

## 美团-W (03690.HK)

## 本地生活赛道快速成长，美团抖音差异化价值并存

2023年10月12日

——港股公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吴柳燕（分析师）

荀月（联系人）

wuliuyan@kysec.cn

xunyu@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122100036

日期	2023/10/11
当前股价(港元)	116.50
一年最高最低(港元)	195.60/105.50
总市值(亿港元)	7,274.42
流通市值(亿港元)	7,274.42
总股本(亿股)	62.44
流通港股(亿股)	62.44
近3个月换手率(%)	23.15

### ●到店格局及利润率企稳驱动市场信心修复，维持“买入”评级

到店行业线上化率加速提升，抖音美团存量与增量竞争并存。美团加大用户补贴及商户返佣跟进低价策略，内测直播入口试图补齐内容短板，短期牺牲利润率有望稳定市场份额。外卖业务壁垒稳固，2023H1 单均盈利继续提升。随到店竞争格局逐步趋稳，我们维持公司 2023-2025 年 non-IFRS 净利润预测 215/336/539 亿元，对应同比增速 661%/56%/60%，对应摊薄后 EPS 3.5/5.4/8.7 元，当前股价 116.5HKD 对应 30.6/19.6/12.3 倍 PE，维持“买入”评级。

### ●本地生活赛道稳健成长，美团抖音供需端优势不同，具备差异化价值

类似货架电商与直播电商之争，美团与抖音在本地生活领域优势不同，对用户和商家存在差异化价值。(1) 平台端：抖音介入本地生活出于平衡内容生态及流量变现，“店找人”模式的核心优势在于多样化内容及更广泛的流量；美团“人找店”模式下交易工具属性明显，用户搜索心智已经养成；(2) 从用户端看，性价比是消费决策的关键因素，抖音前期以低价策略培养用户心智，相较美团缺少用户评价反馈机制，服务质量及用户体验缺少约束，但基于用户观看内容所积累的标签有利于吸引兴趣，形成被动种草；(3) 从商户端看，美团作为交易平台对于运营能力要求较低，借助评分机制商家可实现一定自然引流，对于中小商家更为友好；抖音作为内容平台对于商家短视频或直播内容创作以及运营能力要求较高，考虑到线下门店服务能力及利润水平有限，更适合头部商家及品宣需求。

### ●考虑到到店行业商家线下服务能力及规模效应，美团仍将占据头部地位

考虑到本地生活 ROI 低于电商，抖音内部战略仍以流量变现、确保 ROI 出发，其服务商拓展及精细化运营能力仍需进一步证明，我们预计美团仍将占据到店行业主要份额。参考直播电商与货架电商，2022 年抖音及快手/阿里巴巴订单 GMV 比约为 40%，考虑到到店行业商家线下服务能力及规模效应有限、潜在强劲竞争对手有限，我们预计内容平台在到店行业份额比或将低于 40%。

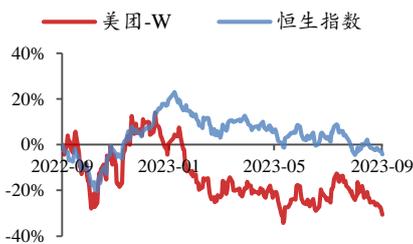
### ●风险提示：消费复苏不及预期、竞争加剧、监管变动、新业务增长不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	179,128	219,955	276,371	334,987	396,248
YOY(%)	82.0	22.8	25.6	21.2	18.3
Non-IFRS 净利润(百万元)	(15,572)	2,827	21,522	33,642	53,899
YOY(%)	/	/	661.2	56.3	60.2
毛利率(%)	23.7	28.1	34.0	35.5	36.8
净利率(%)	(8.7)	1.3	7.8	10.0	13.6
ROE(%)	(7.6)	1.2	8.3	11.5	15.8
EPS(摊薄/元)	-2.6	0.5	3.5	5.4	8.7
P/E(倍)	-41.4	232.8	30.6	19.6	12.3
P/B(倍)	5.3	5.2	5.0	4.5	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所（2023年10月12日，1HKD=0.9176RMB）

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《外卖盈利超预期，到店前景逐步明朗——港股公司信息更新报告》-2023.8.26

《到店利润率短期或回调，待消费复苏及格局企稳催化——港股公司信息更新报告》-2023.5.30

《积极应对稳定市占率，有望驱动市场信心修复——港股公司信息更新报告》-2023.3.27

## 目 录

1、 本地生活赛道空间仍广阔，内容平台入局抢占份额.....	4
1.1、 规模：从到店延伸至到家，空间仍广阔.....	4
1.2、 格局：美团领跑，内容平台入场竞争加剧，到店成为首要切入口.....	5
2、 美团 VS 抖音：供需优势不同，平台差异化价值仍存.....	6
2.1、 平台端：交易 VS 内容，效率 VS 兴趣，佣金 VS 广告.....	9
2.1.1、 业务定位：到店为美团核心业务，抖音流量溢出寻求多元变现.....	9
2.1.2、 平台属性：美团工具属性明显，抖音强种草弱成交.....	10
2.1.3、 变现效率：美团佣金率高于抖音，但广告变现空间低于抖音.....	10
2.2、 需求端：性价比是消费决策关键因素，抖音流量优势明显.....	11
2.2.1、 用户心智：省钱、帮助选择为平台主要价值，性价比仍是决策关键要素.....	11
2.2.2、 流量规模：抖音具备明显优势，低线城市及 40 岁以上人群仍有渗透空间.....	12
2.3、 供给端：美团商家丰富度更高，抖音更适用品宣引流及连锁门店.....	12
2.3.1、 品类结构：美团适用低频高决策成本，抖音优先高频低决策品类.....	13
2.3.2、 运营能力：抖音内容依赖度高，美团对中小商家更友好.....	13
2.3.3、 经营成本：抖音运营成本较高，更适用品牌和连锁商家.....	14
3、 未来：短期共同加速市场渗透，长期抖音抢占营销收入.....	15
3.1、 短期：线上化加速提升，存量与增量竞争并存，美团抖音各补短板.....	15
3.2、 长期：美团仍将占据市场主要份额，抖音抢占广告收入.....	16
4、 盈利预测与投资建议.....	18
5、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	20

## 图表目录

图 1： 本地生活服务平台从到店延伸至到家.....	4
图 2： 2016-2021 年本地生活服务市场规模 CAGR 约为 35%.....	5
图 3： 2023 年 4 月本地生活综合服务全网渗透率 38.4%.....	5
图 4： 本地生活细分行业数字化水平差异较大.....	5
图 5： 本地生活竞争加剧.....	6
图 6： 内容平台入局本地生活，到店团购成为首要切入口.....	6
图 7： 美团和抖音为商家和用户提供差异化价值.....	8
图 8： 2022Q1 美团到店酒旅收入 76.2 亿元.....	9
图 9： 2022Q1 美团到店酒旅业务经营利润率达 45.6%.....	9
图 10： 2021 年重点广告投放行业季节性波动较大.....	9
图 11： 内容平台基于用户兴趣进行个性化内容呈现.....	10
图 12： 美团核心商业在线营销与佣金收入增速差 2023Q2 收窄.....	11
图 13： 抖音针对本地生活服务类商家推出巨量本地推.....	11
图 14： 40.4%的消费者认为平台本地生活价值在于省钱.....	11
图 15： 优惠活动和品质是消费主要考量.....	11
图 16： 越高频的品类对于优惠活动的敏感度更高，性价比仍然是影响到店消费的关键要素.....	12
图 17： 抖音在流量规模方面具备明显优势.....	12
图 18： 抖音本地生活细分类目市场规模中美食占比最高.....	13
图 19： 抖音本地生活采用直营和服务商代理两种模式.....	13

