

# 【广发海外】美团点评-W (03690.HK)

## 聚焦“Food+Platform”，看好平台成长性和货币化提升潜力

### 核心观点：

#### ● 万亿规模的高成长赛道，多细分领域的头部玩家

伴随消费场景的线上化率持续提升，生活服务电商市场正处于高速增长阶段，根据美团招股书显示，2017年生活服务总体规模超过2.7万亿，过去5年的累计复合增速达到58%。预计未来3年仍将保持25%的复合增速，在2020年突破5万亿大关。2017年餐饮外卖业务GTV市占率近60%，用户、商户、骑手数量遥遥领先第二名“饿了么”，优势稳固。到店业务，餐饮和休闲娱乐业务稳居市场第一，酒店预订业务也凭借费率优势和下沉优势在2018Q1赶超行业龙头携程，并保持中高增速水平，2018Q3间夜量7610万(YOY+35%)，市占率持续提升。在线旅行领域借助平台的流量优势，景点门票实现单点突破，出行领域完成南京上海网约车试点，收购行业龙头摩拜打车，实现消费场景的有效串联。

#### ● “Food + Platform”，不断提升LBS服务能力

战略上以餐饮平台为中心，拓展多元消费场景。横向上，不断丰富生活服务领域，并引入热门连锁品牌，实现品质升级。纵向上，多维度赋能商户，增强B端盈利能力和产业链融合。截至2018年9月，平台合计有3.82亿交易用户、550万活跃商家，GTV达到3776亿元人民币(YOY+49%)。

**投资建议：**美团点评作为本地生活O2O龙头，凭借“高效地推+百万运力+过亿用户”筑起坚实护城河，行业成长空间大。预计18~20年经调整EPS分别为-1.78，-0.88和-0.54元/股，预计21年扭亏。我们采用两种估值方法算得每股合理价值为69.8港元/股高于当前股价，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**经济持续下行，餐饮外卖竞争加剧，新业务拓展低于预期。

### 盈利预测：

货币单位：人民币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,988	33,928	65,399	91,964	124,085
增长率(%)	223%	161%	92.76%	40.62%	34.93%
GAAP-归母净利润	-5,790	-18,916	-115,640	-5,491	-3,620
Non-GAAP-归母净利润	-5,353	-2,852	-9,794	-4,835	-2,959
Non-GAAP-EPS(元/股)	-0.97	-0.52	-1.78	-0.88	-0.54
市销率(P/S)	20.25	7.75	4.02	2.86	2.12
市净率(P/B)	-10.29	-6.50	3.08	3.29	3.44

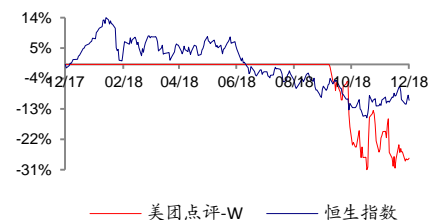
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	47.9 港元/股
合理价值	69.8 港元/股
报告日期	2018-12-19

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5493/5493
总市值/流通市值(亿港元)	2889/2889
一年内最高/最低(港元)	72.65/47.9
30日日均成交量/成交额(百万港元)	7.64/414
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-27.60/-27.60

### 相对市场表现



分析师： 旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



yll@gf.com.cn

分析师： 洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究：

联系人： 吴桐 021-60759783

wutong@gf.com.cn

联系人： 贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

## 目录索引

一、本地生活服务巨头，后 BAT 时代的弄潮儿.....	7
1.1 千团大战谋转型，本地生活服务空间辽阔.....	7
1.2 餐饮外卖为体，到店、酒旅为翼，多元生态加持.....	9
二、餐饮外卖形成流量基础，商户赋能推动多元变现.....	11
2.1 到家业务：连接海量商户与 C 端高频用户，快速增长.....	13
2.2 深化细分：细化产品分类，强化用户体验，提高留存率.....	25
2.3 到店：大众点评，“订座，点单，优惠，评价”一站式到店服务.....	31
2.4 价值延伸：精准营销，金融支持，供应链管理，多维度商户赋能.....	36
三、生态导流，深化下沉，美团酒店预订业务成功登顶.....	46
3.1 高频+生态 VS 低频+垂直，美团酒店预订业务成功赶超.....	46
3.2 在线旅游业务目前尚处于培育阶段，后续发展空间充足.....	51
四、布局本地出行业务，实现三大消费场景有效串联.....	56
4.1 收购摩拜单车，补齐 LBS 生态版图.....	56
4.2 单车业务进行阶段调整，车辆投放应至合理水平.....	57
五、财务：量价驱动营收高增，核心业务毛利持续改善.....	58
六、盈利预测.....	61
6.1 餐饮外卖预测.....	63
6.2 酒店、到店旅游预测.....	64
6.3 其他新兴业务预测.....	64
七、风险提示.....	68

## 图表索引

图 1: 2010~2015 年中国在线团购的发展历程.....	7
图 2: 美团点评的发展历程.....	8
图 3: 2018H1 美团点评的股权结构图.....	9
图 4: 美团点评各项业务核心经营主体.....	10
图 5: 美团点评在各细分行业的投资和并购情况.....	11
图 6: 国内外卖市场的竞争格局演变.....	12
图 7: 餐饮外卖行业市场规模 (亿元) 和增速 (%).....	13
图 8: 主要餐饮外卖平台的交易规模占比 (%).....	13
图 9: 2017 年上市餐饮企业毛利率 (%).....	14
图 10: 2017 年上市餐饮企业人工、租金费用率 (%).....	14
图 11: 美团外卖 APP 功能和“商户, 消费者, 专送骑手”形成正向循环.....	15
图 12: 美团外卖商家版 MAU (百万人) 和活跃商家数量 (百万户).....	15
图 13: 美团餐饮外卖接入的品牌商户情况.....	16
图 14: 2010 年各线城市的交易额分布 (%).....	17
图 15: 2015 年各线城市的交易额分布 (%).....	17
图 16: 2017 年美团完成外卖订单数量和交易金额的城线分布.....	17
图 17: 美团外卖 APP 的流量来源.....	18
图 18: 美团外卖独立流量的 MAU (万人).....	18
图 19: 美团和大众点评的流量 MAU (万人).....	18
图 20: 美团交易用户奖励、推广和广告费用 (亿元).....	19
图 21: 美团交易激励和推广费用占营收比重 (%).....	19
图 22: 饿了么商家版和美团外卖商家版 MAU (万).....	19
图 23: 饿了么 APP 和美团外卖 APP 的 MAU (万).....	19
图 24: 饿了么 APP 和美团外卖 APP 的单设备日均使用次数.....	20
图 25: 餐饮外送每天的订单需求和骑手运力变动图.....	20
图 26: 美团配送骑手人数 (万人) 和外卖订单完成数量 (百万单).....	21
图 27: 2018 年美团外卖骑手工作城市分布.....	21
图 28: 餐饮外卖订单的城线分布情况.....	21
图 29: 美团众包 APP 的日活跃人数 (万人).....	22
图 30: 美团骑手和众包 APP 使用时长 (万分钟/月).....	22
图 31: 美团外卖业务的智能配送系统支撑.....	23
图 32: 2017 年各线城市的餐饮外卖每单消费金额.....	25
图 33: 全球主要餐饮外送上市公司货币化率 (%).....	25
图 34: 美团点评和 Delivery Hero 的货币化率走势图.....	25
图 35: 国内餐饮消费和非餐饮消费规模 (亿元) 和在线渗透率 (%).....	26
图 36: 2011 年和 2017 年商超品类线上渗透率 (%).....	27
图 37: 2017 年生鲜、食品用品等商超品类毛利率 (%).....	27
图 38: 连锁超市和便利店的入驻美团外卖平台.....	28
图 39: 美团点评的外送内容不断丰富.....	29

图 40: 美团 2013~2017 年注册用户下单量变化 (单)	29
图 41: 外送单笔交易金额 (元/单) 和增速 (%)	29
图 42: 消费者其他服务营收和同比增速	30
图 43: 消费者其他服务的毛利润和毛利率	30
图 44: 2012~2019 年中国到店 O2O、到家 O2O 市场规模	31
图 45: 大众点评 APP 到店服务功能	32
图 46: 2016 年美团 APP 不同年龄用户的消费情况	32
图 47: 2016 年点评 APP 不同年龄用户的消费情况	32
图 48: 美团 APP 和大众点评 APP 的到店服务	33
图 49: 各项生活服务类型的订单和客单价增速分布图, 新青年的核心服务诉求	34
图 50: 2017 年新青年在美团 APP 的各种分享形式的同比增速	34
图 51: 大众点评 APP 的 UGC 功能: 评论推荐, 平台认证, 达人关注, 社交互动	35
图 52: 中国生活服务商家门店数量 (万家) 和在线化渗透率 (%)	35
图 53: 美团各业务对接活跃商户数量 (百万) 和总体同比增速 (%)	36
图 54: 美团点评的到店业务多元拓展和业务延伸	37
图 55: 在线营销营收 (亿元) 和同比增速 (%)	37
图 56: 其他服务营收 (亿元) 和同比增速 (%)	37
图 57: 2013~2020 年中国 SaaS 行业市场规模 (亿元) 和同比增速 (%)	38
图 58: 2017 年国内 SaaS 行业的供应商格局	38
图 59: 2017 年国内 IaaS 行业的供应商格局	38
图 60: SaaS 服务的主要功能和应用场景	39
图 61: 屏芯科技的主要产品, 核心赋能和主要客户	40
图 62: 国内餐饮 SaaS 垂直服务商奥琦玮的“7+5”品牌体系和主要客户群体	41
图 63: 别样红云 PMS 的主要产品和发展历程	42
图 64: 美团参与的餐饮供应链环节	42
图 65: 美团的商家服务营收 (亿元) 和增速 (%)	43
图 66: 美团的商家服务毛利 (亿元) 和毛利率 (%)	43
图 67: 美团点评的聚合支付系统	44
图 68: 美团点评的支付处理成本 (亿元) 和其占营收的比重	44
图 69: 美团点评的小贷规模 (亿元) 和拨备率 (%)	45
图 70: 中国在线酒旅行业的发展历程	46
图 71: 美团酒店预订营收 (亿元) 和增速 (%)	47
图 72: 美团和同程艺龙的酒店预订货币化率比较	47
图 73: 2015-2018Q1 各平台国内间夜量占比 (%)	48
图 74: 携程国内上线酒店数量分布图	48
图 75: 美团国内上线酒店数量分布图	48
图 76: 美团酒店各城线酒店的价位分布情况	49
图 77: 国内主要在线酒旅 APP 的百度指数	49
图 78: 美团酒店的生态和垂直流量入口	50
图 79: 酒店预订小程序微信小程序活跃指数比较	50
图 80: 各线城市在线酒店预订用户的分布情况	50
图 81: 国内在线旅游业产业链和行业竞争格局	51

图 82: OTA 交通票务市场规模, 线上渗透率和增速 .....	52
图 83: 在线交通票务市场竞争格局 (%) .....	52
图 84: 在线交通预订行业的供给和分销格局 .....	52
图 85: 2012~2017 年中国旅游产业收入和同比增速 .....	53
图 86: 线上旅游市场规模和同比增速 .....	53
图 87: 2017 年国内在线旅行度假交易规模的竞争格局 (%) .....	53
图 88: 美团旅行在自助游、境外游和景区门票上的布局情况 .....	54
图 89: 在线旅行市场按地点分布 (%) .....	54
图 90: 在线旅行市场按照出行方式分布 (%) .....	54
图 91: 美团可在原有美食、酒店 UGC 基础上增添旅行 UGC 的功能 .....	55
图 92: 美团战略架构的调整历程 .....	56
图 93: 摩拜单车来自微信和美团的生态流量 .....	57
图 94: OFO、摩拜和哈罗单车的 MAU (万人) .....	57
图 95: OFO、摩拜单用户平均使用时长 (小时/月) .....	57
图 96: 2015~2018Q3 美团点评的营业收入 (亿元人民币) 和同比增速 (%) ..	58
图 97: 2015~2018Q3 美团点评的 Non-GAAP 净利润 (亿元人民币) .....	58
图 98: 2015~2018H1 美团点评营业成本构成 (亿元人民币) .....	59
图 99: 2015~2018Q3 美团点评各项业务的毛利率变化 (%) .....	59
图 100: 2015~2018Q3 美团点评的期间费用率 (%) .....	60
图 101: 2015~2018H1 美团点评现金流 (亿元人民币) .....	60
图 102: 美团研发费用 (亿元) 和占营收比率 (%) .....	61
图 103: 2017 年美团各业务员工人数和占比 (%) .....	61
图 104: 美团点评业绩驱动因子拆解 .....	61
图 105: 2015~2018H1 美团点评的佣金收入 (亿元人民币) 和同比增速 .....	62
图 106: 2015~2018H1 美团点评的在线营销收入 (亿元) 和同比增速 (%) .....	63

表 1: 商户堂食单与外卖单的盈利能力对比 .....	14
表 2: 专送骑手和众包骑手各项比较 .....	22
表 3: 商户选择各类配送服务的比较 .....	22
表 4: 2015~2018M4 美团外卖餐饮的核心经营指标 .....	24
表 5: 外卖核心用户群体的互联网渗透率上限测算 .....	24
表 6: 美团“到家”服务拓展业务的市场规模、未来五年增速和行业主要竞争者 ..	27
表 7: 美团非餐饮外卖未来的营业收入的分情形测算 (亿元) .....	30
表 8: 美团点评在企业服务领域的投资和收购情况 .....	39
表 9: 截至 2018 年 6 月美团点评的金融牌照获取情况 .....	45
表 10: 2015~2018 年前四个月美团酒店的核心经营指标 .....	47
表 11: 2020 年美团在交通预订和旅游度假服务市场的预计情况 .....	55
表 12: 摩拜单车不同日使用频次 (次) 和骑行价格 (元/次) 下的营收情况 .....	58
表 13: 美团餐饮外卖业务的营业收入预测 (货币单位: 人民币) .....	63
表 14: 2015~2020E 美团酒店预订业务营收预测 (货币单位: 人民币) .....	64

表 15: 2015~2020E 美团到店、旅游业务营收预测 (货币单位: 人民币) .....	64
表 16: 2015~2020E 其他新兴业务的营收预测 (货币单位: 人民币) .....	65
表 17: 2015~2020E 美团点评营收预测汇总 (货币单位: 人民币) .....	66
表 18: 所属行业其他公司的估值比较 (样本日期: 2018/12/15, 按照 2018 年 12 月 15 日汇率中间价折算) .....	66
表 19: 美团点评分部估值情况 .....	68
表 20: 2018~2022E 美团点评归属于股东自由现金流 (百万元人民币) .....	68



# 一、本地生活服务巨头，后BAT时代的弄潮儿

## 1.1 千团大战谋转型，本地生活服务空间辽阔

千团大战时代，美团成为少数幸存者。美团成立于2010年，早期业务为O2O电商平台，主要以折扣券形式为商家提供互联网推广，在消费者完成折扣券购买后获得佣金补贴，通过这种方式美团获得了许多中小型商户的流量，迅速占领城镇和城郊等区域。2010年8月，美团获得了红杉资本1200万美元A轮融资；2011年7月，美团获得阿里巴巴和红杉资本5000万美元的B轮融资；但团购商业模式本身存在用户粘性弱，流量成本持续提升，与商家关系脆弱等诸多问题，美团2012年开始深耕已有产业链，为线下商家提升运营效率，节约运营成本；2012年团购网站出现大面积关停潮（存活率仅为3.5%），美团成为少数幸存者。

图1：2010~2015年中国在线团购的发展历程



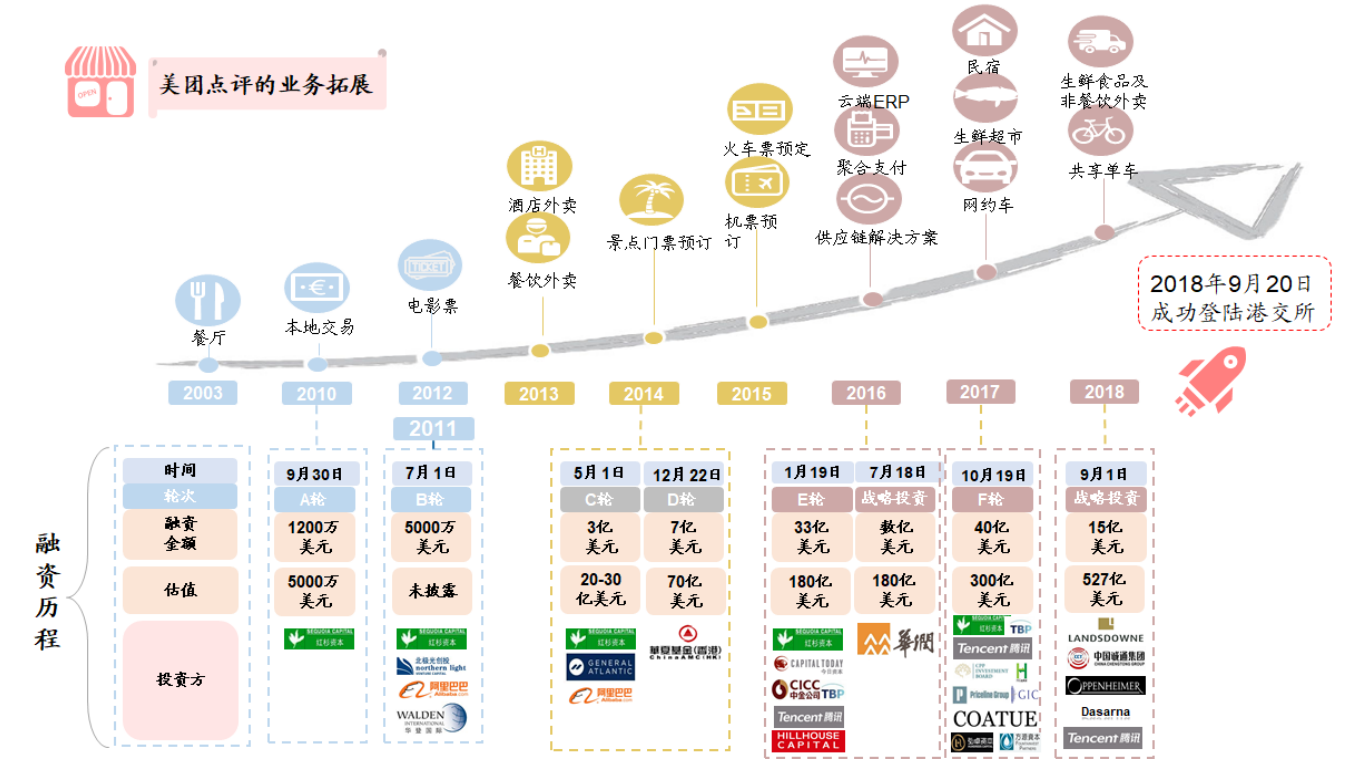
数据来源：36氪，易观咨询，广发证券发展研究中心

完成战略转型，合并大众点评成为最大的O2O平台。2013~2014年期间，美团推出餐饮外卖与酒店预订业务，正式开展新型外卖送餐服务，并顺利完成了C轮融资和D轮融资，在2014年12月时美团网的估值达到70亿美元。2015年10月8日，美团网与大众点评宣布合并，美团点评成为中国最大的O2O平台，估值超过150亿美元。其服务领域扩大从酒店和外卖扩大到餐饮、景点门票、电影票、火车票、机票预定等各个生活领域。

横向丰富消费者服务内容，纵向完成商户赋能。2016至今，美团在到家和到店业务上持续深化服务，到家业务陆续新增了药品，生鲜，鲜花，商超，维修等服务功能；到店业务也新增了包括线上预定，选座，点菜，结算等功能；并开始向商商户提供更多的增值服务，从采购、营销、财务、人事和支付等多领域为商户赋能，包括云ERP、聚合支付、供应链解决方案等。融资层面，2016年美团点评先后完成E轮融资以及接受了华润创业联和基金的战略投资，融资额超33亿美元，为实现平台数据化、一体化、智能化注入资金。2017年获得40亿美元的F轮融资，估值达到

300亿美元，并完成了对摩拜的收购，打通了出行领域“最后一公里”，2018年9月1日，美团获得腾讯领头的15亿美元战略投资。

图2：美团点评的发展历程

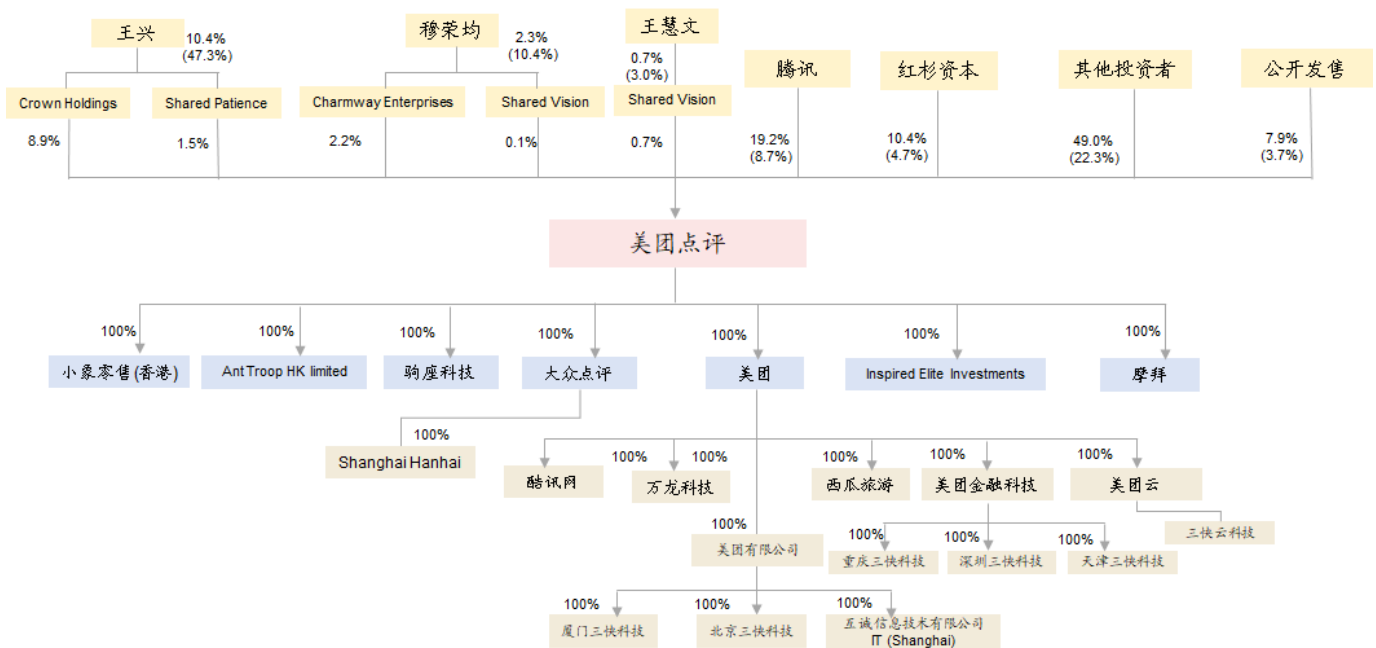


数据来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

上市蓝图终成景，创始团队投票权超过六成，腾讯红杉为最大机构股东。2018年9月20日美团点评成功登陆港交所上市，美团股权结构采用AB股的形式，投票权的比例为10: 1，参与认购历史融资发行的优先股在上市后全部转为B类股份。美团上市后，A类股份的持有者主要为美团的创始团队：王兴通过Crown Holdings和Shared Patience合计拥有10.4%的股权（47.3%投票权），全面负责公司的战略、文化及经营；穆荣均通过Charmway Enterprises和Shared Vision持有公司2.3%的股权（10.4%投票权），负责公司的金融服务和内部事务；王慧文持有公司0.7%的股权（3%投票权），负责公司的即时配送和新业务，三者投票权合计60.4%。此外，核心高管团队中，陈少辉负责财务、战略规划、投资及资本市场活动，陈亮负责酒店和旅游业务，张川主管到店业务。最大两位B类股权持有者为腾讯和红杉资本，分别持有19.2%的股权和10.4%的股权。



图3: 2018H1美团点评的股权结构图



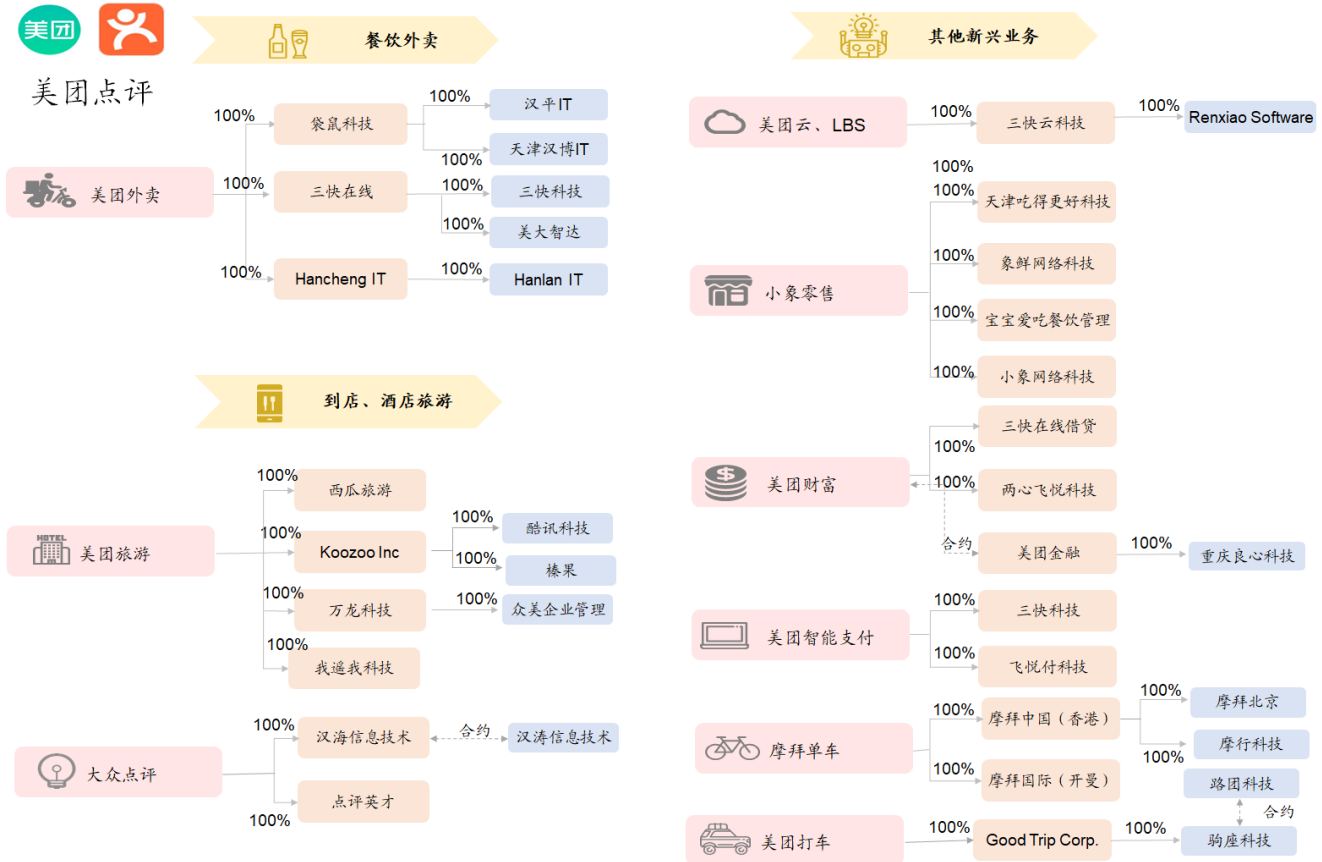
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 1.2 餐饮外卖为体，到店、酒旅为翼，多元生态加持

“大众+刚需+高频”，外卖单点突破赢得市场。在本地生活服务中，美团聚焦“吃”和“住”，这两种需求都满足“大众、刚需、高频”特征，同时上下游相对分散，平台型公司具有良好成长环境。2014年，美团成立外卖事业部和酒旅事业部，并率先在餐饮服务上打开流量入口，在两年时间内就取得了餐饮外卖的龙头地位。根据艾瑞咨询数据显示，2017年中国线上餐饮外卖交易金额为3050亿元，美团平台的餐饮交易金额为1711亿元，占总外卖交易金额的比重达到56.10%。在线下业务方面，2015年收购大众点评形成UGC信息优势，布局餐饮垂直SaaS业务完成商户智能化升级，成功推动了其到店业务的快速增长。其他业务上，凭借在低线市场的渗透下沉和高频流量的导入，美团成功得到了消费者青睐，2017年酒店间夜数量达到2.05亿间，根据同程艺龙招股书显示，2017年全市场间夜数量为6.58亿，美团点评占比达到31.16%，2018Q1达到33.6%，超越携程（33%）。

外卖为体，到店酒旅为翼。美团点评共有4大类业务，分别为餐饮外卖业务，到店业务，酒店旅游业务以及其他新兴业务。从财务层面来看，2017年，其四项业务营业收入分别为210.32亿元，81.14亿元，27.13亿元和20.43亿元，其中餐饮外卖业务收入规模占总营收的62%，同比增长297%，同时具备大规模和高成长性，是公司的支柱性业务。到店和旅游服务营收规模位居第二，主要收入来源为平台出售的商户代金券、优惠券佣金收入和在线营销服务，2017年营收同比增长45.30%，占总收入的24%。酒店预定业务收入位列第三，2017年营收同比增长91%，占总营收的6%。剩下6%营收由其他新兴业务构成，主要包括非餐饮外卖服务，供商户使用的供应链方案，聚合支付业务，云端ERP系统，中小商家融资业务和本地交通服务等。

图4：美团点评各项业务核心经营主体

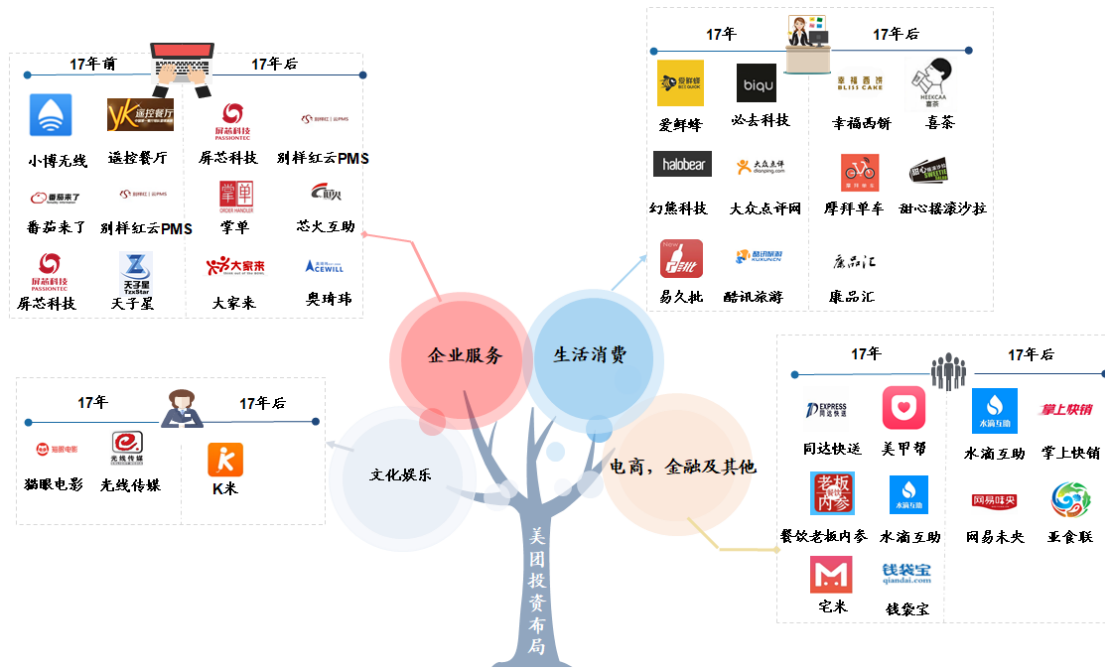


数据来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

**多元生态加持，借力投资基金形成纵横闭环。**美团一直致力于收购与其业务相辅相成的业务,例如能够拓展服务并加强技术能力的业务。在完成F轮40亿美元的轮融资后,美团点评宣布其2017年初成立的产业基金更名为“龙珠资本”,专注于包括餐饮、零售、酒店旅游和休闲娱乐等大消费行业投资,致力于推动本异地生活服务企业的发展 and 产业升级。至今,美团主要对外投资了33家企业,大多数为B轮、C轮企业,投资额大多不超过1亿,少数大规模投资上包括领投资智能软件系统研发商“大家来”,餐饮云ERP服务商“屏芯科技”, SaaS服务商“奥伟琪”,酒店SaaS服务商“别样红云PMS”以及幸福西饼和喜茶等餐饮品牌,以及27亿元全资收购“摩拜”等企业。

总体来看,美团至今主要投资三类业务(1)纵向投资企业服务领域和供应链To B。企业服务项目主要为商家服务解决方案,以促进整体服务行业效率的提升。包括支付,ERP系统和供应链管理等。其中,供应链To B项目聚焦在生活服务商家上游,通过设立和收购方式推出各类B2B电子平台,为商家提供采购便利,实现供应链的垂直整合。(2)横向拓展本地生活服务及文娱产业,推动本地生活服务产业升级,延伸业务边界。(3)探索出行,金融等新领域,寻找新的变现通道的,并实现对主业生态链的补充。在生态加持下,美团已搭建起“吃喝玩乐行”的综合服务平台,并在到家、到店、酒旅等多个细分领域均占据行业领先地位。

图5：美团点评在各细分行业的投资和并购情况



数据来源：美团招股书，IT桔子，广发证券发展研究中心

## 二、餐饮外卖形成流量基础，商户赋能推动多元变现

**“人和”，抓住用户核心需求。**千团大战带来大众互联网的消费习惯，2014年已有1.73亿人参与过团购活动，团购交易额突破700亿。美团作为本地生活服务商，衣食住行中的餐饮消费是日常生活最基本组成部分，单日进餐频率至少为3次，同时符合“大众，刚需，高频”三大特征。

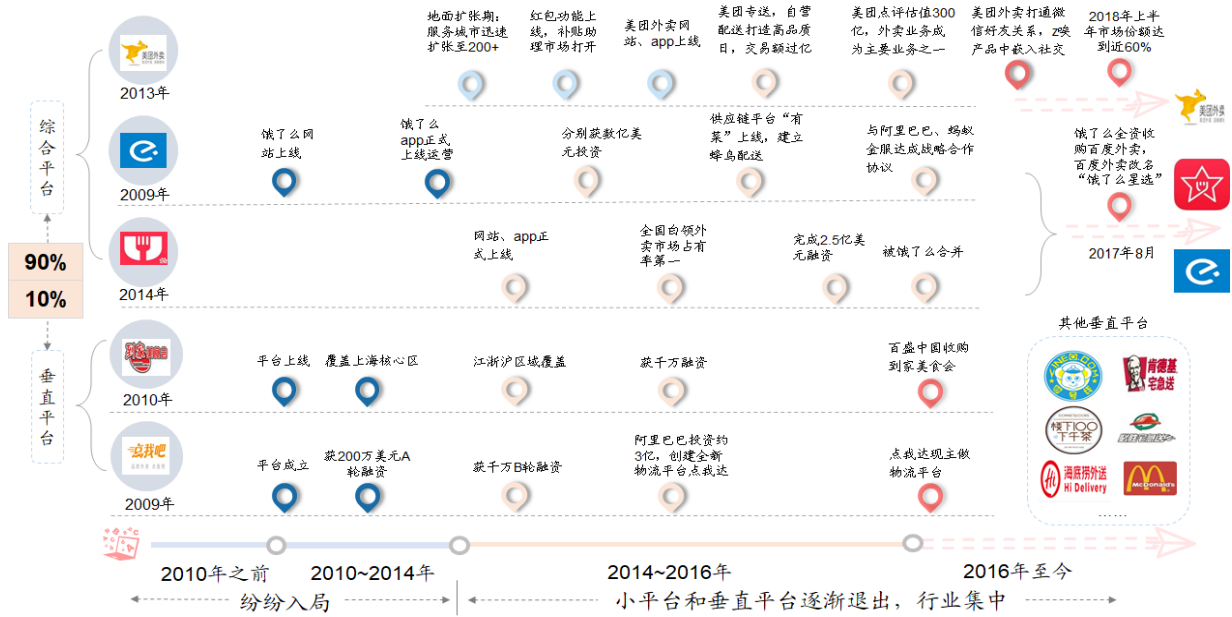
**“地利”，移动互联网迅速发展。**2014年当时的市场环境，中国共有243万户餐饮企业，下游则是6.48亿的互联网用户，且移动终端用户渗透率达到81%，数量保持两位数增长，两端分散的格局利于中介平台的发展和壮大。

**“天时”，主要对手陷入团购泥潭。**团购时期的主要竞争对手如“窝窝网”，“拉手网”等由于融资困难，资金链断裂，上市流产纷纷陷入泥潭。在“天时，地利，人和”三者兼具的美团外卖业务在团购时代末期2013年11月上线，2014完成商户拓展和线上流量聚集，2015~2017年餐饮外卖交易笔数和交易金额每年翻番。截至2018年9月30日，美团餐饮外卖的交易笔数达到45.57亿笔，金额达到2027亿元，分别同比增长66.15%和77.65%。

**效率优先，综合外卖平台在竞争中胜出，美团外卖成为行业老大。**在行业发展初期，入局餐饮外卖市场的竞争者包括：1) 热门餐饮连锁品牌，如KFC，麦当劳，真功夫，永和豆浆，海底捞等热门餐饮；2) 同城配送平台，如新达达，点我达，UU跑腿，蜂鸟配送，闪送；3) O2O本地生活平台，饿了么，美团点评，百度糯米。垂直平台由于订单量不稳定，配送效率较低，交易额有限，自营成本较高等问题，最后大多选择减少或停止自营配送服务，选择外包或加盟综合平台；同城配送平台虽然在运力上

有优势，但在商户数量上处于劣势，独立自营的难度较大，更多为其他平台提供第三方代理服务；综合平台同时具备商户资源和用户流量，并采用“自营+众包”的形式构架配送服务，在最终竞争中胜出。根据艾瑞咨询数据显示，2018Q1美团点评在餐饮外卖的市占率为59.10%，饿了么为36%，饿了么星优选（百度外卖）为3.80%，其他平台占1.1%。

图6：国内外卖市场的竞争格局演变

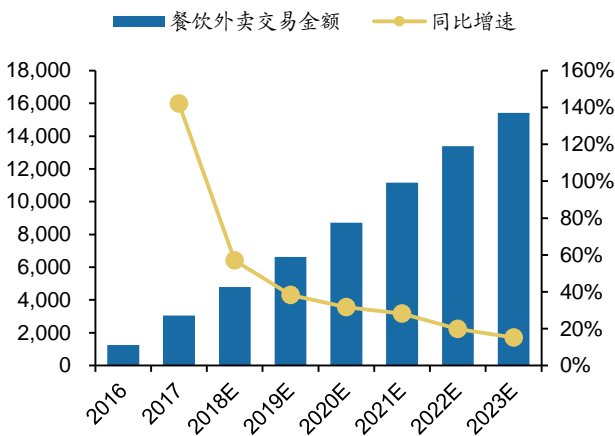


数据来源：美团外卖，饿了么，百度外卖，新浪财经，搜狐财经，广发证券发展研究中心

## 2.1 到家业务：连接海量商户与 C 端高频用户，快速增长

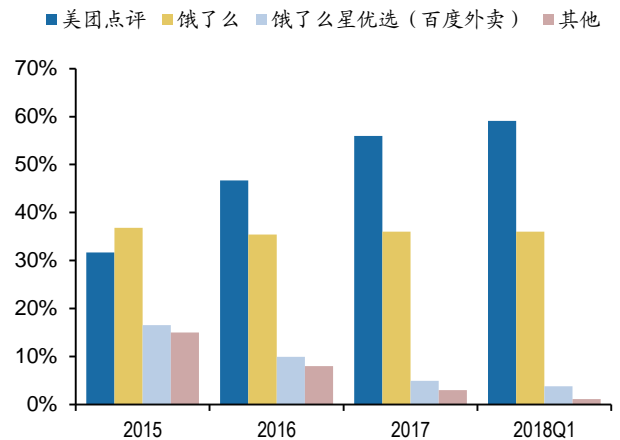
餐饮服务规模近4万亿，线上化率较低，发展空间巨大。根据国家统计局数据显示，2013~2017年间，中国的餐饮消费市场规模从2.55万亿提升至3.96万亿，累计复合增速达到11.58%。艾瑞咨询预计餐饮收入将在2020年突破5万亿大关。餐饮线上消费形式包括外卖订餐和团购到店消费，2016年，餐饮外卖消费金额为1260亿元，线上团购到店消费金额1060亿元，分别占总餐饮消费的比重为3.52%和2.96%。2017年外卖订餐消费金额达到3050亿元，占比从3.52%提升至7.69%；团购到店消费金额1160亿元，比重保持平稳。我们认为随着线下餐饮门店加盟线上平台的数量增加，消费者外卖习惯养成，基础配送体系逐渐完善，线上外卖的渗透率增加，餐饮服务线上消费比重将持续提升，艾瑞咨询预计到2021年餐饮外卖占比将提升至16.80%，餐饮外卖的市场规模达到8720亿元，到店餐饮规模为1450亿元。

图7：餐饮外卖行业市场规模（亿元）和增速（%）



数据来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

图8：主要餐饮外卖平台的交易规模占比（%）

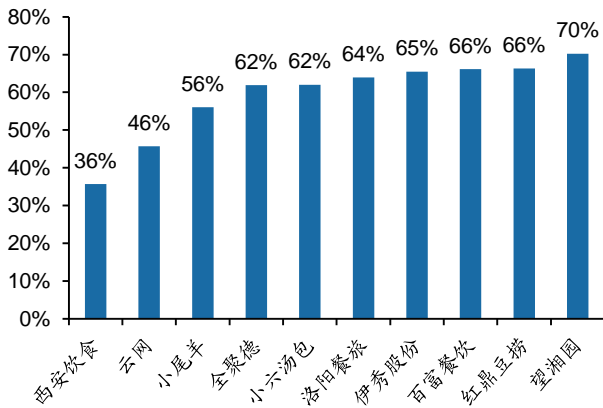


数据来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

对于餐饮商户而言，外卖模式一方面帮助商户实现了互联网时代“千人千地千面”的精准营销：聚焦目标用户、降低营销成本、提升转化效率，这基于美团在团购时代就搭建起的本地广告生态。另一方面，基于短途即时配送网络，外卖进一步提升了商户的坪效和盈利能力。从坪效角度看，外卖实现了空间和时间的延伸，扩充了流量：堂食的辐射半径是1公里，而外卖通常是3公里。堂食的营业时间是中午12点到2点，晚上6点到8点；而外卖从早餐到夜宵，在全天内都有订单。如同盒马鲜生是普通超市坪效的2-3倍，外卖能大大提高餐厅的坪效。另外，外卖替代的是在家做饭，而不是堂食需求。从盈利角度看，餐饮行业具有高毛利率、高人工、租金费用的特征，外卖模式下佣金扣点替代人工租金，提高了商户盈利能力。我们选取了望湘园、全聚德、小尾羊等10家堂食为主的上市餐饮公司作为样本，2017年行业平均毛利率为59.4%，平均人工费用率为27.1%，平均租金费用率为10.3%。另据《2018中国餐饮业年度报告》，正餐商户平均毛利率为56%，人力和房租成本各占22.1%和8.8%。餐饮行业的高毛利率说明商户借助外卖模式节约掉人力和租金成本后，有能力承担较高的佣金，（测算情况如表1所示，假设外卖订单为新增业务，不额外占用人工、租金等费用）。

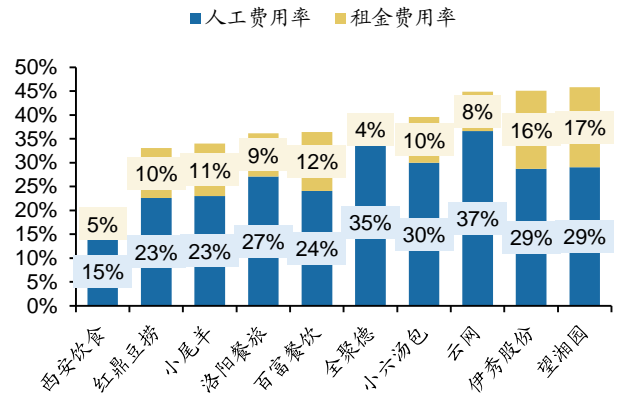


图9: 2017年上市餐饮企业毛利率(%)



数据来源: 商务部、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图10: 2017年上市餐饮企业人工、租金费用率(%)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 1: 商户堂食单与外卖单的盈利能力对比

盈利指标	当前堂食单		当前外卖单 (美团配送)		扣点率提升后外卖单	
	元	占收入比例	元	占收入比例	元	占收入比例
客单价	40	100%	40	100%	40	100%
菜品成本	18	45%	18	45%	18	45%
毛利	22	55%	22	55%	22	55%
平台佣金	0	0%	6	15%	8	20%
用户补贴	0	0%	4	10%	4	10%
人工费用	8	20%	0	0%	0	0%
租金费用	4	10%	0	0%	0	0%
能源费用	2.4	6%	0	0%	0	0%
其他费用	2	5%	2	5%	2	5%
运营利润	7.6	14%	10	25%	8	20%

数据来源: 《2018中国餐饮年度报告》, 广发证券发展研究中心商贸零售组

**美团外卖APP, 实现“推荐, 支付, 配送, 反馈”全流程外卖服务。** 用户在使用美团外卖APP时, 只需输入或确认GPS 定位配送地址, 页面即可显示附近可提供外卖服务餐厅。美团利用大数据分析能力, 为用户提供个性化内容及页面以匹配其消费喜好、口味偏好及时间敏感度。消费者能够进一步根据美食类型、销量、距离及若干其他条件(如配送速度、配送费用、评分及人均消费)过滤和筛选结果, 消费者亦能直接搜寻商家名称或菜单项目。折扣及电子代金券于商家店面或菜单直接显示, 并可于结账时即时应用。一旦消费者发现所需, 则可添加特定要求并通过各种支付渠道付款。订单后续也会传送至餐厅, 同时储存消费者喜好以为日后交易作参考。

**美团外卖能成功的核心在于: “供给端, 需求端, 配送端”三端协力。** 借助其多年的运营积累和口碑建设, 美团在消费者和商户之间建立了信任机制, 并通过更好的服务体验和规范条款巩固信任关系。在信任机制建立的基础上, 供给端、需求端和配送端逐渐形成正向循环: 随着上线商户数量增加, 消费者的可选消费集扩大, 叠加平台补贴和推广促进作用, 平台流量快速增长, 又反过来吸引了更多商户入驻。同时, 随着平台交易规模不断扩大, 需求运力增加, 通过增加骑手和优化配送效率又促进了消费者和商户的平台体验, 提升了平台粘性。最终, 三种要素正向反馈, 相得

—— 益彰，共同促进平台总交易规模的快速增长。

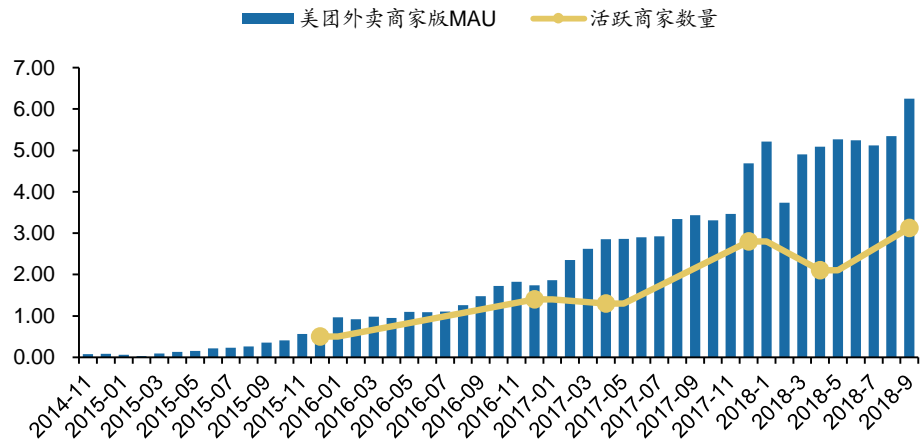
图11：美团外卖APP功能和“商户，消费者，专送骑手”形成正向循环



数据来源：美团外卖APP，广发证券发展研究中心

**供给端：** O2O平台的核心生产要素就是商户上线情况，但和电商平台不同，电商平台的部分C2C店面上线不需要线下实体店面和营业执照，只需要向平台交纳保证金，而O2O生活平台的上线店面需要有线下实体店铺，且具备营业执照和业务范围的经营许可证才能上线，门槛相对更高，要求平台有很强的BD能力。美团外卖初始商户来自于传统团购业务客户的转化，在2013年底美团团购时期发展的商户数量达到40万家。伴随外卖业务的开展，在2014年6月，美团开始了快速地面扩张期，服务城市数量增长至200个，截至2014年底，合作商户数量成功突破90万家。随着美团自营配送的建立，地推力度提升，商户数量得到进一步增长。从2015年到2018年4月，美团总体商户数量突破500万户，其中餐饮外卖商户达到280万，是第二名饿了么商户数量的两倍。2018年9月，美团外卖商家版的月活数量达到625万人，且处于上升趋势，说明美团外卖商户扩张仍在持续。根据历史比例测算，大约每户商家的独立设备平均为2部，推算得到2018年9月美团外卖的活跃商户约为313万户。

图12：美团外卖商家版MAU（百万人）和活跃商家数量（百万户）



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

美团点评强有力的BD能力来自多个方面，1) 充满热情的年轻基层人员，工作有很

强的积极主动性，公司目前销售、营销和业务拓展的员工人数达到2.8万人。2) 不拖欠商户的款项，推出自动结款系统，2~15天即可完成提取，同一个区域商户间的交流相对紧密，一旦某个平台做出口碑，很容易在该地区获得其他商户的信任。同样，若一个平台在某个商户上出现拖欠款问题，也很容易导致其他商户的流失。以上两点是其在市场拓展阶段能迅速拉开与竞争对手距离的重要原因。

对于优质品牌客户争夺上，美团采用预付款的形式为其提供包销业务。在2015年预付模式的高峰期，公司账面预付商家款项达到30.75亿元，占其总资产的77%，随着平台吸引力快速提升，预付商户款项已逐步下降至2018年4月的3.35亿元，占资产的。总结来看，美团外卖有两大发展方向：1) 品牌入驻，满足中高端消费人群的用餐需求，提升平台影响力和订单价格。2) 平台下沉，向三四五线城市用户提供外送服务，做大市场规模。

**细化餐饮品类，引入知名品牌。**首先，美团对外卖商户细化分类，包括快餐便当、麻辣烫冒菜、包子粥店、米粉面馆、特色小吃、汉堡薯条、饺子馄饨、川湘菜、暖胃粉丝汤、炸鸡炸串、鸭脖卤味、夹馍饼类等二十余种类别，延长配送时间，增加早餐商户和夜宵商户，给消费者提供更多选择。

其次，美团平台过亿的用户流量也吸引了众多知名餐饮品牌入驻。美团成为其重要线上渠道，并通过外卖开放平台为大型连锁品牌接入服务提供便利，商家开发者可以自主选取所需的API接口与美团外卖系统进行对接。目前加盟美团外卖的大型餐饮连锁品牌包括：俏江南，外婆家，翠华餐厅，黄记煌，西贝莜面村等中式餐饮品牌，以及真功夫，大娘水饺，永和豆浆等中式快餐连锁，日韩料理品牌包括味千拉面，食其家，吉野家，西式快餐包括KFC，麦当劳，必胜客，汉堡王，目前平台入驻品牌商数量已经超过上百家，给一二线城市客户群体提供了更多用餐选择。根据美团大数据显示，品牌商家订单量占比由2016H1的18%提升至2017H1的25%。

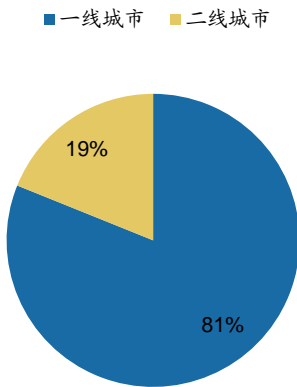
图13：美团餐饮外卖接入的品牌商户情况



数据来源：美团APP，广发证券发展研究中心

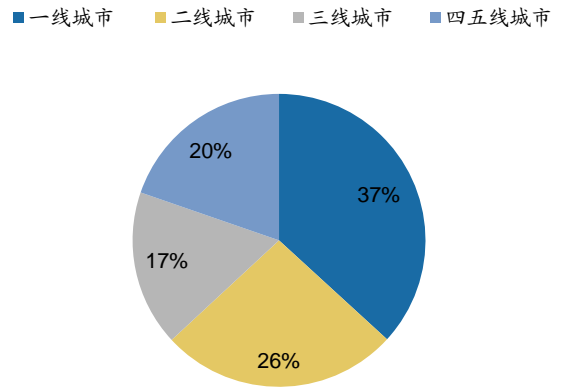
**深化下沉，把握三四线的互联网红利。**随着美团三四五线城市O2O业务的扩张，三线以下城市的交易占比逐年提升。2010年，美团网在一线城市交易额占比为81.1%，二线城市交易额占比为18.9%；2015年，一二线城市交易额的占比下降到63.1%，三线及以下城市的占比达到36.9%，三线以下城市显示出巨大的增长潜力。

图14: 2010年各线城市的交易额分布 (%)



数据来源: 美团网五周年商户报告, 广发证券发展研究中心

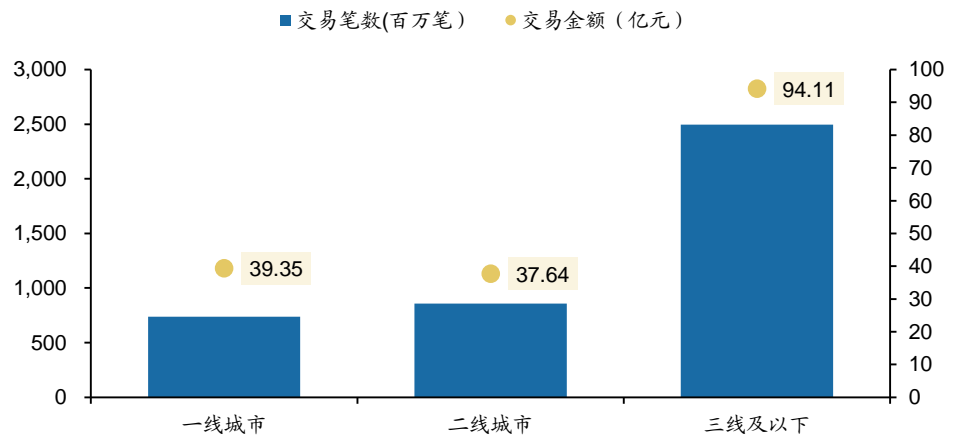
图15: 2015年各线城市的交易额分布 (%)



数据来源: 美团网五周年商户报告, 广发证券发展研究中心

外卖业务也同样表现出高度下沉的特征, 从总量来看, 2017年餐饮外卖的在线渗透率为45.39%, 相比网购用户渗透率70.7%仍有较大的提升空间, 未来主要的用户增量将来自三四线城市。2017年, 美团来自三线及以下城市的餐饮外卖订单数量达到24.94亿单, 占比超过60%, 总交易金额达到94亿元, 占总外卖交易金额的55%。从消费金额来看, 2017年, 三线以下的单笔交易金额为37.32元, 相比一线53.45元和二线37.72元来看, 未来仍有较大的提升空间, 伴随连锁餐饮品牌的下沉, 三四线外卖消费升级也将逐渐到来。

图16: 2017年美团完成外卖订单数量和交易金额的城线分布



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

**需求端: 独立APP流量+“微信”、“QQ”生态补偿, 美团外卖流量丰厚。**美团在千团大战时代成功积累了4000万活跃用户, 在转型外卖O2O后, 美团再次将优惠券引流功能发挥到了极致, 通过设计各种不同优惠力度, 折扣或抵扣形式优惠券, 并让消费者在其社交圈转发邀请链接, 成功实现活跃用户量的高增长, 2014年至今, 美团外卖APP从不到800万的MAU增长至2018年8月的4905万, 累计涨幅达到513.25%。2018年8月的同比增速仍超过10%。此外, 除独立APP的流量外, 美团获客渠道还包括生态流量导入。公司的生态流量平台包括两大部分, 一部分是来自集团内部其他产品APP流量导入, 主要为美团APP和大众点评APP两大综合平台。截至2018年8月,



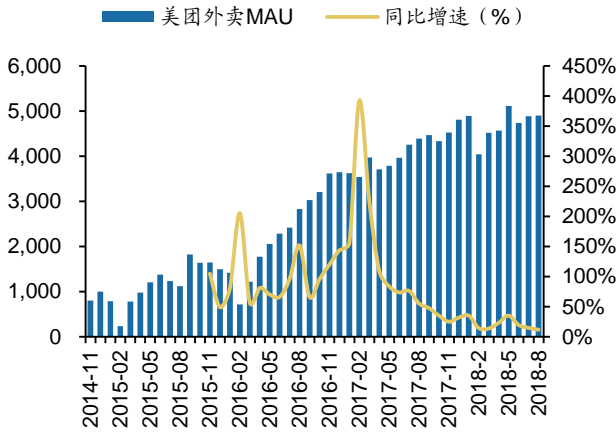
美团APP的MAU已超过2亿，大众点评的MAU也达到7500万的水平。另一部分则是来自公司最大机构股东“腾讯”的两款超级流量产品，微信在钱包功能中为美团点评提供了三个一级流量入口，QQ也在动态和钱包功能中为其提供导流服务，截至2018年9月，微信的MAU为9.36亿，QQ的MAU为6.82亿。根据美团招股书显示，约89%的餐饮外卖交易通过移动应用美团、美团外卖及大众点评获得，通过腾讯的微信及QQ入口获得的交易占比为11%。

图17：美团外卖APP的流量来源



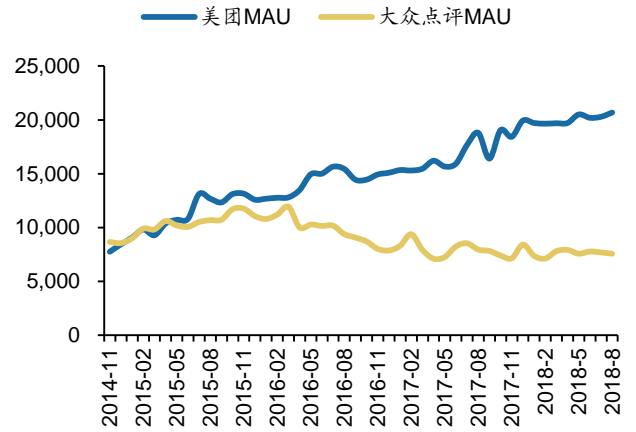
数据来源：Questmobile研究报告，广发证券发展研究中心

图18：美团外卖独立流量的MAU（万人）



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

图19：美团和大众点评的流量MAU（万人）



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

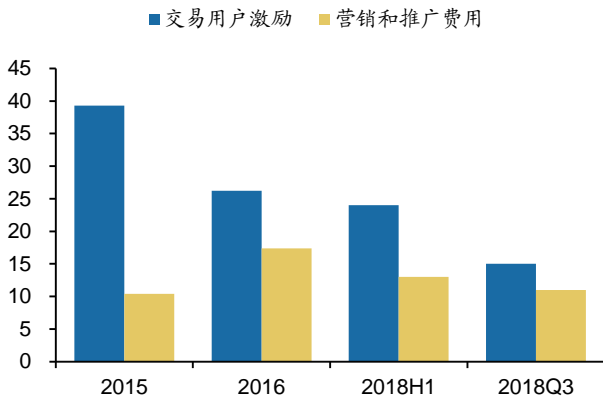
**用户粘性增强，激励和推广成本占营收比重逐渐下降。**美团点评的销售费用主要包括交易激励和广告推广两种方式。2014年12月，美团红包功能上线，可直接抵减订单付款。2015~2018H1期间，交易激励费用大约为营销推广费用的1.5~3倍，说明公司在营销策略上以用户为中心，更愿意采用交易补贴方式，将优惠直接体现到消费上，形成用户口碑，流量的持续性和交易转化率得以提升。2015年全年交易用户激励费用达到40.19亿元，交易用户成功突破2亿人，新增用户数量超过1亿人，平均获客成本为49.72元/人。随着在线订餐习惯养成，激励和推广费用/营业收入不断下降，截至2018Q3交易激励占营业收入比重下降至7.86%，占交易额的比重下降至1.03%。

从财务层面来看，若平台承担配送义务的订单，交易激励直接冲减营收，超出部分记为销售费用；若平台不承担配送义务，交易激励直接作为销售费用；对于众包平



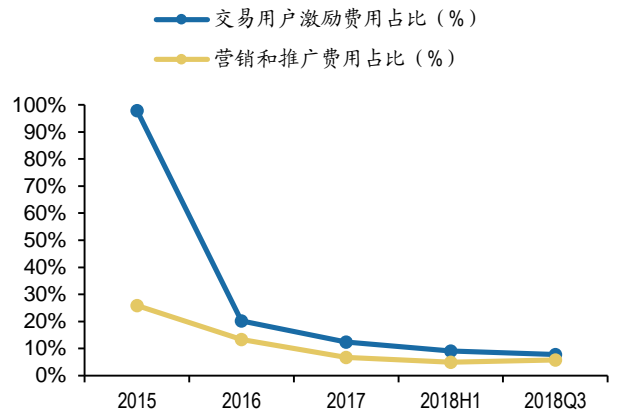
台，公司负责配送服务的确认为销售成本，不负责配送的冲减收入。2017年归属收入抵消的交易激励为21.72亿元，归属销售费用的为42.08亿元。

图20: 美团交易用户奖励、推广和广告费用 (亿元)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

图21: 美团交易激励和推广费用占营收比重 (%)

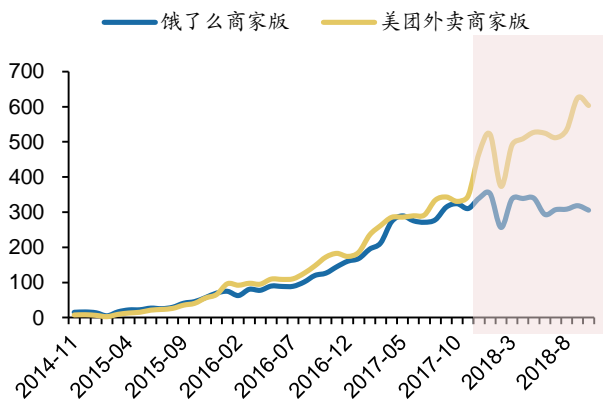


数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

值得注意的是，美团平台对腾讯的产品导流的依赖程度小，且比重逐渐下降。2015~2017年以及2018年前四个月，美团向腾讯支付的宣传和广告费用分别为5160万元，1.28亿元，8780万元和2060万元占当期公司推广和广告费用的比重分别为4.95%，7.37%，3.85%和2.72%，呈现逐年递减的趋势，再次说明公司对腾讯平台的依赖程度较小，已建立起独立生态体系。

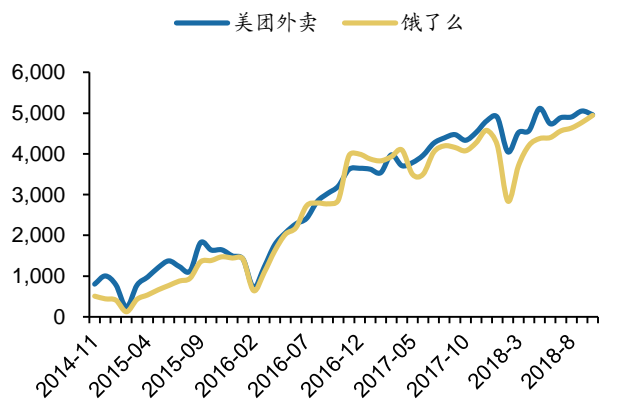
与行业竞争对手比较，优势明显。供给侧上，饿了么APP和美团外卖APP的MAU可以反映商户数量，在2014~2017年处于相同水平，2017年10月，两者的MAU分别为324万和330万，但从2017年11月开始，饿了么商户数量增长停滞，数量保持在300万的水平，而美团点评商户活跃度仍在持续提升，截至2018年9月，两者MAU差值达到300万，根据阿里巴巴三季度披露的财报显示，截止2018H1，饿了么平台注册商家为350万，美团平台活跃商家为510万。需求侧上，饿了么和美团分别有阿里和腾讯的生态流量，难以测度，我们直接选取独立APP比较，饿了么和美团外卖的MAU接近，不同时期互有高低。2018H1美团外卖年交易用户数量(2.68亿人)高于饿了么年活跃用户数量(1.67亿人)。综上所述，美团外卖与饿了么相比仍具有明显优势。

