公司研究

本地生活独占龙头，社区团购打开成长边界

——美团-W（3690.HK）投资价值分析报告

要点

万物到家打造 food+platform 生活服务平台：美团成立于 2010 年，目前已成为领先的本地生活服务电子商务平台。服务现已涵盖餐饮、外卖、生鲜零售、打车、共享单车、酒店旅游、电影、休闲娱乐等 200 多个品类，业务覆盖全国 2800 个市区县。截至 2021 年第二季度，美团累计交易用户突破 6.28 亿人，活跃商家数目突破 770 万户，平均每位用户年均交易数 32.8 笔。2021 第二季度营业收入 438 亿人民币，同比增长 70%，创历史新高。

餐饮外卖业务：美团凭借强大的流量壁垒和完善的配送网络，逐渐坐稳餐饮外卖行业龙头地位，截至 2020 年餐饮外卖业务的 GTV 增长 24.8%到 4888.51 亿元，日均外卖交易单量增长 16.3%至 2780 万单。外卖业务进入新角逐阶段，美团充分发挥“即时配送”的特点，不断拓宽外卖边界，增加本地非餐零售品类，开启广义的“万物到家”新外卖时代。新抽佣规则实施后，相比于旧版抽佣规则更加科学和清晰，对不同订单进行更加精细化管理，总体来看，抽佣规则变化对整体佣金费率影响不大。

到店、酒店及旅游业务：美团点评成为消费者心目中的本地生活服务“百科全书”，美团点评拥有海量 UGC 内容和成熟的商家管理机制，显著领先于抖音等内容电商，其多年来形成的认知壁垒短期内难以超越。在 Z 时代新消费大环境中，美团点评上的新业态如萌宠互动、密室逃脱等细分服务场景发展迅猛。酒店及旅游板块在疫情之后明显恢复，同时进一步渗透高星酒店市场，根据测算 2020 年美团酒店平均 ADR 为 174 元/间夜，相比 ADR 约 400 元/间夜的携程来说仍具有一定的差距，但未来空间巨大。

新业务及其他：美团针对不同配送距离和目标消费群体，采用不同的商业模式全方位布局本地零售业务。美团买菜和美团优选重点关注生鲜市场，其中美团优选作为社区团购行业的主要商家，目前在商家流量端和仓储资源端较多多买菜有显著优势，但社区团购形势尚未明朗，仍处于前期充分竞争阶段。美团闪购和团好货分别对标短距“即时配送”和长距“实物电商”领域，为消费者提供不同的配送解决方案。此外，出行业务矩阵完善，美团共享单车、电单车及网约车服务作为本地生活服务的配套服务，协助美团实现全生态业务闭环。

盈利预测、估值与评级：美团以即时配送服务和线上营销平台为核心壁垒，建立起商家和消费者之间的直联平台，在本地生活服务领域展现出绝对的龙头地位。因新业务亏损影响，我们下调 2021-2022 年经调整盈利 132%/90%至-73/38 亿，给予 2023 年经调整盈利为 219 亿，对应经调整 EPS 为-1.19/0.62/3.57 元，结合 SOTP 与 DCF 估值，计算公司合理市值为 15554 亿人民币，对应每股价值 305.71 港币/股，维持“买入”评级。

风险提示：监管部门出台外卖等业务反垄断相关政策力度超预期；新业务局势尚不清晰，发展不及预期；竞争格局恶化。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
GTV（百万）	681,209	831,050	1,270,552	1,768,702	2,259,891
营业收入（百万）	97,529	114,795	177,035	256,495	338,096
营业收入增长率(%)	50%	54%	45%	32%	25%
净利润（百万）	2,236	4,708	-11,461	-359	17,731
经调整净利润（百万）	4,657	3,121	-7,291	3,812	21,901
经调整 EPS（元人民币）	0.81	0.54	-1.19	0.62	3.57

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-09-13，汇率按港币：人民币为 0.83:1 换算

买入（维持）

当前价/目标价：247.8/305.71 港币

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

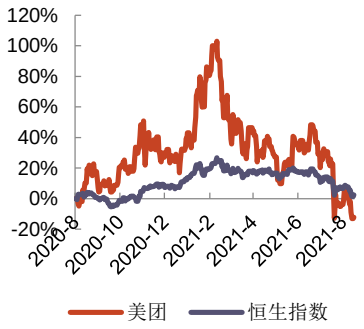
021-52523875

lizn@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.29
总市值(亿港币)：	15190
一年最低/最高(元)：	240.0/460.0
近 3 月换手率：	52.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.77	25.87	314.91
绝对	27.86	45.80	367.45

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1. 外卖业务：餐饮外卖业务对于用户和商家的争夺已经渐近尾声，美团在外卖行业坐稳行业龙头地位，未来品类拓展叠加佣金收入提升确定性强，我们预计公司外卖业务 GTV 在 2021-2023 年分别增长 40.6%/ 30.9%/ 26.3%至 6876/8997/11361 亿元；变现率分别可达到 13.9%/14.0/14.1%；预计外卖业务在未来三年分别实现收入 953/ 1259/ 1600 亿元；由于餐饮外卖的规模效应降低单均单位成本以及疫情减缓后对商户扶持减弱，营业利润率则分别提高至 6.5%/8.8%/ 11.3%。

2. 到家、酒旅业务：去年受疫情影响大，未来逐渐摆脱疫情影响，预计到店酒旅业务整体交易额在 2021-2023 年分别增长 43.3%/ 27.9%/ 28.5%至 3005 亿/3843 亿/4938 亿元；假设变现率较稳定，分别为 10.3%/ 10.7%/ 10.5%。到家、酒旅业务未来三年实现收入分别为 309/410/520 亿元。

3. 新业务：我们预计公司 2021-2023 年新业务板块总交易规模分别增长 113%/ 72%/ 30%至 2825/4847/6301 亿元，变现率分别为 18%/ 18.5%/ 18.5%，2021 年公司将加大补贴力度获取新客户，预计营业利润率将在 2021 年先降低，随着客户粘性的增强和规模效应的逐步体现，从 2022 年起，新业务的营业利润率将逐步提高，预计 2021-2023 年新业务营业利润率分别为-73%/-15%/ 3%。新业务未来三年实现收入分别为 508/897/1260 亿元。

我们区别于市场的观点

1. 市场认为美团在社区团购业务上的巨大投入风险较大，未来投资回报时间未知。我们认为美团布局社区团购虽然初期投入较大，但后期业务走势可以对标餐饮外卖业务的发展路径，投资回报时间可预测。布局社区团购是全面完善本地生活服务的必要环节，不仅生鲜市场是本地生活中仅剩的蓝海市场，社区团购从本质上重塑传统生鲜市场，提高了市场的流通速度和效率，充分解决了农户与消费者信息不对称，农产品滞销等问题，美团布局社区团购兼具社会意义和战略性意义。

2. 市场认为抖音等内容电商将在到店业务领域与美团形成竞争关系，威胁到美团点评的护城河。我们认为美团海量 UGC 社区和多年积累的口碑和消费者惯性形成的壁垒十分牢固，短期之内，抖音等无法对其产生威胁，美团和抖音等内容电商将继续维持健康的合作关系，充分发挥各自的优势，实现平台之间的相互导流和流量变现。

3. 市场认为美团实施新抽佣规则后，佣金率提升将进一步激化舆论导向。我们认为，新抽佣规则准确完成了对不同价格、距离、地区和时段订单的精细化管理，是美团对外卖管理过程中的必要环节，而且新规对近距离和高客单的订单有积极影响，随着距离缩短，单位时间内配送单量提升，效率进一步提升。随着客单价的提升，美团的盈利将进一步提升。

盈利预测、估值和评级

因新业务亏损影响，我们下调 2021-2022 年经调整盈利 132%/90%至-73/38 亿，给予 2023 年经调整盈利为 219 亿，对应经调整 EPS 为-1.19/0.62/3.57 元，结合 SOTP 与 DCF 估值，计算公司合理市值为 15554 亿人民币，对应每股价值 305.71 港币/股，维持“买入”评级。

目 录

1、 美团：生活必需的一站式生活服务平台 7
1.1、 业务概览 7
1.1.1、 业务规模 7
1.1.2、 发展历史及业务板块 7
1.1.3、 股权结构及董事会成员 8
1.1.4、 三大业务板块的财务表现 9
2、 餐饮外卖 10
2.1、 外卖业务核心竞争立显著，初显行业龙头地位 11
2.2、 外卖的盈利模式和未来利润增长的驱动性因素 13
2.2.1、 佣金收入增长趋势： 14
2.2.2、 营收结构稳定，广告营销变现率或进一步提升 17
2.3、 外卖新版抽佣规则实施后的两个趋势 18
2.4 技术手段提升效率，无人机配送目前处于试验阶段 20
3、 到店及酒旅：美团主营业务的中流砥柱 20
3.1、 到店综合业务中新业态发展势头迅猛 21
3.1.1、 到店餐饮业务坐稳生活服务行业龙头地位 22
3.1.2、 美团点评壁垒坚固，抖音进军到店业务威胁不大 22
3.2、 美团酒旅：疫情影响逐渐消除，整体仍在成长 25
3.2.1、 美团暗自崛起 起步于增量市场 着眼于高星市场 25
3.2.2、美团酒店与携程的对比和未来发展趋势 26
4、 新业务成长迅速，全面布局非餐零售业务 29
4.1、 To B 业务：美团小贷和快驴进货 29
4.2、 本地食杂非餐零售业务矩阵 30
4.2.1、 美团买菜：注重高品质的前置仓模式 31
4.2.2、 美团闪购：满足即时配送需求 31
4.2.3、 美团优选：商业模式创新的社区团购 31
4.3、 出行业务：共享单车+共享电单车+美团打车 37
4.3.1、 共享单车 37
4.3.2、 共享电单车 37
4.3.3、 美团打车 38
5、 盈利预测 38
5.1、 关键假设及盈利预测 38
5.2、 相对估值 40
5.3、 绝对估值 41
5.3.1、 关于基本假设的几点说明： 41
6、 风险分析 42

图表目录

图 1：2020 年美团业务规模 7
图 2：美团主要发展历史及阶段 8
图 3：2020 年美团现有业务地图 8
图 4：美团股权结构分布 9
图 5：2021 年 Q1 总营收基本恢复，赶超疫情前水平 10
图 6：2017 年-2020 年美团各业务营收（百万元） 10
图 7：2019Q1-2021Q1 单季度分业务营业收入（百万） 10
图 8：新业务板块发展迅猛，新业务营收占比稳步增长 10
图 9：2020 年餐饮外卖交易金额恢复显著，赶超疫情前水平 11
图 10：美团餐饮外卖日均交易笔数稳步增长，赶超疫情前水平 11
图 11：美团外卖市场份额 2020Q2 创历史新高 68.2% 11
图 12：2020 年上半年美团日均启动次数平稳增长 12
图 13：2020 年上半年美团用户次均打开时长最短(单位：秒) 12
图 14：2021 年 Q1，C 端交易用户数创历史新高 12
图 15：美团 B 端商家数于 2021 年 Q1 历史新高 12
图 16：单用户年均交易笔数稳步提升，2021Q1 创历史新高 13
图 17：美团与饿了么 MAU 的差距逐步拉大 13
图 18：疫情后外卖业务单季营收增速明显，2020Q4 创新高 13
图 19：外卖业务盈利模式稳定，单季度盈利稳定增长 13
图 20：餐饮外卖业务盈利模式拆解 14
图 21：2020 年下沉市场三线及以下城市人口占比 72% 14
图 22：2020 年下沉市场共包含 288 个城市，发展潜力巨大 14
图 23：2020 年 H1 中国外卖用户数量按城市等级分布 15
图 24：2020 年下沉市场的订单增长率明显高于一二线城市 15
图 25：2020 年 2 月 68.6%的餐饮商户认为外卖增加收入渠道 16
图 26：2020 年 2 月超半成外卖商户开通外卖后营收增长 10%以上 16
图 27：2019 年奶茶果汁、甜品等细分品类增长率居前两位 16
图 28：美团外卖非餐饮品类不断拓展 16
图 27：2020 年 2 月消费者使用美团外卖购买非餐饮品类情况 17
图 28：从餐饮外卖不断拓宽边界，向“万物到家“发展 17
图 29：2019 年以来广告收入稳步提升 17
图 30：预计 2020 年之后广告收入占比未来将稳步提升 17
图 31：59.75%的商户选择疫情后提升在美团的营销推广力度 18
图 32：2020Q4 佣金率逐步恢复，广告变现率逐步提升 18
图 33：旧版的单一抽佣模式 18
图 34：美团外卖不同地区精细化计费方案有差异 18
图 35：美团配送模式：上海地区调整后的“阶梯式“抽佣方法 19
图 36：美团配送模式：厦门地区调整后的“阶梯式“抽佣方法 19
图 35：3 公里的配送距离下， 低客单价的平台抽佣率提高 19

图 36：当客单价为 25 元时，距离越远，平台抽佣率高 19
图 39：美团智能调度系统 20
图 40：无人机送外卖模式 20
图 41：2020 年 Q3 到店及酒旅业务超越疫情前水平 21
图 42：自 2020Q2 起，经营利润率较 19 年不断提升 21
图 43：生活服务行业线上渗透率潜力巨大 21
图 44：到店行业市场渗透率逐年增长 21
图 45：美团到店综合业务中新业态交易额 CAGR 达到 55.1% 22
图 46：2020 年美团的生活服务业新业态交易额增速 Top10 22
图 47：2020 年上半年美团点评成为用户到店就餐的首选平台 22
图 48：2021 年中国消费者了解餐馆的主要渠道来自美团点评 22
图 49：抖音短视频内自带商家链接，线上用户轻松线下转化 23
图 50：相同商家在大众点评内页面信息完整，评论丰富 23
图 51：相同商家在抖音内页面信息不完善、无优惠券 23
图 52：大众点评 app 内部形成本地生活服务闭环，增强社区属性，提供“种草”需求 24
图 50：2020Q4 美团酒店间夜量同比增长 9% 25
图 51：2019 年美团酒店间夜量首次全年持续超过携程系总和 25
图 50：2019 年全年美团酒店预订订单占比过半 26
图 51：2019 年全年美团酒店预订间夜量占比第一 26
图 57：2019 年中国在线酒店预订用户数按城市等级分布 26
图 58：2019 年中国在线酒店预订用户 MAU 及同比增长 26
图 59：2019 年中国在线酒店预订用户年龄分布 27
图 60：2019 年美团和携程预定用户年龄分布对比 27
图 61：美团酒店 APP 页面中加入酒店美食和婚宴条目 27
图 62：高星级酒店上线健身、游泳等非住宿品类 27
图 63：美团酒旅业务的商业模式：流量二次转化+扩张非住宿品类 28
图 64：疫情后餐饮收入比重增加，客房收入比重减少 28
图 65：疫情后高星级酒店收入结构产生变化 28
图 66：新业务板块单季度收入稳步提升 29
图 67：新业务板块年度营业收入增长迅猛 29
图 68：本地非餐零售业务矩阵 30
图 69：中国生鲜电商市场渗透率不足 7% 30
图 70：中国电商销售渠道占比逐年提高 30
图 71：美团买菜：前置仓模式 31
图 72：美团闪购：平台到家模式，即时配送 31
图 73：社区团购的商业模式和产业链结构 32
图 74：社区团购简化了冗长的供应链，直接连通原产地和社区用户 32
图 75：团长的四合一功能 33
图 76：美团优选入口置于美团 APP 功能矩阵首页，实现内部流量转换 34
图 77：美团优选中 SKU 品类丰富，涵盖人们餐饮和日常刚需的所有商品 35
图 78：生鲜品类件单价偏低 36

图 79：数码家电、家纺服饰等品类件单价偏高 36
图 80： 优化单均利润的四个维度 36
图 81：美团优选理想的 UE 模型 36
图 82：预计 2025 年中国共享出行交易额达到 4657 亿 37
图 83：未来中国共享出行用户数和渗透率将进一步增长 37
图 84：2020 年中国两轮车市场规模达 310 亿元 37
图 85：美团全面覆盖共享出行业务 37
图 86：2020 年中国共享电单车渗透率仅为 0.5% 38
图 87：2020 年中国共享单车投放数量城市分布 38

表 1：高级管理层成员 9
表 2：不同客单价和配送距离下，美团配送模式下的抽佣费率 19
表 3：美团外卖业务盈利预测 20
表 4：到店业务板块美团和抖音的对比 25
表 5： 美团与携程的业务模式对比 28
表 6：美团优选和多多买菜的经营情况对比 34
表 7：美团优选和多多买菜优劣势对比 35
表 8：外卖业务收入拆分 39
表 9：到店、旅游及酒店预订业务收入拆分 39
表 10：新业务收入拆分 40
表 11：外卖业务可比公司估值 40
表 12：到店 业务可比公司估值水平 40
表 13：阿里巴巴与拼多多关键指标 41
表 14：绝对估值核心假设表 41
表 15：现金流折现及估值表 42
表 16：敏感性分析表（价格单位：港币） 42

1、美团：生活必需的一站式生活服务平台

1.1、业务概览

美团是中国领先的生活服务电子商务平台，公司的主要营业理念从“帮大家吃的更好”出发，成功建立全球最大的即时配送网络，并大力发展生活服务等多种业务板块，用先进的云计算技术连接商家与消费者，建立在线服务平台，高效实现供给端到需求端的顺利对接，服务现已涵盖餐饮、外卖、生鲜零售、打车、共享单车、酒店旅游、电影、休闲娱乐等 200 多个品类，业务覆盖全国 2800 个市区县。

1.1.1、业务规模

截至 2021 年第二季度，美团累计交易用户突破 6.28 亿人，活跃商家数目突破 770 万户，平均每位用户年均交易数 32.8 笔。年度累计交易笔数为 206 亿笔，餐饮外卖日均订单数为 38.5 百万笔。单季度餐饮外卖交易额高达 1736 亿元，国内酒店间夜量 1.4 亿间。

图 1：截至 2021 年 Q2 美团业务规模



资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.1.2、发展历史及业务板块

美团自 2010 年创立以来，由团购网起家，经历了与上千家团购网站的激烈角逐，以“控制团购品质，用户体验第一”为宗旨，以团购为横向战略导向，大力发展餐饮外卖，酒店，电影等垂直品类，2015 年与大众点评网战略性合并后，成功完成了从实物团购网到电子生活服务平台的转型，着重发展餐饮外卖，到店等主营业务，迅速占得较大市场份额，于 2016 年坐上餐饮外卖市场的第一把交椅，2018 年公司先后完成对摩拜单车的收购和港交所上市，并持续拓宽出行，生鲜，零售跑腿，非餐到店等服务边界，业务全方位覆盖人们生活的四大 LBS 场景：“到店，到家，出行，旅行”，2019 年公司在外卖交易额及酒店间夜量的市场份额分别达 68.2%和 48.7%，居行业第一位，成长为新一代的互联网巨头。

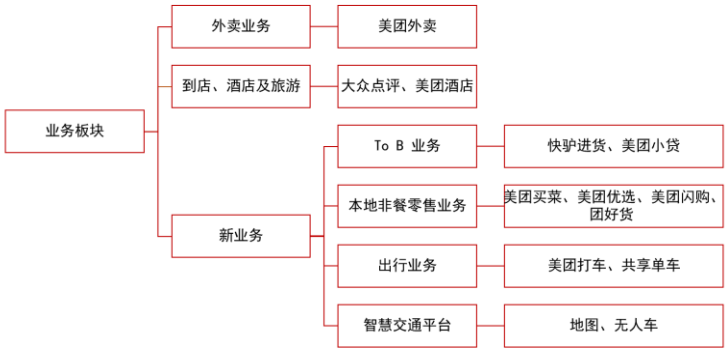
图 2：美团主要发展历史及阶段



资料来源：公司公告、光大证券研究所

美团现有主营业务为“餐饮外卖”和“到店、酒店及旅游”，其中餐饮外卖的核心品牌 APP“美团外卖”，于 2020 年 3Q 占据市场份额 68.3%，“到店、酒店及旅游”的核心品牌 APP“美团酒店”的间夜量在 2019 年已近我国全年在线酒店总间夜量的一半，占据市场份额 48.7%,较国内其他预定平台优势明显，于 2019 年完成对携程系的突围。美团于 2015 年与大众点评实现战略性合并以来，着重开拓新的业务地图，不仅在前期推出了多个为商家服务的“To B”业务，帮助商家优化店铺管理，提高供应链及支付端的效率，借此完善商家生态，形成上游供应链的真正闭环，还看到了极具潜力的线下市场生鲜和零售，推出“美团买菜”和“美团闪购”业务，利用其庞大的流量和即时配送网络通过“前置仓+配送”的形式提供服务，以提高线下零售市场的线上化率。除此之外，出行业务方面，公司于 2018 年收购摩拜单车，并推出美团单车和美团打车两项服务，正式进入竞争格局相对激烈的网约车市场。

图 3：2020 年美团业务地图



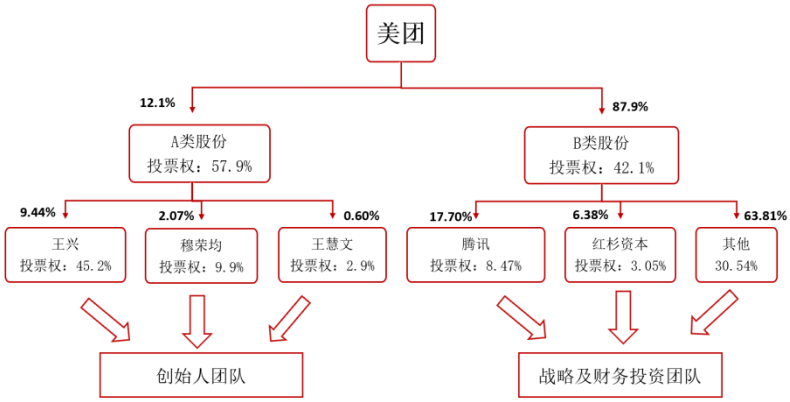
资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.1.3、股权结构及董事会成员

美团实行“同股不同权”的 A/B 股股权结构，三位联合创始人王兴、穆荣均、王慧文持有 A 类股份，每股对应 10 票投票权，其他财务投资团队持 B 类股份，每股对应 1 票投票权。公司第一大股东为腾讯持股 17.3%，董事长王兴

持股 9.44%，具有拥有 45.2%的投票权。王兴、穆荣均和王慧文三位联合创始人团队共拥有 57.9%的投票权。

图 4：美团股权结构分布



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理，截至 2021 年 3 月 31 日

表 1：高级管理层成员

高管成员	职称	角色与职责	加入公司时间
王兴	联合创始人，执行董事首席执行官兼董事长	负责整体战略规划、业务方向及公司管理	2010 年 3 月
穆荣均	联合创始人，执行董事兼高级副总裁	负责本公司的金融服务及公司事务	2010 年 3 月
陈少晖	首席财务官兼高级副总裁	负责本公司的财务、战略规划、投资及资本市场活动	2014 年 11 月
陈亮	高级副总裁	负责本公司的酒店及旅游业务	2011 年 1 月
张川	高级副总裁	负责本公司的到店服务业务	2017 年 1 月

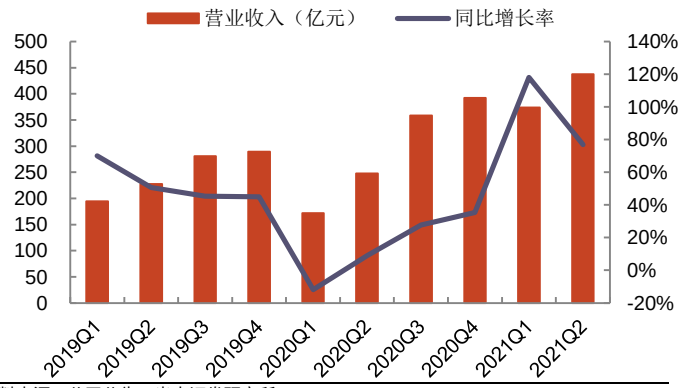
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

1.1.4、三大业务板块的财务表现

根据公司公告，2021 上半年营业收入 808 亿，同比增长 95%，其中餐饮外卖营收同比增长 81.8%至 437 亿元，占总营收的 54%。得益于新冠疫情在中国得到有效控制，到店及酒旅行业全面复苏，营收同比增长 98.8%至 152 亿元。新业务中的零售业务、B2B 餐饮供应链服务及共享骑行等各项业务增长迅猛，营收同比增长 123.3%至 219 亿元。

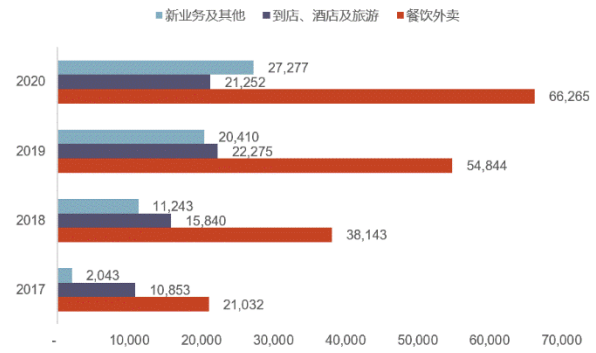
2017 年至 2020 年，三大主营业务板块的营业收入逐年稳步增长，餐饮外卖作为核心业务板块，坐稳餐饮外卖行业龙头，2020 年营收录得 662.7 亿元创历史新高。到店、酒店及旅游业务受到新冠肺炎的影响，2020 年营收 212.52 亿元相比 2019 年下降 4.6%。新业务及其他产品板块着眼于潜力巨大的线下食杂零售行业，在 2019 年之后不断扩张，于 2021 年 Q2 业务收入创单季度历史新高达到 82.30 亿元，营业收入占比逐年增加，在 2020 年总营业收入中占比 39.8%，未来新业务板块表现仍值得继续期待。

图 5：2021 年 Q2 总营收赶超疫情前水平



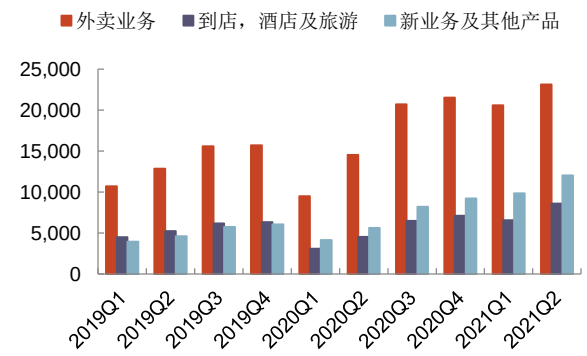
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 6：2017 年-2020 年美团各业务营收（百万元）



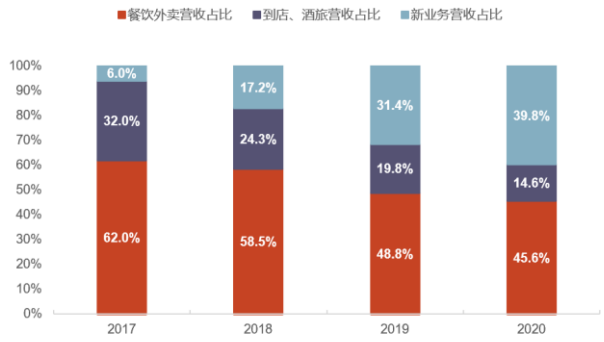
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 7：2019Q1-2021Q2 单季度分业务营业收入（百万）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 8：新业务板块发展迅猛，新业务营收占比稳步增长

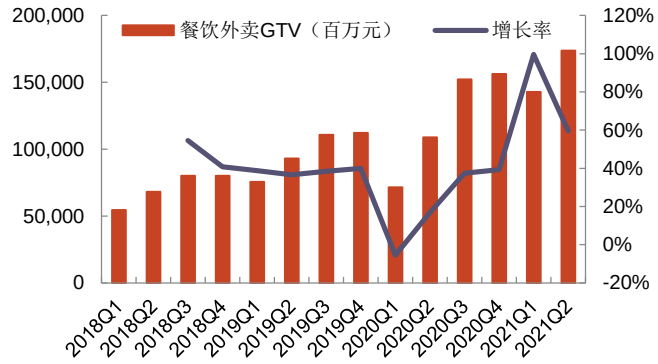


资料来源：公司公告、光大证券研究所

2、 餐饮外卖

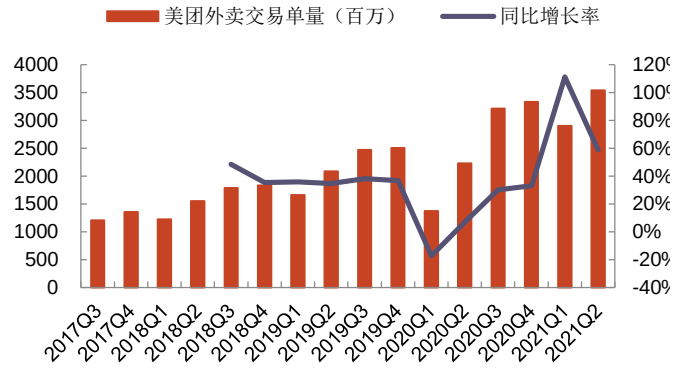
作为全球领先的餐饮外卖服务供应商，美团将“让人们吃得更好”这一公司理念在其强大的消费者基数、商家基数及独家优势的配送网络等多个优势下进一步深入消费者的内心。2020 年餐饮外卖业务的 GTV 增长 24.8%到 4888.51 亿元，日均外卖交易单量增长 16.3%至 2780 万单。2021Q2 餐饮外卖 GTV 达到 1736 亿元，同比增长 59.5%，对应总单量 35.41 亿单，日均单量 3890 万单，同比增长 59.5%，均创历史新高。

图 9：2021Q2 餐饮外卖交易金额恢复显著，赶超疫情前水平



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 10：美团餐饮外卖交易单量稳步增长，赶超疫情前水平



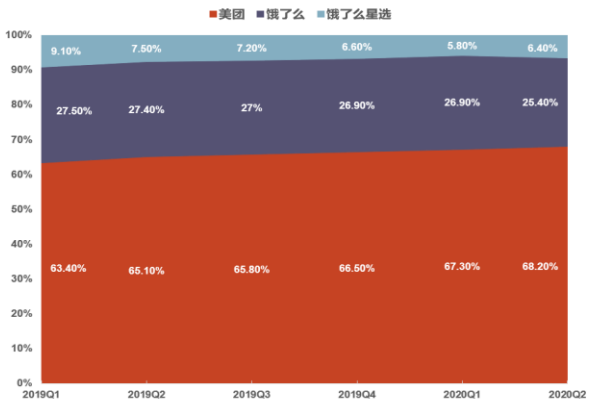
资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.1、 外卖业务核心竞争立显著，初显行业龙头地位

在餐饮外卖市场，美团和饿了么在顾客定位、商家覆盖、战略模式、物流配送、支付方式等方面都存在着明显的竞争关系，2020 年，美团外卖的规模化优势越来越明显，盈利能力逐步提升，2020 年 Q2 美团外卖业务市占率进一步扩大至 68.2%，拥有压倒性优势，外卖行业的市场竞争格局从“两强相争”逐渐向“行业龙头”发展的趋势。美团外卖的日均启动次数稳定增长，也因功能聚合的一站式，日均启动次数远多于饿了么。在客户体验方面，基于优秀的 APP 页面设计和高频次的业务属性，美团外卖用户平均点餐用时最短。

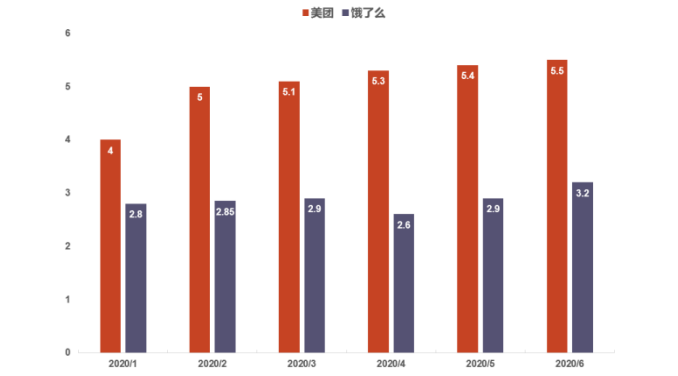
美团外卖相对饿了么的前期优势在于供给侧，即对商家的服务管理，美团不仅拥有难以复制的人力资源和商户资源，还注重后期商家业务能力培训和后续供应链管理，深入贯彻长久以来的核心价值观“以客户为中心”和“长期有耐心”。目前餐饮外卖市场进入后期角逐阶段，外卖平台在不断拓宽“即时配送模式”的界限，不断扩展即时送货“到家”的品类和场景，未来二者的竞争点在于如何进一步拓宽“即时配送”市场，如何争夺外卖在下沉市场的市场份额，以及如何进一步提升外卖订单品质来为商家和客户两端提供更加优质的服务。

图 11：美团外卖市场份额 2020Q2 创历史新高 68.2%



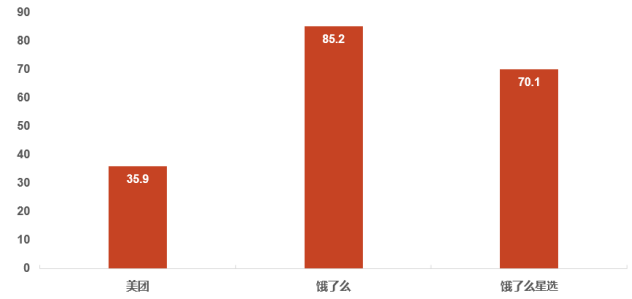
资料来源：Trustdata、光大证券研究所

图 12：2020 年上半年美团日均启动次数平稳增长



资料来源： Trustdata、光大证券研究所

图 13：2020 年上半年美团用户次均打开时长最短(单位：秒)

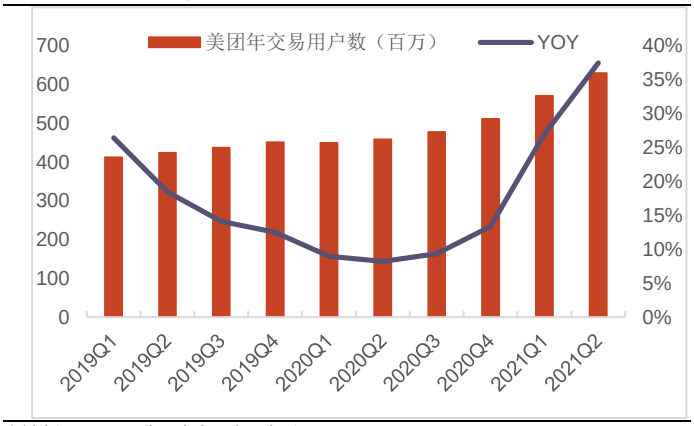


资料来源： Trustdata、光大证券研究所

美团餐饮外卖的核心竞争力优势明显，我们认为美团未来将坐稳行业龙头的原因在于：

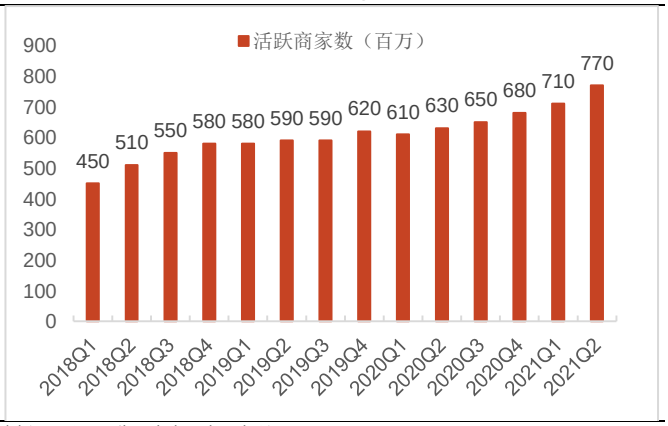
1.庞大的用户基数和流量引入：经过前期的高补贴获客阶段，美团目前已经完成消费者教育， “餐饮”业务独有的高频次和高基数的属性进一步奠定了海量的用户流量基础。经过 2020 年疫情的催化作用之后，餐饮外卖主打即时到家、方便快捷的特点更好的迎合了疫情背景下的餐饮消费场景，进一步提高了用户粘性。截至 2021 年 Q2，美团 C 端交易用户数同比增长 37.4%至 6.28 亿人，加之 MAU 高达 12 亿的微信提供两个一级入口“美团外卖”和“美团团购”为美团引流。B 端活跃商家数目同比增长 23.5%至 770 万户。2020 年 Q1 以来，美团外卖和饿了么的 MAU 差距逐步增大，美团 2021 年 4 月的 MAU 是饿了么的五倍。

图 14：2021 年 Q2，C 端交易用户数创历史新高



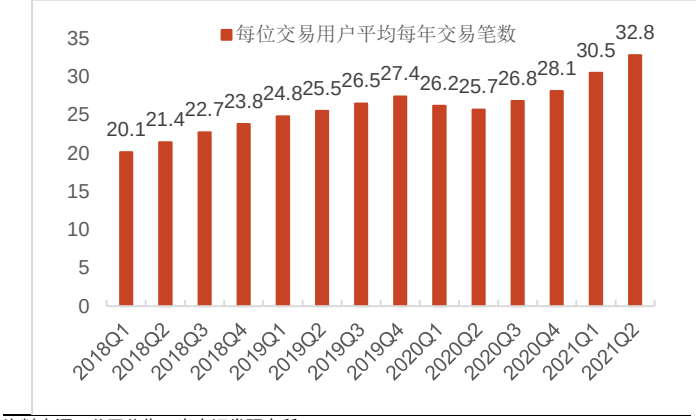
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 15：美团 B 端商家数于 2021 年 Q2 历史新高



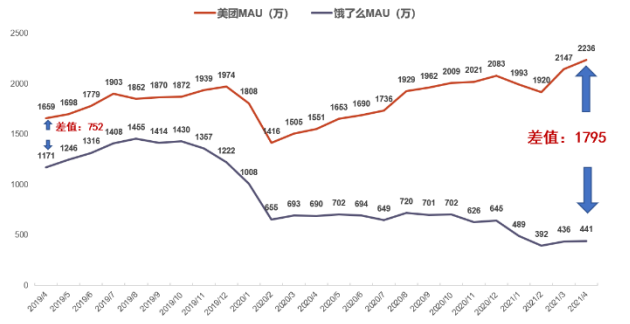
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 16：单用户年均交易笔数稳步提升，2021Q2 创历史新高



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 17：美团与饿了么 MAU 的差距逐步拉大



资料来源：Trustdata、光大证券研究所

2.难以复制的投入成本（时间+人力+资金）：外卖行业起步困难，行业壁垒高。不仅在初期需要长期地推串联商家的时间和人力成本，以及需要打造平台、品牌和骑手团队的庞大资金费用。随着美团前期重资产投入的逐渐变现、长期流量资源的积累、已经建立的用户习惯和品牌形象为美团产生复合的协同效应，自 2019 年起餐饮外卖业务的核心竞争力逐渐确立并维持稳定。

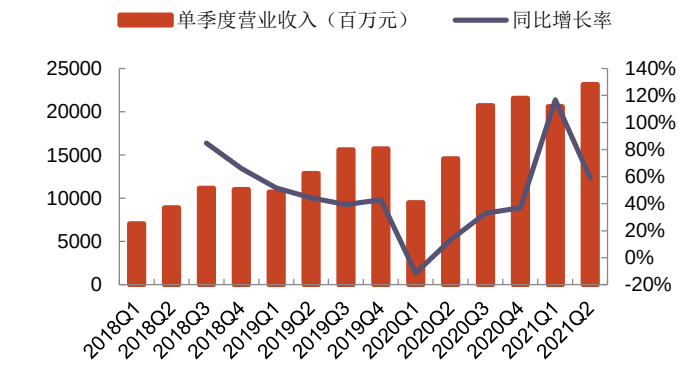
3.完善的配送网络及即时配送效率：技术研发团队和智能调度系统的建设一直是美团持续重金投入的板块，据 2020 年公司年报，截至 2020 年末，共有 950 万外卖骑手通过美团增收。美团的配送系统进一步优化，每小时可以规划 29 亿次配送路径，平均每单配送时间缩短至 28 分钟。庞大的骑手团队和技术壁垒加固了美团在外卖行业的领先地位。

4.业务之间强劲的交叉协同作用：美团作为本地生活服务的全功能性平台，不同业务之间相互导流，其他业务的目标客群可以看作美团外卖的增量市场，拓宽自己的业务矩阵以满足消费者的需求，增强用户粘性，为美团平台内部生态提供丰沃的交叉销售土壤，促进各个业务之间的协同发展。

2.2、外卖的盈利模式和未来利润增长的驱动性因素

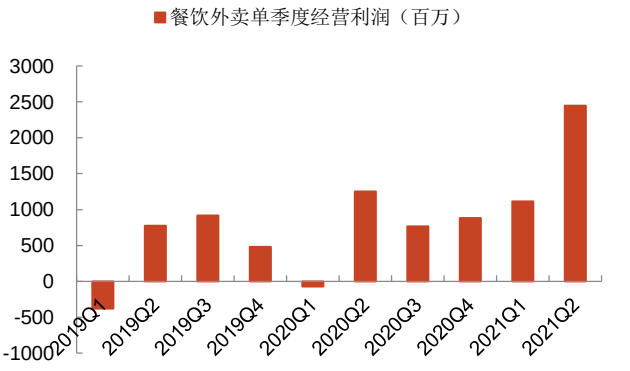
2020 年由于疫情影响，餐饮堂食搁浅，餐饮外卖加速成为了日常生活中不可或缺的服务，加之美团餐饮外卖在用户端、商家端及配送网络的竞争优势非常强劲，外卖业务保持稳健增长的同时，规模效应促进外卖业务盈利加速释放。餐饮外卖是公司主要的盈利来源，2021 年 Q2 营收同比增长 59%至 231 亿元，经营利润同比增长 95.2%至 24 亿元。

图 18：疫情后外卖业务单季营收增速明显，2021Q2 创新高



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 19：外卖业务盈利模式稳定，单季度盈利稳定增长

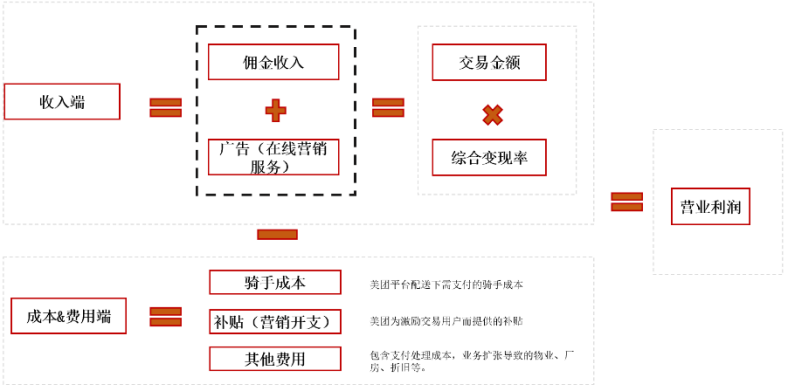


资料来源：公司公告、光大证券研究所

我们认为自 2021 年起，美团坐稳外卖行业龙头地位，保持不可复制的竞

争优势，外卖盈利能力将进一步提升，关键的驱动性因素主要体现在收入端：1）未来供需两端流量的增长带动佣金收入的提高，2）日益激烈的商家竞争趋势将带动广告收入变现率的提升。

图 20：餐饮外卖业务盈利模式拆解



资料来源：公司公告、光大证券研究所

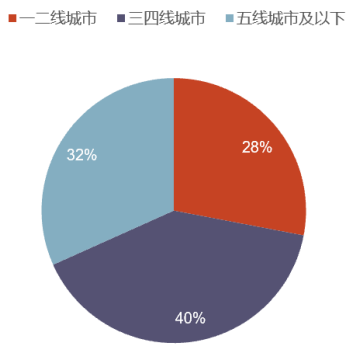
2.2.1、佣金收入增长趋势：

我们认为未来佣金收入增长的驱动性因素主要有两点：1）在流量端：供给两端的用户数和商家数将持续增长。2）在订单端：餐饮消费品类和场景的拓展将带来全维度订单量的增长和客单价的提升。

流量端：供需两端用户粘性增强，下沉市场持续发力，消费场景不断拓宽

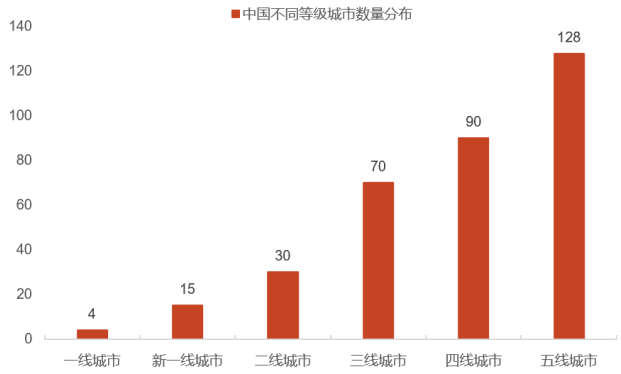
在用户端，需求增长明显，据美团财报显示月均用户数和月度交易频次于 2020 年 Q4 达到新高，餐饮外卖的会员制度发展迅猛，成为高频次消费的潜力发展用户，2020 年月均会员数较 2019 年提高了两倍多。2019 年和 2020 年受益于向下沉市场发展的战略计划，低线城市不断提升的需求和消费水平成为用户增长的主要驱动力，从美团研究院的数据上看，2020 年下沉市场的订单量和交易额的增速明显高于一二线城市，逐渐扩大的交易规模和订单数量证明下沉市场是餐饮外卖行业新的增长点。此外，下沉三线及以下城市市场用户规模巨大，占全国总人口的 72%，我国的惠民政策和精准扶贫政策不断提升农村居民的经济和生活水平。2015-2020 年，我国农村居民的人均可支配收入、人均可支配支出均高于城镇居民的增速。收入的增长和消费观念的转变将为下沉市场这片蓝海带来无限发展潜能。

图 21：2020 年下沉市场三线及以下城市人口占比 72%



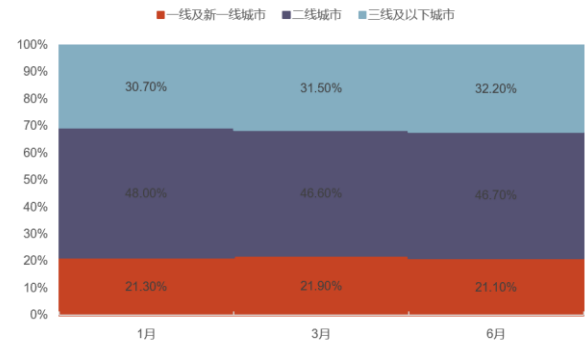
资料来源：国家统计局、美团研究院、光大证券研究所、第一财经《2020 城市商业魅力排行榜》

图 22：2020 年下沉市场共包含 288 个城市，发展潜力巨大



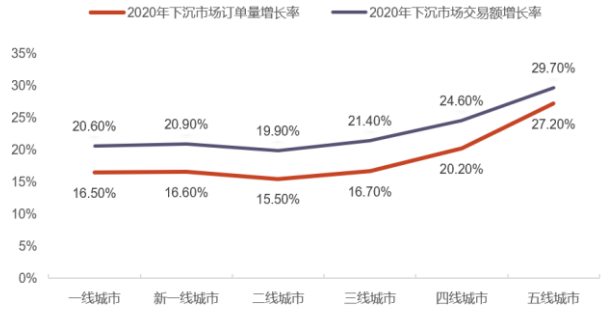
资料来源：第一财经《2020 城市商业魅力排行榜》、美团研究院、光大证券研究所

图 23：2020 年 H1 中国外卖用户数量按城市等级分布



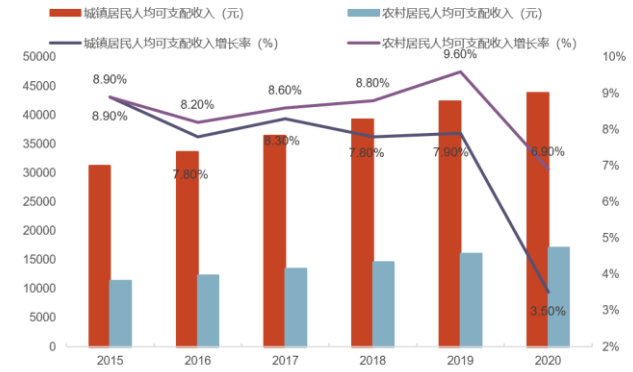
资料来源：国家统计局、美团研究院、光大证券研究所

图 24：2020 年下沉市场的订单增长率明显高于一二线城市



资料来源：美团研究院、光大证券研究所

图 25：2015-2020 年我国农村居民的人均可支配收入增速高于城镇居民



资料来源：国家统计局、美团研究院、光大证券研究所

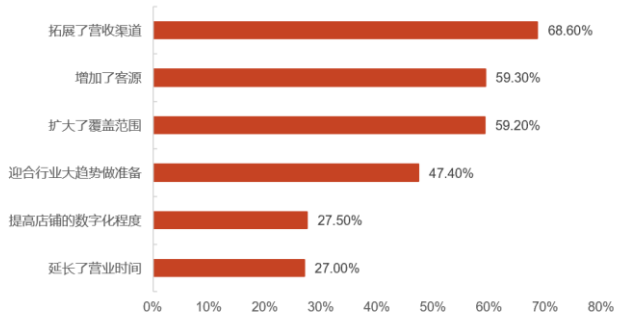
图 26：2015-2020 年我国农村居民的人均可支配支出增速高于城镇居民



资料来源：国家统计局、美团研究院、光大证券研究所

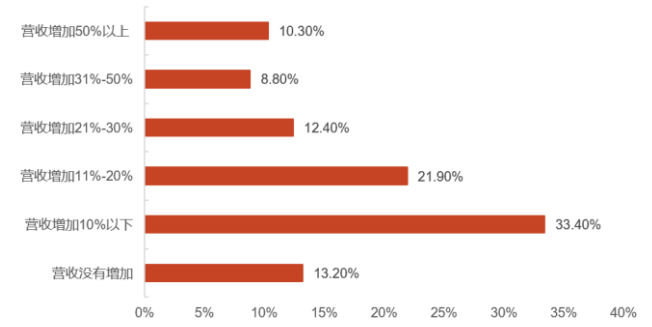
在商家端，在新冠疫情对堂食业务的恶劣影响下，餐饮商家积极拥抱数字化，在疫情期间开通线上外卖销售渠道，根据美团研究院 2020 年 2 月开展的调查问卷，68.6%的商家表示外卖帮助他们增加营收渠道，丰富了客源，其中超半数外卖商户营收增长 10%以上。据美团财报显示，2020 年新上线美团外卖的品牌商家数同比增长 127%，年度活跃商家及年度商家数目均于 2021 年 Q2 增长至历史最高水平，同时品牌商家的数量大幅增加，进一步丰富了外卖的优质供给，在商家与用户之间搭建起密不可分的桥梁，线上商家粘性和渗透率也进一步提高。

图 25：2020 年 2 月 68.6%的餐饮商户认为外卖增加收入渠道



资料来源：美团研究院、2020 年 2 月外卖商户问卷调查、有效问卷 13015 份，美团研究院、中国饭店协会外卖专业委员会、光大证券研究所

图 26：2020 年 2 月超半成外卖商户开通外卖后营收增长 10%以上

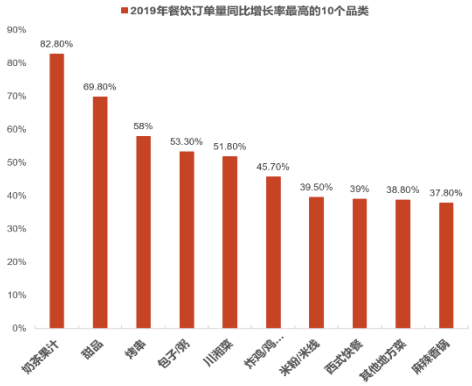


资料来源：美团研究院、2020 年 2 月外卖商户问卷调查、有效问卷 13015 份，美团研究院、中国饭店协会外卖专业委员会、光大证券研究所

订单端：餐饮消费品类和场景将无边界拓展，万物到家的新外卖时代来临

外卖消费向更多餐饮类品类和更多消费场景进行无边界拓展，最大程度满足消费者的多样化需求。根据美团研究员数据表示，2019 年奶茶果汁和甜品成为订单量同比增长率最高的两个餐饮品类，除餐饮品类在不断纵向拓展之外，非餐饮类品类也在横向拓展，比如水果生鲜、生活日用、医疗健康、鲜花等高客单价的品类增速可观。外卖将不仅限于特定餐饮场景，而是会覆盖日常生活中的各种场景，以满足消费者日益增长的多元化需求，同时也重新定义了外卖的全新概念：“万物到家”，进而，加之“即时便捷”的业务属性，用户对美团外卖的粘性进一步增强，开启“新外卖时代”。

图 27：2019 年奶茶果汁、甜品等细分品类增长率居前两位



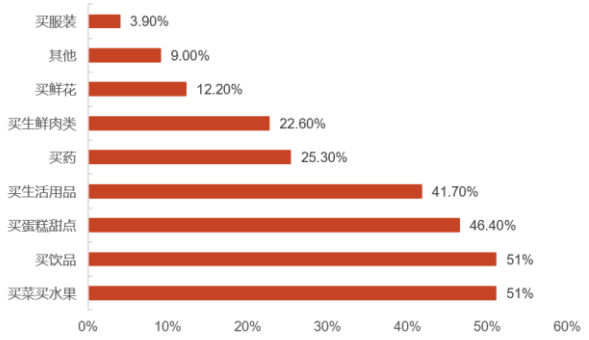
资料来源：美团研究院、光大证券研究所

图 28：美团外卖非餐饮品类不断拓展



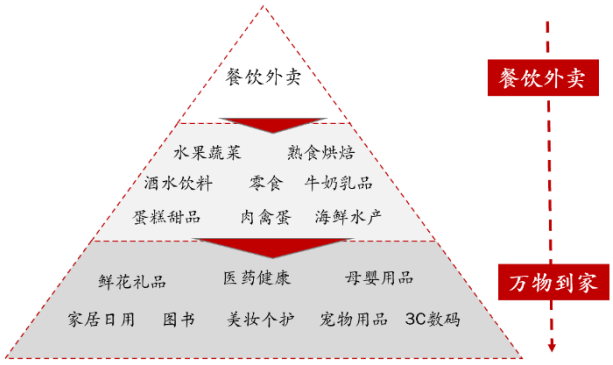
资料来源：美团 APP、光大证券研究所

图 29：2020 年 2 月消费者使用美团外卖购买非餐饮品类情况



资料来源：2020 年 2 月外卖消费者问卷调查，有效问卷 7220 份，美团研究院、中国饭店协会外卖专业委员会、光大证券研究所

图 30：从餐饮外卖不断拓宽边界，向“万物到家“发展



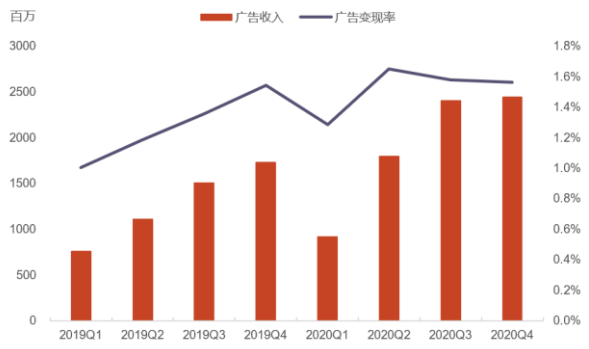
资料来源：美团 APP、光大证券研究所

综上，我们认为美团外卖的流量端和订单量会进一步提升，从而带动美团佣金收入部分的持续增长，美团外卖的规模效应和“万物到家”模式将进一步带动美团外卖这项主营业务未来的稳定盈利和业务规模的持续增长。

2.2.2、营收结构稳定，广告营销变现率或进一步提升

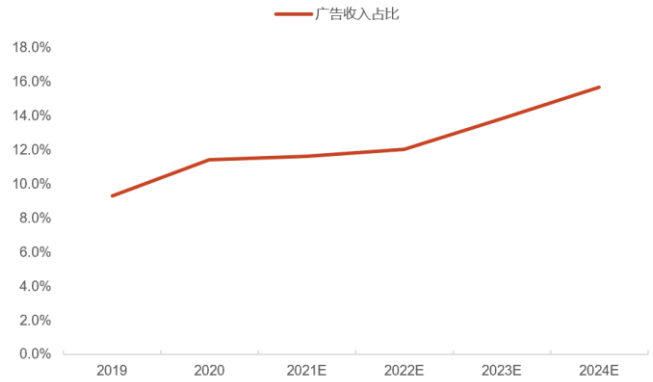
外卖业务的主要收入来源是佣金和在线营销服务收入，随着商户进驻美团的数量和品质不断提升，商家于外卖行业的竞争也日益激烈，商家为提高曝光率和知名度，对于广告营销的需求逐步提升。2020 年公司广告收入同比增长 48.2%至 76 亿元，长期来看，随着美团对于商家运营的深度理解逐步强化，广告营销将成为商家获取线上流量的有力手段，广告变现率将逐步提升。2020 年上半年是疫情最严重的阶段，美团发布“春风计划”包含商家返佣等政策助力商家提高营收能力，恢复业绩，因此佣金变现率在 2020 年上半年略低于正常水平，长期来看，佣金变现率将维持平稳，并稳中略增。

图 31：2019 年以来广告收入稳步提升



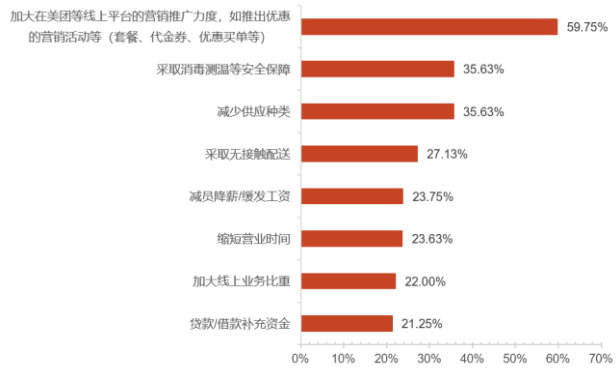
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 32：我们预计 2020 年之后广告收入占比将稳步提升



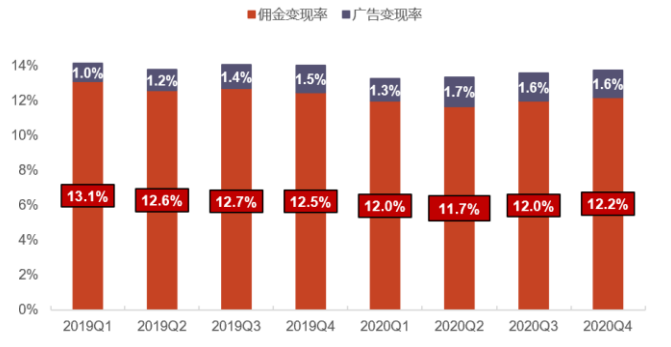
资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

图 33：59.75%的商户选择疫情后提升在美团的营销推广力度



资料来源：艾瑞咨询调研数据、N=800，于 2020 年 6 月通过艾瑞线下商户调研获得、光大证券研究所

图 34：2020Q4 佣金率逐步恢复，广告变现率逐步提升



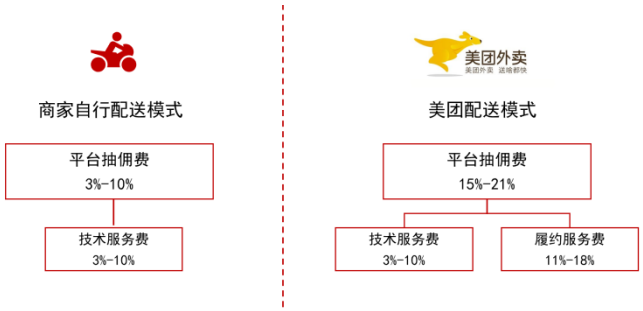
资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.3、 外卖新版抽佣规则实施后的两个趋势

美团餐饮外卖主要提供美团平台配送和商家自行配送两种模式，两种模式下订单占比稳定，其中截至 2021Q2 美团平台配送订单量占比约为 66%，商家自行配送订单量占比约 34%。1）美团平台配送模式：平台抽佣费由技术服务费和履约服务费构成，占订单金额的 15%-21%，在该模式下，美团还需要自行额外承担骑手成本。2）商家自行配送模式：平台抽佣费仅收取技术服务费，即订单金额的 3%-10%。

美团自 2021 年 5 月 1 日起调整了外卖抽佣方式，由之前的单一抽佣模式变成灵活和合理的“阶梯式收费方式”，该规则将在美团外卖的全部直营城市实行。平台抽佣费由技术服务费和履约服务费构成。其中，技术服务费抽成固定，即订单金额的 6.0%-6.6%；履约服务费进一步细化为三个部分：距离、价格和配送时段，根据配送距离的远近、价格的高低和午夜特殊时段进行收费。

图 35：旧版的单一抽佣模式



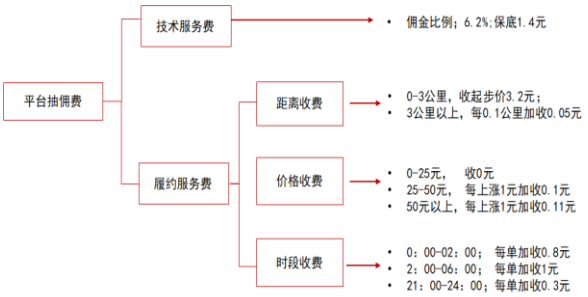
资料来源：美团外卖商家版 APP、光大证券研究所，2021 年 5 月前

图 36：美团外卖不同地区精细化计费方案有差异



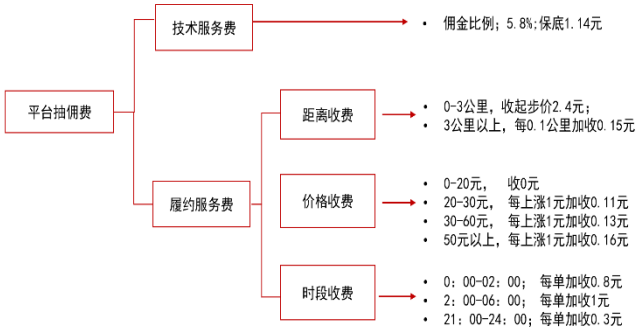
资料来源：美团外卖商家版 APP、光大证券研究所、各地区起步和阶梯收费有差异，截至 2021 年 8 月

图 37：美团配送模式：上海地区调整后的“阶梯式“抽佣方法



资料来源：美团外卖商家版 APP、光大证券研究所，截至 2021 年 8 月

图 38：美团配送模式：厦门地区调整后的“阶梯式“抽佣方法



资料来源：美团外卖商家版 APP、光大证券研究所、各地区起步和阶梯收费有差异。截至 2021 年 8 月

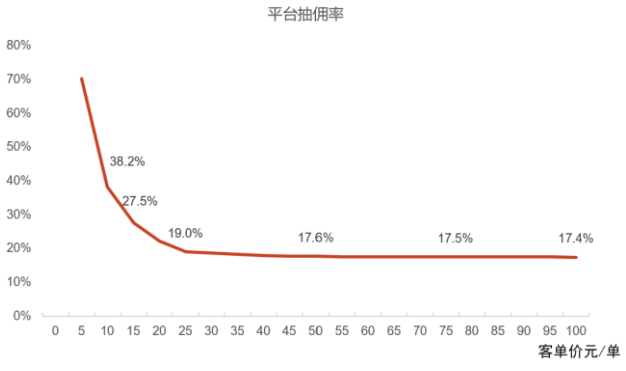
以上海地区为例，经测算，在新版抽佣规则实施后，我们发现 1）同样的客单价，远距离商家抽点明显提高，商家将倾向于近距离订单。假设客单价 25 元，配送距离为 3 公里、5 公里、10 公里之内的抽佣率分别为 19%，23%和 33%，因此我们预计未来商家在客单价相同的情况下，会优先选择配送近距离的订单，并且根据配送距离调整订单结构。**2）同样的配送距离，低客单价抽成明显提高，商家将倾向于提高客单价。**假设配送距离为 3 公里，客单价为 15 元，25 元和 75 元的平台抽佣率分别为 27.5%，19%和 17.5%。我们预计未来商家会根据新抽佣规则上调产品客单价，以确保盈利状态。

表 2：不同客单价和配送距离下，美团配送模式下的抽佣费率

客单价（元/单）	15	25	30	50	75	100
配送距离 3 公里	27.5%	19.0%	18.5%	17.6%	17.5%	17.4%
配送距离 5 公里	34.2%	23%	21.9%	19.6%	18.8%	18.4%
配送距离 10 公里	50.9%	33%	30.2%	24.6%	22.1%	20.9%

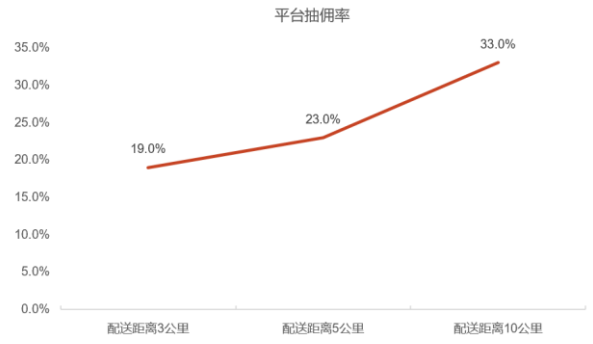
资料来源：光大证券研究所根据上海地区新抽佣规则测算

图 39：3 公里的配送距离下，低客单价的平台抽佣率提高



资料来源：光大证券研究所根据上海地区新抽佣规则测算

图 40：当客单价为 25 元时，距离越远，平台抽佣率高



资料来源：光大证券研究所根据上海地区新抽佣规则测算

根据不同地区商家披露的抽佣规则可以看出，不同地区的抽佣规则存在一定差异，调整后的美团外卖商家技术服务费抽佣比例、公里起步价、3 公里以上每公里收费和价格区间收费等指标都有细微不同。在上海等一线城市，起步价高于厦门等二线城市，不同区间分类和加收佣金也有差异。总的来看，美团新实施的抽佣规则在原来单一抽佣模式的基础上对不同地区、不同价格、不同距离和不同时段进行了更加精细化管理，而根据现实情况总佣金变现率较之前

没有太大不同。

综上所述，低线城市和多场景需求将支撑着外卖业务的订单量和客单价稳步提升，我们预计公司外卖业务营销效率的提升、有效的会员制度及针对不同消费场景的分层运营将使得未来仍保持高增速，外卖业务 GTV 在 2021-2023 年分别增长至 6876 亿、8997 亿和 11361 亿。此外，广告变现率的提升将带动综合变现率的提升，预计在 2021 年-2023 年综合变现率将分别增长至 13.9%，14.0%和 14.1%。预计外卖业务在未来三年分别实现收入 953、1259 和 1600 亿元。预计 2022 年外卖业务的营业利润将突破 100 亿元至 110 亿元。

表 3：美团外卖业务盈利预测

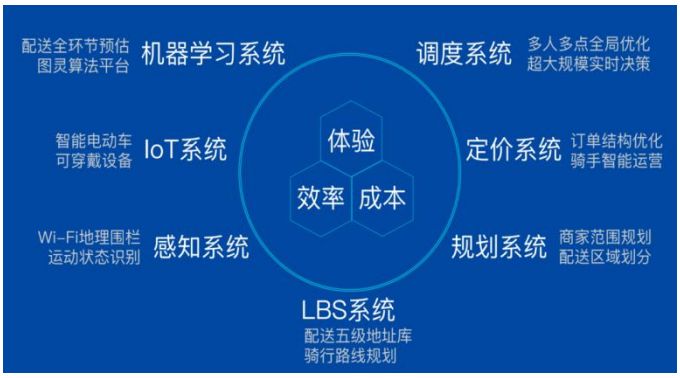
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
客单价（元/单）	44.9	48.2	48.3	49.3	49.8	50.3
订单量（百万）	8,722	10,147	14,235	18,250	22,813	28,516
GTV（百万元）	391,709	488,851	687,551	899,725	1,136,063	1,434,336
综合变现率	14.0%	13.6%	13.9%	14.0%	14.1%	14.2%
营业收入（百万元）	54,844	66,265	95,266	125,852	160,035	203,017
营业利润率	3.3%	4.3%	6.5%	8.8%	11.3%	3.3%
营业利润（百万元）	1,792	2,833	6,155	11,060	18,028	26,505

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

2.4 技术手段提升效率，无人机配送目前处于试验阶段

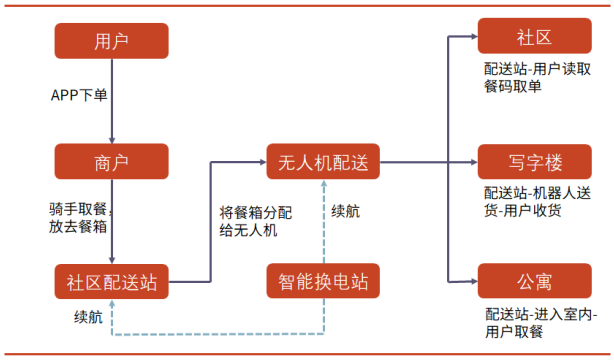
美团在 2019CES 亮相了基于 2400 万日订单进行毫秒级别调度的美团智能调度系统，加强需求与运力匹配，提高整体效率用以解决外卖配送优化。另外美团目前已与上海金山区政府签约，将建设首个城市低空物流运营示范中心，计划未来 5-10 年实现无人机规模化配送，降低配送成本。

图 41：美团智能调度系统



资料来源：美团技术团队，光大证券研究所整理

图 42：无人机送外卖模式



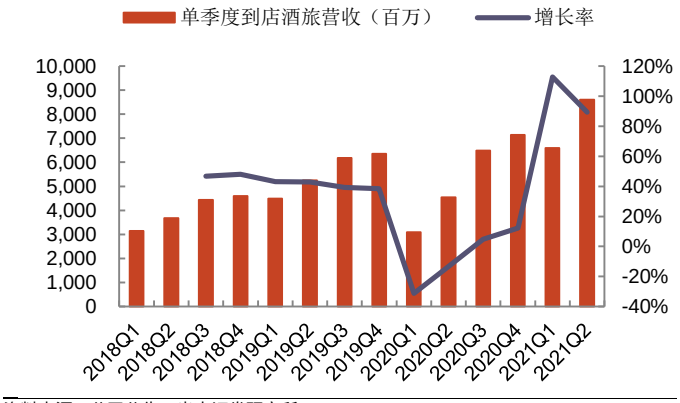
资料来源：澎湃新闻，光大证券研究所整理

3、到店及酒旅：美团主营业务的中流砥柱

美团的第二大主营业务到店板块涵盖了四个子业务：到店餐饮，到店综合，酒店预订及旅游服务。到店餐饮服务现已发展成熟，除餐饮外的到店服务覆盖婚庆、亲子、宠物、医美、丽人、健身、母婴、休闲娱乐等多个垂直品类，帮助顾客打造众多生活服务场景，从各个领域深入渗透人们的日常生活，完成多功能式平台的资源整合。酒店预订和旅游业务自从 2014 年组建以来，以下沉市场为切入口，主要覆盖三四线城市学校、医院附近的小规模宾馆，同时不断

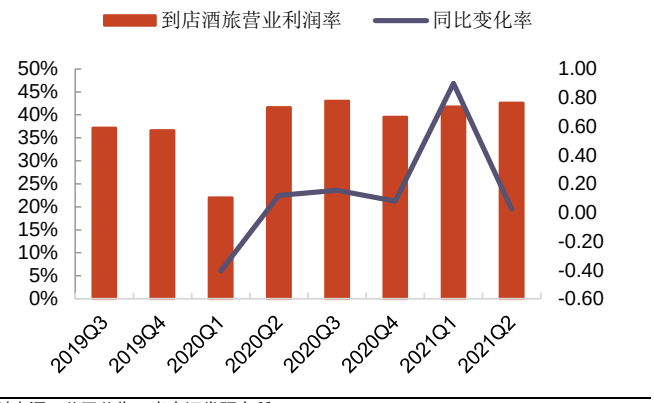
开拓高星酒店，疫情期间，与高星酒店达成战略式合作，帮助高星酒店上线餐饮外卖类服务，帮助酒店维持稳定的现金流。美团官方公告显示，高星酒店间夜量占比在 2021 年 Q2 超越 16%。

图 43：2021 年 Q2 到店及酒旅业务营收超越疫情前水平



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 44：自 2020Q2 起，经营利润率较 19 年不断提升

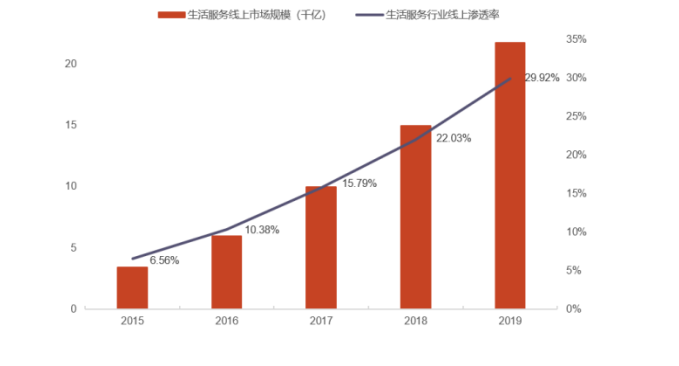


资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.1、 到店综合业务中新业态发展势头迅猛

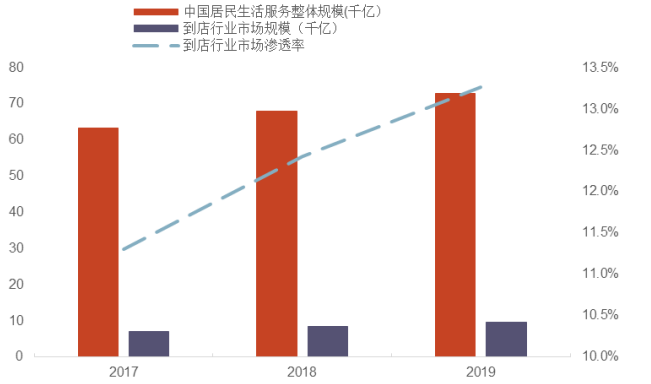
2019 年中国居民生活服务线上渗透率为 29.92%，而生活服务到店行业渗透率只有 13.3%，由此可见到店业务的渗透率仍有巨大上升空间。到店场景是本地生活服务最常见的场景，在 Z 时代新消费大环境中，新技术、新需求的催化下，生活服务业新业态发展迅猛，2019 年美团平台上的新业态交易额 4837.4 亿元，2020 年美团平台上的新业态交易额增速 TOP10 品类分别是付费自习室、室内萌宠互动、汉服体验馆、植发、甲醛检测、蹦床、轻医美、民宿、密室和生鲜零售。2020 年上半年受疫情影响导致到店餐饮和到店综合业务停滞，但随着对疫情的逐渐控制，社会秩序逐步恢复正常，据美团年报显示：汽车服务和密室逃脱的交易金额同比增长率优于疫情之前。其他重要类别包括医美、医疗、宠物护理等也维持高增长势头。2020 年 Q4 医美类别的销售额同比增长超过 70%。生活服务业新业态的发展已经成为引领中国数字经济发展的新生力量，精细化服务场景备受消费者青睐。

图 45：生活服务行业线上渗透率潜力巨大



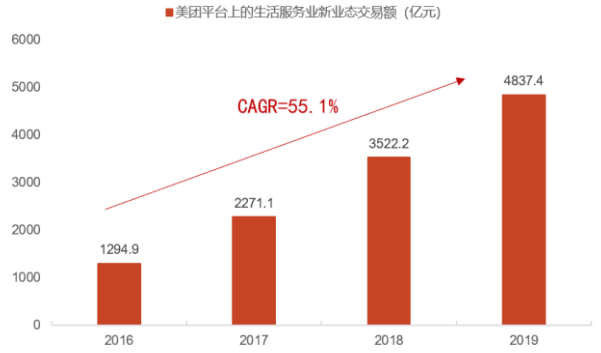
资料来源：网经社、光大证券研究所

图 46：到店行业市场渗透率逐年增长



资料来源：前瞻产业研究院、光大证券研究所

图 47：美团到店综合业务中新业态交易额



资料来源：不包括餐饮数字化、电影数字化、景点门票数字化、酒店预订数字化等传统业态数字化改造部分，美团研究院、光大证券研究所

图 48：2020 年美团的生活服务业新业态交易额增速 Top10

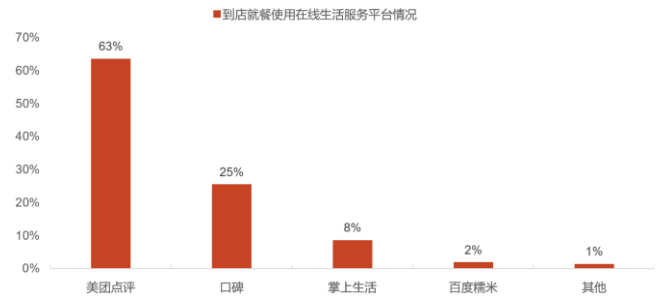


资料来源：美团研究院、光大证券研究所

3.1.1、 到店餐饮业务坐稳生活服务行业龙头地位

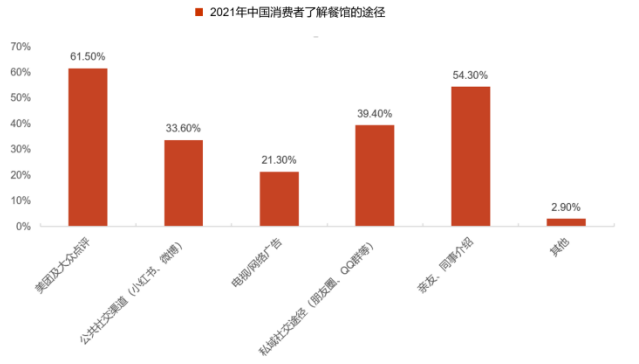
美团点评的到店餐饮业务 GTV 市场份额排名第一，由于美团点评到店餐饮服务用户流量基础扎实，同时基于自“百团大战”以来深耕行业多年的经验，逐步巩固自身行业领先优势，帮助商家加速餐厅数字化进程，为消费者提供丰富的品类服务，根据艾瑞咨询 2020 年 8 月的调查问卷显示，美团点评成为超六成用户选择到店就餐的首选服务平台，稳居生活服务行业的行业龙头。从中国消费者了解餐馆的最新渠道来看，根据 2021 年 2 月艾媒咨询的调查问卷数据显示，61.5 %的消费者通过大众评分平台（美团、大众点评等）了解餐馆；通过亲友、同事介绍餐馆的消费者占比 54.3%，从此看出，美团点评作为中国领先的在线生活服务平台，已经成为餐饮用户日常餐饮消费信息获取的主要渠道，成为消费者必不可少的生活服务平台。

图 49：2020 年上半年美团点评成为用户到店就餐的首选平台



资料来源：艾媒咨询 2020 年 8 月调研问卷、N=1238 份，光大证券研究所整理

图 50：中国消费者了解餐馆的渠道（可重复选择）



资料来源：艾媒咨询 2021 年 2 月调查问卷、光大证券研究所

3.1.2、美团点评壁垒坚固，抖音进军到店业务威胁不大

到店行业目前的市场渗透率较低，随着疫情的进一步缓解，人们对于本地生活服务业务，尤其是到店业务的消费意愿更强，因而成为了各大平台争夺的蓝海。除了美团点评在本地生活服务业务拥有的品牌护城河，短视频平台抖音也在近三年不断试水本地生活服务业务。

抖音目前面临的优势

流量池内视频带 POI 地址，提高门店曝光率和知名度，可形成自然流量营销。抖音作为短视频平台的公司龙头，2020 年 6 月 MAU 高达 4.5 亿，其中抖音主力用户年轻爱好尝新，与餐饮行业主体消费人群重合度极高，加之抖音平台粘性高，粉丝活跃度高，获客成本低，因此进军到店业务水到渠成。抖音的

战略是将线上短视频观看者引流至线下餐饮门店，通过在小视频页面嵌入 POI 链接的形式使得用户可以直接跳转门店页面，其中包含团购优惠券等信息，用户可以在抖音上完成“种草”、决策、支付、“拔草”的交易闭环，提升短视频平台海量线上用户的的线下转化率。

图 51：抖音短视频内自带商家链接，线上用户轻松线下转化



资料来源：抖音 APP、光大证券研究所

美团点评与抖音的到店业务竞争情况对比

我们认为抖音在到店业务板块处于起步阶段，美团点评先发优势明显，在短时间内无法真正威胁到美团到店业务的护城河，原因有以下几点：

1. 美团独有海量 UGC 数据库，精准把握商家全方位信息。

美团点评有属于自己的评分体制和评价体系。前期积累海量高质量用户评价，建立完善的 UGC 数据库，截至 2019 年 12 月 31 日，平台为消费者提供超过 77 亿条真实用户评论，深入评价约 14 亿条，其中约 5.7 亿张照片及短视频，分别从菜品口味、服务态度、环境布置等方面对商家进行全方面评价，帮助消费者在真实透明的本地评论社区里做出日常购买决策，提升了决策效率，缩短决策时间。而抖音目前的评论数量很少，而且用户仅定性评价过于单一，无法为用户提供有效的消费建议。抖音的每个短视频耗时约为 30 秒至 1 分钟，视频信息分散，用户无法快速完成对商家全面性的了解，信息的获取效率较低，对商家信赖程度低。

图 52：相同商家在大众点评内页面信息完整，评论丰富



资料来源：大众点评 APP、光大证券研究所

图 53：相同商家在抖音内页面信息不完善、无优惠券



资料来源：抖音 APP、光大证券研究所

2. 二者的战略思维和功能逻辑不同。

抖音作为优质的内容电商，其主要基于内容生态和 POI 功能，利用算法精准分发，在用户的碎片化娱乐中“创造需求”种草，依赖于内容营销，完成线下流量转化，消费者在该过程中被动接受超高流量而产生的短暂需求。而美团点评主要是消费者在已有需求之后目的明确、解决需求的搜索，用户在产生主动消费的需求之后在美团点评上获取信息，进一步完成消费决策行为。

3. 美团拥有海量商家资源和后台管理机制，抖音仅在起步阶段。

美团点评自成立以来，前期花费大量时间、精力和地推团队去线下推广与商家的合作，被称为本地生活服务的百科全书，获客规则和流量简单明了，积累了非常丰富的商家资源。而抖音目前线下商家资源无法同步，线上流量无法进一步线下转化，导致某些网红餐厅可以获取短暂的流量，但流量的可持续性仍是一个问题。而且抖音目前采取免费推广“团购”的形式，平台不收取佣金，平台尚未建立起一套完善且成熟的管理体系，随着加入平台的商家不断增多，抖音对于佣金的设置和后台商家管理仍需要进一步的发展和完善。

我们认为美团点评和抖音之后不一定是竞争关系，相反，目前抖音上线的生活服务方式，很多都是和美团密切合作，在抖音内点击优惠链接，可以直接跳转美团或者大众点评，二者从而通过合作完成短视频的海量线上流量向线下商家的转化。

美团点评的未来转型之路

美团和大众点评合并之后，大众点评开始走弱化工具属性、增强社区属性的路线，除了传统的用户评价、商户排名等之外，用户平台已从用户内容转向社区内容的演变，通过达人探店、直播探店、分享笔记等方式作为载体，逐步向 UGC2.0 阶段进化。同时，在社区分享的笔记下端插入商家链接，直接跳转商户页面，用户可以直接在大众点评完成种草、决策、支付、消费等全服务链的闭环操作。我们认为美团点评未来会向着社区属性的决策型 APP 转型，加强消费者教育，形成一站式到店消费服务的闭环。

图 54：大众点评 app 内部形成本地生活服务闭环，增强社区属性，提供“种草”需求



资料来源：大众点评 app、光大证券研究所

表 4：到店业务板块美团和抖音的对比

	美团	抖音
业务属性	消费者主观需求	短视频沉浸式被动分享
特征	功能性、全面性	分享性、内容性
互动形式	图文形式、社区形式分享、UGC2.0 阶段	短视频、直播、达人探店等
覆盖城市	超过 2800 多市县	仅在上海、北京、成都、杭州等地
战略思维	消费者主动搜索：已有需求之后目的明确、解决需求的搜索	消费者被动接受：利用算法精准分发，“创造需求”种草，依赖于内容营销及流量
管理方式	佣金+广告	暂无明确管理方式

资料来源：大众点评 APP、抖音 APP、光大证券研究所整理

3.2、美团酒旅：疫情影响逐渐消除，整体仍在成长

3.2.1、美团暗自崛起 起步于增量市场 着眼于高星市场

美团酒旅业务成立于 2014 年，成立初期国内酒旅 OTA 市场形势已比较清晰，携程和去哪儿已经占据绝对领先位置。美团另辟蹊径，制定明确的“差异性竞争”策略，重点着眼于增量市场未来的无穷潜力，侧面从三四线城市的医院、学校周边的快捷酒店切入，目标客户群是学生及小镇青年等消费群体，以开发中低端酒店为主要战略迅速占领下沉市场，美团顺利重塑了在线酒店预订行业的新局面。

2016 年美团宣布进军高星级酒店市场，以自己庞大的客户流量为优势，凭借内部可转换的高流量基数和低获客成本，获得了高星级酒店的青睐。美团基于高星酒店市场的消费潜力，增大高端型酒店市场的供给，满足年轻消费者日益增长的消费能力及需求，先后提出“住+X”长青计划，“酒店+X”策略，目的在于与高星级酒店集团展开合作，帮助高星酒店提升店内餐饮、婚宴、健身、休闲娱乐等非传统住宿业的线上化水平，眼光聚焦于挖掘“多品类交叉销售”的营销价值，迅速扩大高星级酒店在线预订的市场份额。2019 年美团酒店预订间夜量和美团酒店预订订单数量占比均居行业第一。

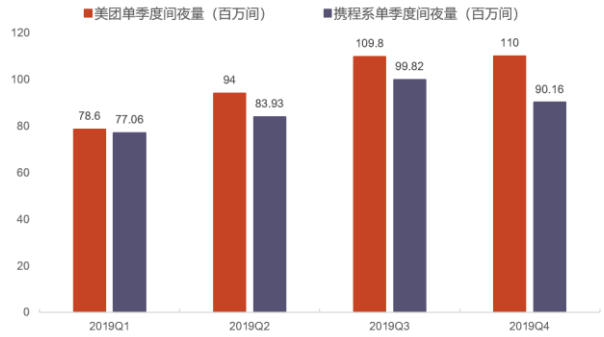
由于新冠肺炎疫情影响，2020 年美团酒店间夜量同比下降 9.7%，但是凭借国内旅游需求的快速恢复和美团对于高星酒店的进一步渗透，美团国内酒店预订间夜量于 2020 年 Q4 同比增长 9%。同时，据美团 2020 年年报显示，高星级酒店占比不断上升，且高星级酒店间夜量在 Q4 占比超过了 15%，其中五星级酒店间夜量相较于 2019 年 Q4 同比增长超过 110%。

图 55：2020Q4 美团酒店间夜量同比增长 9%



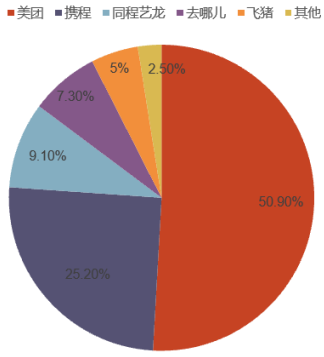
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 56：2019 年美团酒店间夜量首次全年持续超过携程系总和



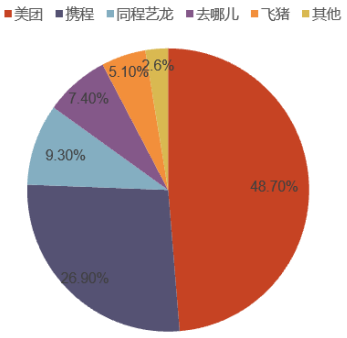
资料来源：Trustdata、光大证券研究所 注：携程系指携程、去哪儿及同程艺龙等 OTA 平台

图 57：2019 年全年美团酒店预订订单占比过半



资料来源：Trustdata，光大证券研究所

图 58：2019 年全年美团酒店预订间夜量占比第一



资料来源：Trustdata，光大证券研究所

3.2.2、美团酒店与携程的对比和未来发展趋势

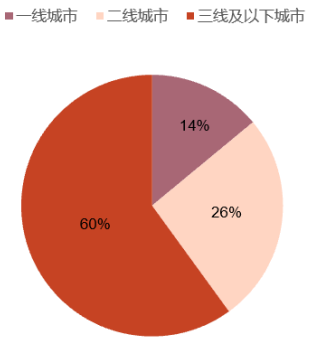
随着美团凭借自身的巨大流量优势和明确的竞争策略，目前国内 OTA 市场的竞争态势进入了新的局面，未来随着美团自身流量优势将进一步渗透高星市场。

美团自身作为多功能集一体的生活服务平台，我们认为美团利用自身核心因素将持续驱动未来在线酒旅业务的发展：

1． 市场下沉驱动用户增长迅速，美团深耕低线市场，差异化竞争优势。

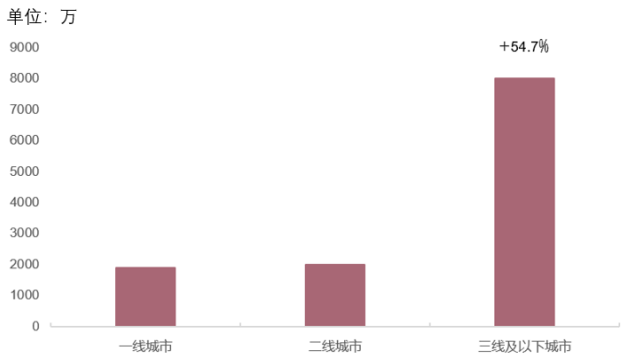
中国三线及以下城市酒店消费需求持续增长升级，美团占领下沉市场的酒店资源，加速提升低标准化的酒店线上化率，形成与携程的差异化竞争。2019 年三线及以下城市的在线酒店预订用户占比 60%，MAU 同比增长 54.7%。其中，美团预订用户的年轻化趋势愈加明显，用户群体大多为学生、年轻白领、小镇青年等， 90 后及 00 后用户占比高达 52.7%，预订场景大多是周边游，自驾游等。而携程预定用户中，90 后及 00 后用户仅占比 46.3%，用户群体主要为商务人士和出国人士，以出差及出境游为主。

图 59：2019 年中国在线酒店预订用户数按城市等级分布



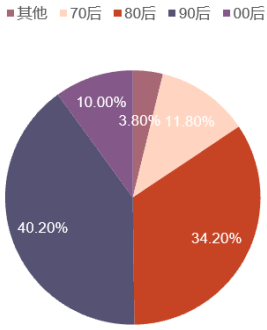
资料来源：Trustdata，光大证券研究所

图 60：2019 年中国在线酒店预订用户 MAU 及同比增长



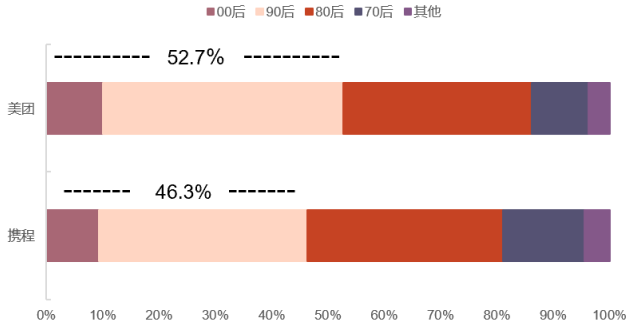
资料来源：Trustdata，光大证券研究所

图 61：2019 年中国在线酒店预订用户年龄分布



资料来源：Trustdata，光大证券研究所

图 62：2019 年美团和携程预定用户年龄分布对比



资料来源：Trustdata，光大证券研究所

2.美团自身内部流量转化实现获客，酒旅事业部加速拓展高星级酒店，酒店服务品类顺势拓展。

2016 年随着美团在低线城市酒旅业务的地位逐渐稳定，美团正式进入高星级酒店市场。（1）从商业模式上看，美团通过外卖餐饮业务自带的海量流量引流到中客单价的酒店住宿行业，再引流至高星级酒店业务，完成用户的逐级转化，客单价的逐级上升，最终为酒店住宿业务吸引到消费潜力和尝鲜欲望强的年轻客群，实现内部流量的顺势转化。根据 2021 年 Q2 财报显示，2021 年 Q2 美团高星酒店间夜量占比超过 16%。（2）从公司策略上看，除了不断拓展与高星级酒店的合作，美团主打“酒店+X”策略效果显著，巧妙地完成酒店客流量的二次转化：挖掘酒店非住宿业务板块的潜在市场，将美食、婚宴、健身、温泉、亲子周末度假游等休闲活动上线平台，帮助酒店提高业绩增量，为酒店商家带来综合收益优势。根据测算 2020 年美团酒店平均 ADR 为 174 元/间夜，相比 ADR 约 400 元/间夜的携程来说，仍具有一定的差距。但随着未来美团在高星级酒店的不断渗透，拓展酒店的非住宿业务，增量市场潜力巨大，我们认为美团酒店未来平均 ADR 和间夜量将进一步提高。

图 63：美团酒店 APP 页面中加入酒店美食和婚宴条目



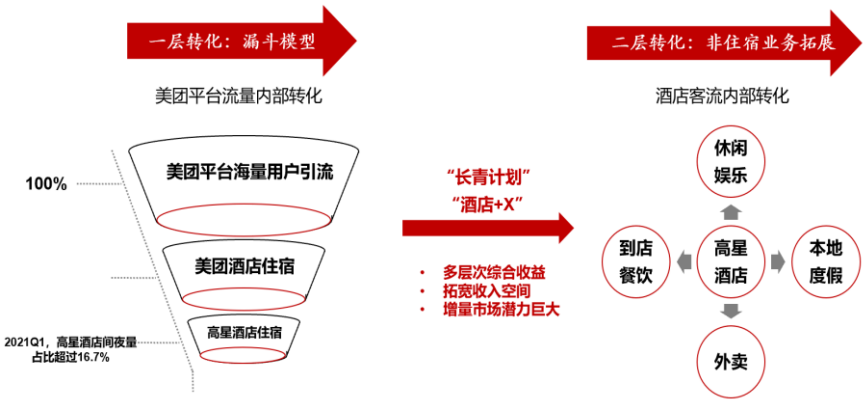
资料来源：美团酒店、光大证券研究所

图 64：高星级酒店上线健身、游泳等非住宿品类



资料来源：美团酒店、光大证券研究所

图 65：美团酒旅业务的商业模式：流量二次转化+扩张非住宿品类

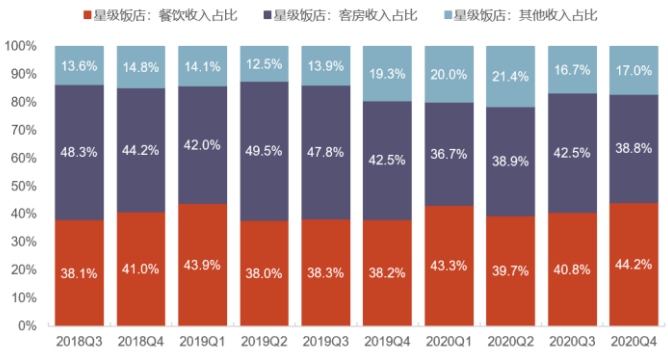


资料来源：美团 APP、大众点评 APP、公司公告、光大证券研究所

3.疫情或改变中国 OTA 市场竞争格局，美团的流量和本地生活服务优势成为酒店线上化的首选平台。

疫情作用下，高星酒店异地及商旅业务受到猛烈冲击，餐饮和本地周边游作为酒旅相关产业链的最早复苏者，部分高星酒店在冰封期通过外卖、本地度假休闲等方式维持营收，增加线上销售渠道。疫情缓解后，高星级酒店的餐饮收入比重明显增加，收入结构产生变化。美团作为拥有更大的流量用户及本地服务优势的一站式平台，成为高星酒店完成线上化的首要选择。因此，在疫情的催化下，美团在高端酒店市场的竞争优势更加凸显。随着疫苗的全面推广和新冠疫情有效管控，酒旅行业在今年二三季度全面复苏，未来仍是美团主营业务中的中流砥柱，为美团带来持续稳定现金流。

图 66：疫情后餐饮收入比重增加，客房收入比重减少



资料来源：文化及旅游部、光大证券研究所整理

图 67：疫情后高星级酒店收入结构产生变化



资料来源：文化及旅游部、光大证券研究所整理

表 5： 美团与携程的业务模式对比

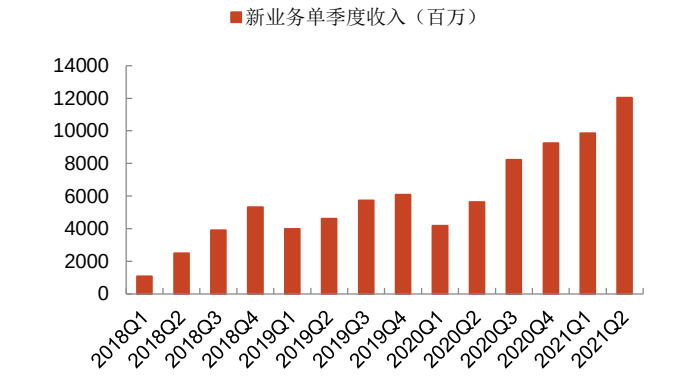
	美团	携程
业务模式	OTA+LBS	OTA
主要客群	小镇青年、年轻白领、学生等	商务人士、境外出行人员
业务范围	住宿业+本地服务+旅游业	住宿业+旅游业+交通业
服务范围	国内	国内+国际
现有主要市场	低线城市+部分高星酒店集团	一二线城市+低线高端市场
优势	美团平台内部导流+交叉销售	用户粘性+中高端酒店资源
未来发展计划	一二线城市市场+高星级酒店渗透	低线市场+境外市场

资料来源：光大证券研究所根据美团 APP、携程 APP 整理

4、新业务成长迅速，全面布局非餐零售业务

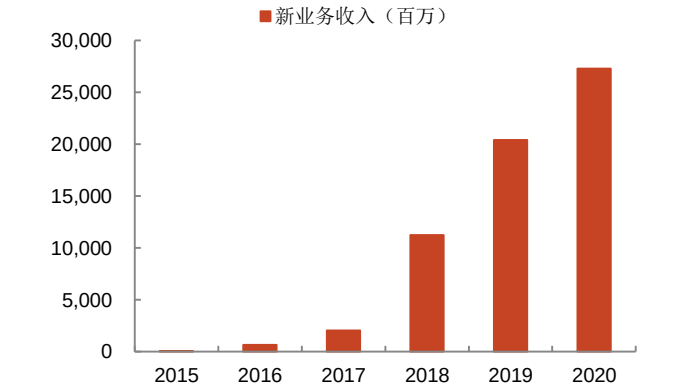
近年来，新业务作为美团的重要战略领域，2020 年营业收入同比增长 33.6%至 273 亿元，2021 年 Q2 营业收入同比增长 113.6%至 120 亿元，创单季度历史新高。新业务板块作为长期具有投资回报潜力的业务板块，对于美团内部业务协同体系的建设有着重要的战略发展意义，显示出美团立志打造一站式生活服务平台的坚定目标和决心。

图 68：新业务板块单季度收入稳步提升



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 69：新业务板块年度营业收入增长迅猛



资料来源：公司公告、光大证券研究所

在 2020 年 12 月之后，按照美团对公司进行的最新组织架构调整，我们将新业务板块按照业务内容主要分为三大类：To B 业务、本地非餐零售业务、出行业务和美团的智慧交通平台。其中，To B 业务包括快驴进货、美团小贷。本地非餐食杂零售的事业群包括：美团优选、美团买菜和美团闪购；出行业务包括：美团单车和美团打车。

4.1、To B 业务：美团小贷和快驴进货

美团小贷

美团小贷是美团面向中小微餐饮企业提供的金融主要贷款服务，其中，美团小贷主要可提供两种金融产品：极速贷，其最高额度 15 万元，最快 2 小时到账和经营贷，最高额度为 100 万元。

快驴进货

快驴进货是针对美团商家的 B2B 餐饮采购平台，快驴进货目前可以为餐饮商户提供包括米面粮油、蔬菜鸡蛋、时令水果、肉禽水产、酒水饮料、餐厨用户等在内的各种商品，通过快驴进货帮助商家以更低成本 、更高效率的方式获取商品。快驴进货作为美团在餐饮供应链的拓展业务，不仅帮助商家实现整体业务数字化升级，提高经营效率和盈利能力，同时实现美团餐饮外卖一站式的服务体验，增强商家的用户粘性，吸引更多商家入驻美团餐饮外卖。

美团快驴在我国餐饮供应链市场上的核心竞争力是海量 C 端数据，从消费者行为反向推动上游供应链的发展，通过对消费者习惯、菜品偏好、区域口味差异等数据进行分析和整理，完成对消费者行为的精准预测，向商家提供最佳进货建议，提升进货效率，在餐饮外卖的供给端和需求端形成业务逻辑闭环，进一步增强商家对于美团平台的使用粘性。截至 2021Q1，目前快驴进货已覆盖 20 余省、40 多城市，数百万商家在使用该平台。

4.2、 本地食杂非餐零售业务矩阵

美团买菜、美团优选、美团闪购和团好货构成美团非餐零售电商的业务矩阵，充分发挥各业务间的协同效应，不同业务分别针对不同的配送距离和目标消费群体，采用不同的商业模式，全方位覆盖本地零售业务，积极拓展在餐饮外卖之外的新零售布局，打造“餐饮外卖”、“生鲜外卖”和“新零售配送”一体化的本地到家服务平台。

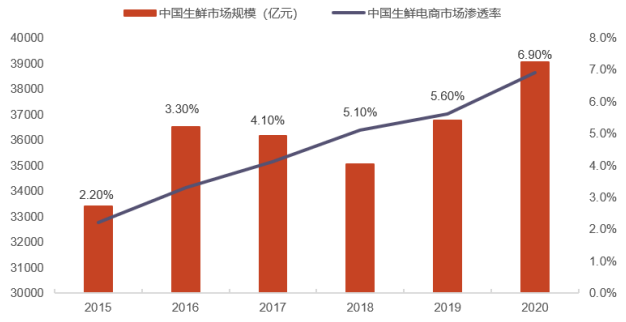
图 70：本地非餐零售业务矩阵



资料来源：美团 APP、光大证券研究所

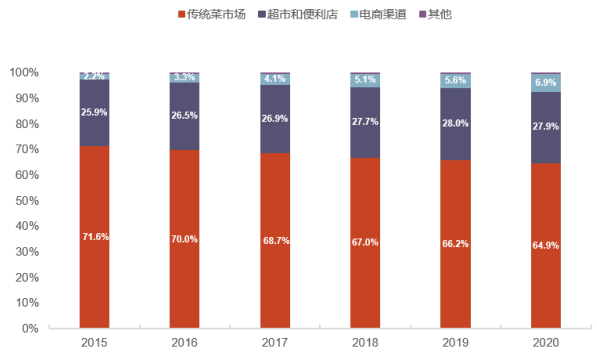
中国生鲜市场规模广阔，2020 年生鲜零售市场规模达 3.9 万亿，线上渗透率只有 6.9%，目前市场格局相对分散，未来整合空间较大，加之生鲜品类自身具有高频刚需的属性，预计未来电商生鲜市场将进一步扩大。从渠道上看，传统菜市场仍占据将近 65%的市场份额，但是市场占比逐年下降，电商生鲜渠道逐年递增。美团买菜、社区优选、美团闪购分别覆盖不同商业模式下的电商生鲜业务，美团在生鲜市场上的布局完善清晰，利用差异化的业务模式精准对标不同的目标客群，实现一二线城市和三线及以下下沉市场的全面覆盖。

图 71：中国生鲜电商市场渗透率不足 7%



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所整理

图 72：中国电商销售渠道占比逐年提高



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所整理

表 8： 美团布局四种商业模式，完善本地非餐零售业务矩阵

	美团优选	美团买菜	美团闪购	团好货
所属领域	生鲜电商	生鲜电商	生鲜电商	团购电商
商业模式	社区团购	自营+前置仓	平台到家	远程实物电商
目标城市	二三线及以下城市	北上广深等一线	全国范围	偏一线城市
配送时间	当日下单、次日自提	三公里内 30 分钟送达	30 分钟送达	耗时较久
SKU 品类	生鲜、标品为主，日用品为辅	生鲜	鲜花、药品、日用品	种类齐全

资料来源：美团 APP、光大证券研究所整理

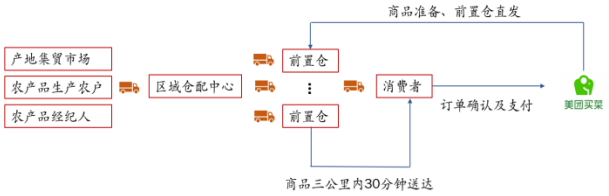
4.2.1、美团买菜：注重高品质的前置仓模式

美团买菜是美团 2019 年上线的一款生鲜零售业务，目前覆盖上海、北京、深圳和广州等一线城市，主打“自营+前置仓”的商业模式， 前置仓模式是指将传统仓库从城市远郊的物流中心前移到离消费者更近的前置仓仓库使得配送时间和距离大大缩短的解决方案。用户在美团买菜 APP 上确定订单之后，一般配送范围约为三公里内，配送时间可以压缩至 0.5 小时-1 小时左右，可类比为“生鲜外卖”的即时配送模式。前置仓模式与线下实物生鲜店模式相比省去了装修和店内运营费用，但由于自营模式的自建成本和运营成本较高，注重商品品质和便捷性，目标客群主要是对生鲜质量和配送要求较高的一线城市顾客。

4.2.2、美团闪购：满足即时配送需求

美团闪购是美团于 2018 年布局的即时配送新零售业务，类似于餐饮外卖的平台到家模式，美团闪购作为 O2O 平台连接线下门店和终端用户，利用美团外卖多年的配送经验，与美团外卖共享一条配送网络，区别于传统实物电商的配送时长较长，美团闪购配送时长约为 30 分钟，满足消费者对于超市便利、鲜花绿植等品牌的即时配送需求，完成线下零售市场的“即时线上化”转变的同时，与美团主营业务餐饮外卖形成协同效应，刺激美团内部流量的相互转换，培养消费者对于即时配送模式的习惯。

图 73：美团买菜：前置仓模式



资料来源：光大证券研究所整理

图 74：美团闪购：平台到家模式，即时配送

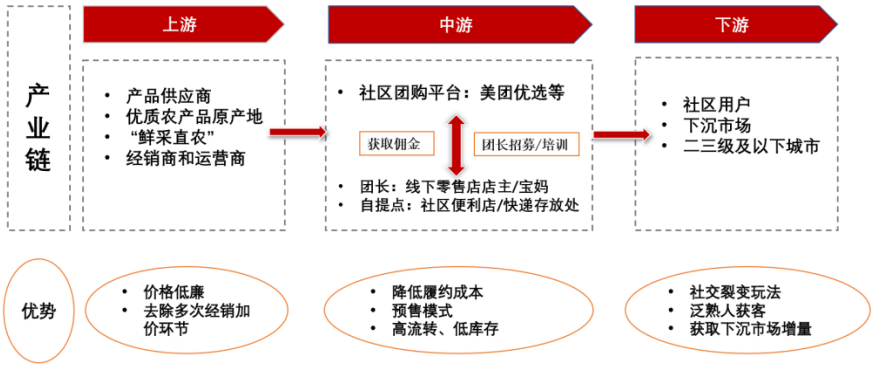


资料来源：光大证券研究所整理

4.2.3、美团优选：商业模式创新的社区团购

2020 年 7 月，美团宣布入局社区团购， 截至 2021 年 Q1，美团优选事业部已经发展了 2800 多个县级以上城市。日均订单量多达 2500 万单。社区团购是新兴的平台+社区商业模式，通过社区团购平台和团长模式直接连接上游产品供应商和下游消费者，团长在自建的微信群里发布促销商品信息，消费者再采用“提前预定+次日自提”模式，在社区团购平台上下单后，次日到自提点提货，自提点多为社区周边中小型零售店铺，团长大多是工作时间充足的宝妈和自提点店主。

图 75：社区团购的商业模式和产业链结构



资料来源：亿欧智库、光大证券研究所整理

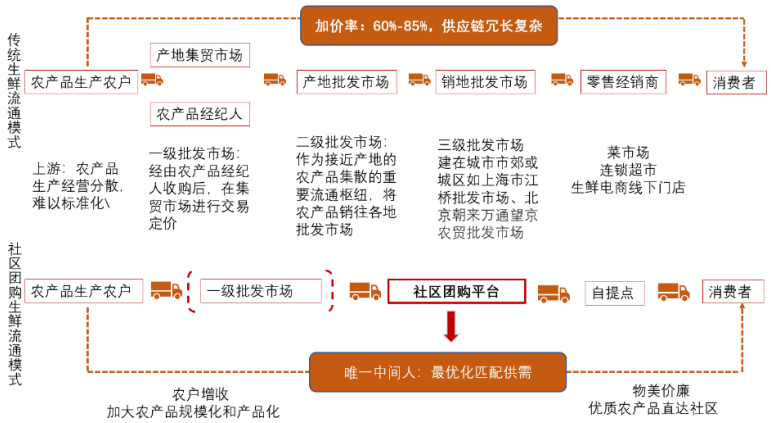
4.2.3.1、社区团购的优势和规模

自 2020 年受疫情影响之后，消费者依赖于线上购物方式，但由于生鲜产品不易储存、损耗度高、渠道链复杂等特点导致生鲜电商定价偏高，而且对线下门店的重资产投入过大，为减少传统生鲜的多层经销带来的加价劣势，社区团购模式应运而生，该商业模式相对于传统生鲜零售和电商的差异化优势在于：

1. 上游供给端的价格优势：

从传统生鲜流通模式来看，农产品从原产地生产出来之后经过多重复杂又繁琐的经销渠道最终抵达消费者：“农产品生产农户-产地集贸市场/农产品经纪人-产地批发市场-销地批发市场-零售经销商-消费者”，在经销环节中，商品加价幅度达 60%-85%。而社区团购的生鲜流通模式中，社区团购平台作为唯一的中间商替代复杂的经销渠道，直接连通生鲜原产地和终端消费者，使得生鲜流通的供应链被大幅度简化，极大的减少加价幅度，降低商品价格。

图 76：社区团购简化了冗长的供应链，直接连通原产地和社区用户



资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所整理

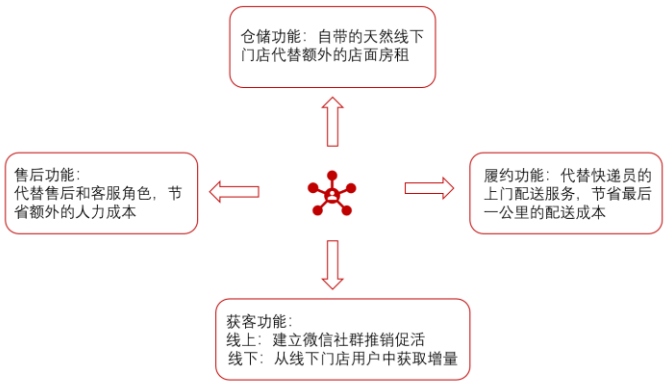
2. 创新的分销模式，高流转低损耗。

社区团购采取“预售加自提”模式进行分销，消费者在前一天下单后，次日去相应的自提点提货。该模式的优势是 1）供应商按需供应，精准管理库存，降低商品存货，降低仓储成本和货物损耗。2）预售模式带来的现金流稳定，供应商可以在一周的时间内完成资金回笼，大大缩短账期，因此商家愿意以低价合作，通过“薄利多销”的流量型渠道确保自身利润。

3. 团长身兼四合一功能，运营成本降低且效率提升。

社区团购的“仓储+履约+获客+售后”环节完全由团长来完成。1）“仓储+履约”：团长多为拥有线下自提点的中小型店铺店主，相比线下传统生鲜零售商和线上自营生鲜电商而言，大大节省额外的店面房租、人力成本及最后一公里的履约配送成本。2）“获客+售后”：团长通过自建微信群的方式进行拉新售后，通过在群内发布集赞优惠、新人红包等激励用户的营销手段进行自身社交圈的“泛熟人”裂变，用最低的获客成本完成流量裂变的策划营销。与此同时，团长作为可信赖的“KOL”充分理解客户需求主动在群里推销“爆款产品”，增强产品背书效应，直接降低用户的消费决策成本的同时实现客户的精细化运营。

图 77：团长的四合一功能



资料来源：光大证券研究所根据美团优选 APP 整理

4.2.3.2、社区团购的市场竞争情况

社区团购模式于 2015 年萌芽，经历 2018 年高速发展阶段和多起投融资事件之后，2019 年行业格局开始洗牌重组，市场集中度提升，部分公司逐步被收购或退出市场。2020 年在疫情催化下，社区团购重获关注，以美团、拼多多、京东、滴滴为主的互联网巨头涌入该赛道，同时，原生性社区团购平台如十荟团、兴盛优选多次获得融资，行业内分化逐步显现，呈现出向以“美团优选”和“多多买菜”为首的新进互联网商家和以“兴盛优选”为首的垂直行业头部商家。

美团优选和多多买菜的对比

美团在 2020 年 7 月入局社区团购业务之后，在全国范围内加速布局，截至 2021 年 Q1，美团优选覆盖了 2400 多个县级以上城市，省会城市和一线城市已经全部开展。美团优选的日均单量达到 2500 万单，月均 GMV 达到 60 亿元。

美团利用高频餐饮外卖业务为社区团购新业务引流的商业模式，将社区团购的入口放在功能主页面的第一列，位置关键且显眼，实现美团内部功能矩阵流量的相互转化，侧面体现了美团在战略层面对社区团购业务的重视度。

图 78：美团优选入口置于美团 APP 功能矩阵首页，实现内部流量转换



资料来源：美团 APP、光大证券研究所整理

表 6：美团优选和多多买菜的经营情况对比

经营情况对比	美团优选	多多买菜
开设省份和城市	覆盖 2400 城市	覆盖 1700-1800 城市
团长数量	月活团长数 480 万，日活团长数 130 万	月活团长数 300 万，日活团长数 70-80 万
日均单量	2500 万单	2200 万单
GMV	60 亿	60 亿
仓储资源	中心仓 130 个；网格仓 4650 个	中心仓 110 个；网格仓 4100 个
SKU 数目	1700+	1000+

资料来源：美团优选 APP、多多买菜 APP、光大证券研究所

美团优选和多多买菜的优劣势对比

1. 流量层面：团长（自提点）& 用户获取（社交型病毒式营销）

美团优选：美团在外卖业务发展中积累了强大的区域地推能力，地推 BD 团队以设立具体 KPI 的策略激励团队以极快速度在目标时间节点前覆盖目标城市，加速推进团长的招募及线下自提点数量的增长，并对团长进行高水准运营，为其提供一体化系统性的培训。同时，截止 2021Q2 美团外卖共有 770 万户商家，其中中小型餐饮商家占比 81.41%。这些线下中小门店，形成了天然的自提点资源，加之商家对于美团已有的信任感，团长和自提点的获取是美团明显的核心优势。

多多买菜：拼多多起家于生鲜农产品领域，用户主要来源于下沉市场，使得社区团购用户画像与已有用户精准匹配。加之在用户群里已有成效的社交型病毒营销方式，使拼多多用户获客成本较低，而且社区团购模式与拼多多自有电商模式重合度最高。

2. 供应链层面

美团优选可以与“To B”的快驴 App 和美团买菜的上游供应商资源共用，多多买菜直接依托于主站的生鲜产地仓，将已有的上游供应商资源与之整合。美团之前在生鲜电商之外基本没有接触过实物电商的领域，相较于多多买菜已经建立优质供应商的渠道并有一定的定价能力，所以在供应商层面有一定劣势。

3. 履约层面：仓储+配送

社区团购的仓储模式都是由大仓+中心仓+网格仓构成。美团优选的仓储资源如大仓、中心仓可以与美团买菜和快驴 App 共用，通过资源整合的方式降低运输成本，提高运输效率。美团在社区团购前期投入较多资金自建大仓和中心仓等重资产资源，而网格仓采用零门槛加盟和合作的形式，加速网格仓的推广

进度，目前美团和多多的仓储资源相差不大，同时拥有 100+个中心仓和 4000+个网格仓。

4.2.3.4、美团优选单位经济模型拆解和未来盈利优化策略

表 7：美团优选和多多买菜优劣势对比

经营情况对比	美团优选	多多买菜
流量端		
团长和自提点数量	团长和线下自提点资源众多	线下门店数较少，需要额外开辟
下沉用户资源	需要额外获客，开拓下沉市场	与已有的用户画像精准匹配
供应链	与快驴 App、美团买菜共用部分资源	拼多多自带的生鲜供应商资源丰富
仓储配送	采取大仓+中心仓+网格仓形式	采取大仓+中心仓+网格仓形式

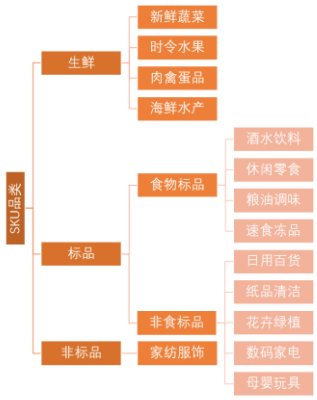
资料来源：光大证券研究所

目前美团优选业务仍在前期发展和拓展阶段，前期资本投入在冷链建设、仓配物流的建设、上游供应链的合作等。我们预计未来美团优选将在 SKU 品类、订单量规模、成本端费用等方面实现单均经济模型的优化和盈利水平的提升。

优化 SKU 品类结构，精细化运营提高订单量

目前美团优选的不同品类的单量占比是：生鲜：食物标品：其他生活日用=6：3.5：0.5，生鲜和食物标品作为高频生鲜类食品向低频实物商品导流，先通过生鲜类食品培养用户心智，提高用户适用社区团购模式购物的频率和粘性，不断拓展件单价和产品质量较高的 SKU 品类，进而提升收入端的增长，实现未来盈利规模。此外，美团优选将进一步对 SKU 品类实现精细化运营管理，针对不同城市不同季节对于商品需求的差异和喜好，推出爆款品类，提高订单量。目前，美团优选除上线生鲜中肉禽蛋奶等品类外，SKU 品类可扩张至酒水饮料、休闲零食、粮油调味、速食冻品、数码家电等品类，基本覆盖人们一日三餐和日常刚需的所有商品，使得用户进一步习惯社区团购模式下商品的精选性、低价性、需求大等特点。

图 79：美团优选中 SKU 品类丰富，涵盖人们餐饮和日常刚需的所有商品



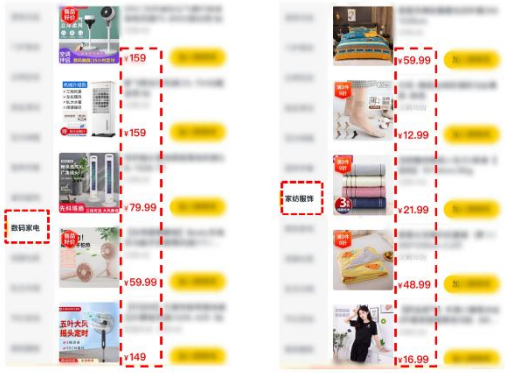
资料来源：美团优选 APP、光大证券研究所整理

图 80：生鲜品类件单价偏低



资料来源：美团优选 APP、光大证券研究所整理

图 81：数码家电、家纺服饰等品类件单价偏高



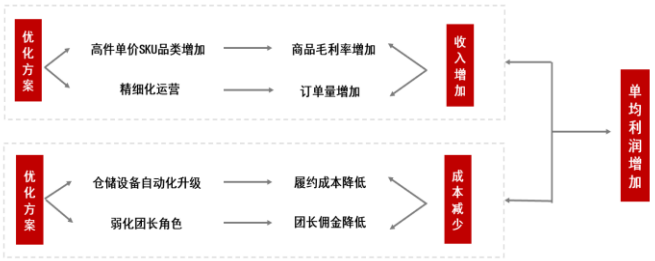
资料来源：美团优选 APP、光大证券研究所整理

仓配设施智能化升级，控本增效。优化冷链及配套设施。削弱团长功能

目前成本端的主要构成是履约成本、团长佣金和补贴金额。1）履约成本包括采购、仓库内分拣成本、仓库内搬运装卸成本、仓库配送至自提点中损耗成本等等。美团宣布在 2021 年投入 25 亿元用于仓配自动化设备的升级和冷链的优化，单均履约成本进一步降低的同时，保证商品供应情况的稳定，也为之后订单量的增长和未来商品的稳定供应打下了坚实的基础。冷链在夏季对于生鲜类产品格外重要，它会降低生鲜的损耗率，保证生鲜品类的新鲜和运送风险，给予用户稳定的品质保障。2）团长佣金和补贴率：在社区团购早期获取流量争夺市场份额阶段，团长和补贴率是核心因素，团长负责流量导入和营销等工作，补贴影响新用户的获取、用户粘性的提升、用户购物习惯的重塑。未来在社区团购的商业模式和市场竞争格局稳定之后，用户的忠实度和信赖度可以保证订单量的规模，团长导流的功能或将进一步弱化，从而使得支付团长佣金的成本降低。而补贴率也会随着用户心智的稳定和规模效应逐渐降低。

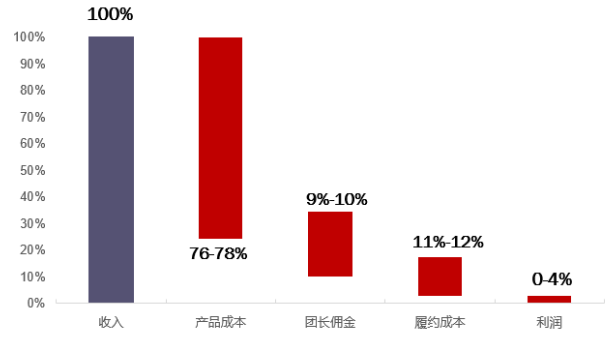
虽然目前社区团购由于补贴、拉新及前期基础设施的建设等因素尚未盈利，但在未来理想状态下，社区团购有更大的盈利空间，未来可将稳定后的社区团购的 UE 模型抽象为：在未来商品的高客单价品类和毛利率提升之后，件均商品的毛利率稳定在 22%-24%之间，在订单量稳定之后，团长佣金将继续保持稳定在 9%-10%左右，发挥团长作为履约终端的重要作用，仓储和配送成本会随着季节改变而波动，平均履约成本将在 11%，最终件均净利润可达 0-4%之间。

图 82：社区团购公司 优化单均利润的四个维度



资料来源：光大证券研究所绘制

图 83：美团优选理想的 UE 模型

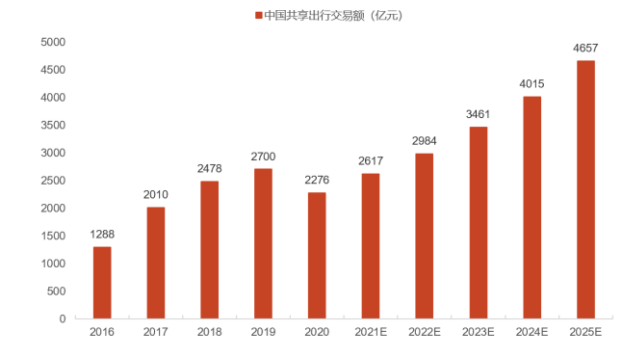


资料来源：光大证券研究所测算

4.3、 出行业务：共享单车+共享电单车+美团打车

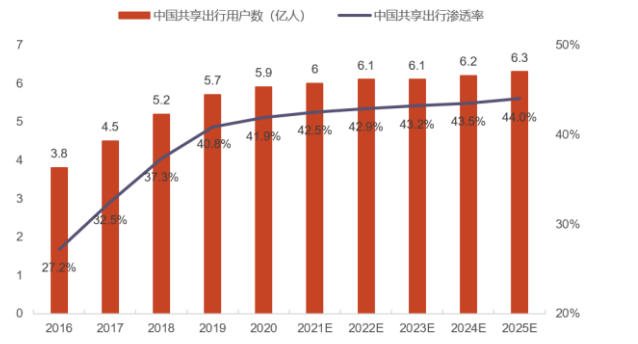
美团布局的共享出行业务是为建立衣食住行平台而提供的配套服务，不仅提供高频流量的入口，还可以增强用户粘性、增加美团内部各业务交叉销售引流的机会。共享出行方式包括共享单车、共享电单车、共享汽车及网约车。2020 年中国居民日均总出行需求超 20 亿次，由于共享出行的低成本和高环保性，共享出行业务在国内处于高速拓展期。2020 年中国共享出行交易额约为 2276 亿元，中国共享出行用户渗透率由 2016 年的 27.2%增长至 2020 年的 41.9%。

图 84：预计 2025 年中国共享出行交易额达到 4657 亿



资料来源：国家信息中心分享经济研究中心、头豹研究院预测、光大证券研究所

图 85：未来中国共享出行用户数和渗透率将进一步增长

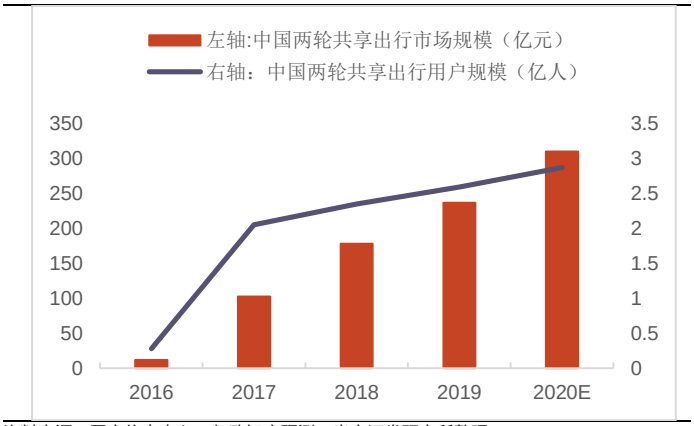


资料来源：头豹研究院预测、光大证券研究所

4.3.1、共享单车

美团的共享单车业务解决了人们 0-3 公里出行需求，单车共享出行方式具备站点密度高、建设难度小、可有效解决城市交通痛点等优势，与公共交通设施配合使用，大大提高了城市整体的通行效率。目前美团的共享单车业务稳定，虽然仍未盈利，共享单车业务的战略性意义更加重大，是美团打造本地生活服务全功能性平台的关键一环，通过出行业务获取 C 端流量，发挥企业流量协同价值，实现内部业务相互导流。随着美团对共享单车的精细化运营，将不断增强用户体验，用户使用频率和时长都会不断提升。

