

阿里成立本地生活服务平台，零和博弈或上演

中信证券研究部

2018年10月17日

姜娅

电话: 021-20262104

邮件: jiangya@citics.com

执业证书编号: S1010510120056

杨清朴

电话: 021-20262141

邮件: yangqingpo@citics.com

执业证书编号: S1010518070001

投资评级

增持 (维持)

当前价: 56 港元

事项:

美团近 5 个交易日累计跌幅达 18.8%，我们认为造成股价持续承压的原因之一是 IPO 后维持价格的绿鞋机制（超额配股权）已于 10 月 12 日失效；与此同时，阿里巴巴于 12 日高调宣布正式成立本地生活服务公司，由饿了么和口碑两大业务合并而成。此举标志着阿里与美团将在本地生活领域展开全方位竞争。我们对此点评如下：

评论:

2018 年 4 月，阿里联合蚂蚁金服以 95 亿美元完成对饿了么全资收购后，市场对饿了么与口碑的合并已有预期。饿了么和口碑业务均围绕餐饮，分别聚焦到家、到店两大场景，双方在用户和商家层面存在高度重合。饿了么强大的即时配送能力与口碑成熟的商家服务体系结合后，将成为阿里新零售版图中的重要一环。阿里在一季报中宣布设立一家本地生活服务控股公司，持有口碑和饿了么，并已收到来自软银集团等投资者的 30 亿美元投资，预计融资估值在 250 亿美元。

表 1：饿了么融资历程

时间	事项	金额
2011.03	A 轮融资	数百万美元
2013.01	B 轮融资	数百万美元
2013.11	C 轮融资	2500 万美元
2014.05	D 轮融资	8000 万美元
2015.05	E 轮融资	3.5 亿美元
2015.08	F 轮融资	6.3 亿美元
2015.11	战略投资	金额未披露
2016.04	F 轮融资	12.5 亿美元
2017.06	战略投资	10 亿美元
2018.04	并购	95 亿美元
2018.08	战略投资	30 亿美元

资料来源：中信证券研究部整理

新公司成立后，饿了么和口碑仍采取独立品牌、独立运营。原饿了么 CEO 王磊将担任新公司总裁并兼任饿了么 CEO，向阿里集团 CEO 张勇汇报；阿里集团副总裁范驰将继续带领口碑业务，向王磊汇报。张勇表示，未来本地生活服务公司的目标明确——重新定义城市生活，与美团“让大家吃得更好，生活更好”的口号相一致。新公司成立后 3 天，百度外卖正式更名为“饿了么星选”，定位严选商家和美食、秉持用户体验至上的高端外卖及生活服务平台；与此同时，饿了么正式启动包括商家赋能整体方案等相关战略升级。

图 1：阿里巴巴本地生活服务公司生态体系



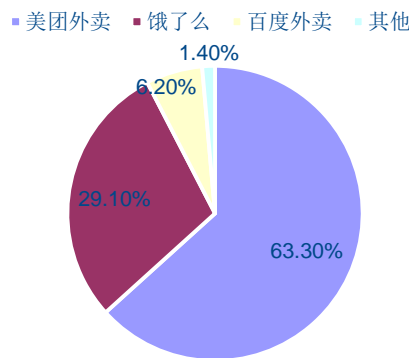
资料来源：36 氪

目前美团拥有到家、到店、酒旅、出行四大业务。阿里方面由饿了么负责到家、口碑负责到店、高德/哈罗单车负责出行、飞猪负责酒旅业务，双方在业务层面已基本重合。因此，饿了么与美团外卖的竞争将由原本的单线作战转化为生态体系内的协同作战，美团与阿里的主要战场也将由餐饮外卖市场逐渐延伸到本地生活服务的各个细分赛道。

从核心指标来看美团略胜一筹。阿里方面数据显示，口碑和饿了么在 676 个城市服务的活跃商家达 350 万 (VS 美团覆盖 2500 个市县, 550 万活跃商家)，饿了么平台上有 66.7 万月度活跃骑手 (VS 17Q4 美团活跃骑手 53.1 万)，注册配送员 300 万人。平均每个用户每年下单近 20 次 (VS 18H 美团人均交易笔数 21.4 笔)；口碑月度活跃用户 1.67 亿 (VS 美团到店业务活跃商家 1.7 亿)。

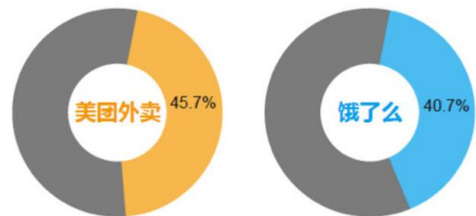
美团市场份额较为稳固，补贴对用户增量的边际贡献减弱。阿里在收购饿了么后迅速展开“夏季战役”，投入 30 亿元用于外卖的用户补贴和市场营销，重点投向饿了么市场份额明显较低的城市。但根据 DCCI 于 9 月发布的数据，美团外卖仍以 63.3% 的份额领跑，相较 18Q1 59.1% 的市场份额仍在持续增长。而饿了么在暑期巨量资金投入后，尽管在上海、杭州、南京等十余座城市的市场份额快速抬升，但总体市场份额仍停滞在 29%，加上百度外卖合计份额也维持在 36% 左右，并未有明显提升。目前外卖行业市场格局未发生明显变化，与其理想目标仍有差距。

图 2：2018.8 外卖市场份额



资料来源：DCCI，中信证券研究部

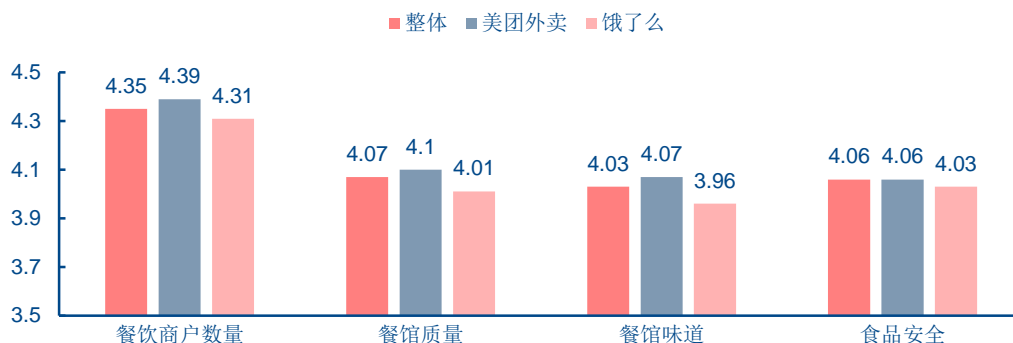
图 3：美团外卖用户推荐度略高于饿了么



资料来源：DCCI，中信证券研究部

同时, 根据 DCCI 针对外卖平台的满意度调查来看, 美团外卖在各项服务体验上均领先于饿了么。因此我们判断, 在当前互联网用户红利逐渐消失的情况下, 美团用户习惯的不断养成导致选择外卖平台的时间成本大幅降低, **补贴思维在争抢市场份额上起到的决定性因素在降低**。服务体验正逐渐能成为外卖平台的核心竞争力。

图 4: 2018.8 外卖平台用户对商家服务的满意度 (5 分为满分)



资料来源: DCCI, 中信证券研究部

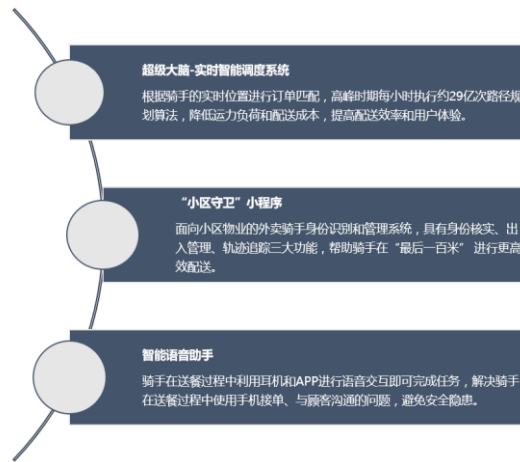
市场担心的主要因素来自于阿里生态体系下的降维打击。我们认为, 尽管美团在多个方面相较口碑饿了么有明显优势, 但面对阿里强大的生态体系, 美团零售基因的不足以及会员体系的缺失将使其在本地生活卡位战中面临前所未有的挑战。阿里新公司成立后高管的更替也预示着饿了么企业文化将发生根本性变化。

首先, 美团目前团购、外卖和酒旅业务已完成商业闭环, 但共享单车和新零售业务仍处在探索阶段, **To B 业务**已占有一定市场但尚不具备规模效应。但阿里基于电商基础, 在新零售和支付上已建立起相对成熟闭环。

其次, 饿了么全面融入阿里生态体系仅用了 6 个月, 期间饿了么先后与大润发、阿里巴巴零售通合作, 蜂鸟为全国天猫小店提供 24 小时即时配送。随后饿了么联手阿里健康推出全天候极速社区送药服务, 并将盒马物流与蜂鸟打通。阿里与星巴克达成新零售全面战略合作后由饿了么负责外卖配送服务。在进入阿里体系之后, **从支付宝、手淘、口碑上获得的订单量已经占到饿了么订单总量的三分之一**。蜂鸟配送作为重要的基础设施, 不再仅服务于餐饮外卖, 而是向阿里新零售的其他业务输送运力。这也意味着美团外卖即时配送系统与蜂鸟配送在技术水平相当情况下, 阿里率先凭借新零售方面的早期布局对蜂鸟配送的潜力进行了二次挖掘。

同时阿里官方表示, 饿了么和口碑两个品牌将共享商户资源, 在 **KA (大客户)**、底层用户数据打通以及流量互导方面的合作已经开始, 本地生活服务将呈现数字化和互联网化。阿里凭借其大数据等方面优势有望尽早完成对 **B 端商家赋能**, 率先整合上下游产业链。

图 5: 美团外卖技术创新



资料来源: 艾媒,

图 6: 饿了么人工智能应用



资料来源: 艾媒,

综合来看, 本地生活服务市场继续上演零和博弈, 我们仍看好美团的竞争优势和成长潜力。美团并不是国内第一家团购公司, 切入外卖市场的时间点也落后于饿了么近 5 年, 期间也多次面临资金短缺以及来自不同对手的恶性竞争。但从结果而言, 美团能够在诸多领域后发的情况下实现逆转取胜绝非偶然, 长期以往磨练出的韧性和创业精神的支撑使得美团在面临强大对手时总能找到行业相对应的突破口(外卖市场通过掌握用户流量入口, 赢得了饿了么苦心积累的商家资源; 酒店预订市场走出差异化定位对携程实现弯道超车)。对于互联网企业而言, 一旦商业闭环形成壁垒很难被轻而易举击破, 未来资本也将不再是决定美团点评与口碑饿了么两家平台哪家会胜出的关键因素, 竞争的焦点将主要体现在大数据和是人工智能的技术渗透; 优化服务品质、提升用户体验; 拓宽品类, 融合新零售。

风险因素:

公司面临激烈的同业竞争; 互联网行业持续的竞争风险, 技术、模式、客户等各个方面均存在被颠覆的可能; 劳动力成本持续上升影响。

投资建议:

公司各项业务 GMV 快速增长, 核心餐饮外卖业务盈利能力改善明显。受投资出行等新业务影响, 阶段性经营亏损如期扩大, 我们认为这是公司不断完善本地生活服务一站式平台、并借此获取更多消费者和商家信息和资源的必要之举。基于现有业务框架, 考虑可转换可赎回优先股之公允价值变动影响, 维持 2018-20 年净利润预测-333.8 亿/-38.1 亿/41.2 亿元。折合预计 2018-20 年 EPS 为-6.08/-0.69/0.75 元。建议密切跟踪公司新业务的不断补充和支撑带来的长期成长空间, 逢低积极配置, 维持“增持”评级。

表 1: 公司主要经营指标表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12988	33928	58369	92442	134524
营业收入增长率	223.2	161.2	72.0	58.4	45.5
净利润(百万元)	-5795	-18988	-33381	-3812	4117
净利润增长率%	44.9	-227.7	-75.8	86.9	208.0
每股收益 EPS(元)	-3.98	-12.37	-6.08	-0.69	0.75
毛利率%	45.7	36.0	27.6	32.3	37.2
P/GMV	1.7	1.1	0.8	0.6	0.4
PB	2.8	1.4	0.8	7.4	-6.3

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

注: 股价为 2018 年 10 月 16 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。