图22: 饿了么商家版和美团外卖商家版MAU (万)



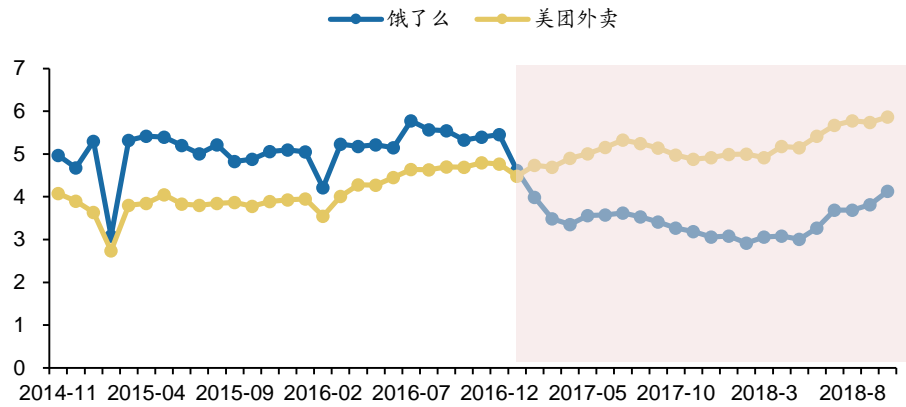
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图23: 饿了么APP和美团外卖APP的MAU (万)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图24: 饿了么APP和美团外卖APP的单设备日均使用次数

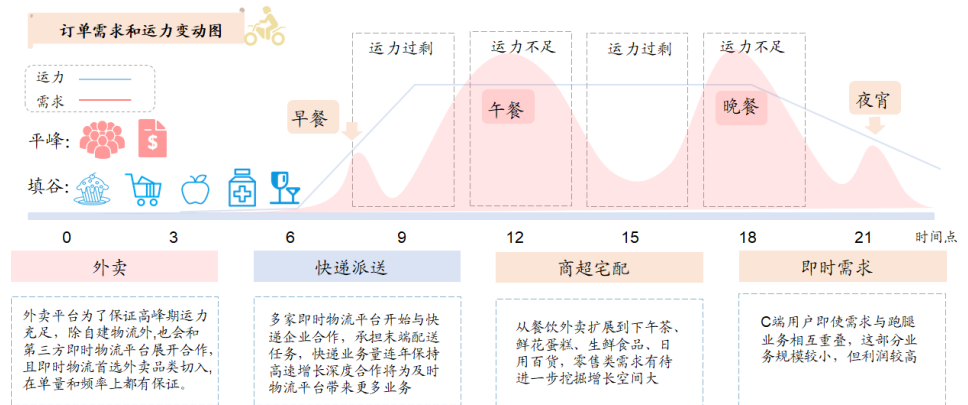


资料来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

**配送端：“专送+代理+众包”构筑百万运力网络，智能调度系统确保服务准时高效**

餐饮外卖平台是典型的双向市场，一边连接商户，一边连接消费者，外卖平台提供终端配送服务，随着商户数量和消费者数量的快速增长，对外卖运力的需求也逐渐增加，但是所有的配送平台都面临着需求的“潮汐”波动，即在用餐的午高峰和晚高峰，运力出现显著的供给短缺，配送时效性下降，而在其他时段，配送运力会有大量闲置情况，如何在保证用户餐饮质量的同时平抑潮汐带来的运力不足和过剩的负面影响，是每个外卖平台需要解决的核心问题。对于这个问题的解决，美团以“三高三低”的原则，首先从客户体验出发，采用了专送和众包的“轻重”结合方式，先解决午餐和晚餐高峰时期的运力不足的问题，而后再考虑解决低谷期闲置运力的成本问题。

图25: 餐饮外送每天的订单需求和骑手运力变动图

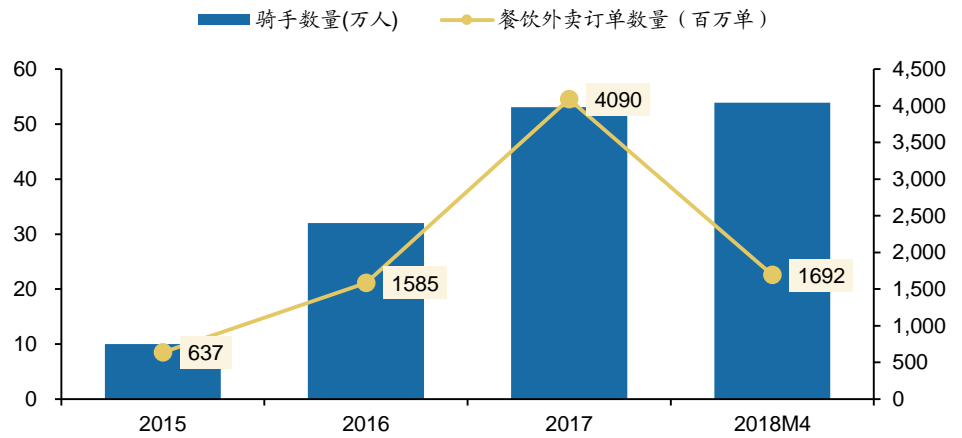


资料来源: 艾瑞咨询, 易观, 广发证券发展研究中心

**美团专送：**主要在具有先发优势的一二线城市等以及订单量较大的区域采用专送形式。专送骑手为美团配送合作商的全职员工或合同工，授权配送合作商使用美团商标，而配送合作商则同意遵守公司指定经营标准，并要求配送合作商按照公司标准对配送骑手进行激励和监督，美团也向配送合作商提供信息支持，以确保选择专送的商家可以享受到最高水准的配送服务。专送骑手管理更加规范，工作时间从早上10:00到晚上9:00，高峰期正常上班，其余时间轮值上班，为骑手配置保险服务，由公司统一管理，系统派单，工资月结。根据美团招股书，截至2017年12月31日，

美团拥有骑手数量53万人，高效完成了约29亿笔交易订单，占全年餐饮外卖的订单数量的70%。

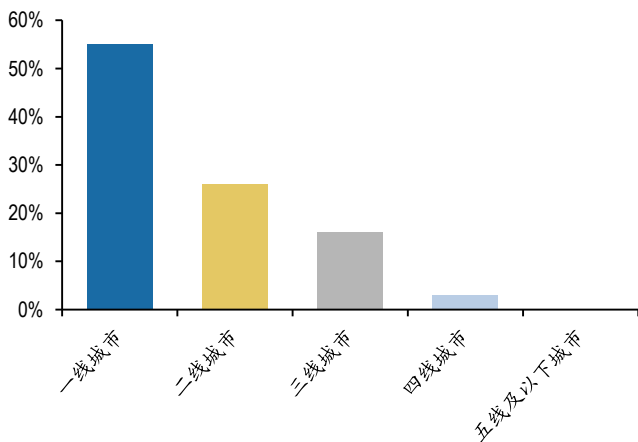
图26: 美团配送骑手人数(万人)和外卖订单完成数量(百万单)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

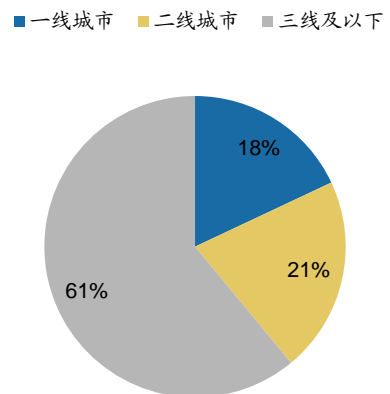
**削峰填谷平周期, 配送下沉拓疆土。**根据美团点评研究院发布的《2018年外卖骑手群体研究报告》显示, 美团外卖骑手的工作城市中一线和新一线城市的占比达到55%, 二线城市为26%, 三线及以下占比不足20%。而招股书中披露来自不同城线的餐饮外卖订单数量占比中, 三线及以下的订单占比达到61%, 存在严重的运力不足的情况。基于餐饮订单的潮汐效应和三线以下的供需失衡的状况, 美团采用“众包”形式整合社会闲置资源, 满足周期性订单需求, 并结合“代理”形式满足三线以下的商户配送需求。为了鼓励骑手参与, 工资上采取日结方式, 超过100元即可提现, 大约需要累计配送12.5单(按照平均8元/单)。同时, 为了保障配送服务的质量, 众包骑手在做满50单后, 需要接受线下培训, 并提交健康证才能继续接单。此外, 为了打通社区服务领域, 2016年11月, 美团参与了O2O社区电商“爱鲜蜂”的D轮融资, 通过爱鲜蜂平台获得社区商户和用户资源, 将原有订餐配送扩大至社区百货配送, 打通了生活超市高频消费的通道。

图27: 2018年美团外卖骑手工作城市分布



数据来源: 美团点评研究院《2018年外卖骑手群体研究报告》, 广发证券发展研究中心

图28: 2017年餐饮外卖订单的城线分布情况

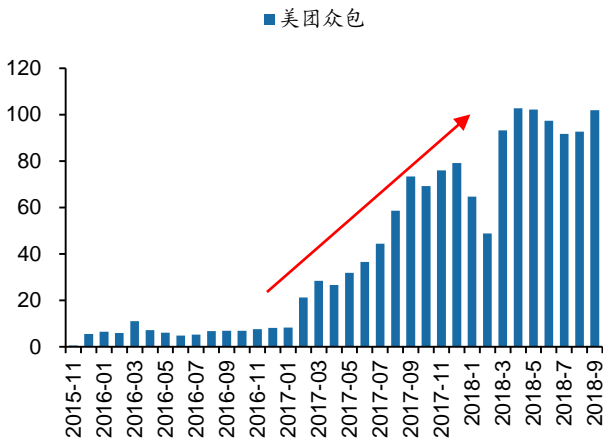


数据来源: 美团招股说明书, 广发证券发展研究中心

**众包活跃度快速上升, 总使用时长超过美团骑手。**从美团众包APP的DAU来看, 2016

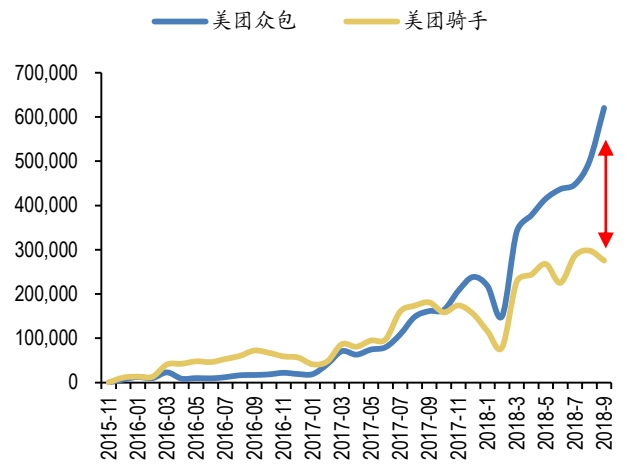
年美团众包的活跃度仅在10万以内，2017年开始进入快速上升通道，至2018年9月达到101.9万人，涨幅超过10倍。根据美团招股书披露，2017年底，美团众包骑手数量达到250万人，是专送骑手数量的5倍。根据Questmobile的数据，伴随订单量增加，美团众包APP的单人日均使用时长从2015年11月的11.1分钟增长至2018年9月的204分钟，累计涨幅达到1734%，月度总使用时长达到62万分钟，是美团骑手APP的2.2倍。

图29: 美团众包APP的日活跃人数 (万人)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图30: 美团骑手和众包APP使用时长 (万分钟/月)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

表2: 专送骑手和众包骑手各项比较

各项指标	专送骑手	众包骑手
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 任何区域接单
收入结算	按月结算	按单结算, 每日都可提现
补贴现状	以月度冲单奖为主+恶劣天气补贴	以周度冲单奖为主

资料来源: 美团骑手公众号, 广发证券发展研究中心

此外, 多种配送方式也给了商家更多配送选择, 可满足不同层次商户需求, 使其更好地平衡获客渠道, 运送成本和运送效率。客单价较高的中高端商家, 或者客单价相对较低, 但订单量较大的商家, 都可选择采用的专送形式, 专送接单稳定, 配送服务提点在10%~18%; 如果商户使用美团和饿了么双平台的专送, 平台提点比率会高出5%左右, 外卖平台独家专送会有一定比率优惠。对于订单量不稳定, 用户不集中, 客单价较低的商家可以选择快送服务或者众包, 平台快送提点比率在10%~18%, 一般由代理平台接单, 众包服务比率在5%~8%。如果订单量大且需求集中的商家也可采用自配送形式完成, 如校园附近的热门商户, 提点比率在5%~8%。

表3: 商户选择各类配送服务的比较

指标	商家自配送	独家专送	双平台专送	平台快送	众包
平台提点	5%-8%	10%-18%	15%-23%	10%-18%	5%-8%
配送范围	无限制	三公里	三公里	五公里	五公里
稳定性	不确定	稳定	稳定	不稳定	不稳定

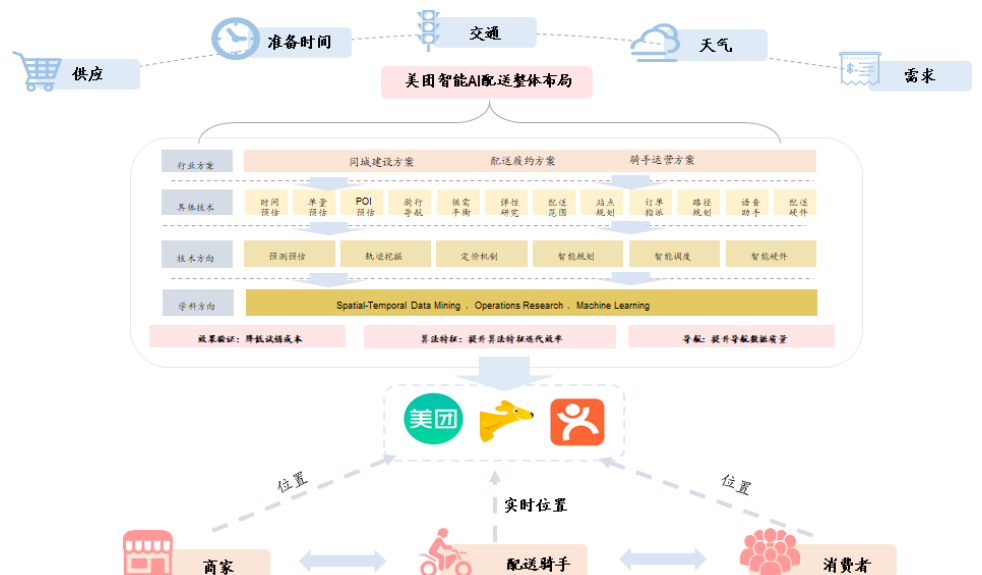
骑手接单	无	派单	派单	抢单	抢单
排名加权	无	有	有	无	无

资料来源：搜狐财经，广发证券发展研究中心

**深化AI智能调度系统研发，骑手配送能力得到大幅提升。**2015~2018H1美团持续加大对研发的投入，研发支出金额从2015年12.04亿元上升至2017年的36.54亿元，实现三倍增长。同时2018H1的支出金额已经达到30.87亿元接近2017全年支出的85%。截止2017年12月，公司的研发团队人数已经突破1万。美团在利用大数据、人工智能、云计算及创新技术（配送骑手准确的人形象建设及分布轮流式模拟）开发出专业的实时智能调度系统，该系统可以在1小时内执行约29亿次的路径规划算法，0.052毫秒内即可实现订单的最优分配，并防范订单延误风险，提升用户满意度。单笔外卖订单配送时长从2015年的38分钟有效下降至2017年的28分钟，累计减少26.31%。2017年专送骑手累计完成订单超过29亿单，占总体外卖订单量的70%，日均接单量14.96单，同比涨幅高达46%，准时率为98%。从成本来看，截至2018年4月30日，公司每单骑手成本为4.83元/单，低于艾瑞数据公布的行业平均值7.6元，同比增速仅为4.06%，骑手成本增长得到有效平抑，单均总配送成本下降20%。此外，美团在积极探索无人驾驶配送车辆技术中，目前已申请超过25项与自动驾驶汽车相关专利，2018年3月至今，公司无人配送开放平台已经完成了在朝阳大悦城的B端测试运营，深圳联想大厦的C端试运营，并在上海松江大学城实现了从B端到C端的完整闭环运营。在松江大学城内，由无人车配送的美团外卖订单已经超过1000单/天。

骑手配送成本占总外卖餐饮营业成本的90%以上，其增速放缓最终体现为餐饮外卖业务毛利率的提升。餐饮外卖的毛利率从2015年的-123.43%，到2017年的8.08%，到2018年前四个月的9.32%，到2018前6个月的12.20%。当然毛利率提升的其他因素还包括支付处理成本的优化，这一点我们将在商户赋能部分进行分析。

图31：美团外卖业务的智能配送系统支撑



数据来源：美团点评研究院，美团招股书，广发证券发展研究中心

综上所述，我们根据美团外卖业务的核心经营指标对其进行总结，2015~2017年，活跃商家数量、专送骑手数量、交易用户数量都在快速增长中，截至2018年前四个



月，活跃商家210万户，交易用户2.56亿人，专送骑手数量达到53.9万人，相比2015年累计涨幅分别为320%，156%，439%，最终推动平台餐饮外卖的交易笔数在2017年突破40亿单，总成交金额为1711亿元，累计涨幅达到10倍，为公司贡献销售收入210亿元，累计涨幅120倍。

表 4: 2015~2018M4 美团外卖餐饮的核心经营指标

核心经营指标	2015	2016	2017	2018M1~M4
专送骑手数量 (万人)	10	32	53.1	53.9
活跃商家 (百万户)	0.5	1.4	2.8	2.1
交易笔数 (百万单)	637	1,585	4,090	1,692
交易金额 (百万元)	15,557	58,718	171,088	75,064
变现率 (%)	1.1%	9.0%	12.3%	12.9%
外卖餐销售收入 (百万元)	175	5,301	21,032	9,686
外卖餐饮销售成本 (百万元)	391	5,707	19,333	8,783
骑手成本占比 (%)	71%	90%	95%	93%
毛利润 (百万元)	-216	-406	1699	903
毛利率 (%)	-123.70%	-7.70%	8.10%	9.3%

资料来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

餐饮外卖收入主要驱动力来自于四个方面，1) 随着外卖服务向四五线用户下沉，网上订餐的渗透率提升；2) 随着点外卖习惯逐渐养成和外卖可选品类的逐渐丰富，用户交易频次持续增加；3) 伴随人均可支配收入增加和消费升级，单笔外卖价格持续走高。4) 与国际水平相比，餐饮外卖的货币化率仍处于较低水平，有提升空间。

根据CNNIC的数据披露，2018H1中国互联网用户数达到8.01亿人，其中互联网订餐用户数为3.64亿人，渗透率为45.39%。根据美团点评研究院发布的《2017中国餐饮白皮书》显示，外卖用户核心人群年龄范围在15~40岁，我们结合CNNIC公布的互联网人群年龄结构数据，假设每段年龄区间的用户数量均匀分布，算得到2018年15~40岁的潜在订餐用户渗透率应为62%，按年龄结构推演到2021年应为58.31%，未来外卖用户规模仍有提升空间。若考虑到40岁以上的部分人群也有外卖需求，则总体潜在渗透率可能超过60%。

表 5: 外卖核心用户群体的互联网渗透率上限测算

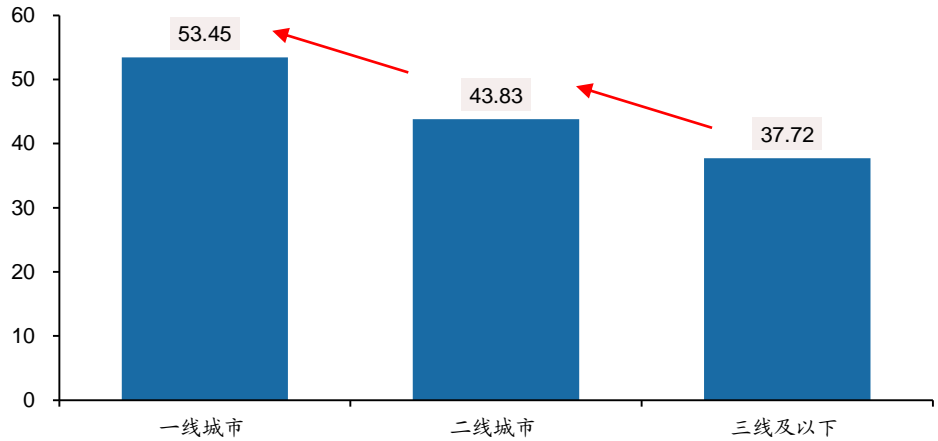
年龄区间	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
10岁以下	2.7%	3.2%	3.3%	2.64%	2.31%	1.98%	1.65%
10-19岁	21.4%	20.2%	19.6%	16.34%	14.71%	13.08%	11.45%
20-29岁	29.9%	30.3%	30.0%	28.96%	27.92%	26.88%	25.84%
30-39岁	23.8%	23.2%	23.5%	24.80%	25.45%	26.10%	26.75%
40-49岁	13.1%	13.7%	13.2%	15.26%	16.29%	17.32%	18.35%
50-59岁	5.3%	5.4%	5.2%	6.80%	7.60%	8.40%	9.20%
60岁以上	3.8%	4.0%	5.2%	5.20%	5.72%	6.24%	6.76%
外卖核心用户群体渗透率上限	64.40%	63.60%	63.30%	61.93%	60.73%	59.52%	58.31%

资料来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，广发证券发展研究中心

对于下单频次，根据美团招股书数据算得，2017年订餐用户人均年下单数量为17.86笔，同比增长119%，单用户下单周期从2015年的44天缩短至20天。2018H1，人均

外卖下单次数已经达到10.34次，同比增长38.4%，下单周期继续缩短至17.5天。从目前趋势来看，随着平台餐饮类型丰富，用户粘性提升，单用户的下单频次有望得到进一步提升。从订单价格来看，2017年一线、二线和三线以下的单笔交易价格分别为53.45元，43.93元和37.72元，均有提升空间。

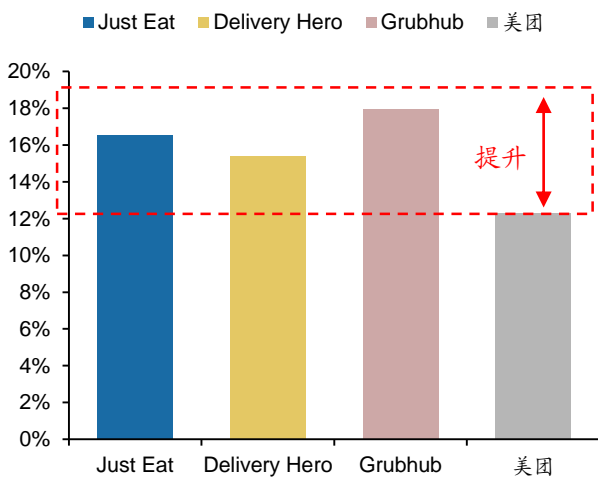
图32: 2017年各线城市的餐饮外卖每单消费金额(元/单)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

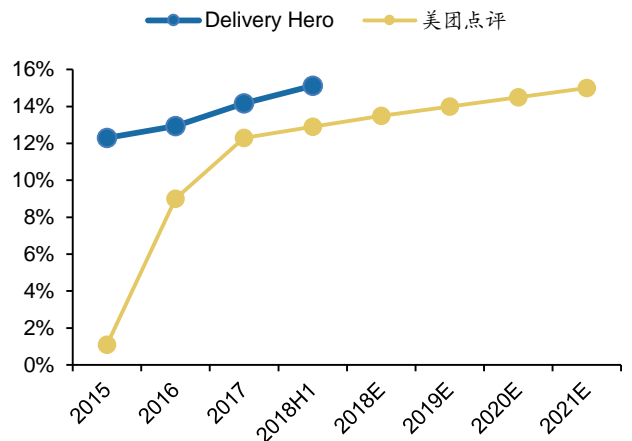
相比海外公司，美团的货币化率仍处于较低水平。2017年美国的Grubhub，英国的Just Eat，德国的Delivery Hero德国公司的货币化率分别为16.55%，15.41%和17.87%。海外的三大外卖公司的平均货币化率为16.65%，均高于美团当前的货币化率13.97%（2018Q3）。对于餐饮外卖货币化率的未来走势，可以参考Delivery Hero货币化率的演变历程，我们认为美团货币化率未来有望达到15%的水平。综合上面各项因子的预测，我们认为到2021年，美团餐饮外卖GTV有望达到7000亿元。

图33: 全球主要餐饮外送上市公司货币化率(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 美团点评和Delivery Hero的货币化率走势图



数据来源: Delivery Hero年报, 广发证券发展研究中心

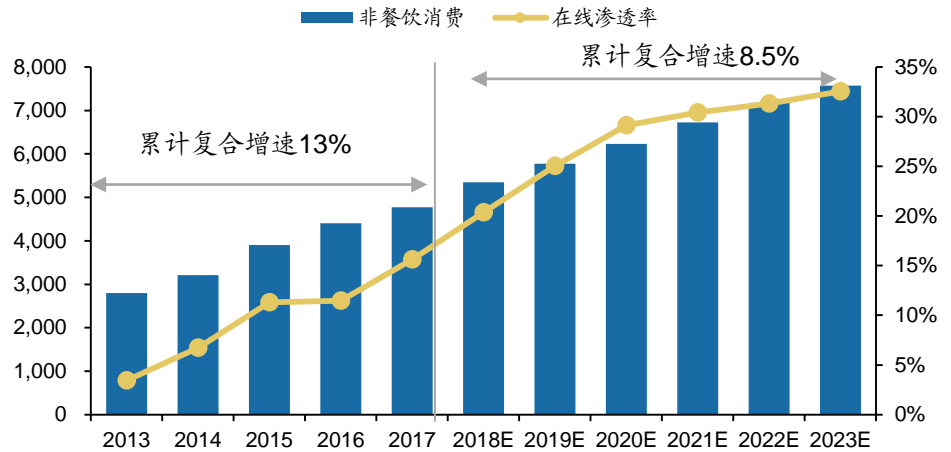
## 2.2 深化细分: 细化产品分类, 强化用户体验, 提高留存率

美团的传统到家业务主要集中在“高频低毛利”餐饮外卖配送服务上，在完成流量积累后可以逐渐开展“低频高毛利”的非餐饮外送服务。另一方面，前面分析到，餐饮外送存在峰谷期，所以可通过其他非餐饮外送业务，增加配送员在低峰期的收入贡献。

2015~2017年，美团点评逐渐开展了其他“到家”外送服务，比如生鲜蔬果，商超便利和送药上门等非餐饮外卖服务，自建物流团队以及与众包配送团队共同开拓外卖配送的新场景。

国内非餐饮消费持续增长，在线渗透率仍有提升空间。艾瑞咨询的数据显示，2013~2017年国内非餐饮消费规模从2.80万亿元增长至4.77万亿元，CAGR为14.27%，高于餐饮消费13%的增速，在线渗透率为16%。并预计到2022年，非餐饮消费规模将突破7万亿，未来五年的累计复合增速为8.5%，在线渗透率将提升至31%。

图35: 国内餐饮消费和非餐饮消费规模(亿元) 和在线渗透率(%)



数据来源: 美团招股书, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

从细分品类来看,目前美团在到家业务上拓展的商超,生鲜,医药,鲜花等市场均具有较大的市场规模,较低的在线渗透率,线下零售点多和客单价高的特点,与餐饮O2O业务能形成较好的协同效应。

1) 商超电商市场: 便利店方面,根据中国连锁经营协会和波士顿咨询公司发布的《2018年便利店发展报告》显示,2017年全国便利店门店数量达到10.6万家,一二线城市是扩张的主要驱动力,36%的企业完成了线上对接,总体行业销售规模达到1900亿元,同比增速23%,线上销售额占比为8%,相比2016年增加3pct。

2) 生鲜电商市场: 生鲜产品一直是生活消费市场最重要的品类之一,随着冷链物流和仓储的投资加速,生鲜电商经历了15~16年的高速发展。根据易观数据,2017年中国生鲜市场交易规模达到17897亿元,生鲜电商市场交易规模为1418亿元,线上市场渗透率提升至7.9%,仍远低于整个电商行业20%以上的渗透率,随着冷链物流加速投建,未来三年生鲜市场将保持高增速状态,复合增长率预计达到49%,线上渗透率提升至21.7%。

3) 医药电商市场: 根据商务部发布的《2017年药品流通行业运行统计分析报告》显示,2017年医药行业全国七大类医药商品销售额突破2万亿大关,医药电商的销售总额为736亿元,同比增长20%,占全国医药市场总规模的3.7%。总体来看,目前医药平台的在线渗透率低,总体交易规模大,从诊断到治疗的信息化程度不断提升,终端零售网点多达45万家,医药B2C市场有非常大的发展空间。

4) 鲜花电商市场: 随着人均可支配收入增加以及线上消费习惯养成,鲜花电商市场的需求快速增长。冷链物流和同城配送体系的完善有效降低了鲜花损耗率和配送成

本。根据艾瑞咨询发布的《2018年中国生鲜电商行业消费洞察报告》数据显示，2017年中国鲜花电商行业总体市场规模为124.1亿元。预计2021年市场规模接近500亿元，未来四年的累计年复合增速达到40.39%。

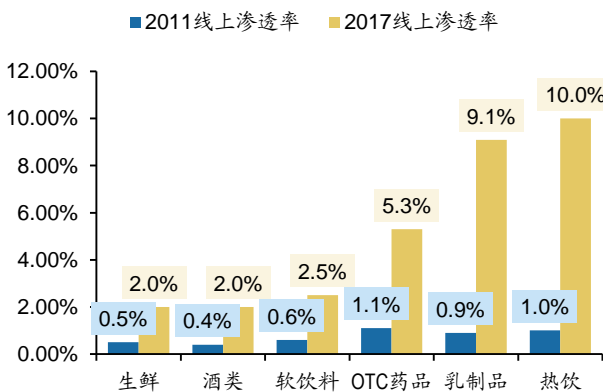
表6: 美团“到家”服务拓展业务的市场规模、未来五年增速和行业主要竞争者

品类	2017年市场规模	未来四年预计CAGR	开展时间	参与方式	行业其他参与者
鲜花	124亿元	40.39%	2011年	鲜花团购、配送业务	Flowerplus、花集网、爱尚鲜花
送药	44亿元	20%	2015年	叮当快药合作	1药网、康爱多、好药师、可得网、阿里健康
生鲜	1391亿元	26.85%	2017年	合作: 妙生活, 百果园等。 自营: 小象生鲜	天猫生鲜、京东生鲜、天天果园、易果生鲜、7fresh、超级物种
商超	152亿 (便利店) 126亿 (连锁超市)	33.75% (便利店) 35% (连锁超市)	2017年	合作: 多家品牌超市, 便利店。	京东到家, 饿了么, 蜂鸟配送, 点我达, 京百度配送等。

资料来源: 艾瑞咨询《2018年中国生鲜电商行业消费洞察报告》, 《2018年中国鲜花电商行业及用户研究报告》, 商务部《2017年药品流通行业运行统计分析报告》, 中国连锁经营协会《2017中国便利店发展报告》, 广发证券发展研究中心

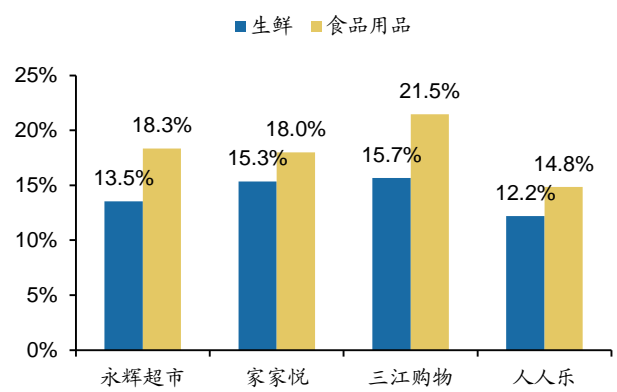
**非餐品类即时配送同样面临更多挑战:** (1) **生鲜、日用等商超品类的毛利率远远低于餐饮:** 餐饮企业的平均毛利率在60%左右, 而参照超市上市公司永辉超市、家家悦、三江购物等数据, 生鲜品类的毛利率在10%-15%之间, 食品日用品毛利率在15%-20%之间, 低毛利率意味着更低的佣金承受能力和更高的配送成本。(2) **后端深度改造上游商户:** 非餐品类需要承担库存, 尤其是对于保质期较短的生鲜品类, 库存管理和冷链配送都需要解决; 同时非餐配送涉及到捡货环节, 这需要对商品的库存和陈列模式重新梳理, 也需要更高的信息化水平作为支持。(3) **前端注重选品和引流:** 相对于餐饮外卖, 商超品类的同质化程度更高, 且SKU更为繁杂, 商超O2O既要遵循电商引流的玩法, 对引流品、和长尾品等做出梳理, 又要按照即时配送品类的需求特性做出调整, 保证用户黏性和复购率。(4) **用户习惯尚未养成,** 而对非餐配送的用户教育意味着大量的补贴投入。

图36: 2011年和2017年商超品类线上渗透率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 2017年生鲜、食品用品等商超品类毛利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

低毛利、相对低频是商超品类难以单独支撑起即时配送体系的根本原因。但当餐饮外卖已经搭建起成熟的即时配送网络, 接入商超品类的边际成本明显降低。一方面,



餐饮外卖的配送高峰期集中在午餐和晚餐时间，而非餐品类可以起到平滑运力的作用，配送成本也相对较低。另一方面，餐饮外卖已经培养了用户付配送费的习惯，进一步减轻了配送成本压力。上游商户朝着即时配送的方向变革，如同餐饮外卖促进餐饮商户向品牌化方向发展，非餐饮新零售同样能够促进行业集中度提升，且由于商超品类的同质化更高，马太效应将更加明显。信息化程度更高、供应链能力更强、性价比更突出的零售企业最能享受到新零售红利。

美团丰富外送品类，满足个性化用户需求。2017年美团跑腿代购业务上线，主要为餐饮、超市、便利店等提供外送服务，和世纪华联，屈臣氏，罗森，全家等连锁便利店达成合作，通过天天特价及优质好店等活动模块引导用户在线进行超市购物，上线品类细分到日常便利商品，家庭清洁用品、美妆母婴用品，茶酒专卖，宠物用品等类别。

图38：连锁超市和便利店的入驻美团外卖平台



数据来源：美团APP，广发证券发展研究中心

同时，美团全面接入丰巢，以丰巢“微仓”模式对外卖配送起到有益的补充，弥补了在外卖配送过程中，不允许配送员配送到用户的或者用户不方便当面领取配送物品的情况，同时品类上向医药和鲜花等高单价领域拓展。目前美团的非餐饮外送已覆盖近100个城市，通过借助外卖这一超级流量平台，成功将餐饮外卖O2O升级同城短距离即时配，有效提升配送员闲暇时间的产能利用率，也满足了用户的多元化需求。

生鲜方面，美团在其外卖平台接入生鲜品牌，包括鲜丰水果，百果园，妙生活，叮咚买菜，优品生鲜等知名品牌，为其提供配送业务，增强生鲜消费群体的吸引力。此外，在2018年5月25日，建设自营线下生鲜品牌“小象生鲜”，小象生鲜采用全程冷链配送、重点生鲜食材自营直采的模式，在传统生鲜超市的蔬果水产基础上推出“成品+半成品”的自营品牌“象大厨”。截至2018年11月，已经全国完成10家分店建设，包括北京3，无锡2家，天津1家，常州4家。医药方面，开放了送药上门服务，与全国名列前茅的垂直医药电商“叮当快药”、“好药师”医药电商完成对接，并独立接入部分线下连锁药店品牌：益丰大药房，国大药房，普安药房，贝克大药房等。



图39: 美团点评的外送内容不断丰富

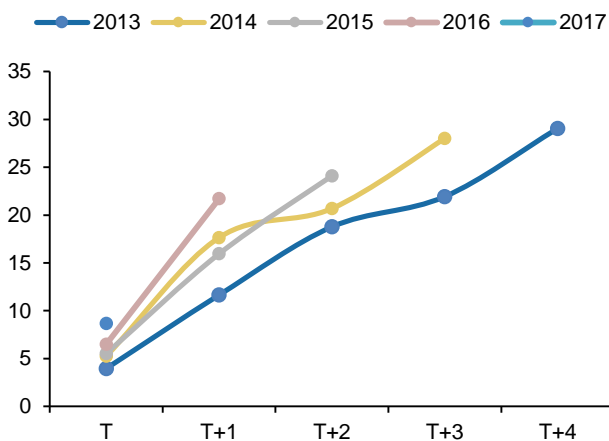


数据来源: 美团招股书, 美团APP, 广发证券发展研究中心

非餐饮外送业务整合, 开启“闪送”平台。2018年7月18日, 美团将原有非餐饮外送业务进行整合, 正式推出新业务“闪送”, 该业务包括了超市、生鲜、果蔬, 鲜花等多种品类商品的配送业务, 力求在30分钟配送上门并实现24小时不间断配送。根据美团数据显示, 美团闪送已经在全国将近2500个市县完成上线, 采用统一的配送系统, 根据客户情况结合自身配送情况进行最快时间的派送。

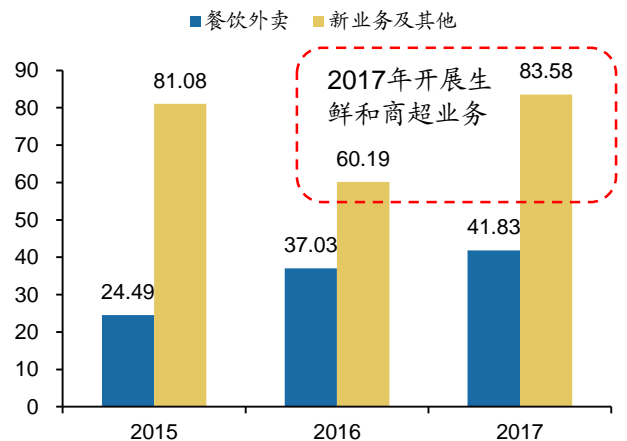
消费选择集扩大, 服务体验上升, 存量用户下单量和单笔交易金额逐年增加。经测算, 在2015~2017, 美团交易用户的年均交易量从10.4笔持续提升至18.8笔, 2018Q3人均年单量达到22.70笔, 相比2017年底提升20%。从单价来看, 餐饮外卖单笔交易金额从2015年24.49元提升至2017年41.83元, 在2018Q3继续提升至44.76元, 其他非餐饮外送的单笔金额也从2016年的60.19元提升至2017年83.58元。

图40: 美团2013~2017年注册用户下单量变化(单)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

图41: 外送单笔交易金额(元/单)和增速(%)



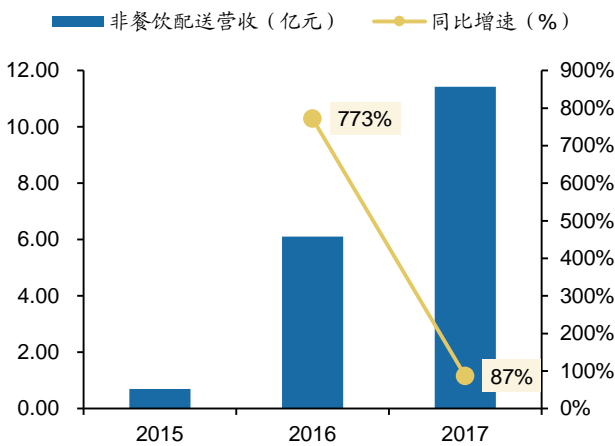
数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

用户粘性不断增强, 新用户培育周期迅速缩短。从用户结构来看, 2016年2366亿交易额中有78%来自于2015年发生过交易的重复用户, 2017年3572亿交易额中有82%来自2016年发生过交易的重复用户。历史注册用户下单量在迅速增长, 2013年注册用户的平均下单量已经接近30单/年, 由于品类逐渐丰富, 用户培育期正在快速缩短,

2013年注册用户下单量达到20单/年培育期有4年，2014年注册用户达到相同年单量的培育期为3年，2015年注册用户培育期为2年半，2016年注册用户则仅需要1年。

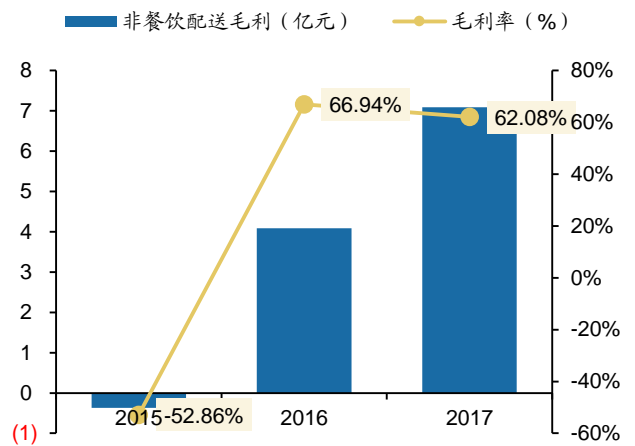
订单带动非餐饮配送营收高增长，毛利率高达60%。2017年1~10月，鲜花绿植订单量同比增长238%，甜点饮品同比增长254%，生活超市253%，生鲜果蔬358%，美团点评所有新品的订单规模均实现了翻番，远高于食品168%的增速水平。2017年，美团点评向消费者提供其他服务的营业收入达到11.42亿元，同比增长86.77%，毛利润7.09亿元，毛利率高达62.08%，是餐饮外卖毛利率的8倍。其中，来自非餐饮外卖的佣金收入为5.89亿元，同比增长287%，2018H1非餐饮外送带来的佣金收入达到10.14亿元，同比增长555.34%。

图42: 消费者其他服务营收和同比增速



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

图43: 消费者其他服务的毛利润和毛利率



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

市场空间: 根据艾瑞咨询2017年, 国内非餐饮食品消费规模为4.77万亿, 在线非餐饮零售规模为7450亿元, 在线渗透率为16%, 预计到2020年达到30%的渗透率, 在线非餐饮零售规模达到1.82万亿。我们按照10%的总体货币化率计算, 2017年美团非餐外送收入5.89亿元, 对应的交易额约为59亿元, 占在线非餐饮零售总市场的0.8%。2018H1非餐饮外送收入10.14亿元的营业收入, 按照总体货币化率11.40%计算, 对应交易额为92亿元, 假设下半年交易规模与上半年相同, 全年GTV预计可以达到184亿, 占比提升至1.69%, 非餐饮外卖市场仍有巨大的发展空间。情形1: 假设美团点评的非餐饮外卖的市占率在未来3年每年提升1%, 测算得到2018~2021的非餐饮外卖GTV分别为389亿元, 670亿元和960亿元; 情形2: 未来3年市占率每年提升2%, 则2018~2021年GTV分别为533亿元, 851亿元和1164亿元。假设货币化率保持不变, 则非餐饮外卖营收贡献在2021年将达到109.3~179.35亿元。

表7: 美团非餐饮外卖未来的营业收入的分情形测算 (亿元)

佣金率	2017	2018E	2019E	2020E		2021E		
	未来扩张情形	稳健	加速	稳健	加速	稳健	加速	
9%	6.21	16.56	35.00	48.02	60.27	92.94	86.35	141.60
10%	6.9	18.4	38.89	53.35	66.97	103.27	95.95	157.33
11%	7.59	20.24	42.78	58.69	73.66	113.59	105.54	173.06
12%	8.28	22.08	46.67	64.02	80.36	123.92	115.14	188.80

13%	8.97	23.92	50.56	69.36	87.06	134.25	124.73	204.53
14%	9.66	25.76	54.45	74.69	93.75	144.57	134.33	220.26
15%	10.35	27.6	58.34	80.03	100.45	154.90	143.92	235.99

资料来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

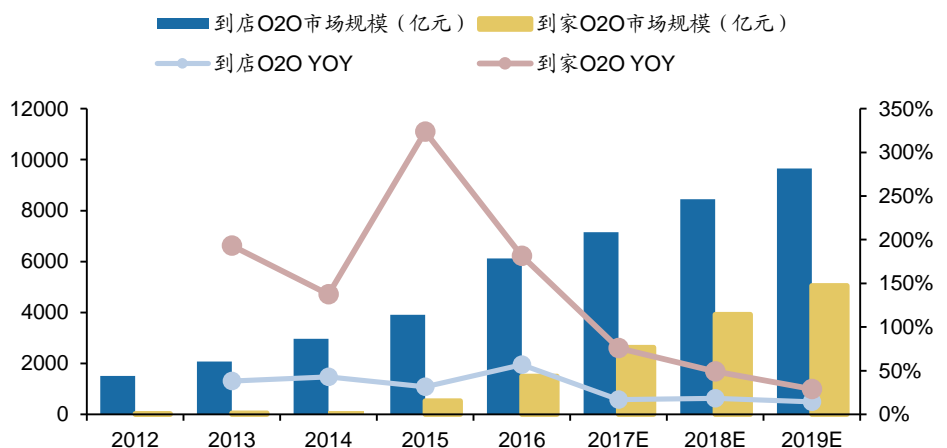
非餐饮O2O竞争格局：从各个细分市场的竞争格局来看，既有垂直品牌将渠道扩张到线上，综合电商开设细分专区增添品类，也有O2O平台专注于线下店铺和消费者的链接。各类型都有自己优劣势，对于垂直品牌来说，在产业链某个环节具有品牌优势，但对终端配送环节缺乏把控力，平台流量相对有限；综合电商在流量上具有优势，但在同城服务和线下店面的铺设上存在短板；O2O平台聚焦于最终配送环节，缺乏产业链深度整合。不同行业对要素要求不同，如果是本地生产，本地消费的类型，那么O2O平台更有优势；如果是跨地区生产，本地仅有渠道，那么电商平台更有优势；如果品牌影响力大，渠道多，市占高，则垂直品牌更具优势。虽然不同细分特征形产生了一定优势差异，但最终用户体验本身才是决定能否胜出和核心要素。

### 2.3 到店：大众点评，“订座，点单，优惠，评价”一站式到店服务

到店服务是从团购开始留存至今的重要业务形态，主要指消费者通过线上渠道获取优惠和门店信息，然后到线下门店进行餐饮消费或日常休闲娱乐消费的服务，聚焦于线下实体店铺中商品/服务的体验。植根于消费者对服务多元化的需求，O2O到店服务可以提供方便快捷的优惠信息和店家筛选服务，逐渐培养了人们线上选择，线下消费的习惯。面对商家引流促收的需求，O2O到店服务也为商家赋能，帮助他们吸引客户，提升效率。

根据艾瑞数据，2017年全年，中国本地生活O2O整体市场规模达9992.1亿元，同比增长71.5%。其中，到店O2O市场规模7611.9亿元，其中餐饮到店服务市场规模为1160亿元，同比增长9.43%。从极光大数据2018年披露的数据来看，2018年8月，美团和大众点评的安装渗透率达44.85%，而口碑和百度糯米的渗透率不足3%，其他平台渗透率极低，美团点评在到店服务行业中龙头地位稳固。

图44：2012~2019年中国到店O2O、到家O2O市场规模



数据来源：艾瑞咨询《2017年本地生活O2O行业研究报告》，广发证券发展研究中心

到店O2O交易额在本地生活O2O整体市场中占比76.2%，其中口碑和大众点评为到店服务市场的主要玩家，分别占据了32.3%和61.7%的市场份额，其他垂直细分玩

家仅占市场6%。美团和大众点评主要在移动端为消费者提供团购套餐及电子代金券(可到店兑换),订位及直接结账,通常比在店内直接向餐厅付款的价格优惠,从中赚取消费者-商家之间的差价和佣金。

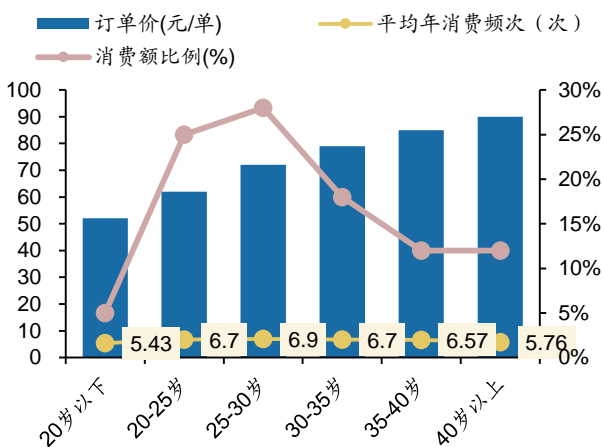
图45: 大众点评APP到店服务功能



数据来源: 大众点评APP, 广发证券发展研究中心

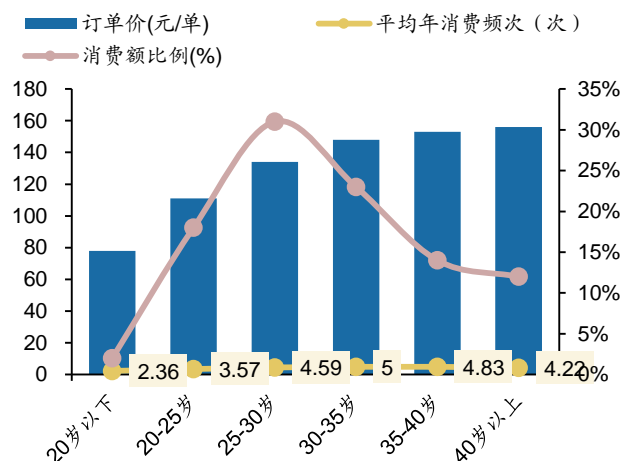
抓住核心用户群体, 迎合年轻用户最新需求。开拓新的到店业务, 直接来看是为了做大平台规模, 丰富盈利窗口, 但更长期也更重要的原因是核心用户群体在更多其他消费场景有诉求。根据美团点评研究院发布的《中国餐饮报告(白皮书2017)》显示, 2016年, 25~30岁消费群体在大众点评的人均下单次数为4.59次, 平均订单价格为134元, 消费金额占总到店消费比重的31%, 在所有年龄群体中消费比重最高。20~25岁和30~35岁人群的消费金额占比分别为18%和23%, 20~35岁的群体消费占比合计超过70%, 为平台核心消费人群。所以要增强消费者对平台的依赖程度, 美团需要尽可能迎合80\90等新青年群体的生活方式: 深度体验、自我颜控、活在未来、外向消费等。在平台开拓新品类后, 2017年用户人均访问品类数量为3.5个, 同比增长30%, 其中访问三个品类数量的用户占比由28%提升至50%, 提升22pct。

图46: 2016年美团APP不同年龄用户的消费情况



数据来源: 《中国餐饮报告(白皮书2017)》, 广发证券发展研究中心

图47: 2016年点评APP不同年龄用户的消费情况



数据来源: 《中国餐饮报告(白皮书2017)》, 广发证券发展研究中心

在餐饮到店的基础上, 美团点评在“T形战略”的横向上不断拓宽线上购买服务范围, 从餐饮逐步延伸至休闲娱乐, 美业, 婚庆, 教育培训, 电影、KTV等十余项服务品类, 完善本地生活服务矩阵, 同时将餐饮流量向其他领域导流, 实现交叉营销。在横向



领域做大范围后，再针对各细分市场的产业链垂直深耕。

图48：美团APP和大众点评APP的到店服务



数据来源：大众点评APP，广发证券发展研究中心

(1) 休闲娱乐，将消费者和可满足消费者各种休闲娱乐需求的商家联接起来，从电影、卡拉OK会所、水疗中心、酒吧、茶馆到网吧及棋牌室，为消费者提供不同种类的休闲娱乐选择。

(2) 美业方面，打造丽人频道，囊括各级各类美业机构，如美发、美容、美甲、美睫，瑜伽舞蹈，纤体瘦身等商家店铺，此外还提供了化妆品购物频道，为女性客户提供全面的美业服务。丽人订单排名前三的分别为美发、美甲、美容，占美业品类的总订单量的45%，23%，23%，单价分别为114元，116元和264元

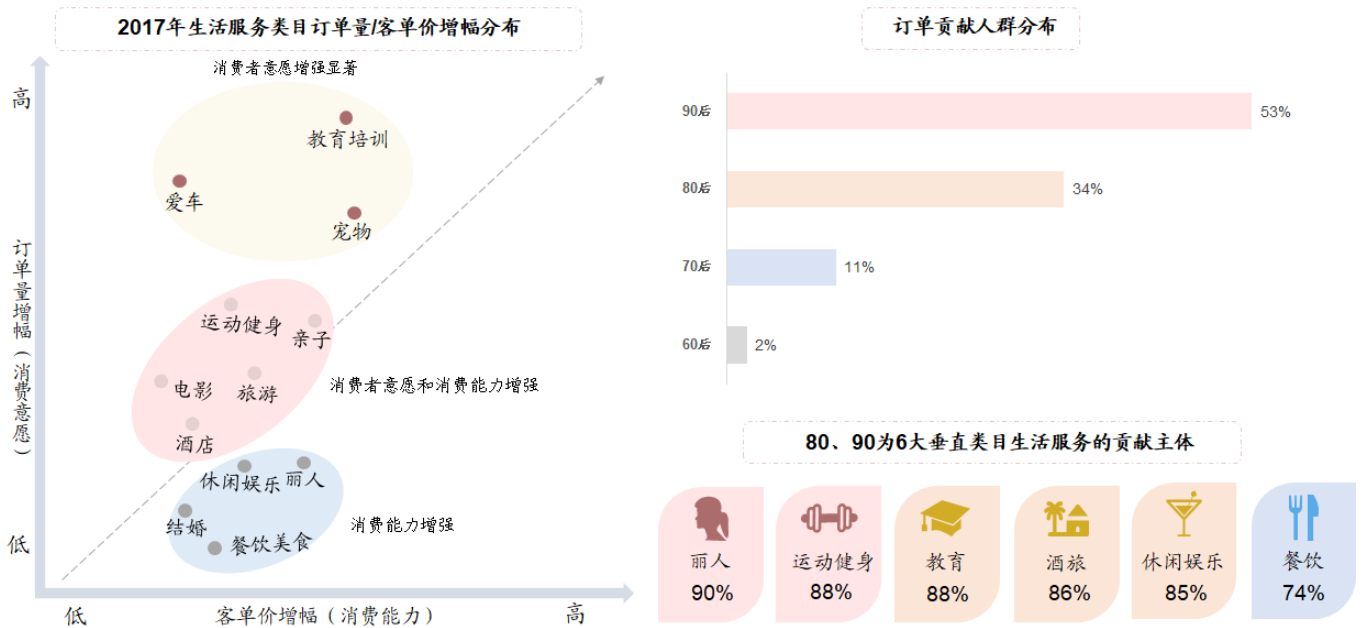
(3) 婚庆方面，美团是首批面向中国婚庆服务市场的O2O结合服务平台之一。截至2018年3月，共有18万家婚庆服务商和1.3万家业内顶级品牌商与美团达成合作，覆盖全国2100个市县，提供包括礼服租赁、订婚照、婚礼宴会及婚礼策划等13项全产业链服务。此外，2017年9月美团开始发力线下结婚市场，在陆家嘴正大广场开设了首个结婚O2O线下体验中心LOVE LAB，第二家共享婚纱礼服平台White Honey Bridal也在今年6月于北京蓝色港湾购物中心开业。此外，今年3月首次推出“嗨购节”，活动期间共有2118家优质结婚商家品牌和超过91万消费者参与，线上成交订单超过4300单。

(4) 亲子服务，鉴于中国父母在子女养育方面支出的快速增长，美团于2015年1月推出了亲子频道。将身为父母的消费者与商家连接起来进行在线转换。分别针对幼儿，孕妇两个方向开展服务，提供儿童乐园，亲子摄影，早教教育，少儿补习，亲子购物，孕妇产前指导，产前护理，产后恢复等不同细分领域的服务。目前亲子游乐，幼儿教育占主要需求地位。2017年，美团平台的亲子游乐订单均价92元，同比增长21%，幼儿教育订单均价145元，同比增长30%。

(5) 教育培训，随着补习辅导的日渐兴起，美团也开设了教育培训频道，入驻机构主要提供包括外语，音乐美术，职业技术，升学辅导，驾驶证学习等服务，并开设了线上学习频道。



图49: 各项生活服务类型的订单和客单价增速分布图, 新青年的核心服务诉求

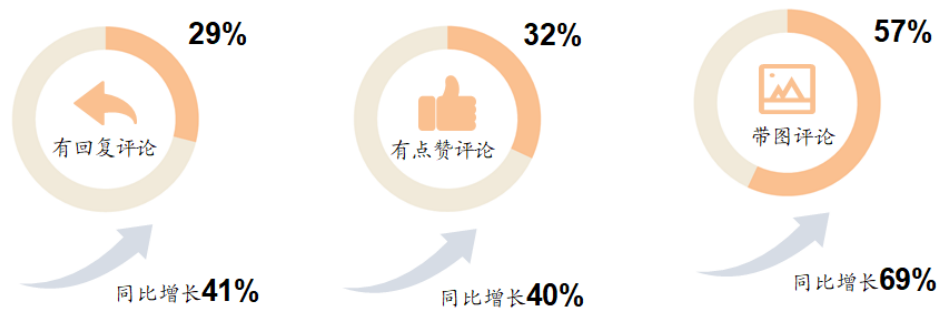


数据来源: 美团点评研究院《新青年Lifestyle洞察报告》, 广发证券发展研究中心

**强化社交属性, 增强到店频次。**2003年大众点评网成立, 在创立初期一直秉承着轻型发展, 深耕重点城市饮食板块的理念, 专注于饮食UGC的价值提供。大众点评在保证UGC内容的广度前提下, 也通过确定内容标准+运营互动激励+UGC的二次加工来确保信息的质量和深度。比如在评论中需要100字+2张图或15秒的视频可以获得100积分奖励, 还有添加在线POI上传照片和视频, 根据商户的品质高低, 会获得2-5个贡献值, 从产品机制上确保信息的深度, 同时参考了当下火热的小红书笔记的写作拍照及呈现标准, 适度提高门槛, 打造出了高质量分享氛围。通过餐饮社交, 从百万餐饮门店中发掘了很多网红店面和网红小吃, 大幅增加了平台浏览量, 2017Q3网红店餐饮日均浏览量为169次, 为其他餐饮店的10倍。

由于内容深度增加, 平台互动性也随之增强, 根据《新青年Lifestyle洞察报告》显示, 2017年, 美团APP中有回复的评论占总评论的29%, 同比增长41%, 有赞评论占比为32%, 同比增长40%, 带图评论占比57%, 同比增长69%, 社交属性不断强化。

图50: 2017年新青年在美团APP的各种分享形式的同比增速



数据来源: 美团点评研究院《新青年Lifestyle洞察报告》, 广发证券发展研究中心

**UGC可提升产品使用频次和时长。**随着大众点评UGC社区建立, 大众点评APP的使

用频次和时长均有增加。根据Questmobile数据,大众点评APP的使用频次从2014Q4的4.86次提升至2017Q1的7.31次,单次使用时长从2014Q4的1.62分钟/次,提升至2017Q1的2.67分钟/次。平台停留时间增加可以有效增加用户浏览商户数量和可能打开其他品类的概率,也对平台推广营销业务的开展起到促进作用。截至2018年4月30日,其UGC数据库包含约46亿条用户评论,其中约15亿条深入评价、6.48亿张照片及530万个视频,覆盖中国2,800多个市县以及超过900个海外城市的超过1,370万个在线POI,成为国内最大本地生活的UGC社区。

图51: 大众点评APP的UGC功能: 评论推荐, 平台认证, 达人关注, 社交互动

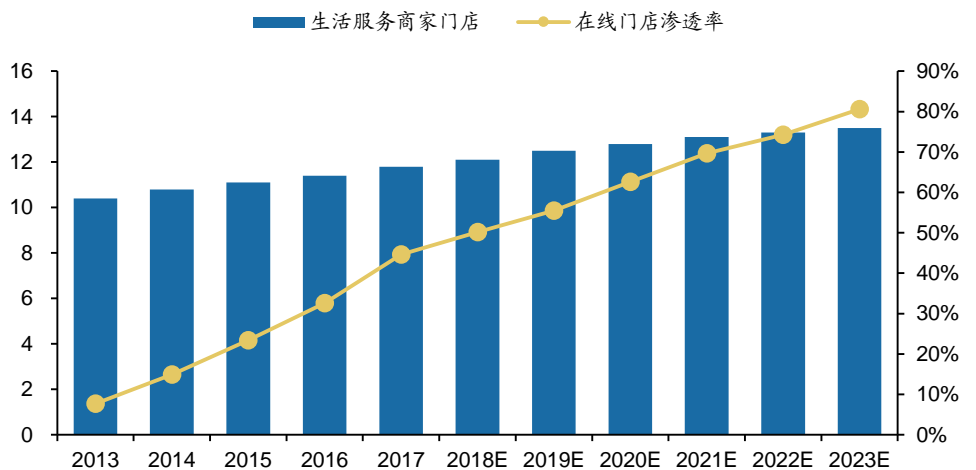


数据来源: 大众点评APP, 广发证券发展研究中心

未来空间判断: 线下GTV转移至线上, 到店服务增长主要取决于供给侧

门店总量进入增长瓶颈, 在线化渗透率有望实现翻番。根据艾瑞咨询《2017年本地生活O2O行业研究报告》数据, 2017年生活服务商家门店数量达到1180万家, 同比增长3.51%, 预计未来5年的同比增速为2~3%, 逐渐进入增长瓶颈。从在线渗透率来看, 2013~2017年间, 在线门店占比已从7.7%快速提升至44.6%, 在2017年达到, 预计到2023年提升至80.6%。结合辰智发布的《2018中国餐饮大数据白皮书》的数据, 2017年全国餐饮门店数量为566万, 美团点评上线餐饮门店280万, 占总餐饮门店的49%, 其他非餐饮商户数量200万, 占全国非餐饮门店数量的32%。

图52: 中国生活服务商家门店数量(万家)和在线化渗透率(%)



数据来源: 艾瑞咨询《2017年本地生活O2O行业研究报告》, 广发证券发展研究中心

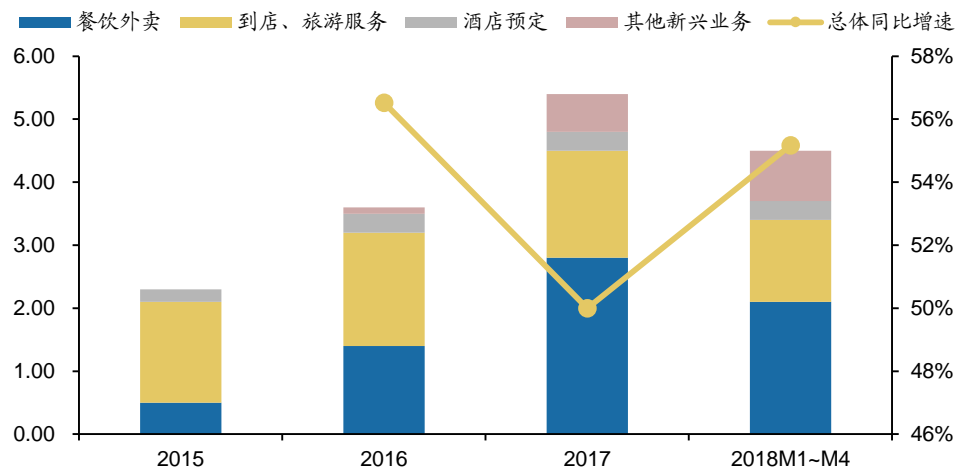
总体来看，美团点评上线的餐饮商户数量和全国总上线餐饮商户数量相当，说明几乎所有餐饮门店上线都会选择美团平台。非餐饮门店数量占比32%，与非餐饮总体上线率为44%仍有一定差距。所以到店交易规模增长主要来自门店扩张，而未来门店增长动力主要来自于生活服务门店线上渗透率提升，以及线上非餐饮门店市占率的提升。根据艾瑞咨询预计2018~2023年，在线渗透率将从50.2%提升至80.6%，年均提升6pct。我们认为未来平台的上线门面数量有望从2017年的550万达到2020年720万的水平，假设单店交易规模不变，则未来三年到店GTV增速为10%~15%。

#### 2.4 价值延伸：精准营销，金融支持，供应链管理，多维度商户赋能

**坐拥百万商户资源，企业赢得布局良机。** 凭借外卖和酒店业务的迅速发展，与公司合作的活跃商户数量实现快速增长，2017年上线商家数量达到550万家，活跃商户数量达到440万家（活跃比重相比16年增加12pct），上线商户数量占本地生活门店的总上线商户数的80%。截至2018年9月30日，平台的活跃商户数量达到了550万家的规模，同比增长44.74%，平台的磁吸效应逐渐增强。

从商户的结构来看，截至2017年餐饮外卖服务有280万家活跃商户，同比增长100%，占平台总商户数量的比重达到51.85%。其他业务涉及的260万家商户中包括到店和在线旅游服务170万家、酒店预订30万家、其他新兴业务的60万家。从细分占比来看，餐饮是目前美团点评商户资源最丰富的领域，是公司企业服务的核心群体。

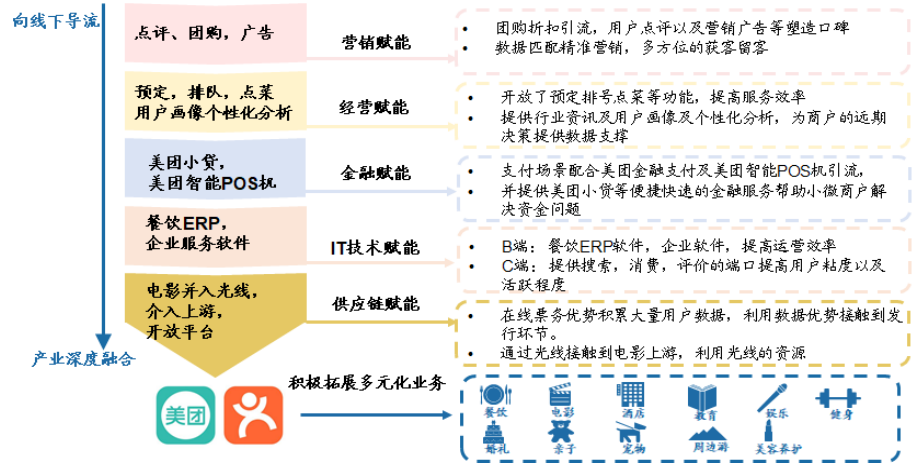
图53：美团各业务对接活跃商户数量（百万）和总体同比增速（%）



数据来源：美团招股书，广发证券发展研究中心

**实现商户的全方位赋能，提升平台整体服务质量。** 美团点评沉淀了海量的消费体验数据和产品评价信息，总结了线下门店在各项服务环节所存在的问题，为商家提供全方位解决方案。目前提供的商户增值服务包括：精准在线营销、云端ERP系统、聚合支付系统、供应链管理及金融解决方案的服务，大幅优化营销、财务、人资、供应链等环节，减少商户运营成本，提升其客流容纳量和持续服务能力。对消费者而言，可以享受到“订座、选座、点菜、结账、开票”的一站式服务，最终，美团平台上线商户的线上和线下的服务质量都得到保障，提升商户和用户的使用粘性，推动整体交易规模。

图54: 美团点评的到店业务多元拓展和业务延伸

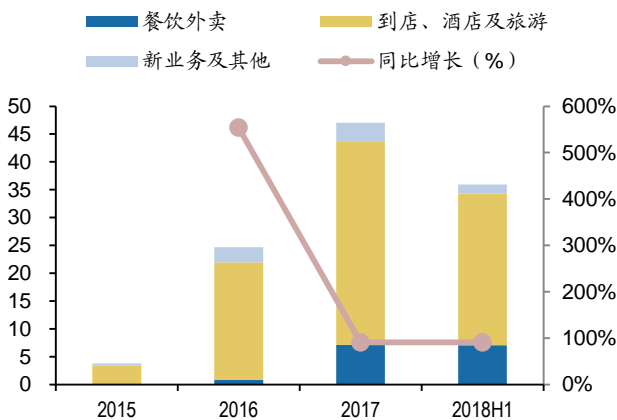


数据来源: 大众点评APP, 广发证券发展研究中心

美团展现出差异化赋能路径: 在营销赋能方面, 美团通过团购折扣, 用户点评以及营销广告等来释放流量塑造口碑, 数据匹配精准营销, 多方位的获客留客。在经营赋能方面, 平台开放了预定排号点菜等功能, 帮助商家和用户提高服务效率, 并为商户提供行业资讯及用户画像及个性化分析, 为商户的远期决策提供数据支撑; 在金融赋能方面, 用原有的消费支付场景配合美团金融支付及美团智能POS机来引流, 并提供美团小贷等便捷快速的金融服务帮助小微商户解决资金问题; 在IT技术赋能方面, 美团开发餐饮ERP软件和一些B端企业软件提高商户运营效率, 并在C端提供搜索, 消费, 评价的端口提高用户粘度以及活跃程度。

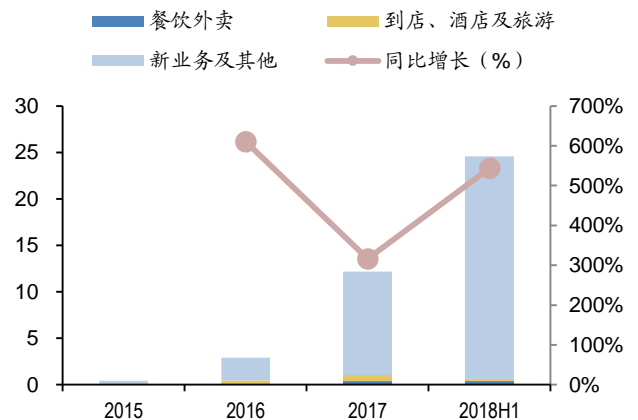
从财务层面来看, 企业服务业绩收入增长显著。a) 在线营销业务方面, 公司将三大业务板块的营销业务收入分别确认, 公司在线营销在2016~2018H1期间获得高速增长。截至2018H1, 在线营销收入达到35.96亿元, 已经超过17年全年收入的70%, 其中到店、酒店和旅游业务的营销收入为27.29亿元, 同比增长85.76%, 占总营销收入的75.98%。b) 在以云端ERP和聚合支付为主的其他业务同样实现了快速增长, 2018H1实现营业收入24.58亿元(其中摩拜所贡献营收约为2亿元), 剔除摩拜后仍有超过5倍的增长。

图55: 在线营销营收(亿元)和同比增速(%)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

图56: 其他服务营收(亿元)和同比增速(%)



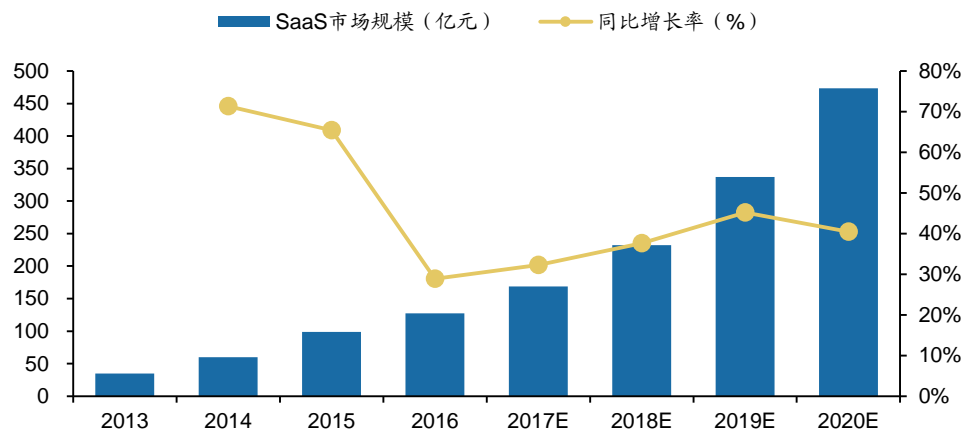
数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心



**1) SaaS服务：搭乘行业增长红利，垂直深化餐饮SaaS服务，横向拓展酒店领域**  
公有云市场增长迅速，SaaS和IaaS是主要驱动力。根据Gartner最近数据，2018年公有云市场规模将达到1864亿美元，相比2017年1535亿美元增长21.4%，预计2021年公有云市场将增长至3025亿美元，未来三年的累计复合增速17.51%。其中，SaaS（软件即服务）和IaaS（基础设施即服务）市场是公有云最重要的增长动力。SaaS在2018年收入预计达到736亿美元，到2021年底预计增长到1171亿美元，预计在2021年SaaS服务的软件开支占总公有云市场的比重将达到45%。

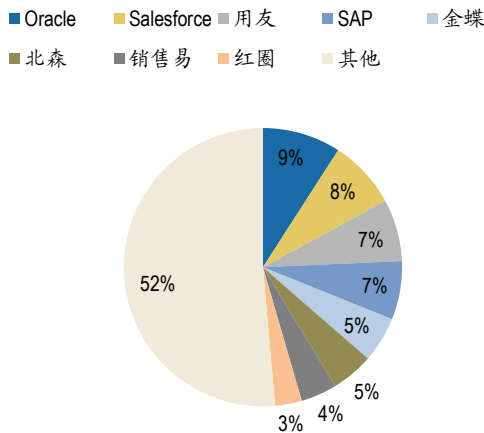
**国内SaaS增长迅猛，目前市场格局相对分散。**国内的SaaS行业从2012年开始进入高速发展阶段，2016年市场规模为127.5亿元，预计将在2021年达到473亿元，累计复合增速达到38%。从竞争格局来看，外资企业Oracle和Salesforce占据市场主导地位，用友和金蝶是比较有影响力的国内企业服务公司。总体来看，企业服务市场相对分散，根据观研天下数据，国内SaaS行业的CR3为24%，CAR5为36%。而IaaS行业的集中度较高，其中阿里云的市场份额接近50%，其次分别为中国电信11%，腾讯云9%，行业CR3达到70%。

图57：2013~2020年中国SaaS行业市场规模（亿元）和同比增速（%）



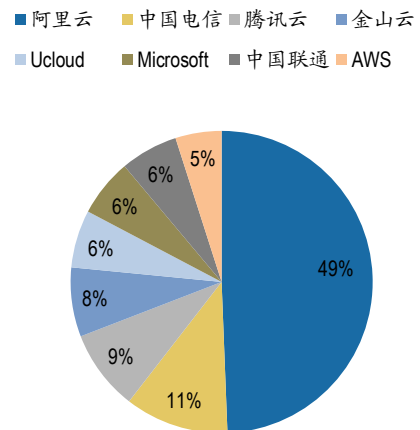
数据来源：艾瑞数据《中国企业级SaaS行业研究报告》，广发证券发展研究中心

图58：2017年国内SaaS行业的供应商格局



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图59：2017年国内IaaS行业的供应商格局



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心



**垂直深化餐饮SaaS服务，横向拓展酒店领域。**2016年4月，美团出资数亿美元战略投资了餐饮云ERP服务商“屏芯科技”；2016年12月出资数千万元参与了餐饮信息化服务平台天子星的B轮融资，成功进入SaaS行业。2017年10月20日出资数亿元投资了餐饮SaaS研发商大家来，旨在为中等收入规模餐饮商户提供点餐、收银、供应链等一站式管理服务；2018年2月26日参投了营销SaaS供应商“掌上快销”；2018年3月31日联合红杉资本出资2亿元，投资了餐饮SaaS研发商“奥琦玮”并将“天子星”的品牌并入，强化其在餐饮SaaS服务上的供应能力。公司在今年5月先后收购了“屏芯科技”和“别样红云PMS”，希望实现新餐饮线上线下一体化，同时将商户服务横向延伸至酒旅领域。今年7月，公司参与外卖代运营服务商“掌单”A轮融资，强化在商圈分析、策略效果追踪和菜单工程等维度的产品解决方案。

图60: SaaS服务的主要功能和应用场景



数据来源：艾瑞数据《中国企业级SaaS行业研究报告》，广发证券发展研究中心

表 8: 美团点评在企业服务领域的投资和收购情况

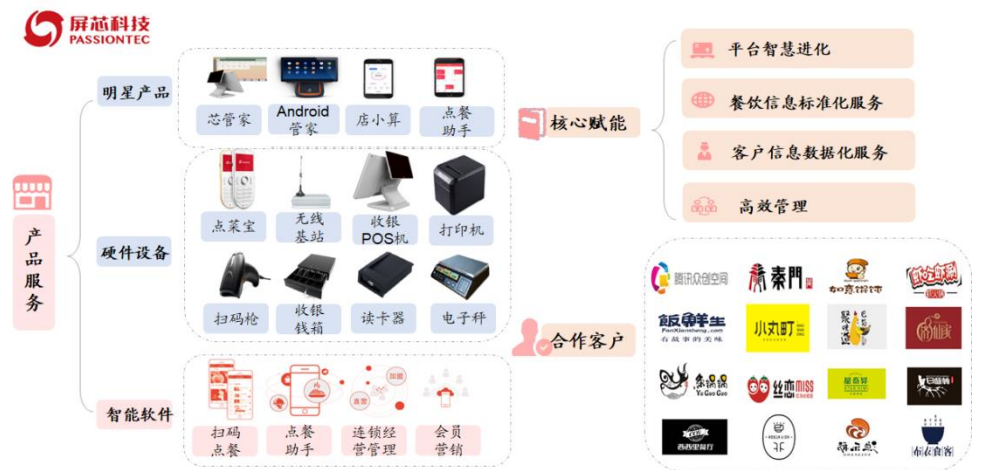
投资时间	公司名称	公司介绍	融资轮次	金额	投资方
2015/9/7	奥琦玮	奥琦玮是一家餐饮信息化服务提供商，致力于帮助餐饮业投资者、管理者提高管理收益、降低运营成本、提高服务水平和拓宽营业渠道，旗下有餐行健、轩亚、品智、祥云、门铺集五大产品。	B 轮	数亿人民币	红杉资本中国 美团(新美大)
2018/3/28			C 轮	2 亿人民币	红杉资本中国 美团(新美大)
2015/12/18	别样红云 PMS	别样红云 PMS 是一家为酒店提供 SaaS+PaaS 服务的解决方案服务商，上海别样红信息技术有限公司旗下产品。	B 轮	数千万人民币	美团 (新美大)
2018/5/23			全资收购	未透露	美团 (新美大)
2017/10/20	大家来	大家来是一家餐饮智能系统软件研发商，基于云端，主要为“腰部客户”提供点餐、收银、供应链等一站式管理服务，上海卓骥信息科技有限公司旗下。	A 轮	数亿人民币	美团 (新美大) TL Data
2015/1/19	番茄来了	成都番茄来了科技是一家中小酒店及客栈信息化服务商，主打产品为番茄来了客栈管理系统。	A 轮	数千万人民币	美团 (新美大)
2015/12/20			A+轮	数千万人民币	SIG 海纳亚洲 美

					团(新美大)
2016/6/22	美甲帮	美甲帮是一个 O2O 模式的手机美甲应用及社区,美甲师可以开自己的微店、提供专业美甲服务,广州牧云网络科技有限公司旗下产品。	B 轮	数千万美元	经纬中国 美团 (新美大) 点亮基金
2016/4/20	屏芯科技	屏芯科技是餐饮云 ERP 服务商,服务中小餐饮企业,提供会员、排队、手机点餐、收银等多种餐饮企业提供信息化解决方案产品。	战略	数亿人民币	美团(新美大)
2018/5/16			投资 并购	未透露	美团(新美大)
2016/12/16	天子星	天子星是一个餐饮信息化服务管理平台,通过将餐饮企业生命周期数据化的方式,连接上下游合作厂商,为连锁餐饮企业提供“D+S”(Data Service)的服务模型,并提供微信营销平台、外卖管理平台等一站式服务解决方案,实现助力餐饮企业发展的目标。	B 轮	数千万人民币	美团(新美大)
2018/7/27	掌单	掌单是一家外卖代运营服务商,主要在商圈分析、策略效果追踪和菜单工程等维度提供标准化的产品解决方案,自主开发的工具产品能够对客单价的拉升、下单率等数据进行实时反馈,同时以天/周为单位来评估运营策略,并进行微调,以此降低用户的成本。	A 轮	1000 万美元	DCM 中国 美团 (新美大)

资料来源: 美团招股书, IT桔子, 广发证券发展研究中心

**屏芯科技:“硬件+软件”融合,助力餐饮商户完成信息化升级。**屏芯科技有着丰富的餐饮行业认知和技术服务经验,在餐饮大数据领域深度钻研,通过SaaS实现后台实时交互,为商户提供实时财务信息,连锁经营管理和会员营销等功能,并打通其他生产经营环节,包括食材供应、人力咨询等。与其他纯软件服务商不同,屏芯科技同时提供软硬件服务,主要产品包括适用多种点餐场景的“芯管家”,即时管理多餐厅的“店小算”,并向商家提供点菜宝,收银POS机,扫码枪等配套硬件设备,软硬件融合可以给商户更好的使用体验。截至目前,屏芯科技已累计服务超过十万家餐厅,包括秦门、如意馄饨、虾吃虾涮等。

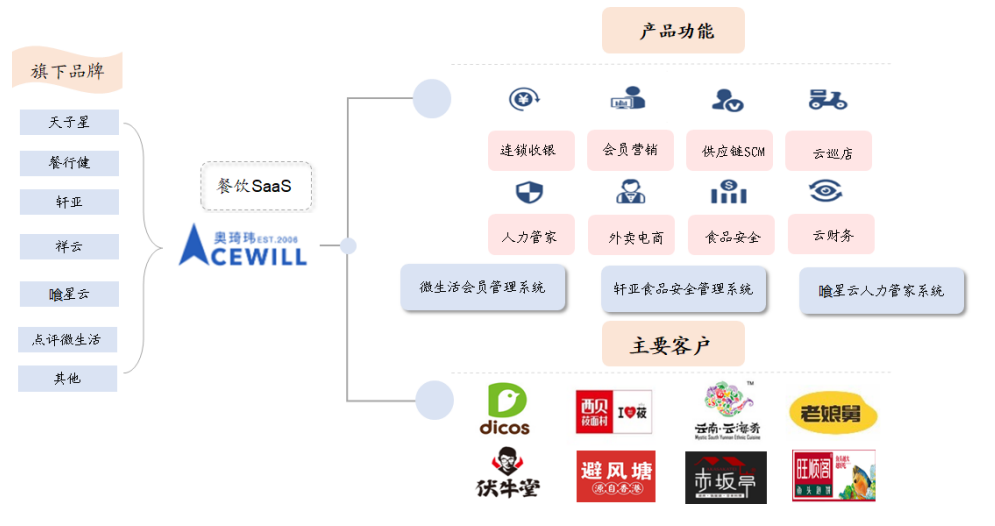
图61: 屏芯科技的主要产品,核心赋能和主要客户



数据来源: 摩拜单车官网, IT桔子, 广发证券发展研究中心

奥琦玮旗下7大餐饮服务品牌，共同打造餐饮SaaS垂直服务体系。奥琦玮在2006年成立，共设有上海、深圳、成都、济南、武汉等分销服务机构，业务覆盖全国200多个城市，主要从事标准型智能餐厅解决方案服务商以及大型连锁快餐企业定制化智能餐厅解决方案服务商，与美团提供的数据进行深度融合，围绕新零售化需求，为连锁餐饮企业提供带来更高运营效益的综合解决方案。目前公司旗下有7大餐饮SaaS服务品牌，包括天子星，餐行健，轩亚，祥云，食星云和点评微生活，为连锁快餐店的电商，会员管理，人力管家，食品安全，运营推广，财务结算等一系列场景需求提供垂直解决方案。截至目前，奥琦玮已经为全国超过10万家连锁餐饮门店提供服务，其中包括德克士，西贝，云海肴，木屋烧烤，伏牛堂，蜀王等知名品牌。

图62：国内餐饮SaaS垂直服务商奥琦玮的“7+5”品牌体系和主要客户群体



数据来源：奥琦玮官方网站，广发证券发展研究中心

“番茄来了”定位民宿，“别样红”云PMS定位酒店，积极拓展酒店SaaS业务。公司在2014年成立酒店事业部，从团购模式向在线预订模式转型时，美团同步布局酒店企业服务业务，2015年12月参投了两家酒店SaaS服务，分别为“番茄来了”和“别样红”云PMS。番茄来了主要经营中小酒店和客栈的客栈管理系统，可以实现渠道直连，全网分销和官网直销等功能，目前已经服务国内外数万家客栈、青旅、民宿。别样红云PMS是一家酒店云PMS服务提供商，主要提供SaaS+PaaS酒店互联网服务，为了能够满足不同酒店群体的差异化需求，针对不同客群专门研发出四款产品，分别为面向中小单体酒店标准版云PMS系统、面向连锁的酒店版云PMS系统、面向多类型住宿（包括长租公寓，整租分组）的公寓版云PMS系统和微信订房云PMS系统。在2013~2017年间，别样红云PMS实现快速成长，从20名员工发展到180名员工，签约酒店数量也在2017年成功突破1万6千家。在2018年5月被美团全资收购后，保持独立品牌运营，业务上与美团紧密协同，共同建设酒店互联网开放平台，为酒店商家提升效率、提高收益，进而为消费者提供更便捷、更智能的酒店住宿服务。

图63: 别样红云PMS的主要产品和发展历程



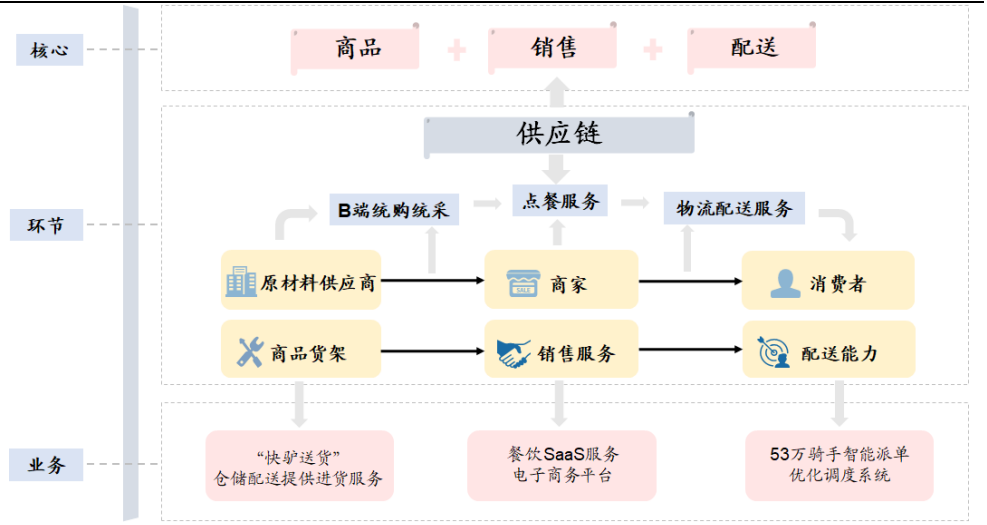
数据来源: 别样红云PMS官方网站, 广发证券发展研究中心

对SaaS业务而言, 续约和留存是企业经营发展的关键。免费模式能够在早期做大用户量, 但培养客户的持续付费意愿更有利于形成健康的商业模式, 目前来看, 凭借美团丰富的C端用户量及其卓越的运营能力, 可以有效提升用户的续约率和留存率。

2) 供应链管理: 从终端配送环节向上游延伸, 细分领域投资试点

美团掌握着超2亿餐饮消费者的需求和偏好信息及其餐后评价, 对全国不同地区的各类餐饮消费有着较为全面地了解, 若能打通上游原材料采购和中游管理环节, 则可根据实际消费需求有效提高餐饮商户的生产效率, 最终优化平台供给侧的整体质量。为此, 美团点评积极布局供应链管理业务, 从终端配送环节向上游延伸, 巩固其在餐饮产业链的地位, 并打开新的盈利点。

图64: 美团参与的餐饮供应链环节



数据来源: 美团招股书, 快驴送货APP, 广发证券发展研究中心

对于中游商家服务方面, 美团投资了大嘴巴、石川科技、天财商龙和食为天科技等ERP电子信息服务提供商, 以及前面提到的众多SaaS服务商。目前美团已经具备为

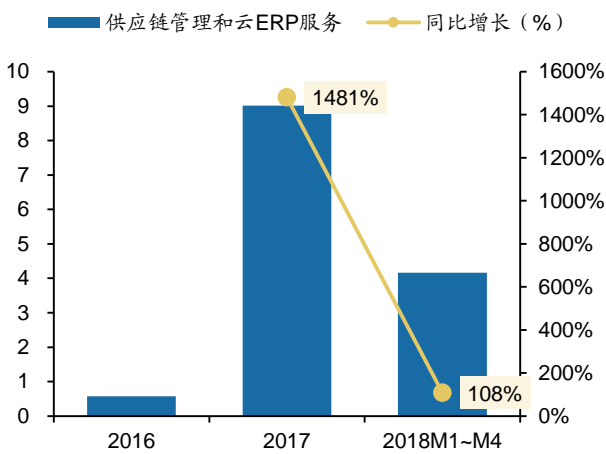


餐饮、酒店商户提供从营销到财务的垂直解决方案，并配合终端需求数据，有效提升商户的运营效率。

对于上游货物采购环节，2016年，美团上线了“快驴送货”，快驴作为一款专为商家们服务的进货平台，可为美团外卖商家提供财务对账、商品管理等服务，目前“快驴进货”可以为商家提供包括米、面、粮油、餐具、纸巾、一次性用品、打印机、酒水饮料等进货服务。至今，美团网的餐饮采购平台快驴订货已覆盖21个省、38个城市。此外，2016~2017年间，美团投资了网易未央、易久批、亚食连三家B2B平台，网易未央投建了现代化养殖农场，可以采购高品质黑猪肉。易久批主要从事酒类和饮料的批发业务，业务覆盖全国120多个县市；亚食联为国内最大海鲜供应商“亚洲渔港”的电商子公司，产品供应主要以海鲜、肉类为主。供应链管理可以与美团ERP和SaaS系统对接，实现“挑选、采购、配送”的一站式服务。

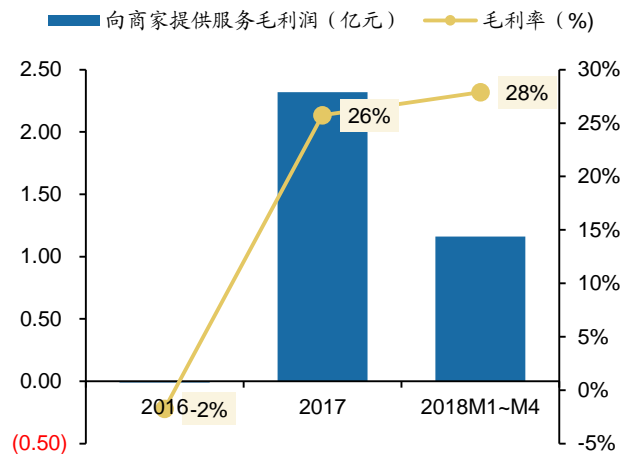
**供应链管理业务快速培育，商家服务收入高速增长。**2017年的美团商家服务营收达到9亿元，同比大幅增长1481%，毛利润贡献2.32亿元，毛利率为25.75%。2018年1~4月实现营业收入4.16亿元，同比增长108%，毛利率上升至27.88%。总体来看，美团主要通过战略投资方式进入餐饮产业链的中上游环节，实现了为入驻商户提供全链服务解决方案的目标，在企业服务市场和商品采购市场都上取得了一定的市场份额，但目前总体规模相对较小。我们认为随着美团供应链管理业务逐渐完善，通过既有品牌和资源整合，未来有望在相对分散的中上游市场打开局面。

图65: 美团的商家服务营收(亿元)和增速(%)



数据来源: 美团点评招股书, 广发证券发展研究中心

图66: 美团的商家服务毛利(亿元)和毛利率(%)



数据来源: 美团点评招股书, 广发证券发展研究中心

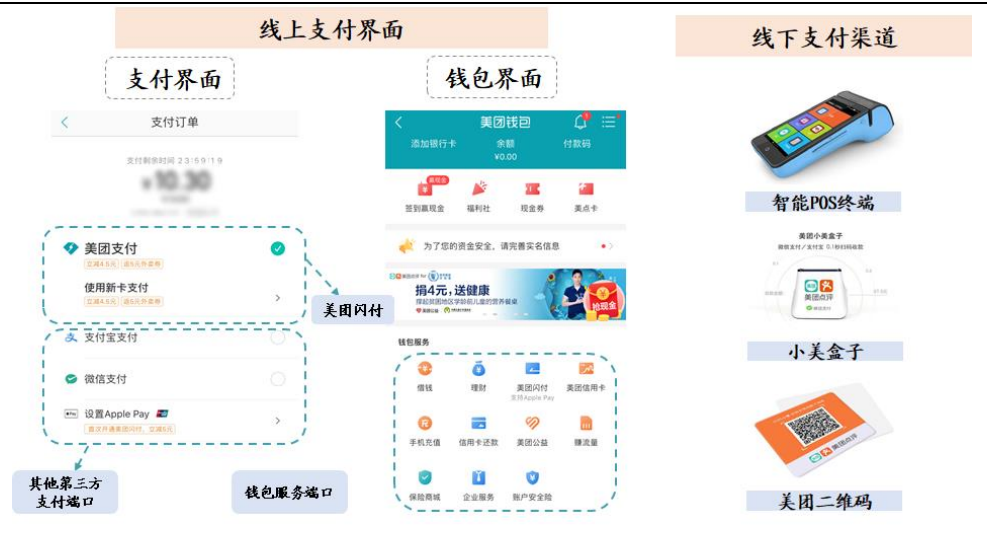
### 3) 聚合支付和金融支持: 减轻支付掣肘, 完善闭环经济, 打通供应链金融

对于线下平台, 由于扫码技术以及智能pos机迅速发展, 实体店的大部分交易也主要通过移动支付端口流入, 若想获得消费者更全面财务信息, 同时为餐饮企业提供融资便利, 金融服务是完善闭环经济必不可少的部分。美团平台在2017年的交易额已经达到3572亿元, 并保持着50%以上同比增速, 支付方式包括自有支付, 微信、支付宝支付, 银联支付(信用卡, 借记卡)等, 美团支付在自有平台支付份额提高, 能



有效减轻对第三方支付依赖，降低支付环节的成本。

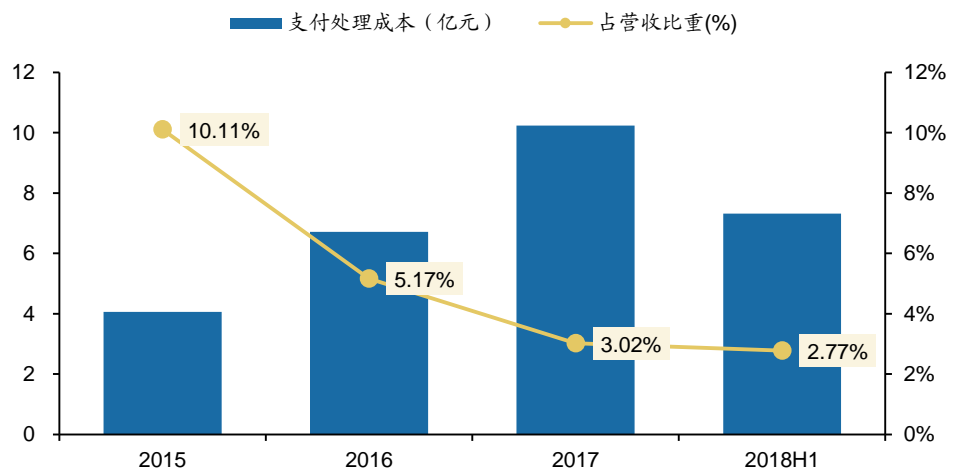
图67: 美团点评的聚合支付系统



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

收购钱袋宝科技公司, 补齐支付短板。公司于2016年9月以股权加现金合计支付13.50亿元完成对第三方支付公司钱袋宝的收购, 形成商誉7.53亿元, 成功拿下金融支付牌照。2017年美团全平台的交易额达到3572亿元, 支付处理成本10.24亿元, 支付处理成本占总交易的比重为0.29%, 占营收的比重为3.02% (而2015年时支付处理成本占营收的比重达到10.11%)。2018H1, 平台交易产生的支付处理成本为7.32亿元, 占营收比重进一步下降至2.77%, 占总交易额的比重略有上升至0.32%。

图68: 美团点评的支付处理成本 (亿元) 和其占营收的比重

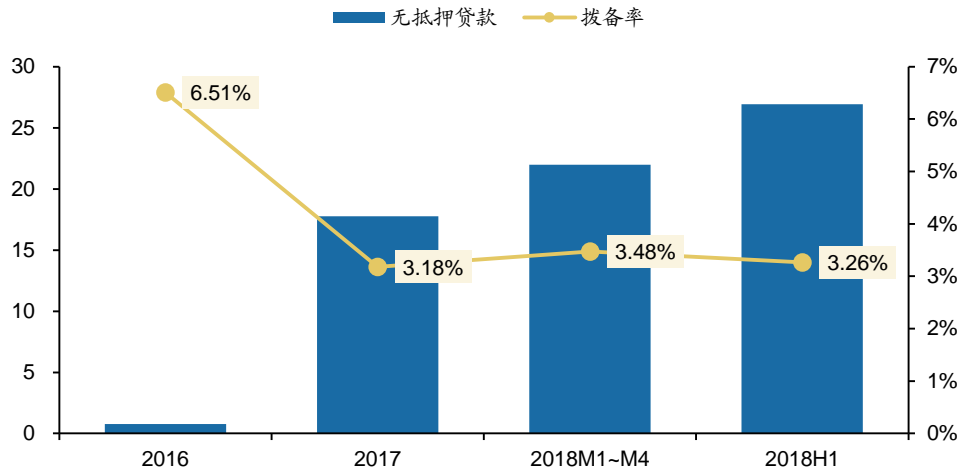


数据来源: 美团点评招股书, 美团点评半年报, 广发证券发展研究中心

2016年11月, 美团成立重庆三快小额贷款公司, 可以在平台上为中小商家提供的无抵押小额贷款 (美团小贷), 一方面增加了美团在金融领域的收益; 另一方面, 可以实现业务和金融层面同时强化和商户的绑定关系。2017年8月9日, 公司成立北京美团金融科技有限公司, 推出美团“生活费”融资服务, 瞄向有着3.1亿用户流量的场景分期, 完成了消费贷从三方合作到全流程内化过程。截至2018年6月30日, 美团点评

账面的无抵押应收贷款余额为26.93亿元，同比增长51.64%，拨备率3.26%，不可回收金额占总贷款的比重1.77%，为股份制银行平均水平，总体风险控制良好。2018上半年获得利息收益1.8亿元，不可回收应收贷款撤销4600万元，净收益为1.34亿元。

图69: 美团点评的小贷规模(亿元)和拨备率(%)



数据来源: 美团点评招股书, 广发证券发展研究中心

**集齐五大牌照, 金融业务具备潜力。**2015年5月, 美团发起成立深圳三快商业保理公司, 拿到商业保理牌照; 同年11月, 美团通过重庆三快小额贷款有限公司取得小额贷款牌照; 在2016年2月美团旗下的吉林三快作为吉林亿联银行的发起人, 持有其28.5%的股份, 2017年5月完成柳河蒙银村镇银行的战略投资, 增添民营银行牌照; 在2018年2月, 保监会批复的3家保险中介机构中, 美团全资子公司重庆金诚互诺保险经纪取得保险经济牌照。至今美团金融已集齐五大牌照, 背靠550万的商户资源和3.82亿的用户资源, 有较大发展前景。

表9: 截至2018年6月美团点评的金融牌照获取情况

牌照名称	投资时间	投资标的	投资方式
第三方支付	2016年9月	北京钱袋宝支付技术有限公司	全资收购
小额贷款	2016年11月	重庆三快小额贷款有限公司	发起成立
民营银行	2017年5月	吉林亿联银行股份有限公司	参股 28.5%
商业保理	2016年2月	柳河蒙银村镇银行股份有限公司	战略投资
商业保理	2015年5月	深圳三快商业保理有限公司	发起成立
保险经纪	2018年2月	重庆金诚互诺保险经纪有限公司	发起成立

资料来源: 美团招股书, 36氪, 广发证券发展研究中心

### 三、生态导流，深化下沉，美团酒店预订业务成功登顶

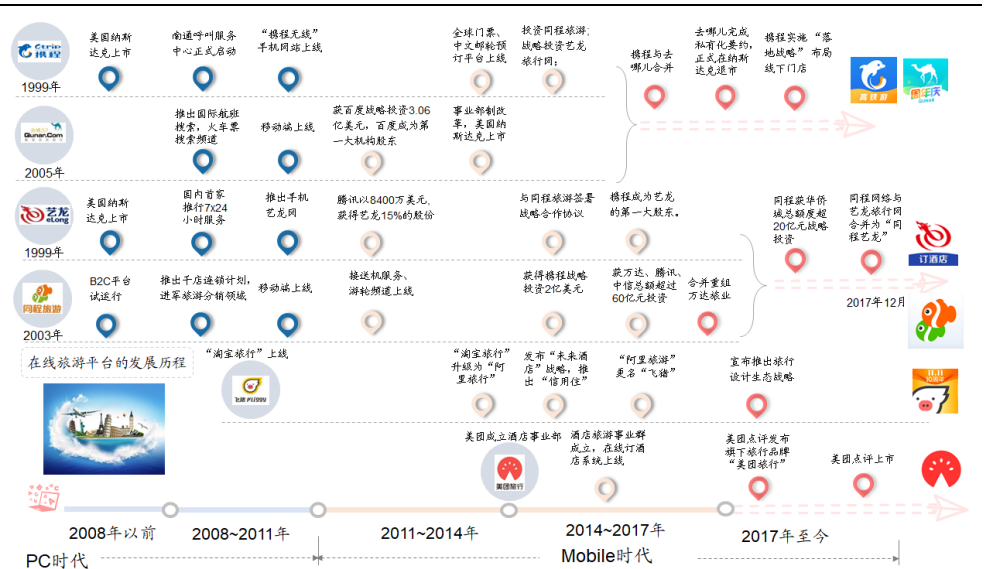
从“高频低毛利”切入“低频高毛利”业务。2013年，美团点评以其强大的流量优势由酒店预订行业切入在线旅游服务，2017年美团旅行宣布成立，5个月时间内累积了近亿用户。将高频用户流量逐渐引入到单价和毛利相对较高的消费业务中，提升平台的综合盈利能力。

#### 3.1 高频+生态 VS 低频+垂直，美团酒店预订业务成功赶超

移动互联带来OTA酒店发展新浪潮，行业格局初步确立。根据美团招股书中艾瑞咨询数据，2013~2017年期间，全国在线酒店交易规模快速增长，从2013年569亿元增长至2017年1820元，累计复合增速达到33.74%。2017年在线酒店的渗透率从10.9%提升至31.6%。从国内间夜量来看，从2017年在线预订酒店的间夜量6.54亿，同比增长23.63%。艾瑞预计未来5年的国内间夜量将保持13%的复合增速，同时，预订单价从2017年的278元/间提升至299元/间，在线酒店市场规模在2022年达到3876亿元，累计复合增速为16%。

经历了十年发展，国内机酒龙头携程借助资本力量，通过买断模式和并购完成市场整合，在2015年底成为国内第一大酒旅OTA平台，2016~2017年飞猪和美团酒店业务在生态流量加持下快速崛起，目前已呈现美团、携程系、阿里的寡头竞争格局。

图70：中国在线酒旅行业的发展历程



数据来源：携程网，去哪儿，同程艺龙，飞猪，美团出行，广发证券发展研究中心

美团入局，发展迅速。2012年6月美团开始介入酒店团购，2014年成立酒店事业部，将酒店预定业务规模化。酒店间夜量从2015年8200万提升至2017年2.05亿，2018H1间夜量达到1.33亿，同比增长49.3%，仍保持中高增速水平。从交易额来看，2015年全酒店平台的交易额为134.48亿元，2017年提升至365.31亿元，累计复合增速为64.82%。2018年1-4月累计交易金额为162.55亿元，同比增长63.14%。交易金额高增速一方面来自于间夜数的增长，另一方面则源于平均间夜价格的提升驱动，从2015年的164元提升至2018年前4个月的187元。

美团以低费率吸引线下酒店入驻，2017年美团酒店预订的货币化率7.4%，而同程艺龙的货币化率为11.04%，低费率政策让酒店更愿意接受通过美团平台的酒店预订。

随着平台交易规模的增加，佣金率也在小幅提升，2017年相对2015年提升1.7pct。

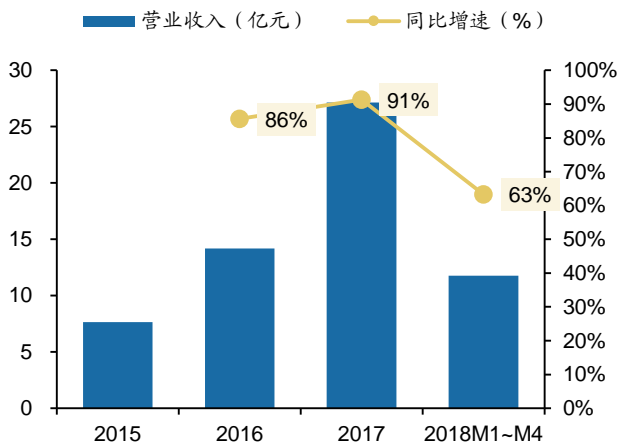
表 10: 2015~2018 年前四个月美团酒店的核心经营指标

指标名称	2015	2016	2017	2018M1~M4
交易金额 (亿元)	134.48	217.91	365.31	162.55
酒店间夜量 (百万)	82	132	205	87
货币化率 (%)	5.7%	6.5%	7.4%	7.2%
活跃商家 (百万)	0.2	0.3	0.3	0.3
平均间夜价格(元/次)	164	165	178	187

资料来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

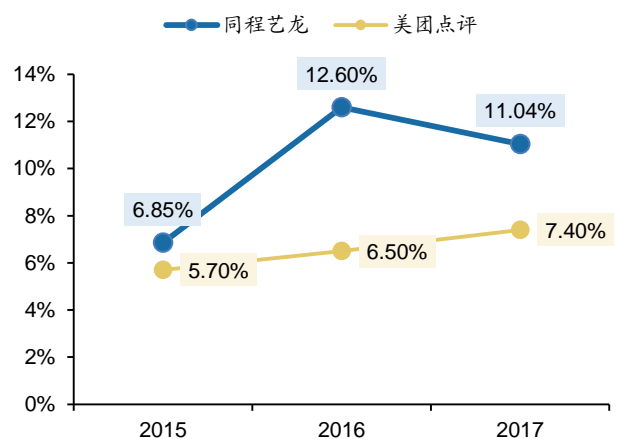
在交易金额和货币化率提升的双重驱动下，美团的酒店预订业务的营业收入在2017年达到27.13亿元，同比增长91%；2018前4个月为11.76亿元，同比增长63%。由于美团主要采用与住宿供应商签约的形式，较少通过买断房源的方式提供服务，主要成本为订单处理成本，宽带及服务器费用等，所以毛利率较高，2015~2017年的平均毛利率水平为85.8%，2018前四个月为84.5%。

图71: 美团酒店预订营收 (亿元) 和增速 (%)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

图72: 美团和同程艺龙的酒店预订货币化率比较

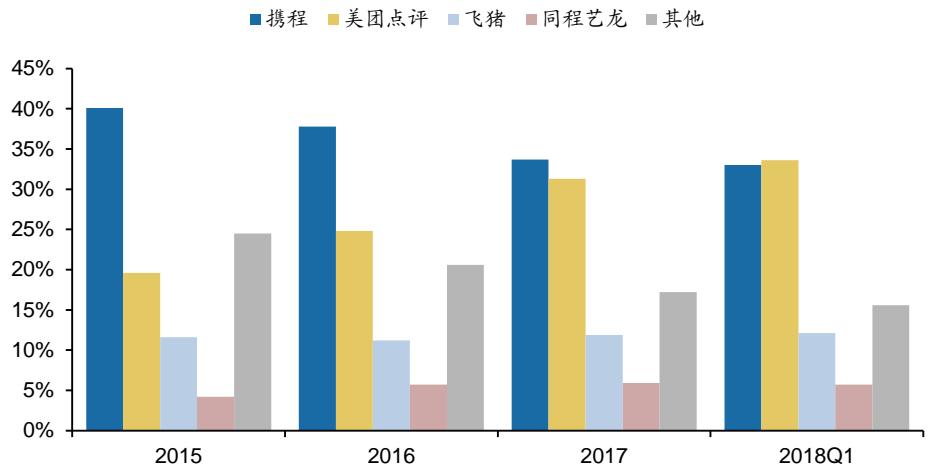


数据来源: 美团、同程艺龙招股书, 广发证券发展研究中心

**2018Q1间夜数成功赶超携程，取得行业领先地位。**美团凭借餐饮、票务代理业务的交叉营销优势和酒店预订的低费率战略，推动其酒店间夜量的市场份额快速提升。根据艾瑞咨询数据显示，2015年美团间夜量仅占全国总间夜量19.6%，与携程相差近21个百分点，到2017年美团间夜量市占率提升至24.8%，与携程的差距缩小至2.4%。2018Q1美团间夜量市场份额达到33.6%，首次超过携程。2018Q2美团点评的酒店预订业务量7290万间，2018Q3为7610万间，环比提升4.4%，同比增长34.93%，Q1~Q3累计间夜量已超去年全年，高于2018年间夜量总体预计增速24.5%（艾瑞咨询），龙头地位得到进一步巩固。



图73: 2015-2018Q1各平台国内间夜量占比 (%)

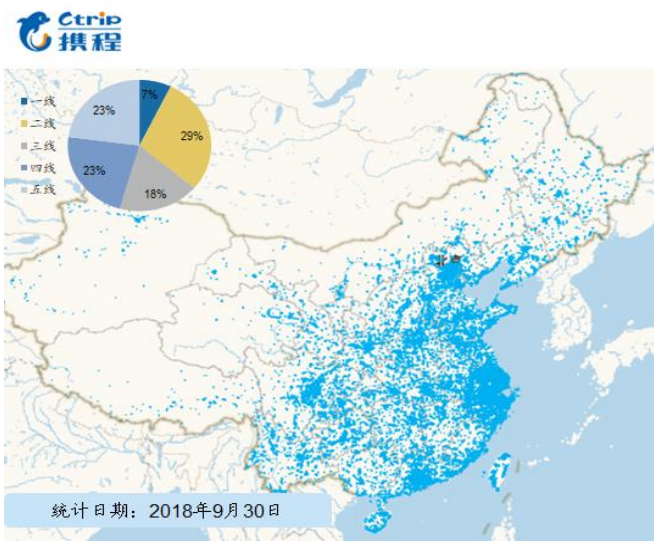


数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

是什么因素导致美团酒店业务完成反超? 我们从供给侧和需求侧两端进行比较:

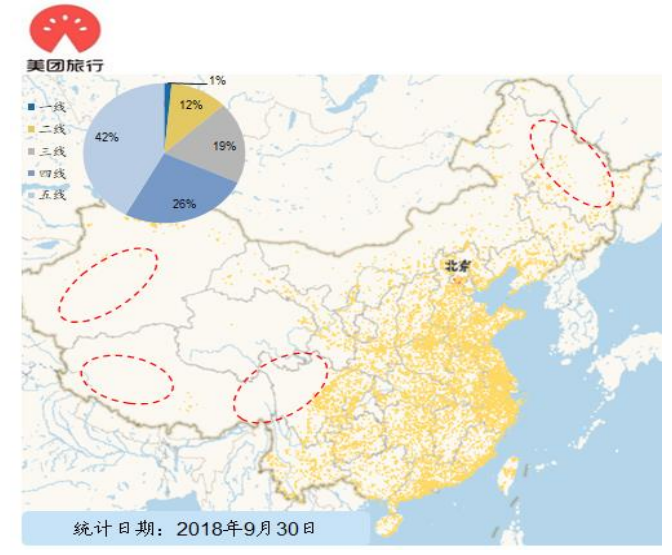
**供给侧: 区位对比, 深化下沉。**通过携程APP和美团APP统计, 2018年9月30日携程上线酒店数量约35.75万家, 美团上线的酒店数量合计26.95万家。携程1~5线城市的上线酒店数量分别为2.5万家, 10.3万家, 6.5万家, 8.1万家和8.2万家, 其中四五线城市的酒店数量占比为45.53%。美团1~3线酒店数量占比为31.91%, 4~5线酒店数量占比为68.09%。虽然携程在西北地区和东北地区的酒店数量上要略多于美团, 但美团在中部地区、东南沿海地区、华南地区等人口密度较高地区的签约酒店下沉度更高, 尤其是在5线城市, 美团酒店数量是携程的1.38倍。

图74: 携程国内上线酒店数量分布图



数据来源: 携程APP, 广发证券发展研究中心

图75: 美团国内上线酒店数量分布图

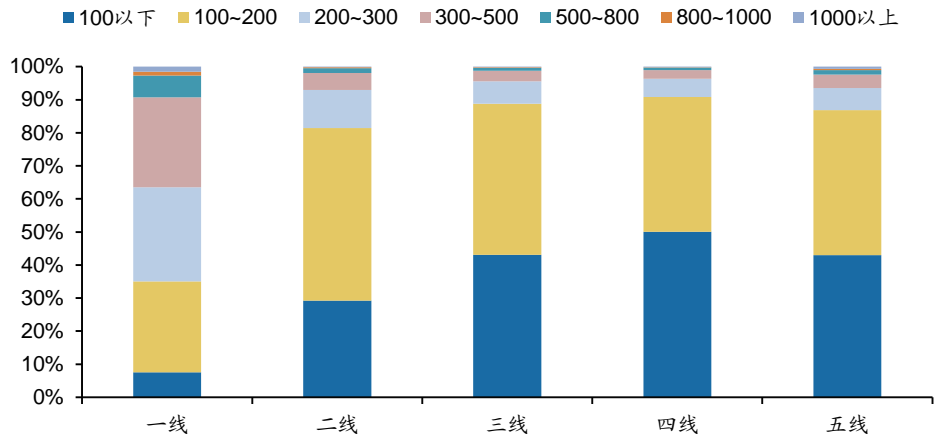


数据来源: 美团APP, 广发证券发展研究中心

**供给侧: 价格低廉, 吸引力强。**经统计发现, 美团、携程在1~2线城市高端酒店数量上没有显著差异, 但美团在3~5线城市经济型酒店布局相对更多。2018年9月30日, 我们选择美团APP平台上显示的酒店最低入住价格作为价格基础, 将200元以下的最低入住价格的酒店分类为低价酒店, 通过计算低价酒店数量占该城市总酒店数量比例可得: 1~5线城市的占比分别为35%, 81%, 89%, 90%和91%, 100元以下价格

在3-5线的比重甚至超过40%。

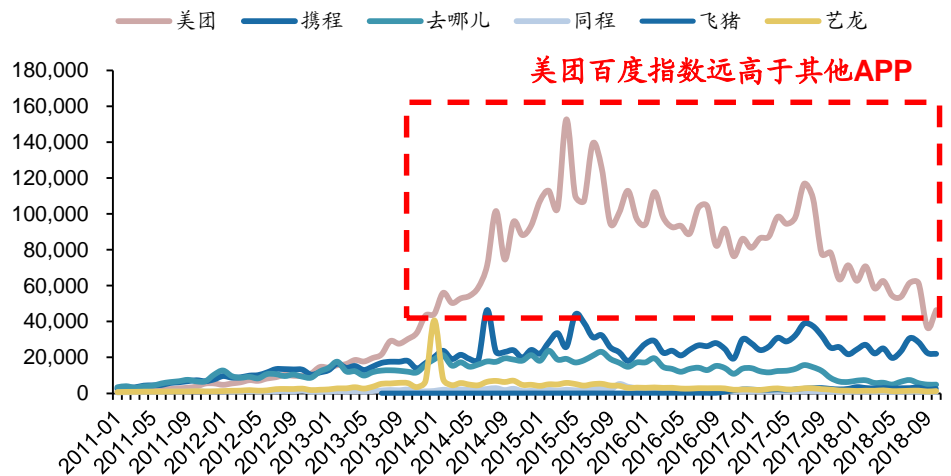
图76: 美团酒店各城线酒店的价位分布情况



数据来源: 美团APP, 广发证券发展研究中心

**需求侧: 生态流量VS垂直流量。** 美团点评的酒店功能入口主要可以通过美团APP, 大众点评APP, 美团旅行APP, 微信小程序, 微信钱包的吃喝玩乐功能进入。目前国内主流OTA平台的流量主要来自APP站内流量, 以携程为例, 其主要流量来源包括携程APP, 去哪儿APP, 微信小程序等入口, 平台垂直化程度较高。对比国内主流的酒店预订APP的百度指数发现, 虽然美团旅行的搜索指数较低, 但是其综合平台美团在2018年10月份的单日搜索次数达到4.6万次, 是其他APP指数之和的五倍。

图77: 国内主要在线酒旅APP的百度指数



数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

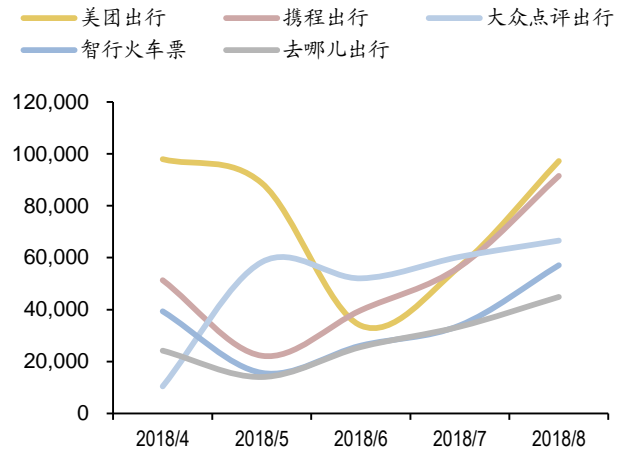
根据Questmobile的月活数据来看, 2018年8月, 美团和大众点评APP的MAU分别为2.06亿人次和7567万人次, 远高于同程艺龙1.21亿人次, 携程8713万人次, 飞猪3902万人次, 去哪儿6073万人次, 生态导流能力使美团旅行能快速聚集流量。随着微信小程序崛起, 各大OTA平台也在争夺新的用户流量入口, 美团出行和大众点评出行的流量合计达到16.38万次, 携程出行和去哪儿出行流量合计13.64万次, 美团系在新媒体流量争夺中也处在领先地位。

图78: 美团酒店的生态和垂直流量入口



数据来源: 美团App, 微信App, 广发证券发展研究中心

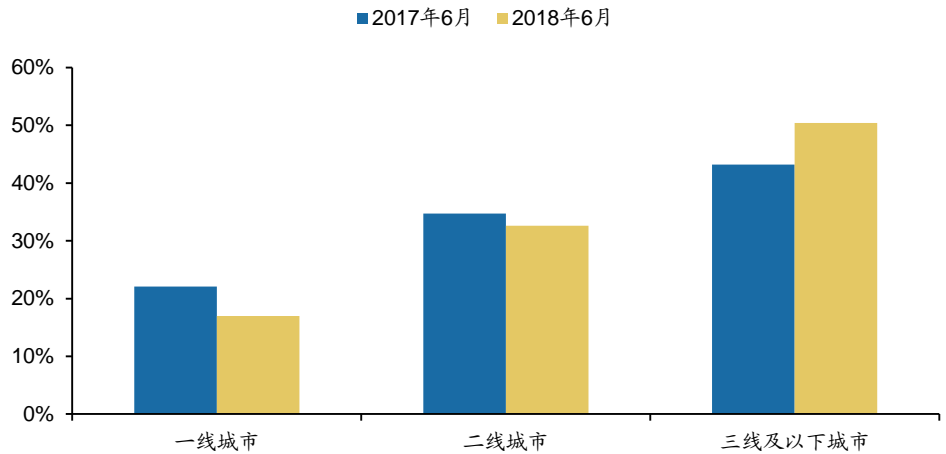
图79: 酒店预订小程序微信小程序活跃指数比较



数据来源: 艾瑞数据, 广发证券发展研究中心

**需求侧: 各线城市酒店预订增速分化。**目前国内在线酒店预订市场仍处于快速增长阶段,根据Trustdata发布的《2018年Q2中国在线酒店预订行业发展分析》报告显示,2018H1国内在线酒店预订APP的MAU为9109万人,同比增长20.1%。从用户结构来看,一二线城市用户酒店预订量占比分别减少5.1pct和2.1pct,三线及以下城市用户酒店预订量占比同比增加7.2pct至50.4%,首次超过一二线预订用户数量之和,所以总体来看,虽然都处于增长阶段,但是不同区位的成长性表现不同,三线以下增速比一二线更快,这也是美团区位优势能得以发挥的主要原因。

图80: 各线城市在线酒店预订用户的分布情况



数据来源: Trustdata, 广发证券发展研究中心

**伴随用户成长, 从低端升级到高端。**美团的用户主要为年轻大学生, 工作白领等群体, 随着其收入水平快速增长, 部分群体逐渐由中低端消费群体向中高端消费群体迁移, 由此带来对更高档次酒店品牌的消费诉求。美团酒店业务在2016年宣布进军高星级酒店, 先后与洲际酒店集团、首旅酒店集团、万达酒店集团、世纪金源酒店集团等达成战略合作。目前高星酒店覆盖超过15000万家, 高端酒店市场的覆盖率达92%, 高星用户超1000万, 每月新用户增长占比60%, 这些新合作为美团逐步打通

了高端市场。

**未来空间测算：**从美团历史酒店交易额占OTA酒店住宿市场的比例变化来看，2015年为13.94%，2016~2017年分别为17.76%和23.48%，平均每年市占率提升4.7%，2018H1间夜数量同比增长43%，按照前四个月单价187元计算得到2018年上半年交易金额接近250亿元，同比增长60%，超过行业总体增速。参考Trustdata跟踪到的最新数据来看，美团酒店预订的市占率依然在上升阶段，结合上半年增速水平测算得到2018年美团的交易额为548亿元，GTV市占率预计将达到为28.8%，按照目前增速水平，我们预计2019~2020年酒店业务的得到GTV分别为695亿和912亿，市占率大约提升3~5%。货币化率上，2017年美团的酒店预订市场的货币化率为7.4%，相比同程艺龙11.4%仍有较大差距，参考历史货币化率增长情况，测算得到美团酒店预订业务的营业收入预计在2020年达到82亿元。在公司的OTA酒店经营模式不出现大的变动情况下，毛利率水平将保持在85%以上的水平。

### 3.2 在线旅游业务目前尚处于培育阶段，后续发展空间充足

“机酒旅”是OTA旅游行业最重要的三块业务，除酒店预订业务外，其他在线旅游相关服务包括两大部分：1) 在线交通票务，包括火车票、机票、汽车票的在线预订服务；2) 旅游套餐代销，景点门票线上销售，与旅行社合作开展高端游和定制游服务。从市场占比来看，2017年在线交通预订市场为6389亿元，占总在线旅游市场的71.6%，度假旅游服务预订市场规模为947.47亿元，占总市场的10.6%，其余为酒店预订。

图81：国内在线旅游产业链和行业竞争格局



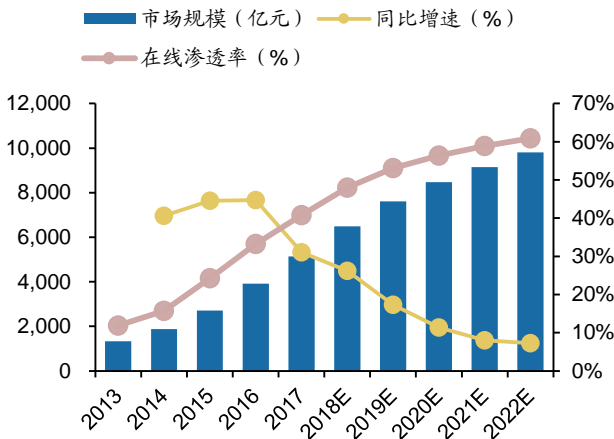
数据来源：100EC电子商务资讯中心，广发证券发展研究中心

#### 1) 在线交通票务：行业格局稳固，上游集中度高，后发优势不明显

机票、火车票预订的线上化率较高，汽车票预订的线上化率较低。从市场规模来看，机票预订为在线交通票务的核心，2017年在线机票预订市场规模达到4809亿元，占在线交通市场的58%。行业竞争格局来看，根据易观发布的《中国在线旅游市场年度综合分析2018》和同程艺龙招股书显示，2017年行业龙头携程和去哪儿的市占率分别为36%和19.4%，两者合计占总市场的55%，行业第三、第四为飞猪（15.3%）和同程艺龙（9.6%），CR4超过80%，美团市占率约为1.3%。

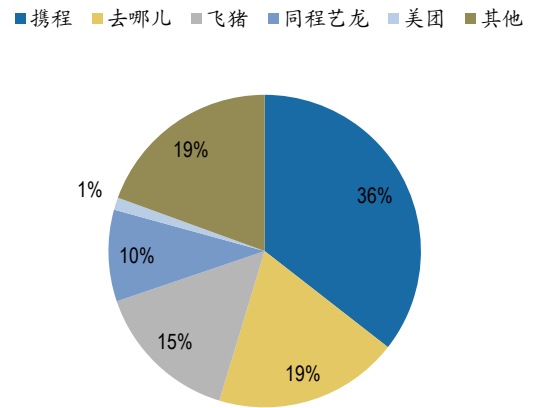


图82: OTA交通票务市场规模, 线上渗透率和增速



数据来源: 艾瑞数据(同程艺龙招股书), 广发证券发展研究中心

图83: 2017年在线交通票务市场竞争格局(%)



数据来源: 艾瑞数据(同程艺龙招股书, 美团点评招股书), 广发证券发展研究中心

**行业增速放缓, 上游高度集中。**从在线交通预订业务的未来发展来看, 艾瑞咨询预计OTA交通票务市场规模在2022年能达到9800亿的市场规模, 2018~2022年的行业增速为13.80%, 在线渗透率提升至61%。虽然有高达万亿的市场规模, 但是由于交通运输行业的供给侧集中度非常高, 机票方面: 国航、东航、南航、海航的市占率达到85%左右。火车票则被中国铁路总公司垄断, 汽车票由各地方的汽车客运公司负责经营, 相对前两者分散, 但是市场规模较小。

图84: 在线交通预订行业的供给和分销格局



数据来源: 易观分析《中国在线旅游市场年度综合分析2018》, 广发证券发展研究中心

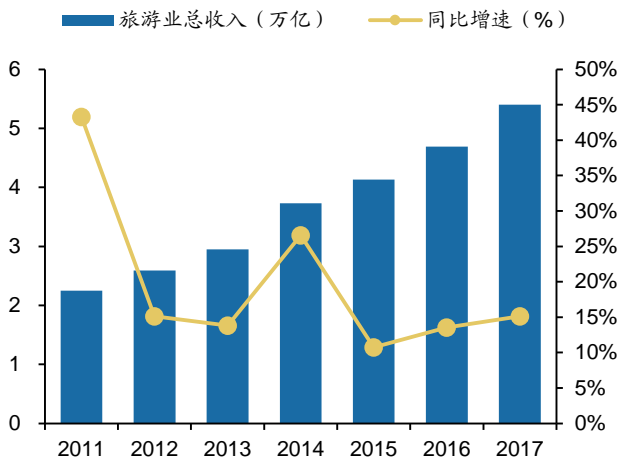
**竞争格局固化, 变现空间有限。**根据前面测算, 在线交通预订的综合佣金费率仅为2%~3%, 新进入者想通过低佣金率的方式打开市场难度较大, 同时目前航空公司正处于“提直降代”的阶段, OTA平台的空间会被压缩, 佣金率遭受下行压力。

**2) 度假旅游服务: 以景点门票为突破口, 大力发展“自助+境外”等高成长细分**

根据同程艺龙招股书中艾瑞咨询数据, 预计到2022年在线旅游服务市场规模将达到4303亿元, 未来五年的累计复合增速为25%。目前, 在线旅游服务的行业竞争者众多, 既有传统的旅行社和跟团游公司, 也有各类B2C的在线旅游平台, 以及在航空公司和连锁酒店。从目前的格局来看, 大型的OTA平台公司在竞争中更具优势, 根据易观发布的《中国在线旅游市场年度综合分析2018》数据, 海航系的途牛公司位列在线度假旅游市场第一名, 2017年交易规模为255亿元, 市占率27%。第2~4名分别

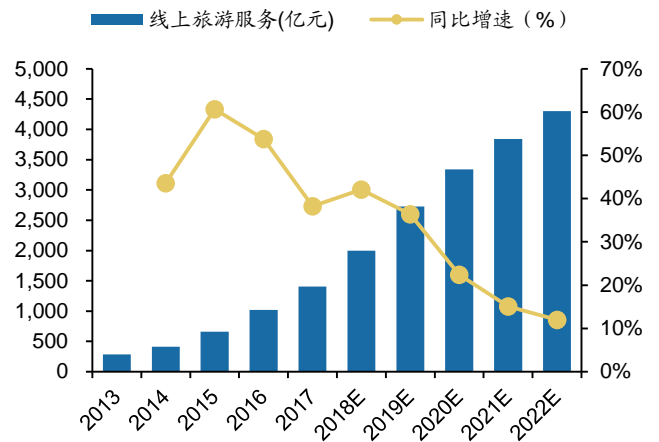
为携程23%，同程14.4%，驴妈妈14.2%，CR4占比达到78.46%，行业集中度较高。

图85: 2012~2017年中国旅游产业收入和同比增速



数据来源: 中国文化和旅游部, 广发证券发展研究中心

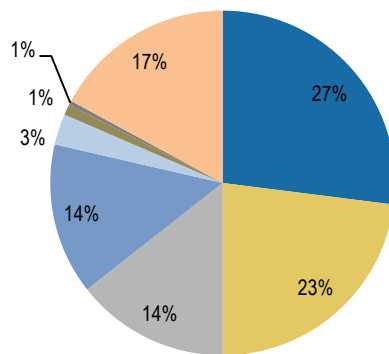
图86: 线上旅游市场规模和同比增速



数据来源: 艾瑞咨询 (同程艺龙招股书, 美团点评招股书), 广发证券发展研究中心

图87: 2017年国内在线旅行度假交易规模的竞争格局 (%)

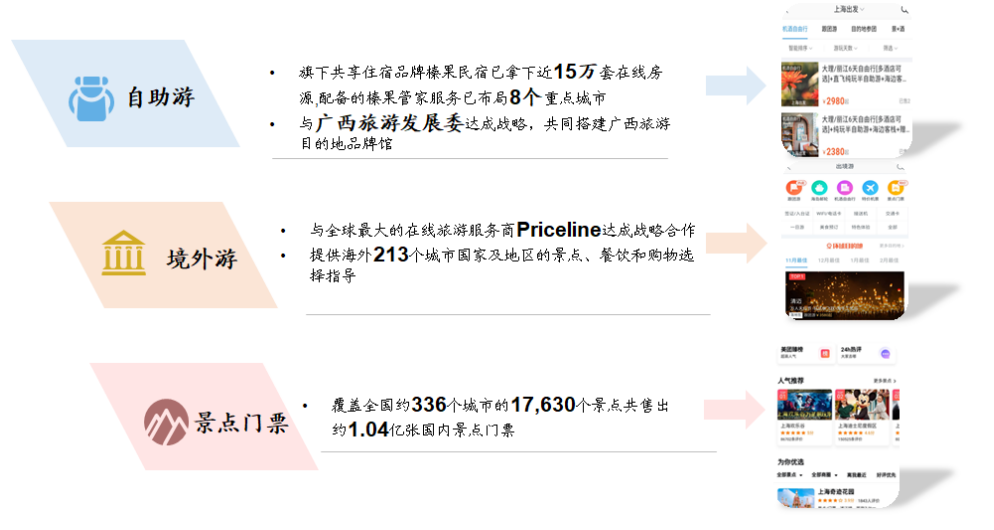
■ 途牛 ■ 携程 ■ 同程 ■ 驴妈妈 ■ 遨游网 ■ 悠哉网 ■ 芒果网 ■ 其他



数据来源: 易观分析《中国在线旅游市场年度综合分析2018》，广发证券发展研究中心

美团在酒店实现反超传统OTA后，在线旅游业务也有望得到快速发展。2017年4月20日，美团点评发布旗下旅行品牌“美团旅行”，初期配合本地生活服务，以提供国内景点及短途套票预订服务为主，并以子功能模块嵌入在美团和点评APP中。2017年9月，独立APP“美团旅行”上线。我们认为美团旅行以美团App、大众点评App两大生态入口为依托，凭借本地生活的品牌口碑，从“景点门票+自助游+境外游”为突破口，在线旅游服务有望得到快速发展。

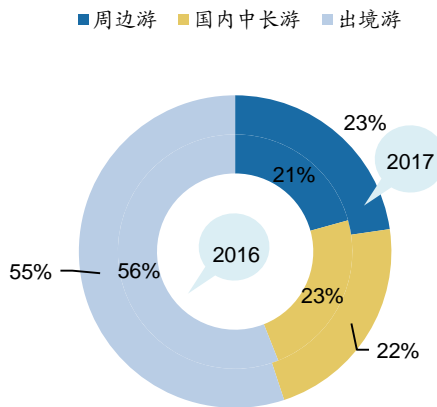
图88: 美团旅行在自助游、境外游和景区门票上的布局情况



数据来源: 美团旅行APP, 广发证券发展研究中心

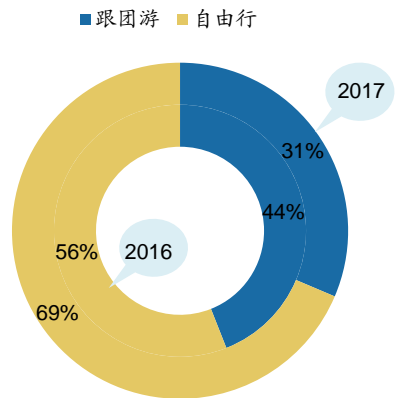
从成立到2018年4月的1年时间内, 美团旅行覆盖了全国约336个城市及约17,630个景点, 合计售出约1.04亿张国内景点门票。对于自助游的民宿需求方面, 美团旗下的共享住宿品牌榛果民宿已拿下近15万套在线房源, 配备的榛果管家服务在线下布局8个重点城市, 2018年前8个月, 榛果民宿营收同比增速达到60%。出境游方面, 2017年10月19日, 全球最大的在线旅游服务商Priceline对美团点评进行战略投资, Priceline旗下专注于亚太地区的品牌Agoda将为公司提供东南亚市场的酒店资源, 提升美团境外旅行服务能力。

图89: 16~17年在线旅行市场按地点分布 (%)



数据来源: 易观分析《中国在线旅游市场年度综合分析2018》, 广发证券发展研究中心

图90: 16~17年在线旅行市场按照出行方式分布 (%)



数据来源: 易观分析《中国在线旅游市场年度综合分析2018》, 广发证券发展研究中心

“社交+攻略”已经成为旅行OTA核心功能, 美团生活社区有望弯道赶超。我们认为美团未来可以采取以下方式切入旅行UGC市场: 1) 利用三平台互通账号将信息按目的地分类提取集成, 可有效的将本地消费指南升级为美团旅行专有的异地旅行消费攻略。2) 完成用户分享社区的内容分类, 按照本地生活服务的类别: 如外卖, 到店, 休闲娱乐, 出游进行划分, 将美团与点评在餐饮类别的UGC用户引导至美团旅行UGC平台中, 可快速打造一个全新旅行交流社区。3) 提升深度激励, 尤其是对旅行领域的深度点评和游记攻略给予旅行地“吃喝玩乐”的奖励包, 从而有效提升内容创作

者积极性，并通过UCG平台提供实现交叉营销。

图91：美团可在原有美食、酒店UGC基础上增添旅行UGC的功能



数据来源：美团APP，大众旅行APP，广发证券发展研究中心

**未来空间测算：**和飞猪类似，飞猪是从淘宝电商业务中分离出来的旅游品牌，美团旅行也是从美团点评平台中分离出来的旅游品牌，两者主要的流量来源都是生态流量。从介入时间来看，淘宝旅行业务从2010年开始培育到飞猪独立品牌的推出花费了约7年的时间，美团旅行业务从2014年推出到2017年推出独立APP品牌花费3年时间。综合来看，我们认为美团旅行业务培育期比飞猪短，生态流量规模比飞猪小，目前飞猪在旅行服务和交通业务的市占率，可作为美团相关业务未来3~5年的参考锚。

表 11：2020 年美团在交通预订和旅游度假服务市场的预计情况

指标名称	在 2020 预计情形		
在线交通票务市场 (亿元)		8472	
美团市占率 (%)	5%	6%	8%
预计货币化率 (%)		2.50% (2.7%~3.2%)	
<b>在线交通预订收入贡献 (亿元)</b>	<b>10.59</b>	<b>16.94</b>	<b>21.18</b>
在线旅游度假服务市场 (亿元)		1532	
美团占率 (%)	2%	3%	5%
预计货币化率 (%)		10% (8.5%~13.5%)	
<b>旅游度假服务收入贡献(亿元)</b>	<b>3.00</b>	<b>4.50</b>	<b>7.50</b>

数据来源：艾瑞咨询（美团招股书，同程艺龙招股书），易观分析《中国在线旅游市场年度综合析 2018》，广发证券发展研究中心

2017年美团在交通预订市场的市占率为2.1%，若美团在2020年交易规模占比达到5%，8%，10%三种水平，对应收入规模为10.59~16.94亿元，相当于携程2017年交通预订业务收入的六分之一。旅游度假服务市场长尾竞争较为分散，第五名的市占率为2.9%，我们假设2020年美团能从20%的长尾市场中获得2%~5%的占有率，按照10%的货币化率计算得到旅游度假服务收入贡献分别为3~7.5亿元。两者合计的收入规模中枢为19亿元，占2017年到店、酒店和旅游业务收入的17.5%。

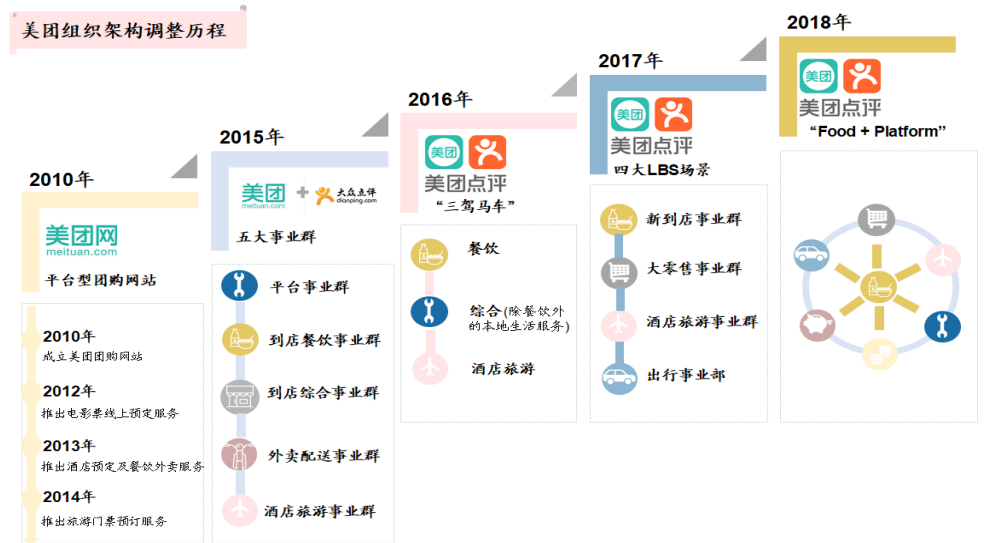


## 四、布局本地出行业务，实现三大消费场景有效串联

在异地出行方面，在2014~2015年间，美团推出了机票、火车票、汽车票/船票的代售业务，满足了用户的中长途出行需求。在今年开始向本地出行领域发力，包括上海地区网约车试点，完成摩拜单车收购。

与餐饮和酒店的“农村包围城市”的战略不同，美团网约车业务选择从核心城市尝试。由于核心城市的司机资源充沛，在线打车习惯培育成熟，2017年2月14日，美团点评出行事业部在江苏省南京市试点运行打车业务，并在年底运营团队规模超过200人，日订单量成功突破了10万单。2018年1月获得上海市《网约车经营许可证》，3月21日美团打车进入上海市场，抓住滴滴盈利爬坡时机，切入网约车市场，初有成效。

图92：美团战略架构的调整历程



数据来源：美团招股书，李志刚《九败一胜》，广发证券发展研究中心

### 4.1 收购摩拜单车，补齐 LBS 生态版图

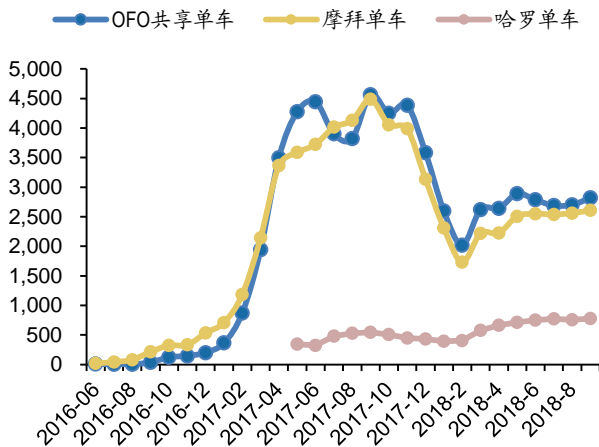
摩拜聚流量成本低，高频特性有望完成实现交叉营销。2018年4月，美团以35%美团股权、65%的现金收购、作价27亿美元全资收购，由此承担摩拜10亿美元债务。截至2018年4月30日，摩拜有4810万名活跃单车用户，2.32亿摩拜注册用户及710万辆活跃单车。2018年前4月，摩拜用户共完成2.6亿次骑行，摩拜累计收入共1.47亿元，平均每次骑行收入0.56元。美团收购摩拜目的之一就是借助摩拜的高频低成本流量（2018年四月份的每位活跃用户获取成本为11.52元，单次激活应用成本为2.13元），与公司原有业务形成交叉营销，降低平台整体的流量成本。

图93: 摩拜单车来自微信和美团的生态流量



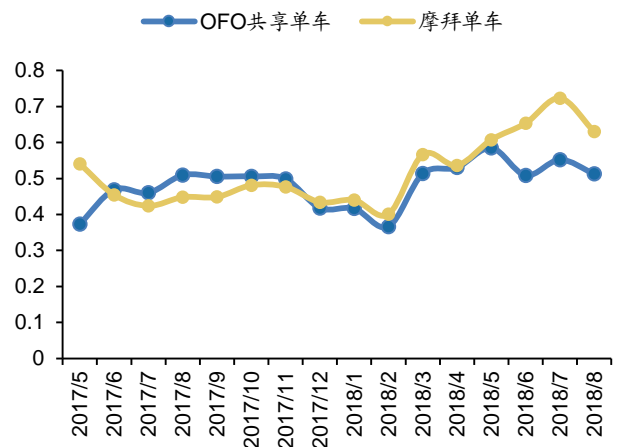
数据来源: 微信APP, 美团App, 大众点评App, 广发证券发展研究中心

图94: OFO、摩拜和哈罗单车的MAU (万人)



数据来源: 艾瑞数据, 广发证券发展研究中心

图95: OFO、摩拜单车用户平均使用时长 (小时/月)



数据来源: 艾瑞数据, 广发证券发展研究中心

#### 4.2 单车业务进行阶段调整, 车辆投放应至合理水平

完成收购后, 美团并没有着急变现或扩张, 而是对摩拜单车做出如下发展规划: 1) 采取策略推动摩拜单车进入盈利阶段。2) 单车部署及维护合理化, 精简营运人员及优化定价策略, 并继续扩大摩拜的用户基础。3) 提升用户体验并提高用户粘性, 从而提高营运效率。

**持续投放仍然存在现金压力, 运营效率应当提升。**根据美团招股书, 摩拜单车形成了12.66亿的折旧以及接近10亿的调度和运维成本, 但是实际上现金支出项只有共享单车的调度和运维成本, 收购摩拜花费的现金为94.4亿元, 股份支付61.63亿元, 摩拜的账面净资产为27.42亿元。虽然摩拜单车对美团短期业绩虽有一定影响, 但是长期来看, 出行领域对于公司在本地生活生态建设, 构筑闭环上有重要战略意义。

表12: 摩拜单车不同日使用频次(次)和骑行价格(元/次)下的营收情况

单车平均 日使用频次	平均单次骑行价格(元/次)						
	0.20	0.40	0.50	0.80	1.00	1.20	1.50
1	1.75	3.50	4.38	7.01	8.76	10.51	13.14
1.5	2.63	5.26	6.57	10.51	13.14	15.77	19.71
2	3.50	7.01	8.76	14.02	17.52	21.02	26.28
2.5	4.38	8.76	10.95	17.52	21.90	26.28	32.85
3	5.26	10.51	13.14	21.02	26.28	31.54	39.42
3.5	6.13	12.26	15.33	24.53	30.66	36.79	45.99
4	7.01	14.02	17.52	28.03	35.04	42.05	52.56

资料来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

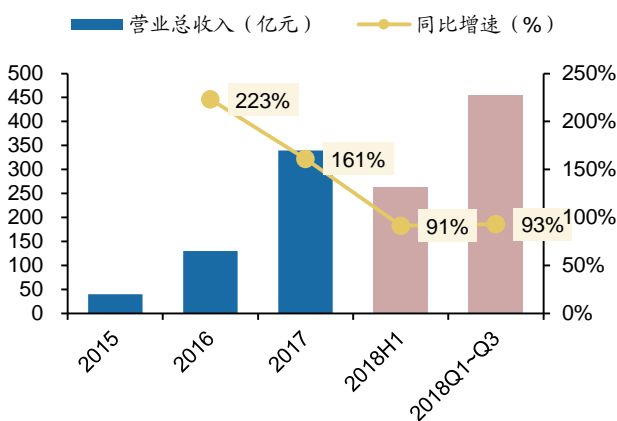
## 五、财务: 量价驱动营收高增, 核心业务毛利持续改善

从量的角度, 平台的总交易额从2015年的1611亿元增长至2017年的3572亿元, 累计涨幅达到121.72%, 2018H1平台的总交易金额为2311亿元, 占去年全年交易额的64.70%。从价的层面来看, 随着在各项子平台的业务逐渐成熟, 货币化率也不断抬升, 2015年平台的总货币化率为2.49%, 2016年增长2pct至5.49%, 2017年快速增长至9.50%, 截至2018年4月30日, 6月30日和9月30日, 美团点评的累计货币化率分别为10.70%、11.36%和12.03%, 保持稳步上升趋势。

在平台交易额“量”和货币化率“价”的增长驱动下, 美团点评的营业收入呈现持续高增长, 2015年公司营业收入为40.22亿元, 2016年实现翻番至129.29亿元, 2017年同比增长161.13%至339.28亿元, 2018上半年实现营收 263.89亿元(YOY+91.43%), 2018Q3营业收入190.76亿元(YOY+97.19%), 增速快于上半年。

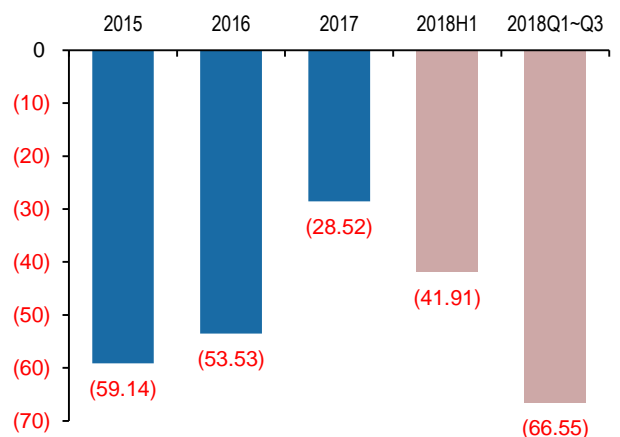
从GAAP口径的净利润来看, 公司在2017年亏损189.17亿元, 2018H1亏损增加至287.57亿元, 亏损幅度加大的主要原因是由于4月份完成摩拜的收购后形成了12.66亿的折旧, 以及网约车司机产生的20.95亿成本。2018Q3净亏损832亿主要由于可转让可赎回优先股的转为权益带来约800亿的权益性损益。

图96: 2015~2018Q3美团点评的营业收入(亿元人民币)和同比增速(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

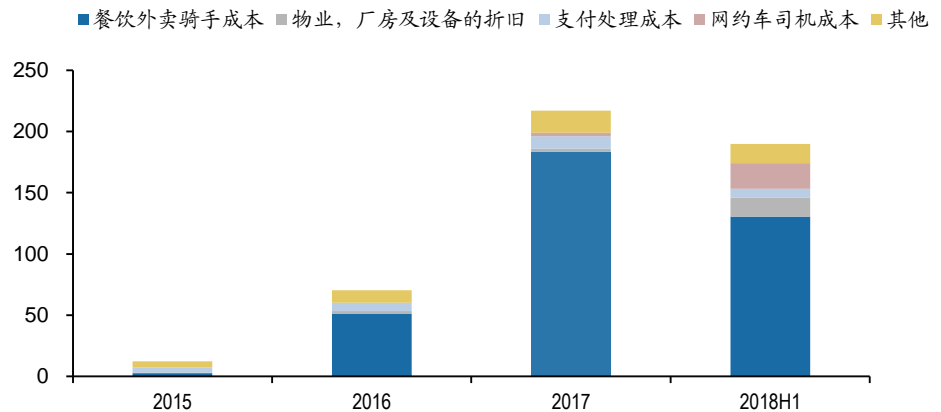
图97: 2015~2018Q3美团点评的Non-GAAP净利润(亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2018年以前，美团点评的营业成本主要为餐饮外卖骑手成本、支付处理成本两项，2017年两项成本分别为183.24亿元和10.24亿元，合计占总营业成本的93%。2018年后随着出行领域网约车业务扩张和摩拜单车业务开展，美团的成本结构发生变化，单车设备折旧成本和网约车司机成本迅速抬升至15.47亿元和20.95亿元，合计占总成本的19%。根据美团招股书显示，短期不会在共享单车和网约车出行领域增加投入，网约车成本预计维持稳定，单车的折旧期为2年，若不增加新的投放，预计将在2020年完成折旧计提，其他成本项中其他外包劳务成本随着非餐饮外送业务的增长会继续增加。

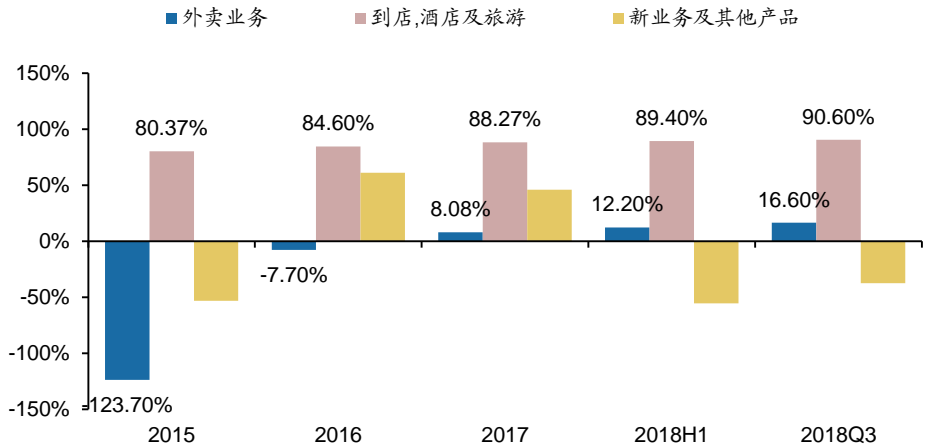
图98: 2015~2018H1美团点评营业成本构成(亿元人民币)



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

公司业务变动导致总体毛利率波动, 2015~2017年, 由于餐饮外卖营收比重增加, 总体毛利率从2015年69.15%下滑至36.02%。但随着业务走向成熟, 餐饮外卖和到店业务毛利率也正在不断提升。其中, 餐饮外卖的毛利率也已经在2017年成功转正至8.08%, 2018H1相比2017年底增加4pct至12.20%, Q3继续提升至16.60%。到店、酒店和旅游的毛利率从2015年的80.37%上行至2018H1的89.40%, Q3上行至90.6%。新业务领域受到公司在出行领域扩张影响, 毛利率从2017年的46.03%下滑至-55.5%, Q3有所收窄。若不考虑新业务影响, 总体毛利率正逐渐改善。

图99: 2015~2018Q3美团点评各项业务的毛利率变化(%)

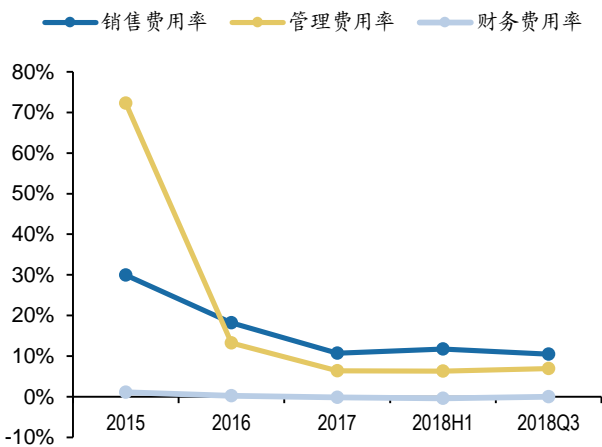


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心



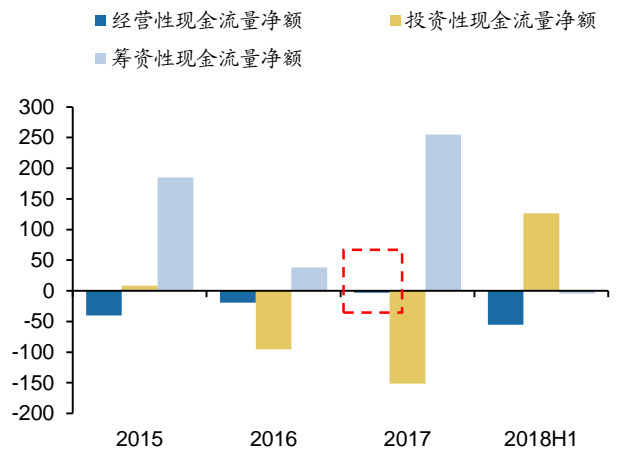
期间费用率逐渐走低，经营性现金流净额走向平衡点。从费用端来看，2017年形成销售费用109.09亿元，同比增长30.85%，占营收比重32.15%，管理费用21.71亿元，同比增长26%，占营收比重6.40%，财务费用净额约4200万元，占营业收入比重0.12%。2018H1三大费率中销售费用率同比减少6.16pct，管理费用率同比增加1pct，财务费用率小幅增加0.29pct。管理费用增加主要原因是业务范围扩张和管理人员数量增加，2018H1行政员工福利开支的同比增长136.9%至9.94亿元。销售费用主要由销售人员工资，交易用户奖励，推广及广告及其他费用构成，其中的交易用户奖励主要通过用户补贴产生，补贴金额占总交易额的比重已从2015年的2.5%下降至2018Q3的1.03%。

图100: 2015~2018Q3美团点评的期间费用率(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图101: 2015~2018H1美团点评现金流(亿元人民币)

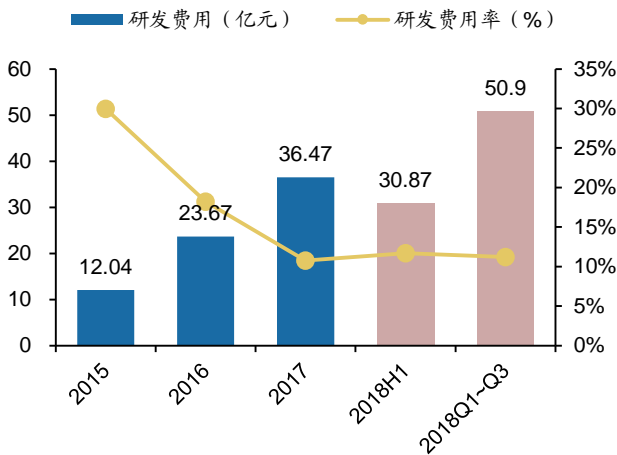


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从现金流层面来看，2015~2017年公司经营性现金流均处于负净额状态，主要通过筹资性现金流来抵补，但经营性现金流正持续向平衡点趋近，截至2017年经营性现金流净额为-3.1亿元。2018H1由于对摩拜收购和网约车的补贴投入，经营性现金流净额流出达到55.14亿元，同比有所增加。但从目前餐饮外卖和酒店业务的来看，我们认为非出行业务在2018年可能为公司带来正向经营性现金流净额。

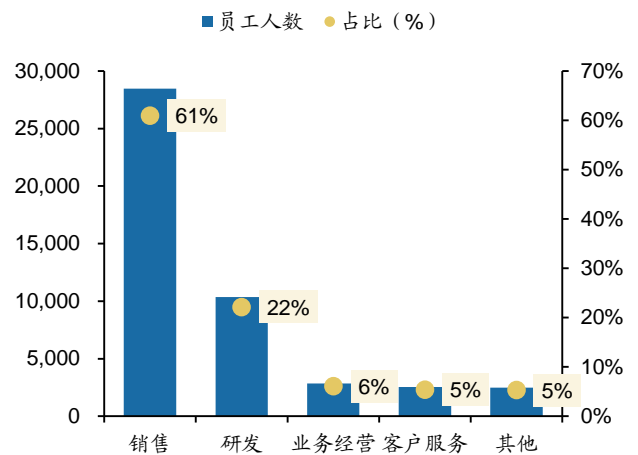
**积极投入多项技术开发，研发费率不输互联网巨头。**公司的主要研发项目包括：1) 标准化的核心基础设施环境(SOA)，服务治理架构，各种中间件(如key-value)，各种研发工具(如部署系统)及数据基础设施(如hadoop集群)，2017年单日远程过程调用超过4000亿次。2) 人工智能和深度学习，使用由深度学习支持的自然语言执行文本分析、语义匹配及搜索引擎排名等指令，以在用户进行搜索时反馈最相关的商家及服务；使用计算机视觉增强文本及对象识别、图像分类及图像质量排名，以基于消费者对图像属性(如颜色、分辨率及构图)的敏感性及偏好向消费者呈现商家或服务的图片。3) 实时智能调度系统，可以根据配送员的实时位置进行订单的最优匹配，并搭建了二维时空调度模型，并能够自动发现配送延误风险并重新派单。4) 无人驾驶车辆作为公司的长期储备技术。2017年，美团点评的研发费用为36.47亿元，占营业收入的10.75%，高于阿里巴巴2017年9.09%的研发费用率。

图102: 美团研发费用(亿元)和占营收比率(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图103: 2017年美团各业务员工人数和占比(%)

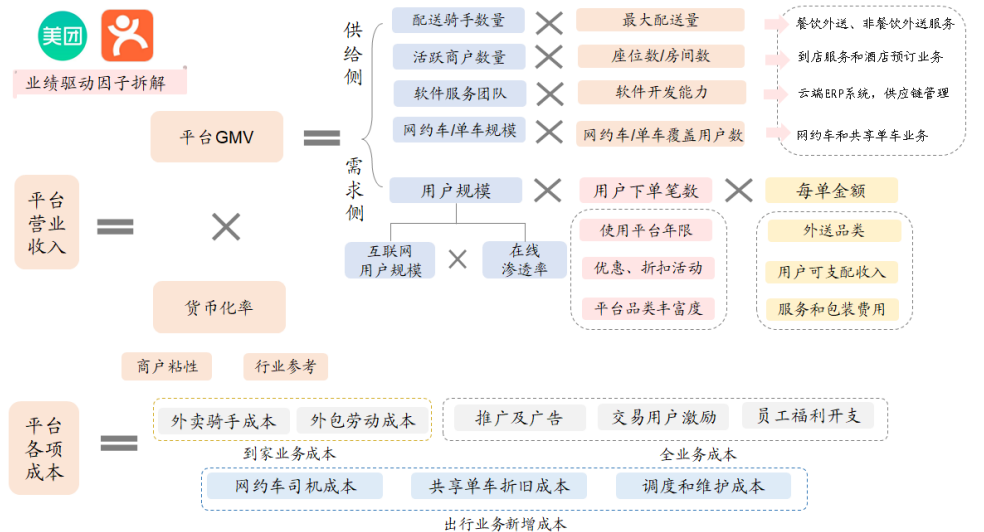


数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

## 六、盈利预测

从盈利模式来看, 公司目前主要包括交易抽佣、营销推广和信息服务三种盈利模式:

图104: 美团点评业绩驱动因子拆解



数据来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心

**交易抽佣:** 与垂直电商不同, 美团主要作为平台型O2O综合平台, 主要通过征收佣金方式形成收入, 包括餐饮外卖, 同城配送, 酒店预订, 交通预订, 到店团购, 网约车等业务都涉及佣金抽成。佣金盈利公式为=GTV×货币化率。其中GTV为平台总交易规模, 从需求侧可拆解为交易用户数量×下单笔数×每单金额。

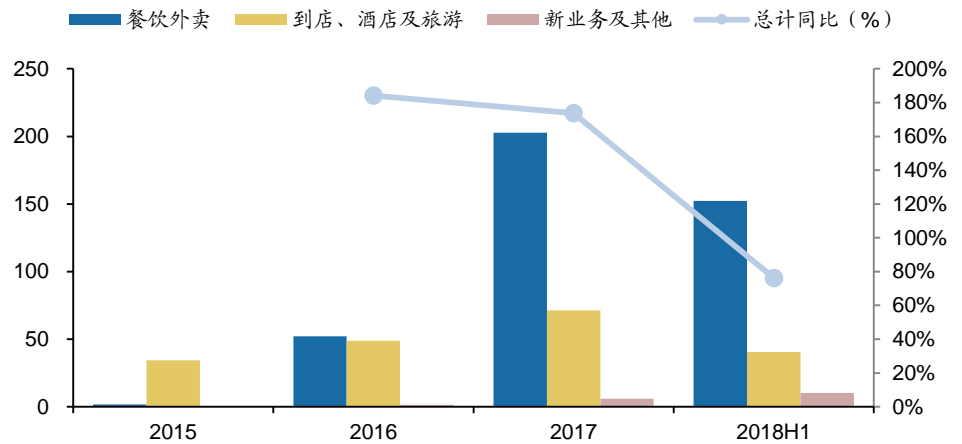
GTV的决定因素包括, a)互联网渗透率和推广渠道, 互联网渗透率上, 根据CNNIC数据显示, 截至2018H1, 国内网民数量达到8.01亿人, 但目前生活服务各细分市场渗透率大约在30%~45%, 对标电商购物71%的渗透率仍有较大的提升空间。

b)用户消费体验和平台体验, 消费体验体现为上架商户数量和质量, 到家和到店的服务效率, 美团目前的上线活跃商户数量达到550万家, 可以满足不同层次用户的各项

生活服务需求。到家服务的效率，美团通过“专送+众包”的模式实现30分钟内的高效配送，对于到店服务的效率，美团通过商户赋能，实现一站式“选座、点菜、结账”等服务。平台体验表现为应用的软件设计和UGC功能。软件设计上，美团APP一级功能入口即可完成大多数用户的预订需求，同时也进行了详细二级分类和算法推荐，以满足细分深度用户的需求。UGC内容上，在大众点评长达十余年的餐饮评价信息基础上，美团积极开展酒店、旅游的UGC内容，并嵌入好友关注和交互功能，增强了平台的使用时长和体验感。

最终，用户体验将驱动了两大因子——“用户留存”和“下单频次”。对于交易单价，宏观上取决于居民的可支配收入的变化，微观上取决于提供服务类型和档次，美团目前在各个细分领域都持续有品牌加盟，同时美团也在积极拓展各类低频高价的非餐饮外送和到店业务，共同驱动单价提升。在市场开拓期，佣金率相对较低，未来随着业务成熟将逐渐提升，目前美团各业务的货币化率都处在提升通道。

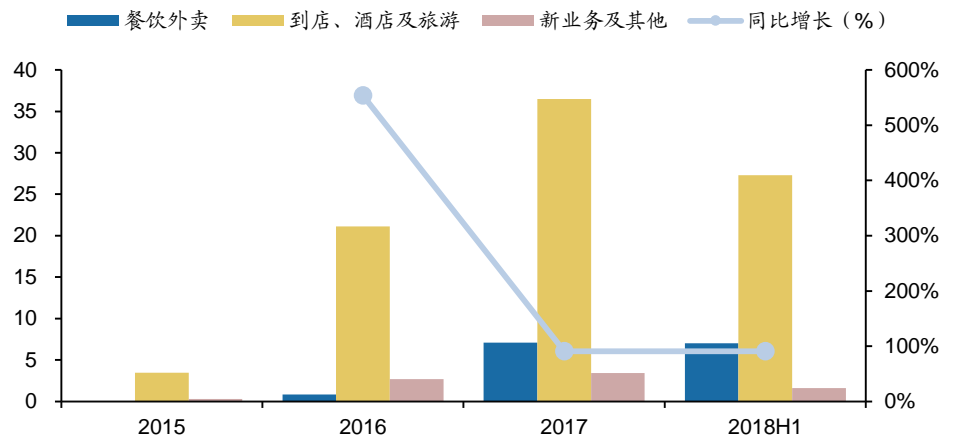
图105: 2015~2018H1美团点评的佣金收入（亿元人民币）和同比增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**在线营销:** 除网约车、共享单车、商户赋能等新兴业务外，美团的外卖，到店、酒店和旅行等核心主业入驻商户都有搜索排名和营销推广需求，美团可通过团购活动，电子会员卡，优惠券，线上推广通等多种在线营销方式获得广告收入。目前，包括点评管家、美团酒店等APP都搭载了“推广通”功能，商户可以选择不同特征的人群，实现1~3km范围的精准营销，广告计费采用CPC方法，广告投放形式包括搜索、推荐、消息推送等。同时，借助推广通也可以实现在包括QQ、微信、陌陌、腾讯新闻等合作平台进行广告投放。此外，每家商户都配备了销售负责人，商户与美团点评签订定制协议。2018H1，美团点评的广告营销收入达到35.96亿元，同比增长91%。其中，到店、酒店和旅游业务的推广收入达到27.29亿元，同比增长85.76%，占总在线营销服务收入的76%。从目前的情况来看，餐饮外卖的在线营销收入在2018年上半年达到7.04亿元接近去年全年水平，餐饮外卖作为入驻商户数量最多的细分领域，仍有较大增长空间，也由此带动餐饮外卖业务货币化率的持续提升。

图106: 2015~2018H1美团点评的在线营销收入(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**其他盈利模式**, 包括云ERP, SaaS, 供应链管理业务, 聚合支付等商户服务增值业务, 通过出售软件系统和硬件设备获得收入。共享单车业务实质上是租赁业务, 通过出租单车, 按照使用时长向消费者收取费用。2018H1实现营业收入24.58亿元, 同比增长543.61%。后面按照不同业务类型进行盈利预测。

### 6.1 餐饮外卖预测

根据CNNIC的数据披露, 2018H1中国互联网用户数达到8.01亿人, 其中互联网订餐用户数为3.64亿人, 渗透率达到45.39%。我们结合目前的互联网人群的年龄结构测算得到潜在订餐用户渗透率应该为62%, 推演到2021年应为60%。从历史线上订餐的渗透率提升速度来看, 2015~2017年的年均提升幅度为14%, 推演测算得到2018~2021年渗透率年均提升速度为3.88%, 对标2018H1线上购物71%的网民渗透率来看, 餐饮外卖渗透率预计值合理。对于下单频次, 2017年订餐用户人均年下单数量为17.86笔, 我们认为未来3年下单频次由20天逐渐缩短至10天。从订单价值来看, 我们假设未来几年二线城市逐渐向一线城市靠拢, 三线城市向二线城市靠拢, 一线城市按照9%的社会消费品零售总额同比增速增长。对于货币化率, 2015~2017年餐饮外卖的货币化率从1.12%提升至12.29%, 2018H1和2018Q3货币化率分别为13.01%和13.97%, 截至Q3全年累计货币化率为13.39%, 结合海外外卖市场平均货币化率(2017年, 16.65%)来看, 我们认为餐饮外卖的2018E~2021E货币化率仍有提升空间, 分别为13.5%, 14%, 14.5%。

表 13: 美团餐饮外卖业务的营业收入预测 (货币单位: 人民币)

核心经营指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
国内互联网订餐总用户数(亿人)	2.09	3.43	4.16	4.77	5.36
美团外卖订单的 GTV (亿元)	587.18	1710.88	292,735	405,259	537,503
货币化率 (%)	9.0%	12.3%	13.50%	14.00%	14.50%
餐饮外卖销售收入(亿元)	<b>53.01</b>	<b>210.32</b>	<b>395.19</b>	<b>567.36</b>	<b>779.38</b>
餐饮外卖销售 YOY (%)	<b>2929%</b>	<b>297%</b>	<b>87.90%</b>	<b>43.57%</b>	<b>37.37%</b>
外卖餐饮销售成本(亿元)	57.07	193.33	333.67	479.23	659.71
毛利率 (%)	<b>-7.70%</b>	<b>8.10%</b>	<b>15.57%</b>	<b>15.53%</b>	<b>15.35%</b>

资料来源: 美团招股书, 广发证券发展研究中心



## 6.2 酒店、到店旅游预测

**酒店营收预测：**美团酒店业务的交易额占OTA酒店住宿市场的比重在2015~2017年每年提升4.7pct。我们结合美团点评酒店预订业务历史市占率变动和前三个季度的增速情况，测算得到2018年美团的交易额为551亿元，GTV市占率预计达到为28.8%。假设2019~2020年每年递增2%，测算得到GTV分别为718.84亿和886亿。2017年美团的酒店预订市场的货币化率为7.4%，参考同程艺龙的货币化率（2017年，11.04%），未来仍有提升空间，测算得到美团酒店预订业务的营业收入预计在2020年达到82亿元，主要成本开支为订单处理成本，随业务规模提升毛利率逐渐增长。

表 14：2015~2020E 美团酒店预订业务营收预测（货币单位：人民币）

指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
OTA酒店住宿市场规模（亿元）	965	1227	1556	1902	2243	2607
同比增速（%）	51.25%	27.15%	26.81%	22.24%	17.93%	16.23%
<b>美团酒店交易金额（亿元）</b>	<b>134.48</b>	<b>217.91</b>	<b>365.31</b>	<b>555.05</b>	<b>718.84</b>	<b>886.91</b>
OTA住宿市场市占率（%）	13.94%	17.76%	23.48%	28.81%	31.00%	33.00%
货币化率（%）	5.7%	6.5%	7.4%	8.0%	8.5%	9.2%
<b>营业收入（亿元）</b>	<b>7.67</b>	<b>14.16</b>	<b>27.03</b>	<b>44.12</b>	<b>61.10</b>	<b>82.17</b>
同比增速（%）		62.04%	67.64%	63.22%	38.48%	34.48%
毛利率（%）	84.1%	86.4%	86.9%	88.0%	89.0%	90.0%

资料来源：艾瑞咨询（同程艺龙招股书），美团点评招股书，广发证券发展研究中心

**到店和旅游业务：**到店业务将线下交易额转移至线上，目前来看，旅游业务主要为景点门票线上销售。所以随着上线商户数量的增加，到店旅行的交易额将得到提升，我们按照到店交易规模/商户数量测算得到，2015~2017年，平均单家活跃商铺的年均交易额分别为7.12万元，7.59万元和7.15万元。而到店商户数量包括餐饮和非餐饮的两部分，根据前文分析，餐饮商户数量增加主要来自于总体线上化率的提升，非餐饮用户数量增加受总体用户线上化率和美团市占率两因素的推升，根据美团招股书中艾瑞咨询数据，我们测算得到2018~2020年商户数量分别为190万，220万和250万，交易规模分别为1361亿元，1458亿元和1579亿元。

表 15：2015~2020E 美团到店、旅游业务营收预测（货币单位：人民币）

指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
到店、旅游商户数量(百万)	1.6	1.8	1.7	1.9	2.2	2.5
到店和旅游交易规模（亿元）	1140	1366	1216	1361.25	1458.54	1579.32
同比增速（%）		19.82%	-11.00%	2%	16%	19%
货币化率（%）	3.4%	4.1%	6.7%	8.2%	9%	10%
<b>营业收入（亿元）</b>	<b>30.1</b>	<b>56.02</b>	<b>81.4</b>	<b>115.71</b>	<b>138.56</b>	<b>165.83</b>
同比增速（%）		86.11%	45.31%	42.15%	19.75%	19.68%
毛利率（%）	79.4%	84.2%	88.7%	90.5%	91.5%	92%

资料来源：艾瑞咨询（同程艺龙招股书），美团点评招股书，广发证券发展研究中心

## 6.3 其他新兴业务预测

其他新兴业务包括向商家提供ERP，SaaS，聚合支付系统，金融小贷等服务，向消费者提供的其他服务，主要包括非餐饮外送服务、网约车。以及收购摩拜单车后的共享单车业务。

1) 商家服务业务的主要驱动因素是接受服务的商户数量, 根据美团招股书, 2016~2018年前4个月, 其他新兴业务的商户数量分别为10万, 60万和80万, 占同期活跃商户总数的比重从3%提升至21.6%, 我们认为目前美团的餐饮和酒店的SaaS服务较为成熟, 随着客户市场拓展, 平台使用粘性的增强, 有丰富的消费者信息作为资源筹码, 未来将会有越来越多的平台活跃商户会选择使用美团的企业服务。假设18~20年活跃用户的转化率分别为25%, 28%和30%; 2017年, 平均商户服务费收入贡献为1500元, 2018年前4个月为520元, 全年预计也在1500元左右。由此测算得到未来三年商家服务的收入分别为16.94亿元, 22.40亿元和27.65亿元。成本主要为软件开发成本, 资金成本和服务器租赁成本等, 2017和2018年前四个月的毛利率分别为26%和27%, 预计未来三年毛利率分别28%, 29%, 30%。

2) 向消费者提供的其他服务主要为非餐饮配送业务, 网约车业务目前只在上海和南京正常运营, 暂时没有扩张计划。所以这部分业务的主要增长动力来自非餐饮业务的增长, 非餐饮外送业务领域包括医药, 生鲜, 商超, 鲜花等, 均处于快速增长趋势(增速快于餐饮外卖), 我们认为未来非餐饮GTV/ 餐饮GTV将得到提升, 2017年非餐饮GTV占餐饮GTV的比重为16.36%, 2018H1占比提升至21.52%, 预计未来3年仍将上升, 分别为22%, 24%, 25%。货币化率从2016年的3%逐渐提升至2018年前四个月的7%, 预计未来三年在7%基础上提升至9%, 测算得到2018~2020年向消费者提供其他服务的收入分别为58.24亿元, 92.81亿元和135.94亿元。成本主要为骑手的劳动成本。将网约车剔除后2017年的毛利率为88%, 由于网约车业务发展, 公司增加了交易激励(抵减销售收入)和司机补贴(确认为销售成本), 2018前四个月的司机补贴费用达9.3亿元, 上半年补贴达到21亿元, 导致消费者其他服务的毛利率为负。根据公司的半年报和季报发展计划显示, 公司暂不会扩大网约车业务的经营范围, 预计未来毛利率水平将逐渐回升。

表 16: 2015~2020E 其他新兴业务的营收预测 (货币单位: 人民币)

指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
向商家提供的服务(亿元) (ERP, SaaS, 金融业务)	0.00	0.57	9.01	27.50	40.21	57.22
同比增速(%)	—	—	1481%	205.22%	46.22%	42.31%
向消费者提供的其他服务(亿元) (非餐饮配送服务, 网约车)	0.70	6.11	11.42	58.24	92.81	135.94
同比增速(%)	—	773%	87%	410%	59%	46%
共享单车(亿元)	—	—	—	13.23	19.59	20.32
<b>总营业收入(亿元)</b>	<b>0.70</b>	<b>6.67</b>	<b>20.43</b>	<b>98.97</b>	<b>152.61</b>	<b>213.48</b>
<b>同比增速(%)</b>	<b>—</b>	<b>853%</b>	<b>206%</b>	<b>384.44%</b>	<b>54.20%</b>	<b>39.88%</b>
向商家提供服务毛利率(%)	—	-2%	26%	28%	28%	28%
向消费者提供服务毛利率(%)	-53%	67%	62%	-20%	30%	45%
共享单车毛利率(%)	—	—	—	-374%	23%	3%

资料来源: 艾瑞咨询(同程艺龙招股书), 美团点评招股书, 广发证券发展研究中心

3) 摩拜单车业务4月份创收1.47亿元, 折旧费用3.96亿元, 经营成本(配送, 维修管理成本)为1.58亿元, 资产并入时单车资产的账面价值为51亿元, 按照直线摊销法计算, 折旧期限约为9个月, 即1年时间完成折旧计提, 预计2018年折旧开支为51.67亿元, 经营成本为11.06亿元。根据美团点评的摩拜业务的发展计划, 未来将暂停单

车投放，等单车数量回至合理水平，按照每半年20%的损坏率计算，2019~2020年单车数量分别400万辆和278万辆，收缩投放后，单次价格和使用频次有望得到提升，预计2019~2020年营业收入分别为19.59亿元和20.32亿元，毛利率分别为23%和3%。

表 17: 2015~2020E 美团点评营收预测汇总 (货币单位: 人民币)

业务拆分	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3	2018E	2019E	2020E
餐饮外卖业务 (亿元)	1.75	53.01	210.32	159.64	111.72	395.19	567.36	779.38
到店,酒店及旅游业务 (亿元)	37.74	70.2	108.53	68.1	44.36	159.83	199.66	248.00
新业务及其他 (亿元)	0.7	6.67	20.43	35.73	34.68	98.97	152.61	213.48
营业总收入 (亿元)	40.19	129.88	339.28	263.47	190.76	653.99	919.64	1240.85
YOY		223.16%	161.23%	91.23%	97.19%	92.76%	40.62%	34.93%

资料来源: 美团点评招股书, 广发证券发展研究中心

综上所述, 美团在餐饮外送领域凭借“高效的地推+充沛的骑手+过亿用户”筑起了护城河, 并以餐饮为中心, 拓宽“吃喝玩乐行”等多元消费场景, 平台的用户下单频次和交易单价正处于快速增长通道。同时, 在交叉营销和高频流量带动下, 非餐饮外卖、到店、酒旅等领域的交易规模也在快速扩大, 并实现销售、管理费用率的降低。总体来看, 2017年美团平台整体GTV为3572亿元, 占本地生活总GTV比重为13.23%, 具备巨大发展空间。一方面在用户端深耕细作, 提升下单频次和交易单价。另一方面, 相比其他电商平台, 美团具备丰富的线下商户资源, 实现商户端的价值链延伸, 以平台上线为基础开展包括ERP, 供应链管理, 多元金融, 聚合支付等2B业务, 实现公司业绩的多极增长, 以及与2C业务的有效协同, 具备长期投资价值。

我们预计公司在2018~2020年的营业收入为653亿元, 919亿元和1240亿元, 同比增速分别为92.76%, 40.62%和34.93%。今年由于出行业务补贴以及共享单车业务成本增加的影响, 2018年~2020年按照国际准则的预计归母净利润为-1156亿元, -54.91亿元和-36.20亿元, 对应当前股本的EPS为-21.06, -1.00和-0.66元/股。Non-GAAP口径的归母净利润为-97.94亿元, -48.35亿元和-29.59亿元, Non-GAAP口径下对应的EPS为-1.78元, -0.88元, -0.54元。预计公司在2021年实现扭亏。

表 18: 所属行业其他公司的估值比较 (样本日期: 2018/12/16, 按照 2018 年 12 月 16 日汇率中间价折算)

公司名称	所处行业	总市值 (百万美元)	2018预计营收规模 (百万美元)	PS (其他公司选择彭博一致预期)		
				2018E	2019E	2020E
美团点评	本地生活	37953	9525	4.53	3.22	2.39
Grubhub		7184	1009	7.12	5.34	4.23
Delivery Hero	餐饮外卖行业	6480	776	7.38	5.19	3.82
Just Eat		4938	768	5.11	4.08	3.39
Takeaway.com		2207	238	8.18	6.03	4.86
餐饮外卖行业平均				6.95	5.06	3.69
Groupon	到店服务	1792	2628	0.68	0.68	0.67
Yelp		2928	941	3.11	2.80	2.51
到店服务行业平均				1.90	1.74	1.59
Ctrip.com	在线酒旅平台	15364	4449	3.47	2.91	2.45
Booking		83724	14530	5.76	5.18	4.63
Expedia		17633	11206	1.57	1.43	1.29
TOUR		668	329	2.01	1.73	1.53

TripAdvisor		8356	1612	5.18	4.77	4.34
	<b>酒旅OTA平台行业平均</b>			<b>3.60</b>	<b>3.20</b>	<b>2.85</b>
阿里巴巴		386235	57005	10.72	6.83	5.10
京东	电商行业	37181	65831	0.57	0.47	0.40
拼多多		25590	1769	<b>14.52</b>	<b>6.57</b>	<b>3.86</b>
	<b>O2O电商竞争者行业平均</b>			<b>8.60</b>	<b>4.62</b>	<b>3.12</b>

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

目前公司尚处于亏损期, 我们选择PS指标对每部分业务进行估值。餐饮外卖的行业PS区间为5.11~7.38x。由于美团点评在国内餐饮外卖市场的订单占比超过55%, 且营收规模在2018~2020年仍能保持50%以上复合增速, 参考海外市值最大的两家外卖公司Grubhub和Delivery Hero的PS估值为7.12x、7.38x。2018年美团点评餐饮外卖预计营收395.19亿元, 按照7x的PS估值算得公司的餐饮外卖业务合理估值为2864亿元人民币。

酒店预订业务可比公司的PS区间为1.57~5.76x。美团点评的酒店预订的间夜量上位居行业第一, 并保持30%以上同比增速。2018年酒店预订业务的预计营收为44亿元, 规模体量位于TripAdvisor和TOUR之间, 同时考虑行业龙头Ctrip的估值情况。我们选择三家公司平均PS估值3.55x, 算得美团点评的酒店预订业务的合理估值为157亿元人民币。

到店、旅游业务的行业PS为0.68~3.11x。美团点评作为千团大战的优胜者, 在国内到店服务市场处于龙头地位。海外可比公司中Yelp和Groupon的业务模式和公司类似, 但Groupon在2017年已进入营收负增长阶段, 而Yelp仍然保持10%~15%的营收增速, 我们认为选取Yelp的所处情形和美团到店业务相似, 但其收入体量较小。最终, 我们选择两者平均PS估值1.90x作为参考。2018年公司的到店、旅游业务的预计营业收入为115.7亿元, 对应估值为219亿元人民币。到店、酒店和旅游业务分部估值合计为378亿元人民币。

其他新兴业务涉及多个子领域: 企业服务业务参考企业服务行业PS估值情况, 用友网络、广联达、石基信息的Wind一致预期的2018年预计营收对应的PS分别为5.35x, 9.72x和9.05x, 海外的企业金融、结算服务提供商Wirecard、Global payments、Worldpay Group的Bloomberg一致预期的2018年预计营收对应的PS估值为8.22x, 4.09x, 6.36x。参考同行的PS平均值为7.13x, 美团点评的商户服务在2018预计营收27.5亿元对应估值的为196亿元人民币。非餐饮外卖参考外卖行业估值水平中位数7.25x, 2018预计营收41.86亿元对应估值261亿元人民币。

网约车业务参考滴滴的估值情况, 2017年其GTV为250~270亿美元, 估值为560亿美元, 按20%佣金率测算得滴滴的PS约为5.5~6.5x。由于2018年下半年来网约车市场的经营环境变化较大, 出于稳健原则, 我们按照4.5x的PS估值推得美团网约车业务对应的估值水平为73.7亿元人民币。摩拜单车目前的定位更多地是生态补充和用户入口, 我们通过MAU的变化对其进行估值。根据Questmobile数据显示, 2017下半年的摩拜单车平均MAU为3932万, 2018年4月收购时支付对价155亿元人民币, 2018年下半年平均MAU为2500万, 预计2019年MAU稳定至2000万, 我们按照MAU变化折算得到目前估值约为78.8亿元人民币。



表 19: 美团点评分部估值情况

业务类型	餐饮外卖	到店、酒店和旅游	其他业务
18年预计营收(亿元人民币)	395.19	159.83	98.97
分部合理估值(亿元人民币)	2766	376	610
合理总市值(亿元人民币)	3653		
汇率 HKD/CNY	0.8849		
合理总市值(亿港元)	4128		
总股本(百万股)	5,493		
每股合理价值(港元/股)	75.15		

资料来源: 广发证券发展研究中心

我们按照各类业务的分部估值加总得到美团点评的合理总市值为3653亿元人民币,按照近一个月平均汇率HKD/CNY为0.8849折算得到4128亿港元,按照当前总股本54.93亿股,折算得公司的每股合理价值为75.15港元/股。

从绝对估值法来看,根据上市以来公司股价收益率和恒生指数收益率测算 $\beta$ 值为1.43(同为港股互联网巨头的腾讯近3年的 $\beta$ 值为1.25,今年7月上市的小米科技 $\beta$ 值为1.31),采用十年期国债收益率作为无风险利率3.3%,根据目前的资本结构计算得到WACC为8.5%,假设长期增长率为3.5%,采用FCFF模型分别测算得到公司目前合理总市值为3834亿港元,按照当前股本(54.93亿股)折合69.81港元/股。两种估值方法得到的每股合理价值为69.81~75.15港元/股,基于稳健原则,我们选取较低值69.81港元/股作为美团点评的合理价值参考。

表 20: 2018~2022E 美团点评归属于股东自由现金流(百万元人民币)

业务拆分	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCFE	-4570	1337	4696	14528	22468	26807	28796

资料来源: 广发证券发展研究中心

总体而言,美团目前的PS估值水平4x低于餐饮外卖行业(6.95x)和电商行业(8.60x)的平均估值。我们认为公司作为本地生活服务O2O行业龙头,拥有万亿消费市场,各项业务持续高增长,具备长期投资逻辑。当前公司股价为49.70港元/股低于每股合理估值(69.81港元/股),我们在目前价位给予“买入”评级。

## 七、风险提示

- 1) 由于经济持续下行和消费者习惯转变导致餐饮外卖线上渗透率和下单频次的提升速度放缓。经济景气度的下滑也会引起酒店业务的间夜量增长速度低于预期。
- 2) 货币化率提升存在瓶颈,2018年前三个季度公司各业务的货币化率分别为13.39%(餐饮外卖),8.51%(到店、酒店和旅游)和16.45%(其他新兴业务),佣金率持续提升会对用户下单的积极性和商户上线意愿产生负面影响,在线营销比重提升会对用户使用体验产生负面影响,难以保证货币化率长期的持续提升。
- 3) 多元业务扩张,运营管理能力难度提升。截至2018H1,美团已有4.6万正式员工及53万人专送骑手,若因管理不善出现人事结构大幅变动或意外事故发生,将会对公司的经营和声誉产生负面影响。

- 4) 新业务缺乏充沛的现金流支撑。公司目前收购的摩拜单车和美团网约车业务将会对公司的经营性现金流造成较大的拖累，2018H1经营活动产生的现金流净额为-55亿元，账面现金存量262亿元，若支出进一步加大，可能导致现金储备无法支撑正常的经营活动的风险。
- 5) 新业务培育速度低于预期，目前包括金融支付，供应链管理，企业服务，美团打车等新兴业务尚处于培育期，可能因为相关领域的业务和管理经验不足导致其业务增速低于预期。
- 6) 行业竞争加剧的风险。2018年10月阿里集团宣布“饿了么”与“口碑”合并，成立本地生活服务公司，实现到店和到家服务的协同效应，同时将阿里生态流量导入平台中，提升其竞争力。未来可能在包括外卖餐饮，酒店旅游，企业服务，金融支付，供应链管理和生鲜市场等多个细分领域展开全方位竞争，可能导致美团在某些细分市场的份额流失，盈利周期拉长。
- 7) 食品安全风险。2018年9月，国家市场监管总局就网络订餐食品安全问题召开约谈会，总局副局长孙梅君约谈了美团、饿了么等网络餐饮服务平台负责人。2017年，美团餐饮订单超过4亿，入驻商户超过280万家，食品安全问题的把控难度加大，若出现食品安全问题将对公司品牌形象和相关地区的经营产生不利影响。
- 8) 预测部分参考的部分行业数据来自第三方公司统计，可能与实际数据存在差异。美团和携程的酒店数据来自2018年9月30日的APP截面数据，由于部分酒店临时性下线或APP过滤等原因，导致获取数据和实际数据存在一定误差。
- 9) 持续亏损的风险。目前公司业绩仍处于亏损阶段，转为盈利仍然需要一定的时间，且存在一定的不确定性。

**资产负债表**

单位：亿元，人民币

至12月31日	2016	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	236	544	750	793	879
货币资金	94	194	496	478	482
应收及预付	13	46	88	124	168
存货	0	1	6	7	9
其他流动资产	129	303	160	184	220
<b>非流动资产</b>	281	292	477	455	449
长期股权投资	80	79	70	70	70
固定资产	5	9	48	40	46
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	191	199	350	337	325
其他长期资产	5	6	8	8	8
<b>资产总计</b>	517	836	1227	1248	1327
<b>流动负债</b>	125	205	353	430	545
短期借款	0	2	20	28	37
应付及预收	36	66	169	219	296
其他流动负债	68	115	111	137	150
<b>非流动负债</b>	648	1036	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	503	648	1036	18	18
<b>负债合计</b>	773	1241	371	448	563
股本	0	0	0	0	0
资本公积	58	98	2520	2520	2520
留存收益	-314	-504	-1666	-1721	-1757
归属母公司股东权益	-256	-406	855	800	763
少数股东权益	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>负债和股东权益</b>	517	836	1227	1248	1327

**利润表**

单位：亿元，人民币

至12月31日	2016	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	130	339	654	920	1241
营业成本	70	217	502	606	816
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	83	109	163	221	273
管理费用	41	58	112	156	199
利息支出	0.6	0.2	0.8	0.9	1.2
其他收入	0.2	0.6	2.6	3.2	4.3
公允价值变动收益	-43	-147	-1038	0	0
投资净收益	2	2	6	7	7
<b>国际准则-营业利润</b>	-106	-189	-1154	-55	-36
营业外收入	51	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>国际准则-利润总额</b>	-55	-189	-1154	-55	-36
所得税	3	1	6	0	0
<b>国际准则-净利润</b>	-58	-190	-1160	-55	-36
少数股东损益	-0.1	-0.7	-3.5	-0.2	-0.1
<b>国际准则-归母净利润</b>	-58	-189	-1156	-55	-36
国际准则-EBITDA	-100	-181	-1096	-17	-5
<b>国际准则-EPS (元)</b>	-1.1	-3.4	-21.1	-1.0	-0.7

**现金流量表**

单位：亿元，人民币

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-19	-3	-58	14	55
净利润	-55	-189	-1160	-55	-36
折旧摊销	6	8	57	37	30
营运资金变动	35	25	0	31	60
其它	-4	153	1044	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-96	-152	69	-39	-59
资本支出	-5	-11	-91	-15	-24
投资变动	-116	-145	158	-24	-36
其他	2	4	2	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	38	255	288	7	8
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	38	254	275	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-74	100	301	-17	4
期初现金余额	168	94	194	496	478
期末现金余额	94	194	495	478	482

**主要财务比率**

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	223.2	161.2	92.8	40.6	34.9
营业利润增长	-18.1	-74.2	-510.9	95.3	34.1
归属母公司净利润增	45.0	-226.7	-511.3	95.3	34.1
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.7	36.0	23.0	23.2	34.1
净利率	-44.6	-56.0	-177.4	-6.0	-2.9
ROE	-26.8	-57.4	-135.7	-6.7	-4.6
ROIC	-31.0	-31.7	-118.8	-12.3	-10.0
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	149.5	148.4	30.3	35.9	42.4
净负债比率	-302.2	-306.5	43.4	55.9	73.8
流动比率	189.4	265.2	212.3	184.6	161.1
速动比率	85.5	117.1	165.3	140.2	119.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9
应收账款周转率	47.7	97.1	92.5	77.9	76.6
存货周转率	317.1	347.5	155.4	98.4	103.3
<b>每股指标(元)</b>					
国际准则-每股收益	-1.1	-3.4	-21.1	-1.0	-0.7
每股经营现金流	-1.4	1.8	5.5	-0.3	0.1
每股净资产	-4.7	-7.4	15.6	14.6	13.9
<b>估值比率</b>					
P/S	20.3	7.8	4.0	2.9	2.1
P/B	-10.3	-6.5	3.1	3.3	3.4

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：资深分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学本硕，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发海外研究小组

- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香



港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1)广发证券在过去 12 个月内与人人乐(002336)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。