图 20: 餐饮行业食材、人力、租金成本占比过半.....	14
图 21: 头部餐饮连锁品牌抖音团购门店接入率 90% 以上.....	14
图 22: 抖音餐饮类团购销量 TOP3 均以低价吸引用户.....	14
图 23: 预计 2025 年本地生活服务规模超 35 万亿元.....	15
图 24: 2023 年 5 月实物商品销售线上渗透率为 25.6%.....	15
图 25: 美团跟进抖音低价策略.....	15
图 26: 美团 APP 针对直播固定入口和聚合页内测.....	15
图 27: 美团交易目的性强, 但用户流量不及抖音.....	16
图 28: 2022 年 TOP5 电商平台订单 GMV 中短视频平台占比约 20%.....	17
图 29: 参考短视频电商, 抖音对于头部及中小商家提供不同价值.....	17
表 1: 预计美团 2023 年收入同比增长 25.6%.....	18

## 1、本地生活赛道空间仍广阔，内容平台入局抢占份额

### 1.1、规模：从到店延伸至到家，空间仍广阔

本地生活始于线下到店 O2O，后延伸至到家 O2O。本地生活互联网服务指当地餐饮、休闲娱乐、生活服务等商家提供服务或产品，平台为线下商家提供推广渠道，消费者线上消费线下履约。随行业发展，目前本地生活已从最初的到店业务延伸至外卖及配送服务，本地生活服务平台依据可提供的服务范围及内容可划分为综合服务（美团等）、垂直应用（饿了么等）及社交媒体（抖音、小红书等）。

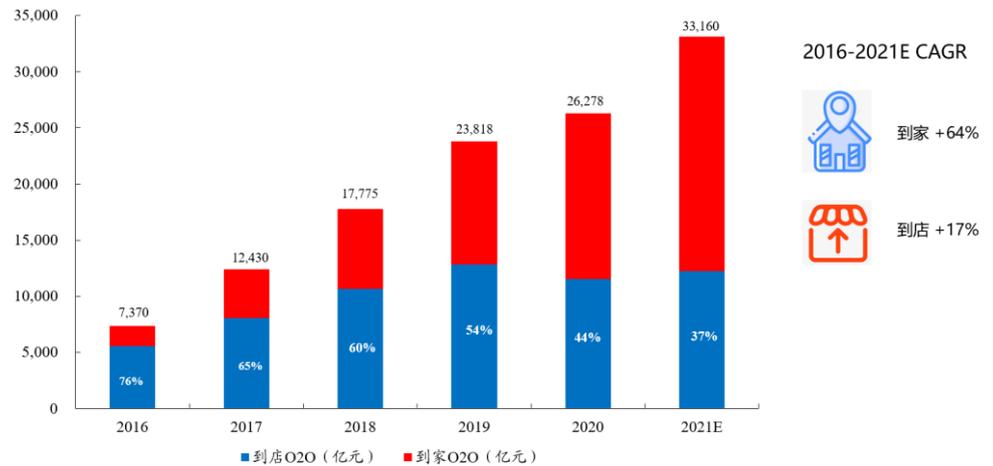
图1：本地生活服务平台从到店延伸至到家



资料来源：QuestMobile、快手官网、抖音官网、小红书官网、开源证券研究所

本地生活赛道广阔，线上渗透率有空间。(1) 从市场规模看，根据凯度《2021年 O2O 渠道白皮书》数据，2021 年 O2O 市场规模超过 3 万亿元，其中到店 O2O 市场规模超 1.2 万亿元，到家 O2O 市场规模超 2 万亿元；根据艾媒咨询数据，预计 2025 年餐饮外卖市场规模达到 17469 亿元，生鲜电商市场规模达到 5403 亿元，社区服务市场规模达到 3455 亿元。(2) 从渗透率看，用户方面，根据 QuestMobile 数据，2023 年 4 月，本地生活综合服务用户规模接近 5 亿，以团购为主的综合服务用户渗透率达 38.4%，仍有增长空间；从内部各细分行业看，数字化率水平差异较大，根据中国连锁经营协会及阿里新服务研究中心发布的《中国生活服务业数字化报告(2022)》数据，2021 年酒店业数字化率约为 44.3%，餐饮业数字化率约为 21.4%，家政业数字化率约为 4.1%。

图2：2016-2021年本地生活服务市场规模 CAGR 约为 35%



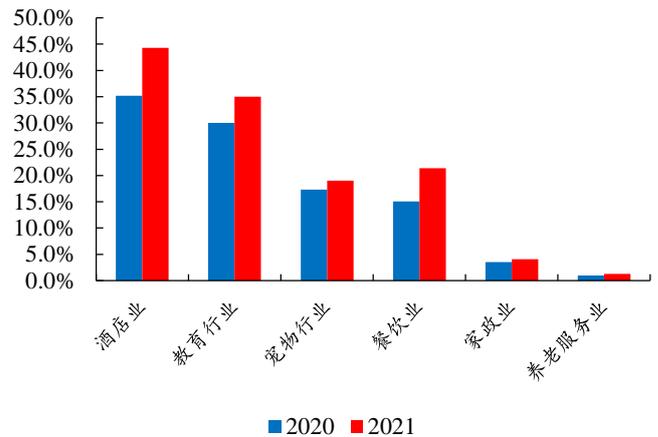
数据来源：中国连锁经营协会&阿里新服务研究中心《中国生活服务业数字化报告(2022)》、凯度《2021年O2O渠道白皮书》、开源证券研究所

图3：2023年4月本地生活综合服务全网渗透率 38.4%



资料来源：QuestMobile

图4：本地生活细分行业数字化水平差异较大



数据来源：中国连锁经营协会&阿里新服务研究中心《中国生活服务业数字化报告(2022)》、开源证券研究所

## 1.2、格局：美团领跑，内容平台入场竞争加剧，到店成为首要切入口

本地生活赛道中到店及外卖为两大重要板块，美团占据头部地位，巨头竞争激烈。根据艾媒咨询数据，2022年中国餐饮外卖市场规模达11,161亿元，我们估算2022年美团外卖市场份额约为70%，考虑到美团在外卖供给及配送端优势，我们认为美团壁垒仍然坚固。阿里巴巴、京东、拼多多电商巨头亦布局即时零售及生鲜电商。

图5：本地生活竞争加剧



资料来源：QuestMobile

内容平台入局抢占份额，到店成为首要切入口。2020年起，各个内容平台开始开拓本地市场，通过内容吸引用户兴趣形成转化，到店团购成为首要切入口。根据36氪报道，抖音生活服务2022年GMV约770亿元。

图6：内容平台入局本地生活，到店团购成为首要切入口

抖音	快手	小红书
<p><b>深耕团购，试水外卖</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2022年10月，在成都成立大本营，包括研发、商业化等部门</li> <li>2022年11月，上线“探店达人团”，以“达人+团购”进军本地生活</li> <li>2022年12月，顺丰、达达、闪送宣布成为抖音的团购配送合作方，在试点城市提供配送服务，时效1h左右</li> <li>2023年6月，外卖业务放弃2023年达成1000亿元GMV，重心转为尝试用更多方式跑通业务流程。</li> </ul>	<p><b>初步起量，模式验证</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2020年，与同程艺龙、去哪儿达成本地业务战略合作</li> <li>2021年12月，和美团合作推出小程序，为商家展示套餐、代金券、预定等商品</li> <li>2022年9月，本地生活业务升级为独立业务部门，成立本地生活事业部</li> <li>2023年4月，上线本地生活小程序，接入大型餐饮、茶饮等品牌，青岛、哈尔滨等城市优先试点</li> </ul>	<p><b>从“种草”到“拔草”尝试链路闭环</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2023年4月，推出“食力发店计划”，招募到店餐饮商家及服务商，打通本地餐饮从内容种草到交易闭环；推出“探照灯计划”，通过流量扶持和内容指导吸引、培育本地美食探店博主</li> </ul> <p><b>视频号</b></p> <p><b>加速商业化，直播切入本地生活</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2023年5月，推出本地生活组件，小范围测试到店团购</li> </ul>

资料来源：QuestMobile、晚点Latepost公众号、Tech星球公众号、开源证券研究所

## 2、美团 VS 抖音：供需优势不同，平台差异化价值仍存

类似货架电商与直播电商之争，美团与抖音在本地生活平台逻辑决定各自优势不同，对用户和商家存在差异化价值。

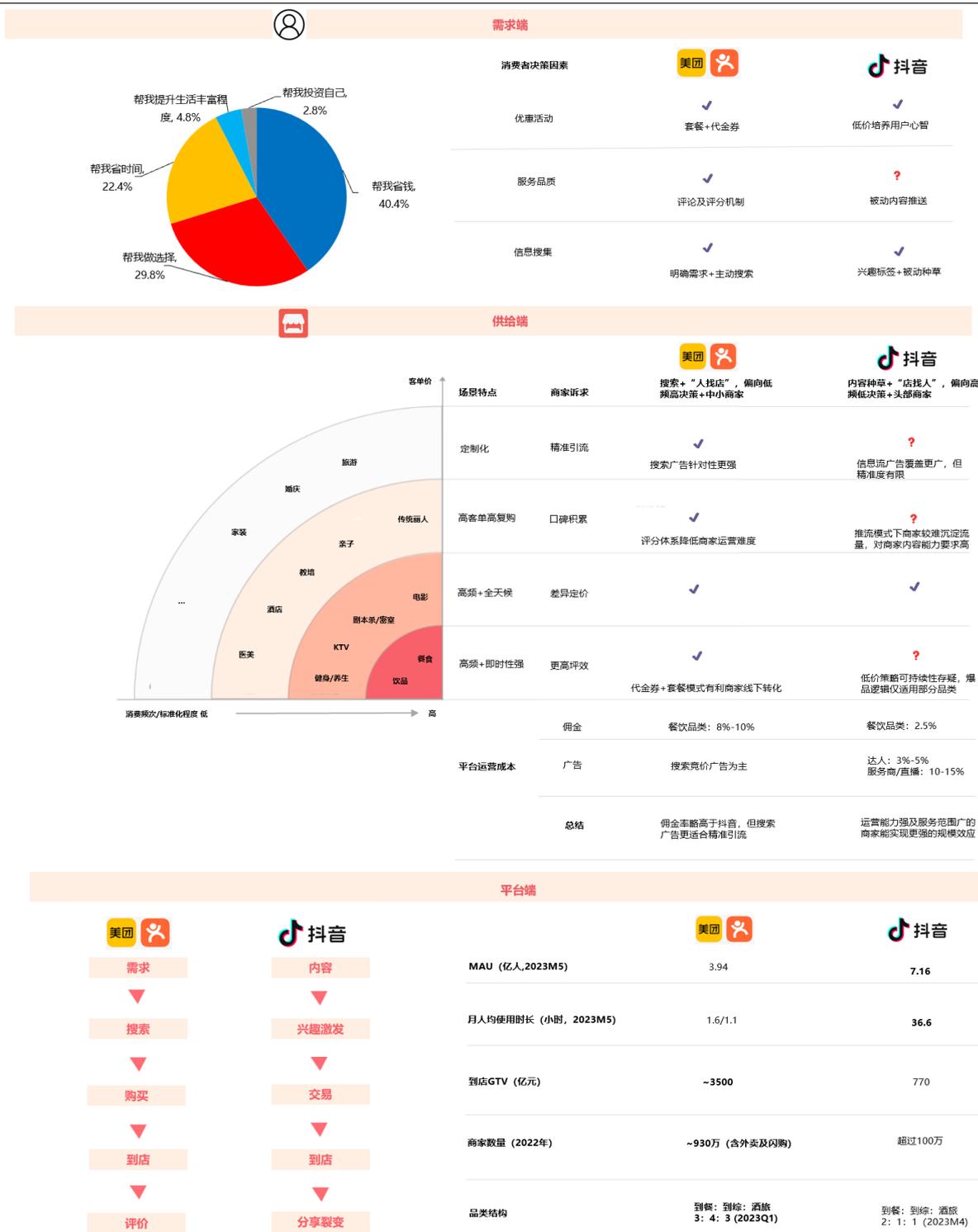
**平台端：交易 VS 内容，效率 VS 兴趣，佣金 VS 广告。**美团定位交易平台，“人

找店”模式下消费者需求明确，搜索目的性强，交易工具属性明显，核心优势在于供给端丰富度；抖音定位内容平台，丰富流量下出于平衡内容生态及提高变现效率目的介入本地生活，“店找人”模式下通过内容结合用户兴趣标签引起兴趣，之后转化交易，核心优势在于需求端流量规模。从供给端看，2022年美国活跃商家数为930万，抖音超过100万；从需求端看，2023M5美团MAU为3.94亿人，抖音MAU为7.16亿人。从变现空间看，抖音佣金率略低于美团，但受益流量及库存优势广告空间高于美团。

**用户端：**对于消费者而言，省钱、帮助选择为本地生活平台主要价值，性价比是决策关键要素。根据艾瑞咨询，优惠活动力度和服务质量是消费者决策的主要考量，抖音前期以低价策略培养用户心智，相较美团缺少用户评价反馈机制，服务质量及用户体验缺少约束，但基于用户观看内容所积累的标签有利于吸引兴趣，形成被动种草。

**供给端：**平台对于本地生活商家价值主要在于提高坪效、差异定价、口碑积累及精准引流。对于不同品类商家而言，上述价值重要性排序略有差异，例如对于婚庆、医美等低频高单价品类而言，精准引流及口碑积累更为重要，而对于餐饮等高频低单价品类，减少空置提高坪效以及口碑积累后吸引自然流量更为重要。从运营角度看，美团作为交易平台对于运营能力要求较低，搜索模式下对内容创作及广告投放能力要求较低，此外借助评分机制商家可实现一定自然引流，对于中小商家更为友好；抖音作为内容平台对于商家短视频或直播内容创作以及运营能力要求较高，不具备相关能力的商家在服务商模式下整体成本相较美团更高，考虑到线下门店服务能力及利润水平有限，更适合头部商家及品宣需求。

图7：美团和抖音为商家和用户差异化价值



资料来源：QuestMobile、亿邦动力、晚点 Latepost 公众号、公司公告、开源证券研究所

## 2.1、平台端：交易 VS 内容，效率 VS 兴趣，佣金 VS 广告

### 2.1.1、业务定位：到店为美团核心业务，抖音流量溢出寻求多元变现

**美团：到店业务为核心业务及重要利润来源。**2012年美团在千团大战中获胜，到店市场份额达30%并实现盈亏平衡；2015年美团合并大众点评，餐饮、酒旅、综合三大到店板块形成；2022Q1美团到店酒旅经营利润率达45.6%（此后公司不再单独披露到店酒旅业务收入及利润率）。

图8：2022Q1 美团到店酒旅收入 76.2 亿元

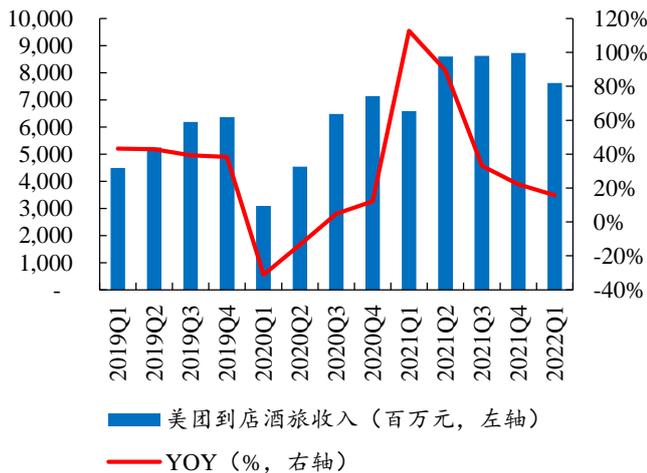
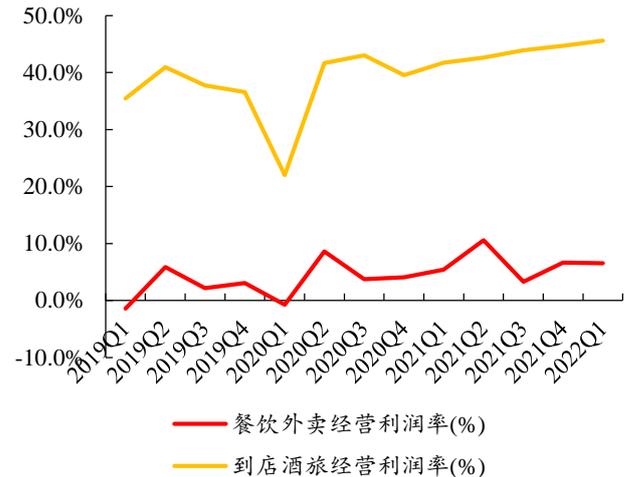


