

美团-W (03690.HK)

垂直深耕到破壁融合，期待组织变革下的全新成长

公司研究 · 海外公司深度报告

社会服务

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

纵观美团历史发展，通过围绕“三高三低”（高品质、高效率、高科技；低价格、低成本、低毛利），以地推铁军进行垂直专业深耕，以性价比进行用户引流，以专业系统化运作成就高效，在国内本地生活服务行业竞争演绎中脱颖而出成长为行业霸主。

立足当下，面对消费环境变化和新的竞争格局演绎，美团一方面围绕“性价比”持续产品与模式优化创新；另一方面积极开启新一轮的组织变革和模式调整，不仅仅在于拓边界，还关注组织内部破壁融合下的效率提升；在流量和交易的护城河层面也开始着眼宏观环境的变化和未来行业新常态布局。鉴于此，我们对美团未来发展核心关注点如下：

- **组织端：从垂直深耕到破壁融合，怎么看公司未来组织架构调整的成效？** 公司过往成于垂直深耕下的专业高效，而今组织打通破壁融合下，未来的潜力空间如何？如何统筹协调内部流量端、商户端等资源打通？
- **流量端：美团的防守——神会员体系全平台系打通会是其流量巩固和提频的最终解么？** 如何内部协同有效打通？会员优惠对应的利从何来？平台和商户让利？如何通过模式迭代、流量闭环营造多方共赢，从而支撑性价比产品的持续创新？借鉴其他巨头会员体系建设，怎么看会员体系的短期与长期投入产出平衡？长线来看，是否需要考虑会员分层差异化服务与成长？
- **商户端：美团的进击——如何给商户创造更多价值（流量、现金流、利润）？** 上下游产业链梳理中，是否有新的流量和变现挖潜空间？如何真正实现本地消费全闭环场景打通？怎么看平台与商户组织模式迭代下的价值创造机遇？

当然，以上三个议题范围较广，我们将进行系列深度探讨，本篇深度仅为系列之一。同时，为了系统性分析美团组织变革下的成长展望，我们本篇深度报告的前面两个章节也适度探究了互联网本地生活行业竞争演绎和美团发展核心基因，以期为我们进一步分析美团下一步成长飞轮做参考。

历史变迁：美团发展聚焦“始于竞争、成于高效、垂直深耕、与时俱进”。经历过往10余年本地生活竞合发展，美团依托地推铁军，“垂直深耕”、专业高效，并与时俱进“组织变革”和“拓展边界”，在互联网本地生活赛道（上游高度分散、数字化程度低，交易履约偏重，毛利率相对不高），构造较高的规模经济盈利阈值，以打造核心护城河。多年沉淀下美团形成良好的本地生活用户心智，流量端本地消费目的性强但相对偏性价比。

当下时点：公司以新变革迎新挑战，流量端和交易端从垂直深耕走向破壁融合。1) 目前消费日趋性价比；2) 竞争格局持续多元新演绎，新入局玩家新变化；3) 公司应对新挑战，围绕“性价比”持续产品&模式创新，与快手等深度合作，并基于既有垂直深耕下的专业效率基础，立足新一轮组织变革，推动到店和到家等全生态链破壁融合，流量端和商户端业务整合打通有望带来新一轮增长潜力。

多维探讨：组织端、流量端、商户端打通，性价比趋势下打造新的成长飞轮。1) 组织端：今年以来人员和组织架构调整，以王莆中为核心，中高层人员调整&一线人员融合，为后续业务打通扫清组织障碍。2) 流量端：7月以来，美团神会员升级，从到家延伸至到店等各业务，本文借鉴国内外龙头会员体系（亚马逊、Uber、阿里88VIP、航空酒店集团等），看美团神会员未来核心与潜力：全平台会员权益打通复用，促交叉销售、消费提频、用户粘性，支撑性价比创新，中长线兼顾会员分层以多元变现。3) 商户端：商户端持续推进到家和到店组合营销和性价比创新迭代。强地推+业务融合，平台通过流量挖潜和业务性价比创新，以本地生活全闭环消费场景打通（外卖，自提、到店），为商户创造更多价值（用户、现金流、利润等）。

量化测算：组织架构打通助力消费提频，为持续性价比优化奠基，中线有助于提升变现率和经营利润率。我们认为，一方面到店和到家打通、流量打通挖潜，有望为公司持续推出创新的性价比功能（拼好饭、省钱版等）提供基础；另一方面，通过对商家综合赋能的强化，平台整体在线营销收入有望企稳回升，从而提升货币化率。我们预计未来几个季度系公司战略变革效果验证的重要观测窗口，我们测算：1) 尽管外卖AOV可能受消费环境影响，且抖音等竞争阶段可能略反复，但其货币化率和经营利润率2024年仍有望同比略提升0.3-0.4pct；2) 到店酒旅业务货币化率有望在Q2和下半年持续环比企稳回升（2023年以前估算达9%+，2023年逐季下降至6-7%，2024年渐进回升，2025年乐观来看6.5-8.5%，助力2025年业绩增长弹性25%+）。中长线来看，对内会员和商户端的打通有助于提升公司的核心护城河，对外全面加强和快手深度合作，助力公司强化下沉获客潜能。

投资建议：维持“优于大市”投资评级。暂维持2024-2026年经调整净利润366/491/583亿元，对应PE值17/13/11x，维持目标价125-144港币。我们认为，本地生活赛道竞合发展，核心看公司能否持续优化和成长挖潜。展望后续，公司新一轮组织变革逐步落地，7月神会员全面打通以及到店和到家业务破壁融合开启，持续围绕性价比持续产品和模式创新，强化本地生活全闭环消费场景挖潜，有望打造公司新一轮成长飞轮，维持“优于大市”评级。

风险提示：1、消费力承压可能导致经营不及预期；2、政策风险、监管风险、舆论风险等；3、行业竞争出现新变化；4、技术变革带来的潜在风险等。

01

美团基因：“始于竞争，成于效率，垂直深耕，拓展边界”

02

本地生活：边界扩容、玩家丰富，模式升级，竞争演绎

03

美团最新进击：从垂直深耕到破壁融合，新阶段新探索开启

04

美团盈利预测、估值和投资建议

美团基因：“始于竞争，成于效率，垂直深耕，拓展边界”

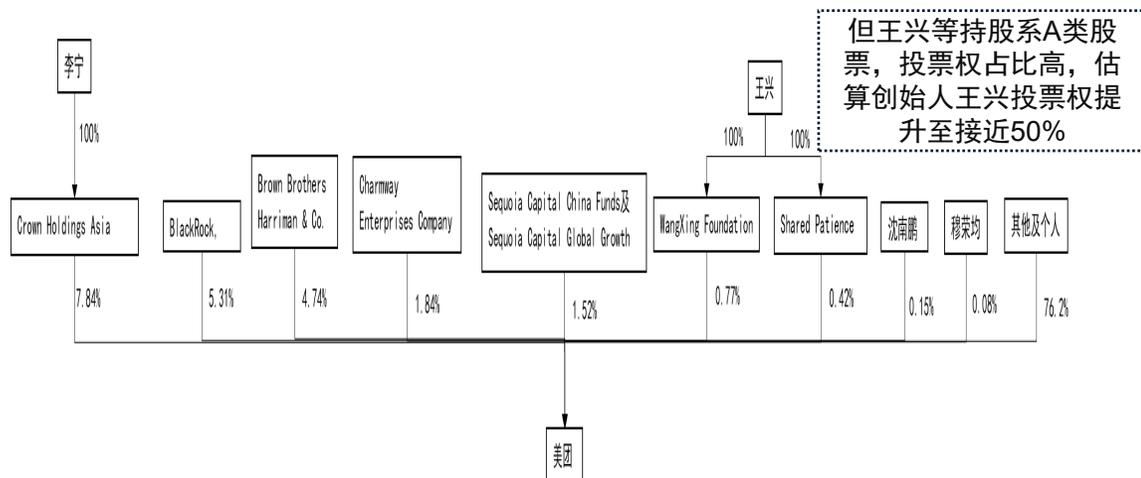
美团：从创始人王兴创业历程，看美团基因：九败一胜，重现金流与效率，深度思考商业模式。

美团成立于2010年3月（大众点评成立于2003年），以团购业务起家聚合流量，深耕互联网&本地生活基础，在几轮竞争厮杀中以垂直专业高效等脱颖而出，打造较高规模盈利阈值护城河，并与时俱进战略迭代升级，成为国内互联网本地生活的龙头霸主。2018年成功港股上市。

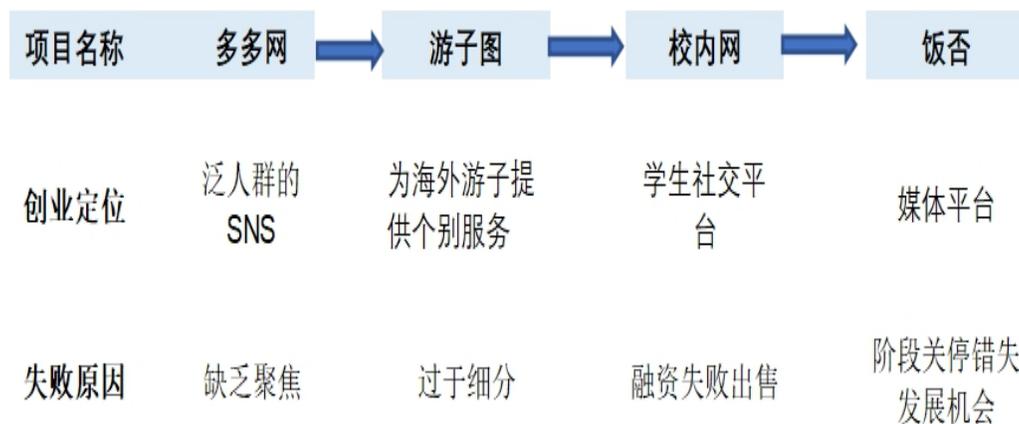
➢ 创始团队以及其核心管理团队对公司一直拥有重要话语权。通过A\B类股不同投票权的设计，A/B类股票每股投票权为10:1，创始团队A类股票占比较高，对公司经营具有核心话语权。其中，创始人王兴在美团创业前，经历了几次互联网创业失败，但也让其对互联网创业有了更为深刻的理解：1、现金流、专业效率优先；2、商业模式边界可持续拓展；3、技术+强管理团队+结合国内特色因地制宜发展。

➢ 正是得益于上述经验教训，王兴在美团创业发展的10余年历程中，一是高度重视现金流，不盲目烧钱，度过了创业初期的寒冬；2、精细化管理，关键时期吸纳人次搭建地推铁军，组织变革垂直深耕高效，在高度竞争、部分细分领域毛利空间有限的情况下仍然脱颖而出。

图：美团的股权结构



图：王兴在美团之前的几次创业历程

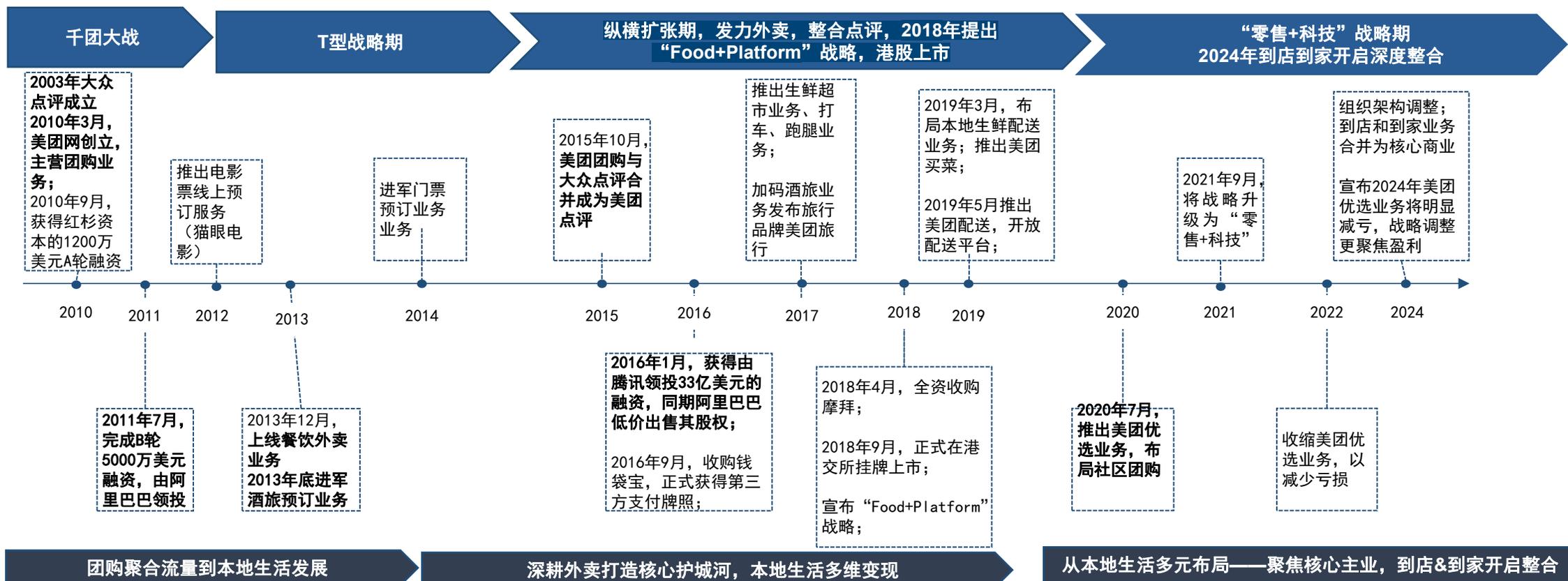


资料来源：同花顺、《王兴传》、《九败一胜：美团创始人王兴创业十年》，百度百科，国信证券经济研究所整理

美团基因：“始于竞争，成于效率，垂直深耕，拓展边界”

- 始于竞争：互联网本地生活赛道从不缺少竞争，无论是成立之初的千团大战，亦或后续外卖、酒旅、社区团购之争，以及2022年以来抖音降维打击等，行业竞争始终存在（参考附表）。但是，单一价格竞争终究趋缓，用户心智培养、交易端深耕和生态构建系核心。
- 我们认为：“成于效率、垂直聚焦、拓展边界”贯穿美团发展始终，与时俱进组织和战略变革是其发展的核心动力。1) 千团大战时期——重现金流精细化营销，培养针对商户端的专业化地推铁军胜出；2) T型战略时期，美团聚焦餐饮为核做本地生态，多元找突破口；3) “Food+Platform”战略期，围绕餐饮深耕，外卖履约打造护城河，酒旅等进一步变现；4) “零售+科技”战略，从餐饮可送到万物可送，边界延伸；5) 2024年后，公司开启“到店和到家”核心业务的全面打通，助力会员和商户端深度挖潜。

图：美团发展历程总览



资料来源：同花顺、《王兴传》、《九败一胜：美团创始人王兴创业十年》，百度百科，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

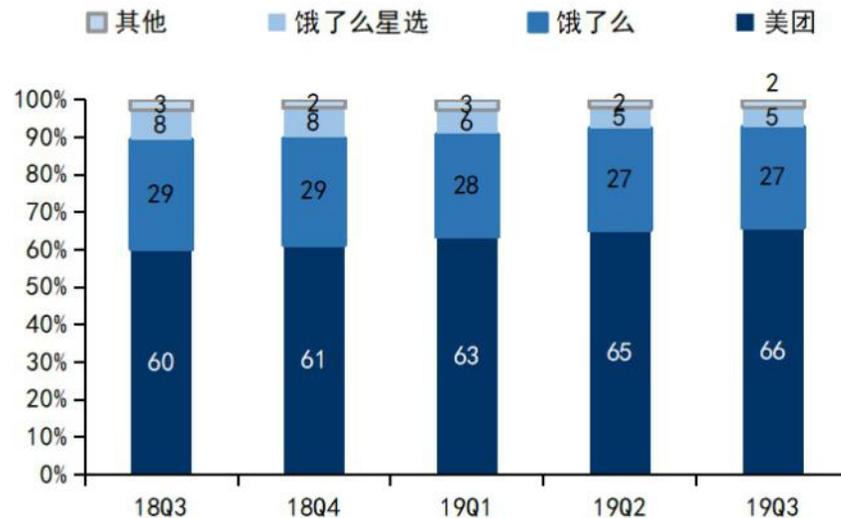
美团：多次核心战役后发先至，验证其效率基因和生态链潜力

- **团购：地推铁军，深耕商户端、提升用户体验、理性扩张胜出。**千团大战时期，竞争对手多“规模扩张+低价流量”粗放发展，而美团则专业化打造地推铁军（打造出本地生活业态的地推团队SOP、人才培养体系），并“精打细算+守住现金流+注重用户体验”脱颖而出，切入本地生活赛道的两大核心：1、用户流量可持续发展-“品质低价（首创团购-随时退，过期退）”；2、供应链深耕、维护并控品质。
- **外卖：成为细分领域绝对龙头。**依托团购流量（美团团购+大众点评内容流量）+地推基础奠基，公司依托到店餐饮商户等基础，拓展餐饮到家-外卖业务，并自建核心的即时配送能力。虽然即时配送能力投入重，盈利对规模和效率的要求较高（美团自身历经5-6年才外卖实现规模化盈利），但规模化壁垒较高。因此，公司通过外卖领域多年垂直深耕，成为外卖领域排名第一的龙头，借此奠定了自身最核心的竞争力——强大而高效的即时配送履约能力。

图：2015年外卖市场份额



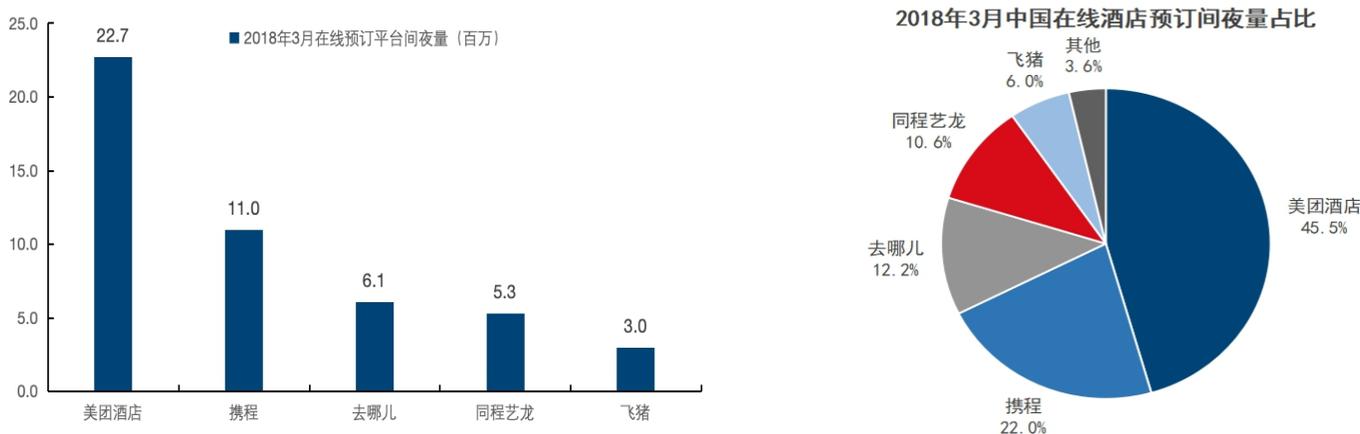
2018-2019年国内外卖份额龙头份额变化



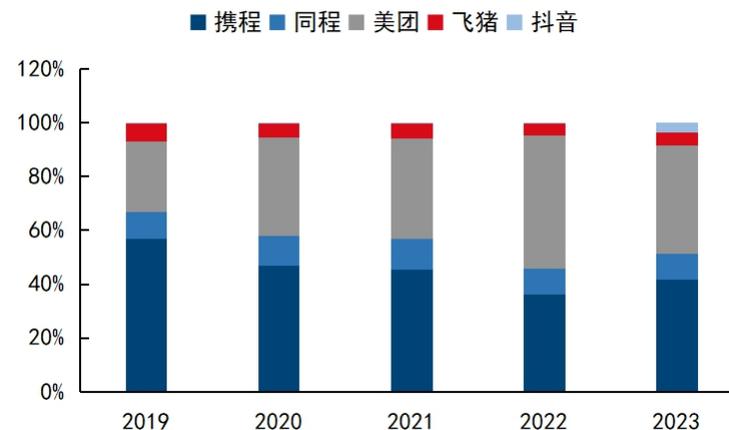
美团：多次核心战役后发先至，验证其效率基因和生态链潜力

- **酒旅：行业后起之秀，但通过流量优势+错位竞争，快速成为酒店间夜量第一，下沉市场优势尤其显著。**客观而言，美团2013年底才开始布局酒旅业务，此时携程、艺龙等OTA龙头已发力多年，但美团却能快速崛起，2014年后超过艺龙，2018年间夜量逐步超过携程系。
- **美团酒店在线预订业务胜出关键：1、流量优势&错位竞争：美团依托本地生活高频流量基础，高频打低频下，流量成本相对低于其他OTA，并主要以本地住宿需求为突破口（符合其流量基因），拓展医院、学校、影院等周边住宿需求，进而错位竞争崛起（一开始并非直接与携程等异地出行场景正面竞争），此后规模铺开，酒店规模迅速起量，尤其在下沉市场优势突出；据Questmobile，美团近9成的酒店订单都来自既有外卖或到店业务客户；2、供应链层面：美团的地推铁军可以助力其快速全国酒店签约，并可实现持续维护（相比互联网其他轻资产变现模式，酒店在线预订尤其日历房对供应链的持续维护要求较高，需要了解酒店房量、价格每天变化）。目前来看，美团在中低端酒店领域占据优势地位，在总间夜量上也优势明显，而携程主要在中高端酒店预订GMV领域占据优势地位。**
- **快驴：餐饮B2B物流供应链，先直营后平台模式，兼顾规模、品控与效率，后发先至超过原有细分龙头。**

图：2018年3月，美团间夜量首次超越携程系之和，成为国内酒店间夜平台销售量第一



图：在线住宿领域龙头份额变迁（按GMV估算）



资料来源：TrustData，公司财报、36kr，虎嗅网，国信证券经济研究所整理估算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

01

美团基因：“始于竞争，成于效率，垂直深耕，拓展边界”

02

本地生活：边界扩容、玩家丰富，模式升级

03

美团最新进击：从垂直深耕到破壁融合，新阶段新探索开启

04

盈利预测、估值和投资建议

为何互联网本地生活赛道不同阶段竞争持续演绎？——赛道空间广

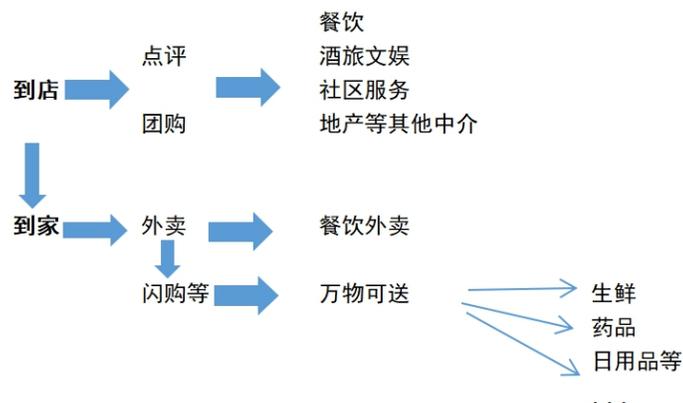
为何互联网本地生活赛道不同阶段竞争迭代演绎？——核心在于1：赛道边界相对广，万亿赛道空间广阔

- **互联网本地生活：宽边界，广空间，万亿赛道。** 聚焦互联网本地生活赛道，其最核心看点在于其覆盖居民日常消费众多方面，在国内互联网高速发展的背景下，成为居民线下消费的重要刚需赛道，综合和垂直平台多元发展，市场空间广阔。按艾媒咨询数据，2023年本地生活服务市场中仅外卖业务规模有望超过1.5万亿元，叠加生鲜和其他社区服务等，综合规模可超2万亿元，伴随互联网本地生活品类线上化和更丰富的导流方式，二三线及下沉市场渗透持续提升，其未来规模还有望持续扩张。
- **国内互联网本地生活发展：“从点评-团购”（模式首次迭代创新），“扩区域加速渗透”，“从餐饮到本地生活各品类”（扩边界），“从到店至到家”（产业链价值再造），“从餐饮外卖到万物可送”（扩边界），“从货架电商模式到直播电商/内容电商模式兼具”（流量模式创新），经历了区域扩容、模式创新、内涵扩容、价值再造等持续演绎，在流量和变现竞争与再平衡中成长发展。**

图：互联网本地生活业态发展历程



图：互联网本地生活边界持续扩容



图：互联网本地生活到店消费品类和各线市变化情况



资料来源：艾媒咨询、36kr、虎嗅网，百度百科，国信证券经济研究所整理

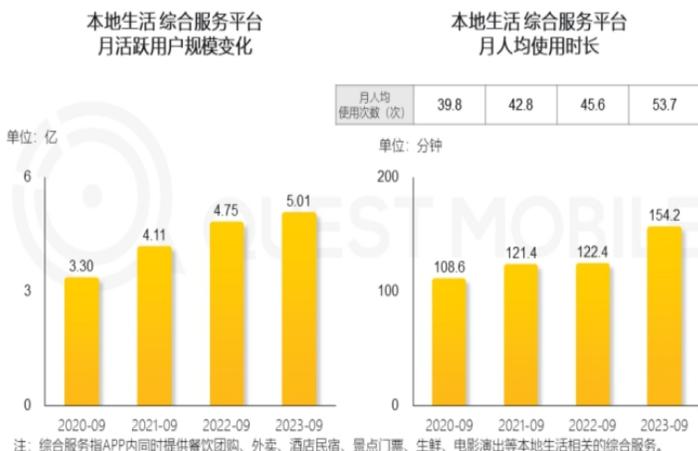
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

为何互联网本地生活赛道不同阶段竞争迭代演进？——用户基础雄厚且交集多

为何互联网本地生活赛道不同阶段竞争迭代演绎？——核心在于2：用户基础广泛，与其他互联网巨头用户交集相对不低。

- 互联网本地生活业务用户基础雄厚。结合下图，据QuestMobile统计，2023年9月，本地生活综合平台月活用户达到5.01亿元，规模庞大；月人均使用时长达154.2分钟，使用频率尚可，且2023年预计仍较此前呈现较快增长。同时，从渗透率看，以2023年4月数据为例，国内互联网本地生活业务中，综合服务全网渗透率38%，其他则相对不高，虽然与各业务自身使用频次等相关，但综合仍有进一步提升空间。
- 互联网时代线下消费的刚需赛道，龙头往往与其他互联网用户交集不低，其中美团与抖音的重合度占比最高。由于互联网本地生活赛道在一定程度上系居民线下消费服务的刚需，覆盖了广泛的客户群，因此客户往往与其他细分互联网巨头等有较多交集。如下图所示，美团与众多互联网巨头的用户在一定程度上均有重合，其中与抖音的客户重合度最高。同时本地生活日常交易场景也丰富多元，这也在一定程度上导致不同阶段不同互联网龙头在互联网本地生活领域有差异化布局和竞争迭代。

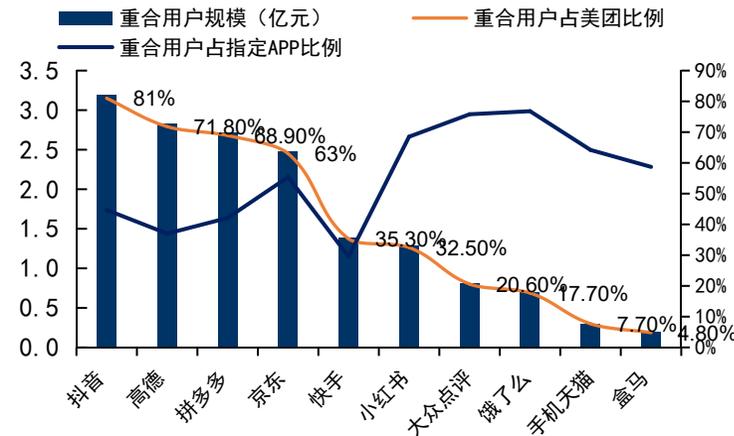
图：2023年互联网本地生活用户数情况



图：各细分领域用户规模和全网渗透率



图：互联网用户重合情况对比：美团和抖音重合较高



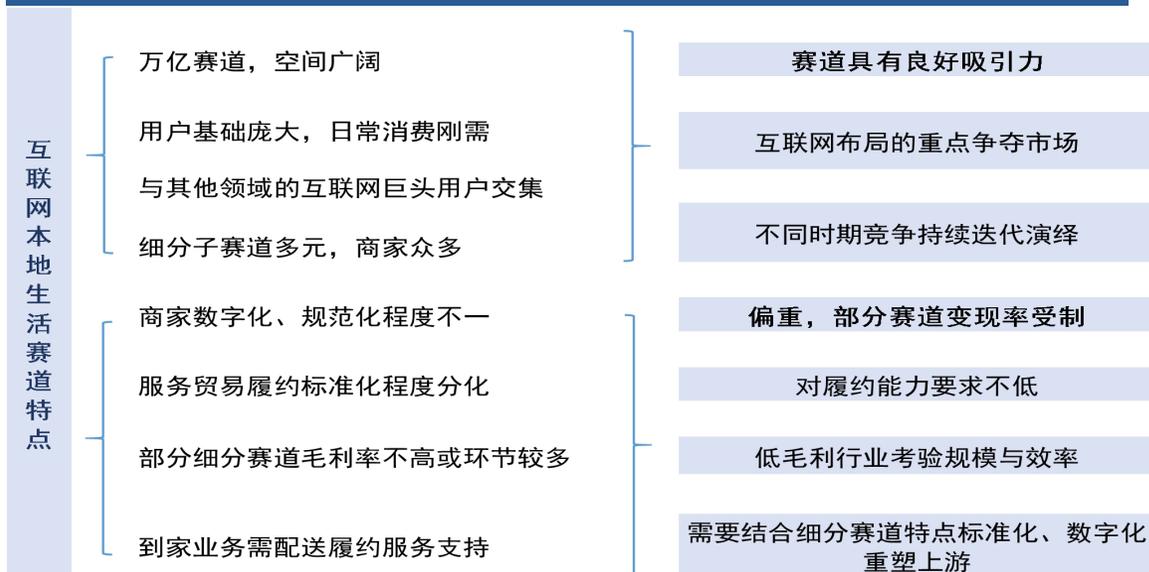
资料来源：QuestMobile, 艾媒咨询, 36KR、虎嗅网, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

综合来看互联网本地生活赛道的特点：

- 本地生活边界较宽，赛道空间广阔，用户基础雄厚，互联网巨头用户往往有交叉偏日常刚需赛道，有相对韧性，且细分赛道众多，可在一定程度上包容不同龙头的差异化竞争，也正因此不同阶段均有不同竞争者接入，吸引众多龙头布局。
- 互联网本地生活作为其作为消费者通过线上平台与线下服务业的连接，受制于线下服务业多数分散、数字化低等特点，B端和履约支持要求不低，属于互联网中偏重的赛道，且线下不同服务业的毛利率空间也部分影响其变现率水平，故高效率、B端及履约能力较为关键。
- 鉴于此，互联网本地生活赛道阶段经历不同形式的竞争，但每个阶段后也会相应沉淀细分龙头相关护城河和能力，从而助力其进一步成长，其中C端流量和B端履约能力各有差异，互联网龙头具体做广做深所需能力半径也不同，带来不同演绎差异。

图：互联网本地生活赛道特点总结



资料来源：艾媒咨询、36KR、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

互联网本地生活之争：C端流量之争？B端履约能力之争

- **互联网平台变现方式：一看广告变现，二看交易变现（佣金/打赏等）。**聚焦本地生活平台赛道，广告模式下重在C端有效流量转换，核心看流量规模和转换效率高；交易模式核心在于交易履约支持，与商户端的衔接转换以及推动交易变现能力系关键。
- **聚焦互联网本地生活平台，核心在于到店与到家两大业务类型。**如下图所示，一般而言，我们认为离消费者越近，流量溢价相对越高；离商户越近，对平台履约能力支持要求相对越高。鉴于此，互联网龙头本地生活竞争核心仍然系流量端之争和B端履约端之争。
- **到店模式：源于团购，广告+佣金模式并存。**平台可以通过众多层面触及消费者：一是流量优势对商户进行品牌宣传；二是通过团购、线下产品线上上架等方式，方便线下商户进行加速商品购买转换；三是消费者点评及售后处理，点评信息沉淀后成为消费者交易转换的重要依据。对抖音而言，短视频流量的优势下，其故品宣优势尤其突出，但核销率可能分化较大；而美团核心相对优势更偏向第二与第三层面，即多年用户心智下积累的信息转换能力和交易内容反馈支撑，核销率较高，但搜索流量不如主动流量在宣发上的优势突出。同时，由于到店模式最初源于团购，以性价比方式揽客，故相关平台用户对价格也相对敏感，补贴差异对用户消费阶段有一定影响。鉴于此，故美团也开始拓展直播导流等方式，并通过佣金率下降进一步捆绑商户
- **到家模式下：对即时配送等履约能力要求相对较高。**1) 配送服务的时效和口碑，受自营配送的占比以及整体配送网络的密度影响最关键；2) 单均配送成本的有效控制，不同时间范围内配送能力的有望匹配和挖潜，对配送团队的规模和组织运营效率有极高要求。综合来看，到家业务规模效应较高下交易端护城河较高，流量降维打击阶段冲击有限。

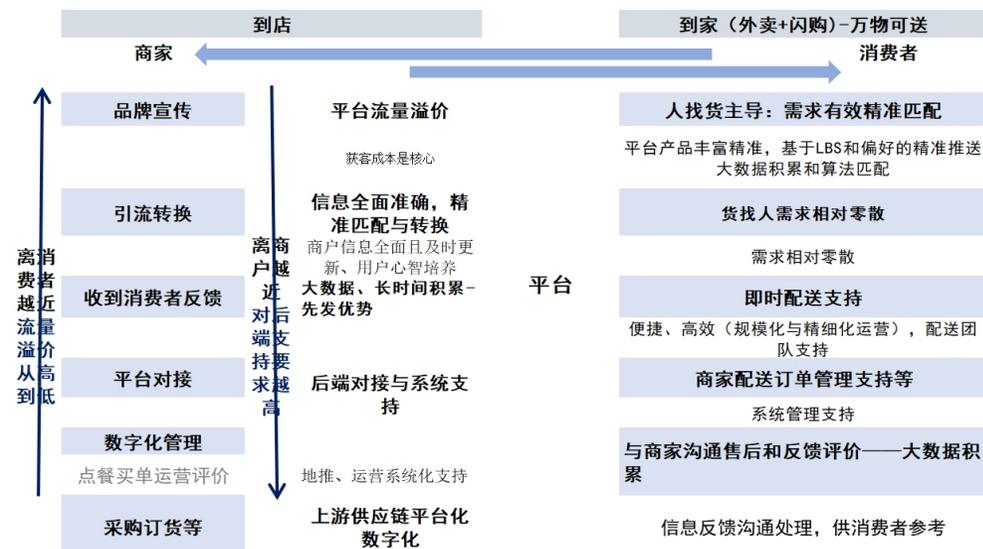
图：互联网双边平台商业模式



注：增值服务主要为平台提供相应工具或服务，B端主要表现为针对供给方提供的营销管理类工具、供应链借贷等金融服务，C端主要为信用卡、借贷类金融服务。增强权益主要为平台提供的强化服务，B端主要表现为商品/内容的排位、推荐提升服务，C端主要为会员充值提升体验等服务。

资料来源：Questmobile, 36KR, 国信证券经济研究所整理

图：互联网本地生活业务：从流量到变现端，看到家与到店业务拆



2023年以来，本地生活竞争新演绎



- 总体来看，主要本地生活平台2023年经营表现如下表所示。伴随国内线下消费的逐步复苏，各互联网龙头本地生活业务也录得快速规模成长，整体呈现进一步竞合发展的格局。
- 客观而言，在互联网信息透明的情况下，消费者比价便捷。低价引流可阶段推动成长，但消费者的补贴核心来自平台或者商户端的让利，性价比可持续发展肯定要求多方共赢。因此，各细分领域的毛利率空间，平台规模效应和不同业务发展阶段等，也会带来的新的影响。
- 2024年，伴随整体外部环境的变化和各互联网龙头对盈利等的考核要求提升，本地生活行业竞争出现新演绎。上半年，抖音开始组织变革，从业务线调整至区域大区，考核更偏向核销率等提高（针对其直播泛流量下核销率相对不足的局限）；美团在2023年丰富直播等引流，同时降低对商户端的佣金率情况下，2024年也开始组织变革，到店和到家打通，进一步提高内部流量打通和转换以及商家资源互通提效。不过，由于整体消费环境带来的GTV增长压力以及龙头本地生活布局差异，预计后续互联网本地生活行业的竞争仍可能持续差异化演绎中，核心仍然看龙头自身强化阿尔法的能力，能否充分挖潜自身业务夯实护城河，提升其盈利与成长。

表：互联网龙头2023年本地生活业务表现情况

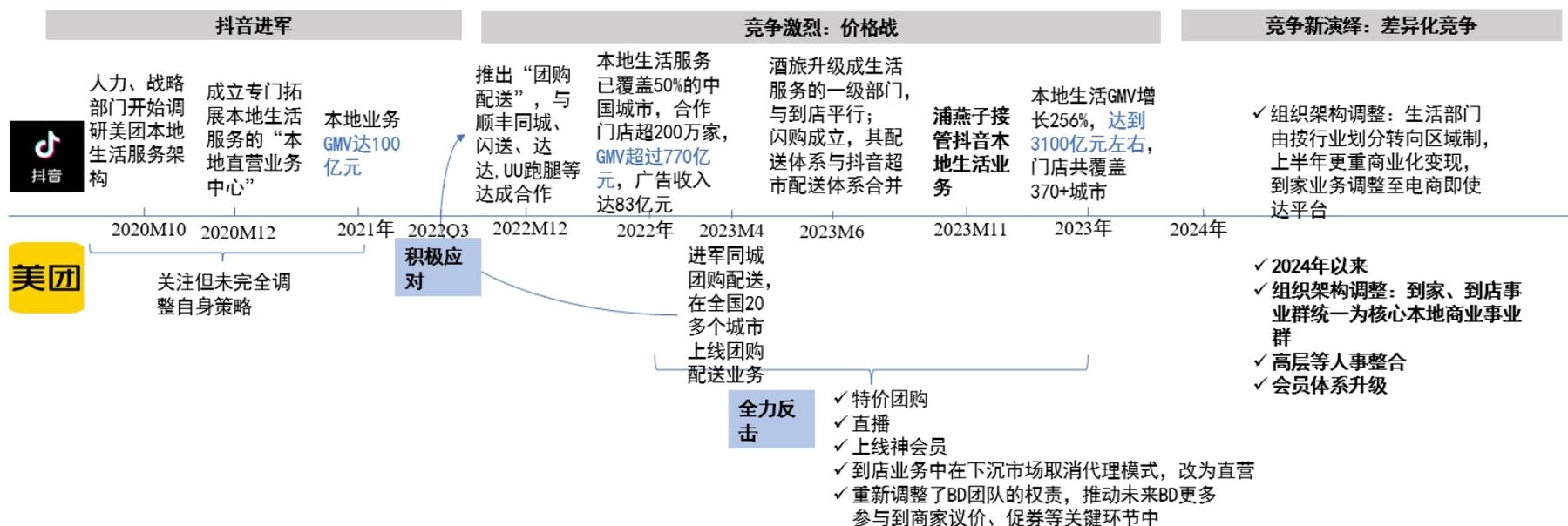
本地生活	收入（亿元RMB）	增速	合作商家及其他
美团	2069	收入+29%	活跃商家950万，合作商家预计更高
抖音		GMV增256%	合作商家超450万
快手		GMV增长25倍	品牌商家数同比增幅417%，用户增23倍
京东到家	469	4.50%	超50万家，增100%
阿里（2024财年，2023Q2-2024Q1）	598	19%	经调整EBIT亏损98亿，减亏25%，主要系饿了么改善

资料来源：21财经，各公司财报或官微，雷帝，美团、京东、阿里本地生活有2022年外卖等即时配送业务基数影响；国信证券经济研究所

本地生活竞争演绎变化：抖音2022年底本地布局加码，美团2023年后逐步反击

- 2023年，在互联网本地生活领域，伴随线下活动恢复，各类互联网玩家均加速布局（见附录），其中抖音和美团竞争激烈，抖音依托流量优势快速成长。近几年，抖音逐步布局本地生活业务，2023年全面加速，通过其短视频等流量扶持、补贴获客和商户端资源倾斜（虽然抖音本地生活的流量变现远不如其电商业，但自然流量分发时仍向本地生活用户倾斜），其在本地生活领域快速成长。据抖音发布的《2023年度数据报告》显示，2023年生活服务GTV同比增长256%，超450万家门店获得生意增长。根据久谦中台等数据，估算2023年抖音本地生活GTV预计全年逼近2700亿，核销后估算近2000亿元，与美团规模相比估算大概为1:3。据晚点latepost报道，2024Q1抖音生活服务核销前销售额超1000亿元，同比去年增速超过100%，环比去年四季度持平，未能进一步缩小与美团的差距。
- 鉴于此，2023年美团全面应战，通过下调部分到店商户佣金率，直播+特价团购+神会员等组合出击，全面发力。虽然阶段到店业务利润率受损，但整体反制措施也逐步取得了较好的成效。据晚点latepost报道，美团到店业务2023Q4和2024Q1的销售额均稳定在2000亿元左右。半年来，双方的市场份额未发生大变化。同时，2024年Q1以来，美团核心商业在线营销等收入回升，进一步验证其防守初现成效。

图：2020至今，抖音和美团在本地生活领域的竞争演绎



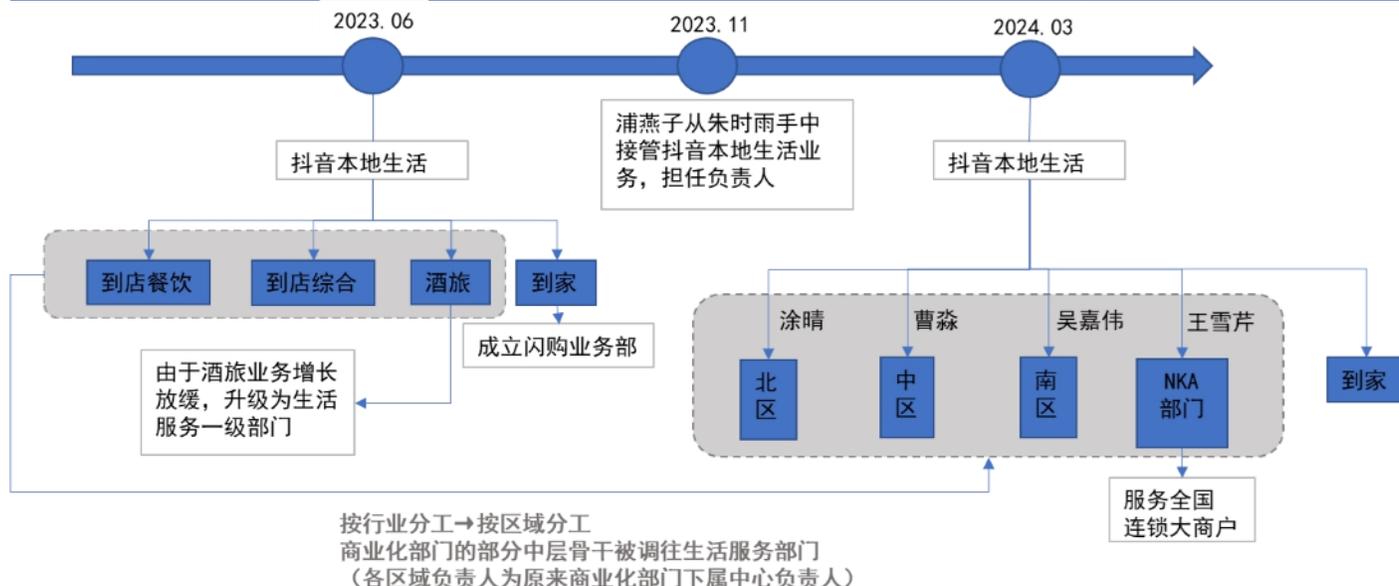
资料来源：抖音、环球旅讯、36kr，虎嗅网、qq新闻，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

本地生活竞争新演绎：2024年上半年，抖音本地生活组织调整，更偏商业化变现

- 2024年开始，结合我们的持续跟踪和36kr、虎嗅等的报道，抖音在本地生活的战略逐步发生调整，预计更偏商业化流量变现。
- 抖音组织架构调整：抖音生活部门由按行业划分转向区域制，商业化部门的部分中层骨干调往生活服务部门。2023年11月，抖音商业化出身的浦燕子正式接管抖音本地生活部门。2024年3月，抖音本地生活组织架构调整，部门按照行业划分转为按区域划分：划分为北中南、NKA四个部门，由商业化部门人员中层负责；将大众消费、自助客户、本地消费三个重点创收业务分给三个中层管理，提高销售效率，增加商户供给。本地生活一线人员的考核整体更偏核销后金额，在内部电商流量和本地生活流量分配平衡中预计也更关注投入产出效率。
- 结合抖音的最新调整，伴随其本地生活从业务线分工调整到按区域划分，加之考核侧重调整的变化也带来抖音业务布局上的新变化：1、头部商家品牌优势+抖音流量推广下更容易变现核销，故抖音整体更加侧重品牌头部客户的多元活动和挖潜；2、延伸业务线，布局部分品牌线下门店引流以及扩展至房产、汽修等多种美团布局较少的本地生活赛道，更偏错位多元化竞争。

图：抖音本地生活2023年以来调整尤其2024年上半年变化



资料来源：抖音、环球旅讯、36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

本地生活竞争新演绎：今年7月，抖音佣金率差异化调整，酒店等佣金率上修

- ▶ **抖音：本地生活佣金率预计将迎来新一轮调整，不同业务相对分化。**结合环球旅讯报道，自2024年7月1日起，抖音预计将本地生活的多项业务佣金率进行调整，具体如下图所示。其中美食类保持不变，游玩类从2%提升至3%-5%，亲子类从4.5%调整到3-5%，休闲娱乐从3.5%调整至3.5-7.0%，多数有所上升。需要说明的是，商户在抖音上推广，除了佣金率外，多数商户还需要与代运营团队合作（产生内容、直播推广等），需要支付额外的代运营成本，因此商户端实际的运营成本可能高于下列所列示的佣金率。
- ▶ **抖音酒店佣金率明显上修，酒旅行业竞争后续有望趋于缓和，其他龙头酒旅业务净佣金率也有望回升。**去年抖音加码本地生活尤其5月推出日历房后，在线酒店预订领域竞争阶段增加，下沉市场酒店业务补贴阶段预计略有所增加。今年以来，竞争逐步趋缓。后续，若抖音酒店行业佣金率从4.5%提升至8.0%落地，考虑其代运营成本，实际商户成本可能到13-15%+，基本与美团、携程等向商户端收取的佣金率接近或相当。考虑抖音游玩类佣金也有所提升，我们预计后续相关领域美团、携程、同程等竞争可能阶段进一步趋缓。

图：抖音生活服务平台佣金率及最新公示未来可能调整后的佣金率对比

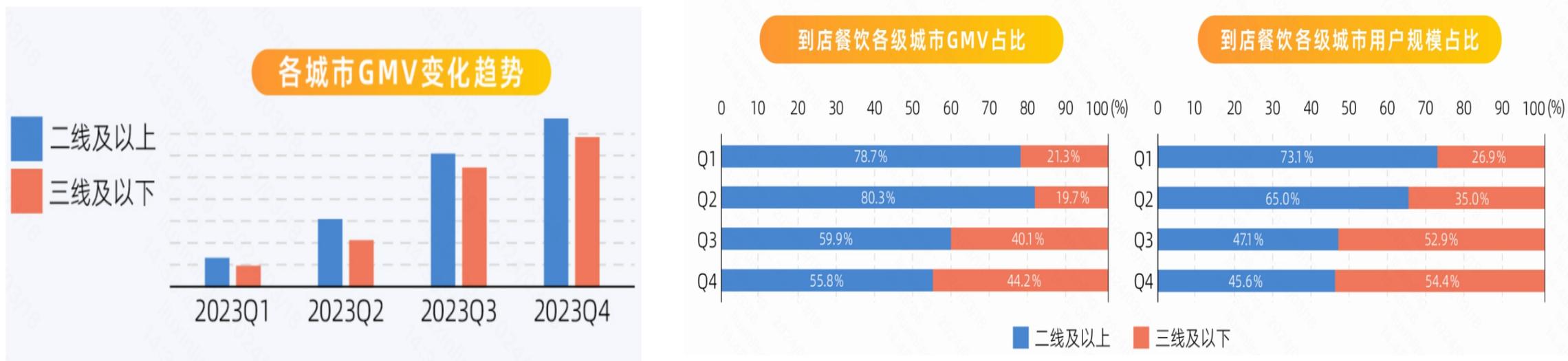
生活服务商品类目	软件服务费费率	类目	费率
美食	2.50%	美食	2.5%
住宿	4.50%	游玩	3.0%-5.0%
游玩	2.00%	住宿	8.0%
休闲娱乐	3.50%	度假旅游服务	3.0%-6.0%
丽人	3.50%	爱车	5.0%
结婚	8.00%	宠物	8.0%
亲子	4.50%	购物	1%~15%
教育培训	4.5%	教育培训	5.0%
其他	3.50%	结婚	3%~6%
		丽人	4.0%-10.0%
		亲子	3.0%-5.0%
		生活服务	1.0%-5.0%
		休闲娱乐	3.5%-7.0%
		医疗健康	4.0%-10.0%
		运动健身	5.0%
		交通出行	1.5%-5%
		其他	5.0%

资料来源：抖音、环球旅讯、36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

本地生活竞争新演绎：今年7月，美团与快手合作升级，加速下沉市场获客

- 今年7月中旬，快手与美团的战略合作全面升级，未来三年二者合作空间范围将扩大至全国的“百城万店”。
- 合作内容扩容，合作区域扩大：美团向快手提供的供给将从团购产品扩展到代金券产品、会员商品、秒杀品等产品；快手提供更系统化的产品建设和流量推广。鉴于此，美团商家可以多端运营，面对更多差异化用户群体推广自身产品，且相对控制自身运营成本。
- 流量互补，加快下沉市场获客。快手作为短视频平台，拥有7亿用户，且与美团的用戶重合率仅33%（参考前图），二者合作有助于美团进一步争取新用户。同时，快手本地生活新线城市（三线以下）用户规模占比达到54.5%，比二线以上城市高出9%，且下沉市场本地生活占比不断提升，美团与其合作有助于强化自身下沉市场布局。
- 据财经网报道，今年6月份，美团商家在快手平台的GMV同比提升超38倍，订单量同比提升超10倍；今年以来，美团商品在快手直播间的月订单转化率环比提升了5个百分点；整个Q2，快手本地下单用户在下单过程中，购买过程麻烦等问题的占比同比下降超过10个百分点。

图：快手各线城市本地生活GMV变化趋势以及2023年各季度到店餐饮各线城市GMV及用户占比变化



资料来源：飞瓜数据，国信证券经济研究所整理

本地生活竞争新演绎：抖音到家与电商整合，到店业务关注GTV增长与流量变现

- 抖音外卖业务从本地生活调整至抖音电商，与小时达即时零售业务进行整合。自6月15日起，原有抖音生活服务“团购配送”业务不再新增商家入驻。同时，抖店-到家外卖平台于2024年6月24日上线。据雷峰网报道，抖音服务到家-到家外卖业务商家，侧重到家外卖商家在抖音电商平台经营外卖业务，并提供全案代运营、代直播专项服务(不涉及到配送履约相关服务)，并通过与商家洽谈确认后的佣金作为营业收入，助力商家在抖音电商生态中健康经营。总体来看，抖音以更轻的方式介入外卖，核心仍然是谋求自身流量优势的最大化变现。
- 此外，由于外部消费环境的变化，互联网平台GTV的增速压力下，抖音本地生活不同时期竞争策略也可能阶段略有所差异，不同阶段GTV增长、收入增长及盈利增长等考核目标侧重也有所区别。但综合来看，我们认为经历了前期的竞争，其充分挖潜自身内容流量优势多维度变现，在GTV有效增长的同时逐步追求盈利变现成长仍系其中线成长核心。

图：抖音电商商家端“抖店·到家”页面以邀测方式向部分商家开放即时零售入驻



资料来源：光子星球，国信证券经济研究所整理

01

美团基因：“始于竞争，成于效率，垂直深耕，拓展边界”

02

本地生活：边界扩容、玩家丰富，模式升级

03

美团最新进击：从垂直深耕到破壁融合，新阶段新探索开启

04

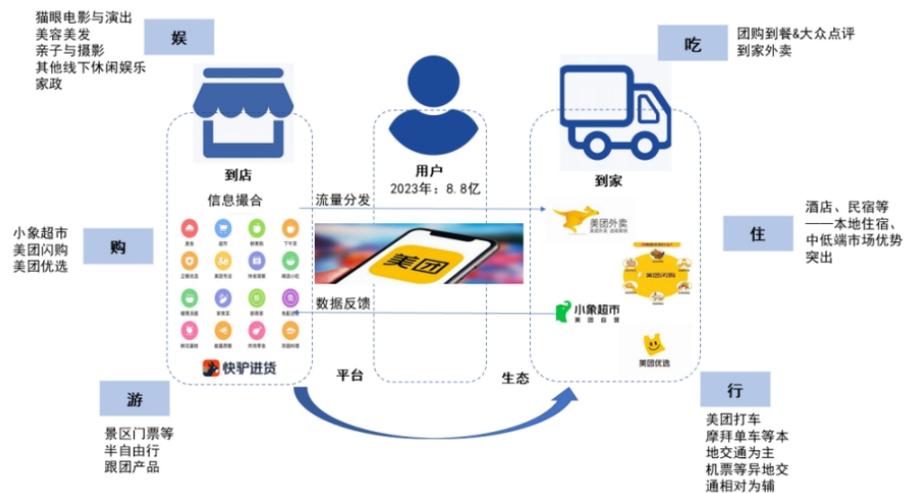
盈利预测、估值和投资建议

美团：用户心智积累，本地生活生态链和强大的履约能力是核心优势

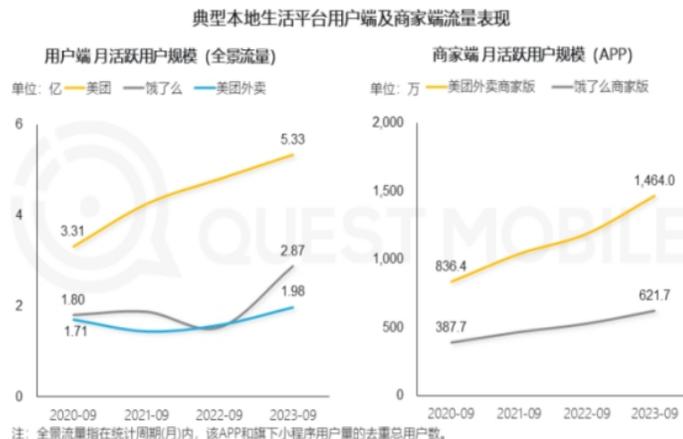
美团：基于本地生活生态全产业链布局。性价比团购聚合流量，垂直深耕履约能力强，通过本地生活“吃住行游购娱”全产业链布局，实现流量和资源共享，构筑国内互联网本地生态完整生态，以此成就国内互联网生态龙头。核心在于B端交易端垂直深耕，C端用户心智培养。

- **用户心智**：14年本地生活一站式布局，APP模式对用户心智的强化，其活跃用户本地生活消费目的性强，可基于LBS和点评等互动推荐。
- **地推铁军**：不仅助其在千团大战中脱颖而出，而且还为其在本地生活后续各细分赛道如外卖、酒旅、社区团购商户拓展奠定了坚实基础。
- **高效管理**：线下服务赛道多数分散多元，数字化不高，产业链利润率不高。故管理高效、数字化系统对构建B端供应链及履约能力关键。
- **产业链生态优势**：B端商户等资源丰厚，2023年全年活跃商户达950万（抖音合作商户450万），明显领先其他互联网平台本地。
- **配送优势**：高规模高密度、高效复用的骑手网络体系，骑手规模约为饿了么的2.5x，其即时配送能力居市场份额第一，具备一年完成百亿级别的分发配送履约能力，护城河显著。

图：美团本地生活全产业链布局



图：本地生活平台美团和饿了么月活用户规模和商户、骑手等对比



Source: QuestMobile 全景生态流量数据库 2023年9月; TRUTH 中国移动互联网数据库 2023年9月



资料来源: QuestMobile, 虎嗅网、36kr, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

美团业务：到家和到店构成核心主业，佣金和在线营销广告等贡献核心盈利



聚焦美团核心业务：如下表所示，美团主要包括核心商业业务和新业务构成。其中核心商业分部系公司收入和盈利的主要构成，2023年收入2069亿元，占比75%，经营利润387亿元，经营利润率19%，主要包括到家和到店业务。其中到家业务系公司核心护城河，以即时配送能力为核心，包括外卖和闪购等业务；到店业务主要包括到店餐饮、酒旅及综合等业务。公司新业务主要包括美团优选、小象超市、快驴、美团打车、摩拜等业务，2023年收入占比25%，但仍处于培育周期，经营利润亏损201亿，拖累仍较大（其中美团优选拖累占主导）。

从收益模式来看，美团主要包括佣金（促成交易）、在线营销费用（平台广告流量变现）和其他收费（配送服务费、订阅费等）。其中配送服务费占比最高，但对应骑手成本也较高，二者轧差后仍为负值（即体现为美团给骑手的补贴）。因此，对美团而言，公司核心盈利主要来自佣金和在线营销收入等。

表：美团主要业务构成及商业模式

分类	业务	细分业务	盈利模式		
核心商业	到家（即时配送）	外卖——餐饮	佣金	在线营销收入	配送服务费
		闪购——日用品零售	佣金	在线营销收入	配送服务费
	到店	到店餐饮	佣金	在线营销收入	
		到店酒旅	佣金	在线营销收入	
		到店综合 其他业务	佣金	在线营销收入	
社区团购	美团优选（全国大仓-网格仓等）	佣金	价差	统一采购	
新业务	前置仓+生鲜	美团买菜——小象超市	佣金	价差	
	餐饮B2B	快驴	平台模式、佣金		
	打车、共享单车	美团打车、摩拜单车	直营/联营/代理	租赁费、订阅费	
	共享充电宝等其他业务	美团充电	分润费等		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2023年美团分部收入及盈利分拆

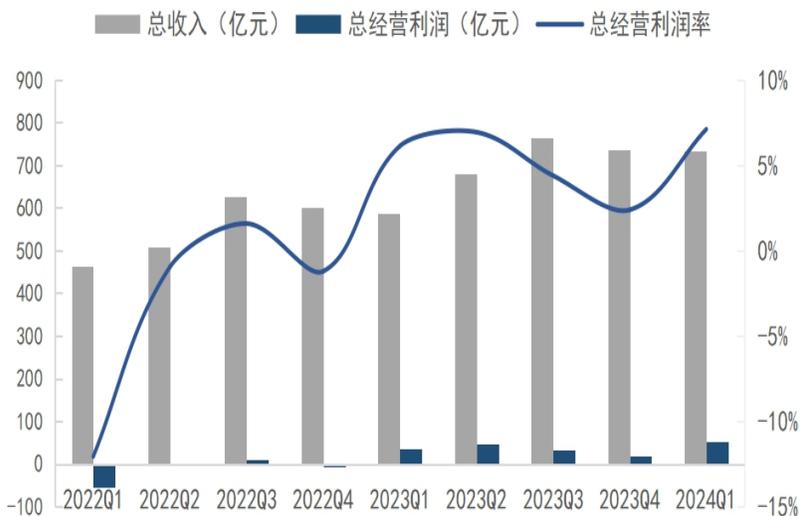
核心商业	单位（亿元）	新业务	单位（亿元）
分部收入	2069	分部收入	698
配送服务收入	822		
（配送服务成本	907）		
佣金收入	746	佣金收入	21
在线营销	403	在线营销	2
其他服务	98	其他服务	675
核心业务成本&费用	1682	新业务成本	-900
核心业务经营利润	387	新业务经营利润	-201

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

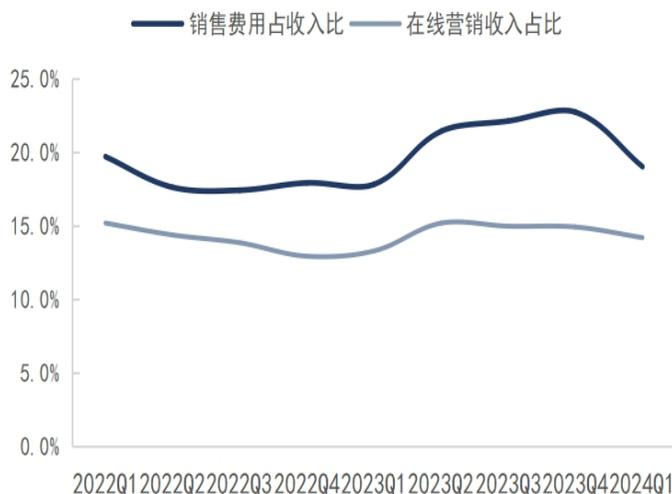
美团经营近况：2023年的竞争承压后，2024Q1经营开启改善

- 2023年，伴随抖音等互联网巨头加速布局本地生活赛道，行业竞争加剧，美团经营有所承压。如下图所示，公司2023Q2开始，经营利润率逐步走低，从7%降至2%左右，经营利润持续环比下降。竞争影响下，美团用户和商户补贴增加，在线营销收入趋缓，销售费用率有所承压，核心商业业务经营利润率下滑尤其显著。同时，新业务（含美团优选、小象超市、网约车、单车）等经营亏损达201亿元，仍然拖累显著。
- 2024Q1，公司经营开启改善。2023年下半年，面对竞争对手加速布局，公司也积极应对，直播等引流，孵化神枪手和爆团团两大IP，同时巩固商户等核心供应链资源，并针对性价比趋势推出拼好饭等。今年以来，互联网巨头更侧重盈利表现，竞争格局有所趋缓，公司核心业务利润率开启回升。具体来看，今年一季度，公司核心本地商业营收546亿元/+27%，稳步增长，其中即时配送订单数同比增长28%至54.6亿笔，是收入增长核心。同时，公司对新业务也更侧重成本控制和盈利表现，鉴于此，新业务也开启减亏，整体经营逐步改善。但去年以来的竞争变化和大环境整体影响，公司也在加速组织架构调整和业务变革，进一步加速自身未来成长空间和经营效率改善。

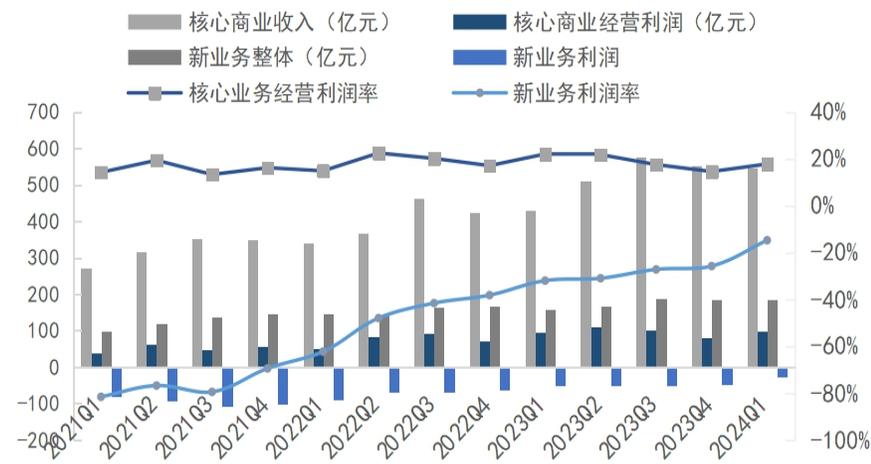
图：美团收入和经营利润（率）季度变化



图：美团销售费用率变化及在线营销收入占比变化



图：公司核心业务和新业务收入和利润变化



资料来源：公司公告、公司财报，国信证券经济研究所整理

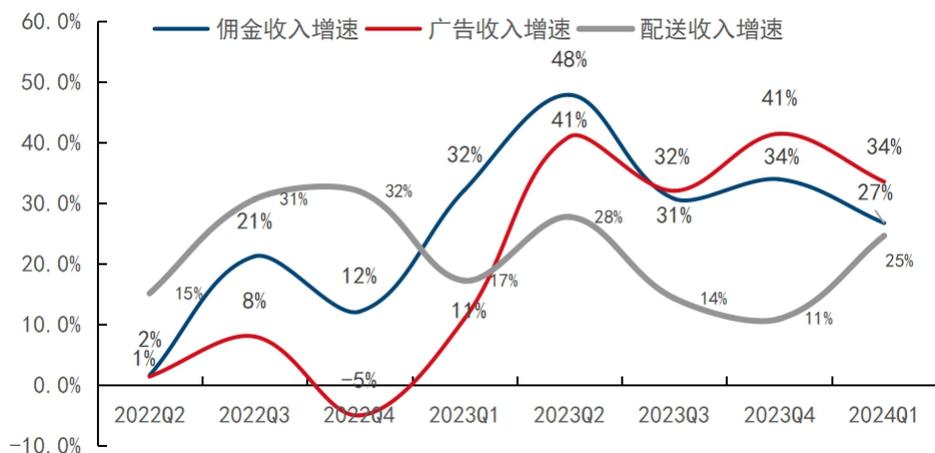
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美团经营近况：2023年的竞争承压后，2024Q1竞争趋缓，经营改善，新业务减亏



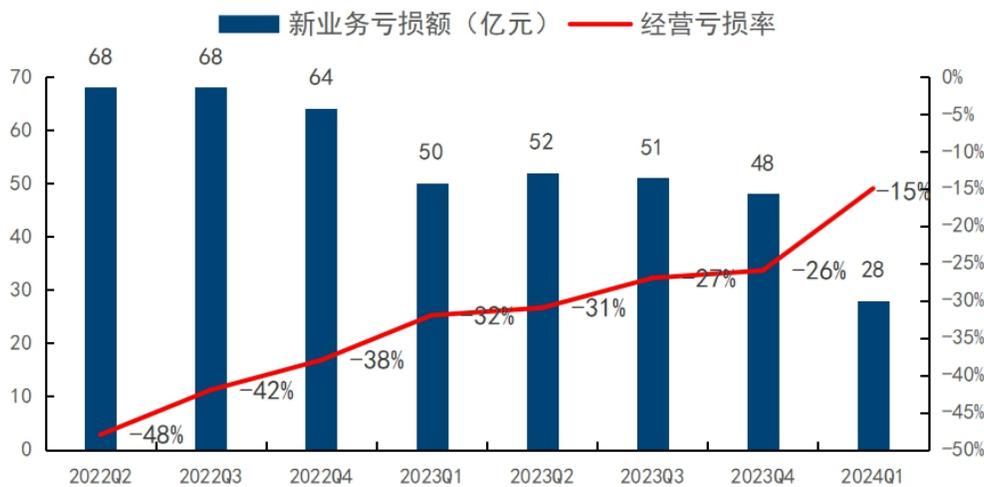
- 2024Q1，美团广告收入增速提速，超过佣金收入，进一步显示到店业务竞争相对趋于缓和。2023Q4广告收入增速较高有低基数影响。
- 即时配送业务2024Q1增长28%，闪购成为重要看点。2024Q1，即时配送订单数同增28%至54.6亿笔，其中外卖Q1继续增长，年活跃用户增至近5亿，中高频用户的交易频次同比提升；闪购日均订单量达840万，年活跃用户数和交易频次强劲增长，增速预计系外卖的2倍左右。
- 新业务加速减亏，美团优选降本增效等优化明显。今年3月，公司年报财报会议明确表示，2024年美团优选将调整战略，目标是大幅减少经营亏损，计划提升商品加价率并降低补贴，更加关注用户自然留存率的长期增长。2024年3月，美团优选关闭10个RDC仓（区域性分配中心，原有100个左右），并收回了区域网格仓的销售权限，将权限收回直营，用户侧和团点的补贴也有所调整。2024Q1，公司新业务经营亏损28亿，明显减亏，全年预计减亏80-100亿元。同时选择小象超市等作为新业务突破口（可与其闪购互补协同），小象超市正迎来盈亏平衡拐点，助力新业务加良性成长。

图：美团：广告营销收入和佣金收入增速趋势



资料来源：公司公告、公司财报，国信证券经济研究所整理

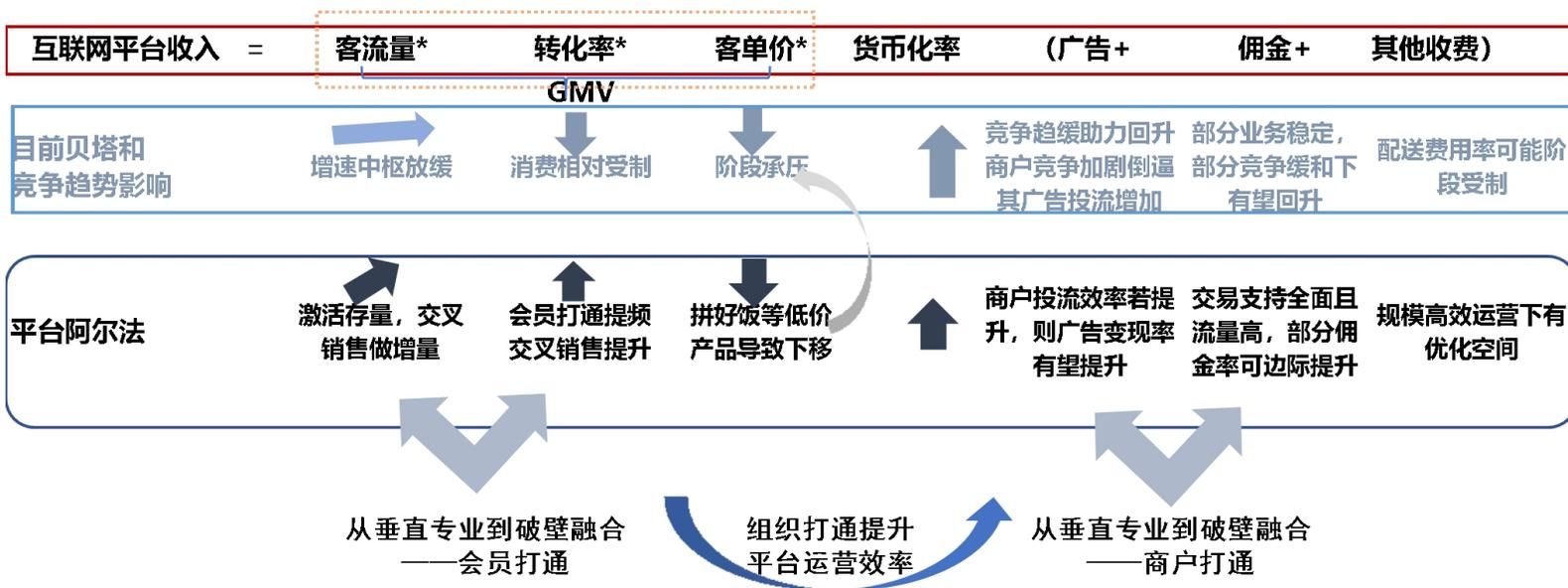
图：美团新业务季度亏损变化情况



美团展望：聚焦互联网平台收入构成，看平台提频促流和货币化率提升潜力

- 我们聚焦美团核心收入来源：互联网平台收入=客流量*转化率*客单价*货币化率（广告+佣金+其他收费），展望未来成长如下：
- 当下整体环境：互联网流量增速中枢可能放缓，消费力制约客单价等表现，进而对整体GMV的持续较快增长可能构成一定潜在压力；
- 竞争格局新变化：2023年抖音等加速入局带来竞争加剧，货币化率逐步走低；但今年来竞争更趋理性，货币化率未来有望逐步回升；
- 美团平台应对（本文重点）：一是面对性价比等带来客单价压力，如何提频促转换？——我们认为核心在于会员体系打通与重构（沉默会员激活，会员消费提频，交叉销售提升等等）；二是如何进一步提升平台各业务货币化率？——我们认为组织打通，业务打通促进商户打通和投流效率提高，进而提升广告业务变现率，同时部分业务竞争缓和以及美团平台和基础赋能持续增加进而边际提升部分业务佣金率等。最终，美团组织架构打通还有可能进一步提升平台运营效率，带来收入和业绩的持续增长。

图：互联网平台收入构成：整体环境影响和平台变化

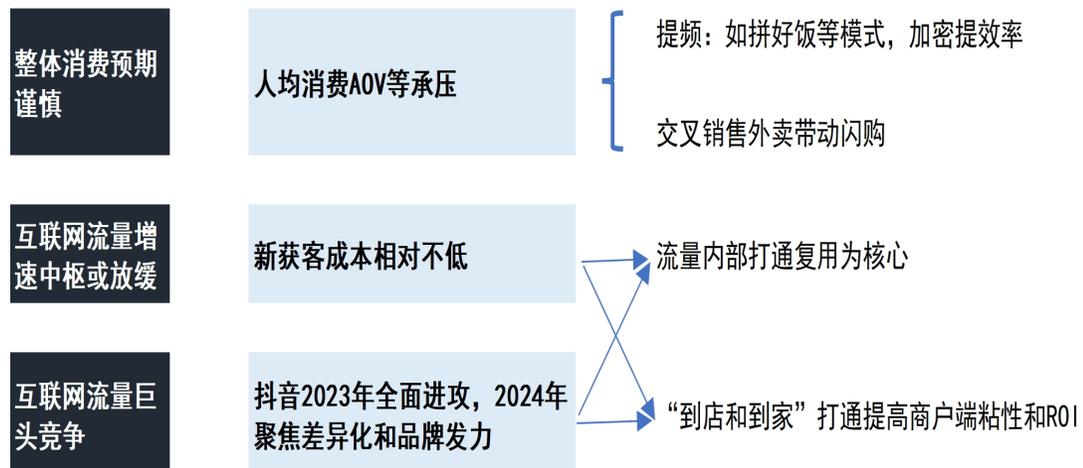


资料来源：公司财报，36kr，虎嗅网、人人都是产品经理，国信证券经济研究所整理

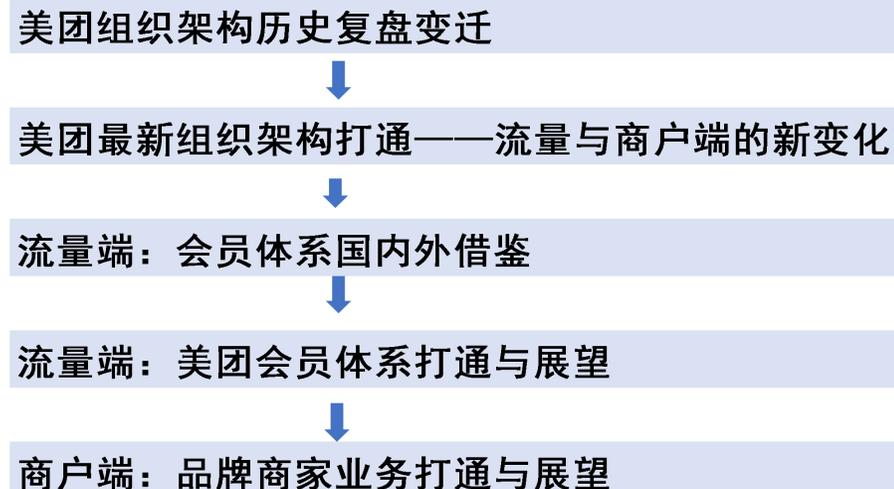
美团展望：新变革新挑战下，看美团未来成长机遇

- 历史来看，美团平台核心护城河在于履约端，通过垂直细分——精细化、专业化、规模化效率打造专业壁垒，在一个上游毛利率相对有限的赛道，构造较高的变现端规模经济盈利阈值，导致其他平台同模式打通供应链重置成本极高，奠定核心竞争力。与此同时，基于国内移动互联网领域的超速发展，美团打造本地生活重要的搜索工具和信息平台，奠定了良好的用户心智，构筑良好的流量基础。
- 立足当下，美团以新变革迎接新挑战。我们认为：基于既有垂直深耕下的专业效率基础，美团新一轮组织架构变革，主要聚焦到店和到家等全生态链破壁融合，进而助力其开启新一轮成长，打造更深更广的护城河。其中，流量端和商户端的融合打通，成为助力其后续成长的关键！
- 鉴于此，我们后文依次1：复盘组织架构历史变迁，结合看美团最新组织架构变化展望成长；2、新组织架构变化下看流量融合后的新机会（含会员体系国内外借鉴与思考）；3、组织架构变革下，看商户端到店和到家业务打通下的新成长机遇。

图：美团新挑战和新变革



图：美团探讨新成长思路



美团：复盘组织架构历史变迁，关注新一轮组织变革潜力

- **组织架构调整：**历史来看，公司新一轮新发展背后都离不开组织的变革。2024年以来公司组织架构开始从追求垂直深耕专业高效率转到内部打通协同最优。历史来看，美团历史发展中经过了几次组织架构变更（如下图），与时俱进适应不同阶段业务发展需求调整优化。
- 2017-2020年，公司基本按消费场景将其业务划分为“到店”和“到家”两大事业群，新业务对应相应事业部，且大中后台支持的组织架构模式。通过业务线分离，垂直高效管理的模式进行运作，公司有效提供各队伍的专业性及与细分领域的适配性，进而实现多赛道扩边界发展，在具有细分赛道多元性、复杂性的本地生活赛道中占据了优势地位。2022年后进一步划分为核心业务商业板块和新业务板块，但内部运营到店和到家仍相对独立。2023年后，面对大环境的影响和抖音等短视频流量巨头对本地生活领域的进攻，公司开启探讨新的方向，2024年2月，美团CEO王兴发布内部信，宣布业务整合事项、人事调整。

图：美团组织架构调整历史变革

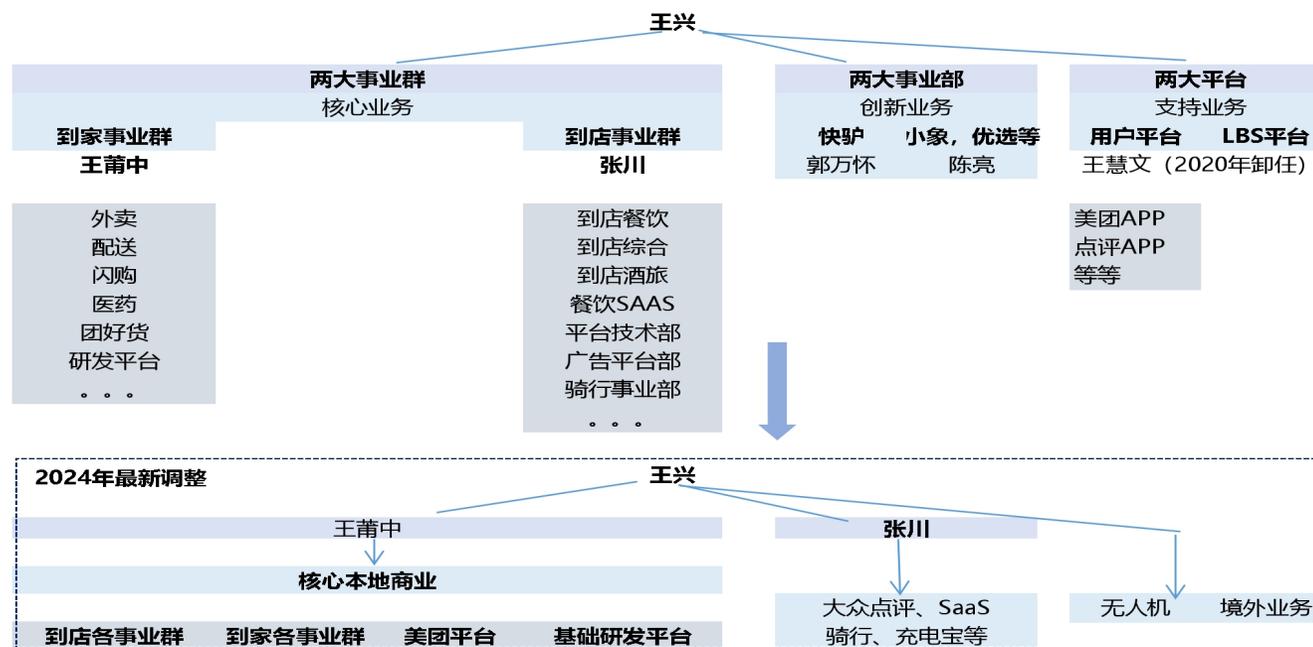
2011年底	2015年	2016年	2017年	2018年初	2018年底	2020	2022	2024年初
<p>打造地推体系</p> <p>引入阿里系B2B总裁干嘉伟</p> <p>打造地推铁军，奠定团购基石</p> <p>区域分工（不同城市2-3层组织架构）</p> <p>建立规范SOP流程及考核流程</p> <p>人员培养和晋升体系</p>	<p>T型战略：增设多个事业群</p> <p>外卖</p> <p>酒旅</p> <p>电影</p>	<p>新美大下，前台和中台业务的重新组合</p> <p>前台：5大事业群</p> <p>中后台支持部门</p>	<p>三架马车</p> <p>到店餐饮+外卖配送=餐饮平台事业群</p> <p>点评平台+到店综合=综合事业群</p> <p>美团平台+酒店旅游=酒旅事业群</p>	<p>大中台模式</p> <p>酒旅、大零售、新到店、出行（打车）四大事业群</p> <p>中后台支撑</p>	<p>事业群、事业部+平台</p> <p>两大事业群——到店、到家；</p> <p>两大事业部——小象和快驴。</p> <p>新设用户平台和LBS平台</p>	<p>事业群、事业部+平台</p> <p>到店+到家事业群+三大事业群（优选、买菜、快驴）</p> <p>六大平台</p>	<p>区分两大板块</p> <p>核心本地商业板块（到店+到家事业群）</p> <p>新业务板块（买菜、优选、快驴等）</p>	<p>核心业务聚焦打通更扁平化管理</p> <p>到店、到家、美团平台、基础研发等整合，王莆中负责</p> <p>大众点评、SaaS、骑行、充电宝等业务将由美团高级副总裁张川负责。</p> <p>无人机、境外业务两个创新业务将直接汇报给CEO王兴。</p> <p>其他组织保持不变。</p>

资料来源：《王兴传》、《九败一胜：美团创始人王兴创业十年》，虎嗅网、36kr，国信证券经济研究所整理

美团：最新组织架构调整1——核心业务板块“到家和到店”整合打通

- 由美团S-team团队中最年轻的王莆中统管美团到店和到家事业群，核心业务打通，加速到店和到家流量互通、商户资源和营销投放共享，整体加速业务协同。
- 王莆中系美团到家系核心灵魂人物，曾在外卖领域后发的背景下，带领美团外卖击败饿了么，确立在外卖领域的绝对龙头地位，并带领美团闪购在即时零售领域站稳脚跟，可谓“能征善战”。同时，到家和到店事业群打散，其各个事业部内部直接向王莆中汇报，不再独立划分为到店或到家事业线。其他层面，大众点评、SaaS、骑行、充电宝等业务将由美团高级副总裁张川负责，而王兴则专注于无人机和境外业务的拓展。
- 本次组织架构调整完毕后，美团新一轮战略预计有望更加聚焦——“本地+零售”由王莆中分管，“科技+国际化”则直接由王兴牵头。结合公司今年3月财报业绩公开会，一方面，公司希望上述组织调整后，到家、到店两个业务团队可以更紧密地合作，提高商户运营效率，为商户带来更多价值；另一方面，团队的整合可以帮助美团更好地识别消费者的需求，增强产品定价能力和消费者心智占有。

图：2024年组织架构调整及与此前对比

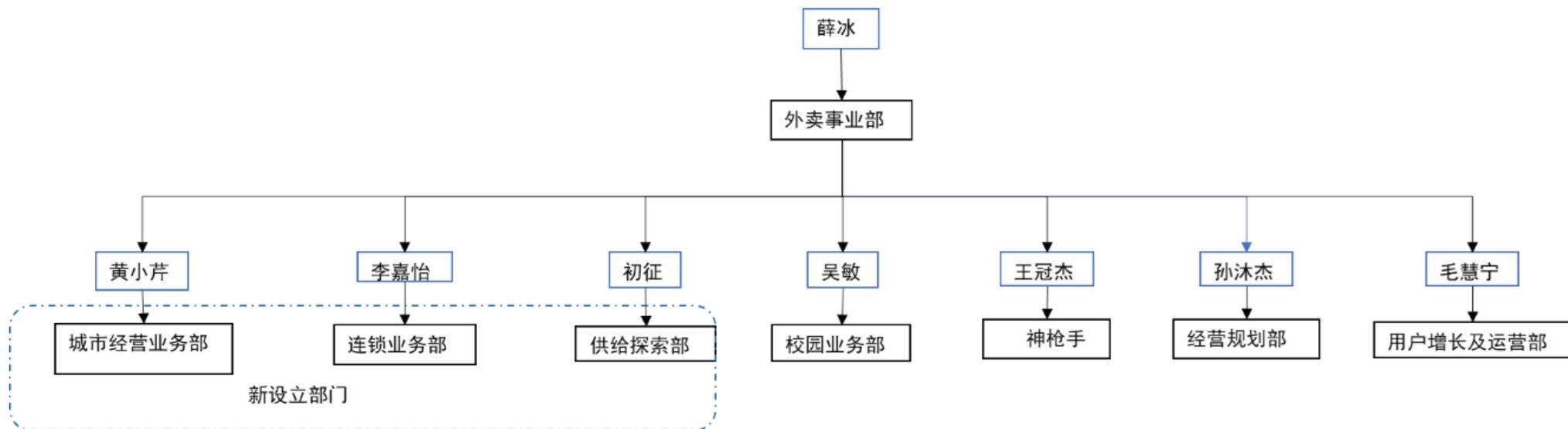


资料来源：虎嗅网、36kr，澎湃网，国信证券经济研究所整理

美团：最新组织架构调整2——负责人年轻化，助力组织内部破壁融合提升

- **重视下沉市场，到店业务重新调整BD团队的权责范畴，实现权力下放。**美团在一二线城市优势较充分，覆盖配送网络、商家合作资源、用户基数以及数据积累等方面。然而在三线及以下城市时，美团的运力储备和商家运营均尚未达到一线城市的水平，用户渗透覆盖有进一步提升空间。抖音尽管在下沉市场的基础设施建设也不完善，但其拥有大量下沉用户，而且依托其内容优势，更易于为本地生活业务积累庞大的用户群体。针对该局面，2023年下半年开始，美团在下沉市场的到店业务，由代理商模式转为直营，并重新调整BD团队的权责范畴，对商家议价、促券等关键环节考核更加严格，BD可代表美团和商家进行更深入的价格谈判，并拥有更多可支配的“置换资源”。
- **负责人年轻化、组织架构扁平化凸显，降低存量利益或模式既有阻力，助力业务融合协同。**2023年9月，美团提拔多位85后成为公司副总裁，推动业务条线负责人更加年轻化。2024年2月，美团副总裁魏巍负责到店餐饮事业部，外卖履约平台负责人岗位由章若愚接任，而校招应届生出身的薛冰成为外卖事业部负责人。上述三位新任负责人均系美团内部培养和提拔，且都经历过大范围换岗历练。2024年4月，外卖事业部下成立城市经营业务部/连锁业务部/供给探索部，如下表所示。总体来看，美团希望打造一个高质量的“人才蓄水池”，强调的“π型”人才和“Z字型”的人才发展路径，培养经过多细分业务锻炼的复合型管理人次队伍，从而为后续内部业务的融合打通奠定基础。同时，我们认为组织架构更加扁平化和年轻化，有助于降低业务打通中存量利益博弈或既有观念可能带来的阻力。目前来看，二季度相关中层组织调整有望初步到位，后续进一步业务打通值得期待。

图：美团外卖事业部人事调整和组织变化情况



资料来源：虎嗅网、36kr，澎湃网、腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

美团：最新组织架构调整思考——从垂直深耕到破壁融合的转变！

- 历史来看，高度垂直细分的组织架构是美团在本地生活业务逐个领域可以高效、专业化击破打通的核心。结合前文分析，由于本地生活各个细分领域专业模式分化，商户数字化程度和诉求不同，如果要与商户形成高效的捆绑和互动，需要对各细分业态模式具有深刻理解。受制于产业互联网的渐进渗透，上述数字化变现等所需的专业能力分化较大。同样是餐饮，到店、到家、供应链、系统等所需能力和支持各不相同，统一对接不利于业务精细化专业化探索；酒店层面，开发拓展和运营维护亦有差异。**美团过往通过高度垂直细分的组织架构，探索出适合线下各细分服务业对接和维护的专业化SOP等流程，精细化垂直分工实现专业高效！**
- 然世易时移，当下高度垂直细分的组织架构模式也带来一定的不足：用户端和商户端各有业务线对接，整体协同可能不足。同一商户可能不同业线均有对接。比如：同一餐饮商户，可能面临到家、到店、快驴等多条线对接不同业务；但各业务线对其如何流量营销与商业转换诉求各一。同时，从消费者权益来看，任何消费者让利必然涉及不同条线与商家的博弈，故用户权益也会相对分隔。

图：餐饮和酒店：不同业务角度所需能力差别较大

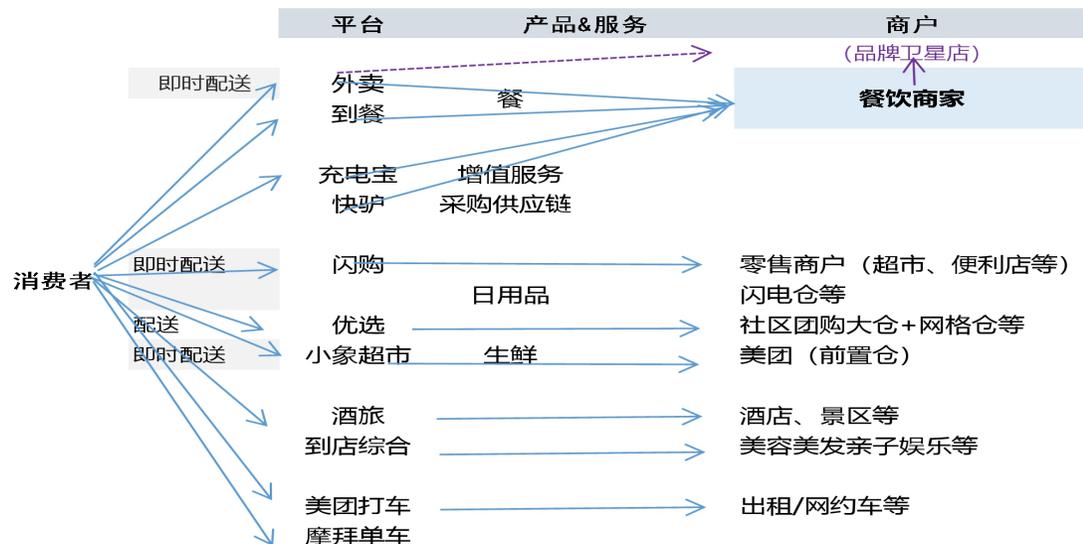
	业务类型	业务说明
餐饮	到店	各类套餐设计，门店线下引流设计，到店流量经营分析等
	外卖	外卖推广、SKU及时更新维护，骑手对接，外卖分析
	快驴	餐饮供应链配送
	SAAS	餐饮企业一站式IT解决方案，从供应链管理、生产管理、前厅管理到外卖的数字化经营
酒店	开发对接	快速拓展，确定佣金率谈判等合作条款
	维护对接	1、房价房态跟踪维护；2、对商户提供部分区域数据分析参考

资料来源：36kr、腾讯网，国信证券经济研究所整理

美团：从垂直深耕到破壁融合，为后续会员端和商户端打通奠基

- 鉴于此，美团本次组织调整，核心在于从垂直深耕到兼顾融合打通。1) 美团啊过去多年核心在以垂直深耕打造专业化护城河。2) 从美团当下的内外环境来看，组织架构调整后——流量和商户端的打通对其未来进一步流量粘性、变现能力以及商户捆绑有望进一步挖潜。
- 组织架构打通是美团会员端打通的必要基础，只有打通才能实现会员权益内部定价，进而有效发展。同一个美团平台，其对接消费者包括多个业务、多种方式。如果要实现会员权益完全打通，必然涉及不同事业群之间内部流量定价、业务定价、统一营销活动等，在业务和管理汇报线路上需要打通，这在原有美团“到店和到家”相对独立的管理模式下较难实现。因此，组织打通是后续会员打通的基础。
- 组织打通有助于商户利益协调统一，共同营销和发力。同一个商户不同业务需求对接美团不同团队，专业化分工足够，但协同联动不足，通过组织架构调整，将商户端的资源有效打通，进而实现更多的信息流、会员流量和营销资源的共享与复用。
- 目前来看，公司组织架构调整包括相关人员调整已初步落地，后续流量端和商户端的挖潜见效将启！接下来我们将聚焦这两个方面进行分析。

图：从消费者和商户维度看美团业务：打造用户服务的闭环

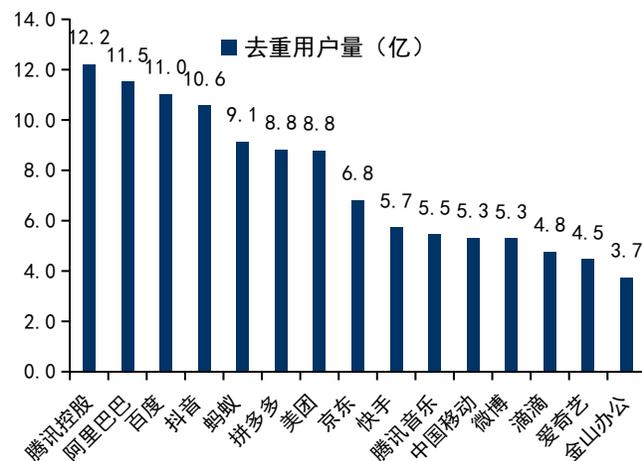


资料来源：公司财报、虎嗅网、36kr，国信证券经济研究所整理

流量端：美团现有流量特点分析——自有流量消费目的性强，但多数价格较敏感

- 在流量端分析的起始，我们首先分析美团流量端的优劣势，主要特点如下所示：
- APP端：自有流量基础良好，本地生活搜索目的地性较强。国内移动互联网的高速发展，美团=本地生活的用户心智培养，其流量基础和转换基础良好。按久谦中台数据，美团VS抖音核销率85%:60%。但部分细分领域如酒旅等，我们估算美团核销率优势有望更加明显。
- 总用户规模超8亿，较可观（互联网巨头中用户规模相对居中），年度交易用户近7亿；团购模式起家，大众消费注重性价比；
- 消费频次和时长，不及腾讯、抖音等，但高于携程、同程等OTA出行平台，且抖音算法导流和直播导流模式较强；
- 过往会员体系相对不足，本地生活用户单次交易平台切换基本0成本。
- 综合来看，美团流量端胜在多年培养用户心智，消费目的性强，App端具自有流量基础；但用户规模、使用频次等不如抖音。同时，其用户多数价格较敏感，而不同平台切换基本0成本，故阶段面临巨头降维打击时仍有一定压力。未来核心在于打通全生态链会员，强粘性与转化！

图：2023年12月互联网龙头总用户数比较

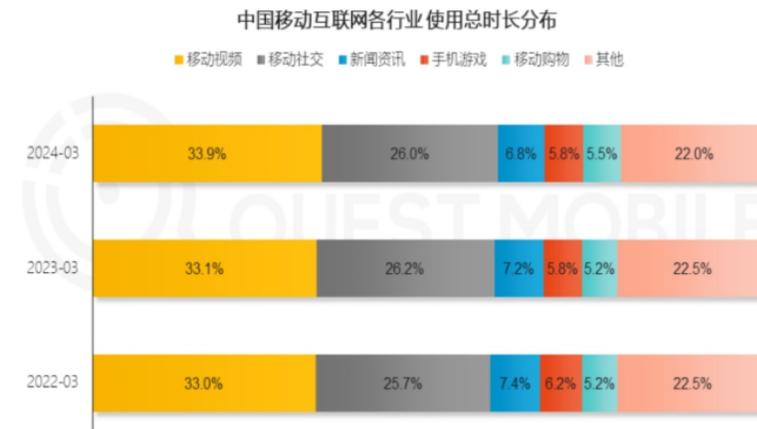


图：美团年度交易用户规模变化



图：互联网移动平台使用时长对比

使用时长 移动视频>移动社交>新闻资讯>手机游戏>移动购物

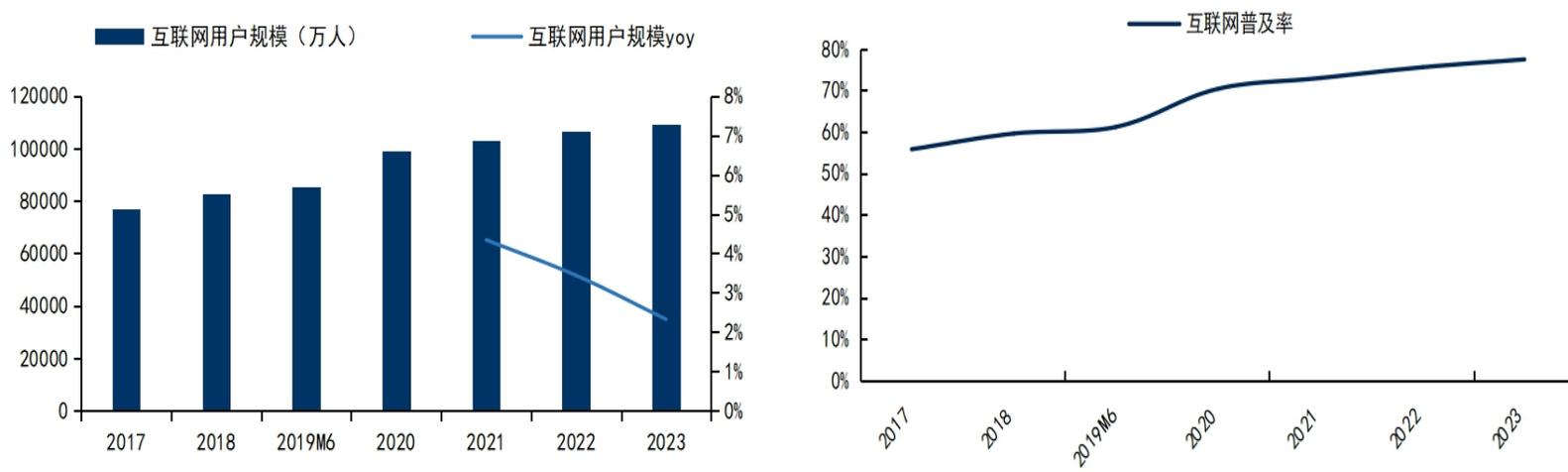


资料来源：QuestMobile，艾媒咨询，36KR，公司财报、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

流量端：会员体系打通是美团未来流量高效成长的关键！

- 美团业务打通整合：为何首选会员体系打通？——无论传统零售或新零售，会员体系都是其重中之重，是零售全方位变现的基础。
- 当下流量挑战：1、国内互联网渗透普及率相对不低，未来面临整体用户增速中枢放缓的压力，留住和挖潜存量客群意义重大；2、美团用户人均营销支出增加，流量打通以实现多元变现有助于降低其营销获客成本。
- 对美团而言，流量端未来的核心在于扬长避短，将其各平台会员打通成为强化流量复购粘性的核心，而会员体系的打通和强化成为关键。
- 2023年抖音等流量巨头在用户层面激烈竞争后，虽然今年以来竞争相对趋缓，但也为美团后续发展提出用户层面的新要求。长期来看，不同客户所需资源和服务分化极大，会员体系的打通和建设也有助于后续分层或差异化服务，进而为其不同用户持续挖潜提供宝贵基础。
- 鉴于此，在组织架构打通基础上，面对未来大盘流量增长更趋稳定+追求性价比消费模式单均利润可能相对不高等背景下，我们借鉴国内外龙头会员体系和自身情况，关注美团会员体系变化，以期待其未来单个客户贡献（包括消费提频和跨品类消费带来的贡献）驱动其持续成长。

图：国内互联网普及率逐步提升至接近8成，流量渗透不低，未来增速中枢可能逐步放缓



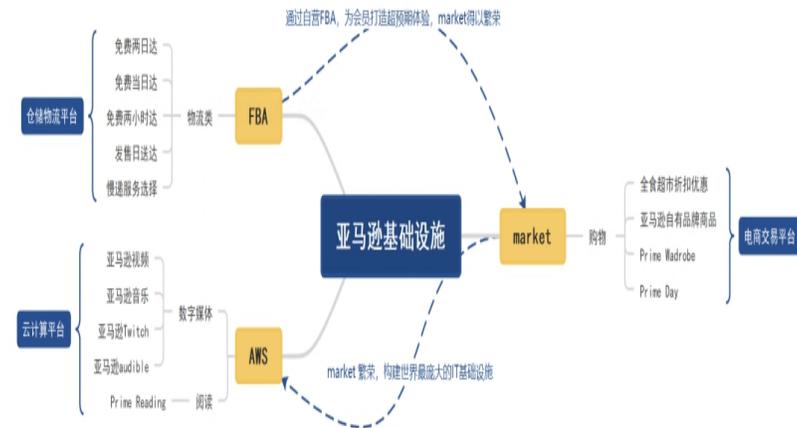
资料来源：CNNIC，公司财报，36kr，国信证券经济研究所整理

图：美团人均营销支出变化情况

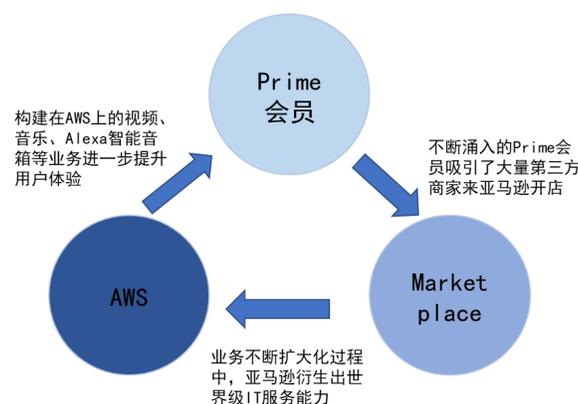


- ▶ 亚马逊会员体系其飞轮运转的核心和基石，但投入回报期较长，历经十年才实现盈利，对规模效应要求较高，并需要各方面配合。
- ▶ 会员体系是亚马逊飞轮效应的核心基石：1) 会员订阅费是公司三大核心增长驱动之一。目前标准AmazonPrime订阅费用为每月14.99美元或年费139美元（大学生订阅费月7.49美元/年69美元）2019-2023，亚马逊会员订购服务费收入从192.1亿元上升至402.1亿美元，收入占比从2019年的4.5%提升至2023年的7.0%，边际利润贡献高。2) 会员数增长带动公司第三方卖家持续增长和议价能力提升（佣金和广告收入持续增长）；第三方卖家服务收入从2019年的537.62亿美金增加至2023年的1400.53亿美金，CAGR为27%；3) 商品品类sku的丰富，包括丰富的直营和第三方产品，反过来有效地强化了其对会员的吸引力，增强了用户粘性，推动持续增长。
- ▶ 投入回报周期较长，对规模效应要求高：亚马逊会员体系2005年推出，2015年才实现盈利，相关基础投入如全国性仓储物流投入巨大（据美国研究机构ForresterResearch估计，亚马逊每年在Prime物流上亏损10-20亿美金）。同时消费者所享受的物流配送和购物优惠，本身对规模要求较高，消费者享受的让利本质上需要在平台和商户利益之间再平衡，没有足够的规模体量较难实现多方共赢。

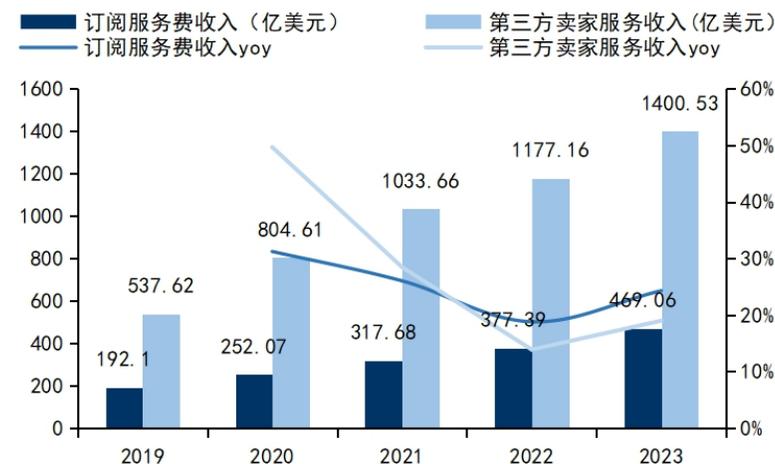
图：亚马逊基础设施建设



图：亚马逊飞轮效应



图：亚马逊：会员订阅费用和第三方卖家服务收入增长



资料来源：公司官网，公司财报，36kr、人人都是产品经理，虎嗅网，国信证券经济研究所整理

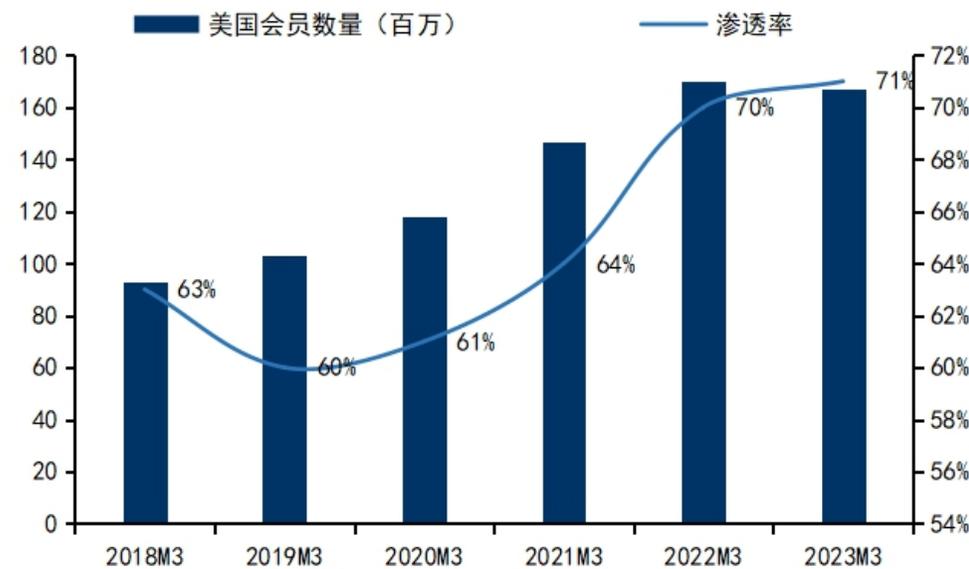
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 会员价值从何而来？会员流量意义如何？我们首先参考亚马逊的会员体系进行参考。
- 亚马逊的Prime会员体系：2005年推出，主要为其会员提供免费物流配送、流媒体服务和各种购物优惠权益。其物流配送权益（免费送货和退货）在国外物流成本较高的情况下极具吸引力，其他流媒体权益、购物权益也有助于提高客户使用频次和用户粘性，且此后再进一步分层，优质客户给予更多权益。
 - 1) **会员留存率高**：试用会员有69%会转变为付费会员；成为会员满1年和2年后，各有93%/98%的人保持续费状态。
 - 2) **渗透率高**：根据消费者情报研究合作伙伴(CIRP)的数据，截至2023年12月，亚马逊在美国拥有1.76亿Prime会员，同比增长约5%。从2018-2023，亚马逊在美国会员数量从0.93亿增加至1.67亿，渗透率提升至71%。
 - 3) **复购率和消费金额较高**：结合公司财报和36kr等，其会员每周、每月、每天网购的占比各为18%、14%和9%；会员平均消费1400美金，而非会员平均仅消费600美金。

图：亚马逊Prime会员权益

物流配送权益	数百万商品的快速免费配送	包括同日、一日和两日送达选项。“无需急速配送”选项，如果选择较慢的配送方式，会员可以获得用于未来购买的数字积分	核心权益，解决用户即时性需求，提高用户粘性 多数订单由于配送费支出处于亏损状态
Prime Video		访问成千上万的电影、电视节目和原创内容，会员还可以订阅额外频道以获取更多内容	
流媒体权益	Prime Music	会员可无广告地访问超过1亿首歌曲和数千个播放列表和电台 付费选项Music Unlimited，提供更广泛的音乐访问	覆盖数字内容消费，收割流量，旨在提高用户增长与留存率 据emarketer的数据显示，亚马逊会员视频服务已成为美国除了netflix外的第二大视频服务商
	Prime Reading	提供成千上万的电子书、杂志、漫画等，会员可以在Kindle设备或Kindle应用上阅读	
	Prime Gaming	包括免费游戏，每月免费订阅Twitch频道，并访问一系列免费PC游戏	
购物权益	Amazon Fresh和Whole Foods折扣	在特定区域，会员可通过Amazon Fresh享受免费两小时杂货配送，并在Whole Foods Market享受折扣	在2017年以137亿美元现金收购了美国最大的有机食品零售商全食超市，业务从线上渗透到了更高频的生鲜零售，同时进一步打通全食超市和Prime会员
	独家优惠和折扣	可享受特别优惠，包括提前访问闪购和在Prime Day期间的独家折扣	随着线上流量的饱和和红利消失，生鲜品类会成为电商公司重点布局业务
	其他福利	通过Amazon Pharmacy获得处方药折扣，高质量医疗服务One Medical，以及其他各种福利	

图：亚马逊美国会员数量及渗透率



- 海外网约车巨头Uber的会员体系：核心在于全板块打通，并联动营销促进交叉销售，提升会员粘性。
- Uber会员体系演进：2019年开始试点付费会员方案UberPass，涵盖网约车、外卖、单车及滑板等多业务，付费会员可享网约车折扣、外卖免运费等优惠，核心在于多业务共享流量，互相导流。2021年，Uber将会员体系升级为“UberOne”的新订阅服务，订阅费为每月9.99美元或每年99.99美元，会员权益如下表所示：5%价格折扣；优先服务，符合条件的免外卖配送费及其他高级会员支持和优惠等。
- Uber会员体系成效：更高的用户花费和保留率。据公司2023Q3业绩说明会：1) UberOne消费者每月花费的金额是非会员的四倍，且与非会员相比，会员的保留率高出15%+；2) 公司订单总量中有约25%来自会员，美国外卖订单量的40%来自会员；3) 结合Uber2023Q4财报会议，超过20%的首次打车来自外卖等业务，交叉销售效果良好；4) 据公司2024Q1交流，UberOne为公司带来的良好的会员订阅费贡献，全年订阅费收入有望超过10亿美元。

表：Uber One订阅会员权益

会员福利	具体内容
会员价格保证	对于符合条件的乘车和食品、杂货、酒类等订单可享受5%的折扣
优先服务	UberOne会员将被分配到评级最高的司机那里
免费配送	超过15美元的合格订单和超过30美元的食品杂货订单进行无限制的免费送货
其他会员支持	高级会员支持、特别优惠和促销活动以及仅限邀请的体验。

资料来源：腾讯网、电商报，公司官网，国信证券经济研究所整理

- **阿里88VIP体系：去年底和今年4月权益有效升级，强会员流量基本盘。**该会员体系主要通过客户分层策略实现高净值用户的筛选与忠诚度提升。得益于阿里巴巴集团强大的生态系统和资源整合能力，88vip主要包括退货、优惠券等，还覆盖出行，住宿，外卖等，深度绑定集团下其他会员体系。2023年10月11日原有的88VIP改成了生活卡，然后新增了购物卡和全能卡，今年4月再次升级，从此前每月30元的优惠券，调整为最高补贴25元的不限次退货包运费，购物/全能卡增加天天红包2元，全年730元补贴，增加消费者活跃度和复购粘性。
- **近一年，阿里88vip用户保持较快增长，从2022年6月30日的2500万增加至2024年5月3500万，增长40%。**今年天猫618期间，88VIP新增会员数同比增长超过65%。小米等品牌，88VIP用户累计成交额增长近2倍。淘系今年一季度客户管理收入同比增长5%，主要由搜索和推荐带来的强劲收入增长所带动，未来基于用户尤其会员的进一步挖潜有望成为其持续巩固自身基本盘，助力销售增长的重要支撑。
- **阿里88VIP更多系会员流量的深度绑定，并非直接带来盈利。**结合虎嗅网等媒体报道，阿里88VIP不是一个盈利项目，其真正目的是占领用户心智、促进各项业务的协同效应，而不是直接盈利，整体投偏长期，核心在于与用户形成更好的互动粘性，提高客户满意度。

表：阿里88VIP权益及今年4月升级后最新权益

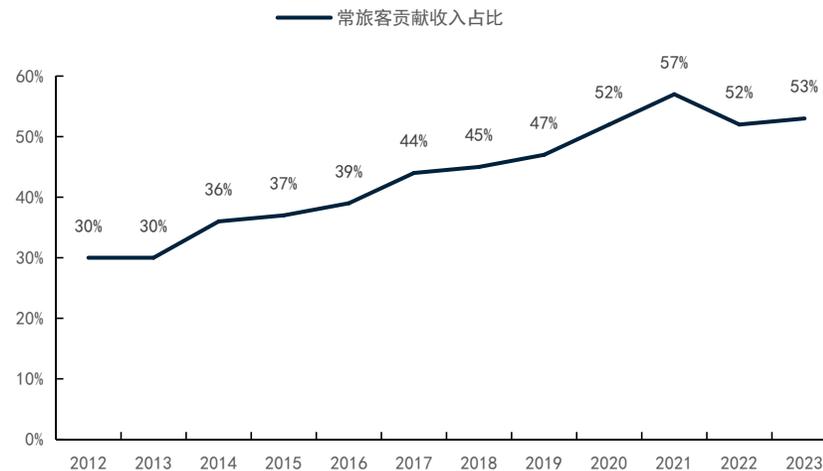
88VIP 权益	权益类型	生活卡	购物卡	全能卡
售价		88 元/年	88 元/年	168 元/年
原有权益	三大联名会员	芒果/优酷会员 2 选 1，网易云音乐 VIP，饿了么吃货卡	无联名会员	芒果/优酷会员 2 选 1，网易云音乐 VIP，饿了么吃货卡
	限时加赠	夸克联名会员，高德打车会员，飞猪省钱卡，万豪直通金卡，希尔顿一住升金	夸克联名会员，高德打车会员，飞猪省钱卡，万豪直通金卡，希尔顿一住升金	夸克联名会员，高德打车会员，飞猪省钱卡，万豪直通金卡，希尔顿一住升金
	优惠活动	折上 95 折，全年至少可得 888 大促优惠	折上 95 折，全年至少可得 888 大促优惠	折上 95 折，全年至少可得 888 大促优惠
新增权益	电商购物“新三包”	退货包运费，上门取件最高补贴 25 元邮费，不限次数，并且可与运费险叠加使用	天天红包每日 2 元，全年 730 元，自动到账，淘宝天猫实物可用	天天红包每日 2 元，全年 730 元，自动到账，淘宝天猫实物可用
			退货运费包，免费退货上门取件，最高 25 元邮费	退货运费包，免费退货上门取件，最高 25 元邮费
			售后保证包，专人主动介入，24 小时完结	售后保证包，专人主动介入，24 小时完结

资料来源：淘宝官网及APP，国信证券经济研究所整理



- 对于航空和品牌酒店集团而言，高频出行客户对其收入贡献具有重要意义。以国航为例，其常旅客（每年消费3次以上）贡献占其收入贡献持续提升，2023年占比达52.8%。酒店集团中，华住会员贡献其间夜的7-8成等。
- 鉴于此，航空和品牌酒店集团会员体系的核心：通过会员保级升级设计，提高客户忠诚度和消费频次，核心会员权益往往与其主业（升舱升房兑换机票/酒店）相关，并提高客户跨品牌/平台转换成本，以提高会员忠诚度。

图：国航常旅客贡献收入占比



表：中国国航及华住会员卡权益及保级升级策略等

国航金卡会员权益	华住会金卡会员权益
30%额外里程奖励	房费门市价8.8折
快速通关	免费早餐1份
快速登机	延迟退房至14点
额外20公斤行李托运	移动端预定积分奖励2.5倍
优先提取行李	积分兑房7折起
休息室可带一人	预定保留至20点

国航银、金、白金会员升降保级标准			
升级			
级别	银卡	金卡	白金卡
评定周期	自当前月（含）起以往连续12个整月		
正常升级标准	4万公里定级里程 或25段定级航段	8万公里定级里程 或40段定级航段	16万公里定级里程或 90段定级航段
级别有效期	自升级为贵宾当月起，至之后第24个月月底有效。		
保级			
级别	银卡	金卡	白金卡
保级标准	3.5万公里定级里程或23段定级航段	7万公里定级里程或36段定级航段	14.5万公里定级里程或80段定级航段
保级评定周期①	自当前贵宾有效期截止月的前1个月起的前连续12个整月。		
保级评定周期②	自当前贵宾有效期截止月次月起，至之后第12个月月底有效。		

华住会会员加入与保级升级要求				
会员等级	加入方式	会员资格有效期	升级条件	保级条件
星会员	免费注册	永久	累计3个定级间夜升级为银会员	-
银会员	非会员/星会员49元购买；活动激活；满足条件升级	1年	累计10个定级间夜升级为金会员	累计3个定级间夜保级为银会员
金会员	非会员/星会员219元购买；银会员170元购买升级；活动激活；满足条件升级	1年	累计40个定级间夜，且Noshow≤3，升级为铂金会员	累计5个定级间夜保级为金会员
铂金会员	满足条件升级	1年	-	累计30个定级间夜，且Noshow≤3，升级为铂金会员

资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

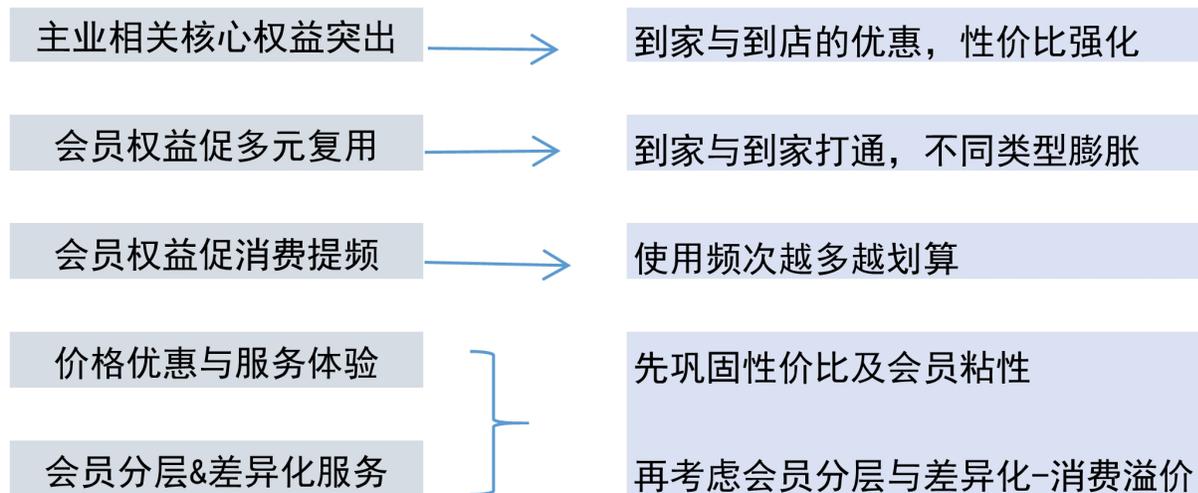
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国内外会员体系借鉴小结：会员权益打通复用，促复购强粘性，会员分层

综合国内外代表会员体系特点，核心需要关注以下几个方面：

- **主业相关核心会员权益优势突出**：1、亚马逊最核心权益在与免费配送，其次包括购物优惠折扣等；2、阿里88VIP的核心权益在于一定条件下的免费退换货及其他体系内会员等权益；3、酒店和航空公司的核心权益在于升级房型、机舱、贵宾厅及积分兑换机票/客房等。
- **多元会员权益打通复用：价格优惠和服务等兼顾**。会员权益一般包括多个方面，类似亚马逊等平台，除了包括购物等相关权益外，还附带具有较强吸引力的流媒体权益，协助提频和互动；不仅仅有价格优惠（可能通过不同产品设计等实现），也包括差异化权益。
- **多元会员权益和福利体系往往要求实现会员体系的内部打通，需要组织架构支持和实现合理的内部定价，方可良性发展。**
- **促复购强粘性是会员体系的核心意义，需要考验会员体系的设计及与商户、平台等的多方共赢。**
- **会员分层及差异化服务**：考虑不同会员消费力和偏好差异，适当的会员分层和差异化服务有助于会员留存和平衡平台投入产出。
- **综合来看，国内外会员体系的核心看点在于：核心权益突出，多元权益复用，价格优惠与服务兼具，客户分层及差异化等。**

图：会员权益的小结

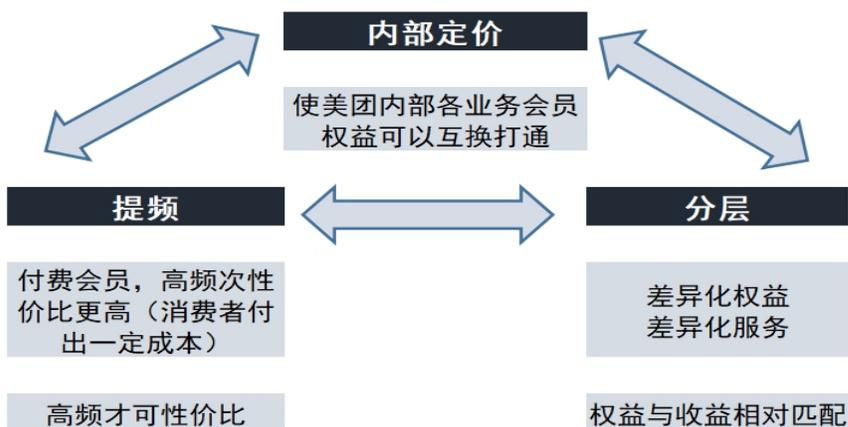


资料来源：公司官网，36kr，虎嗅网、搜狐网，国信证券经济研究所整理

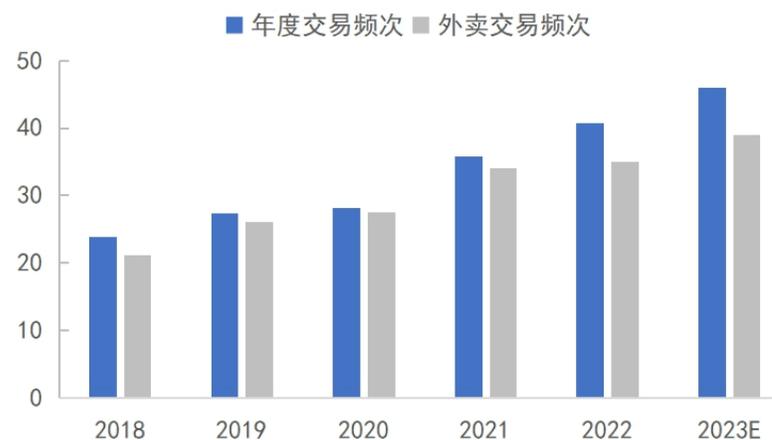
美团会员体系未来展望——“内部定价、提频、分层”

- 综合国内外代表会员体系特点及美团目前会员体系演进阶段，我们认为以下几个方面值得关注：
- “组织架构打通,合理内部定价”——美团本地生活生态链全会员权益可以实现打通协同的基础。美团各业务线消费者交易频次和变现率差异较大，故需要通过组织打通，合理的内部定价体系（甚至包括相关考核体系协同），使会员权益可以实现其整个生态链打通。
- “提频”——美团打通生态链会员体系的核心目的，提复购、促变现。在性价比导向下，客单价相对承压，在新获客成本较难系统化降低下，生态链打通，提频促复购是核心。如下，2022年平台每位交易用户平均每年交易40.8笔/+14.1%（外卖为主），2023年估算进一步提升。同时，外卖流量加速闪购成长，公司目前闪购与外卖的交叉销售率估算达55-60%。未来进一步全生态链打通提频是关键。
- 长期看“会员分层”——会员权益保级和升级等体系完善，使消费者有一定转换成本，加深对平台的绑定与黏性。不同会员要求的服务和价格敏感度，忠诚度差异较大。类似酒旅尤其客单价相对不低的业务核心客户贡献主导，但对服务要求高，而定位中低端的业务则相对更重当下性价比，未来不排除结合用户历史消费情况，设定消费者积分体系和级别体系，有效分层，差异化产品服务，全面助成长。

图：美团会员体系打通和重构的关键词



美团用户年度交易频次和外卖交易频次



资料来源：公司财报公开业绩交流会议，36kr，国信证券经济研究所整理

聚焦美团会员整合进展：今年7月开始从到家业务扩展至到店等多业务生态

- 美团会员体系变化：从积分到付费模式，会员价值逐步提升。美团会员最早为积分制，后推出付费会员制。2023年8月，美团到家业务上线“神会员”，包括“免费神券”和“神会员”：前者免费发放，有使用门槛；后者为付费券包，无使用门槛。神会员推出后，当月月美团外卖订单量突破历史峰值。此后，公司外卖累计了超1亿会员，其中2023Q4单季度外卖会员预计在5000万左右。
- 今年7月，神会员全面进阶，从外卖会员扩展至全渠道。据36kr报道，美团打通各业务的“神会员”项目在内部定位S级，5月在17个城市试点，7月初正式上线，如下图所示，美团本次改版“神会员”首次覆盖外卖服务、美食团购、酒店住宿、休闲玩乐、家庭服务等吃喝玩乐多个品类，覆盖商家达500万（占其活跃商家数的接近一半）。消费者可购买多款不同红包数量的省钱包，可不同程度膨胀使用。从试点情况来看，餐饮核销最高，因品牌多，使用机会多，更有性价比；部分品牌在2周的试点期间团购订单量和用户规模增长20%左右，效果明显。相应地，美团到店和到家持续整合，为美团做“全渠道会员”于扫清组织障碍，未来系统和数据的打通有望提供更多看点。

图：美团会员体系近两年变化

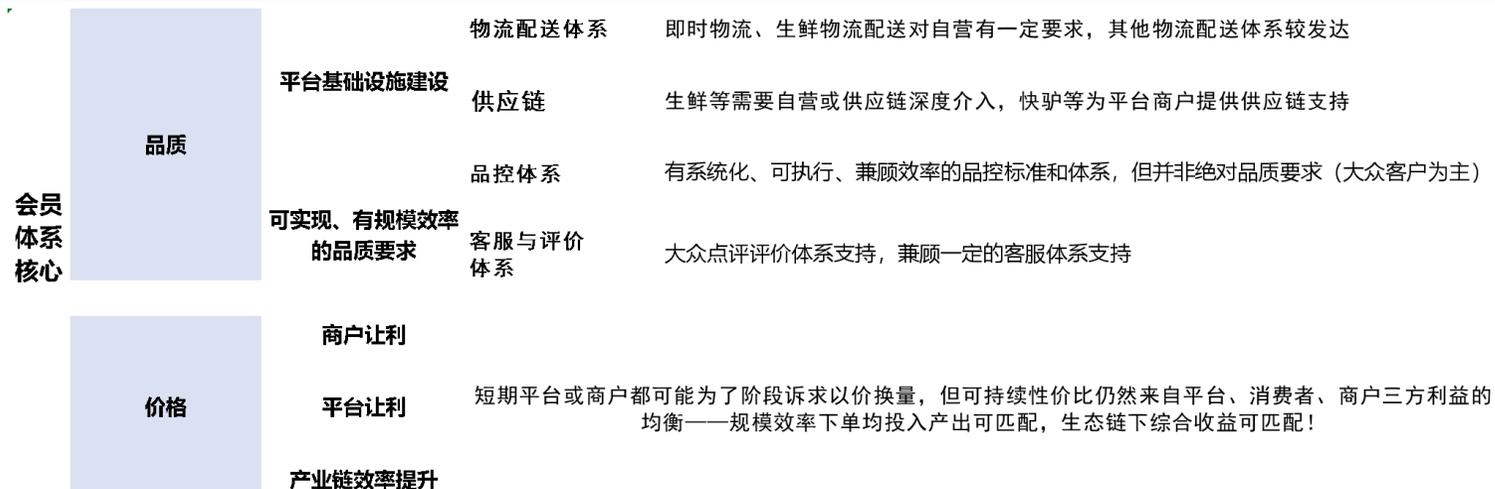


资料来源：美团官网或APP，国信证券经济研究所整理

流量端：平台视角看会员体系成本与收益，会员让利，利从何来？

- 从消费者角度，任何会员权益核心最关键在于性价比，即品质和价格的平衡，但其核心在于平台规模&高效的支持和多方利益平衡
- 兼顾效率和价格下的品质追求。对美团而言，品质的保证核心在于基础设施搭建，包括品控体系，服务支持（客服与服务规则），配送体系建设等等。需要说明的是，“品质”核心系基于规模效率、可操作的品控流程和要求下可以实现的结果，兼顾效率和性价比等平衡。
- 利从何来？商户让利？平台规模效率提升？产业链价值创造？从价格的角度，低价肯定是引流的利器，也是吸引消费者最重要的因素之一。但一方面，利从何来？短期平台或者商户可能从自身长期发展角度以价换量，牺牲利润追求用户规模，但单纯的低价流量不可持续。商户核心是能通过平台赚取到更多有效流量和利益，方愿意支付相关成本。另一方面，低价引流的客人，粘性相对不足。综合来看，任何业态长期发展一定是平台、商户利益能综合平衡，以及结合产业链角度能创造出更多价值，实现多方可持续共赢的结果。
- 其中，本地生活业务有些细分领域因变现率或毛利率低的特点，整体生态链的利益共享与多方平衡，实现更多产业链层面的价值创造，对平台、商户、消费者互动成长就更为关键！

图：性价比的背后支撑：平台基础设施建设，多方利益平衡与共赢，产业链、生态链的价值再造

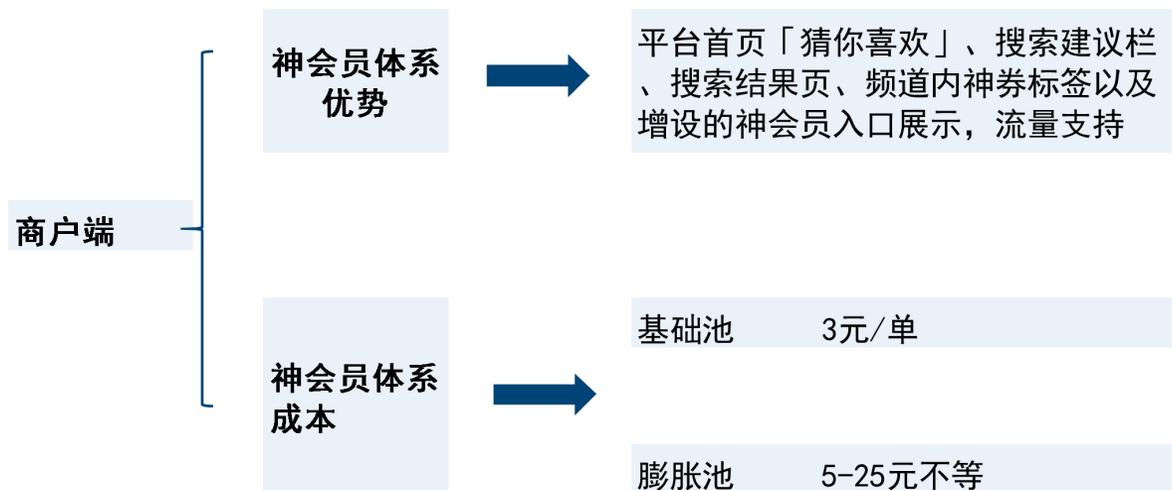


资料来源：公司财报公开业绩交流会，36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

从流量端到商户型：会员权益的“利”从何来？从商户视角看投入产出平衡

- 聚焦神会员会员权益从何而来？目前来看，神会员的权益主要来自商家与平台等共同承担。其中，对商户而言，核心在于投入产出平衡！
- 神会员体系下的商户收益：5个展示位，平台流量倾斜支持。参与神会员活动的商家，可以在平台首页「猜你喜欢」、搜索建议栏、搜索结果页、频道内神券标签以及增设的神会员入口展示位。所有神会员商家都拥有专属的神券标识，以此区分非神会员商家。
- 神会员体系下商户成本：新神会员体系包括基础池和膨胀池，商户端需要承担相应的成本。据《光子星球》，基础池商家要承担3元的费用，膨胀池商家按照商家立减后100元到300元以上不同价格分为四个区间，商家成本在5元到25元不等。
- 鉴于此，对商户而言，其是否愿意参与神会员体系核心在于投入产出是否可匹配，即增量流量是否可覆盖其增量成本。
- 对平台而言，核心在于发动足够多的商家，带动多元的套餐与SKU，才能让神会员体系更具吸引力，从而引动正向的飞轮。因此，对平台而言，核心需要借此带动增量博弈，而非存量博弈。接下来，我们重点关注商户端的打通——构造面向消费者的全链路闭环展示平台。

图：商户端参与神会员体系的流量支持和成本情况



资料来源：光子星球，银杏财经，36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

商户端：不同业态经营杠杆、经营模式及交易支持差异影响其对平台诉求

- 从商户角度，不同本地生活业态，由于经营杠杆不同和经营效率差异；接待瓶颈和交易支持差异，导致其对互联网平台的诉求不同。
- **餐饮**：消费者价格敏感性较高，其经营利润率相对不高，重视核销转换，品牌KA集团和中小商户侧重点不同。品牌集团，关注品宣+有效流量，规模优势支持其内容直播等引流，而流量引爆后其有自身各连锁门店支持兑换和变现（核销率也有支持），系美团和抖音竞争相对最激烈的领域之一。中小商户则更关注与区域LBS的区域边有效流量推送，对美团的目的地搜索流量更依赖，打造内容产品的诉求相对更兼顾性价比。鉴于此，美团防守重点在于头部KA，对中小商家则更多依赖自身平台优势和业务打通进行维护和拓展。
- **酒店**：高经营杠杆，对增量流量需求较高并愿意为此支付较高佣金，单日接待瓶颈有上限。除品牌集团兼顾品宣外，多数侧重有效流量，按平台实际引流情况支付佣金，上游系统分散、数字化不高，时效要求高，日历房有供应链要求。中低端酒店客群价格敏感性相对较高。
- **到店综合**：偏品宣需求和首次获客，一般高客单价毛利率也较高，其支付广告营销费用的意愿更高，有打造自身私域会员流量的需求。

图：不同业态的经营特点和营销、引流付费需求差异

分类	经营特点	营销需求和流量需求
餐饮	中等运营杠杆 同一时间有接待瓶颈限制 外卖配送对时效性要求较高	到店纯佣金率相对更低，外卖剔除配送费也明显低于酒店等。 除品牌集团品宣需求外，多数关注有效到店核销量 需要平台有效引流和配送体系支持，其经营利润率部分影响“配送成本+平台佣金”上限。
酒店	高经营杠杆（“折摊+租金+固定人工”等固定成本超50%+） 时效性强，淡旺季差异大，同一时间接待有上限瓶颈	对新增边际流量愿意支付较高溢价，佣金率相对不低 除酒店集团、度假目的地等有品宣需求外，多数关注有效预订流量，按显示排名、成交等付费意愿更强
综合	核心是引流到店后充值办卡做复购	重视在互联网平台上进行品宣和首次获客，愿意为首次获客支付较高费用
零售	生鲜、日用品产品保质期差异 强规模化配送体系支持	高频流量 平台配送体系支持（区域大仓+网格仓/前置仓等）

资料来源：公司财报，36kr，虎嗅网，国信证券经济研究所整理

商户端2：不同业务：变现率分化，未来平台货币化率提升潜力不同

- 由于不同业态不同模式经营杠杆、经营利润率差异，其对平台支持的要求不同，整体货币化率也相对分化，后续提升潜力差异。
- **到家业务：餐饮外卖**货币化率此前为12%-14%左右，纯外卖佣金率粗略估算3-4%左右。2021年5月后，公司对外卖收费进行调整，主要收取6%左右的基数支持费用+配送履约费用等，不同时段和配送距离费用不同。未来佣金率和UE的提升空间核心看：1) 竞争趋缓下补贴的减少；2) 广告等进一步提升空间（外卖+团购打通展示后）；3) 配送成本的边际优化。**闪购业务**方面，目前因仍处于加速渗透发力周期，我们预计其货币化率尚不如外卖，但万物可送下目前仍处于快速成长中，中长线稳态期我们预期其货币化率有望接近外卖。
- **到店业务**：2018-2022年估算货币化率在7-10%，但2023年因竞争加剧有所承压，整体估算阶段降至5-7%。到店餐饮、酒店、到店综合等货币化率在2023年尤其下半年预计均有下降，如下表所示，但2024年以后，伴随竞争格局边际有所缓和，预计Q2开始部分有所回升，但头部KA竞争仍存，整体变现率水平预计仍不及2022年之前。后续，随着美团到店和到家业务持续打通融合，商户活动信息向用户的传递有望更加多精准高效，进而有助于带动其货币化率提升和内部运营效率的优化。
- 结合此前分析，餐饮、中低端酒店消费者均系价格敏感型，且商家受制其经营杠杆和经营利润率，其付费率也有天花板约束，因此平台上述业务货币化率的提升核心在于提升线上渗透率和流量转换效率、以及为商户经营提供更多经营赋能与优化工具。

表：美团代表业务货币化率或佣金率估算

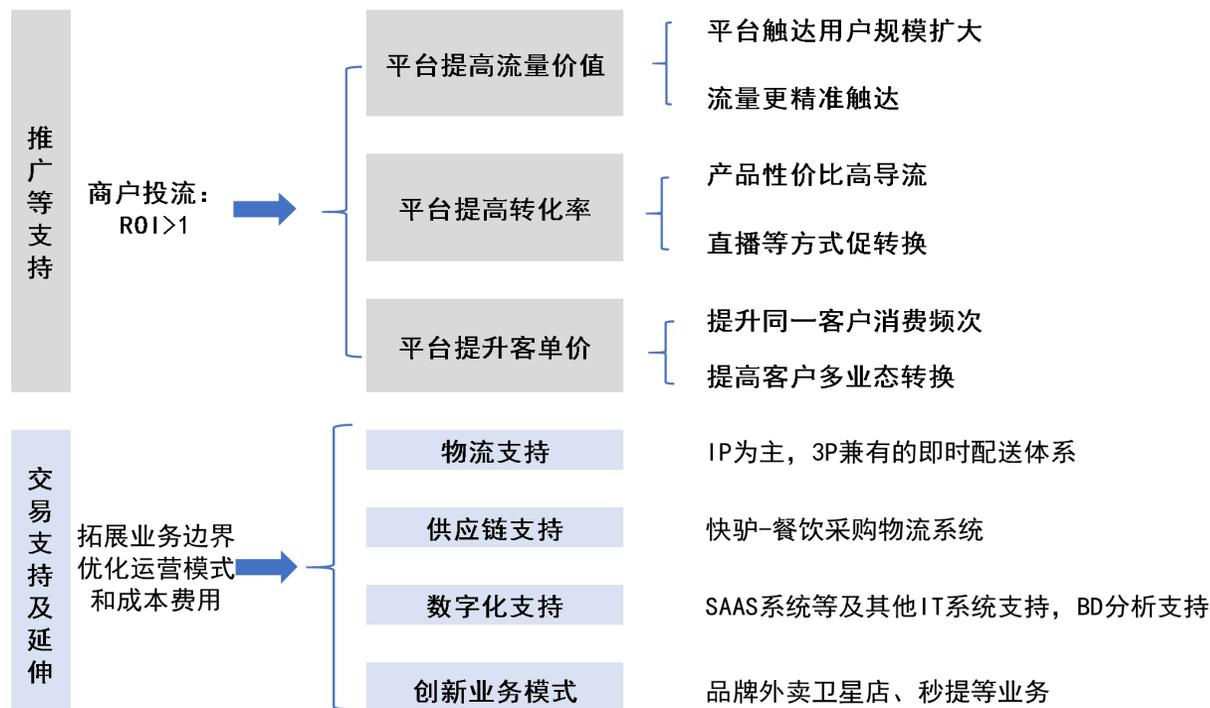
分类	细分分类	整体货币化率估算	说明
到家	闪购	目前整体仍低于外卖，预计尚不到10%	未来品牌端有提升空间空间，纯佣金率长期预计或不低于外卖
	餐饮外卖	2021年前，对商户端收费在20%左右，但剔除补贴等后预计12%-14%左右（含骑手配送成本）；2021.5后，对商户收费为6%左右技术支持费+履约费用（固定费+价格+路程调），整体在13.5-15.5%左右	纯外卖变现率估算3-4%左右（含广告收益），不同阶段略有波动
到店	到店餐饮	估算此前佣金率为4-6%（含广告则更高，此外KA更低），但2023年因竞争加剧下降，估算阶段或3%上下	2024Q1后竞争开始有所缓和，但头部KA竞争仍不低，预计2024年下半年逐步回升；平台流量价值提升助力长期增长
	到店综合	2019-2022年：估算8~10%；2023年估算阶段降至8%以内	广告变现率预计更高，佣金率更低，二者估算6:4
	酒店预订	平台对商户端收费估算8-12%，剔除消费者补贴后约8%左右，2023年竞争影响，估算阶段下降	2024Q2竞争缓和后，预计佣金率较2023H2或有所提升
	到店整体	2018-2022年估算：7-10%；2023年估算5-7%	广告货币化率高，佣金率相对更低，预计2024年逐步有所回升

资料来源：公司财报，36kr，虎嗅网，国信证券经济研究所整理

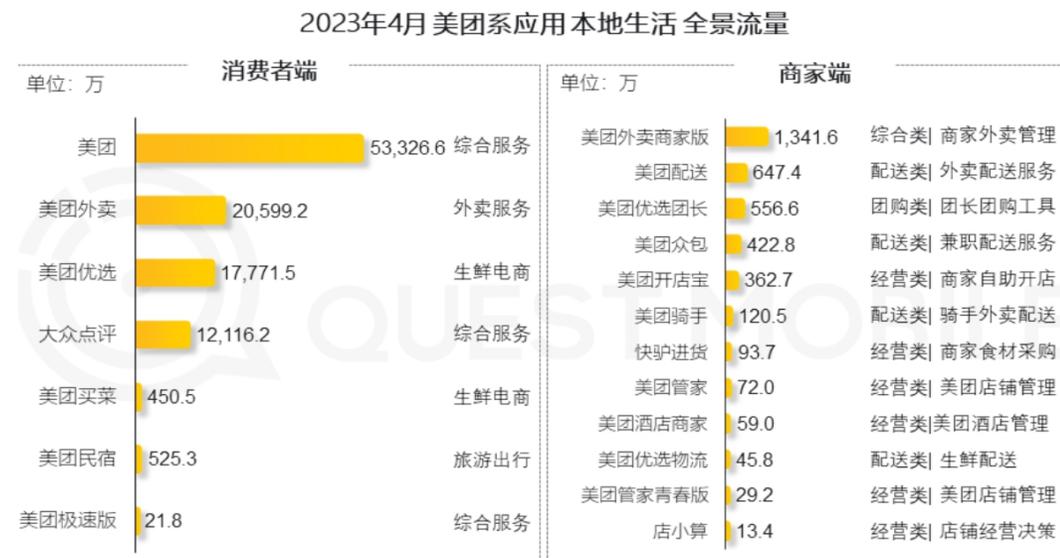
商户端：依托平台推广和实现交易等，与平台共赢成长

- 对商户而言，平台的核心价值在于为其创造更高的交易流水经营效率。立足当下，美团核心通过组织架构打通，到店和到家业务整合，提高其为商户创造的价值，进而据此通过GMV*货币化率提高平台收入，实现与商户共赢成长。具体来看，平台可为商户提供以下支持：
- 一看平台对商户推广支持：重在提升商户投流的ROI（一般要求ROI至少>1，不同行业有区别）。通过组织架构调整，提高流量价值（触达用户规模更多，流量传递更精准）、用户转化率和客单价，从而提升商户ROI。而商户ROI越高，其愿意支付给平台的费用就越高。
- 二是平台提供的交易支持：主要包括物流、供应链、数字化系统及商业模式创新等方面。美团平台此前通过垂直深耕，在即时配送体系、快驴（餐饮采购物流平台）、餐饮用户SAAS系统等方面已经奠定良好基础，未来核心在于交叉赋能和进一步捆绑商户，并通过进一步创新业务模式（品牌卫星店、秒提）等拓展品牌门店增量空间。

图：商户与平台共赢成长：提高投流价值、丰富交易支持、创新业务模式



图：美团平台消费者和商户端全景流量



Source: QuestMobile TRUTH 全景生态流量数据库 2023年4月

资料来源：公司财报，Questmobile，36kr，虎嗅网，国信证券经济研究所整理

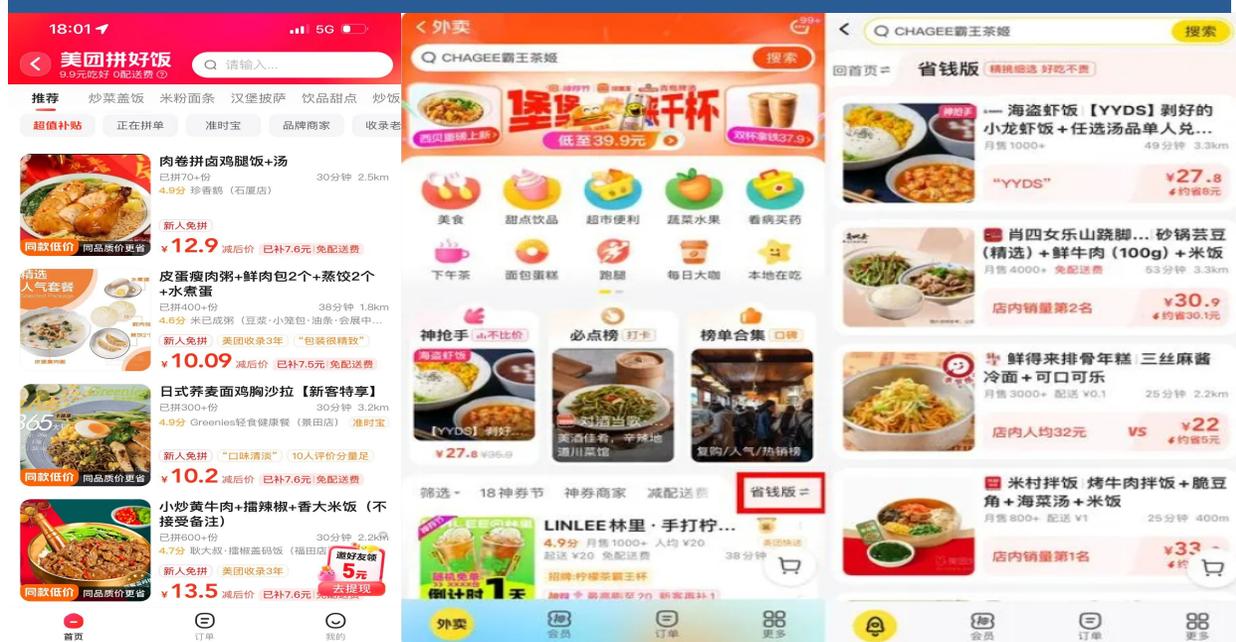
商户端：性价比趋势下，平台产品迭代与商户的思考

- 在目前消费环境下，性价比成为平台引流最核心利器。美团据此推出神枪手、拼好饭等产品，后续还可能推出省钱版。
- 美团性价比产品特点——商品爆款逻辑：以“商品”展示方式代替过往美团货架“商家”展示方式，更商品凸显性价比。其中拼好饭近两年快速增长，2024Q1日均单量已达500万单，占美团外卖单量的近10%，预计Q2Q3进一步快速提升。考虑拼好饭主要以中小商户为主，美团后续预计不排除推出省钱版模式，吸引更多品牌KA商家参与。
- 对商家而言，核心在于低价促量和限定SKU平衡成本。在目前消费性价比日益占据主导的模式下，上述产品核心在于以价促量，但商户利润空间也相应明显受制。如何吸引更多商户参与，并相对平衡品质，成为美团后续拓展的核心。目前来看，美团核心倾向于打造商品爆款，以此引流，让商户更可薄利多销；同时通过有限或定制SKU，让商户可以在一定程度上平衡成本；后续通过参与商家的不断丰富，追求不同细分定位上的性价比爆款，成为其持续推动订单量和规模提升的核心。

表：美团低价产品运营：神枪手、拼好饭、省钱版等说明

分类	产品说明	平台展示方式	参与主体	推出时间和情况
神枪手	商户提供“限时限量，品牌折扣产品”。	秒杀、直播、短视频等内容板块推出	中小商家外，吸引部分KA商家	2023年3月内测后逐步推出
拼好饭	拼单+补贴，同一店铺集中出单集中配送方式降低成本，商户核算一口价成本，平台加价售出	平台-拼好饭板块	中小商家为主	2022年4月推出，2023年快速发展，2024Q1占外卖单量10%
省钱版	精挑细选好吃不贵，核心在于爆款商品性价比	平台-省钱版内测部分推送	中小商家外，吸引更多品牌KA商家参与	2024年7月内测中

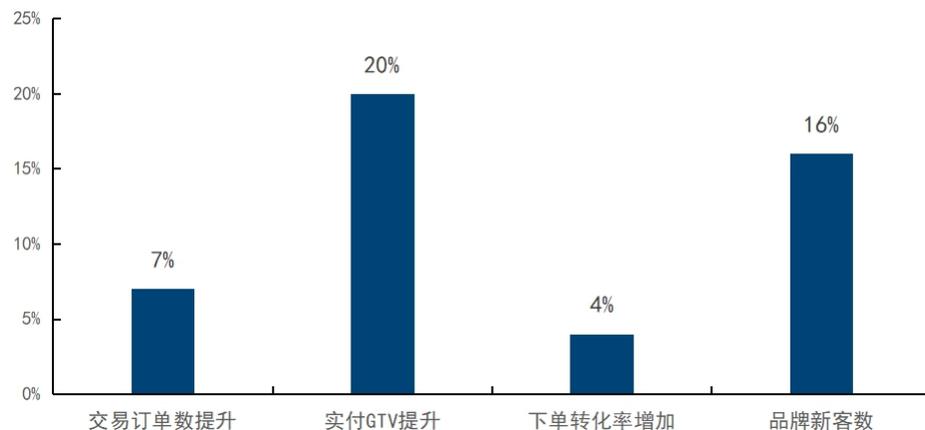
图：美团拼好饭与省钱版



资料来源：公司财报，36kr，虎嗅网、美团app，国信证券经济研究所整理

- 到店和到家整合：用户流量打通，聚焦商户营销获客需求多方出击，从而有望进一步提升商户GTV和营销ROI。
- 今年5月，美团开始在部分城市逐步打通整合到店和到家业务：一是结合前文，5月部分城市试点到店和到家的会员打通，7月正式推出最新版“神会员”，覆盖到店到家多业务；二是针对头部客户，美团在部分城市试点外卖BD与到店BD一起合并谈合作，加速彼此渗透；三是商户信息展示涵盖外卖和团购到店等优化；四是，美团正在为商家开发整合营销解决方案和综合运营解决方案，未来不断协同融合。
- 据光子星球报道，美团在成都试点部分商家打通到店和到家以后，平均交易订单数提升了7%、实付GTV提升了20%、下单转化率增加4%、品牌新客数约16%。同时，美团今年预计还将积极提高其到店渗透率。据新浪报道，美团今年要求到店商家的渗透率平均达30%（此前估算在22-24%左右），医美、婚庆、亲子板块争取做到50%以上（客单价和毛利率通常更高）。综合来看，伴随美团到店与到家的打通，商户的信息可更好地触及目标客户，推动用户渗透和整体GTV的增长，商户营销ROI可以有效提高，对平台的贡献可能进一步提升。

图：美团成都试点商家到店和到家业务打通后阶段表现



资料来源：公司财报，36kr，虎嗅网，国信证券经济研究所整理

- 到店和到家的破壁融合，加速线上线下融合交互，资源更优匹配，业务创新拓展提苏。
- 品牌卫星店，背后核心是餐饮从此前纯线下运营模式到兼顾线上外卖运营模式，取更优解：核心在于依托品牌优势和平台引流能力，助力品牌餐饮推出专门提供高性价比外卖服务的“品牌卫星店”，推出低SKU、极致“质价比”套餐，降低租金压力。今年来，美团推出“万店返佣计划”加速模式发展，今年5月底，累计已有45个品牌开出超560家店。
- 到店自提进一步升级为“秒提”，提升线上线下链接效率。7月，美团团购正式推出“秒提”功能，为用户提供“团购在线立点、到店即取免排队”的数字化就餐体验（省去了跳转小程序及到店人工验券等流程），目前主要覆盖茶饮、咖啡等品类近40个连锁品牌的8万多家门店、遍布全国360多个县市区。从试点上线至今，服务用户超过2000万。以CoCo海南市场为例，开通“秒提”服务后，“提前点单、到店秒提”的用户已从四分之一扩大至三分之二；山东本土茶饮品牌阿水大杯茶开通“秒提店”后，单店人员成本下降2000元左右，团购核销率也由60%提升至78%。据36kr报道，聚合平台补贴+商家团购+“秒提”服务后，头部奶茶、咖啡品牌的订单量能有20-40%的增长。

图：品牌卫星店特点与发展



资料来源：公司官网，36kr，电商报pro，国信证券经济研究所整理

图：美团推出秒提功能，进一步推动线下场景消费增长



其他：AI层面多重布局，孵化未来成长同时，也通过技术迭代加速未来业务打通和模式升级



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 业务打通的同时，AI的持续布局，业务有望助力后续打通。AI的核心在于应用，美团通过战略投资和内部孵化等方式，双重出击，立足其丰富的用户流、信息流等数据基础，积极布局AI赛道。
- 一方面，美团具备丰富的线下场景，充足的线上线下商户数据和用户数据，积极内部孵化研究相关应用。据《AI光年》报道，美团内部在扩张算法团队，密集研究大模型及具体应用。目前初步已有尝试，比如美团到家业务场景中，大模型对个性化推荐和智能调度的改善；大模型在智能助手、客服、电销等交互式对话场景中的应用等，后续还在持续完善中。此外其尝试推出Wow（AI交互聊天产品）。
- 另一方面，战略投资AI相关。美团投资的三家大模型公司光年之外、智谱AI及月之暗面。此外，据IT桔子数据，截至2023年年底，美团龙珠投资人工智能公司有4个，分别为月之暗面、法奥FAIR、爱芯元智、轻舟智航，为后续技术迭代蓄力和布局。

表：美团战投对人工智能行业的投资

时间	投资的公司	行业	轮次	本轮融资金额
2024-2-27	九识智能Zelos	自动驾驶、无人配送	A轮	1亿美元
2024-2-22	宇树科技	机器人研发商	B+轮	10亿人民币
2023-10-20	智谱AI	AGI通用模型研发商	战略投资	25亿人民币
2023-7-19	智谱AI	AGI通用模型研发商	B+轮	数亿人民币
2023-6-29	光年之外	大模型研发商	收购	20.65亿人民币
2022-5-24	史河科技	高空作业机器人	B轮	1500万美元
2022-4-30	未来机器人	无人车研发商	C+轮	8000万美元
2022-2-28	赢彻科技	自动驾驶技术研发商	B轮	1.88亿美元
2022-1-17	爱芯元智	AI视觉芯片研发	A++轮	8亿人民币
2021-12-22	毫末智行	自动驾驶技术研发商	A轮	10亿人民币
2021-11-10	高仙机器人	商用自动扫地机机器人	C轮	12亿人民币
2021-9-27	梅卡曼德机器人	AI+3D+智能工业机器人	C+轮	10亿人民币
2021-9-14	普渡科技	智能配送机器人	C+轮	数亿人民币
2021-8-30	星云智联	DPU芯片研发商	A轮	数亿人民币
2021-8-6	爱芯元智	AI视觉芯片研发	A+轮	数亿人民币
2021-8-3	赢彻科技	自动驾驶技术研发商	B轮	2.7亿美元

表：美团龙珠投资的人工智能、半导体及自动驾驶项目（部分）

时间	投资的公司	行业	轮次	本轮融资金额
2023-7-31	月之暗面 MoonshootAI	跨模态大模型研发商	Pre-A轮	数亿美元
2022-3-9	法奥FAIR	协作机器人公司	B轮	5000万美元
2022-1-17	爱芯元智	AI视觉芯片研发	A++轮	8亿人民币
2021-8-16	轻舟智航	无人驾驶技术研发公司	A+轮	1亿美元
2021-8-6	爱芯元智	AI视觉芯片研发	A+轮	数亿人民币

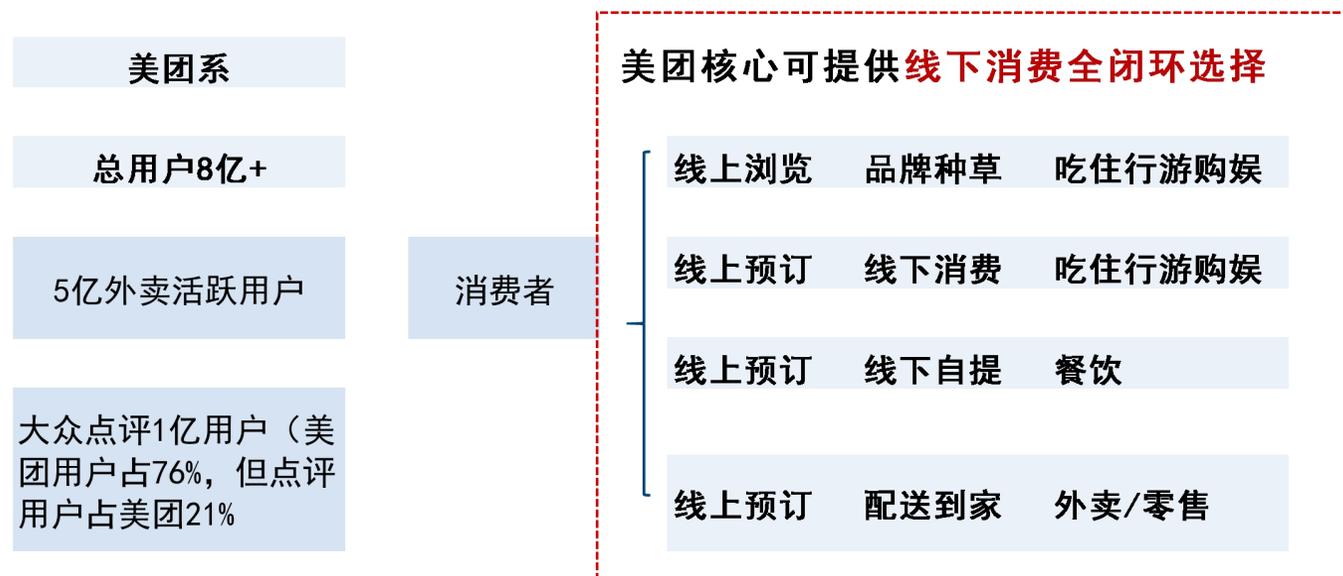
资料来源：IT桔子、深网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

业务打通小结：平台积极构筑全闭环线下消费生态，助力三方共赢发展

- 总体来看，消费者需要性价比，但单纯让利不是最终解。从可持续的角度，平台端、商户端和用户端核心在于如何创造增量三方共赢？
- 对商户端而言，平台可以为商户链接消费者的全闭环服务——用户线上浏览/预订，实现品牌种草、线下消费/线下自提/配送到家等，具有全闭环链路信息展示与推广优势。并且，美团正在为商家开发整合营销解决方案和综合运营解决方案，以拓宽他们的营销和获客渠道，帮助商家借助美团平台实现更高的运营效率和交易转化率。
- 对消费者而言，核心在于产品广度和深度及优惠力度是否良好。目前美团的会员体系设计是与其消费频次最高的外卖业务做基础进行设计，但相对注重性价比和价格优惠策略。目前神会员的体系下，消费者可以付费等方式获得外卖优惠、以及团购、酒店和旅行等服务享受全方位高性价比的服务。但如果需要商家后续持续付费和支持神会员体系的发展，除了流量支持和平台协同外，未来预计也需要进一步设计，实现高频复购、会员忠诚和粘性奖励，多元转换和分层服务等。

图：美团可以结合消费者全链路消费场景，提供相应产品和服务



资料来源：公司财报，36kr，虎嗅网，国信证券经济研究所整理

美团核心业务展望：性价比下积极促转换，稳定和提升变现率是盈利增长核心



- 综合来看，面对消费日趋性价比和竞争格局新演绎，美团的主力产品结构日益注重性价比以引流：神会员体系下的多重优惠、神枪手、拼好饭（2024Q1占外卖比重）以及参考36kr报道最新内测的**美团外卖省钱版（以商品流为中心，更凸显价格优势）**。
- 但性价比的来源核心还是商户和平台的让利，故美团业务从垂直到破壁核心看点在于促进流量的交叉转换，让流量转换更有效率，为商户端在不利环境下也能相对创造更多价值（故商户愿意参与其活动并更支付一定的流量付费），进而形成自身性价比的飞轮，并能逐步回升其货币化率尤其是在线营销变现率水平。
- 鉴于此，展望美团未来成长，主要关注：1、宏观消费环境（尤其关注消费力变化可能对产品、单均价等的影响）；2、本地生活行业线上渗透率持续提升（其中闪购等增速仍较快）；3、竞争格局逐步趋于理性；4、**公司组织变革，流量端和商户端业务整合打通及效率提升，带来单量相对提升、货币化率提升及经营利润率改善。**



资料来源：公司公告、公司财报、36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 综合前文对核心商业业务的分析以及对新业务的探讨，我们对美团主要业务趋势分析如下图所示。
- 核心来看：贝塔趋势下，消费日趋性价比，影响AOV水平；线上渗透提速&性价比产品&业务打通等推动量提升乃至整体GTV提升
- 竞争格局更强理性带来货币化率回升，业务打通为货币化率改善和经营效率提升提供进一步支撑。

图：美团业务未来趋势展望：交易额、货币化率、经营利润率



资料来源：公司公告、公司财报、36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美团：外卖与到店酒旅等核心业务未来盈利弹性估算



➤ 考虑前期推广和业务打通中的磨合调整，我们预计公司组织变革、流量与商户打通整合成效将渐进体现，在外部各种挑战中谋求自身阿尔法成长。

我们预计：1) 尽管外卖AOV可能受消费环境影响，且抖音等竞争阶段可能略反复，但我们预计伴随业务打通整合，中性假设其货币化率和经营利润率2024年仍有望同比略提升0.3-0.4pct；2) 到店酒旅业务货币化率有望在Q2和下半年持续环比企稳回升（2023年以前估算达9%+，2023年逐季下降至6-7%，2024年渐进回升，2025年乐观来看8-9%，低于2023年前水平，但高于2023年，从而助力2025年业绩增长弹性25%+。中长线来看，对内会员和商户端的打通有助于提升公司的核心护城河，对外全面加强和快手深度合作也助力公司强化下沉获客潜能。

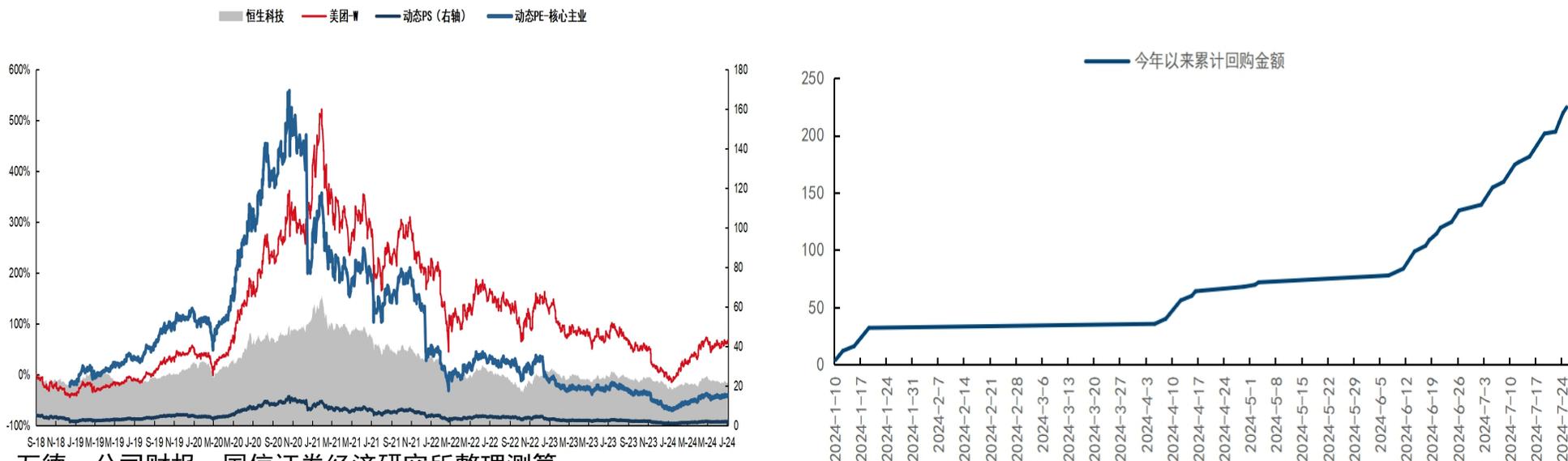
表：美团核心外卖及到店酒旅业务的弹性测算

	2022A	2023A	中性预测		悲观预测		乐观预测	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
外卖								
餐饮外卖订单量	15877	19348	22030	25114	21864	24837	22057	25542
YoY	10.5%	21.9%	13.9%	14.0%	13.0%	13.6%	14.0%	15.8%
AOV	50	48	46.6	47.0	45	43	46.6	47.5
YOY	3.3%	-5.5%	-2.2%	0.8%	-4.7%	-4.4%	-2.2%	2.0%
餐饮外卖GTV(bn)	801360	922505	1026938	1180020	993436	1078888	1028020	1214256
YoY	14.1%	15.1%	11.3%	14.9%	7.7%	8.6%	11.4%	18.1%
外卖货币化率	14.6%	15.4%	15.7%	15.9%	15.6%	15.8%	15.8%	16.0%
餐饮外卖收入(mn)	116801	142506	160921	187623	154976	170464	161913	194645
YoY	21.3%	22.0%	12.9%	16.6%	8.8%	10.0%	13.6%	20.2%
餐饮外卖经营利润(mn)	15975	22894	26598	30147	25261	27445	26813	32700
经营利润率	13.7%	16.1%	16.5%	16.1%	16.3%	16.1%	16.6%	16.8%
到店酒旅业务（21年新口径）								
到店酒旅GTV(bn)	332792	689798	914837	1120675	855350	1043527	917432	1155964
yoy	-6.1%	107.3%	32.6%	23.0%	24.0%	22.0%	33.0%	26.0%
货币化率	9.5%	6.5%	6.0%	6.2%	6.0%	5.7%	6.5%	8.5%
到店酒旅收入	31450	44930	55078	69186	51321	59481	59633	98257
YoY	-3.3%	42.9%	22.6%	25.6%	14.2%	15.9%	32.7%	64.8%
经营利润率	46.8%	35.7%	32.5%	32.6%	31.0%	30.0%	33.0%	33.0%
经营利润	14726	16049	17885	22522	15910	17844	19679	32425

资料来源：公司财报，公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2021年到店酒旅业务口径有所调整

- ▶ 今年以来，本地生活行业竞争相对更趋理性和多元，同时公司多管旗下，全面应对挑战，一季度经营传递积极信号。此外，截止7月26日，公司今年以来累计回购超200亿港币，加之资金风格等共同影响，共同助力公司今年以来股价反弹。
- ▶ **投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”投资评级。** 暂维持2024-2026年实现调整后净利润366/491/583亿元，对应PE值17/13/11x，维持目标价125-144港币。我们认为，本地生活赛道持续竞合发展，核心看公司能否持续优化和成长挖潜。立足当下，面对消费性价比趋势和竞争格局的多元演绎，美团围绕“性价比”持续产品&模式创新，与快手等深度合作，在消费渐进复苏中谋求自身阿尔法成长。同时，公司以新变革迎新挑战，流量端和交易端从垂直深耕走向破壁融合。伴随公司新一轮组织变革逐步落地，7月开启会员全面打通以及到店和到家业务破壁融合，互联网本地生活全闭环消费强化，有望助推公司打造新一轮成长飞轮。我们预计未来几个季度系公司战略变革效果验证的重要观测窗口，其业务破壁融合成效值得期待，维持公司“优于大市”评级。

图：美团股价变化及今年以来回购情况



资料来源：万德，公司财报，国信证券经济研究所整理测算

表：相关公司可比估值表

股票 代码	公司 名称	最新市值 (港币)	股价 (港币)	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
3690.HK	美团-w	6,744	108	3.74	5.89	7.89	9.37	29	18	14	12	优于大市
9961.HK	携程集团-s	2,302	337	19.12	22.62	27.34	32.16	18	15	12	10	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测 注：上述EPS均为经调整后口径

美团盈利及预测和估值



资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33340	43055	62179	78502	营业收入	276745	327162	386424	445842
应收款项	11235	29579	34937	40309	营业成本	179554	208761	238791	272301
存货净额	1305	2790	3185	3628	销售费用	58617	65310	75353	86939
其他流动资产	19373	49074	57964	66876	管理及研发费用	30573	32156	37880	43704
流动资产合计	183116	242362	299702	359039	资产减值及公允价值变动	(901)	417	(112)	(200)
固定资产	13598	14589	14172	12743	其他损益净额	6315	5240	5240	5240
无形资产及其他	36198	35888	35653	35497	营业利润	13415	26593	39529	47938
投资性房地产	41828	41828	41828	41828	财务费用	606	1080	1275	1471
长期股权投资	18289	18289	18339	18389	权益性投资收益	1213	1213	523	523
资产总计	293030	352957	409694	467496	利润总额	14022	26726	38777	46989
短期借款及交易性金融负债	19322	16150	17678	17716	所得税费用	165	802	1939	2349
应付款项	23925	39058	41409	43532	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	57628	66473	76326	87297	归属于母公司净利润	13856	25921	36834	44635
流动负债合计	100874	121681	135413	148545	经调整净利润	23253	36643	49117	58315
长期借款及应付债券	610	610	610	610	现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	39589	52785	58953	58983	净利润	13856	25921	36834	44635
长期负债合计	40199	53396	59563	59593	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	141073	175077	194976	208138	折旧摊销	7997	6910	8073	9295
少数股东权益	(57)	(54)	(50)	(45)	公允价值变动损失	901	(417)	112	200
股东权益	152013	177934	214768	259403	财务费用	606	1080	1275	1471
负债和股东权益总计	293030	352957	409694	467496	营运资本变动	15094	(12356)	3728	(1603)
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	2674	3	4	5
经调整EPS	3.74	5.89	7.89	9.37	经营活动现金流	40522	20061	48751	52531
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(9828)	(7174)	(7533)	(7909)
每股净资产	24.43	28.60	34.52	41.69	其它投资现金流	(20787)	0	(23573)	(28287)
ROIC	23%	47%	65%	79%	投资活动现金流	(24664)	(7174)	(31156)	(36247)
ROE	9%	15%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	35%	36%	38%	39%	负债净变化	(939)	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	10%	11%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	9%	11%	12%	其它融资现金流	(904)	(3172)	1528	39
收入增长	26%	18%	18%	15%	融资活动现金流	(2781)	(3172)	1528	39
净利润增长率	-307%	87%	42%	21%	现金净变动	13181	9715	19124	16323
资产负债率	48%	50%	48%	45%	货币资金的期初余额	20159	33340	43055	62179
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	33340	43055	62179	78502
P/E	26.9	17.1	12.8	10.7	企业自由现金流	26521	13175	41821	45323
P/B	4.1	3.5	2.9	2.4	权益自由现金流	24079	9755	43347	45578
EV/EBITDA	51	31	20	17					

资料来源：公司公告及财报，国信证券经济研究所整理和预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、宏观经济等系统性风险，宏观经济疲软可能影响消费力和消费信心，进而导致公司核心主业GTV增长和经营利润表现可能不及预期。
- 二、公司积极拓展组织架构调整和业务打通，但公司此前垂直细分模式主导，从垂直走向破壁融合可能难以一蹴而就，相关组织架构变革和业务调整效果可能低于预期。
- 三、政策风险、监管风险、反垄断风险等，骑手问题等相关舆论风险。公司所处外卖、团购等赛道关系基础民生，在商业盈利成长的同时也需要兼顾外部性、社会性，故需要多方面平衡发展。
- 四、社区团购等新业务减亏可能不及预期。
- 五、本地生活行业竞争格局可能持续演绎，抖音后续若经营思路再调整，以及腾讯视频号、小红书等持续布局也可能带来新的变化和影响。
- 六、技术迭代升级可能产生新的模式迭代或冲击。
- 七、股东减持等风险。
- 八、个人信息、大数据等监管更趋严格；商户管理等风险。

附表1：互联网本地生活玩家布局及竞争演绎（一）



表：互联网本地生活玩家布局及2020-2024年演进（一）

玩家	2019年及以前布局	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
美团	本地生活龙头，整合大众点评等，千团大战后确立霸主地位。	2020年上线“美团优选”，进军社区团购赛道；2020年9月确立了“美团闪电仓”，试点开启常态化运营。便利店前置仓品类。	2021年，美团在深圳送出第一单无人机配送，“美团闪电仓”，试点开启常态化运营。	2022年4月上线“拼好饭”；2022Q4组建了独立的直播团队	2023年3月推出了面向商家的“神抢手”营销活动，上线直播业务；2023年4月，进军同城团购配送；2023年5月，美团宣布旗下全新外卖品牌KeeTa在中国香港推出；2023年8月上线“神会员”；12月公司前置仓美团买菜升级为全新品牌小象超市。	组织架构调整：到家事业群、到店事业群、美团平台、基础研发等合并成为“核心本地商业”板块，王莆中出任核心本地商业CEO等；外卖等事业部人事变动，神会员体系升级；2024年4月，美团外卖在2024中国连锁餐饮峰会上正式推出“品牌卫星店”万店返佣计划
抖音	2018年，抖音开始试水；	2020年3月后，陆续开始推出团购、达人探店等活动	2021年：抖音以低价吸引大量服务商和自建的销售体系，并低价引流，21年底，抖音本地生活业务成为独立一级部门。	2022年，抖音与饿了么达成合作，此后阶段与顺丰同城等合作部分到家业务流程但后续相对搁置；到店方面，调整平台算法推荐机制，鼓励商家做更好的视频内容以提升消费转化率。	2023：全面发力到店市场，结合抖音《2023年数据报告》，其本地生活总交易额增长256%，门店扩张至覆盖370+城市，超450万家门店，助力商家增加收入946亿。	2024年3月，组织架构调整：原按照行业划分的到店餐饮、到店综合、酒旅三个平行部门，将按地域被重组为北、中、南三个大区，以及服务全国连锁大商户的NKA部门，效率提高。
阿里	饿了么成立时间早于美团外卖		2021年，“到家”业务（包括饿了么和同城零售）和“到目的地”（包括高德及飞猪）两部分整合为生活服务		2023年3月，阿里“1+6+N”拆分，本地生活被作为六大业务集团之一被独立运营，高德、饿了么以及原来的口碑等整合纳入	本地生活两大业务饿了么、高德本别由新管理团队接棒，蜂鸟配送负责人韩鑫接棒饿了么
拼多多		2020年上半年，拼多多推出“快团团”试水社区团购，下半年正式推出多多买菜，加入团购大战。到年底，拼多多全面上线“多多旅行”			多多买菜在2023年12月中旬启动本地生活到店业务的招商工作，但结合时代周报2023年底的报道，除多多买菜外，其他本地生活布局在2023年底暂时关闭。	

资料来源：腾讯网、36kr，21财经，晚点latepost，国信证券经济研究所整理

附表2：互联网本地生活玩家布局及竞争演绎（二）

表：互联网本地生活玩家布局及2020-2024年演进（二）

玩家	2019年前布局	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
小红书					2023年初，小红书组建本地生活广告团队，加速本地业务商业化。此后上线团购等功能，选取部分城市进行试点，兼商户抽成和投流。	今年年初，小红书还在APP首页顶部栏新增“附近”一级入口，通过模拟地图的形式，基于地理位置展示不同区域内的吃喝玩乐相关笔记、直播及群聊内容。核心在于强大的种草能力进行变现，但目前仍需跟踪交易支持。
快手	2019年二级入口引入本地生活板块			2022年成立独立的本地生活事业部，与友商合作，并侧重差异化竞争，主攻汽车服务、房产等	快手本地生活业务已经覆盖了所有一线城市和15个新一线城市，先重点城市跑通，再更广范围推广。开城阶段预计三组队伍：第一组做商家和商品运营，第二组做渠道运营（包括服务商、达人），第三组做中台支持。	快手将本地消费业务部调整至主站
京东	2019年初，京东组建生活服务事业群。	2020年，京东成立生活服务事业群，此后投入资源布局社区团购等。	2021年依托达达配送和京东到家整合，并推出即时零售“小时购”（LBS模式）		京东试点同城外卖等	京东到家所属的达达集团：总裁预计更换，核心关注内容生态、开放生态和即时零售。前两者要构建的是京东主站的流量和价格力，即时零售则代表着最有希望的第二增长曲线。京东小时达升级京东秒送。
腾讯视频					2023年5月，小范围测试本地生活业务，只有部分大品牌商家入驻；8月视频号开始引入第三方服务商 2023年底，微信支付团队介入视频号商业化进程，开发交易组件等	2024年4月，本地生活行业商家可申请入驻“本地生活”业务类型的视频号小店。

资料来源：腾讯网、36kr，21财经，晚点latepost，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032