

互联网行业专题报告：本地生活系列之二

超配

美团 VS 抖音：错位竞争和正面竞争并存，市场整体成长空间充沛

核心观点

疫情助推下抖音本地生活业务在 2022 年加速发展，抖音布局本地生活业务有平衡生态和提升远期变现效率的双重考量。抖音的本地生活业务主打低价爆款与浅折扣相结合的模式，2022 年抖音本地生活业务加速成长，顺应了宏观环境压力下商家清库存、用户折扣需求强的趋势，我们估算 2022 年抖音本地生活 GTV 可达 700+ 亿。抖音的本地生活业务的当前变现效率不如电商、广告等其他业务，测算带团购页面单 VV 收入为短视频电商业务单 VV 收入的 1/2.1，但本地生活为用户本身较为喜爱的垂类，可以达到平衡整体商业化生态的效果。抖音短视频电商变现效率相比直播电商较低，本地生活业务承接这部分的电商流量，远期来看，随着抖音本地生活用户心智的养成和转化率的提升，其变现效率有望持续提升。从业务进展看，抖音本地生活业务当前仍是以到餐为主的发展早期。

作为线上消费平台，抖音和美团的平台价值存在差异。1) 用户价值对比：美团与大众点评的评价体系，帮助用户做消费决策，用户有找店心智。抖音帮助用户省钱，搜索心智仍需培养。2) 商户价值对比：抖音和美团在满足商家诉求方面，既有重合的地方，也有彼此无法取代的地方。抖音在快速开拓流量、打造品牌方面的能力，目前优于美团。美团依靠点评多年的榜单所形成稳定的自然流量，也是抖音短期内无法实现的。

从商家角度，美团和抖音存在错位竞争和正面竞争。1) 抖音：“货找人”形式使得抖音商户规模上限不如美团，本身吸粉能力强以及毛利率较高的商家适合在抖音持续运营。我们认为抖音更适合：大型连锁商户（占餐饮整体商户大盘约 4%）；网红店；新店（占餐饮整体商户大盘约 26%）。2) 美团：美团商家底盘为中小型商家，与抖音形成部分错位竞争。美团优质、在榜商家在抖音运营无需采用深折模式重度运营，抖音承接了在美国经营表现一般的商户的营销需求。

抖音本地生活业务短期增长空间仍足，本地生活整体市场仍在继续渗透，短期可容纳两家公司的共成长。抖音本地生活流量和商家数仍存在优化空间，抖音的份额提升尚未结束，长期看，抖音与服务商关系可能存在博弈关系。总体来看，抖音与美团存在部分错位竞争，短期抖音的入局为市场渗透率提供增量，但本地生活的大盘可容纳两家公司的共成长。

投资建议：短期内线下消费重启有助于美团到店业务恢复，长期需要关注密切抖音到店业务的战略调整及增长情况。我们预计 2022-2024 年美团实现调整后净利润 5.4/125.1/277.4 亿元。基于 2023 年盈利预测，我们采取分部估值法，计算得合理目标价区间为 173-187 港币。我们依旧看好美团核心业务的竞争优势及新业务的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复的风险；政策风险；竞争加剧；用户数据安全问题等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
3690.HK	美团-W	买入	174.7	138.679	0.1	2.0	1735	77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 海外市场专题

互联网

超配 · 维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

基础数据

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《互联网行业周报（22 年第 51 周）-进一步扩大沪深港股票互联互通标的范围》——2022-12-30
- 《游戏行业快评-进口版号时隔 18 个月后重启，腾讯头部射击游戏《无畏契约》获得版号》——2022-12-29
- 《互联网行业周报（22 年第 50 周）-中央经济工作会议积极定调，中美审计监管合作迎新进展》——2022-12-25
- 《互联网行业周报（22 年第 49 周）-恒生科技单周上涨 12.65%，美团快手开启 2023 年货节》——2022-12-25
- 《互联网行业周报（22 年第 48 周）-港股互联网迎来全面反弹》——2022-12-11

内容目录

引言	5
第一部分：抖音本地生活业务进展	6
发展历程：抖音本地生活业务在 2022 年加速发展，疫情有助推作用	6
抖音：本地生活可以平衡生态，当前变现效率不如其他业务	9
业务进展：抖音在以到餐为主的发展早期	11
第二部分：抖音 VS 美团	12
线上消费平台平台价值：帮助用户省钱，帮助商户提高曝光度是关键	12
用户价值对比：抖音帮助用户省钱，美团帮助用户做决策	14
商家价值对比：抖音帮助商家短期提高曝光度，美团适合商家长期运营	15
第三部分：错位竞争还是正面竞争？	16
抖音模式适合的商家特点明显，美团更有普适性	16
美团商家底盘为中小型商家，与抖音有正面竞争，也有错位竞争	21
第四部分：一些远期问题的探讨	23
抖音：短期增长空间仍足，长期与服务商关系可能存在博弈	23
对美团的影响：存在错位竞争，抖音的份额提升尚未结束	25
投资建议	27
风险提示	27
免责声明	28

图表目录

图 1: 美团各项业务收入占比	5
图 2: 美团各项业务经营利润率	5
图 3: 抖音本地生活业务发展历程	6
图 4: 抖音本地生活主要入口	7
图 5: 抖音本地生活业务 GTV (亿元)	7
图 6: 抖音服务商及其简介	7
图 7: 抖音本地生活业务的两种发展模式	8
图 8: 46.2%企业在疫情期间开拓新渠道	8
图 9: 受访餐企账面资金维持时长	8
图 10: 全国居民人均可支配收入与支出同比情况	9
图 11: 抖音 APP 月活跃用户数及增速 (万人, %)	10
图 12: 抖音 2020 年 TOP 内容垂类	10
图 13: 中国直播电商市场空间预估 (亿元, %)	11
图 14: 互联网本地生活市场空间预估 (亿元, %)	11
图 15: 线上消费平台价值拆解	13
图 16: 优惠活动是影响消费者进行决策的主要因素	13
图 17: 消费者通过在线生活服务平台购买频率最高的品类	13
图 18: 企业品牌曝光渠道	14
图 19: 到店餐饮 APP 各功能使用率	14
图 20: 茶百道抖音直播示意图	16
图 21: 美团活跃商家数目及同比增速 (百万, %)	17
图 22: 餐饮行业成本分布	18
图 23: 不同类型餐饮的毛利率	18
图 24: 五一期间抖音本地生活各梯队带货达人分布情况	19
图 25: 2019-2021 年品牌连锁门店数区间等级分布 (占大盘比例)	19
图 26: 2021 年中国网民主要通过短视频平台获取网红餐饮信息	20
图 27: 近十年我国餐饮相关企业注册量&增长趋势 (万家, %)	20
图 28: 消费者决策时最受优惠活动影响的品类	21
图 29: 大众点评门店头图 (左图)、团购抵用券 (中图)、团购立减 (右图)	23
图 30: 抖音电商期待货架场景成为抖音电商经营主战场	23
图 31: 美团细分领域渗透率	25
图 32: 抖音直播电商生态	26
图 33: 美团到店酒旅业务 GTV 及货币化率 (百万元, %)	26
图 34: 美团到店酒旅业务毛利率以及经营利润率	26

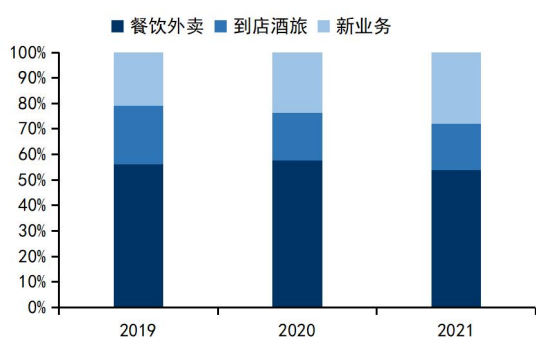
表1: 抖音不同业务单 VV 收益对比	11
表2: 抖音 VS 美团本地生活业务比较	12
表3: 美团及大众点评商户排名决定因素	16
表4: 美团 VS 抖音佣金率	18
表5: 美团人气榜 TOP10 商家在抖音的开店情况	22
表6: 上市连锁餐饮企业在抖音的运营情况	24

引言

美团是本地生活业务行业龙头，行业整体空间广阔。美团于 2010 年创立，在成立初期坚持团购业务，在经历“千团大战”、“美团大众点评合并”后成为行业龙头。本地生活业务与居民生活息息相关，市场空间广阔，但是线上渗透率低，市场仍在快速发展阶段。我们估算 2021 年美团到店酒旅业务 GTV 为 3300 亿，2018 年-21 年 CAGR 约为 23%。

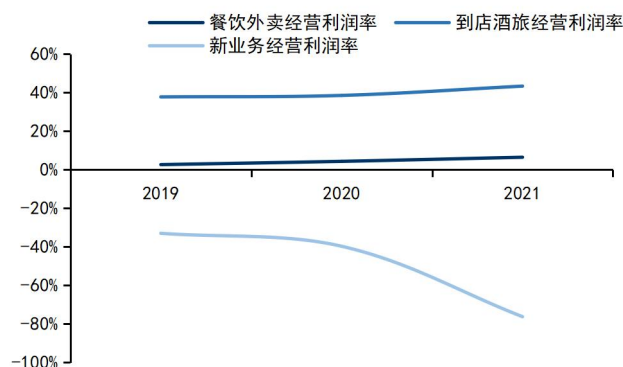
美团到店酒旅业务虽然只在收入占比 18%，但经营利润率较高，是目前美团利润的主要来源。2021 年，美团到店酒旅业务营收 325.3 亿元，占总营收比 18%，经营利润 140.9 亿元，经营利润率 43%。餐饮外卖营收 963.1 亿元，占营收比 54%，餐饮外卖经营利润为 61.8 亿元，经营利润率为 6%。

图1：美团各项业务收入占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图2：美团各项业务经营利润率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

抖音作为新一代互联网巨头入局本地生活业务，2022 年 GTV 快速成长。抖音作为短视频龙头，占据优质的短视频赛道，并且短视频作为一种信息媒介，具有较强的可拓展性。广告、直播、直播电商等业务在抖音上蓬勃发展。根据《2021 中国互联网广告数据报告》，字节跳动广告收入在整体互联网平台中排行已经第二；根据 Tech 星球报道，抖音电商 GMV 2022 年计划突破万亿。市场担心抖音对电商、广告行业的影响将延续至本地生活业务。从数据上来看，抖音本地生活 GTV 2021 年仅完成 100 亿，2022 年快速发展，当前单月即可完成百亿目标，估算抖音 2022 年本地生活 GTV 可达 700+ 亿。

在此背景下，本篇报告主要就以下三点展开讨论：

- 1、抖音广告、电商业务变现效率高，在有限商业化流量背景下，抖音是否有动力去做本地生活业务？
- 2、抖音与美团作为团购平台，分别为用户以及商家提供了什么价值？
- 3、抖音与美团在本地生活领域是错位竞争还是正面竞争？

第一部分：抖音本地生活业务进展

发展历程：抖音本地生活业务在 2022 年加速发展，疫情有助推作用

抖音入局本地生活业务已有 4 年，其业务进展情况可以大致分为三个阶段，2022 年加速成长。1) 第一阶段为起步时期，从 2018 年到 2020 年，抖音逐步实现本地生活基础板块功能从 0 到 1 的构建。2018 年 9 月抖音组建 POI 团队，首次推出 POI 聚合页，用户可以通过 POI 在视频中获取商家介绍和优惠信息，2020 年 3 月，抖音升级企业号，推出团购业务。2) 第二阶段为发力时期，成立了专门负责本地生活业务的“本地直营业务中心”，团队快速扩张，大规模拓展城市和商家品类，但成效未达预期，2021 年原计划完成 200 亿元 GMV，最终仅完成约 100 亿元。3) 第三阶段为加速时期，自 2022 年以来 GMV 实现快速增长，根据 36 氪消息，2022 年上半年抖音本地生活的 GMV 大约为 220 亿元，仅用半年时间就超越了去年一整年未能达到的 GMV 目标，6 月抖音正式对本地生活商家收取佣金，8 月抖音和饿了么达成合作，进一步加强变现能力和履约能力。根据 36 氪报道，1-10 月抖音生活服务累计 GMV 已逼近 600 亿，我们估算抖音全年本地生活 GTV 可达 700+亿。

图 3: 抖音本地生活业务发展历程



资料来源：36 氪，晚点 LatePost，国信证券经济研究所整理

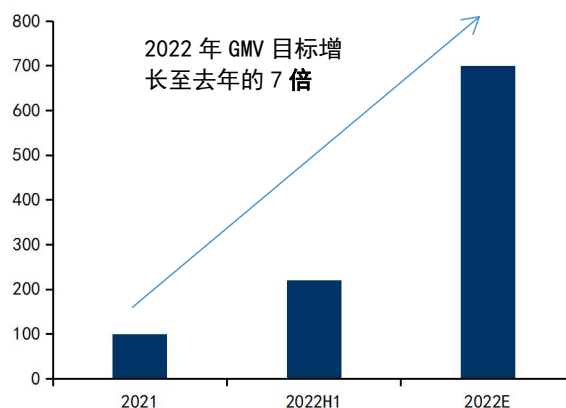
抖音本地生活业务主要采用信息流推送模式，主要在推荐页与本地页面中推送。被推送的达人探店视频中附带团购券链接，用户可以直接下单购买团购券，此外，在北京、上海等 50 多个城市已推出“团购导购栏”，包括附近美食、休闲娱乐、游玩、丽人/美发、住宿、亲子、运动健身、美甲美瞳等品类。与美团类似，每个品类下有商户列表可以进一步查看商户详细信息和团购详情。在企业号商家页中，点击“本店团购”即可查看并下单团购券链接。

图4: 抖音本地生活主要入口



资料来源: 抖音 APP, 国信证券经济研究所整理

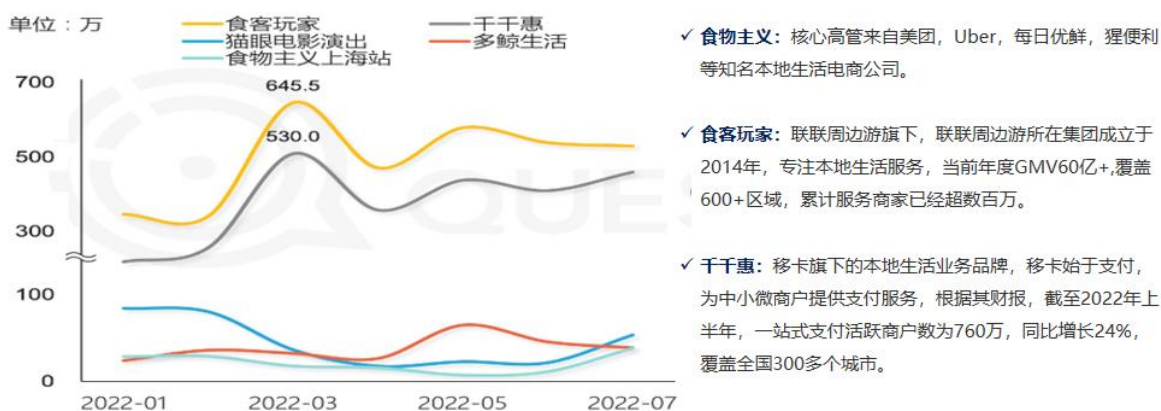
图5: 抖音本地生活业务 GTV (亿元)



资料来源: 36 氪, 国信证券经济研究所整理

抖音做本地生活业务, 多数城市借助服务商进行轻度运营, 少数城市为公司直营。由于本地生活业务需要线下团队拓展商户并与商户直接对接, 本身是资产较重的生意。抖音在多数城市借力成熟的服务商, 整合线下商户资源, 减少运营成本, 实现了迅速的拓城。根据 Questmobile 数据, 目前抖音比较具有影响力的服务商有食物主义、食客玩家、千千惠、享库存等。

图6: 抖音服务商及其简介



资料来源: Questmobile, 36 氪, 各公司官网, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

根据商家类型的不同, 抖音的本地生活业务主打低价爆款与浅折扣相结合的模式:

- 1) 浅折扣: 一般为大型连锁商家, 与美团折扣类似, 由抖音本地生活直营部门直接负责, 采用团购直播、短视频等带货等形式, 商家需自行进行投流、拍摄短视频, 如星巴克、肯德基等。这类商家自带流量, 抖音是变现渠道; 而这类商户, 也能为抖音引入高净值消费者, 并培养用户的搜索心智。
- 2) 低价爆款: 一般为对抖音流量渴求较高的中小商家, 商品折扣在 3-4 折, 由抖音本地生活服务商进行爆款打造, 以短视频带货为主。商家只需向服务商支付一定比例佣金, 服务商负责爆款套餐搭配、达人探店费用、投流费用等。值得注意

的是，服务商在抖音本地生活业务中，不仅担当业务 BD 拓展的作用，还帮助商家和平台承担部分运营风险，在业务初期有着较为重要的意义。当前抖音本地生活直营部门人数在 2000 人左右，主要负责主要城市大型商家；而在服务商方面，根据 36 氪数据，抖音生活服务平台签约合作服务商的数量较年初翻了 23 倍，目前已经超过千家。

图7：抖音本地生活业务的两种发展模式

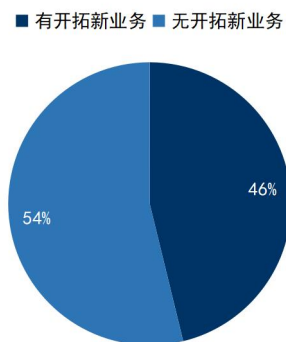


资料来源：国信证券经济研究所整理

2022 年抖音本地生活业务加速成长，顺应了宏观环境压力下商家清库存、用户折扣需求强的趋势。

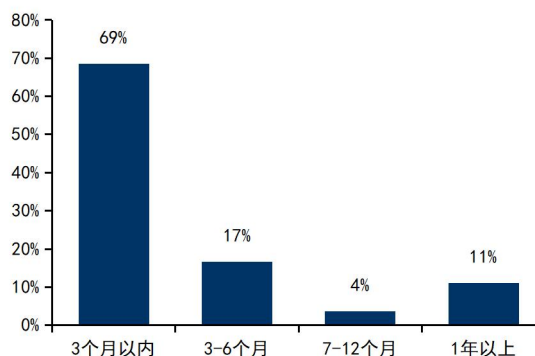
1) 对于商家来说，在 2022 年宏观环境压力下，商家一方面希望拓宽渠道、私域运营；另一方面，资金链角度，商家需要快速获得资金。根据红餐品牌研究院《2022 年疫情背景下餐饮企业调研》显示，46.2%企业在疫情期间开拓新渠道。面对经营困难时，约有 28.0%的受访餐企表示有采取数字化运营手段，开启私域流量运营。餐饮业作为一个高度依赖现金流的行业，如果企业经营持续低迷，或将面临资金链断裂的危机，约有 68.5%的受访企业表示目前的账面资金仅能维持近 3 个月的经营。据 36 氪未来消费数据，从 2021 年至 2022 年 H1，入驻的团购商家增长了大约 4 万，2022 年 H1 接入抖音本地生活的品牌数量达到了 15 万左右。

图8：46.2%企业在疫情期间开拓新渠道



资料来源：红餐品牌研究院，国信证券经济研究所整理及预测

图9：受访餐企账面资金维持时长

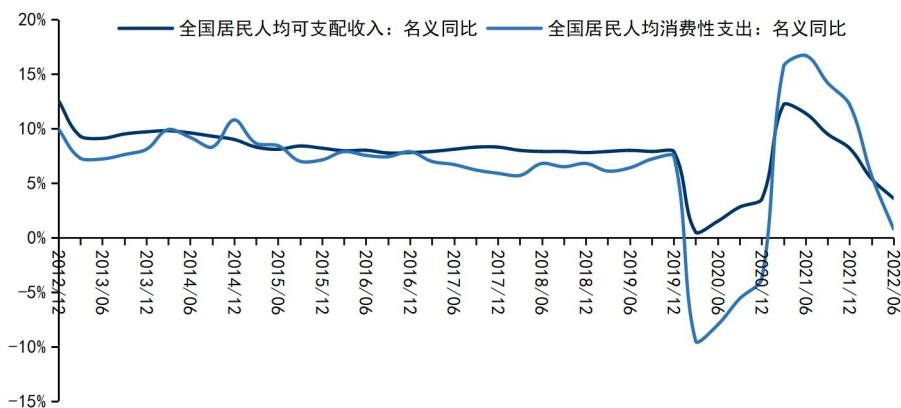


资料来源：红餐品牌研究院，国信证券经济研究所整理

2) 对于用户来说，可支配收入增长放缓让用户更愿意接收低价爆款套餐。全国居民人均可支配收入和人均消费支出增速持续下降，用户消费更加谨慎，在美团、饿了么、抖音等平台之间进行“比价”，抖音上 3-4 折的低价爆款套餐容易获得

用户青睐。抖音生活服务餐饮行业运营总监倪博雅公开透露称：“从 2021 年 4 月到 2022 年的 3 月，抖音平台上与餐饮交易相关的用户数平均增长率在 50% 以上。”

图 10: 全国居民人均可支配收入与支出同比情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

抖音: 本地生活可以平衡生态, 当前变现效率不如其他业务

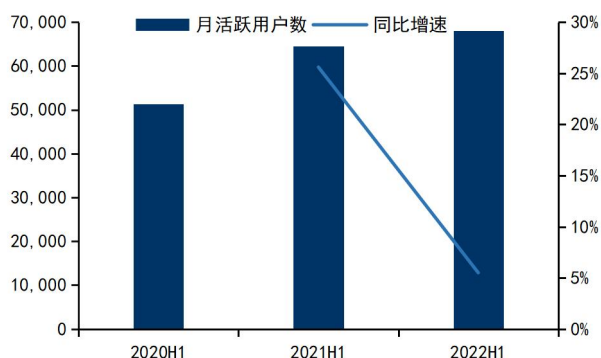
我们认为, 抖音的本地生活业务的变现效率不如电商、广告等其他业务, 但市场空间成长性足, 并有平衡整体抖音生态的效果。

抖音对商业化流量的生态调整, 也为其本地生活业务快速发展助力。根据 36 氪消息, 2021 年 11 月, 抖音进行了组织架构调整, 此次调整为解决抖音的用户增长缓慢与本地生活业务的进展慢的问题, 原直播负责人韩尚佑兼管本地生活业务。

在流量增长有限背景下, 抖音需要在不同商业模式中做进行流量的分配。抖音活跃用户数量在突破 6 亿后增长明显放缓, 根据 Questmobile 数据, 2022 年 H1 抖音 APP 的月活跃用户数达 6.8 亿, 同比增长 5.5%, 增速较去年下降 20 个百分点。抖音当前主要商业模式主要包含广告、电商、本地生活、直播等, 其中电商收入包含广告收入+佣金收入。根据《2021 中国互联网广告数据报告》, 字节跳动广告收入在整体互联网平台中排行已经第二; 根据 Tech 星球报道, 抖音电商 GMV 2022 年计划突破万亿。抖音作为短视频内容平台, 丰富优秀的内容始终是平台吸引用户的载体。商业化流量的过于泛滥, 会影响用户使用体验, 抖音需要在生态和商业化间做出权衡。根据我们的草根调研, 当前抖音整体的商业化流量占比约 30%, 在进行用户体验调研后, 电商流量占比由 2021 年末约 15% 下降至当前 11.5% 左右, 主要下降的是变现效率较低的短视频电商流量。

本地生活内容本身就是抖音较受欢迎以及较为重要的垂类, 对于生态较为友好。根据克劳锐, 美食为 2020 年抖音 TOP2 的平台内容垂类, 与抖音“记录美好生活”的倡导较为吻合。当前, 抖音加强本地生活内容的供给, 能够在不影响生态情况下, 尽可能变现。

图 11: 抖音 APP 月活跃用户数及增速 (万人, %)



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理及预测

图 12: 抖音 2020 年 TOP 内容垂类



资料来源: 克劳锐《2020 年上半年短视频内容发展盘点报告》, 国信证券经济研究所整理

根据我们测算, 目前本地生活的变现效率低于电商, 带团购页面单 VV 收入为短视频电商业务单 VV 收入的 1/2. 1。根据 36 氪报道, 当前抖音整体 DAU 已经超过 6 亿, 根据 Questmobile 数据, 抖音 2022 年 4 月人均单日时长为 109.1 分钟, 我们假设每个短视频时长为 15-20 秒, 估算人均单分钟浏览 VV 数为 3.5 次。经测算, 抖音当前日均 VV 为 2291 亿次。根据草根调研, 其中电商、本地生活分别占比 10.5%、8%, 本地生活流量中 25% 包含团购链接。

1) 从收入角度, 抖音本地生活业务可以贡献佣金与广告收入, 其中广告 take rate (收入/GTV) 约为 7%, 佣金率平均为 3%, 在返点政策下实际佣金率为 2.5%。故抖音本地生活业务当前团购页面产生 GTV 的 take rate 为 9% 左右。当前抖音本地生活业务带来的 GTV 远不如电商业务, 根据 Tech 星球、36 氪报道, 预计 2022 年抖音电商、本地生活 GMV 为 15000 亿、700 亿。故我们测算出, 当前抖音带团购页面单 VV 收入为短视频电商业务单 VV 收入的 1/2. 1。

2) 本地生活经营利润率低于电商等业务。我们估算抖音电商业务毛利率与快手类比为 75%, 经营利润率类比阿里巴巴约为 65% (仅拆分广告和佣金)。美团到店餐饮业务毛利率约为 90%, 经营利润率约为 45%。但抖音本地生活与美团比, 运营较为轻度, 预计远期经营利润率高于 45%, 我们假设抖音本地生活业务远期经营利润率在 50% 左右。

表1: 抖音不同业务单 VV 收益对比

序号	指标	短视频电商	本地生活(带团购)	广告(不含本地生活、电商广告)	备注
1	加载率	2.6%	2.0%	11.0%	假设数据
2	日 VV 数(亿次)	60	46	252	②=日总 VV×①
3	GMV(亿元)-2022E	1500	700		假设数据,估算短视频电商占整体电商 GMV 的 10%
4	千次 VV GMV(元/千次)	68	42		④=③/②/365×1000
5	收入-2022E(亿元)	165	60	2000	⑤=⑥×③
6	take rate(收入/GMV)	11%	9%		假设数据
7	千次 VV 收入(元/千次)	7.5	3.6	21.7	⑦=⑤/②/365×1000
8	稳态经营利润率	65%	50%	70%	假设数据
9	经营利润(亿元)	107.3	30.0	1400	⑨=⑤×⑧
10	千次 VV 经营利润(元/千次)	4.9	1.8	15.2	⑩=⑨/②/365×1000

资料来源: Tech 星球, 36 氪, Questmobile, 国信证券经济研究所整理及预测

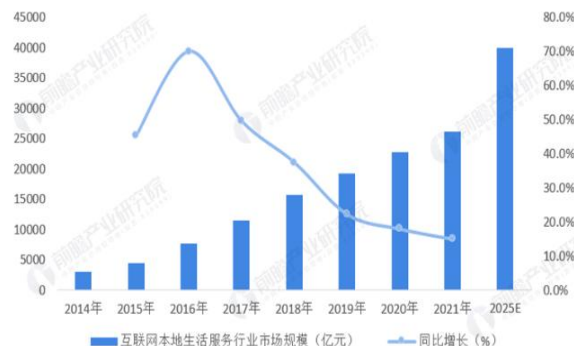
但从远期市场空间来看,本地生活领域市场更加广阔,变现效率有持续提升的空间。抖音短视频电商由于互动性弱、适合转化价格相对不敏感的产品,故点击率与转化率低于直播电商,抖音本地生活业务承接这一部分的电商流量。从远期看,随着本地生活业务用户心智的养成,以及转化率的提升,其变现效率有望持续提升。本地生活市场发展空间大,根据前瞻产业研究院数据,2021 年我国仅互联网本地生活服务行业线上市场规模就达到 26179.2 亿元,2025 年中国互联网本地生活服务行业市场规模有望达到 40000 亿。

图 13: 中国直播电商市场空间预估(亿元,%)



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 14: 互联网本地生活市场空间预估(亿元,%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

业务进展: 抖音在以到餐为主的发展早期

抖音本地生活业务当前仍是以到餐为主的发展早期。我们对比抖音与美团的本地生活业务: 1) 发展历程: 抖音发展晚于美团八年, 美团以图文展示为主, 抖音以短视频内容形式展示; 2) 品类结构: 抖音 GTV 超过半数来自到餐, 根据 36 氪报

道，预计抖音 GTV 中到餐、到店综合和酒旅的贡献比例约为 5：2.5：2.5；美团本地生活收入品类结构均衡，到综收入不断提高，我们预估 GTV 中到餐、到店综合和酒旅的贡献比例约为 3：5：2；**3) 商家布局：**抖音商家数量远少于美团，美团活跃商家数约为 920 万家，抖音合作商家数为 70 万家；城市来看，抖音直营集中覆盖一二线城市，截至年末计划覆盖 55 个城市，美团全线覆盖，基本覆盖全国全部 293 个地级市。美团拥有强大的地推团队，抖音更依赖服务商体系。

表2：抖音 VS 美团本地生活业务比较

	美团	抖音
平台属性	交易平台： 通过图文内容展示商家信息，撮合交易，交易平台交易属性更强	短视频内容平台： 用户利用视频内容分享日常生活，平台娱乐属性突出，通过短视频、直播展示商家真实画面
到店业务地位	贡献主要利润： 和外卖业务、新业务共同构成美团收入三大板块	探索新变现方式： 到店业务是抖音正在探索的变现方式，尚未实现盈利
入局时间	入局早： 2010 年美团依靠团购业务起家	入局晚： 2018 年首次推出基于 LBS 的生活服务功能
2022E GTV 目标	3000 亿+	500 亿+
品类结构	收入品类结构均衡，到综收入不断提高； 预估美团本地生活 GTV 中到餐、到店综合和酒旅的贡献比例约为 3：5：2	处于以到餐为主的发展早期， 根据亿邦动力消息，抖音本地生活 GTV 中到餐、到店综合和酒旅的贡献比例约为 5：2.5：2.5
折扣	一般为 7-8 折	近半为 3-4 折的低价爆款折扣
商家数量	活跃商家数约为 920 万家	合作商家数 70 万
覆盖城市	美团全线覆盖，基本覆盖全国全部 293 个地级市	抖音直营集中覆盖一二线城市，截至年末计划覆盖 55 个城市
商家推广团队	美团拥有强大的地推团队， 团队人数大约 2 万人	抖音更依赖服务商体系， 一线和强二线由直营团队运营管理，其余城市则由服务商完成商家的拓展和运营管理

资料来源：36 氪，公司财报，国信证券经济研究所整理

第二部分：抖音 VS 美团

线上消费平台平台价值：帮助用户省钱，帮助商户提高曝光度是关键

抖音和美团在满足商家诉求方面，既有重合的地方，也有彼此无法取代的地方。抖音在快速开拓流量、打造品牌方面的能力，目前优于美团。美团依靠点评多年的榜单所形成稳定的自然流量，也是抖音短期内无法实现的。

我们从用户端侧与商家侧拆解线上消费平台价值。我们认为：**对于用户来说，线上消费平台帮助省钱、做决策；对于商家来说，顾客引流、提高曝光度是关键。**

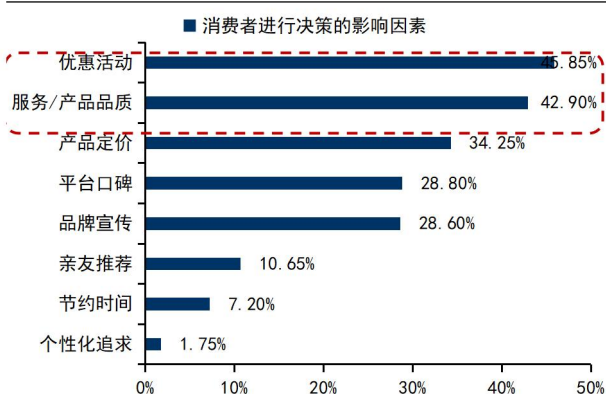
图 15: 线上消费平台价值拆解



资料来源: 极光大数据, 国信证券经济研究所整理

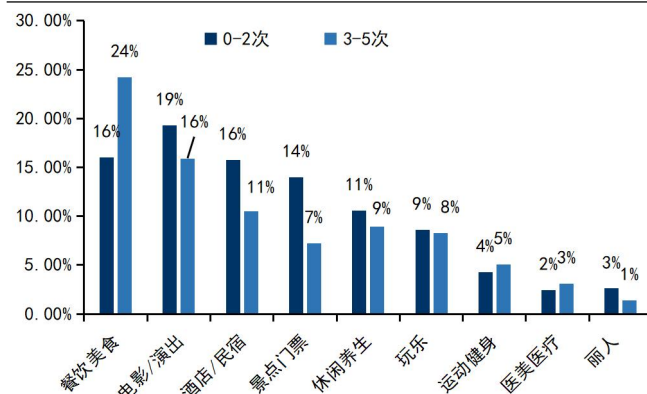
对于用户, 省钱、帮助做选择是线上消费平台的主要价值体现。消费频次较高的餐饮、电影等的消费受到优惠影响更大。根据艾瑞咨询, 生活服务类平台从传统的团购优惠模式向提升商家经营效率、优化用户购买决策的模式过渡。但优惠活动仍是影响消费者进行决策的最主要因素, 占比 45.85%, 其次为服务和产品质量。分品类来看, 餐饮美食线上消费更为高频, 这些品类受到优惠、团购活动的影响也更大。数据显示, 对于超过半数(62.5%) 餐饮美食的消费者而言, 商家有无优惠活动对消费者的购买选择将造成直接影响。而汽车服务、结婚等相对低频的消费受到优惠的影响则极低(均在 5%左右)。

图 16: 优惠活动是影响消费者进行决策的主要因素



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

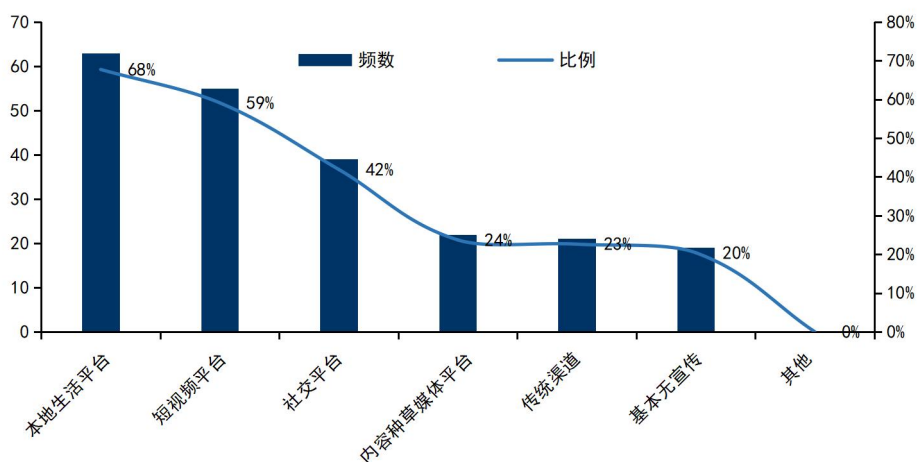
图 17: 消费者通过在线生活服务平台购买频率最高的品类



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

对于商家来说, 平台的意义在于吸引流量, 提升曝光度, 提供交易功能。在线平台实时展现商户信息, 用户被各类促销活动及优惠信息吸引, 平台引流提高了商家曝光度和知名度, 而客流量增加最终带动商家销售收入提升。以餐饮企业为例, 本地生活平台是品牌曝光的首选。根据《2022 年疫情背景下餐饮企业调研报告》, 选择在本地生活平台上进行品牌曝光的受访餐企达到了 67.7%, 通过短视频平台进行品牌曝光的受访餐企也高达 59.1%, 基本无宣传的企业只占到约两成。

图 18: 企业品牌曝光渠道

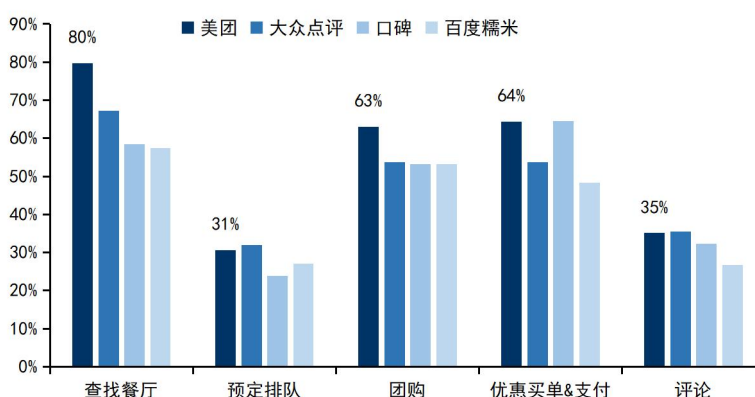


资料来源：《2022 年疫情背景下餐饮企业调研报告》，国信证券经济研究所整理

用户价值对比：抖音帮助用户省钱，美团帮助用户做决策

美团与大众点评的评价体系，帮助用户做消费决策，用户有找店心智。根据极光大数据，从到店餐饮 APP 功能使用来看，79.7%、67.3%的用户使用美团、大众点评时，会用查找餐厅功能，高于口碑等平台。2015 年美团与大众点评的合并为美团带来海量商户评价信息。我们认为，用户找店心智形成需要“完备的商家资源+丰富公允的评价体系+精细化分割”。对于搜索而言，本质还是让用户更快、更精准地搜索到答案。当前，虽然小红书等平台快速发展，用户会选择多平台种草，但美团商家数领先，依靠长期评论沉淀、精细化分割不同用户需求，成为用户快速、精准找店的首选。

图 19: 到店餐饮 APP 各功能使用率



资料来源：极光大数据，国信证券经济研究所整理

用户比价行为让抖音存在外溢流量，但视频类 App 的搜索心智仍需培养。由于抖音当前团购套餐价格较低，使得用户存在从其他平台种草后，在抖音进行搜索下单的行为。但抖音搜索心智的形成需要培养，一方面，抖音仍是内容社交平台，用户心智仍以娱乐为主，平台用户整体搜索心智还在培养；另一方面，用户搜索

仍需要资源支持，抖音当前本地生活相关内容地域、商家的覆盖度仍不够。

商家价值对比：抖音帮助商家短期提高曝光度，美团适合商家长期运营

抖音营销价值：流量覆盖人群更广，可帮助商户带来部分新客并短期爆量

我们认为抖音为本地生活商户的价值主要有两方面：1) 定向人群&新客；2) 高效率。

1) 从营销角度来讲，抖音覆盖人群更广，更贴近效果广告。当前抖音拥有 6 亿+ 日活用户，虽然不会所有用户都进行团购，但这部分用户成为了潜在团购用户。抖音本身就是优秀的营销宣传渠道，团购链接上线提高投放转化效率。在抖音未上线团购前，商家会通过抖音投放信息流广告获取用户关注，但转化效率较低。而团购链接的上线，相当于在平台内形成交易闭环，大大提高了商家营销和交易转化效率。

- ✓ **精细的人群颗粒度，能更好满足商家的定向营销需求。** 抖音拥有庞大的人群基数，且跨越不同年龄、地域、性别与兴趣的群体具有多元化的需求，可以为商家带来更多获客机会。以 CoCo 都可总经理在《抖音生活服务餐饮经营指南 2022》所述为例，CoCo 都可积极寻找年轻群体对产品喜好、沟通方式及个性化偏好，而抖音生活服务聚集了大量年轻用户，是品牌年轻化策略中的重要布局。
- ✓ **为商户带来距离更远的潜在用户。** 由于美团用户先有搜索倾向后再使用美团，故一般距离商家的距离较近，半径一般在 5km 之内。但抖音可以通过自主推送，运用视频展示与低价触达更远半径用户的潜在需求，为商户带来新流量。

2) 抖音流量灌溉下，可以快速为商户提升业绩。

- ✓ **可以帮助商户产品短期实现霸屏营销和爆单。** 由于抖音流量机制，可以短时间内给到商家较多的推送。以 2022 年 1 月 15 日 - 2 月 28 日举办的抖音生活服务新年活动为例，通过打造营销活动实现销量的爆发，活动期间商家订单量提升 43.4%，下单人数提升 34.8%。在营销活动后，商家订单量持续增长，活动后 15 天订单量提升 59.1%。
- ✓ **对大型连锁店来说，可以实现全国用户拉起，快速宣传品牌新品。** 以茶百道为例，5 月份推广当季新品与售卖爆款单品组合，连续 3 天 3 场直播，在线观看人数最高达 7.7W，累计观看人数近 1000W（商业流量：自然流量=1:9），累计销售额突破 5200W。

图 20：茶百道抖音直播示意图



资料来源：《抖音生活服务餐饮经营指南 2022》，国信证券经济研究所整理

美团营销价值：评分排名为商户带来稳定自然流量

好的排名会吸引自然流量，商家注重在美团打造口碑，以达到长期运营的效果。我们以用户场景为例，比如用户到达一个商场，搜索美团店铺后，通过各类指标筛选后会去美团评分高的店。故商家有动机在美团平台经营评分。商户在美团及大众点评上的评分排序依据一套比较复杂的算法，主要考虑与 App 使用者的距离、用户行为偏好、商户整体评价等多种因素。此外，美团 App 上还会参考团购的验券量和访购率，因为团购效果在美团 App 商户排名上体现的更多。根据我们草根调研，即使一些不缺线下流量的品牌店也会在美团进行投放，并注重团购券的售卖，以维持榜单排名。

表 3：美团及大众点评商户排名决定因素

点评	美团
距离	距离
商户点击率	商户点击率
商户星级	商户星级
商户收藏数	商户收藏数
是否有交易合作	是否有交易合作
是否有促销	是否有促销
	验券量、访购率

资料来源：美团 APP，国信证券经济研究所整理

第三部分：错位竞争还是正面竞争？

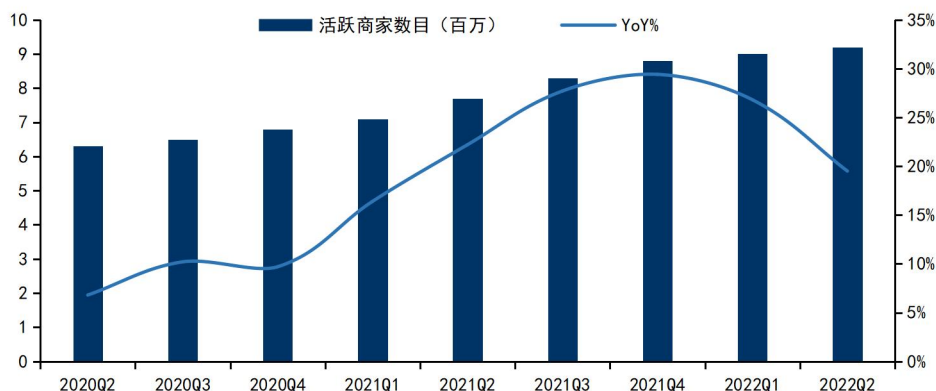
抖音模式适合的商家特点明显，美团更有普适性

抖音对商家来说，是一套要求更高阶的工具，适合运营能力强、毛利率较高的商家。由于抖音以视频内容展现团购，整体商家上限不如美团。从成本侧考虑，本

身吸粉能力强以及毛利率较高的商家可以在抖音持续存活。

抖音本地生活以内容推流为主，“货找人”形式使得抖音对商户而言，普适性不如美团。当前，抖音合作商家数 70 万，美团在活跃商家数约为 920 万家。由于抖音本地生活展示方式以平台自主推送内容为主，按照 36 氪未来消费统计，上半年抖音本地生活 GTV 里，短视频贡献了（短视频挂团购链接）接近 70%。只有精美的内容才能够吸引用户沉淀，故抖音的本地生活商户需具备一定的环境需求，对于环境较差，地理位置较偏的小型商户不够友好。而这些小型商户可以在美团上上架，用户通过美团搜索获得商家信息。

图 21：美团活跃商家数目及同比增速（百万，%）



资料来源：美团财报，国信证券经济研究所整理

从商家成本来看，商家在抖音投放有更多的可变成本，成本关键取决于商家本身吸粉能力。

1) 抖音为内容平台，商家运营需要寻找达人探店、拍摄短视频、投流等。如果与官方合作，需要向抖音官方支付 2%-8% 佣金，除此以外，还有达人探店费用（2-30%）、8% 左右投流费用。如果商家本身吸粉能力强，则达人探店/投流费用支出会少，商家只需支付官方佣金，佣金率低。由于抖音运营较为复杂，故多数商家会选择与服务商合作，将运营风险转移给服务商，服务商帮助寻找达人、投流等，商家只需要支付核销后 GTV 的 15%-25% 作为佣金。我们综合商家与抖音直营&服务商的合作情况，**估算出商家在抖音上运营成本区间为 GTV 的 2-30%。**如果商家本身吸粉能力强，则在抖音只需投放较少的流量与达人费用。

2) 美团平台收取佣金率高于抖音，当前佣金率约为 5%-15%，在美团和大众点评发布团购则需要购买商户通，其价格根据地区不同在每年 3000-20000 元左右。根据美团财报，2015-2019 年，美团到店变现率从 3% 提升到 10%。我们估计**商家在美团上运营成本区间为 GTV 的 5-20%。**

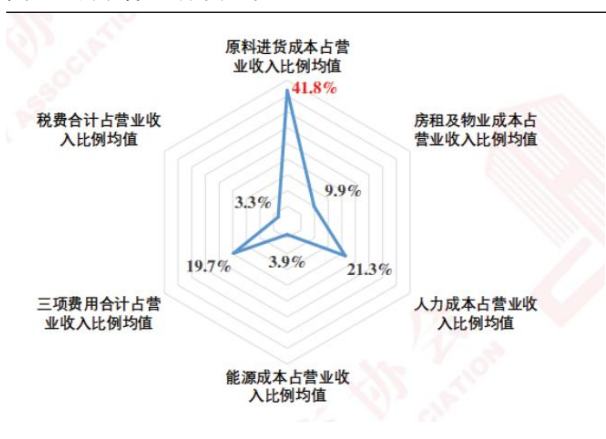
表4: 美团 VS 抖音佣金率

类目/平台		美团	抖音
团购（到店）	美食	3.5%（平均）	2.50%
	住宿	7.0%	4.50%
	游玩	3.0%-5.0%	2.00%
	休闲娱乐	5.0%-8.0%	3.50%
	丽人	5.0%-6.0%	3.50%
	结婚	约 10.0%	8.00%
	亲子	4.0%-5.0%	4.50%
	教育培训	4.0%-5.0%	4.50%
外卖（到家）		8.0%-20.0%	无

资料来源：各大平台官网，国信证券经济研究所整理

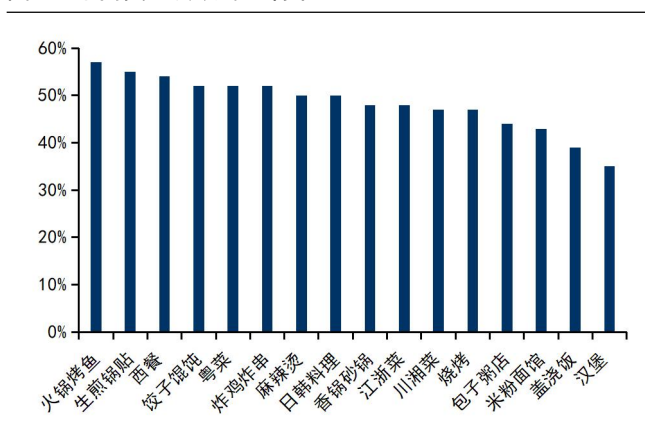
除此以外，抖音目前折扣力度较高，毛利高的商家才有盈利空间。以餐饮为例，根据中国饭店业协会数据，餐饮商家原料成本平均为 42%。而抖音 3-4 折的折扣力度大。当前，毛利率较高的餐饮类型多为为标准类、有较大品牌溢价的商家，如火锅、烤鱼、西餐、炸鸡炸串等，在抖音上可持续走薄利多销的路线。

图 22: 餐饮行业成本分布



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图 23: 不同类型餐饮的毛利率



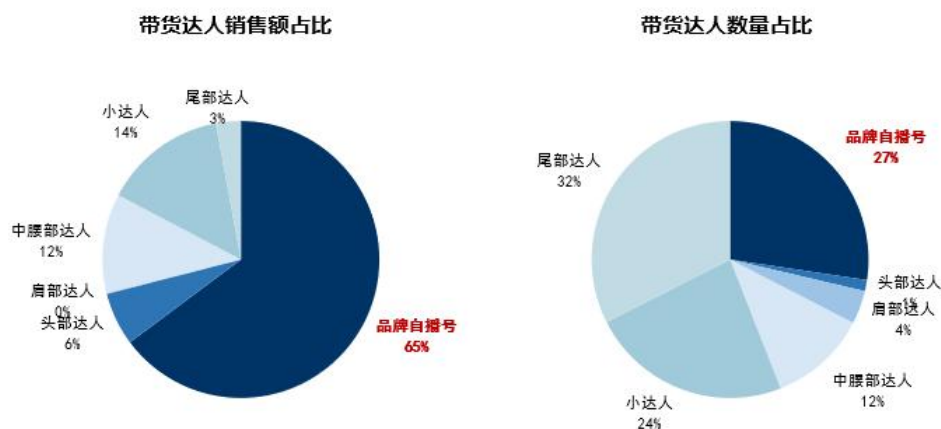
资料来源：外卖玩家公众号，国信证券经济研究所整理

基于以上逻辑，我们认为抖音更适合：1) 大型连锁商户；2) 网红店；3) 新店。大型连锁商家、网红店本身吸粉能力强，拥有品牌溢价；对于新店，抖音能满足短期爆量要求，可满足其快速起店需求。

1) **大型连锁商户**：由于品牌连锁商家自带品牌流量，在抖音充足流量支持下转化率较高，浅折扣模式下运用直播等形式快速爆量。以蝉妈妈《抖音五一本地生活分析报告》为例，五一期间，抖音 TOP20 本地生活带货达人 99% 以上销售额由直播贡献。品牌自播号是抖音本地生活的销售主力，以 27.4% 的数量占比撬动了 64.8% 的市场份额。例如，瑞幸咖啡 luckincoffee 五一期间包揽了抖音本地生活 15.6% 的市场份额。抖音将长期受益于连锁商户的拓展。2020 年，我国餐饮企业连锁化率仅为 15%，美国、日本的餐饮企业连锁化率分别为 54% 和 49%，对标国际，我国餐饮企业连锁化率还有很大的上升空间。根据《2022 年中国餐饮加盟行业白皮书》，2021 年餐饮连锁化率 18%。若以 1000 家界定为大型连锁，则大型连锁餐

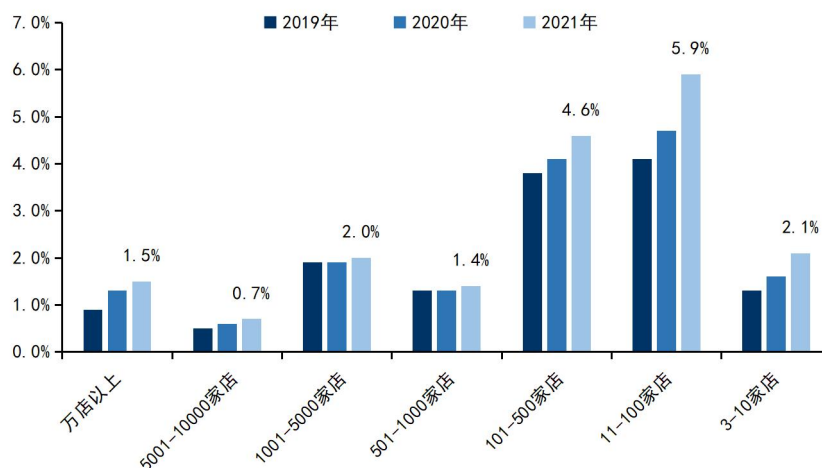
饮门店数量占比约 4%。

图 24：五一期间抖音本地生活各梯队带货达人分布情况



资料来源：蝉妈妈《抖音五一本地生活分析报告》，国信证券经济研究所整理

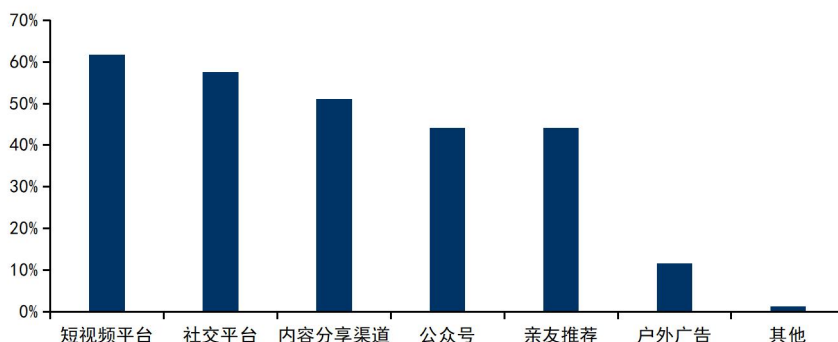
图 25：2019-2021 年品牌连锁门店数区间等级分布（占大盘比例）



资料来源：中国连锁经营协会&美团《2022 年中国餐饮加盟行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

2) **网红店**：网红店本身具有话题属性，在抖音更容易高效率获得充足公域流量，良好的粉丝基础将转化为不错的产品销量。以迷你椰泰式大牌档为例，独特的装修风格吸引了大批网红到店拍照打卡，同时达人探店视频激发普通用户拍摄 UGC 引起裂变传播，入驻抖音仅 4 个月每月 GTV 连续破百万。抖音生活服务数据显示，2022 年 8 月对比 1 月，生活服务相关的达人数量增长 160%+，每月有数十万创作者参与抖音生活服务团购带货，在达人生态不断完善的情况下，抖音网红店将层出不穷。

图 26: 2021 年中国网民主要通过短视频平台获取网红餐饮信息



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

3) **新店**: 借助抖音平台曝光快速起店, 便于商户初期资金回本。这部分商家由于在业务初期, 不会较多考虑盈利水平, 更多在乎知名度、单量的提升。根据我们草根调研抖音本地生活 BD, 与其合作的商户中有 30% 左右商户为新店商家, 通过 3-4 折团购链接快速起店, 起店周期约为 2-3 周。企查查数据显示, 2020 年我国餐饮相关企业新注册量达到 247.8 万家, 占餐饮相关企业总数量的 26% 左右。(2020 年我国共有餐饮相关企业 960.8 万家)。抖音将持续获取新店商家预算。

图 27: 近十年我国餐饮相关企业注册量&增长趋势 (万家, %)



资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

除餐饮业务外, 本地生活中其他业务在抖音中的渗透仍属于初级阶段。传统休闲娱乐 (洗浴足疗、玩乐类密室、手工 DIY、KTV、酒吧等)、新兴本地生活服务 (如丽人、医美、亲子、婚庆等) 在抖音上的渗透仍处初期。

- ✓ **一方面, 抖音对到综品类有较多限制:** 1) 抖音为视频展示属性, 部分细分品类不便于展示, 比如抖音会限流过多皮肤裸露等。2) 部分功能性产品被禁止展示, 比如当前功能性医美类, 健康医学等带功能性品类在抖音上无法投放。
- ✓ **另一方面, 到综商家在抖音运营还处于摸索阶段。** 如前文所述, 更为高频的品类受到优惠、团购活动的影响更大。部分到综品类, 由于较为低频, 消费者更注重品质, 无法直接用低价促销唤起消费者, 故商家找准运营方式非常重要。比如对于部分公立医美医院, 可以在抖音进行医生个人 IP 宣传等达到品宣效果等。

到综商家对品牌曝光有更强的诉求, 弱化其对投入成本的考量, 但抖音到综商家

入驻率低、平台限制高，供给侧还没有放开。我们认为，到餐商家的核心诉求主要在整体经营的销量；而到综商家由于客户消费频次较低，其核心诉求主要为拉拢新客并将其转化为老客，故其更愿意短期亏钱获得拥有更多客户的可能性。未来到综供给端能否放开主要取决于抖音本身的意愿。

图28：消费者决策时最受优惠活动影响的品类



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

美团商家底盘为中小型商家，与抖音有正面竞争，也有错位竞争

中尾部商户是美团的底盘，与抖音形成部分错位竞争。美团从商户构成来看，中尾部商户占比 90%-95%，GTV 占比 90%左右。自带流量的连锁类商家以往在美团上的粉丝数较少。例如肯德基关注人数抖音/美团分别为 174.5 万和 10 万+。

美团优质、在榜商家在抖音运营无需采用深折模式重度运营，这些商家是美团的基本盘。美团商户排名主要取决于用户口碑，体现了商家自身能力。我们统计美团美食人气榜单，北京、上海、广州和深圳的 TOP10 人气商家基本在抖音都有地点显示，但仅分别有 3/3/6/4 家在抖音上线了团购套餐。美团 TOP30 人气商家分别有 14/16/17/16 家在抖音上线了团购套餐，并且并不会采用价格比美团低很多的深折模式。

表5: 美团人气榜 TOP10 商家在抖音的开店情况

地点	美团人气榜 TOP10	抖音套餐 (单位: 折)	美团套餐 (单位: 折)	地点	美团人气榜 TOP10	抖音套餐 (单位: 折)	美团套餐 (单位: 折)
北京	小放牛炒菜店	/	8.8	上海	朱光玉火锅馆	/	/
	糕材生	/	7.5		楠火锅	/	7.2
	楠火锅	/	7.3		珮姐老火锅	/	6.8
	佩姐老火锅	7.6	7.9		繁楼	9.4	8.9
	糖水川菜	/	/		趁热集合	/	/
	怒火八零市井火锅	8.3	8.3		翠富楼	/	7.6
	火财盒烤肉	/	8.7		东盛炭烤自主料理	/	8.0
	百济泥炉烤肉烤鳗鱼	6.8	6.8		左庭右院鲜牛肉火锅	/	8.9
	肥福拍档	/	7.9		坎爷秘制火锅	8.3	7.7
	牛街清真满桓記	/	/		破店肥哈	7.0	7.0
均值	抖音开店率: 30%	7.5	7.6	均值	抖音开店率: 30%	8.2	7.9
广州	珮姐老火锅	/	7.8	深圳	朱光玉火锅馆	/	/
	楠火锅	6.7	7.6		珮姐老火锅	/	7.8
	卤校长重庆火锅	/	8.0		顺意顺德家乡菜	/	7.7
	阿强家酸菜鱼	/	3.6		楠火锅	7.0	7.6
	粤向群饭店	4.9	5.1		头牌小厨	6.1	6.8
	苏阁鲜果茶	7.9	8.4		洪大厨鸡煲	/	/
	蚂蚁洞首尔烤肉大牌档	7.4	7.4		辣可现炒黄牛肉	/	/
	蚂蚁洞首尔烤肉大牌档露营档	/	7.4		山水至尊杀猪粉	8.6	8.6
	塔斯汀中国汉堡	6.4	6.6		大虎老火锅	/	8.2
	等我送上门海鲜大牌档	8.4	8.4		胖明螺蛳粉	/	6.8
均值	抖音开店率: 60%	7.0	7.3	均值	抖音开店率: 30%	7.2	7.7
总体	抖音开店率: 38%	7.5	7.6	总体	抖音开店率: 38%	7.5	7.6

资料来源: 抖音 APP, 美团 APP, 国信证券经济研究所整理

美团商户通过推广通和商户通进行运营, 竞价规则使得优质商户能够出价更低, 很好的满足了优质商家的营销诉求。1) 商户通主要功能包括团购, 以及为线上门店进行装饰, 从而使得门店页面信息更丰富、清晰, 吸引更多用户进入店铺主页。2) 推广通为美团为商户研发的营销产品, 商户可通过美团及大众点评 App 内的 CPC 广告推广线上店铺及品牌形象, 提升人气及知名度、增加店铺曝光率。广告单价由商户出价和质量度决定。质量度因子主要包括三个方面: ①用户行为: 搜索、点击、浏览、购买历史、地理位置等; ②商户质量: 团单售卖情况、星级、点评数量、收藏数目等; ③广告点击率 (即广告点击数除以广告曝光数)。实际广告扣费数额等于经质量度调整的下一位商户出价加 0.01 元。例如, A 商户出价 4 元, 质量度为 7 分; B 商户出价 6 元, 质量度为 4 分, 由于 $4*7 > 6*4$, 则 A 商户广告排位在 B 之前, 其费用支出为 $6*4/7 + 0.01 = 3.44$ 元。

抖音可以承接在美团经营表现一般的商户的营销需求。由于美团众多的商家数以及竞价体系, 部分商家即使在美团投放营销预算, 也无法使得店内满客。抖音为这些商家提供附加营销渠道, 成为商家经营不善时, 短期爆量的选择。

图 29: 大众点评门店头图 (左图)、团购抵用券 (中图)、团购立减 (右图)



资料来源: 美团 App, 大众点评 App, 国信证券经济研究所整理

第四部分：一些远期问题的探讨

抖音：短期增长空间仍足，长期与服务商关系可能存在博弈

抖音 2022 年目标 GTV 可达 700+ 亿，我们预计 2023 年有望翻倍，供给端的流量和商家数仍存在优化空间。长期看，与服务商关系存博弈。

1) 流量：抖音本地生活流量仍有提升空间

当前抖音团购 VV 加载率仍低，主要系商家覆盖程度不够、商家内容产出能力还在培养。当前抖音并不是所有本地生活页面都上线团购链接。我们认为，随着更多内容产出效果较好的商家入驻，抖音团购 VV 加载率可以在不影响生态前提下进行提高。更加吸引人的内容，也带来更好的转化效果。

抖音用户搜索+货架电商生态培养，将为抖音本地生活带来较为稳定的新流量。2022 年抖音将货架电商与兴趣电商融合，旨在发展全域电商。以 2022 年抖音双十一为例，开卖 1 小时（31 日 0 时-1 时），抖音商城曝光量相比 921 大促同期增长 36.8%；商品搜索量相比 921 大促同期增长 91.2%。2022 年 6 月抖音电商生态大会上提到，包括电商与搜索在内的新场域，销售额未来占比将达 50% 以上。随着抖音搜索+货架电商生态培养，在比价行为下，抖音同城页、搜索页有望为抖音本地生活带来更多稳定的新流量。

图 30: 抖音电商期待货架场景成为抖音电商经营主战场



资料来源: 抖音电商公众号, 国信证券经济研究所整理

2) 商家覆盖情况：抖音仍有提升空间

短期来看，头部商家覆盖数量仍有空间，中腰部通过服务商快速放量

头部：在 21 家国内已上市的连锁餐饮企业中抖音全覆盖，带团购链接企业占比达 80%，门店数覆盖仍有空间。百胜中国、海底捞，奈雪的茶、海伦斯粉丝量达到百万左右，全国门店覆盖全，其他企业商家粉丝运营一般，门店覆盖不足。从官方账号的粉丝数量来看，只有百胜中国、海底捞、奈雪的茶和海伦司的粉丝数量在百万左右，其他餐饮企业的粉丝数量基本都在十万左右甚至没有抖音官方企业号。从上线门店数量来看，粉丝数量在百万左右的商家门店基本都在抖音开通线上门店，平均开店比例为 94%。粉丝数量在十万左右的商家线下门店上线抖音的比例大概为 63%，在抖音没有官方企业号的企业门店平均上线比例仅为 15%。

表 6: 上市连锁餐饮企业在抖音的运营情况

	序号	上市连锁餐饮企业	是否在抖音有团购	抖音企业号粉丝数(万)	抖音开店比例	平均上线比例
粉丝数量在百万左右	1	百胜中国	是	208.200	76%	94%
	2	海底捞	是	118.900	100%	
	3	奈雪的茶	是	117.200	100%	
	4	海伦司	是	94.500	100%	
粉丝数量在十万左右及以下	5	味千中国	是	12.800	74%	63%
	6	同庆楼	是	10.600	52%	
	7	广州酒家	是	10.200	68%	
	8	全聚德	是	8.400	35%	
	9	红鼎豆捞	是	6.400	未知	
	10	呷哺呷哺	是	3.300	84%	
	11	唐宫中国	是	1.600	26%	
	12	上海小南国	是	1.300	未知	
	13	望湘园	是	0.956	46%	
	14	小六饮食	是	0.728	96%	
	15	九毛九	无	0.369	100%	
	16	新丰小吃	无	0.291	48%	
	17	洛阳餐旅	无	0.003	未知	
无抖音官方号	18	中科云网	是	无抖音官方号	13%	15%
	19	百富餐饮	是	无抖音官方号	未知	
	20	伊秀股份	是	无抖音官方号	31%	
	21	小尾羊	是	无抖音官方号	2%	

资料来源：抖音，公司财报，国信证券经济研究所预测；注：抖音开店比例=抖音线上门店数量/总线下门店数

中腰部：主要靠服务商来入驻，抖音本地生活服务自带商户资源。抖音为服务商制定开城、开拓商户目标，当前中腰部商家仍在放量。根据 Questmobile 数据，目前抖音比较具有影响力的服务商有食物主义、食客玩家、千千惠、享库存等，由于服务商出身于广告、支付、周边游等公司，本身自带大量商户资源。根据 10 月 25 日 2022 抖音生活服务服务商伙伴大会，目前和抖音签约合作的服务商数量超过 1000 家，较年初翻了 23 倍。与服务商建立合作，稳定销售的商家数量翻了 77 倍。

3) 抖音运营的风险：与服务商关系的稳定性

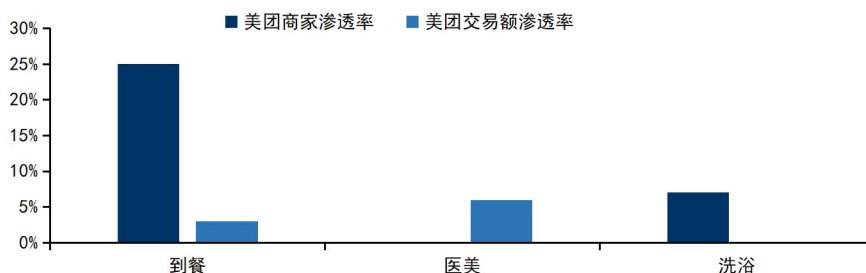
抖音和服务商之间的合作关系并不稳定，服务商合作意愿与抖音战略调整、组织架构变动、流量返点等扶持政策密切相关。根据界面新闻，在 2022 年之前，抖音与本地生活服务商有两段“蜜月期”转冷的经历：①为了解决人手不足、城市下沉的问题，抖音在 2021 年 4 月正式引入服务商体系。但经测试发现本地生活商业化效果不佳后，除一线城市外抖音本地生活业务全线暂停，大批服务商受到影响。②在发现直播电商引入本地生活的商机后，抖音又开始加大对服务商的扶持政策。但 2021 年 11 月本地生活负责人调整，直接影响到平台给服务商的流量返点政策，服务商利润下降后合作意愿也有所降低。

当前抖音平台与服务商之间的关系处于蜜月期，但流量支持力度有所下降。2022 抖音生活服务服务商伙伴大会上，抖音提出从平台合作态度、运营体系、系统解决方案、赋能扶持和合规治理等五大板块为服务商提供全面支持。抖音对商家投流的补贴力度已经有所下降，根据《财经十一人》，一位服务商称去年商家在抖音做餐饮类直播，若投放流量，抖音会进行 1:1 的对投——商家投 1 万元买流量，抖音也会投 1 万元，现在这个比例是 1:0.7，且抖音的对投金额有了上限。

对美团的影响：存在错位竞争，抖音的份额提升尚未结束

总体来看，抖音与美团存在部分错位竞争，本地生活依然是一个渗透率低、空间非常大的市场。如前文所述，美团与抖音形成部分错位竞争。商户侧来看，中尾部商户是美团的底盘，而抖音适合大连锁店、网红店与新店，并可以承接在美团经营表现一般的商户的营销需求。用户侧来看，抖音通过潜在庞大流量，为本地生活大盘带来部分新流量。我们认为，短期内，本地生活业务整体市场空间由市场渗透率驱动，抖音的入局为市场渗透率提供增量，短期内本地生活的大盘可容纳两家公司的共成长。根据前瞻产业研究院数据，2021 年我国互联网本地生活服务行业线上市场规模 26179 亿元，2025 年中国互联网本地生活服务行业市场规模有望达到 40000 亿。

图 31：美团细分领域渗透率



资料来源：《中国医美市场趋势洞察报告》，《中国沐浴行业发展报告》，美团财报，国信证券经济研究所整理预测

我们认为抖音对美团的影响：1) 需观察远期广告收入影响；2) 需观察抖音的低价策略能否持续。

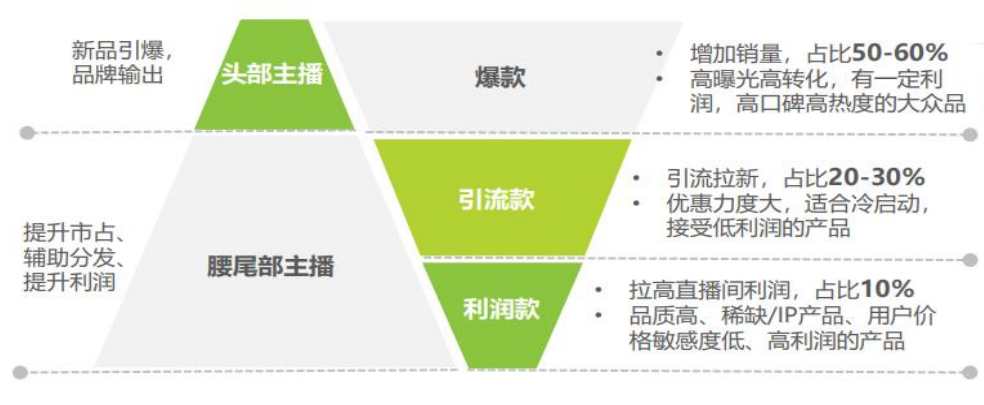
1) 抖音适合作为商家经营不善时短期爆量的平台，远期来看，存在阶段性吸收这部分商家的广告预算的可能。如前文所述，商户对团购平台的诉求是做营销与引流，当客流不满时，商家就会选择增加营销渠道来获客。若商家能够在抖音经营较好，形成短期爆单，虽然不会影响商家在美团商户通正常的投放，但远期可能会影响其对美团推广通即广告的投放。商家在抖音运营难度较大、成本较高，

适合商户类型明显；美团依靠点评、榜单等为商家带来稳定的自然流量，美团依旧是商家长期经营的选择。

到综商家对品牌曝光有更强的诉求，弱化其对投入成本的考量，但抖音到综商家入驻率低、平台限制高，供给侧还没有放开。我们认为，到餐商家的核心诉求主要在整体经营的销量；而到综商家由于客户消费频次较低，其核心诉求主要为拉拢新客并将其转化为老客，故其更愿意短期亏钱获得拥有更多客户的可能性。这部分商家虽然很愿意拥抱抖音，但抖音展示模式对这部分商家存在限制，并且到综商家在抖音运营还处于摸索阶段。未来到综供给端能否放开主要取决于抖音本身的意愿。

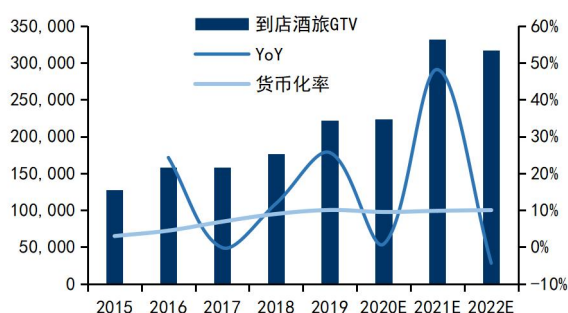
2) 远期抖音商品价格存在价格低于美团的可能性。抖音的运营成本高于美团使得抖音天然对商户进行选择，部分盈利弹性较大的商家能够在抖音较好存活。除此以外，当前抖音很多商家采用深度折扣，愿意以价换量。对于此问题，我们还可以从抖音电商角度去考虑，当前抖音直播电商同样采用优惠力度大的模式，故能够在抖音电商上真正盈利的公司不多，部分电商商家期待在抖音平台快速爆量或者清库存以缓解经营压力。

图 32: 抖音直播电商生态



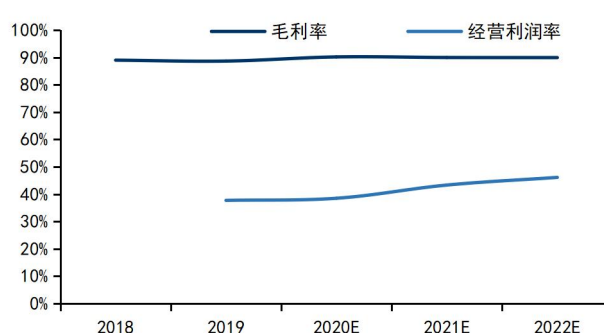
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 33: 美团到店酒旅业务 GTV 及货币化率 (百万元, %)



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图 34: 美团到店酒旅业务毛利率以及经营利润率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

投资建议

我们认为美团餐饮外卖竞争壁垒稳固，单量及利润增长的可预见性强；2022 年美团到店酒旅受疫情影响大，同时，疫情也催化了抖音本地生活的快速增长，预计 2023 年美团本地生活业务有较大反弹空间。短期内线下消费重启有助于美团到店业务恢复，长期需要关注密切抖音到店业务的战略调整及增长情况。

我们预计 2022–2024 年美团实现调整后净利润 5.4/125.1/277.4 亿元。基于 2023 年盈利预测，我们采取分部估值法，计算得合理目标价区间为 173–187 港币。我们依旧看好美团核心业务的竞争优势及新业务的成长性，继续维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济情况影响本地商户团购投放意愿；实体店铺受极端天气、自然灾害、疫情等影响可能无法履约；团购优惠不实、商户虚假宣传可能对平台造成法律及声誉风险；用户数据安全问题。

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032