

美团 - W(03690)

报告日期: 2023年10月19日

竞争格局改善, 美团主动出击, 预期边际反转

——美团深度报告

投资要点

- 有别于市场:** 市场认为在流量增速中枢下降以及抖音本地生活的竞争, 美团长期价值将受损, 股价持续回调。我们认为竞争已经边际趋缓, 美团以守为攻, 通过降佣、开设直播、组织架构调整等多方面抢占份额。长期来看美团沉淀的商户资源、用户心智壁垒依然保证本地生活龙头地位。美团和抖音在平台属性和模式上具备差异化特征, 在商户侧和用户侧存在部分错位竞争, 依托本地生活渗透率低、行业持续边际扩容的特点, 二者良性竞合有望共享行业增长红利, 共创增量。
- 高筑墙、广积粮, 本地生活龙头再出发**
短视频平台入局, 美团躬身加码直播以攻为守。 抖音等短视频、直播平台加码本地生活, 在内容、场景、消费上突破传统图文形式, 带来更多维、立体的产品呈现, 叠加流量优势, 带来本地行业冲击; 7月中旬, 美团 App 首页直播入口正式上线, 立足本地生活出发点, 以直播短视频方式引流获客, 新打法或可破局。
多项扶持举措齐发力, 吸纳优质商家再铸坚实壁垒。 美团通过实施降佣、返佣、帮扶等多种激励措施有望加大美团平台吸引力, 提高商户长期留存意愿, 促进优质商家资源沉淀, 合力创增长。
骑手降本成效显著, 到家业务盈利能力改善。 骑手成本下降有望继续超预期, 驱动到家业务盈利能力持续改善。骑手成本下降主要受益于: 1) 骑手供应充沛; 2) 骑手单均配送时长缩短; 3) 美团“薪动力”模式推出。
- 闪购保持高增长势头, 消费者“万物到家”心智持续强化。** 未来供给端有望持续受益于: 1) 拓展品类供给; 2) 开展大促等活动持续赋能商家; 3) 首月免佣政策推出, 对新商家吸引力上升; 4) 持续布局闪电仓, 数字化助力商家降本增效。未来用户端的增量有望来源于: 1) 年轻消费群体渗透率提升; 2) 用户的“闪烁性”需求; 3) 送达及时心意的需求; 4) 商品组合和服务提升客单价。

盈利预测与估值

预计公司 2023/2024/2025 分别实现收入 2800.63/3492.31/4129.40 亿元, 同比 +27.33%/+24.70%/+18.24%, 归母净利润 158.00/335.58/452.90 亿元, 同比扭亏/+112.40%/+34.96%。看好公司的长期成长性和在平台、商户、用户侧的深度壁垒, 短期格局优化和成本改善共振, 维持“买入”评级。

风险提示

政策变化; 企业战略决策方向调整; 新业态和本地生活服务的解决方案出现

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	219955	280063	349231	412940
(+/-) (%)	22.79%	27.33%	24.70%	18.24%
归母净利润	-6686	15800	33558	45290
(+/-) (%)	/	/	112.40%	34.96%
每股收益(元)	-1.09	2.53	5.37	7.25
P/E	-92.90	40.02	18.84	13.96

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 宁浮洁
执业证书号: S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$110.40
总市值(百万港元)	689,352.31
总股本(百万股)	6,244.13

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023/2024/2025 分别实现收入 2800.63/3492.31/4129.40 亿元，同比 +27.33%/+24.70%/+18.24%，归母净利润 158.00/335.58/452.90 亿元，同比扭亏/+112.40%/+34.96%，对应 PE 40X/19X/14X。看好公司的长期成长性和在平台、商户、用户侧的深度壁垒，短期格局优化和成本改善共振，维持“买入”评级。

● 关键假设

2023 年本地生活竞争趋缓，美团顺势提升竞争优先级，叠加低基数效应，预计公司竞争力将更加稳固，核心本地商业价减驱动量增。

预计 2023 年到店酒旅 GTV 同增 100%，受降佣影响货币化率略有下滑，酒旅货币化率由 2022 年 10.7% 下降到 8%，整体到店酒旅收入增速在 45% 左右；外卖 GTV 同增 21%，闪购 GTV 同增 50%。

新业务上，公司一方面将进一步加大社区团购、即时零售的投入，另一方面，对增速一阶导下降的新业务重心调整以减亏为战略重点，更偏防守，预计 2024 年单车、打车、快驴等业务扭亏可能性较大。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为面对抖音本地生活的竞争，美团长期价值将受损，我们认为美团依托长期沉淀的商户资源、用户心智壁垒依然占据本地生活龙头地位，未来美团和抖音有望通过差异化竞争共享行业增长红利。

美团和抖音在平台属性和模式上具备差异化特征，在商户侧和用户侧存在部分错位竞争，主要体现在：

1) 商户侧：美团布局多线城市，中尾部商户是美团的底盘，适合商家长效经营；抖音依托流量优势适合商家前期引流起量、新店宣传、持续曝光种草等场景，能够驱动本地生活大盘扩容。

2) 用户侧：美团已具备强用户心智和已养成用户找店习惯，能够帮助用户做出快速、精准找店的消费决策；抖音主要满足消费者随机性场景化的需求。

依托本地生活渗透率低、行业持续边际扩容的特点，二者差异化竞争有望共享行业增长红利，共创增量。

● 股价上涨的催化因素

布局直播短视频推高转化率，特价促销打造爆品，降佣、返佣、帮扶等多种激励措施吸纳优质商户，驱动收入超预期；骑手成本持续下行，到家业务盈利能力改善；闪购保持高增长势头，打开营收和盈利空间。

● 风险提示

政策变化；企业战略决策方向调整；新业态和本地生活服务的解决方案出现

正文目录

1 高筑墙、广积粮，本地生活龙头再出发	5
1.1 美团生活服务发展——千团大战洗出龙头，深潜多层次矩阵	5
1.2 短视频等新业态带来冲击，美团加码直播以攻为守	5
1.3 多项扶持举措齐发力，吸纳优质商家再铸坚实壁垒	7
1.4 骑手降本成效显著，到家业务盈利能力改善	9
1.5 闪购保持高增长势头，消费者“万物到家”心智持续强化	9
2 本地生活行业边际扩容，多边玩家差异化竞争	11
2.1 本地生活步入发展数字化、全渠道新阶段	11
2.2 需求供给侧动力强大，行业未来发展空间广阔	11
2.2.1 需求侧：居民消费水平提高，本地服务偏好程度加深	11
2.2.2 供给端：服务业发展态势蓬勃，本地生活市场规模庞大	12
2.3 垂类竞相跨业布局本地生活，差异化打法有望促成边际扩容	12
3 美团 VS 抖音：美团壁垒坚固，差异化竞争共享行业红利	14
3.1 平台侧：美团定位交易平台属性，飞轮效应驱动持续迭代	14
3.2 商户侧：美团 BD 成熟+庞大布局+服务领军，深挖护城河	14
3.2.1 商户壁垒：成熟 BD+数据禀赋助力壁垒形成	14
3.2.2 商户规模：美团成功布局多线市场，合作商家数远超抖音	15
3.2.3 商户特点：美团覆盖大中小全品类商家，影响力广泛	15
3.3 用户侧：美团交易用户规模庞大，用户心智壁垒高铸	16
3.3.1 用户规模：美团总体流量不及抖音，交易用户规模仍占据优势	16
3.3.2 用户心智：美团点评已形成的用户心智抖音短期难以超越	18
3.3.3 用户习惯：美团用户消费决策习惯已养成，核销确定性强	19
4 盈利预测和投资建议	21
5 风险提示	22

图表目录

图 1: 美团生活服务发展历程一览.....	5
图 2: 抖音本地生活生态体系.....	6
图 3: 美团在 APP 首页上线直播入口.....	6
图 4: 美团直播+货架销售联动模式.....	7
图 5: 美团外卖直播间商品券核销与外卖核销打通.....	7
图 6: BETTER 外卖经营体系下美团赋能商家的工具.....	8
图 7: 美团核心本地商业经营利润率和配送成本率.....	9
图 8: 美团骑手人数逐年上升.....	9
图 9: 美团闪购“618 超级门店购物节”战报.....	10
图 10: 居民收入和消费水平不断提高 (2003-2022).....	11
图 11: 选择在距家 3 公里范围内进行休闲活动的居民占比.....	11
图 12: 第三产业对 GDP 贡献占比一直居于高位 (2013-2022).....	12
图 13: 本地生活服务行业市场规模及预测 (2014-2021).....	12
图 14: 2020 年生活服务业部分细分行业在线化率.....	12
图 15: 2019 年餐饮行业线上业务普及率.....	12
图 16: 本地生活服务行业竞争格局.....	13
图 17: 2023 年 4 月本地生活细分行业活跃用户规模及全网渗透率.....	13
图 18: 2023 年 4 月本地生活主要平台 APP 与美团用户重合情况.....	13
图 19: 2023 年 4 月本地生活综合服务 APP 用户画像 (按年龄).....	13
图 20: 2023 年 4 月本地生活综合服务 APP 用户画像 (按城市).....	13
图 21: 美团 BD 团队建设历程.....	15
图 22: 抖音导航页各省份地级市覆盖情况.....	15
图 23: 美团活跃商家数及 YOY.....	15
图 24: 美团和抖音商家画像对比.....	16
图 25: 美团生活服务四大板块.....	16
图 26: 美团及抖音 MAU 对比.....	17
图 27: 抖音在用户流量价值排名中位列第三 (2023 年 6 月).....	17
图 28: 短视频行业和本地生活行业重合率上升.....	17
图 29: 美团年度交易用户数目及增速.....	18
图 30: 美团每位用户平均每年交易笔数及增速.....	18
图 31: 美团到店餐饮各功能使用频率居于高位 (2018.08).....	18
图 32: 优惠活动是影响消费者决策的最主要因素.....	18
图 33: 评价体系的良性循环流程.....	20
图 34: 美团评价体系完善程度优于抖音.....	20
表 1: 抖音及美团平台佣金率对比.....	8
表 2: 抖音和美团本地生活平台对比.....	14
表 3: 抖音服务商与美团、抖音官方与美团团购套餐折扣对比.....	19
表 4: 抖音与美团在本地生活购买环节对比.....	20
表 5: 美团盈利预测.....	21
表 6: 可比公司估值表.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 高筑墙、广积粮，本地生活龙头再出发