图 86：2020 年中国两轮车市场规模达 310 亿元



资料来源：国家信息中心、亿欧智库预测、光大证券研究所整理

图 87：美团全面覆盖共享出行业务



资料来源：光大证券研究所整理

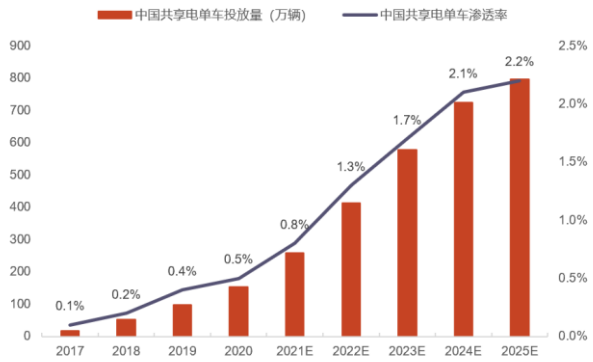
4.3.2、共享电单车

共享电单车主要用于覆盖居民 3-8 千米的出行需求。根据头豹研究院数据显示，2020 年在两轮车出行方式中，电动自行车在两轮车出行方式中占比达 64.5%，是中国居民出行的主要方式之一。2020 年，美团持续加码共享电单车

业务，2020 年第二季度，美团共享电车向市场投放 29 万辆共享电单车产品，美团市占率快速提升。由于一二线城市交通空间资源紧张、人口密度大等原因，北京等一线城市明确规定不发展电动自行车租赁，并加强相关业务监管。目前中国共享电单车主要投放区域集中在三线及以下城市为主的下沉市场，占总体投放数量的 73.9%。

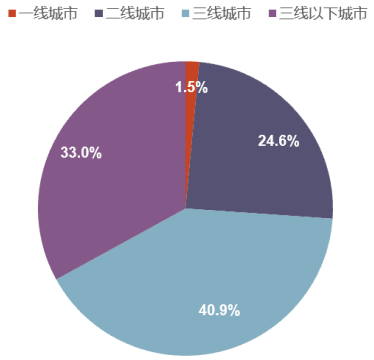
2020 年中国共享电单车的市场渗透率只有 0.5%，一方面由于低投放量难以在大量潜在用户中形成消费认知，一方面由于大量电动自行车出行需求被自有电单车解决。未来共享电单车的高投放量将积累大量稳定客流，实现流量变现，用户粘性增加， 或提高人均共享消费额。

图 88：2020 年中国共享电单车渗透率仅为 0.5%



资料来源：头豹研究院预测、光大证券研究所

图 89：2020 年中国共享单车投放数量城市分布



资料来源：头豹研究院预测、光大证券研究所

4.3.3、美团打车

美团打车是美团布局的“聚合模式”网约车业务，一键可以呼叫多个不同平台车辆。目前在网约车市场，滴滴占据了 90%以上的市场份额，美团对于打车业务的投入较为有限，短期内，网约车市场竞争格局不会有较大变化。美团打车仍以战略性补充地位与本地生活服务产生协同效应，串联起美团的其他主营业务。

综上所述，美团出行业务矩阵完善，美团单车、美团电单车、美团网约车三个业务协同作用，获得大量流量入口，通过运营策略引导用户向综合服务平台迁移，发挥企业内部的协同价值，实现本地生活服务的全场景闭环。

5、 盈利预测

5.1、 关键假设及盈利预测

到家业务（餐饮外卖）：公司财务报表中将美团闪购与买菜等到家属性的创新业务归入了新业务及其他类别，因此我们在到家业务仅讨论餐饮外卖业务。未来公司将持续扩大供给深度及广度，以满足消费者不断变化需求，在消费者端、商家端 及配送网络方面的优势明显，我们预计交易单量2021-2023年增速分别为40.3%/28.2%/25.0%。由于交易单量的快速增长与客单价与变现率的稳步提升我们预计公司外卖业务GTV在2021-2023年分别增长40.6%/ 30.9%/ 26.3%至6876/8997/11361亿元；变现率分别可达到13.9%/14.0/14.1%；预计外卖业务在未来三年分别实现收入953/ 1259/ 1600亿元；由于餐饮外卖的规模效应降低单均单位成本以及疫情减缓后对商户扶持减弱，经营利润率则分别提高至6.5%/ 8.8%/ 11.3%。

表 8：外卖业务收入拆分

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
交易金额 GTV	391,709	488,851	687,551	899,725	1,136,063
YOY	38.4%	24.8%	40.6%	30.9%	26.3%
交易单量（百万单）	8,722	10,147	14,235	18,250	22,813
YOY	36.4%	16.3%	40.3%	28.2%	25.0%
客单价 （元）	44.9	48.2	48.3	49.3	49.8
YOY	1.5%	7.3%	0.3%	2.1%	1.0%
变现率	14.0%	13.6%	13.9%	14.0%	14.1%
外卖业务收入	54,844	66,265	95,266	125,852	160,035
YOY	43.8%	20.8%	43.8%	32.1%	27.2%
销售成本	44,611	55,486	75,446	96,725	119,423
经营利润率	3.3%	4.3%	6.5%	8.8%	11.3%
营业利润	1,792	2,833	6,155	11,060	18,028

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

到店、旅游及酒店预订业务：我们预计公司到店酒旅业务从疫情中逐步复苏回归常态增速，预计公司到店酒旅业务整体交易额在2021-2023年分别增长43.3%/ 27.9%/ 28.5%至3005亿/3843亿/4938亿元；假设变现率较为稳定，分别为10.3%/ 10.7%/ 10.5%；预计业务在未来三年分别实现收入309/ 410/ 520亿元；经营利润率分别提高至41.3%/41.5%/41.7%。

表 9：到店、旅游及酒店预订业务收入拆分

单位：百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
到店及酒旅交易总规模	222,100	209,749	300,515	384,303	493,754
同比增长（%）	25.6%	-5.6%	43.3%	27.9%	28.5%
到店及酒旅整体变现率	10.0%	10.1%	10.3%	10.7%	10.5%
同比增加（Pct）	1.1%	0.1%	0.2%	0.4%	-0.1%
到店及酒旅总收入 （百万）	22,275	21,252	30,922	40,978	52,046
同比增长（%）	41%	-5%	45%	33%	27%
到店及酒旅整体经营利润	8,242	8,181	12,776	16,986	21,727
到店及酒旅整体经营利润率	37.0%	38.5%	41.3%	41.5%	41.7%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

新业务板块

社区团购业务从2020年9月起发力，我们预计公司今年年底做到日均4000万单，全年件单价平均为8元，其他新业务也保持较高增速，公司2021-2023年新业务板块总交易规模分别增长113%/ 72%/ 30%至2825/4847/6301亿元，变现率分别为18%/ 18.5%/ 18.5%，2021年公司将加大补贴力度获取新客户，预计营业利润率将在2021年先降低，随着客户粘性的增强和规模效应的逐步体现，从2022年起，新业务的营业利润率将逐步提高，预计2021-2023年新业务营业利润率分别为-73%%/-15%%/ 3.3%。未来三年实现收入508/897/1260亿元。

表 10：新业务收入拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总交易金额	67,400	132,552	282,487	484,673	630,075
YOY	20%	97%	113%	72%	30%
变现率	30.3%	20.6%	18.0%	18.5%	18.5%
总收入	20,410	27,277	50,848	89,665	126,015
经营利润	-6,171	-10,855	-37,119	-13,450	4,158
经营利润率	-30.2%	-39.8%	-73.0%	-15.0%	3.3%

资料来源：公司公告、光大证券研究所测算

从公司整体角度看，我们预计公司 2021-2023 年 GTV 分别为 12706/17687/22599 亿元，营业收入分别增长至 1770/2565/3381 亿元，经调整净利润分别为-73 /38/219 亿元，对应经调整 EPS 为-1.19/0.62/3.57 元。

5.2、 相对估值

由于美团业务板块之间差异较大，我们采用分部估值法进行价值判断。在外卖业务领域，目前全球已上市的外卖业务公司有三家（Uber有打车业务因此排除）为Doordash、JustEat、Delivery Hero。 Doordash主要业务在美国本土，JustEat、Delivery Hero均为全球化布局公司，2021年上半年Just Eat营收同比增长52%，Delivery Hero增长109%，doordash同比增长123%，他们与美团外卖业务同处于高增速阶段（上半年同比+59%），因此选此三家作为对标公司；因对标公司尚未盈利，我们采取PS估值法进行估值判断，对标公司2022年平均PS为5.8倍，预计美团2022年外卖业务收入1259亿元，给予公司2022年7302亿元估值。

表 11：外卖业务可比公司估值

	总市值（百万美元）	营业收入（百万美元）				市销率（X）		
		2019	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
Just Eat	2791	466	2,511	5,497	7,389	1.1	0.5	0.4
Delivery Hero	30908	1,385	3,040	6,694	9,804	10.2	4.6	3.2
Doordash	71092	855	2,886	4,244	5,130	24.6	16.8	13.9
平均 PS（倍）						12.0	7.3	5.8

资料来源：光大证券研究所测算，彭博一致预测，股价时间2021-09-13

在到店及酒旅业务领域，我们参考OTA龙头携程，Booking和Expedia，对标公司2022年平均PE为22倍，我们预计2022年到店及旅游业务净利润为169.86亿元，给予 3737亿元估值。

表 12：到店 业务可比公司估值水平

	总市值（百万美元）	调整后净利（百万美元）				市盈率（X）		
年份		2019	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
携程	19620	697	-404	347	980	NA	46	20
Booking	94635	4272	34	1691	3998	22	699	24
Expedia	21928	623	-1464	-118	981	NA	NA	22
平均 PE（倍）						NA	NA	22

资料来源： 彭博一致预期，光大证券研究所整理，股价时间2021-09-13

新业务上，主要发力业务社区团购模式类似电商，因尚未盈利，我们采取 PS 指标对公司进行相对估值，参考成熟的电商公司阿里巴巴与拼多多。

表 13：阿里巴巴与拼多多关键指标

	总市值（百万美元）	营业收入（百万美元）				市销率（X）		
		2019	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
阿里巴巴	29423	5097	7173	9150	11182	4.1	3.2	2.6
拼多多	8395	301	595	1085	1538	14.1	7.7	5.5
平均 PS（倍）						9.1	5.5	4.0

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间 2021-09-13，阿里巴巴，拼多多 2021-2022 年营业收入取彭博一致预期。

阿里巴巴与拼多多 2022 年 PS 平均为 4 倍，我们预测美团新业务 2022 年营业收入达 897 亿/同比增长 76.3%，给予公司新业务 4 倍的 PS，目标 3588 亿元估值。

因此根据分部估值法，综合预计给予美团 22 年 14627 亿元估值，汇率按港币：人民币为 0.83:1 换算，对应每股价值 287.49 港币/股。

5.3、绝对估值

5.3.1、关于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：公司已成为本地电商绝对龙头，长期增速将靠近社会消费增速，故假设长期增长率为 2%；

2、β值选取：我们选取港股互联网传媒行业 β1.25 作为公司 β 值；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 13.00%。

表 14：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	1.25
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	8.58%
税率	13.00%
Kd	5.00%
目标资本结构	10.00%
WACC	8.16%

资料来源：光大证券研究所预测

根据如上假设，我们计算出公司合理市值为 16480 亿人民币，汇率按港币：人民币为 0.83:1 换算，对应每股价值 323.22 港币/股。

表 15：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	32,944	1.94%
第二阶段	492,232	28.99%
第三阶段（终值）	1,172,806	69.07%
企业价值 AEV	1,697,981	100.00%
加：非经营性净资产价值		0.00%
减：少数股东权益（市值）	37,401	-2.20%
减：债务价值	12,623	-0.74%
总股本价值	1,647,958	97.05%
股本（百万 shares）	6,130	
每股价值（港元）	323.22	

资料来源：光大证券研究所预测，汇率按港币：人民币为 0.83:1 换算

表 16：敏感性分析表（价格单位：港币）

长期增长率 / WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.16%	356.51	380.37	408.86	443.47	486.39
7.66%	320.15	339.42	362.10	389.17	422.04
8.16%	289.16	304.91	323.22	344.77	370.50
8.66%	262.46	275.48	290.46	307.86	328.34
9.16%	239.26	250.12	262.50	276.74	293.29

资料来源：光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法，我们得出美团合理估值水平为 275.48-389.17 港币/股（敏感性±0.5%区间）。

综上所述，我们选取二者估值平均值，给予美团 15554 亿人民币合理市值，汇率按港币：人民币为 0.83:1 换算，对应每股价值 305.71 港币/股，维持“买入”评级。

6、 风险分析

政策与法律风险

目前国家正在依法对美团实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查，未来可能采取进一步处罚措施，未来业绩与经营可能受处罚影响。

竞争风险

目前公司已成为本地生活服务绝对龙头，但不排除新进入者加大投入抢占市场导致竞争加剧。

新业务风险

目前公司新业务尚未盈利，未来将持续投入且竞争激烈，不排除未来投入继续增大导致进展低于预期。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,529	114,795	177,035	256,495	338,096
营业成本	-65,208	-80,744	-124,410	-168,891	-215,140
营业毛利	32,320	34,050	52,625	87,604	122,956
销售及营销开支	-18,819	-20,883	-48,710	-69,564	-81,821
研发开支	-8,446	-10,893	-13,455	-14,458	-17,585
一般及行政开支	-4,339	-5,594	-5,455	-6,640	-7,523
经营盈利/（亏损）	2,680	4,330	-11,834	102	19,188
除所得税之前盈利/(亏损)	2,762	4,438	-12,064	-377	18,664
期间盈利/（亏损）	2,236	4,708	-11,461	-359	17,731
经调整盈利/（亏损）净额	4,657	3,121	-7,291	3,812	21,901
公司权益持有人应占盈利	2,234	4,708	-11,460	-358	17,729
年末股本总数	5,727	5,727	6129	6,129	6,129
经调整 EPS（元）	0.81	0.54	-1.19	0.62	3.57

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,574	8,475	7,618	21,495	40,853
经营（所用）／所得现金	6,037	8,561	-700	16,051	21,574
已付所得税	-463	-86	-100	-100	-100
投资活动产生现金流	-10,175	-21,232	-14,517	-18,468	-20,962
购买物业、厂房及设备	-2,985	-11,223	-519	-1,399	-1,747
业务合并付款（扣除已购入现金）	-1,366	-27	-	-	-
购买短期投资	-	-	-1,001	-	-
收购按公允价值计量的投资	-141	-2,367	-319	-	-
出售按公允价值计量的投资之所得	-	-	3,000	3,000	3,000
已收利息收益	1,316	-	1,474	1,621	1,783
融资活动产生现金流	1,114	17,418	3,164	3,630	2,790
借款净流入	1,390	5,451	1,605	2,500	2,500
发行普通股所得款项净额	-	-	-	-	-
购回普通股	-	-	-	-	-
净现金流	-3,486	4,661	-3,735	6,658	22,681

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**132,013**	**166,575**	**180,411**	**209,744**	**255,345**
流动资产	82,135	88,306	99,138	124,296	166,155
存货					
贸易应收款项					
预付款项、按金及其他资	9,591	12,940	19,956	28,913	38,112
短期投资	3,553	6,395	8,852	11,542	13,524
现金及现金等价物	17,044	13,396	17,094	13,359	20,016
非流动资产合计	**49,878**	**78,269**	**81,273**	**85,448**	**89,190**
物业、厂房及设备	5,376	13,917	17,687	22,444	26,589
无形资产	32,700	31,676	30,911	30,328	29,927
按公允价值计量且其变动	7,166	10,257	10,257	10,257	10,257
总负债	**39,959**	**68,941**	**94,237**	**123,929**	**151,800**
流动负债	**36,593**	**51,148**	**75,737**	**104,489**	**131,551**
贸易应付款项	6,766	11,967	17,704	25,649	33,810
应付商家款项	7,495	9,415	14,520	19,754	24,348
交易用户预付款	3,856	4,308	6,205	8,107	9,681
交易用户按金	2,492	2,222	3,397	4,729	6,043
其他应付款项及应计费用	7,237	10,557	16,104	23,076	30,079
借款	3,553	6,395	8,852	11,542	13,524
递延收入	4,567	5,053	7,725	10,400	12,836
非流动负债合计	3,366	17,793	18,500	19,440	20,248
递延税项负债	1,388	756	756	756	756
递延收入					
可转换可赎回优先股	-	-	-	-	-
总权益	**92,054**	**97,635**	**86,173**	**85,815**	**103,546**
股本	0	0	0	0	0
股份溢价	260,360	263,155	263,155	263,155	263,155
累计亏损	-163,801	-159,201	-170,660	-171,019	-153,289
贵公司权益持有人应占权	92,112	97,693	86,233	85,875	103,604
非控股权益	-58	-59	-60	-60	-58

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.14%	29.66%	29.73%	34.15%	36.37%
EBITDA 率	2.83%	3.87%	-6.81%	-0.15%	5.52%
税后净利润率（归属母公司）	2.29%	4.10%	-6.47%	-0.14%	5.24%
ROA	1.69%	2.83%	-6.35%	-0.17%	6.94%
ROE（摊薄）	2.43%	4.82%	-13.30%	-0.42%	17.12%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30.27%	41.39%	52.23%	59.09%	59.45%
流动比率	2.24	1.73	1.46	1.47	1.48
速动比率	0.47	0.26	0.25	0.22	0.36

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售及营销开支	19.30%	18.19%	27.51%	27.12%	24.20%
研发开支	8.66%	9.49%	7.60%	5.64%	5.20%
一般及行政开支	4.45%	4.87%	3.08%	2.59%	2.23%

每股指标（元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS	0.39	0.82	-1.87	-0.06	2.89
每股经营现金流	0.91	1.38	1.24	3.51	6.66
每股净资产	23.05	29.09	29.44	34.22	41.66
每股销售收入	17.03	20.04	28.88	41.85	55.16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

原点资产

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE