

互联网格局演变系列报告（一）

本地生活竞争复盘

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理：郭若娜
执业证书编号：S0600122080017
联系邮箱：guorn@dwzq.com.cn

- **引言：**后疫情时代，当“格局”代替“成长”成为互联网平台的主要叙事，判断好长期逻辑和短期趋势对于相关互联网平台投资至关重要，为此，我们推出《互联网格局演变系列报告》，本文作为首篇报告主要聚焦于本地生活竞争。本地生活的竞争，涉及到的细分行业、群体之广，巨头间的博弈之深，使得对其竞争演绎的判断难度较大，本报告聚焦于美团与抖音竞争的“长期逻辑”与“短期趋势”，希望能就市场在竞争初期演绎的逻辑与实际发展中的差异进行复盘，同时对美团反击策略的有效性和财务影响进行分析，从而为互联网平台在本地生活领域竞争提供更多启发。
- **美团股价及到店酒旅业务复盘：V型反转。**23年到店业务与抖音的竞争成为美团股价的主要矛盾，全年估值压制明显；24年初核心业务出现边际改善，戴维斯双击，实现V型反转。疫后美团GTV修复速度好于预期，我们测算得23年与抖音核销前GTV比例维持在2以上，但23年也是竞争最激烈的一年：降佣返佣动作使美团货币化率从10%下降到7%~8%，面向消费者的补贴使公司到店酒旅业务运营利润率从45%下降到30%。2024年由于抖音开始转向追求变现，竞争趋于缓和和理性，双方更加注重提升货币化率。24Q1公司货币化率开始触底回升，利润率环比改善；Q2Q3我们预计继续环比改善。
- **抖音模式的长期逻辑：**低核销的种草平台、头部化趋势不可逆（美团50%GTV为中小商家，抖音80%GTV来自连锁商家）、难以触碰美团变现核心品类（美团到综品类收入贡献约40%至45%，其中休闲娱乐、三美收入占大头）
- **抖音模式的短期趋势：**市场原预期进入23年线下流量恢复将有利于美团不利于抖音，但抖音在2023年核销前GTV仍实现3倍增长，我们认为更多是受益于基建成熟/生态完善，吸引更多商家的同时助力单商家GMV阶段性提升。24年以来抖音拓店放缓，提高单商家GMV将成为增长重要驱动，广告代替折扣助力商家GMV增长。1) 我们认为收补贴不仅符合抖音追求盈利的方向，与其追求GMV规模目标亦不冲突。对于商家而言折扣并非做大GMV唯一路径，存在“最佳折扣率”概念；对于抖音而言，更精准的流量分发、赋能商家更好在平台运营，方能驱动GMV更长效增长。以火锅品类为例，24H1总体折扣力度同比变小，但直播成交转化率却有所提高。2) 抖音通过推出及完善巨量本地推提高商家广告投放ROI。抖音推出并持续迭代生活服务广告平台“巨量本地推”，来承接门店区域精准化推广需求。3) 中长期来看，随着平台商家数量增加和竞争激烈带来流量成本提升，我们预计商家在抖音平台上的ROI将逐渐趋平，也为美团货币化率提升提供机会。

- **美团应对策略的有效性分析：用户补贴拉平价格差距，OPM最差时刻已过。** 1) 2023年，美团加强推广高性价比的爆款产品的能力，丰富视频/直播内容，强化消费者每日低价的心智。我们认为补贴有效性的底层逻辑在于抖音上非全国连锁的商家存在部分流量外溢。我们测算得23Q2-Q4为应对竞争增加的补贴金额（计入费用）约35亿元；进入2024年，由于抖音追求更好的变现和盈利，我们测算得Q1和Q2总体补贴相比23Q4有所减少，补贴在收入和GTV中的占比亦有所下降；且该趋势具备持续性，我们认为美团利润率最差时刻已过。2) 更多玩家进入本地生活是确定性趋势，但“投入真金白银的热战”才会对美团利润率真正产生影响，而从外部环境以及潜在竞争对手当前业务重点出发，我们认为这类事件短期再次发生的概率较低。
- **降低商家运营成本+拓展商家，加速行业渗透。** 在与抖音竞争较激烈的品类和商户上，美团通过降佣返佣以及降低商户通收费门槛等方式降低商家运营成本，加速商户渗透；对应美团到店业务佣金率从23Q2开始有所减少。随着商家在抖音平台运营成本提升，我们预计美团整体货币化率将进一步修复。我们预计美团2024年核销前GTV有望接近1万亿元，假设竞争格局稳定后的货币化率从23年的7%恢复至9%（略低于竞争前的水平），格局变化后增加的补贴控制在一年56亿元左右，对应OPM 34%，潜在变现利润约261亿元。
- **加强外卖到店协同，提高系统性效率。** 商家到店到家营销工具的整合，有望为到店业务导流+增强商家粘性，特别是在与抖音竞争激烈的连锁商家上。到家到店BD整合，提升到店商家渗透率的同时有望系统性提高美团人员效率。
- **投资建议：重点推荐美团-W。** 1) 外卖单量和AOV虽承压，但公司对UE具有极强的把控能力，广告货币化率提升和补贴优化将对冲AOV下滑影响，骑手成本优化将驱动UE进一步提升，外卖全年利润存在超预期可能；2) 今年抖音将更多关注盈利，美团利润化率有望恢复，同时到店和到家业务有望进一步发挥协同效应，更好稳定份额，这两年加速扩张的到店酒旅GTV有望在未来贡献更多收入和利润。3) 闪购Q1首次转正，单量高增长，未来有望打开公司估值空间。我们维持公司2024-2026年经调整利润预测377/515/609亿元，取24/7/15收盘价，对应2024-2026年经调整PE为21/15/13倍，维持“买入”评级。（港元：人民币汇率取24/7/15值0.93）
- **风险提示：竞争加剧风险，消费恢复不及预期，外卖骑手成本上升，新业务扭亏不及预期，抽样调研数据与实际情况不符**



- 1 美团股价及到店酒旅业务复盘

- 2 抖音模式的长期逻辑和短期趋势

- 3 美团应对策略的有效性分析

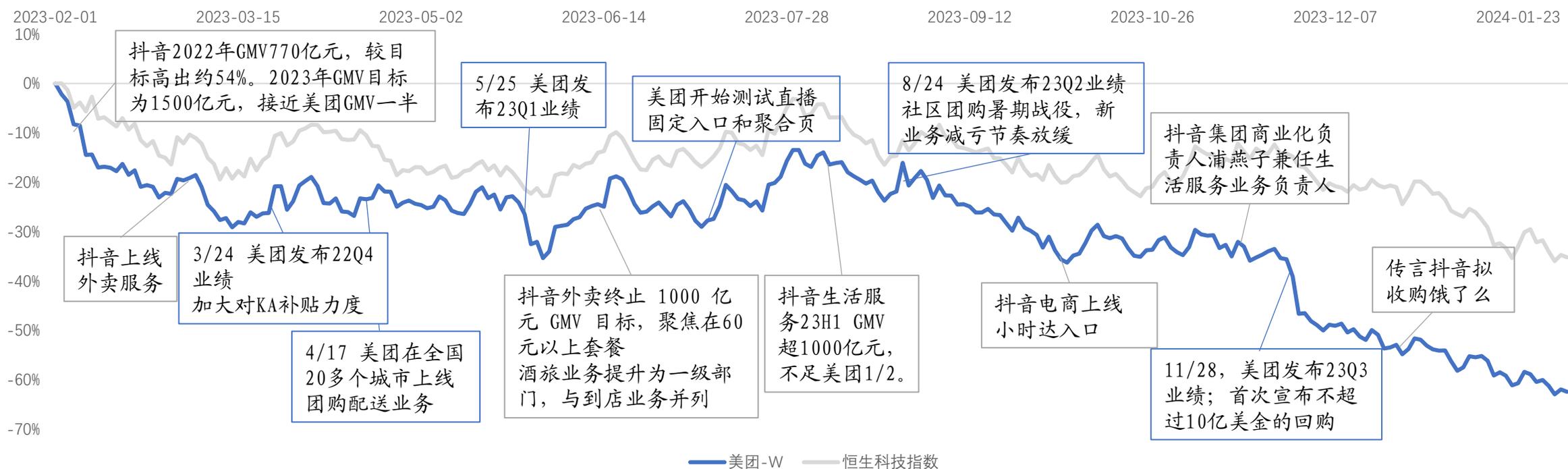
- 4 投资建议

- 5 风险提示

1.1 美团股价复盘：23年到店竞争格局成主要矛盾，估值压制明显

- **2023年到店酒旅竞争是美团股价的主要矛盾，EPS与估值双杀。** 23年虽然美团与抖音核销前GTV份额超过2:1，但公司盈利能力受到竞争的负面影响，我们测算得23年到店酒旅OPM 36%，相比22年的46%下滑10pct（部分受业务结构变化影响）。我们测算得从23Q2开始到店酒旅OPM连续3个季度环比下滑，23Q4低于30%，市场对公司OPM后续趋势产生担忧。
- **外卖业务受宏观经济影响：** 由于外卖业务是消费升级业务，受到放开后线下出行恢复影响，单量增长承压（21-23年CAGR16%）；23Q4市场预期“以价换量”，UE环比下降至9毛钱。
- **亏损业务影响估值：** 2023年新业务亏损202亿，在港股风偏下行过程中，开始贡献负估值。