1.1 美团生活服务发展——千团大战洗出龙头，深潜多层次矩阵

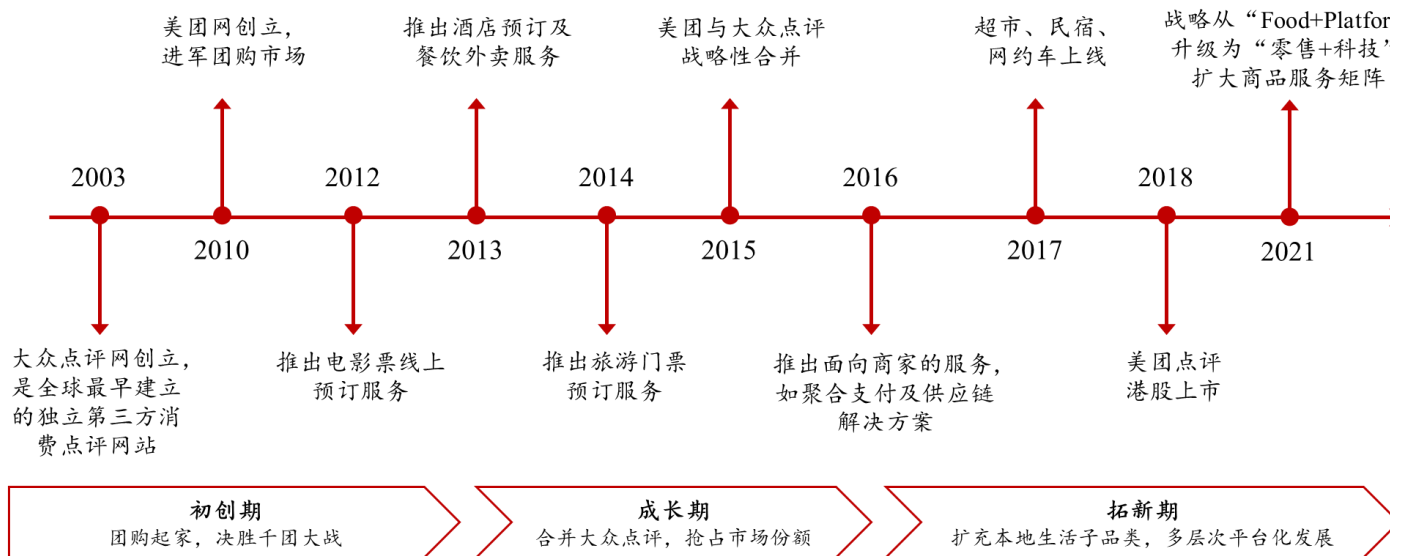
美团以团购业务起家。美团从 2010 年开始布局本地生活服务行业，至今已发展十余年，复盘其成长路径可大致分为 3 个阶段：

第一阶段（2010 年-2013 年）为初创期，美团在千团大战中杀出重围，初步奠定生活服务行业龙头地位。从 2011 年到 2013 年，团购市场的半年度复合增长率为 44.9%，助力本地生活服务行业蓬勃发展。根据团购导航网站团 800，2011 年 8 月团建网站达到高峰 5058 家，百家争鸣、行业洗牌加速，2014 年上半年，团购网站数量锐减至 176 家，相比 11 年 8 月高峰时存活率仅为 3.5%。2013 年，以美团（16.69%）为首的前十强团购网站占据总市场份额的 42%。

第二阶段（2013 年-2016 年）为成长期，公司餐饮外卖+酒店+到店为主的业务格局逐渐成形，与大众点评战略性交易进一步提升服务品质。2015 年，公司与大众点评达成战略性交易，大众点评平台的核心是由用户高度参与的 UGC 社区，贡献大量真实、透明、详尽的深度评论、商家信息、评级建议等，助力美团深挖护城河，服务提质增效。

第三阶段（2016 年至今）为拓新时期，公司积极拓展本地生活子类目，扩大商品服务矩阵。公司积极探索本地服务新业务，先后入局超市、民宿、网约车、共享单车、充电宝、闪购等新兴子类目，版图不断扩展。2021 年，公司战略从“Food + Platform”向“零售+科技”迭代升级，旨在持续创新并利用科技为消费者提供更多元、更高质量的服务组合。

图1：美团生活服务发展历程一览



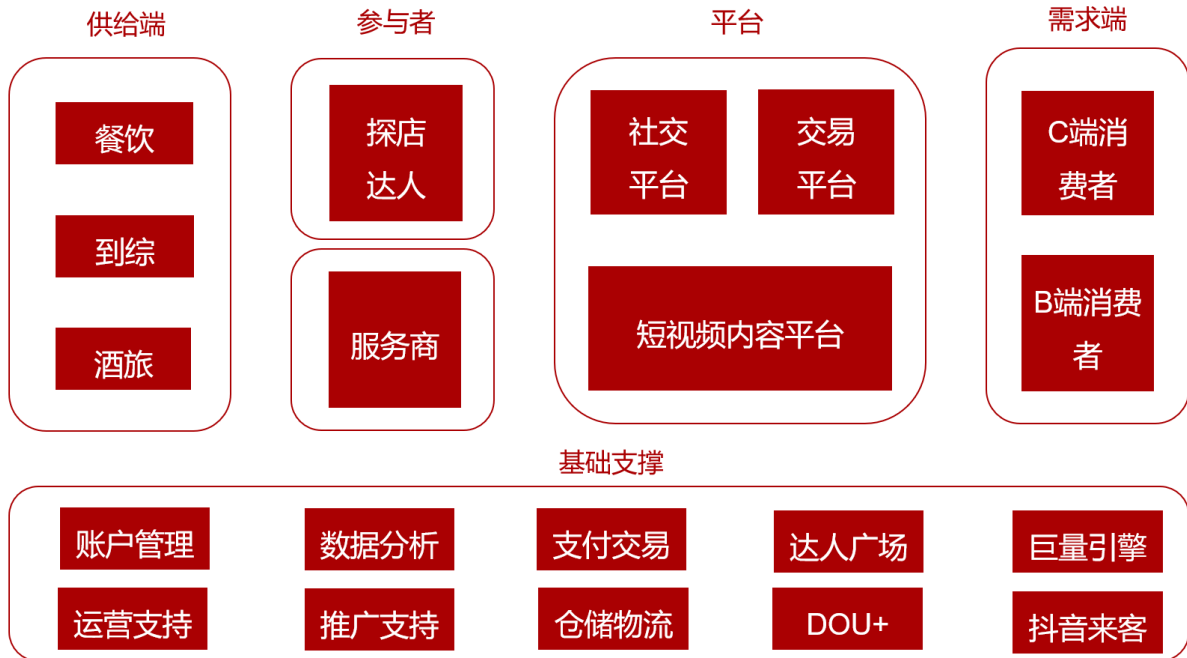
资料来源：美团招股说明书，美团财报，浙商证券研究所

1.2 短视频等新业态带来冲击，美团加码直播以攻为守

短视频平台加码本地生活，流量优势冲击不容小觑。抖音本地生活服务的生态体系可以分为五大部分，分别是供给端，探店达人和服务商组成的重要参与者，平台方，需求端以及基础支撑。而五大部分构成的生态体系利用短视频和直播内容、社交网络搭建起的全

新传播体系，在内容、场景、消费上做出相较于传统图文形式的重大突破，为用户带来了更加多维、立体的产品呈现，叠加抖音平台自身的巨大流量优势以及精准推送的算法，实现了从“引流”到“种草”再到“拔草”的完美闭环。

图2：抖音本地生活生态体系



资料来源：《圣湖服务商家抖音经营指南》，巨量学官网，36氪，浙商证券研究所

美团躬身入局加码内容化，上线直播短视频新打法。7月中旬，美团 App 首页上线直播入口，内容、流量和运营等领域。当前，美团直播主要以平台直播为主，商家自播为辅，目前美团直播间包含美团旅行、团购、神枪手、美团买菜、美团买药等。以抖音、快手为代表的短视频平台更多是以直播、短视频为出发点，进而衍生出本地生活服务；而美团则更多以本地生活为出发点，以直播、短视频方式进行营销推广、引流获客，站在 C 端消费者角度，美团直播顺应其决策需求，能够更直观地了解附近门店及商品，直播、短视频等内容化手段成为基础建设。

图3：美团在 APP 首页上线直播入口



资料来源：美团 APP，浙商证券研究所

附近商户+附近用户，本地基因推高转化率、核销率。伴随服务行业线上化率提高，本地商家亟需成本更低、效率更高的获客渠道。相比电商零售，生活服务的地域性更强、分散程度更高，重视流量精准推送和实际成交。全国性品牌可以广撒网，本地门店往往只能针对附近 3-5 公里做有限宣传，基于 LBS、交易心智强、精准辐射附近用户的本地零售平台则对他们是直播效率最高的。另一方面，观看美团直播间的附近用户拥有消费意愿高、消费确定性高，直播的新型演绎具备“所见即所得”的特征，更易建立本地消费者信任；丰富的履约服务保障体系，又提高了用户的核销意愿。根据电商头条，美团本地商家直播的订单平均转化率超过 30-40%，而这些订单最终转化为门店销量的核销率超过了 90%。