图9：2022Q1 美团到店酒旅业务经营利润率达 45.6%

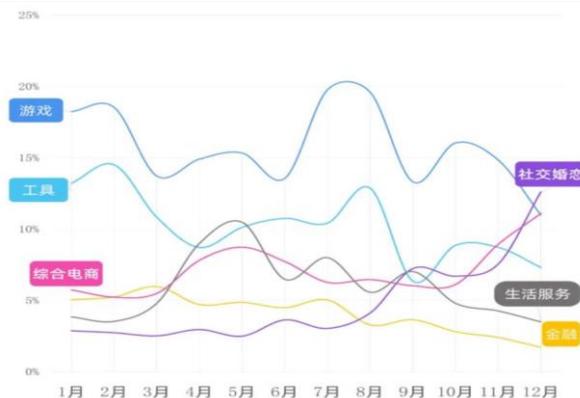


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**抖音：主动降低电商内容占比，本地生活承接流量，平衡内容生态同时实现变现。**（1）直播电商流量天花板渐近，抖音主动降低电商流量配比，根据晚点 Latepost 报道，抖音 2022H1 经过多次测试发现展示的电商内容一旦超过 8%，主站的用户留存及使用时长会收到明显的负面影响；2022 年 10 月，抖音分给电商的流量比例在 7%-8%；（2）本地生活和直播电商季节性存在差异，直播电商高峰期通常在大促期间（618、双十一等），本地生活高峰期通常为节假日，而广告价格随需求变动，流量错峰分配有助于实现广告价值最大化。

图10：2021 年重点广告投放行业季节性波动较大



资料来源：AppGrowing

## 2.1.2、平台属性：美团工具属性明显，抖音强种草弱成交

类似货架电商和直播电商，美团“人找店”，强需求导向搜索交易，工具属性明显；抖音“店找人”，基于用户兴趣标签将内容与 LBS 结合种草转化。(1) 美团：用户交易目的性强，沉淀丰富商家资源，在线评价体系解决信息错配；(2) 抖音：内容为核心优势，基于用户背后的标签和兴趣推流，用户被动接受平台推动内容和信息。相较货架电商与直播电商，本地生活增加了线下核销环节，导致抖音本地生活实际核销率或低于美团。

图11：内容平台基于用户兴趣进行个性化内容呈现



资料来源：巨量引擎城市研究院、开源证券研究所

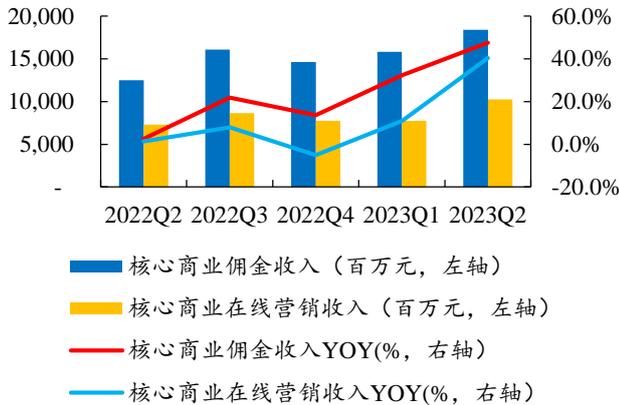
## 2.1.3、变现效率：美团佣金率高于抖音，但广告变现空间低于抖音

当前抖音佣金率略低于美团，但广告货币化率空间高于美团。从平台角度，到店业务收入主要来源于软件服务费（佣金）及广告两部分，佣金收入确定性更强，广告受商户结构及投放预算波动：

(1) 服务费/佣金：短期竞争下预计佣金率保持稳定，长期若线上化持续渗透佣金率提升空间有限。目前抖音佣金率低于美团，以就餐为例，根据亿邦动力报道，抖音服务费率 2.5%，美团服务费率约为 8-10%。

(2) 广告：美团广告库存及点击率空间相对抖音有限。美团在流量端较抖音存在劣势，以搜索竞价广告为主，广告计费方式包括 CPC/CPM/CPT 等。广告收入=日活跃用户 DAU\*广告加载率 ADload\*浏览量(人均VV)\*点击率 CTR\*广告单价 CPC。其中，广告库存与用户数量正相关，CTR 与 CPC 负相关，即当流量增长放缓，点击率遇到瓶颈时，广告主需要更高出价获得更高曝光。

图12: 美团核心商业在线营销与佣金收入增速差 2023Q2 收窄



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 抖音针对本地生活服务类商家推出巨量本地推



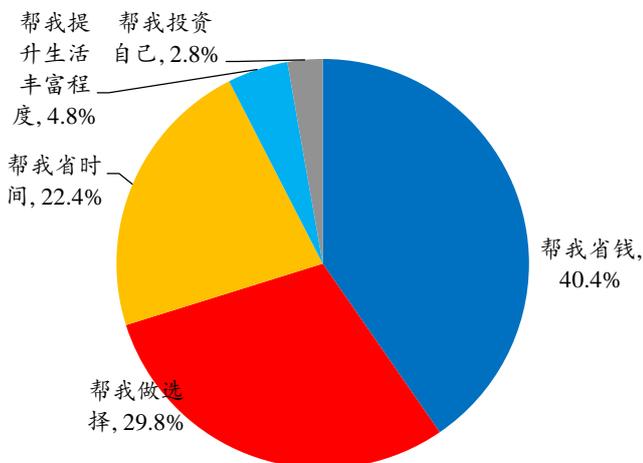
资料来源: QuestMobile

## 2.2、需求端：性价比是消费决策关键因素，抖音流量优势明显

### 2.2.1、用户心智：省钱、帮助选择为平台主要价值，性价比仍是决策关键要素

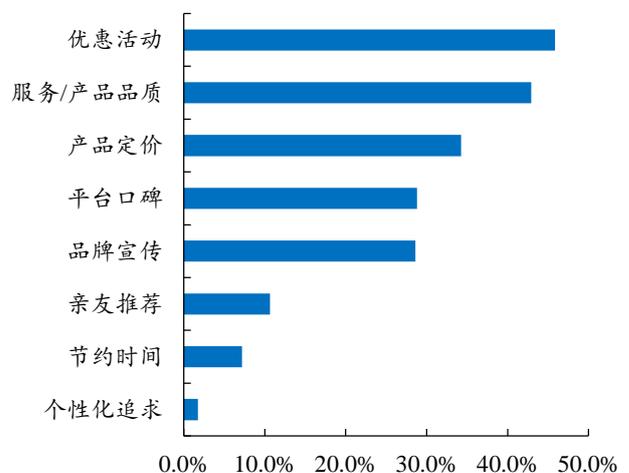
省钱、帮助选择是本地生活平台对消费者的主要价值体现，优惠力度与品质成为主要消费考量，越高频的品类对于优惠活动的敏感度更高，性价比仍然是影响到店消费的关键要素。根据艾瑞咨询数据，(1) 40.4%的消费者认为生活服务平台对自己的价值在于省钱，29.8%的消费者认为平台价值在于帮助自己做选择；(2) 在影响消费者决策的要素中，优惠活动力度及服务质量成为主要消费考量；(3) 消费频率越高的品类受优惠活动影响敏感度越高，例如餐饮美食品类中，商家有无优惠活动会对超过半数（62.5%）的购买选择造成直接影响，而医美医疗品类中仅有 9%的消费者会受到优惠活动影响。