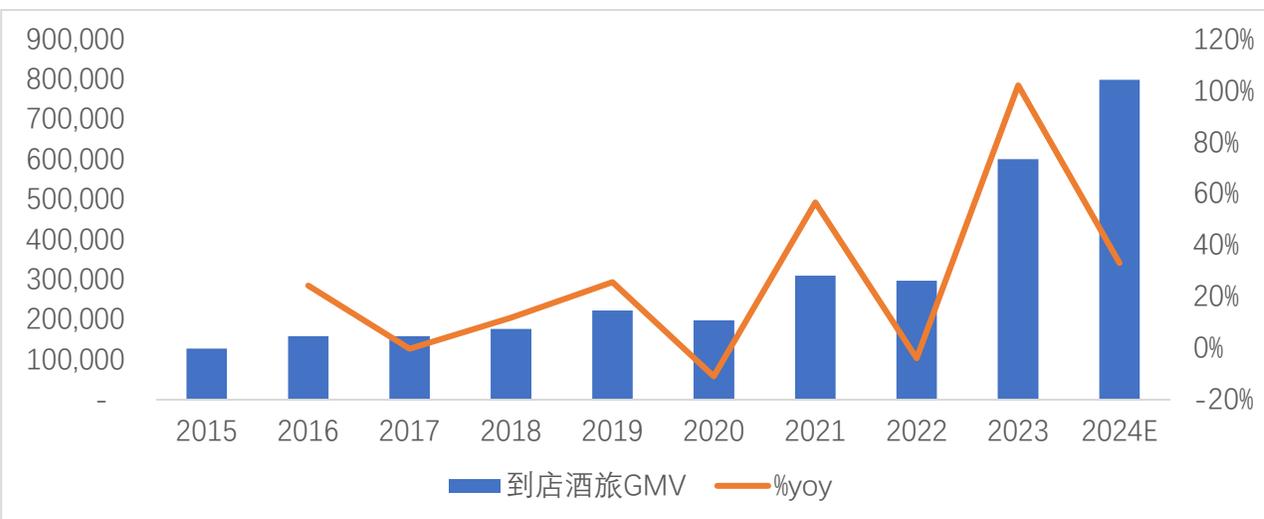
图：美团及恒生科技指数走势



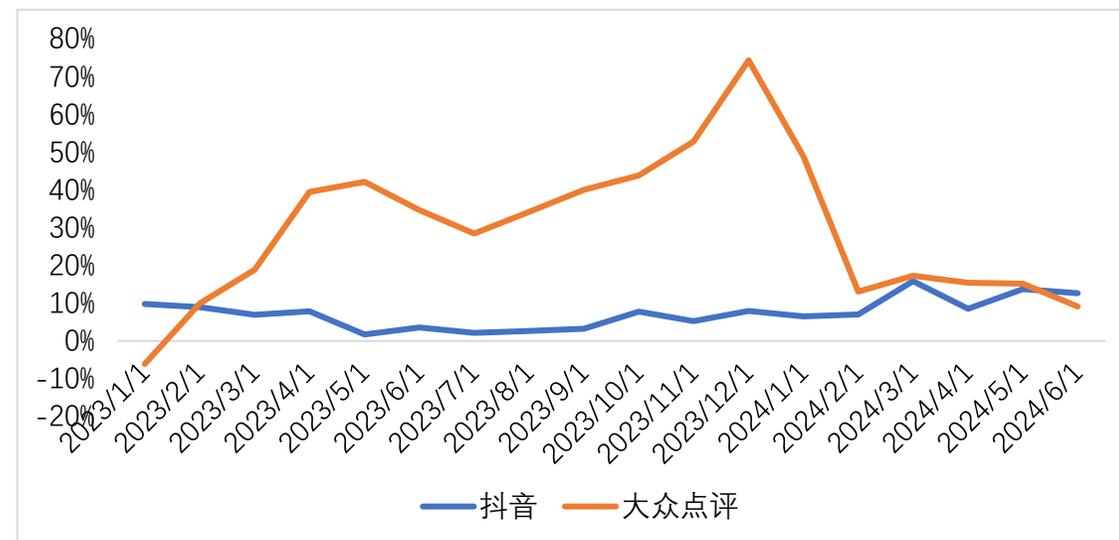
1.3 到店酒旅业务复盘：疫后修复，GTV高增但OPM阶段性承压

■ 疫后美团到店酒旅GTV修复速度好于预期，23年核销前GTV同比翻倍，24Q1同比增长60%。我们预计23年核销前GTV约7000亿元，与抖音核销前GTV的比例超过2（2:1也是美团的份额目标），核销后GTV比例在3左右（我们预计美团和抖音核销率分别为85%和60%）。2023年线下客流修复，对美团到店后团购的模式有利，从大众点评MAU同比快速增长可以佐证。

图：美团GMV（核销后GTV）疫后实现高速增长（百万元）



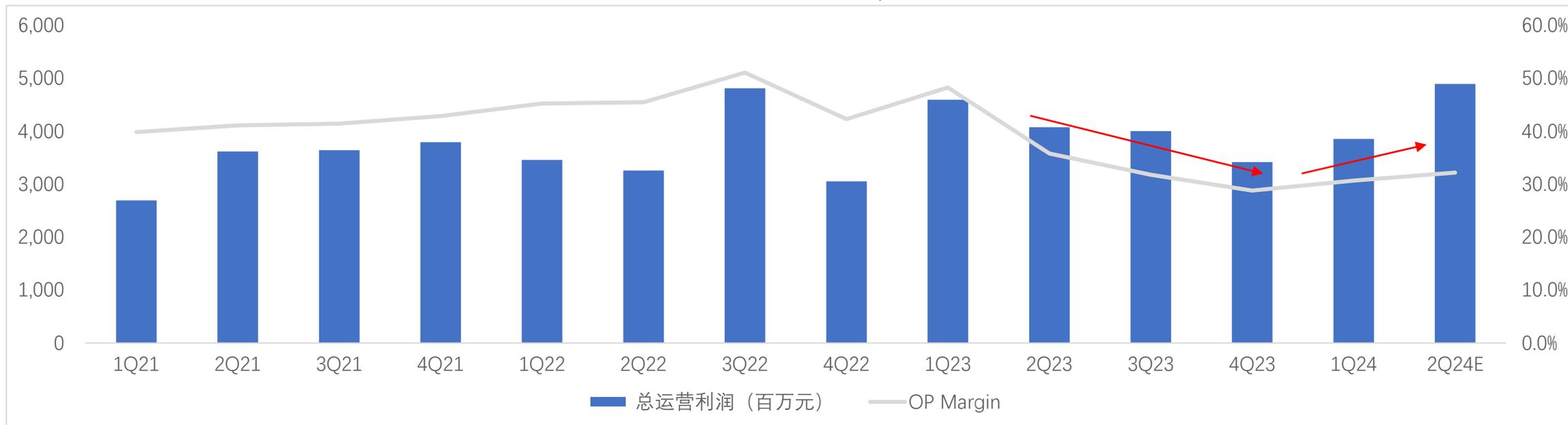
图：大众点评和抖音iOS MAU同比增速对比



1.3 到店酒旅业务复盘：疫后修复，GTV高增但OPM阶段性承压

- 但**2023年也是美团和抖音在到店业务竞争最激烈的一年**：根据我们测算，面向商家的降佣返佣动作使美团货币化率从2022年的10%以上下降到2023年的7%~8%，面向消费者的补贴使公司到店酒旅业务运营利润率从2022年的45%以上下降到2023年的30%附近（部分受到低利润率的酒旅业务收入占比提升影响）。
- 2024年由于抖音开始转向追求变现，竞争趋于缓和和理性，双方更加注重提升货币化率。**Q1美团货币化率（特别是广告货币化率）开始触底回升，利润率环比改善；Q2Q3我们预计继续环比改善。**
- 中长期来看，美团这两年加速扩张的增量GTV有望在未来贡献更多收入和利润。