即时属性打造内容差异化，特价促销释放爆品协同。美团拥有即时零售的属性，直播间卖货、骑手即时送达，能够在内容化赛道打出差异。5月18日，美团神券节外卖直播第二次试水，超 500 万消费者同时在线观看，茶百道整体交易额破亿；奈雪的茶订单周同比增长 173%，品牌新客周同比增长 249%。将商品券核销和货架销售打通后，叠加完整的交付体系，美团有望率先实现大众畅想的“即看即点即达”。此外，今年 3 月，美团外卖推出全新爆品营销工具“神抢手”进行试点，4 月跟进打造“神券节”直播间以及“神仙价到”深折优惠，诞生“单场直播奶茶破百万杯”等多个促销爆款。

图4：美团直播+货架销售联动模式

图5：美团外卖直播间商品券核销与外卖核销打通

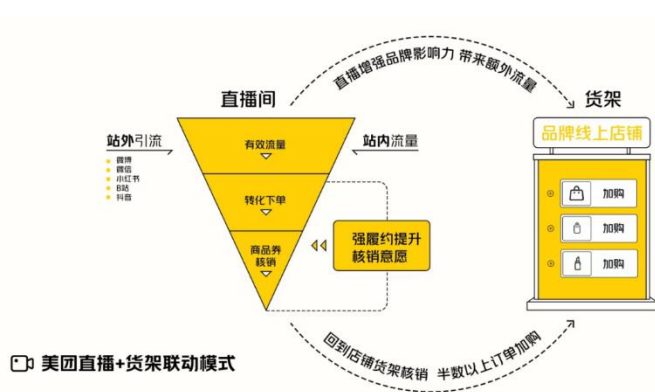


图4：美团直播+货架联动模式



图5：美团外卖直播间商品券核销与外卖核销打通

资料来源：豹变，浙商证券研究所

1.3 多项扶持举措齐发力，吸纳优质商家再铸坚实壁垒

美团通过降佣、返佣等多种激励措施拉拢优质商家资源。从佣金收入来看，美团到店佣金费率在 4%-10% 左右，外卖佣金费率在 8.0%-20.0% 左右。为了应对抖音低佣金率的冲击和稳固美团本地生活自身的护城河，美团今年 2 月开始降低商家在平台的佣金率，将部分餐饮商家的扣点从 8%（代金券为 10%）降至 4%。部分核心商户在美团产生的交易额达到一定量级后，平台还会进行返佣。在抖音今年 2 月提高佣金费率、商户在抖音推广成本上升等情况下，美团通过实施降佣、返佣等多种激励措施有望加大美团平台吸引力，拉拢优质商户资源。

表1: 抖音及美团平台佣金率对比

	类目	美团	抖音本地
团购 (到店)	游玩		5.3%
	美食		2.5% (平均)
	其他		4.3% (平均)
	亲子		4.0% (平均)
	休闲娱乐	约 5-7%	4.2% (平均)
	住宿		5.0% (平均)
	丽人		7.0% (平均)
	教育培训		5.0%
	结婚		10.0%
外卖 (到家)		10.0%-20.0%	-

资料来源: 巨量, 抖音开放平台, 云外卖, 外卖玩家, 浙商证券研究所

多举措扶持商户，合力创增长。随着商家新开店的意愿逐渐回升，美团今年推出了一套针对新开店铺的扶持与营销方案，并以流量扶持、线上店铺改造等专业有效的手段助力新店成长。以上海为例，2023年一季度上海地区美团平台上新开的特色小店数量超过3万家，3月新开店铺数环比增长43%，小店线上订单量环比增长25%。2023年4月美团外卖推出全新的以人群洞察为核心的“BETTER”外卖经营模型，帮助商户找到在寻找潜客、转化新客、促进复购、获得增量等关键阶段所对应的经营痛点以及运营抓手，通过精细化运营策略做大订单规模和沉淀客群资产，实现长效经营。多项帮扶商家举措的推出将帮助商家降本增收，提高经营效率，有望提高商户长期留存意愿，促进优质商家资源沉淀。

图6: BETTER 外卖经营体系下美团赋能商家的工具

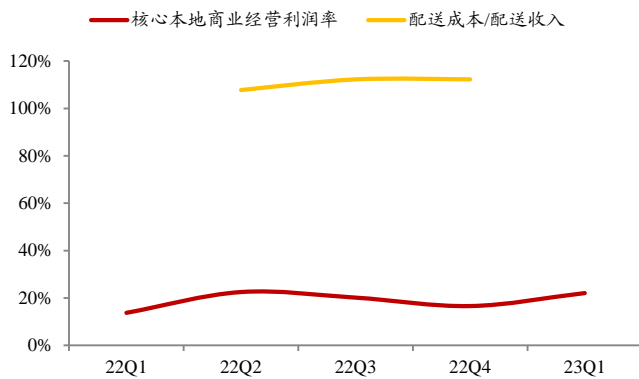


资料来源: 《BETTER 外卖经营体系白皮书》，浙商证券研究所

1.4 骑手降本成效显著，到家业务盈利能力改善

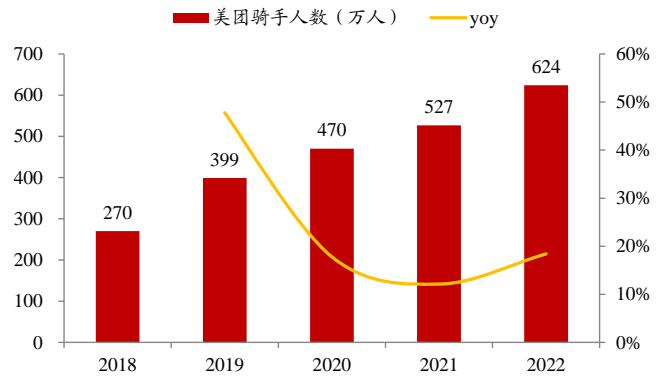
骑手降本成效显著，到家业务盈利能力改善。2023年一季度美团核心本地商业经营利润率达22.02%，环比+5.43pc，骑手成本下降有望继续超预期，驱动到家业务盈利能力持续改善。骑手成本下降主要受益于：**1) 骑手供应充沛：**美团骑手人数呈逐年上升趋势，2023年初美团在北京新放出50万个岗位光速饱和，骑手供应持续充足，单均配送成本有望同比下降。**2) 骑手单均配送时长缩短：**根据《2022年美团骑手权益保障社会责任报告》，美团通过实施向骑手推送送餐提醒、推荐“建议到店时间”、人单智能调度、优化路线规划等举措，使重点运营的商家订单中骑手单均送餐时长同比下降18%，从而有效缩短骑手单均配送时长，提升配送效率，进而有效降低配送成本。**3) 美团“薪动力”模式推出：**2023年4月美团上线“薪动力”模式，从原来的按单量阶梯制度改为按服务星级和工龄制度，预计能够进一步留存优质骑手，提升履约率和配送速度，从而降低配送成本。

图7：美团核心本地商业经营利润率和配送成本率



资料来源：美团财报，浙商证券研究所

图8：美团骑手人数逐年上升



资料来源：美团企业社会责任报告，浙商证券研究所

1.5 闪购保持高增长势头，消费者“万物到家”心智持续强化

供给端，活跃商家数持续增长，品类供给丰富度提升。2023年第一季度活跃商家数同比增长超过30%，来自新供给形态的订单占比显著增加，非食专卖店、酒饮及鲜花等品类保持高速增长。未来供给端有望持续受益于：

1) 与更多品牌开展合作，拓展品类供给：2023年以来美团闪购陆续和联想、小天才、玩具反斗城、酷乐潮玩、巴拉巴拉等品牌达成合作，依托即时零售线上线下深度融合的业态优势，有望进一步开拓更多商家品类，实现品类多元化发展。

2) 开展大促等活动持续赋能商家：今年以来美团闪购陆续开展“神价日”、“618超级门店购物节”、“冰品节”等营销大促活动，发挥平台的流量、营销、场景等优势为商家带去更多流量、销量和增量，同时提高消费者对平台的粘性，实现双向赋能。

3) 首月免佣政策推出，对新商家吸引力上升：为吸纳水果商家入驻及成交，闪购在上海、北京等15座城市针对水果商家推行首月免佣政策，持续时间为7月1日至9月底的三个月，预计将带动水果品类商家扩容，叠加夏季水果需求上升，水果品类订单有望保持高速增长。

4) 持续布局闪电仓，数字化助力商家降本增效：依托美团大数据精准选址选品，美团闪电仓可以实现低成本快速开仓，并借助2022年11月上线的数字化中台牵牛花系统，

围绕线上经营进行全流程的高度数字化改造和精细化管理，促进订单提升、门店扩张和经营提效。截至今年4月，美团闪电仓已覆盖190+座城市，合作商家数突破1000家，开店数突破3000家，今年有望达到4000家，实现高速增长。

图9：美团闪购“618超级门店购物节”战报



资料来源：美团闪购商家中心，浙商证券研究所

用户端，消费者“即想即买即得”的消费习惯逐步养成，用户需求具备扩展空间。受交易用户数及交易频次双增长的驱动，2023年第一季度闪购订单量同比增长约35%，消费者“万物到家”的心智得到进一步巩固。未来用户端的增量有望来源于：

