户量提升，订单密度上涨，吸引更多骑手加入，提升履约接单效率，降低边际配送成本。

2) 对商家端：更丰富的线上用户流量，吸引更多商家入驻，进一步保证优质供给。

三端联动，配送端及商家端受惠于庞大用户带来的流量，用户粘性及数量也将因配送效率及B端供给优化而进一步提升。订单量的增加亦有利于实现规模效应，降低配送成本及平台服务器带宽成本。单骑手收入存在上限，当平台能够分配给骑手并使其安全完成的业务量越大，单笔配送成本就可能越低；带宽等固定成本亦将被增加的订单量摊薄。

图 15 外卖订单量提升将降低配送成本



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2. 未来展望：增长空间仍在，常态化监管下拥抱长期发展

### 2.2.1. 宅家红利叠加品类拓展，外卖业务仍有成长空间

外卖业务交易额可拆分成以下公式：

$$\text{外卖交易额} = \text{交易用户数} * \text{单用户订单数} * \text{单笔订单价格}$$

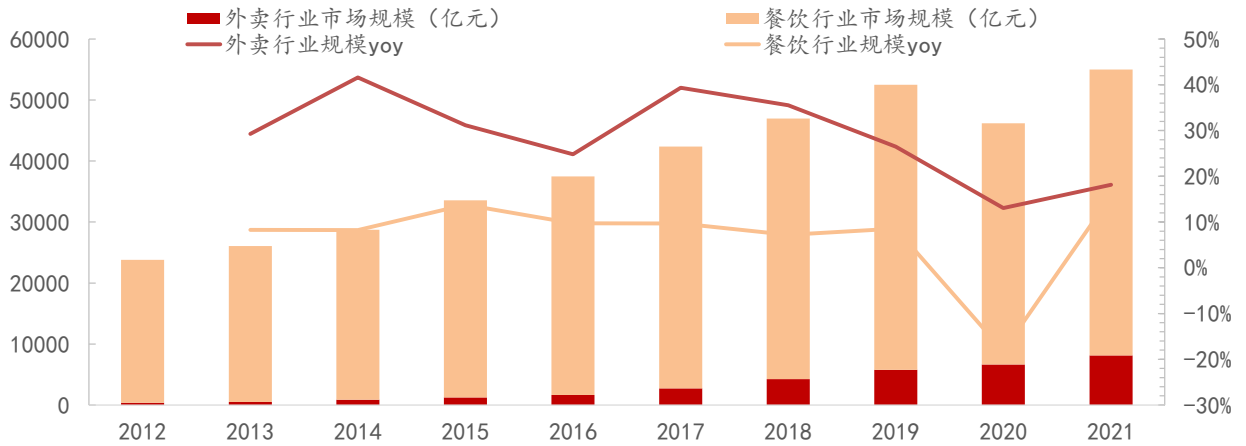
1) 从交易用户数增长来看，三、四线城市乃至县域已经成为用户增长的新主场，老龄化趋势下“银发一族”消费频次亦高增。

相较于餐饮业，外卖市场规模增速更快，在 2013-2016 年 CAGR 达 31.71%，2017 年美团、饿了么二分天下，2017-2021 年 CAGR 仍达 28.59%；

2021 年，外卖行业整体规模为 8,117 亿元，同比增长 18.12%，占餐饮市场整体规模占比由 16.81% 提升至 17.31%；外卖用户规模达 5.44 亿人，同比增速由 2020 年 7.8% 同比增长至 19.30%，占全国移动互联网用户比例由 33.81% 增长至 38.88%。

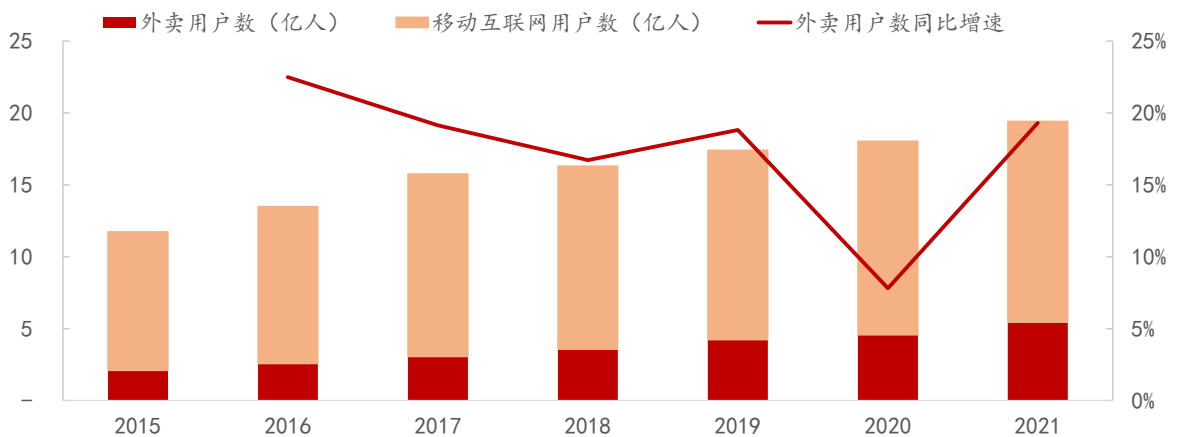
综合参考用户规模及行业规模占比，外卖行业渗透率已达到相对高值，未来用户增长集中于地域及年龄段的拓展。结合公司外卖业务来看，疫情管控之下宅家消费场景扩大，商家加速线上化速度，新增大量外卖及线上零售用户，进入 2021 年三季度后，公司用户增长速度承压，同比、环比增速均呈现下降趋势。

图 16 从市场规模看外卖业务渗透率



资料来源：弗洛斯特沙利文，艾媒咨询，华西证券研究所

图 17 从用户规模看外卖行业渗透率



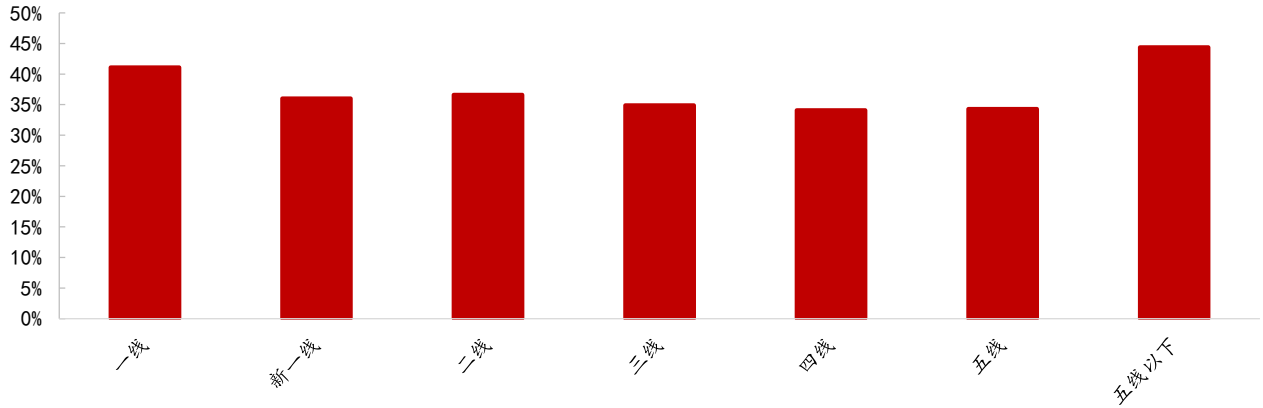
资料来源：艾媒咨询，中国信通院，华西证券研究所

下沉市场用户数量保持强劲增速，供应链及渠道天花板升高。随着交通网络、物流网络的逐步覆盖，原有的生产供应链及物流渠道劣势缩小，全国 2800 多个县市区、40000 多个乡镇的纵深市场已经成为外卖市场拓展增量的腹地。美团已在全国建立 1.5 万个服务区，保证下沉市场基础设施畅通。

根据美团数据，①2019-2020 年县域餐饮外卖消费额的增长率比全国平均增长率高出 8.0 个百分点，比同省内的市辖区平均高出 17 个百分点，2021 年五线及以下城市在线外卖交易额同比增长最快，达 44%。②2021 年“十一”国庆期间，全国县级区域外卖订单量同比增长 34.73%，超过全国 Top10 城市。

尽管消费能力逊于一、二线城市用户，下沉市场用户在餐饮品类消费意愿更强。美团调研数据显示，有别于一二线消费者在车贷、房贷的集中支出，83%的三线及以下城市受访者将消费支出首选为餐饮。

图 18 2021 年五线及以下城市在线外卖交易额同比增长最快



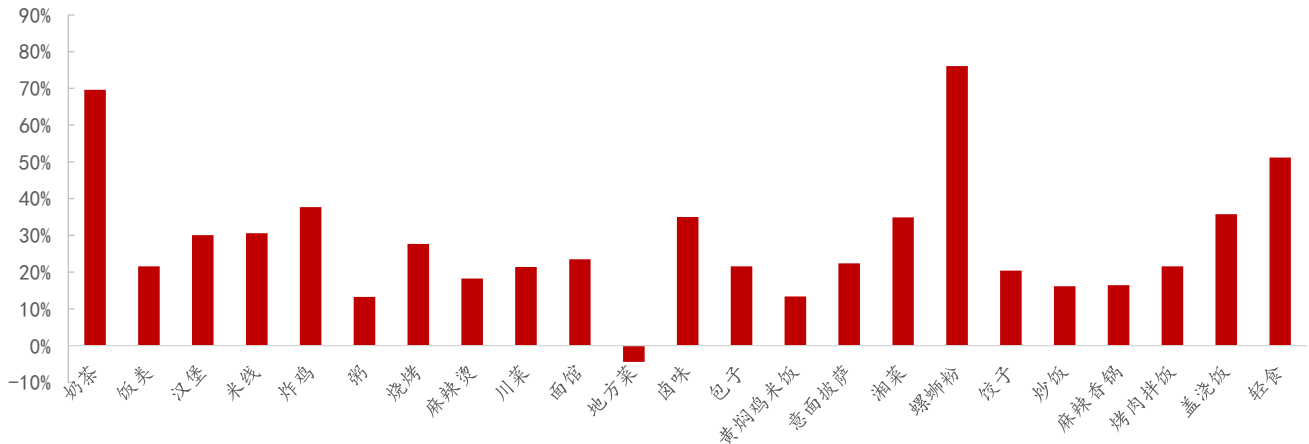
资料来源：公司公告，华西证券研究所

“银发经济”趋势及互联网普及趋势下，中、老年人口消费增速提升。我国 60 岁及以上人口超 2.6 亿人，CNNIC 数据显示，老年人使用手机上网的比例已达 99.5%。  
① 美团数据显示，2019 年以来，美团美食频道的 50 岁以上中老年线上消费者数量同比增长 46.7%，增速连续 4 年保持第一；② 饿了么数据显示，四线及以下城市中，50 岁以上的用户增长最为迅速，一线城市中，41-50 岁的用户月均订单数量首次超过 5 单，成为高粘性用户。

2) 从单用户交易笔数来看，非餐场景占比扩大，非刚需品类增长迅速，用户消费习惯加深，复购频率提升。

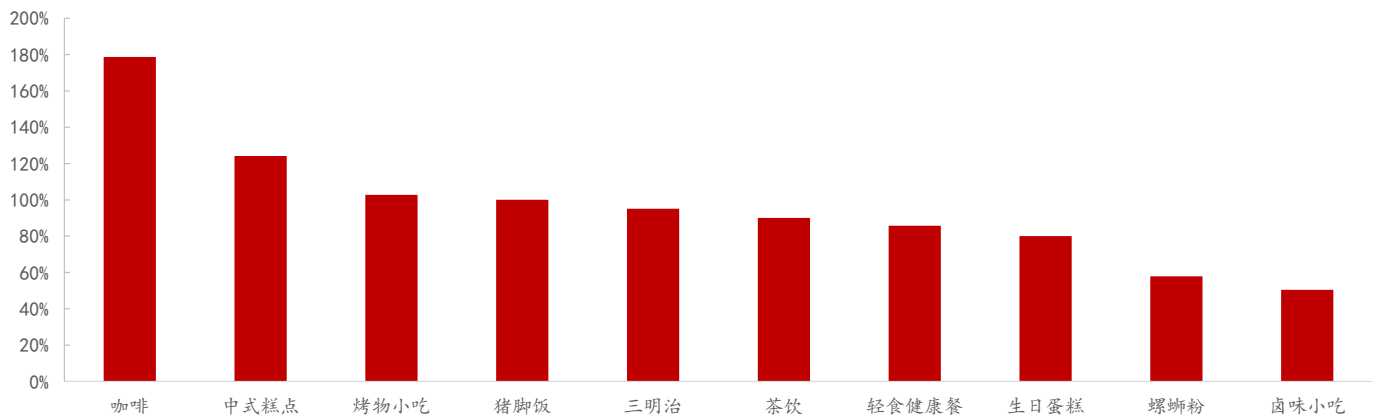
① 据华经产业研究院数据，2020 年，下午茶、夜宵、早午餐等消费场景数量扩大，非正餐订单量占比由 2019 年的 25% 提升至 32%，呈下降趋势；② 据美团研究院数据，从主要品类 2021 年订单量同比增速来看，饮品增幅最高 (73%)，小吃 (44%)、甜点 (56%) 等非刚需品类订单量年同比增幅均超过刚需快餐；从小众细分品类来看，咖啡 (178.7%)、中式糕点 (124.1%) 等非餐品类增速最高。

图 19 2021 年美团外卖各品类增速



资料来源：美团研究院，华西证券研究所

图 20 2021 年美团外卖各小众品类增速

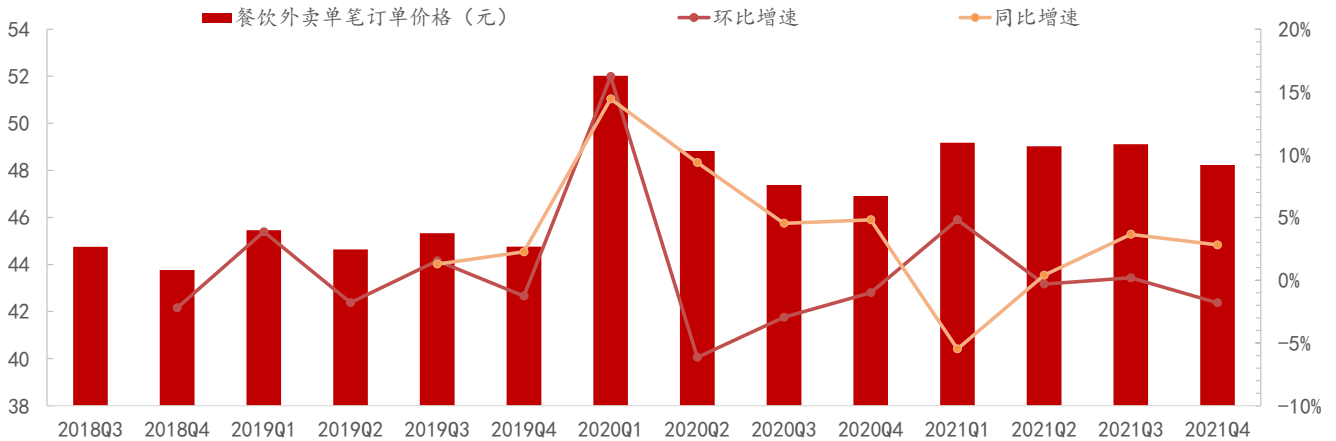


资料来源：美团研究院，华西证券研究所

此外，全场景非餐品类的占比提升，将缓和配送峰谷、平滑成本。相比即时物流行业，影响配送成本的关键因素在于外卖订单配送时间存在明显峰谷，午餐、晚餐时间段订单拥挤运力需求较高，增加对骑手的雇佣需求，而非餐时间运力则大量空置。饮品、糕点、烧烤等品类及夜宵、下午茶、早午餐等场景占比提升，将均匀运力、减少空置及积压现象，降低每单配送成本。

3) 从单笔交易价格来看，疫情场景加速头部优质商家线上化、用户年龄结构发生变动，多因素将驱动外卖单价上升、消费升级。

图 21 2020-2022Q1 餐饮外卖单笔订单价格及增速

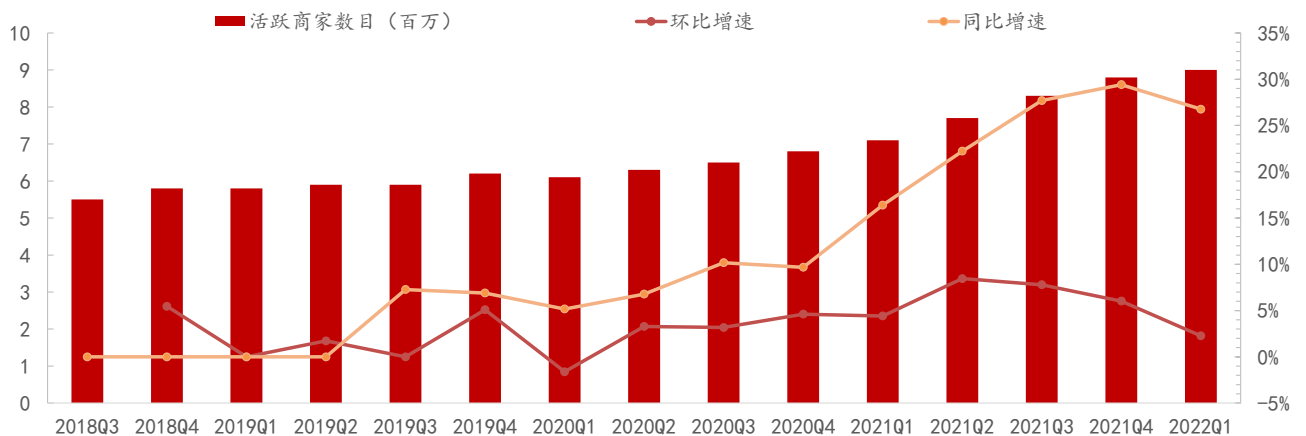


资料来源：公司公告，华西证券研究所

堂食管控政策加速高端餐饮企业搭建自身外卖业务，品牌商家入驻促进客单价提升。2021 年一季度，美团的活跃商家数同比增长 26.6%至 900 万，环比亦增长 2.27%。据阿里本地生活数据，2020-2021 年餐饮企业门店中堂食+外卖模式比例从 35%提高至 40%，纯外卖比例从 4%提高至 7%，并保持稳定。

根据中国饭店协会《2020-2021 年中国外卖品牌 TOP50 榜单》，上榜品牌绝大部分为线下连锁品牌，具有一定品牌效应。从具体品牌数据来看，品牌连锁商家试水外卖不乏成功案例：①2020 年 2 月中上旬的疫情爆发期，火锅品牌小龙坎外卖业务环比增长 350%；②2020 年上半年，海底捞外卖收入达到 4.1 亿元，较去年同期增长 123.7%。

图 22 2020-2022Q1 活跃商家数目

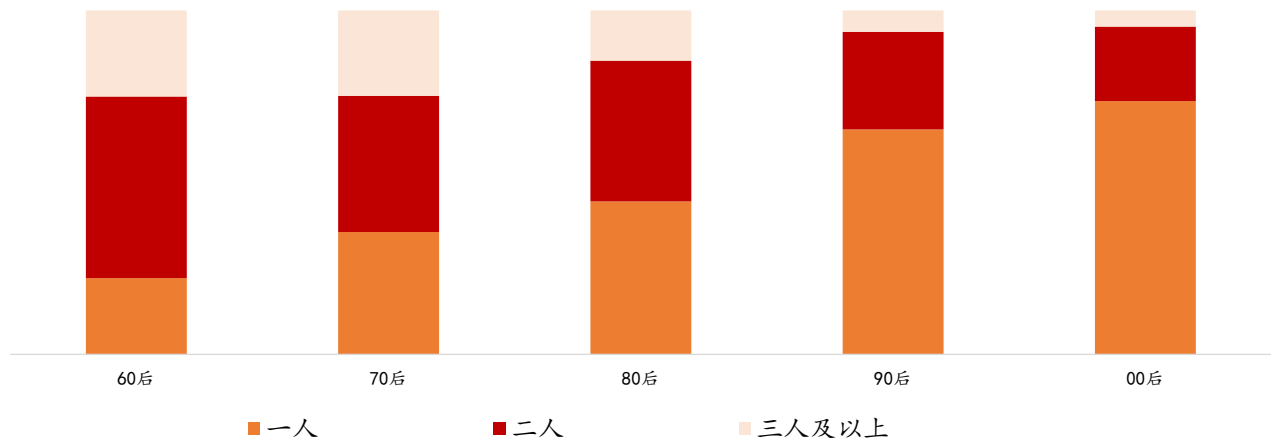


资料来源：公司公告，华西证券研究所

星级酒店、米其林餐厅及高端连锁餐厅加速线上化。香格里拉、兴国宾馆、瑞金、万丽、绿地等均开始进军外卖领域；截至 2022 年 6 月，上海全城 47 家米其林星级餐厅中已有 20 家推出了疫情外卖套餐。

中老年群体用户增长迅速，消费呈现错峰、多人用餐等特点，单笔订单价格更高。美团美食数据显示，老年消费者群体在早餐时段与下午茶时段的消费更加活跃；50 岁以上和 41-50 岁外卖用户消费过程中用餐人数为 2 人及以上的分别占比达 64.4% 和 77.8%，高于其他年龄段。

图 23 2020 年不同年龄段外卖下单份数



资料来源：美团研究院，前瞻产业研究院，华西证券研究所

### 2.2.2. 监管环境趋向积极，费率结构性调整有望改善单笔 UE

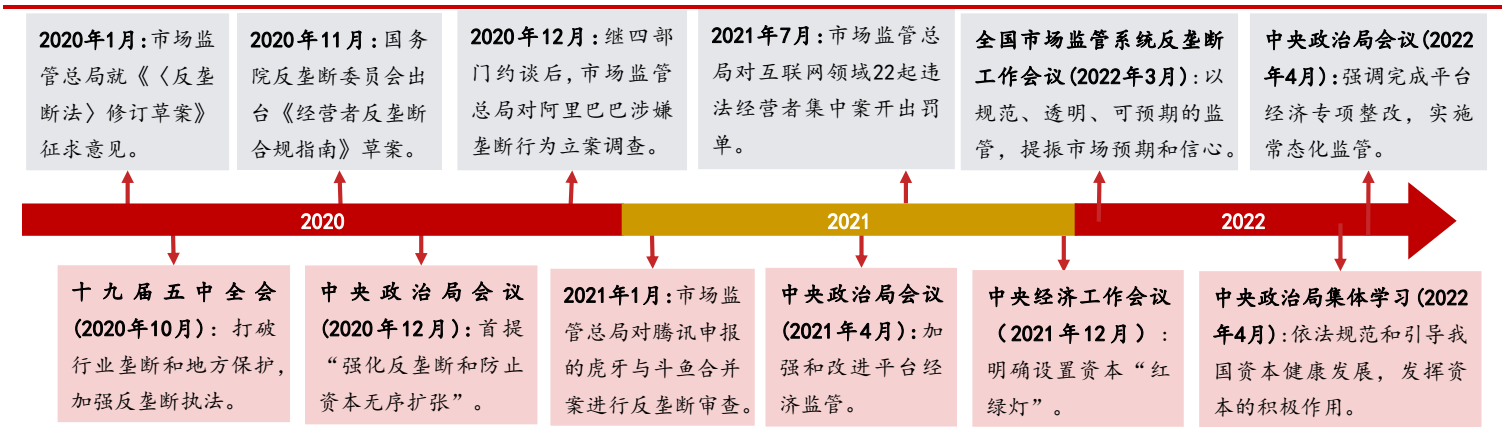
针对公司的反垄断处罚措施落地，平台经济监管整体进入常态化状态，监管环境趋向积极。

2020 年开始，针对平台经济领域存在的滥用市场支配地位、不正当竞争、不合规并购等突出问题，监管部门对阿里、美团、腾讯为代表的头部互联网平台企业就相关问题，进行专项整顿。

2021 年 10 月，国家市场监管总局针对美团处罚落地，处以其 2020 年境内销售收入 3% 的罚款，计 34.42 亿元。

随着头部企业的处罚及整改措施陆续完成，行业竞争秩序得到明显改善，行业监管也逐步进入常态化监管阶段，国家对资本的态度，由强调“防止资本无序扩张”转向“发挥资本积极作用”，并强调为资本设置红绿灯，完善正负面清单管理制度，为资本的有序扩张创造条件。

图 24 2020-2022 反垄断监管步入常态化



资料来源:公开资料,华西证券研究所

**疫情纾困政策陆续出台,系在部分地区实施的短期政策。**

2022年2月18日,国家发改委、商务部等14部门联合出台了《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》,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。

3月1日,美团外卖正式发布疫情中高风险地区以及困难中小商户佣金优惠,针对完成费率透明化的困难商户,美团外卖将结合经营状况和困难程度进行评估,实行技术服务费(佣金)5%封顶,优惠时间从2022年3月起持续至2022年12月底,预计约100万商户受益。

表 6 美团佣金优惠政策

商户地区	商户类型	优惠政策	优惠时长
中高风险地区	日均实收交易额降低30%的中小商户	技术服务费一元封顶	解封后一个月
全国	日均实收交易额降低30%、已完成费率透明化的中小商户	技术服务费5%封顶	2022/3-2022/12

资料来源:公司公告,华西证券研究所

**针对佣金费率的监管将进一步明确,公司推行透明费率制度,有望在配送端降本提效。**

2020年起,有关部门陆续发布《加快培育新型消费实施方案》、《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》,将持续促进平台通过技术提升压降运营成本,反哺实体经济;引导平台企业合理确定服务费用,给予优质小微商户流量扶持。

**2021年5月,美团实行佣金透明制改革。**将固定“平台服务费”拆分为“技术服务费”和“履约服务费”,“履约服务费”按距离、时段和价格阶梯计费。费率透明化调整的核心是将美团骑手配送费用阶梯性收取,计价的考虑因素包括距离、时段和客单价格。

图 25 美团新旧费率标准对比



资料来源：美团公众号，华西证券研究所

**配送成本是业务的主要成本。**2021年平台配送1P模式达67%，配送成本占外卖业务成本比重达76%。2021全年，共有527万骑手在美团平台获得收入，配送成本支出达到682亿元，单均配送支出为7.07元，较上一年增长38.3%。根据我们测算，1P模式下，2022年一季度每单配送将导致平台补贴支出1.63元。

表 7 美团外卖收入成本拆分:配送成本为核心支出

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
单笔收入（元）	7.09	6.53	6.60	6.68	7.19
配送收入（元）				3.65	4.02
佣金收入（22Q3及以前含配送收入）（元）	6.33	5.75	5.79	1.99	2.14
其他收入（元）	0.76	0.78	0.81	0.82	0.79
单笔配送成本（元）	5.30	4.37	4.74	4.68	5.11
单笔其他成本（元）	1.41	1.47	1.64	1.56	1.61
单笔经营利润（元）	0.38	0.69	0.22	0.44	0.47

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**费率结构化调整后，配送成本及单笔利润有望优化。**

- 1) 相对过去一刀切模式，高客单价和3公里内近距离订单费率更低，考虑到三公里以内订单占比超75%，费率透明化改革实际上满足绝大多数商家降费诉求，同时进行进一步激励品牌商户入驻，提升客单价格。
- 2) 远距离订单费率动态调整，激励外卖网络形成三公里导航距离为直径的生态圈层，进一步加深本地化建设。
- 3) 夜间外卖配送成本上升，激励更多骑手夜间接单，解决峰谷效应下特殊时段运力不足问题，进一步提升履约效率。
- 4) 商家承担配送费用比例更加合理，将进一步优化公司外卖业务成本结构。

表 8 美团阶梯费率（以上海某地区为例）

费用类型	模式	收费标准
技术服务费	1P（平台配送）	6.20%（保底 1.4 元）
	3P（商家自配送）	7.20%（保底 1.4 元）
履约服务费	距离收费	3 公里内：3.7 元 3 公里以上：每 0.1 公里加收 0.05 元
	价格阶梯收费	30 元以内：不收费
		30-50 元：每上涨 1 元收 0.1 元
	时段阶梯收费	50 元以上：每上涨 1 元收 0.11 元
晚 9 点-12 点：每单加收 0.5 元 晚 12 点-凌晨 3 点：每单加收 1 元 凌晨 3 点-凌晨 6 点：每单加收 1.5 元		

资料来源：外卖玩家，华西证券研究所

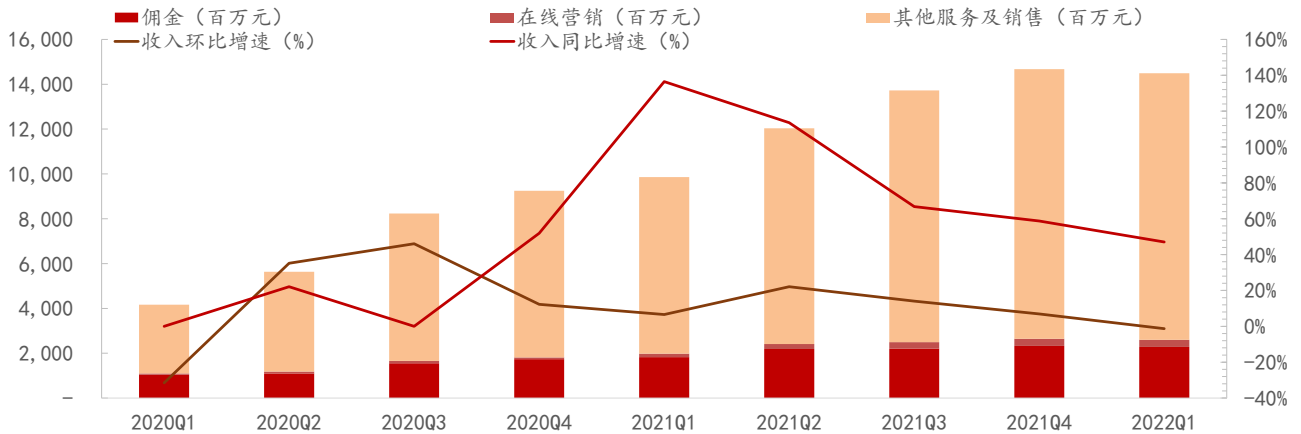
### 3. 创新业务：外卖栽树，零售乘凉，全模式驱动高质量增长

创新业务在过去一年中刺激了用户端快速增长，2021 全年贡献收入 502.86 亿元，占比由 26.62%（21Q1）提升至 31.31%（22Q1）。创新业务主要由零售、ToB 餐饮供应链及出行业务构成，以零售业务为该分部核心。

从收入结构来看，社区零售及服务收入已成为绝对重心。截至 22Q1，其他服务及销售收入占比 82.07%，颠覆外卖业务为商家提供技术及营销服务获利的平台传统模式，资产模式亦由轻转重，目前仍在投入成本阶段。

从收入增速来看，尽管同比有所回落，创新业务仍处于高速增长阶段，营收于 22Q1 保持 47.02% 的强劲增速，亏损缩窄至 -62.28%。

图 26 20Q1-22Q1 创新业务收入结构及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为即时零售业态是本地生活企业的天然热土，“万物到家”实质上是“送餐到家”的进阶版。即时达、次日达等模式在配送端深入“最后一公里”，以本地需求、即时配送及本地供给为核心，在前期基础设施及经验复用加持下，公司作为提供 LBS 服务的本地生活企业，入场伊始便于履约效率、用户流量及供应链三端筑起先天壁垒。

### 1) 履约侧：即时配送网络已成，履约能力突出。

外卖业务建立的配送履约体系能够被承诺“三十分钟达”的美团闪购、美团买菜高效复用，难以为新玩家所复制。

此外配送品类的广泛拓展能够进一步平滑配送时段峰谷，均匀调配运力，履约成本可控。

### 2) 供给侧：复用地推经验、餐饮供应链上游商户网络，SaaS 业务绑定优质零售商。

公司于 2019 年开启 ToB 端餐饮零售业务，“快驴进货”业务经营过程中积累了优质供应商；

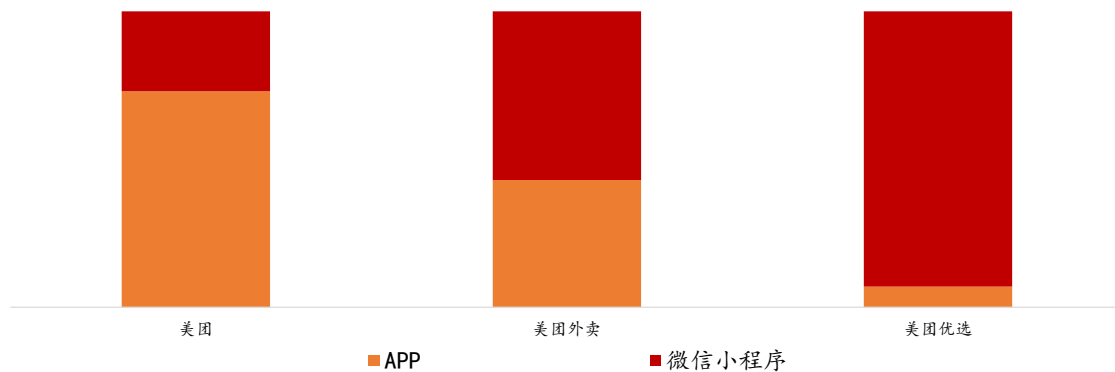
到店业务覆盖大量线下零售门店，强地推能力及本地化特质进一步加强三公里生态圈内经营能力；

公司为大量平台商家提供 SaaS 服务，进一步绑定本地零售商家。

### 3) 需求侧：外卖及到店业务筑基，小程序引流，平台用户心智已立。

外卖服务及到店服务多年积累下，高频带动低频逻辑屡次被验证，公司坐拥 6.93 亿交易用户，背靠美团 APP、微信小程序引流拉新，用户消费习惯及流量均得到保证，品类拓展后在存量上有望更进一步巩固用户粘性、提升交易频次。

图 27 零售业务对小程序依赖程度更高



资料来源: QuestMobile, 华西证券研究所

组织架构及战略上,公司已做出长期攻坚准备。2021年9月,公司原战略“Food + Platform”升级为“零售 + 科技”,首次将零售提升至战略高度;2021年10月,公司宣布新一轮组织架构调整,成立五人特别小组,负责零售相关业务的讨论和决议,并整合优选、快驴、买菜等业务,加强物流仓储复用协同。

目前美团新零售已覆盖社区团购、即时零售模式,面向不同线城市、不同人群提供服务。

### 3.1. 即时零售: 以“便利”为痛点培养用户消费习惯, 平台&自营双轨发力

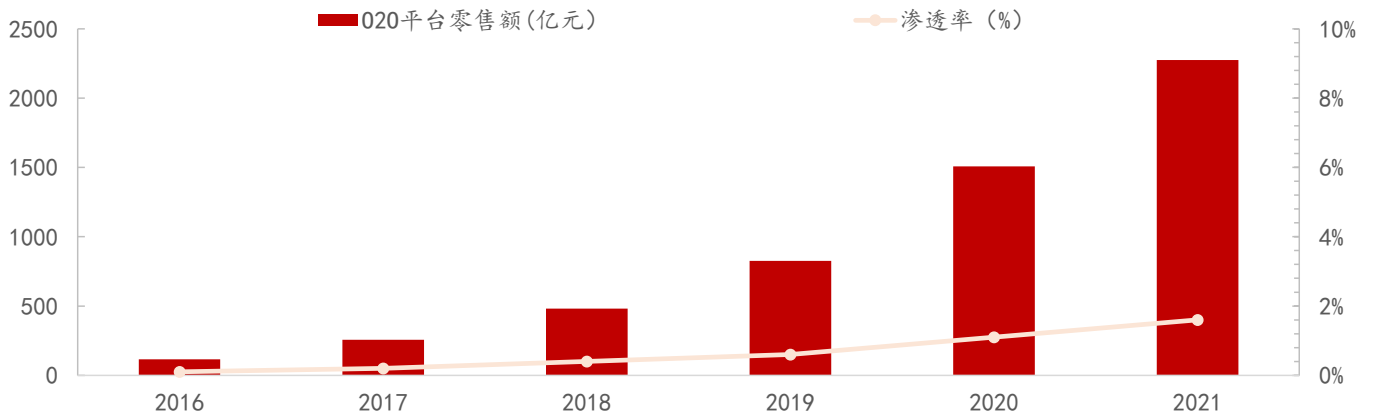
2017年起,餐饮外卖行业竞争格局已定,巨头寻找行业增量,即时配送品类由餐饮延伸至全品类。参考社零数据及疫情后用户即时消费习惯的养成,即时零售行业规模具有较大想象空间。

国家统计局数据显示,2021年,全国实物商品网上零售额达10.8万亿元,同比增长12.0%,网上零售额占社会消费品零售总额的比重为24.5%,对社会消费品零售总额增长的贡献率为23.6%。

受疫情影响,宅家经济加速用户线上即时购物习惯的养成,购物品类由生鲜延伸至3C配件、日化、鲜花、服饰、美妆等,凯度消费者指数数据显示,仅在2022年一季度,北上广深和省会城市的即时零售渗透率提升达7.7%。

我们研判,在即时零售便利性显著高于传统电商、价格浮动区间不大的状态下,受“便利”这一核心痛点催化,新刚需品类的引入及疫情对线下零售的影响将创造高频即时需求,从而培育及巩固用户消费习惯,即时零售占社零总额比重将进一步提升。

图 28 2016-2021 O2O 平台零售额及渗透率

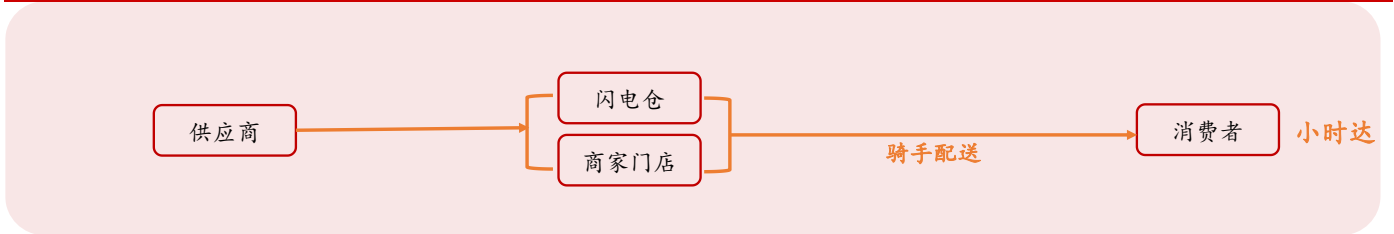


资料来源：网经社，华西证券研究所

### 3.1.1. 美团闪购：平台模式下 B 端供给充足，快消百货万物到家

美团闪购是美团旗下的 LBS 即时零售电商，2018 年作为独立品牌发布。依托海量用户、百万级在岗骑手、覆盖全国超过 2800 个市郡县的履约网络，整合大量商户，提供酒水零食、果蔬生鲜、鲜花绿植、宠物母婴、数码图书等全品类商品的即时配送服务，是从餐饮外卖到更多即时配送品类的自然延伸。

图 29 美团闪购链路示意图



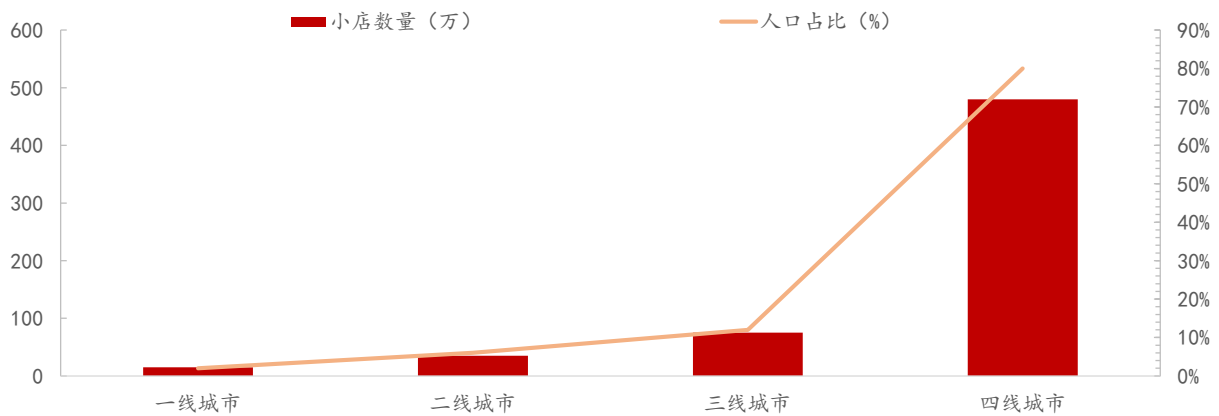
资料来源：公司官网，华西证券研究所

#### 1) 供给侧：品牌商家快速入局，小店经济百花齐放。

大量品牌商家入驻，覆盖全品类需求。根据美团闪购平台商品展示，目前已有 ①家乐福、永辉、华润万家等连锁品牌超市，②711、罗森、全时等连锁便利店，③伊利、统一、玛氏等零售品牌商，④屈臣氏、MUJI、名创优品、良品铺子等品牌专卖店，⑤苹果、华为、小米授权经销商等入驻美团闪购。

相比品牌商家，小店经济构成中国三线及四线以下城市毛细网络，能够更广泛触达下沉市场用户。小店经济以规模小数量多、抗风险能力强为特点，专业性稍差，以夫妻店为主要经营模式。美团闪购为中小商户提供技术、数字化中台、选品经验、仓储选址和物流配送服务，加快小店经济数字化进程。

图 30 小店经济在下沉市场蓬勃发展



资料来源：阿里巴巴零售，华西证券研究所

**2) 履约侧：复用外卖配送网络，ToB “前置仓”进一步盘活小店。**

①得益于商业模式高度重合，美团闪购能够最大程度复用美团外卖即时配送网络，同时平滑配送成本。 ②“闪电仓”服务提升中小商户运营效率。2020 年，美团闪购孵化“闪电仓”项目，鼓励商家以“前置仓”模式在平台开设日用百货、快销品和宠物用品等小店，由商家在终点用户所在地附近建仓，公司利用平台数据进行用户洞察，按照用户需求协助选址及进货，并参与辅助进行线上 24 小时运营、配送。“前置仓”纯线上需求驱动的性质决定了其低成本、高效率特性。由于不对消费者开放，节约了整理及装修成本；需求决定选品，进一步提升运营效率，避免存货积压。

**3) 用户侧：坐拥平台及外卖入口引流，获客成本更低。**

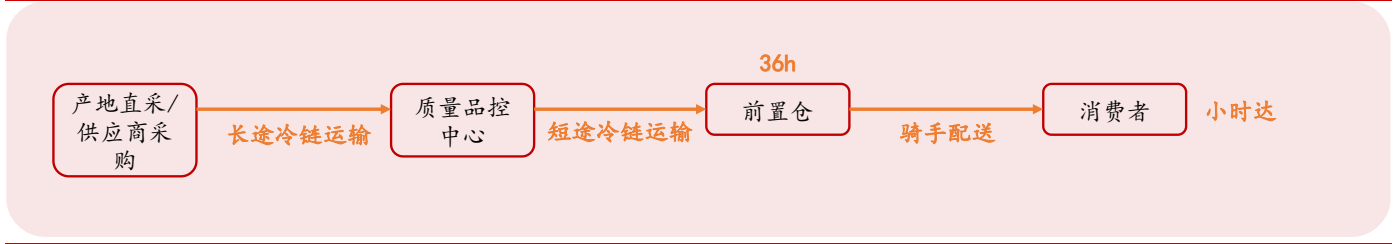
美团外卖业务已培养起用户消费习惯，品类拓展水到渠成，相比其他平台，对便利性有较高要求的美团用户能够低成本转化为美团闪购用户。

美团闪购业务的发展将继续受益于用户“万物到家”消费习惯的加深。疫情催化消费者对即时零售的依赖，鲜切花、3C 配件、服饰等新品类成长迅速，我们认为美团闪购成长空间广阔，盈利潜力可参考模式相似的外卖业务，复制其营销及佣金收入增长路径，随着客单价及运营效率提升，UE 有望不断改善。

**3.1.2. 美团买菜：前置仓生鲜自营，精准聚焦一线城市**

美团买菜主打自营生鲜产品即时达，地域布局聚焦一线城市，形成生鲜前置仓网络，近年来订单量高速增长。美团买菜目前覆盖北京、上海、广州、深圳四个一线城市主战场和武汉、佛山、廊坊三个试验城市。

图 31 美团买菜商业链路示意图

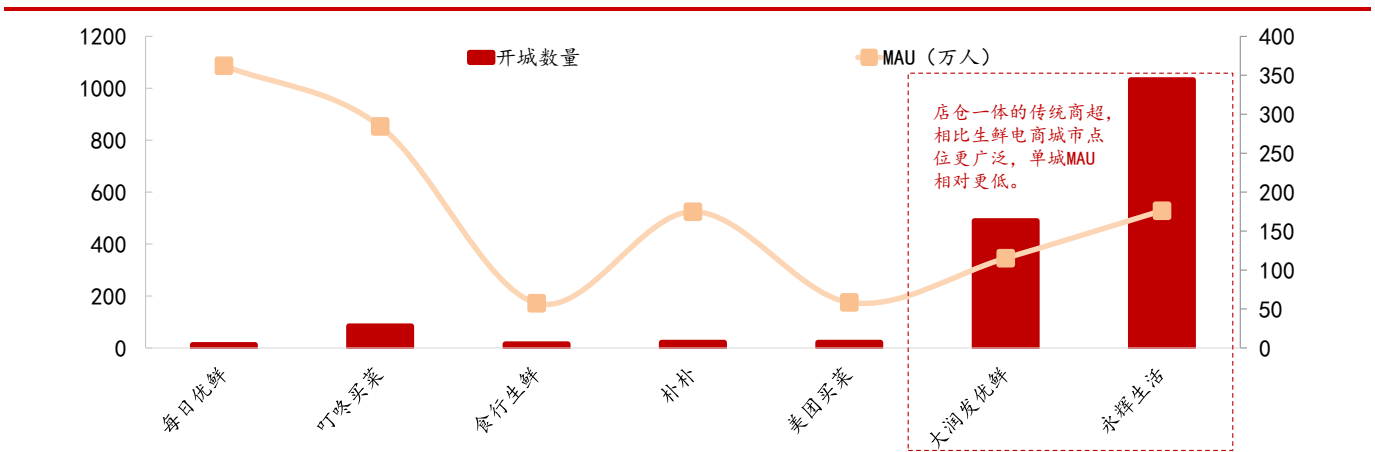


资料来源：公司官网，华西证券研究所

前置仓是在城市中设置目标社群三公里范围内的仓库，能够有效降低损耗及店面成本，但对履约能力及用户流量一定要求。①前置仓以仓库替代门店、以分拣工人替代超市销售人员、以平台配送代替顾客上门，其租金、人工费用、生鲜损耗均会大大降低。②生鲜即时配送对应的履约成本较大，对物流配送能力要求亦更高。③相比传统生鲜商超店仓一体模式，前置仓缺少线下客群，因此更高依赖线上流量。美团即时配送网络的履约能力已被验证，平台先发占领用户心智，能够有效弥补前置仓模式短板。

公司致力于提升运营效率，以期优化 UE：①部分地区美团买菜前置仓规模拓展至 800 平米、覆盖密度提升，通过扩大占地面积及站点密度提升单仓单量，优化“半小时送达率”“5 分钟离店准时率”等指标，提升订单密度。②扩充品类数量、调整品类结构，更好满足用户需求，提升客户留存率。③战略聚焦一线城市，深化运营精细度。开城数量维持在七城，打法趋于聚焦，主要系重资产模式下开城成本高昂，下沉市场受众人群相对更窄，订单收入难以覆盖链路成本，而一线城市物流基础设施完善、配送范围广，能够触达更多用户，单笔履约成本相对更低。

图 32 主要生鲜即时零售 APP 开城数量及 MAU (截至 2022.5)



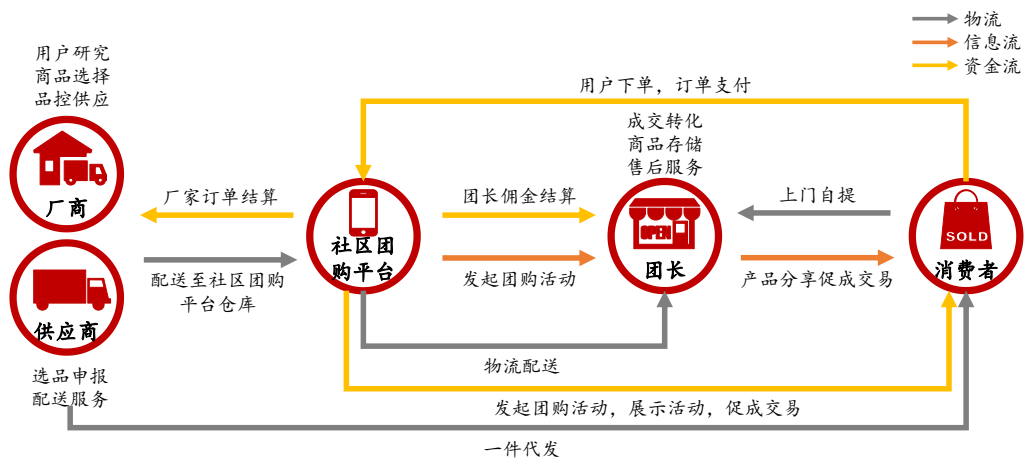
资料来源：Datayes，微信小程序，华西证券研究所

疫情期间，美团买菜在一线城市发挥重要作用，囤货需求激增下客单价上升，随着社区集采等新模式迭代，整体订单密度和配送效率有所提高。

### 3.2. 社区团购：本地化生鲜零售初具规模，自提点 UE 优化中

社区团购的本质是以社区和团长为单位触达消费者，通过互联网流量及数据优势赋能运营。

图 33 社区团购模式示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

社区团购模式可概括为“平台预售+团长/小店自提+次日配送”，三环节降本增效，产品性价比更高、轻资产属性突出，更易深入下沉市场。

### 1) 预售模式，以销定采，避免生鲜积压损耗：

社区团购采取预售的模式，团长发起拼团、用户下单提前预售收款，平台根据需求决定采购规模，避免积压；平台与供应商和团长的结算存在一定账期，现金流较好，资金成本远低于线下店和传统电商平台。

### 2) 团长为核心分销节点，保证拉新引流、终端提货：

团长是社区团购链路的核心环节之一，是连接平台和消费者的中间纽带。团长负责进行拉新、推荐、售后等工作，深入本地社群引流全年龄用户，同时进行产品推荐、促进销售，进而抽取一定规模佣金。

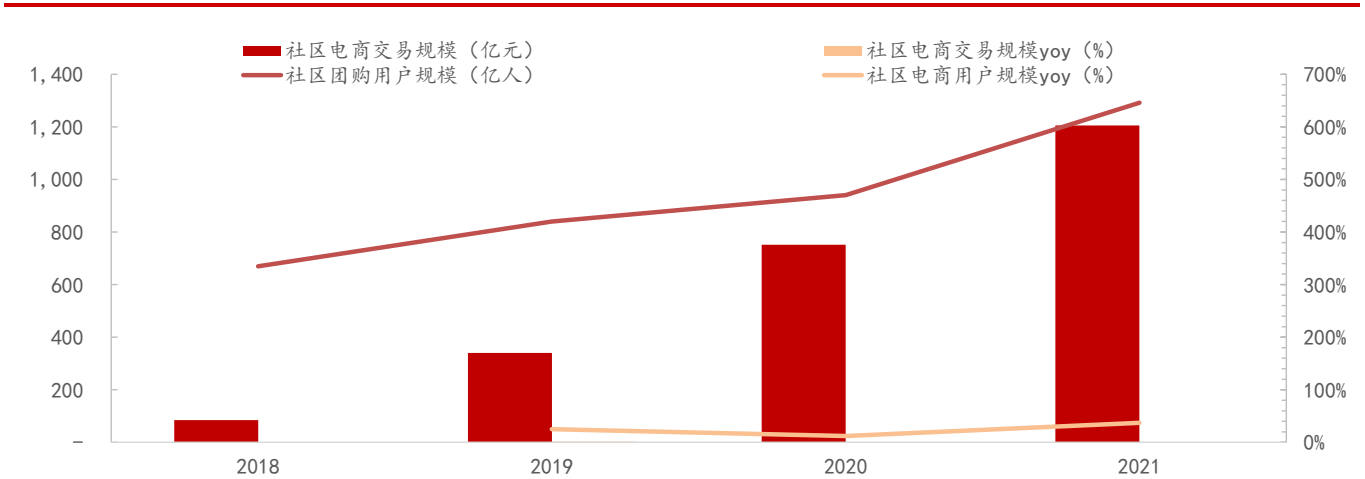
### 3) 次日配送、用户自提，节约物流成本：

平台以小区为单位集体发货，由网格仓雇佣货车司机送货至小区站点，用户上门自提，履约时间宽松、终端配送成本较低，相比传统模式降本提效，平台产品更具性价比。

由于生鲜是非标品且易损耗，相比传统电商及前置仓即时达生鲜电商，社区团购资产模式更轻，对运营能力要求更高。仓储方面，除直接投资中心仓之外，多数网格仓采用加盟模式，配送环节亦可外包；供应链采购主要通过供应商竞价，更加看重产品性价比。

从社区团购发展历程来看，行业已经走过了 2020 年的资本热潮、平稳度过了 2021 年监管指导阶段，随着橙心优选彻底退出市场、京喜拼拼缩减业务，在商品补贴收紧、用户消费习惯尚不成熟、物流基础设施仍在扩建等多重因素影响下，全行业开启一轮调整期。

图 34 社区电商交易规模及用户规模



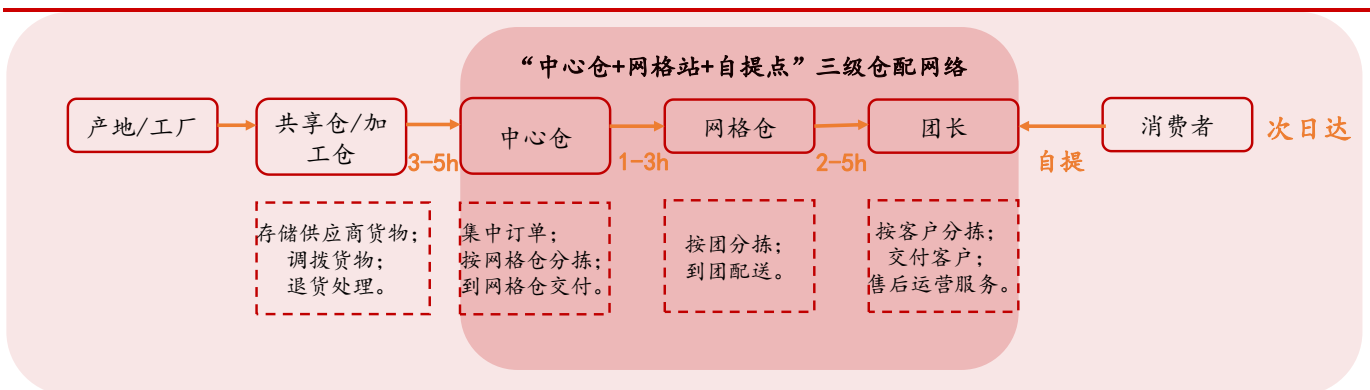
资料来源：网经社，华西证券研究所

补贴换增长模式不可持续，产能陆续出清、核心玩家转向精耕细作，具备强线上运营及供应链管理能力的平台将保有优势。晚点 LatePost 数据显示，2021 年美团优选平台交易额约 1,200 亿元，多多买菜平台交易额约 800 亿元，双雄稳坐第一梯队；第二梯队玩家为兴盛优选与淘菜菜，其中淘菜菜完成约 200 亿元平台交易额；其余玩家如京喜拼拼、橙心优选、十荟团等面临业务线收缩、关停、转型或退出市场等困境。

### 3.2.1. 美团优选：社区团购核心玩家，转向高质量增长模式

美团优选是社区团购市场的核心参与者，以“上游供应商——三级仓储——团长——消费者”为基本链路，现已覆盖全国 26 省市的社区与下沉市场。

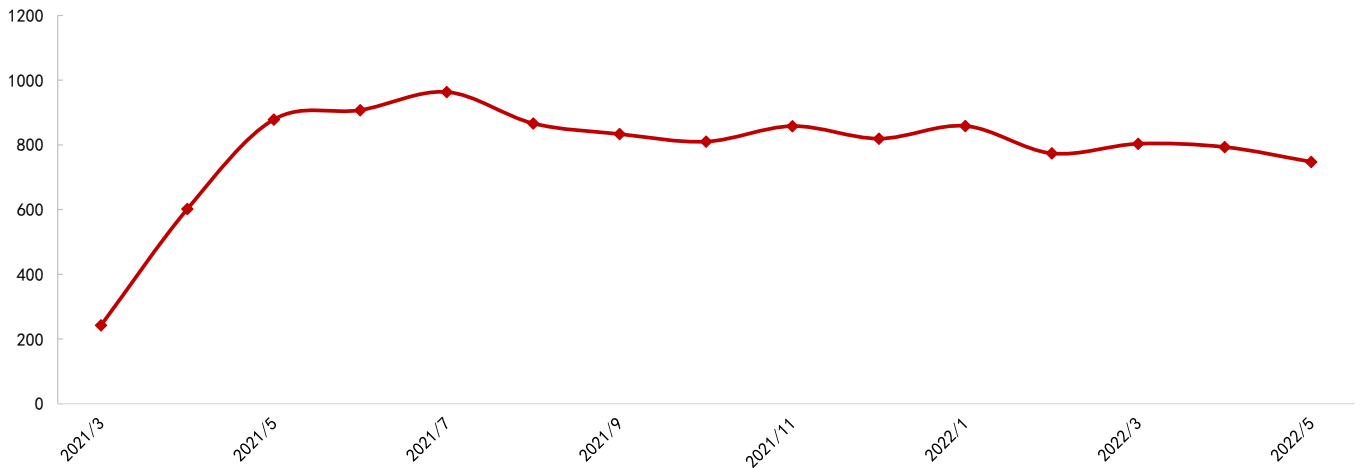
图 35 美团优选链路示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020 年“千城计划”完成下沉市场覆盖、2021 年快速增长形成用户规模后，公司转向关注运营效率及 UE。2021 年 6 月，美团开启自我修正，推进正毛利，逐步提高商品及各环节的毛利率。2021 年 11 月，成都、重庆等西南区域的美团优选商品开始提价，县域代理商被要求承担补贴，以缓解商品提升毛利率导致的用户流失等问题。

图 36 2021 年 3 月-2022 年 5 月美团优选 MAU (万人)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

目前，优选业务打法转向提高运营效率、降低营销及获客成本，以追求高质量的增长。

#### 1) 履约端：退西北、远一线，战略收缩开城范围。

2022 年，美团优选从北京、青海、宁夏、新疆、甘肃（保留陇南文县）5 个省市撤出，暂撤单量饱和、UE 未跑通的区域，同时保障华中、华南等二、三线优势市场，实现降本增效。

#### 2) 供给端：拓宽 SKU 提升毛利，试水 PC 加工仓节约中间成本。

在商品方面，扩充 SKU 范围及数量，上线家电、服饰等高毛利品类；建立自控集约化加工能力，赚取价差利润，试点 PC 生鲜加工仓，已经覆盖超过了 30 多个城市。

#### 3) 用户端：调整高校团点布局，优化团长生态。

2022 年 4 月公司在高校内关闭服务体验不佳的低效团，同时全国范围内招募校园合作商，负责平台在高校市场内的拓客、分拣、配送、客户运营等工作，用以解决原有高校业务体系中存在的平台进入校园难、经营限制多等问题；

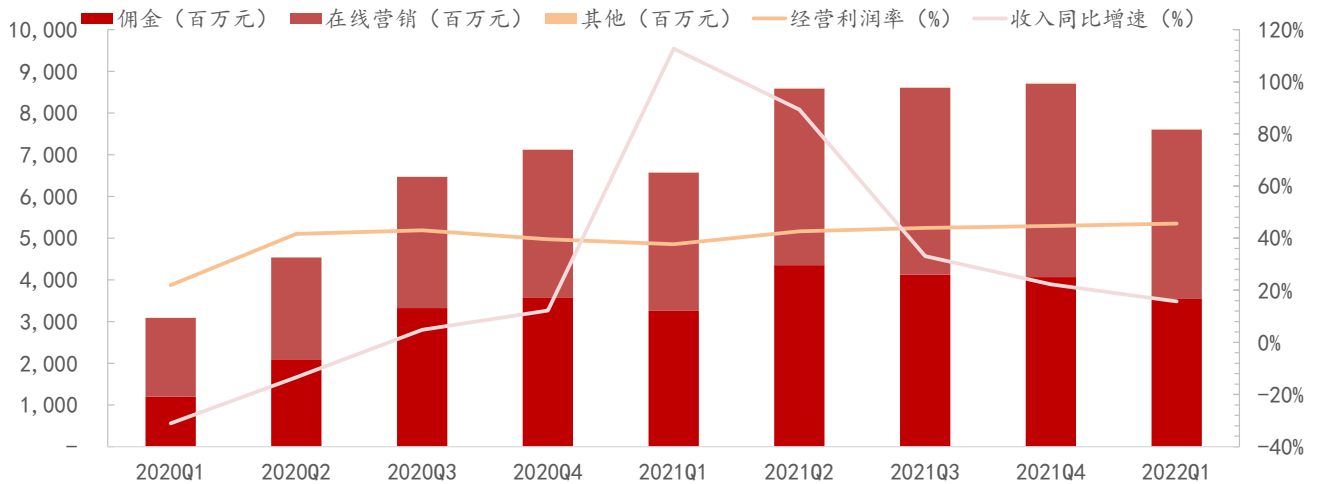
相比拓荒期 10%-20%佣金率，团长佣金有所下调。团长佣金主要由商品推广服务费及超额奖金构成，拉新、拓展新团长也可带来收益，主要收入仍以与销量挂钩的商品推广服务费为主。不同品类、不同时期，商品佣金费率有所变化，根据我们草根调研数据，生鲜品类佣金在 5%-6%左右浮动。

## 4. 到店及酒旅：线下场景贡献利润，看好线上化趋势下成长空间

到店及酒旅业务是公司的利润重心，经营利润率居各业务首位，且一年来持续上升。截至 22Q1，业务经营利润率 45.58%，同比增长 7.94pct。

该分部以佣金、广告为主要收入来源。22Q1，公司到店及酒旅业务实现收入76.22亿元，其中佣金收入35.43亿元，占比46.49%，在线营销收入40.64亿元，占比53.32%，20Q1以来佣金收入占比整体提升，主要系数字化转型趋势加深、商家对技术服务需求走强。22Q2到店及餐饮业务受疫情管控影响较大，三季度有望恢复。

图 37 2020-2022Q1 到店及酒旅业务收入结构及经营利润率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.1. 到店：用户心智已立，多年深耕壁垒坚实

### 4.1.1. 行业现状：本地生活群雄逐鹿，美团壁垒不破

本地生活市场潜力尚未完全释放，仍处于巨头卡位的关键时期。①易观千帆数据显示，21H1，本地生活到店业务市场交易规模较 2015 年同期翻了五倍，达到 5287.6 亿，且过去几年维持着 20%以上的同比增速。②艾瑞咨询数据显示，2020 年本地生活市场的在线渗透率仅为 22%，根据美团研究院数据，消费者主要集中在餐饮外卖中的快餐小吃领域，传统丽人、休闲娱乐的渗透率低于 10%，细分领域增长空间较大。

新老玩家入局，抖音、阿里及京东逐鹿：

#### 1) 抖音：后起之秀跑步入场，低佣金+内容生态为核心打法

抖音 2018 年开始布局本地生活服务，疫情突至后凭借 0 佣金优惠政策成为中小商家重要引流渠道，2021 年抖音在同城频道上线“优惠团购”，覆盖美食餐饮和酒店民宿两大板块，同年 7 月，同城频道升为一级入口，用户、商家可在视频中标注位置。

目前，抖音页面的一级入口为同城、关注、推荐、探索、商城、直播等，同城中细分为美食、休闲娱乐、景点/周边游、丽人/美发、亲子/乐园、酒店/民宿、运动健身、美甲美睫八大板块的二级入口，本地生活业务已拓展至 33 城，晚点 LatePost 消息，2022 年，抖音本地生活业务将 GMV 目标定为 500 亿元。

抖音的竞争优势在于短视频乃至直播带货的联动，算法优势下能够相对精确地把商品/服务和用户进行匹配。KOL 或商户通过发布探店短视频、直播、图文等形式宣传到店消费，算法根据用户兴趣标签及同城信息进行推荐，打开抖音 APP，用户可直接一键下单，不需经过第三方便为本地商家直接转化交易订单，完成从视频种草到支付消费的闭环。

佣金收取方式调整，费率相对美团仍处于低位。2022 年 5 月，抖音宣布正式对本地生活商家收取佣金，抽佣范围为 2%至 8%，平均费率约 4.06%，美团平均费率约 8-10%，抖音平台目前仍处于低费率补贴商户的圈地阶段，但相比工具型传统平台，内容平台流量分发更利好头部商家，与低佣金聚集中小商家的打法存在一定偏离。

表 9 抖音及美团费率对比

平台	类目	费率
抖音	美食	2.50%
	住宿	4.50%
	游玩	2.00%
	休闲娱乐	3.50%
	丽人	3.50%
	结婚	8.00%
	亲子	4.50%
	教培	4.50%
	其他	3.50%
	平均	4.06%
美团	平均	8%-10%

资料来源：《2022 年生活服务软件服务费政策通告》，华西证券研究所

## 2) 阿里：提升本地生活战略地位，高德为到店核心入口

2022 年，生活服务板块首次以矩阵形式出现在阿里财报中，彰显战略地位提升。22Q1 阿里的本地生活服务营收达到 104.45 亿，同比增长 29%，运营亏损 65.03 亿元。

口碑退出支付宝入口页，高德地图成为到家业务核心入口。2021 年 10 月，口碑服务将从底部 Tab 搬出，数年攻占本地生活高地失利的背景下，高德地图取代口碑成为了阿里破局本地生活版块新的排头兵。

2021 年 7 月，阿里将 LBS 三大业务高德地图、本地生活和飞猪旅行组成新的生活服务板块，宣布高德平台向“出门好生活开放服务平台”转型升级，将美食、酒店、门票、加油、房产等“附近”场景都揽括在内，提供聚合服务。

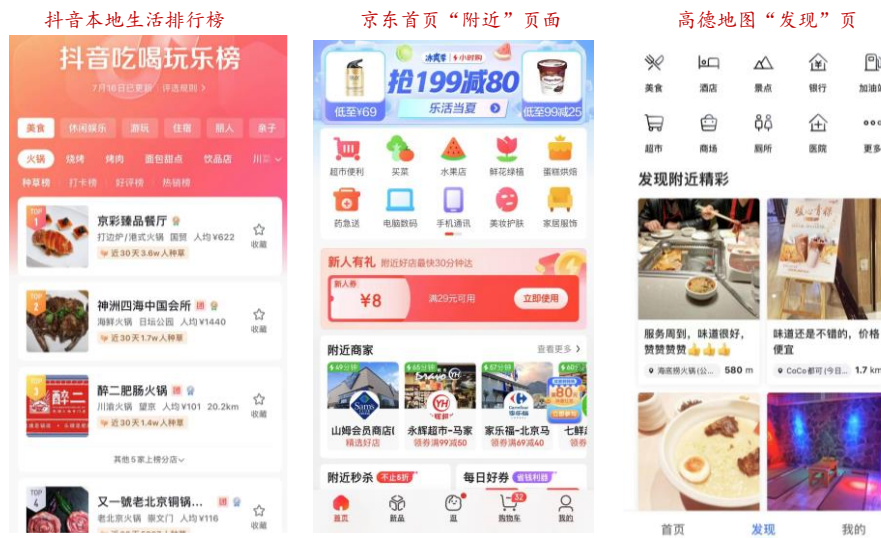
截至 2022 年 6 月，高德地图 MAU 为 4.85 亿人，仅次于百度地图（5.63 亿人），具备一定用户基础，但由地图导航拓展至本地生活过程中，对消费者习惯培养存在难度。

## 3) 京东：成立同城专门业务部，APP 首页上线“附近”频道

同城业务与供应链大中台、全渠道和搜索推荐并列，是 2022 年京东零售的四大重要业务方向之一。2021 年双 11 前夕，京东 App 上线“附近”频道，从页面布局和服务内容来看，“附近”频道与美团 App 界面存在较高相似度。2022 年 3 月，京东内

部又进行了一项组织架构调整，整合自原京东零售全渠道到家业务部、技术与数据中心全渠道生态部新成立了“同城购业务部”，负责拓展多种到店和到家的场景。

图 38 抖音、京东及高德地图到店业务页面



资料来源：抖音，京东，高德地图，华西证券研究所

相对于新入场玩家，美团目前的核心优势依然突出。

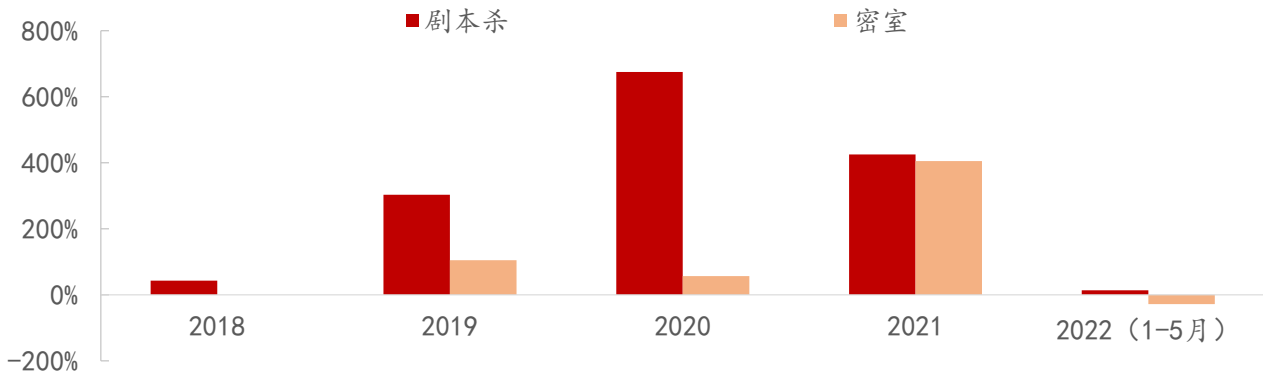
- 1) 前期强地推能力、ToB 端餐饮供应链拓客积累、支付系统及商户 SaaS 服务先发绑定优质线下商户。
- 2) 多年深耕本地生活，用户心智已立，消费习惯难以轻易撼动，平台用户洞察能力相比新玩家更为深入。
- 3) 作为传统工具平台，美团及大众点评长期提供店铺星级、用户评价、地理位置等信息，用户信任度高，而内容平台从事线上营销，对内容质量及用户体验有一定影响，存在商业化天花板。

#### 4.1.2. 未来展望：引入新流量入口，多元场景及营销收入贡献增量

疫情催化下实体商家加速线上投放，新兴品类拓宽佣金及营销收入增长空间。

- 1) 平台入驻商家数量逐步增长，到店业务逐步转入供大于求阶段。疫情下传统行业线上营销引流需求增长，叠加部分业态连锁化趋势，数字化渗透率及广告投放有望进一步提升。
- 2) 丽人美发、医美、剧本杀等新兴业态涌现，贡献渗透率增长动力。①据美团研究院，2020 年中国美业规模约为 6373 亿元，线上化率仅为 1.5%，预计 2025 年市场规模将达到 8375 亿元，线上化率有望提高到 9.6%；②医美、剧本杀行业受疫情影响较大，预计三季度需求将回暖，参考 MobTech 数据 2020 年在线医美市场占整体医美市场规模仅为 8%，线上化渗透空间较大，剧本杀及密室行业近年来亦保持高增，2021 年增速分别为 425%、405%。

图 39 2018-2022 年 1-5 月剧本杀及密室行业增速



资料来源：美团研究院，华西证券研究所

**试水直播及短视频补齐短板，协助商家线上运营。**①2021年4月，美团内测“美团直播助手”APP，支持主播添加团购、魔盒券包、兑换券、门票、团单等多类型商品，提供抽奖互动多种营销玩法。②美团上线“视频种草”功能，通过视频种草，完善对用户的服务体验，提高复购率。③美团推出短视频功能“视频赚”，用户可以刷相关的美食、医美等短视频，不排除该功能会在后期开通挂团购链接的功能，提高订单交易率。

图 40 美团直播助手宣传页

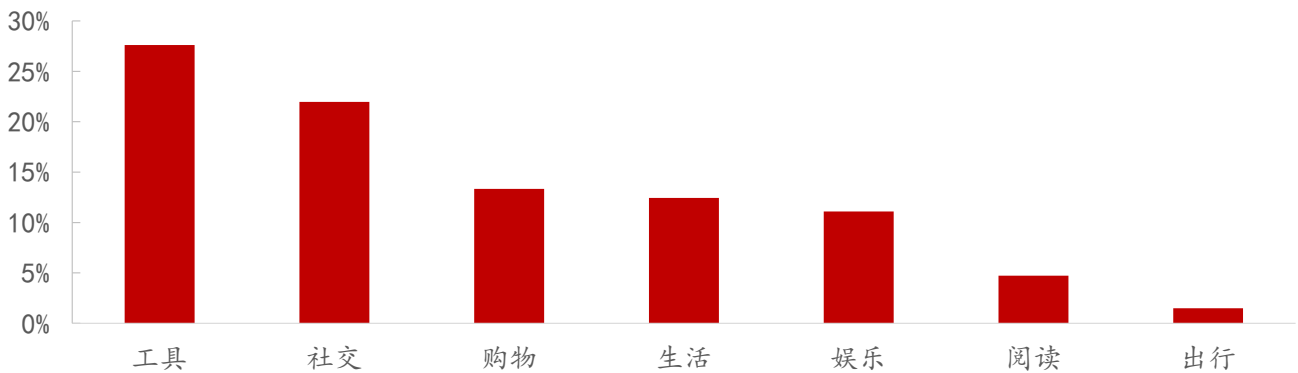


资料来源：公司官网，华西证券研究所

**与内容平台快手达成战略合作，进一步引流。**

2021年12月，快手和美团达成战略合作。美团将在快手开放平台上线美团小程序，为美团商家提供完整服务能力，美团流量池进一步拓宽，快手则补齐供应链、营销、履约等短板，用户消费习惯有望受巩固。据 App Growing，快手生活服务相关的投放内容已位居全品类第四。

图 41 2022 年 6 月快手广告投放品类占比



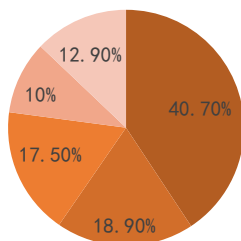
资料来源：App Growing，华西证券研究所

#### 4.2. 酒旅：下沉市场优势显著，逐步开拓高星酒店供给

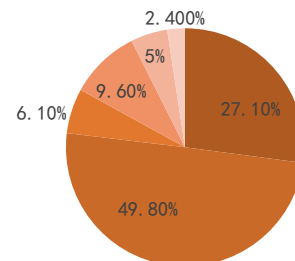
美团酒旅重点聚焦本地住宿及短途旅行，以低星酒店为主要商户。公司早期瞄准客单价 200 元以下的市场，凭借基础业务的流量优势，从学校、医院周边的钟点房需求切入，复刻外卖市场打法，避开商旅用户高端市场，选择在中低端酒店市场进行深耕细作，成为同城住宿场景需求的满足者。2021 年，美团低星酒店间夜量占比约为 83.5%。

图 42 2020 中国 OTA 市场份额及 2019 中国 OTA 平台酒店间夜量份额

2020 中国 OTA 市场份额



2019 中国 OTA 平台酒店间夜量份额



■携程 ■美团 ■去哪儿 ■同程 ■其他

■携程 ■美团 ■去哪儿 ■同程 ■飞猪 ■其他

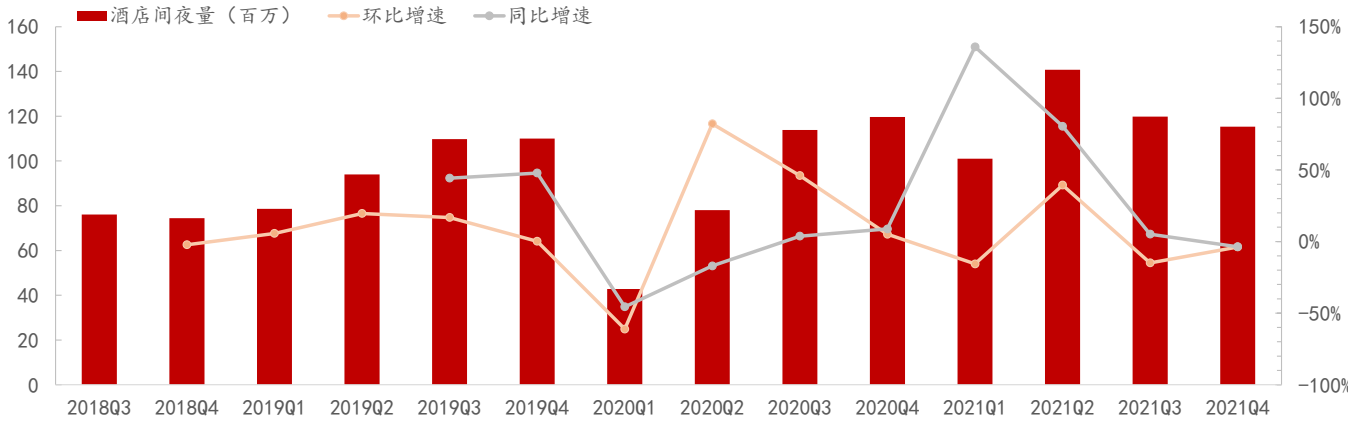
资料来源：Fastdata，华经产业研究院，华西证券研究所

逐步向上挖掘中高端酒店，改善客单价及毛利。在以低佣及本地生活流量优势下，美团牢牢绑定低端市场酒店，同时为了提升单笔客单价及佣金，进一步提升业务毛利率，美团向上开拓高星酒店。

相比手握大量高星酒店资源、垂直布局 OTA 行业的携程，对于疫情管控下业务严重受挫亟需外部流量的高星酒店，美团优势在于更加庞大的流量池、餐饮及健身等业务场景拓宽后与高星酒店餐饮部的合作加深。

2021 年间夜量全年增长 34.5%，但酒旅业务受疫情管控影响较大，存在一定不确定性。一季度酒店间夜量微降，预计三季度后随着国内旅游及消费业复苏，间夜量将有所回升。

图 43 28Q3-21Q4 美团酒店间夜量及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

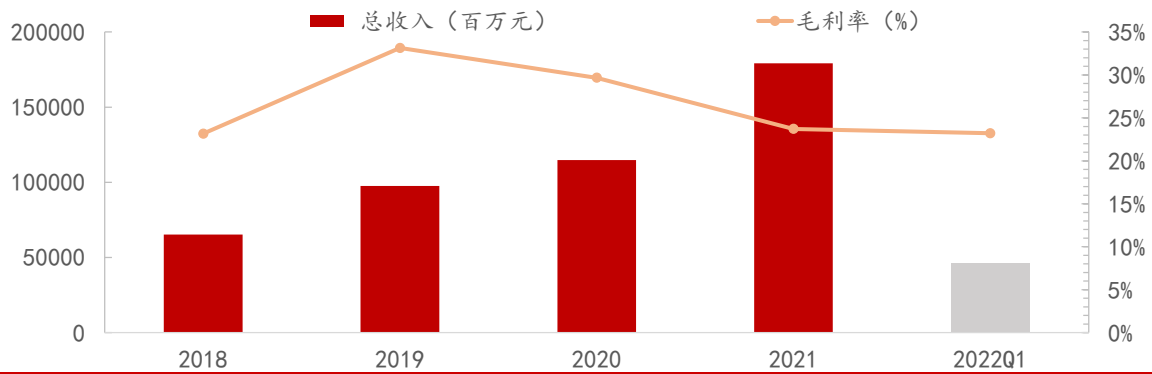
## 5. 财务分析：收入走高、毛利增长，各项费用预计可控

### 5.1. 收入稳健增长，销售成本回落

公司近年来收入持续增长，2021 年实现收入 1791.28 亿元，同比增长 56.04%；毛利率整体波动微降，22Q1 实现毛利率 23.21%，单季同比增长 3.76pct，主要系餐饮外卖业务经营利润率改善及创新业务经营亏损收窄所致。

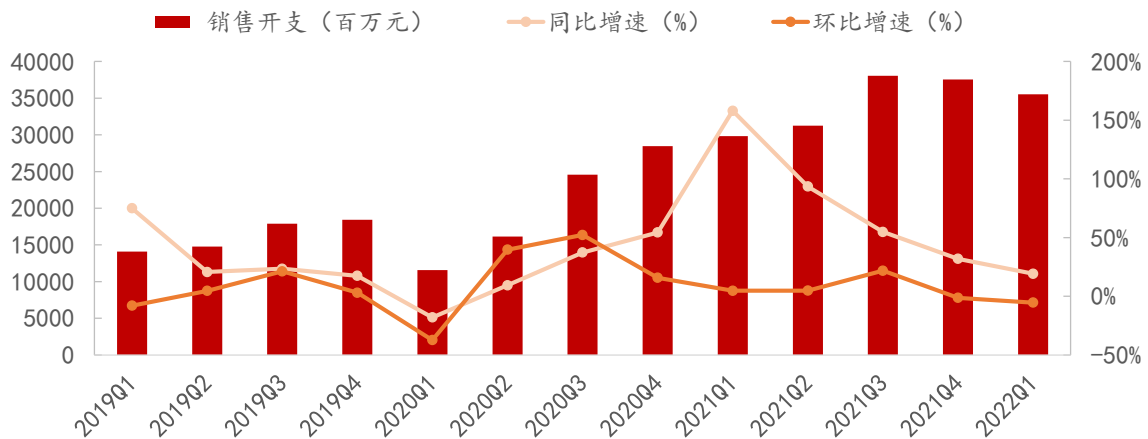
销售成本增速下降，降本增效战略下长期可控。2020 年公司开启创新业务“千城计划”，用户补贴成本上升，21Q1 后销售成本同比增速显著下降，21Q4 起环比转负，预计未来随着扩张战略转向精细化运营、优化零售业务 UE，销售成本将保持回落趋势。

图 44 2018-2022Q1 公司总收入及毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 45 2019-2022Q1 公司销售成本及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5.2. 销售费用环比下降，研发费用增速放缓

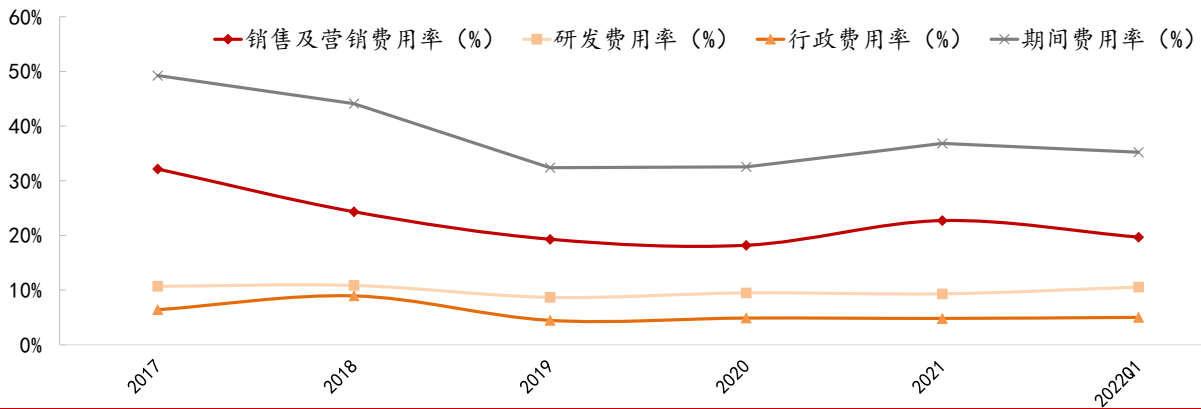
近年来公司期间费用率整体波动下降，22Q1 公司期间费用率为 35.22%，单季同比增长 1.69 pct。

1) 销售费用率为 19.68%，环比下降 0.21pct，费用规模同比上升 26.36%，环比下降 18.99%，主要系降本增效追求毛利率、优化 UE 模型后，用户消费激励及线上促销活动减少。

2) 研发费用率 2021 年以来增速有所回落，22Q1 研发费用率同比上升 1.15pct 至 10.54%，主要系员工福利开支增加所致。公司将“零售+科技”上升至战略层面，强调在商家数字化领域的优势，科技公司底色鲜明，持续探索无人配送及调度系统底层技术，预计未来研发开支仍将保持增长。

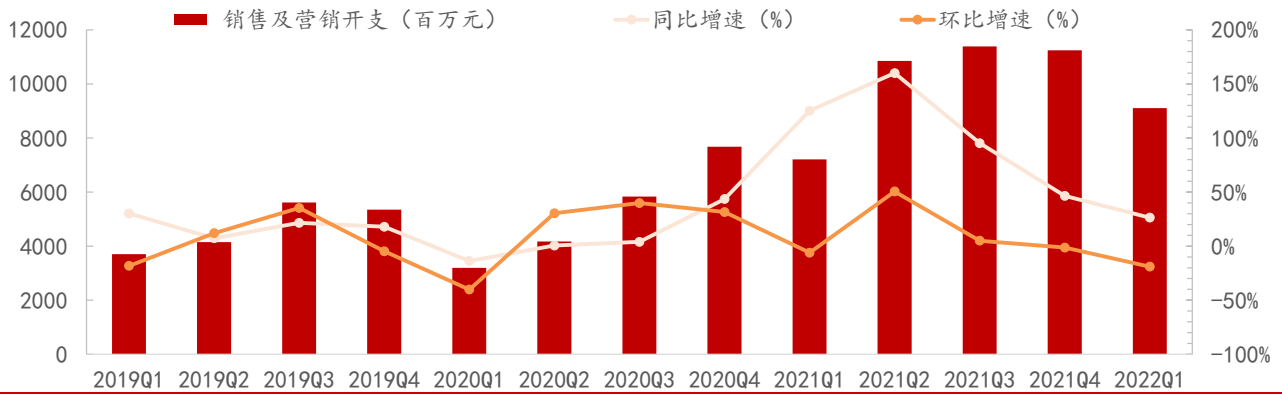
3) 行政费用率为 4.69%，环比保持稳定。

图 46 2017-2022Q1 公司各期间费用率



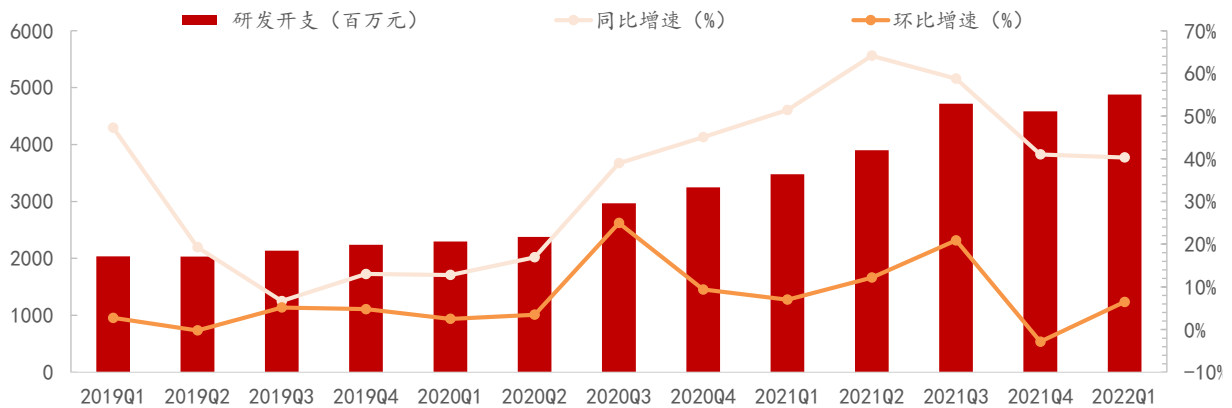
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 47 2019-2022Q1 销售及营销开支与增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 48 2019-2022Q1 研发开支与增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

我们分业务做出如下盈利假设：

### 1) 餐饮外卖业务：

受品类及用餐场景拓宽影响，我们预计客单价与订单数将逐步提升，变现率随着费率结构动态调整亦将微增。考虑到 2022 年上半年疫情管控对外卖配送的影响，我们保守预计 2022 全年外卖业务营收为 1137.70 亿元，2023/2024 实现 1370.12/1634.32 亿元。

随着配送时间平滑、单笔订单骑手成本降低，规模效应下带宽成本等下滑，我们预计美团外卖经营利润率将逐步提高，2022/2023/2024 年分别实现 76.59/96.84/121.29 亿元经营利润。

表 10 外卖业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
单笔订单价格 (元)	48.86	49.59	50.34	51.09
订单量 (百万)	14,367.60	16,235.39	18,345.99	20,730.97
外卖交易额 (百万元)	702,057.40	805,159.97	923,478.23	1,059,183.36
变现率 (%)	13.72%	14.13%	14.84%	15.43%
<b>外卖业务营收 (百万元)</b>	<b>96,311.78</b>	<b>113,769.59</b>	<b>137,012.43</b>	<b>163,432.26</b>
yoy	45.34%	18.13%	20.43%	19.28%
经营利润率 (%)	6.41%	6.73%	7.07%	7.42%
<b>外卖业务经营利润 (百万元)</b>	<b>6,174.64</b>	<b>7,658.57</b>	<b>9,684.36</b>	<b>12,129.36</b>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2) 到店及酒旅业务：

考虑到本地生活新型品类崛起、疫情对线下营销的影响，预计营销及佣金收入增长动力明确。但该业务受疫情管控影响较大，2022Q1 酒店间夜量微降，预计 Q3/Q4 将有所回升，我们保守预计 2022 全年业务营收为 349.90 亿元，2023/2024 实现 421.72/527.15 亿元。

本年度互联网巨头在本地生活领域圈地之争将持续，预计 2022 经营利润率将保持相对稳定，此后将随着平台优势的巩固有所增长，2022/2023/2024 年分别实现 153.00/193.62/254.12 亿元经营利润。

表 11 到店及酒旅业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
佣金 (百万元)	15,798.94	16,588.89	19,906.66	24,883.33
在线营销服务 (百万元)	16,667.42	18,334.16	22,184.34	27,730.42
其他 (百万元)	63.97	67.17	80.60	100.75
<b>到店及酒旅营收 (百万元)</b>	<b>32,530.33</b>	<b>34,990.22</b>	<b>42,171.60</b>	<b>52,714.50</b>
经营利润率 (%)	43.29%	43.73%	45.91%	48.21%
<b>到店及酒旅业务经营利润 (百万)</b>	<b>14,083.11</b>	<b>15,299.53</b>	<b>19,361.58</b>	<b>25,412.08</b>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3) 创新业务：

考虑到用户高速增长时期已过，随着各零售业务模式跑通，平台进入重质量发展时期，我们预计营收增速将回落，毛利率将有所优化，经营亏损收窄。预计 2022 全年业务营收为 613.49 亿元，2023/2024 实现 828.21/1035.26 亿元，2022/2023/2024 年经营亏损分别为-327.88/-221.32/-71.14 亿元。

表 12 新业务及其他盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>新业务营收 (百万元)</b>	<b>50,285.89</b>	<b>61,348.79</b>	<b>82,820.86</b>	<b>103,526.08</b>
yoy	84.35%	22.00%	35.00%	25.00%
经营利润率 (%)	-76.35%	-53.44%	-26.72%	-6.87%
<b>新业务经营利润/亏损 (百万元)</b>	<b>-38,393.90</b>	<b>-32,787.62</b>	<b>-22,131.64</b>	<b>-7,113.74</b>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

综上所述，我们预测 2022/2023/2024 三年，公司将实现营收 2101.09/2620.05/3196.73 亿元。

表 13 公司盈利预测

单位 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>179,128.00</b>	<b>210,108.59</b>	<b>262,004.90</b>	<b>319,672.84</b>
yoy	56.04%	17.30%	24.70%	22.01%
餐饮外卖	96,311.78	113,769.59	137,012.43	163,432.26
yoy	45.34%	18.13%	20.43%	19.28%
到店及酒旅	32,530.33	34,990.22	42,171.60	52,714.50
yoy	53.07%	7.56%	20.52%	25.00%
新业务及其他	50,285.89	61,348.79	82,820.86	103,526.08
yoy	84.35%	22.00%	35.00%	25.00%
<b>经营利润</b>	<b>-18,136.15</b>	<b>-9,829.52</b>	<b>6,914.30</b>	<b>30,427.70</b>
餐饮外卖	6,174.64	7,658.57	9,684.36	12,129.36
到店及酒旅	14,083.11	15,299.53	19,361.58	25,412.08

新业务及其他	-38,393.90	-32,787.62	-22,131.64	-7,113.74
--------	------------	------------	------------	-----------

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司本地生活业务壁垒高筑，用户、商家、履约三端核心优势突出，新场景、新品类将带来业绩增量；新业务走过高补贴开城阶段，转向降本增效，经营亏损有望收窄，预计公司 2022-2024 年分别实现营收 2101.09/2620.05/3196.73 亿元，实现归母净利润-199.24/12.02/70.25 亿元，对应 EPS 分别为-3.22/0.19/1.14 元，对应 2022 年 7 月 24 日 191.7 港元/股收盘价，PE 分别为-59.53/986.67/168.84 倍，参考 2022 年 7 月 24 日人民币港元汇率为 1.16，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 可比公司估值参考（股价为 2022 年 7 月 21 日收盘价）

代码	证券简称	市盈率 PE		
		21A	22E	23E
9988.HK	阿里巴巴-SW	14.47	19.6	15.85
9961.HK	携程集团-S	-181.9	-440.65	32.02
9618.HK	京东集团-SW	-195.75	114.99	44.03
PDD.O	拼多多	60.5	29.72	19.02
AMZN.O	亚马逊 (AMAZON)	50.87	62.43	36.37
BABA.N	阿里巴巴	14.05	19.28	15.59
JD.O	京东	-195.19	114.95	44.02

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 7. 风险提示

新业务不及预期风险；疫情反复影响供应链及履约风险；监管政策风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	179128.00	210108.59	262004.90	319672.84	净利润	-23538.38	-19924.08	1202.16	7025.02
YoY(%)	56.04%	17.30%	24.70%	22.01%	折旧和摊销	8928.02	5467.26	6071.83	6790.56
营业成本	136653.87	154829.02	184268.04	219231.64	营运资金变动	7208.70	12458.01	9503.72	10863.42
营业税金及附加					经营活动现金流	-4011.46	-1573.88	17329.78	25383.03
销售费用	40683.17	46434.00	44540.83	51147.66	资本开支	-9010.46	-2487.00	-980.00	-8331.00
管理费用	8612.63	8404.34	7860.15	12786.91	投资	-49685.13	-9431.00	-9431.00	-9431.00
财务费用	401.97	426.94	551.95	703.33	投资活动现金流	-58491.83	-11918.00	-10411.00	-17762.00
资产减值损失					股权募资	45561.47	0.00	0.00	0.00
投资收益	145.62	0.00	0.00	0.00	债务募资	15432.40	4023.00	4311.00	5781.00
营业利润	-23570.20	-19519.09	1755.43	7736.08	筹资活动现金流	78598.33	3596.06	3759.05	5077.67
营业外收支	260.07	0.00	0.00	0.00	现金净流量	15419.87	-9895.81	10677.83	12698.70
利润总额	-23566.48	-19946.02	1203.49	7032.76	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	-30.28	-19.95	1.20	7.03	<b>成长能力</b>				
净利润	-23536.20	-19926.08	1202.28	7025.73	营业收入增长率	56.04%	17.30%	24.70%	22.01%
归属于母公司净利润	-23538.38	-19924.08	1202.16	7025.02	净利润增长率	-599.93%	-15.35%	-106.03%	484.36%
YoY(%)	-599.93%	-15.35%	-106.03%	484.36%	<b>盈利能力</b>				
每股收益(元)	-3.84	-3.22	0.19	1.14	毛利率	23.71%	26.31%	29.67%	31.42%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净利润率	-13.14%	-9.48%	0.46%	2.20%
货币资金	32513.43	22617.62	33295.45	45994.15	总资产收益率 ROA	-9.78%	-8.19%	0.45%	2.35%
预付款项					净资产收益率 ROE	-18.74%	-18.85%	1.12%	6.17%
存货	681.69	1290.24	1535.57	1826.93	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	13276.92	14707.60	18340.34	22377.10	流动比率	2.16	1.71	1.65	1.60
流动资产合计	147828.68	149143.23	172756.47	199291.88	速动比率	1.95	1.53	1.46	1.41
长期股权投资	13868.79	14068.79	14268.79	14468.79	现金比率	0.47	0.26	0.32	0.37
固定资产	11414.27	13861.79	15926.10	18654.62	资产负债率	47.83%	56.61%	59.89%	61.90%
无形资产	35769.82	30342.04	23185.89	21997.81	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	92824.59	94275.33	93614.50	99585.94	总资产周转率	0.74	0.86	0.98	1.07
资产合计	240653.27	243418.56	266370.97	298877.82	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	11565.20	11565.20	11565.20	11565.20	每股收益	-3.84	-3.22	0.19	1.14
应付账款及票据	15165.62	22118.43	26324.01	31318.81	每股净资产	20.29	17.07	17.27	18.40
其他流动负债	41126.48	52527.15	65501.22	79918.21	每股经营现金流	-0.65	-0.25	2.80	4.10
流动负债合计	68592.96	87261.32	104700.45	124400.58	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	12219.67	16242.67	20553.67	26334.67	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	34283.88	34283.88	34283.88	34283.88	PE	-58.76	-59.53	986.67	168.84
非流动负债合计	46503.55	50526.55	54837.55	60618.55	PB	11.02	11.23	11.10	10.42
负债合计	115096.51	137787.87	159538.00	185019.13					
股本	0.41	0.41	0.41	0.41					
少数股东权益	-56.68	-58.67	-58.55	-57.85					
股东权益合计	125556.76	105630.68	106832.97	113858.69					
负债和股东权益合计	240653.27	243418.56	266370.97	298877.82					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。