图14: 40.4%的消费者认为平台本地生活价值在于省钱



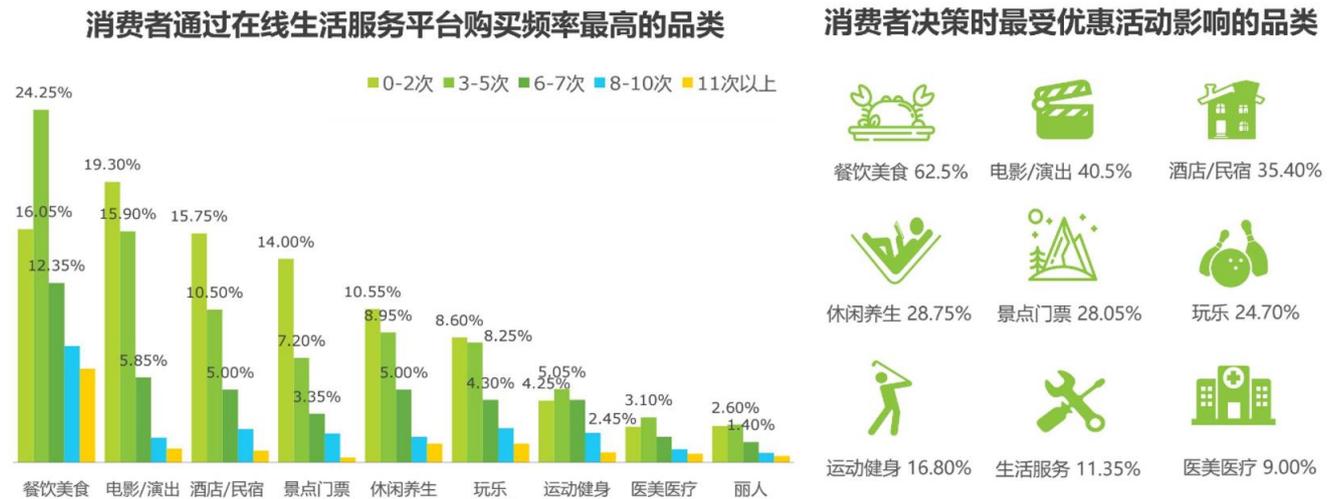
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图15: 优惠活动和产品品质是消费主要考量



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图16: 越高频的品类对于优惠活动的敏感度更高, 性价比仍然是影响到店消费的关键要素



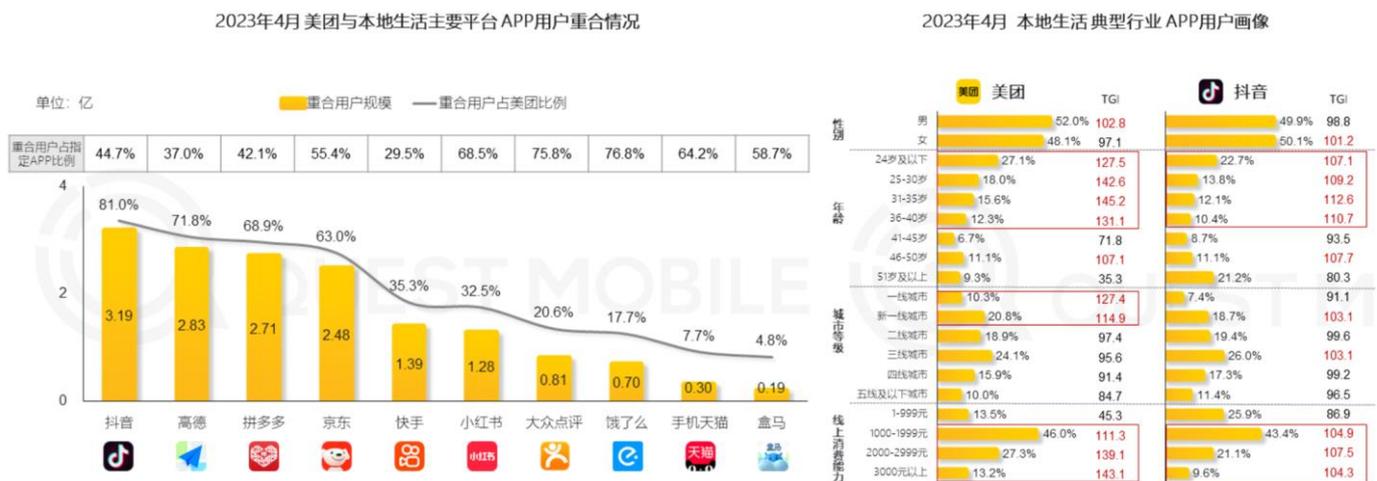
样本: 艾瑞咨询调研数据, N=2000, 于2019年12月通过艾瑞iClick调研平台获得。

资料来源: 艾瑞咨询

### 2.2.2、流量规模: 抖音具备明显优势, 低线城市及40岁以上人群仍有渗透空间

从流量规模看, 抖音在用户基数及时长方面具备明显优势; 从用户画像看, 到店团购在下沉市场及40岁以上人群仍有渗透空间。根据 QuestMobile 数据, 美团与抖音重合用户规模超3亿, 重合用户占美团用户比例81.0%; 2023年5月, 抖音月活跃用户规模达7.16亿, 月人均使用时长36.6小时。

图17: 抖音在流量规模方面具备明显优势



资料来源: QuestMobile

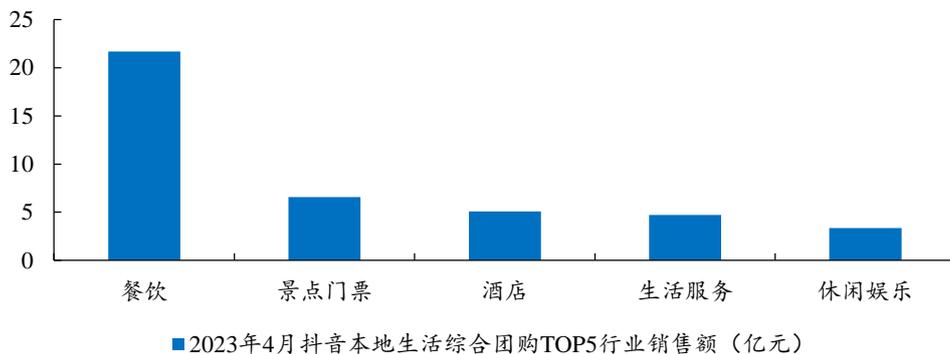
### 2.3、供给端: 美团商家丰富度更高, 抖音更适用品宣引流及连锁门店

从商家角度看, 美团及抖音平台属性、商家运营及经营成本方面的差异导致美团商家丰富度更高, 抖音更多适用品宣引流或头部连锁商家。

### 2.3.1、品类结构：美团适用低频高决策成本，抖音优先高频低决策品类

美团“人找货”更多低频高决策品类，抖音“货找人”优先吸引高频低决策品类。相较美团主动搜索的强目的性需求，抖音基于兴趣的推荐内容娱乐及随机性更强，转化链条更长，因此平台为商家提供的价值也存在差异，美团重在销售转化，低频高决策成本品类适配性更高；抖音优先吸引高频低决策成本品类，我们估算2023Q1 美团到店 GTV 中到餐、到综、酒旅占比大约为 30%、40%、30%；而根据 QuestMobile 数据，2023 年 4 月抖音 GTV 中到餐、到综、酒旅占比大约为 50%、25%、25%。

图18：抖音本地生活细分类目市场规模中美食占比最高

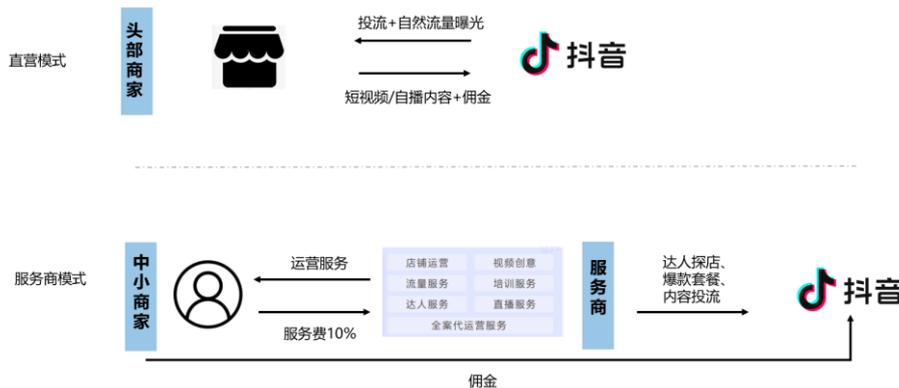


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

### 2.3.2、运营能力：抖音内容依赖度高，美团对中小商家更友好

**运营能力：**平台属性对商家运营能力要求不同，美团偏向交易工具且具备完备的评分体系，商家在平台上线后运营能力要求较低，仅靠口碑亦能吸引自然流量，对中小商家更友好；抖音依靠内容引流，商家需具备短视频或直播运营能力或依靠服务商进行内容生产，前者多适用于头部商家，后者商家需对服务商提供交易分成，中小商家较难负担成本。

图19：抖音本地生活采用直营和服务商代理两种模式



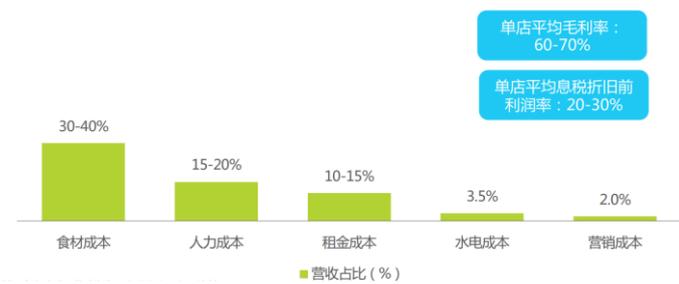
资料来源：新榜公众号、开源证券研究所

### 2.3.3、经营成本：抖音运营成本较高，更适用品牌和连锁商家

抖音内容依赖度高导致商家运营成本高于美团，对中小商家门槛更高，叠加短期抖音以低价策略培养用户心智，单均利润水平较低，此外从流量角度，中小商家及低频品类线下服务能力有限，广告投放更多追求精准及适量。抖音流量分发更偏全域，商家短期或可借助平台引流，但长期更适合利润率较高的品类增加曝光及连锁门店。

目前抖音整体佣金率略低于美团，但抖音内容依赖度高，根据 36kr 未来统计，2022H1 短视频挂团链接占 GTV 接近 70%。根据新榜数据，以餐饮类目为例，平台抽成 2-5%，达人抽成 3%-5%，服务商抽成 10%，据此估算，不含投流费用，抖音平台运营成本约占 GTV 的 2-20%。根据中国饭店协会 2019 年调研数据，100 家餐饮企业（涉及 25,507 个门店）销售费用率均值为 16.1%，中位数值为 8%，1/4 位值为 2%。考虑到样本整体多为头部企业，行业整体销售费用率更低。中小商家缺乏内容生产能力但达人及服务商抽成较高；头部品牌具备自主运营能力，同时能够借助多门店和规模效应能够实现薄利多销。

图20：餐饮行业食材、人力、租金成本占比过半



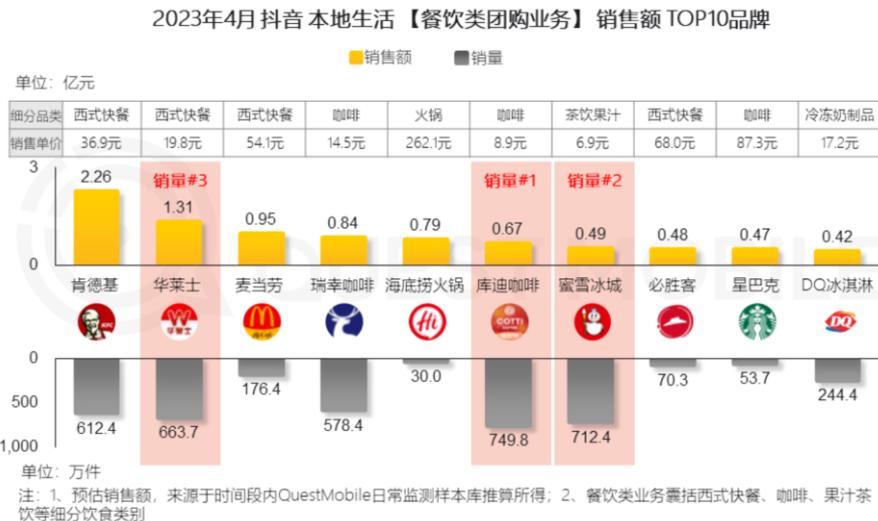
资料来源：艾瑞咨询

图21：头部餐饮连锁品牌抖音团购门店接入率 90% 以上



资料来源：QuestMobile（注：统计时间为 2023 年 4 月）

图22：抖音餐饮类团购销量 TOP3 均以低价吸引用户



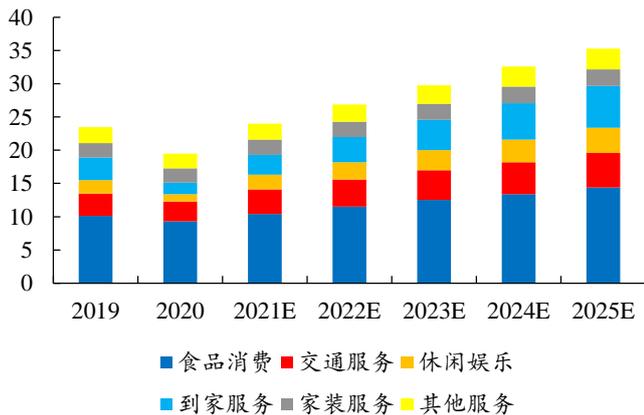
资料来源：QuestMobile

## 3、未来：短期共同加速市场渗透，长期抖音抢占营销收入

### 3.1、短期：线上化加速提升，存量与增量竞争并存，美团抖音各补短板

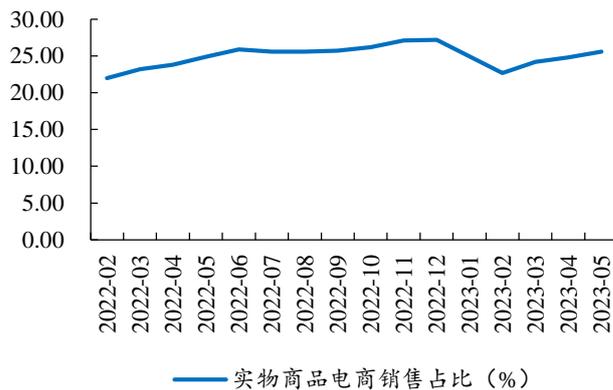
到店行业线上渗透率仍低，短期美团与抖音竞争共同创造增量。从渗透率看，2022年国内实物商品电商销售占比为27.2%，而根据《中国生活服务业数字化报告（2022）》数据，2021年餐饮业数字化率约为21.4%，家政业数字化率约为4.1%，线上化率仍有空间。

图23：预计2025年本地生活服务规模超35万亿元



数据来源：哈啰出行招股书、开源证券研究所

图24：2023年5月实物商品销售线上渗透率为25.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

美团跟进抖音低价策略稳定份额，上线商家自播及投入短视频补齐内容侧短板。  
 (1) 加大商户及用户补贴，牺牲部分利润跟进抖音低价策略，商户数量及交易额优先，据亿邦动力报道，美团将部分餐饮商家服务费率由8%降至4%。  
 (2) 内容端：鼓励商家自播，APP内测直播入口。目前美团策略初见成效，后续关注低价策略持续时间及内容建设成果，根据晚点Latepost报道，2023年5月抖音生活服务交易额环比微幅下滑。

图25：美团跟进抖音低价策略



资料来源：QuestMobile (注：2023年5月选取部分案例，不代表平台整体情况)

图26：美团APP针对直播固定入口和聚合页内测



资料来源：21Tech 公众号

抖音组织架构调整提升商家渗透，关注平台推流规则及同城运营能力建设。据 36Kr，2022 年底抖音本地生活 BD 团队由按地域划分大区下再划分到餐、酒旅、到综和 SKA 大客户，转向先划分酒旅、到餐和外卖、到综业务线再拆分具体品类，重点加深细分垂类渗透率和品牌化率。(1) 考虑到抖音强内容弱成交而本地生活服务半径有限下平台流量天然偏向头部商家，中小商家渗透率或影响抖音本地生活上限，但短期抖音内容商业化空间有限，本地生活 ROI 低于电商下，预计平台推流规则变化不大。(2) 相较电商，本地生活服务线下商家拓展及履约要求更高，而抖音对服务商依赖程度高，根据抖音披露，截至 2022 年 7 月，抖音生活服务服务商数量超过 1000 家，25% 商家通过服务商在平台经营，服务商拓展及精细化运营能力仍需进一步证明。

**图27：美团交易目的性强，但用户流量不及抖音**

	美团	抖音
	“人找店”	“店找人”
优势	平台交易目的性强，具备成熟的服务体系	多样内容及用户标签撬动兴趣
	用户搜索心智已养成	广泛的流量及用户体量
	沉淀大量商家，中小商家资源丰富	娱乐属性强，适用多种到店场景
劣势	城市覆盖度集中在一、二线	搜索占比低，到店核销率低
	商家普遍不具备内容创作能力	头部商家为主，中小商家覆盖度低

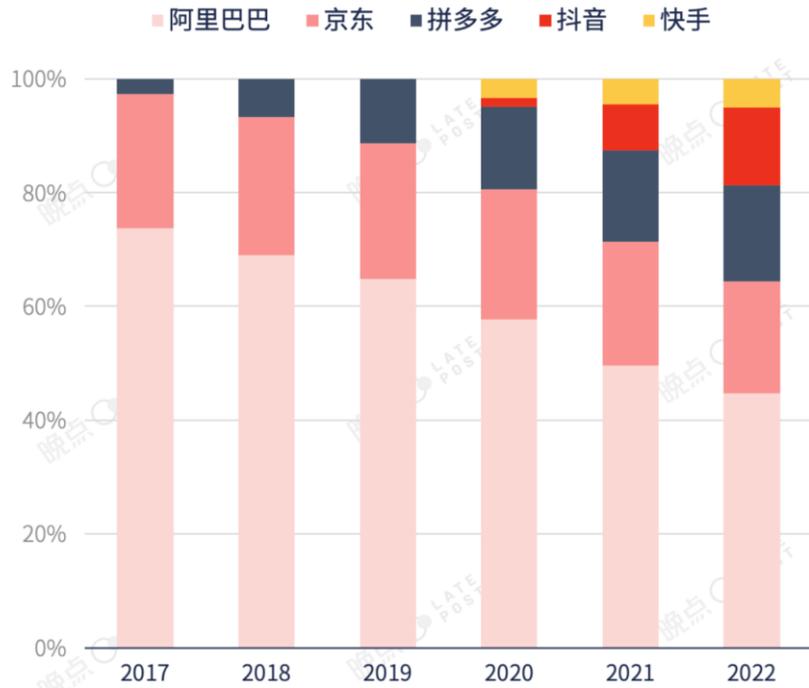
资料来源：QuestMobile、开源证券研究所

### 3.2、长期：美团仍将占据市场主要份额，抖音抢占广告收入

参考短视频电商与货架电商的竞争，即逻辑类似的“货找人”及“人找货”模式的竞争，我们认为从 GTV 角度，抖音不发力搜索模式下，美团仍将占据到店行业主要份额；从收入角度看，抖音佣金率或长期低于美团，但受益流量及广告库存优势，抖音重点抢占头部商家及商家营销预算。

从市场份额看，参考短视频电商与货架电商，根据晚点 Latepost 报道，2022 年抖音直播电商支付 GMV 达 1.6 万亿元，抖音及快手/TOP5 电商平台订单 GMV 比约为 20%，抖音及快手/阿里巴巴订单 GMV 比约为 40%。考虑到本地生活线下履约，相较电商受门店服务范围、承载能力限制规模效应有限，以及平台推流逻辑下对商家结构的影响，内容平台在到店行业份额比或将低于电商。若后续“店找人”模式成熟后抖音发力培养用户本地生活领域搜索心智，份额空间将更高。

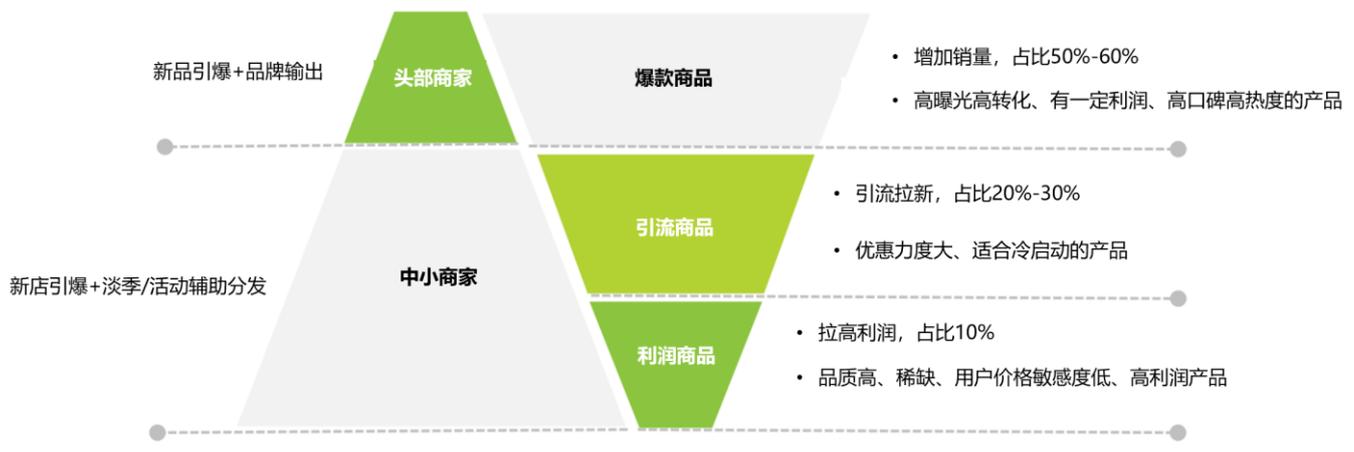
图28：2022年TOP5电商平台订单GMV中短视频平台占比约20%



资料来源：晚点 Latepost 公众号

从收入角度看，抖音到店佣金率或低于美团，但广告库存及流量优势下抢占商家营销预算。参考短视频侵入电商领域过程，淘宝及天猫 CMR 收入增速低于 GMV 增速（或 CMR 收入下滑幅度大于 GMV）。对于商家而言，抖音本地生活核心优势在于流量及广告库存，头部门店覆盖范围广、有品牌营销需求、平台运营能力强的商家借助抖音可实现薄利多销；但中小商家受利润率及服务能力限制，短期可借助抖音快速起量或淡季、活动辅助吸引流量。根据虎嗅报道，美团与抖音在团购方面重合度较高的商户投入中，商家抖音预算占总预算比例达60%~70%，腰尾部品牌超30%预算投放在抖音。

图29：参考短视频电商，抖音对于头部及中小商家提供不同价值



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

**收入端：**我们预计美团 2023-2025 年收入分别为 2,764/3,350/3,962 亿元，对应同比增速 25.6%/21.2%/18.3%。其中，（1）核心商业部分，考虑到餐饮外卖频次提升带动单量增长、闪购渗透率仍有空间，到店、酒店及旅游业务市场随加大投入市场份额有望趋稳，我们预计核心商业 2023-2025 年收入分别为 2,055/2,514/3,001 亿元，对应同比增速 27.8%/22.3%/19.4%。（2）新业务部分，即时零售有望持续发力，预计新业务 2023-2025 年收入分别为 709/836/962 亿元，对应同比增速 19.7%/18.0%/15.0%。

**成本及费用端：**骑手供给充足下配送服务成有望持续下降，此外公司通过组织架构及人员调整等措施积极降本增效，一般及行政开支占收入比有望持续下降；研发开支占收入比考虑到公司投入无人配送及 AI 大模型等，预计未来保持稳定；营销开支方面，短期到店业务加大投入下销售费用率有所提升，预计随份额企稳后趋稳后逐步改善。我们预计 2023-2025 年公司研发费用率为 8.0%/8.0%/8.0%，一般及行政费用率为 3.1%/2.7%/2.5%，销售费用率 20.7%/19.5%/17.5%。

**利润端：**综合收入及成本费用端假设，我们预计公司 2023-2025 年 non-IFRS 净利润预测 215/336/539 亿元，对应同比增速 661%/56%/60%，对应摊薄后 EPS 3.5/5.4/8.7 元

**表1：预计美团 2023 年收入同比增长 25.6%**

	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	219,955	276,371	334,987	396,248
YOY（%）	22.8%	25.6%	21.2%	18.3%
核心商业	160,759	205,496	251,355	300,071
YOY（%）	17.6%	27.8%	22.3%	19.4%
新业务	59,196	70,875	83,632	96,177
YOY（%）	39.3%	19.7%	18.0%	15.0%
毛利率（%）	28.1%	34.0%	35.5%	36.8%
研发费用率（%）	9.4%	8.0%	8.0%	8.0%
销售费用率（%）	18.1%	20.7%	19.5%	17.5%
一般及行政费用率（%）	4.4%	3.1%	2.7%	2.5%
non-IFRS 净利润（百万元）	2,827	21,522	33,642	53,899
YOY（%）	/	661.2%	56.3%	60.2%
净利率（%）	1.3%	7.8%	10.0%	13.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

短期美团加大用户补贴及商户返佣跟进低价策略，内测直播入口试图补齐内容短板，牺牲利润率有望稳定市场份额。外卖业务壁垒稳固，2023H1 单均盈利继续提升。随到店竞争格局逐步趋稳，当前股价 116.5HKD 对应 30.6/19.6/12.3 倍 PE，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

**消费复苏不及预期：**消费者信心、商家广告投放受宏观环境波动影响，经济放缓将导致消费能力不及预期，从而对外卖单量及广告需求造成负面影响。

**市场竞争加剧：**国内互联网用户流量增长趋缓，快手、小红书等内容平台加大本地生活领域投入，行业竞争加剧从而造成格局变动。

**监管政策变动：**平台经济监管收紧，各项政策存在不确定性。

**新业务增长不及预期：**随人口集聚效应减弱，线下门店消费回归，即时零售扩展及渗透不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	147,829	143,145	166,916	189,102	236,294
现金	32,513	20,159	38,109	58,366	102,092
应收账款	1,793	2,053	2,814	3,429	4,136
存货	682	1,163	926	1,132	1,289
其他流动资产	112,841	119,771	125,067	126,175	128,777
<b>非流动资产</b>	92,825	101,336	109,433	121,407	135,941
固定资产及在建工程	22,814	22,201	33,810	42,697	54,328
无形资产及其他长期资产	70,010	79,134	75,623	78,709	81,613
<b>资产总计</b>	240,653	244,481	276,349	310,508	372,235
<b>流动负债</b>	68,593	76,430	103,217	121,492	140,788
短期借款	11,565	17,562	17,562	17,562	17,562
应付账款	26,117	29,812	37,792	46,114	53,946
其他流动负债	30,911	29,056	47,863	57,816	69,280
<b>非流动负债</b>	46,504	39,345	39,754	39,843	39,945
长期借款	12,220	1,549	1,549	1,549	1,549
其他非流动负债	34,284	37,796	38,205	38,294	38,396
<b>负债合计</b>	115,097	115,775	142,970	161,335	180,734
股本	0	0	0	0	0
储备	(2,867)	1,484	1,484	1,484	1,484
归母所有者权益	125,613	128,762	133,435	149,229	191,557
少数股东权益	(57)	(56)	(56)	(56)	(56)
<b>负债和股东权益总计</b>	240,653	244,481	276,349	310,508	372,235

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(4,011)	11,648	42,062	28,119	71,470
税前利润	(23,566)	(6,756)	13,979	(2,123)	43,923
折旧和摊销	8,928	9,730	8,856	10,238	11,082
营运资本变动	7,209	(813)	11,680	14,117	13,958
其他	3,418	9,486	7,547	5,888	2,507
<b>投资活动现金流</b>	(58,492)	(14,714)	(15,554)	(19,981)	(23,745)
资本开支	(9,010)	(5,731)	(15,287)	(18,220)	(21,799)
其他	(49,482)	(8,982)	(267)	(1,761)	(1,946)
<b>融资活动现金流</b>	78,598	(9,990)	(3,810)	-0	-0
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	25,346	25,845	-0	-0	-0
其他	53,252	(35,835)	(3,810)	-0	-0
<b>汇率变动对现金的影响</b>	(675)	938	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	16,095	(13,056)	22,699	8,138	47,725
<b>期末现金总额</b>	32,516	20,398	43,096	51,234	98,959

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	179,128	219,955	276,371	334,987	396,248
营业成本	(136,654)	(158,202)	(182,333)	(215,940)	(250,621)
营业费用	(57,359)	(60,485)	(79,329)	(92,121)	(101,043)
管理费用	(8,613)	(9,772)	(8,519)	(9,116)	(9,845)
其他收入/费用	(46,624)	(14,324)	20,862	43,470	79,354
<b>营业利润</b>	(23,127)	(5,820)	14,672	25,660	44,616
净财务收入/费用	(585)	(971)	(793)	(793)	(793)
其他利润	1,024	1,906	1,486	1,486	1,486
除税前利润	(23,566)	(6,756)	13,979	24,967	43,923
所得税	30	70	-0	-0	-0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	(23,536)	(6,685)	13,979	24,967	43,923
EBITDA	(14,695)	2,369	23,528	35,898	55,698
NON-IFRS 净利润	(15,572)	2,827	21,522	33,642	53,899
EPS(元)	(2.58)	0.46	3.49	5.44	8.70

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	82.0	22.8	25.6	21.2	18.3
营业利润(%)	91.8	(74.8)	(352.1)	74.9	73.9
归属于母公司净利润(%)	0.0	(118.2)	661.2	56.3	60.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.7	28.1	34.0	35.5	36.8
净利率(%)	(8.7)	1.3	7.8	10.0	13.6
ROE(%)	(7.6)	1.2	8.3	11.5	15.8
ROIC(%)	(6.5)	1.2	7.8	10.8	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债比率(%)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.4)
流动比率	3.2	3.6	4.2	4.7	5.9
速动比率	2.1	1.9	1.6	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	7.2	8.4	9.5	6.9	4.9
应收账款周转率	126.9	114.4	113.6	107.3	104.8
应付账款周转率	5.8	5.7	5.4	5.1	5.0
存货周转率	238.0	171.5	174.6	209.9	207.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.6	0.5	3.5	5.4	8.7
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.6	1.9	6.7	4.5	11.4
每股净资产(最新摊薄)	20.1	20.6	21.4	23.9	30.7
<b>估值比率</b>					
P/E	-41.4	232.8	30.6	19.6	12.3
P/B	5.3	5.2	5.0	4.5	3.5

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼2-3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn