

市价(港币): 50.50元

目标(港币): 58.95元

市场数据(港币)

流通港股(百万股)	5,491.98
总市值(百万元)	277,345.24
年内股价最高最低(元)	72.650/50.150
香港恒生指数	26451.03



从模仿者到谋局者，从幸存者到领跑者

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	33,928	63,619	89,825	125,370
同比增长	161.2%	87.5%	41.2%	39.6%
调整母公司股东溢利(百万)	(2,781)	(9,780)	(7,166)	(2,991)
同比增长	226.7%	n.m.	n.m.	n.m.
毛利率	36.0%	24.1%	32.5%	37.7%
净利润率	-55.8%	-213.4%	-8.0%	-2.4%
调整后每股收益	(1.82)	(1.78)	(1.30)	(0.54)
每股经营现金流	(0.20)	(0.70)	(0.37)	0.51
市盈率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
市净率(倍)	n.a.	3.0x	3.2x	3.4x

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 货币单位是人民币

投资逻辑

- **投资美团是一场漫长的马拉松。**作为中国新一代互联网公司的翘楚之一，美团用惊人的速度打造了国内最大的本地生活服务 O2O 平台。在迈向 Amazon for service 的道路上，美团拥有各种成长的可能性，但由于本地生活服务的行业特点，同时也面临着大量不确定性。我们认为，投资者需耐心等待持有美团 5 年以上才有机会获得丰厚的回报。
- **核心能力的成长推动业务边界的不断延伸。**好学、敢战、善谋、有定力是美团的核心能力。这些能力持续成长凝练而成的精细化运营水平帮助美团跨越线上线下，赢取了一个个高频生活服务场景。随着战略目标从“交易频率”转向“产业深度”，未来五年美团将在 B 端产业链发力，从一个撮合服务交易的电商平台演进为一张纵横交错、贯通产业的本地生活服务之网。
- **三大业务线快速增长，但会计利润并不是优先目标。**到店、到家和新业务三大板块均把握住了中国消费发展的大趋势，未来发展动力不减，我们预测美团 2018-20 年营收 CAGR 达到 54.6%。然而相较于短期的会计利润，美团在财务上追求的重点是长期健康的现金流。在主业尽快实现正向经营性现金流的同时坚定在新业务和技术研发上持续投入，最终通过不断增长的自由现金流为股东创造价值。
- **行业竞争格局将向双寡头演变。**随着阿里宣布大手笔进入本地生活服务市场，行业将加速形成双寡头格局，一番争夺拉锯之后，市场份额预期稳定在 6:4 至 7:3 的区间。尽管在地面能力、技术水平和业务协同上实力雄厚，阿里目前也面临多线作战而资源有限的局面。心无旁骛的美团依靠精准的战略能力和强悍的执行力，有望在本地生活服务 O2O 市场的长期竞争中领跑。

估值与投资建议

- 我们预测公司 2018-20 年调整后 EPS 分别为人民币-1.78/-1.3/-0.54 元。基于 DFCF 估值模型，我们得出美团目前的合理价值为港币 58.95 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 1) 现金流仍需时间转正; 2) 商户产品质量和服务口碑的波动; 3) 新业务拓展不达预期影响估值。

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

徐加一

联系人
xujiayi@gjzq.com.cn

孙玮

联系人
sunwei1@gjzq.com.cn

内容目录

1. 投资美团点评是一场 5-10 年的马拉松	6
2. 摧城拔寨背后的四大核心能力	7
2.1 好学	7
2.2 敢战	8
2.3 善谋	10
2.4 有定力	11
3. 日趋完整的业务生态	12
3.1 到店：平台生态的基石	12
3.1.1 到店餐饮	13
3.1.2 酒店预订	15
3.2 到家：最核心的流量入口	16
3.3 出行：关键却又艰难的一步	20
3.4 to B 产业链：未来的希望之星	23
4. 发展边界、战略目标与面临的挑战	26
4.1 美团是一个不设边界的无限游戏	26
4.2 外卖：未来的利润支柱？	28
4.3 摩拜单车：天坑还是遗珠？	32
4.3.1 买贵但没有买错	33
4.3.2 现金流压力仍在可控范围	34
5. 与阿里的一战	35
5.1 阿里的战略意图	36
5.2 阿里的优势与弱点	36
5.2.1 有能力、有技术、有资源	36
5.2.2 多头并进，强敌环伺	37
5.3 关于终局的猜想	38
5.3.1 双寡头格局的形成	38
5.3.2 为什么是美团占优？	39
6. 财务分析与盈利预测	39
6.1 一个基本的观点	39
6.2 损益表：各条业务线快速增长	40
6.2.1 到家业务	40
6.2.2 到店业务	40
6.2.3 新业务	40
6.2.4 利润率不断提升，亏损逐渐缩小	41
6.3 资产负债表：两个风险点	41
6.4 现金流管理：运营的核心所在	41
7. 估值与投资建议	42

7.1 美团与亚马逊：相同的理念，不同的现状.....	42
7.2 估值方法的选择.....	44
7.3 估值结果与投资评级.....	45
8. 风险提示.....	46
附录：三张报表预测摘要.....	48

图表目录

图表 1：营业收入和毛利率趋势.....	5
图表 2：净利润和利润率趋势.....	5
图表 3：1-3Q18 营收分解.....	5
图表 4：交易金额与变现率趋势.....	5
图表 5：用户数与商家数量趋势（百万）.....	5
图表 6：资本支出与现金流趋势.....	5
图表 7：美团系 APP 应用的流量增长趋势.....	6
图表 8：美团各业务与主要竞争对手的 MAU 比较.....	6
图表 9：美团业务发展历史.....	8
图表 10：2010-2012 年的团购“千团大战”.....	9
图表 11：酒店间夜数市场份额比较.....	10
图表 12：中国本地生活服务 O2O 市场规模.....	11
图表 13：中国本地生活服务 O2O 市场分解（按交易额）.....	11
图表 14：美团的研发费用趋势.....	12
图表 15：大众点评与口碑的商户热度（评论数）对比.....	13
图表 16：大众点评业务流量远远领先于口碑.....	14
图表 17：美团到店业务收入分解及趋势.....	14
图表 18：在线酒店预订市场新增用户分布.....	15
图表 19：美团酒店预订间夜数增长趋势.....	15
图表 20：美团与携程酒店间夜数比较（万）.....	15
图表 21：美团与携程 MAU 比较（百万）.....	15
图表 22：美团外卖量价齐升.....	16
图表 23：美团外卖量价齐升.....	16
图表 24：美团外卖市场份额测算（按外卖单数）.....	16
图表 25：美团外卖与饿了么外卖的对比实验.....	18
图表 26：美团外卖订单智能调度系统的基本架构.....	18
图表 27：美团外卖调度平台一览.....	19
图表 28：美团外卖盈利能力不断改善.....	19
图表 29：美团外卖市场份额不断提升.....	19
图表 30：由“点”至“网”的本地生活服务布局.....	20
图表 31：外卖与打车调度系统复杂度对比.....	21

图表 32: 美团打车南京站 MAU (百万人)	22
图表 33: 美团打车上海站 MAU (百万人)	22
图表 34: 美团打车与到店业务的交叉销售	22
图表 35: 美团打车上海补贴细则 (假设客单价 25 元)	23
图表 36: 聚宝盆平台界面	24
图表 37: 中小商户在 O2O 企业服务上的需求演化	25
图表 38: 美团在 to B 业务上的股权投资列表	25
图表 39: 美团目前的业务框架体系: 一横一纵	27
图表 40: 预判美团未来的业务框架体系: 一横多纵	28
图表 41: 一个餐饮市场相当于... (基于 2017 年数)	29
图表 42: 中国餐饮市场规模趋势与预测	29
图表 43: 中国家庭外卖与外卖成为趋势	29
图表 44: 中国餐饮外卖市场规模趋势 (人民币十亿)	29
图表 45: 美团外卖的配送方式比较	30
图表 46: 美团补贴费用趋势	30
图表 47: 美团外卖预测模型	31
图表 48: 摩拜单车在 2018 年 4 月的资产价值	32
图表 49: 摩拜与 ofo 的 MAU 比较 (单位: 百万)	34
图表 50: 摩拜单车业务预测模型	35
图表 51: 阿里 VS 美团: 针尖对麦芒的竞争	35
图表 52: 阿里的新零售布局	36
图表 53: 天猫淘宝与拼多多的 MAU 趋势比较	38
图表 54: 阿里的现金, 现金流和 capex 趋势	38
图表 55: 美团主营业务假设	41
图表 56: 美团的营运资本分解	42
图表 57: 亚马逊以自由现金流为核心的财务战略历程	43
图表 58: 亚马逊股价表现 (单位: 美元)	43
图表 59: 亚马逊的现金流表现 (单位: 百万美元)	44
图表 60: DFCF 估值模型	45
图表 61: 同业估值比较	46

公司一览

公司沿革: 成立于2010年, 美团点评是中国最大、全球领先的本地生活服务电子商务平台, 在餐饮、旅游、出行等多个领域占据领先份额, 目前共拥有3.8亿用户。

管理团队: 创始人兼CEO王兴是公司的核心人物, 负责整体战略规划。联合创始人穆荣均和王慧文均拥有多年的创业和管理经验。高管团队整体能力突出。

股权结构: 公司采取同股不同权的AB股架构。创始团队王兴、穆荣均和王慧文合计持有7.4亿股A股, 占公司总股本13.2%, 但拥有60.4%的表决权。

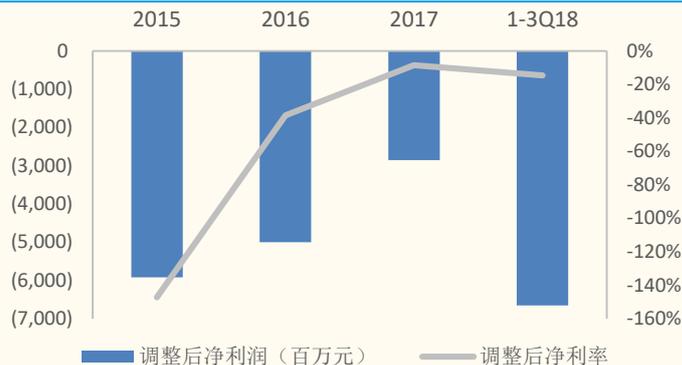
融资历史: 公司自成立后共进行六轮私募股权融资, 合计金额82.1亿美元。2018年9月于港交所IPO后融资381亿港元。

图表 1: 营业收入和毛利率趋势



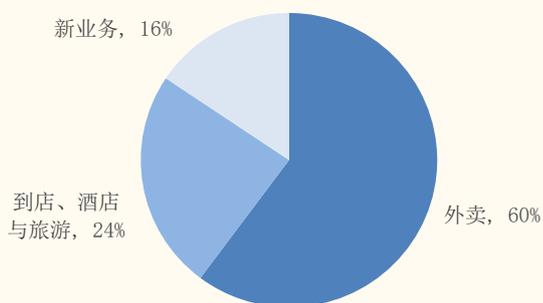
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 2: 净利润和利润率趋势



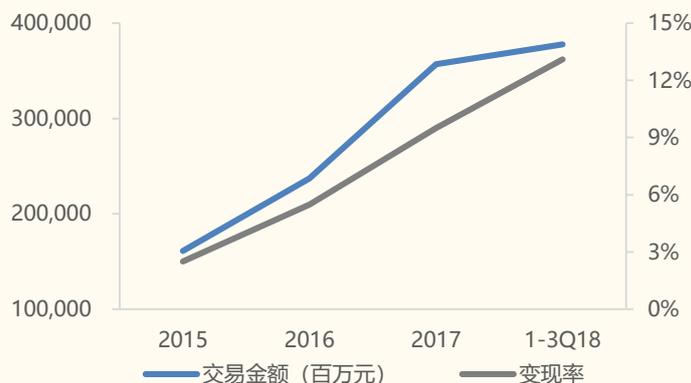
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 3: 1-3Q18 营收分解



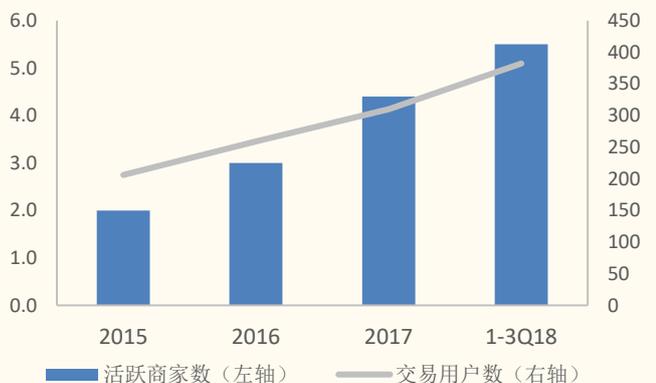
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 4: 交易金额与变现率趋势



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 5: 用户数与商家数量趋势 (百万)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 6: 资本支出与现金流趋势

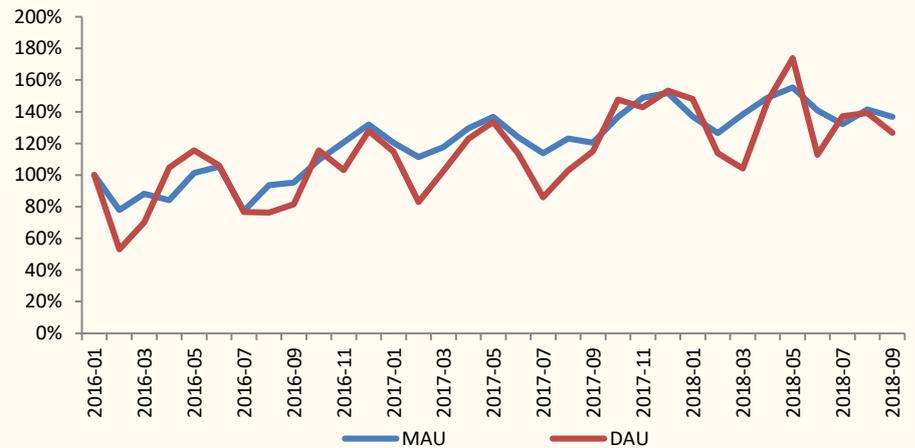


来源: 公司财报, 国金证券研究所

1. 投资美团点评是一场 5-10 年的马拉松

美团点评（以下简称美团）无疑是近年来中国进步最快的互联网企业之一。仅用了八年时间，美团已经成长为最大的本地生活服务电子商务平台，业务从最初的团购扩展为餐饮、娱乐、旅游、出行、零售等领域的 to C 服务和相关的垂直类 to B 服务。2018 年前三季度，美团拥有 3.8 亿交易用户和 550 万活跃商家，总交易金额达 3776 亿元。根据国金证券研究创新中心统计的数据，美团系 APP（含大众点评）目前合计的 MAU 约为 2.5 亿，整体流量保持稳步增长的趋势。

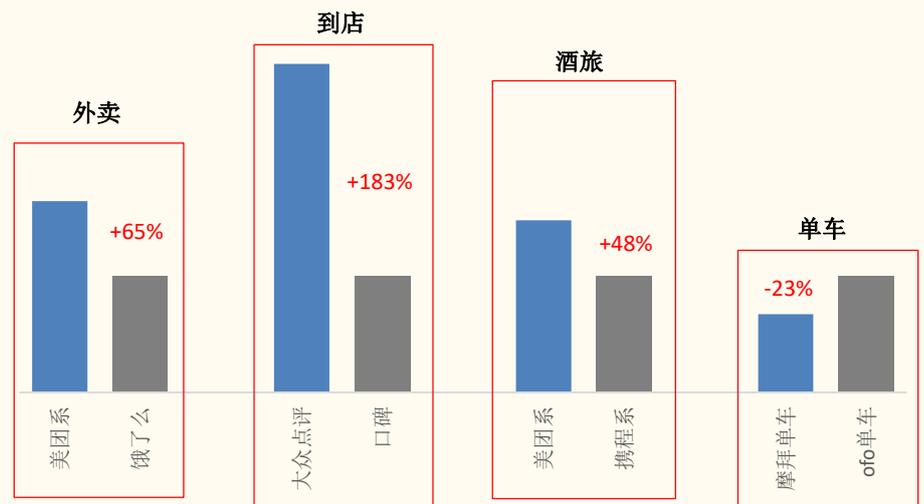
图表 7：美团系 APP 应用的流量增长趋势



注：以 2016 年 1 月为基准做指数化处理

来源：国金证券研究创新中心

图表 8：美团各业务与主要竞争对手的 MAU 比较



注：以 2018 年 10 月底截面数据做比较，以 MAU 较低者为基准

来源：国金证券研究创新中心

尽管美团已是 BAT 之后中国新一代互联网公司的翘楚之一，我们认为，和早年的亚马逊 (AMZN US) 一样，投资美团是一场考验耐心与毅力的长跑。现阶段的美团是一个青春勃发的美少年，但未来成长充满着各种可能性的同时

也伴随着大量不确定性。本地生活服务 O2O 业务的特性决定了这是一场旷日持久的拉锯战和消耗战，而阿里巴巴（BABA US，以下简称阿里）近期的强势介入将使美团获得正向自由现金流的道路更加漫长。我们高度认可王兴团队的眼光和执行能力，但当前的估值（375 亿美元）无疑已经给予了美团管理团队相当高的溢价。不过，**如果能坚持陪伴美团 5 年以上，我们相信这家公司能够给投资者带来丰厚的回报。**

接下来，我们从公司的核心能力、业务生态、未来发展的边界、与阿里的竞争以及合理估值五个方面来尝试勾勒一幅美团的全景图。

2. 摧城拔寨背后的四大核心能力

回顾美团的成长历程可以发现，在进入的每一个主要市场（如团购、外卖、酒店、电影票和景区门票等），美团均是以步步为营、后来居上的方式拿下份额第一，这在寸土必争的本地生活服务市场中是不多见的。美团看似无边界业务扩张背后依赖的核心能力是什么呢？我们总结为：好学、敢战、善谋和有定力四点。

2.1 好学

王兴和他的团队是典型的学生创业者，在没有足够实业经验、技术积累和人脉资源的背景下，凭着一腔热血开始了创业的征程。早期的王兴团队和彼时大多数学生创业团队一样，是单纯的模仿者，先后尝试的几个项目都能看到对标美国企业的印记，例如校内网、饭否网和美团网分别参照的是 Facebook、Twitter 和 Groupon。然而，王兴是一个学习意愿和学习能力极强的人，始终用一个开放的心态观察和探索着身边的世界，像海绵一样不停吸收着所需要的养分。我们认为，**这种学习精神带来的能力提升，是王兴团队最终能够从成千上万的学生创业者中走出来的重要原因之一。**

