

2023 年 10 月 13 日

美团-W (3690.HK)

公司首次覆盖

证券研究报告

本地生活服务

本地生活领导者，“零售+科技”拓展无限边界；首予买入

本地生活市场空间巨大，抖音、快手、微信、小红书等陆续发力本地生活业务，美团加码到店及到家直播业态，竞争推动线上渗透率提升加速。我们看好美团高效的即时配送能力、商户长效经营主阵地、及业务的无限边界。首次覆盖，给予“买入”评级，SOTP 目标价 202 港元，较现价有 76%潜在上行空间。

报告摘要

本地生活市场规模大，线上渗透率提升潜力显著。我们估算 2023 年本地生活市场规模 16 万亿元（人民币，下同），其中线下餐饮/旅游/综合服务 4.9/4.0/7.2 万亿元。本地生活平台通过到店、到家模式，赋能商户线上及线下长效经营，满足消费者吃喝玩乐需求。预计 2023 年餐饮外卖/到店餐饮/到店综合/酒旅线上渗透率为 23.5%/8.9%/3.2%/48.0%，生活服务市场的线上增速有望维持高于线下大盘增速，受益于消费者用户心智强化、购买频次提升、及各平台业务持续发力。

美团是本地生活平台的先行者和领导者。美团目前链接超 1,000 万年活跃商家、近 7 亿年活跃用户和超 700 万年活跃骑手，外卖全场景月活用户超 2 亿。交易额口径下，估算 2023 年外卖市占率超 70%，闪购约 30%。外卖、到店酒旅贡献主要收入及利润，新业务优选、买菜等拓展用户高频消费场景及商家多元服务，“零售+科技”战略下拓展业务的无限边界。

即时配送单量稳健增长，单均盈利（UE）有望持续改善。2 季度即时配送交易日均单量 5,900 万，其中外卖/闪购为 5,300 万/670 万单，占比 89%/11%。我们保守估计 2025 年外卖/闪购日单量达 7,700/1,000 万单，对应 2022-25 年 CAGR 为 21%/29%。预计 2023 年外卖 UE 为 1.2 元，随着订单密度增加及调度效率提升，盈利有望持续改善。闪购业务复用外卖配送网络，长期 UE 潜力与外卖业务一致。

到店酒旅短期利润率承压，但中长期仍为商户经营主阵地。我们预计 2023 年美团到店酒旅 GTV 约 6,600 亿元，美团：抖音竞争比值（核销前）约为 3:1，预计美团/抖音本地生活 GTV 2022-25 年 CAGR 为 42%/59%，抖音增速更快，美团份额及增量绝对值仍领先。2 季度到店酒旅经营利润率 36%，对比 2022 年为 44%，短期因加大商户支持及用户补贴而利润率承压，但竞争加剧背景下市占率为战略优先级。目前短视频平台增量主要来自商户拓展，美团来自精细化经营及商户内生增长，我们认为竞争本质将回归商户长效经营需求。美团生态的强交易心智，团购核销率更高，中长期仍为商户经营主阵地。

投资建议：我们预计 2023 年收入同比增 26%至 2,782 亿元，2022-2025 年收入 CAGR 23%，预计 2023 年调整后净利润 233 亿元，净利润率 8.4%，2025 年提升至 11.2%。我们看好美团外卖效率提升、到店业务中长期市占率、新业务亏损收窄、及闪购业态长期增长空间，给予外卖/到店酒旅 30 倍/25 倍 2023 年市盈率，闪购/新业务 1 倍/0.5 倍 2023 年市销率，SOTP 目标价 202 港元，较现价有 76%上行空间，现价对应核心本地商业 19 倍市盈率，估值吸引，首予买入评级。

风险：消费力疲弱；到店业务竞争加剧拖累利润率；新业务亏损收窄弱于预期。

财务数据

财年截止12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	179,128	219,955	278,194	338,400	411,433
同比增长（%）	56%	23%	26%	22%	22%
调整后净利润（百万元）	-15,572	2,827	23,271	32,982	46,282
调整后净利润率（%）	-8.7%	1.3%	8.4%	9.7%	11.2%
每股盈利（元）	-1.9	0.5	3.8	5.3	7.5
市盈率（倍）	NA	NA	27.2	19.2	13.7
市销率（倍）	3.5	2.9	2.3	1.9	1.5
净资产收益率（%）	NA	2.2%	17.5%	20.0%	25.3%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

202 港元

现价 (2023-10-13):

114.6 港元

总市值(百万港元)	715,578
流通市值(百万港元)	715,578
总股本(百万股)	6,244
流通股本(百万股)	5,640
12 个月低/高(港元)	105.5/195.6
平均成交(百万港元)	2,920

股东结构

王兴	8.33%
穆荣均	2.14%
腾讯	1.56%
其他	87.97%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.99	-5.27	-30.46
绝对收益	-8.17	-13.51	-23.80

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷 TMT 行业分析师

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

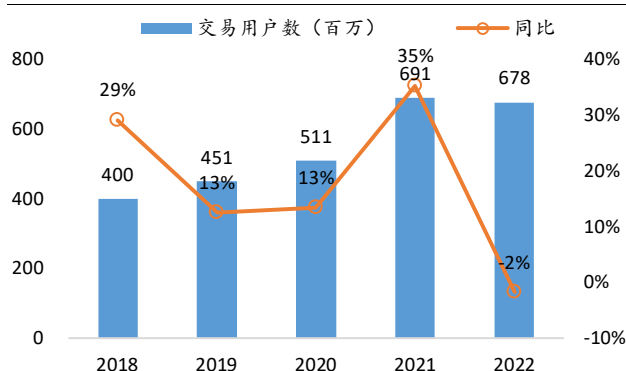
目录

1、美团是本地生活行业先行者和领导者	3
2、本地生活：以到店+到家模式覆盖“吃喝玩乐”全场景	5
3、到家业务：外卖市占率领导者，单量及盈利仍有提升潜力	10
3.1 国内外卖市场：万亿规模市场，渗透率仍有提升空间	10
3.2 美团外卖：单量稳健增长，单位经济模型持续好转	14
3.3 美团闪购：触达即时零售万亿规模市场，市场份额领先	19
4、到店业务：美团中长期仍为商家经营主阵地；广告变现潜力逐步释放	21
4.1 到店业务：市场规模空间大，新玩家主要争夺阵地	21
4.2 美团和抖音对比分析	22
4.3 美团、抖音竞争比值测算	23
4.5 美团到店酒旅业务财务表现	25
5、新业务：用户多元场景触达，具备强生态价值	26
5.1 美团优选：触达下沉市场高复购场景，提升商品力及配送时效	27
5.2 美团买菜：高线城市自营“30 分钟快送超市”，盈利预期明朗	28
5.3 快驴进货：B2B 餐饮供应链平台	28
5.4 出行业务	28
6、美团财务预测	29
7、估值	31
8、投资风险提示	32

1、美团是本地生活行业先行者和领导者

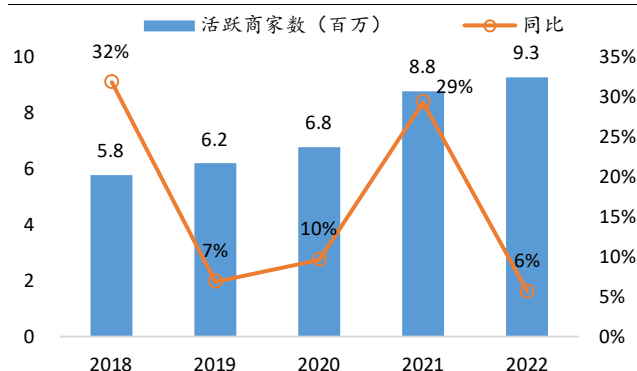
美团是国内本地生活服务领导者。美团成立于2010年，并在2015年合并大众点评，成为国内最大的综合性本地生活服务平台，提供一站式“吃喝玩乐”服务。通过美团、美团外卖、大众点评等产品矩阵，美团服务超1,000万年活跃商家、近7亿年活跃用户和超700万年活跃骑手，商家覆盖广度和深度、用户数据资产沉淀、和高效的配送网络构建起美团业务的稳固护城河。

图表 1: 2022 年美团年活跃交易用户 6.78 亿人



资料来源: 公司资料, 安信国际

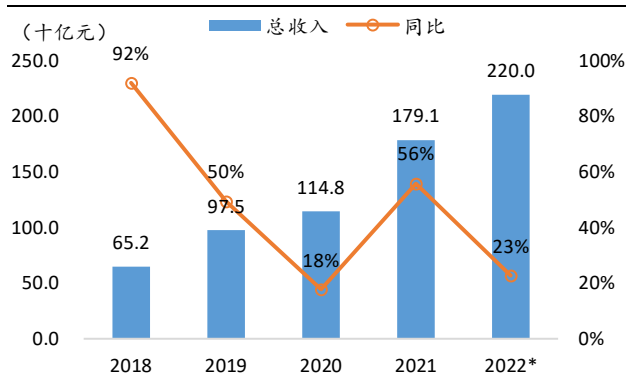
图表 2: 2022 年美团活跃商家数 930 万家



资料来源: 公司资料, 安信国际

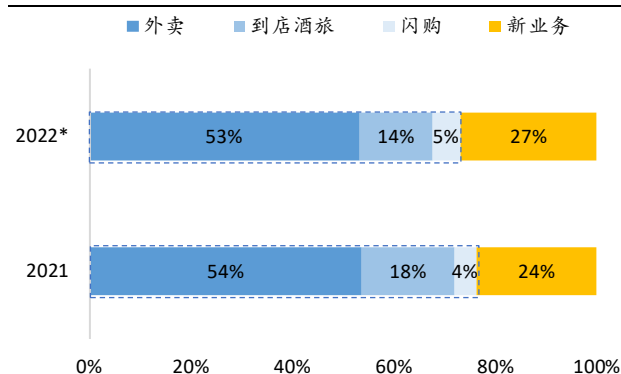
核心本地商业贡献总收入的 70%+, 其中外卖/到店酒旅贡献总收入约 50%+/15%。按业务划分, 美团业务分为 1) 核心本地商业: 包含餐饮外卖、美团闪购、到店服务、酒店及民宿、景点票务及交通票务; 2) 新业务: 围绕本地生活服务的面向商户 (2B) 及面向消费者 (2C) 业务, 包含美团优选、美团买菜、快驴进货 (餐饮供应链)、网约车、共享单车、充电宝、餐饮管理系统等。2022 年, 美团收入为 2,200 亿元, 同比增 23%, 其中核心本地商业收入为 1,608 亿元, 同比增 18%, 贡献总收入的 73%。据收入披露口径调整 (自 2022 年 2 季度起), 我们测算 2022 年外卖/到店酒旅收入 1,170 亿元/312 亿元, 同比增 22%/降 4%, 对总收入贡献约为 53%/14%。

图表 3: 2022 年美团总收入 2,200 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际

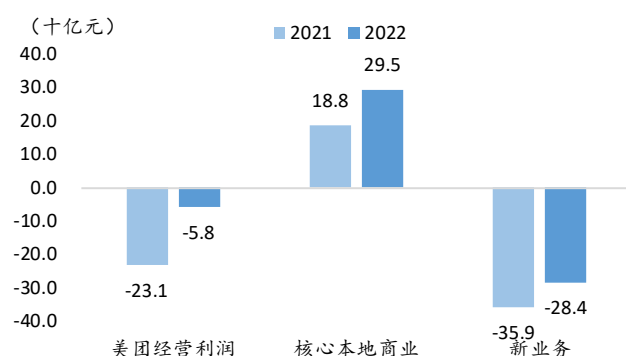
图表 4: 外卖收入占比超 50%



资料来源: 公司资料, 安信国际 *2Q22 起美团合并披露核心本地商业收入, 外卖及到店酒旅的收入占比 2021 年为披露值, 2022 年为安信国际估算值

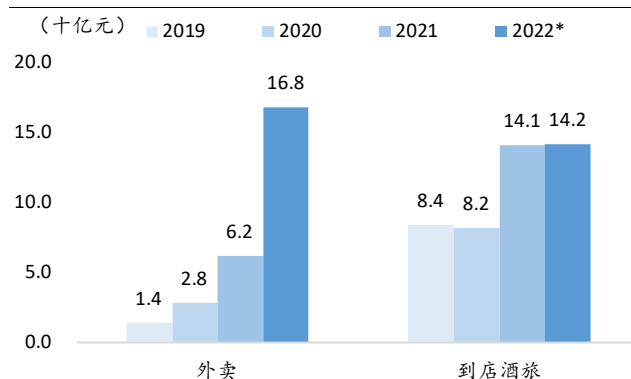
核心本地商业贡献主要经营利润。2022 年, 核心本地商业经营利润 295 亿元, 同比增 57%, 经营利润率 18.4%。我们估算外卖贡献经营利润 16.8 亿元, 同比大幅改善, 并首次超过到店酒旅贡献, 成为最大利润来源, 受益于单量强劲增长及单位经济模型改善, 反映美团在外卖业务竞争壁垒进一步强化。新业务经营亏损收窄至 284 亿元, 并呈持续收窄趋势。

图表 5: 2022 年美团核心本地商业经营利润 295 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际* 基于调整后经营利润

图表 6: 2022 年外卖超过到店酒旅成为主要经营利润来源



资料来源: 公司资料, 安信国际估算 *基于调整后经营利润, 2022 年数据为安信国际估算

我们将在下文分析本地生活各细分市场规模及竞争格局、美团各业务增长驱动力、美团财务预测及估值区间。我们关注的核心问题有: 1) 本地生活市场容量, 线上市场规模及渗透率, 增长动力来源是什么? 2) 餐饮外卖中期单量、UE 水平, 及闪购业务增量前景? 3) 短视频/社区平台/电商纷纷布局本地生活业务, 对美团到店业务短期及长期有什么影响? 4) 新业务价值体现? 5) 美团的估值上调空间有多大?

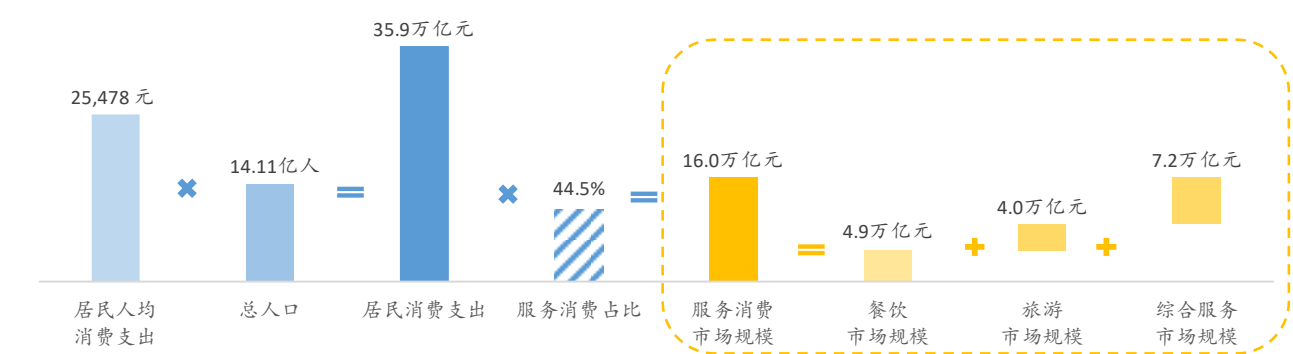
我们的主要结论是:

- 本地生活市场空间大, 足够容纳多个市场玩家。**我们估算 2023 年本地生活服务市场规模是 16 万亿元, 按品类看线上渗透率, 我们预计 2023 年餐饮外卖线上渗透率为 23.5%, 到店餐饮 8.9%, 到店综合 3.2%, 酒旅 48%, 生活服务市场各品类的线上渗透率均有不同幅度的提升空间。从平台竞争看, 当前及中期的竞争仍为增量市场竞争, 增量来自更广泛用户触达、商户覆盖、及用户消费频次及复购率提升。
- 到家业务竞争格局稳定。**到家业务考验平台履约能力, 新玩家难以在目前竞争格局中通过自建配送网络实现突破, 而借助第三方即时配送平台存在距离错配带来的成本控制问题。美团拥有世界范围内最高效率的即时配送网络, 其在国内的外卖市占率中长期有望提升至 75%, 高效的配送网络构建稳固护城河。我们估算 2023 年美团外卖单均盈利 (UE, 外卖经调整经营利润/外卖单量) 有望提升至 1.2 元, 单量密度提升、调度算法优化、用户/骑手激励效率提升、配送网络效率优化为改善动力。闪购业务覆盖日用百货、3C 数码等非餐品类, 体现“零售+科技”战略, 拓展万物到家。
- 到店业务竞争加速线上渗透率提升, 中长期竞争回归用户服务及商户长效经营。**当前到餐、到店业务的线上化渗透率仅为个位数 (图表 52), 竞争加速线上化渗透提升。我们认为, 到店业务的下沉渗透提升将比到家业务更快实现。我们测算美团: 抖音本地生活 GTV (核销前) 中期竞争比值 3:1 (图表 60), 看好美团强交易心智下核销转化高, 中长期竞争回归商户长效经营, 美团仍为商户经营主阵地。
- 新业务价值体现在下沉市场获客、用户全场景流量入口、及商户经营闭环服务。**优选业务覆盖 3,000+ 市县, 2 季度累计交易用户达 4.7 亿人, 以高性价比商品力拓展下沉市场流量。此外, 买菜业务覆盖 9 个高线城市用户的 30 分钟生鲜配送需求, 快驴业务覆盖百万中小餐饮商户食材采购需求, 单车/打车拓展用户出行场景, 体现业务的无限边界。
- 美团估值上调空间:**我们在图表 79 测算美团估值, 给予外卖业务/到店酒旅业务 30 倍/25 倍 2023 年市盈率、闪购/新业务 1 倍/0.5 倍 2023 年市销率, SOTP 目标价 202 港元, 较现价有 76% 潜在上行空间。我们认为美团具备“好资产+好价格”特质, 现价仅对应核心本地商业 19 倍 2023 年市盈率, 估值吸引。

2、本地生活：以到店+到家模式覆盖“吃喝玩乐”全场景

预计 2023 年生活服务市场规模约 16 万亿元。今年 8 月，国家统计局首次增加发布服务零售额数据，涵盖交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。1-8 月份，服务零售额同比增 19.4%，增速快于社零（+7.0%），呈现强劲增长态势，受益于旅游出行、线下休闲娱乐等复苏。以 2022 年数据为基准，按照居民人均消费 2.45 万元、总人口 14.12 亿、服务性消费占比 43.2%，可计算生活服务市场规模超 15.0 万亿元。进一步拆分，生活服务市场包含餐饮消费 4.4 万亿元，旅游消费 2.0 万亿元，其他综合服务消费 8.5 万亿元。我们根据国家统计局上半年披露数据，按照以上测算逻辑，预计 2023 年服务消费市场规模同比增 7.1%至 16.0 万亿元，其中餐饮 4.9 万亿元（+10.7%），旅游 4.0 万亿元（+95%），综合服务 7.2 万亿元，本地生活平台可渗透市场空间容量巨大。

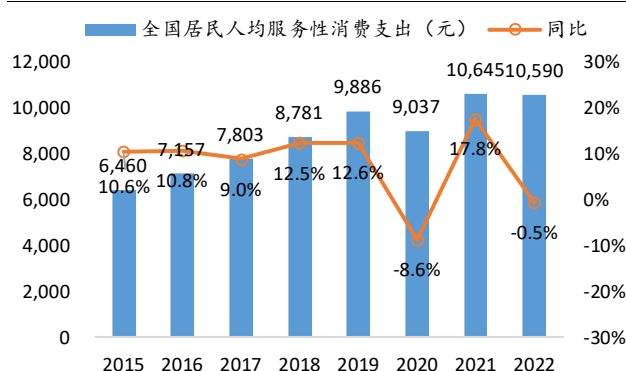
图表 7：预计 2023 年生活服务可渗透市场规模(TAM)约 16 万亿元



资料来源：国家统计局，文旅部，安信国际预测 * 综合服务市场规模为扣除餐饮、旅游后的其他各类生活服务消费

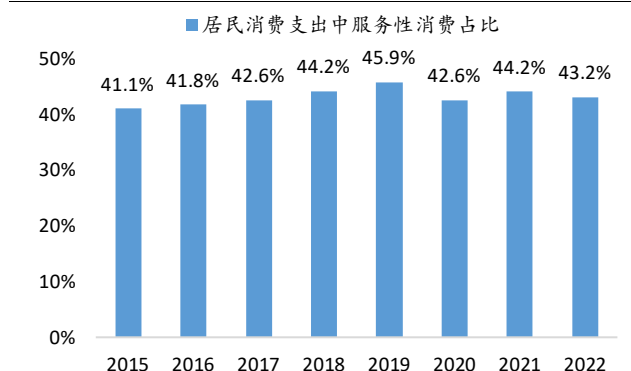
生活服务市场具备长期增长潜力。随着居民可支配收入增长、消费习惯演变，将会有更多生活服务从家庭职能转变为市场化服务供给，如保洁、洗衣、家政/维修等，同时年轻消费者将推动新的服务品类增量，如宠物养护、健身、运动、瑜伽等，服务性消费支出占比长期有望提升至 50% 以上，生活服务大盘具备长期增长潜力。

图表 8：2022 年居民人均服务性消费支出 1.01 万元



资料来源：国家统计局，安信国际

图表 9：服务性消费支出占居民消费支出的比例呈现持续提升态势



资料来源：国家统计局，安信国际

本地生活服务市场具备强位置属性。本地生活市场服务品类包括餐饮、休闲娱乐、丽人美发、家政服务、景点门票、旅游住宿等生活消费服务，服务半径一般为消费者当前所在区域的 3-5 公里内，具备强位置属性。按照商品和服务在线上及线下的流转方向，可分为到家业务及到店业务。

到家业务：覆盖消费者刚需、高频、即时需求。消费者在线上订购商品，平台/商家负责将商品从附近前置仓/门店配送到家。按照商品类型，可分为餐饮外卖、即时配送（非餐饮外卖）。到家业务具备刚需、高频次、高复购、低客单价等特点，履约时效在 30-60 分钟。随着消费者需求演变、平台履约能力迭代、零售商家数字化经营趋势，到家业务逐渐从外卖餐饮延伸至“万物到家”的即时零售新业务。

- 1) **餐饮外卖：**国内餐饮外卖发展数十年，规模已突破 1 万亿元，品类逐渐从正餐向茶饮、点心、宵夜等渗透，消费场景覆盖居民社区、写字楼、商圈等，覆盖区域逐步从高线城市向低线城市延伸。目前竞争格局为美团、饿了么双寡头，交易份额比约为 70%：25%。
- 2) **即时零售：**也可理解为非餐饮外卖，主要商品品类包括日用百货、生鲜、鲜花、药品等，也向 3C 数码、宠物等多元平台渗透。对比餐饮外卖，即时零售商品的标品占比更高，单店 SKU 量级数万个，除配送环节之外，还涉及仓储及拣货环节。即时零售模式分为平台模式和商家自营，平台模式主要玩家包括美团闪购、饿了么、京东到家、饿了么、淘鲜达等，自营模式主要玩家包括美团买菜、叮咚买菜、盒马鲜生、朴朴超市等。平台模式及自营模式交易额比值约为 70%：30%。

到店业务：覆盖消费者线下消费及休闲娱乐需求。消费者线上购买各类服务的团购券/代金券，到线下门店核销。平台为商家提供线上门店搭建、营销获客、长效经营工具，帮助商家吸引线上流量到店消费。按消费品类划分，到店业务分为到店餐饮及到店综合。

- 1) **到店餐饮：**2022 年线下餐饮规模 3.2 万亿元，可渗透市场空间大，目前到店餐饮渗透率约低个位数，提升空间大。
- 2) **到店综合：**包括各类休闲娱乐服务，如丽人美发、玩乐密室、亲子乐园、酒吧、KTV、洗浴按摩等。2022 年线下综合服务可渗透规模达 8.5 万亿元，目前线上渗透率也为低个位数，线上化率提升空间大。

除到家及到店业务外，本地生活服务还包括酒店、民宿、旅游、景点门票、交通票务等远场休闲娱乐消费，本质仍为消费者未来时段所处位置的周边消费。

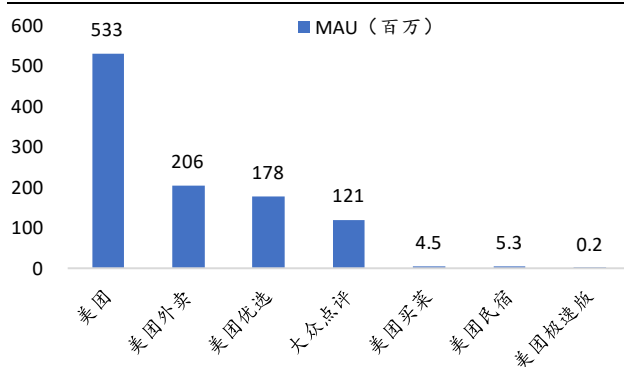
美团是本地生活服务平台模式先行者，为消费者提供一站式“吃喝玩乐”服务。美团自 2010 年以 O2O 业务起家，提供电影票线上预订、酒店预订、外卖服务，在移动互联网初期的“千团大战”中存活，2015 年合并大众点评后，成为国内最大本地生活服务平台，业务已全面覆盖“吃喝玩乐”各细分领域，链接超 1,000 万年活跃商家及近 7 亿年活跃用户，建立起深厚的业务壁垒。

图表 10：美团提供一站式“吃喝玩乐”本地生活服务



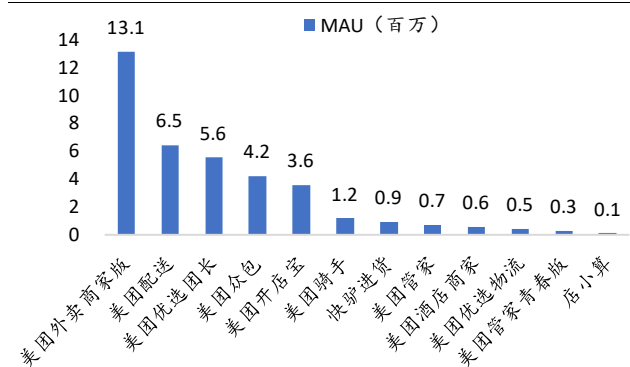
资料来源:美团APP, 安信国际

图表 11: 美团用户端: 月活用户数超 5 亿



资料来源: QuestMobile, 安信国际 *数据为 2023 年 4 月

图表 12: 美团商户端: 月活商家超 1300 万



资料来源: QuestMobile, 安信国际 *数据为 2023 年 4 月

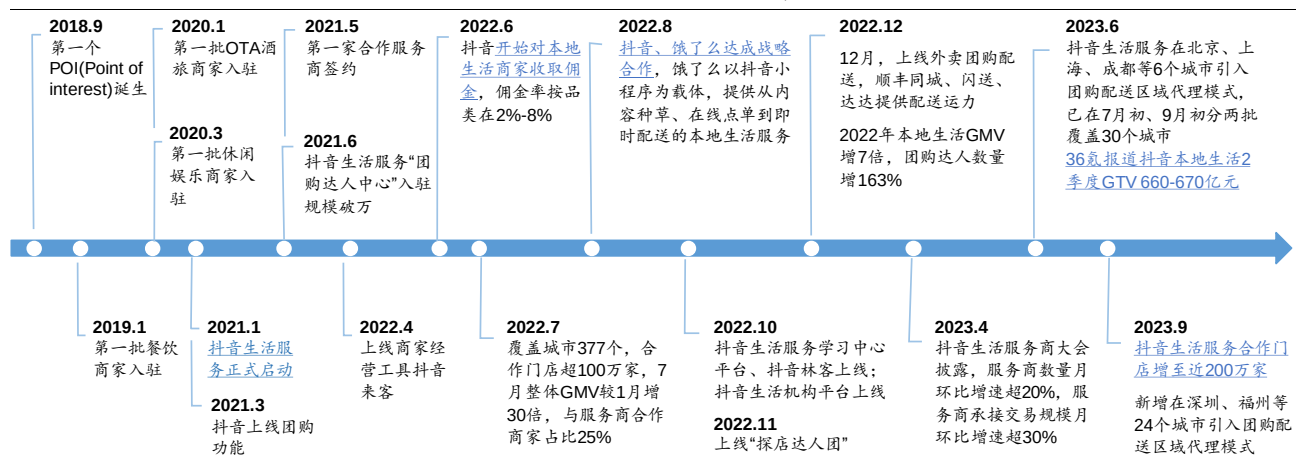
本地生活服务业务模式偏重，到家服务需要配送网络及效率、到店服务需要强而广的地推团队，均需要长期持续高投入，先行玩家通过长期投入和业务边界拓展，在商户侧完善服务并沉淀经营数据，在用户侧强化用户心智，新玩家短期难以通过同样的模式打破壁垒，因而在 2015-2020 年之间，美团保持领先优势，本地生活领域的新布局主要来自资金雄厚、用户基础广的互联网巨头，比如阿里整合本地生活，京东从即时零售切入本地生活等，均为在现有能力的基础上拓展边界。

短视频及直播带来新的业务衍生机遇。随着短视频及直播快速渗透互联网用户，流量平台逐步探索广告之外的变现模式，已被验证取得成功的模式有直播电商。直观、强互动的直播讲解较传统货架电商的图文/视频模式更为直观，缩短用户下单决策链条，从而实现抢夺用户消费份额。2022 年，全网直播电商 GMV 超 3.5 万亿元，占实物电商零售额的 29%，其中抖音直播电商 GMV 突破 1.6 万亿元（[晚点 LatePost](#)），快手超 9,000 亿元，直播电商已进入成熟稳定期。各流量平台相继探索其他可与直播、短视频结合的业务，本地生活领域成为新的发力方向。

各平台加码本地生活，抖音布局尤为市场关注。2021 年至今，抖音、快手等短视频平台，京东、阿里、拼多多等电商平台，微信、小红书、豆瓣等社区平台相继从不同角度布局/加码本地生活业务，今年以来各平台的业务推进加速，其中，抖音的本地生活布局力度和声量大于其他平台，尤为市场关注。我们梳理了各平台布局进展发现，每家均注重与自身用户生态、业务优势的契合，切入角度各有不同，并在前期的区域覆盖、商户类型选择有所考量。除京东即时零售、阿里本地生活的重模式布局外，其他平台主要发力到店业务，并均有通过服务商轻资产模式，快手、微信视频号、拼多多、小红书均处于模式验证阶段，投入相对可控。

- 1) **抖音**：抖音自 2018 年上线 POI (Point of Interest, 兴趣点)，即将地址信息显示在发布的视频内容下方，是之后商户线上引流的基础。2021 年初成立本地生活一级部门，抖音流量分发向本地生活倾斜，在 2022 年 6 月开始向商家收取 2%-8% 的佣金。总结看抖音主要布局：1) **差异化模式**：以短视频、直播方式，叠加平台中心化流量分配机制，与美团形成模式差异，帮助商家打造爆款引流到店消费。2) **商户覆盖**：核心城市（北京、上海、成都）直营，下沉市场引入服务商快速拓展商户，将在下半年推行“区域服务商”。3) **合作伙伴补齐能力**：与饿了么的战略合作，团购套餐并未自建配送网络，与顺丰同城、达达、闪送等即时配送平台战略合作。

图表 13: 抖音本地生活布局主要为到店业务、外卖团购配送, 今年下半年升级区域代理商模式



资料来源: 抖音本地生活, 36 氪, 安信国际

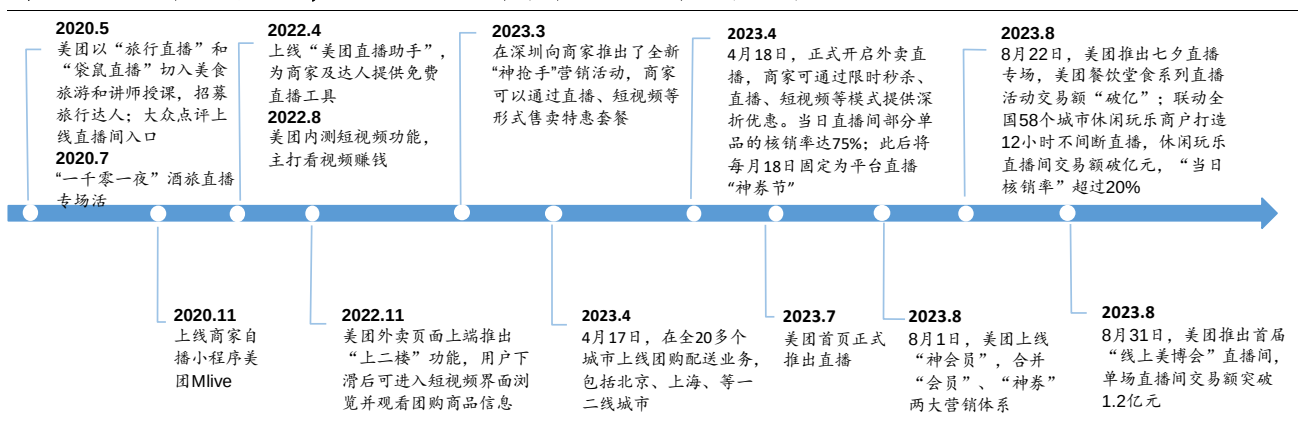
- 2) **快手:** 2020 年与抖音同期开始探索, 但投入和进度弱于抖音。2021 年 12 月与美团战略合作, 快手开放平台上线美团小程序, 打通内容场景、交易及履约。2022 年 9 月成立一级本地生活事业群, 与主站、商业化、电商、国际化平行。今年上半年, 快手在上海(一线城市)、哈尔滨(网红城市)、青岛(快手生态中间端城市)推进业务模型验证。今年 4 月, 上线本地生活小程序, 餐饮连锁品牌商家入驻。7 月, 上线本地生活服务品牌“信任购”、“敢比价”, 已覆盖 45 个城市, 通过补贴以低价抢夺用户心智。亿邦动力报道, 今年 6 月, 快手本地生活消费用户规模较 1 月增约 5 倍, GMV 增超 8 倍。9 月, 快手本地生活与同程旅行达成合作, 补齐景区门票供给。
- 3) **微信视频号:** 今年 5 月上线本地生活组件, 商家可在视频号直播间售卖团购兑换券, 目前发力方向为头部连锁品牌商家。8 月上线微信本地, 以门店为核心的投放链路为商家引流到店。目前, 视频号尚未开放短视频 POI。
- 4) **阿里:** 今年 3 月, 阿里进行 1+6+N 组织架构拆分, 本地生活作为六大业务集团之一独立运营, 口碑、饿了么到店业务并入高德地图, 饿了么专注到家业务。高德地图成为本地生活入口, 借助地图搜索的本地属性。目前上线团购套餐的商家主为连锁品牌, 中小商家入驻, 但未上线团购套餐。
- 5) **京东:** 本地生生活主要通过京东到家、小时购布局即时零售和到家业务。京东到家平台入驻门店超 40 万家, 涵盖生鲜、3C 数码、快消等全品类, 商户类型包含商超商超、便利店、药店等, 同时覆盖品牌、专营、小店等多业态, 满足用户即时、日常、晚间、节假日等全时段全场景消费需求。2021 年 10 月, 发布即时零售品牌“小时购”, 中长期目标是渗透 50% 京东用户。截止今年 6 月的 12 个月内, 京东到家平台 GMV 同比增 30% 至 708 亿元。
- 6) **拼多多:** 2020 年, 拼多多曾试水机票、旅游出行等服务, 并未有显著成果。今年年初, 拼多多社区团购小程序“快团团”内测本地生活产品, 3 月, 快团团开始招募服务商, 6 月在上海、北京、深圳陆续上线本地生活商品, 延续团长私域模式, 用户需通过团长分享的商品页面, 跳转至小程序查看并购买团购商品, 品类主要为到店餐饮、丽人美发等。7 月, 拼多多主站首页“充值中心”上线本地生活入口, 主要包括为特惠餐饮券、代下单到店自取等功能。拼多多目前的业务重点优先级在主站及海外业务, 本地生活试水相对克制。
- 7) **小红书:** 小红书逐渐从“种草”平台演变为年轻人喜爱的生活方式搜索引擎, 平台 UGC 内容风格与其他平台形成差异化。2021 年, 在露营、周边游、飞盘等热门休闲风向里, 小红书尝试推出酒旅套餐切入本地生活市场。今年 4 月, 开始招募到店餐饮商家及服务商家, 7 月, 上线探店合作中心, 首批内测开放的城市为北京、上海、广州、深圳, 拓展到店餐饮交易闭环。

平台间存在竞合关系。2021 年底，美团、快手宣布战略合作，美团在快手开放平台上线美团小程序，为美团商家提供团购套餐、代金券、预订等服务，快手用户通过美团小程序直达。2022 年 8 月，抖音、饿了么宣布战略合作，饿了么以抖音开放平台小程序为载体，为用户提供从内容种草、在线点到即时配送服务。此外，平台间的战略合作，反映资源互补下探索业务边界。

应对竞争，美团今年以来在到店及到家业务大力加码直播。应对消费力需求变化，美团发力特价团购、拼好饭，满足消费者多元需求。

1) 加码直播：美团早在 2020 年试水酒旅直播、大众点评开设直播入口，2022 年美团外卖上线直播助手工具，鼓励商家和达人自播。今年 3 月，美团在深圳上线“神枪手”营销活动，通过直播、短视频信息流、限时秒杀等形式售卖特惠外卖套餐兑换券，定位美食“奥特莱斯”，套餐价格多数在 40 元以内。“神枪手”带动流量及订单量强劲增长，4 月 18 日的“神券节”外卖日活跃用户同比增 75%，外卖订单同比增近 50%。截止 9 月，“神枪手”直播活动已上线北京、上海、成都等 7 个城市。8 月，美团外卖 APP、美团 APP 首页上线“神枪手”直播入口，加大对“神枪手”的营销及流量投入，并相应整合会员营销体系为“神会员”，强化用户心智。到店业务中目前已开通玩乐、酒店、旅行、亲子、医美、美团买菜等品类的美团官方直播间。

图表 14: 今年 3 月以来，美团加大“神券节”、“神枪手”等营销活动与直播、短视频的结合



资料来源: 美团, 36 氪, 晚点LatePost, 安信国际

2) 发力外卖团餐“拼好饭”。2021 年 4 月上线“拼好饭”，今年以来持续发力该业务，2 季度“拼好饭”单量占外卖单量的高个位数，日订单峰值超 500 万单，客单价约 15 元。商户上线超值团购外卖套餐，吸引多位用户下单，商户可集中制作，平台调度集中配送，提高订单量的同时，节省运力。

3) 重启达人分销渠道“美团圈圈”微信小程序。2020 年底推出的达人分享渠道，上线初期的月活用户数 215 万，但用户活跃度很快下降。今年 4 月重启美团圈圈小程序，定位美团特惠版，以达人分享实现用户裂变，达人通过分销赚取佣金，重启当月月活达到 364 万。

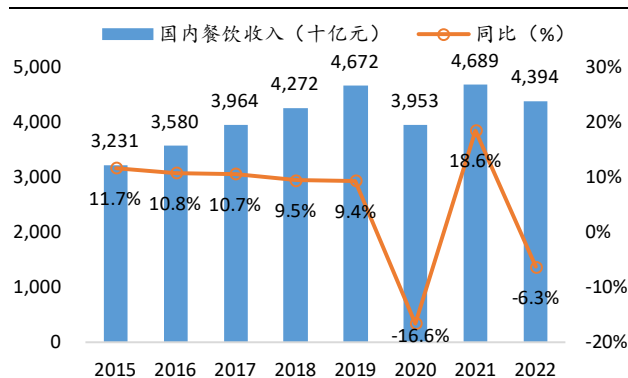
我们认为，本地生活直播的核心竞争仍回归运营能力本质，主要考验 1) 本地精准流量推送：与直播电商不同的是，本地生活流量为分布式流量，而非中心化流量，精准匹配本地消费者及商户资源是提高核销转化率的关键。2) 商户覆盖广度及合作深度：商家覆盖广度、团购套餐丰富度，决定了直播产品丰富度，美团覆盖全国超 1,000 万的商户，直播间可渗透的商户潜力巨大，丰富的供给满足消费者一站式吃喝玩乐需求。

3、到家业务：外卖市占率领导者，单量及盈利仍有提升潜力

3.1 国内外卖市场：万亿规模市场，渗透率仍有提升空间

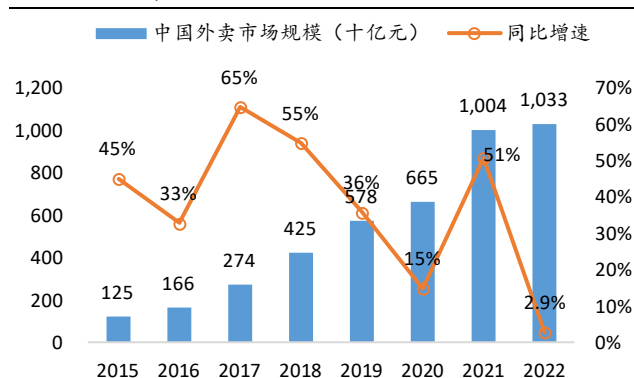
中国餐饮外卖市场经历高速发展，市场规模已突破万亿。国内外卖市场从2012年开始兴起，并在2015年-2019年经历年复合增长率47%的高速增长，主要受益于移动互联网的快速普及、行业补贴迅速扩大用户覆盖及培养用户消费习惯。2019年之后，行业竞争格局趋于稳定，2019-2022年复合增速28%，呈稳健增长态势。疫情加速餐饮商家线上化进度，外卖市场在2021年同比增51%，规模突破1万亿元。2022年，餐饮大盘同比降6.3%，外卖维持20%的稳健增长，受益于外卖市场供给端和需求端的双提振，疫情期间消费外卖心智强化，外卖平台产品供给丰富度提升，履约服务持续改善，满足用户即时消费需求。

图表 15: 2022 年中国餐饮市场大盘同比降 6.3%至 4.4 万亿元



资料来源: 国家统计局, 安信国际

图表 16: 2022 年中国外卖市场同比增 2.9%至 1.2 万亿元，线上化进度提升

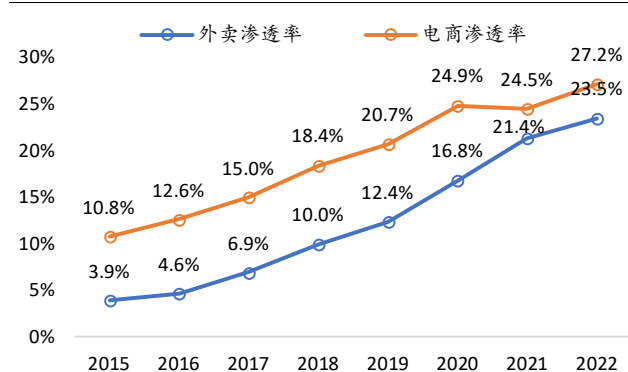


资料来源: 国家统计局, 中国饭店协会, 艾媒咨询, 安信国际

餐饮外卖线上渗透率对比电商渗透率仍有提升空间。外卖对餐饮市场的渗透率从2015年的3.9%提升至2022年的23.5%，对比电商渗透率（27.2%）仍有提升空间。我们认为，外卖市场增长的长期动力主要有：1）城镇化水平持续提升，居民可支配收入增加；2）细分品类拓展，从正餐向饮品、下午茶、夜宵等品类拓展；3）用户消费频次及复购率提升。目前在消费疲弱的宏观背景下，客单价短期增长承压，品类拓展及单量增长是主要驱动力。

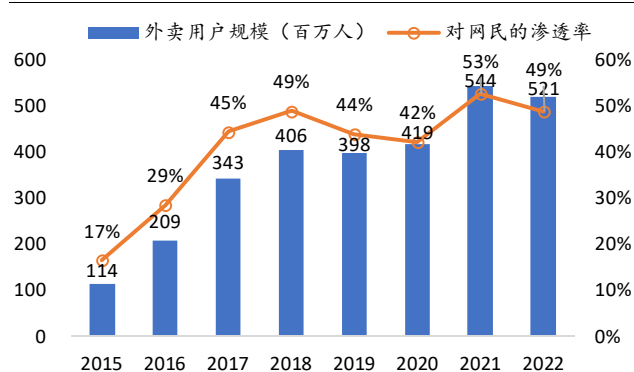
外卖年度用户超5亿人，月活跃用户超3亿人。据CNNIC数据，2021年中国外卖用户同比增30%，突破5.4亿人，2022年小幅回落至5.2亿人，对网民的渗透率约50%。据QuestMobile数据，2023年6月，美团、美团外卖、饿了么全场景月活跃流量为5.4亿、2.3亿、3.2亿。餐饮外卖高频次消费场景，用户活跃度与外卖平台的单量、交易额呈明显正相关关系。

图表 17: 外卖线上渗透率仍有提升空间



资料来源: 国家统计局, 中国饭店协会, 艾媒咨询, 安信国际 *外卖渗透率为外卖规模占餐饮大盘比例, 电商渗透率为实物商品网上零售占社零比例

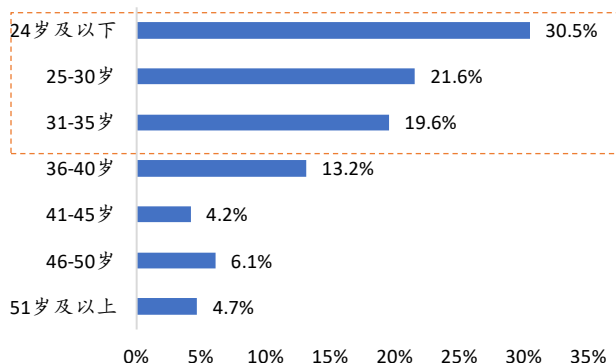
图表 18: 外卖用户数突破 5 亿人



资料来源: 中国饭店协会, 艾媒咨询, CNNIC, 安信国际

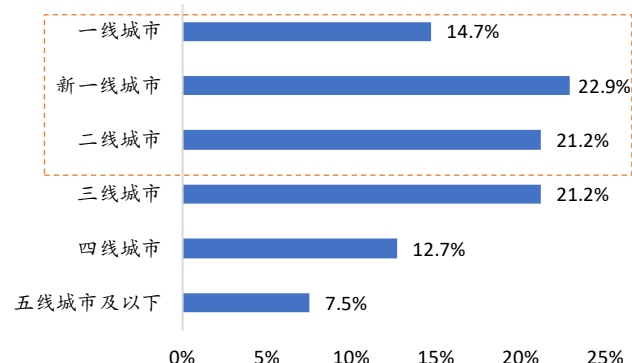
外卖用户结构呈现高线城市及年轻群体特征，下沉潜力仍有待挖掘。据 QuestMobile 数据，外卖用户结构中，一二线城市合计占比 59%，35 岁以下用户占比 72%，整体用户结构呈现高线城市及年轻化特征。下沉市场潜力仍有待挖掘，随着即时配送网络的搭建，商户线上化拓展用户，下沉潜力仍有待释放。我们认为，高线城市外卖增长动力为消费频次增长，下沉市场外卖增长动力为用户覆盖拓展。

图表 19: 外卖用户 35 岁及以下占比 72%



资料来源: QuestMobile, 安信国际 * 数据为 2023 年 4 月

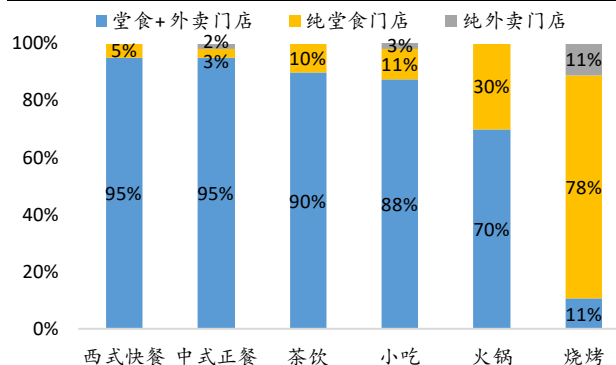
图表 20: 外卖用户中一二线城市合计占比 59%



资料来源: QuestMobile, 安信国际 * 数据为 2023 年 4 月

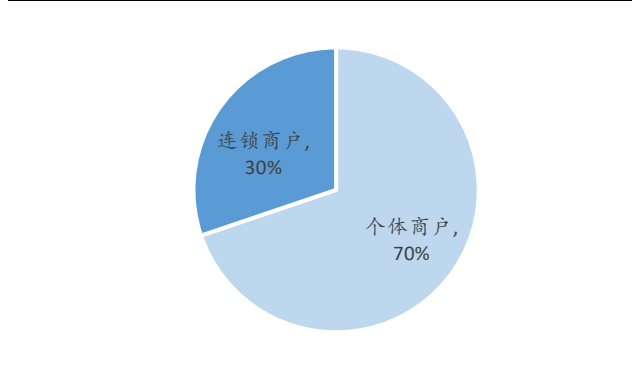
外卖商户数超 1,000 万。疫情期间，堂食受到冲击，推动商家加速线上外卖布局，外卖商户数突破 1000 万，其中约 70% 为中小商户，30% 为连锁商户。个体餐饮商户在原材料采购、商品销售等环节，自身能力较连锁餐饮门店有较大差距，而这正是平台价值体现，外卖平台帮助商户触达用户，并持续在供应链、线上管理等方面赋能商家。从品类结构看，西式快餐、中式正餐、茶饮商户采用“堂食+外卖”模式经营的商家占比超 90%，而烧烤等具备强线下消费属性的品类主要采用仅堂食模式。

图表 21: 堂食+外卖为餐饮商家主要经营模式



资料来源: 中国连锁经营协会, 客如云, 安信国际 * 数据为 2021 年

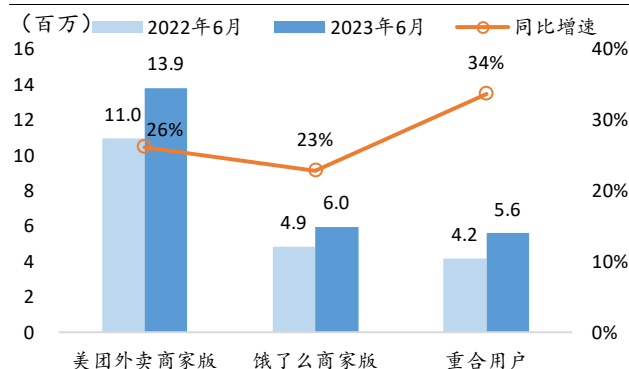
图表 22: 外卖商户中 70% 为个体商户



资料来源: 极光数据, 安信国际 * 数据为 2021 年

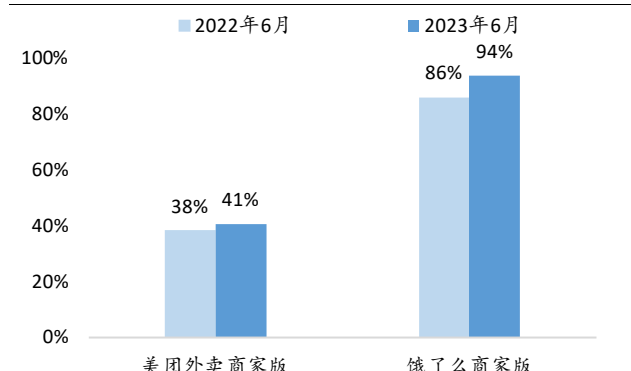
美团外卖及饿了么重合商户数提升。根据 QuestMobile 数据，2023 年 6 月，美团外卖商户数同比增 26% 至 1,390 万，对比饿了么商户数同比增 23% 至 600 万，美团商户体量约为饿了么的 2 倍。同时入驻两平台的商家数同比增 34% 至 560 万，占美团外卖/饿了么商户数的 41%/94%。我们认为，连锁餐饮门店凭借资源优势，将拓展多平台经营，而个体商户在宏观疲弱的背景下，为触达用户覆盖，也倾向于多平台经营。平台间的商户竞争取决于平台流量质量（粘性、复购、订单密度等），及平台对商户的服务能力，商户最终会选择 ROI 最高的平台作为经营主阵地。

图表 23: 美团外卖和饿了么商家数同比增速均超 20%，重合商家数同比增 34%



资料来源: QuestMobile, 安信国际

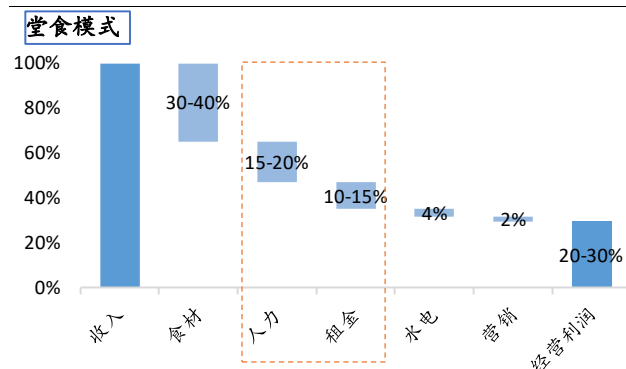
图表 24: 重合商户占美团外卖及饿了么商户比例均有提升，重合用户在美团外卖占比 41%



资料来源: QuestMobile, 安信国际 * 数据为 2023 年 4 月

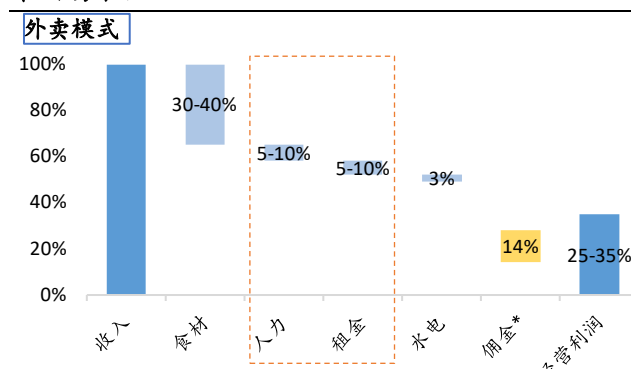
外卖模式在人力及租金成本优化，提升门店经营利润率。据中国连锁经营协会数据，拆分餐饮门店成本，三大主要成为为食材 (30-40%)、人力成本 (15-20%)、租金成本 (10-15%)。连锁品牌依靠供应链优势能进一步降低食材成本，中小商户溢价能力更弱。门店上线外卖，除增加营业收入之外，能在人力、租金成本各节省约 5-10%，在新增平台佣金 (约 14%) 之后，经营利润率仍能实现约 5 个百分点的提升。

图表 25: 堂食模式：人力及租金成本占比 25%-35%



资料来源: 中国连锁经营协会, 艾瑞, 安信国际估算

图表 26: 外卖模式：经营利润率较堂食提升 5 个百分点



资料来源: 中国连锁经营协会, 艾瑞, 安信国际估算 * 佣金包含配送费用、在线广告投放费用、平台技术服务费

国内外卖市场竞争格局演变：2012 年起，饿了么、美团外卖 APP 陆续上线，随后百度、淘宝推出相应产品。随着资本加注，2014 年，行业补贴战开始，快速扩大外卖用户覆盖。2015 年-2018 年间，美团外卖、饿了么、百度外卖在用户侧、骑手侧展开激烈竞争，并通过融资链接战略资源。2017-2018 年，进入行业整合阶段，美团外卖获腾讯持续投资，进一步获取微信生态资源；阿里增持并最终收购饿了么，合并口碑为本地生活服务。2019 年-2020 年，外卖竞争进入稳态期，美团外卖 2Q19 首次实现经营层面盈利。2021 年以来，随着短视频平台业务延伸，抖音持续试水外卖业务，并于 2023 年 3 月正式推出团购套餐，定位客单价 60 元以上的团购套餐，通过接入即时配送平台的配送能力履约。

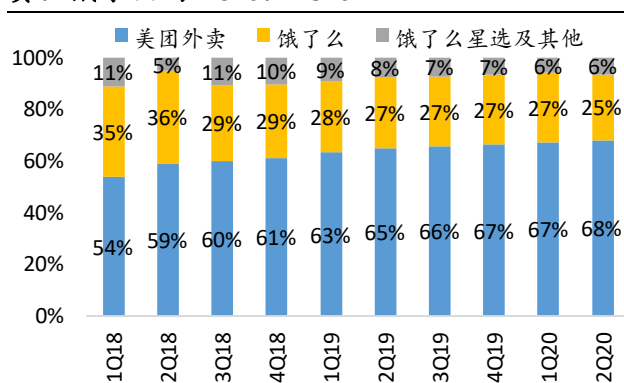
图表 27: 中国外卖发展进程: 2019 年进入竞争稳定期, 美团/饿了么市场份额稳定为 65%/25%, 2021 年后新玩家陆续布局, 但形成错位竞争

发展时期	具体事件
2012-2014年 外卖平台发展初期	2012年3月, 饿了么APP上线 2013年1月, 饿了么B轮融资 2013年, 饿了么全国化布局, 11月C轮融资, 估值1亿美元 2013年11月, 美团外卖App正式上线 2013年12月, 淘宝推出移动餐饮服务平台淘点点 2014年5月, 饿了么获大众点评战略投资 2014年5月, 百度外卖上线 2014年5月, 美团C轮融资, 估值40亿美元
2015-2018年 激烈竞争, 补贴战, 抢夺用户	2014年9月, 行业补贴战开始 2015年1月, 饿了么E轮融资, 估值10亿美元 2015年1月, 美团D轮融资, 估值70亿美元 2015年6月, 阿里和蚂蚁金服宣布出资60亿元, 成立本地生活服务平台公司“口碑” 2015年7月, 百度外卖A轮融资, 估值8亿美元 2015年8月, 饿了么F轮融资, 估值30亿美元 2015年10月, 美团与大众点评合并 2015年12月, 饿了么覆盖超300个城市, 日交易额突破1亿元, 日订单量超过330万单 2016年1月, 美团点评A轮融资, 估值超180亿美元 2016年春节, 美团外卖加大补贴, 招聘骑手 2016年4月, 阿里入股饿了么 2016年7月, 百度外卖B轮融资, 估值24亿美元 2016年12月, 美团外卖获微信入口 2017年3月20日, 美团外卖宣布日订单量突破1000万
2017-2018年 并购/整合期	2017年4月, 阿里巴巴、蚂蚁金服对饿了么增资4亿美元, 阿里系持股达33%, 为第一大股东 2017年8月, 饿了么正式收购百度外卖, 对价约5亿美元 2017年10月, 美团获由腾讯领投的40亿美元F轮融资, 估值达到300亿美元 2018年4月, 阿里巴巴联合蚂蚁金服以95亿美元全资收购饿了么 2018年4月, 滴滴外卖在无锡上线, 当天达成33.4万单 2018年5月21日, 美团外卖宣布单日订单量突破2000万 2018年7月, 滴滴宣布将关停国内外卖业务, 未来进军墨西哥外卖市场 2018年9月, 美团港股上市 2018年10月, 百度外卖更名为饿了么星选 2018年10月, 饿了么与口碑合并, 成立本地生活服务公司
2019-2020年 竞争稳定期	2019年7月29日, 美团外卖宣布单日订单量突破3000万 2019年2季度, 美团外卖实现经营层面扭亏为盈。全年外卖UE为0.2元
2021年至今 短视频/电商等新玩家布局	2021年7月, 抖音内测“心动外卖”, 几个月后下架 2021年8月, 抖音、饿了么达成合作, 用户可在饿了么抖音小程序上点单 2021年11月, 滴滴在天津测试外卖服务“嗷嗷吃饭” 2021年12月, 美团达与快手成互联互通战略合作 2021年4季度, 美团外卖宣布单日订单量突破5000万 2022年6月, 京东宣布正在探索进军外卖行业的可能性 2022年12月, 抖音外卖与顺丰同城、达达等合作团购配送, 并延伸至外卖到家 2023年2月, 微信在部分地区测试“门店快送”, 提供外卖到家服务 2023年3月, 抖音外卖在18个城市试点团购配送业务, 定位客单价60元以上团购 2023年下半年, 抖音推行团购配送区域代理模式

资料来源: 公开资料, 安信国际

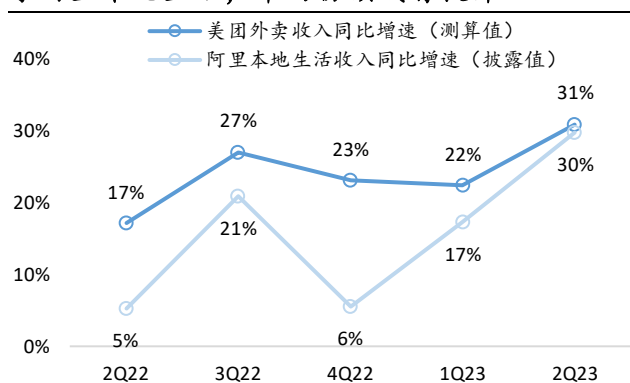
美团市场份额领先优势持续。据 Trustdata 数据, 美团外卖的市占率从 2018 年初的 54% 稳步提升至 2020 年的 68%, 并保持稳定。在过去 5 个季度, 我们估算美团外卖的收入增速均高于阿里本地生活收入增速, 反映美团外卖提升的竞争比值。我们预计, 在目前的竞争仍是增量竞争, 美团外卖的份额领先优势仍将持续, 核心动力为用户心智强化、非餐场景渗透。

图表 28: 中国外卖市场双寡头局面, 美团外卖: 饿了么约 70%: 25%



资料来源: Trustdata, 安信国际 *2018 年 10 月, 百度外卖更名为饿了么星选, 饿了么星选于 2023 年 2 月停止运营

图表 29: 最近 5 个季度, 美团外卖收入增速高于阿里本地生活, 市场份额或有提升

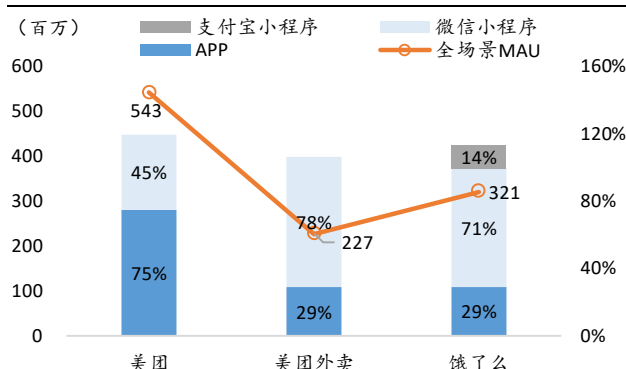


资料来源: 美团, 阿里巴巴, 安信国际 * 美团外卖收入为安信国际估算数

3.2 美团外卖：单量稳健增长，单位经济模型持续好转

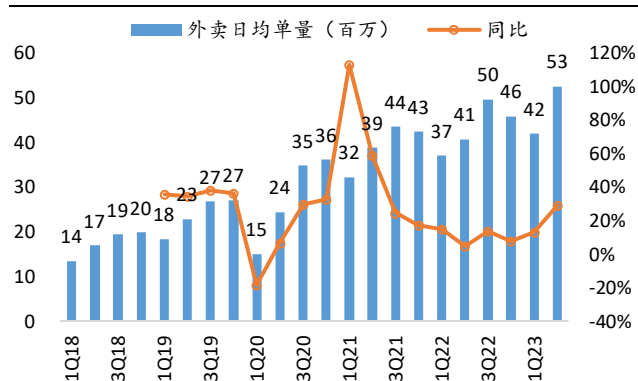
美团外卖全场景流量超 2 亿。6 月，美团、美团外卖全场景流量分别为 5.4 亿、2.3 亿，对比饿了么为 3.2 亿。从流量入口看，美团 APP 流量占比为 75%，/美团外卖月活流量中 75%/29% 来自 APP，美团外卖的主要流量入口为微信小程序，占比 78%。

图表 30：美团外卖全场景流量 2.3 亿人



资料来源: QuestMobile, 安信国际 * 占比为各渠道 MAU/去重 MAU, 数据为 2023 年 6 月

图表 31：2 季度美团外卖日单量超 5,000 万单



资料来源: 公司资料, 安信国际 * 3Q22-2Q23 为安信国际估算值

美团外卖单量稳健增长。2022 年，美团外卖实现单量 159 亿单，日均单量 4,350 万，日均峰值单量在 3Q22 突破 6,000 万单，延续逐年稳健增长态势。今年 2 季度，外卖单量同比增 29%，预计 3、4 季度仍有良好增速表现，受益于“神枪手”直播间发力、用户下单频次提升。美团 CEO 王兴在 2020 年提出美团外卖的中期目标是，到 2025 年外卖日峰值订单 1 亿单，每单经营利润 1 元。我们保守预计 2023 年日单量为 5,300 万，2022-2025 年 CAGR 为 21%，到 2025 年提升至 7,700 万单，峰值有望突破 1 亿单。

我们认为，美团外卖的单量增长动力主要来自：1) 高线城市用户下单频次提升，驱动来自用户粘性、团购券推广、非正餐频次提升；2) 低线城市商户覆盖扩大，渗透率提升。2017 年，北上广深外卖交易单量/GTV 占比 18%/23%，目前北上广深外单量占比降至约 15%，反映下沉市场覆盖及渗透提升。

图表 32：我们预计 2023 年美团外卖日均订单量 5,300 万单

百万	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年交易用户数	400	451	511	691	678	746	813	878
同比	29%	13%	13%	35%	-2%	10%	9%	8%
餐饮外卖 MTU	113	142	149	201	213	247	271	292
渗透率	28%	32%	29%	29%	31%	33%	33%	33%
外卖年度单量	6,393	8,722	10,147	14,368	15,901	19,514	23,609	28,111
同比	56%	36%	16%	42%	11%	23%	21%	19%
季均订单量	1,598	2,181	2,537	3,592	3,975	4,878	5,902	7,028
日均订单量	533	727	846	1,197	1,325	1,626	1,967	2,343
日均订单量	18	24	28	39	44	53	65	77
日均交易频次	4.7	5.1	5.7	6.0	6.2	6.6	7.3	8.0

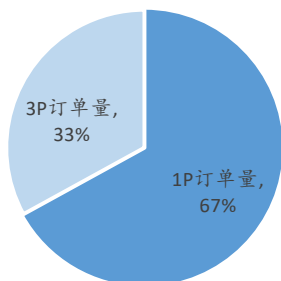
资料来源: 公司资料, QuestMobile, 安信国际预测 * 蓝色标记为假设数据

用 1P 模式单量占比有望提升。美团外卖按照订单配送类型可分为 1) 平台配送 (1P)：平台承担配送成本，并向商家收取配送费用，支付给骑手费用为营业成本；2) 商家自配送 (3P)。公司披露，2021 年，1P 模式订单量占比为 67%。我们预计目前占比稳定，目前仍维持在 65%-70%。我们预计，自营 1P 订单的占比短期稳定，中长期呈提升趋势，低线城市单量增长到一定阶段后，模式将向 1P 模式倾斜和转变，强化交易闭环，从而持续增强竞争壁垒。

客单价短期有压力，美团外卖顺应消费力变化发力低价团餐“拼好饭”。美团外卖 2018 年客单价为 44 元，疫情期间，以家庭为单位的住宅场景单量占比提升，推动客单价提升至超 50 元的水平。今年以来，用户消费力疲弱影响更为显著，美团顺应需求变化，加码高性价比团餐业务“拼好饭”，商户上线超值团购外卖套餐，吸引多位用户下单，商户可集中制作，

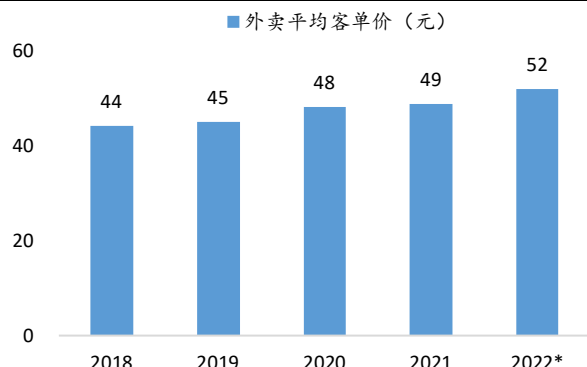
平台调度集中配送，提高订单量的同时节省运力。拼好饭今年2季度单量占外卖单量比达高个位数，日订单峰值超500万单。

图表 33: 1P 模式订单量占比稳定在约 65-70%



资料来源: 公司资料, 安信国际 * 数据为 2021 年美团披露

图表 34: 美团外卖平均客单价约 50 元



资料来源: 公司资料, 安信国际 * 2022 年为安信国际估算值

履约能力为美团外卖的核心竞争壁垒，体现在骑手规模、算法能力、配送效率。

专送、快送模式：在骑手端，2022 年，美团外卖骑手 624 万，日均活跃骑手超过 100 万，2023 年已突破 700 万，对比饿了么 2022 年骑手为 114 万。按类型划分，美团外卖骑手分为 1) 专送骑手：占比约 40%，高线城市专送占比更高。大部分为服务商管理，小部分为自营骑手（美团正式员工）；2) 快送骑手，即众包模式，骑手自主接单，管理较为灵活。此外，美团在专送及快送模式基础上，已推出混合送、全城达、美团跑腿等模式，覆盖更远距离、高客单价、特殊时效要求品类，如烧烤、蛋糕等。

图表 35: 美团外卖配送费用结构

配送费用	=	技术服务费	+	履约服务费
2021 年/2022 年美团配送成本 720 亿元/801 亿元，餐饮外卖平均每单 7.17 元/6.9 元		佣金率为 5.8%，每单保底 1.04 元		=距离收费+价格收费+时段收费 1)距离收费： 0.0-3.0 公里，收起步价 3.15 元 3.0 公里以上，每 0.1 公里加收 0.2 元 2)价格收费 收费基数=商品小计-商家活动支出收费基数介于 0-20 元，收 0 元 20 元以上，每上涨 1 元加收 0.13 元 3)时段收费： 00:00-03:00:每单加收 1 元 03:00-06:00:每单加收 1.5 元 21:00-24:00:每单加收 0.5 元

资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 36: 美团骑手专送及快送区别

	专送	快送
合同形式	专职骑手（分自营、代理商）	兼职骑手（众包模式）
订单占比	40%（高线城市更高）	60%
配送范围	3 公里以内	5 公里以内
接单率	接单率 100%	平台只承诺完成率 97%
派单模式	配送站派发订单	骑手抢单
骑手管理	管理程度高（骑手统一服装）	骑手自主性强，管理灵活
商家	商场店、正餐店	以外卖为主要营收模式的大众餐饮商家
收入结算	按月结算	按单结算，每日可提取
补贴	月度冲单奖为主	周度冲单奖为主
特点	平台流量扶持（首页、筛选界面、商家列表“美团专送”标签）；骑手管理更加规范	骑手灵活，作为补充收入；高峰期/极端天气接单率无法保障

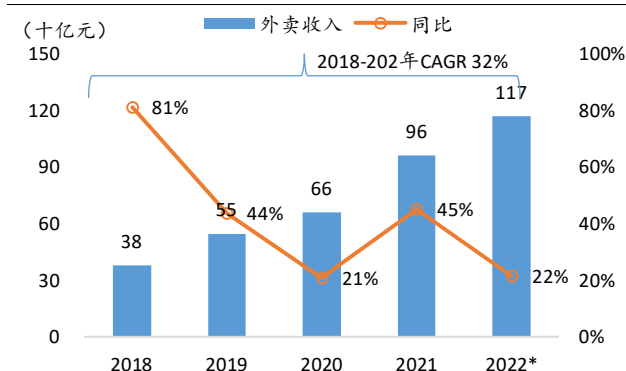
资料来源: 公司资料, 安信国际

持续强化配送能力。1) 配送时效：7 月，美团外卖内测“15 分钟极速达”，覆盖部分商圈快餐品牌商家，服务在固定时段提供。2) 运力：8 月，美团与顺丰同城、闪送、UU 跑腿等达成合作，自配送商家可直接通过美团外卖向配送服务商发单，此外与美团买菜等业务形成协同，拓展即时配送能力圈。3) 美团“超脑”调度系统全自动分单，根据实时路况、天气、商家距离、出餐时间等因素，规划骑手路线，高峰期每小时路径规划 29 亿次，单次路线规划平均耗时 0.55 毫秒。4) 自动配送&无人配送：截至 2023 年 8 月底，自主飞行无人机累计完成订单超 18.4 万单，17 条航线实现常态化运营；截至 2022 年底，美团自动配送车室外全场景订单超 277 万，自动驾驶里程占比超 98%。

美团外卖变现分析：外卖的主要变现模式为 1) 配送收入（1P）：平台提供运力服务，2) 佣金：平台技术服务费，3) 在线营销：为商家提供各类营销解决方案，如 CPC 竞价广告，投入。过去 5 年，美团外卖年复合增速 32%，2022 年同比增 32%至 1,170 亿元。拆分收入，2021 年，美团外卖配送收入 542 亿元，占外卖收入的 56%，我们测算 2022 年收入占比约 55%。从变现率角度看，2022 年，外卖总体变现率 14.2%，其中配送服务 7.8%、佣金 4.2%、

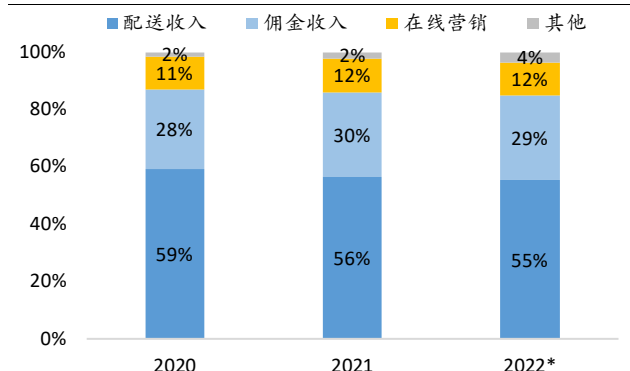
在线营销 1.6%、其他 0.5%。我们预计 2023 年变现率 14.0%，略微下降 18 个基点，主要用户、骑手补贴加大，1P 模式下的用户激励及 3P 模式下骑手激励，部分抵减收入。

图表 37: 美团外卖收入增速稳健



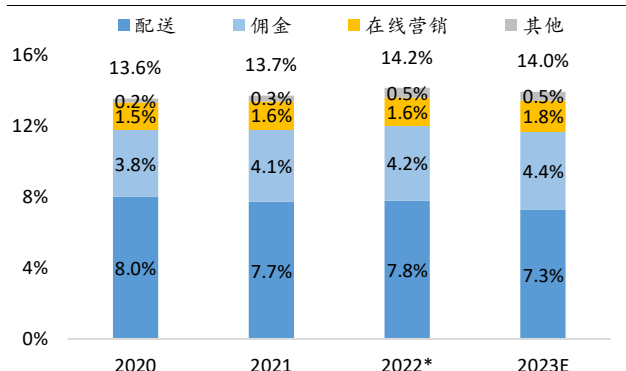
资料来源: 公司资料, 安信国际 * 2022 年为安信国际估算值

图表 38: 配送收入占比达 55%-59%



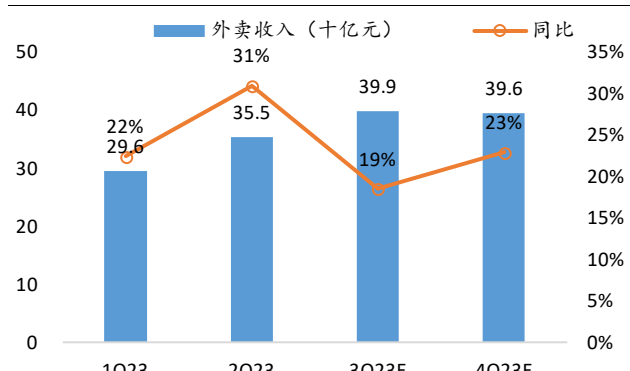
资料来源: 公司资料, 安信国际 * 2022 年为安信国际估算值

图表 39: 预计 2023 年变现率降 14.0%



资料来源: 公司资料, 安信国际预测 * 2022 年为安信国际估算值, 变现率 = 各类型收入 / 外卖 GTV

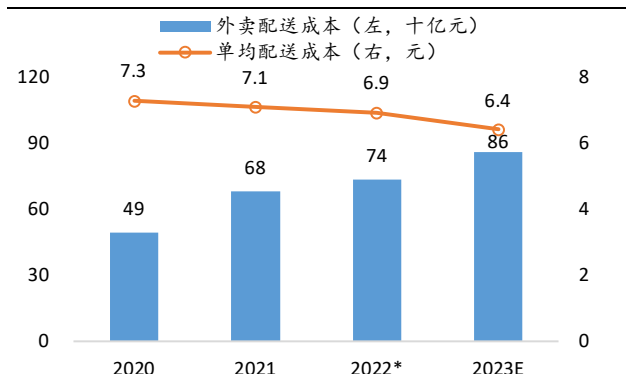
图表 40: 预计 3 季度外卖收入同比增 19%



资料来源: 公司资料, 安信国际 * 2022 年为安信国际估算值

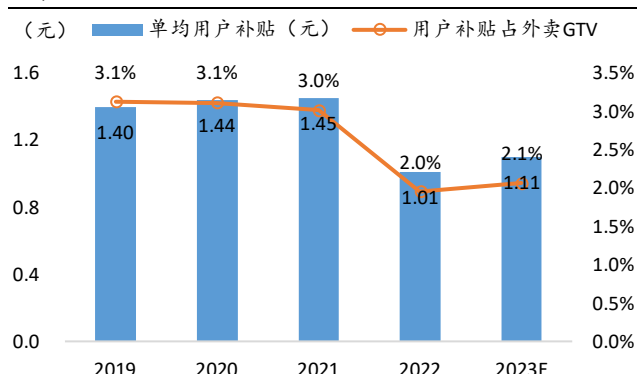
美团外卖成本分析: 外卖成本主要包括骑手成本、支付处理费用、骑手/用户补贴、员工薪酬等。1) **骑手成本:** 1P 模式下计入营业成本, 3P 模式计入收入抵减。2022 年, 美团配送成本为 801 亿元, 估算其中 92% 为外卖配送成本, 单均外卖配送成本为 6.9 元, 预计 2023 年进一步降至 6.4 元, 反映单量增长带来的规模效应。2) **用户补贴:** 用户补贴在 1P 模式下会计处理为收入抵减, 3P 模式下计入营销费用。1P 订单量占比 65-70%, 收入抵减的用户补贴占比为 75-80%, 用户补贴 GTV 占比 2022 年约为 2%, 中长期呈下降趋势, 短期或随着竞争环境下投入加大而波动。

图表 41: 预计 2023 年美团外卖单均配送成本降至 6.4 元



资料来源: 公司资料, 安信国际预测 * 2022 年为安信国际估算值, 单均配送成本 = 配送成本 / 1P 外卖订单量

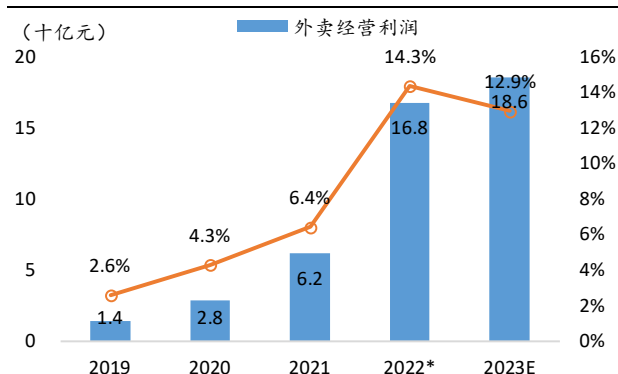
图表 42: 预计 2023 年单均外卖补贴为约 1.1 元, 补贴占 GTV 的 2.1%



资料来源: 公司资料, 安信国际预测

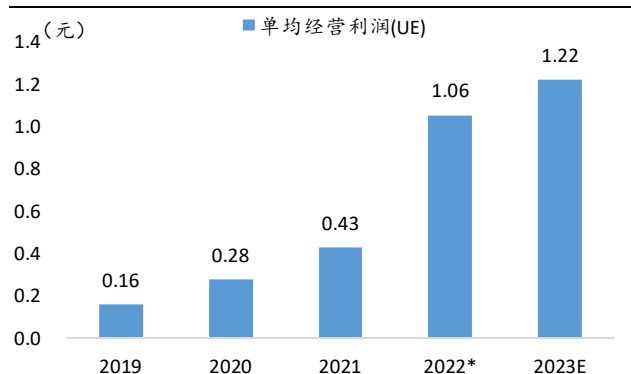
外卖盈利能力分析: 2022 年, 美团外卖经营利润显著提升至 168 亿元, 经营利润率 14.3%, 超越到店酒旅业务, 成为美团最主要经营利润贡献分部, 主要受益于单量增长带动单均配送成本优化及效率优化, 单均经营利润 (UE, 外卖调整后经营利润/外卖单量) 提升至 1.06 元。

图表 43: 2022 年美团外卖经营利润显著提升, 经营利润率 14.3%



资料来源: 公司资料, 安信国际 * 2022 年为安信国际估算值

图表 44: 美团外卖在 2022 年单均 UE 提升至 1.06 元水平, 预计将维持健康增长

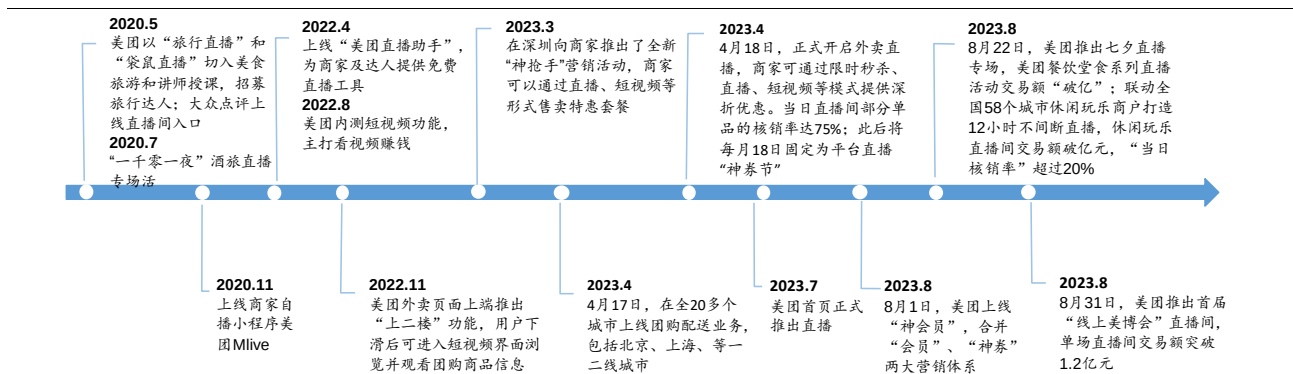


资料来源: 公司资料, 安信国际 * 2022 年为安信国际估算值

近期美团外卖的业务动态主要体现在发力直播、低客单价探索、中国香港业务探索。

美团外卖上线“神枪手”直播间。今年 3 月, 美团在深圳上线“神枪手”营销活动, 通过直播、短视频信息流、限时秒杀等形式售卖特惠外卖套餐兑换券, 定位美食“奥特莱斯”, 套餐价格多数在 40 元以内。截至 9 月, “神枪手”直播活动已上线北京、上海、成都等 7 个城市。8 月, 美团外卖 APP、美团 APP 首页上线“神枪手”直播入口, 加大对“神枪手”的营销及流量投入, 并相应整合会员营销体系为“神会员”, 强化用户心智。

图表 45: 今年 3 月以来, 美团加大“神券节”、“神枪手”等营销活动与直播、短视频的结合



资料来源: 美团, 36 氪, 晚点LatePost, 安信国际

抖音团购配送错位竞争, 履约能力决定业务模式。2022 年 12 月 5 日, 抖音生活服务官方宣布面向商家推出“团购配送”服务, 助力商家为用户提供餐饮外卖配送服务。首批上线城市为北京、上海、成都, 定位弱时效、高客单价团购套餐, 客单价在 60 元-130 元之间, 履约依靠第三方即时配送 (顺丰同城、达达、闪送等) 完成, 配送距离多数在 10 公里以上。根据 [晚点 LatePost 报道](#), 今年 1 季度, 抖音外卖 GTV 约为 2.5 亿元, 日均单量 1-2 万单。消费者对外卖配送时间预期在 30 分钟内, 抖音通过“先预约后配送”功能, 部分缓解履约时效限制, 该类型配送订单 GTV 占比约 25%。除第三方即时配送平台合作外, 抖音在武汉、郑州等二线城市启动邀请连锁品牌商家自配送, 探索更多配送方式。整体看, 抖音团购外卖业务目前仍在探索阶段, 我们认为, 履约能力是限制业务模式的重大因素。

美团外卖“神枪手”直播间：聚合流量、差异化套餐、强交易转化。目前美团外卖直播间类型主要分为美团外卖城市“神枪手”直播间、品牌官方直播间，消费者购买外卖兑换券后，可立即使用或先囤后用。对比抖音团购套餐，美团外卖侧重，1) 官方直播间聚合品牌商家，提供一站式多品类货架外卖兑换券；2) 套餐同时涵盖一人食、多人套餐等宽价格带产品，覆盖更多消费场景；3) 更短的交易链路带来更高的核销率。

- 1) 美团城市“神枪手”直播间：美团聚合多个餐饮连锁品牌，包括正餐、快餐、茶饮等，每个品牌 1-2 款套餐/单品参与直播活动，直播间合计商品数量在 200-400 个之间。在套餐设置上，除多人套餐券覆盖家庭、聚会等场景外，中低客单价的单人套餐覆盖更多场景用户。目前直播间在每日固定时间段提供限时特价，通过集中流量，打造外卖爆款单品。
- 2) 品牌官方直播间：为商家自播，直播时段仍为固定时间，上架货品数量约为 10-30 款。目前开通直播运营的多为连锁品牌。

直播对美团外卖的生态作用体现在：1) 完善平台内容生态，提升用户活跃度及粘性。5、6 月“神券节”当天，日活跃用户均突破两千万（QuestMobile）。2) 加速餐饮外卖从“一日三餐”向“一日多餐”的演进，美团数据显示今年上半年，超 3.5 亿人在在非正餐时段下单。3) 带动商家的交叉销售机会。消费者直播间购买外卖兑换券后，下单核销时增加其他菜品，带动交叉销售。整体来看，推动美团外卖从货架模式“货架+直播”，打造爆品。

图表 46：神枪手直播入口位于美团外卖/美团 APP 首页，官方城市直播间+品牌/商家自播两种模式



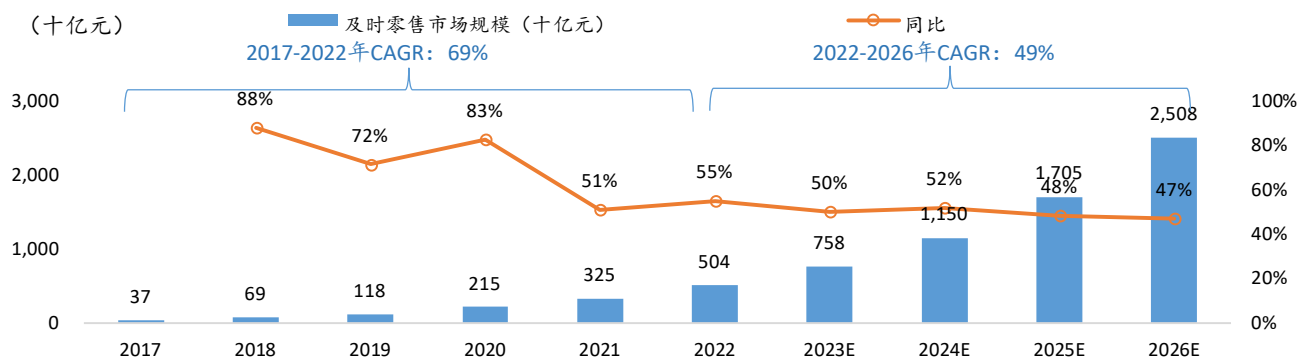
资料来源:美团外卖APP, 美团APP, 安信国际

中国香港外卖业务仍在探索阶段，区域覆盖已触达 50%人口。今年 5 月 22 日，美团外卖以 KeeTa 品牌在中国香港上线，首批运营区域为旺角和大角咀，6 月底覆盖范围拓展至九龙区域，9 月 19 日，进一步拓展至港岛中西区、湾仔区、东区，已经覆盖一半人口密度区域，预计年底实现中国香港地区全覆盖。前期商户主要为星巴克、Shake Shack 等品牌商家，目前已有更多中小本地特色餐厅入驻。在用户侧，Keeta 持续推进大额满减券、免运费券等补贴。中国香港地区业务探索，作为海外探索的第一站，具备小范围高效试水的意义，积累可复制的运营经验。

3.3 美团闪购：触达即时零售万亿规模市场，市场份额领先

即时零售是万亿规模市场。据中国经营协会数据，2022 年中国即时零售市场规模突破 5000 亿元，2017-2022 年复合增长率为 69%，行业规模呈现高速增长态势，主要受益于国内配送网络的完善、平台品类持续丰富、及消费者心智强化。据美团披露，即时零售商品品类以酒类、包装食品、乳制品等快消品占比较高。预计即时配送市场规模将在 2024 年突破 1 万亿元，并在 2026 年突破 2 万亿元，2022-2026 年复合增长率 49%，受益于 1) 品牌商零售布局加速，如超 50% 品牌在 2022 年成立/升级即时零售部门（美团闪购数据），2) 高线城市向低线城市持续渗透。

图表 47：即时零售市场维持高速增长，预计将在 2024 年突破 1 万亿元



资料来源：中国连锁经营协会，安信国际

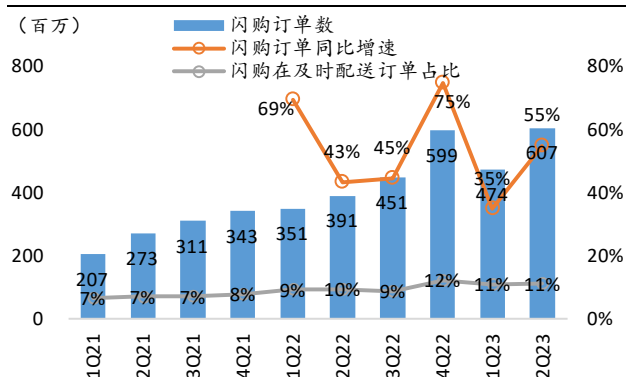
美团闪购拓展“万物到家”边界。美团于 2018 年推出闪购业务，将即时配送服务从餐饮外卖拓展至非餐品类，并在 2020 年推出闪电仓模式，提供 24 小时全时段配送服务。目前覆盖全国近 3000 个县市区，每日在售 SKU 超 10 亿，品类覆盖包含酒水零食、美妆/个护、宠物、母婴、百货、生鲜、鲜花、数码、图书等全品类。截至今年 8 月，美团闪购合作大型连锁零售商超 4600 家，合作品牌数量超 350 家（其中 70%+ 品牌在过去一年实现 GMV 增长超 2 倍），合作本地小商家超 37 万家。

美团闪购单量呈高速增长态势。今年 1/2 季度闪购单量同比增 35%/55%，单日订单峰值在七夕突破 1300 万单。据美团闪购即时零售产业大会披露，过去 4 个季度，美团闪购 GTV 达 1,750 亿元，预计在 2026 年突破 4,000 亿元。美团闪购在商户侧推出牵牛花、品牌通商户经营工具，发布流量扶持、经营模型等 7 大举措，助力零售商经营。公司指引 2025 年，闪购日均单量目标为 1,000 万，我们估算单量目标有较高概率实现，年轻用户消费力提升，及消费习惯向即时配送需求转型。

美团闪电仓：仓店一体纯线上经营。商家以加盟方式设立“前置仓”小店，进行仓店一体的纯线上经营，美团提供综合经营工具。目前闪电仓数量已超 1,000 个，日均订单突破 150 万，约占闪购日均订单的 20%+。**典型闪电仓画像：**1) 前置仓：120 平方米，容纳 SKU 约 4,000 个，对应 100 个细分品类，主要为快消品及日用百货，模式较生鲜电商前置仓轻；2) 经营服务：24 小时营业，30 分钟达，较线下商超经营时间长、履约服务好、用户体验更佳。美团闪购负责人预计 3 年后将有超 1,000 个年营业收入千万级商家、200 个年营收破亿的商家，及至少 10 个年营收达 10 亿元的商家。

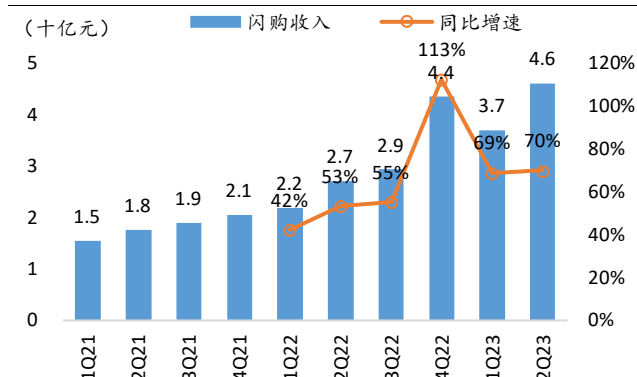
美团闪购与餐饮外卖的协同效应明显。主要体现在：1) 强化用户万物到家心智，截至 2 季度，闪购用户已渗透 60% 的外卖用户。2) 复用外卖配送网络，并与餐饮外卖配送高峰相错开，提高骑手每日配送单量。2 季度闪购单均亏损小于 0.1 元，尽管季度间随补贴、营销投入力度或有波动，预计随着单量密度提升，闪购 UE 潜力与餐饮外卖相似（1 元）。

图表 48: 2Q23 闪购季度单量同比增 55%



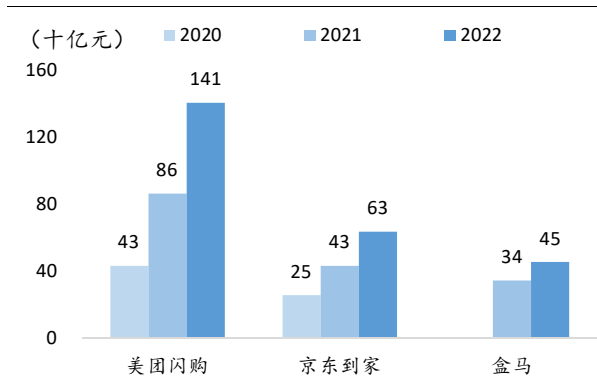
资料来源: 公司资料, 安信国际 * 4Q22-2Q23 为估算值

图表 49: 闪购收入处于高速增长阶段



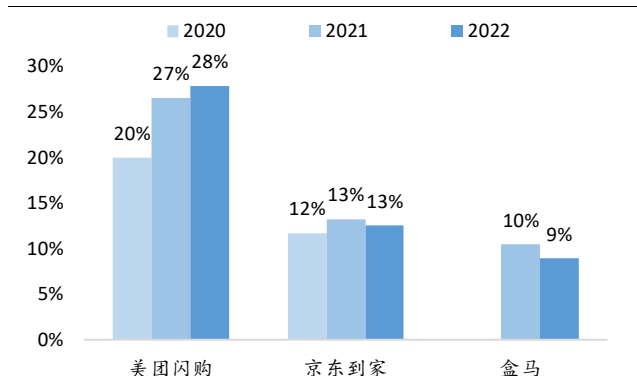
资料来源: 公司资料, 安信国际估算

图表 50: 估算去年美团闪购 GTV 1,410 亿元



资料来源: 公司资料, 晚点 LatePost, 安信国际估算

图表 51: 2022 年美团闪购市场份额维持领先



资料来源: 公司资料, 晚点 LatePost, 安信国际估算

4、到店业务：美团中长期仍为商家经营主阵地；广告变现潜力逐步释放

4.1 到店业务：市场规模空间大，新玩家主要争夺阵地

到店业务线上渗透率仍有大幅提升空间，竞争带动线上增量市场。到店酒旅业务为各类服务型线下商家提供线上售卖团购券/代金券服务、座位预订及其他服务。拆分品类看，可分为 1) 到店餐饮：对应线下堂食餐饮市场，2) 到店综合：除餐饮外的其他综合服务，美团到店综合包含 14 个一级类目，171 个二级类目，规模较大的有休闲娱乐（桌游、密室逃脱、KTV、酒吧等）、丽人（美容、美发、美甲等）、亲子（教育培训、母婴服务等）；3) 酒店&旅游，对应旅游市场。目前仅酒旅业务线上渗透率相对较高（40%+），我们估算 2022 年到餐业务对线下餐饮的渗透约为 5.6%，随着今年美团及抖音加大布局，预计 2023 年线上渗透率提升至 8.9%。到店综合线上渗透率低个位数，品类分散，市场空间大，预计短中期竞争为线上增量竞争。

图表 52：到店酒旅市场规模测算：到店餐饮、到店综合线上渗透率有大幅提升空间

人民币，十亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
线下餐饮市场	3,847	4,094	3,288	3,686	3,361	3,722	4,094	4,483
到店餐饮	78	72	65	150	187	331	373	448
同比		-7%	-9%	130%	24%	77%	13%	20%
渗透率	2.0%	1.8%	2.0%	4.1%	5.6%	8.9%	9.1%	10.0%
综合服务市场	2,941	3,543	6,580	7,429	8,512	7,161	7,663	8,161
到店综合	28	41	43	97	105	232	248	304
同比		44%	6%	124%	8%	120%	7%	22%
渗透率	1.0%	1.2%	0.7%	1.3%	1.2%	3.2%	3.2%	3.7%
酒旅市场	5,128	5,725	2,229	2,919	2,044	3,987	4,744	5,456
在线酒旅	975	1,087	987	1,207	900	1,914	2,467	3,055
同比		11%	-9%	22%	-25%	113%	29%	24%
渗透率	19%	19%	44%	41%	44%	48%	52%	56%

资料来源:国家统计局, 文旅部, 艾瑞, 安信国际预测

美团到店业务在商户侧和用户侧有深厚壁垒。在商户侧，美团基本实现全国城市全覆盖（687 个城市），拥有 930 万活跃商家（截至 4Q22），大众点评收录商家数超 2,000 万家。对比抖音生活服务，截至 2023 年 9 月，覆盖城市约 370 个，门店数量约 200 万家，分别为美团城市/商户数量的 54%/22%。在用户侧，美团年活跃买家 6.78 亿（截至 4Q22）。

美团主要使用模式为搜索，用户交易心智强，到店核销率高。美团 LBS 属性强，以搜索为主，信息流为辅，兼顾用户“人找店”需求及“店找人”兴趣推送。用户通过美团 APP/大众点评 APP 搜索功能，以列表清单形式快速发现附近商户，并通过距离、平均消费金额、团购券、用户评价等信息筛选门店。用户具备强交易心智，决策路径短，同时平台沉淀的海量用户评价为用户决策提供决策依据，因而平台团购券核销率更高。

抖音本地生活主要模式为“店找人”兴趣推送，通过达人、服务商快速拓展门店。抖音本地生活数据显示，2022 年，共有 1235 万名探店达人发布超 11 亿条种草视频，达人对商家的渗透率为 72%。

美团中长期仍为商家经营主阵地，商户通及推广通助力商家长效经营。美团主要商家经营工具包括商户通、推广通。1) 商户通：商户经营工具，功能包括线上门店装修（门店主图、招牌菜、商家二楼短视频、品牌故事、主厨故事等）、上线团购套餐、在线预订、星级评分等功能，促进用户转化。商户通收费模式为“年费+抽佣”，年费根据地区和品类有所不同，区间大多为 1800 元-6800 元，佣金率 4%-10%，医美及婚庆年费在 10-15 万元。2) 推广通：商户营销工具，广告位覆盖关键词搜索、类目筛选、频道展示等，商户可通过推广通投入提升门店在相关类目及关键词搜索界面的排名，实现精准获客和到店消费。商户通收费模式主要为 CPC 广告，展示免费，按 CPC 点击收费，CPC 价格区间为 1-8 元，根据商户城市、位

置、品类而变化。

美团推广通的竞价排名机制综合考量商户经营情况，更为客观。推广通竞价排名机制为，根据商户综合分排序（综合分=商户出价×商户质量度），分数越高，商户在广告位的排名更靠前。综合分不仅考量商户出价，纳入商户经营质量分，让排名更为可观。质量分的影响因素包括：1) 用户行为：搜索、点击、浏览、购买、评价等；2) 商户质量：商户星级、浏览量、销量、核销率等。商户实际扣费=下一位商户的出价×（下一位商户质量分/本商户质量分）+0.01元，如图 56 所示，A 商户出价 7 元，实际扣费 6.68 元，引入质量度后，商户实际扣费≤商户出价。商户长效经营沉淀的质量分，将提升商户自然排名，商户可根据淡季旺季、所处地段等实际需求自主投放并灵活调整出价。收费方面，推广通首次充值门槛根据地区和品类差异，约为 5000-10000 元，续费 2000 元起步。

图表 53: 美团推广通广告位兼顾搜索、筛选、推荐信息流



资料来源: 美团推广通, 安信国际

图表 54: 美团推广通竞价排名机制示例：商户实际扣费≤商户出价

商户	出价	质量度	综合分	排名	实际扣费
A	¥7.0	6.0	42.0	1	¥6.68
B	¥5.0	8.0	40.0	2	¥4.51
C	¥6.0	6.0	36.0	3	

综合分=商户出价×商户质量度

实际扣费计算:

A商户实际扣费=B商户出价×(B商户质量度/A商户质量度)+0.01元

B商户实际扣费=C商户出价×(C商户质量度/B商户质量度)+0.01元

资料来源: 美团推广通, 安信国际

4.2 美团和抖音对比分析

对比美团、抖音本地生活发展，我们认为，美团为商户长效经营主阵地，抖音为增量渠道，为商家提供用户拉新及增量销售额。美团的核心竞争力体现在：商户规模及运营深度、用户强交易心智、高转化率，及同核心本地商业的协同和交叉销售，获客成本更低。

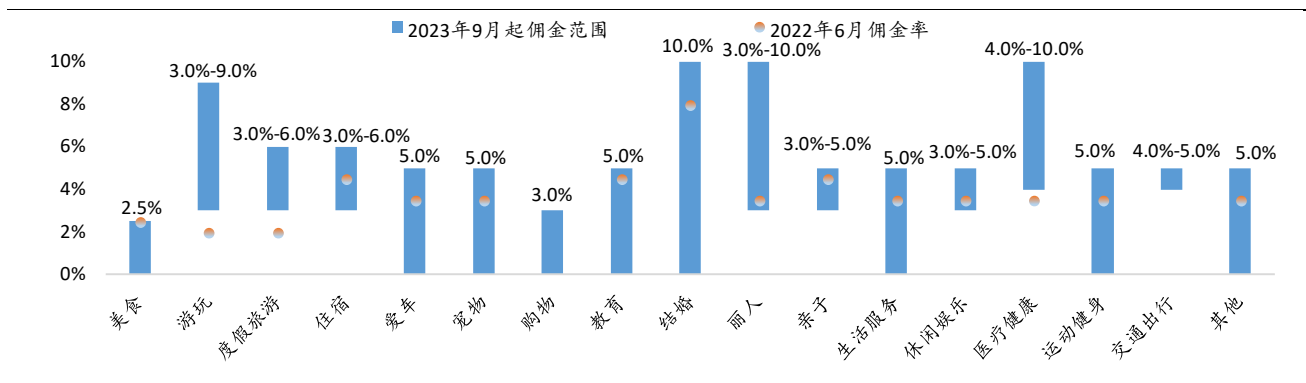
1) 业务拓展方式：美团重自营，抖音借力服务商。美团自有地推团队，并持续加大对低线城市直营渗透。抖音在核心城市（北京、上海、成都）、及 KA、SKA 品牌商采用直营方式，其他城市及中长尾商户通过服务商拓展业务，服务商模式推动抖音本地生活覆盖城市快速拓展，截至 2023 年 9 月，抖音本地商家数量超 200 万，对比 2022 年 3 月为 70 万。抖音今年下半年将推行“区域服务商”模式，整合服务商。

2) 商户经营：美团为商家长效经营主阵地，抖音为增量渠道。美团有成熟的商户经营方法论，商户通及推广通覆盖商户入驻及经营全过程。抖音陆续补齐商家经营工具，但团购套餐数量、用户评价等经营数据沉淀短期内仍难以补齐，美团核心优势抖音中短期难以撼动。

3) 直播对比：美团直播高转化率，抖音高曝光。3 月以来，美团在到店及到家业务全面发力直播，美团数据显示，平均 1 张直播商品券核销可带动商品券价值 1.5 倍的订单交易额，反映消费者到店核销的交叉销售潜力。据澎湃援引第三方数据，美团商家直播平均订单转化率达 30-40%，核销率超 90%，优于美团整体核销率。抖音日活超 7 亿，流量逐步向本地生活倾斜，商家经营逻辑为通过广告投流获得更高曝光量，弥补低转化率。

4) 变现方式：美团侧重交易导向的广告及佣金变现，抖音侧重流量广告变现。美团到店酒旅变现模式为佣金及在线营销，预计未来在线营销贡献占比将提升。抖音 2022 年 6 月开始征收本地生活佣金，并在今年 4 月、9 月分别上调部分品类佣金率，佣金率 2%-10%，收入占比来看，目前变现仍以广告变现为主（~80%），广告变现逻辑为其生态内成熟的信息流广告变现。我们将在下文（图表 62）测算抖音本地生活 GMV 及收入规模。

图表 55: 抖音到店业务各品类佣金率 (2023 年 9 月起)



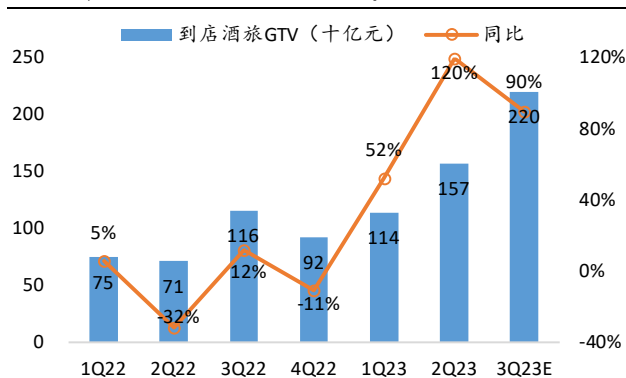
资料来源: 抖音, 安信国际 *含 0.6% 支付手续费

4.3 美团、抖音竞争比值测算

美团加大商户及用户投入, 战略优先级为市占率。今年 3 月以来, 本地生活竞争加剧, 美团的战略防御举措主要包括: 1) 推出“特价团购”, 满足商户爆款推广需求, 及价格敏感消费者特价需求, 强占抖音“爆款+低价”用户心智。2) 加码直播: 如同外卖直播, 美团到店业务也加大直播投入, 已开通玩乐、酒店、旅行、亲子、医美、美团买菜等品类的美团官方直播间。3) 加大商户支持力度: 2 季度, 美团加大对商户和用户补贴力度, 在下沉市场的部分品类降低商户通年费, 并加大商户返佣比例, 鼓励商家入驻及商家丰富团购套餐。4) 优化用户补贴: 在用户侧加大补贴, 并通过优化算法, 提升用户补贴精准度。当前各互联网平台加码本地生活业务, 竞争加剧, 美团当前战略重点为 GTV 规模及市占率, 虽短期利润率承压, 但利好平台用户黏性提升, 强化一站式平台用户心智, 商户沉淀及用户心智将在中长期带动 GTV 增长及市占率提升。

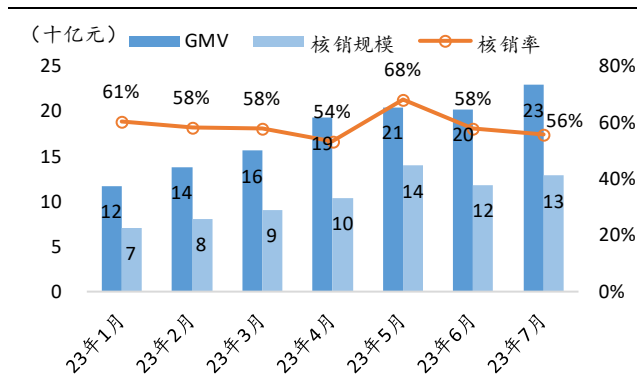
估算 2 季度美团到店酒旅: 抖音本地生活规模比值 (核销后) 约为 4: 1。2 季度, 美团到店酒旅 GTV 同比增 120%, 估算 GTV 规模约为 1,570 亿元。据专家数据 (走马财经), 2 季度抖音本地生活 GMV 为 600 亿元, 核销后约为 360 亿元, 核销率为 60%。从竞争比值看, 2 季度抖音本地生活核销前规模约为美团本地生活规模的 38%, 核销后约为 27%, 美团强交易心智核销率 (85%) 高于抖音兴趣推送屯养心智下的核销率。看 3 季度, 美团暑期加大投入力度, 预计美团: 抖音竞争比值或将拉大, 来自抖音的竞争压力呈边际缓和趋势。

图表 56: 2 季度美团到店酒旅 GTV 同比增 120%, 估算 GTV 规模约 1,570 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际预测 *为安信国际估算

图表 57: 2 季度抖音本地生生活 GMV 约 600 亿元

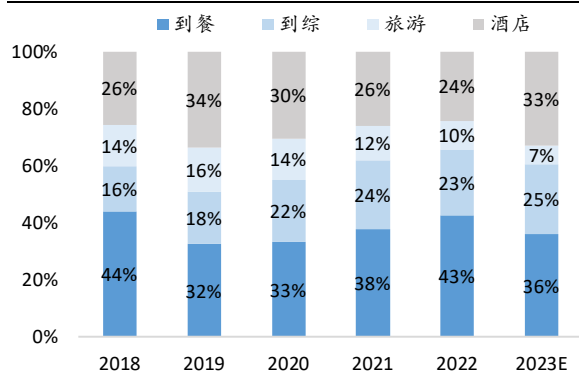


资料来源: 走马财经, 安信国际估算

到店餐饮贡献主要交易额, 也是当前竞争主要领域。拆分美团到店酒旅 GTV, 我们估算, 2022 年到餐占比 43%、到综 23%、酒旅 34%。抖音本地生活餐饮贡献主要 GMV, 上半年占比为 43%, 到综、酒旅分别贡献 32%、25%。到店餐饮为两平台的主要销售额来源, 也是目前两者到店业务商家重合度最高及竞争主要阵地。今年上半年, 抖音到餐 GMV 占比降至 43%, 对比去年同期为 50%, 与此同时, 到综占比从 25%增至 32%, 反映抖音到餐增速慢

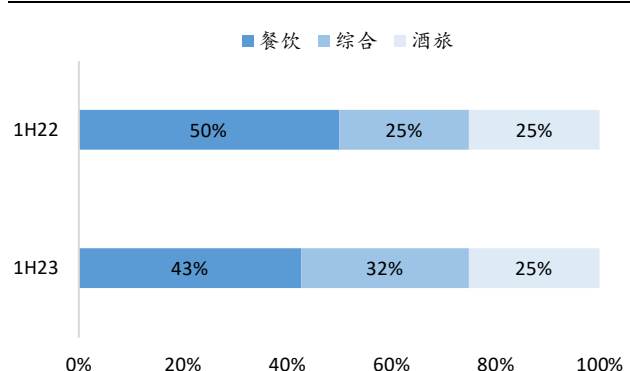
于到综。我们认为，对于餐饮商家经营注重复购率，单店的爆款产品作用体现在拉动到店交叉销售。当前抖音到店增长动力主要为商户数增长，对比美团到店增长主要驱动为商户经营内生增长，抖音爆款流量打法考验商家后续经营服务能力。对于到综业务，服务品类繁多，考验平台商户及消费者匹配能力。

图表 58: 美团到店酒旅 GTV 拆分, 估算 2023 年到餐及到综贡献 60% 以上 GTV



资料来源: 公司资料, 安信国际估算

图表 59: 上半年抖音本地生活品类结构: 餐饮占比降至 43%



资料来源: 久谦中台专家纪要, 走马财经, 安信国际估算

看中期竞争, 我们预计美团: 抖音维持 3:1 市场份额 (核销前)。我们预计, 2023 年美团到店酒旅 GTV 6,610 亿元, 抖音本地生活 GMV 220 亿元, 预计美团/抖音 2022-25 年 CAGR 为 42%/59%, 抖音复合增速更快, 美团 GTV 绝对值增量大于抖音, 竞争比值维持美团: 抖音 3:1。竞争加剧客观上推动到店&酒旅业务线上渗透率提升加速, 美团的增长动力来自: 用户粘性提升及消费频次增长、商户经营业绩内生增长、及直播/短视频等多元营销活动的推动。

图表 60: 美团、抖音竞争比值测算

人民币, 十亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
到店&酒旅								
美团	177	222	197	382	354	661	825	1,013
抖音				11	77	220	259	307
抖音/美团				3%	22%	33%	31%	30%
到店餐饮								
美团	78	72	65	144	151	237	268	329
抖音				3	23	69	80	95
抖音/美团				2%	15%	29%	30%	29%
到店综合								
美团	28	41	43	93	81	162	167	207
抖音				3	23	69	80	95
抖音/美团				4%	28%	42%	48%	46%
酒旅								
美团	71	109	88	145	122	260	390	476
抖音				2	19	58	75	95
抖音/美团				2%	16%	22%	19%	20%

资料来源: 虎嗅商业, 晚点 LatePost, 走马财经, 安信国际预测

抖音本地生活市场规模测算: 预计 2025 年本地生活 GMV 近 3000 亿元。抖音 2022 年 6 月起到店业务开始征收佣金, 2023 年 2 月及 9 月调整佣金率, 主要为细化二级、三级分类, 及上调部分品类佣金。2022 年抖音本地生活 GMV 约为 770 亿元, 本地生活收入约为 100 亿元, 约占字节跳动国内业务收入的 2.1%, 我们估算本地生活广告/佣金收入 82 亿元/18 亿元, 广告收入占字节整体广告收入的 1.7%。我们从日活用户、本地生活流量占比、日均视频观看次数、订单转化率角度估算抖音本地生活 GMV 规模, 我们认为, 1) 抖音生态内电商战略仍高于本地生活, 其流量分配比例维持略低于电商流量的水平 (10%), 预计 2023 年为 8.5%, 2025 年增至 9.5%; 2) 从信息流到用户下单的转化率逐步提升; 3) 客单价将随着商品 SKU 逐步丰富略微下移, 因商户拓展, 更多商户上线爆款 SKU 吸引用户到店; 4) 广告仍为抖音本地生活主要变现方式, 整体变现率为 12-15%。综合来看, 影响抖音本地生活的增长因素包括抖音生态内各业务线流量分配、商家在抖音经营能力沉淀、用户服务能力提升程度、转化率及核销率提升程度。

图表 61: 预计 2025 年抖音本地生活 GMV 约 3,000 亿元

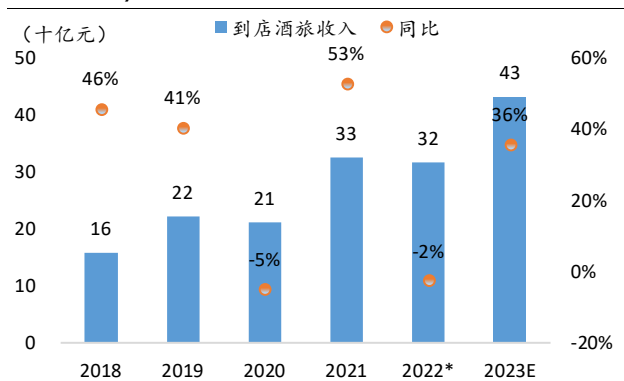
指标	指标说明	2021	2022	2023E	2024E	2025E
DAU (百万)		500	640	700	750	804
DAU日均使用时长 (分钟)		102	110	114	118	120
单个视频/直播时长 (秒)	直播、短视频平均时长	20	20	20	20	20
单DAU日均VV (次)	=使用时长/单信息流时长	305	330	342	354	360
抖音日均VV (十亿次)	=单DAU日均VV×DAU	152	211	239	266	289
本地生活VV占比		0.7%	3.5%	8.5%	9.0%	9.5%
vs. 电商VV占比		12.0%	12.5%	10.0%		
本地生活日均VV (十亿次)		1.1	7.4	20.3	23.9	27.5
转化率	从信息流到下单的转化率	0.020%	0.025%	0.030%	0.033%	0.034%
订单量 (十亿)		0.1	0.7	2.2	2.9	3.4
AOV (元)		141	114	99	90	90
抖音到店酒旅GMV (十亿元)	=订单量×客单价	11	77	220	259	307
同比			600%	186%	18%	19%
核销率		50%	50%	58%	58%	58%
抖音本地生活GTV (十亿元)		6	39	127	149	177
抖音本地生活收入 (十亿元)	=广告收入+佣金	0.2	10.0	26.7	34.9	43.5
同比			4178%	167%	30%	25%
广告收入 (十亿元)	=本地生活日均VV×本地生活广告加载率×eCPM	0.2	8.2	21.2	27.1	33.7
本地生活广告加载率		3.0%	10.8%	11.0%	11.5%	12.0%
eCPM (元)		20	25	26	27	28
佣金收入	=GMV×佣金率	-	1.8	5.5	7.8	9.8
佣金率		0.0%	2.3%	2.5%	3.0%	3.2%
抖音本地生活变现率		2.1%	13.0%	12.2%	13.5%	14.2%
广告变现率		2.1%	10.6%	9.7%	10.5%	11.0%
佣金变现率		0.0%	2.3%	2.5%	3.0%	3.2%

资料来源: QuestMobile, 虎嗅商业, 晚点 LatePost, 走马财经, 安信国际预测 * 蓝色标记数字为假设值

4.5 美团到店酒旅业务财务表现

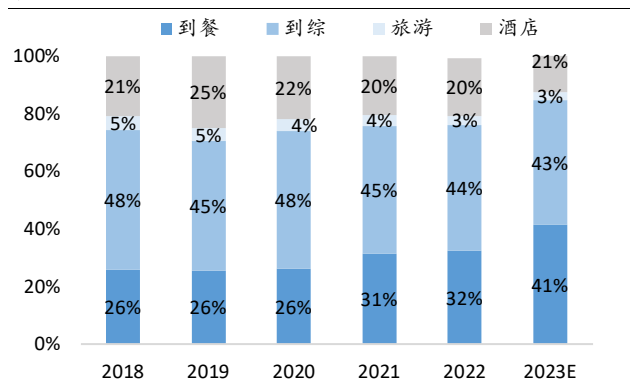
预计 2023 年美团到店酒旅收入同比增 36%至 4,300 亿元。从品类看, 到店综贡献主要收入, 主要因到店品类的佣金率更高, 商品/服务客单价较餐饮高, 商户营销投入意愿强。从变现类型看, 广告为到店酒旅业务主要收入贡献。2020 年, 美团到店酒旅广告收入超过佣金收入, 成为主要收入来源, 主要因线上经营对商户重要性提升, 及 ROI 改善带动商户投入意愿增强。2023 年 1 季度/2 季度到店酒旅 GTV 同比增 52%/120%, 强劲增长受益于商户线下经营恢复, 我们估算收入同比增 17%/61%, 收入增速慢于 GTV 增速主要因商户扶持加大, 在低线城市降低商户通门槛, 提升商户返佣力度, 预计 3、4 季度复苏态势持续, 2023 年全年到店酒旅收入同比增 36%, 对比 GTV 同比增 87%。

图表 62: 预计 2023 年到店酒旅收入同比增 36%至 4,300 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际估算

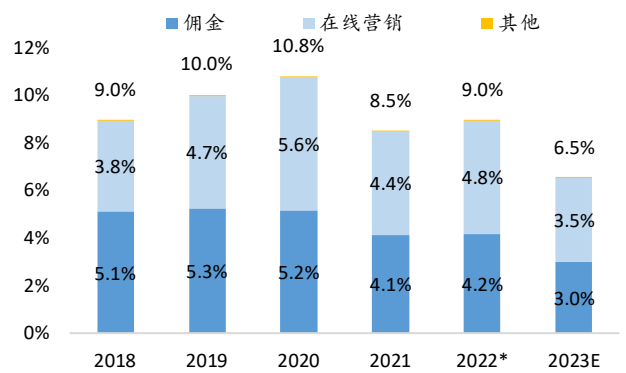
图表 63: 美团到店酒旅收入结构拆分: 估算到餐及到店综收入贡献超 80%



资料来源: 公司资料, 安信国际预估算

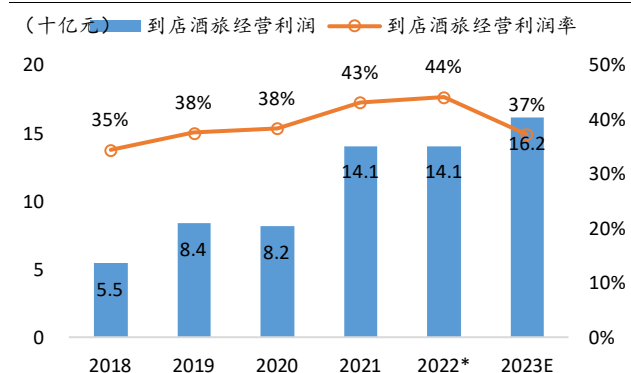
今年的战略重点为提升市占率，投入加大，经营利润率下降。2 季度美团到店酒旅经营利润率下降至 36%，对比去年同期为 43%，主要因：1) 主动战略调整，商户支持极大，满足价格敏感型消费者对深折扣单品的需求。2) 酒旅业务恢复更快，占比提升，酒旅经营利润率更低，拖累整体经营利润率。我们预计随着持续的商户投入力度，3 季度到店酒旅经营利润率环比或下降 1-3 个百分点，全年经营利润率约为 37%。

图表 64: 预计 2023 年到店酒旅变现率降至 6.5%



资料来源: 公司资料, 安信国际估算

图表 65: 预计 2023 年到店酒旅经营利润 162 亿元, 经营利润率 37%



资料来源: 公司资料, 安信国际估算

5、新业务：用户多元场景触达，具备强生态价值

新业务中 2C 业务拓展新用户，2B 业务赋能商户。美团新业务按服务对象可分为 1) 面向消费者的服务 (2C 业务)，包括美团优选、美团买菜、美团单车&电单车、美团打车等，2) 面向商户服务 (2B 业务)，包括快驴进货、餐饮管理系统、美团小贷等。2C 业务从生鲜零售、出行服务、贷款服务等生活场景切入，其中生鲜零售为万亿规模市场，成长空间大，单车/打车为高频服务场景，能带动用户使用美团 APP 频次。2B 业务从原材料采购、经营管理中台、经营资金周转等角度切入，赋能商户经营，利好提升商户在美团平台的粘性。

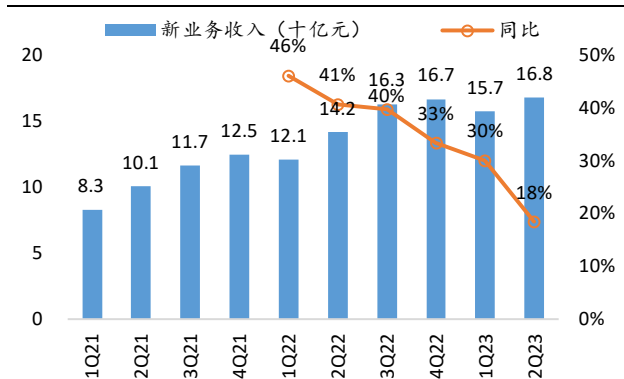
图表 66: 美团新业务矩阵涵盖生鲜电商、出行服务、小贷服务



资料来源: 公司资料, 尚普咨询, 晚点LatePost, 艾瑞咨询, 安信国际

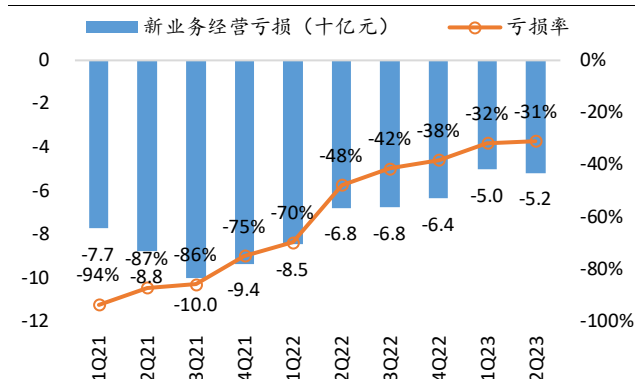
新业务收入稳健增长, 经营亏损持续收窄。2022 年, 美团新业务收入 592 亿元, 同比增 39%, 收入体量较大有美团买菜、美团优选、快驴、及美团打车, 今年 1 季度/2 季度, 新业务收入同比增 30%/18%。新业务投入注重投资回报率, 亏损呈持续收窄趋势, 2022 年新业务经营层面亏损 280 亿元, 亏损率 47%, 今年 1 季度/2 季度经营亏损为 50 亿元/52 亿元, 亏损率 32%/31%, 亏损主要来自美团优选, 因物流仓配基础设施持续投入。

图表 67: 2 季度美团新业务收入同比增 18%



资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 68: 2 季度新业务亏损 52 亿元



资料来源: 公司资料, 安信国际

5.1 美团优选：触达下沉市场高复购场景，提升商品力及配送时效

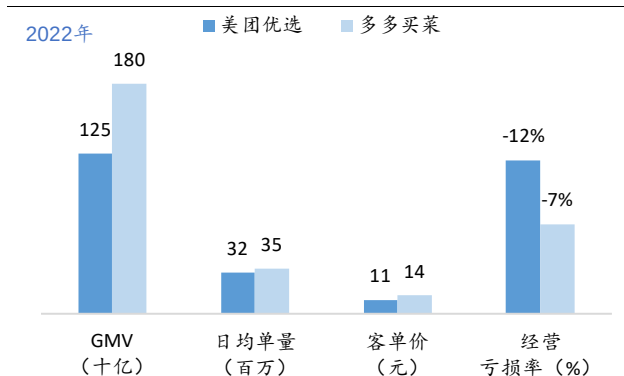
社区团购业务进入平稳发展期，美团优选及多多买菜为主要玩家。2018 年，社区团购兴起，美团、京东、滴滴等互联网平台陆续发力，经过各方资本投入及激烈竞争，2021 年行业区域理性发展，目前社区团购玩家仅剩多多买菜、美团优选、淘宝买菜。美团于 2020 年 7 月成立“优选事业部”，开始布局社区生鲜零售业务，截至今年 6 月底，美团优选覆盖 3,000 余个市县，交易用户数达 4.7 亿人，环比增长 2000 万人。据凯度数据，2 季度社区团购 GMV 维持双位数增长，行业进入平稳增长阶段。

美团优选组织架构、战略定位持续迭代。2022 年 10 月，美团优选将品牌从“社区团购”升级为“明日达超市”，据美团数据，截至 2022 年底，优选低线城市自提门店数超 110 万个，“今日下单、次日自提”模式已覆盖全国超 2,000 各市县，其中有超 50% 的自提点位于乡镇。今年 5 月，美团优选撤销大区制，将全国划为 17 个区域，给予省区负责人更大的运营决策权，商品选品的灵活性有利于更即时满足消费者需求。

目前美团优选市占率略低于多多买菜。据晚点数据，美团优先在 4Q20 至 1Q22 维持市占率第一，受益于地推网络及补贴效率，2022 年 2 季度，多多买菜单量反超美团优选，2022 年全年，多多买菜在 GMV/单量上较美团优选高 44%/9%，目前维持领先。前期美团在组织架构、区域经营权限的灵活性较竞对弱，随着组织架构调整、商品力加码、配送时效改善，单量及市场份额有望提升。

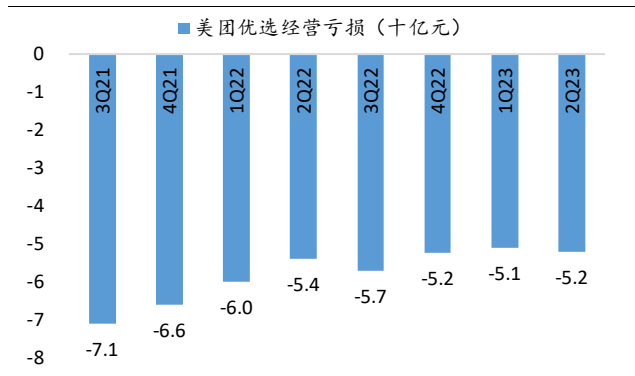
毛利转正及市占率提升为当前战略重点，美团持续提升商品力及配送时效。今年 6 月，美团优选宣布重启增长战略，在商品力、配送时效、品类丰富度上发力。履约方面，8 月 30 日，优选宣布将履约服务升级为“次日上午达”，消费者自提时间从下午 4 点提前至上午 11 点。我们认为，社区团购的参与方涉及到用户、供应商、团长和物流等多方，业务链条长，考验组织迭代、运营调整、配送能力等核心能力。从经营亏损角度看，2 季度，美团优选加大对冷链物流的投入以提升商品竞争力，亏损环比略有扩大，但我们认为优选长期减亏趋势将持续，动力来自用户数及购买频次提升带动规模效益。

图表 69: 2022 年多多买菜表现优于美团优选



资料来源: 公司资料, 晚点 LatePost, 安信国际

图表 70: 美团优选经营亏损持续收窄



资料来源: 公司资料, 晚点 LatePost, 安信国际估算

5.2 美团买菜：高线城市自营“30 分钟快送超市”，盈利预期明朗

高线城市自营“30 分钟快送超市”。美团于 2019 年初推出美团买菜，采用前置仓自营模式，核心品类为蔬菜、生鲜，并拓展至速食、肉奶、百货等，品牌在 2022 年升级为“30 分钟快送超市”，覆盖社区周边 3 公里范围用户。目前美团买菜在 9 个城市开展运营，包括北京、廊坊、上海、苏州、深圳、广州、佛山、武汉，及 10 月即将入驻的杭州，均为高线城市，与优选业务覆盖下沉市场形成差异化。据 2023 年 3 月美团买菜供应链峰会披露数据，美团买菜过去 4 年间销售额实现 50 倍增长。

拓展大仓模式。现有前置仓模式生鲜平台玩家主要包括叮咚买菜、朴朴超市、及美团买菜（按市场份额排列）。2022 年，美团买菜交易规模增超 30%，新开仓约 100 个，实现北京、上海城区全覆盖。目前的前置仓数量超 500 个，日均单量稳定在 110 万单。2022 年，美团买菜拓展大仓，新开约 100 个仓多为面积在 800 平米以上的大仓，面积增长近 1 倍，北京、上海的部分大仓单仓日单量 5000 – 6000 单，接近朴朴超市在优势地区的单量水平。

商品力持续提升。目前平台商品 SKU 达上万个，美团买菜在生鲜品类拥有超过 450 家直采供应商，在标品上合作品牌超 1000 个。据美团数据，对比线下超市，美团买菜选品效率/周转速度提升近 2 倍/3 倍。从品类结构看，美团买菜生鲜品类占比约 30%，对比朴朴超市接近，对比叮咚买为 50-60%。

基本实现毛利转正。据晚点报道，美团买菜在 2022 年实现多个月份的正毛利。横向对比生鲜电商平台，前置仓模式的叮咚买菜在 4Q22 实现净利润转正，盒马主力业态盒马鲜生宣布在 2022 年实现盈利。我们认为，商品力提升带动的复购率提升，是实现规模增长及盈利转正的关键。

5.3 快驴进货：B2B 餐饮供应链平台

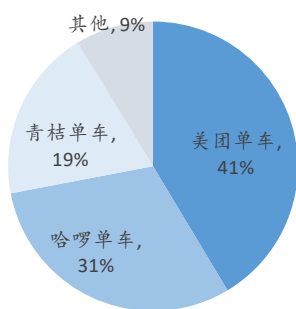
平台+自营模式的餐饮供应链服务平台。美团于 2016 年上线快驴，定位为 B2B 生鲜配送平台，为美团外卖商家提供食材、酒水饮料等的仓储、采购、配送服务，及基本的线上商品管理、财务核算功能，主要客户为中小型餐饮商家。2018 年 10 月，美团成立快驴事业部，2020 年，美团大力投入社区团购时期，缩减快驴投入，2021 年 1 季度，快驴重启增长计划，上线平台模式，由批发商/供应商负责原材料采购及加工，区域覆盖拓展至三四线城市。

可渗透行业规模为万亿元量级，市场空间大。据中国餐饮产业发展报告，食材占餐饮市场规模的约 30%，2022 年餐饮大盘为 4.4 万亿元，可计算餐饮食材整体规模约 1.3 万亿元，目前线上餐饮市场供应链的渗透率仅为低个位数，可提升空间大。快驴、美菜是 B2B 餐饮供应链市场的主要玩家，快驴于 2022 年实现盈利，市场份额今年 2 季度持续提升。

5.4 出行业务

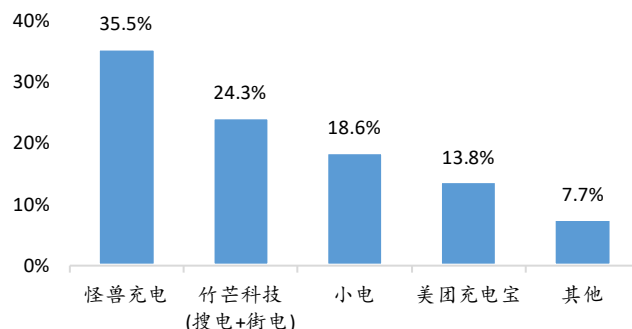
美团出行业务包括美团打车、单车、电单车、充电宝业务。1) 单车业务市占率领先，2022 年为 41%，并随着单量增长逐渐显现盈利潜力，2Q23 调整后经营利润转正。2) 共享电单车面向 3-10 公里的出行场景，高线城市发展受城市交通管理规划限制，主要拓展三四线城市。3) 美团充电宝 2022 年 GMV 超 20 亿元（艾瑞），对比市占率第一的怪兽充电为 30 亿元以上。我们认为，出行服务是具备高确定性、高频次、高复购的使用场景，在出行业务的探索，具备生态价值。

图表 71: 2022 年, 美团单车市场份额领先



资料来源: 尚普咨询, 安信国际

图表 72: 国内共享充电宝份额 (按订单量)



资料来源: Fastdata, 安信国际 * 数据为 2023 年 4 月

6、美团财务预测

预计 2022-25E 年美团总收入复合增长 23%。2022 年, 美团收入同比增 23%至 2,200 亿元, 其中核心本地商业/新业务同比增 18%/39%。我们预计美团 2022-25E 收入复合增长率为 23%, 预计到 2025 年总收入达 4,114 亿元, 其中外卖 2,111 亿元, 到店酒旅 660 亿元, 闪购 267 亿元, 新业务 1,077 亿元。外卖单量增长稳健, 我们保守估计 2025 年日单量 7,700 万单, 同时闪购、买菜业务的快速增长扩充即时配送的品类需求。到店酒旅业务 GTV 绝对值增量仍高于新进入玩家, 商户内生增长、用户交易频次提升为增长动力, 我们预计到店及到家的直播业态将在 2024 年逐步释放可观交易额、用户增长贡献。新业务中优选、买菜、快驴、单车均进入稳态期, 市场份额有望持续提升。

图表 73: 预计美团 2025 年收入 4,114 亿元, 2022-2025 年 CAGR 为 23%

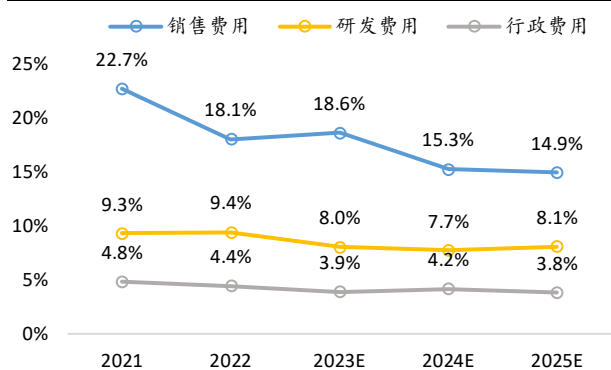
百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2022-25E CAGR	3Q22	2Q23	3Q23E
总收入	179,128	219,955	278,194	338,400	411,433	23%	62,619	67,965	76,102
同比	56%	23%	26%	22%	22%		28%	33%	22%
核心本地商业	136,645	160,759	205,959	248,248	303,735	24%	46,328	51,200	56,764
同比	52%	18%	28%	21%	22%		25%	39%	23%
1) 外卖									
日单量 (百万)	39	44	53	65	77	21%	50	53	60
GTV	702,058	826,479	1,033,812	1,264,585	1,520,308	23%	240,631	254,478	287,603
变现率	13.7%	14.2%	14.0%	13.9%	13.9%		14.0%	13.9%	13.9%
外卖收入	96,312	117,080	144,546	175,576	211,078	22%	33,667	35,489	39,907
同比	45%	22%	23%	21%	20%		27%	31%	19%
2) 到店酒旅									
到店酒旅 GTV	382,427	354,044	661,030	825,409	1,013,182	42%	115,789	157,200	220,000
变现率	8.5%	9.0%	6.5%	6.2%	6.5%		8.2%	7.2%	5.7%
到店酒旅收入	32,530	31,766	43,187	51,430	65,968	28%	9,479	11,342	12,573
同比	53%	-2%	36%	19%	28%		10%	61%	33%
3) 闪购									
日单量 (百万)	3.1	4.9	6.9	8.7	10.5	29%	4.9	6.7	6.9
GTV	86,395	140,664	196,339	241,949	303,843	29%	32,458	49,128	47,334
变现率	8.4%	8.7%	9.1%	8.8%	8.8%		9.1%	9.4%	9.1%
闪购收入	7,252	12,204	17,792	21,242	26,689	30%	2,938	4,617	4,284
同比	218%	68%	46%	19%	26%		55%	70%	46%
新业务	42,483	59,196	72,234	90,151	107,698	22%	16,291	16,765	19,338
同比	76%	39%	22%	25%	19%		40%	18%	19%
美团优选	6,326	16,462	18,540	25,292	32,340	25%	4,533	4,414	5,019
美团买菜	5,803	14,286	17,378	21,953	26,861	23%	3,091	4,004	4,489
快驴	11,914	7,935	12,581	16,847	20,241	37%	2,160	2,993	3,383
美团单车	11,343	12,657	14,856	16,397	18,164	13%	3,601	3,604	3,962
其他	31,140	46,539	57,379	73,754	89,534	24%	12,690	13,161	15,377

资料来源: 公司资料, 安信国际估算及预测 * 核心本地商业及新业务中细分业务收入及经营指标为安信国际估算

预计经营效率持续改善, 利润率虽有波动, 但长期提升趋势不变。2022 年, 美团毛利率为 28.1%, GAAP 经营亏损率 2.6%, 我们估算, 到 2025 年美团毛利率/经营利润率将提升至 38.5%/8.1%, 受益于收入的稳健增长及费用端持续提升效率。2023 年, 美团加大直播业态、商户及用户投入, 预计到店酒旅调整后经营利润率下降至 37.4%, 外卖经营利润率提升至 16.5%, 受 UE 持续改善推动。净利润层面, 预计 2023 年调整后净利润 233 亿元, 净利润

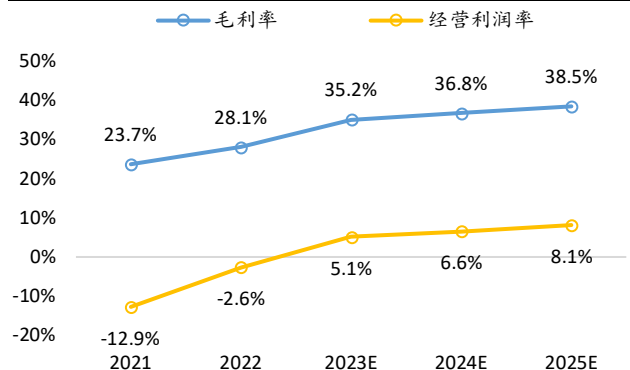
率 8.4%，预计 2025 净利润率提升至 11.2%，受益于核心本地业务竞争格局进入新的稳态期、新业务亏损收窄。

图表 74: 预计销售费用率仍有优化空间



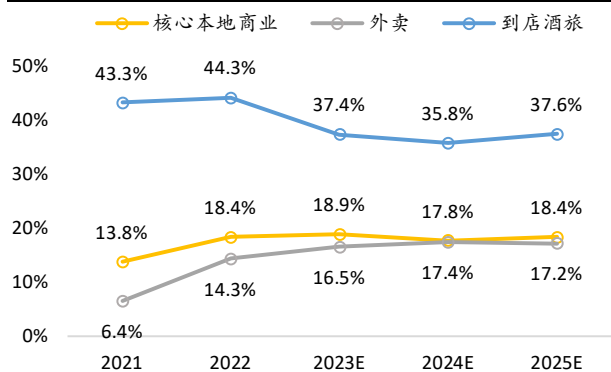
资料来源: 公司资料, 安信国际预测

图表 75: 预计毛利率及经营利润率持续改善



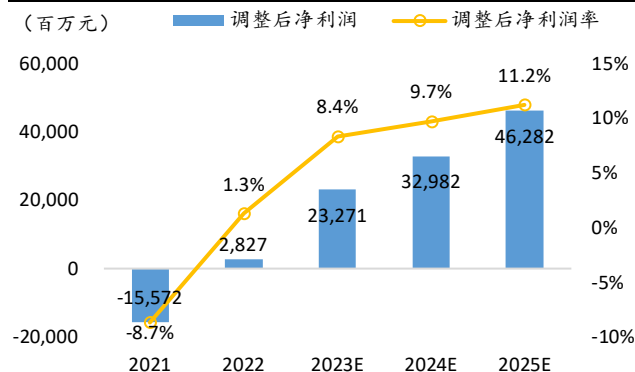
资料来源: 公司资料, 安信国际预测

图表 76: 预计核心本地商业 2025 年经调整经营利润率为 18.4%



资料来源: 公司资料, 安信国际预测 *基于调整后经营利润

图表 77: 预计 2023 年调整后净利润 233 亿元, 2025 年调整后净利润率增至 11.3%



资料来源: 公司资料, 安信国际预测 *基于调整后净利润

图表 78: 美团利润表预测

人民币, 百万元	3Q22	2Q23	3Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	62,619	67,965	76,102	179,128	219,955	278,194	338,400	411,433
同比	28%	33%	22%	56%	23%	26%	22%	22%
核心本地商业	46,328	51,200	56,764	136,645	160,759	205,959	248,248	303,735
同比	25%	39%	23%	52%	18%	28%	21%	22%
外卖	33,667	35,489	39,907	96,312	117,080	144,546	175,576	211,078
到店酒旅	9,479	11,342	12,573	32,530	31,766	43,187	51,430	65,968
闪购	2,938	4,617	4,284	7,252	12,204	17,792	21,242	26,689
新业务	16,291	16,765	19,338	42,483	59,196	72,234	90,151	107,698
同比	40%	18%	19%	76%	39%	22%	25%	19%
售货成本	-44,114	-42,567	-49,941	-136,654	-158,202	-180,407	-214,035	-252,947
毛利	18,505	25,398	26,161	42,474	61,753	97,787	124,365	158,486
毛利率	29.6%	37.4%	34.4%	24%	28%	35%	37%	39%
销售费用	-10,886	-14,553	-14,426	-40,683	-39,745	-51,836	-51,720	-61,457
研发费用	-5,414	-5,407	-5,883	-16,676	-20,740	-22,336	-26,125	-33,311
行政费用	-2,505	-2,139	-3,019	-8,613	-9,772	-10,818	-14,105	-15,751
GAAP经营利润	988	4,713	2,641	-23,127	-5,820	14,069	22,183	33,284
经营利润率	1.6%	6.9%	3.5%	-12.9%	-2.6%	5.1%	6.6%	8.1%
GAAP净利润	1,217	4,689	2,779	-23,536	-6,685	13,845	22,057	33,164
GAAP净利润率	1.9%	6.9%	3.7%	-13.1%	-3.0%	5.0%	6.5%	8.1%
Non-GAAP净利润	3,527	7,660	4,940	-15,572	2,827	23,271	32,982	46,282
调整后净利润率	5.6%	11.3%	6.5%	-8.7%	1.3%	8.4%	9.7%	11.2%

资料来源: 公司资料, 安信国际估算及预测

7、估值

首予买入评级，SOTP 目标价 202 港元。考虑到美团业务分部多元，且盈利情况不同，我们采用分部加总法（SOTP）对其估值，给予外卖业务/到店酒旅业务 30 倍/25 倍 2023 年市盈率、闪购/新业务 1 倍/0.5 倍 2023 年市销率，SOTP 目标价 202 港元，较现价有 76% 提升空间，首次覆盖，给予买入评级。

外卖业务：市占率领先，中长期有望持续提升至 75%，单量稳健增长的能见度高，增长动力来自高线城市订单密度提升，低线城市商户及用户覆盖拓展，及下午茶/宵夜等消费场景持续渗透等。外卖盈利能力仍在提升通道，预计 2023 年经调整净利润 239 亿元，UE 提升至 1.22 元。美团经营着世界范围内规模最大的外卖平台，拥有配送效率最高的外卖配送网络，我们给予外卖业务 30 倍 2023 年市盈率，估值 7,166 万元，对应目标价贡献为 123 港元。

到店酒旅业务：我们测算生活服务市场整体规模 16 万亿元，多方玩家入局，加速用户消费习惯养成及强化，推动线上渗透率提升，能容纳多个市场参与者。目前与抖音的竞争呈现边际缓和，我们估算美团：抖音核销前 GTV 中长期竞争比值 3:1，美团中长期仍为商户经营主阵地，经营利润率有望随着竞争边际缓和而好转。我们预计 2023 年到店酒旅经调整净利润 162 亿元，给予 20 倍 2023 年市盈率，估值 4,043 万元，对应目标价贡献 69 港元。

闪购：闪购业务拓展餐饮外卖之外的日用百货、3C 数码等品类的即时配送需求，单量处于高速增长阶段，广告变现率潜力大，长期 UE 水平与餐饮外卖一致，我们预计 2023 年闪购收入同比增 46% 至 178 亿元，给予 1 倍 2023 年市销率，对应目标价贡献 3 港元。

新业务：买菜及优选以不同模式覆盖不同地域用户的多元生鲜需求，快驴业务赋能餐饮商户采购经营，单车/电单车/打车业务拓展出行场景，目前买菜业务已基本实现毛利盈亏平衡，单车、快驴已实现经调整经营层面利润转正，新业务的中长期减亏趋势确定。我们预计 2023 年新业务收入 722 亿元，给予 0.5 倍 2023 年市销率估值，对应目标价贡献 6 港元。

我们认为当前美团具备“好资产+好价格”特质，我们看好美团核心本地商业的收入及盈利提升及新业务的亏损收窄，现价仅对应核心本地商业 19 倍 2023 年市盈率，估值吸引，首次覆盖，给予买入评级。

图表 79：美团估值：SOTP 目标价 202 港元，较现价有 76% 上行空间

业务分部	收入 (百万元)		经调整经营利润 (百万元)		估值倍数 (倍)		估值贡献 (百万元)	目标价贡献 (港元)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E P/E	2023E P/S		
外卖	144,546	175,576	23,887	30,523	30.0		716,616	123
到店酒旅	43,187	51,430	16,171	18,401	25.0		404,267	69
闪购	17,792	21,242	NA	NA		1.0	17,792	3
核心本地商业估值							1,138,676	196
新业务	72,234	90,151	NA	NA		0.5	36,117	6
总估值 (百万元)							1,174,793	202
汇率 (港元/人民币)							0.9328	
总估值 (百万港元)							1,259,427	
股数 (百万)							6,244	
目标价 (港元)								202

资料来源：公司资料，彭博，安信国际预测 * 股数为彭博数据，截止 2023 年 10 月 13 日

图表 80: 2023 年, 美团股价部分受到店业务竞争格局疑虑影响, 竞争呈边际缓和趋势, 静待估值修复



资料来源: 彭博, 安信国际 *数据截止 2023 年 10 月 13 日收盘

图表 81: 可比公司估值表

公司	股票代码	交易 货币	收盘价 (交易货币)	最新市值 (十亿港元)	P/E FY23E	FY24E	P/S FY23E	FY24E
互联网平台								
腾讯	700 HK	HKD	306	2,917	18.5	15.8	4.4	3.9
阿里巴巴	BABA US	USD	85	1,681	9.3	8.4	1.6	1.5
拼多多	PDD US	USD	107	1,057	23.1	18.7	4.9	3.8
平均					17.0	14.3	3.6	3.1
国内OTA								
携程	TCOM US	USD	34	171	17.4	15.3	3.6	3.1
同程旅行	780 HK	HKD	16	36	18.7	15.0	2.9	2.4
平均					18.0	15.2	3.3	2.7
海外外卖平台								
DoorDash	DASH US	USD	80	246	NA	NM	3.7	3.2
Grab	GRAB US	USD	3	106	NA	NA	5.8	4.8
Delivery Hero	HERO GR	EUR	28	62	NA	NA	0.7	0.6
Tokopedia	GOTO IJ	IDR	67	41	NA	NA	5.2	3.7
Just Eat Takeaway	TKWY NA	EUR	12	22	NA	NA	0.5	0.5
平均					NA	NA	3.6	3.1
海外OTA								
BOOKING	BKNG US	USD	3,049	851	21.0	17.8	5.1	4.6
Airbnb	ABNB US	USD	126	638	31.2	26.9	8.3	7.3
Expedia	EXPE US	USD	103	115	10.9	8.7	1.1	1.1
Tripadvisor	TRIP US	USD	16	17	16.6	11.5	1.2	1.1
平均					19.9	16.2	3.2	2.6

资料来源: 彭博, 安信国际 *数据截止 2023 年 10 月 13 日收盘

8、投资风险提示

- 1) 宏观及消费力疲弱, 影响消费者外卖、到店消费能力。线下消费及旅游复苏部分分流餐饮外卖需求, 线上线下消费再平衡仍需时间。
- 2) 到店业务竞争升级, 如陷入价格战, 将拖累到店及整体业务利润率水平。
- 3) 新业务中优选仍在商品力及配送时效上加大投入, 或拖累新业务整体减亏进度。

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	179,128	219,955	278,194	338,400	411,433	存货	682	1,163	941	1,464	1,378
营业成本	-136,654	-158,202	-180,407	-214,035	-252,947	贸易应收款	1,793	2,053	2,323	2,857	3,251
毛利润	42,474	61,753	97,787	124,365	158,486	预付款项、按金及其他资产	15,282	13,292	13,910	16,920	12,343
销售费用	-40,683	-39,745	-51,836	-51,720	-61,457	短期理财投资	84,282	91,873	82,686	80,205	72,185
研发费用	-16,676	-20,740	-22,336	-26,125	-33,311	受限制现金	13,277	14,606	13,145	11,831	10,647
管理费用	-8,613	-9,772	-10,818	-14,105	-15,751	现金及现金等价物	32,513	20,159	39,899	80,316	115,230
金融资产减值亏损	-260	-469	-683	-607	-593	流动资产合计	147,829	143,145	152,904	193,592	215,033
其他收益	630	3,152	748	-9,625	-14,089	物业、厂房及设备	22,814	22,201	21,977	23,350	28,389
营业利润	-23,127	-5,820	14,069	22,183	33,284	无形资产	31,049	30,643	30,242	30,029	29,816
财务成本净额	-585	-971	-323	-236	-209	按公允价值计量且其变动计入当期损益的其他金融投资	14,300	15,073	15,827	16,618	17,449
投资收益	146	36	129	157	160	采用权益法列账的投资	13,869	16,582	17,412	18,282	19,196
税前利润	-23,566	-6,756	13,875	22,104	33,234	其他非流动资产	10,793	16,836	18,574	20,957	23,709
所得税	30	70	-31	-47	-71	非流动资产合计	92,825	101,336	104,032	109,236	118,559
税后利润	-23,536	-6,685	13,845	22,057	33,164	总资产合计	240,653	244,481	256,936	302,827	333,593
少数股东权益	2	1	3	4	5	贸易应付款项	15,166	17,379	19,724	24,284	27,710
归母净利润	-23,538	-6,686	13,842	22,053	33,159	应付商家款项	10,951	12,432	14,243	17,416	20,012
Non-GAAP净利润	-15,572	2,827	23,271	32,982	46,282	其他应付款项及应计费用	18,401	16,655	18,932	23,289	25,915
						借款	11,565	17,562	18,440	18,625	18,811
						其他流动负债	12,510	12,401	14,238	15,217	17,421
						流动负债合计	68,593	76,430	85,576	98,830	109,869
						应付票据	30,383	33,607	34,448	35,309	36,191
						其他非流动负债	16,120	5,738	4,130	4,188	4,249
						非流动负债合计	46,504	39,345	38,578	39,497	40,440
						负债合计	115,097	115,775	124,154	138,327	150,309
						股本	311,221	316,743	306,889	316,520	302,108
						储备及其他资本项目	-185,664	-188,038	-174,107	-152,020	-118,825
						所有者权益合计	125,557	128,706	132,782	164,500	183,283
						负债及权益合计	240,653	244,481	256,936	302,827	333,593

主要财务比率						现金流量简表					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
P/E(x)*	-26.9	NA	27.2	19.2	13.7	税前利润	-23,566	-6,756	13,875	22,104	33,234
P/B(x)	5.0	4.9	4.8	3.8	3.5	财务费用	-620	-1,162	-1,107	-1,043	-1,041
Dividend yield(%)	NA	NA	NA	NA	NA	折旧及摊销	8,928	9,730	8,571	9,109	11,077
Gross margin(%)	24%	28%	35%	37%	39%	所得税	-255	-247	-2,775	-4,421	-6,647
Net margin(%)	-13%	-3%	5%	7%	8%	营运资金变动	7,209	-813	5,325	11,729	2,300
SG&A/sales(%)	37%	32%	31%	27%	27%	经营活动现金流	-4,011	11,411	34,784	49,659	53,337
Effective tax rate(%)	14%	22%	22%	15%	15%	投资活动现金流	-58,492	-14,714	-10,150	-4,975	-14,114
ROE(%)	-19%	-5%	10%	13%	18%	融资活动现金流	78,598	-9,990	-2,894	-2,268	-2,308
ROA(%)	-10%	-3%	5%	7%	10%	期初现金	17,094	32,513	20,159	39,899	80,316
Asset to equity ratio	192%	190%	194%	184%	182%	期末现金	32,513	20,159	39,899	80,316	115,230

数据来源：公司公告、安信国际预测 * P/E 计算基于调整后净利润

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010