

换个角度看美团：本地生活服务行业的“阿里巴巴”

——美团点评 (3690.HK) 首次覆盖深度报告

公司深度

◆平台+生态：帮助本地生活服务商家实现效率提升

美团通过自研与并购建立了一整套商户服务产品体系。从线上营销、门店管理、聚合支付、收银开单等各个角度对商户内部管理效率进行提升。同时围绕着美团平台的生态服务商正逐渐生长。外卖代运营、外卖共享厨房等生态服务商能够帮助餐饮商家极大的提高运营效率，从而更高效的利用美团点评平台获取线上流量。

◆到家业务：即时配送的基础设施效应

美团与饿了么的竞争已经从狭义的餐饮外卖延伸到了广义的即时配送领域。目前美团外卖业务仍然无法实现规模化盈利的核心矛盾在于单票物流成本在当前模型下难以实现大幅下降，而即时配送网络的开放不仅能够发挥其基础设施效应，打开美团在用户端更多的高频消费触点，也将进一步提升配送订单密度，从而实现单票物流成本的下降。未来非外卖订单占比的提升是观察单票配送成本能否出现改善的关键。

◆到店及酒旅业务：行业领先的商家线上营销平台

美团与大众点评已经牢牢占据了本地生活服务在消费者的认知高地。无论从用户规模还是认可度方面，美团与大众点评都显著领先于口碑等竞争对手。UGC内容形成的壁垒是友商在短期内难以超越的护城河。未来公司到店及酒旅业务的空间在于货币化率的提升，预计19-21年到店与酒旅交易额分别增长11.4%/10.8%/10.7%；整体变现率增长至10.3%/11.4%/12.3%。到店板块为公司外卖及新业务提供了充足的利润与现金流支持，从而保证公司在激烈竞争中耐心培育中长期新的增长动力。

◆竞争格局：双寡头格局将长期并存

外卖补贴逐渐退坡，平台间用户端的争夺渐告尾声，但是商户端的争夺才刚刚开始。在中长期美团与饿了么均将通过收银、支付、门店管理、营销推广等一整套B端产品帮助商户实现效率提升，而商户端产品的竞争力也将成为美团与饿了么口碑在未来的商户端争夺份额的核心要点。美团与阿里在本地生活服务领域双寡头的格局将长期并存。

◆盈利预测、估值与评级

美团以即时配送网络与线上营销平台为核心壁垒，围绕线下商户提供了一整套效率提升工具，随着餐饮行业服务生态的逐渐完善，美团在本地生活服务行业已经开始形成类似阿里在实物电商领域的角色地位。我们预测公司2019-2021年经调整亏损/盈利为-52.4亿/-11.7亿/30.4亿人民币。结合SOTP与DCF估值，计算公司合理市值为3630亿人民币，首次覆盖给予“买入”评级，目标价71.34港币/股。

◆风险提示：监管部门出台外卖等业务相关政策力度超预期；新业务发展不及预期；竞争格局恶化。

业绩预测和估值指标 (财年截至日期为日历年12月31日)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GTV (百万人民币)	357,200	515,735	645,773	807,270	1,014,133
营业收入 (百万元人民币)	33,932	65,227	90,986	122,099	162,303
营业收入增长率	161%	92%	39%	34%	33%
调整后净利润 (百万元人民币)	-2,853	-8,517	-5,243	-1,172	3,044
调整后EPS (元人民币)	-1.87	-3.13	-0.92	-0.20	0.53
ROE (归属母公司)	46.7%	-133.5%	-7.5%	-2.4%	3.1%
P/GTV	91.2%	63.1%	50.4%	40.3%	32.1%
P/S	9.6	5.0	3.6	2.7	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间截止至2019年6月23日

买入 (首次)

当前价/目标价：64.30/71.34 港币

分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)

021-52523691

fanjiali@ebsec.com

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿)：57.52

总市值(亿港元)：3512

一年最低/最高(港币)：40.25/74.00

相关研报

享受下沉红利的新一代电商平台——拼多多 (PDD.O) 投资价值分析报告.....2018-10-31

电商二十岁：成年人的世界没有容易的事——电商行业首次覆盖报告...2019-02-26

要想富先修路：即时配送网络的基础设施效应——电商行业专题之一...2019-03-10

投资聚焦

关键假设

- 1、行业格局：美团与阿里在本地生活行业中双寡头格局将长期持续；用户端的争夺渐进尾声，而优质商户供给端的争夺则刚刚开始；
- 2、公司战略：美团围绕商家需求布局的 RMS、收银支付、快驴进货等商家服务产品持续进化，帮助线下商家实现效率提升；同时围绕着本地生活平台的服务商生态逐渐生长成熟；
- 3、业务格局：美团到店业务稳健增长，为外卖及新业务提供充沛的利润及现金流支持，为公司在中长期的战略布局提供保障。

我们区别于市场的观点

- 1、美团点评是一家企业服务公司。市场普遍认为美团专注于本地生活服务，是消费互联网公司的典型代表。我们认为团购、外卖、点评到店等产品/业务均属于美团为商户提供线上流量的手段，未来公司的长期愿景是借助目前的流量优势向生活服务业供给端逐步推进，建立围绕服务业优质供给端的多层次服务平台，从而帮助整个行业提升运营效率。
- 2、美团的中长期发展需要建立围绕于平台的合作伙伴生态。当外卖平台等基础设施平台日趋完善之后，线下商户的精细化运营深耕能力并没有随着平台单量的增长而同步改善。餐饮行业整体效率的提升仍然需要围绕着平台的各类生态合作伙伴的共同成长；外卖代运营、外卖共享厨房等商业模式的逐渐成熟正使餐饮行业运营效率实现提升。
- 3、即时配送是新零售的基础设施。目前美团外卖业务仍然无法实现规模化盈利的核心矛盾在于单票物流成本在目前模型下难以实现大幅下降，而即时配送网络的开放不仅能够发挥即时配送的基础设施效应，打开美团在用户端更多的高频消费触点，也将进一步提升配送订单密度，从而实现单票物流成本的下降。

股价上涨的催化因素

- 1/ 外卖单均配送成本出现显著下降；
- 2/ 美团外卖市场份额继续扩大；
- 3/ 到店业务变现率超预期提升；

估值与目标价

我们预计公司 2019-2021 年 GTV 分别为 6457/8072/10141 亿元，营业收入分别增长至 909/1220/1623 亿元，预测公司 2019-2021 年经调整亏损/盈利为 -52.4 亿/-11.7 亿/30.4 亿人民币，对应调整后 EPS-0.92/-0.20/0.53 元人民币。我们根据相对估值法得出公司 2019 年合理估值为 71.85 港币/股，根据绝对估值法得出公司 2019 年合理估值为 70.83 港币/股，审慎起见我们取平均值 71.34 港币/股。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 71.34 港币/股。

目 录

1、 换个角度看美团	7
2、 美团点评：以“吃”为中心的本地生活服务平台	10
2.1、 公司简介：本地服务生态布局基本完成	10
2.2、 股权结构：创始团队稳定，腾讯提供战略资源支持	11
2.3、 组织架构：持续调整加强组织能力	12
3、 生活服务业：空间大+效率低	14
3.1、 人口密度与收入梯度打开线下服务市场空间	14
3.2、 线下服务业整体效率存在提升空间	16
4、 平台+生态：行业运营效率提升的关键	20
4.1、 平台布局：为商户提供流量平台与效率工具	20
4.2、 生态渐起：线上流量运营效率提升正当时	22
5、 到家业务：即时配送的基础设施效应	24
5.1、 即时配送体系是新零售的核心基础设施	24
5.2、 核心矛盾：单票配送成本短期难以显著下降	25
5.3、 竞争格局：双寡头格局将长期并存	27
6、 到店/酒旅业务：行业领先的线下商家线上营销平台	30
6.1、 到店营销业务驱动变现率持续提升	30
6.2、 酒旅业务逐渐向中高端渗透拓展	34
7、 创新业务：快驴进货打开长期增长空间，出行业务增强用户粘性	36
7.1、 快驴进货：规模致胜的供应链业务	36
7.2、 出行业务：增强用户粘性的重要产品	38
8、 与阿里巴巴的竞争关系	40
9、 盈利预测与估值	41
9.1、 关键假设及盈利预测	41
9.2、 相对估值	44
9.3、 绝对估值	45
9.4、 估值结论与投资评级	46
10、 风险分析	46

图表目录

表 1：美团与淘宝/天猫的对比.....	8
表 2：美团点评收入及毛利拆分（百万）.....	9
图 1：美团业务布局示意图.....	10
图 2：美团点评业务版图扩张.....	11
表 3：主要股东股份及投票权占比（2018 年 6 月 IPO 后）.....	11
表 4：公司融资历史.....	12
图 3：美团最新组织架构图（2018 年 10 月）.....	13
图 4：中国城镇化率持续提升.....	14
图 5：中国城市人口密度持续提升.....	14
图 6：居民服务及住宿餐饮业平均工资仍处于较低位置.....	15
图 7：住宿餐饮业就业人员工资的同比增速始终较低.....	15
图 8：服务消费占居民人均个人消费支出比例持续提升.....	15
表 5：餐饮行业占居民生活服务业整体规模比例超过 60%.....	16
图 9：中国餐饮行业集中度远低于美国.....	17
图 10：中国餐饮品牌门店数量规模仍然普遍较小.....	17
图 11：餐饮外卖门店品牌化率仍然较低.....	17
图 12：2018 年不同品类餐饮行业固定成本支出比例.....	18
图 13：2018 年典型餐饮上市公司固定成本比例.....	18
表 6：各典型餐饮上市公司 2018 年成本费用结构.....	18
图 14：火锅、川菜、烧烤等品类关店率较高.....	19
图 15：不同品类餐饮行业 2017-2018 年员工流失率.....	19
图 16：美团活跃用户数保持快速增长.....	21
图 17：美团单用户平均每年交易笔数保持快速增长.....	21
图 18：美团平台总交易额 2019Q1 同比增长 28%.....	21
图 19：餐饮外卖与到店酒旅是交易额的主要组成部分.....	21
表 7：美团商户营销产品系列.....	21
表 8：美团为商户提供的效率管理工具产品.....	22
表 9：外卖代运营行业融资近况.....	23
图 20：熊猫星厨共享厨房内景.....	23
图 21：熊猫星厨共享厨房内景.....	23
表 10：外卖共享厨房融资近况.....	23
表 11：即时配送行业格局梳理（截至 2019 年 6 月）.....	24
图 22：即时配送日单量排名（万单/日）.....	25
图 23：美团/阿里/京东即时配送日均单量（万单）.....	25
图 24：百果园与美团配送合作门店数量快速增长.....	26

图 25：非高峰时段用户点餐比例开始提升.....	26
图 26：饿了么非餐外卖订单增幅显著.....	26
图 27：即时配送网络已经成为新零售的基础设施.....	26
图 28：外卖骑手成本与外卖交易单量基本同步增长.....	26
图 29：外卖单均骑手配送成本短期难以大幅下降.....	26
图 30：2017 年美团午餐+晚餐时段订单占比高达 72%.....	27
图 31：专送与众包骑手的主要区别.....	27
图 32：美团外卖与饿了么季度收入对比.....	28
图 33：美团与饿了么均开始推广付费会员体系.....	28
图 34：外卖业务交易额保持中高速增长.....	28
图 35：美团日均外卖单量保持中高速增长.....	28
图 36：美团外卖客单价保持增长.....	29
图 37：美团外卖变现率持续提升.....	29
图 38：美团平台覆盖商户占央行联网商户总数超过 20%.....	30
图 39：生活服务门店在线渗透率提升空间仍然较大.....	31
图 40：生活服务行业市场线上化空间仍然较大.....	31
图 41：美团与点评 APP 安装渗透率远高于竞争对手.....	31
图 42：到店服务细分领域首选 APP 占比（%）.....	31
图 43：30%以上健身中心用户通过美团获取健身房信息.....	31
图 44：大多数洗浴服务消费者通过线上渠道找店.....	31
图 45：大众点评包含了评分、评论、订位、外卖、买单等各项功能.....	32
图 46：到店及旅游业务营业收入及增速.....	32
图 47：到店及旅游业务变现率.....	32
图 48：到店业务变现率持续提升.....	33
图 49：到店业务在线营销收入快速增长.....	33
表 12：美团点评广告业务关键节点进展.....	33
表 13：美团与携程去哪儿酒店预订业务对比.....	34
图 50：美团酒店预订间夜量超过携程去哪儿.....	34
图 51：美团酒店单间夜佣金收入仍有较大提升空间.....	34
图 52：美团酒店预订交易金额稳步增长.....	35
图 53：美团国内酒店间夜量持续提升.....	35
图 54：酒店行业 2017 年按间夜量计算市场占比（%）.....	35
图 55：酒店行业 2017 年按 GTV 计算市场占比（%）.....	35
图 56：典型餐饮上市公司原材料成本占营收比例（%）.....	36
图 57：美团点评资产负债表存货项目金额.....	36
表 14：生鲜 B2B 公司融资近况.....	37
表 15：美国前三大餐饮供应链公司核心数据对比.....	38
表 16：摩拜单车资产折旧在 2019Q1 以后基本完成.....	38

图 58：美团打车应用已融入美团 APP	39
图 59：美团打车应用已融入大众点评 APP	39
表 17：外卖业务盈利关键指标预测.....	41
表 18：美团到店与酒旅业务关键数据预测.....	42
表 19：公司新业务板块核心指标预测	43
表 20：公司整体盈利预测与估值指标.....	43
表 21：外卖业务可比公司估值水平.....	44
表 22：到店及旅游业务可比公司估值水平.....	44
表 23：酒店预订业务可比公司估值水平	45
表 24：绝对估值关键性假设.....	45
表 25：FCFF 估值详情.....	46

1、换个角度看美团

自从美团点评 IPO 以来，围绕着公司业务战略与价值判断的争议从来都没有停息。诚然，到家业务持续亏损、外卖增速逐季放缓、创新业务板块仍未贡献业绩等因素都困扰着投资机构对公司长期价值的判断。

然而我们认为，孤立的审视美团外卖、点评平台等各个业务条线或许并不足以对美团点评整体的价值实现合理的判断。我们认为美团点评是一家帮助线下生活服务商家通过“线上化”“数字化”等方式实现效率提升，并以广告及佣金等方式实现变现的电商平台公司。其核心竞争壁垒在于 1/ 占据消费者认知高地的本地服务线上营销平台；以及 2/ 完整而高效的即时配送网络。

美团的长期目标是包括外卖/到店服务等产品在内的各类“线上化”“数字化”等方式提高商户经营效率。当外卖平台等基础设施平台日趋完善之后，线下商户的精细化运营深耕能力并没有随着平台单量的增长而改善。餐饮行业整体效率的提升仍然需要美团平台及围绕平台的各类生态合作伙伴的共同成长。

王兴《2018 年 10 月内部信》：

“为更好地践行‘帮大家吃得更好，生活更好’的使命，我们将战略聚焦 Food+Platform，以‘吃’为核心，苦练基本功，建设生活服务业从需求侧到供给侧的多层次科技服务平台。”

美团的核心竞争力在于“天网”和“地网”。

1/ 天网：占据消费者认知的本地服务线上营销平台

美团与大众点评已经牢牢占据了本地生活服务在消费者的认知高地。无论从用户规模还是认可度方面，美团与大众点评都显著领先于口碑等竞争对手。UGC 内容形成的壁垒是友商在短期内难以超越的护城河。

平台用户的规模效应与认可度为公司提供了行业内最领先的本地服务线上营销平台。线下商户在传统被动获取线下客流的基础上，开辟了线上主动营销获取用户资产的新流量来源。

2/ 地网：完整而高效的即时配送网络

即时配送网络是本地生活服务行业的基础设施。公司通过外卖业务建立了全国性的高效率即时配送网络，并在订单规模方面占据行业第一位置。即时配送网络的建立需要高密度的订单支持，2015-2016 年资本市场充裕的流动性为美团配送、饿了么蜂鸟等全国性的即时配送基础设施的建立提供了历史性的机会。我们认为在目前的竞争格局及资本环境下，即时配送行业格局已经基本稳定，公司拥有的完整而高效的即时配送网络已逐渐成为稀缺资源。

我们认为美团之于生活服务行业可以类比淘宝/天猫之于实物电商行业的地位。美团 APP+大众点评已经在消费者心目中形成了类似“万能的淘宝”的平台认知。美团与淘宝/天猫在变现方式、营销体系、物流履约等方面都有相似之处，然而我们认为目前阶段最值得关注的是围绕着美团平台的生态服务商的逐渐成熟。

电商平台的成功从来都不只是平台方自己的功劳。阿里巴巴平台的成功就依赖于围绕着阿里平台的各种生态服务商。在目前阶段，平台上商户的精细化运营深耕的能力并没有随着平台单量的增长而改善。绝大多数商户对于“线上化”的理解只是将现有的产品挂到平台上。类似于代运营、外卖厨房等外卖生态伙伴就成为了本地生活服务行业线上化极为重要的一环。

正如同十多年前围绕着淘宝平台形成的一大批生态服务商一样，围绕着外卖平台的生态服务商正逐渐生长。外卖代运营、外卖共享厨房等生态服务商能够帮助餐饮商家极大的提高运营效率，从而更高效的利用美团点评平台获取线上流量。

表 1：美团与淘宝/天猫的对比

	美团点评	淘宝/天猫
客户基础	本地生活服务商家	实物零售商家
营销产品	推广通（竞价排名）、智选展位（展示广告）、外部展位（站外流量）	直通车（竞价排名）、钻展（展示广告）、淘宝客（站外流量）
变现方式	广告+佣金	广告+佣金
物流履约	自营（美团专送） 众包（美团众包）	四通一达快递公司
生态服务商	外卖代运营、共享厨房、	电商代运营、产业集群

资料来源：光大证券研究所

在以上大框架逐渐清晰的情况下，一些市场共同关注的问题便有了答案。

● **外卖赚不赚钱真的重要吗？**

外卖业务的扭亏时点是投资机构共同关注的问题。

从财务报表层面看，外卖在美团平台交易额与营收中占据核心位置。根据我们测算，外卖单均盈利每增加 1 元，公司整体 EPS 将增加 1.46 元；外卖业务超强的盈利弹性无疑对公司报表将产生重要影响。

然而我们认为外卖在公司战略中的重要性远比中短期的利润贡献更为重要。**首先，外卖业务是获取餐饮线下商户资源的重要抓手：**通过外卖业务，美团形成了大众点评以外的另一个营销交易闭环，帮助线下商家将推广费用直接落地成交。**其次，外卖的大规模单量帮助公司搭建了完整而高效的即时配送网络：作为新零售的基础设施，即时配送网络是承载未来到家板块各个业务形态的关键引擎。**未来当即时配送业务足够成熟时，我们认为不排除美团将即时配送板块独立拆分的可能性。

● **摩拜单车真的值得收购吗？**

本地生活服务线上平台为何难做？在 2014-2016 年互联网行业曾经出现过无数本地生活 O2O 垂直平台，然而这些垂直平台均已销声匿迹的原因在于：**除了餐饮，本地生活服务大多属于低频次消费需求**。美团及大众点评成为本地生活服务平台龙头的原因之一就在于公司将各个低频需求实现了聚合，从而提高了消费者对美团平台的粘性。

然而美团目前与阿里巴巴的对垒，已经是本地生活服务行业的“总决赛”，阿里的“支付宝”同样是“低频变高频”的典型成功案例。从业务布局的角度看，单车业务能够显著提升用户对平台的使用频次，从而对公司其他业务条线贡献协同效应。

● **在与阿里的竞争中，美团胜算几何？**

阿里巴巴在本地生活服务领域占据生态协同优势，但是美团的本地生活线上营销业务能够持续为创新业务输血从而夯实自身在餐饮领域的领先地位。按照 40%净利率计算，美团到店、旅游及酒店预订业务在未来 3 年预计将贡献利润 81/99/119 亿元，以充裕的现金流帮助美团 RMS、快驴进货等其他产品对商户实现进一步渗透。

表 2：美团点评收入及毛利拆分（百万）

	2015	2016	2017	2018	2019E
外卖业务					
GTV	15,557	58,718	171,088	282,934	375,999
营收	175	5,301	21,032	38,143	53,886
毛利	-216	-406	1,699	5,268	7,654
到店、旅游及酒店预订					
GTV	127,492	158,437	158,144	176,800	196,974
营收	3,774	7,020	10,853	15,840	20,355
毛利	3,033	5,939	9,579	14,095	18,131
新业务					
GTV	18,000	19,500	28,112	56,000	72,800
营收	70	667	2,043	11,243	16,744
毛利	-37	408	941	-4,259	-1,507

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

注：2019 年预测数据详情请见报告 9.1 部分

2、美团点评：以“吃”为中心的本地生活服务平台

2.1、公司简介：本地服务生态布局基本完成

美团点评由王兴、王慧文、穆荣均等创始人在 2010 年成立，成立之初公司从事线上团购业务，并在 2010-2012 年的“百团大战”中成为了最后的胜利者。然而创始团队很快意识到，团购业务只是“小组赛”，在未来本地生活服务线上化的趋势中，美团点评必将在整个本地生活赛道上与 BAT 级别的互联网公司展开竞争。因此公司通过在“到店”“到家”“异地服务”“出行业务”等领域的布局，已经形成了消费者在本地及异地的全方位消费需求。

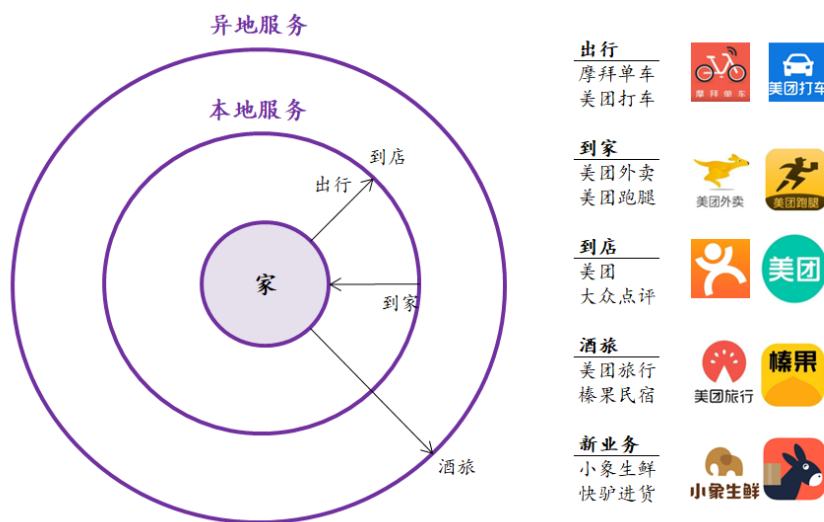
1) 本地到家：公司以餐饮外卖为起点建立了全国性的即时配送物流体系，并在此基础上发展出了美团跑腿、美团买菜、美团闪购等即时性服务；

2) 本地到店：围绕着大众点评多年积累 UGC 点评内容核心资源，公司打造了商家信息、预订服务、代金券营销、在线点菜等业务的到店服务体系，公司的到店平台已经在事实上成为了线下商家借助线上流量进行营销获客的最重要的工具；

3) 异地服务：公司通过美团旅行、榛果民宿等产品服务于消费者异地消费需求；

4) 出行业务：公司以美团打车、摩拜单车等业务将到店、酒旅等本地/异地服务进行融合，相互导流实现用户资源的最大化利用。

图 1：美团业务布局示意图



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：美团点评业务版图扩张



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

2.2、股权结构：创始团队稳定，腾讯提供战略资源支持

阿里与腾讯是公司过去和目前阶段最重要的战略投资者。

阿里巴巴的战略投资帮助美团点评打造了强大的线下地推能力。2011年7月阿里巴巴以5000万美金领投美团，是美团的当时最重要的战略投资者。2012-2013年美团由最初的线上团购为起点相继开拓了电影票、酒店预订与餐饮外卖业务，线下地推能力成为了公司当时新业务的主要竞争核心。阿里巴巴为美团引入了干嘉伟等具备丰富线下地推经验的高级管理人才，帮助美团实现了线下地推及商户管理体系的构建。

而腾讯的战略投资帮助美团获得了线上流量支持。2015年腾讯通过美团与大众点评的合并成为美团股东（腾讯在2014年投资大众点评），并在2016-2017年连续领投合并后的美团点评，2018年美团并购摩拜单车，同年腾讯再次作为美团点评的基石投资者向美团追加了4亿美元投资。腾讯为合并后的美团点评提供了大量流量及入口资源，美团点评在微信九宫格中占据2个入口；腾讯和微信对于线下消费场景的重视帮助美团获得了强有力的流量支持。

表 3：主要股东股份及投票权占比（2018年6月IPO后）

	主要股东	股份占比 (%)	投票权占比 (%)
创始人团队	王兴	10.4%	47.3%
	穆荣均	2.3%	10.4%
	王慧文	0.7%	3.0%
战略及财务投资机构	腾讯	19.2%	8.7%
	红杉资本	10.4%	4.7%
	其他	57.0%	25.9%

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

表 4：公司融资历史

融资主体	融资时间	融资金额	投资机构
美团点评 (合并后融资)	2016 年 1 月	\$33 亿	腾讯、DST、挚信资本、红杉资本中国、高瓴资本等；
	2017 年 10 月	\$40 亿	腾讯、红杉资本中国、弘卓资本、Coatue Management、老虎基金等；
美团网	2011 年 7 月	\$5000 万	阿里巴巴、红杉资本中国、北极光创投、华登国际；
	2014 年 5 月	\$3 亿	阿里巴巴、General Atlantic 泛大西洋投资、红杉资本中国；
大众点评	2014 年 2 月	未披露	腾讯；
	2015 年 4 月	\$8.5 亿	腾讯、小米、GIC 新加坡政府投资公司、淡马锡控股等；
摩拜单车	2016 年 10 月	\$5500 万	腾讯、高瓴资本、华平投资、红杉资本中国、启明创投等；
	2017 年 1 月	\$2.15 亿	腾讯、美国华平投资集团、红杉资本、启明创投、携程等
	2017 年 6 月	\$6 亿	腾讯、交银国际、弘卓资本、TPG 德太资本、高瓴资本等；
	2018 年 4 月	\$27 亿 (被并购)	美团点评

资料来源：IT 桔子、光大证券研究所

注：由于美团/大众点评/摩拜单车等公司融资历史较复杂，上表仅列出对公司具有较大战略意义的融资事件。

2.3、组织架构：持续调整加强组织能力

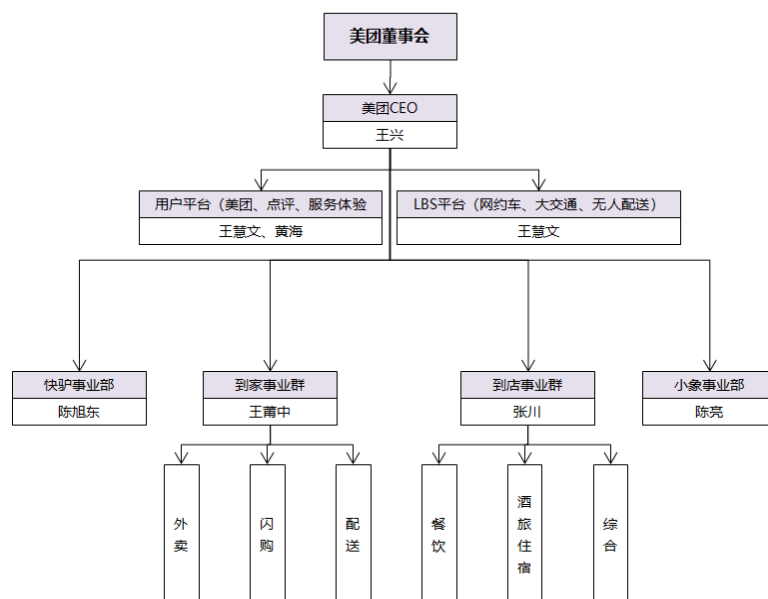
公司从成立之初便持续通过组织架构调整，在不同的市场和行业环境下强化组织能力建设。2018 年 IPO 之后，美团点评进行了新一轮组织升级，在战略上聚焦“Food+Platform”，并以“吃”为核心，组建用户平台，以及到店、到家两大事业群。由原来 2017 年年底的四大业务体系（到店/大零售/酒旅/出行），变成了目前的两大平台（用户平台/LBS 平台）、两大事业群（到店/到家）以及两大事业部（快驴/小象）。

从此次组织架构升级中我们可以看出：

1/ 强化了到店、到家两大事业群的核心地位：从业务结构角度看，到家事业群是建立在即时配送网络基础上的大零售业务，能够同时在用户和商户端增强客户消费频次与使用粘性，从战略层面为公司其他业务提供用户与商户资源支持；到店事业群则通过消费者流量的再分配为商户提供线上营销产品，成为公司利润与现金流的主要贡献板块。

2/ 控制快驴、小象等新业务资源投入：公司对新业务布局保持开放态度，但需要在商业模型打磨成熟之后才进一步加码推广。在快驴（B2B 餐饮供应链平台）、小象生鲜等业务方面公司仍然保持谨慎态度；快驴业务负责人陈旭东于 2019 年 4 月离职；小象生鲜则关闭 5 家门店，仅留下北京 2 家门店继续对商业模式进行打磨尝试；在新业务前景尚不明朗的情况下公司聚焦主业夯实基本功。

图 3：美团最新组织架构图（2018 年 10 月）



资料来源：36Kr、美团王兴内部公开信、光大证券研究所

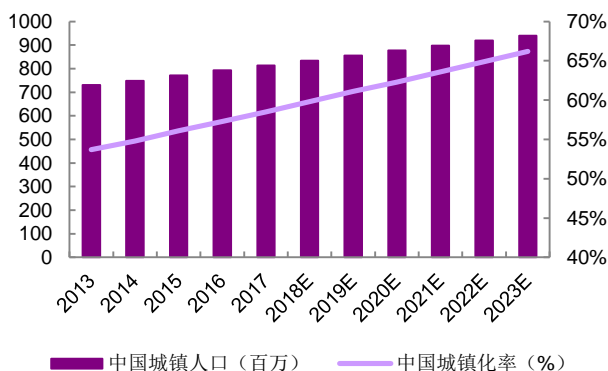
3、生活服务业：空间大+效率低

美团聚焦于以“吃”为代表的本地生活服务行业。中国线下服务行业规模在中长期仍将保持稳健增长，但由于线下服务业进入门槛较低，行业整体运营效率低下。在这样的行业背景下，美团为以餐厅为代表的线下服务行业提供了一整套流量平台及效率工具，随着围绕着美团平台的服务商生态逐渐完善，美团正帮助线下商户实现经营效率的有效提升。

3.1、人口密度与收入梯度打开线下服务市场空间

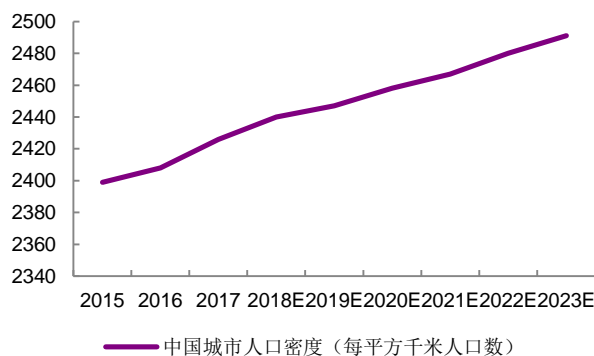
中国城镇化率的提高和城市人口的持续提升将促进线下服务行业规模的扩大。根据《城市人口聚集与服务发展》，城市规模的扩大和人口密度的提高对服务业的发展有正向的促进作用，其中对餐饮等劳动密集型服务业的促进作用更加显著。根据艾瑞咨询的数据，中国城镇化率将会持续提升，预计 2023 年城镇化率将从 2017 年的 60% 提升到 67%，与此同时，中国城市人口的密度也处于持续提升的状态，预计 2023 年中国城市人口将达到 2491 人/平方千米。

图 4：中国城镇化率持续提升



资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所
注：2018-2023 年数据为艾瑞咨询预测值

图 5：中国城市人口密度持续提升

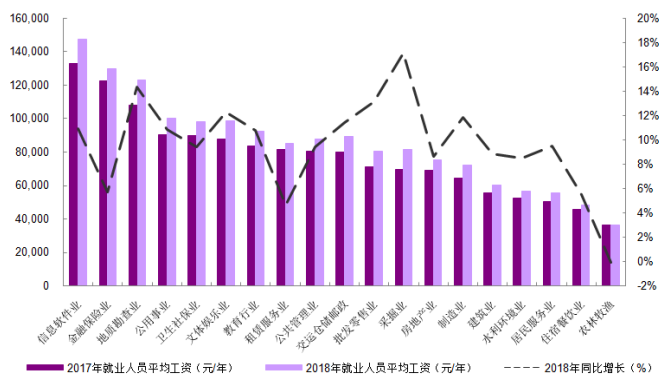


资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所
注：2018-2023 年数据为艾瑞咨询预测值

服务业从业人员的薪资水平也为生活服务业的规模增长提供了基础。国家统计局数据显示，2018 年居民服务业就业人员工资 55,343 元/年，同比增长 9.5%，住宿餐饮业就业人员工资 48,260 元/年，同比增长 5.5%；无论从绝对值和增速的角度来看都处于全社会较低水平，仅略高于农林牧渔行业。

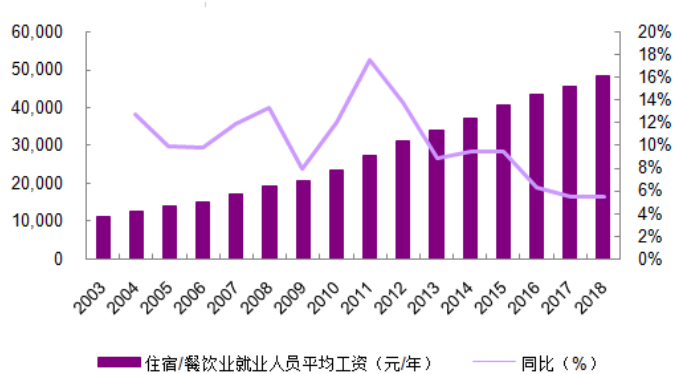
服务业的本质是单位时间薪酬的梯度差异形成的劳动力交易。生活服务业平均工资处于全社会低位水平间接说明了服务业劳动力的充足供给，从中长期角度看生活服务业整体规模仍将保持稳健增长。

图 6：居民服务及住宿餐饮业平均工资仍处于较低位置



资料来源：Wind、光大证券研究所

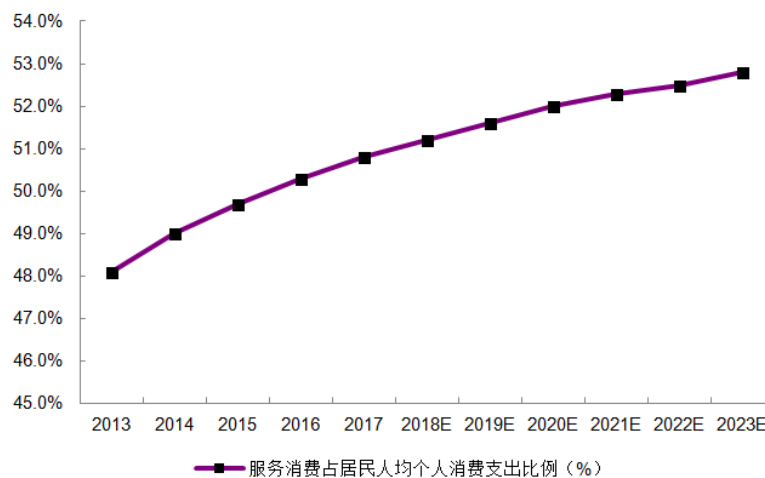
图 7：住宿餐饮业就业人员工资的同比增速始终较低



资料来源：Wind、光大证券研究所

随着生活水平的提高，中国消费者在餐饮外卖、到店餐饮及食品零售的消费支出越来越多。根据艾瑞数据，服务消费占居民人均个人消费支出比例持续提升，2013 年仅为 48.1%，2017 年已提升至 50.8%，预计 2023 年这一比例将达到 53.8%，消费支出的增长也将推动服务业市场规模的增长。

图 8：服务消费占居民人均个人消费支出比例持续提升



资料来源：艾瑞咨询预测、光大证券研究所

3.2、线下服务业整体效率存在提升空间

梳理居民生活服务行业的结构数据可以发现：

1/ 从规模角度看，根据商务部数据，2018 年居民生活服务行业总规模 6.8 万亿，其中餐饮行业 4.2 万亿，占居民生活服务行业整体 61.8%；美容、美发、洗浴等其他生活服务领域规模均在 4000-6000 亿左右，占生活服务行业整体比例普遍在 10% 以下。

2/ 从消费频次看，餐饮行业服务于消费者一日三餐，相比于美容美发、洗浴健身等服务品类显然占据了更高频次的居民需求。

在美团新一轮战略升级中，王兴宣布将在战略上聚焦“Food+Platform”，并以“吃”为核心对组织架构和业务模块进行新一轮调整。从居民生活服务行业规模数据及美团的战略布局我们都可以发现，餐饮是本地生活的核心领域，而餐饮行业的效率提升空间也同样显而易见。

表 5： 餐饮行业占居民生活服务业整体规模比例超过 60%

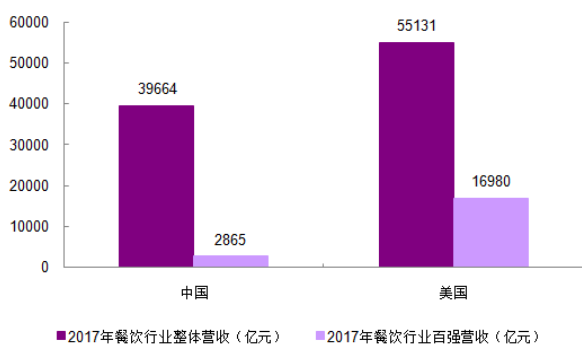
	2015	2016	2017	2018	2019E	数据来源
居民生活服务行业 (亿元)	52000	57628	63256	68000	72760	商务部、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	12.6%	10.8%	9.8%	7.5%	7.0%	
餐饮行业 (亿元)	32318	35788	38844	42718	46563	商务部、美团点评、光大证券研究所估算
同比增长 (%)		10.7%	8.5%	10.0%	9.0%	
占生活服务整体 (%)	61.5%	60.7%	61.7%	61.8%	62.1%	
洗浴行业 (亿元)	3132	3456	3767	4106	4467	商务部、美团点评、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	-	10.3%	9.0%	9.0%	8.8%	
占生活服务整体 (%)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%	
健身 (亿元)	1300	1450	1545	1715	1895	国家体育总局、中商产业研究院、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	-	11.6%	6.6%	11.0%	10.5%	
占生活服务整体 (%)	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%	
美发 (亿元)	-	4600	5290	6031	6815	有赞美业、《中国美业报告 2017》、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	-	-	15.0%	14.0%	13.0%	
占生活服务整体 (%)	-	8.0%	8.4%	8.9%	9.4%	
美容 (亿元)	-	3600	4140	4720	5333	有赞美业、《中国美业报告 2017》、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	-	-	15.0%	14.0%	13.0%	
占生活服务整体 (%)	-	6.2%	6.5%	6.9%	7.3%	
美甲美睫 (亿元)	-	1200	1416	1657	1922	有赞美业、《中国美业报告 2017》、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	-	-	18.0%	17.0%	16.0%	
占生活服务整体 (%)	-	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%	
医疗美容 (亿元)	-	1900	2280	2725	3240	有赞美业、《中国美业报告 2017》、光大证券研究所估算
同比增长 (%)	-	-	20.0%	19.5%	18.9%	
占生活服务整体 (%)	-	3.3%	3.6%	4.0%	4.5%	

资料来源：商务部、美团点评、国家体育总局、中商产业研究院、有赞美业、《中国美业报告 2017》、光大证券研究所估算

从行业集中度角度看，中国餐饮行业集中度及连锁化率均远低于美国、日本等成熟市场。2017年中国餐饮行业百强营收 2865 亿元，占比 7.2%；而美国餐饮行业百强营收 16980 亿元，占比高达 30.8%。同时，中国餐饮品牌门店数量规模仍然普遍较小，前 50 大餐饮品牌中有 62% 门店数量均不到 500 家；而美国前 50 大餐饮品牌中有 90% 门店数量规模均在 500 家以上。

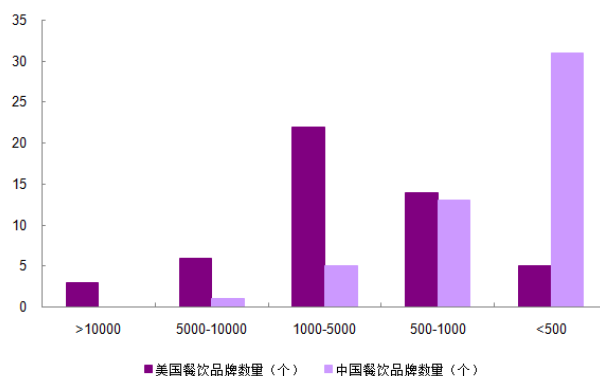
外卖行业数据也同样说明了连锁化率的提升空间，截至 2018 年 9 月，仅有北京上海两个城市餐饮外卖门店品牌化率超过 15%，大多数城市外卖品牌化率仍然在 10-15% 之间。

图 9：中国餐饮行业集中度远低于美国



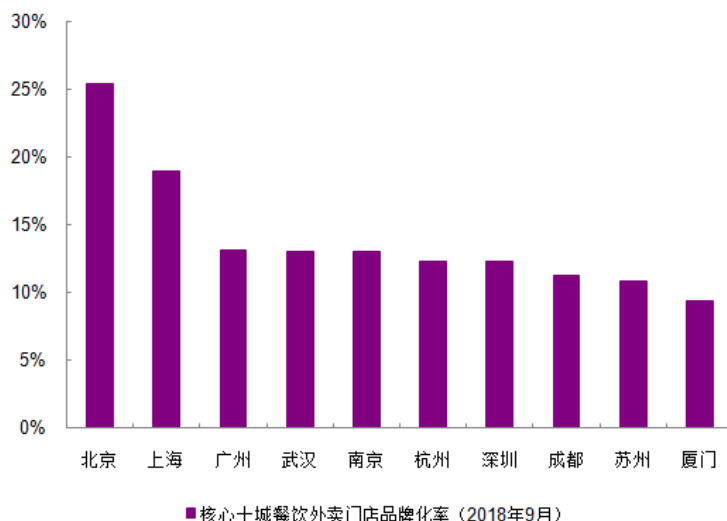
资料来源：国家统计局、中国烹饪协会、美国餐饮协会、美国连锁协会、光大证券研究所

图 10：中国餐饮品牌门店数量规模仍然普遍较小



资料来源：餐数、光大证券研究所
注：横轴为单个品牌门店数量，纵轴为前 50 大餐饮品牌中按门店数量规模分类的品牌数量

图 11：餐饮外卖门店品牌化率仍然较低



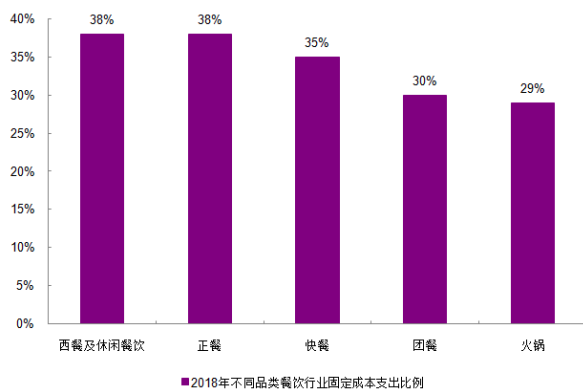
资料来源：《2018 中国品牌外卖发展质量报告》、光大证券研究所

由于租金、人工成本等固定支出比例较大，餐饮行业经营不善导致的关店率较高情况始终困扰着整个行业。

根据中国饭店协会及各上市餐饮公司公告数据，不同品类餐饮公司固定成本支出比例均在 30-40%左右，翠华/百福/呷哺呷哺/海底捞员工福利支出与经营租赁开支加总占营业收入比例分别为 47%/ 41%/ 37%/ 34%。餐饮行业关店率数据也是行业集中度较低、固定支出占比较大的另一个侧面体现；根据美团点评研究院《2017 年中国餐饮业供给侧发展报告》，火锅、川菜、湖海鲜、烧烤等餐饮业态关店率均在 50%以上。

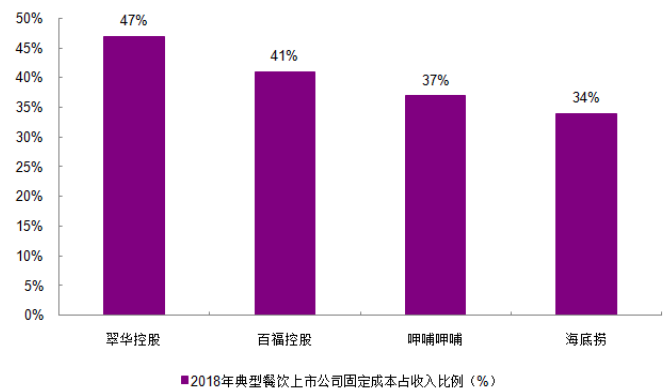
（百福控股：弘毅投资旗下餐饮行业控股平台，旗下餐饮品牌包括和合谷、权金城、西少爷、遇见小面、好色派沙拉、Seesaw 咖啡等）

图 12：2018 年不同品类餐饮行业固定成本支出比例



资料来源：中国饭店协会、光大证券研究所

图 13：2018 年典型餐饮上市公司固定成本比例



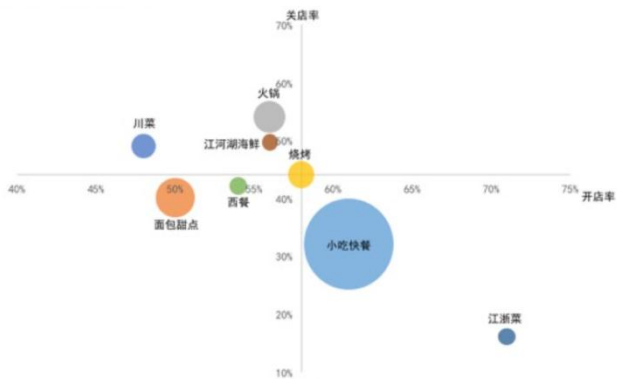
资料来源：各公司公告、光大证券研究所

表 6：各典型餐饮上市公司 2018 年成本费用结构

	翠华控股	百福控股	呷哺呷哺	海底捞
营业收入 (万元)	1,839,754	85,408	473,408	1,696,910
原材料成本	512,382	38,349	178,448	693,500
员工福利开支	530,965	27,119	116,787	501,630
经营租赁付款	338,537	7,766	57,975	68,490
占营业收入比例 (%)	100%	100%	100%	100%
原材料成本	28%	45%	38%	41%
员工福利开支	29%	32%	25%	30%
经营租赁付款	18%	9%	12%	4%
其他成本费用及利润	25%	14%	25%	26%
(固定成本比例=员工开支+租赁开支)	47%	41%	37%	34%

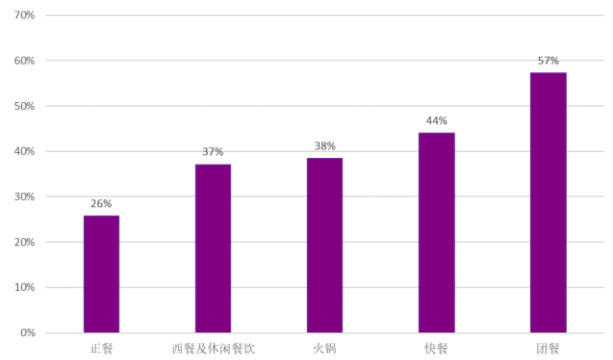
资料来源：各公司公告、光大证券研究所

图 14：火锅、川菜、烧烤等品类关店率较高



资料来源：美团点评研究院、光大证券研究所

图 15：不同品类餐饮行业 2017-2018 年员工流失率



资料来源：中国饭店协会、光大证券研究所
注：员工流失率为年度平均员工流失率

4、平台+生态：行业运营效率提升的关键

美团正在通过自身与生态伙伴的协同，帮助线下服务行业提升整体运营效率。

1/ 美团点评为商户提供了线上流量平台与运营管理平台

从流量平台的角度看：传统线下商户的流量获取是被动的。商铺位置直接决定了商户所能够获取的人流量水平，而商铺位置所对应的租金价格则可以看作是流量获取成本。美团点评平台为商户提供了主动获取线上流量的新渠道。凭借美团点评超过4亿的用户规模，商户可以通过多种营销工具主动获取线上流量，从而提升经营业绩。

从管理平台的角度看：美团通过自研与并购建立了一整套商户服务产品体系。从门店管理、聚合支付、收银开单等各个角度对商户内部管理效率进行提升。

2/ 围绕着美团平台的生态伙伴正日渐成熟

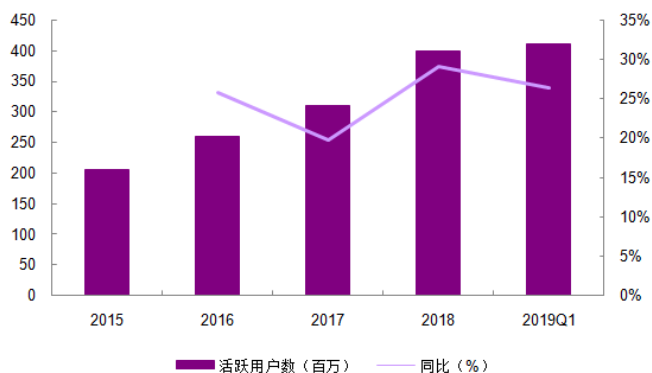
当外卖平台等基础设施平台日趋完善之后，平台上商户的精细化运营深耕能力并没有随着平台单量的增长而改善。餐饮行业整体效率的提升仍然需要依赖于围绕着美团平台的服务生态的逐渐兴起。绝大多数商户对于“线上化”“数据化”运营的理解只是将现有的产品登录到平台上。正如围绕着淘宝平台有大量代运营公司、物流服务商、广告内容制作上等大量第三方服务机构一样，本地服务商家的线上流量运营也同样需要产业链分工合作的逐渐细化；围绕着美团平台的各类生态服务伙伴就成了行业整体效率提升的重要一环。

4.1、平台布局：为商户提供流量平台与效率工具

用户规模是流量平台的基础。根据公司公告，美团活跃用户规模保持快速增长，截至2019Q1公司全平台活跃用户数4.11亿，同比增长26.4%；单用户平均每年交易笔数24.8笔，同比增长23.8%，用户规模与交易频次的双重提升促使公司平台交易规模保持快速增长，全平台交易额2019Q1达到1384亿元，同比增长27.9%。公司2018全年交易额达到5157亿元，同比增长44%；交易笔数63.9亿笔，同比增长56%。

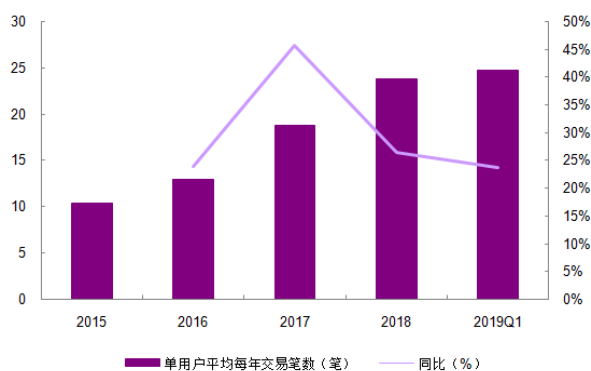
超过4亿的用户规模以及持续加强的用户交易频次使得美团有能力为商户提供生活服务领域最领先的流量平台。传统线下商户只能通过向商业地产业主支付租金的方式被动的获得既有线下流量，美团线上平台为商户提供的线上流量则使得商户获得了主动获取增量流量的新渠道。

图 16: 美团活跃用户数保持快速增长



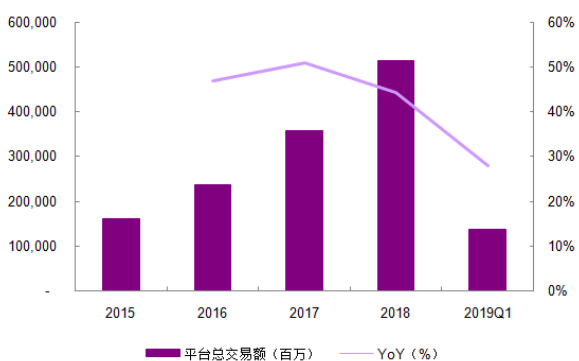
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 17: 美团单用户平均每年交易笔数保持快速增长



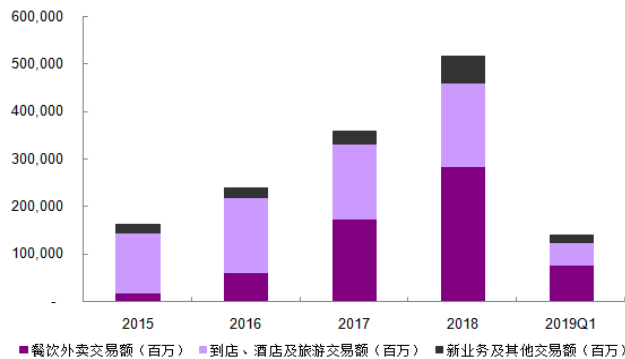
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 18: 美团平台总交易额 2019Q1 同比增长 28%



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 19: 餐饮外卖与到店酒旅是交易额的主要组成部分



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 7: 美团商户营销产品系列

	营销产品	营销效果
门店推广	团购、代金券	优惠折扣等营销工具
	推广通	提升门店站内排名与曝光
	霸王餐	快速积累人气, 吸引优质会员
店外拉新	拼团	低成本拉新客、裂变传播
	分享红包、拼手气红包	口碑传播
提高复购	会员卡	会员积分/储值一站式解决方案
	团购返券、消费送	消费立返/送券、提升复购率
	满额送	消费满额获券, 提升桌均消费
	集点卡	消费后集点, 提升复购率

资料来源: 美团点评、光大证券研究所

美团点评美团外卖/大众点评/美团 APP 等用户端应用是线上流量平台矩阵; 而公司通过自研及投资并购构建了一整套商家服务产品系列, 针对餐饮连锁公司, 公司旗下的屏芯科技、奥琦玮、天子星等公司为连锁商户提供了智能化解决方案; 门店管理系统则包含了美团收银、美团管家、美团服务员等产品系列; 聚合收单及供应链服务等产品从支付、进货等餐厅运营关键环

节切入，利用外卖、到店等业务积累的客户资源，对商户日常运营管理实现效率提升。

表 8：美团为商户提供的效率管理工具产品

	产品	类型	简介
ERP 整体解决方案	屏芯科技（并购）	硬件+软件 餐饮行业解决方案	餐饮行业智能化解决方案，屏芯科技累计服务超过 10 万家餐饮商户；奥琦玮累计服务超过 12 万家连锁门店，覆盖 50% 餐饮百强企业
	奥琦玮（战略投资）		
	天子星（并购）		
RMS 餐厅管理系统	美团收银	硬件+软件	点单及收银系统，能够实现团购验券、扫码点单、外卖接单等各个环节
	美团管家	APP、PC 网页版	线下餐厅管理功能为主，帮助餐厅老板随时随地查看营业数据和管理餐厅
	美团服务员	APP	为服务员、店长提供的收银 APP，安装在手机上即可使用，满足移动点餐、移动收银等场景。使用收银 APP 点餐后，数据自动同步到收银台，厨房自动出单。
聚合收单	美团智能 POS、小白盒、小黑盒	硬件	聚合支付平台，集合多种支付渠道为商户提供支付管理服务
供应链服务	快驴进货	APP	全品类餐饮供应链平台，可以为平台上的餐饮商户提供包括米面粮油、蔬菜鸡蛋、时令水果等生鲜产品，以及酒水饮料、方便速食、餐厨用品等各种商品。2018 年底单月销售额超 4 亿，年活跃商户 45 万
	美团供应链系统	PC 网页版	全面掌控门店原料、库存、成本等环节；与前厅订单数据无缝互通，库存情况实时掌控；提高库存使用率，节省采购成本

资料来源：各产品及公司官网、光大证券研究所

4.2、生态渐起：线上流量运营效率提升正当时

当外卖平台等基础设施平台日趋完善之后，线下商户的精细化运营深耕能力并没有随着平台单量的增长而同步改善。餐饮行业整体效率的提升仍然需要围绕着平台的各类生态合作伙伴的共同成长。

● 外卖代运营

餐饮外卖与堂食消费的业务运营在菜品设计、营销策略、出餐流程、用户复购等各个角度都存在较大差异。传统餐饮品牌商在线下门店运营方面积累了丰富的经验，但是餐饮行业对线上外卖业务的精细化运营的方法论仍然处在逐步积累完善的过程中。专业的代运营服务商熟悉外卖平台运营规则，且能够帮助餐饮品牌商进行线上店铺诊断、线上菜品设计、出餐流程梳理、营销方案制定等全方位的代运营服务。

外卖代运营行业从 2018 年下半年开始加速发展。从 2018 年初开始包括食亨、掌单、TG 外卖等外卖代运营公司连续获得融资，其中食亨在 2019 年 2 月获 TPG、红杉中国等机构数千万美元 B+轮融资，公司服务超过 1200 个连锁品牌、覆盖 240 个城市，单月流水超 4 亿元。但即使按照公司目前单月流水规模计算，食亨目前在外卖行业中渗透率仍然只有 1.3%；外卖代运营整体渗透率估计不足 5%。

表 9： 外卖代运营行业融资近况

最新融资时间	轮次	投资机构	概况	典型客户	
食亨	2019年2月	B+轮	TPG、红杉中国、高榕资本、元璟资本等	服务超过 1200 个连锁品牌，过万家门店，覆盖 240 个城市，单月流水超 4 亿元	真功夫、星巴克、周黑鸭、吉祥馄饨、避风塘、德克士、望湘园、绿茶餐厅等
掌单	2018年7月	A轮	DCM 中国、美团点评	覆盖超过 60 个城市	快乐柠檬、张亮麻辣烫、美仕唐纳滋等
TG 外卖	2018年5月	Pre-A 轮	华映资本、微盟	服务超过 300 个连锁品牌，覆盖 100 多个城市	味千拉面、老娘舅、小杨生煎、五芳斋、福荣祥、辣府等
再惠	2017年11月	B轮	蓝湖资本	服务门店数量 1000 多家，单月 GMV 接近 1 亿 (2018 年底)	山崎面包、宽窄巷子、阿吾罗料理、一品粤珍轩等

资料来源：36Kr、铅笔道、各公司官网、光大证券研究所

● 外卖共享厨房

外卖共享厨房的发展也同样是外卖生态逐渐成熟的标志之一。

外卖共享厨房主要服务于餐饮品牌商，通过在“一线地段、三线位置”租赁物业并提供厨房装修、线上运营、市场推广等一体化解决方案，为餐饮品牌商在商圈内迅速打开外卖市场提供了便利。典型的外卖共享厨房服务商包括熊猫星厨、黄小递、吉刻联盟、食云集等。

图 20： 熊猫星厨共享厨房内景



资料来源：亿欧网（熊猫星厨北京呼家楼店）

图 21： 熊猫星厨共享厨房内景



资料来源：亿欧网（熊猫星厨北京呼家楼店）

表 10： 外卖共享厨房融资近况

最新融资时间	轮次	投资机构	典型客户	
黄小递	2018年末	Pre-A 轮	望湘园、浅石创投等	瑞幸咖啡、德克士、四海游龙、曼玲粥铺、晨曦炖品等
吉刻联盟	2018年6月	已被并购	五岳资本、星河互联、苏河汇等（已被并购）	真功夫、曼玲粥铺、米勒汉堡、品湘客等
熊猫星厨	2019年2月	C 轮	老虎全球、DCM 中国、红星美凯龙、嘉御基金、嘉程资本	海底捞、瑞幸咖啡、真功夫、嘉和一品等
食云集	2017年底	A+轮	蓝驰创投、SIG、BAI、启明创投、真格基金、红杉资本等	汤先生、渝之味、叮当猫等

资料来源：各公司官网、光大证券研究所

5、到家业务：即时配送的基础设施效应

美团与饿了么的竞争已经从狭义的餐饮外卖延伸到了广义的即时配送领域。我们认为目前美团外卖业务仍然无法实现规模化盈利的核心矛盾在于单票物流成本在目前模型下难以实现大幅下降，而即时配送网络的开放不仅能够发挥即时配送的基础设施效应，打开美团在用户端更多的高频消费触点，也将进一步提升配送订单密度，从而实现单票物流成本的下降。

（注：美团创新业务板块的美团闪购、美团买菜、美团跑腿等业务与到家业务相关度较高。因此虽然公司财务报表中将外卖与上述业务分开，我们在报告中将以上业务统称为到家业务并作为整体进行分析。）

Jeff Bezos

《亚马逊 CEO 致股东信 2018》：

One thing I love about customers is that they are divinely discontent. Their expectations are never static – they go up. It's human nature.People have a voracious appetite for a better way, and yesterday's 'wow' quickly becomes today's 'ordinary'. I see that cycle of improvement happening at a faster rate than ever before.

5.1、即时配送体系是新零售的核心基础设施

美团到家业务的基础是公司通过外卖业务建立的即时配送网络。我们认为即时配送网络是未来新零售的核心基础设施，通过即时配送网络美团能够打开用户端更多的高频消费触点，从而进一步巩固公司本地生活服务平台的行业地位。

正如贝索斯在致股东的信中所写：用户身上我最喜欢的特质就是，他们永不满足。用户的预期永远不会一成不变，而是会不断提高，这是人性使然。基于公司完整而高效的即时配送网络，餐饮外卖、美团买菜、小象生鲜、美团闪购等新零售到家业务都能够得到快速有效的履约配送，从而为美团到家业务的横向拓展打开空间。

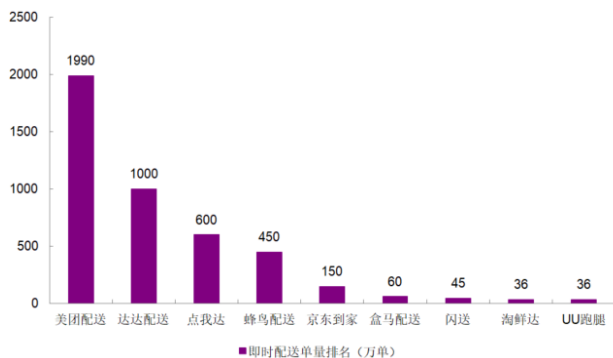
从目前的即时配送行业格局看，美团/阿里/京东已经形成了三足鼎立的行业格局。日均单量是衡量即时配送行业规模最直接的指标，根据我们的数据梳理，美团配送目前日均单量 1990 万单，而阿里系即时配送网络（包括蜂鸟、点我达、盒马、淘鲜达）日均单量约 1146 万单，达达/京东到家日均单量约 1150 万单。美团/阿里/京东系三大巨头日均总单量达到 4286 万单，基本占据了全行业即时配送运力的主要组成部分，即时配送行业格局已经基本确定。

表 11：即时配送行业格局梳理（截至 2019 年 6 月）

		日单量	骑手数量	模式	服务商户数	用户数	覆盖城市数
阿里巴巴	蜂鸟配送	450 万	300 万	自营+代理+众包	100 万	NA	2000+ 市县
	点我达	600 万	300 万	众包	180 万	1 亿+	350
	盒马配送	60 万	1.2 万	自营	109	NA	20
	淘鲜达	36 万	0.8 万	自营	603	NA	158
达达-京东到家	达达配送	1000 万	450 万	众包	NA	7000 万	450
	京东到家	150 万	NA	自营	NA	7400 万	67
美团配送	美团配送	1990 万	270 万	自营+众包	360 万	4.1 亿	2800+ 市县
	闪送	45 万	60 万	众包	NA	1 亿+	222
UU 跑腿	UU 跑腿	50 万	100 万+	众包	10 万	NA	137
顺丰同城	顺丰同城	50 万	2 万	自营	NA	NA	NA

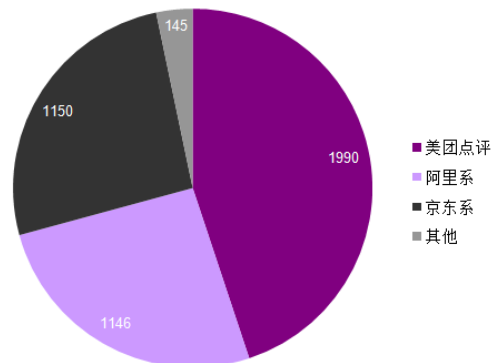
资料来源：亿欧网、各公司官网最新数据披露（2019 年 6 月 20 日）、各公司公告、光大证券研究所

图 22：即时配送日单量排名（万单/日）



资料来源：亿欧网、各公司官网、光大证券研究所
注：截至 2019 年 6 月各公司官网数据

图 23：美团/阿里/京东即时配送日均单量（万单）



资料来源：亿欧网、各公司公告、各公司官网、光大证券研究所
注：阿里系包括蜂鸟、盒马、淘鲜达、点我达；京东系包括达达、京东到家；美团点评数据根据 2019Q1 季报；阿里、京东系数据根据各即时配送公司官网最新披露（2019 年 6 月 20 日）

5.2、核心矛盾：单票配送成本短期难以显著下降

我们认为外卖业务（乃至广义的即时配送业务）目前的核心矛盾仍然是单票配送成本难以在短期内实现显著下降。根据公司数据，从 2017 年开始公司餐饮外卖骑手成本与外卖交易单量基本呈同步增长态势，单均骑手配送成本在 2018 年仍然保持在 7.5-8.0 元/单左右。

从中长期看，单票配送成本的趋势性下降只能依靠 1/ 订单密度的提升；2/ 无人配送技术进步。由于无人配送在技术和安全性等方面仍然存在较大不确定性，因此订单密度的提升是当前阶段即时配送成本下降的核心要素。

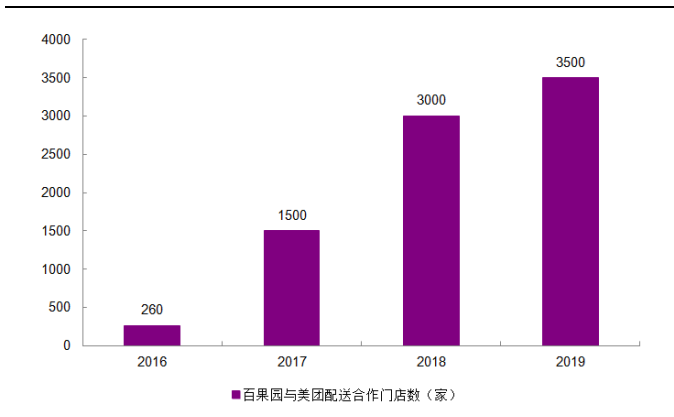
餐饮外卖是目前即时配送网络需求订单的主要来源，因此午餐+晚餐时段所造成的峰谷效应是目前订单密度难以继续提升的重要原因。根据美团研究院数据，2017 年美团午餐+晚餐时段订单占比高达 72%。虽然目前美团与饿了么均通过“专送+众包”的运力组织方式处理订单峰谷问题，但非高峰时段的订单密度仍有继续提升空间；而非高峰时段的增量订单需要通过配送平台的开放得以实现。

随着美团与饿了么相继开放即时配送平台，未来非外卖订单占比的提升是观察单票配送成本能否出现改善的关键。

- **美团**：公司在 19 年 5 月宣布升级配送开放平台，正式发布新品牌“美团配送”，公司已与家乐福、CFB 集团（棒约翰、DQ 等）、百果园、多点、叮当快药等零售伙伴达成合作，美团将在技术平台、运力网络、产业链等方面向生态伙伴开放多项能力。
- **饿了么**：公司在 19 年 6 月宣布旗下即时物流平台蜂鸟品牌独立，并升级品牌名为蜂鸟即配。饿了么的蜂鸟体系与阿里新零售业务融合进一步展开，为大润发、欧尚、三江、新华都、中百超市、顺客

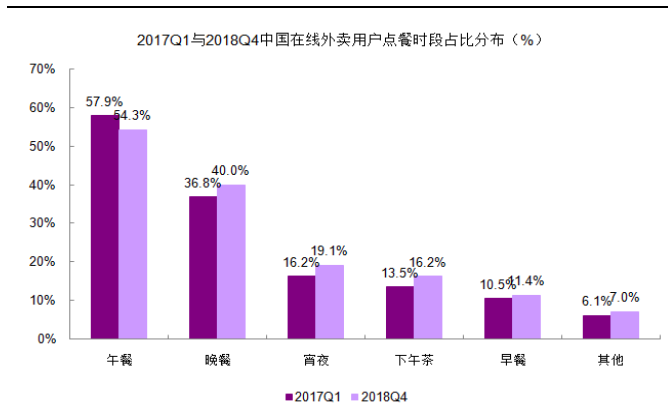
隆等全国千余家商超门店提供配送服务，和阿里健康合作推出 24 小时药品配送服务。

图 24：百果园与美团配送合作门店数量快速增长



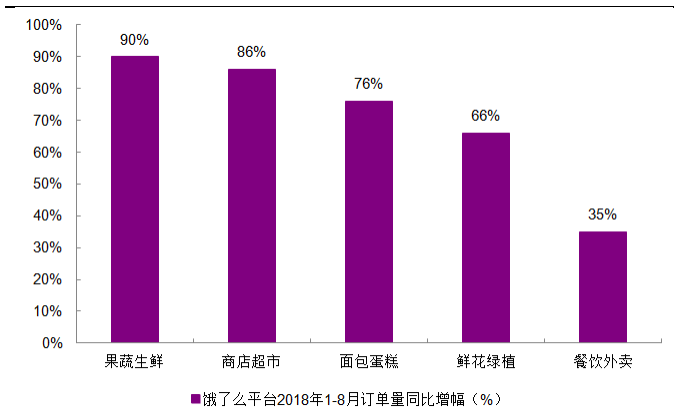
资料来源：罗戈网、光大证券研究所
注：2019 年数据截止至 5 月 6 日美团配送发布会

图 25：非高峰时段用户点餐比例开始提升



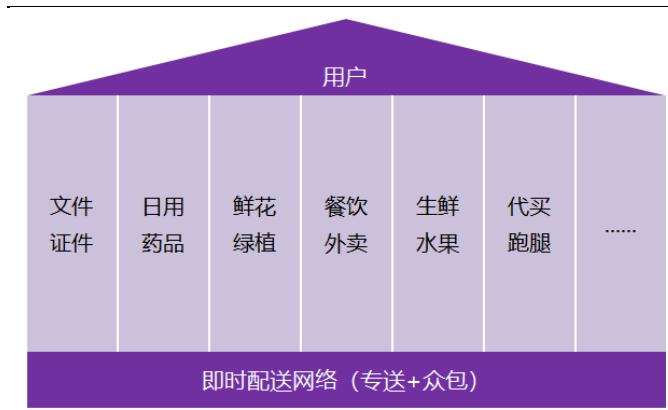
资料来源：艾媒网、光大证券研究所

图 26：饿了么非餐外卖订单增幅显著



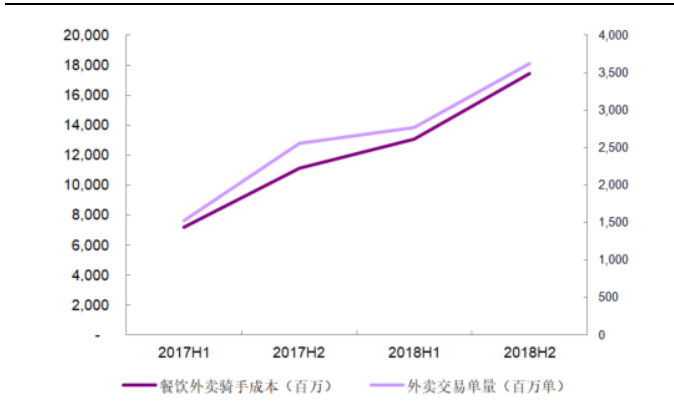
资料来源：饿了么、光大证券研究所

图 27：即时配送网络已经成为新零售的基础设施



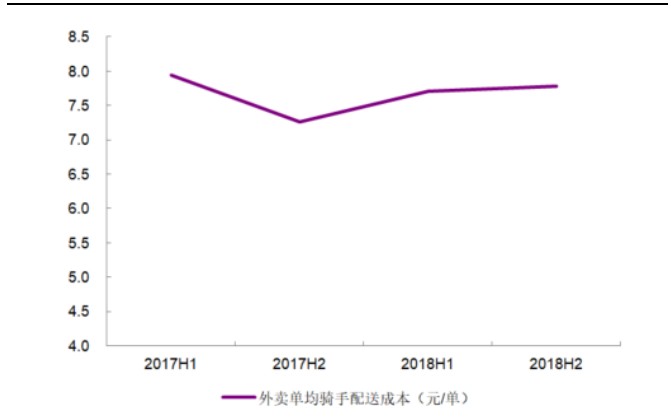
资料来源：光大证券研究所

图 28：外卖骑手成本与外卖交易单量基本同步增长



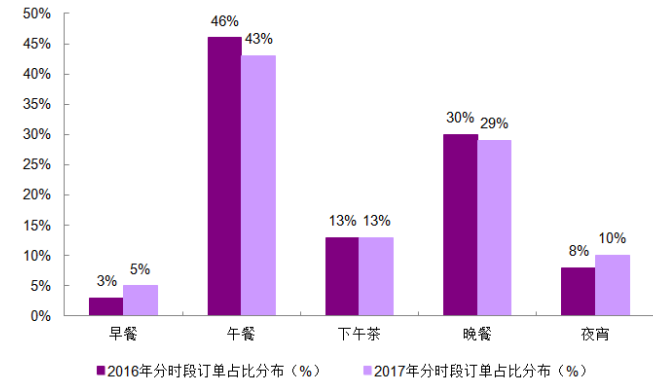
资料来源：公司公告、光大证券研究所
注：左轴为餐饮外卖骑手成本；右轴为外卖交易单量

图 29：外卖单均骑手配送成本短期难以大幅下降



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 30：2017 年美团午餐+晚餐时段订单占比高达 72%



资料来源：美团点评研究院、光大证券研究所

图 31：专送与众包骑手的主要区别

	专送模式	众包模式
跑单时间	管理规范, 站长进行排班	7*24 小时内随时接单
跑单地点	固定站点接单	开通众包业务城市的任何区域接单
收入结算	按月结算	按单结算, 每日提现
补贴现状	以月度冲单奖为主+恶劣天气补贴	周度冲单奖为主

资料来源：美团外卖官方微博、光大证券研究所

5.3、竞争格局：双寡头格局将长期并存

我们从狭义和广义两个层面看美团/饿了么两家公司的竞争格局。狭义层面指两大公司的核心业务餐饮外卖；而广义层面指建立在即时配送网络上的新零售到家业务形态。

狭义餐饮外卖层面：用户端争夺渐告尾声，商户端争夺刚刚开始

我们认为餐饮外卖行业用户端的争夺已经渐告尾声。自从 2015 年资本市场宽松的流动性为大额外卖补贴提供了良好的外部环境以来，通过红包补贴等方式对新用户的获取已经基本结束。目前阶段通过用户激励方式获取新用户的 ROI 与用户粘性均较为有限，美团与饿了么均开始通过付费会员等方式对在手会员进行价值挖掘。（诚然外卖在三四线城市渗透率的提升仍将持续，然而我们认为红包补贴等方式在低线级城市的投入产出比更为有限，渗透率的提升将呈现较为长期的态势）

虽然用户端的争夺渐告尾声，但是商户端的争夺才刚刚开始。美团与饿了么在商户端积极推广的独家合作模式就是对优质商户端争夺的集中体现。在中长期美团与饿了么均将通过收银、支付、门店管理、营销推广等一整套 B 端产品帮助商户实现效率提升，而商户端产品的竞争力也将成为美团与饿了么口碑在未来的商户端争夺份额的核心要点。

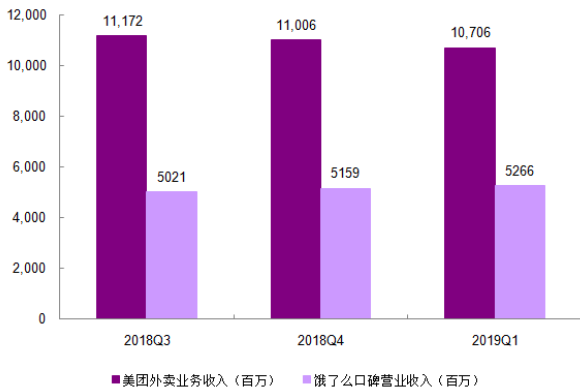
广义到家新零售层面：大零售生态之间的竞争

从广义的到家新零售层面看，美团/阿里/京东均通过完整而高效的即时配送网络获得了到家新零售的入场券，然而到家业务最后的胜者取决于零售生态之间的竞争。IT 系统对接、门店布置的调整、线上订单流程梳理等均是即时配送运力与线下非餐饮商户进行对接时可能遇到的实际困难，因此广义到家新零售业务的继续拓展需要美团/饿了么与零售商户进行深层次的业务

乃至资本层面的协同；到家新零售业务的格局或将取决于大零售生态之间的竞争。

从季度数据看，美团外卖 2019Q1 收入 107.06 亿元，由于淡季因素环比下降 2.7%；饿了么口碑 2019Q1 收入 52.66 亿元，环比增长 2.1%。环比增速差异的主要原因在于美团外卖收入口径不包括增速较快的美团闪购、美团买菜等创新业务数据。考虑口径一致性，则美团/饿了么营收规模格局基本一致。

图 32：美团外卖与饿了么季度收入对比



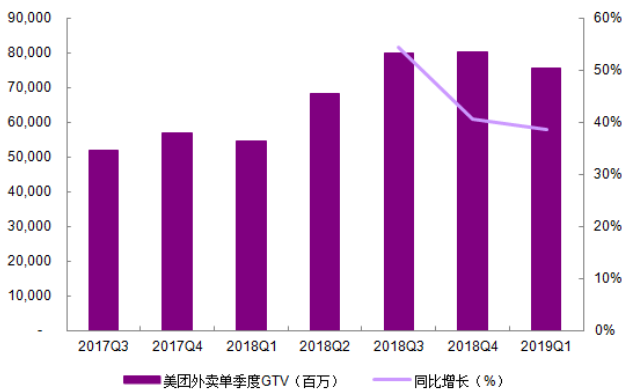
资料来源：各公司公告、光大证券研究所
注：美团外卖业务收入不包括美团闪购、美团买菜等创新业务

图 33：美团与饿了么均开始推广付费会员体系

	饿了么	美团外卖
会员福利	无门槛红包 20 元/月	无门槛红包 30 元/月
会员价格	10 元包月, 28 元包季, 108 元包年	15 元/月
会员续费	连续包月/季/年	手动续费
任务体系	每日任务+神秘任务	限时任务

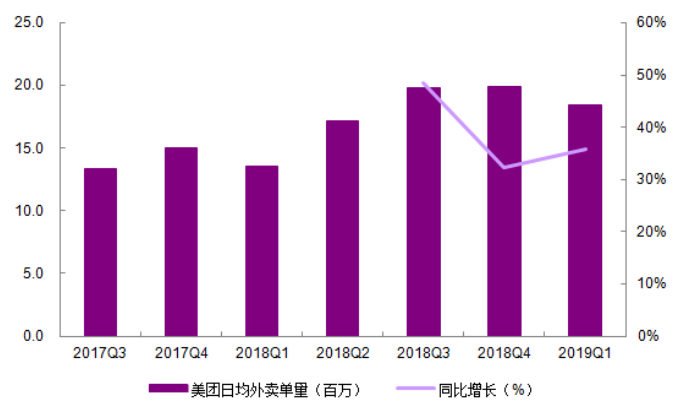
资料来源：美团 APP、饿了么 APP、光大证券研究所

图 34：外卖业务交易额保持中高速增长



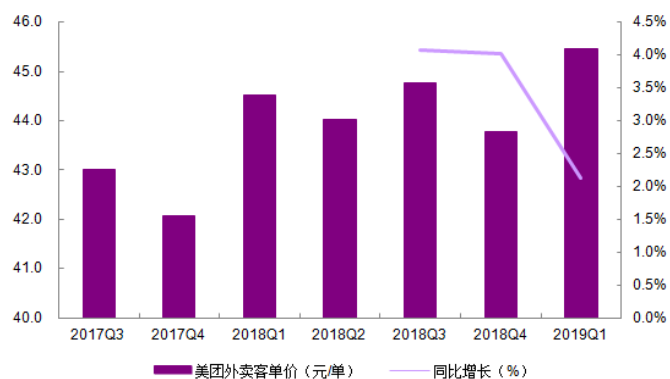
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 35：美团日均外卖单量保持中高速增长



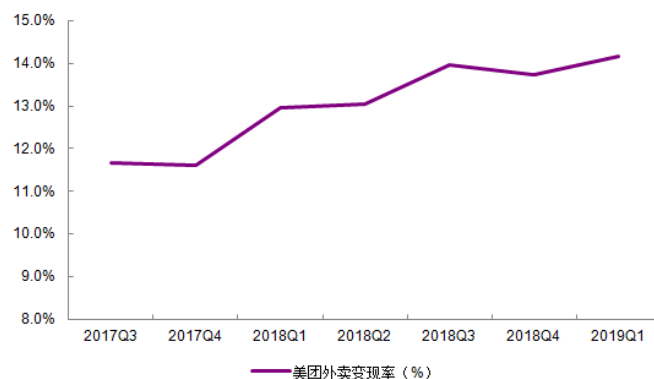
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 36： 美团外卖客单价保持增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 37： 美团外卖变现率持续提升



资料来源：公司公告、光大证券研究所

6、到店/酒旅业务：行业领先的线下商家线上营销平台

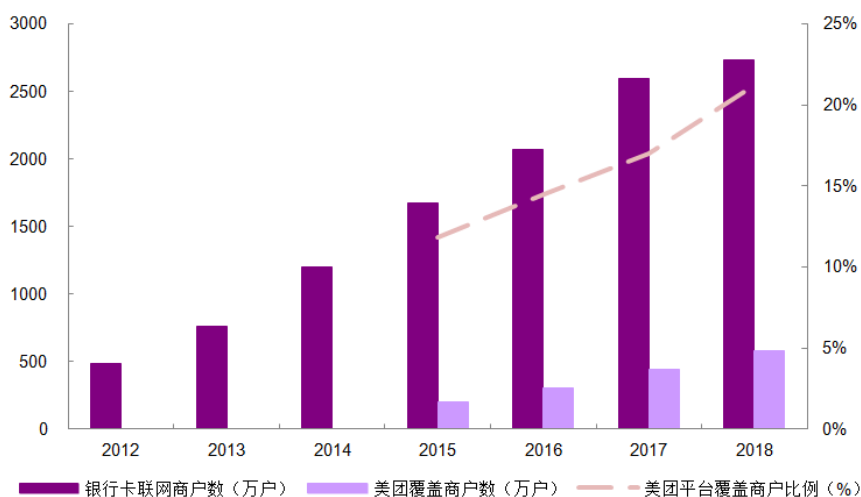
我们认为美团的到店业务板块是公司的核心竞争壁垒。凭借大众点评积累的本地生活服务 UGC 评价数据，美团点评牢牢占据了本地生活服务资讯平台的绝对领先地位。公司通过外卖及其他到家业务链接的商户资源可以通过到店业务进行广告变现；即使中短期到家业务因竞争格局等因素无法获得规模化盈利，公司到店业务的行业领先地位也能保证持续的利润及现金流支持。

6.1、到店营销业务驱动变现率持续提升

从B端商户渗透率角度看，截至2018年美团平台覆盖活跃商户580万，占央行口径银行卡联网商户数超过20%；若按招股说明书中Frost-sullivan口径则覆盖商户比例接近50%；从C端用户覆盖面看，美团与点评APP安装渗透率远高于竞争对手。根据极光大数据，2018年8月美团与大众点评APP安装渗透率分别为33.98%与10.87%，大幅高于口碑、糯米等竞品APP。从到店服务细分领域看，美团与大众点评也同样占据行业领先地位。

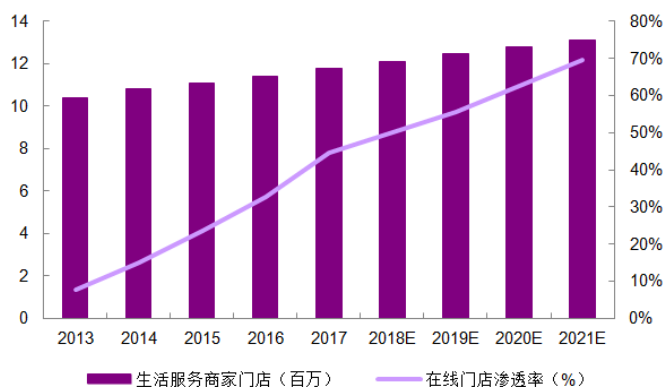
本地生活服务各个细分领域中只有餐饮消费频次较高，休闲娱乐、美容美业、教育培训等垂直领域用户均属于低频应用。美团点评综合平台将低频需求进行聚合，有效的提升了平台用户的消费频次及使用粘性，也据此打造了平台的竞争壁垒。

图 38：美团平台覆盖商户占央行联网商户总数超过 20%



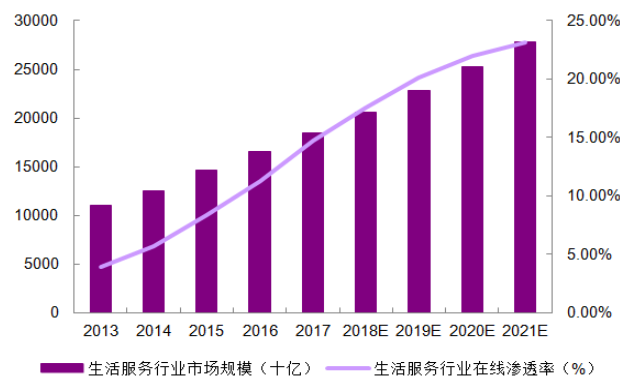
资料来源：中国人民银行、美团点评、光大证券研究所

图 39：生活服务商家门店在线渗透率提升空间仍然较大



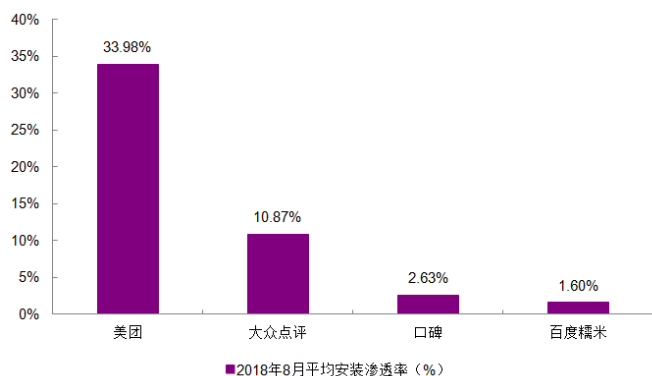
资料来源：招股说明书、艾瑞咨询预测、光大证券研究所

图 40：生活服务行业市场线上化空间仍然较大



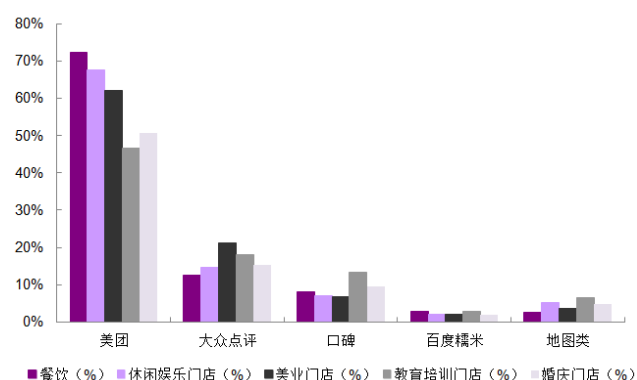
资料来源：招股说明书、艾瑞咨询预测、光大证券研究所

图 41：美团与点评 APP 安装渗透率远高于竞争对手



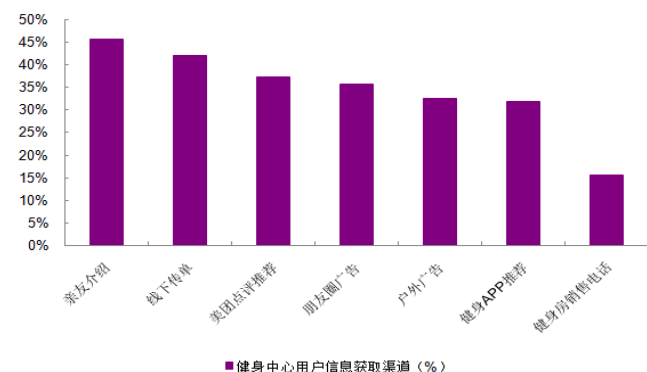
资料来源：极光大数据、光大证券研究所
注：截至2018年8月数据

图 42：到店服务细分领域首选 APP 占比 (%)



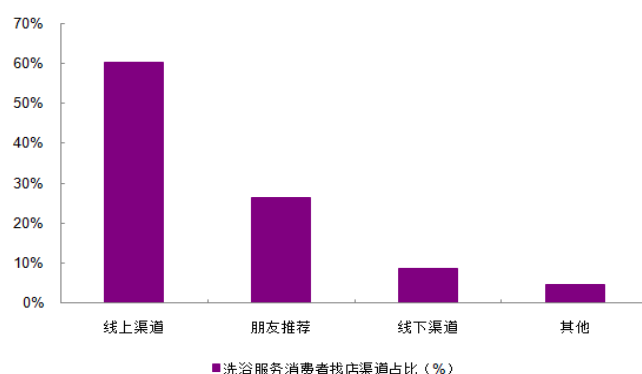
资料来源：极光大数据、光大证券研究所
注：截至2018年8月数据

图 43：30%以上健身中心用户通过美团获取健身房信息



资料来源：《2018 运动健身消费者调查问卷》、光大证券研究所
注：截至2018年问卷调查数据

图 44：大多数洗浴服务消费者通过线上渠道找店



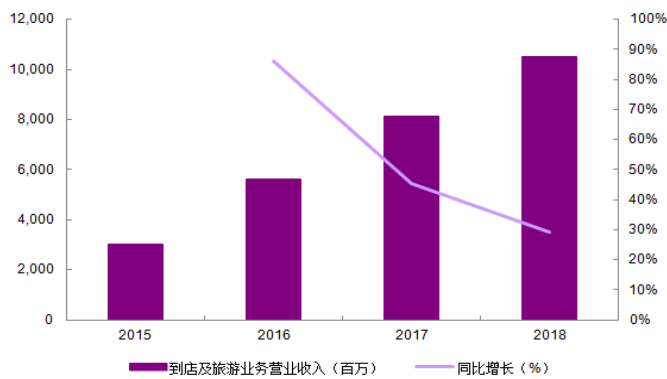
资料来源：美团点评2018年用户调研数据、光大证券研究所

图 45：大众点评包含了评分、评论、订位、外卖、买单等各项功能



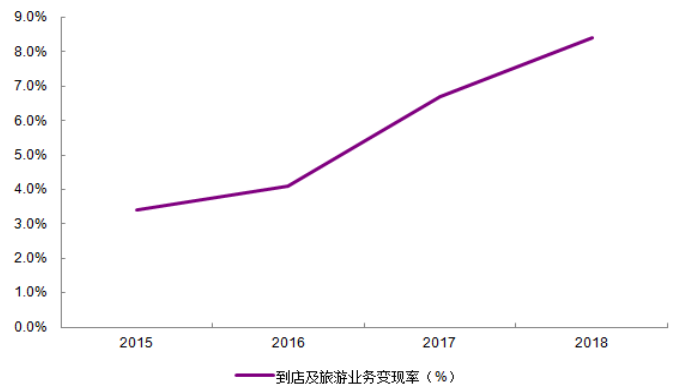
资料来源：招股说明书、光大证券研究所

图 46：到店及旅游业务营业收入及增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 47：到店及旅游业务变现率



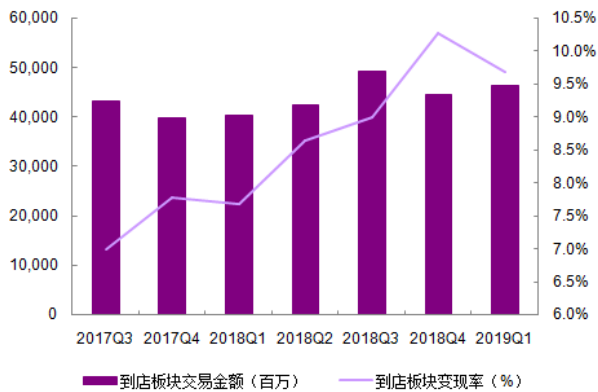
资料来源：公司公告、光大证券研究所

未来公司到店及酒旅业务的空间在于货币化率的提升。

到店业务收入主要由佣金及营销收入组成。到店业务佣金主要指商家在美团平台上售出的代金券、优惠券及订票产生的佣金收入；而营销收入指美团平台通过其流量平台提供给商家的在线营销服务，客户仅当消费者点击平台上客户的链接或实现厘定数量的用户浏览相关信息时，才会向公司付款；公司按照 CPC/CPM/CPT 等形式确认收入

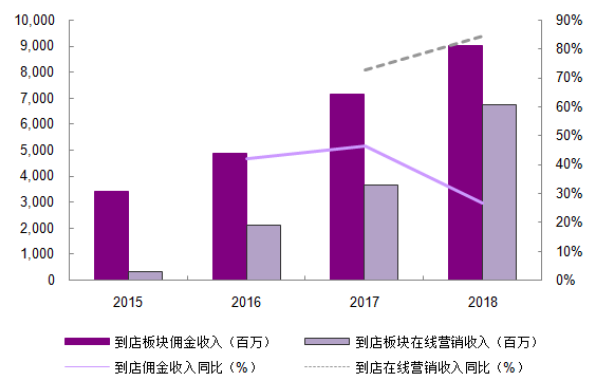
公司到店及酒旅业务变现率在 2018 年达到 8.4%，同比提升 1.7 Pct；变现率的持续提升主要是由营销业务的推广带来的，2018 年公司到店及酒旅业务收入增长 46%，其中佣金收入增长 27%，而营销服务收入增长 84%，营销业务高速增长推动到店板块变现率持续提升。

图 48：到店业务变现率持续提升



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 49：到店业务在线营销收入快速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司到店业务营销收入由美团点评广告平台承载。美团点评广告平台的前身是大众点评智能营销平台；2014 年大众点评首次推出“推广通”，开始为商户提供搜索广告和推荐广告产品，并在 2015 年相继上线联盟广告、展示广告，美团与大众点评合并后，推广通开始介入美团平台并服务于两大平台数亿用户。从广告产品类型上看，美团点评相继上线的“搜索广告”“展示广告”“联盟广告”可以分别对应淘宝/天猫平台的“直通车”“钻展”“淘宝联盟”等广告产品。公司生活服务领域营销平台已经日臻完善。

表 12：美团点评广告业务关键节点进展

时间	美团点评广告业务进展
2014 年 8 月	大众点评平台推出智能营销平台推广通，搜索广告和推荐广告产品上线
2015 年 7 月	联盟广告产品推出
2015 年 12 月	展示广告诞生，接入移动端核心页面资源，RTB 引擎上线，实现流量实时采买
2016 年 1 月	推广通接入美团点评平台，触达两大平台数亿用户
2016 年 6 月	手机推送广告推出
2016 年 10 月	程序化创意服务上线
2016 年 12 月	拉客宝和活动宝产品发布
2017 年 7 月	推广通品牌发布会召开，提出“Co-Line Marketing
2017 年 10 月	推出 Lifestyle Marketing 品牌广告营销方法论

资料来源：美团广告业务平台、光大证券研究所

6.2、酒旅业务逐渐向中高端渗透拓展

美团酒旅业务成立于2014年，彼时OTA市场中携程、去哪儿已经占据绝对领先地位。美团从学校/医院周边的即时性酒店需求切入，迅速在酒店OTA市场打开了空间。从本质上说，学校/医院周边的即时性钟点房需求与商旅用户的消费场景具有较大差别，而与餐饮消费更为相似。美团存量用户资产也为酒旅业务的崛起提供了流量支持。

从间夜量角度看，目前美团酒店业务规模已经接近甚至超过携程去哪儿，然而从酒店业务ADR以及单间夜贡献佣金收入角度看美团与携程去哪儿仍有较大差距。2018年美团酒店预订业务量2.84亿间夜，携程去哪儿酒店预订业务量2.72亿间夜；而由于平台酒店ADR较低，美团单间夜贡献佣金收入仅13.3元，与携程去哪儿42.6元/间夜有较大差距。第三方机构的数据也可以间接说明美团酒店的行业位置，根据艾瑞咨询数据，2017年美团酒店预订业务按间夜量计算市场份额31%，而按GTV计算市场份额约18%。

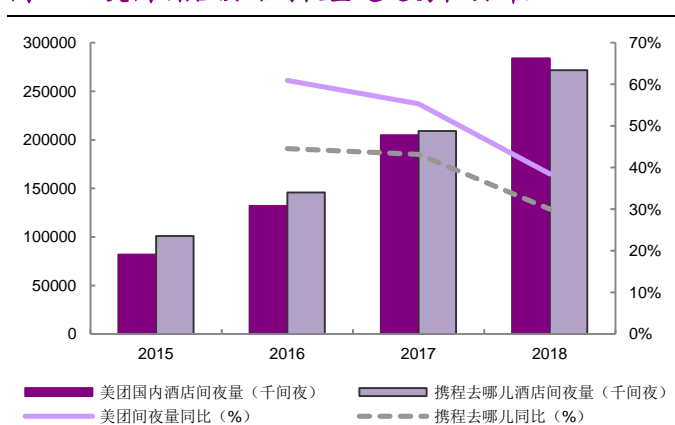
我们认为目前携程去哪儿在中高端酒店领域的地位仍然稳固，美团酒旅业务在巩固低端市场的基础上向中高端渗透拓展是一个较为中长期的过程。

表 13：美团与携程去哪儿酒店预订业务对比

	2015	2016	2017	2018
美团国内酒店间夜量（千间夜）	82,000	132,000	205,000	283,900
同比增速（%）		61%	55%	38%
携程去哪儿酒店间夜量（千间夜）	101,000	146,000	209,000	271,700
同比增速（%）		45%	43%	30%
美团酒店业务收入（百万）	764	1,418	2,713	3,785
同比增速（%）		86%	91%	40%
携程去哪儿酒店收入（百万）	4617	7321	9531	11580
同比增速（%）		59%	30%	21%
美团单间夜佣金收入（元/间夜）	9.3	10.7	13.2	13.3
携程去哪儿单间夜佣金收入（元/间夜）	45.7	50.1	45.6	42.6

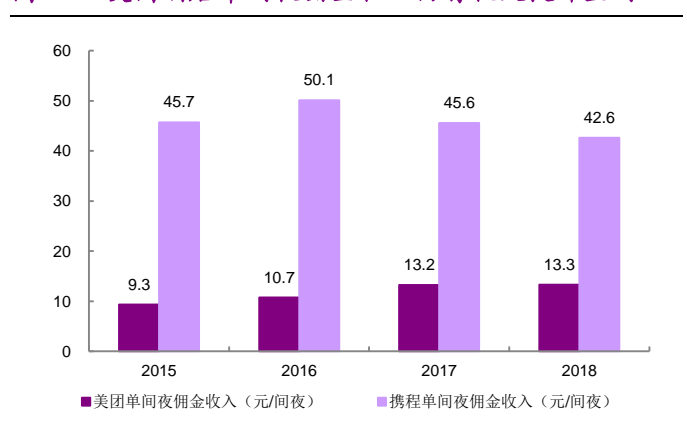
资料来源：各公司公告、环球旅讯预测（携程间夜量数据）、光大证券研究所

图 50：美团酒店预订间夜量超过携程去哪儿



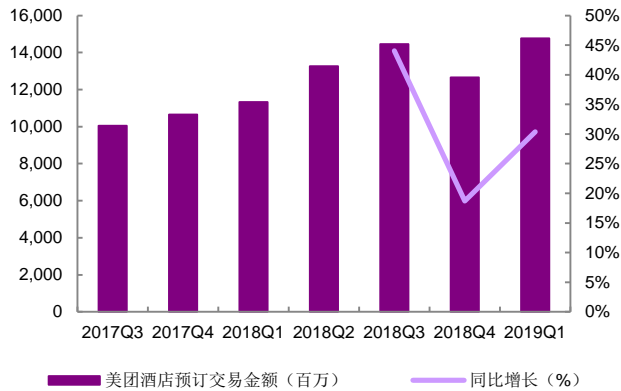
资料来源：各公司公告、环球旅讯预测（携程间夜量数据）

图 51：美团酒店单间夜佣金收入仍有较大提升空间



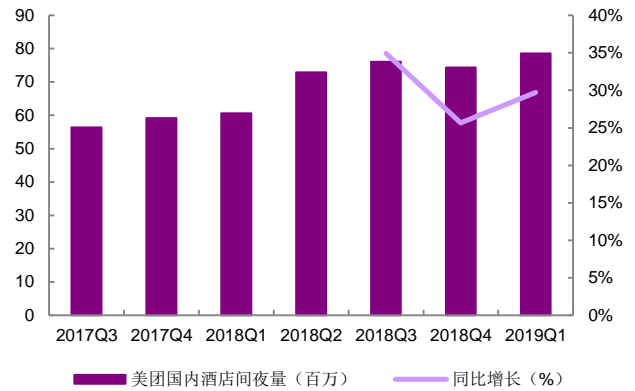
资料来源：各公司公告、环球旅讯预测（携程间夜量数据）

图 52: 美团酒店预订交易金额稳步增长



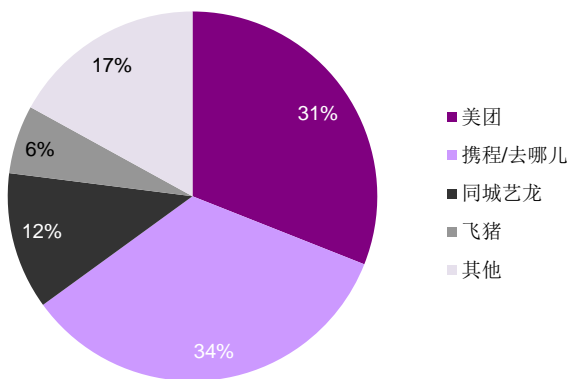
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 53: 美团国内酒店间夜量持续提升



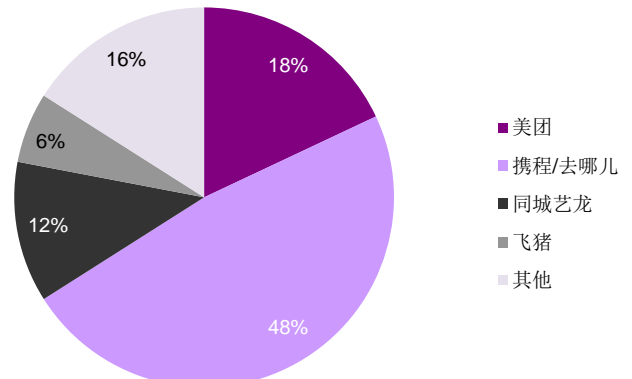
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 54: 酒店行业 2017 年按间夜量计算市场占比 (%)



资料来源: 艾瑞咨询、光大证券研究所

图 55: 酒店行业 2017 年按 GTV 计算市场占比 (%)



资料来源: 艾瑞咨询、光大证券研究所

7、创新业务：快驴进货打开长期增长空间，出行业务增强用户粘性

王兴曾在 2018 年末组织战略调整中明确了公司新的定位：**建设生活服务业从需求侧到供给侧的多层次科技服务平台**。在生活服务业的需求侧，美团已经通过大众点评、美团外卖、美团 APP 等一系列用户平台服务于消费者与本地生活服务相关的各类需求；而在生活服务业的供给侧，快驴进货等供应链业务将打开公司中长期的增长空间。

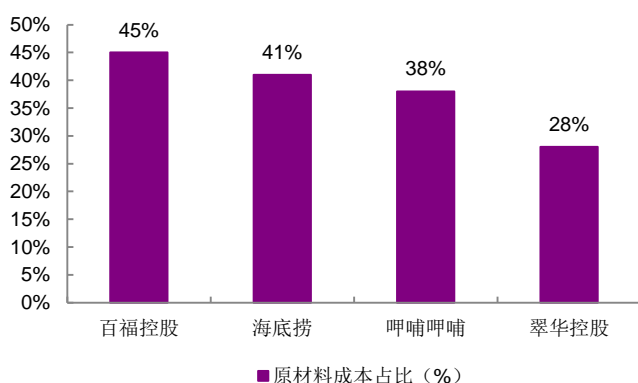
摩拜单车、美团打车等出行业务虽然在短期内难以取得规模化的盈利，但是由于本地生活服务具有位置属性，出行业务对于增强用户消费频次，提高用户对于美团平台的消费粘性具有战略意义。

7.1、快驴进货：规模致胜的供应链业务

快驴进货从标品切入餐饮商户日常采购需求。目前快驴为商户提供的主要产品包括米面粮油、酒水饮料、餐具纸巾等；同时公司通过积极布局生鲜产业链源头资源向蔬菜、水果、及肉蛋鱼等类目进行横向拓张，通过食材集采发挥规模效应，降低食材流通环节成本。从上市公司财务数据看，典型餐饮公司原材料成本占营收比例均在 30-45% 左右，假设行业平均原材料成本占比为 35%，则快驴切入的食材供应链市场规模达 1.47 万亿（根据美团点评数据 2018 年餐饮行业总规模 4.2 万亿计算）。

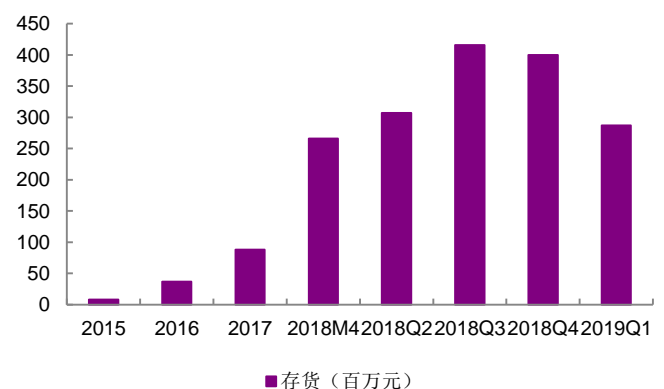
从 2018 年开始，快驴进货业务开始规模化运作。根据公司披露数据，截至 2018 年 10 月快驴已经在全国布局了 21 个省, 38 座城市, 350 个区县，年活跃商户数约 45 万（约占美团外卖总商户的 10%），单月销售额破 4 亿并持续保持快速增长。

图 56：典型餐饮上市公司原材料成本占营收比例（%）



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

图 57：美团点评资产负债表存货项目金额



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

虽然美团不逐季披露快驴业务规模增速，但是我们可以从公司资产负债表中的“存货”项目对快驴业务进行粗略跟踪。2018 年以前公司存货不超过 1 亿元，截至 2019Q1 公司存货金额为 2.87 亿。美团各项业务中对存货项产生贡献的主要有：1/ 酒旅业务；2/ 小象生鲜；3/ 快驴业务。我们预计小象与酒旅业务对库存项贡献均在 1 亿元以下；同时公司酒旅业务基本保持平稳增长，而小象业务在 19 年战略收缩，因此我们认为最近几个季度公司存货项的波动基本代表了快驴业务的进展情况。

表 14：生鲜 B2B 公司融资近况

	模式	成立时间	最新融资时间	融资金额	投资机构
美菜网	自营+平台	2014.6	2018 年 10 月	8 亿美元	老虎环球、高瓴资本
链农网	自营模式	2014.8	2017 年 7 月	数千万人民币	三井物产环球投资
宋小菜	撮合模式	2014.12	2018 年 7 月	2.3 亿人民币	M31 资本、华盖资本、盛景网联
蜀海	平台+食材加工	2011.6	NA	NA	海底捞
一亩田	撮合模式	2011.8	2016.11.01	数千万美元	红杉资本中国、真格基金、云锋基金

资料来源：IT 桔子、光大证券研究所

快驴供应链业务空间巨大，但是基于种种原因导致供应链业务需要长期耐心才能够看到显著成效。

1/ 社会化同城配送物流体系尚未成熟

国内社会化同城配送物流体系仍然尚不健全。淘宝网的崛起离不开“三通一达”的共同成长，同样餐饮供应链服务的快速增长也同样离不开同城配送物流体系的成熟。成立于 2014 年的美菜目前在餐饮供应链行业中处于领先地位，由于起步较早公司只能选择自建物流配送体系的方式进行业务扩张，其重资产的模式虽然保证了商户体验，但也因此导致公司需要持续融资从而保持扩张速度。

2/ 类目之间横向可复制性较弱

餐饮行业供应链服务品类众多，米面粮油、水果蔬菜、肉禽鱼蛋等各种食材原料都对应着截然不同的供应链逻辑与价值分布。供应链服务商在某些类目上积累的效率提升经营，难以横向复制到另一些类目中。因此供应链服务商需要针对各个类目供应链逐个突破，甚至需要通过战略投资或并购等方式实现品类间的横向扩张。

3/ 互联网与供应链行业的思维/文化差异

从美国供应链巨头的历史看，多数垂直供应链行业的巨头均出身于区域经销商。消费互联网公司过去赖以成功的“小步迭代”“单点突破”等策略在供应链行业的适用性具有不确定性。2019 年初美团快驴业务负责人陈旭东离职，也说明了快驴业务仍然处在不断探索试错的阶段。

美团在供应链业务方面的核心优势在于行业中领先的客户储备基础。外卖业务、到店营销以及 RMS 等 B 端产品持续加强餐饮商户对美团平台的使用粘性。快驴业务在诞生之初就具备了向供货方上游强大的议价能力，期待快驴在供应链效率方面的持续打磨能够逐渐获得商户的进一步认可。

表 15：美国前三大餐饮供应链公司核心数据对比

	Sysco	USFD	PFGC
收入规模 (亿美元)	129.8	60.0	36.7
客户门店数量 (个)	500,000	250,000	150,000
SKU (个)	400,000	400,000	150,000
配送中心数量 (个)	330	75	75
毛利率 (%)	20.0%	18.2%	16.8%

资料来源：各公司公告、各公司官网、光大证券研究所

注：客户门店数量由“Customer Location”翻译而来，指需要单独配送的门店数量

7.2、出行业务：增强用户粘性的重要产品

● 摩拜单车：折旧基本完成，会员打通实现协同效应

公司在 2018 年 4 月完成对摩拜单车的收购。单车业务虽然对公司盈利端贡献较为有限，但是出行业务在用户使用频次对美团平台和美团旗下其他业务具有较强的协同效应，因此在美团中长期战略版图中具有重要位置。

对于市场关注的摩拜业务单车资产折旧问题，我们进行了定量测算。美团在 2018 年 4 月对摩拜完成收购时，公司单车资产账面净值约 51.5 亿元，2018Q2-2019Q1 四个季度公司物业厂房设备折旧均在 13-15 亿左右，截至 2018 年末公司单车资产账面净值约 16.6 亿。我们预计公司单车资产在 2019Q1 已基本完成账面折旧，折旧项目对公司报表的影响将从 2019Q2 开始进入尾声。

表 16：摩拜单车资产折旧在 2019Q1 以后基本完成

	物业厂房设备折旧 (千元)	单车资产账面净值 (千元)	单车资产折旧 (千元)
2018Q1	121,011	5,152,325	
2018Q2	1,426,209	3,901,020	1,266,226
2018Q3	1,343,260	NA	
2018Q4	1,361,812	1,660,834	2,277,640
2019Q1	1,472,412	NA	NA

资料来源：公司公告、光大证券研究所

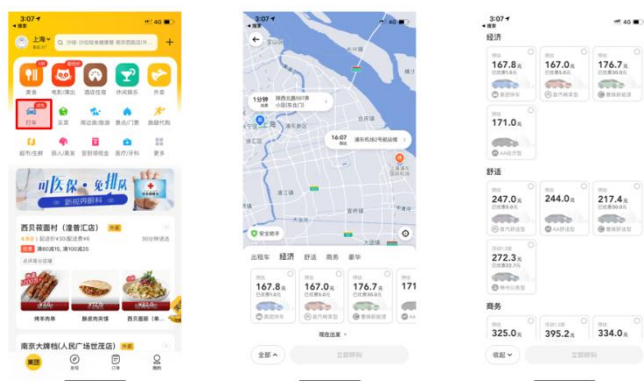
注：2018Q1 单车资产账面净值数据为完成收购后 4 月 30 日时点数据

● 美团打车：聚合打车模式实现轻模式扩张

美团打车业务在 2019 年初实现转型，由自营打车模式转向聚合打车模式，从而实现轻模式扩张。

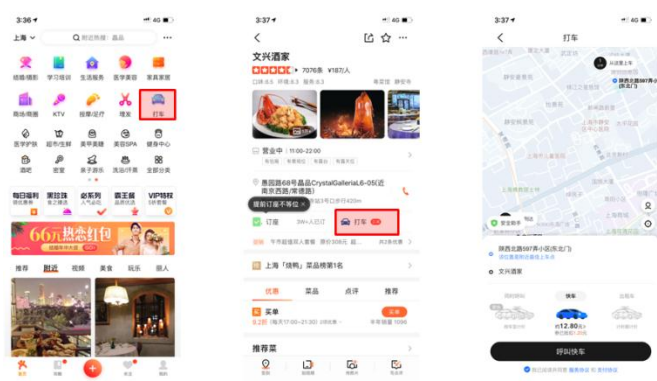
高德地图是聚合打车模式的典型应用。通过聚合连接行业中各大网约车产能供给方（曹操打车、AA 租车、神州租车、首汽约车等），高德地图以其用户规模和场景优势迅速实现了规模增长。根据我们估计，高德打车模式目前业务规模约 500 万单/日，而滴滴出行规模约 2500 万单/日左右，聚合打车模式已经初步证明了其商业逻辑的可复制性。美团打车与高德地图均具有用户规模和打车场景方面的天然优势，目前美团打车 APP 已经在 App Store 和各大安卓商店下线，打车业务的入口被集中到了美团及大众点评 APP，从而实现打车业务与本地生活服务其他业务的融合与协同。

图 58：美团打车应用已融入美团 APP



资料来源：美团 APP、光大证券研究所

图 59：美团打车应用已融入大众点评 APP



资料来源：大众点评 APP、光大证券研究所

8、与阿里巴巴的竞争关系

讨论美团的投资价值时，绕不开的一个问题便是：怎样看待美团与阿里巴巴之间的竞争？我们认为不管在狭义的餐饮外卖还是在广义的本地生活领域，美团与饿了么口碑之间双寡头共存的格局将长期持续。阿里巴巴在广义本地生活新零售层面占据生态协同方面的优势；而美团则在本地生活服务最核心的餐饮领域具备更强的行业竞争力。

阿里巴巴在本地生活服务方面的优势在于生态体系的协同。以蜂鸟配送的即时配送网络为基础设施，联合阿里巴巴新零售参股/控股的各大合作伙伴，能够在最大程度上发挥阿里在本地生活新零售方面的协同效应。目前蜂鸟配送已经开始帮助盒马生鲜、淘鲜达等阿里体系零售伙伴实现运力协同，未来随着大润发、百联、新华都等公司 IT 系统与阿里巴巴的逐步打通，协同效应将更加明显。

美团的优势则在于本地生活服务业最核心的餐饮行业。本地生活服务总计 6.8 万亿市场规模中，餐饮行业占据 4.2 万亿。公司除了以美团、大众点评 APP 等 C 端产品牢牢抓住消费者需求之外，在 B 端产品方面同样通过并购与自研形成了完整的商家服务产品体系，从而有望获取更多优质餐饮商家资源。

9、盈利预测与估值

9.1、关键假设及盈利预测

● 到家业务（餐饮外卖）

（由于美团报表中将美团闪购、美团买菜等到家性质创新业务归入“新业务及其他”类别，因此我们在本节中仅讨论到家板块中的餐饮外卖业务）

外卖业务高速增长期已经接近尾声，但是低线城市需求仍将支撑外卖业务继续保持中高速增长。我们预计公司外卖业务 GTV 在 2019-2021 年分别增长 32.9%/ 30.5%/ 29.4%；变现率分别提高至 14.3%/ 14.8%/ 15.2%；预计外卖业务在未来三年分别实现收入 538/ 729/ 963 亿元；毛利率则分别提高至 14.2%/ 17.1%/ 19.5%。

表 17：外卖业务盈利关键指标预测

	单位	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
交易金额 GTV	百万	15,557	58,718	171,088	282,934	375,999	490,748	635,049
YoY	%		277.4%	191.4%	65.4%	32.9%	30.5%	29.4%
交易单量	百万	637	1,585	4,090	6,393	8,332	10,582	13,227
YoY	%		149%	158%	56%	30.3%	27.0%	25.0%
客单价	元	24.4	37.0	41.8	44.3	45.1	46.4	48.0
YoY	%		51.7%	12.9%	5.8%	2.0%	2.8%	3.5%
变现率	%	1.1%	9.0%	12.3%	13.5%	14.3%	14.8%	15.2%
外卖业务收入	百万	175	5,301	21,032	38,143	53,886	72,868	96,326
YoY	%			297%	81%	41%	35%	32%
销售成本	百万	391	5,707	19,333	32,875	46,232	60,423	77,539
毛利率	%	-124%	-8%	8%	13.8%	14.2%	17.1%	19.5%
毛利	百万	-216	-406	1,699	5,268	7,654	12,445	18,787

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

注：财年截止日期为每年 12 月 31 日

● 到店、旅游及酒店预订业务

到店与酒旅业务整体将保持平稳增长态势，我们预计公司到店与酒旅整体交易额在 2019-2021 年分别增长 11.4%/ 10.8%/ 10.7%；整体变现率由 2018 年的 9.0% 增长至 10.3%/ 11.4%/ 12.3%；整体毛利率分别为 89.07%/ 89.78%/ 89.88%。

到店及旅游业务业绩的主要驱动力来自变现率的提升。预计公司到店及旅游业务 2019-2021 年保持年均复合增速 5%，而变现率则从 2018 年的 9.65% 分别提升至 11.9%/ 13.8%/ 15.7%。变现率的改善能够有效提升公司到店及旅游业务营业收入及毛利增速，预计公司 2019-2021 年到店及旅游业务毛利同比增长 29.8%/ 21.9%/ 19.6%。

酒店预订业务向中高端的渗透与拓展是一个中长期的过程，我们预计公司未来两年酒店预订业务的驱动力仍将主要来自于间夜量的提升。预计公司酒店预订业务交易金额在 2019-2021 年分别增长 25%/ 22%/ 20%，变现率稳定维持在 7.2%，预计公司 2019-2021 年酒店预订毛利同比增长 21.7%/ 26.2%/ 20.5%。

表 18：美团到店与酒旅业务关键数据预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
到店与酒旅整体业务							
到店及酒旅交易总规模	127,492	158,437	158,144	176,800	196,974	218,241	241,491
同比增长 (%)		24.3%	-0.2%	11.8%	11.4%	10.8%	10.7%
到店及酒旅整体变现率	3.0%	4.4%	6.9%	9.0%	10.3%	11.4%	12.3%
同比增加 (Pct)		1.5%	2.4%	2.1%	1.4%	1.0%	0.9%
到店及酒旅总收入	3,774	7,020	10,853	15,840	20,355	24,816	29,696
同比增长 (%)		86%	55%	46%	29%	22%	20%
到店及酒旅整体毛利率	80.40%	84.60%	88.30%	88.98%	89.07%	89.78%	89.88%
同比增加 (Pct)		4.2%	3.7%	0.7%	0.1%	0.7%	0.1%
到店及酒旅整体毛利	3,033	5,939	9,579	14,095	18,131	22,279	26,690
同比增长 (%)		96%	61%	47%	29%	23%	20%
到店及旅游业务							
到店及旅游交易金额 (百万)	114,044	136,646	121,613	125,093	131,348	137,915	144,811
变现率 (%)	3.40%	4.10%	6.70%	9.65%	11.90%	13.80%	15.70%
营业收入 (百万)	3,010	5,602	8,140	12,071	15,630	19,032	22,735
毛利率 (%)	79.4%	84.2%	88.7%	89.5%	89.7%	89.8%	89.9%
毛利 (百万)	2,391	4,714	7,222	10,804	14,020	17,091	20,439
酒店预订业务							
酒店预订交易金额 (百万)	13,448	21,791	36,531	51,707	65,626	80,326	96,680
酒店间夜量 (百万)	82	132	205	284	359	430	508
酒店 ASP (元)	164	165	178	182	183	187	190
变现率 (%)	5.7%	6.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.2%	7.2%
营业收入 (百万)	764	1418	2713	3775	4725	5783	6961
毛利率 (%)	84.1%	86.4%	86.9%	89.5%	89.6%	89.7%	89.8%
毛利 (百万)	642	1225	2357	3378	4111	5188	6251

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

● 新业务板块

公司在 2019 年对新业务板块实现了大幅度优化，小象生鲜战略收缩只保留北京门店继续做模式探索；打车业务由自营转型聚合模式，大幅提高了资源利用效率；摩拜单车则开始提高骑行单价并开始为美团旗下其他 APP 实现导流。我们预计公司 2019-2021 年新业务板块总交易规模分别增长 30%/ 35%/ 40%，变现率分别为 23%/ 24%/ 25%，毛利率分别为 -9%/ -8%/ -7%。

表 19：公司新业务板块核心指标预测

	单位	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总交易金额	百万	18000	19500	28112	56,000	72,800	98,280	137,592
YoY	%		8%	44%	99%	30%	35%	40%
变现率	%	0.4%	3.4%	7.3%	20.1%	23.0%	24.0%	25.0%
总收入	百万	70	667	2,043	11,243	16,744	23,587	34,398
毛利	百万	-37	408	941	-4,259	-1,507	-1,887	-2,408
毛利率	%	-53.00%	61.10%	46.00%	-37.90%	-9.00%	-8.00%	-7.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

从公司整体角度看，我们预计公司 2019-2021 年 GTV 分别为 6457/8072/10141 亿元，营业收入分别增长至 909/1220/1623 亿元，经调整净利润分别为 -52.4/-11.7/30.4 亿元，对应调整后 EPS-0.92/-0.20/0.53 元。

表 20：公司整体盈利预测与估值指标

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GTV (百万)	236,600	357,200	515,735	645,773	807,270	1,014,133
营业收入 (百万)	13,018	33,932	65,227	90,986	122,099	162,303
营收增长率 (%)	223%	161%	92%	39%	34%	33%
调整后净利润 (百万)	-5,405	-2,853	-8,517	-5,243	-1,172	3,044
调整后 EPS (元)	-3.72	-1.87	-3.13	-0.92	-0.20	0.53
ROE	22.6%	46.7%	-133.5%	-7.5%	-2.4%	3.1%
P/GTV	130.6%	86.5%	59.9%	47.8%	38.3%	30.5%
P/S	23.8	9.1	4.7	3.4	2.5	1.9

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

9.2、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，我们选取目前全球已上市的三家外卖业务公司 Grubhub、JustEat 与 Delivery Hero 作为对标公司；由于三家公司均未实现规模化盈利，我们采取 PS 估值法进行估值判断。对标公司 2019 年平均 PS 为 4.5 倍，预计美团 2019 年外卖业务收入 538.9 亿元，给予 2425 亿元估值。

在到店及旅游业务领域，市场上大多数机构均采用 Groupon 与 Yelp 作为对标公司进行测算。然而我们认为：1/ 美团到店业务早已超越了早年团购业务的范畴，成为了商户线上推广的核心平台，因此与美国专注于团购券业务的 Groupon 可比性不大；2/ 美团及点评 APP 在国内本地生活到店领域占据绝对领先地位，美团到店业务收入利润增长稳健；而 Yelp 在美国则与 Google 等竞争对手的激烈竞争导致业绩表现欠佳。基于美团到店及旅游业务属于本地服务电商广告范畴，其业务模式（搜索排名、展示广告等）与潜在利润率与实物电商平台较为接近，我们使用阿里巴巴与拼多多作为到店及旅游业务可比公司。预计美团 2020 年到店及旅游业务净利润 76.1 亿元（假设 40% 净利润率），则根据对标公司平均 35 倍 PE，给予 2660 亿元估值。

在酒店预订领域，我们选取携程与 Booking 两家公司作为对标，预计公司 2019 年实现收入 47.3 亿元，根据对标公司平均 2.9 倍 PS，给予 137 亿元估值。

表 21：外卖业务可比公司估值水平

	总市值 (百万美元)	营业收入 (百万美元)				PS (倍)			
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E
Grubhub	6397	493	683	1,007	1,367	13.0	9.4	6.4	4.7
Just Eat	4258	473	688	982	1,360	9.0	6.2	4.3	3.1
Delivery Hero	7063	325	509	746	1,260	21.7	13.9	9.5	5.6
平均 PS (倍)						14.6	9.8	6.7	4.5

数据来源：Bloomberg 一致预期、光大证券研究所

注：Jest Eat 原始货币单位为英镑，按照 1 英镑=1.2592 美元换算；Delivery Hero 原始货币为欧元，按照 1 欧元=1.1213 美元换算

表 22：到店及旅游业务可比公司估值水平

	总市值 (百万美元)	营业收入 (百万美元)				PE (倍)			
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
阿里巴巴	409,000	9,281	12,707	12,253	16,051	44	32	33	25
拼多多	22,800	-72	-1,494	-712	519	-315	-15	-32	44
平均 PE (倍)						NA	NA	NA	35

数据来源：Bloomberg 一致预期、光大证券研究所

表 23：酒店预订业务可比公司估值水平

	总市值 (百万美元)		营业收入 (百万美元)				PS (倍)			
	2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
Ctrip	18600	2789	3884	4492	5359	6.7	4.8	4.1	3.5	
Booking	76900	10743	12681	14527	15323	7.2	6.1	5.3	5.0	
平均 PS (倍)						4.5	3.6	3.2	2.9	

数据来源：Bloomberg、光大证券研究所

对于摩拜单车、美团打车、快驴进货、小象生鲜等新业务板块，由于尚处于发展早期，未来发展方向及业绩难以预测；且部分业务独立盈利能力具有较大不确定性，其战略意义在于公司层面的协同效应，因此我们对新业务板块暂不给予估值。

综上所述，我们根据分部估值法对美团各个业务板块估值进行加总。由于美团各个业务板块未来发展仍然具有不确定性，我们给予 30% 折价得出合理估值为 3655 亿人民币（折合港币市值 4133 亿元，对应股价 71.85 港币/股）。

9.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：美团已经成为了本地生活服务电商平台的代表，因此在长期维度美团业绩增速将逐渐向电商整体乃至居民消费增速靠拢，因此长期增长率我们取值 5%；
- 2、目标资本结构：虽然目前公司外卖及新业务板块仍然需要一定资本投入，但是由于到店、旅游及酒店预订业务能够产生持续现金流支持，我们预计公司不需要过多的债务融资，假设目标资本结构为 10%
- 3、税率：我们假设公司未来税率为 30%。

表 24：绝对估值关键性假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	5.00%
无风险利率 Rf	3.00%
β (levered)	2.50
Rm-Rf	5.00%
Ke(levered)	15.50%
税率	30.00%
目标资本结构	10.00%
WACC	14.45%

资料来源：光大证券研究所

根据如上假设，我们计算出公司合理市值为 3604 亿人民币，对应每股价值 62.65 人民币/股或 70.83 港币/股。

表 25: FCFE 估值详情

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-439	-0.21%
第二阶段	138,973	38.48%
第三阶段 (终值)	222,606	61.64%
企业价值 AEV	361,140	100.00%
加: 非经营性净资产价值		0.00%
减: 少数股东权益	763	-0.21%
总股本价值	360,377	99.79%
总股本 (百万股)	5,752	
每股价值 (人民币)	62.65	
每股价值 (港币)	70.83	

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

注: 港币汇率按照 1 港币=0.8845 人民币换算

9.4、估值结论与投资评级

我们根据相对估值法得出公司 2019 年合理估值为 71.85 港币/股，根据绝对估值法得出公司 2019 年合理估值为 70.83 港币/股，审慎起见我们取平均值 71.34 港币/股。

美团以即时配送网络与线上营销平台为核心壁垒，围绕线下商户提供了一整套效率提升工具，随着餐饮行业服务生态的逐渐完善，美团在本地生活服务行业已经开始形成类似阿里在实物电商领域的角色地位。虽然本地生活服务对于阿里巴巴来说同样是“兵家必争之地”，但是我们认为行业内双寡头共存的格局将长期共存。我们预测公司 2019-2021 年经调整亏损/盈利为 -52.4 亿/-11.7 亿/30.4 亿人民币。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 71.34 港币/股。

10、风险分析

1/ 监管风险: 基于可能出现的食品卫生及安全事件，监管部门或集中出台关于外卖行业及餐饮外送业务的工商、消防、质检等各类政策措施。若监管措施出台及执行过于严格，或将对公司外卖业务造成阶段性负面影响。

2/ 竞争风险: 目前本地生活服务行业是公司与阿里巴巴形成的双寡头格局。虽然我们已论证认为行业内双寡头的格局将长期共存，但不排除阿里巴巴为了占据市场份额采取较为激进的推广政策。

3/ 新业务进展风险: 公司新业务板块中快驴供应链业务需要长期投入，在中短期或将遇到模式调整、团队变动等各种风险；闪购、美团打车、RMS 等业务也或将遇到进展低于预期的风险。

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,928	65,227	90,986	122,099	162,303
营业成本	-21,708	-50,122	-66,707	-88,518	-117,541
营业毛利	12,220	15,105	24,279	33,581	44,762
销售及营销开支	-10,909	-15,872	-19,432	-23,378	-28,544
研发开支	-3,647	-7,072	-8,280	-8,898	-9,870
一般及行政开支	-2,171	-5,832	-5,028	-5,997	-6,871
经营盈利/(亏损)	-3,827	-11,087	-5,958	-1,698	2,950
除所得税之前盈利	-18,934	-115,491	-6,101	-1,937	2,622
期间盈利	-18,988	-115,493	-6,040	-1,899	2,517
经调整盈利净额	-2,853	-8,517	-5,243	-1,172	3,044
本公司权益持有人应占盈利	-18,917	-115,477	-6,034	-1,897	2,514
年末股本总数	1,529	2,724	5,727	5,727	5,727
经调整 EPS	-12.37	-42.40	-0.92	-0.20	0.53

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	54,413	73,061	72,699	80,980	96,975
存货	88	400	728	1,221	2,110
贸易应收款项	432	466	910	1,221	1,623
预付款项、按金及其他资产	4,186	9,065	13,598	17,677	21,212
短期投资	12,608	25,838	41,830	45,000	50,000
现金及现金等价物	9,377	19,409	17,044	7,963	6,361
非流动资产	29,196	47,512	53,643	58,331	62,832
物业、厂房及设备	916	3,979	2,012	2,098	1,211
无形资产	19,853	33,876	39,408	40,930	42,565
按公允价值计量且其变动计入	5,920	6,242	8,445	11,089	14,262
总资产	83,609	120,573	127,008	139,311	159,807
流动负债	20,517	31,767	38,470	50,342	63,969
贸易应付款项	2,667	5,341	7,734	10,378	13,796
应付商家款项	9,364	7,596	9,099	12,210	16,230
非流动负债	103,618	2,327	2,404	1,904	1,904
递延税项负债	1,050	1,196	1,050	1,050	1,050
总负债	124,136	34,094	41,824	53,196	66,822
股份溢价	9,339	258,285	258,194	258,194	258,194
累计盈利	-50,364	-165,841	-171,875	-173,771	-171,257
贵公司权益持有人应占权益	-25,622	-40,559	86,504	84,703	84,806
总权益	-25,575	-40,501	85,184	86,115	92,984

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动所得现金流量	-310	-9,180	-7,633	1,981	9,690
经营(所用)/所得现金	-292	-8,981	-7,533	2,081	9,790
已付所得税	-19	-199	-100	-100	-100
投资活动所得现金流量	-15,157	-23,438	-2,905	-4,688	-4,448
购买物业、厂房及设备	-738	-2,210	-1,301	-1,174	-519
业务合并付款(扣除已购入现	-321	-7,260	-	-	-
购买短期投资	-65,567	-91,205	-3,170	-5,000	-5,000
收购按公允价值计量的投资	-786	-164	-97	-	-
出售按公允价值计量的投资	13	2,566	3,000	3,000	3,000
已收利息收益	346	533	877	1,139	1,253
融资活动所得现金流量	25,508	29,299	900	350	300
借款净流入	161	1,248	2,200	2,000	2,000
发行普通股所得款项净额	-	28,516	-	-	-
购回普通股	-651	-855	-1,200	-1,500	-1,500

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
GTV 增长率	51%	44%	25%	25%	26%
收入增长率	160.6%	92.2%	39.5%	34.2%	32.9%
估值指标					
PB	NA	3.8	3.8	3.8	3.6
P/GTV	0.91	0.63	0.50	0.40	0.32
P/S	9.60	4.99	3.58	2.67	2.01
盈利能力 (%)					
毛利率	36.0%	23.2%	26.7%	27.5%	27.6%
EBITDA 率	-7.9%	-7.3%	-2.7%	0.7%	3.7%
税后净利润率 (归属母公司)	-56.0%	-177.1%	-6.6%	-1.6%	1.6%
ROA	-22.6%	-95.8%	-4.8%	-1.4%	1.6%
ROE (归属母公司) (摊薄)	46.7%	-133.5%	-7.5%	-2.4%	2.8%
偿债能力					
流动比率	2.7	2.3	1.9	1.6	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
每股指标					
经调整 EPS	-1.87	-3.13	-0.92	-0.20	0.53
每股经营现金流	-0.05	-1.60	-1.33	0.35	1.69
每股净资产	-7.07	15.11	14.06	13.72	15.95
每股销售收入	5.92	11.39	15.89	21.32	28.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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見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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