图：美团到店酒旅盈利能力23年有所受损，24Q1开始环比改善



数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：运营利润及OPM均为我们测算值

2.1 抖音到店酒旅业务复盘

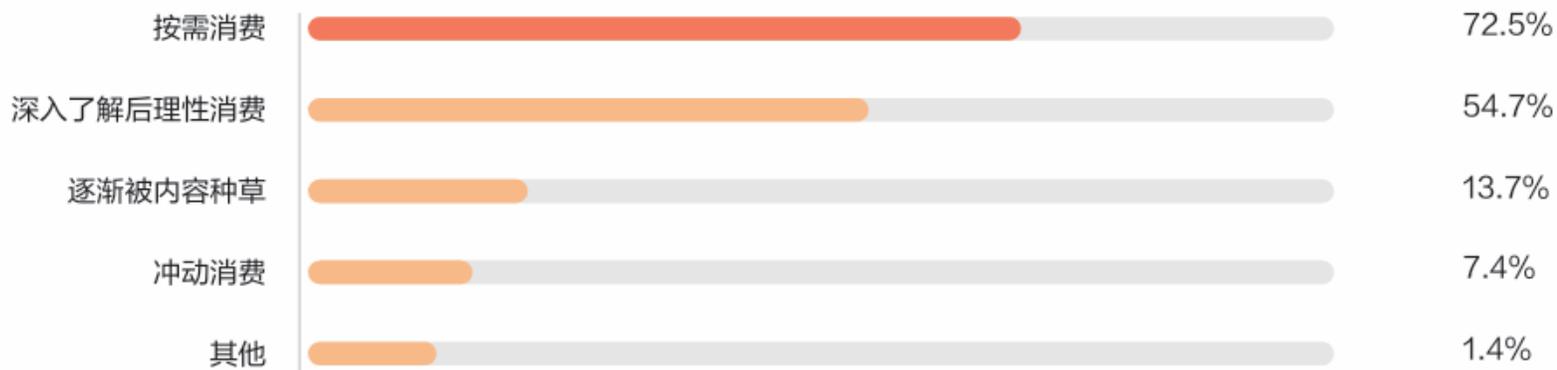
- 抖音本地生活发展可以大概划分为：1) **布局期 (2018-2020)**：2018年测试推出POI，本地生活商家陆续入驻，此阶段主要是搭建起本地生活商业化的基础功能；2) 2021年正式启动，但总体发展不及内部预期，**2022年由于疫情管控政策迎来加速发展**（用户短视频观看时长增加+商家流量饥渴），超额完成目标；**2023年进一步完善规范生态**，提高商家在抖音平台的运营效率，年底浦燕子接任后**2024年开始注重变现和盈利**。

	布局			启动	加速	完善	变现
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
重要事件	测试推出POI		团购业务上线	抖音生活服务正式启动 抖音直播负责人韩尚佑兼管	饿了么战略合作 10月经营办公室负责人朱时雨接任	举办首届生态伙伴大会 发起“心动春节”活动 11月商业化销售负责人浦燕子接任	“重点46城”计划； 组织架构由行业部门改为区域部门
核销前GTV (亿元)				目标200 110	目标500 770	3100	目标6000
短视频/直播GTV/搜索增长						83%/5.7倍/2.6倍	
餐/综/酒旅增长					7倍/8倍/12倍	191%/330%/300%	
商家		首批餐饮商家入驻	首批休娱、OTA类酒旅商家入驻	吃喝玩乐榜上线	商家经营工具抖音“来客”上线	日历房产品上线	
合作门店数					200万+	450万+	
服务商/达人			抖音星图平台上线达人探店任务	首家合作服务商签约； “团购达人中心”入驻规模破万	“学习中心”、“抖音林客”上线；首次举办2022抖音生活服务服务商伙伴大会	发布探店规范；将服务商自主入驻模式改为定向邀约入驻模式；严管“二级代理商”	
服务商/达人数量增长					4倍 (22H2 VS 21H2) /1.63倍	1.79倍/2.89倍	

2.2.1 抖音模式的长期逻辑：低核销的种草平台

- 我们在之前美团系列深度中对于服务电商龙头地位稳于实物电商龙头的原因进行了详细的分析：
- 服务信息聚合平台更偏向UGC（大众点评、口碑网等），平台本身价值>信息传递者价值，其随着时间推移沉淀的海量用户内容将构筑平台重要竞争力，先发优势更为明显，用户独占性更强。这是大众点评多年稳居赛道内领先地位重要原因，收购大众点评也是美团在外卖战场后来居上关键原因之一。根据美团研究院，在线评论数量每增加1条，能够带动商户月度交易金额增长约10元；且这种带动作用具有持续性，在未来4个月内还能带动月度交易金额增长5元以上（2018年1月-2023年4月）。抖音达人探店模式偏向PUGC，我们推测抖音在发展本地生活业务中存在部分的流量外溢——用户在抖音种草之后又转向大众点评了解更多门店评价，若折扣接近则会留在美团平台买券。根据巨量引擎大会2023，本地生活行业在抖音种草，有9倍的用户通过其他平台成交或直接到店体验。
- 服务消费从获取信息到成交转化率更低。冲动消费与计划消费之间的矛盾，注定抖音最大的内容优势和流量优势在本地生活要大打折扣，因此抖音到店团购核销率明显低于美团（我们预计美团核销率基本在80%-85%，抖音总体核销率50%-60%）。这也是抖音为什么要做团购配送/外卖的原因之一，提高转化率（核销率）；但进入外卖领域，抖音劣势更加明显。

