

证券研究报告

海外

2022年12月05日



本地生活行业系列研究三部曲之到店酒旅专题： 美团 VS 字节跳动

评级：推荐(维持)

国海证券研究所

陈梦竹(证券分析师)

S0350521090003

chenmz@ghzq.com.cn

张娟娟(联系人)

S0350121110013

zhangjj02@ghzq.com.cn

罗婉琦(联系人)

S0350122040042

luowq@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
海外	24.9%	-8.7%	-36.6%
恒生指数	21.2%	-4.39%	-20.8%

相关报告

《哔哩哔哩2022Q3财报点评：用户增长强劲，降本增效下后续亏损有望持续收窄（买入）*海外*陈梦竹，尹芮》——2022-12-01

《——拼多多（PDD.O）2022Q3财报点评：营收利润大超预期，持续受益品牌化战略推动（买入）*海外*陈梦竹》——2022-11-30

《——美团-W（3690.HK）2022Q3财报点评：业务增长显韧性，利润大超预期实现扭亏为盈（买入）*海外*陈梦竹》——2022-11-28

《——小米集团-W（01810）2022Q3财报点评：手机消费拐点未现，静待经济复苏回暖（买入）*海外*陈梦竹》——2022-11-26

《快手-W（1024.HK）2022Q3财报点评：流量端表现亮眼，亏损实现超预期收窄，国内业务利润持续增长（买入）*海外*陈梦竹，尹芮》——2022-11-25

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2022/12/02	EPS (人民币)			PE			投资评级
		股价 (港元)	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
03690.HK	美团-W	168.00	-3.82	-1.11	0.81	—	—	189.7	买入

资料来源: Wind资讯, 国海证券研究所

注: 换算汇率日期为2022年12月2日, 1港币=0.91元人民币

国海海外

国海海外

国海海外

本篇报告核心解决以下问题：如何理解不同平台发展本地生活业务的原因？本地生活行业发展阶段、长期市场空间如何？从流量侧、商户侧、平台侧看美团与抖音本地生活业务的差异以及各自的竞争优势在哪里？如何预测长期本地生活行业竞争格局？美团VS抖音长期GTV空间如何？两者市占率怎样变化？美团长期货币化率提升空间有多大？

1、核心问题一：如何理解不同平台发展本地生活业务的原因？

- **到餐/到综/酒旅市场规模2022-2025年CAGR分别有望达到19%/29%/13%**：通过分行业线下市场规模与线上渗透率测算，我们预测2021年本地生活市场规模约为9680亿元，2025年预计达到18128亿元，2022-2025年CAGR为17%；其中，到店餐饮2025年市场规模预计达到3574亿元；到店综合2025年市场规模预计达到3917亿元；酒旅市场2025年市场规模预计达到10637亿元；经测算，到餐/到综/酒旅市场规模2022-2025年CAGR分别有望达到19%/29%/13%。
- **美团稳居行业龙头，抖音入局本地生活探索新增长曲线**：从交易金额及用户心智来看，美团稳居行业领先地位，而抖音基于流量红利期，发力本地生活业务，将高粘性流量转化为到店流量，探索除广告、电商外的第三增长点。抖音降低电商内容加载率以平衡用户体验与内容变现，2022年该指标已降低至10-13%，而本地生活则成为新的流量承接方。用户对于本地生活商业化内容感知较浅，接受度更高，因此本地生活内容加载率提高对于用户体验及内容生态的影响较低，由本地生活承接电商的部分流量有利于抖音更好地平衡用户体验与内容变现。

2、核心问题二：美团vs抖音本地生活业务对比分析框架

- **流量侧**：1) 美团/大众点评2022年9月MAU分别为3.9亿/0.8亿，DAU分别为1.1亿/0.1亿，抖音2022年9月MAU为7.1亿，DAU为4.4亿，2021年团购DAU渗透率约为23%，时长渗透率约为5%；2) 美团用户找店心智更加成熟，以到餐为例，80%的用户使用美团APP查找餐厅的功能，因此交易转化率也处于较高水平；抖音本地生活仍以“店找人”为主，搜索VV占比较低，通过兴趣匹配与内容推荐来激发用户潜在需求，实现有效转化；3) 美团用户主动消费需求较强，因此核销率保持较高水平，2022年10月到店30天内核销率为83%；抖音用户以被动消费为主，因此核销率低于美团，2022年10月到店30天内核销率为62%，长期有望通过强化搜索心智提高核销率。
- **商户侧**：1) 美团本地生活2022年10月活跃商家数量达到378万，动销商家数量达到326万；抖音本地生活2022年10月商家数量达到25万，其中带团购券的商家数量达到21万，动销商家数量达到10万，仍处于前期拓店阶段；2) 美团本地生活商家较为分散，腰尾部商家占比较高，而抖音本地生活商家较为集中，头部商家占比明显高于美团；3) 美团自有BD团队负责拓店，商户通过官方平台入驻，部分腰尾部商家选择代运营服务；抖音采用自有BD团队+第三方服务商双地推模式，服务商体系健全，头部商户与官方合作较多，腰尾部客户通过服务商入驻与运营；4) 从官方合作角度出发，美团（平台佣金）< 抖音整体抽佣率（平台佣金+达人抽佣）；单看平台抽佣率，抖音整体团购佣金率低于美团，但抖音商家团购带货较为依赖本地团购达人，达人佣金率叠加平台抽佣，整体费率高于美团；5) 美团搜索广告ROI存在天然优势，到餐/到综的CPC竞价广告ROI平均水平为6.8/1.3，但到综品类多数线上广告转化为线下交易额，因此真实ROI应高于测算水平；抖音本地生活ROI约为2.8，略高于抖音电商ROI，短期内存在流量红利，长期流量成本将趋于上升。

- **平台侧：**1) 美团APP界面设计成熟，用户“人找店”的路径较为直观；抖音APP改版，四个一级入口分别为同城、关注、商城、推荐，同城业务战略地位有所提高，界面设计突出“店找人”的路径；2) 美团点评广告产品以竞价广告及商户通为主，合计收入占比超过70%，多为搜索竞价广告；抖音广告产品体系较为成熟，原有电商广告产品可直接复用，同时平台进一步丰富针对本地生活商家的专有产品体系；3) 美团点评长期沉淀大量UGC内容，建立内容+消费飞轮效应，以用户真实评价为主，在用户信任与消费决策依赖程度上存在天然优势；抖音通过内容引导用户种草消费，与美团消费决策链路存在差异，内容产出方以商家和达人为主，因此用户消费决策效率低于美团。

3、核心问题三：2022-2025年到店酒旅行业竞争格局预测

- **美团本地生活GTV测算：**通过本地生活分行业线下市场规模与美团对应渗透率测算，美团到餐/到综/酒旅交易规模2022-2025年CAGR分别有望达到15%/27%/13%；其中，我们预计美团到综GTV增速较高，主要由于①到综行业线上渗透率较低，长期提升空间较大；②到综行业中，部分新兴品类自身增速较高，如新兴休娱、医美、亲子、结婚等，带动整体到综行业增速提升。
- **抖音本地生活GTV测算：**从流量角度测算，在2025年悲观/中性/乐观假设下，我们预测本地生活日均VV占比提升至9%~11%，本地生活团购日均VV占比提升至50%左右，点击转化率提升至0.022%~0.032%，对应抖音本地生活2025年GTV空间（核销前）为1541~2740亿元（仅考虑“店找人”）；我们认为，抖音本地生活板块在第一阶段的增长驱动力主要来自1)本地生活大盘流量增长（即本地生活日均VV占比）以及带团购链接的内容占比提升（即本地生活团购日均VV占比）；2)用户在抖音购买团购券的习惯养成后带来的点击购买转化率提升；而第二阶段的增长驱动力将主要来自用户主动搜索的心智强化，促进抖音本地生活搜索流量占比提升、用户复购率提高。
- **长期竞争格局研判：**我们预测2021年美团/抖音本地生活市场份额分别为34%/1%，2025年两者本地生活市场份额分别为37%/11%，到餐市场份额分别为70%/27%，到综市场份额分别为81%/17%，酒旅市场份额分别为10%/3%。
- **美团货币化率及收入预测：**从历史货币化率趋势来看，美团佣金货币化率>抖音，抖音广告货币化率>美团；长期美团佣金及广告货币化率提升的主要驱动因素：①疫情影响逐渐减弱、宏观经济回暖带动消费复苏，线下经营改善使得商户广告预算提高，推动广告货币化率提高；②到综行业中，医美、亲子、结婚等品类行业增速快，变现率高，但疫情后恢复速度低于消费高频且刚需的餐饮、传统丽人等品类，随着变现率偏高的新兴品类增速回归正常水平，平台收入结构变化也将推动广告货币化率提高；③到综行业中，医美、亲子、结婚等品类线上广告转化为线下渠道交易额的占比较高，商家线下GTV增长带动线上广告预算增加，但平台未计入线下交易额，因此广告预算增加的同时，线上GTV并没有同幅变动，也将带动广告货币化率提升。

4、**行业投资建议：**我们预计本地生活到餐/到综/酒旅市场规模2022-2025年CAGR分别有望达到19%/29%/13%，行业空间广阔，主要平台如美团及抖音本地生活GTV仍有较大增长空间，维持行业“推荐”评级，建议关注标的：美团-W、字节跳动（未上市）等。

5、**风险提示：**国内外疫情反复风险、宏观经济波动风险、行业增速不及预期风险、市场竞争风险、重点关注公司业绩不及预期风险、专家调研相关数据结论的准确性及代表性问题等。

三部曲系列研究报告框架.....	8
核心问题一：如何理解不同平台发展本地生活业务的原因？.....	9
本地生活行业：已步入3.0新阶段，注重新消费体验的同时积极拥抱数字化	
市场规模测算：到餐/到综/酒旅2022-2025年CAGR分别有望达到19%/29%/13%	
美团稳居本地生活行业龙头，抖音基于流量红利期将高粘性流量转到店流量	
美团到店事业群架构较为成熟稳定，抖音本地生活组织架构持续调整	
美团：紧跟业务环境调整内部战略，既往不恋、上下求索	
美团：从人货场角度看美团在千团大战中胜出的原因及到店业务商业壁垒	
美团：到店酒旅业务作为平台利润基石，经营溢利率远高于外卖及新业务	
抖音：主动降低电商内容加载率，本地生活业务成为新的流量承接方	
抖音：通过发力餐饮外卖、到店服务、电商业务，建立高中低频全业务矩阵	
核心问题二：美团vs抖音本地生活业务对比分析框架.....	19
美团VS抖音本地生活业务：流量侧、商户侧、平台侧对比因素拆解	
流量侧：美团用户找店心智成熟，抖音仍以“店找人”为主，搜索占比较低	
流量侧：整体用户规模及使用时长抖音>美团，抖音APP内容属性较强	
流量侧：抖音本地生活团购DAU渗透率约为23%，使用时长渗透率约为5%	
商户侧：抖音自有团队+服务商双地推模式，美团自有BD团队+运营商赋能	
商户侧：美团（平台佣金）<抖音整体抽佣率（平台佣金+达人抽佣）	
商户侧：美团作为商家长效运营的重要平台，搜索广告ROI存在天然优势	
平台侧：美团APP界面突出“人找店”，抖音APP界面突出“店找人”	
平台侧：美团广告产品以搜索广告为主，并通过商户通等运营工具赋能	
平台侧：抖音原有广告产品可直接复用，同时丰富本地生活商家专有产品体系	
平台侧：美团点评与抖音内容形式不同导致用户消费决策效率存在差异	
核心问题三：2022-2025年到店酒旅行业竞争格局预测.....	31
美团GTV测算：到餐/到综/酒旅2022-2025年CAGR分别有望达到15%/27%/13%	
抖音本地生活GTV测算：中性预测“店找人”逻辑下2025年达到2101亿元（核销前）	

长期竞争格局研判：2025年美团/抖音本地生活市场份额预测分别为37%/11%

货币化率趋势：美团佣金货币化率>抖音，抖音广告货币化率>美团

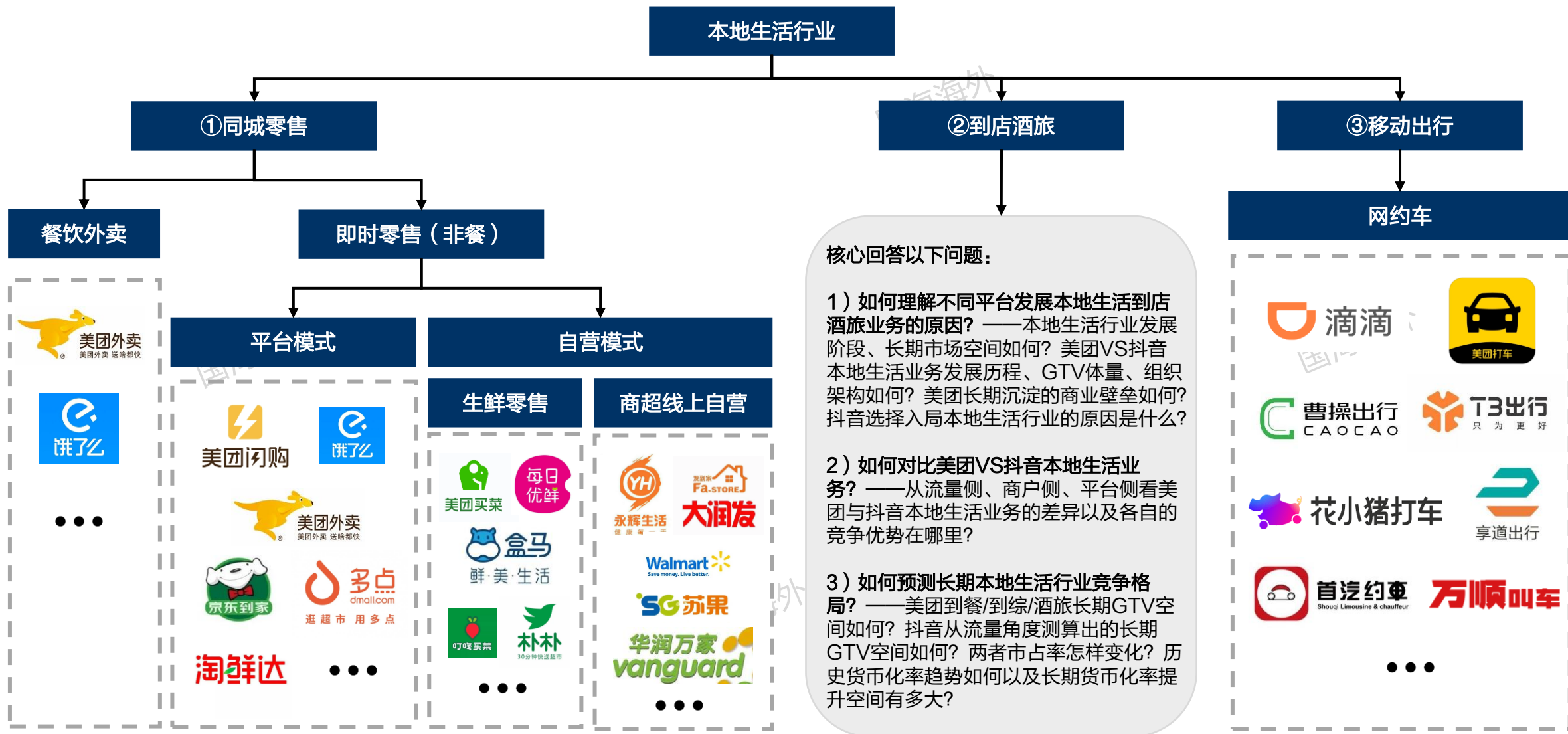
行业投资建议及风险提示.....36

国海海外

国海海外

国海海外

国海海外



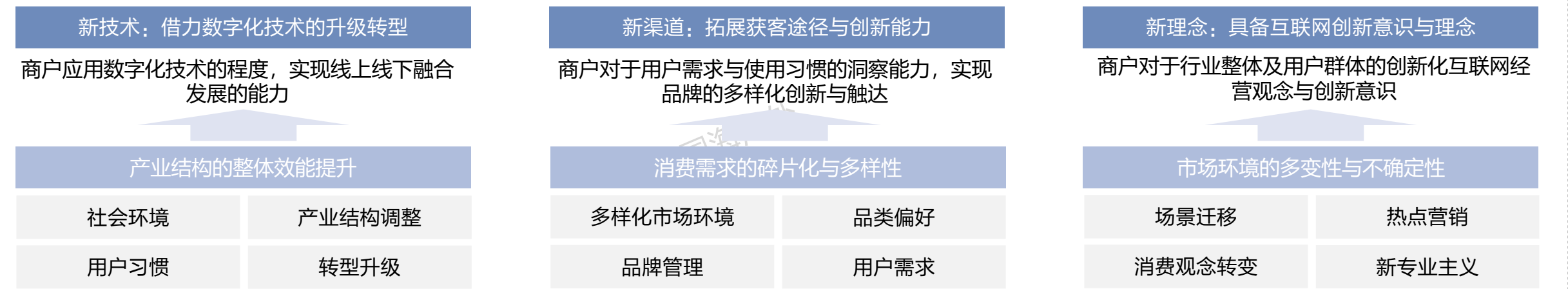
核心问题一： 如何理解不同平台发展本地生活业务的原因？

本地生活行业：已步入3.0新阶段，注重新消费体验的同时积极拥抱数字化

- **本地生活已步入3.0新阶段，行业空间广阔：**本地生活聚焦餐饮、酒旅、休闲娱乐、结婚亲子等多服务场景，行业空间大；①1.0阶段（2003-2012年）：“千团大战”时期参与者众多，聚焦团购赛道、发力商户线下到线上的打通；②2.0阶段（2013-2017年）：玩家数量减少但互联网巨头入局，从团购赛道扩展至到家即时配送领域，带来新一轮技术创新的同时奠定了“美团+大众点评”vs“饿了么+口碑”的竞争格局；③3.0阶段（2018年-至今）：服务场景和配送品类上不断丰富，“最后一公里”履约网络日趋完善，且通过提供SaaS等技术服务赋能商家，本地生活数字化程度不断提升。
- **丰富场景，注重新消费体验：**前期发展更注重品类广度，随着Z时代新消费大环境的到来，新技术、新需求被催化，本地生活愈发注重品类深度的挖掘，以“个性化、品质化、即时型”为发力点，进一步带动新业态（如剧本杀、付费自习室、汉服体验馆等）、新理念（如单身经济、宅经济、她经济等）的发展。
- **积极拥抱数字化，赋能B端降本增效：**本地生活行业存在很多分散且数量庞大的中小商户，其自身技术研发实力不够，互联网巨头入局后利用技术优势，提供SaaS服务赋能小B商家，未来有望进一步利用云计算、人工智能、物联网等技术，更好帮助商户降本增效的同时催生新商业模式，为本地生活注入活力。



后疫情时代下新技术、新渠道、新理念是商户成败关键



市场规模测算：到餐/到综/酒旅2022-2025年CAGR分别有望达到19%/29%/13%

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2022-2025年CAGR
本地生活线上市场规模 (亿元)	9,680	11,337	13,480	15,778	18,128	17%
yoy		17%	19%	17%	15%	
到店餐饮线上市场规模 (亿元)	1,690	2,112	2,572	3,056	3,574	19%
yoy		25%	22%	19%	17%	
到店餐饮线上渗透率	4.5%	5.5%	6.4%	7.2%	7.9%	
线下餐饮市场规模 (亿元)	37,555	38,407	40,189	42,444	45,237	
yoy	14%	2%	5%	6%	7%	
中国餐饮市场规模 (亿元)	46,895	49,240	52,194	55,848	60,316	
yoy	19%	5%	6%	7%	8%	
中国外卖市场规模 (亿元)	9,340	10,833	12,005	13,403	15,079	
yoy	41%	16%	11%	12%	13%	
外卖渗透率	20%	22%	23%	24%	25%	
到店综合线上市场规模 (亿元)	1,368	1,833	2,422	3,117	3,917	29%
yoy		34%	32%	29%	26%	
到店综合线上渗透率	1.8%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	
线下综合市场规模 (亿元)	76,000	83,320	93,163	103,916	115,212	
yoy		10%	12%	12%	11%	
—休闲娱乐市场规模 (亿元)	20,000	21,200	22,896	24,499	26,214	
yoy		6%	8%	7%	7%	
—传统丽人市场规模 (亿元)	15,000	15,600	16,536	17,363	18,231	
yoy		4%	6%	5%	5%	
—医美市场规模 (亿元)	3,000	3,600	4,392	5,314	6,377	
yoy		20%	22%	21%	20%	
—亲子市场规模 (亿元)	20,000	22,400	25,536	29,366	33,184	
yoy		12%	14%	15%	13%	
—结婚市场规模 (亿元)	18,000	20,520	23,803	27,374	31,206	
yoy		14%	16%	15%	14%	
酒旅线上市场规模 (亿元)	6,622	7,392	8,485	9,605	10,637	13%
yoy	-14%	12%	15%	13%	11%	
酒旅线上市场规模 (亿元)	6,622	7,392	8,485	9,605	10,637	
yoy	-14%	12%	15%	13%	11%	
—酒店市场规模 (亿元)	5,100	5,865	6,451	6,967	7,246	
yoy	-5%	15%	10%	8%	4%	
—酒店线上渗透率	40%	44%	48%	52%	56%	
—旅行 (OTA交易额, 亿元)	4,582	4,812	5,389	5,982	6,580	
yoy	-20%	5%	12%	11%	10%	

注:

①到店餐饮线上市场规模: 由(中国餐饮市场规模-中国外卖市场规模)x到店餐饮线上渗透率计算得出;

②到店综合线上市场规模: 美团到店业务内部口径分为休闲娱乐、丽人、亲子、结婚、生活服务共5个一级品类, 丽人包括传统丽人及医美, 因生活服务类覆盖范围较广且本地生活平台渗透率较低, 同时美团生活服务类GTV占比较低, 因此测算中未计入该品类。由4个行业规模加总得出到店综合线下市场规模, 再根据线上渗透率计算得出到店综合线上市场规模;

③酒旅线上市场规模: 分为酒店和旅行两部分, 酒店线上市场规模由酒店线下市场规模x线上渗透率计算得出, 旅行市场规模为OTA交易规模。

美团稳居本地生活行业龙头，抖音基于流量红利期将高粘性流量转到店流量



2003
大众点评上线，全球最早建立的独立第三方消费点评网站

2010
美团网上线，成为国内最早做团购的网站

2011
美团11月销售额超过2.5亿元，稳居团购行业第一

2015
美团与大众点评宣布合并，达成战略合作并成立新公司，合并后双方人员架构保持不变，保留各自的品牌和业务独立运营

2021.12
快手和美团达成互联互通战略合作。美团将在快手开放平台上线美团小程序，为美团商家提供套餐、代金券、预订等商品展示、线上交易和售后等服务，快手用户将能够通过美团小程序直达

2003

2010

2011

2015

2020.3

2020年底

2021.4

2021.12

2021年底

2022

本地生活市场空间广阔，美团稳居行业龙头，抖音入局本地生活探索新增长曲线：本地生活市场空间广阔，且线上渗透率仍处于较低水平，从交易金额及用户心智来看，美团稳居行业领先地位，而抖音基于流量红利期，发力本地生活业务，将高粘性流量转化为到店流量，探索除广告、电商外的第三增长点。



2020.3
抖音升级企业号，推出团购功能、建立本地探店达人体系

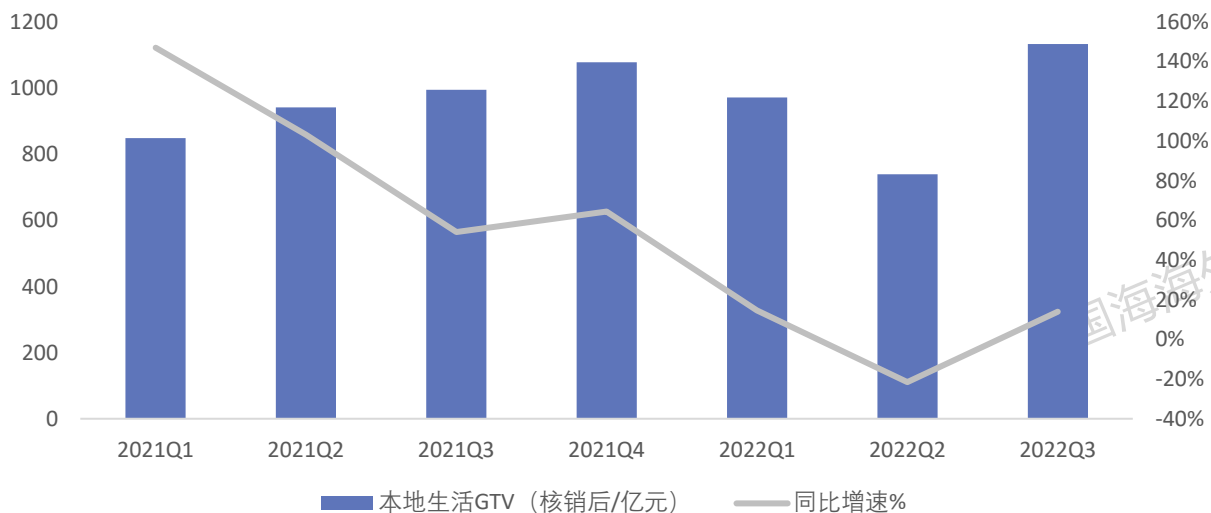
2020年底
抖音内部立项“生活服务”，挂靠在一级部门“商业产品”旗下；字节商业化部门成立专门拓展本地生活的“本地直营业务中心”，SMB部门被裁撤，人员并入

2021.4
抖音引入服务商体系，作为抖音官方BD的补充

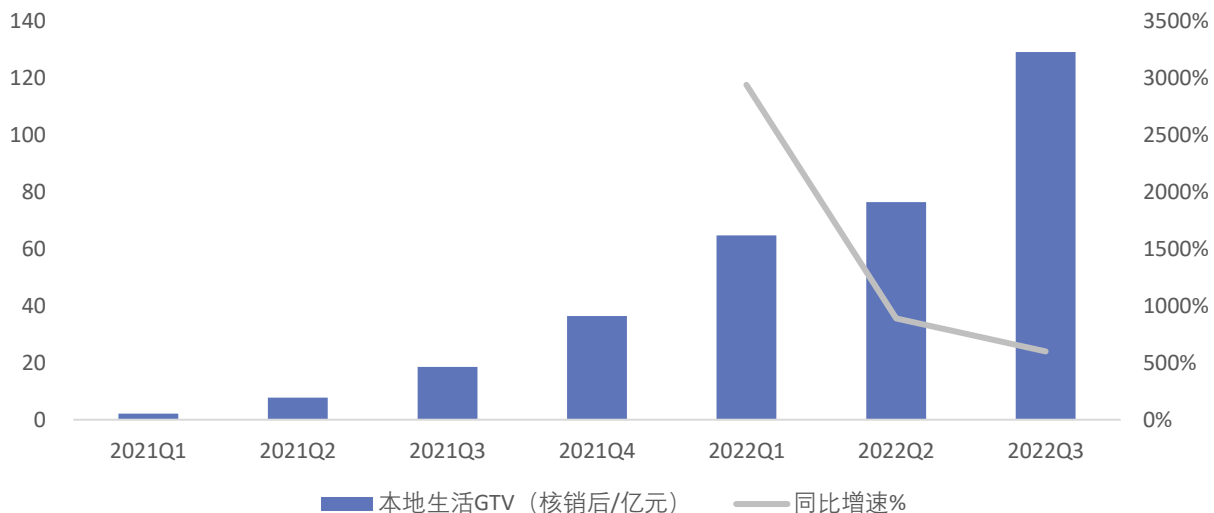
2021年底
抖音本地生活业务自“商业产品”独立，成立一级部门

2022
推出本地商家门店管理、经营平台“抖音来客”、生活服务商家营销平台“巨量本地推”

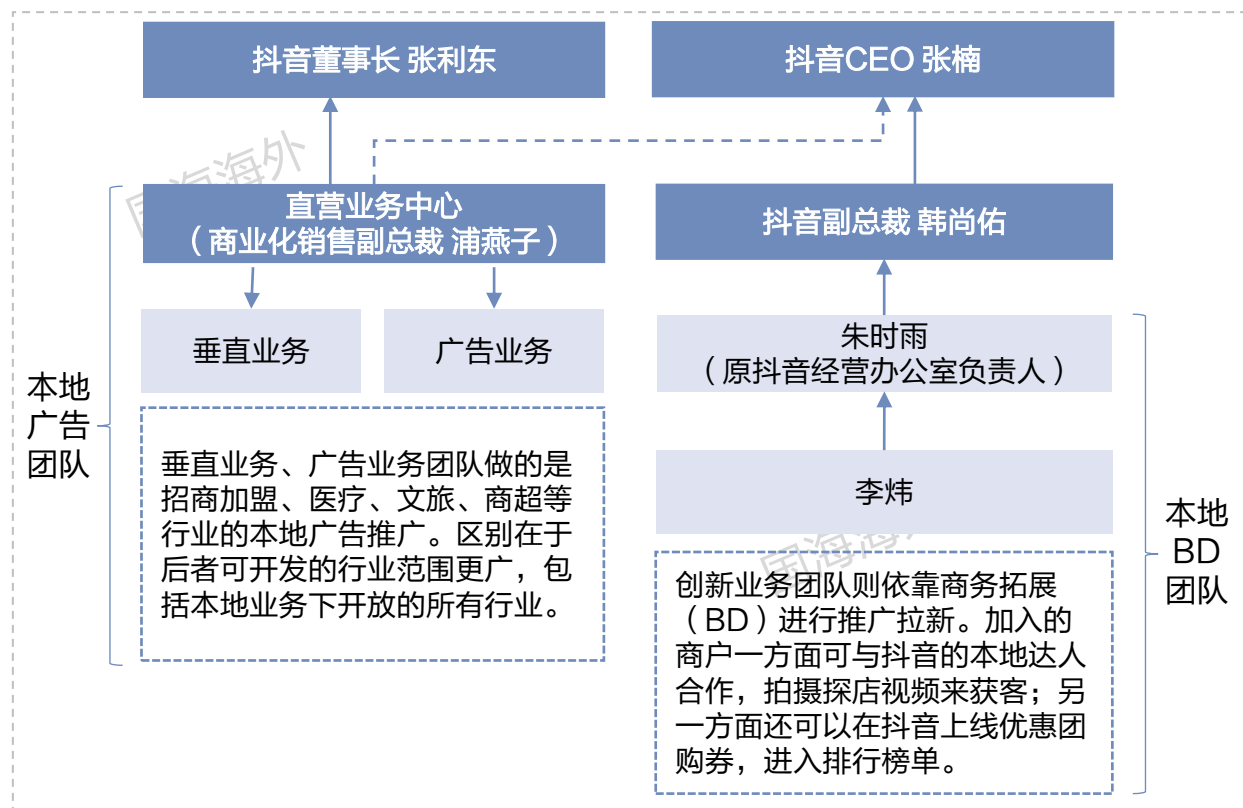
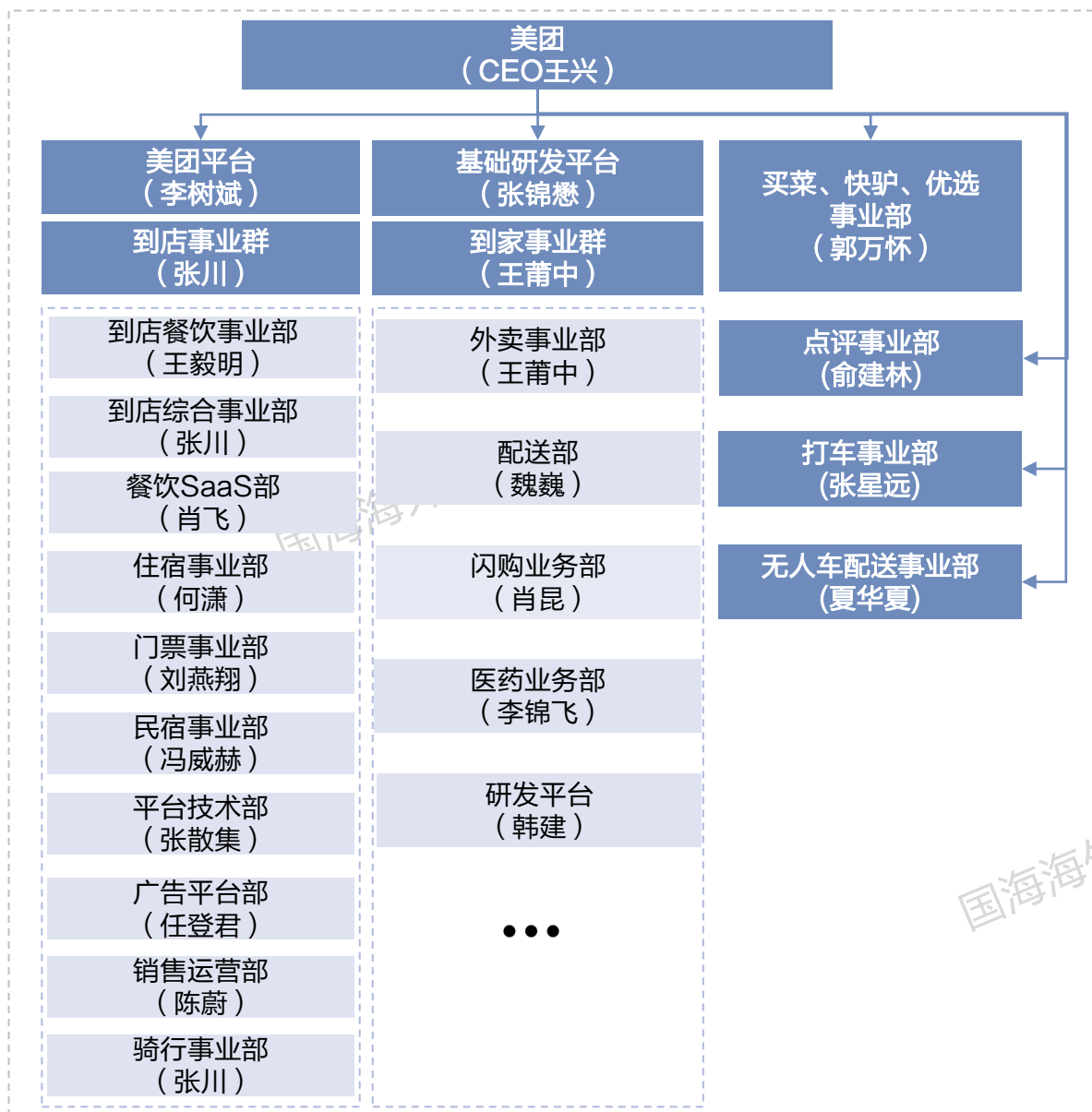
美团本地生活GTV及同比增速情况



抖音本地生活GTV及同比增速情况

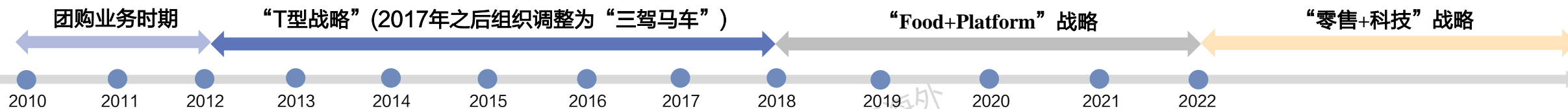


美团到店事业群架构较为成熟稳定，抖音本地生活组织架构持续调整



- **抖音本地生活组织架构持续调整以契合业务发展阶段：**1) 据晚点报道，抖音经营办公室负责人朱时雨将转岗负责抖音生活服务，直接汇报至抖音副总裁韩尚佑。经营办公室属于字节跳动的中台部门之一，负责抖音 BU 与字节商业化部门的战略规划、用户研究等工作；2) 本地BD团队与本地广告团队相互独立，只存在业务协同，但汇报线互无关系。
- **美团到店事业群架构成熟稳定，根据业务线划分事业部：**美团到店事业群根据业务线划分为不同事业部，美团与大众点评业务合并，均由相同事业部负责，独立的点评事业部则主要负责中后台支持工作，不直接涉及业绩KPI。

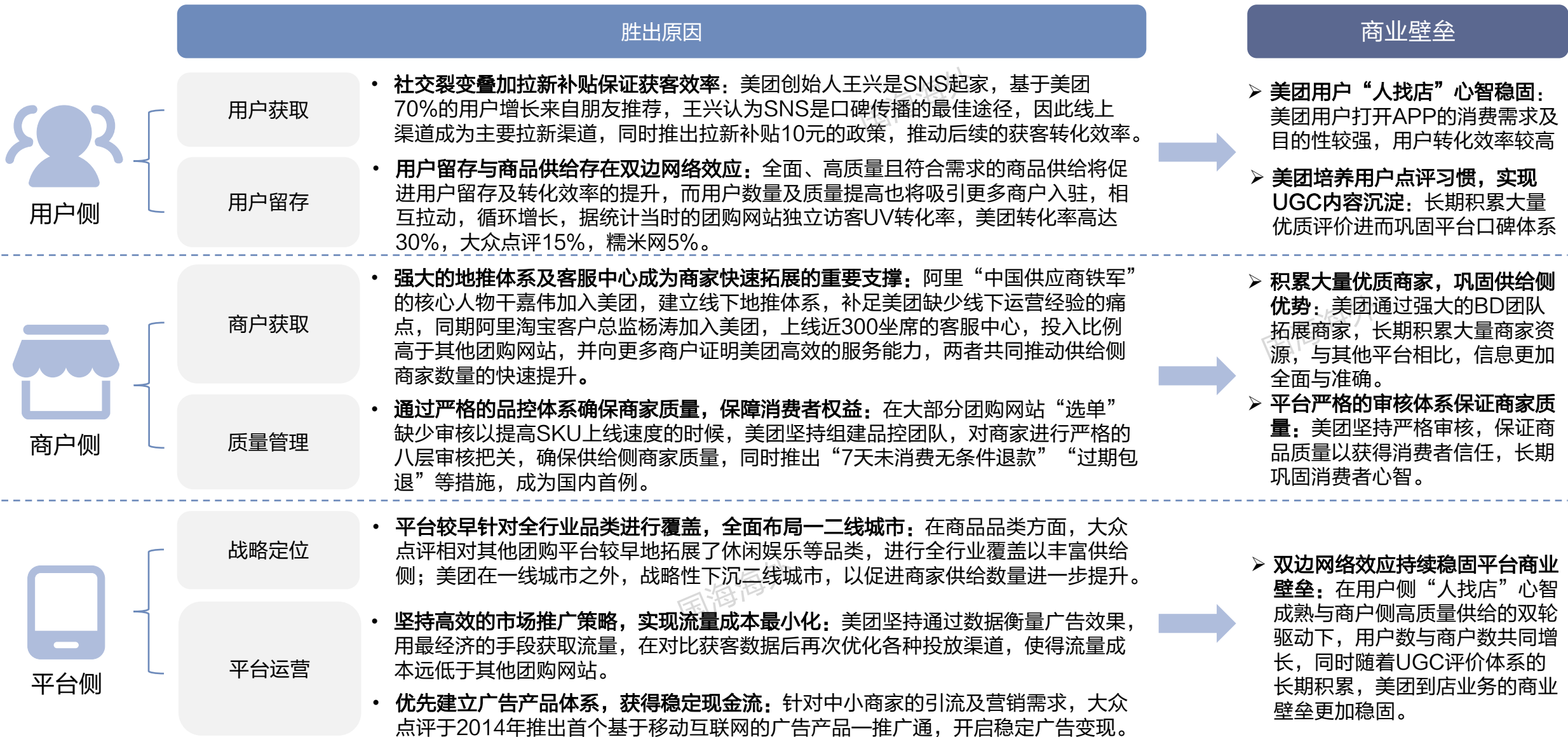
美团：紧跟业务环境调整内部战略，既往不恋、上下求索



战略提出背景	具体战略介绍	战略效果	对应业务架构
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美团早期创业团队第三次创业美团网：之前创业过校内网、饭否网，团队多为高知分子，创业经验丰富 ◆ Groupon团购平台模式风靡海外 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 借鉴Groupon并本土创新，聚焦团购模式深耕细作 ◆ 资金用在刀刃上，并提前“储粮”确保账上充裕：完成两轮融资 ◆ 专业的事情交给专业的人做：引入干嘉伟，建立销售完整SOP 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 获得两轮融资，在千团大战中胜利：2012年底团购市占率超过30% ◆ 干嘉伟加入并打造了美团地推铁军 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 全公司聚焦团购业务 ◆ 将销售部分的组织架构整理，划分为8个大区：针对大城市，采用大区经理带城市经理的措施；在中小城市，采用3层结构，大区经理→区域经理→城市经理
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2012年开启T型战略的业务背景：美团在千团大战中取得初步胜利，基本盈亏平衡，团购业务完成了使命，2011年年底，美团覆盖了约100城市，而竞对大众点评、糯米分别只覆盖约20-30个城市，需要寻找可变现的业务； ◆ 2017年组织调整为“三驾马车”的业务背景：2015年11月，美团公布了合并大众点评后的组织架构调整，成立五大事业群；之后历经三次调整，宣布餐饮、酒旅、综合三驾马车形成。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 王兴提出“T型战略”：一横是指平台，一竖是指新业务垂直业务，团购只是入口，而在垂直领域能扎多深则决定美团护城河； ◆ 猫眼电影在2014年成为独立事业群是“T型战略”的重要一步：此前所有垂直业务都通用一套地推团队，但猫眼独立后有了单独的供应链体系和销售团队。此后，酒店、外卖等也仿照这一路径，组建各自的供应体系和地推队伍； ◆ 2015.7成立外卖配送和酒店旅游事业群；2015.9增设到店事业群和猫眼子公司；2015年美团与大众点评合并，新公司的两轮融资均由腾讯领投；2017年1月调整，采取“三驾马车”的事业构架 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 探索出后续可变现的外卖、酒旅新业务，巩固了美团护城河； ◆ 通过挖掘种子、培养种子、获取果实的孵化策略，深度切入并布局产业链上下游：获取更大商业价值，为O2O平台添砖加瓦； ◆ 三驾马车时期通过多次组织架构调整，强化了中后台和综合管理能力，并最终形成前台4大业务+大中台的架构 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2014-2015年先后成立外卖配送（王慧文）、酒店旅游（陈亮）事业群，增设猫眼（沈丽）、到店两大事业群（干嘉伟）； ◆ 2015年合并大众点评后，组织架构先后经历3次调整：1）第一次调整后初步形成5大事业群+1个子公司+部分业务板块+中台的格局；2）第二次调整重组三大事业群，形成餐饮平台（到店+外卖配送）、酒旅事业群（平台+酒店旅游）、综合事业群（点评+到店综合）；3）第三次调整形成前台4大业务+大中台架构
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 正值上市前夕，公司需要对内部战略进行重新梳理提炼，以利用平台高频消费特性进行流量聚合与交叉销售，转动高速发展的飞轮； ◆ TO B供给侧改革大背景下的内部升级：通过领导供给侧改革，来增强自身壁垒，并提高产业链的价值，具体表现为B端商户提供涵盖从筹建到运营、从前台到后台环节的解决方案等 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ “Food+Platform”战略，就是聚焦于消费者“吃”的需求，建立起一个技术平台，并支撑起其他生活服务品类，互相拉动，不断增长； ◆ 战略上以餐饮平台为中心，拓展多元消费场景，横向上，不断丰富生活服务领域，并引入热门连锁品牌，实现品质升级；纵向上，多维度赋能商户，增强B端盈利能力和产业链融合 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 已初步形成超级平台，拓展了较多新消费场景，实现了业务扩张，带动飞轮高速运转：2019年，美团的业务已经覆盖超过200个生活服务品类，并在商家2B方向有了较大突破，更加突出优势强化、流量打通以及新业务加速 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2018年美团进行了新一轮组织架构调整，形成“两大平台、两大事业群、两大事业部”模式，明确基于LBS的服务定位和美团点评用户平台的核心地位； ◆ 指派陈亮、陈旭东管理独立事业部，同时将到店到家事业群交给新人管理，激发成熟业务创新活力；两大平台由王慧文负责，中后台精简
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美团一直朝着“帮大家吃得更好，生活更好”的使命前进，在产品形态上，已将几乎所有业务都汇集在美团 App 大入口上； ◆ 但政策和市场环境都在变化，对互联网平台型公司来说，做大规模变得越来越难且充满不确定性，而加大产业纵深和技术投入成为当下最顺势而为的潮流 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2021年9月的美团战略会上，王兴宣布，将美团的战略从“Food + Platform”升级为“零售 + 科技”，首次把零售和科技提到战略高度； ◆ 整合美团优选/快驴/买菜零售业务：由郭万怀统一负责，统一进行零售业务的资源调配； ◆ 无人车+无人机两手抓：无人车配送事业部独立，无人机技术不断迭代测试中 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 零售方面：快驴、买菜、优选业务有望可以在仓储、物流方面协同和复用； ◆ 科技方面：无人车有望应用到外卖、买菜、闪购等多个业务场景中，美团计划2024年末落地万台无人配送车 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 成立g-team小组：共有5名成员，分别是：王兴、王莆中、陈亮、郭万怀和李树斌，统一进行零售业务的资源调配； ◆ 郭万怀统一管理优选/买菜/快驴：业务上，整合以上业务有利于资源更合理配置； ◆ 原智慧交通平台拆分：打车/无人车配送事业部独立，分别由张星远和夏华夏负责

资料来源：《长期有耐心：美团的成长与进化逻辑》，晚点LatePost，中国经济传媒协会、中华工商网，猎云网，经济观察报，新媒科技评论，国海证券研究所

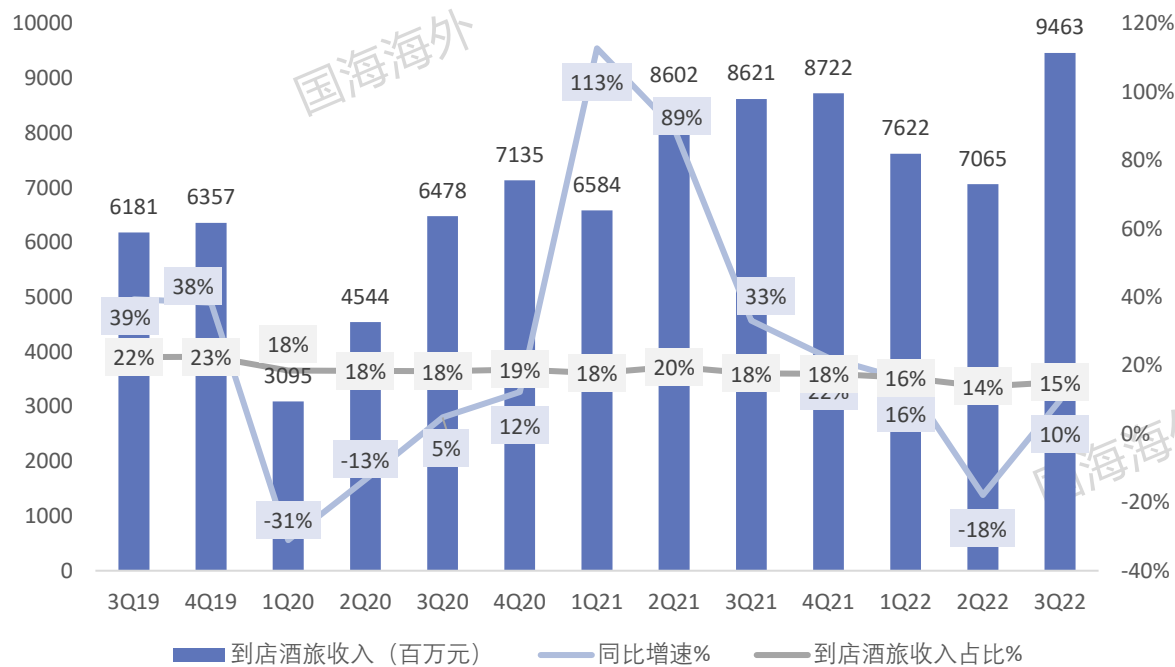
美团：从人货场角度看美团在千团大战中胜出的原因及到店业务商业壁垒



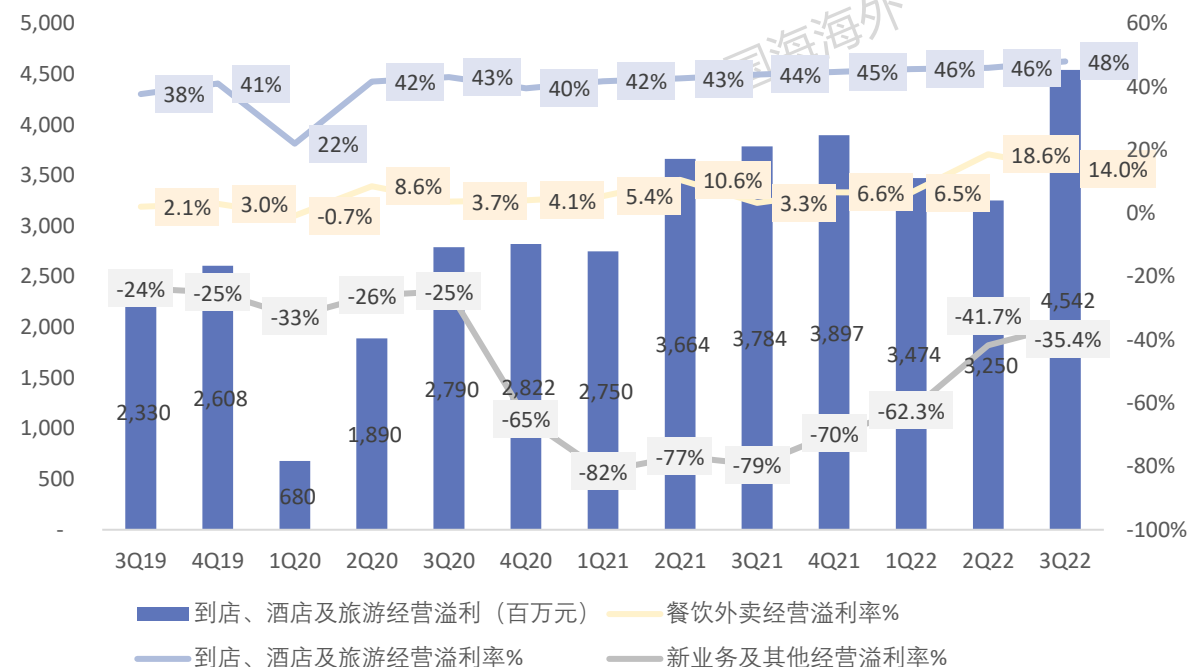
美团：到店酒旅业务作为平台利润基石，经营溢利率远高于外卖及新业务

- 到店业务是美团利润基石，通过收取佣金和在线营销服务费盈利：**
 - 利润角度：对比美团其他两大业务（餐饮外卖和新业务），到店酒旅业务经营溢利率远高于其他版块，2022Q3到店酒旅业务的OPM高达48%；
 - 盈利模式角度：
 - 佣金收入：即线下商户入驻后平台后，平台发放相关代金券，用户线上购买线下消费后收取的费用；
 - 在线营销服务收入：主要包括美团为商户提供的基于效果付费的营销、基于展示的营销以及以年度计划形式提供的营销服务；
 - 广告产品角度：
 - 推广通：帮助用户提升门店排名与进店客流；
 - 智选展位：获取更多品牌曝光和创意场景营销的玩法赋能；
 - 品牌秀：帮助品牌获得更强曝光和更好的流量转化。
- 到餐、到综形成覆盖高中低频的业务矩阵，以高带低优化用户体验：**
 - 到店餐饮业务：主要指提供餐饮服务的商户，具有高频低价的特点；
 - 到店综合业务：主要包括休闲娱乐业务（中低频高价，如桌游、密室、剧本杀等业务）、丽人美发（高频低价，如美容、美发、美甲等传统丽人业务）、医美（低频高价，如轻医美、重医美业务等）、亲子教育（中高频高价，如教育培训、母婴服务等）、婚庆（低频高价，如酒店宴会、婚礼策划、婚纱租赁等业务）、宠物（低频高价，如宠物医疗、宠物食品、宠物寄养等业务）。

美团到店酒旅业务2019Q3-2022Q3营收及占比

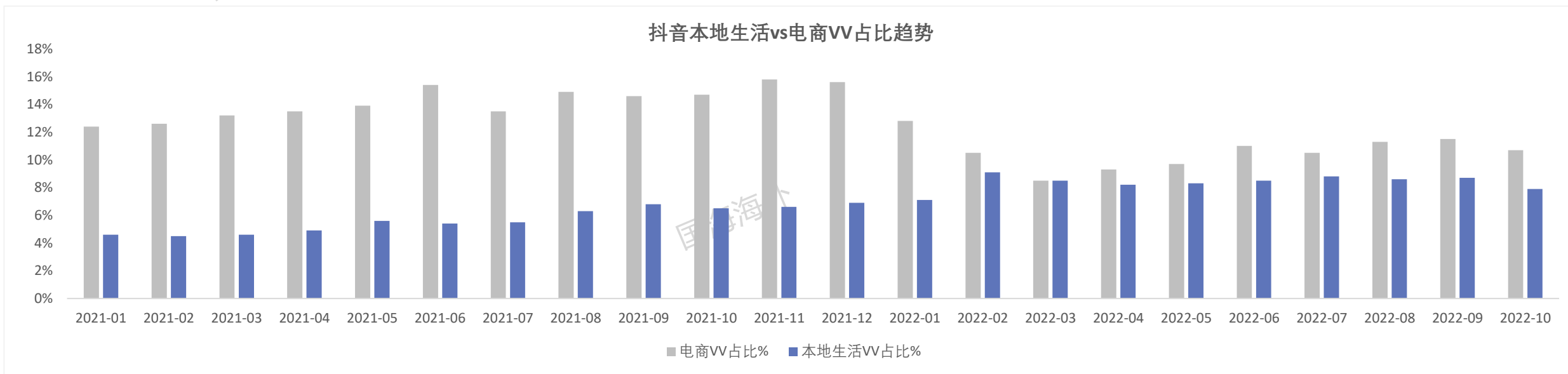
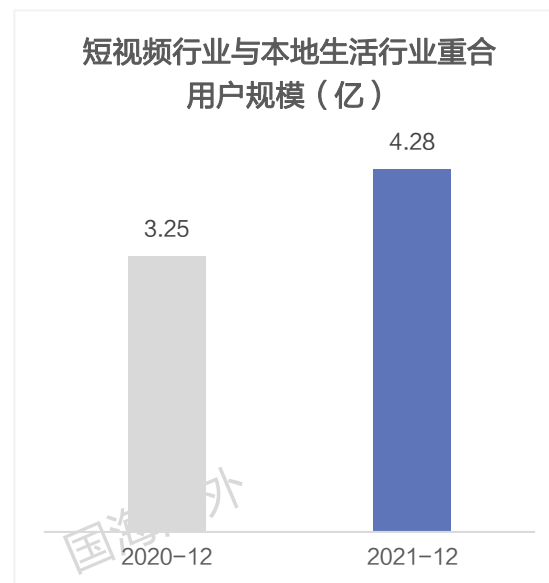
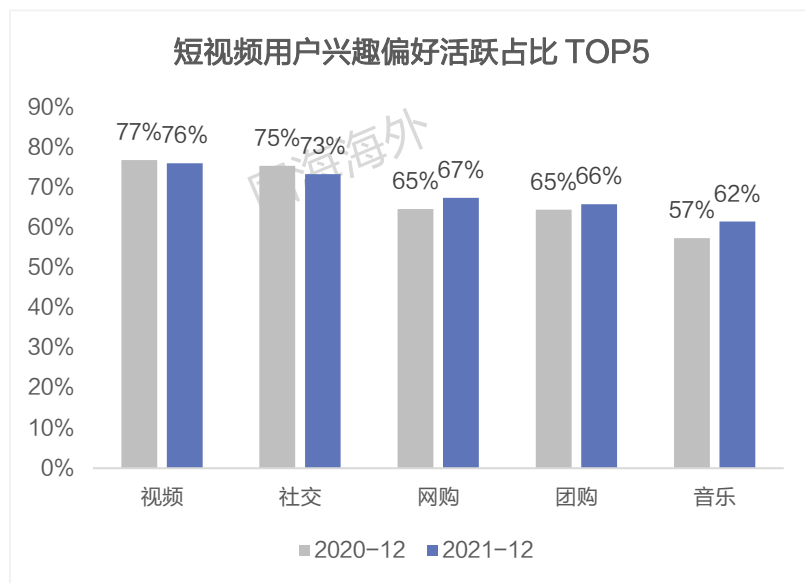


美团分业务2019Q3-2022Q3经营溢利率对比



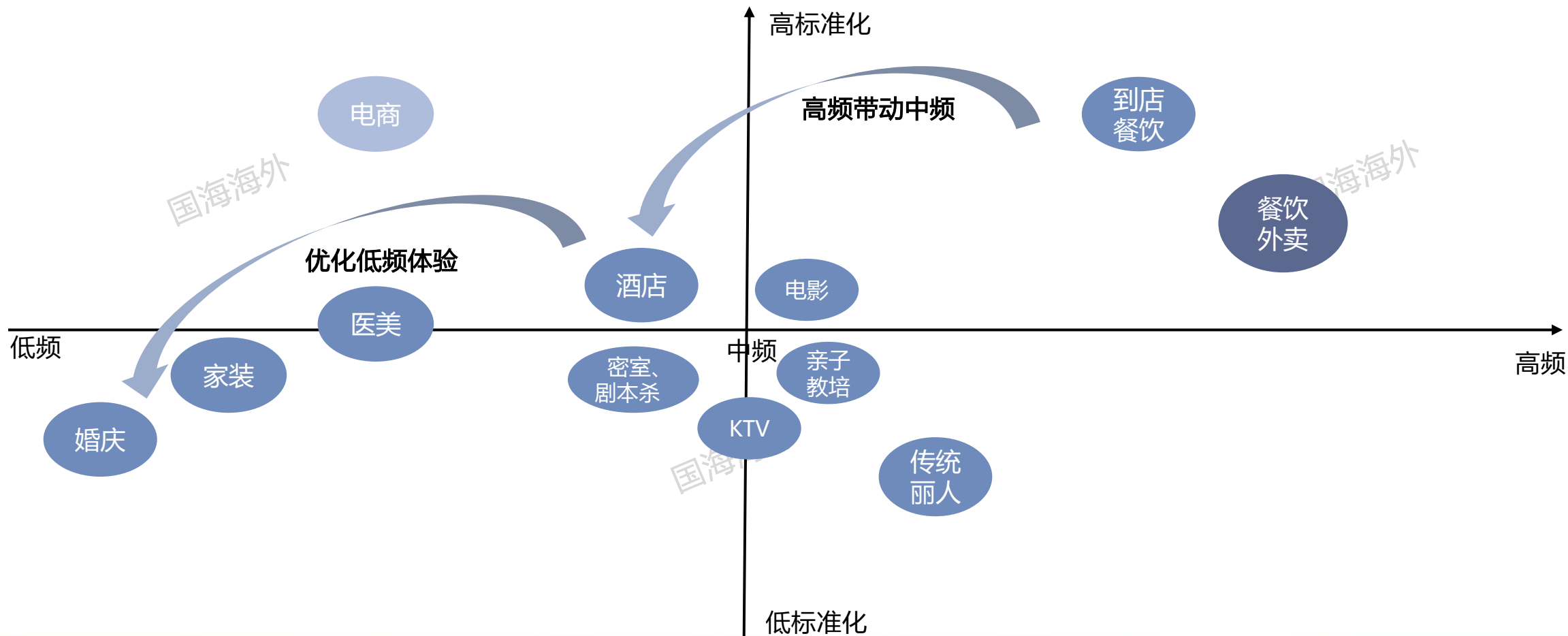
抖音：主动降低电商内容加载率，本地生活业务成为新的流量承接方

- **抖音降低电商内容加载率以平衡用户体验与内容变现：**在用户流量大盘增长见顶的背景下，流量变现的主要驱动力转向广告加载率提升，而2021年期间，抖音电商内容加载率最高达到15%左右，VV占比最高达到15.8%，电商内容加载率过高将导致用户体验变差，造成用户流失或时长降低等负面影响，因此抖音主动调整电商内容加载率，2022年该指标已降低至10-13%，而本地生活则成为新的流量承接方。
- **抖音同城提至首页顶端一级入口，同时发力同城社交与本地生活服务：**抖音同城顶部设有“附近美食”“休闲娱乐”“游玩”等类目，点击即可获取同城商家的聚合信息，用户对于本地生活商业化内容感知较浅，接受度更高，因此本地生活内容加载率提高对于用户体验及内容生态的影响较低，由本地生活承接电商的部分流量有利于抖音更好地平衡用户体验与内容变现。






抖音：通过发力餐饮外卖、到店服务、电商业务，建立高中低频全业务矩阵

- 抖音发展到店业务，进一步完善高中低频全业务矩阵：1) 抖音与饿了么宣布合作，探索餐饮外卖高频业务：2022年8月饿了么与抖音达成合作，将基于抖音开放平台，以小程序为载体，助力数百万商家为6亿抖音日活用户提供从内容种草、在线下单到即时配送的本地生活服务；2) 到店服务作为相对中频的业务，承接电商部分流量以平衡用户体验与内容生态：抖音同城已提至首页顶端一级入口，同时发力同城社交与本地生活服务，形成一定协同效应；3) 抖音电商作为相对低频业务，长期GMV仍有较大提升空间：我们认为，目前抖音“货找人”模式仍有空间，增长驱动因素活跃买家数量>活跃买家下单频次提升>电商VV增长。但抖音公域属性较强，整体复购率低于快手，若平台只发展“货找人”，长期增长将较为乏力，因此需要通过“人找货”模式，强化用户主动搜索心智，进一步突破复购率的天花板，拓展货架电商GMV空间。



核心问题二：美团 vs 抖音本地生活业务对比分析框架

美团VS抖音本地生活业务：流量侧、商户侧、平台侧对比因素拆解

	美团	VS	抖音
 流量侧	用户规模	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团/大众点评2022年9月MAU分别为3.9亿/0.8亿，DAU分别为1.1亿/0.1亿，用户打开APP目的性较强，消费需求明确； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音2022年9月MAU为7.1亿，DAU为4.4亿，其中，2021年本地生活团购DAU渗透率约为23%，时长渗透率约为5%；
	用户心智	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团用户找店心智更加成熟，以就餐为例，约80%的用户使用美团APP查找餐厅的功能，因此交易转化率也处于较高水平； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音本地生活仍以“店找人”为主，搜索VV占比较低，通过兴趣匹配与内容推荐来激发用户潜在消费需求，实现有效转化；
	用户习惯	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团用户主动消费需求较强，因此到店核销率保持在较高水平，2022年10月到店30天内核销率为83%； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音用户以被动消费为主，因此核销率低于美团，2022年10月到店30天内核销率为62%，长期有望通过强化搜索心智提高核销率水平；
 商户侧	商户数量	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团本地生活2022年10月活跃商家数量达到378万，动销商家数量达到326万，长期积累的商家资源丰富； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音本地生活2022年10月商家数量达到25万，其中带团购券的商家数量达到21万，动销商家数量达到10万，仍处于前期拓店阶段；
	商户结构	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团本地生活商家较为分散，腰尾部商家占比较高，2022年10月腰尾部商家数量占比达到95%，GTV占比达到91%； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音本地生活商家较为集中，头部商家占比明显高于美团，2022年10月头部商家数量占比达到26%，GTV占比达到42%；
	商户入驻	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团自有BD团队负责拓店，商户通过官方平台入驻，部分腰尾部商家选择代运营服务，与美团点评授权的官方本地生活运营商合作； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音采用自有BD团队+第三方服务商双地推模式，服务商体系健全，头部商户与官方合作较多，腰尾部客户通过服务商入驻与运营；
	商户运营	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团搜索广告ROI存在天然优势，就餐/到综的CPC竞价广告ROI平均水平为6.8/1.3，但到综品类多数线上广告转化为线下交易额； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音本地生活ROI约为2.8，略高于抖音电商ROI，短期内存在流量红利，长期流量成本将趋于上升；
 平台侧	平台设计	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团APP界面设计成熟，基于本地生活服务平台的天然属性，首页明确到店分行业的一级入口，用户“人找店”的路径较为直观； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音APP改版，顶部四个一级入口分别为同城、关注、商城、推荐，同城业务战略地位有所提高，界面设计突出“店找人”的路径；
	广告体系	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团点评广告产品以推广通竞价广告及商户通为主，合计收入占比超过70%，美团点评多为搜索竞价广告，与抖音信息流广告不同； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音广告产品体系较为成熟，原有电商广告产品可直接复用，同时平台进一步丰富针对本地生活商家的专有产品体系；
	内容形式	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团点评长期沉淀大量UGC内容，建立内容+消费飞轮效应，以用户真实评价为主，在用户信任与消费决策依赖程度上存在天然优势； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音通过内容引导用户种草消费，与美团消费决策链路存在差异，内容产出方以商家和达人为主，因此用户消费决策效率低于美团；
	货币化率	<ul style="list-style-type: none"> ● 美团2022Q3本地生活业务佣金货币化率为4.2%，广告货币化率为4.1%，长期伴随消费复苏以及品类结构变化有望进一步提升； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 抖音2022Q3本地生活平均佣金货币化率为3.5%，佣金率较为稳定，广告货币化率为11.1%；

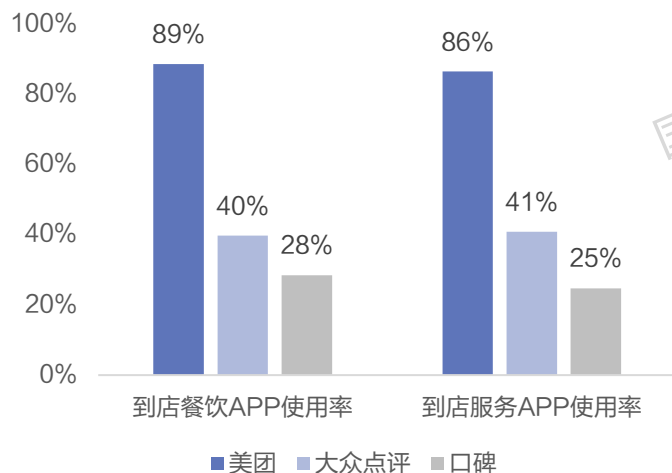
流量侧：美团用户找店心智成熟，抖音仍以“店找人”为主，搜索占比较低



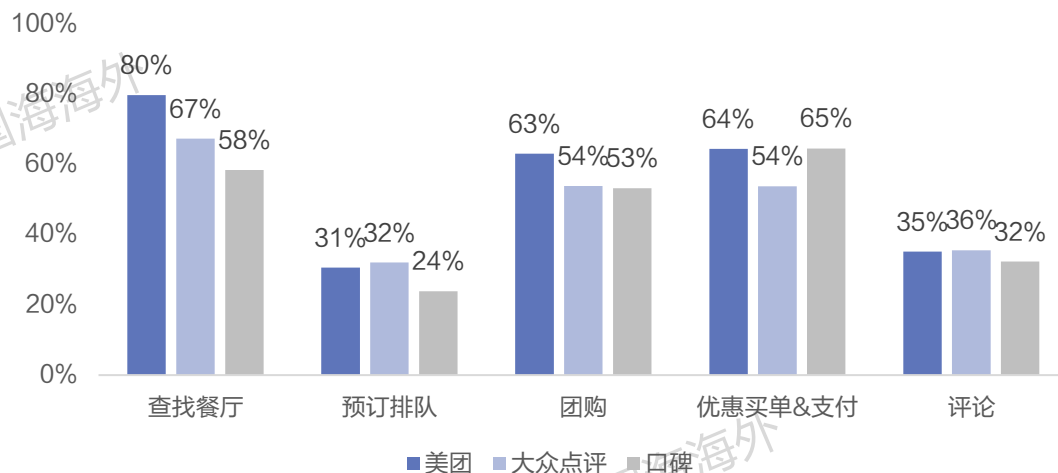
人→货

美团作为传统本地生活APP，在就餐及到店APP使用率排行中均位列第一，处于本地生活行业内较为领先的位置。同时，美团用户打开APP的消费需求及目的性较强，以就餐为例，约80%的用户使用美团APP查找餐厅的功能，经过长时间积累，美团用户找店心智更加成熟，因此交易转化率处于较高水平。

到店APP使用率对比 (2018.8)



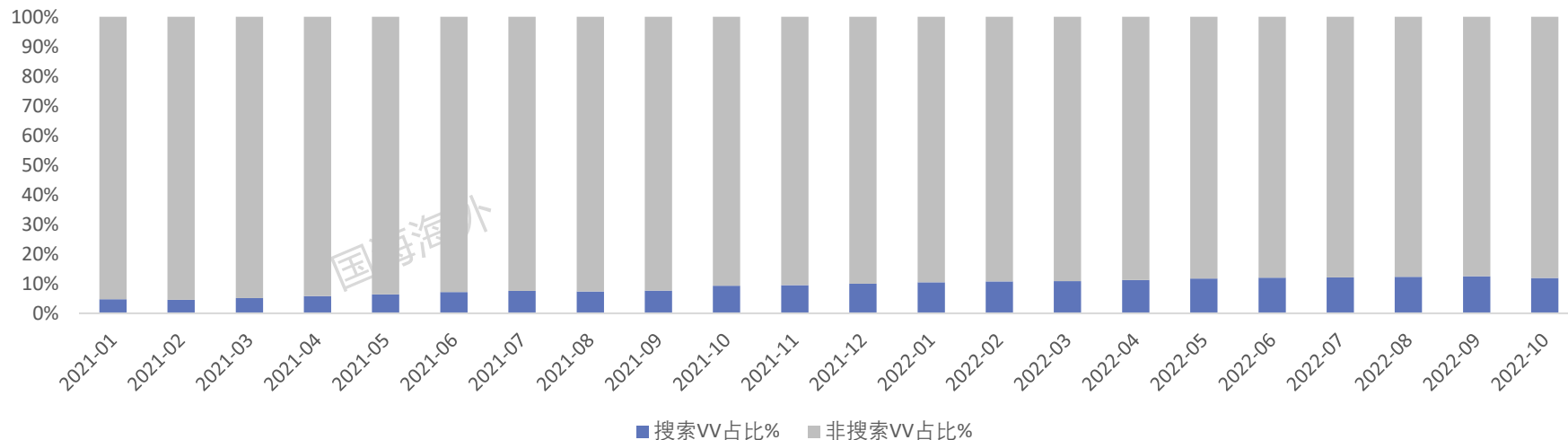
到店餐饮APP各功能使用率 (2018.08)



货→人

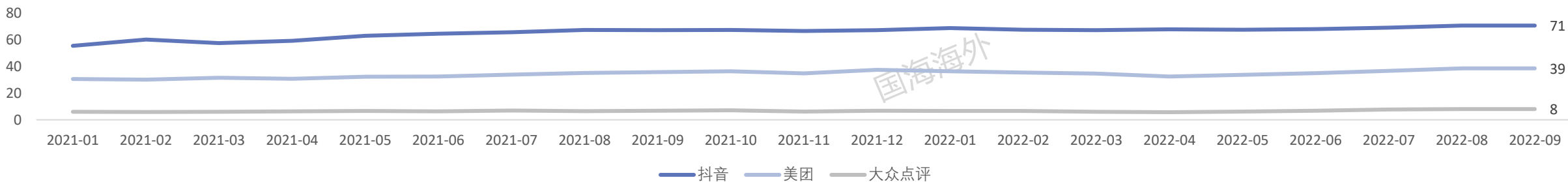
抖音作为短视频APP，用户首要需求是浏览内容，娱乐性目的较强，而抖音本地生活的模式主要通过兴趣匹配与内容推荐来激发用户潜在消费需求，实现“货找人”的有效转化，因此抖音用户主动找店及交易心智不强。从抖音本地生活VV结构也可看出，目前搜索VV占比处于较低水平，用户心智仍需培养。

本地生活VV搜索&非搜索占比趋势

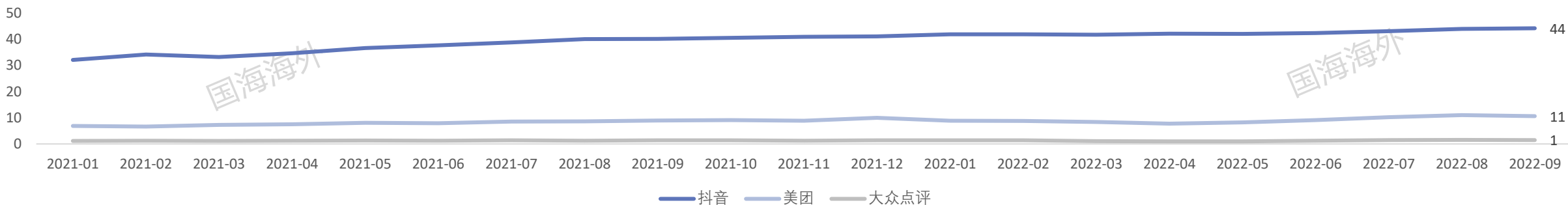


流量侧：整体用户规模及使用时长抖音>美团，抖音APP内容属性较强

APP月活跃用户数（千万）



APP日活跃用户数（千万）

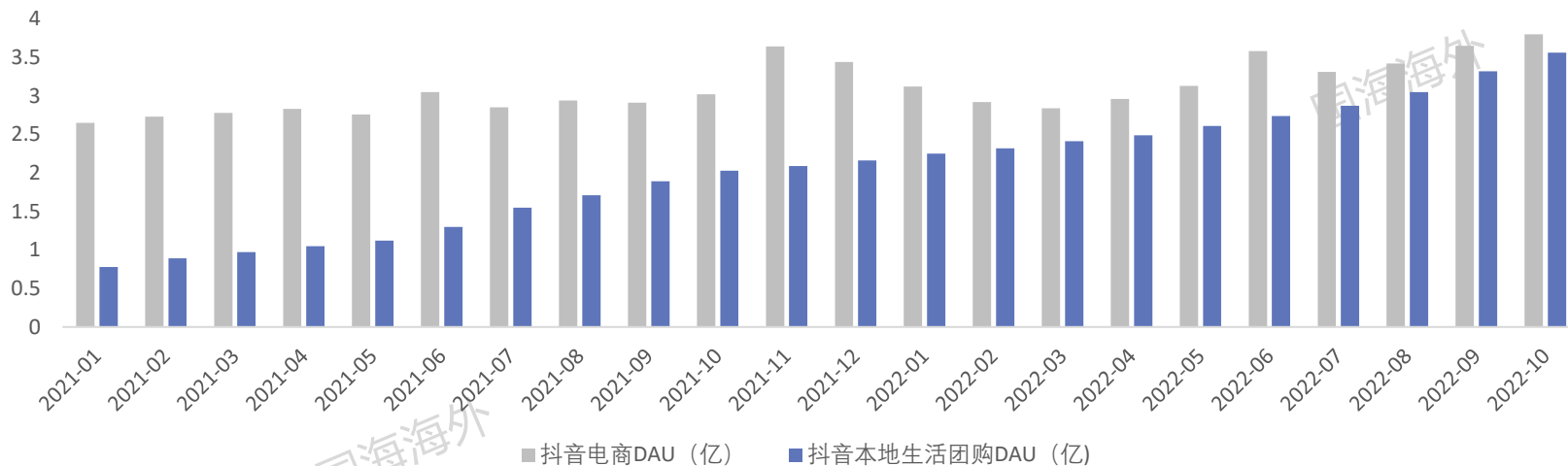


APP人均单日使用时长（分钟）

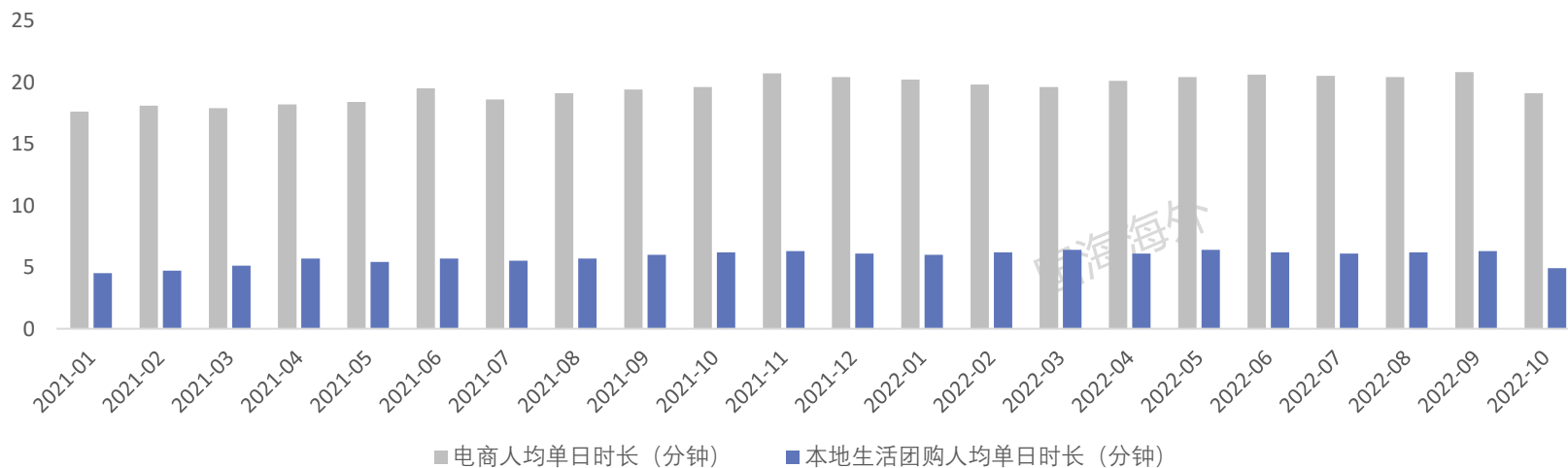


流量侧：抖音本地生活团购DAU渗透率约为23%，使用时长渗透率约为5%

抖音APP本地生活团购DAU



抖音APP本地生活团购人均单日使用时长



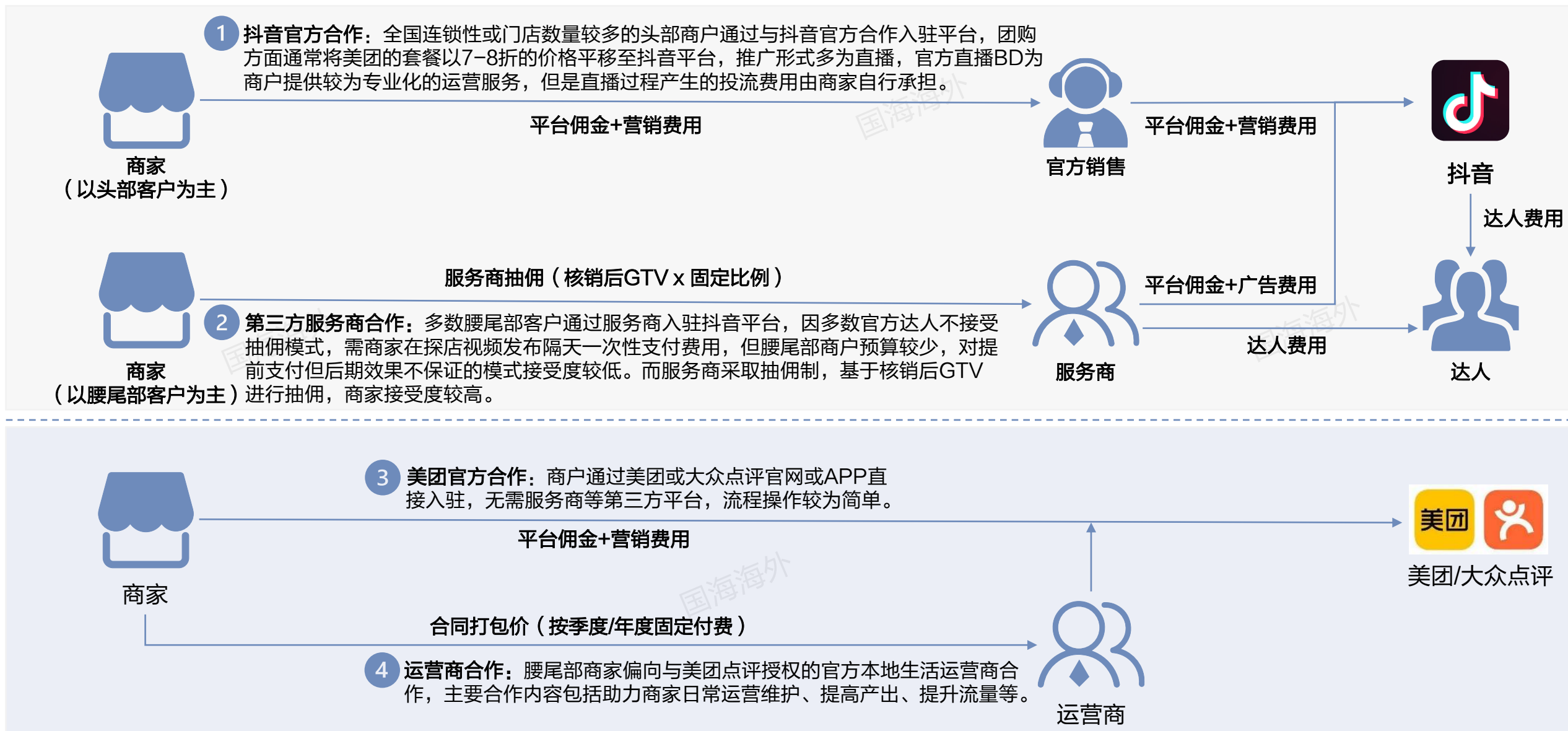
- 从DAU角度来看：抖音电商DAU较为稳定，本地生活团购DAU持续增长，逐渐接近电商DAU水平，为后续流量变现提供稳定基础。
- 从使用时长角度来看：因抖音电商目前以直播形式为主，因此抖音电商人均单日使用时长较高，而本地生活内容目前以短视频为主，长期若直播内容占比提升，也将拉高本地生活单日时长。

抖音	2021年	长期目标
APP人均单日使用时长 (分钟)	110	120
本地生活团购时长占比	5%	15%
本地生活团购人均单日使用时长 (分钟)	5.6	18.0
APP日活跃用户DAU (亿人)	6.4	7.0
本地生活团购DAU (亿人)	1.5	3.5
本地生活团购活跃DAU占比	23%	50%
本地生活团购流量 (DAU*人均单日使用时长) (亿)	8.4	63.0

假设说明：

①本地生活团购时长占比：据专家调研数据显示，2021年抖音APP人均使用时长平均为110分钟，本地生活团购人均单日使用时长为5.6分钟，因此计算得出本地生活团购时长占比目前为5%，长期假设提升至15%，团购时长接近但略低于电商时长水平。

商户侧：抖音自有团队+服务商双地推模式，美团自有BD团队+运营商赋能



商户侧：美团（平台佣金）< 抖音整体抽佣率（平台佣金+达人抽佣）

1 抖音官方合作：平台佣金+达人带货佣金 → 适用运营能力较强、预算充足的头部商户

单看平台抽佣率，抖音整体团购佣金率低于美团，但抖音商家团购带货较为依赖本地团购达人，达人佣金率叠加平台抽佣，整体费率高于美团：2022年6月，抖音正式宣布本地生活服务将对商家抽佣，面向不同类目的平均服务费率为3%，其中费率最高为8%的结婚类团购。以到餐为例，美团到餐佣金率为3%左右，抖音到餐佣金率为2.5%，达人佣金率3%-8%，抖音到餐整体抽佣高于美团。

2 抖音第三方服务商合作：服务商佣金 → 适用运营能力较弱、预算较少的腰尾部商户

商家与第三方服务商合作通常采取抽佣制，该佣金已包含商家需支付给抖音官方的平台佣金、达人带货佣金以及其他营销费用，商家无需再支付其他费用。据调研，抖音第三方服务商食物主义对于餐饮商家基于核销后GTV平均抽佣17%-20%。

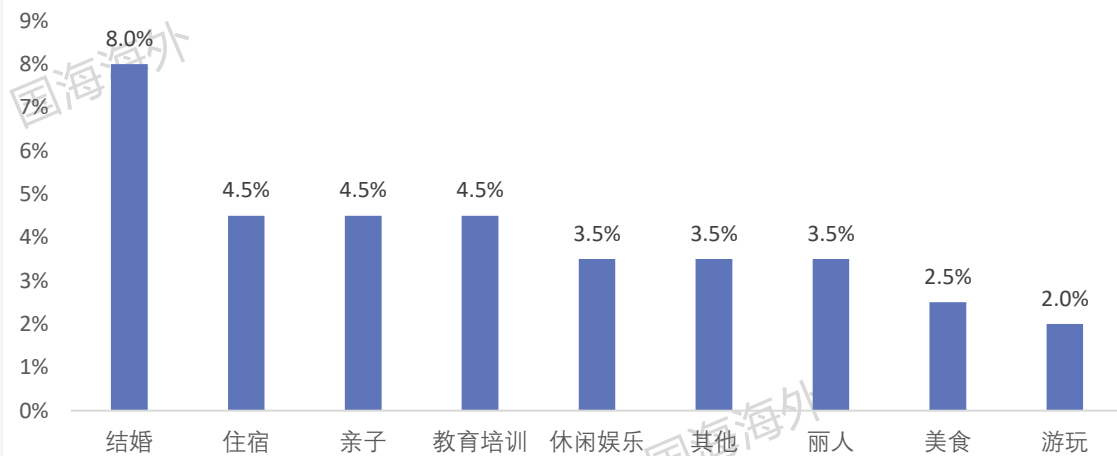
3 美团官方合作：平台佣金

美团到店分行业佣金率非固定水平，视不同城市、不同销售谈判情况而定，从全国平均水平来看，其中费率最低为2%-3%的餐饮类团购，最高为10%-12%的婚庆类团购。

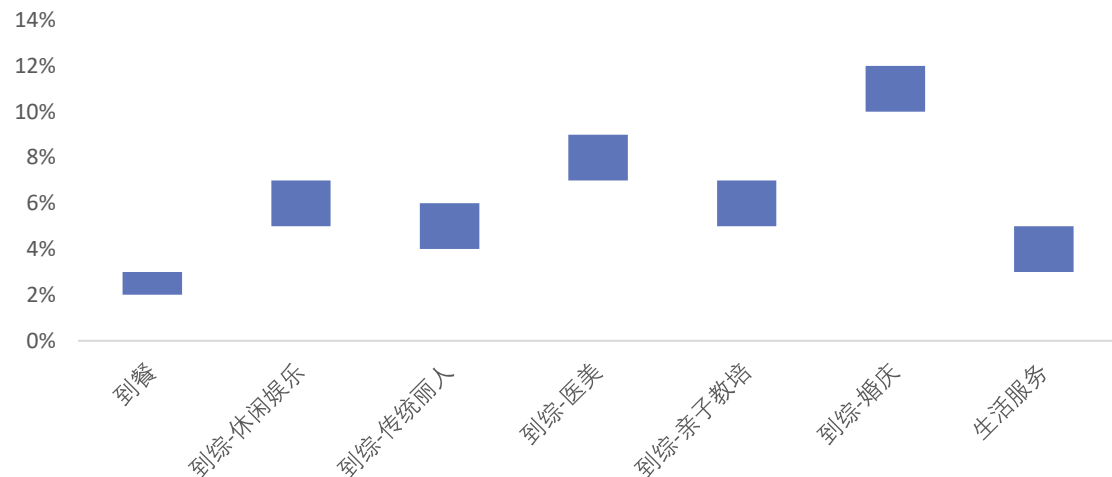
4 美团运营商机合作：平台佣金+运营费用

商家与第三方运营商机合作通常采取合同制（全托管运营模式），商家除平台佣金外，还需支付运营商机固定费用，据调研，美团官方运营商机快车道对于到综商家平均收取月度费用3000元左右，其中医疗、医美等品类费用相对较高，医疗品类收取5000-10000元，医美品类收取10000-15000元。

抖音本地生活分品类商家佣金率

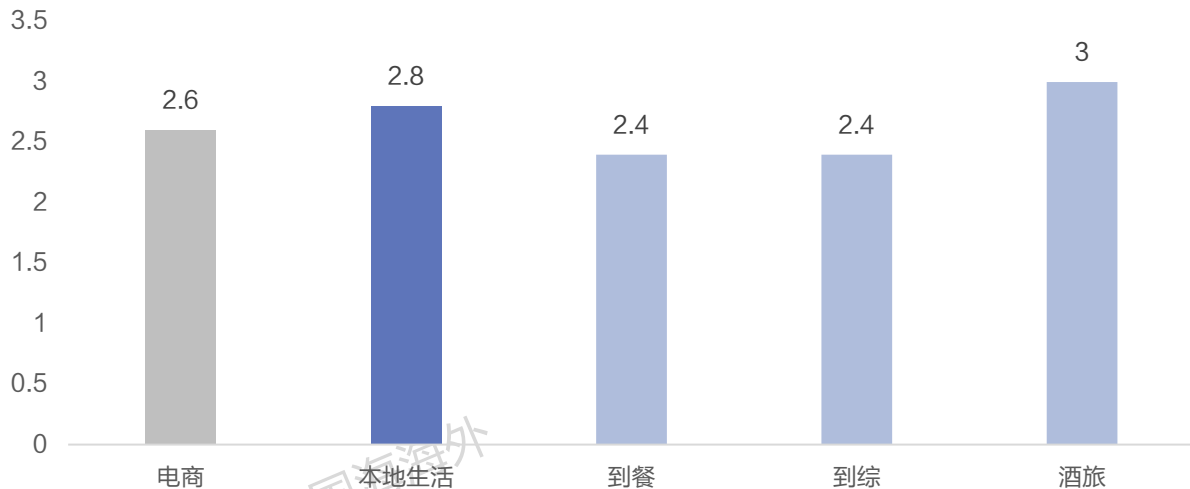


美团到店分行业佣金率区间



商户侧：美团作为商家长效运营的重要平台，搜索广告ROI存在天然优势

抖音电商及本地生活商家广告投放ROI



$$\text{首次购买ROI} = \text{广告点击转化率} \times \text{核销率} \times \text{客单价} \div \text{CPC}$$

美团推广通（CPC竞价广告）ROI测算

行业	到餐	到综
点击转化率	10%	5%
核销率	85%	80%
客单价（元）	80	125
CPC（元）	1	4
广告ROI	6.8	1.3

假设说明：①点击转化率为从商品详情页到下单支付的转化率；②核销率为30天内核销率；③美团分行业广告点击转化率、核销率、客单价、CPC价格均来自调研数据。

- **抖音短期内存在流量红利，长期流量成本将趋于上升：**目前抖音本地生活ROI约2.8，略高于抖音电商ROI，我们认为，随着抖音本地生活部分广告工具减少免费或返点活动，同时广告主增多会推高整体竞价成本，导致商家买量成本提高。因此，短期内商家仍能享受抖音的流量红利以及用户初期“通过达人/商家的内容种草并到店消费”的心智培养，但长期来看，抖音的流量成本也将逐步上升。
- **抖音与美团本地生活广告ROI无法进行直接比较，主要由于：**1) 美团竞价广告与抖音信息流广告的属性差异，以及美团用户主动搜索与抖音用户被动种草的消费决策链路差异，导致两者广告ROI存在天然差距；2) 与抖音相比，美团到店线下渠道交易额占比更高，到综品类尤为明显，多数线上广告转化为线下交易，而该部分交易额并未计入平台GTV，因此平台数据计算得出ROI应低于真实情况。

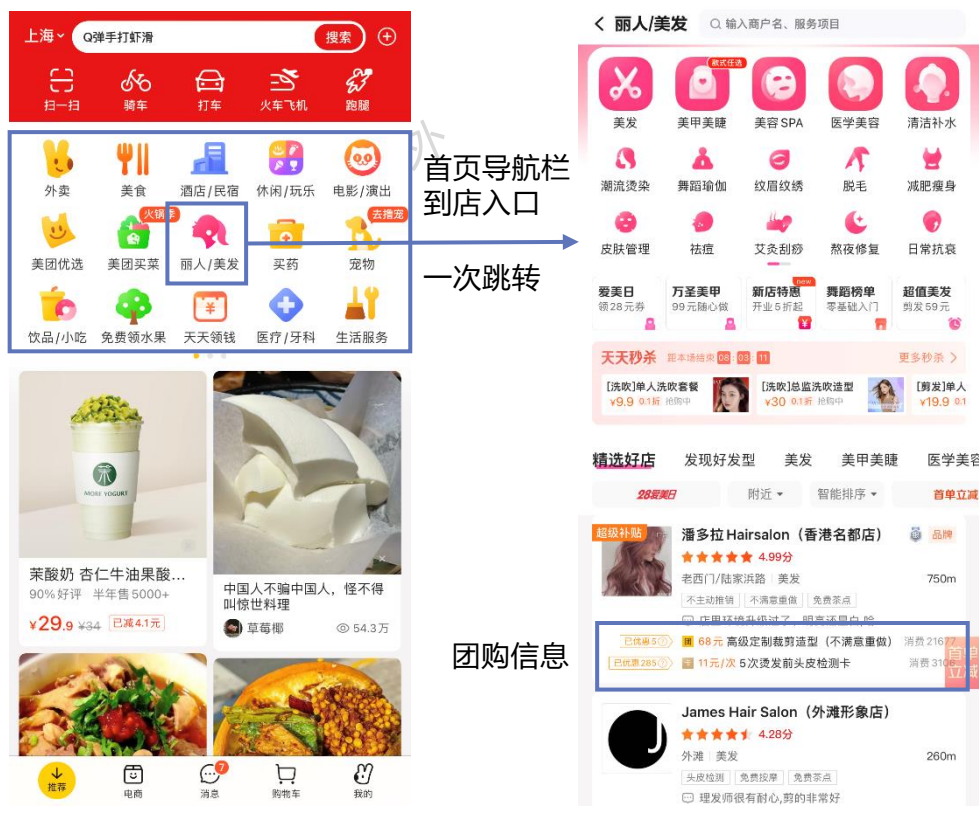
调研商家	美团广告预算转移情况
餐饮A（截至2022.6，1435家门店）	√（部分转移）
餐饮B（截至2021.12，470家门店）	X（新增预算）
餐饮C（截至2022.10，349家门店）	√（部分转移）
酒店（截至2021.12，89家门店）	X（新增预算）

- **抖音中心化流量特征显著，更适合新店引流与爆款打造，而美团则是商家长效运营的重要平台，两者平台定位不同，商家预算分配目的不同：**根据调研，不同商家对于美团及抖音两个平台的预算分配计划差异较大，部分商家将小部分预算从美团转移至抖音，而部分商家则新增广告预算用于抖音、小红书等内容平台。

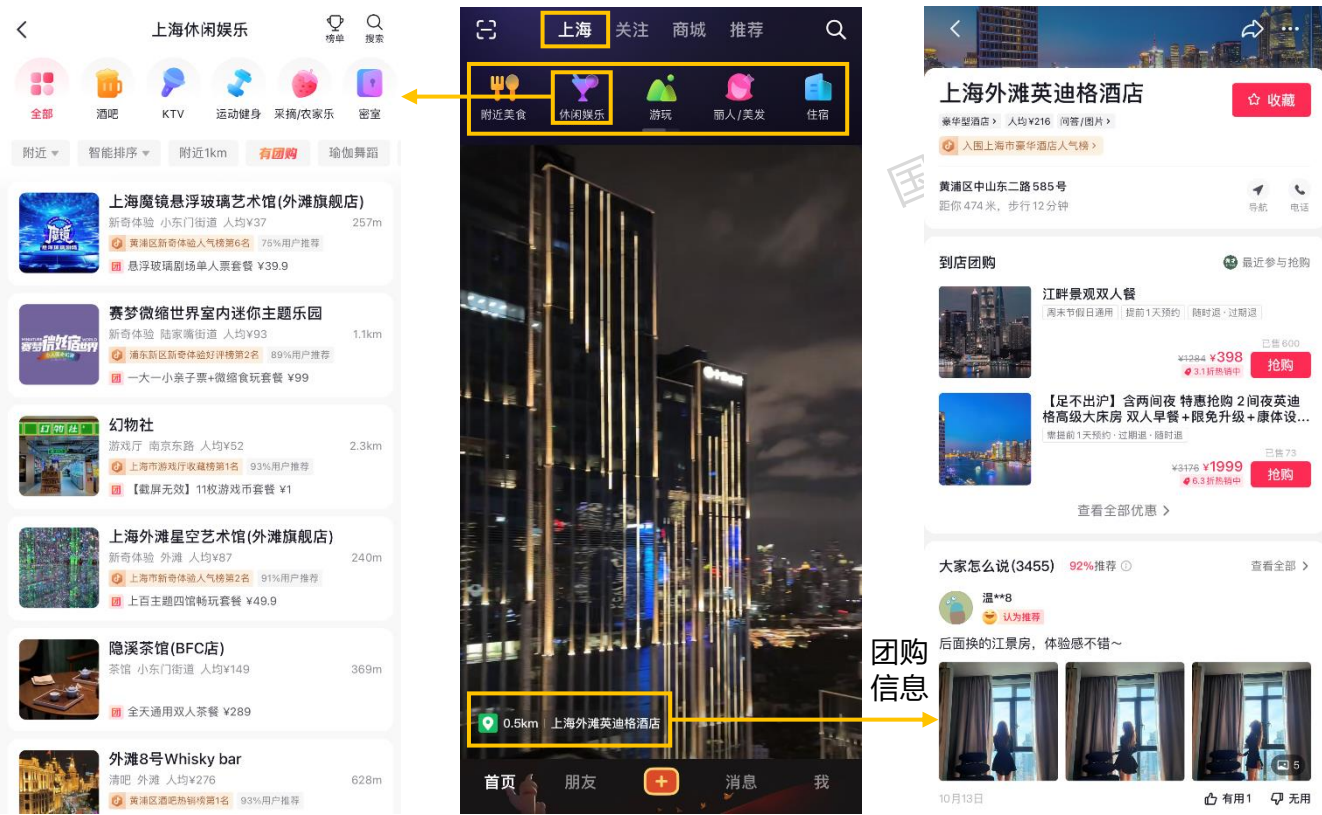
平台侧：美团APP界面突出“人找店”，抖音APP界面突出“店找人”

- 美团APP首页明确到店一级入口，抖音APP通过同城Tab触达本地生活信息：1) 美团APP界面设计成熟，基于本地生活服务平台的天然属性，在APP首页明确到店分行业的一级入口，导航栏下方则展示商品/用户评价信息流，用户“人找店”的路径较为直观；2) 抖音APP改版后，顶部四个一级入口分别为同城、关注、商城、推荐，可以看出同城业务在内部的战略地位有所提高。同城tab一级导航栏集成附近美食、休闲娱乐、游玩、丽人/美发及住宿共计五个到店入口，但一级导航栏仅显示在用户首次进入同城页面，下滑后即无法显示，用户只能通过视频中POI地址或团购链接点击进入团购页面，因此抖音APP界面设计突出“店找人”的路径，与美团APP相比，用户在抖音主动搜索店铺的使用便利性较差。

美团APP团购跳转路径

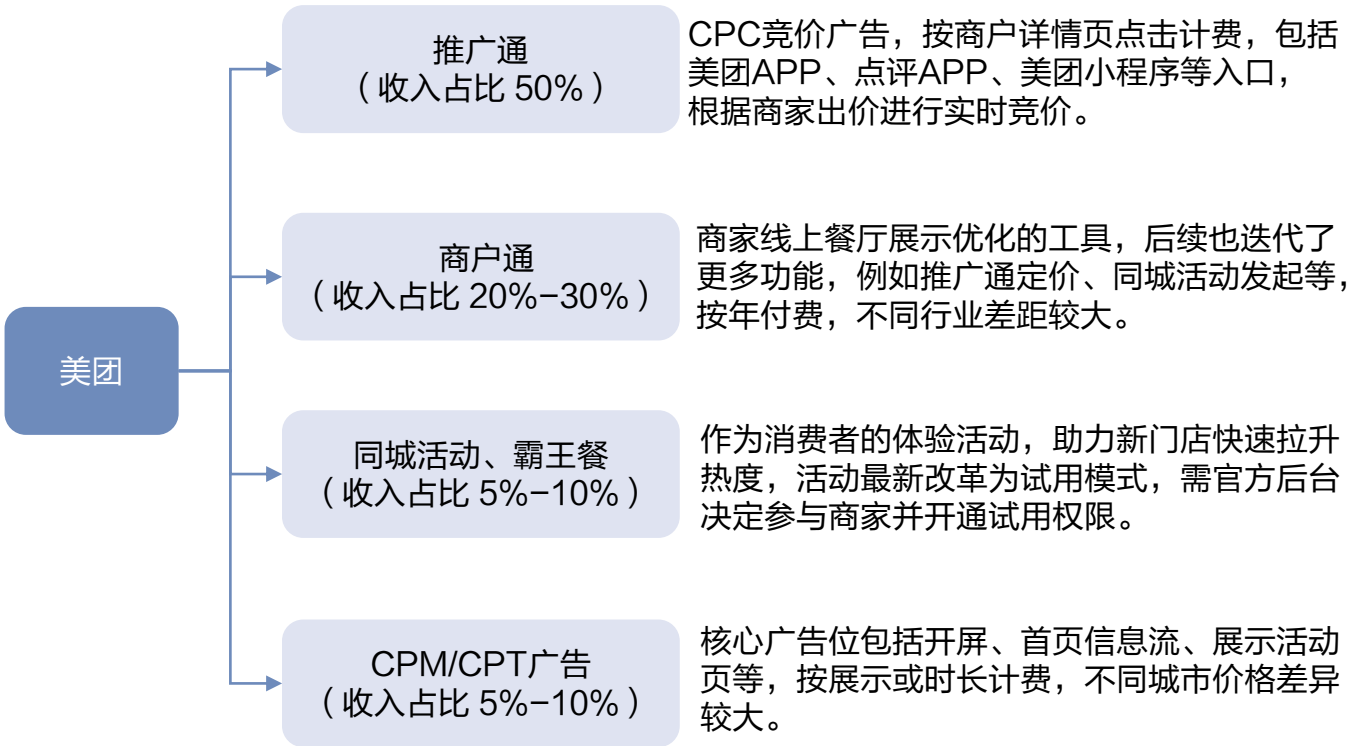


抖音APP团购跳转路径

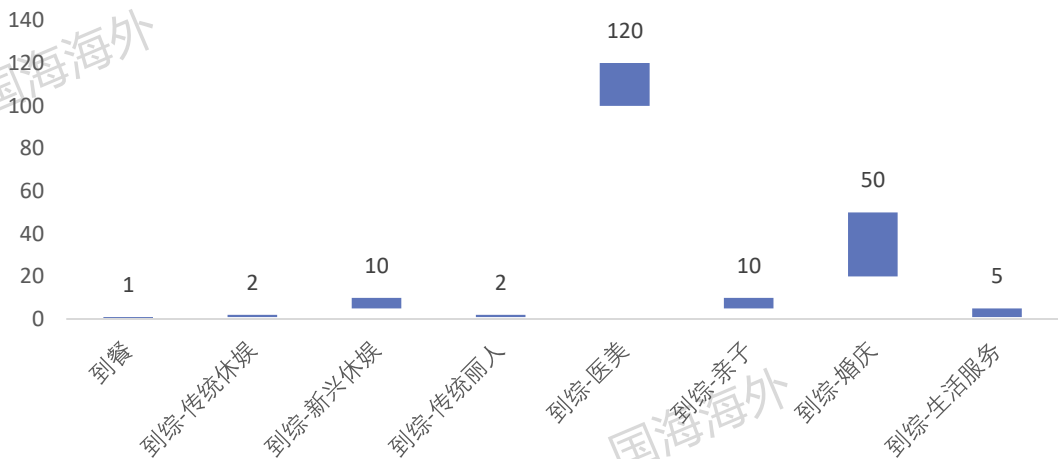


平台侧：美团广告产品以搜索广告为主，并通过商户通等运营工具赋能

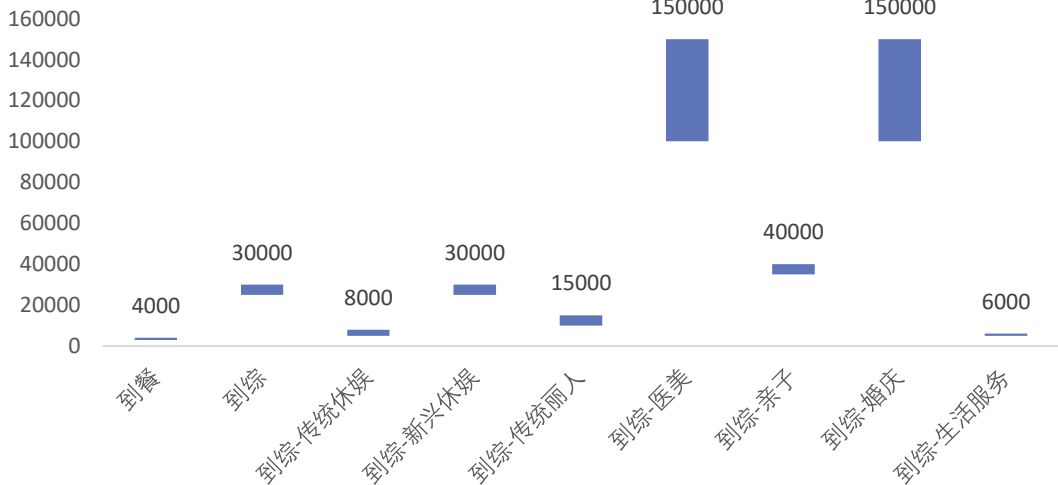
美团本地生活商家主要广告产品及收入占比



美团推广通竞价广告CPC价格区间 (元)

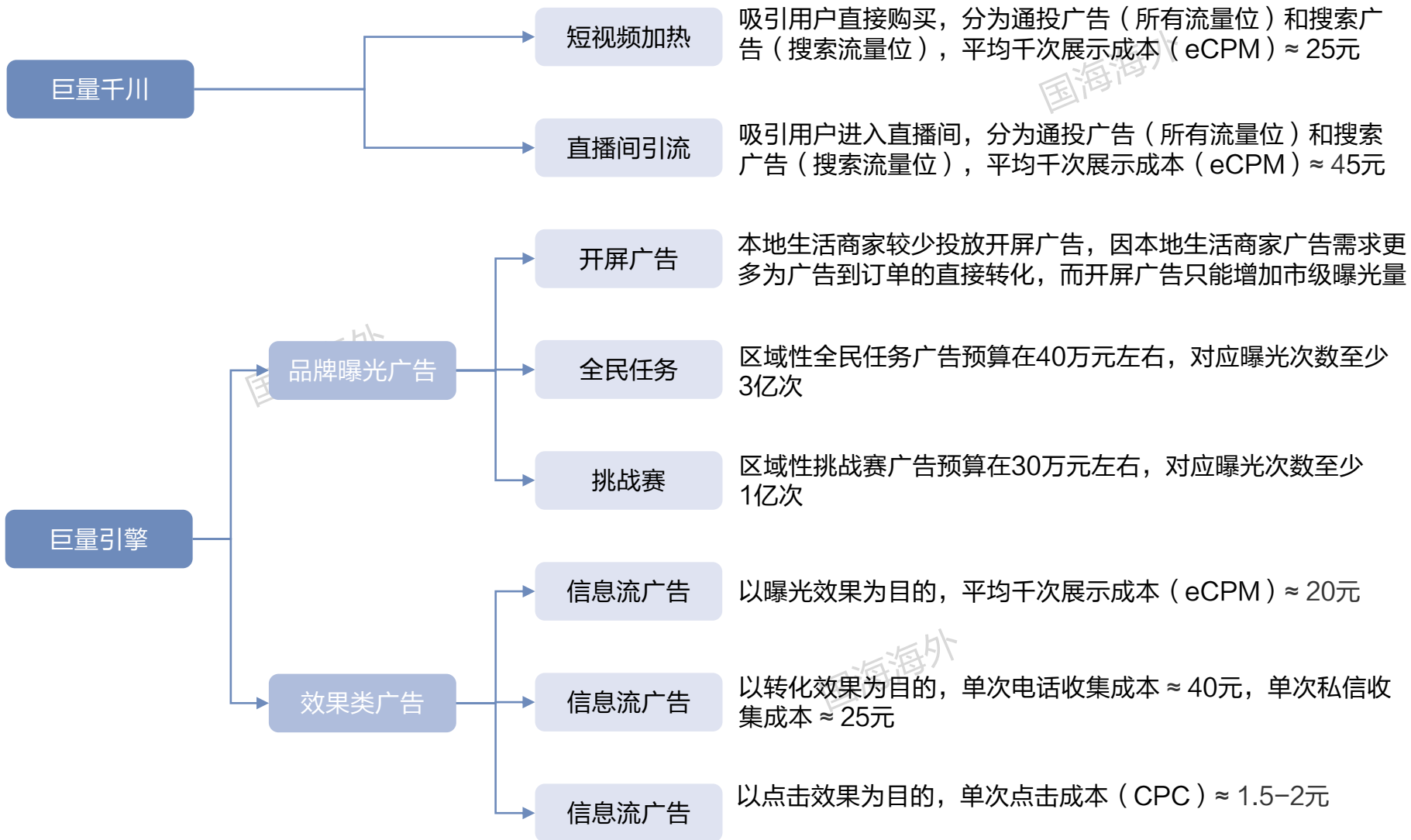


美团到店分行业商户通年费价格区间 (元)



- 美团点评广告产品以推广通竞价广告及商户通为主，两者合计收入占比超过70%：1) 美团点评多为搜索竞价广告，与抖音信息流广告不同，内容形式与用户习惯差异导致两者广告形式存在较大差异；2) 因美团点评的平台属性为开放式，商户被收录至平台的过程无需商户也可完成，由用户直接分享图片及评价，而商户通可以帮助商家管理商户主页，优化线上展示，同时集合更多经营工具，功能不断迭代，但商户通与推广通并非绑定关系，两者相互独立。

抖音本地生活商家主要广告产品及成本



- 抖音广告产品体系较为成熟，原有电商广告产品可直接复用，同时平台进一步丰富针对本地生活商家的专有产品体系：

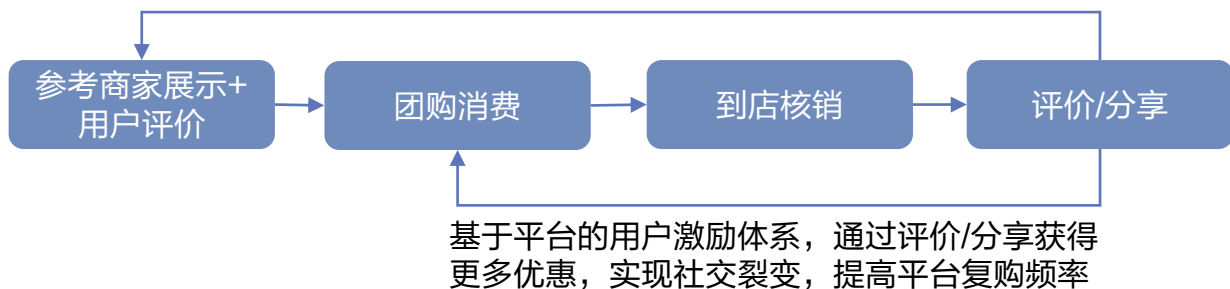
2022年抖音进一步完善针对本地生活商家的产品体系，3月推出本地商家门店管理、经营平台“抖音来客”，6月推出生活服务商家一站式营销平台“巨量本地推”，主要包括短视频推门店、短视频推商品、直播推商品等模式。



平台侧：美团点评与抖音内容形式不同导致用户消费决策效率存在差异

美团+大众点评长期沉淀大量UGC内容，建立内容+消费飞轮效应

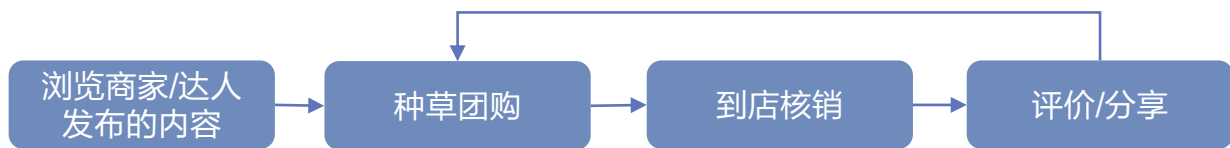
丰富平台评价内容，提供消费决策指引，缩减商家及平台运营成本



- **美团点评已构筑稳定的内容消费闭环，优质内容供给与消费双向驱动：**1) 据美团公司财报显示，截至2019年底，美团、大众点评等App已累计77亿条消费评论，长期沉淀的UGC内容成为平台的重要护城河；2) 美团及大众点评的评价机制及用户激励体系较为成熟，在保证评价内容真实有效的情况下，运用多样化激励方式（积分、优惠、用户等级等）鼓励用户撰写评价、分享商家以及协助补充商家信息。

抖音通过商家/达人内容引导用户种草消费，与美团消费决策链路存在差异

丰富商家评价内容，社交裂变以提高流量曝光



- **抖音本地生活内容产出方以商家和达人为主，而美团点评内容产出方以用户为主，由此决定了双方用户消费决策效率的差异：**1) 从内容形式来看，用户真实消费评价与商家/达人发布的内容相比，在用户信任度与消费决策依赖程度上存在天然优势；2) 从消费决策链路来看，美团点评用户多为主动消费，抖音用户多为被动消费，导致双方核销率存在较大差距，抖音中心化流量特征更适用于新店引流以及品牌/爆款打造。



美团持续输出必吃榜、必逛榜等内容榜单，黑珍珠餐厅指南IP以及多样化节假日营销活动，打造立体内容矩阵，提高平台引导用户消费决策的效率：

- 2018年1月，美团点评首次发布“大众点评黑珍珠餐厅指南”，提出中国饮食文化特色的餐厅评价体系，据黑珍珠餐厅指南数据显示，北京黑珍珠餐厅线上浏览量环比上榜前增长超578%；以2022年七夕为例，部分黑珍珠餐厅在美团、大众点评APP首次推出七夕套餐+订座一站式服务，带动北京黑珍珠餐厅整体七夕套餐线上订单量同比增长超43%。
- 黑珍珠餐厅指南作为美团深耕本地生活服务生态的一环，在降低高品质消费者决策成本的同时，鼓励商家不断自我对标，提高线上线下融合的服务能力，带动整体餐饮行业升级。

核心问题三：2022-2025年到店酒旅行业竞争格局预测

美团GTV测算：到餐/到综/酒旅2022-2025年CAGR分别有望达到15%/27%/13%

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2022-2025 CAGR
美团本地生活GTV (亿元, 核销后口径)	3261	3965	4817	5753	6764	19%
yoy	72%	22%	21%	19%	18%	
到店餐饮市场规模 (亿元)	1690	2112	2572	3056	3574	
yoy		25%	22%	19%	17%	
到店餐饮线上渗透率	4.5%	5.5%	6.4%	7.2%	7.9%	
美团到餐GTV (亿元, 核销后口径)	1403	1665	1944	2222	2504	15%
yoy	56%	19%	17%	14%	13%	
市占率	83%	79%	76%	73%	70%	
美团到餐渗透率	3.7%	4.3%	4.8%	5.2%	5.5%	
到店综合线上市场规模 (亿元)	1368	1833	2422	3117	3917	
yoy		34%	32%	29%	26%	
到店综合线上渗透率	1.8%	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	
美团到综GTV (亿元, 核销后口径)	1192	1557	2020	2565	3190	27%
yoy	117%	31%	30%	27%	24%	
市占率	87%	85%	83%	82%	81%	
美团到综渗透率	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	2.8%	
美团酒旅GTV (亿元, 核销后口径)	666	743	853	966	1070	13%
yoy	48%	12%	15%	13%	11%	
市占率	10%	10%	10%	10%	10%	
酒旅线上市场规模 (亿元)	6622	7392	8485	9605	10637	
yoy	-14%	12%	15%	13%	11%	
—酒店市场规模 (亿元)	5100	5865	6451	6967	7246	
yoy	-5%	15%	10%	8%	4%	
—酒店线上渗透率	40%	44%	48%	52%	56%	
—旅行 (OTA交易额, 亿元)	4582	4812	5389	5982	6580	
yoy	-20%	5%	12%	11%	10%	

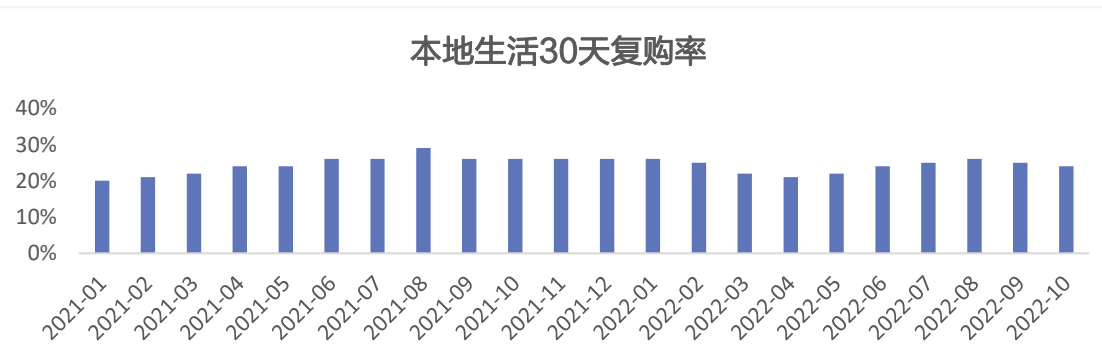
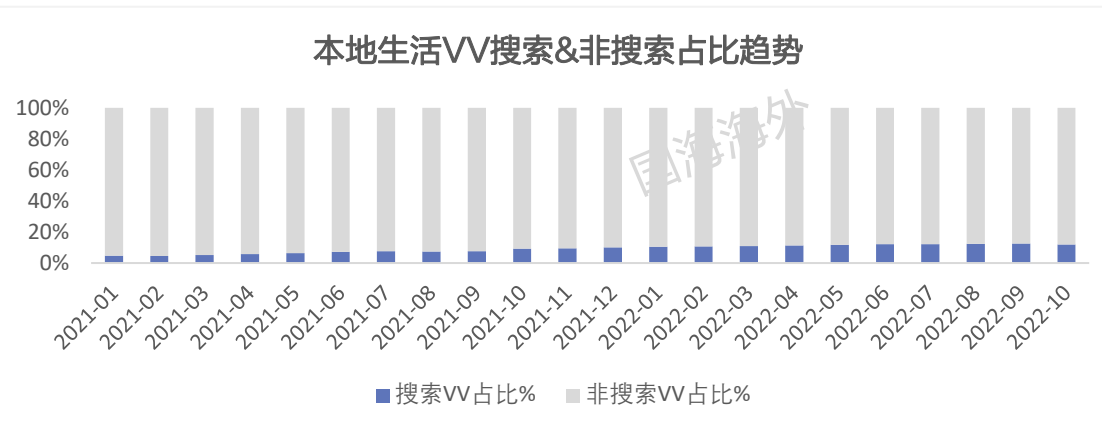
抖音本地生活GTV测算：中性预测“店找人”逻辑下2025年达到2101亿元（核销前）

	2021	2025E		
		悲观	中性	乐观
抖音DAU（亿）	6.4	7.0	7.0	7.0
抖音人均单日使用时长（分钟）	110	120	120	120
抖音每分钟浏览内容个数（个）	3	3	3	3
抖音日均VV（亿次）	2112	2520	2520	2520
本地生活日均VV占比	5.7%	9%	10%	11%
本地生活日均VV（亿次）	120	227	252	277
本地生活团购日均VV占比	11%	50%	50%	50%
本地生活团购日均VV（亿次）	13.5	113	126	139
点击转化率	0.017%	0.022%	0.027%	0.032%
本地生活客单价（元）	87	110	110	110
本地生活团购VV贡献GTV占比	75%	65%	65%	65%
抖音本地生活GTV（核销前）（亿元/年度）	99.3	1541	2101	2740
核销率	65%	70%	70%	70%
抖音本地生活GTV（核销后）（亿元/年度）	64.6	1079	1471	1918

假设说明：

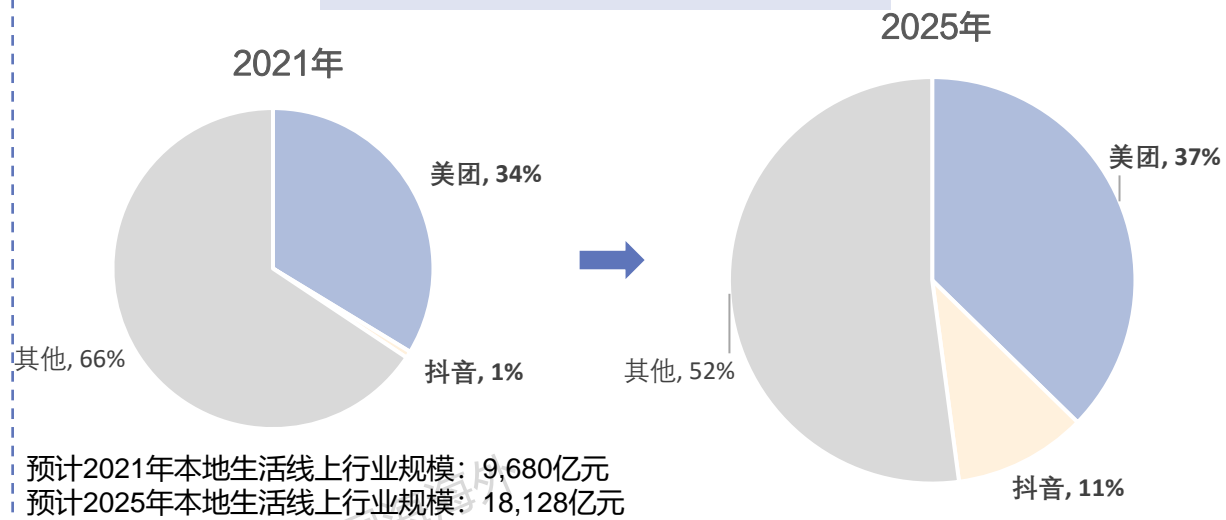
- ①本地生活日均VV占比：根据调研2021年抖音本地生活日均VV为120亿次，计算可得2021年抖音本地生活日均VV占比为5.7%；
- ②本地生活团购日均VV占比：根据调研2021年抖音本地生活团购日均VV为13.5亿次，计算可得2021年抖音本地生活团购日均VV占比为11%；
- ③点击转化率：根据点击转化率=抖音本地生活核销前GTV x 本地生活团购VV贡献GTV占比 / （本地生活团购日均VV x 客单价 x 365）公式计算得出，其中抖音本地生活核销前GTV、客单价均来自调研。

我们认为，抖音本地生活板块第一阶段的增长驱动力主要来自1）本地生活大盘流量增长（即本地生活日均VV占比）以及带团购链接的内容占比提升（即本地生活团购日均VV占比）；2）用户在抖音购买团购券的习惯养成后带来的点击购买转化率提升。在2025年悲观/中性/乐观假设下，本地生活日均VV占比提升至9%~11%，本地生活团购日均VV占比提升至50%左右，点击转化率提升至0.022%~0.032%，对应抖音本地生活2025年GTV空间（核销前）为1541~2740亿元。而第二阶段的增长驱动力将主要来自用户主动搜索心智的强化，促进抖音本地生活搜索流量占比提升、用户复购率提高，目前抖音本地生活搜索VV占比仅达12%，有较大提升空间。

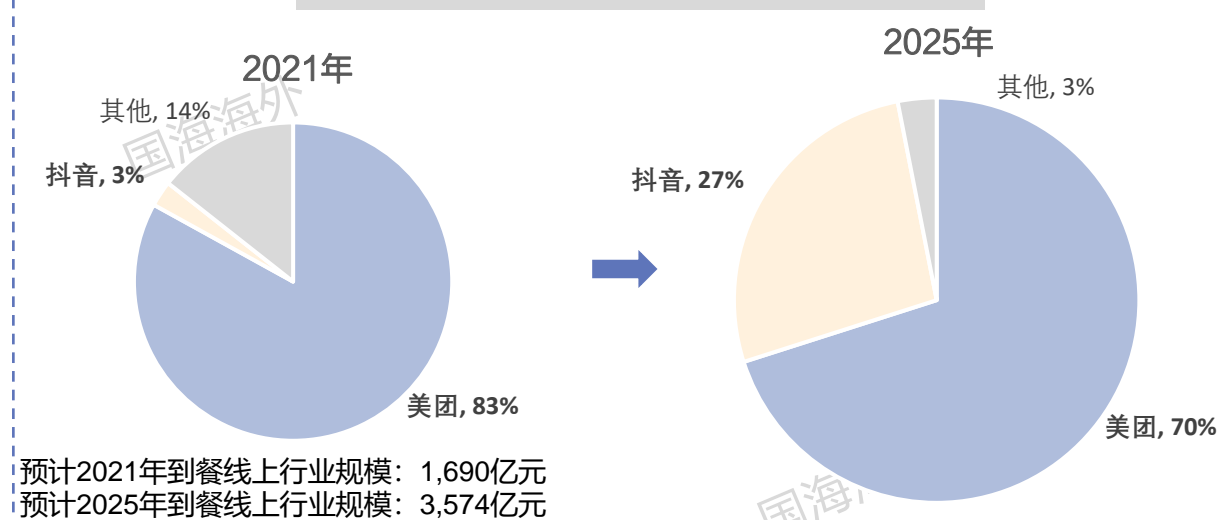


长期竞争格局研判：2025年美团/抖音本地生活市场份额预测分别为37%/11%

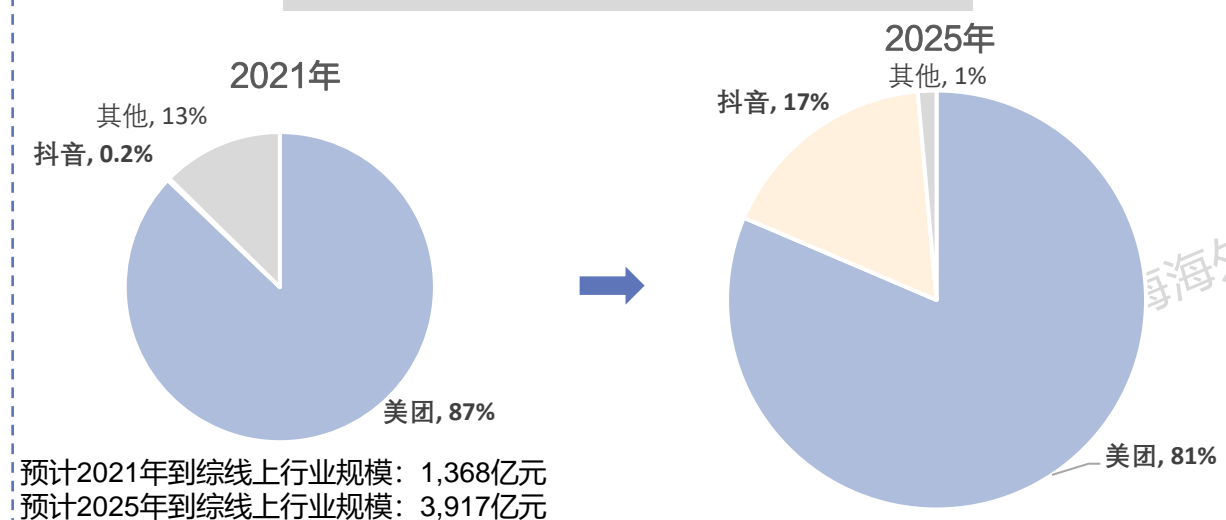
本地生活市场：美团VS抖音份额预测



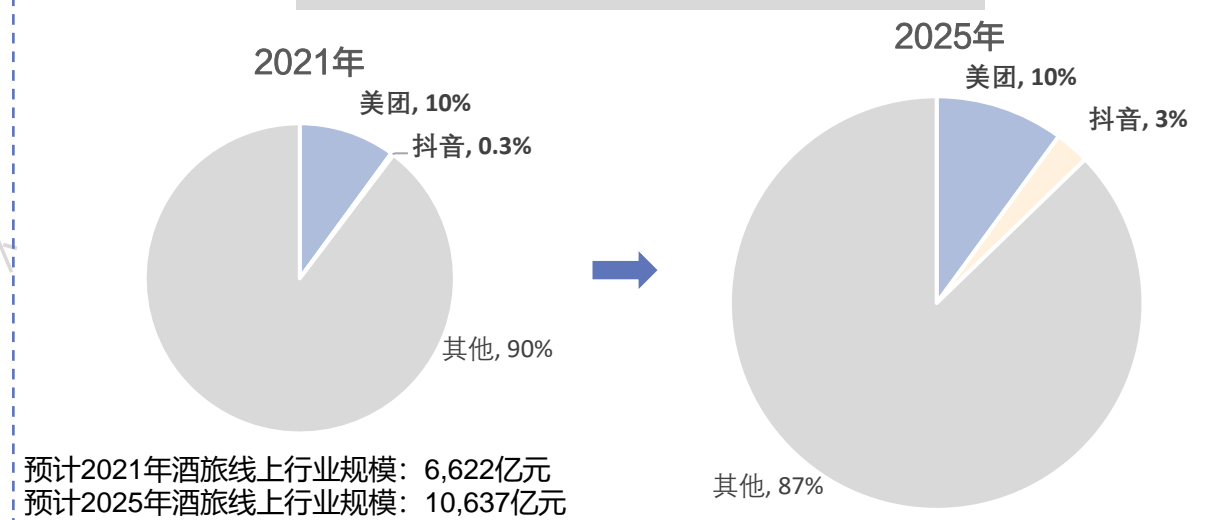
①本地生活-到餐市场：美团VS抖音份额预测



②本地生活-到综市场：美团VS抖音份额预测



③本地生活-酒旅市场：美团VS抖音份额预测

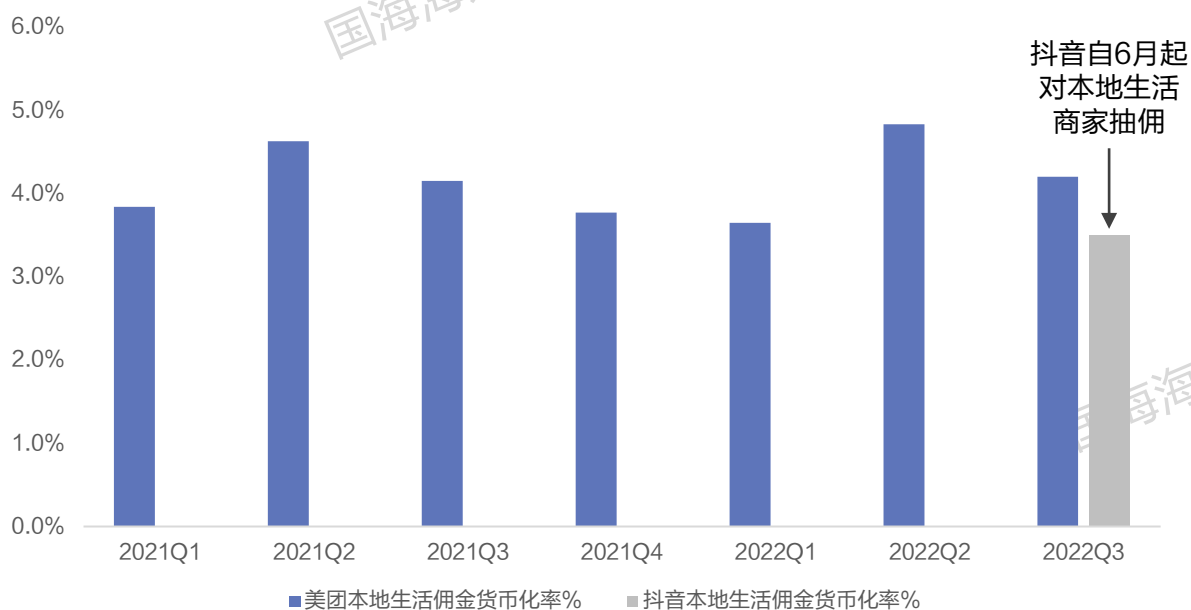


货币化率趋势：美团佣金货币化率>抖音，抖音广告货币化率>美团

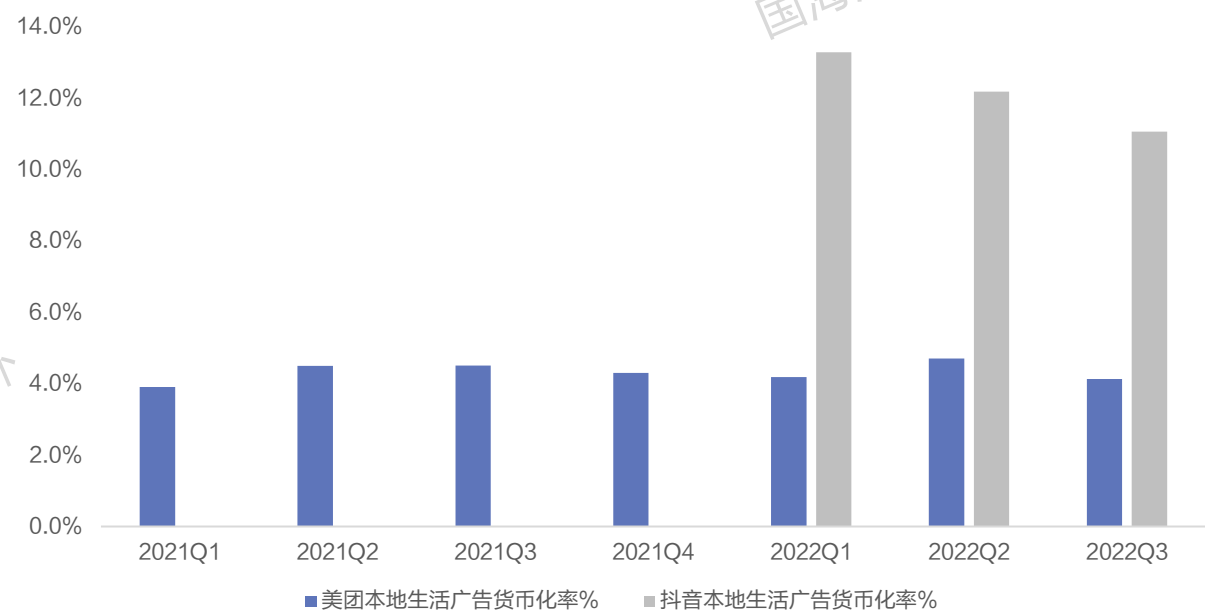
美团长期佣金及广告货币化率提升的三个主要驱动因素：

- ①疫情影响逐渐减弱、宏观经济回暖带动消费复苏，线下门店经营改善使得商户广告预算提高，营销需求增长，推动平台到餐及到综整体广告货币化率提高；
- ②到综行业中，医美、亲子、结婚等新兴品类本身行业增速快，广告货币化率高，但疫情后，对应新兴行业恢复速度低于餐饮、传统丽人等传统品类，因传统品类具有消费高频且刚需的特征，因此后续随着广告货币化率偏高的新兴品类行业增速回归正常水平，平台收入结构发生变化，也将推动到综行业广告货币化率提高；
- ③到综行业中，医美、亲子、结婚等品类线上广告转化为线下渠道交易额的占比较高，因用户习惯在美团&大众点评平台上浏览商家详情及用户评价后，直接到店选择合适的方案并消费，对应交易额并未统计至平台GTV中。因此，在行业增速回暖的背景下，商家线下GTV增长也将带动线上广告预算增加，广告预算增加的同时，线上GTV并没有同幅变动，这也将带动对应品类的广告货币化率提升。

美团VS抖音本地生活佣金货币化率



美团VS抖音本地生活广告货币化率



行业投资建议及风险提示

行业投资建议：

我们预计本地生活到餐/到综/酒旅市场规模2022-2025年CAGR分别有望达到19%/29%/13%，行业空间广阔，主要平台如美团及抖音本地生活GTV仍有较大增长空间，维持行业“推荐”评级，建议关注标的：美团-W、字节跳动（未上市）等。

风险提示：

◆ 国内外疫情反复风险

若后续疫情持续反复，或一定程度影响本地生活行业中到店酒旅的线下体验。

◆ 宏观经济波动风险

若宏观经济表现持续疲软，或一定程度影响消费者信心恢复，进而影响用户到店消费购买力。

◆ 行业增速不及预期风险

到店酒旅行业线上规模受行业大盘和线上化率影响，存在行业大盘增速不及预期的可能。

◆ 市场竞争风险

抖音本地生活持续发力，短期增速亮眼，市场竞争风险加剧。

◆ 重点关注公司业绩不及预期风险

公司业绩可能受宏观经济疲软、疫情反复、竞争加剧等影响而不达预期。

◆ 专家调研相关数据结论的准确性和代表性问题

专家调研结果可能存在与实际情况有偏差的风险，不具有行业代表性，相关数据仅供参考。

海外小组介绍

陈梦竹，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，现任国海证券海外研究团队首席，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，现任国海证券海外研究助理，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，现任国海证券海外研究助理，主要覆盖消费互联网方向。

陈凯艺，武汉大学硕士，西南财经大学本科，现任国海证券海外研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，伦敦政治经济学院硕士，现任国海证券海外研究助理，主要覆盖消费互联网方向。

方宏伟，北京大学硕士，一年半产业工作经验，现任国海证券海外研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

分析师承诺

陈梦竹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597