不间断的学习支撑着王兴团队在两个方面不断成长。第一个是产品能力。王兴是一个勤奋而又专注的互联网研究者，有着利用互联网思维和技术去改变生活和产业的坚定信仰，因此对于互联网领域的创新发展具有极高的敏锐度。历史上王兴团队的每一次创业都踩准了行业的风口浪尖（如社交网络、微博、团购等），开创国内相关领域的先河。此外，尽管在推广获客上毫不手软，王兴团队更擅长从用户体验出发，用技术打磨出更好的产品。这种产品思维在社交网络和团购等几场拉锯战中均帮助王兴团队占得上风。

第二个能力是战略能力。总结一下过去十年王兴在公开场合（如美团年会等）和媒体采访（财经杂志等）中的言论，就不难发现他在战略方向和模式理论上的不断进步。

2009 年：互联网的“四纵三横”理论。横轴是资讯、交流、娱乐和商务四个维度，纵轴是 web1.0 搜索、web2.0 社交和 web3.0 移动三个阶段。团购处于 web2.0 阶段社交和商务的交叉点上。

2011 年：中国互联网营销模式的三层金字塔结构。第一层头部企业的品牌营销需求由门户网站满足，第二层的中小企业效果营销需求由搜索引擎的按点

击付费服务满足，而第三层大量本地服务企业的互联网营销需求将由团购模式来满足。

2012年：团购的“三高三低”理论。团购鼻祖 Groupon 的高毛利、高运营成本模式并不是团购的最佳模式，美团团购的定位是高效率、低成本；高科技、低毛利，高品质、低价格，以为消费者创造价值为核心目标。

2013年：从团购迈向 O2O。O2O 将是一个过万亿的大市场，是美团未来增长的来源。美团要紧抓线上交易、线下消费的业务特点，力争在 2015 年实现交易金额 1000 亿元的目标。

2014年：O2O 的未来在于移动端。美团放弃 PC 端的流量而坚定转向移动端战略，专注于最关键的环节即交易，并加大相关技术的投资力度。

2015年：O2O 真正大决战的一年到来，美团将把战略重点放在建平台、建生态上。

2016年：纯互联网创业的黄金时代已经过去，“互联网+”这个更大的机会正在到来，未来要做的是各个行业从上游到下游的产业互联网化。美团的核心业务要尽快完成相应的升级改造。

2017年：互联网经济上半场的流量红利期已经结束，下半场的方向是围绕供应链和 to B 行业的创新。以效率提升、成本降低为方法让整个中国产业的供给侧实现互联网化和数据化，最终回到持续增长的道路上。

成功的企业往往建立在成功的战略方向之上，而强大的学习能力是保证美团在战略道路上不断进化的基石。

图表 9：美团业务发展历史



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 敢战

2010年王兴团队创立美团网，选择成为一家基于本地生活服务的 O2O 企业。O2O 市场虽然体量达数万亿之巨，但进入门槛不高，同时对线上线下运营的要求都很高，倒在 O2O 道路上的创业企业不计其数。在经历了大大小小的战役之后，美团不但是一个幸存者，更成为了中国最大的 O2O 企业。除了战略方向上的正确以外，美团在战术层面的成功也是核心原因之一。

我们认为，美团在战术打法上的优势体现在缜密的逻辑思维体系和精准的目标分解和执行能力。当面临竞争压力的时候，美团并不会盲目跟进，而是潜心研究对手招式中的破绽，围绕战役成败的关键点找到自己应对的节奏。在必须要正面反击的情境下，则会以“效率”为原则把局部目标层层拆解和反复优化，让自己有限的资源运作出最大的效果。

让我们来复盘一下 2010-2012 年团购“千团大战”的经典一役。2009 年 Groupon 在美国创立 7 个月即实现盈利且估值飙升，让中国的互联网创业者们找到新的风口。到 2011 年初全国的团购网站已超过 5000 家。在风险资本的支持下，头部企业为快速做大规模实现上市目标，引发了一场极为惨烈的竞争，主要手段包括高额补贴和大量投放线下广告以获客、快速并购中小同业以扩大市场份额、大量扩员和挖角以在全国范围设点等。根据各企业融资情况做的不完全统计，千团大战累计资金投入超过 70 亿人民币。

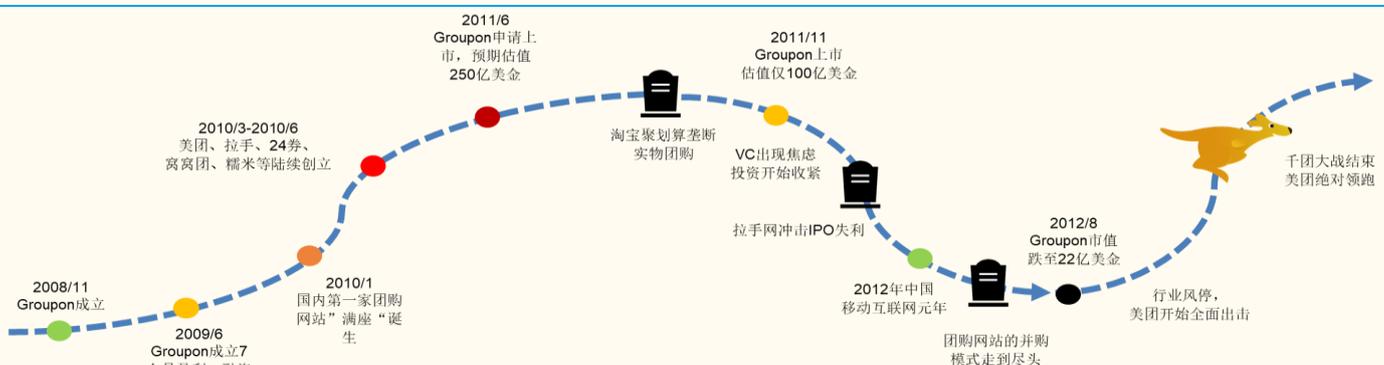
彼时的美团既不是规模最大也不是融资金额最大的团购网站。王兴团队在分析论证了竞争态势后得出三个正确的判断：1) 做团购是以让中小商家和消费者双赢为目标而不是以上市为目标；2) 不考虑用户体验而靠烧钱获得的市场份额并不可靠；3) 没有盈利模式而仅依赖风险资本的趋势不可持续。

统一了思路后，美团的战术目标是以差异化手段稳住团购第一阵营的地位不掉队，同时耐心寻找反超的机会。所采取的打法则是：1) 农村包围城市，积极在成本较低的二三线城市抢先开设站点；2) 避开强敌环伺的实物团购而主打生活服务品类；3) 不做无效的线下广告，线上流量果断砸钱投入但狠抓性价比；4) 允许用户过期退款以改善体验，同时给商家快速回款以获取信任。

2011 年 6 月 Groupon 启动 IPO 但直到 11 月才流血上市，同时拉手网 IPO 宣告失败，团购领域的风险资本骤然收紧。然而发现了对手破绽的美团却在 9 月进行全员大会，高调宣布大规模反击，并迅速在同年 11 月拿下了单月行业第一。到 2012 年美团的市场份额已接近 30%，而全国所剩的团购网站已不足 1000 家。

更为重要的是 2011 年底干嘉伟（阿里第 67 号员工，前阿里 B2B 业务销售 VP）加盟美团担任 COO，为美团带来了阿里中供铁军成熟的团队管理和精细化运营经验，彻底扭转了战局。2013 年美团在团购市场的份额超过 50%，再也没有给对手任何机会。

图表 10：2010-2012 年的团购“千团大战”



来源：得到，国金证券研究所

后续外卖、电影票和网约车等业务的拓展过程中，我们可以看到美团依然在重复着同样的路径。正确的方法论和强悍的执行力，是美团“敢战”背后的基因所在。

2.3 善谋

在创业早期，王兴团队经常被诟病为善于发现而不善于创新。然而，随着成功经验的积累和可支配资源的增长，如今的美团已经完成了从一个模仿者到一个谋局者的蜕变。

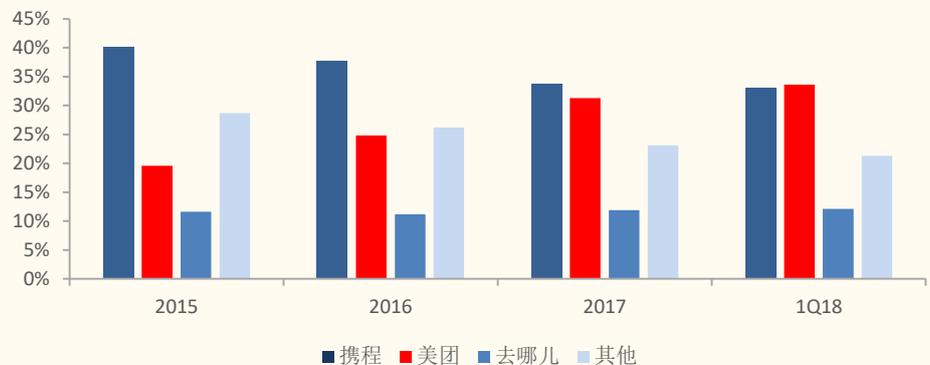
谋局能力赋予美团的是更高的战略格局和更强的战术规划水平，使之能够在横向切入新业务线时后发制人重塑市场格局，甚至挑落原有的龙头老大，从而完成在团购时期不可能完成的任务。

在线酒店预订业务就是一个最好的例子。酒店预订是刚需且频次较高的到店业务，成熟期的毛利率可达 80% 以上。2017 年国内线上酒店预订市场容量为 1820 亿元，2013-17 年均复合增长率达 33.7%。携程 (CTRP US) 是行业毫无争议的龙头，通过 2014 年投资同程、途牛，2015 年并购艺龙和去哪儿之后，更是打造了庞大的携程系，合计市场份额超过 70%。阿里尽管推出了飞猪旅行，但份额始终在个位数徘徊。

美团在线上酒店预订业务的博弈中下出了一盘精彩的对局。就在所有人都认为 OTA (Online Travel Agency) 市场格局已定，携程地位不可动摇的时候，美团于 2013 年开始小规模试水，2014 年成立酒旅事业部，2015 年推出在线酒店预订系统。美团前期的步伐很小节奏很慢，用了整整三年来观察和研究携程的能力边界，耐心寻找突破点。

逆袭携程的破局点恰恰在于携程最核心的能力：对于商旅人士的一站式服务。长期耕耘于本地生活服务的美团敏锐地发现了携程从未涉足的领域：本地人的本地住宿需求。而这个领域里的住宿需求量远远大于商旅客流的需求量。美团从医院和大学周边酒店等细分场景切入并迅速放量。再加上从到店餐饮和娱乐等业务上的大规模导流形成的交叉销售，美团的酒店预订业务从 2015 年开始快速增长，并于 2018 年一季度在国内酒店间夜数这一核心指标上超越携程，成为行业第一。

图表 11：酒店间夜数市场份额比较



来源：公司招股书，国金证券研究所

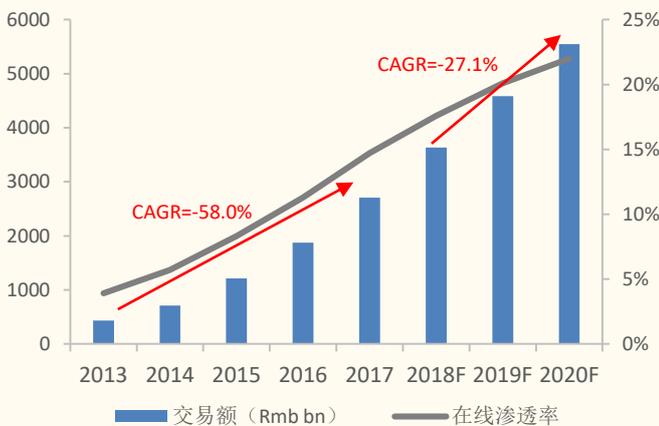
谋局能力赋予的大局观也是近年来美团持续跨越式发展的重要前提。2015年美团在外卖、到店等业务上多线作战，和饿了么、大众点评等对手展开激烈竞争，账上现金趋于枯竭。为了摆脱缠斗的局面，尽快拿下最为看好的外卖业务，王兴联手红杉资本等投资人共同推动了美团和大众点评的战略合并（红杉同时是美团和大众点评的投资人），一举改变了中国 O2O 市场的竞争格局。大众点评于 2014 年 5 月和 2015 年 1 月曾两次战略投资饿了么，创始人张涛还是饿了么的董事会成员。美团和大众点评合并之后，张涛退出了饿了么董事会，大众点评给予饿了么的流量支持则顺理成章地全部转向美团。美团做外卖比饿了么晚了整整五年，但仅运营了四年就登上行业顶峰。此后饿了么并购了行业老三百度外卖（现改名为饿了么星选），并投入阿里阵营，但至今还没有能够扭转战局。

2.4 有定力

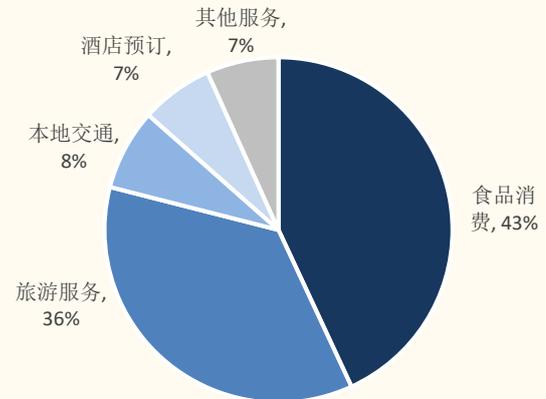
如果说战略上的正确方向使美团在竞争的红海中生存下来，那么战略上的定力则是帮助美团成为 O2O 行业领跑者关键因素。

中国的本地生活服务 O2O 行业过去五年以 58.0% 的年均复合增长率快速增长，2017 年市场规模达 2.7 万亿，雄居全球之首。这个产业之所以能够领先全世界，除了庞大的市场需求和完善的基础设施条件外，更是由于大量互联网公司投入重金对商业模式的探索和对消费者使用习惯的培育。

图表 12：中国本地生活服务 O2O 市场规模



图表 13：中国本地生活服务 O2O 市场分解（按交易额）



来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

尽管在战术层面不断探索和调整，美团在 O2O 的长期战略上一直是清晰的、坚定的。公司自成立以来共融资六轮，合计金额 82.1 亿美元，全部投入了 O2O 业务的开拓。王兴团队顶住压力，通过长期的战略性亏损终于成为行业的领军企业。2017 年美团的总交易金额达到 3570 亿元，市场份额达到 13.2%。与之形成鲜明对比的是百度 (BIDU US)。百度于 2014 年高调宣布了以糯米网和百度外卖为核心的 O2O 战略，并在 2015 年宣布继续追加 200 亿元投入。然而由于无法承受 O2O 业务推广中带来的巨额亏损压力，自 2016 年下半年开始百度已经在 O2O 战略上全面动摇，并于 2017 年 8 月黯然把百度外卖出售给饿了么。战略定力在企业发展道路中的重要作用由此可见一斑。

王兴拥有用科技去提升效率，从而改变产业和生活的信念，因此美团在技术上始终保持的大量的投入。截止 2018 年 4 月，美团的技术工程师达到 10343 名，占员工总数的 22.2%。尽管经营性现金流还未转正，美团 2017 年的研发费用达到 36.5 亿元，占营收的 10.8%，2018 年前三季度更是达到 50.9 亿元，占总营收的 11.2%。

在研发投入上的定力让美团能用技术给用户带来更好的体验并最终获得更大的市场份额。举例而言，与竞争对手专注于用户增长的策略不同，美团外卖在发展早期即意识到建立配送系统能力的重要性，并且投入大量人力和资源在调度系统的建立与优化上。美团外卖的智能调度系统已经成为世界上规模最大、复杂度最高的多人、多点实时智能配送调度系统。目前日常高时段每小时执行约 29 亿次的路径规划算法，并能在平均 55.2 毫秒内计算出 97% 的最优配送路线。订单的平均配送时长从 2015 年的 41 分钟缩短至 2017 年的 28 分钟；同时在骑手薪资逐步提升的前提下，单均配送成本也有了 20% 以上的缩减。

图表 14：美团的研发费用趋势



来源：公司财报，国金证券研究所

综合而言，我们认为“好学、敢战、善谋、有定力”是渗入在美团基因中的核心竞争力。未来我们仍将看到这些能力不断演进，相互催化，推动美团在成长的道路上昂首前行。

3. 日趋完整的业务生态

3.1 到店：平台生态的基石

美团的到店业务包括到店餐饮，酒店、机票、旅游的预订，以及娱乐、美容、亲子等各类生活服务。美团通过 APP 和网站为用户提供线下消费场景的信息搜索和点评分享，并通过线上预订、在线支付、购买优惠券和团购以及在线营销服务等方式获得收入。2017 年到店业务合计贡献 108.5 亿元收入，占总营收的 32.0%。由于到店业务的毛利率高达 88.3%，2017 年贡献了总毛利的 78.4%，是美团目前最主要的利润来源。

到店是美团业务的起点，也是其他业务发展的基础。主要的打法是以撮合交易为抓手，通过不断横向切入各类垂直消费场景搭建起一个满足所有生活需

求的一站式服务平台。然后以用户在平台互动的内容和数据为核心，撬动用户活跃度，联动平台各个消费场景形成交叉销售，并最终形成一个用户黏性较强的平台生态。

以下我们对到店业务中占比最大的餐饮和酒店预订业务展开分析。

3.1.1 到店餐饮

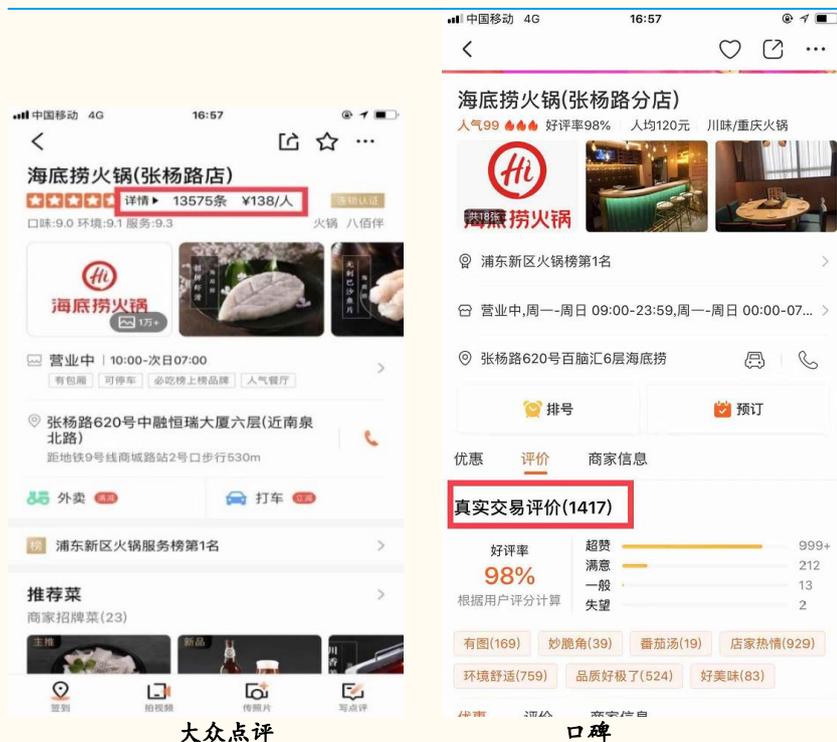
美团到店餐饮的主阵地是大众点评网。2015 年对大众点评的并购，是美团发展历史上的一个里程碑。我们认为，大众点评的价值不仅在于自身带来的交易额，更为重要的是多年沉淀下来的内容和数据，其战略意义在于：