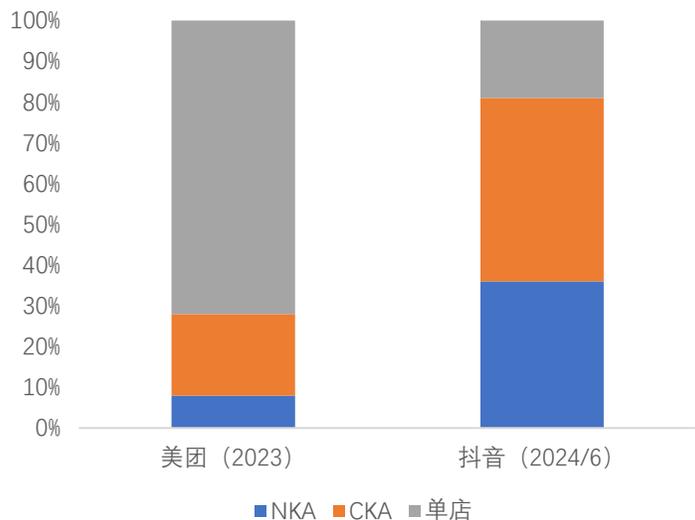
图：抖音生活服务综合行业用户消费决策类型（N=1171，2023年2月）



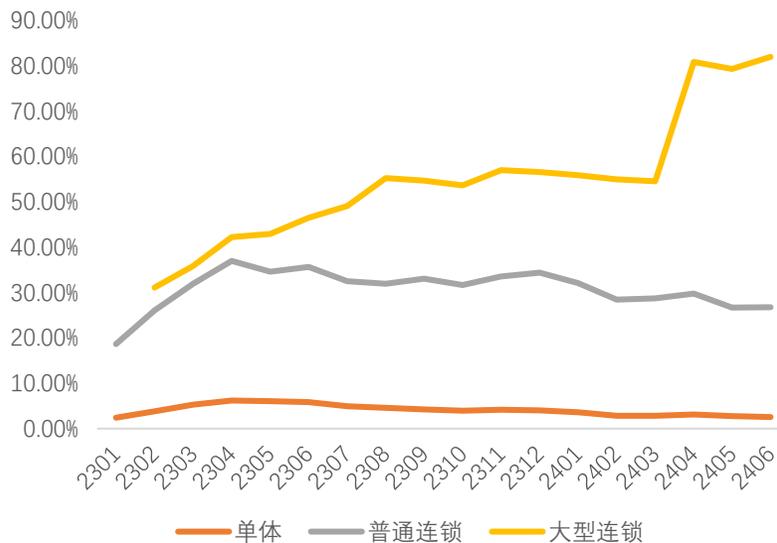
2.2.2 头部化趋势不可逆

- 从GTV结构来看，我们预计美团一半以上来自中小商家贡献，而抖音80%GTV来自连锁商家。
- 商家竞争机制不同，美团对中小商家友好，抖音头部化趋势不可逆。美团给商家分发流量的底层权重是商家服务水平，抖音是内容。商家在美团上需要靠一直做好服务保障门店评价，才能获得更高的流量权重；在抖音上需要长期持续做内容，才能获得更高的流量权重。即使是主动搜功能中，门店数量越多、门店信息越完善、内容越多的商家更容易获得流量。这套体系中只有预算多、门店多的连锁商家才能持续获得正反馈。
- 平台上商家供给数量决定用户搜索心智，抖音追求流量效率难以全面覆盖商家。核心需要收录足够多的商家（供给多），且商家信息要准确完整，这套供给体系搭建需要很长的时间和精力，且需要牺牲一定流量效率。美团到店有大量不贡献GMV、但需要维护的长尾商家，2023年总收录到店商家3000万，但有成交的商家仅600万。

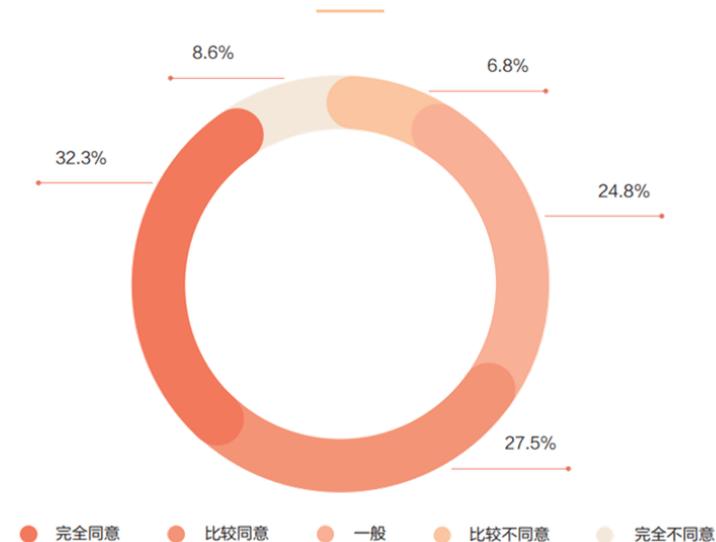
图：抖音和美团GTV结构对比（按商家分，我们预测值）



图：抖音美食品类有达人合作的商家占比（每月1日数据）



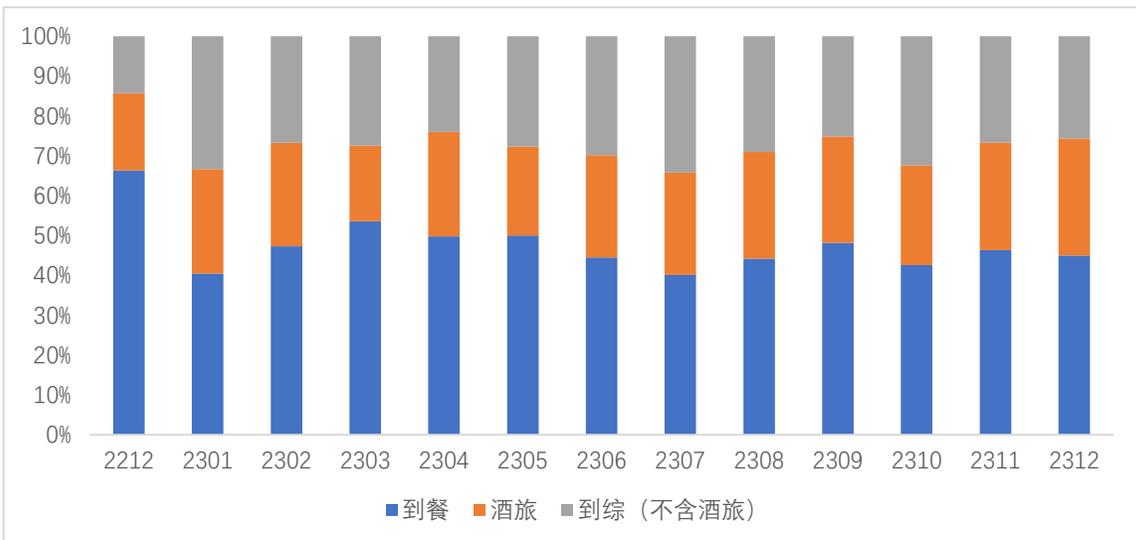
图：用户态度：经常发布优质短视频的商家更值得信赖



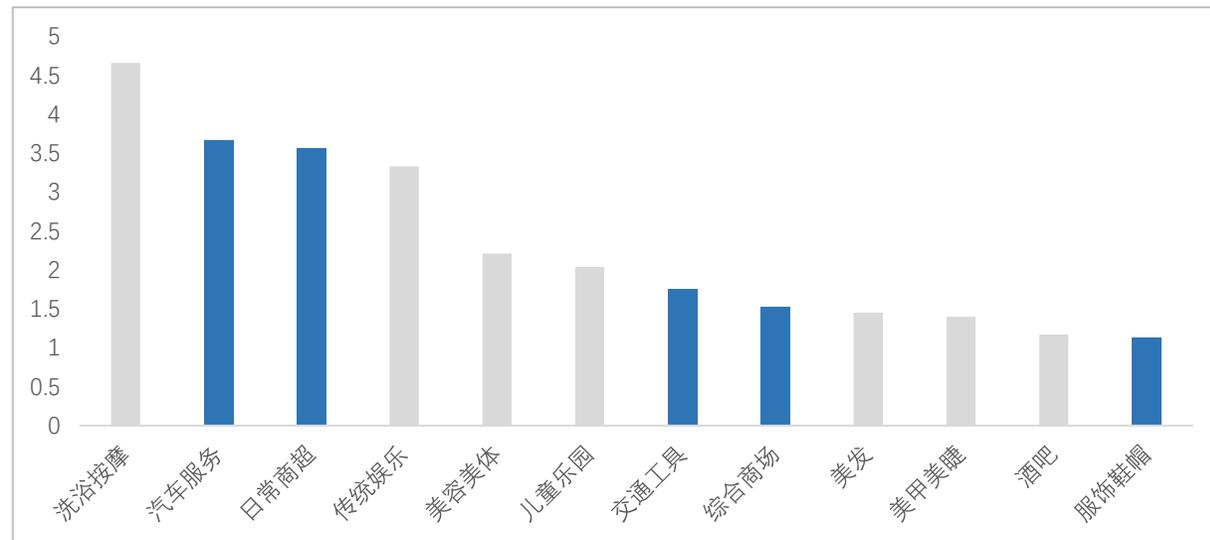
2.2.3 难以影响美团变现核心品类

- 我们预计2023年美团到店业务在到店酒旅收入中的占比约40%至45%，其中休闲娱乐、三美收入占大头，这些核心品类抖音影响有限。抖音做得较好的品类，如综合商场、汽车服务、日常商超、交通工具等与美团是差异化竞争。
- 到店行业更低的连锁化率：如2022年美业连锁化率5%VS餐饮连锁化率19%，适合在抖音上运营的连锁商家有限。
- 部分品类交易主要在线下（如2022年美业线上化率2% VS 餐饮不到10%），靠高客单价的老客盈利。抖音帮助商家在全城获取兴趣用户，但用户核销和留存会很差，而美团帮助商家获取周边目的明确、更容易转化为会员的用户（也是商家的核心需求），定位差异明显，这类商家较少因为增加抖音预算而减少美团预算。
- 达人有限：无足量专业度高的垂类达人带货，抖音通过让商家发展职人带货改善这一问题，但这类方式适合的也是门店多的连锁商家。

图：抖音GTV分品类结构



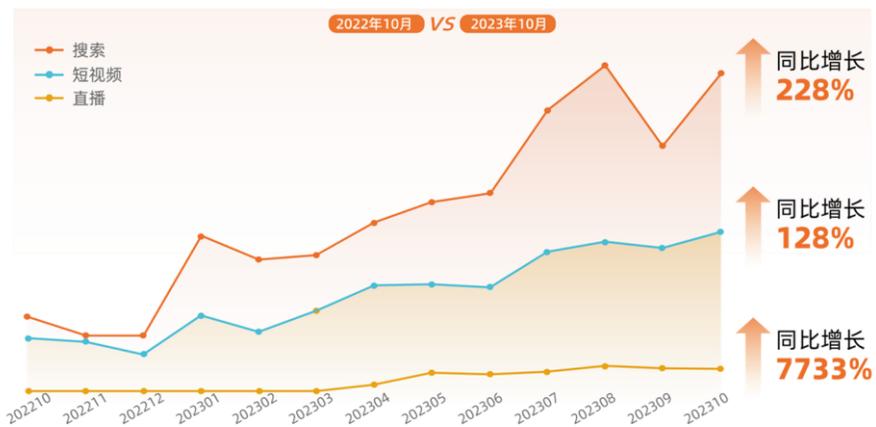
图：抖音到店领域成交金额指数过亿的品类（亿，24年6月）



2.3.1 短期趋势：疫后完善基建/生态实现增量GMV

- 2022年由于疫情管控政策，抖音本地生活迎来加速发展，超额完成目标；而美团到店后消费的模式受到压制。市场原预期进入2023年线下流量恢复将有利于美团不利于抖音，但抖音在2023年核销前GTV仍实现3倍增长，合作门店数同比增长125%，我们测算得平均单门店交易额同比增长近80%（部分受益于23年线下流量恢复）。我们认为抖音生活服务基建成熟/生态完善是重要原因之一，吸引更多商家的同时助力单商家GMV阶段性提升。
- 通过流量扶持、完善商家运营工具和方法论、提高流量推荐精准度，优化商家运营效率，实现商家数和商家GMV双增长。以到综为例，23年10月动销团单或服务数同比增长168%，订单量同比增长220%，订单转化效率提高；核销订单数同比增长267%，核销率提高。1) 完善商家直播工具和直播方法论，推动成交效率更高的商家自播。2) 提升推荐系统精准度及推动商家增加上架商品数量/内容投入，提升商家销售效率，如帮助商家更好承接“看后搜”需求（近30%的用户因“在抖音种草过这家店，想找出来看”而搜索，75%的搜索GMV来源于视频或POI浏览后被种草）。
- 服务商/达人生态进一步成熟。23年抖音发布探店规范，并开始治理二级代理商现象，将服务商从自主认证改成定向邀约入驻模式，开始大面积清退服务商；上线服务商星级认证，对服务商进行更加严格的管控。区域商家与服务商/达人合作的生态有所改善。

图：抖音生活服务综合行业三大渠道订单增长趋势及增速



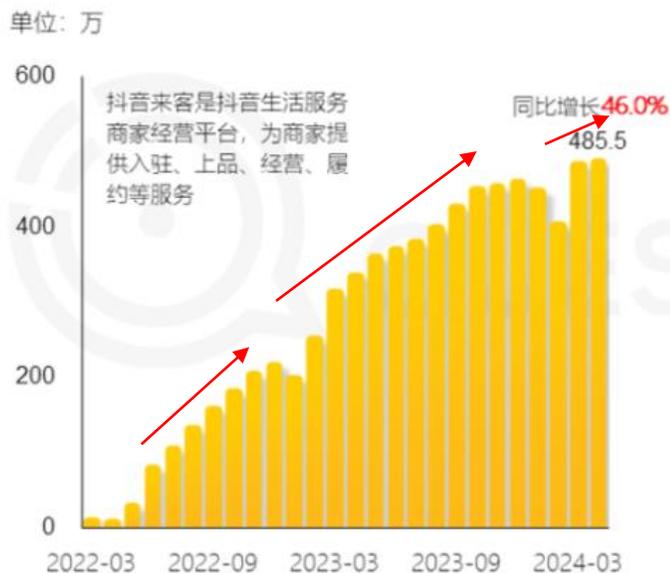
图：抖音2023年1-11月生活服务餐饮分渠道表现



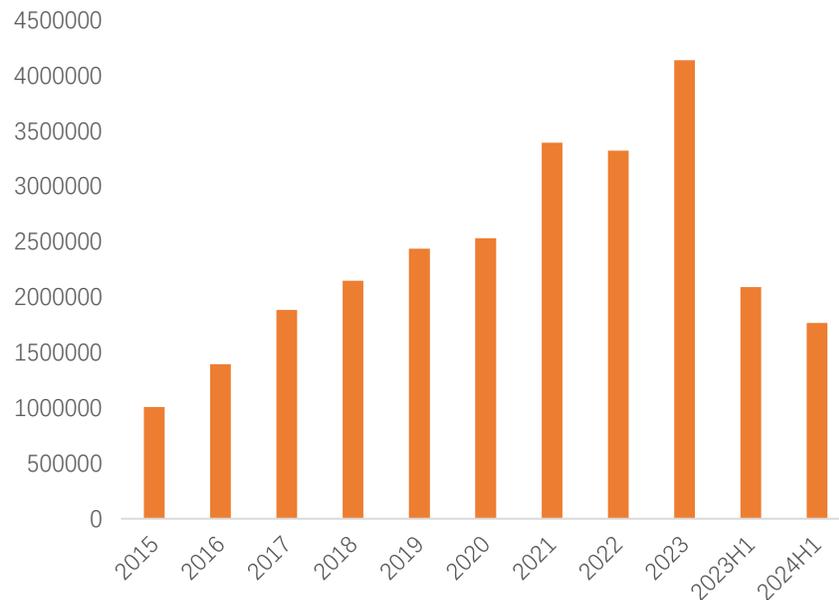
2.3.2 24年以来抖音拓店已开始放缓

- 24年1-3月抖音商家经营平台来客APP MAU增长有所放缓，我们认为原因包括：
 - 对头部商户数量和销售额的渗透到一定阶段。23年抖音餐饮品牌渗透率已达到90%；根据飞瓜数据，2024年以来头部餐饮品牌自播GMV有所下滑；
 - 新开店减少。23年本地生活新开店明显增加，如餐饮业相关企业新注册量超过400万家，创历史新高，抖音受益于此（其模式适合新店开业引流）；而进入24年H1餐饮新开店同比减少15%，不利于抖音扩展客户。根据36氪，在抖音24年4月组织结构调整后，杭州与温州BD被要求每人最多掌握250家商户，提高单个商家核销后GTV优先级>拓新。
- 随着餐饮等基本盘增长逐渐放缓，抖音开始在综合行业开拓更多品类，2024年放开众多新类目，包括从电商中移过来的房产/装修/服装等新二级类目，这些品类电商属性更重，与美团差异化明显。

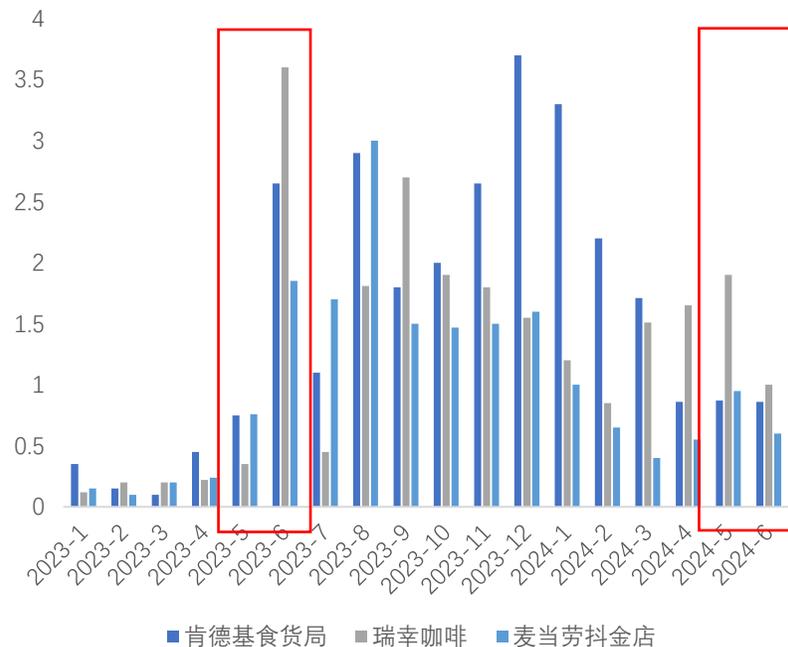
图：抖音来客MAU2024年以来有所放缓



图：2024年上半年全国餐饮业企业新注册数量同比减少（家）



图：抖音头部餐饮品牌2024年直播GMV有所下降（亿元）



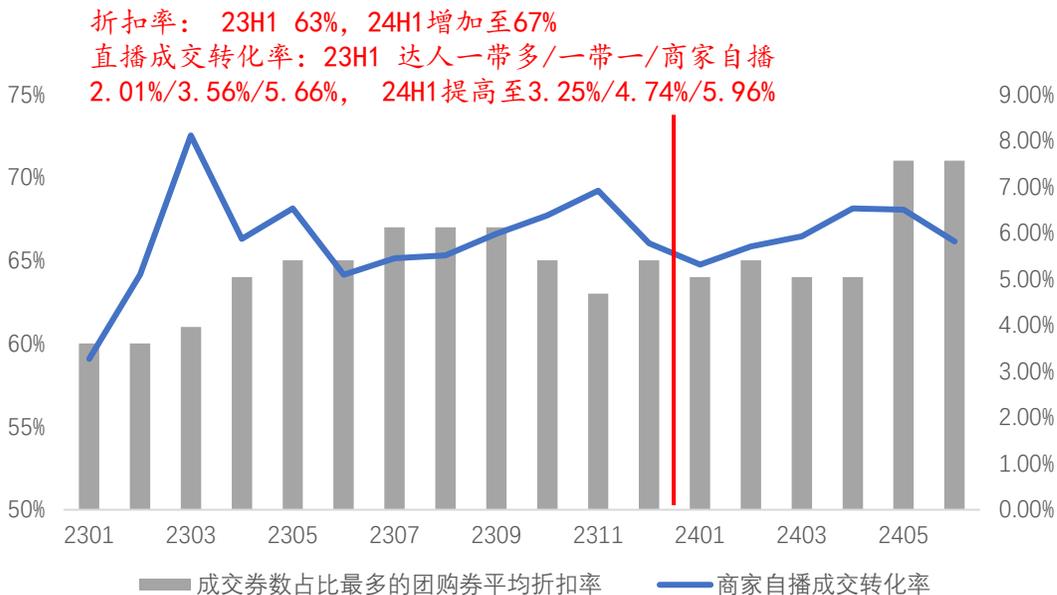
2.3.3 折扣驱动转为广告驱动商家GMV增长

- 22年抖音通过大量补贴打开本地生活市场，23年有所减少，24年追求盈利的前提下我们预计补贴将进一步收缩。
- 我们认为现阶段收补贴不仅符合抖音追求盈利的方向，与其追求GMV规模目标亦不冲突。
- 对于商家而言：折扣并非做大GMV唯一路径。如抖音直播大场存在“最佳折扣率”概念，即当商家折扣达到一定临界值，再额外做折扣产品销量也不会有明显提升。此时商家可将最佳折扣率之外的成本用于投放广告，合理的折扣策略和广告投入是提升效益的关键。
- 对于抖音而言：更精准的流量分发（基于兴趣、LBS等）、赋能商家更好在平台运营，方能驱动GMV更长效增长。
- 以抖音餐饮代表性品类火锅为例，24H1总体折扣力度同比变小，但直播成交转化率却有所提高；到综主要品类，如洗浴按摩、美容美体、泛主题乐园等24H1折扣力度环比变化趋势与转化率变化趋势相反（部分受季节性影响）。

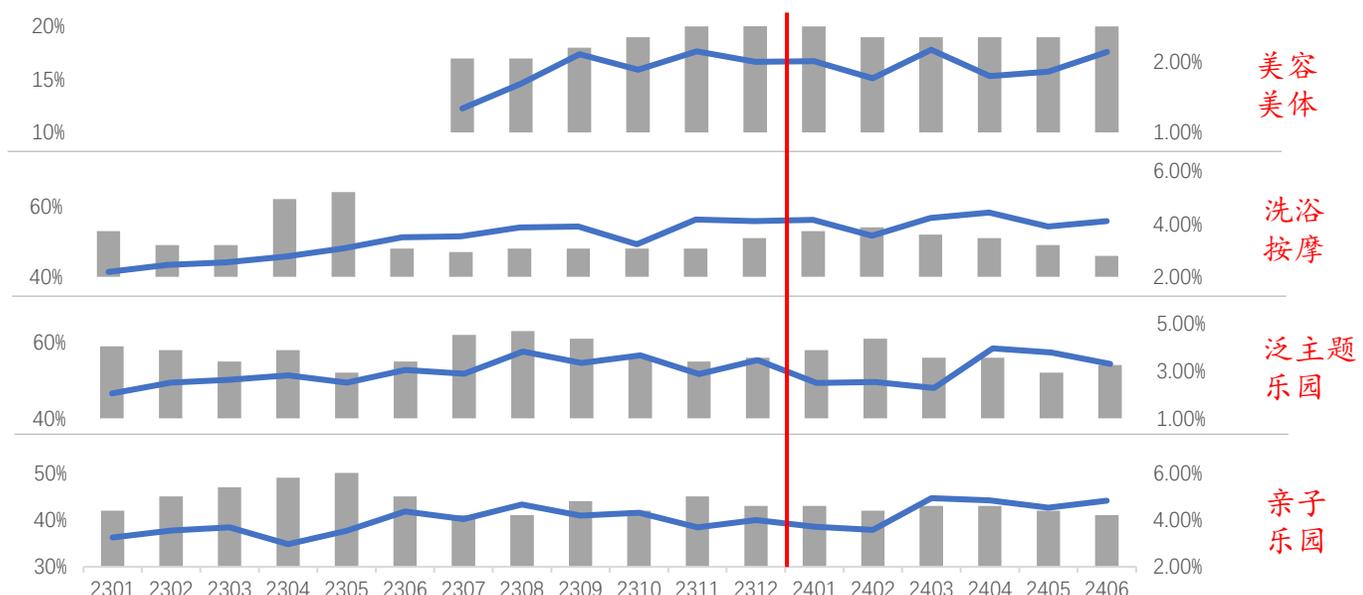
图：23年9月《抖音团购直播大场方法论》中最佳折扣率概念



图：抖音火锅品类折扣率及直播成交转化率（右轴）趋势对比



图：到综分品类折扣率及直播成交转化率趋势对比（灰柱：成交券数占比最多的团购券平均折扣率；蓝色折线：商家自播成交转化率，右轴）



2.3.3 折扣驱动转为广告驱动商家GMV增长

- 市场原先认为抖音的广告推荐系统难以实现区域化精准推荐，但实际上抖音通过广告产品的创新提高商家广告投放ROI。
 - 抖音原有广告投放平台巨量广告在区域定位上精度不足，导致商家难以通过它找到门店周围 3-5 公里内的客户。
 - 为此，抖音推出并持续迭代生活服务广告平台“巨量本地推”，来承接门店区域精准化推广需求。巨量本地推利用生活服务用户数据打磨算法，能够基于 POI 分发内容，帮助商家触达周边潜在客户。截至2024年1月1日，已有近100万商家使用本地推，实现短视频ROI提升5.8倍，GMV增长11.6倍；其中全域推广预期可以在ROI稳定前提下帮助商家直播GMV提升15%-20%。
- 但中长期来看，随着抖音本地生活内容加载率及推荐精准度提升到一定水平，平台商家数量增加和竞争激烈带来流量成本提升，我们预计商家在抖音平台上的ROI将逐渐趋平，也为美团货币化率提升提供机会。根据我们抽样统计(2024年7月，样本数为210个视频)，抖音APP本地生活交易相关内容加载率约9%，电商相关内容加载率约13%。抖音曾通过测试发现展示的电商内容一旦超过8%，主站的用户留存、用户使用时长会受到明显的负面影响，且考虑到本地生活内容属性强于电商，但变现效率不及电商，我们认为本地生活总体流量稳态占比或在8%-13%。

表：抖音生活服务商家广告体系

广告工具	定位	受众
本地推	生活服务一站式营销工具	所有本地直播场景，达人、商家、服务商均可进行投放。
DOU+	内容加热和营销推广工具	需以少量成本测试方向，或有正在传播的高热视频或帐号有较多粉丝。
AD 竞价广告	专业的广告投放工具	商家有巨量引擎帐号，有专业投放人员，或服务商可支持投放操作。
Feedslive 品牌广告	品牌推广曝光工具	头部品牌主题大场直播的开场环节，有品牌知名度且有流量承接能力。

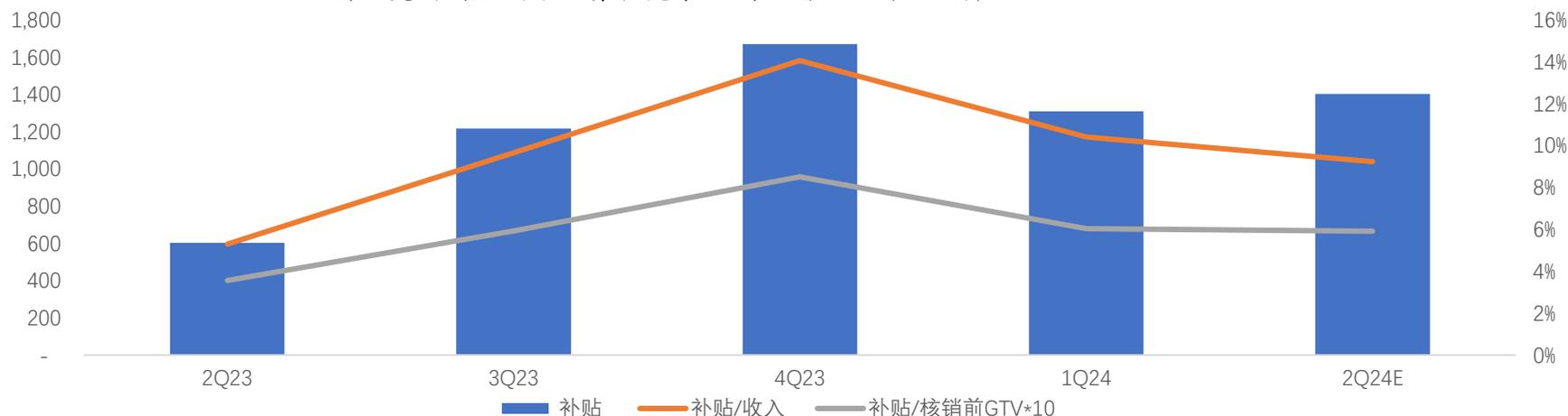
图：抖音本地推全域智能出价功能效果



3.1 美团反击：用户补贴拉平价格差距，OPM最差时刻已过

- **2023年，美团加强推广高性价比的爆款产品的能力，丰富视频/直播内容，强化消费者每日低价的心智。**1) 通过“特价团购”，与高质量商家合作，提供多元折扣优惠，提高流量分配效率，“特价团购”订单量快速增长。2) 推出一系列直播组合，包括官方直播（神抢手、爆团团）、商家直播及销售团队直播，满足消费者囤券的需求，23年直播交易规模迅速增长。
- **补贴有效性的底层逻辑：**由于美团在用户了解门店评价环节的明显优势，抖音上存在部分流量外溢（特别是高线城市、非全国连锁商户），美团提供同等甚至更优的折扣可承接部分用户需求。
- **对利润率的影响：**我们将2021年各季度美团到店酒旅业务利润率作为没有竞争影响的常态利润率，测算得23Q2-Q4为应对竞争增加的用户补贴金额（计入费用部分，后同）约为35亿元；进入2024年，由于抖音追求更好的变现和盈利，我们测算得Q1和Q2总体补贴相比23Q4有所减少，补贴在收入和GTV中的占比亦有所下降；且该趋势我们认为具备持续性（基于前文分析），我们认为美团利润率最差时刻已过。
- **我们认为更多玩家进入本地生活是确定性趋势，但“投入真金白银的热战”才会对美团利润率真正产生影响，而我们认为这类事件短期再次发生的概率较低。**1) 错过2022年的特殊环境，新玩家抢份额成本或将高于抖音；2) 拼多多TEMU仍在重点投入，我们认为其现阶段在本地生活上的重视程度不会太高；腾讯视频号潜力值得期待，但现阶段其尚在用户增长阶段，我们预计其在本地生活领域商业化进程不会太快；小红书用户心智优势明显，但资金实力有限，23年净利润约5亿美元，首次扭亏为盈；快手同样面临新业务投入和盈利稳定性的平衡问题。

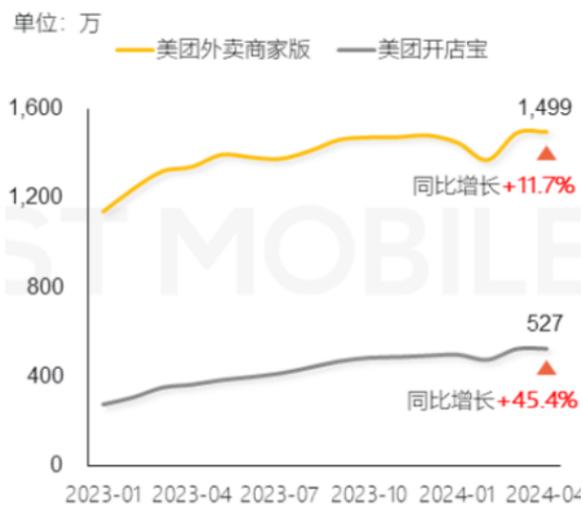
图：美团到店酒旅业务在竞争加剧后增加的补贴测算（百万元）



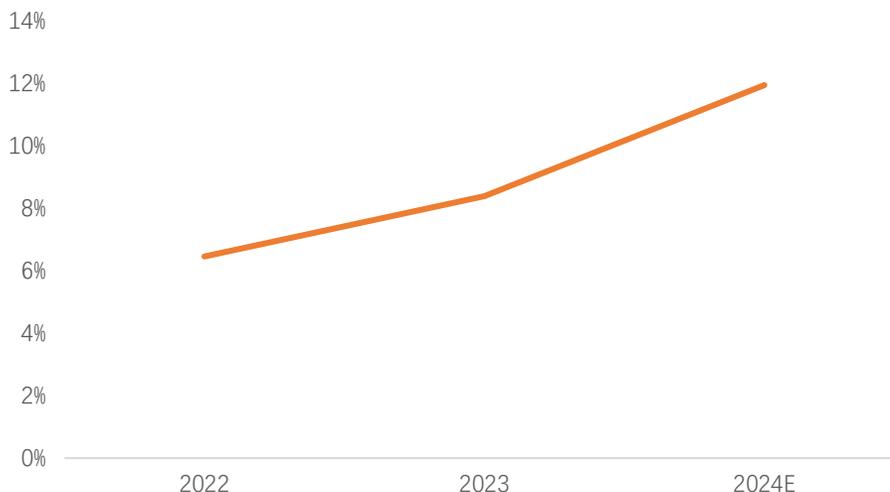
3.2 降低商家运营成本+拓展商家，加速行业渗透

- 在与抖音竞争较激烈的品类和商户上，美团通过降佣返佣以及降低商户通收费门槛等方式降低商家运营成本，加速商户渗透。
- 根据钛媒体23年5月的文章，大众点评对头部餐饮商家实行返佣政策（原先平台抽成5%，返佣最高或可达4.4%）。美团到店佣金率从23Q2开始降低。
- 下沉市场代理转直营，加强对下沉市场商家的管控，更好发挥美团地推优势，加速下沉市场的渗透。
- 美团开店宝APP 24年4月MAU同比增长45%，商户数多于抖音的同时增速与后者接近，商家拓展策略显成效。其中下沉市场表现亮眼，2023年前三季度县域乡镇地区（不含市辖区）在美团上有堂食套餐交易的餐饮商户相比2022增长超53%；24年春节美团生活服务日均消费规模五线城市是一线城市的2倍。而随着商家在抖音平台运营成本提升，我们预计美团整体货币化率将有更多修复空间。
- 我们预计美团2024年核销前GTV有望接近1万亿元，假设核销率85%，中性预计竞争格局稳定后的货币化率从23年的7%恢复至9%（略低于竞争前的水平），因格局变化增加的补贴控制在一年56亿元左右（一个季度约14亿元），对应OPM 34%，潜在变现利润约261亿元。

图：美团商家端APP MAU规模



图：美团+抖音餐饮核销后GTV在线下餐饮收入中的占比测算值

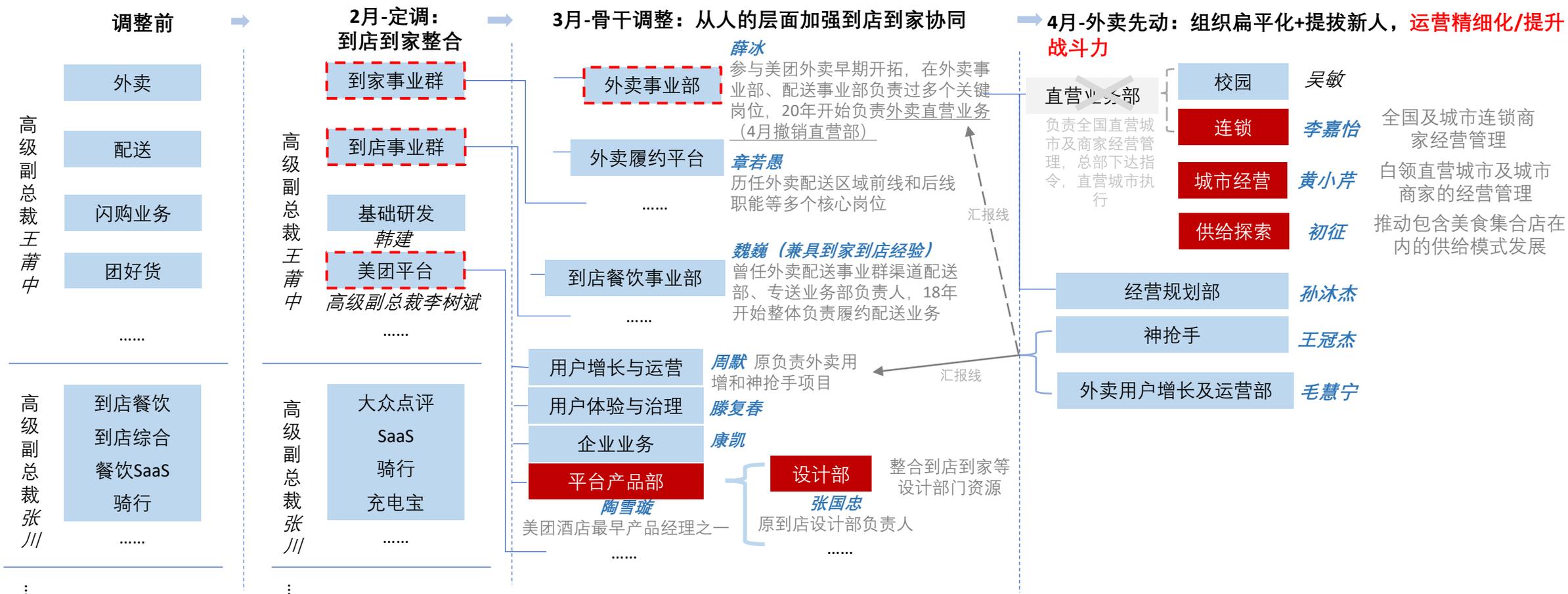


表：我们中性预计美团1万亿核销前GTV有望贡献261亿元利润（亿元）

	悲观	中性	乐观
核销后GTV	8500	8500	8500
收入	680	765	850
tr	8%	9%	10%
补贴 (括号内为单季度)	64 (16)	56(14)	48 (12)
补贴/收入	9.4%	7.3%	5.6%
补贴/核销后GTV	0.75%	0.66%	0.56%
运营利润	218	261	304
OPM	32%	34%	36%
OP/GTV	2.6%	3.1%	3.6%

3.3 美团反击：加强外卖到店协同，提高系统性效率

- 2024年以来美团组织架构进行多次调整，2月份开始整合到店和到家业务，到家到店事业群共同向王莆中汇报，4月美团平台、到店事业群、到家事业群和基础研发平台合并成为“核心本地商业”板块，王莆中出任核心本地商业CEO。
 - 商家到店到家营销工具的整合（如“神会员”），有望为到店业务导流+增强商家粘性，特别是在与抖音竞争激烈的连锁商家上。
 - 到家到店BD整合，进一步提升到店商家渗透率的同时有望系统性提高美团人员效率。



4 投资建议

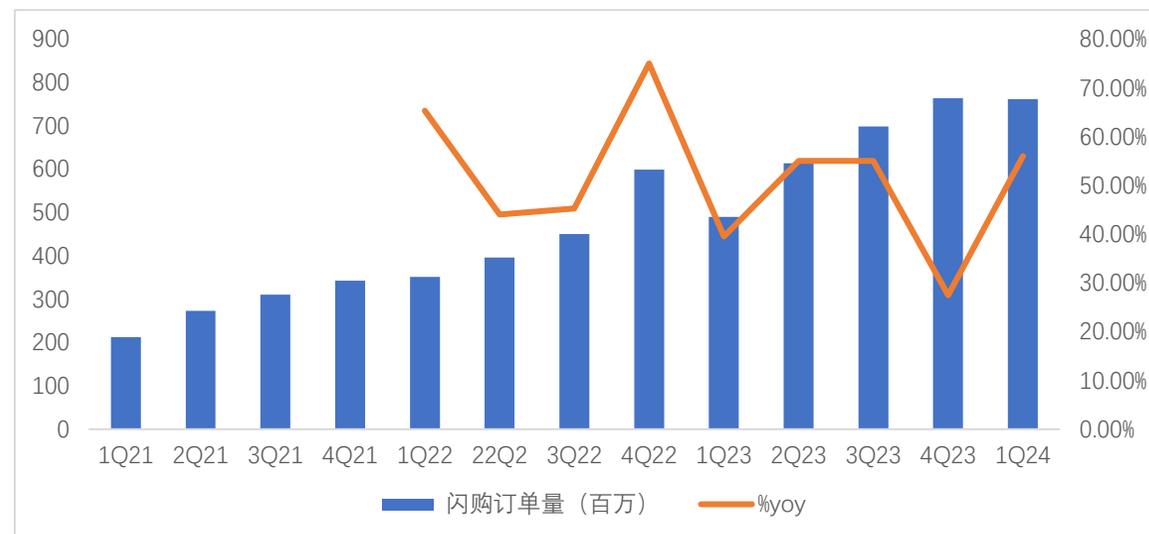
重点推荐美团-W。

- 外卖单量和AOV虽承压，但公司对UE具有极强的把控能力，广告货币化率提升和补贴优化将对冲AOV下滑影响，骑手成本优化将驱动UE进一步提升，外卖全年利润存在超预期可能；
- 24年抖音将更多关注盈利，美团利润化率有望恢复，同时到店和到家业务有望进一步发挥协同效应，更好稳定份额，这两年加速扩张的到店酒旅GTV有望在未来贡献更多收入和利润。
- 闪购Q1首次转正，单量高增长，未来有望打开公司估值空间。
- 我们维持公司2024-2026年经调整利润预测377/515/609亿元，取24/7/15收盘价，对应2024-2026年经调整PE为21/15/13倍，维持“买入”评级。（港元：人民币汇率取24/7/15值0.93）

图：美团外卖业务盈利能力稳定（元）



图：24年以来闪购单量继续保持40%~50%高增速，证伪疫后不可持续论调



- 竞争加剧风险：本地生活竞争加剧可能会导致公司短期份额和利润率出现波动。
- 消费恢复不及预期：消费不及预期可能会对公司整体业务发展产生不利影响。
- 外卖骑手成本上升：骑手社保政策的变动可能会增加公司的履约成本。
- 新业务扭亏不及预期：社区团购等业务可能会出现减亏乏力现象。
- 抽样调研数据与实际不符：由于抽样调研的局限性，我们的统计数据可能与实际情况存在偏差。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园