1) **年轻消费群体渗透率提升**：年轻消费群体具备从餐饮外卖延伸到外卖买万物的消费习惯，根据美团闪购营销负责人，深圳学生群体闪购的渗透率达到30%。美团闪购将于今年8月启动七夕情人节促销以及开学季促销，以年轻用户和学生群体为主要受众，进一步拓展年轻消费群体。

2) **用户的“闪烁性”需求**：具体而言可以分为两种，第一种为消费者应急性需求，比如在外出差旅游需要购买商品等场景，第二种为消费者“非满足即消失”需求，比如凌晨想吃宵夜等场景，闪购“万物到家”的特性使得这些需求能够及时转化为购买力和订单，随着用户消费习惯的逐步养成，预计能带来较大增量。

3) **送达及时心意需求**：美团闪购平台数据显示，有20%订单的对象，既非本人也不在用户常驻地，很多订单来自于对亲朋好友的关爱，比如520情侣间赠礼、子女为异地父母下单生活用品等场景。

4) **商品组合和服务提升客单价**：抓住用户当下使用场景的痛点和需求能够提供更多的增值服务和商品组合，且闪购具备部分非计划性的特质，用户在浏览过程中普遍会多买产品，进一步促使客单价提升。

2 本地生活行业边际扩容，多边玩家差异化竞争

2.1 本地生活步入发展数字化、全渠道新阶段

根据易观分析，本地生活服务已经进入了 3.0 阶段的新阶段。基于数字化进程，本地生活服务行业不断发展出新业态，未来将面临更广阔的发展空间：

1.0 阶段（2003 年-2013 年）：主要是到店业务丰盛发展，餐饮，休闲娱乐，电影，结婚亲子等服务品类不断线上化扩展，2010 年开始“千团大战”，市场参与者众多，竞争激烈，促进了本地生活行业的发展。

2.0 阶段（2013 年-2017 年）：本地生活服务出现零售化趋势，到家业务发展迅速，上门服务与餐饮外卖业务火热。“千团大战”竞争局面结束，美团杀出重围，逐步建立行业龙头地位。

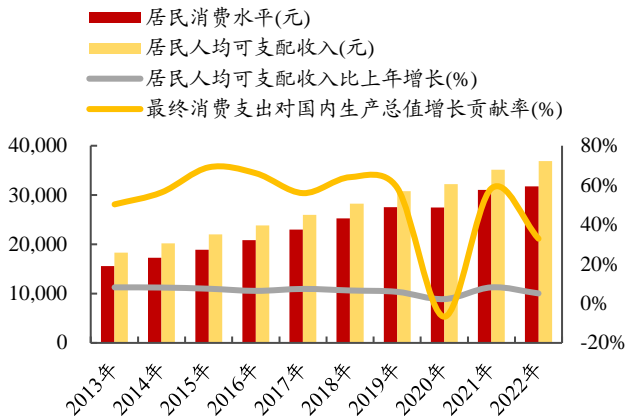
3.0 阶段（2017 年至今）：本地生活场景不断数字化，线上线下全渠道建立，即时零售兴起，更多新零售场景搭建，本地生活服务面临着更广阔的发展空间。

2.2 需求供给侧动力强大，行业未来发展空间广阔

2.2.1 需求侧：居民消费水平提高，本地服务偏好程度加深

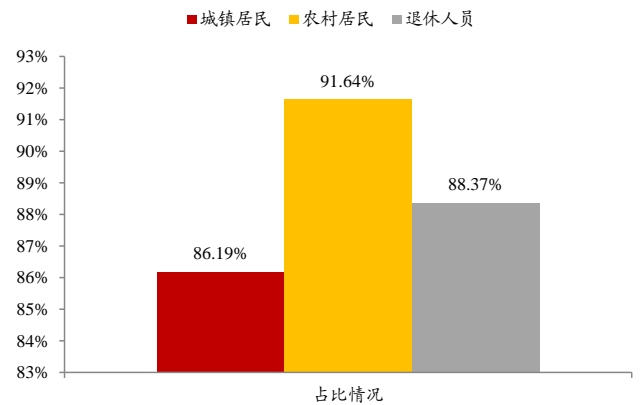
居民的收入水平和消费水平不断提高，对本地生活服务行业支出也相应增加。2022 年居民人均可支配收入达到了 36883 元，居民消费水平为 31717 元，相较于 2013 年，居民人均可支配收入及消费水平分别为 18311 元和 15586 元，CAGR 分别为 8.09%、8.21%。2022 年最终消费支出对国内生产总值增长贡献率达 32.80%，在三大需求对 GDP 的贡献中占据重要地位。

图10：居民收入和消费水平不断提高（2003-2022）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图11：选择在距家3公里范围内进行休闲活动的居民占比



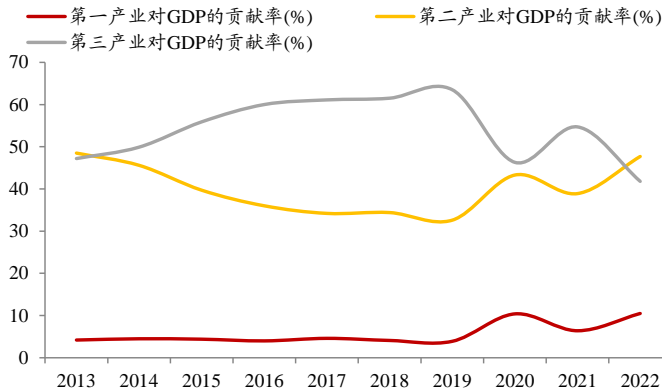
资料来源：《中国休闲发展年度报告（2022-2023）》，浙商证券研究所

居民休闲活动本地化进程化态势明显，且更加偏好本地消费。根据中国旅游研究院发布的《中国休闲发展年度报告（2022-2023）》来看，2022 年选择在距家 3 公里范围内进行休闲活动的居民占据多数，均超过了 86%，其他选择居家休闲，3 公里以上休闲活动的居民占据少数。

2.2.2 供给端：服务业发展态势蓬勃，本地生活市场规模庞大

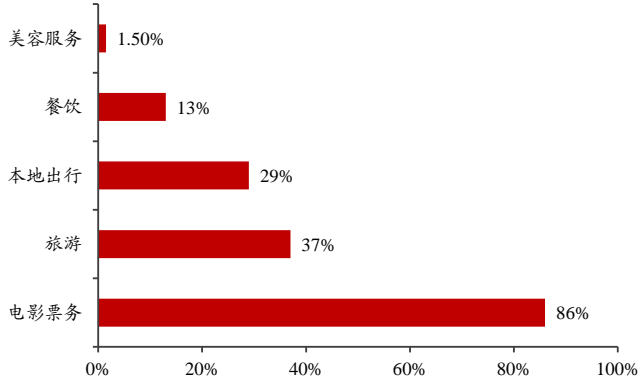
本地生活行业市场规模庞大，餐饮线上化率低，蕴含磅礴生机。根据前瞻产业研究院数据统计，2021年互联网本地生活行业市场规模达到了26179.2亿元，预计2025年将达到4万亿元的市场规模。本地生活行业各细分领域线上化率差异较大，其中电影票务线上化率最高，达到了86%；2020年美容服务线上化率最低，为1.5%，但预计2025年可提升到9.6%；2020年餐饮行业线上化率也较低，为13%。2019年餐饮行业线上业务中，外卖线上化率较高，而团购线上化率较低仅为17.6%。

图12：第三产业对GDP贡献占比一直居于高位（2013-2022）



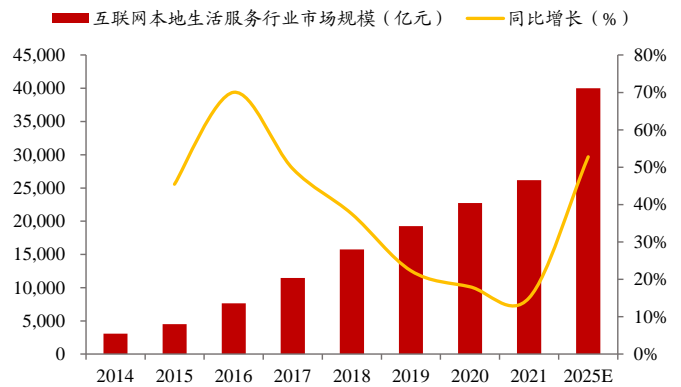
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图14：2020年生活服务业部分细分行业在线化率



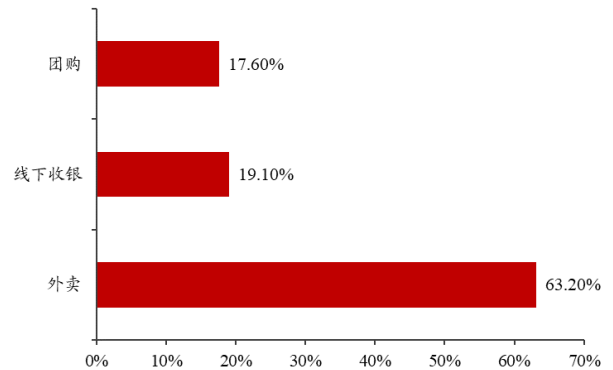
资料来源：《中国生活服务业数字化发展报告（2020年）》，浙商证券研究所

图13：本地生活服务行业市场规模及预测（2014-2021）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图15：2019年餐饮行业线上业务普及率



资料来源：《“餐饮老字号”数字化发展报告（2020）》，浙商证券研究所

2.3 垂类竞相跨业布局本地生活，差异化打法有望促成边际扩容

本地生活服务行业呈现多方位竞争格局。除了本地生活龙头——美团，近几年出现更多行业跨业布局本地生活服务领域，呈现多方竞争格局。包括地图导航、在线旅游、综合电商和短视频等领域企业利用自身业务优势在本地生活领域开辟新土壤。

跨界玩家布局动作频频，竞争露出差异化底色。与原本平台属性强相关，各企业在布局本地生活行业时呈现差异化手段、战略。抖音先是于2018年9月推出POI，在视频内门店显示具体地理位置，这也是抖音同城生活的流量入口；2020年7月，抖音正式发力本地生活，先后上线了“门票预订”、“酒店预订”、团购等功能。2021年7月，阿里宣布飞猪、高德、饿了么组成“飞高了”生活服务板块，此外，高德在到店和到家之外，开发“在途”场景，与星巴克联合上线“啡快·沿街取”服务，通过洞察用户痛点，开创新场景。

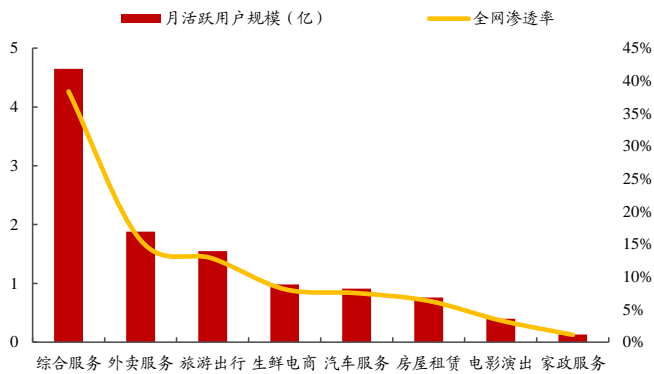
图16: 本地生活服务行业竞争格局



资料来源: QUESTMOBILE, 浙商证券研究所

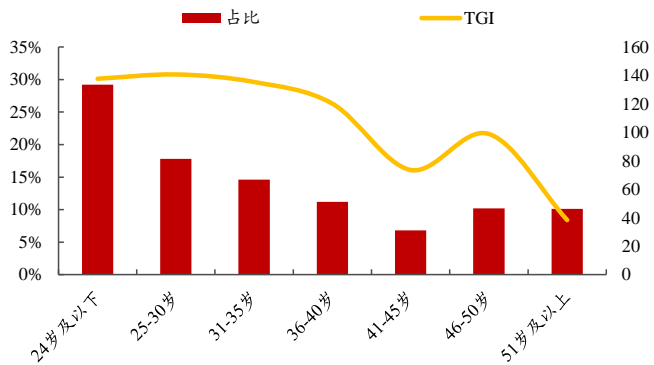
行业边际扩容，有望加速渗透。截至今年4月，综合服务（以团购为主）作为本地生活服务行业的重要分支板块，渗透率为38.4%，月活用户4.65亿人；外卖服务、旅游出行板块服务渗透率各为15.60%、12.80%。在本地生活主要平台中，美团与抖音重合用户规模达3.19亿，占抖音用户比例为44.7%，内容平台本地化空间广阔。根据 Quest Mobile，目前本地生活用户以一线、新一线发达城市人群为主，年轻化特征明显，但在下沉市场及40岁以上人群中渗透率低。因此，本地生活在子板块、中年人群、中低线市场仍有较大的增长空间，伴随各平台布局纵深，有望加速行业渗透率上行，推动本地生活服务边际扩容。

图17: 2023年4月本地生活细分行业活跃用户规模及全网渗透率



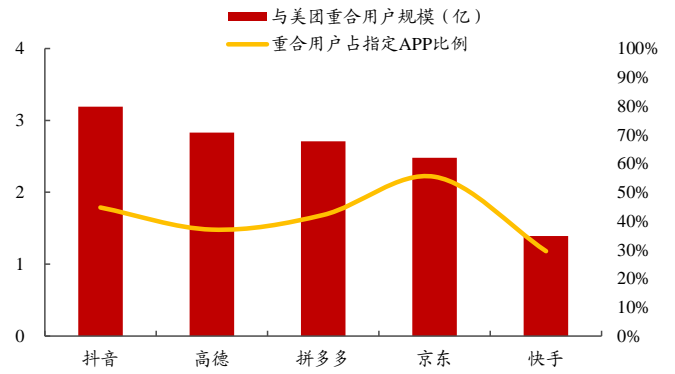
资料来源: QUESTMOBILE, 浙商证券研究所

图19: 2023年4月本地生活综合服务APP用户画像（按年龄）



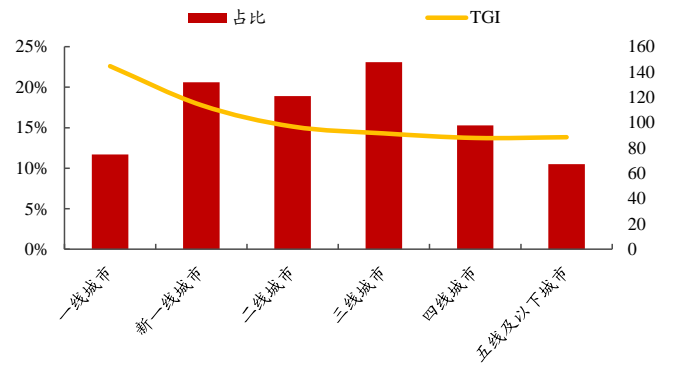
资料来源: QUESTMOBILE, 浙商证券研究所

图18: 2023年4月本地生活主要平台APP与美团用户重合情况



资料来源: QUESTMOBILE, 浙商证券研究所

图20: 2023年4月本地生活综合服务APP用户画像（按城市）



资料来源: QUESTMOBILE, 浙商证券研究所

3 美团 VS 抖音：美团壁垒坚固，差异化竞争共享行业红利

3.1 平台侧：美团定位交易平台属性，飞轮效应驱动持续迭代

美团交易平台属性驱动飞轮效应持续迭代，依托直播等新尝试向交易+内容复合体系转型。美团到店工具属性强，提供展示工具+消费者搜寻比价决策工具和全场景解决方案，用户更容易积淀。依托“服务+信息”，美团到店已形成良性循环的商业模式，飞轮效应显著。商家从平台购买广告营销和线上运营服务，利用“O2O”模式突破地域位置的局限。平台依靠团购优惠和商家信息持续吸引消费者，由于交易平台属性消费者多出于强目的性到平台搜索且消费，线下核销后为平台提供点评信息和流量，搜索-交易-核销-评价闭环链路明确，能够实现平台自我的信息迭代，从而吸引更多商家入驻，扩大供给侧的变现规模，形成商家和消费者之间围绕平台的较强粘性。在坚持自身优势的基础上，美团通过短视频、直播等新领域寻找外卖之外的多元化流量入口，逐步尝试向交易+内容复合体系转型。

抖音夯实娱乐内容平台属性，“券找人”模式助力扩张。手握巨大流量优势的抖音在初期引流所采取的是“券找人”模式，通过较大力度的折扣叠加自身算法优势，将符合用户喜好的商品随机推送给用户，吸引消费者从休闲娱乐浏览内容转为消费，短时间内完成从种草到拔草的闭环，具备随机性特点，而在这种特点之下，所适合的消费场景具有决策成本较低的特性，所适合的消费商品则具有供给价格弹性较大，可以通过降低客单利润，吸引更多人流，最终增加销量，从而实现盈利增加的特点。

表2：抖音和美团本地生活平台对比

时间	美团	抖音
平台属性	交易平台	娱乐平台
平台模式	人找店/券	券找人
决策时间	长	短
商品属性	客单价较高，折扣力度小	价格较低，折扣力度大
核心优势	店铺质量+店铺数量+海量评价	流量+算法+场景

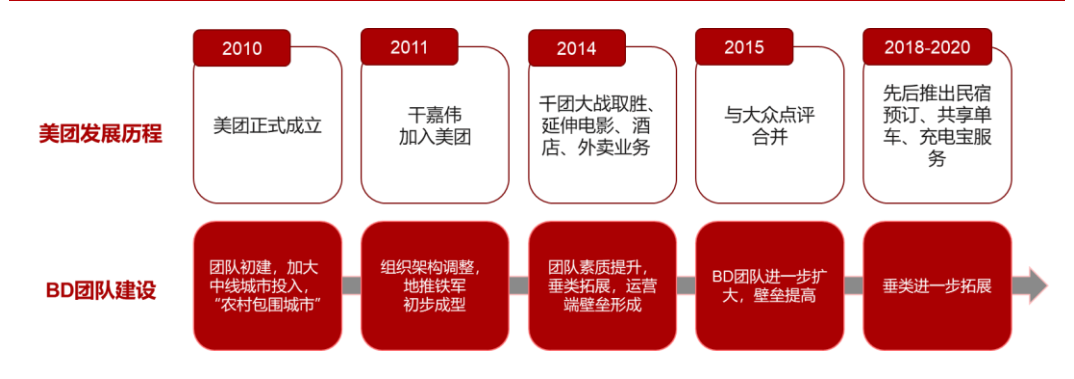
资料来源：钛媒体，浙商证券研究所

3.2 商户侧：美团 BD 成熟+庞大布局+服务领军，深挖护城河

3.2.1 商户壁垒：成熟 BD+数据禀赋助力壁垒形成

成熟地推+丰富的商家运营经验，构建商家端运营壁垒。历经“千团大战”，至2022年4月美团已布局2800个县级市，构建成熟的标准化培训和管理体系，能快速实现优质商家供给。美团积累了商家运营与管理经验，推新、运营模型已经过市场反复矫正，商家独占性提高，平台粘性好，构筑了美团独有的BD运营壁垒。

图21: 美团 BD 团队建设历程



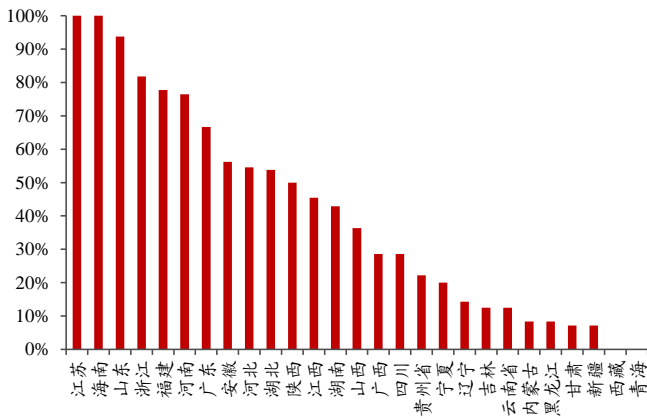
资料来源: 美团财报, 《长期有耐心》, 浙商证券研究所

3.2.2 商户规模: 美团成功布局多线市场, 合作商家数远超抖音

从商家覆盖空间来看, 美团基本全线覆盖全国全部地级市。至 2022 年 4 月美团已布局 2800 个县级市, 重点聚焦腰部城市, 维护二、三线城市商家。抖音生活服务目前在一、新一线、二线城市与美团的覆盖基本一致, 但是在三线、四线、五线等城市覆盖不足美团。下沉城市的开拓需要大量的时间人力投入和成熟的地推经验, 且受低线城市用户探店心智未完全养成、商户流量投入和运营经验不足等因素影响, 预计抖音下沉城市的开拓仍需一定时间。

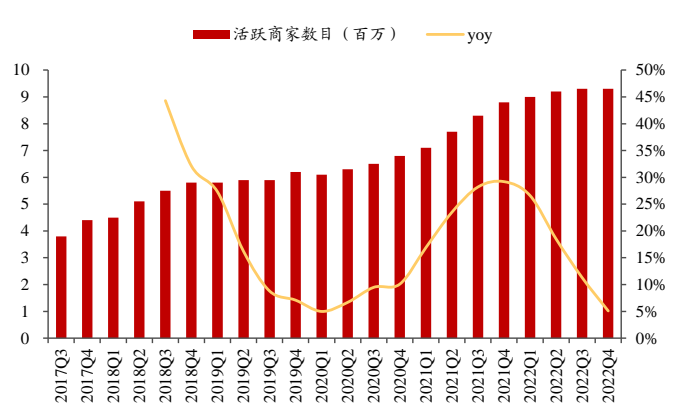
从商家数量来看, 抖音生活服务与美团仍有很大差距。美团的活跃商家数近年来呈现稳定上升趋势, 2022 年达到了 930 万家, 根据《2022 年抖音生活服务报告》的数据, 抖音合作商家超 100 万家, 美团合作商家数是抖音的 9 倍之多。

图22: 抖音导航页各省份地级市覆盖情况



资料来源: 抖音 APP, 浙商证券研究所

图23: 美团活跃商家数及 YOY



资料来源: 美团财报, 浙商证券研究所

3.2.3 商户特点: 美团覆盖大中小全品类商家, 影响力广泛

从商户结构来看, 美团精耕细作中小商家。美团对于渠道不足的中小商家渗透率较强, 中尾部商户是美团的底盘。目前中尾部商户客单价约在 20 元左右, 客单价相对偏低, 至 2022 年美团活跃商家数已达 930 万家, 渗透率已相对较高, 我们认为美团目标中尾部客户可能面临供给有限、较难给美团带来增量的问题。

抖音强势商家主要集中在连锁店、网红店和新店，与美团形成部分错位竞争。美团在商户端能够提供基于LBS的搜索和图文效果的营销，用户端主动找店需求较强，总体来看目标精准、成本可控，适合中小商家运营。抖音方面，目前比较受抖音营销策略带动的是网红店和连锁商圈店，对于一些中尾部商家而言，在抖音本地生活运营门槛和获客成本较高，想要成功引流对内容制作质量、流量投入成本、达人运营方式等均有较高要求，且平台对网红店和连锁商圈店等中大型商家的流量倾斜进一步挤占中尾部商户生存空间，因此我们认为，抖音到店中尾部商户持续投入的意愿较弱，流失率较高，抖音想要提高中尾部商家入驻率仍存在较大难度。

从商家品类来看，美团本地生活服务模块丰富度领跑，高低频联动协调。美团APP导航页的全部服务共涵盖“送货上门”、“吃喝玩乐”、“交通旅游”、“便民生活”四大生活服务板块，共计超过40项子服务模块；抖音APP的本地生活服务目前有“附近美食”、“休闲娱乐”、“游玩”、“丽人/美发”、“住宿”、“亲子”、“运动健身”、“美甲美睫”共8项服务模块。对比来看，美团涵盖了外卖买药、出行打车、电影演出、宠物、拍照写真等差异化领域。此外，美团导航页中，以外卖为首的高频、即时服务位置排序较前，后伴随酒店民宿、电影演出等相对低频的服务模组，形成高频带低频的流量带动、业务分发，推进服务模块之间的协同联动，进而加深用户粘性。

图24：美团和抖音商家画像对比

	美团	抖音
主打品类	全品类（主要聚焦餐饮酒旅）	聚焦餐饮娱乐
商家数量	约930万（截至2022Q4）	100万（截止2023年2月）
商家分布	接近全线分布	一线新一线全覆盖、二线部分
商家类型	头部与中小商家均合作	聚焦网红与头部连锁
商业模式	评价体系、搜索页推广	兴趣推荐、视频推广、直播带货
盈利模式	佣金+服务+广告收入	佣金+达人直播+视频推广收入
引流方式	低价+社交媒体+评价推荐	超低价+社交媒体+视频推荐
页面展示	分类搜索为主+算法推荐	算法推荐为主+分类搜索

资料来源：美团财报，《抖音用户潮流生活洞察报告》，浙商证券研究所

图25：美团生活服务四大板块



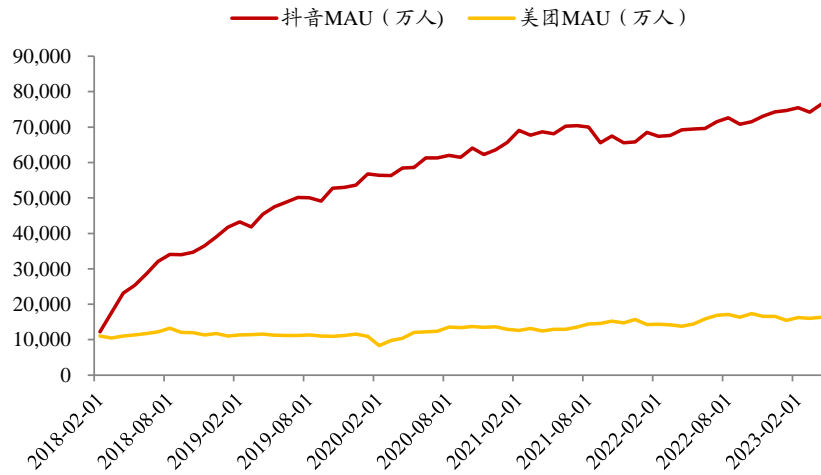
资料来源：美团APP，浙商证券研究所

3.3 用户侧：美团交易用户规模庞大，用户心智壁垒高铸

3.3.1 用户规模：美团总体流量不及抖音，交易用户规模仍占据优势

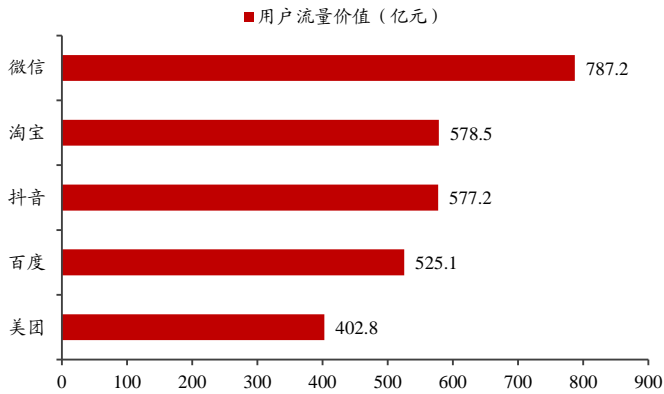
美团总体流量不及抖音，抖音“内容+推荐”具备到店业务种草导流潜质。从月活用户规模看，根据易观千帆数据，2023年4月抖音的月活跃用户数量为7.6亿人，而美团仅有1.6亿人，抖音月活跃用户数量约为美团的4倍。从使用时长看，根据易观千帆数据，2023年4月抖音的用户平均使用时长为105.26分钟，而美团为12.35分钟，抖音约为美团的8倍多，但也由于平台属性不同所导致。从流量价值看，根据月狐数据给出的反映APP的广告变现能力的流量价值指标（2023年Q2），抖音排在第3位，美团排在第5位，抖音的综合广告变现能力强于美团。抖音作为短视频平台本身具备流量庞大和用户使用时长双重优势，叠加算法长期积累用户行为数据，可以根据消费者位置和兴趣精准推送同城达人探店视频，通过持续曝光种草激发消费者潜在消费需求。随着短视频行业和本地生活行业重合率逐渐上升，我们认为抖音凭借流量优势有可能会对美团到店业务形成一定的冲击。

图26: 美团及抖音 MAU 对比



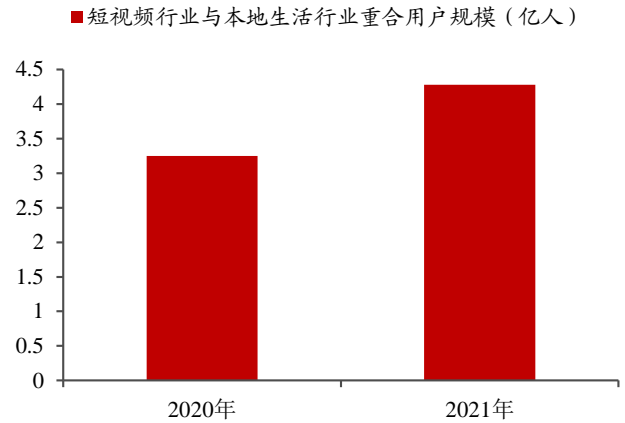
资料来源: 易观千帆, 浙商证券研究所

图27: 抖音在用户流量价值排名中位列第三 (2023年6月)



资料来源: 月狐数据, 浙商证券研究所

图28: 短视频行业和本地生活行业重合率上升

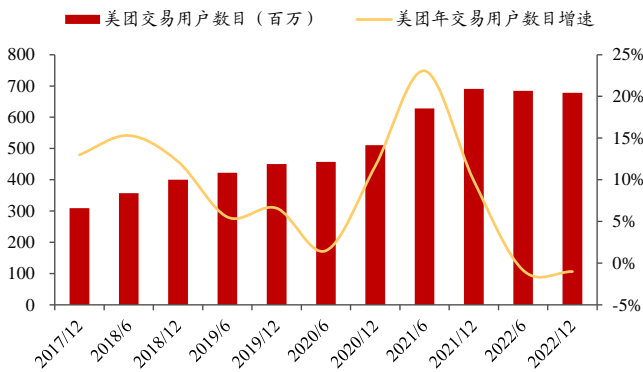


资料来源: Quest mobile, 浙商证券研究所

流量总规模是流量转换的基础,但目前抖音本地生活服务的流量转换有限。虽然抖音总体流量高于美团,但是抖音下放到本地生活服务的流量只是总体流量的一部分。内部相比,由于付费广告投放方面的差距,本地生活服务的流量占比还不及电商板块。未来抖音想要提升本地生活服务流量需要通过吸引更多商户增加付费广告内容投放等方式,但在这一过程中仍会受到平台总体流量分配机制及商家投入 ROI 逐渐下降的约束。

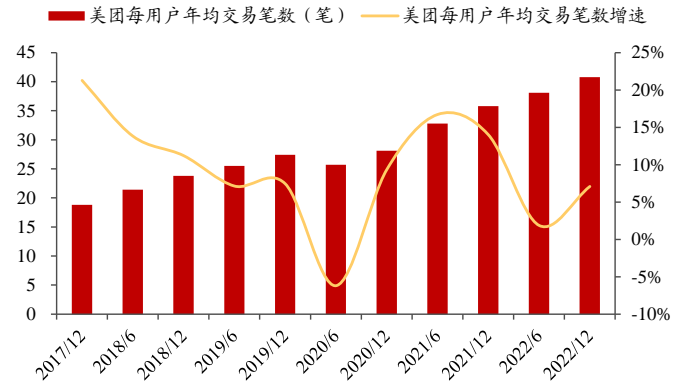
美团在交易用户规模上仍具备较大优势。虽然抖音整体流量高于美团,但并非所有抖音用户都选择团购。美团的交易用户数 2022 年 Q4 达到了 6.78 亿,虽增速减缓但仍有较大体量,规模优势明显。从单用户平均每年交易笔数看,2022 年 Q4 提升至 40.8 笔,总体保持稳定上升趋势,对于用户潜力的挖掘成效显著,用户粘性较强。

图29：美团年度交易用户数目及增速



资料来源：美团财报，浙商证券研究所

图30：美团每位用户平均每年交易笔数及增速



资料来源：美团财报，浙商证券研究所

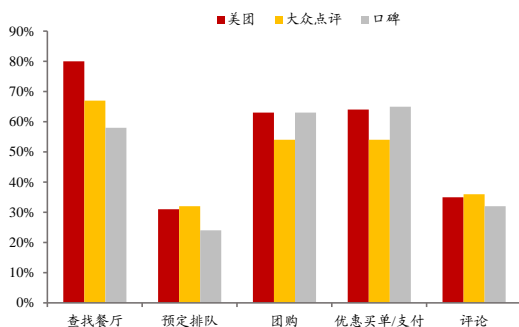
3.3.2 用户心智：美团点评已形成的用户心智抖音短期难以超越

美团用户使用目标明确，心智较为健全，交易转化率较高。美团作为一个交易平台，在查找餐厅、预定排队、团购、优惠买单和评论的使用频率分别为 80%、31%、63%、64% 和 35%，加上大众点评的数据，美团系用户对于到店业务功能的使用频率远超其他软件。用户打开美团 APP 的查找和交易目的明确，用户自主搜索心智较为健全。

抖音“店找人”模式下用户心智较弱，主要出于随机性需求。抖音作为短视频软件，用户使用主要是出于娱乐目的。而抖音生活服务商家利用通过短视频内容、直播、达人探店等形式对线下商户进行种草，算法根据用户兴趣标签及同城信息进行推荐，来激发用户的随机性需求，因此抖音生活服务用户主动找店心智较弱。同时，不同于电商的“货找人”模式，抖音的“店招人”模式受到同城区域的限制，所以对用户心智培养更为依赖。

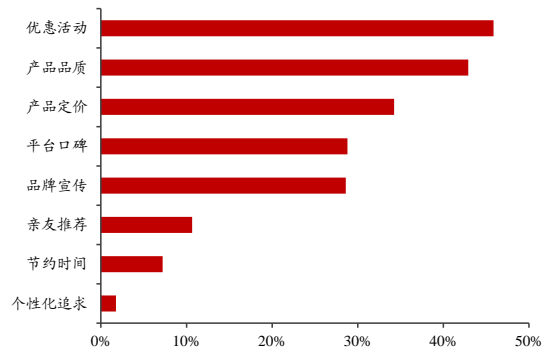
消费者在进行消费时优惠活动是影响决策最重要的因素，抖音目前搜索主要出于“比价”行为。根据艾瑞咨询，优惠活动在影响消费者决策的因素中占了 45%，而商品定价占了 34%，说明商品价格对消费者决策影响很大。抖音到店团购包含“浅折扣”和“低价爆款”两类，“浅折扣”一般在 8 折左右，“低价爆款”一般折扣在 4 折左右，且部分商家会选择把更优惠的套餐放在抖音，因此部分商家呈现抖音价格和折扣水平低于美团的情况。因此，抖音本地生活服务用户的主动搜索是与美团比价后形成的，如果后期抖音团购价格优惠力度下降，或美团优惠力度上升，抖音主动搜索行为可能会出现一定下滑。

图31：美团到店餐饮各功能使用频率居于高位（2018.08）



资料来源：极光大数据，浙商证券研究所

图32：优惠活动是影响消费者决策的最主要因素



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

表3: 抖音服务商与美团、抖音官方与美团团购套餐折扣对比

城市	序号	店名	抖音服务商套餐折扣	美团套餐折扣	城市	序号	店名	抖音官方套餐折扣	美团套餐折扣
北京	1	玉林串串香	4.5	6.3	北京	1	巴蜀王婆大虾	7.6	9.5
	2	渝沸跃水煮鱼·江湖菜	3.2	4.9		2	九田家黑牛烤肉料理	3.3	6.8
	3	北门烧烤	3.8	6.5		3	汉拿山	4.0	7.1
	4	西贡爱巴黎	2.8	3.4		4	农一家黑牛烤肉	3.1	7.5
	5	西贡妈妈	4.9	7.8		5	1886 汽车餐厅	4.0	7.5
上海	1	潮民冰室	3.3	7.6	上海	1	东来顺	3.3	6.0
	2	苏浙汇	4.3	8.3		2	胡须佬广式鸡煲	5.0	6.9
	3	CA Kitchen	2.1	4.6		3	味之绝美蛙鱼头火锅	5.8	8.5
	4	三八线韩国料理	4.9	6.5		4	BARBARIAN	4.8	7.0
	5	串阿公烧烤	3.6	6.1		5	Terra Rossa	4.1	6.0
广州	1	赛牛炙烧牛排	3.8	4.9	广州	1	速度披萨	4.8	5.8
	2	味之绝	4.6	7.1		2	胡桃里音乐酒馆	4.2	6.0
	3	启鳗食堂	4.3	5.4		3	薪巷子烤肉	3.2	7.2
	4	阿强酸菜鱼	2.6	7.6		4	御寿司铁板烧	3.6	7.0
	5	十分牛西餐	3.3	3.8		5	渔屋料理	6.7	7.1
深圳	1	江南本家韩国料理	2.8	4.3	深圳	1	你好牛·潮汕牛肉火锅	4.6	6.8
	2	王一条水煮鱼	4.9	5.4		2	关东大院铁锅炖	5.6	7.6
	3	故里和山火锅	3.7	5.1		3	Natural Thai 泰国餐厅	5.4	8.4
	4	胖哥俩蟹肉煲	5.9	7.6		4	吉市 JiShi 韩式料理	7.8	8.5
	5	怡聚轩全日制自助餐厅	4.1	6.4		5	三清洞·三酱烤肉	5.2	6.6
均值	/	/	3.9	6.0	均值	/	/	4.8	7.2

资料来源: 美团 APP, 抖音 APP, 浙商证券研究所统计; 注: 抽样时间为 2023 年 8 月 24 日, 由于样本有限, 抽样结果或与实际情况有所差异

3.3.3 用户习惯: 美团用户消费决策习惯已养成, 核销确定性强

美团长期沉淀的 UGC 评价内容已成为平台坚实壁垒, 养成用户消费决策习惯。美团继承大众点评用户评论体系, 主要以用户自主产出为主, 用户完成消费决策、线下核销后转化为平台真实图文评价, 真实性、参考性和可信度强, 已养成用户消费决策习惯且促进了潜在用户的消费转化, 用户粘性高。与美团比较而言, 抖音评价体系较不完善, 覆盖商家数、评价数量、评价质量不及美团, 且由于本地生活消费频次低, 优质评论难以短时间积累, 难以赶超美团长期积累的评价体系的优势。

4 盈利预测和投资建议

2023 年本地生活竞争趋缓，美团顺势提升竞争优先级，叠加低基数效应，预计公司竞争力将更加稳固，核心本地商业价减驱动量增。**收入端：**到店酒旅预计 23 年 GTV 同增 100%，受降佣影响货币化率略有下滑，预计 2023 年到店酒旅货币化率由 2022 年 10.7% 下降到 8%，整体到店酒旅收入增速在 45% 左右；外卖 GTV 同增 21%，闪购 GTV 同增 50%。**成本端：**外卖和闪购业务骑手供给充沛，订单分发效率提升，预计单均盈利提升到 1P 为 0.8 元/单，3P 为 2.1 元/单。**费用端：**公司今年加大对商家的支持力度，提高补贴和 BD 拜访频次，预计 2023 年到店酒旅经营费用占收入比为 49%，同增 85%。

新业务上，公司一方面将进一步加大社区团购、即时零售的投入，6 月份启动美团优选夏季战役，重拾竞争状态，人员管理精细化。社区团购本质是帮助美团渗透之前较为薄弱的下沉市场，触达近 7 亿月活用户，打开增量。预计美团优选、美团买菜 23 年收入将保持高速增长。另一方面，对增速一阶下降的新业务重心调整以减亏为战略重点，更偏防守，美团打车目标从 2022 年 15% 的亏损率降低到 8% 以内，于 2023 年 3 月份自营全面转向聚合模式，预计 2024 年单车、打车、快驴等业务扭亏可能性较大。

预计公司 2023/2024/2025 分别实现收入 2800.63/3492.31/4129.40 亿元，同比 +27.33%/+24.70%/+18.24%，归母净利润 158.00/335.58/452.90 亿元，同比扭亏/+112%/+35%，对应 PE 40X/19X/14X。我们选取同为电商平台的可比公司拼多多、阿里巴巴、京东集团、唯品会，2023/2024/2025 年平均 PE 为 30X/23X/18X，我们看好公司的长期成长性和在平台、商户、用户侧的深度壁垒，短期格局优化和成本改善共振，维持“买入”评级。

表5：美团盈利预测

(百万元)	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2023 E	2024 E	2025 E
营业收入	114795	179128	219955	280063	349231	412940
同比%	17.70%	56.04%	22.79%	27.33%	24.70%	18.24%
总收入中：						
核心本地商业收入	90982	136291	160759	207964	264881	316784
同比%	15.38%	49.80%	17.95%	29.36%	27.37%	19.59%
占总收入比例%	79.26%	76.09%	73.09%	74.26%	75.85%	76.71%
新业务收入	23812	42837	59196	72099	84350	96157
同比%	27.50%	79.89%	38.19%	21.80%	16.99%	14.00%
占总收入比例%	20.74%	23.91%	26.91%	25.74%	24.15%	23.29%
收入成本中：						
核心本地商业成本	-56699	-80074	-93293	-116002	-146822	-175348
同比%	16.57%	41.23%	16.51%	24.34%	26.57%	19.43%
占该分部收入比例%	-62.32%	-58.75%	-58.03%	-55.78%	-55.43%	-55.35%
新业务成本	-24177	-58131	-61611	-66077	-71305	-76712
同比%	45.91%	140.44%	5.99%	7.25%	7.91%	7.58%
占该分部收入比例%	-101.53%	-135.70%	-104.08%	-91.65%	-84.53%	-79.78%
总毛利额	34050	42474	61753	97985	131105	160880
同比%	5.35%	24.74%	45.39%	58.67%	33.80%	22.71%
毛利率%	29.66%	23.71%	28.08%	34.99%	37.54%	38.96%

资料来源：美团财报，浙商证券研究所

表6: 可比公司估值表

代码	重点 公司	现价 (元)	EPS				PE				总市值 (亿元)
		10月19 日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
3690.HK	美团-W	101.26	-1.09	2.53	5.37	7.25	-93	40	19	14	6,323
行业均值							44	30	23	18	
PDD.O	拼多多	756.22	6.24	7.89	10.68	14.14	121	96	71	53	10,047
9988.HK	阿里巴巴-SW	72.60	2.87	6.18	7.02	7.87	25	12	10	9	15,228
9618.HK	京东集团-SW	89.15	3.32	7.43	9.10	11.31	27	12	10	8	2,999
VIPS.N	唯品会	108.63	49.51	68.32	72.09	76.90	2	2	2	1	588

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 盈利预测为 Wind 一致预期, 货币统一为人民币 (采用 Wind 汇率换算标准)

5 风险提示

政策变化: 美团与众包骑手建立劳务合同, 存在用工社保政策变化造成人力成本上升风险; 此外互联网严监管、网络安全审查、数据安全监管、反垄断政策也会对公司扩张造成不确定性。

企业战略决策方向调整: 如果公司短期加大对新业务等非营利性业务的投入力度, 利润端不及预期的可能性加大。

新业态和本地生活服务的解决方案出现: 如同抖音通过直播和短视频切中更高频流量, AI、VR 等新技术的运用也可能形成新的本地生活服务模式, 颠覆现有商业模式。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	143,145	164,789	213,754	275,043
现金	20,159	32,578	73,154	129,771
应收账款及票据	2,053	2,723	3,444	4,129
存货	1,163	1,366	1,697	2,030
其他	119,771	128,123	135,460	139,112
非流动资产	101,336	111,146	116,446	120,146
固定资产	10,557	11,057	11,357	11,457
无形资产	35,749	36,049	36,249	36,349
其他	55,030	64,040	68,840	72,340
资产总计	244,481	275,935	330,200	395,189
流动负债	76,430	90,395	110,929	130,455
短期借款	17,562	22,562	29,562	37,562
应付账款及票据	17,379	17,702	20,601	23,106
其他	41,489	50,131	60,766	69,787
非流动负债	39,345	40,860	40,860	40,860
长期债务	1,549	1,549	1,549	1,549
其他	37,796	39,311	39,311	39,311
负债合计	115,775	131,256	151,790	171,315
普通股股本	0	0	0	0
储备	139,466	155,439	189,171	234,634
归属母公司股东权益	128,762	144,735	178,466	223,929
少数股东权益	(56)	(56)	(56)	(56)
股东权益合计	128,706	144,679	178,411	223,874
负债和股东权益	244,481	275,935	330,200	395,189

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11,411	18,428	39,047	49,834
净利润	(6,686)	15,800	33,558	45,290
少数股东权益	1	0	0	0
折旧摊销	9,730	0	0	0
营运资金变动及其他	8,366	2,628	5,488	4,545
投资活动现金流	(14,714)	(11,182)	(5,644)	(1,391)
资本支出	(5,731)	(800)	(500)	(200)
其他投资	(8,982)	(10,382)	(5,144)	(1,191)
筹资活动现金流	(9,990)	5,000	7,000	8,000
借款增加	23,706	5,000	7,000	8,000
普通股增加	170	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	(33,866)	0	0	0
现金净增加额	(12,355)	12,419	40,576	56,617

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	219955	280063	349231	412940
其他收入	121	0	0	0
营业成本	158202	182078	218126	252061
销售费用	39745	53632	60069	70117
管理费用	9772	8993	13205	15279
研发费用	20740	21754	26542	32075
财务费用	925	(403)	(652)	(1463)
除税前溢利	(6756)	16122	34596	48180
所得税	(70)	322	1038	2891
净利润	(6685)	15800	33558	45290
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	(6686)	15800	33558	45290
EBIT	(5830)	15719	33945	46717
EBITDA	3900	15719	33945	46717
EPS (元)	(1.09)	2.53	5.37	7.25

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	22.79%	27.33%	24.70%	18.24%
归属母公司净利润	/	/	112.40%	34.96%
获利能力				
毛利率	28.08%	34.99%	37.54%	38.96%
销售净利率	-3.04%	5.64%	9.61%	10.97%
ROE	-5.19%	10.92%	18.80%	20.22%
ROIC	-3.90%	9.13%	15.71%	16.70%
偿债能力				
资产负债率	47.36%	47.57%	45.97%	43.35%
净负债比率	-0.81%	-5.85%	-23.57%	-40.50%
流动比率	1.87	1.82	1.93	2.11
速动比率	1.67	1.62	1.74	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.08	1.15	1.14
应收账款周转率	114.39	117.29	113.26	109.05
应付账款周转率	9.72	10.38	11.39	11.53
每股指标 (元)				
每股收益	-1.09	2.53	5.37	7.25
每股经营现金流	1.84	2.95	6.25	7.98
每股净资产	20.79	23.18	28.58	35.86
估值比率				
P/E	-92.90	40.02	18.84	13.96
P/B	4.87	4.37	3.54	2.82
EV/EBITDA	160.52	39.69	17.39	11.59

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>