1) 增加双边平台的粘性。到店业务的点评内容，营造了社区生态，增加了用户的粘性，因此也能吸引更多商户入驻。

2) 提供决策依据。用户的点评内容、推荐菜品、优惠券交易、店铺查找、页面浏览等数据，都是体现用户喜好和需求的第一手数据，可以帮平台逐步完善用户画像，从而提升用户和商户匹配的精准度，并反哺其他业务。

3) 树立业务壁垒。内容社区的建立、运营需要一个漫长的培育过程，而成立于 2003 年的大众点评在这方面具有明显的先发优势，目前已拥有超过 40 亿条用户评论、5.7 亿张照片以及 260 万个视频，其他平台很难追赶。这是公司在到店餐饮业务上一个具有持续性的竞争优势。以阿里旗下的口碑为例，虽然依托阿里的地推和大量补贴吸引了一些商户入驻，但点评方面的 UGC 内容仍远少于大众点评，这导致平台对商户和用户的吸引力不强，只能依靠持续的补贴维持流量。

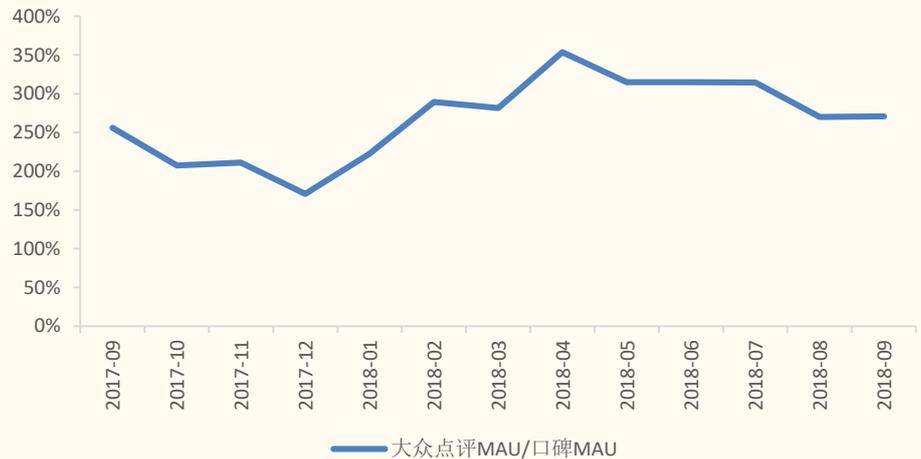
图表 15：大众点评与口碑的商户热度（评论数）对比



来源：大众点评 APP，口碑 APP，国金证券研究所

通过内容侧的补充，美团摆脱了之前重交易、偏工具的属性，升级为一个结合社区内容和交易产品的综合服务平台，让用户真正活跃在平台上，极大提升了用户粘性和平台价值。从国金证券研究中心监控的数据来看，大众点评在到店餐饮领域的流量远远领先排名第二的口碑，基于内容的护城河优势是巨大的。

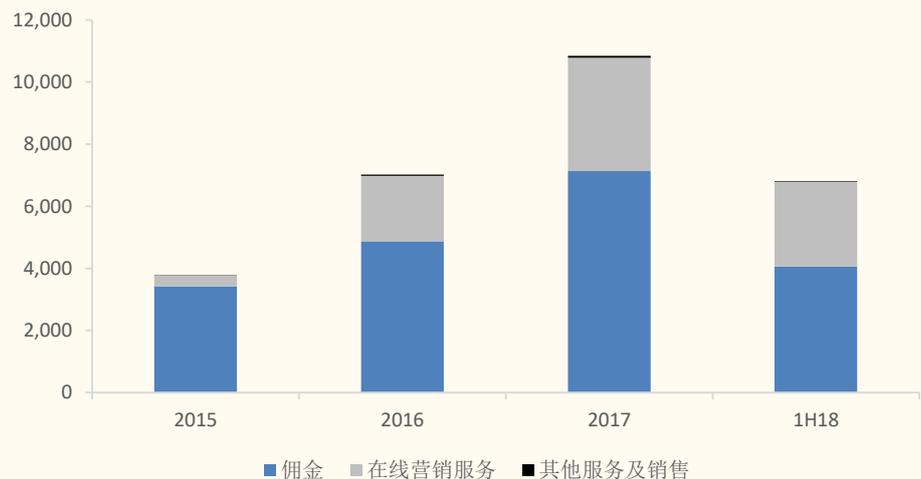
图表 16: 大众点评业务流量远远领先于口碑



来源：国金证券研究创新中心

到店餐饮也是一种典型的互联网双边平台业务。在平台的正反馈机制下，用户侧的繁荣会吸引另一侧更多商家入驻平台，并投入营销资源以获客。美团到店业务中的在线营销服务在 2018 年上半年营收占比达到 40.1%。相较于 2015 年占比 10.1% 有大幅提升。2015-17 年在线营销服务营收的年均复合增长率 (CAGR) 达到 225.1%，远高于同期到店佣金收入 44.3% 的增速。我们认为，营销服务未来仍将成为到店业务营收增长的主要引擎。

图表 17: 美团到店业务收入分解及趋势

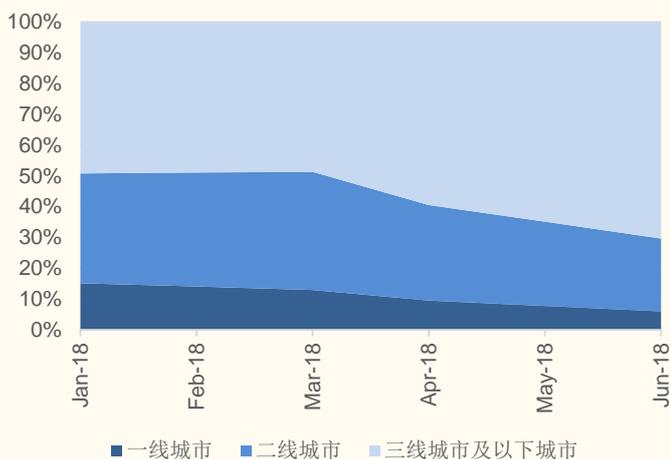


来源：国金证券研究创新中心

3.1.2 酒店预订

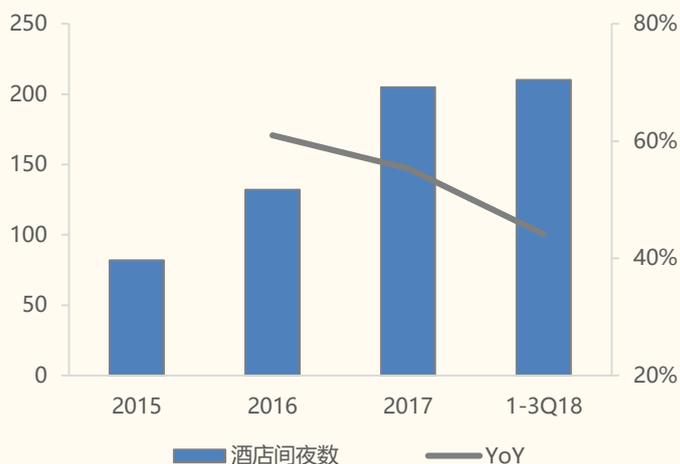
美团酒店业务有着清晰的差异化竞争策略：从低线城市入手，从中低端酒店入手，从本地人的本地住宿需求入手。由于踏准了在线酒店预订增长点从一二线城市转向三四线城市的行业趋势，美团在短短 5 年内已成为国内间夜数最大的酒店预订平台。2017 年酒店间夜数达到 2.1 亿，2015-17 年 CAGR 为 58.1%；2017 年交易金额达到 365.3 亿，2015-17 年的 CAGR 为 64.8%。

图表 18：在线酒店预订市场新增用户分布



来源：Trustdata, 国金证券研究所

图表 19：美团酒店预订间夜数增长趋势



来源：公司招股书, 国金证券研究所

除了准确的战略定位之外，美团强大的地推能力和极低的获客成本也是酒店业务后来居上的重要原因。在地推能力方面，公司从到店餐饮业务锻炼出来的地推团队，在面对线上化接受程度更高的酒旅商户时，属于降维攻击，转化能力很强；在获客方面，与携程等 OTA 平台需要从外部获客不同，美团酒旅业务 80% 的新增用户来自外卖和到店餐饮业务，这对应极低的获客成本，因此平台可让利于酒店，收取较低的佣金率。我们测算，OTA 获客成本一般在 100-200 元，佣金率 15%-20%；而美团获客成本不到 10 元，佣金率在 8%-10%。这些优势帮助美团进入传统 OTA 垄断之外的中低端市场，并迅速成长。

图表 20：美团与携程酒店间夜数比较 (万)



来源：国金证券研究创新中心

图表 21：美团与携程 MAU 比较 (百万)

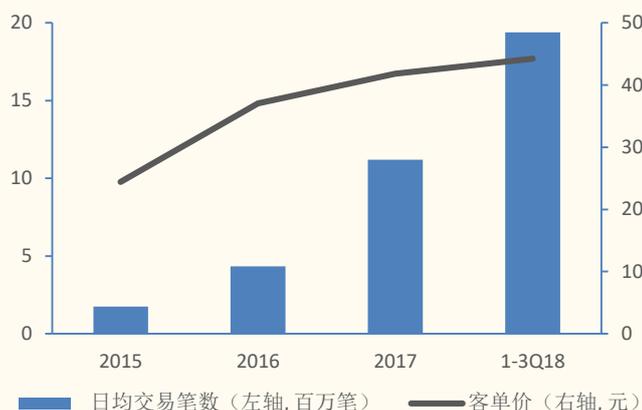


来源：国金证券研究创新中心

3.2 到家：最核心的流量入口

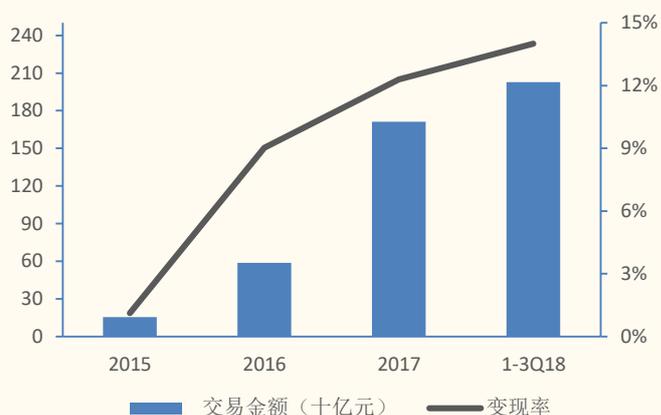
美团的到家业务主要包括餐饮外卖和非餐饮外卖（跑腿代购业务）。其中餐饮外卖是美团目前体量最大的业务线，2017 年贡献了 62.0% 的营收和 13.9% 的毛利。餐饮外卖自 2015 年起步以来成长极为迅速，2015-17 年营收的 CAGR 高达 997.0%。2018 年三季度，餐饮外卖的日均交易笔数达到了 1788 万笔，同比增长 48.5%，成为美团最大最重要的流量入口。

图表 22：美团外卖量价齐升



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 23：美团外卖量价齐升



来源：公司年报，国金证券研究所

在行业竞争格局方面，2015 年美团与大众点评合并之后逐步在外卖大战中占据上风。国金证券研究创新中心监控了中国 GDP 排名前 100 位城市的外卖市场竞争格局，从分析结果来看，美团外卖相较于饿了么已经取得全面的领先优势，目前在中国头部 100 个城市外卖市场份额的平均值达到了 67.7%。即使在饿了么实力最强的上海，美团也已占据了 53.2% 的市场份额。

图表 24：美团外卖市场份额测算（按外卖单数）

排序	城市	人口 (万)	人均 GDP (万元/人)	美团覆盖餐饮商家数	美团外卖市场份额估算	排序	城市	人口 (万)	人均 GDP (万元/人)	美团覆盖餐饮商家数	美团外卖市场份额估算
1	上海	2418	12.5	51108	53.2%	51	镇江	319	12.9	4806	67.5%
2	北京	2171	12.9	47764	61.4%	52	嘉兴	455	9.0	6688	65.8%
3	深圳	1090	20.4	46666	61.5%	53	襄阳	550	7.4	4590	64.8%
4	广州	1404	15.3	43154	67.9%	54	金华	545	7.4	5411	71.0%
5	重庆	3372	5.8	42939	64.7%	55	宜昌	413	9.6	3983	67.7%
6	天津	1547	12.0	23257	71.2%	56	惠州	476	8.0	8924	65.9%
7	苏州	1065	16.0	21646	67.2%	57	沧州	780	4.7	3873	67.0%
8	武汉	1077	12.4	28231	66.8%	58	漳州	505	7.0	2933	69.9%
9	成都	1592	8.7	47751	65.9%	59	威海	280	12.7	5193	68.0%
10	杭州	919	13.7	26799	71.4%	60	邯郸	949	3.7	6775	70.5%
11	南京	827	14.2	24436	66.9%	61	贵阳	470	7.5	9900	68.1%
12	青岛	871	12.9	20098	67.2%	62	中山	356	9.8	7007	71.3%
13	无锡	653	16.1	18341	66.2%	63	泰安	556	6.2	3860	68.7%
14	长沙	765	13.3	16879	64.5%	64	包头	286	12.1	4698	71.2%
15	宁波	788	12.5	13332	71.6%	65	淮安	564	5.9	5348	66.9%
16	佛山	846	11.2	13829	65.3%	66	榆林	375	8.9	1910	66.2%

17	郑州	1001	9.0	29014	66.4%	67	德州	562	5.9	4024	70.2%
18	南通	730	10.6	9301	65.1%	68	岳阳	563	5.8	2891	67.1%
19	东莞	832	9.1	18074	70.9%	69	常德	609	5.3	2458	71.0%
20	烟台	701	10.8	9647	67.5%	70	保定	1043	3.1	5411	68.5%
21	泉州	851	8.9	7024	71.8%	71	聊城	597	5.4	3894	66.0%
22	大连	700	10.5	12242	67.8%	72	太原	432	7.4	8741	71.5%
23	济南	706	10.3	15730	71.2%	73	呼和浩特	300	10.6	7184	66.1%
24	西安	945	7.6	25160	65.6%	74	芜湖	367	8.4	4779	71.1%
25	合肥	937	7.7	14202	66.9%	75	廊坊	450	6.9	4897	65.6%
26	福州	757	9.4	12089	67.8%	76	衡阳	734	4.2	2751	67.1%
27	唐山	1024	6.8	5813	67.6%	77	茂名	747	3.9	2414	71.8%
28	常州	471	14.1	11688	65.5%	78	南阳	1009	2.9	5568	71.0%
29	长春	880	7.5	10718	66.0%	79	菏泽	843	3.4	3683	64.9%
30	哈尔滨	1063	6.2	16749	69.0%	80	乌鲁木齐	352	8.0	5995	65.6%
31	徐州	871	7.6	8219	64.9%	81	湛江	724	3.9	3519	69.6%
32	石家庄	1078	6.1	15152	70.3%	82	遵义	800	3.5	4284	66.0%
33	潍坊	927	6.8	9802	65.9%	83	吉林	441	6.3	5004	68.3%
34	沈阳	829	7.1	17616	71.1%	84	江门	448	6.1	6814	68.0%
35	温州	919	6.0	8587	69.5%	85	柳州	396	6.9	4428	70.1%
36	绍兴	501	10.6	8054	65.1%	86	株洲	402	6.8	2425	71.6%
37	扬州	500	10.1	6782	69.3%	87	许昌	431	6.3	4597	69.2%
38	盐城	724	7.0	5958	70.5%	88	滨州	380	7.1	3722	69.7%
39	南昌	537	9.3	6657	67.0%	89	连云港	507	5.2	5454	64.8%
40	淄博	464	10.5	6303	64.6%	90	宿迁	485	5.4	3689	71.5%
41	昆明	726	6.7	15343	66.6%	91	枣庄	392	6.4	3426	69.1%
42	泰州	508	9.3	5355	65.6%	92	珠海	168	14.8	6222	69.7%
43	鄂尔多斯	201	23.5	2009	71.2%	93	大庆	300	8.3	2777	67.4%
44	济宁	808	5.7	6266	71.9%	94	周口	880	2.8	4507	64.9%
45	台州	603	7.3	7709	65.0%	95	咸阳	527	4.7	3890	65.5%
46	临沂	1044	4.2	9319	67.3%	96	湖州	262	9.4	4854	70.3%
47	洛阳	680	6.4	12189	65.4%	97	兰州	401	6.1	4555	70.4%
48	厦门	400	10.8	9971	69.7%	98	郴州	469	5.2	2609	67.0%
49	东营	209	20.1	4183	69.1%	99	新乡	600	3.9	6013	64.8%
50	南宁	752	5.6	11626	71.0%	100	焦作	369	6.5	4042	64.9%

注：按 2018 年 10 月 30 日截面数据测算

来源：国金证券研究创新中心

如前所述，美团外卖后来居上超越饿了么的重要原因在于更好的用户体验。为此，我们以消费者的角色对比体验了美团与饿了么的外卖服务。在为时六天的实验中，我们尝试在不同的天气条件下，同时在一家餐厅下单同样的餐食，最终比较外卖送达所用时间和实际支付的餐饮成本。从图表 25 的结果来看，在大多数情况下美团外卖的配送效率和补贴力度都要优于饿了么。尽管这只是一个小样本的对比，但用户体验差异的背后反映出是两家公司在技术水平和运营能力上的差距。

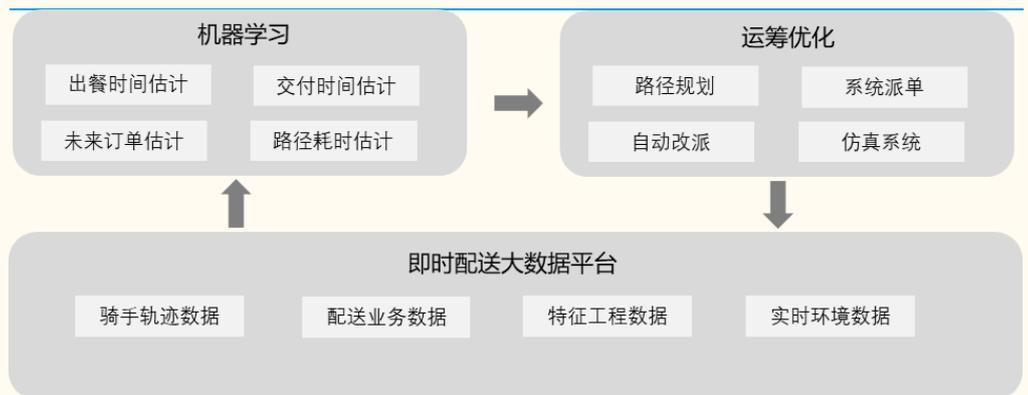
图表 25: 美团外卖与饿了么外卖的对比实验

(人民币元)	第一天	第二天	第三天	第四天	第五天	第六天
天气	台风, 雨	雨	晴	晴	晴	晴
餐饮类型	西式简餐	中餐	西式简餐	日式简餐	中餐	中餐
价格	42.0	45.0	58.0	44.0	50.0	39.0
美团						
送达所用时间 (分钟)	22	44	35	32	29	37
和预计送达时间相比 (分钟)	-20	-4	-4	-5	-17	7
包装餐盒费	2.0	2.0	2.0	4.0	3.0	4.0
配送费	6.0	9.0	6.0	4.0	5.0	4.0
红包	-2.0	0.0	-5.0	-2.0	-3.0	-2.0
满减优惠/店铺代金券	-10.0	-15.0	-10.0	-13.0	-16.0	-13.0
实际支付	38.0	41.0	51.0	37.0	39.0	32.0
饿了么						
送达所用时间 (分钟)	33	48	39	35	39	24
和预计送达时间相比 (分钟)	-14	-17	-12	-1	0	-15
包装餐盒费	2.0	3.0	2.0	4.0	3.0	4.0
配送费	6.3	6.3	6.3	5.3	6.0	5.3
红包	0.0	-3.1	-5.9	0.0	-6.1	0.0
立减优惠	-8.1	-12.0	-12.0	-15.0	-8.0	-15.0
实际支付	42.2	39.2	48.4	38.3	44.9	33.3

来源: 国金证券研究所

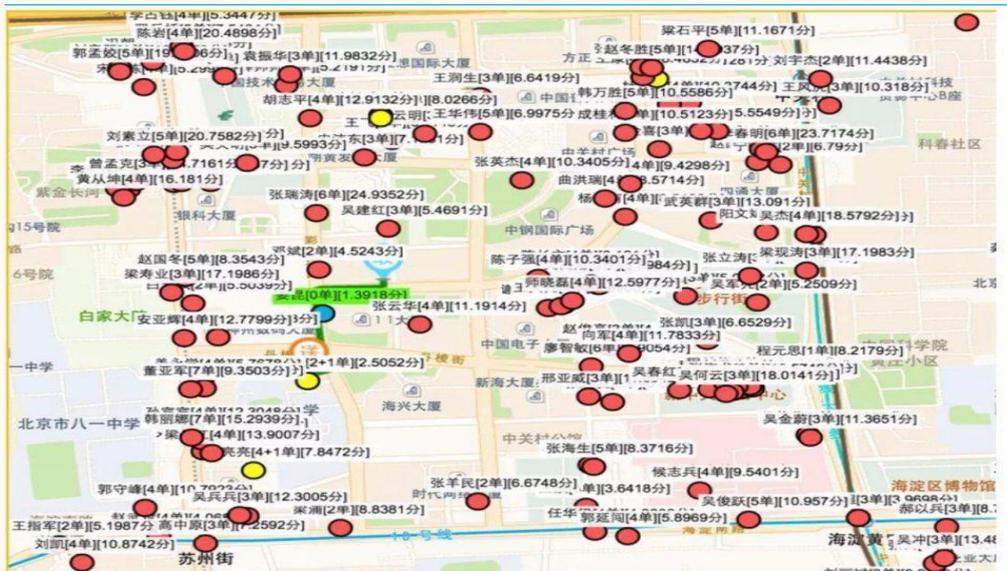
外卖配送体验的技术核心是骑手和订单的调度系统。从算法上说, 这是一个极其复杂的动态路线优化模型, 要求在不确定的订单数量、有限的骑手运力、不同的餐厅出餐速度和特殊的配送要求等约束条件下不断自我优化, 实现配送成本和预计到达时间 (ETA) 之间的最佳平衡。在用户侧, 通过我们的对比实验可以看出, 相较于饿了么, 美团外卖无论在配送成本和配送时间上都占有明显优势。在商户侧, 在我们对于餐饮商家的调研中, 绝大部分的商家认为美团外卖接单系统的 UI 界面更友好、功能更丰富实用, 版本迭达速度更快, 对商户改进需求的响应也要比饿了么更及时。

图表 26: 美团外卖订单智能调度系统的基本架构



来源: 美团技术团队平台, 国金证券研究所

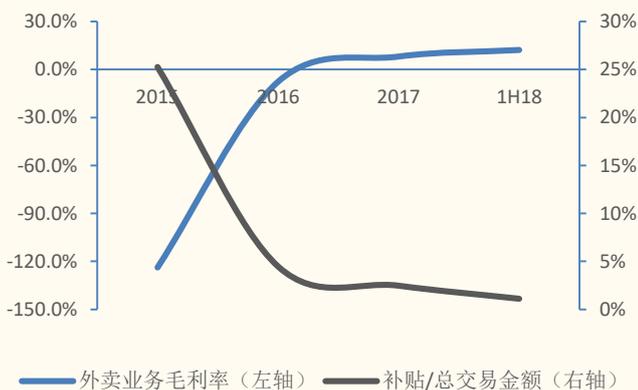
图表 27: 美团外卖调度平台一览



来源: 美团技术团队平台, 国金证券研究所

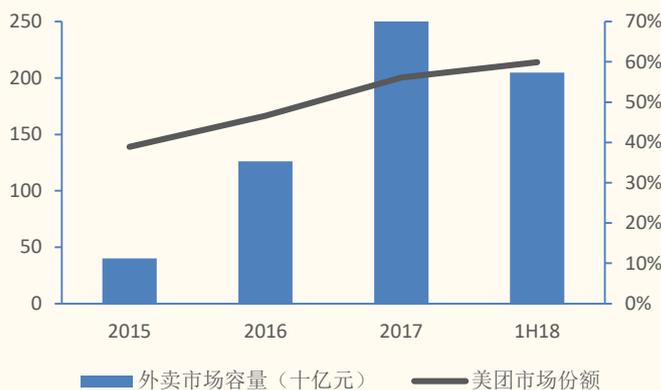
外卖在很多业务环节上与团购接近, 例如需要以城市为单位通过地推团队获取商家, 需要在前期通过大规模的现金补贴以培养用户使用习惯等等。因此, 精细化运营对于降本增效、改善用户体验也有重要的作用。当与以学生军为基础团队的饿了么正面对垒时(张旭豪 23 岁硕士在读期间创办饿了么), 身经百战的美团团队充分发挥了在管理和打法上的优势, 在补贴效率和运营效率上明显占优。2015 年至 2018 年上半年, 美团外卖的毛利率从-123.7%上升到 12.2% (3Q18 达到 16.6%), 补贴成本占交易金额的比例从 25.3%降至 2.5%, 而同期市场份额从 38.9%上升到了 59.9%, 显示出美团在外卖市场上已经摆脱补贴战, 统治力已逐步形成。

图表 28: 美团外卖盈利能力不断改善



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 29: 美团外卖市场份额不断提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

外卖对于美团整体业务的战略意义主要有两点: 1) 对外吸引流量, 转化到其他业务。外卖是典型的高频、刚需场景, 通过外卖进入平台的大量用户可以被再次导流到店、酒旅等相对低频、高毛利的业务。2) 打造即时配送能力, 为到家类新业务奠定基础。美团是较早意识到配送能力重要性的平台, 并在早期投入大量人力进行配送系统的研发、优化。在各行各业不断进行线上线下融合的今天, 配送已不仅仅局限于外卖业务, 而是开始充当越来越重要的角色, 例

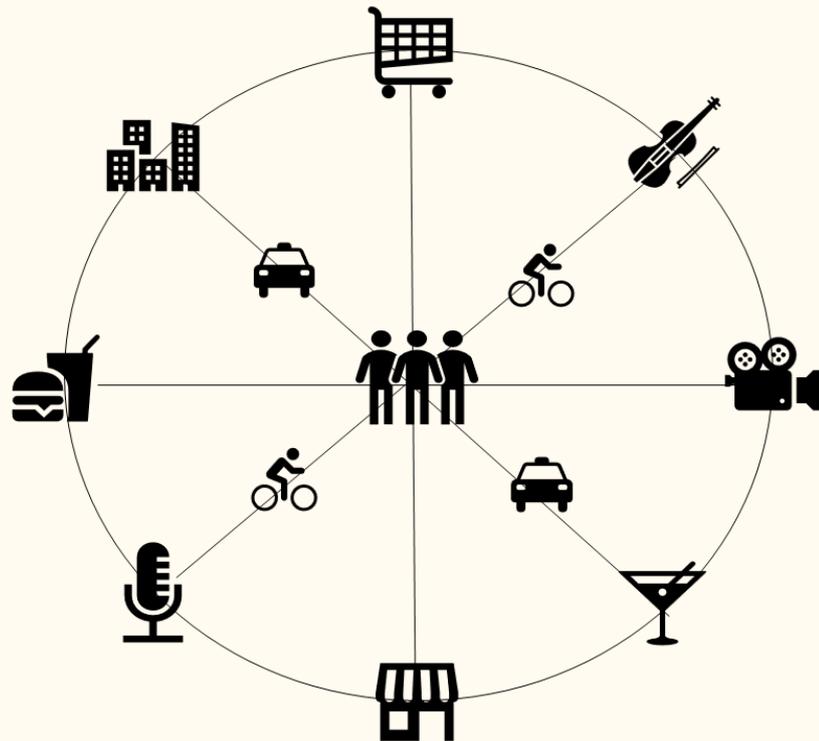
如服务于公司的新零售业务等。整体来讲，外卖放大了美团的平台价值：在用户端，美团在用户体量和用户使用频率上了一个新台阶；在商家端，美团在餐饮商家的影响力在到店业务以外继续得到提升。

3.3 出行：关键却又艰难的一步

在美团的各条业务线中，出行部门组织层级的级别和外卖部门一样高，足见公司管理层对于出行场景的重视程度。目前美团的出行业务主要包括 2017 年 2 月开始试点的网约车（覆盖中长距离出行）和 2018 年 4 月收购的摩拜单车（覆盖 3 公里内短途出行）。由于这两项业务均需要巨额的资金投入并明显拖累了美团 2018 的财务表现，市场对于公司出行业务的争议是最大的。

我们认为，出行在美团的业务布局中是不可或缺的一个环节，具有极为重要的战略意义。在整个线下的本地生活服务版图中，美团已经成功布下了餐饮、零售、酒店住宿、娱乐休闲和生活便利等一个个业务“点”。而能够把这些“点”连接起来编织成一张完整的生活服务“网”的，便是出行这个最关键的场景。此外，出行和餐饮一样高频、刚需、体量大（仅网约车 2017 年的市场容量已达 1920 亿），符合美团开展新业务的评估逻辑。因此，美团有足够的动力切入出行，完成其一站式生活服务生态的最后一环。

图表 30：由“点”至“网”的本地生活服务布局



来源：国金证券研究所

从另一方面来说，美团也有足够的做好出行。以打车为例，网约车和外卖在业务性质上类似，强调与线下结合在各个城市布点运营，利用互联网提升体验和降低成本。但重要的一点是，在最核心的调度系统上，外卖业务的复杂性要比打车高的多，具体体现为：1) 参与方多。网约车的角色涉及三个：司机、用户和平台；外卖的角色还要多一个骑手；2) 业务环节多。打车分为派单、接人、送达三个环节，是一个司机接单到达指定地点接送乘客到达目的地

的过程；而外卖则主要分为接单、到店、取餐、送达四个环节，是一个用户、骑手、商家来回交错的场景。3) 调度要求更精细。外卖品类众多，对配送的要求更加细致，需要不同的配送装置，对体积、重量、及时性、易碎易晃等都有要求，同时对骑手和商家的分布情况、属性需要更精细的数据，来让整个派单、抢单的调度更有效率、成本更低；4) 地图精度要求更高。外卖的骑手使用的交通工具多为电动摩托车，和汽车行驶的路径不尽相同；地点需要精确到小区某栋楼的颗粒度；5) 物流包含内容更丰富。相比外卖，网约车系统不存在退换货的逆向操作流程，同时鉴于外卖对于时效性的要求，物流系统频率更高、时间更短。因此，在系统层面上，外卖做打车是由难到易，而打车做外卖则由易到难。我们认为，美团在网约车上的研发投入会相对较低，基于外卖经验的技术优势也会逐步显现。

图表 31：外卖与打车调度系统复杂度对比



来源：国金证券研究所

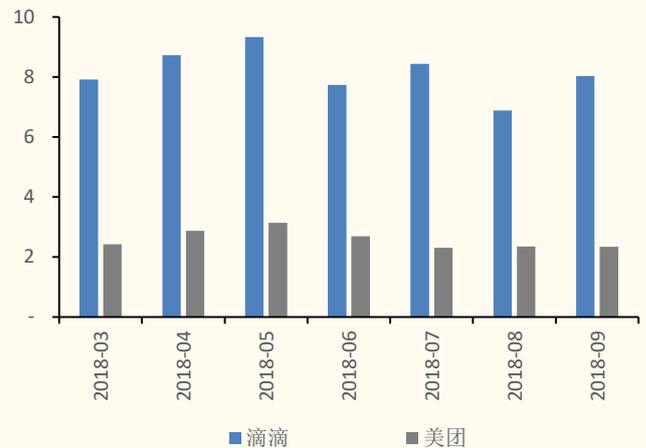
美团已经构筑起来的本地生活服务平台体系也将帮助其快速建立在出行业务中的竞争优势。国金证券研究创新中心抓取并分析了美团目前在试点网约车业务的两个城市（南京和上海）的运营数据。可以看出，在已经运营了一年半时间的南京，美团打车和滴滴出行的差距已经大幅缩小。2018年前9个月美团打车的平均 MAU 已经达到滴滴 MAU 的 82%。上海的网约车业务仅开展了 6 个月左右，目前美团的 MAU 约为滴滴的 32%。究其原因，我们监控的数据显示，除了补贴优惠之外，南京约有 45% 的网约车用户是从美团的其他业务转化而来的。例如，美团 APP 中各类餐饮和休闲娱乐场所均为网约车业务导流并提供打车抵扣券。这样交叉销售的势能无疑是滴滴不具备的。美团再一次证明了，在本地生活服务领域，单一垂直领域的龙头很难长期抗衡具备跨业务协作优势的综合性平台。

图表 32: 美团打车南京站 MAU (百万人)



来源: 国金证券研究创新中心

图表 33: 美团打车上海站 MAU (百万人)



来源: 国金证券研究创新中心

图表 34: 美团打车与到店业务的交叉销售



来源: 美团 APP, 国金证券研究所

然而, 无论是网约车还是共享单车, 在业务初期都需要巨额资金投入以获取用户并培养使用习惯。现阶段, 财务资源的限制是美团出行业务最大的掣肘。尽管在南京的试点进行得很顺利, 美团打车进入上海这样的一线核心城市后, 不可避免地掀起一场新的获客补贴大战。根据凤凰网的报道, 2018年3月美团打车全面登陆上海市场后对乘客和司机进行了双向的大规模补贴以获取市场份额, 折算下来平均每单的补贴接近40元。2017年全年美团的网约车司机成本仅2.9亿元, 2018年前4个月达到9.8亿元, 5-6月两个月更是达到了11.2亿元。如果加上对乘客的补贴, 我们测算美团每月的现金补贴接近9亿元。这样

的补贴力度显然不会持续太久，后续依然要依靠美团的整体生态来巩固出行这一场景。

图表 35：美团打车上海补贴细则（假设客单价 25 元）

时间	订单数量 (个)	司机端			乘客端	
		补贴倍数	补贴金额 (元)	总流水 (元)	保底补贴 (元)	单车补贴 (元)
7:00-8:00	2	1.2	24			
8:00-9:00	3	1.4	42			
无补贴时段	3			25 元*15 单	600 元-总流水	14
17:00-19:00	3	1.2	36			
21:00-24:00	4	1.4	56			
总计	15		158	375	225	210

司机侧单车补贴 = (158+225) / 15 = 25.5

美团每单补贴总成本 = 25.5 + 14 = 39.5 元

来源：凤凰网，国金证券研究所

共享单车同样也是对资金投入要求较高的业务。摩拜和 ofo 过去三年的实际运营情况之所以与风险资本的预估模型差异较大，还是在于高估了骑行次数（实际单车日均使用次数为 1.4 次）且低估了单车的盗损率（实际月均单车毁弃率超过 1%）。我们测算，如果摩拜要维持现有的单车规模（约 710 万辆），考虑到折旧和损毁，美团每年的投入需要在 15 亿元以上。

综上所述，出行是美团为完成本地生活服务大版图所必须切入的场景。但由于网约车和共享单车均有前期大量资本投入的需求，对美团的资源配置方向提出了考验。公司近期宣布基于目前市场情况，将不会进一步拓展经营网约车业务的城市，我们判断这只是一个阶段性的战略选择。我们认为美团将集中资源优先把摩拜单车的运营扶上轨道，但同时绝不会放弃中长距离出行业务的探索。公司将在南京和上海试点的基础之上耐心地寻找网约车业务性价比更高的破局方式。

3.4 to B 产业链：未来的希望之星

2016 年 7 月，王兴第一个提出了“互联网下半场”的理论，认为互联网行业未来的发展将从过去 C 端的用户增长驱动转变为 B 端的产业链效率提升。围绕着这一战略思想，美团从 16 年开始积极布局 B 端的企业服务类业务，目前已经推出的主要产品如下：

1) 美团点评餐饮开放平台“聚宝盆”。2016 年 5 月上线，致力于搭建一个生态平台，联盟各类餐饮 ERP 方案商，共同为餐饮商家提供包括堂食支付、团购、外卖等在内的一站式运营服务。目前聚宝盆已经接入了包括客如云、屏芯、餐道和三千客在内的 600 多家餐饮系统方案商。

2) 美团点评生活服务开放平台。2017 年 11 月上线，是一个联合开发者和服务商，为线下的休闲娱乐、美业、婚庆等休闲娱乐类商家提供从选址租赁、运营管理到数据分析在内的多种细分行业数字化解决方案。目前已经接入的服务商有 K 米、唯美会、网鱼网咖等。

3) 美团智能支付开放平台。2016 年 10 月上线，以支付为基础，将美团和大众点评的评价、营销、会员、数据等能力，通过接口等形式开放给第三方合作伙伴，共建生态。

4) 美团金融。2016 年 11 月起步，在 B 端以美团小贷为主，主要为商家提供无抵押的小额贷款用于运营及进货。一般每个商家的信用额度为 100 万元，贷款期限 6-18 个月，月利率 1.5%。目前 to B 的小贷业务规模还比较小，2018 年 4 月底的贷款余额为 14 亿元，主要通过交叉销售实现。

5) 快驴进货平台。2016 年 2 月上线，主要对标饿了么旗下的“有菜”，是一个专注于餐饮行业 B2B 供应链服务的平台，为中小商家提供包括米面粮油、酒水饮料、调料酱菜、冷冻肉禽、方便速食、厨具等标准化程度相对较高的产品，目前也已上线一些叶菜类、水果、鲜肉等非标的生鲜产品。经过两年的试验性运营，快驴于 2018 年开始发力，已覆盖 21 个省的 38 个城市，并通过补贴战术与有菜进行激烈竞争。

6) 美团管家与开店宝。面向商家的移动端应用，主要为入驻美团点评的商家提供移动端的运营管理和精准营销服务。

图表 36：聚宝盆平台界面



来源：美团点评网站，国金证券研究所

美团的本地生活服务业务是一个典型的双边市场，需要不断增强 B 端和 C 端的黏性来触发平台的正反馈效应。在 C 端，通过补贴引流，凭借内容、服务与品牌留客已经是成熟的模式。在 B 端，除了撮合交易之外，如何加强与商家的连接，依然是各个平台在摸索的方向。

美团在餐饮、休闲娱乐等各个细分领域的 550 万 B 端客户里大多是中小商家，在走向线上寻求发展的过程中，最大的痛点是自身的数字化能力极弱，完全依赖来自外部的软硬件系统支持。近年国内涌现出了以客如云、屏芯科技为代表的一批企业专注于中小商户的 SAAS 系统，初步解决了运营和支付等环节的数字化。然而这些公司自身大多也是规模较小的初创企业，产品和客户的触达面比较有限。在互联网的下半场中，大量中小商户在满足了线上销售的需求之后，必然会产生更多在运营效率、供应链和资金支持上的诉求，因此给与了美团在 to B 业务上合理延伸的机遇。

图表 37：中小商户在 O2O 企业服务上的需求演化



来源：iResearch，国金证券研究所

在 to B 业务的拓展上，美团采取了两种策略。一是搭建各个细分行业的开放平台，利用自身在商户资源上的优势吸引大量第三方服务商入驻，通过开放底层的业务接口连接不同服务商的产品和服务。我们认为，这个打法的本质是以美团自身为核心，逐步打通和兼容第三方，最后树立起一个实质性的行业标准。二是大量的对外投资。美团自 2010 年以来先后做了 33 次对外的股权投资，其中有近 20 个项目是从事企业服务的。我们认为，这类投资的主要目的是在极为碎片化里的企业服务市场里快速获取客户，从而建立起在规模上的先发优势。

图表 38：美团在 to B 业务上的股权投资列表

公司名称	领域	时间	轮次	金额	业务
亚食联	电子商务	2017/6/16	战略投资	亿元及以上人民币	食材 B2B 电商平台
网易味央	农业	2017/4/28	A 轮	1.6 亿人民币	互联网生态养殖服务商
天子星	企业服务	2016/12/16	A 轮	未透露	餐饮行业信息化服务商
易酒批	电子商务	2016/10/18	C 轮	1 亿美元	酒水 B2B 电商平台
		2016/5/13	战略投资	未披露	
屏芯科技	企业服务	2016/4/25	战略投资	亿元及以上人民币	餐饮行业信息化服务商
美味不用等	企业服务	2015/10/28	C 轮	5 亿人民币	餐饮行业信息化服务商
美菜网	电子商务	2015/9/18	C 轮	数千万美元	食材 B2B 电商平台
餐行健	企业服务	2015/9/7	B 轮	亿元及以上人民币	餐饮行业信息化服务商
链农	电子商务	2015/6/17	B 轮	3000 万美元	食材 B2B 电商平台
遥控餐厅	企业服务	2015/4/13	并购	数千万人民币	餐饮行业信息化服务商
美餐网	本地生活	2015/4/7	C 轮	1.4 亿人民币	企业级订餐服务平台
同达快送	物流	2015/3/20	A 轮	数千万人民币	企业线下送餐服务商
食为天科技	企业服务	2014/12/18	A 轮	数千万人民币	餐饮行业信息化服务商
石川科技	企业服务	2014/9/16	B 轮	数千万人民币	餐饮行业信息化服务商
天财商龙	企业服务	2014/9/1	B 轮	未透露	餐饮行业信息化服务商
大嘴巴	企业服务	2014/5/1	A 轮	5000 万人民币	餐饮行业信息化服务商
		2013/8/1	天使轮	未透露	
智龙软件	企业服务	2010/1/1	A 轮	未透露	行业解决方案提供商
迈外迪	企业服务	2014/12/8	C 轮	3 亿人民币	商业 Wi-Fi 运营服务商

小博无线 企业服务 2014/12/2 A 轮 数千万人民币 商用 Wi-Fi 开放运营平台

来源：IT 桔子，国金证券研究所

2017 年，美团在 to B 业务上的总收入仅 9.0 亿元，占总营收的 2.7%。但显然营收规模并不是 to B 业务短期的目标。现阶段美团正以极其优惠的价格推广自己的软硬件产品系统，追求的是快速上升的市场占有率及其背后带来的商家数据价值。我们认为，企业服务产品未来最有可能变现的场景是推广营销业务和以快驴为代表的供应链服务。

4. 发展边界、战略目标与面临的挑战

4.1 美团是一个不设边界的无限游戏

“世上至少有两种游戏，一种可称为有限游戏，另一种称为无限游戏。有限游戏以取胜为目的，而无限游戏以延续游戏为目的。有限游戏参与者在界限内游戏，无限游戏参与者与界限游戏。”

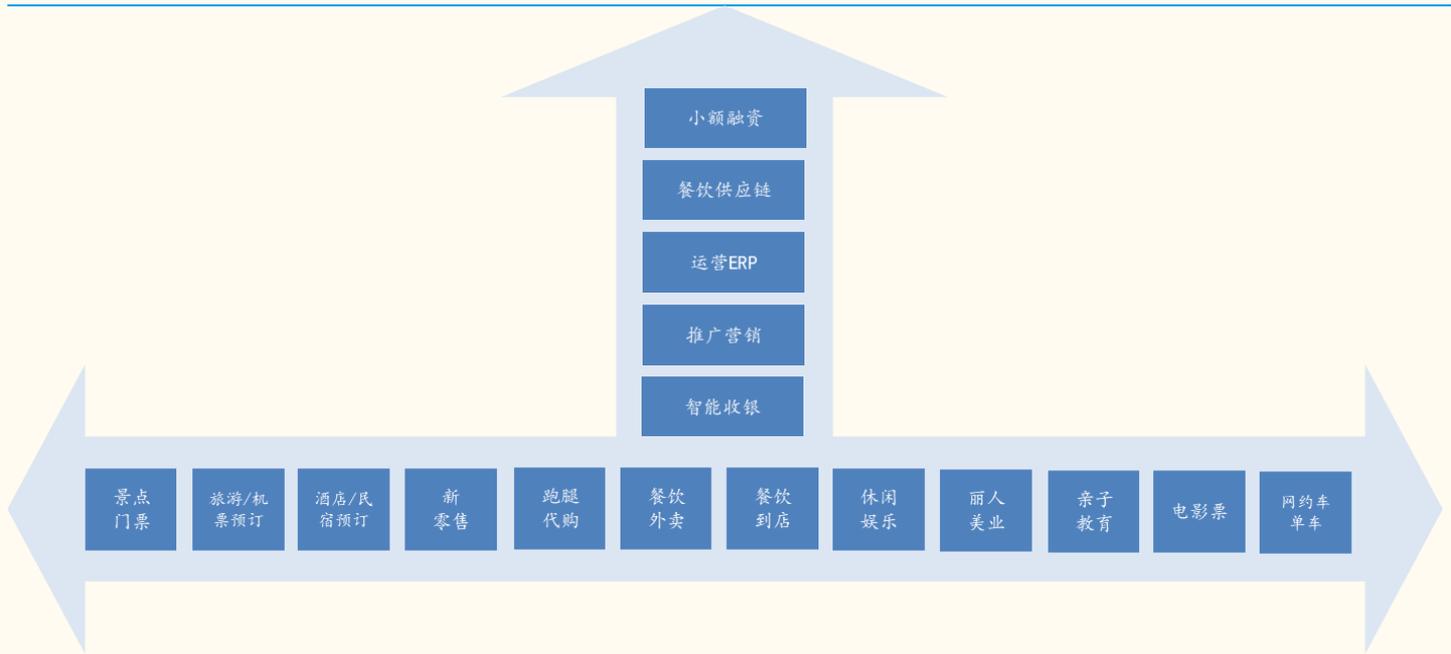
----- James P. Carse

美团过去八年来看似毫无限制地扩张且屡战屡胜，引发了许多关于其业务边界的讨论，可惜大多没有触及核心。我们认为，美团的边界问题可以从主观和客观两个维度来思考。

主观层面上，深受 Carse 教授理论影响的王兴团队没有为美团的发展设定边界，而是全身心投入本地生活 O2O 服务这一无限游戏之中。无限游戏以延续游戏为唯一目标，因此逐步形成了美团“高科技、高效率、高品质，低价格、低成本、低毛利”的方法论。这种策略把用户体验放在了优先的位置，同时又以低毛利率降低竞争者的进入意愿，本质上是挖了一条很深的护城河。与此形成鲜明对比的是专注于有限游戏的携程与滴滴，核心的思路是通过激烈的市场竞争手段出清所有对手，从而赢得游戏并享受垄断利润。然而在真实的运营过程中我们可以发现，获得强势市场份额之后提升变现率的过程一定会引发用户的强烈反弹，因此两家公司的负面舆情不绝于耳；另一方面，高额的垄断利润一定会刺激新的竞争者不断加入战局，市场格局很难长期稳固下来。

客观层面上，我们认为，任何业务边界扩张的本质是企业核心能力的合理延伸。因此，判断业务边界的实质是去洞察企业自身核心能力的成长边界。通过前文的总结，我们知道美团最为擅长的是：1) 用技术去打通跨越线上线下的业务，2) 用交易撮合去获取各类高频的生活场景，3) 用精细化运营去服务海量中小客户。美团内部有专门的技术团队负责市场上各种新业务品类的扫描和跟踪，一旦发现有符合公司战略方向或有协同价值的，就会以小团队的形式尝试进入，伺机做大。随着自身方法论和核心能力的熟练运用，美团已经成功切入许多大体量的生活场景并搭建出一个“一横一纵”的倒 T 字型业务体系，支撑起每年超过 4000 亿元的交易金额。

图表 39：美团目前的业务框架体系：一横一纵



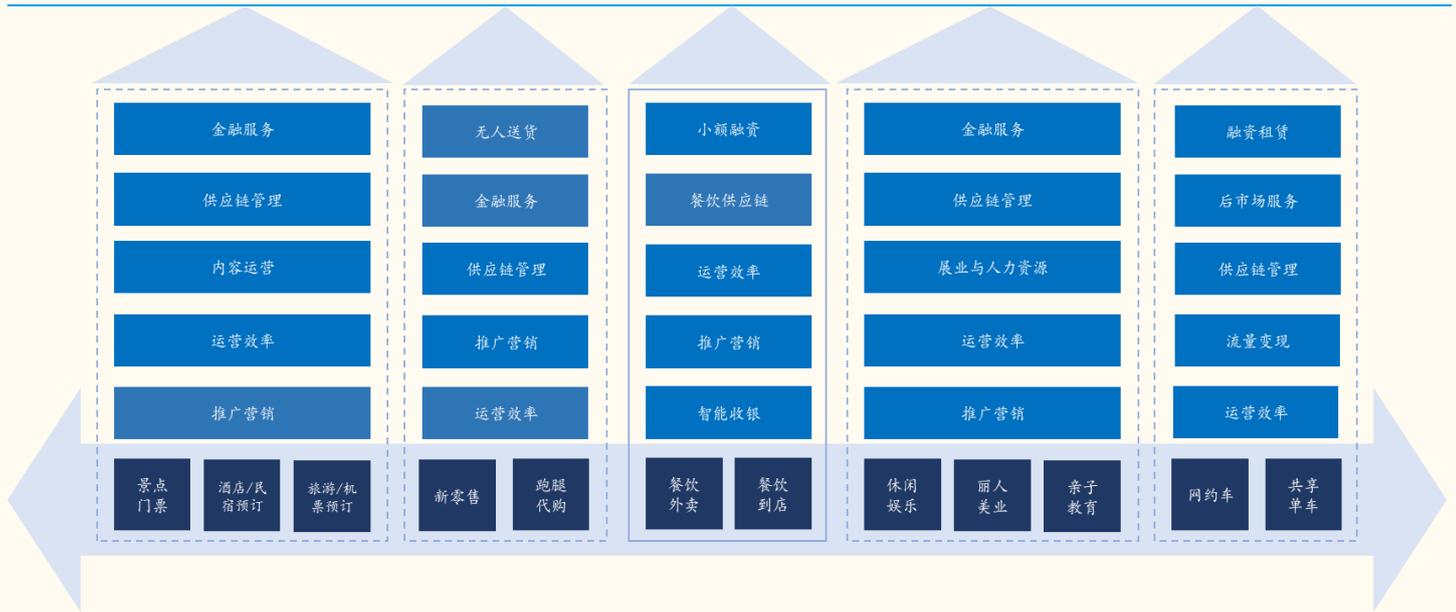
来源：国金证券研究所

随着业务的不断发展，美团已经成长为 O2O 行业的领军企业，其模式在全球范围内都没有可对标的企业。从学习模仿到走上自主的探索创新之路后，美团的核心能力也在不断地磨练与精进。围绕着“好学、敢战、善谋、有定力”四大方向，我们看到美团在企业文化、核心技术的积累、员工的整体素质和向心力、规模化和标准化的企业运营等方面持续获得进步，支撑着业务边界和企业规模的扩张潜力。

核心能力的成长会给美团带来什么样的战略发展方向？公司官方的说法是基于“让人们吃的更好、生活的更好”的企业愿景打造一个生活服务领域里的超级平台。然而我们认为，“Food+ Platform”其实是公司已经实现的战略目标，低调内敛的美团对外选择了多做少说。

当王兴把战略目标从互联网上半场的“交易频率”转向下半场的“产业深度”时，我们判断未来 3-5 年美团将着力于编织一张纵横交错的本地生活服务之网。在横向 to C 方面，由于业务布局基本完成，预期未来将稳中求进，把重点放在精细化运营和改善利润率水平上，以获取可持续的自由现金流（FCF）为目标。在纵向 to B 方面，与商户建立更深层次的连接将是重中之重。从产业链末端的销售交易出发，向上深入到供应链、配送、业务管理和金融服务等环节，让商户更加依赖平台，平台也更加理解商户。美团在过去三年以餐饮场景为试点尝试了构建垂直产业链的运营模式，未来我们预期将会在所有的生活服务品类中进行推广。这张“一横多纵”的业务网络一旦能够顺利落地，将帮助美团在未来十年构建起坚固的平台生态和护城河。

图表 40：预判美团未来的业务框架体系：一横多纵



来源：国金证券研究所

当然，迈向新战略目标的道路注定不是一帆风顺的。接下来，我们对美团在中短期可能遇到的重要挑战进行分析。

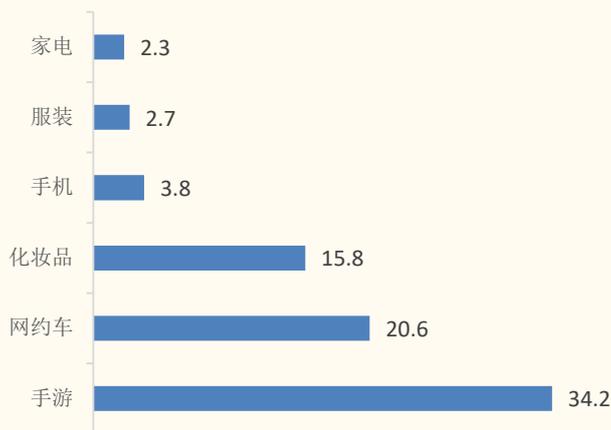
4.2 外卖：未来的利润支柱？

起步于 2015 年的餐饮外卖可谓是美团历史上成长最快的业务线，过去三年业务规模增长了接近 120 倍。随着 2018 年前三季度 GTV 达到 2027 亿元，而毛利率攀升至 16.6% 的历史最佳水平，我们测算外卖业务已经相当接近盈亏平衡点。

市场对于美团外卖给予了很高的期望，并不仅仅因为外卖作为流量担当，和到店业务一起支撑起美团以“吃”为核心的生活服务场景生态，更为重要的是餐饮市场巨大的体量，是美团 O2O 业务实现大规模变现的一个机会。

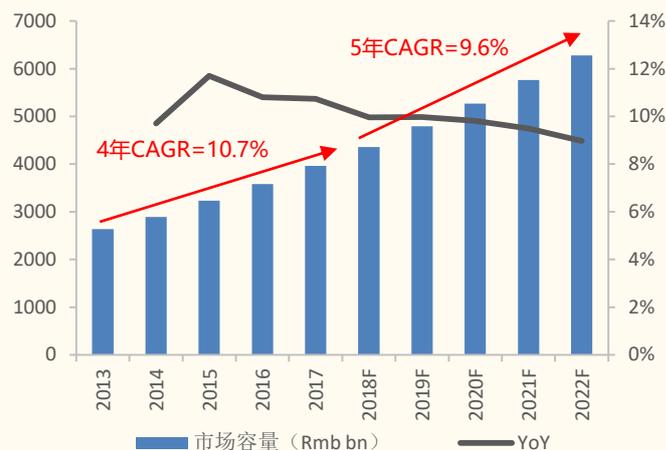
根据市场咨询公司 Frost & Sullivan 的统计，中国餐饮市场是最大的生活消费市场，2017 年规模已经达到 4 万亿元（不含外卖）。横向对比其他生活消费行业，餐饮已经相当于 2 个家电市场、4 个手机市场、16 个化妆品市场、21 个网约车市场或 34 个手游市场。同时，餐饮市场整体还保持了相当快的增速，2013-17 年 CAGR 达到了 10.7%，而同期国内服装市场的 CAGR 为 6.3%，家电市场的 CAGR 为 5.9%，手机出货量的 CAGR 仅为 2.2%。

图表 41: 一个餐饮市场相当于... (基于 2017 年数)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 中国餐饮市场规模趋势与预测



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

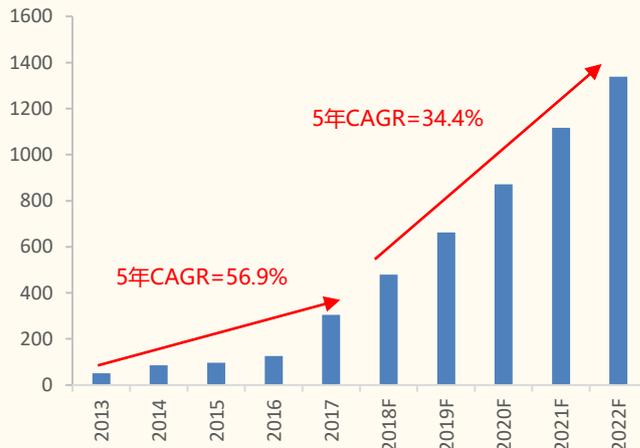
Frost & Sullivan 预测未来 5 年餐饮市场的 CAGR 仍将达到 9.6%。但如果包含外卖, 我们认为餐饮增长的速度还将快的多。中国日益成熟的城市化进程、快节奏的工作和生活方式、良好的配送基础设施都为外卖的发展提供了条件。2017 年外卖市场规模已经达到 3050 亿元, 我们预测未来 5 年内市场空间就将突破每年 1 万亿。

图表 43: 中国家庭外食与外卖成为趋势



来源: Bain, 国金证券研究所

图表 44: 中国餐饮外卖市场规模趋势 (人民币十亿)



来源: iResearch, 国金证券研究所

所有的研究机构都会去测算美团的外卖业务什么时候开始盈利, 不过由于公司披露的信息是基本一致的, 各家的外卖模型都是大同小异 (包括我们的在内), 唯一的差别就是假设。因此我们来分析一下假设的合理性。

在收入端, 日均订单数和客单价决定了总交易金额 (GTV)。订单数的变化主要根据外卖市场的增速和美团的市场份额。客单价则取决于用户的结构。外卖收入主要由佣金收入决定, 而佣金收入又由变现率 (Take Rate) 决定。这块的主要变量是各种配送方式的比例 (美团有多种配送方式给商户选择, 见图表 45) 以及各自的佣金提成比例。

图表 45：美团外卖的配送方式比较

	独家专送	双平台专送	平台快送	众包	自配送
平台提点	10%-18%	15%-23%	10%-18%	5%-7%	5%-7%
用户端配送费	与地域、配送距离等有关		比专送低 1-2 元	按距离	商家自定
配送范围	3km		5km	5km	不限
配送时间	早 6 晚 12	24h	24h	24h	24h
平台端收费	用户端显示的配送费+平台提点			无	无
备注	专送系统派单，骑手全职，100%派单率；配送时间优于其他配送方式		优质的众包，兼职骑手抢单，保证 90% 的派单率，针对用户端收费低于专送 1-2 元	按距离收费，适合一线城市郊区的商户，二线以下月单量不超过 5000 的商户，以及外卖时间和范围需要极大弹性调节的商户	

来源：国金证券研究所

在成本端，毛利率主要由每单骑手成本和结算成本决定。其中骑手成本要占到总营业成本的 94% 左右。营业利润率则受到补贴成本的重大影响。2016、2017 和 1H18 公司各项补贴成本占营收的比重分别达到 24.4%、18.8% 和 16.3%。高额的补贴费用是外卖业务还没有进入盈亏平衡点的主要因素。美团并没有披露太多骑手成本和补贴成本的细分拆解数据，不过随着规模效应的体现，我们认为外卖的单位成本将处于逐步下降的趋势。

图表 46：美团补贴费用趋势



来源：公司财报，国金证券研究所

从历史数据的趋势来看，我们认同美团外卖处于良性的上升通道之中，能否为公司贡献利润只是时间的问题。但我们的观点和假设与市场有两点不同：

1) **不要低估阿里带来的竞争压力**。中国外卖市场的持续增长并没有什么悬念。但阿里收购饿了么之后给市场竞争格局带来了新的冲击。在更换管理层、整编百度外卖和提升产品技术水平之后，阿里在 3Q18 掀起一波补贴战来试探市场的反应。尽管美团外卖在三季度的表现依然不错，单数和变现率均保持增长，但三季度 GTV 同比增速从 1H18 的 97.0% 下滑到 54.4%。我们预期，完成整合之后的饿了么将在 2019 年上半年发起更猛烈的攻势。因此，我们对美团外卖 2019-2020 年的市场份额假设较为保守。

2) **不要高估变现率提升的速度**。有不少研究在外卖业务的变现率假设上比较激进，理由是和海外餐饮外卖企业的变现率相比，美团的 take rate 还有很大。然而考虑到外卖产品结构、客单价和人力成本的巨大差异，我们认为海外公司的数据对中国的外卖企业来说并没有太大参考价值。还有市场观点认为美团在外卖份额不明显上升的情况下依然有能力不断提高变现率。我们认为，在商业逻辑上，外卖和其他业务并没有什么不同，而变现率是市场统治力的一个结果。如果处于激烈竞争市场份额的情景之下，美团要大幅提升变现率的机会不大。比较理想的状态是当中国的外卖市场形成双寡头垄断格局之后，双方携手一起调高 take rate。

综合而言，**外卖一定会成长为美团重要的利润支柱。不过根据我们模型的测算，外卖业务要到 2022 年才有机会突破盈亏平衡点，到 2023 年开始能为美团贡献比较稳定和成规模的经营利润**。在理想化的假设状态下，如果每天外卖单数能达到 1 亿单，美团外卖的规模效应将得到充分发挥，营业利润率可达 11.7%，单均的营业利润可达 1 元左右。不过，这个目标至少需要 5-8 年的时间来实现。

图表 47：美团外卖预测模型

(人民币百万)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
美团外卖 GTV	290,038	409,273	546,871	712,518	899,554	1,072,088
YoY%	70%	41%	34%	30%	26%	19%
美团市场份额	61%	62%	63%	64%	67%	70%
美团外卖营收	37,961	55,226	79,149	112,222	151,303	186,067
餐饮外卖佣金收入	36,063	51,912	73,609	103,244	137,686	167,460
每笔订单佣金收入	5.5	5.8	6.3	6.9	7.3	7.5
交易笔数 (mn)	6,503	8,909	11,671	15,056	18,820	22,207
平台配送						
美团配送交易笔数	4,812	6,771	9,337	12,797	16,561	19,986
通过美团配送占比%	74%	76%	80%	85%	88%	90%
美团专送占比	64%	66%	70%	75%	78%	80%
GTV(专送)	185,624	270,120	382,809	534,388	701,652	857,670
佣金	28,401	41,328	60,484	88,174	119,982	147,519
美团快送占比	10%	10%	10%	10%	10%	10%
GTV(快送)	29,004	40,927	54,687	71,252	89,955	107,209
佣金	2,987	4,297	5,906	7,909	10,255	12,436
商家自配						
商家配送占比	26%	24%	20%	15%	12%	10%
GTV(商家自配)	75,410	98,226	109,374	106,878	107,946	107,209
佣金	4,675	6,286	7,219	7,161	7,448	7,505
客单价	44.6	45.9	46.9	47.3	47.8	48.3
YoY%	7%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
餐饮外卖日均订单数(百万)	17.8	24.4	32.0	41.2	51.6	60.8
YoY%	59%	37%	31%	29%	25%	18%
take rate	13.1%	13.5%	14.5%	15.8%	16.8%	17.4%
营收成本	31,749	43,279	57,700	76,331	96,686	114,581
外卖骑手成本	29,926	40,752	54,328	71,904	91,087	107,927
每单骑手成本	6.2	6.0	5.8	5.6	5.5	5.4
支付结算成本	870	1,228	1,641	2,138	2,699	3,216
支付费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

占总成本比重	97%	97%	97%	97%	97%	97%
餐饮外卖毛利	6,213	11,947	21,450	35,890	54,616	71,486
毛利率	16.4%	21.6%	27.1%	32.0%	36.1%	38.4%
营业费用	16,036	23,328	31,851	42,915	54,532	65,201
总补贴	6,074	9,388	12,664	16,833	20,880	25,677
补贴占收入百分比	16.0%	17.0%	16.0%	15.0%	13.8%	13.8%
其他销售/管理费用	9,962	13,940	19,187	26,082	33,652	39,524
营业利润	(9,823)	(11,381)	(10,401)	(7,025)	84	6,285
营业利润率	-27.2%	-21.9%	-14.1%	-6.8%	0.1%	3.8%
每单净利润	(1.51)	(1.28)	(0.89)	(0.47)	0.00	0.28

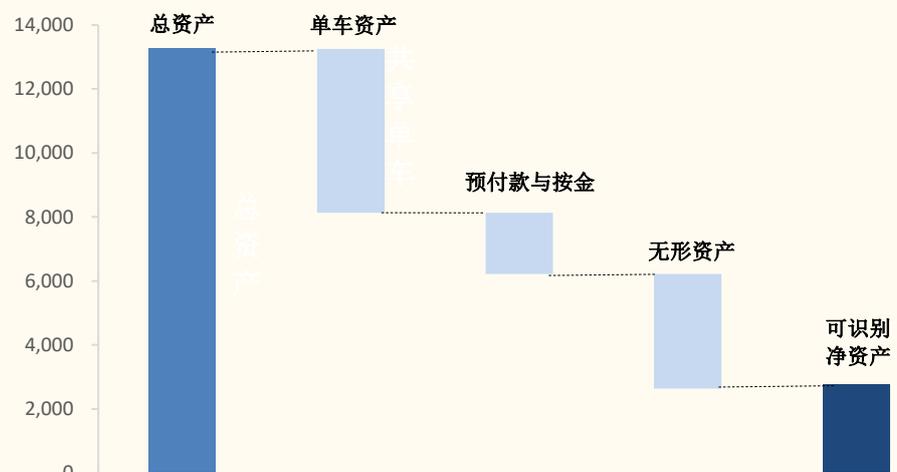
来源：公司财报，国金证券研究所

4.3 摩拜单车：天坑还是遗珠？

我们在前面的分析中阐述了出行业务对于美团的重要意义：出行的核心价值是连接，起到把各个生活场景由点成网的战略作用。然而，由于美团有多条业务线仍需要持续的资金投入，整体经营性现金流仍未转正，因此在出行场景上，受制于财务资源的美团选择暂缓发展需要巨额投入的网约车，而把共享单车放在了首位。

然而，美团对于摩拜单车的收购，引发了市场很大的争议。从估值来看，美团为摩拜总共付出约 155.6 亿元成本（94.4 亿现金+58.9 亿优先股+2.3 亿替代期权），但经历了三年烧钱大战后的摩拜在财务数据上极为羸弱，在 2018 年 4 月的净资产仅为 27.4 亿元，如果再扣除 35.8 亿的无形资产（商标、技术、用户名单等），摩拜实质上处于资不抵债的状态。全资并购摩拜，给美团的资产负债表带来了 128.2 亿元商誉。再从运营情况来看，由于骑乘次数和单价带来的收入远不能覆盖运营和折旧成本，我们测算今年 4-6 月间摩拜每天的会计亏损在 1800 万元左右。不少投资者认为摩拜将是未来美团财务报表上的巨大包袱。

图表 48：摩拜单车在 2018 年 4 月的资产价值



来源：公司财报，国金证券研究所

4.3.1 买贵但没有买错

摩拜对于美团到底是一个具有协同效应的战略性业务，还是一个深不见底的财务黑洞？**我们的看法是：买摩拜有买贵，但并没有买错。**

以静态的财务视角，并购摩拜的代价当然是高昂的。按照摩拜过去两年的平均 MAU 计算，美团为每一个单车用户付出了 433 元。这一获客成本与电商、游戏和 O2O 等行业相比无疑是偏高的。而且计入摩拜的用户后，美团去重后的 MAU 并没有大幅上升（增幅小于 5%），但单用户的交易笔数增长超过 10%，可以看出并购前摩拜用户与美团客户群体重合度较高。我们认为，美团之所以采用并购而不是自建，更多地是为了节省前期单车投放、品牌推广和交叉引流过程中的时间成本。

不过，以动态的业务视角，我们认为摩拜的价值还没有被市场所认知。

首先，单车确实是一个不可多得的高频生活场景。在并购前，摩拜的 MAU 就相当于美团整体 MAU 的 15% 左右，在中国全部交通出行类 APP 中排名第三，仅次于滴滴和 ofo。未来随着竞争格局的改善，摩拜的用户量还有大幅上升的潜力，有望成为美团体系内第三大流量入口。**美团可以承受财务上的短期压力，但不能承受业务生态中缺失这一场景的战略失误。**

其次，在共享单车企业中，摩拜重视研发，有着最强的产品力。尽管成本比竞争对手高 1 倍以上，摩拜单车迭代速度快，自有的传动系统、实心轮胎和智能车锁等技术更为领先。更为重要的是，摩拜单车的耐用性和使用寿命要明显优于同业。当 ofo 等对手试图用海量廉价单车迅速占领市场的策略失败之后，随之而来的是高企的单车损毁率和不断下滑的用户体验。重视技术和产品是摩拜和美团的共同点，也是在激烈竞争中生存下来的重要条件。

最后，中国共享单车市场格局开始明晰，摩拜有机会领跑。共享单车和团购、外卖、网约车一样，是一个依赖巨额资本砸出的全新市场。风险资本最终选择了摩拜和 ofo 两家头部企业，并通过惨烈的竞争逐步出清了中小型玩家。不过，当产业资本开始接手风险资本进入单车行业时，摩拜果断选择了加入美团阵营，而缠斗许久的老对手 ofo 则在战略上犹豫许久一再错过机会。据界面新闻等媒体报道，负债超过 65 亿的 ofo 已经因为供应商欠款而被多个法院列为被执行人。我们认为，无力继续投入的 ofo 将不得不拱手让出市场份额，而得到美团支持的摩拜则有望在未来 12 个月快速强化其在行业中的市场份额。

图表 49: 摩拜与 ofo 的 MAU 比较 (单位: 百万)



来源: 国金证券研究创新中心

4.3.2 现金流压力仍在可控范围

我们为摩拜单车业务构建了单独的财务模型来测算其对美团整体财务表现的影响。

在收入端的两个核心变量是骑乘次数和单次骑乘收入。骑乘次数受气候的影响, 呈现明显的季节性。冬季单车的使用频率甚至不到春秋季节的一半。摩拜目前在旺季的单车平均使用次数是每天 1.4 次。摩拜的骑乘价格按两种不同单车型号分为半小时 0.5 元和 1 元, 同时还有较优惠的月卡。目前骑乘的平均价格是 0.56 元/次。我们认为, 骑乘次数和单次骑乘收入未来都将发生对摩拜有利的变化。主要的原因是共享单车市场格局正在被重塑, 原来的领头羊 ofo 日渐式微, 单车数量不断减少; 而阿里旗下哈啰单车和滴滴旗下的青桔和小蓝单车用户数量均明显少于摩拜。稳住阵脚后的摩拜正面临上佳的发展机会。假设单车总数维持 640 万辆, 骑乘次数提升 10%, 单次骑乘收入提升 5%, 我们预测 2019 年摩拜的收入可达 18.7 亿元。

在成本端, 目前摩拜的收入已经比较接近现金成本, 但最大的负担来自于单车折旧。由于前期单车投放数量巨大, 而折旧期限仅为一年, 我们测算 2018 年 4-12 月和 2019 年的折旧费用分别达到 38.1 亿和 27.0 亿元, 远高于相应的营收水平。不过, 共享单车依靠投放数量实现野蛮扩张的时代已经过去, 未来各家单车企业比拼的将是通过精细化运营来提高单车的骑乘次数。美团联合创始人王慧文近期也表示, 摩拜的资本开支高峰已过, 美团将结合单车行业固定成本高而变动成本低的特点, 充分发挥摩拜为整体生活服务平台带来的协同效应。我们假设未来摩拜把活跃单车总数下调 10% 至 640 万辆, 每年仅根据毁弃率 (假设每月 0.8%) 来投放相应数量的新车, 从 2020 年开始, 摩拜的折旧费用将会有明显的下降。

总结而言, 由于收入爬坡和折旧费用的消化都需要时间, 未来三年摩拜在会计口径上依然难以实现盈利。然而随着骑乘次数和骑乘价格的提升, 我们的模型显示摩拜有望从 2020 年开始实现正向的 EBITDA。放弃激进的单车投放策略而转向精细化运营之后, 我们测算摩拜给美团带来的自由现金流将从 2019

年的 17.9 亿逐步下降到 2021 年的 8.1 亿元，对美团整体财务状况的影响尚在可控范围之内。

未来单车业务的风险主要在于商誉减值。由于摩拜进入会计盈利期的时间还比较长，美团的 128 亿商誉存在一定的减值风险。一旦出现减值，将对美团的会计利润造成比较明显的冲击。

图表 50：摩拜单车业务预测模型

(人民币百万)	Apr-Dec 18E	2019E	2020E	2021E
骑乘次数 (百万次)	2,378	3,182	3,501	3,851
骑乘收入 (元/次)		0.59	0.62	0.65
收入	1,332	1,871	2,161	2,496
单车折旧	(3,932)	(3,026)	(1,489)	(1,420)
经营成本	(1,280)	(1,661)	(1,594)	(1,531)
毛利	(2,192)	(2,816)	(922)	(455)
其他费用	(912)	(402)	(361)	(325)
减值亏损		(123)	(33)	(31)
净利润	(4,792)	(3,340)	(1,316)	(811)
EBITDA	(860)	(314)	173	609
资本开支	(879)	(1,595)	(1,515)	(1,445)
自由现金流	(1,739)	(1,786)	(1,309)	(805)

来源：公司财报，国金证券研究所

5. 与阿里的一战

一路打怪升级的美团走到现在，终于迎来了一个强劲的对手：阿里。2018 年 10 月 12 日，阿里正式宣布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，未来盒马鲜生等新零售业务也可能逐步注入。据路透社的报道，新公司已完成一轮 40 亿美元的融资，投后估值约为 300 亿美元。从业务范围来看，阿里本地生活服务公司与美团的外卖和到店业务完全对标，再加上阿里体系内的淘票票和飞猪旅行等业务板块，阿里和美团形成了全面竞争。消息公开后，美团的股价承受压力，一路下行。

图表 51：阿里 VS 美团：针尖对麦芒的竞争



来源：国金证券研究所

面对中国最强大互联网公司的正面挑战，美团的成长路径会受到怎样的影响？我们从以下三个方面来做分析。

5.1 阿里的战略意图

阿里近三年战略思想的变化是清晰的。当线上电商流量的增速离天花板越来越远的时候，从线下导流或者是直接占据线下流量场景是保证 C 端业务持续增长必然选择。自 2016 年 10 月马云宣布了新零售的战略之后，阿里向线下扩展的速度明显加快。一方面，盒马鲜生等新业态的试点如火如荼，另一方面，对于高鑫零售（6808 HK）旗下大润发大卖场等传统业态的数字化改造也全面铺开。2018 年 9 月，阿里顺势推出新零售操作系统 ReXOS，旨在为商家提供一个线上线下业务流程无缝连接的软硬件解决方案。

图表 52：阿里的新零售布局



来源：国金证券研究所

深谙互联网流量变现精髓的阿里也从未降低过对本地生活服务流量的关注。不过从历史来看，阿里始终没有下定决心在 O2O 业务上投入太多资源，而是选择通过投资的手段合纵连横。也正是因为仅有少数股权的弱连接，阿里尽管投资过美团和滴滴等主要 O2O 企业，但始终没有真正掌控过本地生活服务电子商务领域的任何一个重要场景。我们认为，阿里本地生活服务公司的成立是一个转折点，意味着阿里真正明确了本地生活服务流量的价值，以及为阿里新零售业务带来战略延伸空间的巨大潜力。重启尘封已久的口碑和用 95 亿美元收购饿了么都是重大的战略举措，也反映出阿里这次在本地生活服务业务上全面出击的坚定决心。

5.2 阿里的优势与弱点

5.2.1 有能力、有技术、有资源

综合评估，我们认为阿里是一个能给美团带来实质性威胁的对手。在本地生活 O2O 领域内，阿里的优势主要体现在三方面：

1) 阿里是中国极少数真正拥有地面作战能力的互联网公司。从 2000 年起，阿里正是靠着一支被称为“中供铁军”的地面销售团队，一家家上门推广营销，最终成就了中小企业 B2B 业务。这支铁军能够成功的关键在于鲜明的价值观和企业文化、效率高又接地气的方法论和高水准的执行力。中供铁军的许多成员

后续都成为中国 O2O 企业的核心人物，如美团的前 COO 干嘉伟，大众点评前 COO 吕广渝，滴滴的创始人程维，去哪儿前 COO 张强等。从某种意义上说，是阿里树立了中国互联网企业线下推广的标准流程（SOP）。这种渗透在基因中的地面作战能力，是阿里最令人敬畏的能力之一。

2) 阿里有着过硬的技术能力。对比饿了么和美团在外卖上竞争的过程，我们发现，除了运营水平的高低之外，调度系统的技术能力对于效率和成本的改善有着极为重要的作用。由于各种条件约束，饿了么在技术上投入的力度始终不够，其方舟系统迭代缓慢，人工派单的比例一直降不下来。阿里入主饿了么之后，第一步输入的就是技术能力。在我们与不少餐饮商户的调研中，普遍反映饿了么的系统平台对于商户需求的反应速度已经明显改善，用户端的体验也在逐步提高。阿里对于技术的能力和重视程度有助于饿了么尽快缩短与美团的差距。

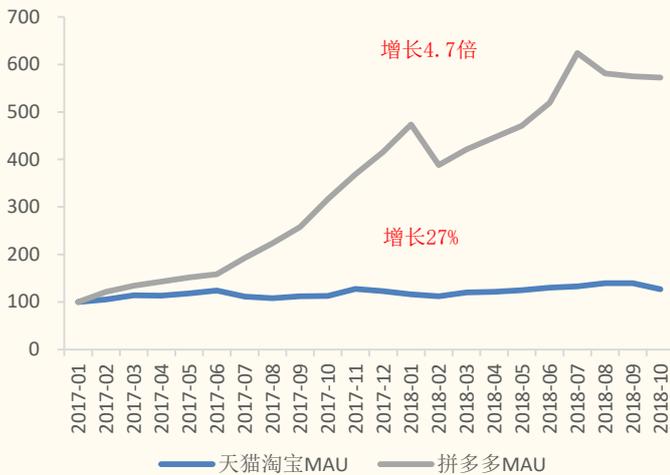
3) 阿里庞大业务体系是坚强的后盾。从美团的发展过程我们可以看到，一个 O2O 生态并不是到店和到家等业务的简单累加，而是 to C 和 to B 两条产业链的完美融合。如果仅仅专注于一些垂直领域的生活服务业务并不能构筑真正有宽度有深度的护城河。作为中国最大的互联网公司，阿里在 C 端深耕的电商、文娱和零售业务，加上在 B 端云服务、企业 SAAS 和金融等领域的庞大布局，都将为本地生活服务提供充足的协同效应。

5.2.2 多头并进，强敌环伺

然而，每个企业都有自己的能力边界，就像腾讯（0700 HK）做不好电商、百度不擅长线下一样，阿里也不是无坚不摧，无所不能的。过去 20 年间，阿里同样有过很多不成功的产品和业务线。

我们认为，**阿里当前最大的软肋是在多条战线上同时作战，有攻有守。如何合理分配资源，确保战略上不失焦是个很大的挑战。**中国互联网行业的大格局已经逐步演变成腾讯系和阿里系的竞争。尽管腾讯自身无法直接对阿里的核心业务构成冲击，但旗下参投的企业正在以“群狼战术”四面出击。在电商这个阿里最重要的现金牛业务上，拼多多（PDD US）依靠微信导入的社交流量，从天猫和淘宝不够重视的中低端用户群体入手，三年内就成为国内第三大电商平台，3Q18 的活跃用户数更是达到 3.9 亿，超过京东（JD US）的 3.1 亿。此外，阿里云对腾讯云、优酷对爱奇艺（IQ US）和腾讯视频、菜鸟网络对京东物流、本地生活服务对美团等一系列竞争都还没有决出胜负，需要大量的现金投入。截止 18 年 9 月底，阿里在手现金 1719 亿元，每个季度还能产生 300 亿以上的净现金流，资金实力雄厚。不过，由于各条战线上的对手们也都是中国互联网行业的顶尖企业，阿里在人力物力上依然会感到捉襟见肘。我们判断阿里会不断通过分拆上市融资等方法来增强自己的财务实力。

图表 53: 天猫淘宝与拼多多的 MAU 趋势比较



图表 54: 阿里的现金, 现金流和 capex 趋势



来源: 国金证券研究创新中心

注: 以 2017 年 1 月为基准做指数化处理

来源: 公司财报, 国金证券研究所

阿里在本地生活服务上的另一个弱点是布局虽广但缺乏独特亮点。我们认为, 除了饿了么合并了百度外卖之后在一线城市的高端外卖市场领域, 拥有和美团竞争的的实力之外, 阿里在到店、酒店、旅行等业务上均没有特别的亮点, 口碑和飞猪旅行等缺乏社区内容的沉淀和产品组合上的差异化, 依赖补贴获客的做法缺乏持久性, 未来要赶超美团殊为不易。一个可能的突破点是充分引入阿里在生活服务场景以外的产品, 如文娱、金融和电商零售等, 最终形成自己的特色。近期阿里在淘宝上推出的“88 会员”就是一个有力的尝试。用户在花费 88 元成为会员之后, 可以享受天猫和淘宝的购物优惠券、以及优酷、饿了么、淘票票和虾米音乐一年的 VIP 权益, 充分展示了阿里大平台的协同优势。

5.3 关于终局的猜想

5.3.1 双寡头格局的形成

我们认为, 由于本地生活 O2O 服务的特性, 市场格局不会像纯线上业务一样出现一家垄断的情况。在经历充分的竞争之后, 市场份额将稳定在 6:4 至 7:3 之间, 美团占优。

首先, 这是因为浓重的线下属性决定了本地生活服务的竞争是以一个个城市为单位的短兵相接的巷战。能赢得成都不一定能赢得重庆, 能拿下南京不一定能拿下杭州……在线下, 互联网公司们再也无法靠一张天网一统天下。胜负的关键除了品牌、平台和资金之外, 各地的城市经理和运营团队的平均实力十分关键。由于美团和阿里在这一领域各有优势, 实力接近, 形成一个双寡头垄断格局是一个大概率事件。

其次, 从商户角度来看也不支持出现一家独大的局面。在对餐饮商户进行调研的过程中, 我们发现中大型商户清晰地知道, 一旦外卖市场被一家企业占据了垄断性的份额, 就意味着未来 take rate 的不断提升。因此当市场份额的天平出现明显倾斜的时候, 商家反而会为了自身利益, 在相对弱势的平台上主动开展营销推广和产品优惠, 以维持一个外卖流量的均衡状态。美团和饿了么都

在努力提高外卖的客单价，而团结头部商户是一个必不可少的步骤。我们认为，未来头部商户的话语权是影响市场格局的一个重要因素。

再者，从博弈论的角度来看，双寡头的格局其实对于美团和阿里都是最优选择。任何一个规模庞大盈利潜力丰厚的市场，如果只有一家企业把持着，势必会持续不断地吸引新进入者来搅局。在提升变现率的过程中，也会引起用户的强烈反弹和媒体的口诛笔伐。滴滴和携程都是典型的例子。双寡头的格局下，虽然也会有竞争的持久战，但有新进入者试图进入时，寡头们又会联手一起反击。举例而言，滴滴从 2018 年 3 月起在全国 9 个城市尝试进入外卖业务，结果就遭遇了美团和饿了么的联手反击，进展缓慢。

5.3.2 为什么是美团占优？

美团和阿里的竞争就好像专项选手和全能选手之间的较量，在能力差不多的情况下，更多的是比拼专注力和意志力。在阿里的商业帝国中，零售无疑是核心中的核心。尽管在本地生活服务上开始积极投入，我们判断最终阿里会把生活服务和新零售结合在一起，形成自己独特的线下事业群。美团则没有选择，必须专注地把本地生活服务作为一场无限游戏进行下去。目前虽然在本地的 C 端服务占据一定优势，但未来 B 端针对商家的产业链服务才是真正帮助美团奠定胜局的机会。从另一个角度来说，我们认为阿里深知本地生活服务是一场旷日持久的战斗，因此作为追赶者，其战略也许并不是要花费巨大代价去战胜美团，而是尽可能地拖住美团快速发展的步伐，推迟美团获得正向现金流的时间点。从而为自己赢得时间和机会。

现阶段阿里可动用的资源是明显多于美团的。在阿里的竞争压力之下，我们认为美团未来会更多地向腾讯系靠拢，以寻求更多的支持。作为持有美团 22.2% 股权的重要股东，腾讯在流量和内容资源上有充足的弹药。美团也是唯一一个在微信中拥有四个一级入口（美团外卖，大众点评，猫眼电影和摩拜单车）的合作伙伴，足见腾讯对于美团的重视程度。

综合而言，具备了天时地利人和的美团，将在不断成长的道路中追寻一种占据优势地位的动态平衡格局。

6. 财务分析与盈利预测

6.1 一个基本的观点

我们认为，市场还在以传统的视角审视美团，希望从国内外对标的企业中看到美团未来成长的路径，希望从进入盈利周期的快慢来判断美团发展成功与否。然而，面对美团这样一个资本市场上的“新物种”，我们能否不为自己的思维设限，跳出传统的框架去触达美团的内核？

如前文所述，我们判断未来美团会编织一张纵横交错的生活服务 O2O 网络，一个雄心勃勃的商业模式。放眼全球，现阶段没有企业能让美团去对标，而未来只有别的企业去对标美团。另一方面，我们认为相较于会计利润，致力于无限游戏的美团未来五年在财务上追求的目标是更健康的现金流，这也是企

业存续的前提。在现有业务里尽快实现正向经营性现金流之后，美团依然会加大在新业务和技术研发上的资源投入，为将来构筑更深更宽阔的护城河。

6.2 损益表：各条业务线快速增长

6.2.1 到家业务

由于判断饿了么将在 2019 年的外卖市场掀起一波反击，我们对美团外卖的预测较市场保守（主要体现在市场份额的判断上）。不过，中国外卖市场快速增长势头依然将推动业内头部企业不断发展。我们预测美团外卖 2018-2020 年营收的 CAGR 达到 55.5%，略快于行业平均增速，主要的原因是市场份额和变现率继续小幅提升，但增幅会明显慢于过去三年。随着规模效应和配送效率的改善，我们预测每单的骑手成本将从 2017 年的 6.3 元降至 2020 年的 5.8 元，并带动外卖毛利率快速上升至 2020 年的 27.1%。补贴方面，预期 2019 年补贴费率因为竞争而上升，但中长期来看依然呈现下降趋势，从而带动外卖业务线从 2023 年起进入盈利期。具体测算可见图表 47。

6.2.2 到店业务

到店餐饮和休闲娱乐业务的盈利模式正在发生改变。2017 年以来支付宝和微信支付在线下快速布局，在很大程度上迟滞了美团支付的发展。从分部数据可以看出，扣除剥离猫眼电影的影响之后，到店业务的交易金额和活跃商家数量没有增长甚至有小幅下降。主要原因是支付分成、团购和优惠券等收入方式增长不大，到店业务的增速基本是靠变现率的提升来维持。

进入 2018 年之后，美团凭借大众点评在消费者点评和舆情上的强大实力把到店业务的重点放在了在线营销服务上，并取得了显著的成效。营收和毛利率均创下了历史新高。我们预测 2018-2020 年到店业务的营收增速达 15.0%，变现率从 2017 年的 6.7% 提升至 2020 年的 8.8%。

酒店预订业务的间夜数依然能保持良好的势头。我们认为，美团将开始尝试从低端向中高端酒店市场发力，逐步提升酒店预订的客单价。2018 年上半年美团酒店预订的均价仅 190 元左右，不到携程均价的一半，未来提升的空间很大。我们预测酒店业务受益于量价齐升，2018-2020 年营收的 CAGR 可达 67.8%。

6.2.3 新业务

出行方面，我们假设网约车试点城市不再增加，营收和补贴规模逐步趋于稳定。摩拜单车的发展重点在于控制单车总数量并大幅提升车辆使用率和运营效率。从 3Q18 的情况来看，网约车和摩拜的的营运亏损均较 1H18 有所减少。我们预测摩拜单车 2018-2020 年营收 CAGR 达到 26.3%，2020 年开始产生正向 EBITDA。详情可见图表 50。

To-B 新业务中的餐饮管理系统（RMS）和快驴供应链业务是美团未来几年投入资源重点发展的方向。To-B 业务线成立了专门的线下销售团队并配合大量补贴战术全面出击，力图快速做起规模。我们预测 to-B 业务 2018-2020 年的营收 CAGR 可达 118.5%，但毛利率将随着供应链业务的起量而逐步下降。

To-C 类新业务如小象生鲜和美团跑腿等目前披露的信息较少，业务能见度较低。我们保守预测 2018-2020 年的营收 CAGR 为 56.4%，增速较快的原因主要是基数较低。

6.2.4 利润率不断提升，亏损逐渐缩小

综合而言，我们预测三大业务线齐头并进，推动美团 2018-2020 年营收 CAGR 达到 54.6%。2018 年由于收购摩拜以及网约车业务影响，毛利率从 2017 年的 36.0% 下滑到 24.1%，但随着运营的改善，我们预期毛利率在 2020 年将攀升至 37.7%。

在费用方面，我们认为整体的费用率处于逐步改善状态。但考虑到多个新业务的开展和持续的研发投入，公司经调整后的归母净利润在未来三年仍将处于亏损状态。我们预测 2018-2020 年调整后 EPS 分别为人民币-1.78，-1.30 和 -0.54 元。

图表 55：美团主营业务假设

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
总营收	12,988	33,928	63,619	89,825	125,370
YoY	223.2%	161.2%	87.5%	41.2%	39.6%
毛利率	45.7%	36.0%	24.1%	32.5%	37.7%
1) 餐饮外卖	5,301	21,032	37,961	55,226	79,149
YoY	2933.4%	296.8%	80.5%	45.5%	43.3%
毛利率	-7.7%	8.1%	16.4%	21.6%	27.1%
2) 到店、酒店与旅游	7,020	10,853	15,390	19,718	25,209
YoY	86.0%	54.6%	41.8%	28.1%	27.8%
毛利率	84.6%	88.3%	88.6%	88.9%	90.0%
3) 新业务	667	2,043	10,267	14,881	21,012
YoY	846.9%	206.1%	402.5%	44.9%	41.2%
毛利率	61.1%	46.0%	-44.0%	-1.9%	15.2%

来源：公司财报，国金证券研究所

6.3 资产负债表：两个风险点

美团的资产负债表非常轻。在并购摩拜带来 53.5 亿固定资产（主要是单车）后，流动资产占总资产的比例还维持在 60.3%。总体来看，资产负债表上两点值得关注。

第一个是商誉。截止 2018 年三季度末，美团的无形资产余额为 354.8 亿元，占公司总资产比例高达 29.1%。这其中主要是多次并购而带来的 276.9 亿商誉（并购大众点评产生 137.8 亿，并购摩拜产生 128.2 亿）。未来如果产生减值，将对美团的损益表产生比较明显的影响。

第二个是递延所得税负债。18 年三季度末美团的递延税项负债余额为 11.1 亿，产生的主要原因还是业务合并时的无形资产导致。未来如果出售相关业务和资产，则需实际缴纳相关税款，因此将对现金流造成压力。

6.4 现金流管理：运营的核心所在

自成立以来，美团长期处于战略性亏损之中，2015-2017 年累计的经营性现金流出达到 62.3 亿元。但从财务报表来看，美团整体的流动性风险始终可控。除了强大的融资能力之外，出色的现金流管理是支撑美团业务不断扩张的重要

因素。2015-17 年业务经营上的现金流出实际分别达到 69.6 亿、53.7 亿和 28.0 亿元，但是通过营运资本 (working capital) 的强势管理，为公司分别带来了 29.5 亿、34.5 亿和 25.1 亿的现金流入。核心的原因是美团的存货和贸易应收款极低，被占款的部分主要是商家预付款和美团金融的应收贷款。而通过对商家应付款、预付款和按金的占用，美团每年均能获得巨额的现金流入。2017 年底各类应付款、按金和预付款合计余额达到 182.4 亿，至 2018 年三季度末更是达到 290.3 亿元。

我们认为，这本质是服务类双边平台的精髓所在。通过在 C 端大规模的补贴和推广，美团聚集起庞大的流量资源，并以此为卖点在 B 端扩张商户群体，用创造的销售金额和良好的信用换取占用一定时间中小商户现金流的能力。当在 C 端的现金流出可以很大程度上被 B 端的现金流入弥补的时候，平台就能走上自我循环的良性轨道。这也就印证了我们的观点：在业务的战略扩张期，美团对现金流的重视要远远超过对于会计利润的重视。

图表 56：美团的营运资本分解

	2016	2017	3Q18
存货	37	88	416
应收款与应收票据	266	432	480
预付款与其他应收款	1,022	4,186	8,311
应付款	5,605	12,031	11,484
其他应付款与按金	5,596	8,325	17,547
存货周转天数	2	1	6
应收款周转天数	7	5	5
预收款周转天数	29	45	89
应付款周转天数	290	202	161
其他应付款周转天数	290	140	245
现金周转天数	-542	-291	-306

来源：公司财报，国金证券研究所

7. 估值与投资建议

7.1 美团与亚马逊：相同的理念，不同的现状

2018 年 3 月王兴在接受 The Information 采访的时候表示，美团的未来是 Amazon for Service。的确，一个没有边界设定的生活服务电商平台可能是对美团未来发展方向的一个精妙总结。我们认为，撇开业务层面的表象不谈，单从商业逻辑的本质上看，美团其实和亚马逊有很多类似之处。或者说，美团在前进的道路上借鉴了亚马逊的很多成功实践。两家公司都参透了一个具有长期价值的商业模式：通过高效、高品质但又低价的产品和服务赢得客户和供应商的信任，用低毛利率做大销售且换回大量的 working capital，最终通过不断增长的自由现金流体现企业价值。

贝索斯在 1997 年给亚马逊股东的第一封信里就明确指出：“衡量我们成功的基本标准将是我们创造的长期股东价值。由于我们只关注于长期价值，当被迫在优化 GAAP 会计盈利和最大化未来现金流的现值之间做出选择时，我们将选择现金流量。”

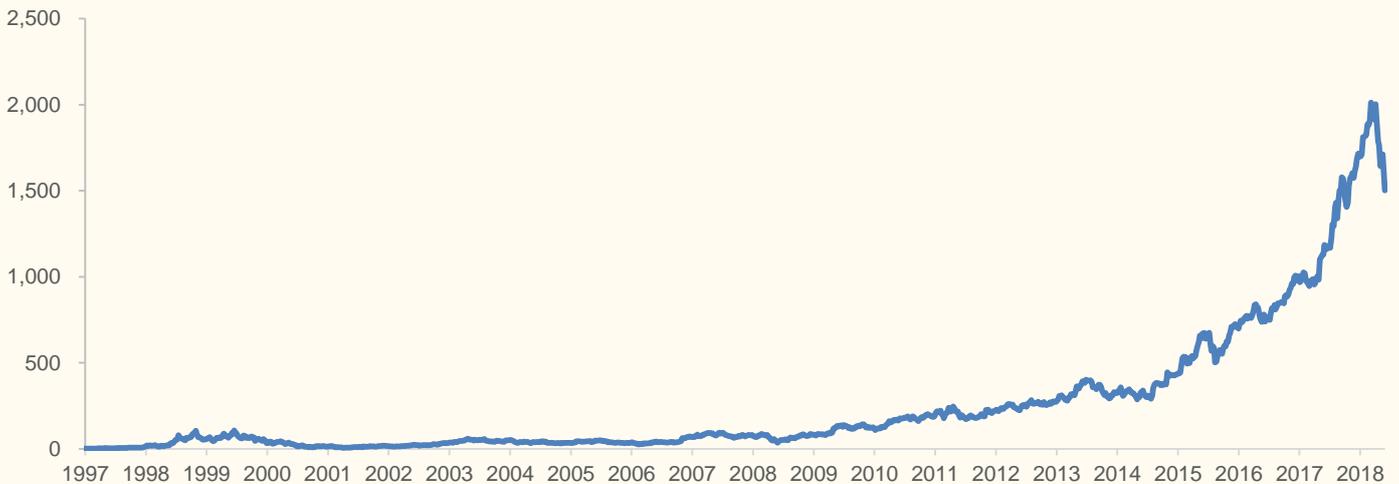
图表 57: 亚马逊以自由现金流为核心的财务战略历程

年份	战略目标与主要业务进展
1997	首次提出以优化未来现金流比追求会计利润更重要的战略目标 经营上紧密围绕用户需求而非竞争对手, 注重 working capital 的效率, 并持续将盈利投入成本的进一步改善中
1997-2002	自由现金流为负 (经营性现金流为负)
2002	以正向经营性现金流产生自由现金流
2003	提出自由现金流来自于营业利润的增长及对 working capital 和资本支出的合理管控 由于存货高周转率, 应付很长, 基本无应收, 现金周转天数为负
2004	指出重短期盈利会长期损害股东权益, 再次强调公司的经营目标是每股自由现金流
2005	提出公司的财务目标是长期可持续发展的自由现金流 经营上更注重毛利和营业利润的绝对值, 而不是毛利率和营业利润率 利用递延税项冲抵所得税 开始尝试服务类变现: Amazon Prime
2006	推出 AWS 继续强化服务类营收 (来自第三方销售的佣金、配送费和 AWS)
2009	营收中来自第三方销售的贡献占比达 30%
2013	突出服务类业务的提升 Amazon Prime 的用户达到千万级
2014	AWS 的活跃用户达到百万级

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

然而从图表 58 和 59 可以看出, 经历 2000 年互联网泡沫之后, 亚马逊依靠经营性现金流的改善自 2002 年开始股价复苏。但直到 2006 年之后, 凭借服务收入和 AWS 业务的快速增长推动自由现金流大幅上升, 兑现了承诺的亚马逊才享受到股价的飙升。

图表 58: 亚马逊股价表现 (单位: 美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 59: 亚马逊的现金流表现 (单位: 百万美元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

然而, 当前美团之所以还不能完全和亚马逊对标, 是因为和亚马逊之间还差着一个 AWS 这样的现金牛业务。我们认为, 未来美团的现金牛业务很有可能也是出自于 to B 端, 尽管现阶段并不容易判断具体是哪一块。对于平台型企业来说, C 端始终是需要精细化运营的流量入口, 后续的变现还是要通过 B 端大体量、高黏性的需求来实现。但培育这样能对估值产生巨大支撑的业务需要有足够的时间、强大的战略定力和持续的资源投入。因此我们再次强调, 投资美团是一场考验投资人耐心的马拉松。

7.2 估值方法的选择

目前市场对于美团的估值方法, 大多采用基于 P/S、P/E 和 P/GMV, 的分部加总法 (SOTP) 或 DCF 模型。我们认为, 这些方法各有利弊。

在相对估值方法中, P/S 相较于 P/GMV 是更适合美团的一个指标。生活服务行业的 GTV 和电商行业的 GMV 有很大不同。GTV 的绝对金额体量要显著低于 GMV, 但是 take rate 则要明显高出一截, 这是由服务型平台和电商型平台的业务特点所决定的。P/S 最大的缺点是过于静态, 只能反应短期 (三年内) 的业绩变化趋势, 会低估美团这样企业长期成长的价值。

P/E 常被用于衡量美团到店业务和酒旅业务的价值。但由于美团并不披露业务分部的营业利润数字, 相关的成本分拆估算会使 P/E 在做横向比较时候的准确程度降低。同样, P/E 也存在不能反映美团长期价值的问题。

DCF 是理论上最完美的估值方法。不过, 基于对美团发展战略和业务模式的理解, 我们认为 美团对于企业价值和股东回报的追求是通过精密的自由现金流量管理去实现的, 因此自由现金流的折现 (DFCF) 是应用于美团最好的估值方法, 可以把公司现有业务和未来新业务的价值体现出来。缺点则是需要更严密谨慎的假设条件。

因此，我们选择以 DFCF 为主要的估值方法，再辅以基于同业比较的 P/S 指标来为美团定价。

7.3 估值结果与投资评级

我们的 DFCF 模型采取了比较保守的假设。我们采用了 11.6% 的 WACC 和 1% 的永续增长率。在自由现金流的预测上，考虑到未来大规模开展供应链服务等会带来存货和应收款的上升，我们假设美团的现金周转天数 (cash conversion cycle) 呈现逐步变长的趋势。最终，我们得出美团的合理估值为每股 58.95 港元。

图表 60: DFCF 估值模型

(人民币百万)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
息税前利润	(9,559)	(6,857)	(2,887)	3,205	12,805	24,037	33,350	44,106	55,353	66,542	76,449
加: 折旧与摊销	4,629	3,724	3,664	3,649	4,221	4,915	5,735	6,763	8,037	9,595	11,475
减: 所得税	14	343	433	449	1,921	3,846	5,669	7,498	9,410	11,312	12,996
减: 资本支出	1,877	2,515	3,009	3,306	4,461	5,082	6,332	8,740	10,687	13,605	16,252
减: 运营资本的变化	(2,342)	(1,445)	(2,420)	(1,555)	(2,169)	(30)	333	2,140	4,211	6,984	10,458
去杠杆后自由现金流	(4,479)	(4,545)	(245)	4,654	12,813	20,054	26,751	32,491	39,082	44,235	48,217
终值											458,444
贴现现金流	(4,479)	(4,072)	(197)	3,346	8,254	11,573	13,830	15,049	16,217	16,444	16,057
预测期现值	96,500										
终值的现值	152,672										
企业价值	249,172										
减: 净负债与少数股东权益	35,718										
归属股东的权益贴现值	284,891										
总股本	5,492										
归属股东每股权益价值 (人民币/股)	51.87										
港币/人民币汇率	0.88										
归属股东每股权益价值 (港元/股)	58.95										

WACC 假设			
无风险利率	4.0%	税前债务成本	4.6%
风险溢价	7.5%	税率	17.0%
Beta	120.0%	税后债务成本	3.8%
权益成本	13.0%	目标负债率	15.0%
永续增长率	1.0%	WACC	11.6%

来源: 国金证券研究所

在图表 61 中，我们提供了可比公司的 P/S 估值比较。然而不难发现，由于美团已经成长为一个独一无二的本地生活电子商务平台，全球范围内的可比公司其实并不“可比”。亚马逊和阿里都是综合性的互联网巨无霸，业务体系庞杂且主要收入和利润都不来自于本地生活服务。海外几家外卖企业无论在体量还是在收入增速上和美团都不在一个级别上，它们畸高的估值也不能证明美团的 P/S 应该更高。同样的，到店餐饮和 OTA 只是美团业务的一部分，相关公司的估值也无法作为合适的参考。

图表 61：同业估值比较

公司	代码	市值 (US\$ bn)	2018-2020 营收 CAGR	2018F PS	2019F PS	2020F PS
美团	3690 HK	35.3	54.6	3.4x	2.2x	1.5x
综合性服务						
阿里巴巴	BABA US	405.6	39.7	7.4x	5.4x	4.1x
Amazon	AMZN US	773.3	23.4	3.3x	2.8x	2.3x
58 同城	WUBA US	8.5	22.6	3.7x	3.0x	2.6x
平均				4.8x	3.7x	3.0x
外卖网站						
Delivery Hero	DMER GY	6.9	40.1	7.9x	5.6x	4.1x
Just Eat	JE/ LN	5.0	27.6	518.2x	416.8x	348.7x
Takeaway.com	TKWY NA	2.3	32.9	8.7x	6.5x	5.3x
Grubhub	GRUB US	7.0	35.3	7.3x	5.5x	4.4x
平均				8.0x	5.9x	4.6x
到店餐饮						
Groupon	GRPN US	1.7	-1.9	0.7x	0.7x	0.6x
Yelp	YELP US	2.6	11.2	2.8x	2.5x	2.3x
平均				1.7x	1.6x	1.5x
在线酒店/旅游						
Booking	BKNG US	84.5	12.6	5.7x	5.2x	4.6x
Expedia	EXPE US	17.5	10.7	1.4x	1.3x	1.2x
TripAdvisor	TRIP US	8.5	7.4	4.7x	4.4x	4.0x
Ctrip	CTRP US	15.4	17.4	3.4x	2.9x	2.4x
平均				3.8x	3.4x	3.0x

来源：Bloomberg, 国金证券研究所

综上所述，我们依然选取以 DFCF 为基准的合理价值 58.95 港元作为美团的目标价。结合公司目前的股价，我们首次覆盖，给予“增持”的评级。

8. 风险提示

1) 现金流仍需时间转正的风险。本地生活 O2O 服务是一个巨大但又年轻的市场，需要大量的资本投入以培养用户的使用习惯并建立商户生态。美团自 2010 年成立以来一直处于战略亏损期，依靠 6 轮 82.1 亿美元的私募股权融资来拓展业务。2018 年 9 月成功上市之后，美团目前在手现金等价物达 642 亿元。但我们测算短期内美团的经营性现金流仍处于净流出状态，2018-2019 年预计合计流出 53.6 亿元。再加上投资和并购的资金需求，我们认为公司仍可能有外部融资的需求。

2) 商户产品质量和服务口碑的风险。随着业务的不断发展，美团各业务线下连接的活跃商家数已经到达 550 万家，涉及餐饮、酒店、休闲娱乐、亲子教美业婚纱等本地生活中的各个领域。作为平台方，美团主要提供信息的交互和交易的撮合，但不会涉及商家自身在产品和服务上的运营。在品控上，美团主要通过用户在线上的评价来监督管理。一旦平台上爆发出大规模涉及产品或服务质量的投诉（如外卖食品质量低劣等），将对美团平台的口碑和美誉度造成不利影响。

3) 新业务拓展不达预期的风险。美团目前切入的新业务包括出行、非餐饮外卖、新零售, to B 的商户管理系统和供应链服务等。尽管产生的收入体量还比较小(3Q18 占总营收 18.2%), 新业务(特别是 to B 类业务)对于未来提升美团的估值水平具有重要的意义, 关系到美团是否能从一个基于吃喝玩乐的生活服务平台成长为一个全产业链的 Amazon for service。然而, 新业务的拓展需要天时地利人和的配合, 一旦重点投入的新业务发展不达市场预期, 对于美团的估值和股价都会产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	54,438	72,801	71,564	77,415	营业额	33,928	63,619	89,825	125,370
现金及现金等价物	49,706	63,573	58,072	58,635	销售成本	21,708	48,289	60,631	78,047
交易用投资	25	25	25	25	毛利	12,220	15,330	29,193	47,323
应收款项	432	1,046	1,723	2,748	销售、一般性和行政开支	13,080	20,358	28,205	38,865
其他应收款	4,186	7,495	10,582	14,083	研究发展费用	3,647	7,062	9,521	13,164
存货	88	661	1,163	1,924	其他营业收入	681	2,548	2,383	2,488
非流动资产	29,196	50,705	48,814	47,523	EBITDA	(2,982)	(4,930)	(3,133)	777
可供出售投资	5,920	5,920	5,920	5,920	折旧和摊销	844	4,629	3,724	3,664
联营和共同控制实体的投资	1,952	1,963	1,988	2,020	EBIT	(3,826)	(9,559)	(6,857)	(2,887)
投资物业	0	0	0	0	融资收入净额	(15,097)	(126,085)	(61)	117
固定资产	916	4,204	3,680	3,488	分占联营和共同控制实体的溢利	(10)	11	25	32
在建工程	0	0	0	0	除所得税前溢利	(18,934)	(135,633)	(6,893)	(2,738)
土地使用权	0	0	0	0	所得税开支	54	203	345	411
无形资产	19,853	35,545	34,153	33,022	除所得税后溢利	(18,988)	(135,836)	(7,238)	(3,148)
总资产	83,634	123,506	120,379	124,938	非控制性股东应占溢利	(71)	(68)	(72)	(157)
流动负债	20,517	28,792	32,903	40,610	股息	-	-	-	-
短期借款	162	1,600	0	0	调整母公司股东应占溢利	(2,781)	(9,780)	(7,166)	(2,991)
应付款项	12,031	13,891	16,611	20,314	调整后 EPS	(1.82)	(1.78)	(1.30)	(0.54)
预收账款	8,325	13,098	15,947	19,886					
其他	0	203	345	411					
非流动负债	103,618	11,033	11,033	11,033	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	103,618	11,033	11,033	11,033	成长性				
负债合计	124,136	39,825	43,936	51,644	营业额增长率	161.2%	87.5%	41.2%	39.6%
股本	0	0	0	0	EBIT 增长率	-38.8%	n.m.	n.m.	n.m.
储备	9,805	143,834	143,834	143,834	净利润增长率	226.7%	n.m.	n.m.	n.m.
保留溢利	(50,364)	(60,144)	(67,310)	(70,301)	盈利能力				
非控制性股东权益	58	(10)	(83)	(240)	EBIT/营业额	-11.3%	-15.0%	-7.6%	-2.3%
总权益	(40,501)	83,681	76,442	73,294	EBITDA/营业额	-8.8%	-7.7%	-3.5%	0.6%
总负债和总权益	83,634	123,506	120,379	124,938	毛利率	36.0%	24.1%	32.5%	37.7%
					净利率	-55.8%	-213.4%	-8.0%	-2.4%
					ROE	-57.2%	-162.2%	-8.9%	-4.0%
					偿债能力				
					资产负债率	148.4%	32.2%	36.5%	41.3%
					流动比率	2.65	2.53	2.18	1.91
					速动比率	2.44	2.25	1.82	1.51
					营运能力				
					资产周转率	0.50	0.61	0.74	1.02
					应收帐款周转率	7.35	7.45	7.30	7.45
					应付账款周转率	1.07	1.79	1.86	1.94
					存货周转率	245.64	73.00	52.14	40.56
					每股资料				
					调整每股收益	(1.82)	(1.78)	(1.30)	(0.54)
					每股经营现金流	(0.20)	(0.70)	(0.37)	0.51
					每股净资产	(26.49)	15.24	13.92	13.35
					估值比率(倍)				
					PE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
					PB	n.a.	3.0x	3.2x	3.4x
					EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	320.6x

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH