

美团-W (03690)

核心本地商业稳固，万物到家开启新增长

投资要点：

美团核心本地商业业务在疫情期间表现出较强的增长韧性，但同时美团也面临着来自抖音对其到店酒旅业务的竞争冲击，以及对其餐饮外卖业务的潜在威胁。美团餐饮外卖壁垒深厚，到店酒旅业务长期价值显著。

- **美团是中国领先的本地生活服务商。**美团已成为餐饮外卖行业领导者，占据约70%的市场份额，目前已形成以到店酒旅、餐饮外卖、闪购为核心的本地商业，及以美团优选、美团买菜为主的新业务，覆盖本地生活业务下的到店、到家全场景。
- **美团餐饮外卖壁垒深厚，到店酒旅长期价值显著。**餐饮外卖与到店酒旅业务是美团营收创利的主要来源：餐饮外卖业务已形成不可替代的规模优势，订单规模及系统沉淀确保美团在骑手端壁垒深厚，新进入者难以轻易追赶；对于到店酒旅业务，抖音主攻“发现”场景，但整体GTV有上限，美团“搜索”场景下长期价值显著。
- **美团核心本地商业盈利能力持续增强，万物到家开启新增长。**外卖规模效应显著，单均履约成本持续下降，单均OP长期呈优化趋势；到店酒旅业务短期竞争加剧导致利润承压，有望在24年H2好转；非餐品类渗透低，闪购增长空间大。
- **新业务盈利持续改善。**美团买菜、美团优选关注盈利优化，美团买菜持续优化供应链，降低履约成本，增强毛利；美团优选快速成长，同时持续优化UE表现。新业务整体向好，2025年有望转亏为盈。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为2809/3437/4015亿元，对应增速分别为27.7%/22.4%/16.8%，Non-GAAP净利润分别为240/293/405亿元，对应增速分别为748.4%/22.1%/38.4%，3年CAGR为143%。可比公司24年平均估值为12.1倍PE，考虑到美团仍有较快增长，但2024年在本地生活行业的竞争激烈，我们给予公司2024年18倍PE，按2024年1月8日1港元对人民币0.90914元计，则公司合理市值为5271亿元/5798亿港元，目标价84.41元/92.85港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：经济下行风险；竞争加剧；公司运营风险；跨市选取标的风险；假设不合理风险；问卷调查样本不足风险。

行业： 社会服务/本地生活服务 II
 投资评级： 增持（首次）
 当前价格： 73.95 港元
 目标价格： 92.85 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6,244.38/6,244.38
流通市值(百万港元)	461,771.59
每股净资产(元)	23.68
资产负债率(%)	48.23
一年内最高/最低(港元)	186.50/73.55

股价相对走势



作者

分析师：陈梦瑶
 执业证书编号：S0590521040005
 邮箱：cmy@glsc.com.cn

联系人：周砾灵
 邮箱：zhoull@glsc.com.cn
 联系人：楼静波
 邮箱：loujb@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	179128	219955	280932	343737	401457
增长率(%)	56.0%	22.8%	27.7%	22.4%	16.8%
经调整 EBITDA(百万元)	(9694)	9725	30124	42321	55463
经调整 净利润(百万元)	(15572)	2827	23985	29283	40532
增长率(%)	/	/	748.4%	22.1%	38.4%
EPS(元/股)	-3.9	-1.09	2.31	3.06	4.72
经调整 市盈率(P/E)	/	148.49	17.50	14.34	10.36
市净率(P/B)	2.98	3.05	2.75	2.44	2.08
经调整 EV/EBITDA	/	32.11	9.52	6.12	3.97

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年01月08日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

美团是国内餐饮外卖行业领导者，核心本地商业盈利能力持续增强，新业务盈利持续改善。餐饮外卖领域规模优势明显，壁垒深厚，UE 持续改善；到店酒旅业务主攻“搜索”场景，长期价值显著；共享外卖用户流量与骑手网络，闪购市场潜力较大。新业务多点开花，美团买菜、美团优选盈利能力持续改善，未来可期。

不同于市场的观点

市场普遍认为美团餐饮业务的履约壁垒在于庞大的骑手网络本身，而我们认为美团骑手网络保持集中、稳定、高效的原因在于规模优势，餐饮外卖飞轮效应已启动，竞争优势明显；此外，市场认为到店酒旅抖音与美团竞争已趋缓，我们认为目前竞争已至深水区，但长期看，美团在“搜索”场景下长期价值显著。

核心假设

消费复苏背景下，美团核心本地商业整体复苏向好，核心假设如下：

餐饮外卖业务 2023-2025 年营业收入分别为 1430 亿/1750 亿/2065 亿，同比增速分别为 21.9%/22.4%/18.0%。

到店酒旅业务 2023-2025 年营业收入分别为 484 亿/604 亿/665 亿，同比增速分别为 55.9%/24.6%/10.2%。

闪购业务 2023-2025 年营业收入分别为 192 亿/274 亿/366 亿，同比增速分别为 53.7%/43.0%/33.7%。

盈利预测、估值与评级

预测公司 2023-2025 年可实现营收为 2809/3437/4015 亿元，同比增速为 27.7%/22.4%/16.8%，三年复合增长率为 22%；预计 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润为 240/293/405 亿元，748.4%/22.1%/38.4%，三年复合增长率为 143%。参考拼多多、京东、腾讯、阿里巴巴、快手五家可比公司，考虑美团增长仍较快，但 2024 年的本地生活及外卖市场均有激烈竞争环境，我们给予公司 2024 年 18 倍 PE，则公司合理市值为 5271 亿元，对应每股股价 84.41 元人民币，按 2024 年 1 月 8 日 1 港元对人民币 0.90914 元计，则港股每股为 92.85 元港币。首次覆盖，给予“增持”评级。

投资看点

- 短期：餐饮外卖业务复苏增长；到店酒旅业务长期价值显著；
- 长期：闪购增长空间大，发展迅速；新业务盈利能力持续改善。

正文目录

1. 美团：外卖为基，致力打造本地生活服务生态圈	5
1.1 核心本地商业为基石，新业务拓展生态边界	5
1.2 营收稳健增长，盈利拐点已达	7
1.3 股权结构稳定，决策高度集中	9
1.4 组织体系清晰且管理灵活，擅长精细化运营	9
2. 餐饮外卖行业：美团领导地位稳固，规模优势显著	11
2.1 整体市场空间广阔，或将步入稳增长阶段	11
2.2 外卖行业格局趋稳，美团占据最高市场份额	12
2.3 美团骑手端壁垒深厚，核心在于规模优势以及系统沉淀	16
2.4 美团外卖基础稳固，竞争优势明显	23
3. 到店酒旅行业：抖音主攻“发现”场景，美团长期价值显著	24
3.1 市场持续增长，餐饮及综合行业渗透有望增强	24
3.2 商家与用户需求的满足是决定平台发展的重点	25
3.3 抖音对商家、用户需求满足有限，主攻“发现”场景	26
3.4 抖音到店酒旅 GTV 有上限，“搜索”到店由美团主导	32
3.5 抖音团购迅速扩张，美团强势反击	33
4. 以“零售+科技”为战略，生态覆盖全线用户	34
4.1 美团总体战略为“零售+科技”	34
4.2 立足本地，打造零售全生态	35
4.3 主 APP 为流量主场，覆盖全线用户	36
5. 核心本地商业：外卖 UE 持续改善，万物到家开启新增长	38
5.1 餐饮外卖：步入稳增长，规模效应带动 UE 持续改善	38
5.2 到店酒旅：短期利润率承压，24 年起有望好转	39
5.3 闪购：非餐渗透低，万物到家开启高速增长	40
6. 新业务：零售业务盈利能力持续改善，科技赋能加速	44
6.1 美团买菜：商业模式优化，盈利改善推动有序扩张	44
6.2 美团优选：盈利持续改善	45
6.3 科技业务：科技赋能本地业务	46
7. 盈利预测、估值与投资建议	48
7.1 盈利预测	48
7.2 估值与投资建议	49
8. 风险提示	50

图表目录

图表 1：美团主营业务组成	5
图表 2：美团 2018Q4-2023Q3 业务收入构成	6
图表 3：美团 2018Q4-2023Q3 各业务收入占比	6
图表 4：美团 2020Q1-2023Q3 各业务收入经营利润（单位：亿元）	7
图表 5：美团历年营业收入情况	7
图表 6：美团各季度营业收入情况	7
图表 7：美团历年毛利率及净利率情况	8
图表 8：19Q1-23Q3 毛利率及净利率情况	8
图表 9：美团历年净利润情况	8
图表 10：19Q1-23Q3 净利润情况	8
图表 11：美团年度营销、研发、管理费率情况	9
图表 12：19Q1-23Q3 营销、研发、管理费率情况	9
图表 13：美团股权架构图（截止 2022 年年报）	9
图表 14：美团组织架构图	10

图表 15:	美团组织管理制度	11
图表 16:	美团职位序列体系	11
图表 17:	网上外卖用户数量及渗透率	12
图表 18:	在线外卖市场规模及在餐饮收入的占比	12
图表 19:	外卖行业竞争格局 (交易额占比)	13
图表 20:	2022 年中国消费者最常使用的外卖平台情况	13
图表 21:	外卖产业链	14
图表 22:	美团外卖商家版 VS 饿了么商家版 DAU (单位: 万)	15
图表 23:	美团外卖 VS 美团 VS 饿了么 DAU (单位: 万)	16
图表 24:	中国餐饮业收入与在线外卖占比	16
图表 25:	餐饮商户外卖收入占餐饮总收入的比重分布	17
图表 26:	美团外卖业务货币化率	18
图表 27:	各骑手平台日均活跃用户数 (单位: 万)	18
图表 28:	餐饮外卖配送能力测算分析	19
图表 29:	各运力形式比较	19
图表 30:	主要骑手平台日活数据对比 (单位: 万)	20
图表 31:	2022 年中国外卖平台不同身份消费者点外卖频率	21
图表 32:	2022 年中国外卖消费者周均点外卖次数分布	21
图表 33:	中国外卖平台消费者选择平台最看重的因素	22
图表 34:	2022 年中国外卖消费者可接受的配送时间	22
图表 35:	消费者选择外卖的原因 (单位: %)	22
图表 36:	消费者使用外卖时的场景分布 (单位: %)	22
图表 37:	外卖消费时所处地点 (单位: %)	23
图表 38:	到店酒旅服务各细分市场线上渗透率	25
图表 39:	到店酒旅在线服务市场规模	25
图表 40:	美团到店酒旅业务收入构成 (2021 年)	26
图表 41:	2022 年不同细分餐饮行业商家毛利率与净利率比较 (单位: %)	27
图表 42:	餐饮品牌小红书商业笔记投放 TOP20 (2023 年 10 月)	28
图表 43:	到店商家毛利率及销售费率	28
图表 44:	2022 商旅商家毛利率与销售费用率比较	29
图表 45:	2022 酒店与民宿入住率及平均客房单价比较	29
图表 46:	2022 旅游商家毛利率与销售费用率比较	30
图表 47:	抖音、美团对商家及用户需求满足的比较	31
图表 48:	不同行业与“种草”适配度分析	32
图表 49:	美团战略演变	35
图表 50:	美团零售全生态比较	36
图表 51:	美团 DAU (单位: 万)	36
图表 52:	美团其余主要 APP DAU 比较 (单位: 万)	36
图表 53:	美团及生态 APP 用户城市分布 (2023 年 10 月)	37
图表 54:	美团及生态 APP 用户年龄分布 (2023 年 10 月)	38
图表 55:	美团及生态 APP 用户线上消费能力分布 (2023 年 10 月)	38
图表 56:	美团到店酒旅业务收入构成 (单位: 亿)	40
图表 57:	美团闪购服务入口	42
图表 58:	用户使用即时零售的原因	43
图表 59:	消费者使用即时零售的频率	43
图表 60:	即时零售渠道休食消费者最常购买平台	43
图表 61:	美团外卖订单时间分布 (2019Q1-Q3)	44
图表 62:	美团即时零售订单时间分布 (2021 年闪购, 单位: %)	44
图表 63:	社区团购市场竞争格局	46
图表 64:	美团 AI 全图景	48
图表 65:	美团公司分业务营收测算汇总 (亿元)	49
图表 66:	美团可比公司估值	50

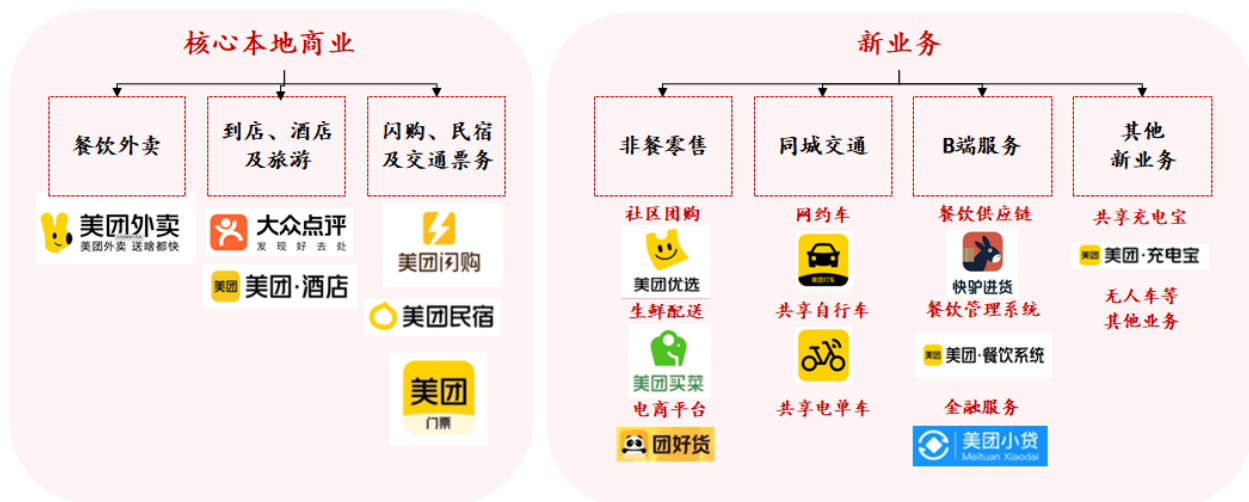
1. 美团：外卖为基，致力打造本地生活服务生态圈

1.1 核心本地商业为基石，新业务拓展生态边界

核心本地商业是基石，开拓本地生活服务新业务。美团是中国领先的生活服务类电商平台，以“零售+科技”为战略，其主营业务可分为两大板块，分别为核心本地商业以及新业务。

- **核心本地商业板块**涵盖美团旗下餐饮外卖，到店、酒店及旅游，以及美团闪购、民宿及交通票务等业务。对于餐饮外卖业务，美团 2010 年进入外卖行业，目前已经成为中国第一大餐饮外卖平台，是美团的基石业务；而到店、酒店及旅游业务则是美团的现金牛业务，依托美团+点评两大平台，提供到店及酒旅等线上服务。
- **新业务板块**则包括美团优选、美团买菜、餐饮供应链（快驴）、网约车、共享单车、共享电单车、充电宝、餐厅管理系统及其他新业务。美团优选与美团买菜为公司开展的零售新业务，其中美团优选于 2020 年 7 月成立，是美团旗下的社区电商业，采取“预购+自提”的模式，月活用户数超 1000 万；美团买菜则起源于原小象业务，主打前置仓模式的生鲜即时配送，与美团优选形成模式互补。

图表 1：美团主营业务组成



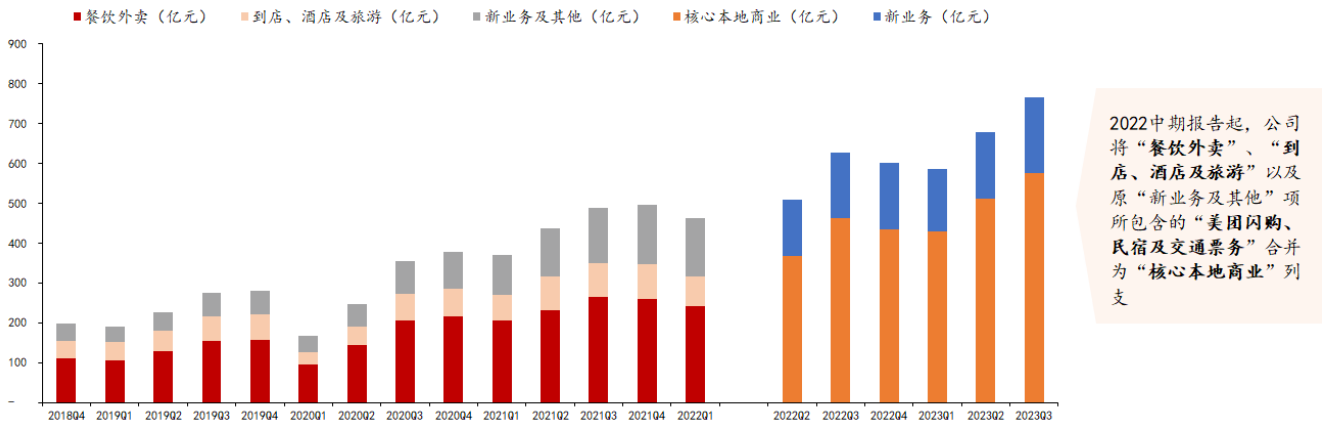
资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

餐饮外卖及到店、酒店及旅游业务为创收盈利主力。核心本地商业是美团较为成熟的基石业务，2022 年收入占比 73.1%，其中，餐饮外卖业务是美团的营收支柱性业务，2021 年总收入占比 53.8%。而到店、酒店及旅游业务则是美团的盈利支柱性业务，2021 年总收入占比 18.2%，分部经营利润 140.9 亿，是餐饮外卖业务分部经营利

润 61.8 亿的 2.28 倍，是美团的最大盈利来源。

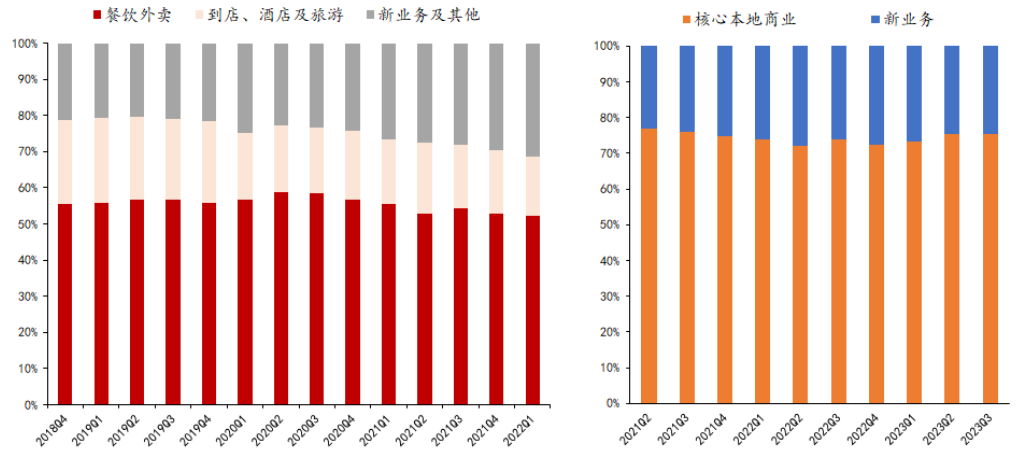
新业务持续扩张。新业务是美团依托基本餐饮外卖及到店业务所沉淀的平台及流量，不断拓展生活服务生态边界的创新业务。目前，新业务仍处发展期，2021 年总收入（包含闪购、民宿及交通票务）达 502.9 亿元，占比 28.1%，相较于 2019 年提升 7.1pct，新业务持续扩张，占比不断提升。

图表2：美团 2018Q4-2023Q3 业务收入构成



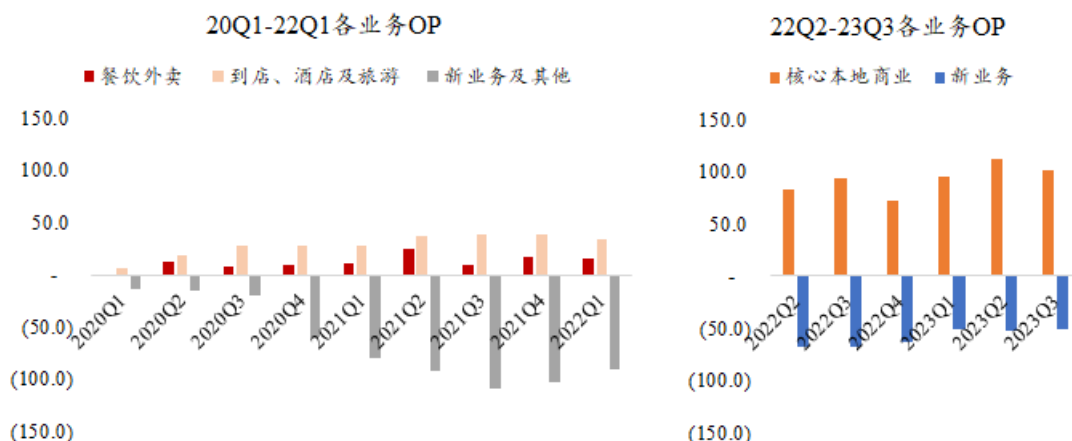
资料来源：公司财报，国联证券研究所测算

图表3：美团 2018Q4-2023Q3 各业务收入占比



资料来源：公司财报，国联证券研究所

图表4：美团 2020Q1-2023Q3 各业务收入经营利润（单位：亿元）

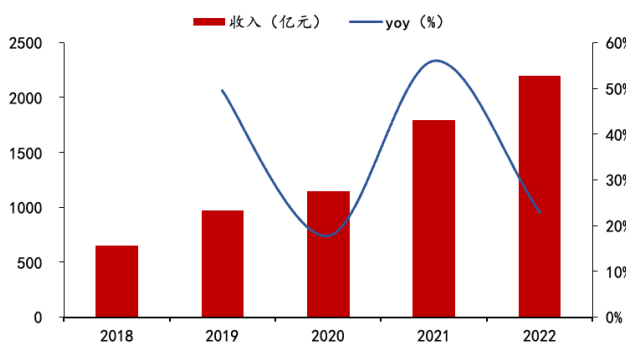


资料来源：公司财报，国联证券研究所测算

1.2 营收稳健增长，盈利拐点已达

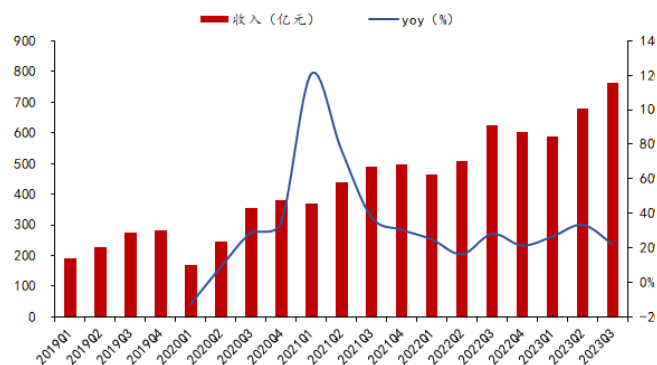
营收进入相对稳定增长通道，核心商业增长稳健。2022 年，美团实现营业收入 2199.55 亿元，同比增长 22.8%，增长较为稳定。其中，餐饮外卖业务、商品零售业务实现收入稳健增长，且外卖配送网络和次日达物流网络历经疫情反复、配送需求增长、运力紧张的考验，配送调度能力得到增强。

图表5：美团历年营业收入情况



资料来源：公司财报，国联证券研究所

图表6：美团各季度营业收入情况

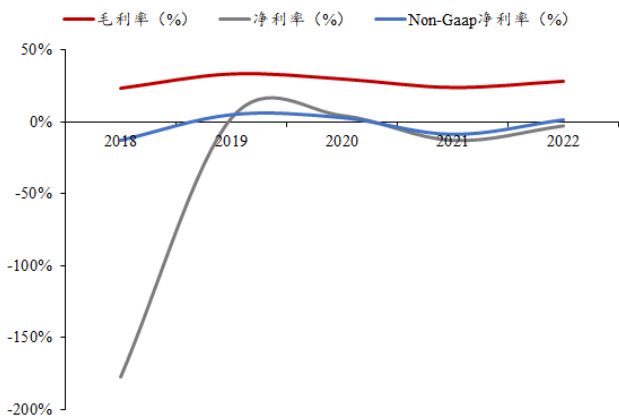


资料来源：公司财报，国联证券研究所

经调整净利润转正，盈利拐点已达。2022 年，美团的毛利率为 28.08%，同比上升 4.36pct，而美团净亏损 66.85 亿元，亏损额同比减少 71%。2022 年，美团的经调整净利润为 28.27 亿元，经调整净利率为 1.29%，扭亏为盈，其中，2022 年 Q2-4 均盈利，主要由于核心商业分部持续释放利润，并且新业务经营亏损持续收窄。其中，

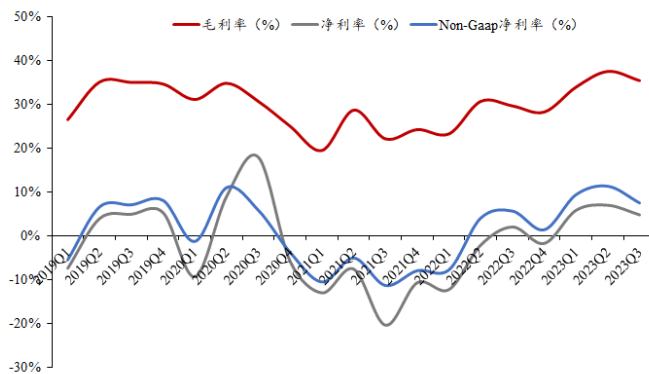
核心商业利润释放主要系餐饮外卖与闪购业务订单量、客单价增长以及毛利提升所致，而新业务经营亏损收窄主要系买菜、优选等商品零售新业务的增长推动以及运营效率提升所致。

图表7：美团历年毛利率及净利率情况



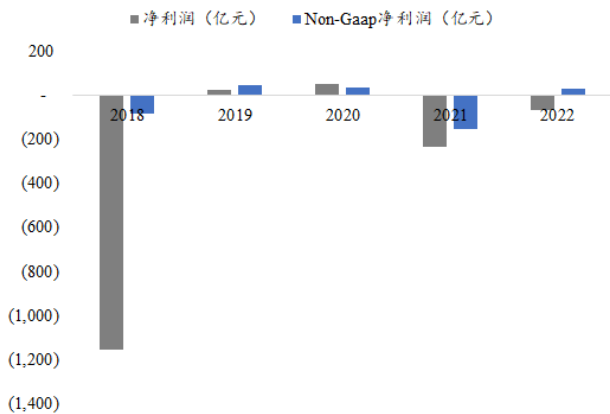
资料来源：公司财报，国联证券研究所

图表8：19Q1-23Q3 毛利率及净利率情况



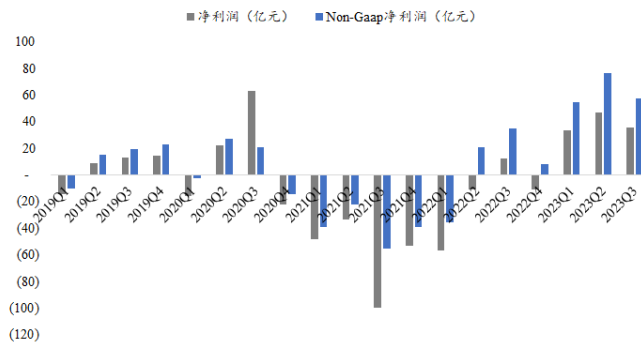
资料来源：公司财报，国联证券研究所

图表9：美团历年净利润情况



资料来源：公司财报，国联证券研究所

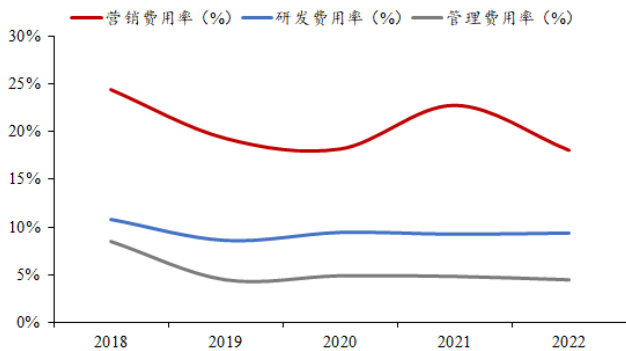
图表10：19Q1-23Q3 净利润情况



资料来源：公司财报，国联证券研究所

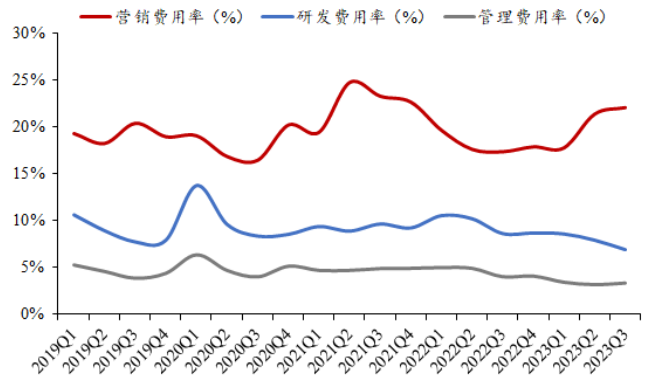
销售费用率降幅明显，成本控制有效。2022年，美团的销售费用率为18.07%，同比下降4.64%，主要系推广、用户激励费用减少；研发费用率为9.43%，管理费用率为4.44%，近年总体较稳定。

图表11: 美团年度营销、研发、管理费用率情况



资料来源: 公司财报, 国联证券研究所

图表12: 19Q1-23Q3 营销、研发、管理费用率情况

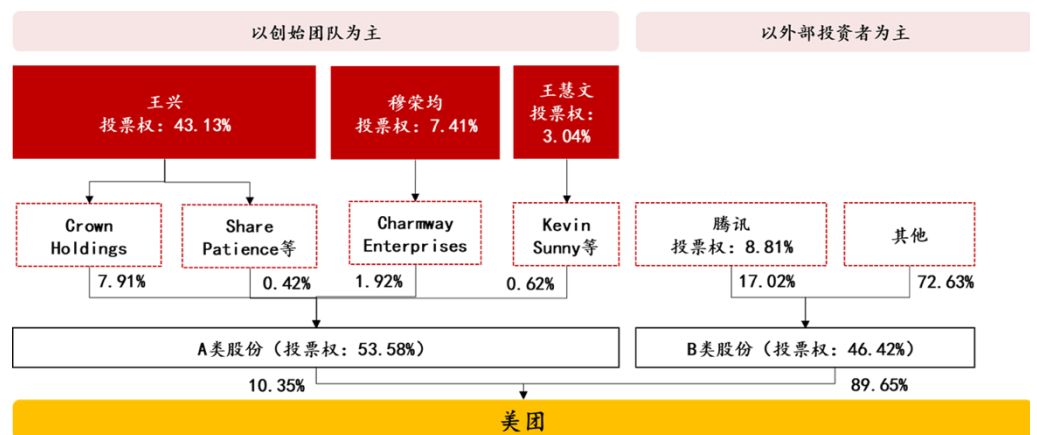


资料来源: 公司财报, 国联证券研究所

1.3 股权结构稳定, 决策高度集中

美团股权架构采取 AB 股制, 实现“同股不同权”, A 类股票每股具有 10 投票权, 而 B 类股票每股具有 1 投票权。基于此股权制度, 公司创始团队牢牢掌握决策权。根据 2022 年度报告, 按 A 类股票计创始人团队具有 53.58% 的投票权, 其中, 王兴作为核心创始人具有最大投票权 43.13%, 穆荣均具有投票权 7.41%, 王慧文具有投票权 3.04%, 公司普通事项决策集中在以王兴为主的创始人团队。

图表13: 美团股权架构图 (截止 2022 年年报)



资料来源: 公司财报, 国联证券研究所

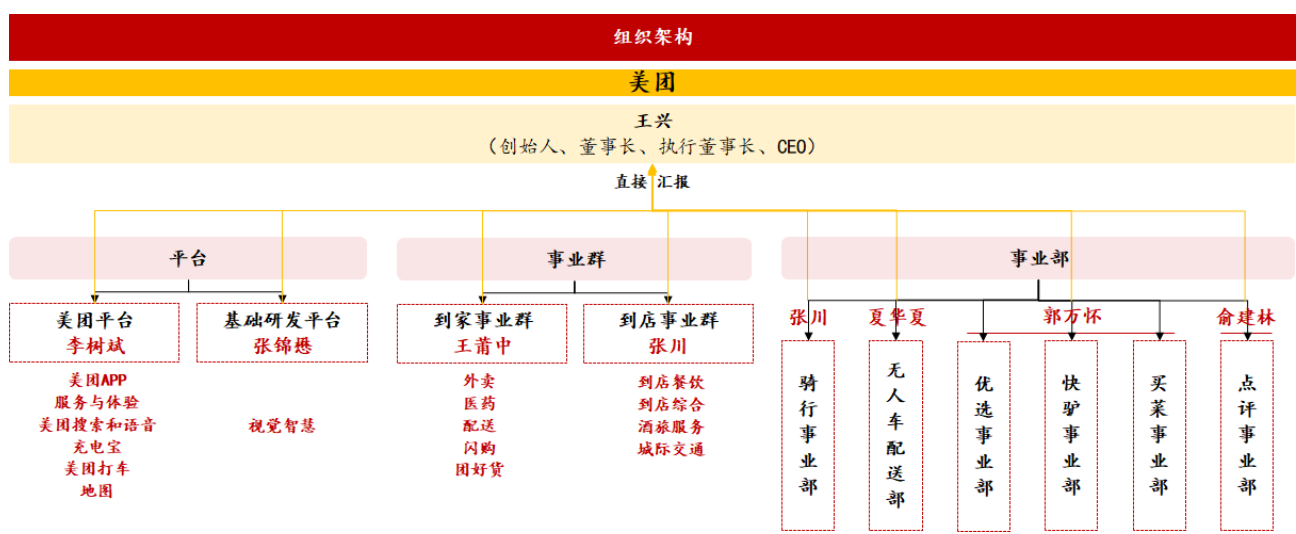
1.4 组织体系清晰且管理灵活, 擅长精细化运营

核心管理人员稳定, 组织架构及负责人体系清晰。组织架构上, 美团形成相对稳定的“平台+事业群+事业部”组织架构, “零售+科技”战略下设置两大平台、两大事业群以及六大事业部, 其中, 事业群按场景划分, 分为“到家事业群”与“到店事业群”, 主要覆盖外卖、到店酒旅等规模较大的成熟业务; 而事业部则主要侧重新业务,

无人车配送独立为单独事业部。各个业务线日常经营，独立汇报给业务一号位，业务一号位直接向 CEO 王兴汇报，负责人及汇报体系清晰。

此外，美团高管团队相对稳固，联合创始人穆荣均，优选、快驴和买菜事业部负责人郭万怀均是美团的初创成员，首席财务官陈少晖、到家事业群负责人王莆中、点评事业部负责人俞建林、无人车事业部负责人夏华夏、基础研发平台张锦懋均在美团工作六年以上，而到店事业群与骑行事业部的负责人张川自 2017 年加盟美团，至今已超 5 年，其原任 58 同城网产品管理副总裁，具备丰富的高频与低频业务操盘经验，负责人团队整体稳定。

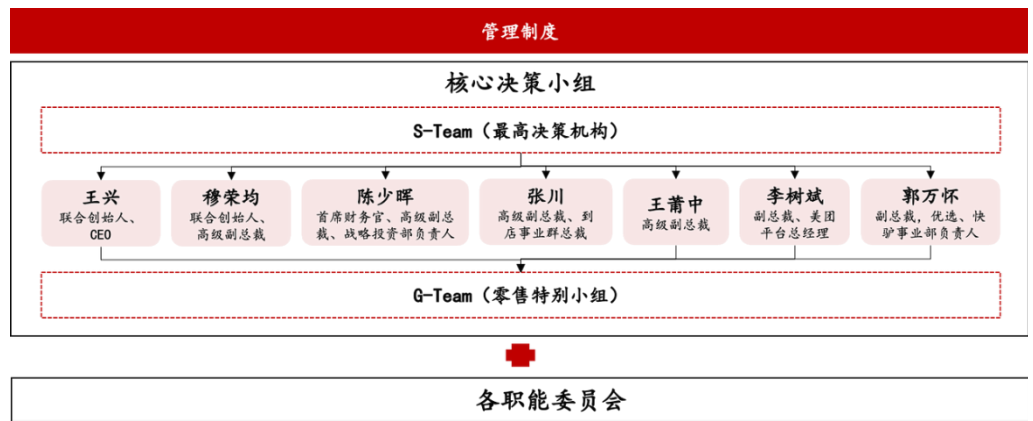
图表 14：美团组织架构图



资料来源：晚点 latepost, 36 氪, 国联证券研究所测算

管理制度扁平且灵活，利于快速决策与执行响应。管理制度上，美团采取扁平且灵活的制度形式，形成核心决策小组+委员会的基本模型，其中核心决策小组 S-Team 为最高决策机构，负责公司业务的重大决策，平台、到家、到店以及零售核心业务一号位也包含其中；此外，为更好促进零售业务决策，美团专门成立零售特别小组（G-Team）负责零售相关业务战略决策，由王兴、到家事业群负责人王莆中、平台负责人李树斌以及优选、快驴、买菜三事业部负责人郭万怀负责，利于零售业务的战略发展。除决策小组之外，美团还另设委员会以职业序列划分负责人才培养和知识沉淀，保持长效管理。

图表15：美团组织管理制度



资料来源：晚点 LatePost，国联证券研究所

生于恶劣竞争，擅长精细化运营以及地推。美团创业起家，保持创业时期精细化运作的风格，擅长精细化运营。美团下设商业分析职业序列，服务各业务，共计搭建上千人的商业分析团队，并且商业分析侧重数据分析，支持精细化产运工作，服务决策。此外，美团“千团大战”时期在时任 COO 干嘉伟的带领下组建了一支“地推铁军”，搭建了完善的地推销售制度与高效的销售模式，如今地推铁军仍然在美团零售业务中发挥重要作用。

图表16：美团职位序列体系



资料来源：公司招聘官网、公司公告，国联证券研究所

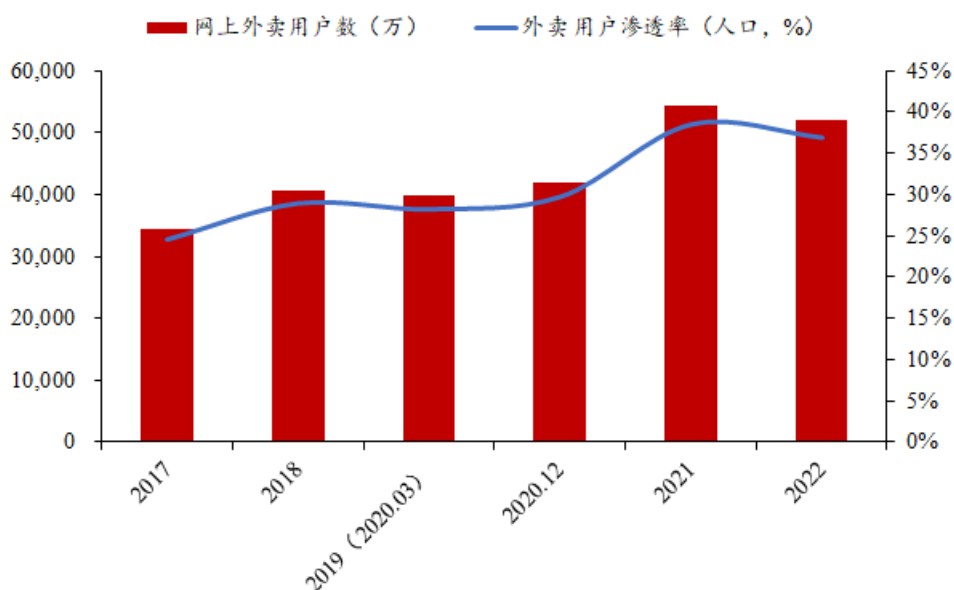
2. 餐饮外卖行业：美团领导地位稳固，规模优势显著

2.1 整体市场空间广阔，或将步入稳增长阶段

外卖用户渗透保持增长趋势。根据 CNNIC 数据，2022 年网上外卖用户数达 5.21 亿人，人口渗透率达 36.9%。疫情催化大众对外卖的使用度提升，外卖用户渗透率在

2021 年实现大幅增长，由 29.7% 增长至 38.5%，带动市场规模同比增长 50.2%。

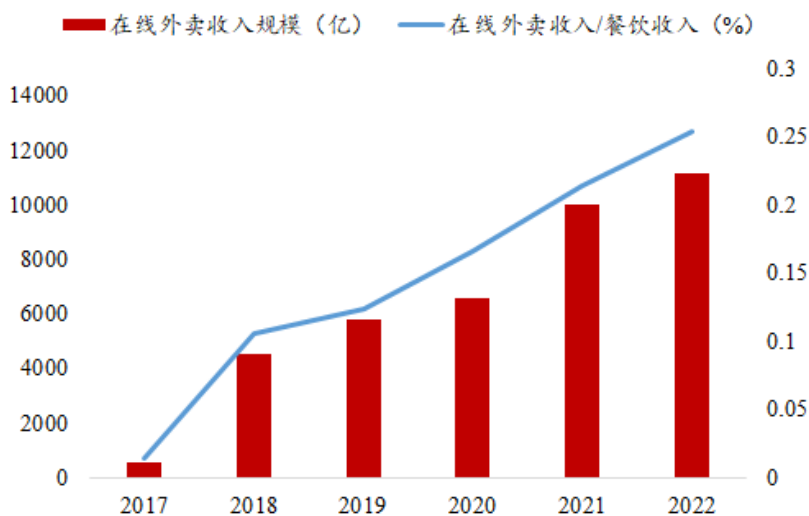
图表17：网上外卖用户数量及渗透率



资料来源：CNNIC 中国互联网络信息中心、国家统计局，国联证券研究所

餐饮外卖市场空间广阔，规模稳步扩大。纵向参考外卖行业发展，横向比较中国网购发展以及日本中食发展，我们估算，外卖市场规模 2025 年将超过 1.7 万亿，2030 年将超过 2.2 万亿，市场空间广阔。

图表18：在线外卖市场规模及在餐饮收入的占比

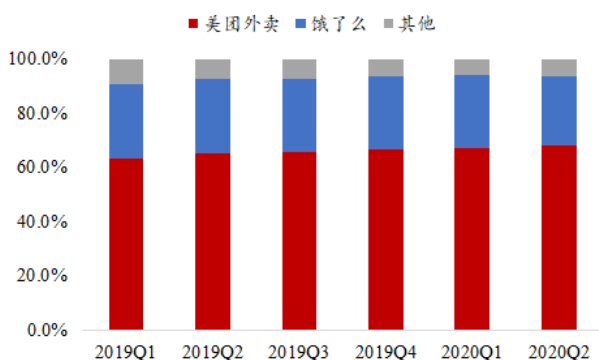


资料来源：国家统计局、国家信息中心，国联证券研究所估算

2.2 外卖行业格局趋稳，美团占据最高市场份额

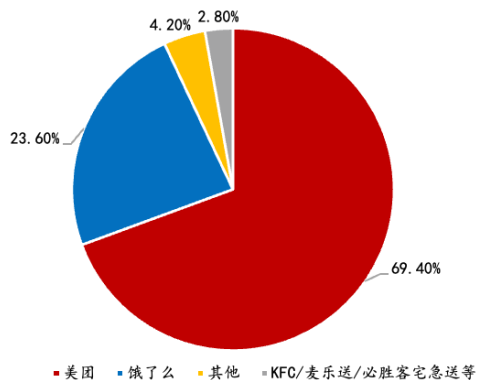
现有外卖市场呈现领导者-追随者格局，美团市场份额近 70%。餐饮外卖行业现有主要竞争者为美团外卖、饿了么外卖，2009 年发展至今，外卖市场竞争格局趋稳，美团与饿了么呈现七三分的竞争格局。我们估算，2022 年美团外卖的市场份额约为 70%，占据市场主导地位。

图表19：外卖行业竞争格局（交易额占比）



资料来源：Trustdata，国联证券研究所

图表20：2022 年中国消费者最常使用的外卖平台情况



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

平台竞争关键在商家、用户以及骑手三个核心要素。从餐饮外卖产业链来看：行业上游为餐饮商户以及骑手，其中，餐饮商户决定平台所能面向消费者供给的餐品品类、数量及质量，是满足用户需求，赢得用户心智的关键，同时平台通过商家交易以及为商家提供营销服务赚取佣金及在线营收收入，决定平台营收；骑手则负责完成商家到用户的履约服务，平台会有自组织的骑手运力，为商家提供配送服务，并赚取相应服务费，基于骑手网络而构建的履约能力是平台自身的核心竞争能力；用户则是平台下单的主体，平台赢得用户心智，则利于平台赢得竞争。商家、骑手与用户由平台链接形成闭环生态，并彼此相互促进，优质且丰富的商家促进用户对平台的留存，用户流量提升又会促进商家营收增长，同时吸引骑手入驻，从而促进配送服务质量与效率提升，促进商家及用户留存。可见，平台在商家、骑手以及用户三个核心要素上的积累，是餐饮外卖平台竞争的关键。

图表21：外卖产业链

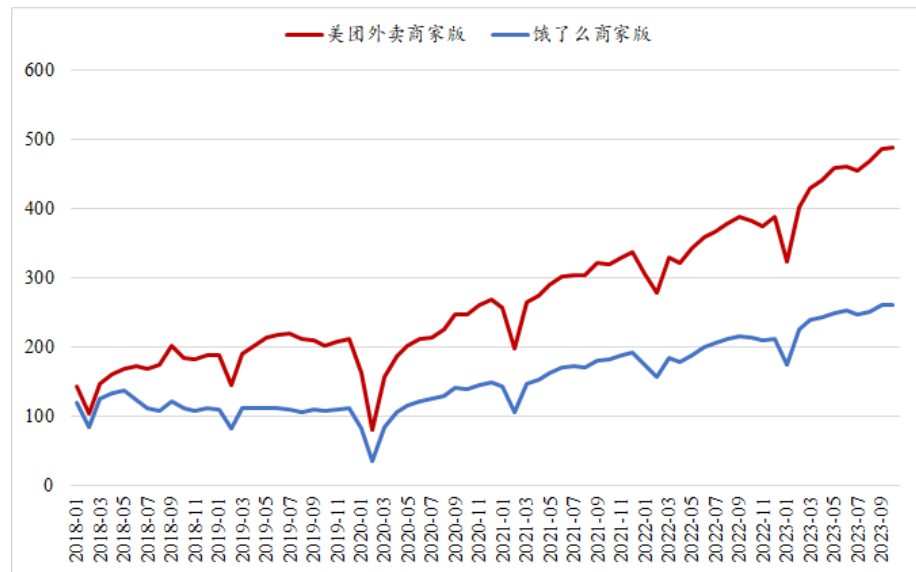


资料来源：极光数据，美团研究院，中国社会科学院，人民网，头豹研究院，国联证券研究所

➢ 相较于饿了么，美团在商家、骑手端及用户端均具有突出竞争优势

美团沉淀商家数量远超饿了么。就商家端来说，美团全平台 2022 年活跃商家数量 930 万，2023 年 10 月美团外卖商家版日均活跃用户 488.61 万，饿了么商家版日均活跃用户 261.31 万，美团是饿了么的 1.87 倍。比较快送模式（即众包）下美团与饿了么商家佣金费率，发现两者佣金定价基本趋同，商家端无价格竞争情况下，美团外卖的商家规模优势有望持续。

图表22：美团外卖商家版 VS 饿了么商家版 DAU（单位：万）

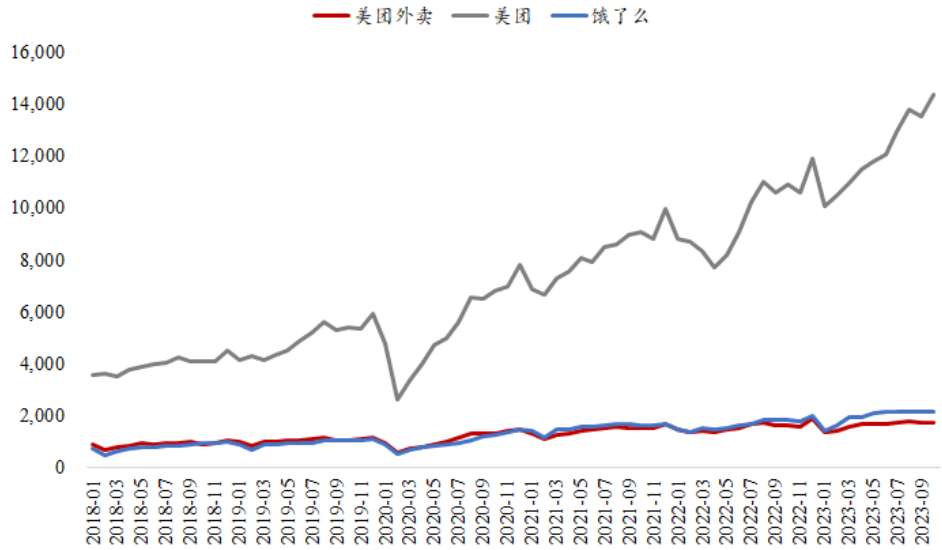


资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

美团自有履约能力强于饿了么。就骑手端来说，在履约方面，美团与饿了么都有搭建自身的专送及众包配送网络，同时支持商家自配送及第三方运力。美团配送总体注册骑手近 400 万，覆盖全国 2800 个市县，单日配送订单量突破 4000 万，平均每单配送时间 30 分钟；根据官网公布，蜂鸟配送年活跃骑手 300 万，覆盖超过 2000 个市县。美团配送相较蜂鸟配送覆盖区域更高，同时拥有更充足的骑士，高效的配送网络，形成一定履约壁垒。

美团在用户端沉淀了更大流量池。根据 QM 的统计数据，2023 年 10 月，饿了么 APP 日均活跃用户为 2154.6 万，美团外卖 APP 日均活跃用户为 1749.93 万，美团 APP 日均活跃用户为 1.44 亿。虽美团外卖 APP 的活跃用户规模不如饿了么 APP，但美团 APP 首页给了“美团外卖”重要的流量位（金刚位首栏），为美团的外卖业务提供丰富的流量支撑。2020 年以来，饿了么通过“百亿补贴”、“城市免单”、“红包节&天天暴红包”等用户补贴激励活动拉动活跃用户数量增长，但同美团相比，仍有较大差距。此外，2021 年 5 月起，美团也推出“神券节”以及“天天神券&膨胀”等活动，总体补贴力度较为相近。考虑用户消费习惯具有粘性，我们认为，饿了么对美团外卖的用户抢占程度有限。

图表23: 美团外卖 VS 美团 VS 饿了么 DAU (单位: 万)



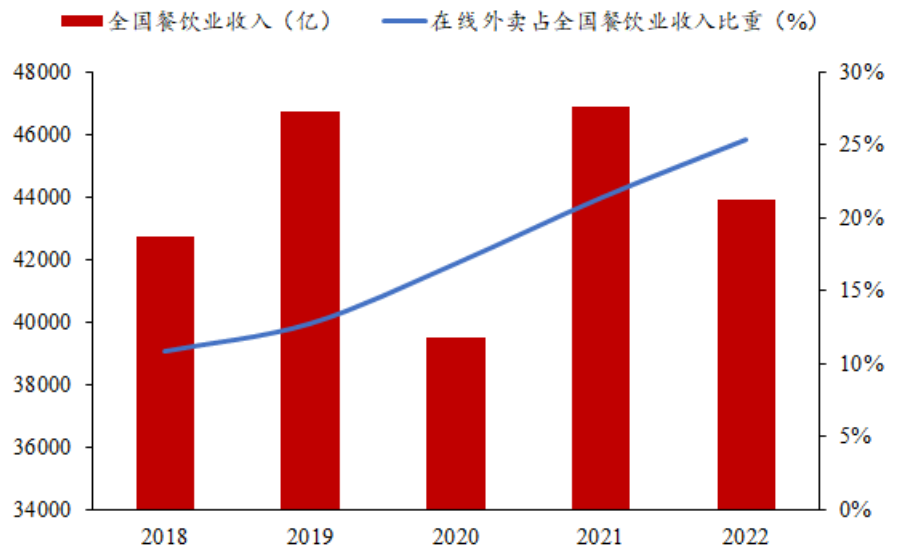
资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所整理

2.3 美团骑手端壁垒深厚, 核心在于规模优势以及系统沉淀

➤ 商家端: 外卖是商家提效增收重要途径, 但商家议价权低, 乐于接受新平台

商家数量众多, 外卖总体渗透率仍较低。根据国家信息中心数据, 2022 年在线外卖收入占中国餐饮业收入比例为 25.40%, 2018 年以来线上渗透率增长迅速, 但仍有较大增长空间。

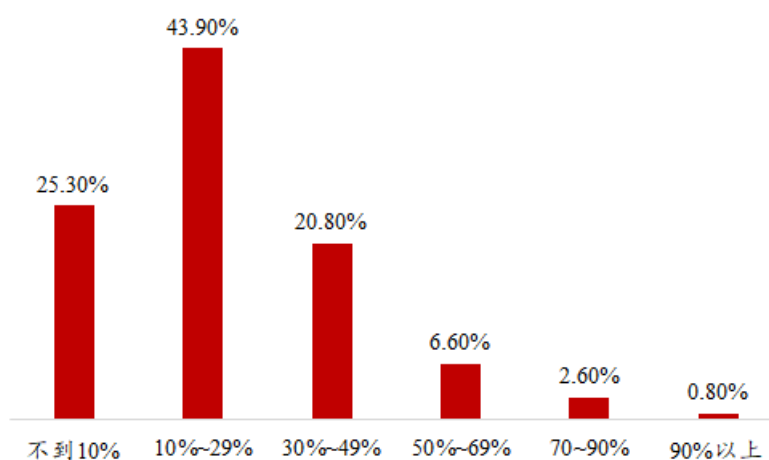
图表24: 中国餐饮业收入与在线外卖占比



资料来源: 国家统计局, 国家信息中心, 国联证券研究所整理

外卖有效拓展餐饮商家坪效，对餐饮商家有重要价值。在线外卖是拓展商家坪效的重要手段，根据极光大数据，43.90%商家外卖占比在 10%-29%，30.8%商家外卖占比在 30%及以上，可见外卖业务对于餐饮商家单店效益的提升有重要价值。根据极光大数据的统计数据，餐饮商户堂食和外卖的利润率有所差异，对于业务重心在外卖业务的商户，可通过压缩刚性成本（房租、人力支出）实现整体利润空间约 10%的提升。

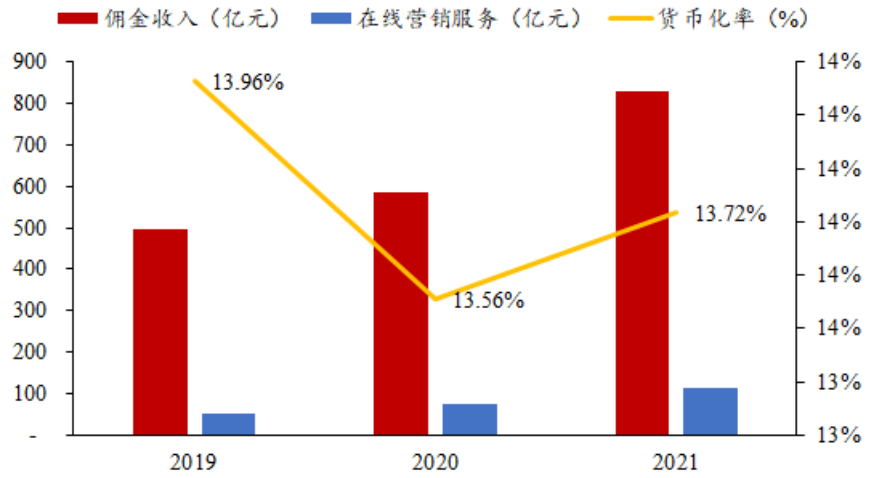
图表25：餐饮商户外卖收入占餐饮总收入的比重分布



资料来源：极光大数据，国联证券研究所整理

外卖平台竞争集中，平台对商家有更高议价权。外卖平台竞争集中，餐饮外卖行业平台方主要参与者为美团与饿了么，目前市场由美团主导，占据近 70%市场份额。在商家数量众多的情况下，供需不匹配，造成平台具有更高议价权的情况。从美团外卖业务货币化率来看，2021 年餐饮外卖业务货币化率达到 13.72%。

图表26：美团外卖业务货币化率

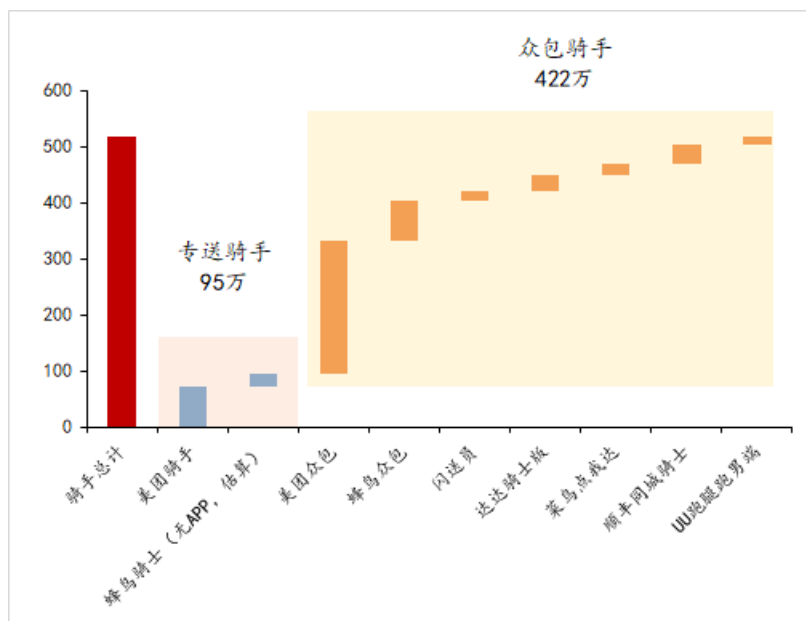


资料来源：公司财报，国联证券研究所整理

➤ 骑手端：骑手供给相对充足，美团在核心要素单量及产能上具有稳固壁垒

骑手资源供给相对充足，配送效率仍有提升空间。根据目前主要骑手运力平台为美团、蜂鸟(饿了么)等外卖平台运力以及聚焦即时配送的运力平台闪送、达达快送、菜鸟点我达、顺丰同城急送、UU跑腿，根据 QuestMobile 数据，2023 年 10 月日均活跃骑手数据加总估算，单日供给骑手量约为 517 万人，根据美团 2022 年财报公布的全年即时配送交易笔数，我们测算市场整体的日均配送单量在 6900 万左右，单个活跃骑手的日均单量为 13.38 单，整体看骑手供给相对充足，配送效率仍有提升空间。

图表27：各骑手平台日均活跃用户数（单位：万）



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

图表28: 餐饮外卖配送能力测算分析

单日配送能力要求分析 (基于 2022 年)

总体日均订单量	万	6916	根据美团市占率~70%计算
美团日均订单量	万	4841	根据美团 2022 年财报公布的即使配送笔数计算
日均活跃骑手总数	万	517	根据 QM 主要即使配送平台的日活数据测算
需求骑手人均订单	单	13.38	
需求骑手每日工作时长	小时	6.69	按订单平均配送时长 30min、每次配送 1 单估算

资料来源: 公司财报、QuestMobile, 国联证券研究所测算

骑手分为众包与专送骑手, 众包骑手数量多。骑手分为众包与专送骑手, 专送骑手为各平台自有专职骑手, 而众包骑手则面向所有兼职人员, 骑手在平台抢单, 众包模式更具经济性与灵活性。从数量上来说, 众包骑手众多, 在单日活跃骑手供给中占比超过 80%。

图表29: 各运力形式比较

按运力形式分类	用工派单模式	骑手工资	骑手其他待遇	运力特征				
				稳定性	灵活性	专业性	经济性	调度效率
众包	<ul style="list-style-type: none"> 非全日制灵活用工 骑手抢单, 前期抢单难, 单量不稳定 	<ul style="list-style-type: none"> 日结, 按单结算, 单价根据距离、时间等不同 由平台服务商支付 	无	★	★★★★	★	★★★★	★
	<ul style="list-style-type: none"> 全职工工, 由合作供应商雇佣 系统派单, 骑手单量相对稳定 	<ul style="list-style-type: none"> 月结, 单量阶梯计价, 区间内每单价格一样, 外加补贴&奖励 平台支付供应商, 供应商支付骑手 	<ul style="list-style-type: none"> 与代理商签订劳动合同 提供培训 缴纳保险 	★★	★★	★★★★	★★	★★
	<ul style="list-style-type: none"> 全职工工, 由平台企业雇佣 系统派单, 骑手单量相对稳定 	<ul style="list-style-type: none"> 月结, 单量阶梯计价, 区间内每单价格一样, 外加补贴&奖励 由平台服务商支付骑手 	<ul style="list-style-type: none"> 与平台服务商签订劳动合同 提供培训 缴纳保险 	★★★★	★	★★★★	★	★★★★

资料来源: 艾瑞咨询、美团财报、各骑手网站官网, 国联证券研究所

单量、产能与单价是影响骑手选择的核心要素。收入是骑手选择平台的最关键因素, 而骑手收入=已抢订单量×订单平均单价×完成率。因此, 我们判断, 影响骑手选择的, 也是决定骑手平台壁垒的三个核心要素为单量、产能与单价:

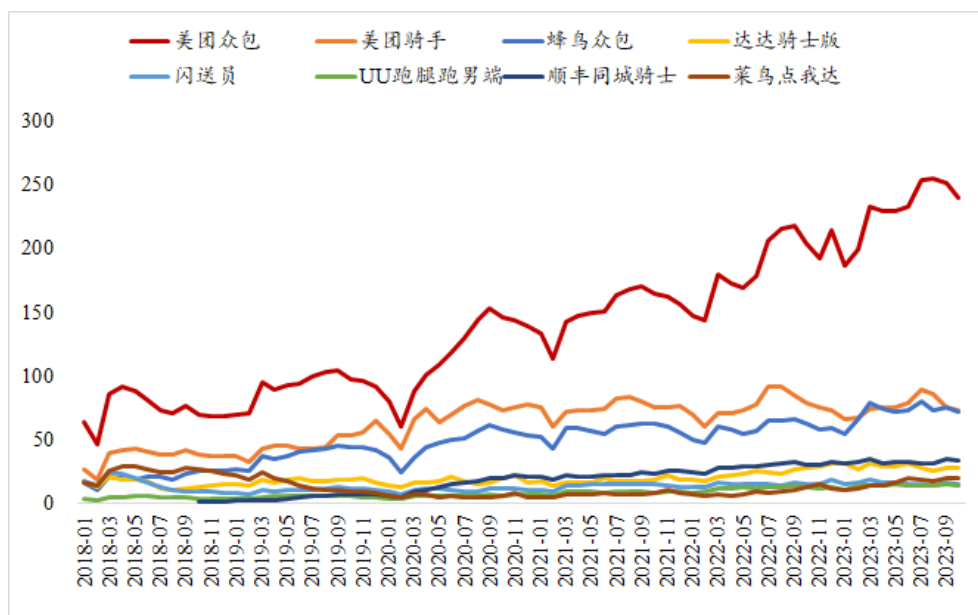
- **单量**：即骑手平台每日可产生的配送订单总量，决定单个骑手可被分配的订单量。

- **产能**：即骑手平台每日能完成的配送订单总量，这主要由配送调度系统的效能决定。对骑手来说，一个调度合理的系统能较大程度提高骑手配送效率与体验，提高骑手的订单完成率，从而促进骑手粘度。

- **单价**：即骑手平台每个配送订单支付给骑手的工资。单价越高，对骑手的吸引力自然越强。在单量与产能相似情况下，单价直接影响骑手收入。对骑手补贴，短期是吸引骑手的重要因素，但还需要有足够的单量和高效的调度系统。

凭借规模优势及系统沉淀，美团平台在单量与产能上优势突出，吸引骑手集中。根据各骑手平台日均活跃用户数据测算，在头部平台美团，专送骑手（“美团骑手”）+众包骑手（“美团众包”）单量供给量约 312 万。2021 年至今，美团专送及众包骑手端日活跃用户规模强势走高，挤占其他运力平台活跃骑手资源。我们判断，核心原因在于美团凭借在餐饮外卖行业的份额优势以及能力积累，在单量、产能、单价上形成对骑手的突出吸引力，集中骑手资源。

图表30：主要骑手平台日活数据对比（单位：万）



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所测算

- **单量**：美团作为头部外卖平台，占据外卖市场近 70% 份额，丰沛的订单对骑手具有强吸引力。

- **产能**：传统智能调度以“商圈”为基准，而美团升级打造有“美团超脑”全域柔性调度系统，创新研发多级分布式计算引擎架构，支持万人万单的全城秒级匹配，

并且为骑手提供最佳配送路径，提高配送效率。调度系统本身研发具有一定壁垒，一方面需要有充足的订单及轨迹数据提供训练，另一方面需要实战验证系统有效性。美团依赖超高订单量与 2800 个市县覆盖，训练形成更加成熟的调度系统，经历长久迭代后，调度效率更高，对骑手的路径规划更省时。

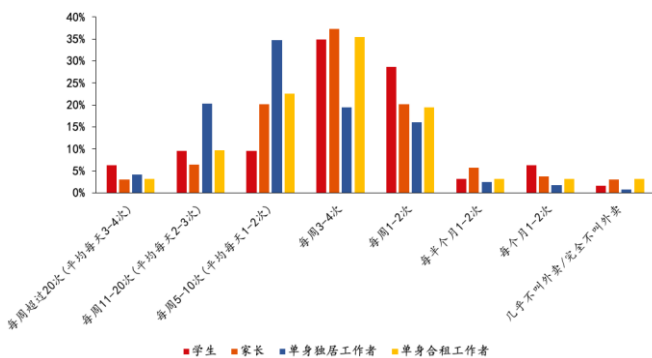
- **单价：**美团为头部平台且主要为短距离外卖订单，相对单价更低，对于闪送、UU 跑腿等规模较小，订单量较少的即时配送平台，相对单价更高。尽管美团在平均单价上，相较远距离同城配送平台没有优势，但由于具有充沛订单以及更高的调度效率，美团众包骑手的总收入优于其他平台。

➤ **用户端：满足高效率需求为主**

外卖是相对高频的需求，用户看重配送时间。外卖用户职业以工作者居多，占比约 70%，根据艾媒咨询 2022 年 8 月针对中国外卖消费者的调研 (N=504)，34.7% 的单身独居工作者及 22.6% 的单身合租工作者每周使用 5-10 次外卖。而根据艾媒咨询 2022 年 6 月进行的另一项外卖消费者调研 (N=1368)，45% 的消费者表示平均每周点 4-7 次外卖。据此我们认为，餐饮外卖是一种相对高频的消费需求。

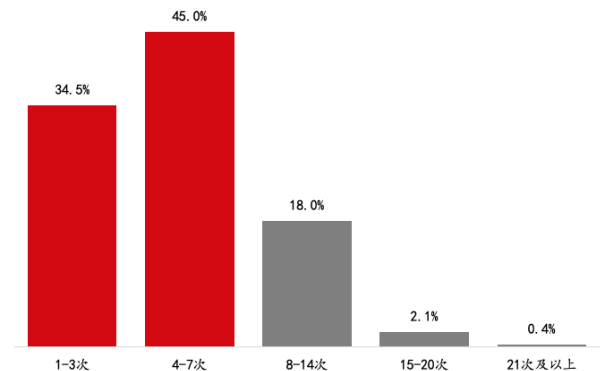
此外，配送时间是消费者在选择外卖平台时的重要考量因素，2022 年 6 月艾媒咨询的调研中，53.1% 的被调研消费者可接受的配送时间小于等于 30min，而在 2022 年 8 月艾媒咨询的调研中，59.5% 的被调研消费者表示配送速度是其选择平台的因素，消费者看重外卖配送时间，追求更短时间的配送服务，追求更高效率。

图表31：2022 年中国外卖平台不同身份消费者点外卖频率



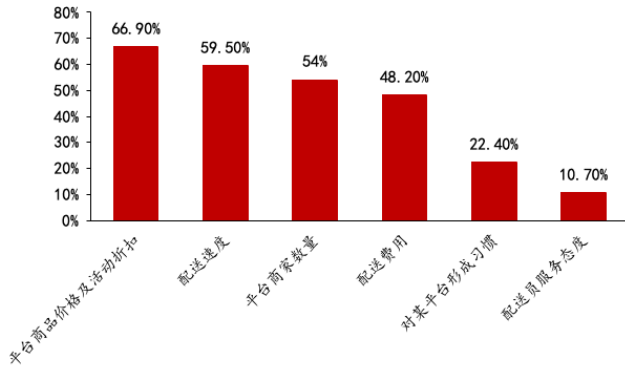
资料来源：艾媒咨询 (N=504；时间：2022 年 8 月)，国联证券研究所

图表32：2022 年中国外卖消费者周均点外卖次数分布



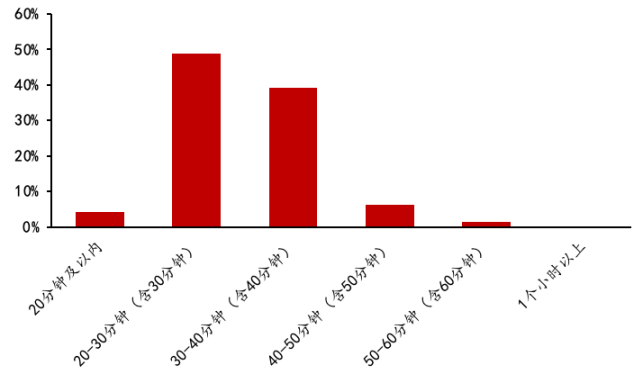
资料来源：艾媒咨询 (N=1368；时间：2022 年 6 月)，国联证券研究所

图表33：中国外卖平台消费者选择平台最看重的因素



资料来源：艾媒咨询（N=504；时间：2022年8月），国联证券研究所

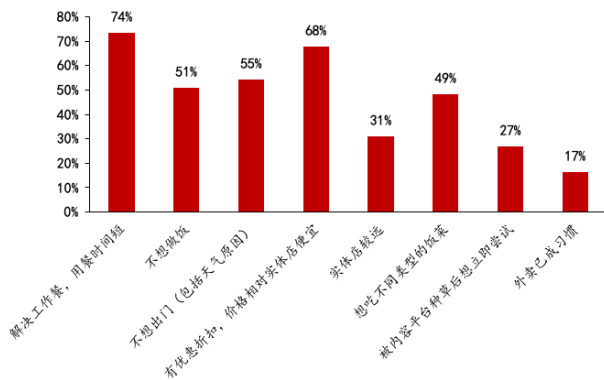
图表34：2022年中国外卖消费者可接受的配送时间



资料来源：艾媒咨询（N=1368；时间：2022年6月），国联证券研究所

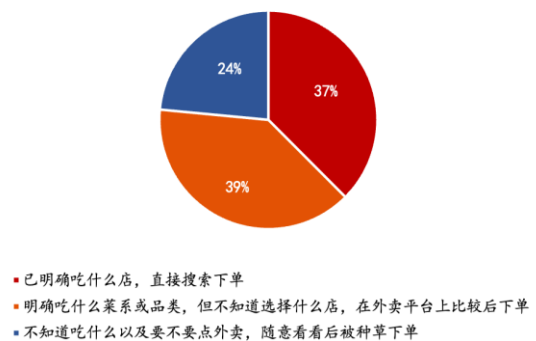
外卖消费以“有目的”的高效率场景为主。我们通过 Credamo 平台进行针对外卖行为的有偿消费者问卷调查（2022年7月，N=200，男性74），统计发现，74%的样本选择使用外卖的原因是由于工作餐就餐时间短，用于解决工作餐，81%的样本选择使用外卖时通常在公司，处于工作间隙，并且76%的样本使用外卖服务前已明确要吃什么店或明确吃什么品类，餐品选择快速高效。基于问卷调研结果，我们判断，“高效率”场景是外卖消费的主要场景，如工作餐，此类消费场景下消费者通常追求决策效率，目的相对明确。此外，就整体需求来看，我们判断，“有目的”的外卖场景需求，即明确吃什么餐品或品类，无需平台额外提供内容价值的需求，占主要份额。而对于“无目的”的外卖场景需求，整体较小。

图表35：消费者选择外卖的原因（单位：%）



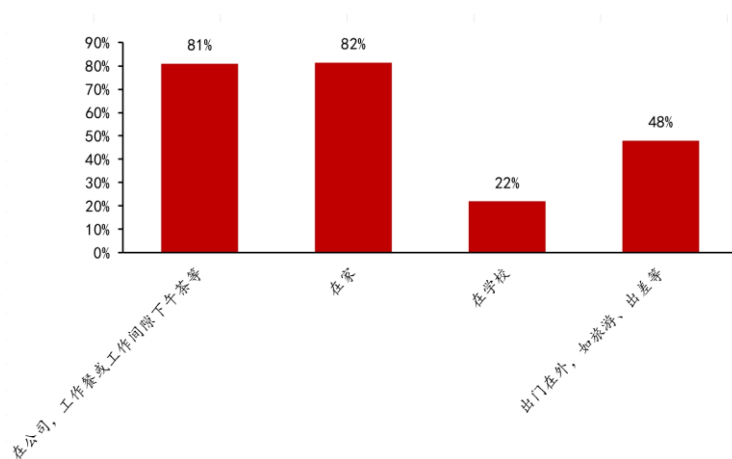
资料来源：消费者问卷调查（在 Credamo 平台发放，N=200，男 37%，一线城市 16.5%，新一线 26%），国联证券研究所

图表36：消费者使用外卖时的场景分布（单位：%）



资料来源：消费者问卷调查（在 Credamo 平台发放，N=200，男 37%，一线城市 16.5%，新一线 26%），国联证券研究所

图表37：外卖消费时所处地点（单位：%）



资料来源：消费者问卷调查（在 Credamo 平台发放，N=200，男 37%，一线城市 16.5%，新一线 26%），国联证券研究所

2.4 美团外卖基础稳固，竞争优势明显

➤ 内容平台底层限定上限，“无目的”外卖市场空间小

内容平台核心优势在“种草”，适配“无目的”场景需求。以抖音为主的内容平台，其核心优势在于丰富的内容以及信息流推荐能力。抖音依赖成熟的信息化推荐与丰富的达人生态，其兴趣电商已经跑出“内容推荐-种草下单”的新变现路径。对于外卖商家，抖音“货找人”的内容逻辑是拓宽自身获客流量渠道，促进 GMV 增长的新途径，但这种形式适用的细分场景有限制，更加适用“无目的”的外卖购买场景。

“种草”难以满足“有目的”的高效率需求，“无目的”需求小。从消费者角度说，对于每日“有目的”的刚需性订餐需求，要求高效率，很难依靠算法实现对此类需求用户的精准时间的精准需求匹配推荐，“货找人”的效率较低，更多通过用户搜索进行目的满足。但对于外卖搜索，美团作为成熟外卖 APP 具有更高的效率，且能提供更丰富选择，抖音推荐并不具备竞争力。因此，抖音内容种草逻辑更加适用于对“无目的”用户的转化。

外卖商家“种草”投放转化低。从外卖商家角度说，抖音每日用户活跃的高峰时间同外卖订餐的高峰时间有差异，内容投放的流量转化或低于一般本地生活品类，并且适合进行“内容种草”的产品品类也有局限性。

➤ 履约壁垒难破，“搜索”外卖格局难触动

合作履约能力制约生态闭环。履约能力是抖音目前较大的短板，同饿了么合作不稳定，三方配送效率低，难以满足“有目的”+“高时效性”的主力外卖用户需求，易产生用户差评，难以留住用户，进而损失商家信任，外卖业务生态形成负循环，竞

争力缺失。

自建履约困难，“搜索”外卖难起量。解决履约问题，长期仍然需要自建运力，但现有格局下，美团凭借订单量优势，占据较多骑手资源，一方面，要求抖音投入大量资金资源补贴骑手，加速抢占资源，组建高效运力网络，但建设成本大，时间投入周期长；另一方面，要求抖音外卖快速起量，留住骑手。而现有履约能力制约下，搜索外卖业务无法正循环，阻碍 GMV 增长。因此，我们判断，美团履约壁垒深厚，抖音对聚焦“有目的”+“高时效性”细分的搜索外卖业务无明显竞争优势。而履约能力制约，抖音外卖的优势市场在“无目的”+“低时效性”细分，但此细分市场份额较小，市场上限比较明显。我们认为，短期内抖音外卖较好的策略是在局部城市先快速起量，点状突破，以训练搭建系统，并逐步扩大。

➤ 抖音外卖进展不及预期，核心能力差距较大

商家入驻仍较少，低佣吸引力难持续。2021 年 7 月，抖音内测“心动外卖”小程序而后下架，2022 年转向“团购送餐”并寻求同饿了么合作，截止 2023 年 3 月，抖音自营外卖仅上线北京、上海、成都 3 座城市，而饿了么小程序合作外卖覆盖 15 座城市，累计覆盖 18 城。6 月以来，抖音加速外卖新城市入驻，但主要以同饿了么合作方式以及邀请当地自配体系成熟的连锁性商家入驻为主。相比抖音团购业务 1 年覆盖 33 城，2 年覆盖 370 城，抖音外卖进展不及预期。此外，抖音自营外卖主供产品为餐饮团购套餐，本质为到店团购的到家场景延伸，SKU 较少且客单价较高，同现有外卖“低价、高频、刚需”的即时餐饮产品定位差异化。从商家及履约两外卖业务关键竞争要素看，目前抖音与美团相比仍有较大差距，我们认为抖音外卖短期对美团美团外卖的冲击较弱。

抖音暂未形成自有运力，履约能力差。抖音自营外卖目前的官方配送服务是同顺丰同城急送、达达快送、UU 跑腿等第三方即时配送运力平台合作，采取众包制，即抖音外卖产生订单后会自动分发至各合作运力平台进行“派单”，由骑手进行“抢单”配送，下单至骑手抢单间存在明显时滞，并且由于第三方运力，抖音外卖无法对整体派单及运力分配进行调度，运送效率低。

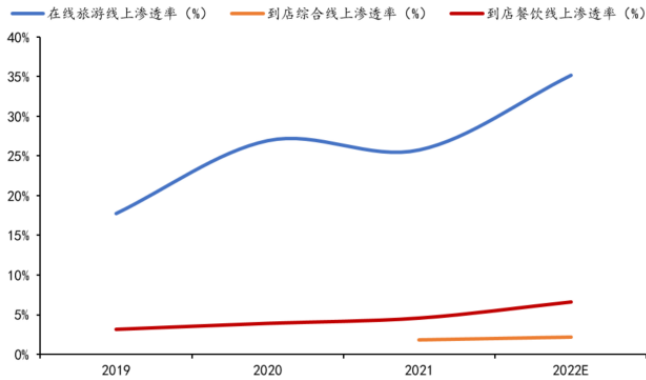
3. 到店酒旅行业：抖音主攻“发现”场景，美团长期价值显著

3.1 市场持续增长，餐饮及综合行业渗透有望增强

细分市场渗透率持续增长，餐饮及综合行业渗透有望增强。到店酒旅在线服务可分为到店餐饮、到店综合以及在线旅游，其中，到店餐饮与到店综合业务主要指商家支持在平台提供在线预订、下单、团购等服务，消费者下单后到店核销。而在线旅游业务则包含在线交通预订、在线酒店预订以及在线度假，即指景点门票、打包旅游

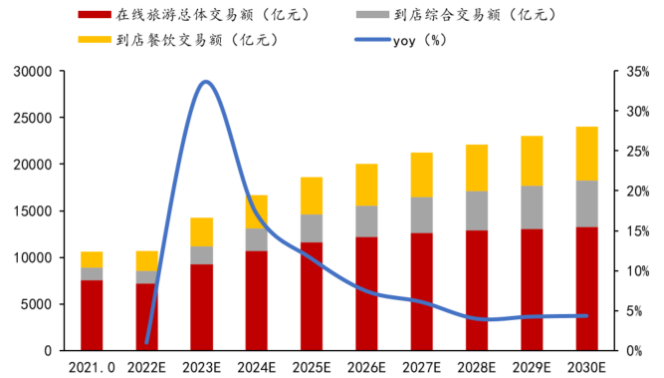
服务产品的在线预订。我们估算，2022 年到店餐饮、到店综合以及在线旅游各细分业务线上渗透率分别为 6.6%、2.2%、35.2%，到店餐饮及到店综合线上渗透率较低，仍有增长空间。

图表38：到店酒旅服务各细分市场线上渗透率



资料来源：参赞、中经数据、国家统计局、文旅部、易观、CNNIC，国联证券研究所整理测算

图表39：到店酒旅在线服务市场规模



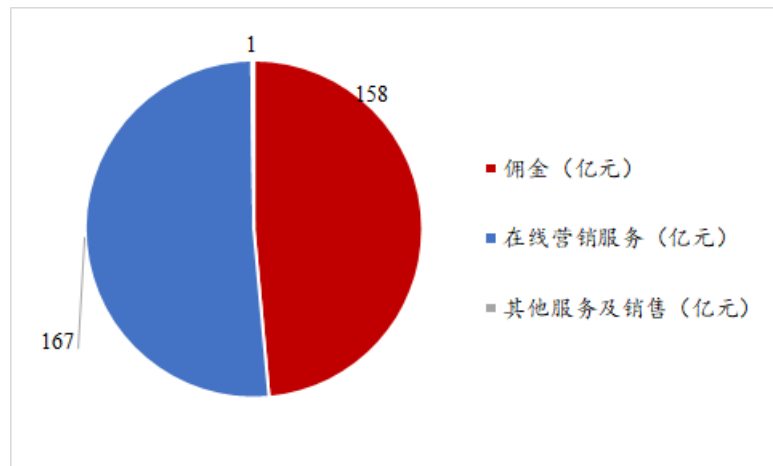
资料来源：参赞、中经数据、国家统计局、文旅部、易观、CNNIC，国联证券研究所整理测算

3.2 商家与用户需求的满足是决定平台发展的重点

商家、用户、平台构成到店闭环生态。到店酒旅在线服务的参与者为平台、商家与用户，平台匹配商家商品服务供给以及用户消费需求，平台通过交易佣金和为商家提供广告投放赚取收益，三者形成闭环生态。广告及佣金为平台核心收入来源，平台收入依赖商家交易额及营销需求。总体来说，到店平台收入主要来源于两部分，一是平台产生交易订单的佣金，二是商家购买广告服务产生的在线营销服务费。对于不同细分行业，收入的组成占比不同。

- 对于酒旅行业，佣金收入是到店平台的主要收入。酒旅平台的收入大多来自住宿预订、在线交通板块，而这两个板块的绝大部分收入是面向服务商家按订单收取的佣金。参考携程数据，通常住宿预订的佣金率在 10%-15%，而交通票务的佣金率普遍较低，约 2%左右，主要起到引流作用。
- 对于到店餐饮、到店综合行业，佣金与广告收入都占有一定比重，参考美团 2021 年到店酒旅业务的收入，在线营销服务收入占比 51%，佣金收入占比 49%，尽管这包含酒旅，但考虑美团酒旅主要为住宿预订业务，收入主要为佣金，可见到店餐饮、到店综合行业中广告收入占据重要份额。到店平台提供商家的广告服务主要为优先推荐展示、个性化营销等。

图表40：美团到店酒旅业务收入构成（2021年）



资料来源：公司年报，国联证券研究所

满足商家与用户需求是平台竞争关键。从平台商业模式分析可以看到，在到店生态中，平台用户留存与转化影响商家交易额从而影响商家供给，而商家供给又会影响用户留存，整体形成闭环循环。而商家与用户跨平台壁垒小，平台能否很好的满足商家与用户的需求是决定平台发展的重点。因此，只有平台能较好地同时匹配商家与用户的需求，才能在竞争中保持稳定地位。

3.3 抖音对商家、用户需求满足有限，主攻“发现”场景

商家：核心共同需求在 GMV 提升，重点关注经营成本

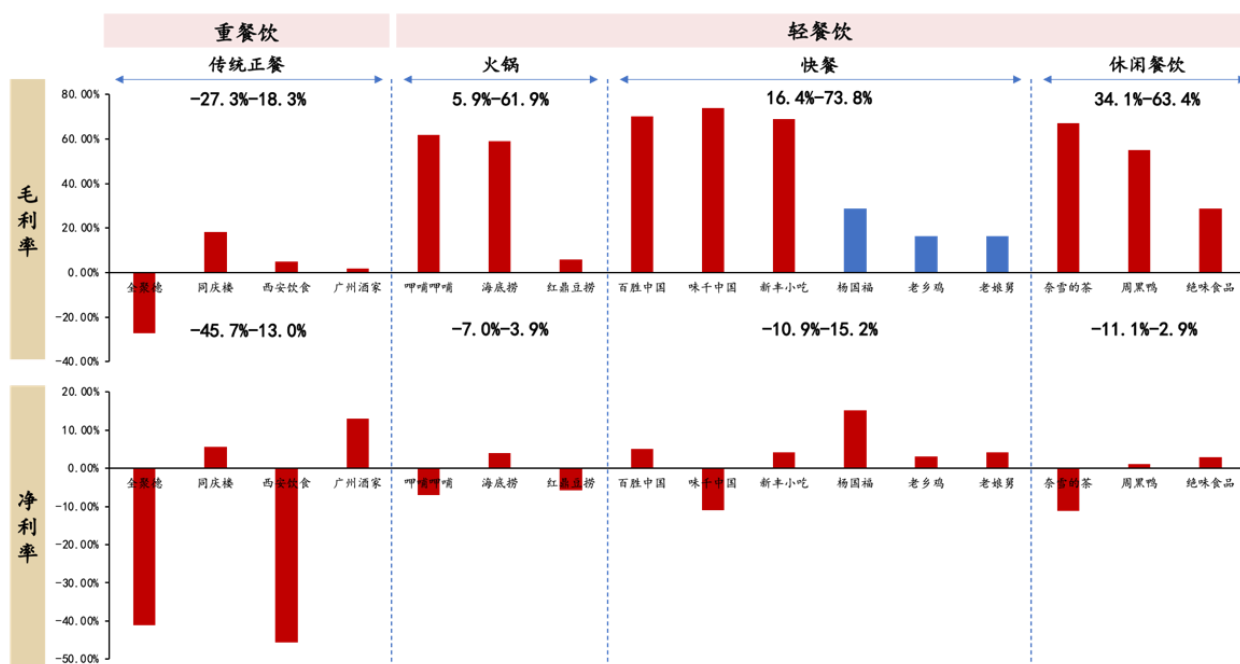
到店商家价值需求有异同，共同需求在提升 GMV。到店行业可分为到店餐饮、到店综合服务以及酒旅服务，不同消费场景差异决定相应商家主体对到店团购业务的核心需求有差异，但核心价值需求在于借助平台流量进行获客拉新，并实现到店转化，进而拉动商家 GMV 增长。

商家关注经营成本。商家在到店平台经营的成本结构包含折扣、平台抽佣、广告投放流费用，商家经营成本结构构成决定商家在平台交易每单获得的毛利，直接决定商家的盈利能力，是商家关注的核心。因此，对于本身毛利相对更高的行业，对经营成本的敏感度会更低，相应对广告营销的转化及 ROI 关注会低。

- **到餐商家：到餐整体注重长尾运营，不同类型商家细分需求有差异。**到店餐饮具有高频次、低客单价、短消费决策周期的特点，因此餐饮商家不仅关注总体 GMV，同时对提高复购率具有较高需求。整体来说，餐饮开店早期会注重推广宣传，依赖平台广告曝光，迅速获客，并通过低价团购促进转化，长期则要求注重长尾运营，更关注口碑打造与私域运营。不同类型餐饮及商家由于模式与能力的差异，对团购平台的需求也有所差异。

- **快餐、饮品等轻餐更看重流量渠道。**对于像全聚德、同庆楼等传统中式正餐，属于重餐饮模式，此类餐饮毛利率相对较低，相应在到店平台选择时会更注重转化率与ROI。而火锅、快餐小吃、茶饮此类属于轻餐饮，一般毛利相对较高，对到店平台服务价格相对不那么敏感，更加注重流量渠道。中式快餐是例外，客单价通常在30-40元，毛利普遍较低，在15%-30%，此类商家会更关注到店团购的转化率与ROI。

图表41：2022年不同细分餐饮行业商家毛利率与净利率比较（单位：%）



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

- **头部餐饮商家营销需求更强。**对于不同规模的餐饮商家，其对到店平台引流的需求也明显不同。头部商家往往有更高的到店平台广告预算与团购预算，而尾部商家，由于资金能力有限，且毛利普遍要低于头部商家，其能承担的广告与团购预算有限，可倾注的人力也更有限，对转化率和ROI有较高的要求。

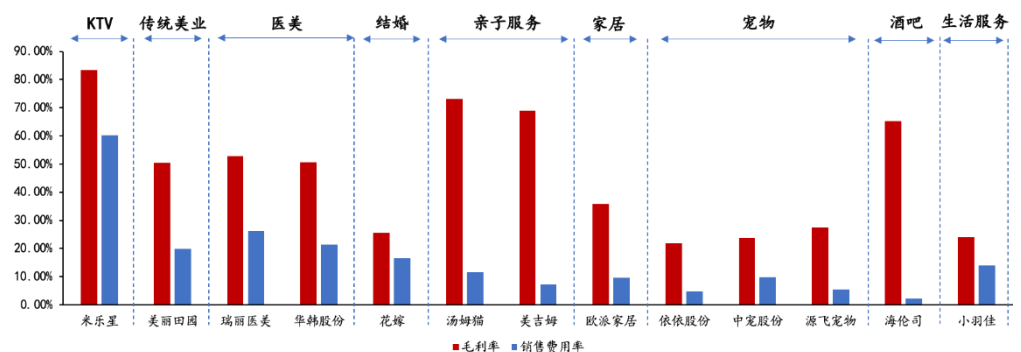
图表42：餐饮品牌小红书商业笔记投放 TOP20（2023 年 10 月）

排行（按笔记数）	品牌名	商业笔记数	投放金额（万元）	笔记投放单价（金额/笔记）
1	肯德基	1099	328.5	2989
2	霸王茶姬	570	170.5	2991
3	必胜客	393	255.1	6491
4	美团	306	158.9	5193
5	老乡鸡	221	28.6	1294
6	麦当劳	184	165.5	8995
7	雀巢Nestle	155	95.6	6168
8	喜茶	142	44.4	3127
9	21cake	140	13.5	964
10	古茗	85	26.1	3071
11	奈雪的茶	73	21	2877
12	乐乐茶LELECHA	92	23.5	2554
13	沪上阿姨	76	19.6	2579
14	Grid Coffee	78	13	1667
15	茶百道	73	14.8	2027
16	茶救星球	67	4.9	731
17	M Stand	59	10.2	1729
18	悸动烧仙草	50	13.8	2760
19	宝珠奶酪	54	8.5	1574
20	姐弟俩	53	4.6	868

资料来源：灰豚数据，国联证券研究所

- **到综商家：重点关注流量渠道，整体线上化率低。**到店综合服务涵盖洗浴、KTV、美业、医美、亲子、结婚、运动健身、玩乐、教育培训、家居、宠物、酒吧、生活服务等多种服务，总体属于低频+高客单价场景，消费者决策成本高，但消费者决策周期相对较短，场景特点决定到综商家对广告推广的需求较大，需要通过消费者对持续宣传、说服以促进其决策。此外，到综行业毛利较高，普遍在 50% 以上，商家对到店平台服务的价格相对不敏感。因此，高流量、高转化率的平台服务对综合服务商家具有较强的吸引力。目前，到店综合服务整体线上化率仍较低，线上渗透前景广阔。

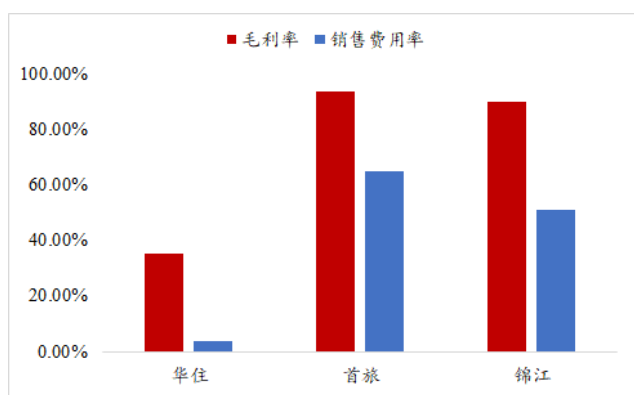
图表43：到店商家毛利率及销售费率



资料来源：公司财报，国联证券研究所

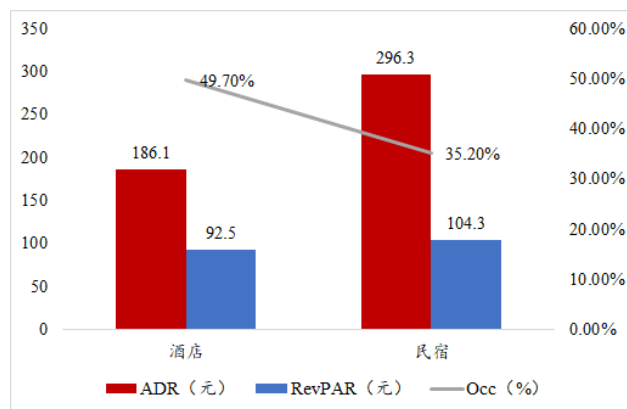
- **酒旅商家：细分业务差距大，旅游住宿及度假行业需求弹性更大。**酒旅服务涵盖在线交通、在线住宿预订与在线度假三个板块，整体具有低频+高客单价+长决策周期的特点，其中：
 - **在线交通板块需求刚性。**聚焦交通预订服务，市场体量大，是酒旅服务平台的流量入口，但交通票务的商家供给端通常为G端或大型航空等交通企业，商家议价能力强，平台变现率低。整体服务供给无差异化，需求刚性，商家对流量需求低。
 - **住宿预订不同类型商家需求差异明显。**
 1. **商旅住宿：**商旅住宿以连锁酒店为主，需求相对刚性，并且连锁酒店集团通常自建有线上预订平台，且会员体系完善，直销比例高，议价能力强，对平台依赖度低。
 2. **旅游住宿：**需求弹性相对更高，覆盖连锁酒店、单体酒店、民宿等多种住宿类型，单体酒店或民宿主要依赖OTA平台进行交易，对平台的广告推广、交易转化的依赖度都很高，对平台广告推广的具体需求大小则主要看入住率。根据旅智科技数据，2022年民宿入住率Occ（实际售出客房数量/可售房数量）为35.2%，显著低于酒店入住率Occ49.7%，而民宿平均房价ADR（客房收入/实际售出客房数量）为296.3元，是酒店平均房价ADR186.1元的1.59倍。可见，民宿客单价普遍高于酒店，但入住情况较差，在营销推广上会有更高需求。

图表44：2022 商旅商家毛利率与销售费用率比较



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表45：2022 酒店与民宿入住率及平均客房单价比较

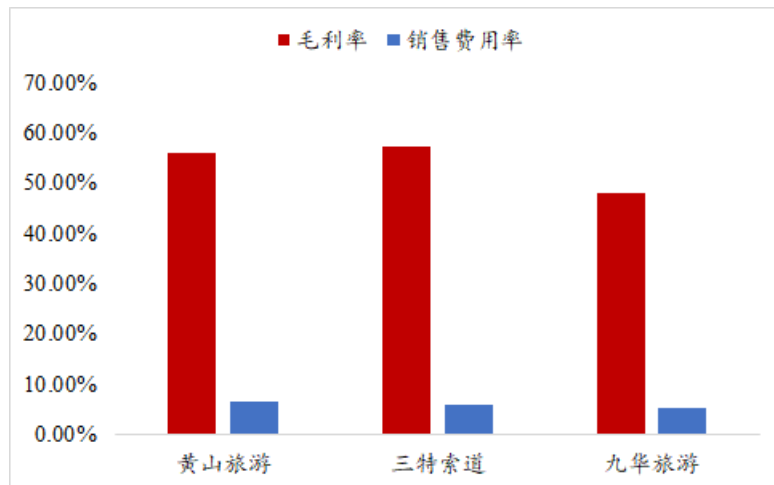


资料来源：旅智科技，国联证券研究所

- **在线度假主要为门票、旅游服务预订，相对交通、住宿更加低频，在线度假**

需求弹性大，并且通常需要对消费者进行反复种草，以吸引其前往，对平台的流量曝光、广告推广的需求较高。而度假类上游供应商家众多且分散，不同规模商家间议价能力有差异，促使平台对各类旅游度假商户的盈利空间有差异。

图表46：2022 旅游商家毛利率与销售费用率比较



资料来源：公司财报，国联证券研究所

用户：“搜索”场景重点关注价格，“发现”场景关注内容

用户消费场景分为“搜索”及“发现”。用户完成到店及酒旅服务的整体路径顺序是先发现(吃/买什么)，再到决策。在发现阶段，用户的核心需求在发现优质的门店，对内容质量有要求，而在决策阶段，用户的需求则重点包括价格、品质、下单难易度以及售后服务。以美团点评、携程为主的传统平台主要满足的是用户决策阶段的需求，即用户“搜索”并下单，转化路径为“搜索-转化-下单-核销”。而以抖音为主的内容平台补充了“发现”场景下的用户需求，即增加“发现-内容种草-服务决策-服务下单”的新消费者转化路径。用户通过观看短视频、直播、内容笔记被种草，进而下单。

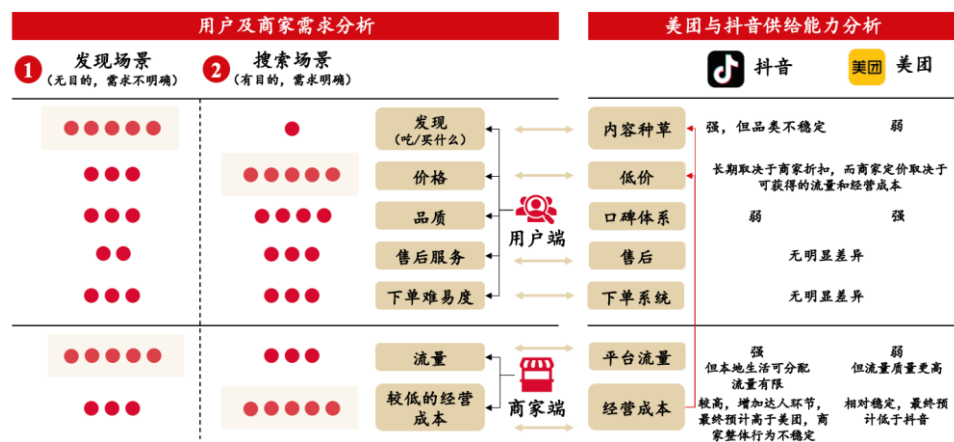
“搜索”场景下用户重点关注价格。“搜索”场景下，用户已完成对店铺的发现，而用户选择平台进行消费的首要原因在于“价格”，即比线下直接消费享有更优惠的价格。

“发现”场景下用户关注内容，价格敏感度降低。“发现”场景下，用户没有明确的需求与消费目标，进而对产品价格的敏感度相较“搜索”场景下降低，核心关注点在于被提供的内容价值以及“发现”的能力。

到店酒旅竞争稳态：抖音主攻“发现”场景，美团为“搜索”场景主力

抖音内容种草能力强，主攻“发现”场景。用户抖音有丰富的短视频等内容，以及成熟的信息流推荐能力，这些积累利于为用户提供更加丰富的本地生活内容以及为用户进行产品服务推荐，从而满足用户的“发现”需求，抖音的内容种草能力是他的核心优势，匹配用户“发现”场景的核心需求。但由于抖音达人生态同时会使商家在抖音增加达人费用，并且经营成本结构不稳定，致使商家供应不稳定，同时由于产品服务的价格折扣主要由商家承担，从而在“搜索”场景下对用户低价需求的满足也不稳定，综合商家需求、用户需求以及抖音、美团供给能力的比较，我们判断，抖音仍然主攻“发现”场景，美团为“搜索”场景主力。

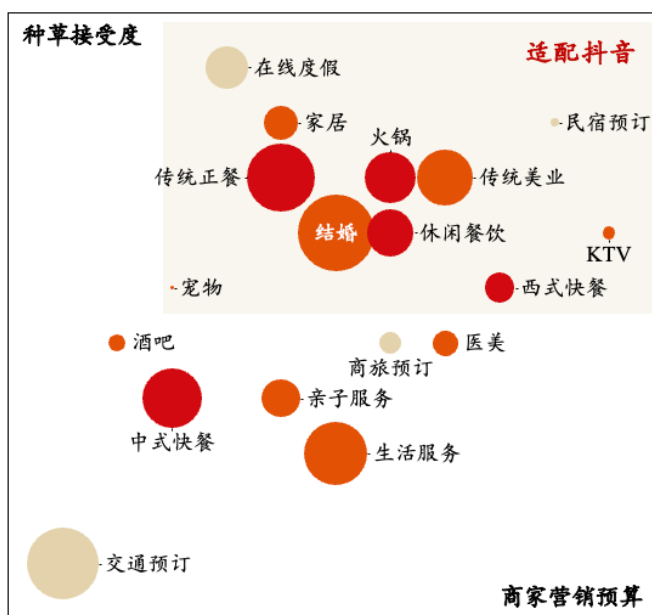
图表47：抖音、美团对商家及用户需求满足的比较



资料来源：巨量引擎，钛媒体，国联证券研究所整理

抖音“种草”与综合行业适配度较高。抖音短视频等内容平台主要优势在于成熟的推荐算法以及丰富的内容，补充消费者本地生活决策前的发现环节，在“种草”能力上相较传统搜索平台美团具有突出优势。对于商家来说，抖音可以补充提供“发现-内容种草-服务决策-服务下单”的新消费者转化路径，但此类“种草”服务要求商家在抖音等短视频平台进行内容产出、达人广告投放，更适合毛利高，营销预算充足，对拉新营销需求强烈的商家。此外，“种草”效果取决于消费者对相应种草内容的接受度，由于部分本地生活服务具有决策成本高，决策周期长，消费频次低，需求刚性等特点，“种草”更难，更不易被用户接受。考虑商家以及用户的需求匹配，我们认为，商家营销需求高且行业消费者对种草接受度高的行业更适合“种草”类兴趣团购，更易被抖音等内容平台渗透。这类行业主要包括餐饮行业中的休闲餐饮，综合行业中的KTV等娱乐、传统美业、家居、结婚，以及酒旅行业中的民宿预订、度假门票。其中，综合行业线上化率低，且适合种草，将是内容平台竞争渗透重点。

图表48：不同行业与“种草”适配度分析



注：气泡大小表示细分行业规模

资料来源：艾瑞咨询、艾媒咨询、国家统计局、fastdata，国联证券研究所

3.4 抖音到店酒旅 GTV 有上限，“搜索”到店由美团主导

受限用户心智，“种草”到店存在 GTV 上限。抖音作为短视频内容平台，其用户心智为娱乐心智。尽管本地生活“种草”相关内容相较电商与短视频内容平台的内容定位更加匹配，但过多的商业化投放会影响用户心智，降低用户体验进而用户端产生副作用。因此，本地生活“种草”内容被分配的流量存在上限，且本地生活规模及效益低于电商，预期流量上限问题会更加显著。

流量与价格决定“搜索”类到店商家留存。对于传统“搜索-比较决策-服务下单”的获客途径，在用户端，美团相较抖音，有更突出的“工具性”用户心智，在明确目的的场景上，用户会优先通过美团点评的搜索及口碑工具进行本地生活服务的比选。而在商家端，影响商家选择不同团购平台的核心要素是流量以及经营成本。

- 短期抖音提供新流量渠道，并且经营成本更具优势。短期内抖音给予商户较低的抽佣，并且投流费用也更低，商家在抖音平台每单能够获得更高的毛利。因此，短期商家愿意入驻抖音平台，并愿意提供更优惠的团购价格
- 长期随商户入驻，抖音经营成本优势丧失，“搜索”场景仍为美团主导。随着商家入驻的越来越多，抖音流量红利被逐渐稀释，投流费用会逐渐提升。并且随商家间竞争提升，流量投放的 ROI 预计会降低，抖音相较美团对商家

的价格优势不再，稳态下“搜索”团购仍为美团主导。

3.5 抖音团购迅速扩张，美团强势反击

依赖“流量+低价”策略，抖音团购迅速扩张。2020年3月，抖音首次上线“团购业务”，2021年实现GMV约100亿，2022年全年实现GMV约770亿，实现6.7倍同比增长，在2023年4月时抖音本地生活业务已经覆盖370多个城市，合作门店超200万家，涉及吃喝玩乐、旅游住宿、个护美发等80多个细分品类。我们判断，抖音团购得以迅速扩张的主要原因是庞大的流量池，以及面向商家和用户的低价抢占。此外，商家端迅速增长的原因还可能包括服务商策略的支持。

- **流量为王：**到店商家选择线上团购平台进行合作的核心目标就在于依赖平台流量曝光，实现拉新与留存，进而拉升整体GMV，因此流量是吸引商家的重要因素。依赖短视频社区的哺育，抖音已成为中国最大的短视频平台，2023年10月抖音主版月活7.57亿、日活4.8亿、用户平均使用时长平均约115分钟，可提供丰富流量。此外，抖音成熟的信息流推荐技术能帮助“货”精准触达“人”，从而促进流量转化，拉动GMV增长。
- **低价抢占：**(1) 商家端，抖音本地生活布局初期采取0佣金策略吸引商户入驻，2022年6月起面向商家实行按行业差异化抽佣，佣金率在2%-8%不等，平均佣金率4.06%，而美团佣金率在4%-20%不等，整体佣金率更高，低佣策略可以抢占更多商家入驻；(2) 用户端，抖音团购早期采用深折扣策略，套餐价格普遍低于美团平台。
- **服务商资源共享：**抖音2021年5月引入服务商，目前已有本地生活服务商350多家，成熟服务商的引进为抖音带来快速的商户资源共享，加速城市商家的渗透。服务商在抖音本地生活生态中具有重要作用，链接抖音平台、达人与商家，在抖音城市和商家拓展中担任重要角色。

“补贴”+“协同外卖”+“内容化”，美团强势反击。面对来自抖音团购的挑战，美团采取三大策略进行反击。第一，美团采取补贴，一方面通过返佣补贴商家，推出“特价团购”对标抖音“优惠团购”，以期抢回用户“低价”心智，心智抢占后有望进一步缩小价差，ROI提升；另一方面通过对用户发券补贴，留存交易用户；第二，美团依赖外卖业务的强势份额，协同餐饮商家用户，如直播活动同时补贴外卖与到店商户，促进餐饮商家在外卖与到店业务的协同；第三，美团“内容化”，在平台推出直播，2023年4月18日，美团首次推出“神券节”外卖直播，5月分别筹划三场团购直播，分别为5月11号的母亲节专场，5月19号的情人节专场和5月26日的逛

吃节专场。5月11日美团母亲节专场连续开展超过10小时的直播，当天有90款左右的产品券出售，以食品、饮料为主，涵盖酒店、剪发、体检、护肤等项目，整场直播的场观接近200万，点赞量90万+，虽同抖音仍有差距，但目的更清晰的团购直播将进行一定的内容补充。

4. 以“零售+科技”为战略，生态覆盖全线用户

4.1 美团总体战略为“零售+科技”

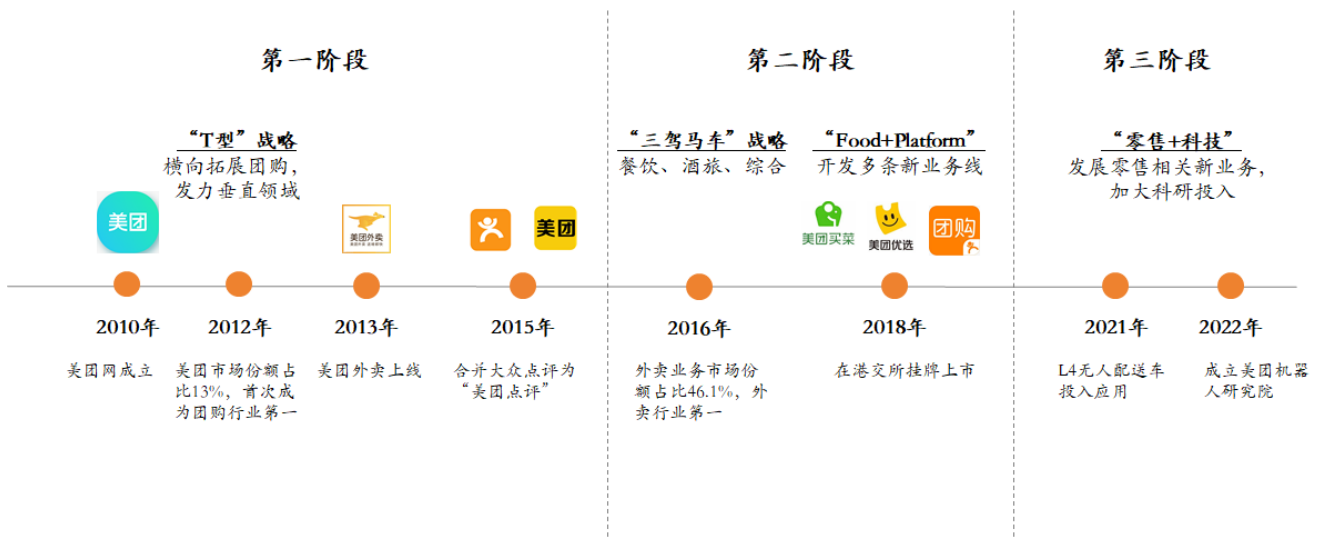
美团战略随发展时期特点而逐渐演变，总体经历三个阶段，现阶段整体战略为“零售+科技”。

第一阶段：团购起家，红海市场稳中求胜。美团网成立于2010年。创立初期，美团的定位为团购网站，模式来源于美国团购网站Groupon。2011年初，在国内团购市场打得火热，呈现出“千团大战”的局面时，美团并未同其他团购公司一样，将大额资金投入广告投放，而是重点投入开发、优化管理系统，并采用“农村包围城市”策略，重点发力竞争较为缓和的三、四线城市。在资本市场热情转冷、多个团购平台因资金周转不善而倒下时，美团加强地推，迅速夺取市场，并在2012年团购行业市场份额第一。2015年10月，美团和大众点评合并为美团点评，一跃成为中国第一大O2O公司。

第二阶段：稳坐龙头，横向拓宽综合发展。早在2012年，美团就提出“T型战略”，即横向发展团购平台，并发力餐饮等细分垂直领域。随后三年内，猫眼电影、美团酒店、美团外卖先后上线。在美团、点评合并后的2016年，美团“提出三驾马车”战略，即餐饮、酒旅、综合板块，并成立相应事业群，逐渐向综合生活服务平台方向发展。2018年，美团正式提出“Food + Platform”战略，即以餐饮为核心，延伸至其他生活服务。在该战略指导下，平台将各业务线、各渠道的流量贯通，美团闪购、美团买菜、美团优选相继上线。2018年9月，美团点评于港交所正式挂牌交易。

第三阶段：逐步转型，零售为靶科技为本。2021年9月，美团提出“零售+科技”战略，把零售作为主赛道，以科技为驱动力推动增长，以“帮大家吃的好，生活更好”为公司使命。近年来，美团加大研发投入，包括对智能仓储、无人配送、物流基础设施的投资，优化配送和物流网络、服务和线上营销工具，推进自动配送车、无人机的研发和应用，用科技提升运营效率，推进“万物到家”的目标。2023年5月，美团开始着手布局AI大模型，力求未来软科技与硬科技双管齐下。

图表49：美团战略演变



资料来源：美团公司公告、晚点LatePost、中国经济网、新浪科技、腾讯新闻、Trustdata、中国物流与采购杂志，国联证券研究所整理

4.2 立足本地，打造零售全生态

美团立足本地，以来到店酒旅业务所积累的商家资源以及高频餐饮外卖业务所积累的用户流量，将自身业务生态延展至零售全生态，在近场零售领域，发展聚焦高频生鲜产品的自营美团买菜及美团优选，前者为半小时达前置仓模式，而后者为次日达“预售+自提”模式。此外，美团还立足外卖发展平台式即时零售——美团闪购，聚焦小体积零售标品品类。而在远场电商领域，美团布局团好货传统电商业务，聚焦长尾商品，配送时长3天。可见，美团基于外卖所积累的履约能力，积极拓展本地即时零售业务，同时布局次日达社区团购以及远场电商，打造起涵盖高频到长尾，半小时到三天，近场到远场的零售全生态。

图表50: 美团零售全生态比较

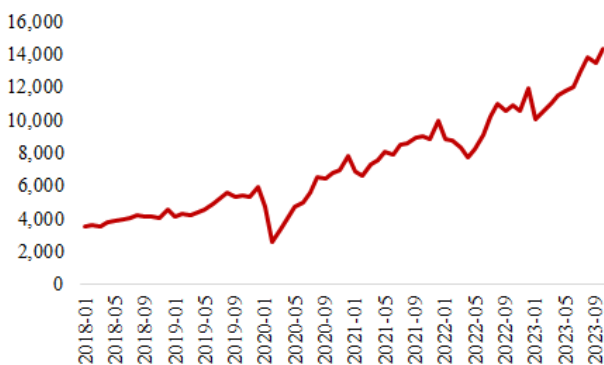
	美团餐饮外卖	美团闪购	美团买菜	美团优选	团好货
电商类型	即时零售	即时零售	即时零售	社区团购	传统货架电商
业务定位	近场电商	近场电商	近场电商	近场电商	远场电商
品牌定位	网络订餐平台	线上超级便利店	30分钟快送超市	明日达超市	团购电商平台
营业时长	平台24h, 供应商家间有差异	平台24h, 供应商家间有差异	0:00-23:00, 最快30min送达	当日23:00前下单, 次日16:00前送达可取	平台24h
经营模式	平台模式	平台模式	自营模式	自营模式	平台模式
经营内容					
经营品类	餐饮	医药、超市便利、食品酒饮、宠物母婴、数码3C、服饰鞋帽、美妆个护、日用百货等小体积商品	生鲜等非标品(占比约30%) + 食品酒饮、美妆个护、日用百货等标品	生鲜等非标品 + 食品酒饮、个护清洁、日用百货等标品	全品类
价格	30-50单人餐为主, 覆盖高价多人餐, 客单价约50	单品价格区间广, 客单价约70-90	中高价生鲜及其他生活用品	低价团购生鲜及部分生活用品	各品类中低价产品为主
履约流程	用户下单→商家备货→骑手取货送货→用户收货	用户下单→商家备货→骑手取货送货→用户收货	仓库储存备货→用户下单→仓库分拣→骑手取货送货→用户收货	用户下单→中心仓向供应商滚动收货→分拣配送网格仓→网格仓分拣派送各团长→用户自提	用户下单→商家配货→快递物流发货→用户收货
覆盖区域范围	商家周边3-5公里	商家周边3-5公里	仓储周边3-5公里	自提点周边住户(用户自由选择距离最近的自提点, 一般2公里以内)	全国
履约模式					
仓配模式	商家→用户, 骑手衔接配送	商家自营前置仓(闪电仓)/商家仓店一体→用户, 骑手衔接配送	供应商→共享仓→中心仓→前置仓→用户, 前置仓到用户由骑手衔接配送	供应商→共享仓→中心仓→网格仓→团长→用户, 团长与用户间衔接关系为“用户向团长预订, 到货后向团长自提”	商家→用户, 第三方物流衔接
仓配特点	平台化, 骑手负责即时履约	平台化, 前置仓由第三方商家建设运营, 负责大规模的仓储与分拣	共享仓、中心仓、前置仓自营, 前置仓包括300平米普通仓/800平米大仓, 承担中心仓到消费者间的仓储及分拣	共享仓、中心仓自营, 网格仓加盟, 网格仓承担中心仓到团长门店间的二级分拣	平台化, 由第三方商家负责履约物流
配送时效	~30min	<1h	30min-1h	次日达	3-5天

资料来源: 美团公司公告、美团各APP、美团官网, 国联证券研究所

4.3 主APP为流量主场, 覆盖全线用户

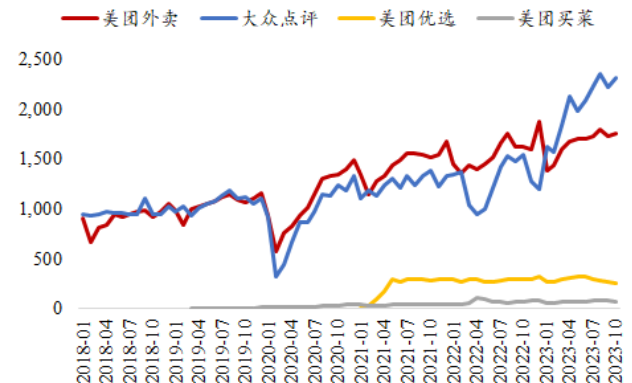
美团生态APP的DAU总体呈增长态势, 主APP为流量主场。过去三年, 美团DAU持续增长, 2023年10月其日均DAU达到1.44亿。分APP看, 聚焦核心本地商业业务的大众点评和美团外卖DAU整体呈增长态势, 2023年10月, 大众点评DAU已达到2315万, 美团外卖DAU为1750万。主要新业务美团优选和美团买菜APP端保持增长, 但增长较为缓慢, 2023年10月, 优选的DAU为259.9万, 而买菜的DAU为72.7万。

图表51: 美团DAU(单位: 万)



资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所

图表52: 美团其余主要APP DAU比较(单位: 万)

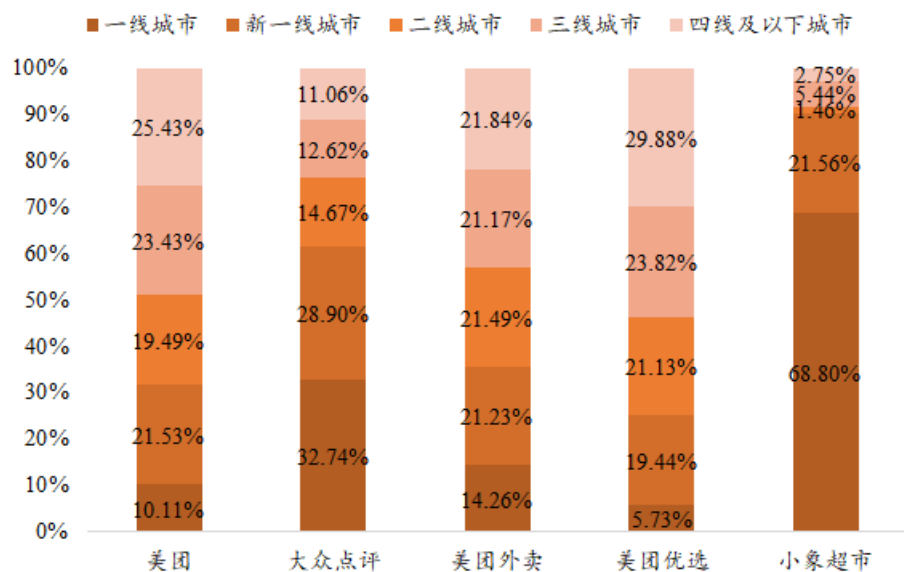


资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所

美团用户总体较为年轻，覆盖全城市线用户。美团 40 岁以下用户超七成，三、四线及以下城市用户占总用户将近一半，七成以上用户消费水平处于 1000-3000 元之间。然而各 APP 之间由于业务不同，用户画像也存在较大差异：

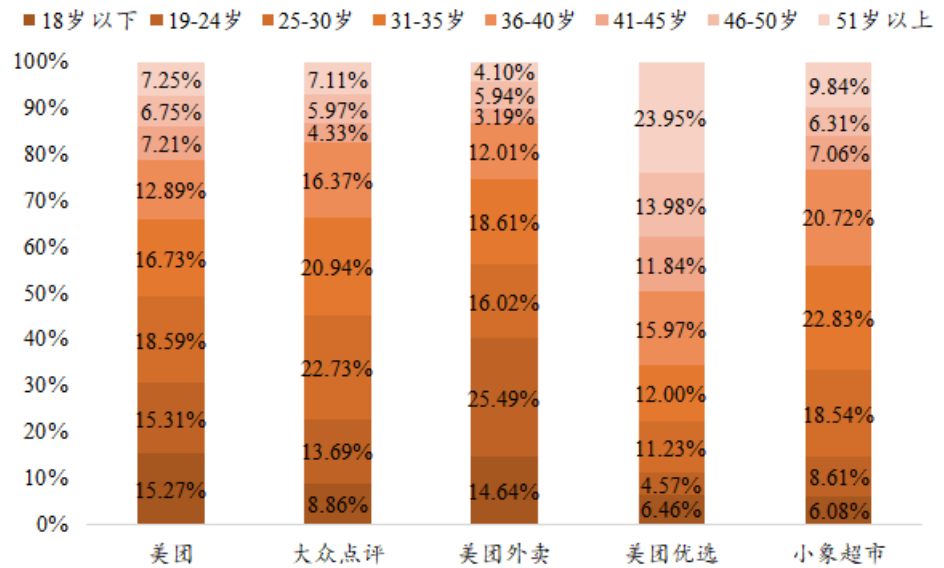
- 大众点评与美团买菜用户多为一二线及新一线城市中青年。大众点评与美团买菜的用户画像较为相似，其用户大部分位于一线及新一线城市，消费能力也普遍较高。年龄上看，两者都是 31-40 岁中青年用户最多，占四成以上。
- 美团优选主要面向下沉市场，已婚中年女性为社区团购的主流消费群体。美团优选的用户中，30 岁以上用户达到将近八成，并有一半以上用户处于三、四线及以下城市。社区团购的低价更容易吸引价格敏感度高的下沉用户，而其社交属性又使其获得了大量具备社区关系网络的中年女性用户。
- 美团外卖在年轻人中更加普遍。美团外卖的用户相比于其他 APP 最为年轻，40 岁以下用户占比超过 85%，其用户较为平均的分布于各线城市。

图表53：美团及生态 APP 用户城市分布（2023 年 10 月）



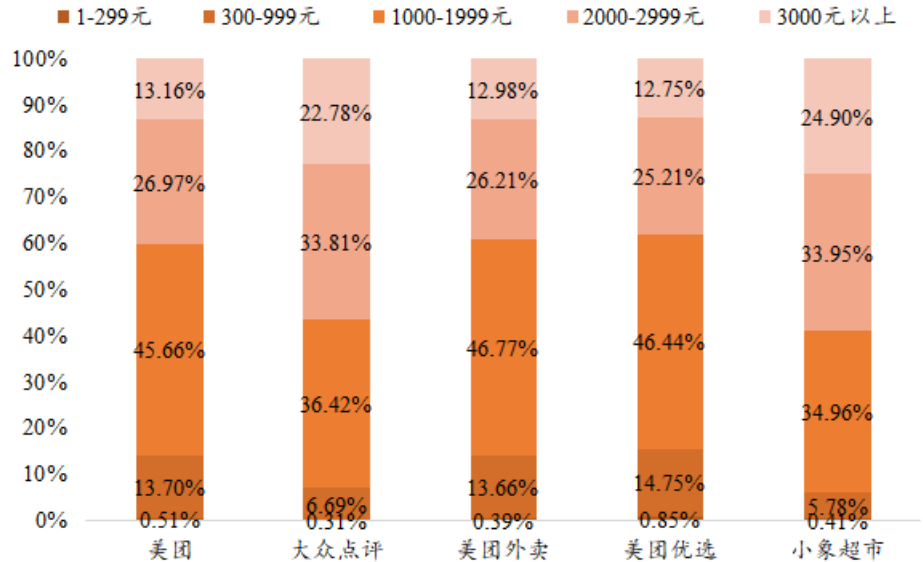
资料来源：QuestMobile，国联证券研究所

图表54: 美团及生态 APP 用户年龄分布 (2023 年 10 月)



资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所

图表55: 美团及生态 APP 用户线上消费能力分布 (2023 年 10 月)



资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所

5. 核心本地商业: 外卖 UE 持续改善, 万物到家开启新增长

5.1 餐饮外卖: 步入稳增长, 规模效应带动 UE 持续改善

致力于打造餐饮外卖基础设施, 外卖业务规模保持稳健增长。餐饮外卖是美团的核心支柱业务, 是美团营收主要来源, 对于餐饮外卖业务, 美团致力于促进外卖服

务成为中国人的基础设施服务。美团餐饮外卖业务自 2013 年上线以来，经历了早期高速扩张与激烈竞争阶段，目前已进入稳增长阶段。从增长驱动力来看，用户交易频次提升驱动订单量持续增长，是餐饮外卖 GTV 提升的主要驱动力。根据美团 2022 年年报的数据披露，平台上年度交易用户数为 6.78 亿，我们预计，美团外卖交易用户数及人均交易频次将保持增长，拉动餐饮外卖订单量及交易规模的进一步提升。

美团外卖规模优势明显，预期 UE 长期将得到改善。餐饮外卖业务具有明显的规模成本优势，随外卖订单量的增加，对骑手的调度效率提升，整体外卖配送效能改善，边际履约成本会下降。从不同的模式来看，3P 模式摊薄履约成本，但 1P 模式为主力。美团餐饮外卖以 1P 模式为主，1P 模式为自营模式，由美团组织与提供配送服务，采取自营与加盟两种形式，该模式下美团获得餐饮外卖的配送服务收入并承担配送成本；而在 3P 模式下，配送服务外包给服务商，配送收入与配送成本均让渡给配送服务商，美团仅负责一定的补贴及运营成本。因此，3P 模式下的 UE 相较 1P 模式更优，但 3P 模式由于将核心的履约配送服务外包给服务商，相较 1P 模式稳定性更弱，且调度效率有一定损耗，因此未来仍以 1P 模式为主力，3P 模式主要在低线城市应用。

5.2 到店酒旅：短期利润率承压，24 年起有望好转

长期市场开拓目标不变。到店酒旅业务是美团的现金流业务，是其盈利支柱，2021 年总收入占比 18.16%，分部经营利润 140.93 亿，是美团的最大盈利来源。

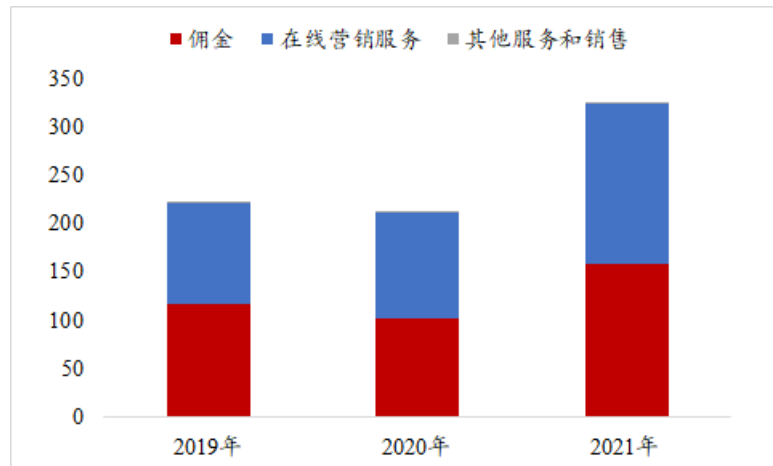
- 就美团长期战略来看，到店酒旅业务的重要性不变，作为盈利主要来源，仍将是美团主力投入业务。未来将持续拓展下沉市场，致力于交易额提升，平稳现金流。
- 短期内，到店酒旅，特别是到店业务受到来自抖音的强劲竞争，到店酒旅业务优先级提升，将聚焦基本盘，守卫市场份额。

交易佣金与在线广告为美团到店酒旅业务主要收入模式。美团到店酒旅业务整体的收入模式均为三部分，分别为佣金收入、在线广告收入以及其他收入。其中，

- 佣金收入即对在平台进行交易的所有订单按对 GTV 的一定比例收取佣金费用，在 GTV 产生后收取；
- 在线广告收入则来自于平台商家为推广商品或店铺所购买的在线广告服务，以 CPC 点击广告（按点击付费）为主，这两者为美团到店酒旅业务的主力收入来源；

- 新商家入驻平台还会支付一定的坑位费，酒店预订平台商家入驻则采取保留房制度，即约定保留一定比例的住房给入驻平台。

图表56：美团到店酒旅业务收入构成（单位：亿）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

业务分部利润高，为抢占市场预期 OPM 短期下降，待格局稳定后将优化。就成本端来说，到店酒旅业务销售成本低，成本主要来源于运营支出以及一定的营销费用，通常用于用户补贴与商家返佣。由于受到抖音短视频对到店酒旅业务的竞争，美团于 2023 年起加强对用户的补贴以及对商家的返佣支持，以守卫市场份额，营销费用增加，并且考虑内容业务以及其他业务运营的加重，运营支出预计增长明显，OPM 短期承压。但从长期而言，抖音核心优势在于基于优质内容与算法推荐能力衍生的“种草式”团购，适用无目的的发现场景，更匹配营销需求及预算高、适宜种草的行业及商家，而对于有目的的“搜索”场景团购及预订，商家于抖音经营成本结构增加“达人”项，使得稳态竞争情况下商家在抖音的经营成本高于美团，致使商家供给不稳定，品类与低价均无法保持，预计稳态竞争情况下“搜索”场景仍以美团为主力。因此长期而言到店酒旅业务的 OPM 将得以优化。

5.3 闪购：非餐渗透低，万物到家开启高速增长

美团闪购定位于非餐外卖平台，致力于 30 分钟“万物到家”。美团闪购是美团旗下即时零售平台，聚焦非餐品类，主打“像点外卖一样买万物”，平均 30 分钟送达。即时零售分为自营与平台两种模式，前者为重资产运营模式，要求自建平台并深度控货，以大型商超为主，后者为轻资产运营模式，负责平台建设运营但不碰货。闪购商业模式即为第三方平台模式，与餐饮外卖相同，平台链接商家与用户，商家入驻平台后面向平台用户售货，平台负责提供履约服务（部分商家采取自配送）。与餐饮

外卖不同的是，闪购聚焦非餐品类，目前覆盖生鲜蔬果、酒水饮料、休闲食品、乳品冰品、美妆个护、母婴用品、日用百货、服饰鞋包、宠物用品、3C 数码、鲜花、药品等品类，品类综合丰富。根据美团研究院公布的 2021 年闪购订单分布数据，水果、酒饮、休闲食品等为热销品类。

非餐品类即配渗透率低，美团闪购 GMV 增长空间大。美团闪购仍处于高速发展期，业务增长仍有较大的潜力，依托外卖业务积累的忠诚用户，预计美团平台用户对非餐品类即时配送的心智会逐步成熟，交易用户渗透率提高，并且用户交易频次有所提升，加之非餐品类丰富，使得相较餐饮外卖，平均订单价有大幅提升，美团闪购交易规模增长空间大。

- **共享外卖流量，潜在用户空间大。**美团闪购并未设置独立的业务板块或者 APP，而是根据品类区分板块，将服务入口沉淀在美团主 APP 以及美团外卖 APP，共享外卖用户流量池。用户可以通过美团主 APP 首页顶层的“超市便利”、“品质百货”、“看病买药”板块进入闪购服务，其中“超市便利”以及“看病买药”板块还同时沉淀在主 APP 的外卖板块以及外卖 APP 内，面向美团外卖用户进行曝光，如此设计使得闪购业务在用户端实现与餐饮外卖业务的流量共享及协同促进。美团闪购的本质实际上是“非餐外卖”，作为第一大餐饮外卖平台，美团外卖消费者群庞大，2021 年美团外卖年度交易用户数达 4.4 亿，占同期中国网上外卖用户数的 84.5%，而美团闪购交易用户仍有较大提升空间。此外，美团外卖用户对即时配送有成熟的心智，并且用户粘性强。美团外卖的活跃用户仍在保持增长，用户粘性持续增强，所有外卖用户即是潜在的闪购用户，具有高渗透潜力，外卖流量加持下，美团闪购用户量想象空间大。

图表57：美团闪购服务入口

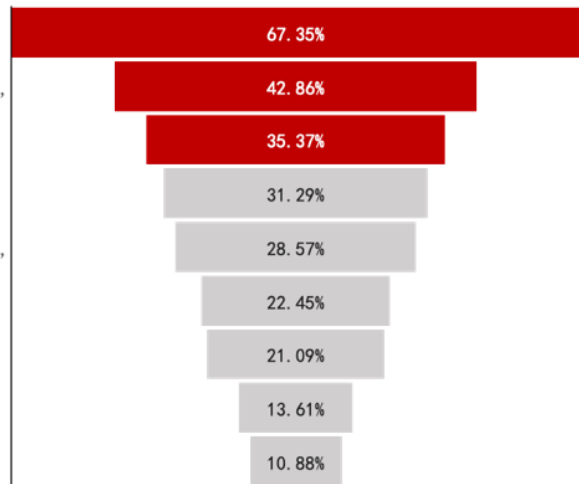


资料来源：美团 APP 及美团外卖 APP，国联证券研究所

- **用户心智初成，消费频次仍有提升空间。**从用户需求的整体发展来说，对即时零售的整体消费意愿在持续提升，“便利”和“快”是用户对即时零售的核心心智。相比于餐饮外卖主要聚焦“一日三餐”的就餐场景需求，非餐即时零售的消费场景多样，覆盖日常采买、应急采购、非常规时段购物、便利性采购等多种消费场景需求，更加渗透于人们日常丰富的生活场景，并且即时零售正在成为消费者日常采购的重要渠道，消费频次逐渐提升，正在走向常态化。此外，消费者对即时零售“便利”且“快”的心智也正在形成，根据美团研究院消费者调研数据，67.35%的消费者使用即时零售购物“没有特殊原因，只觉得即时零售又快又方便”。而从用户心智的竞争来说，美团闪购凭借餐饮外卖业务积攒的即时服务用户基础以及高效及时的履约服务，在非餐即时零售板块，已获得强大的用户心智，特别是杂食百货类。根据凯度进行的即时零售休闲食品消费者调研，美团闪购是休闲食品消费者最常购买的平台，具有最高渗透率，达到66%。随着美团闪购业务持续发展，美团有望进一步巩固提升用户心智，整体用户规模及用户粘性、消费频率进一步提升。

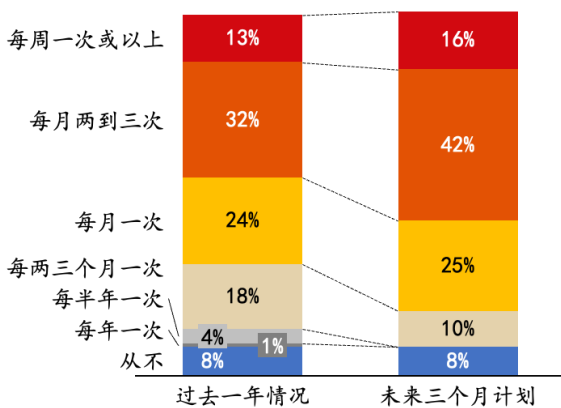
图表58: 用户使用即时零售的原因

日常: “没有特殊原因, 只是觉得即时零售又快又方便”
 日常: “不习惯/不愿意线下购物, 希望送货上门”
 便利: “天气恶劣/身体不适, 不便出门, 希望能送货上门”
 应急: “时间非常紧急、必须快速拿到商品”
 疫情: “受疫情影响无法出门购买, 只能送货上门”
 应急: “在外出差/旅游, 人生地不熟, 网上方便快捷...”
 应急: “错过常规营业时段, 需要在即时零售平台购买...”
 疫情: “为了疫情期间线上抢菜”
 便利: “购买礼品送给别人”



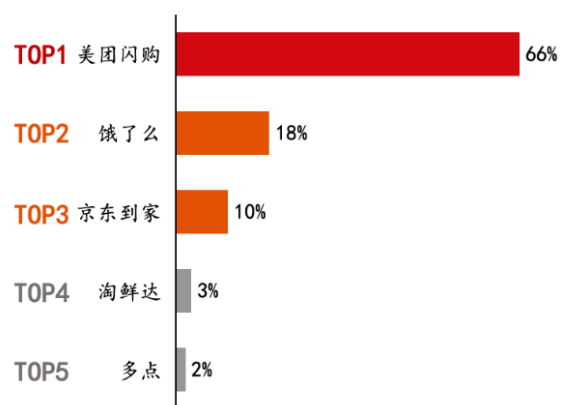
资料来源: 美团研究院 (2022年8月问卷调研), 国联证券研究所

图表59: 消费者使用即时零售的频率



资料来源: 德勤 2023 年中国消费者洞察 (N=2000), 国联证券研究所

图表60: 即时零售渠道休食消费者最常购买平台



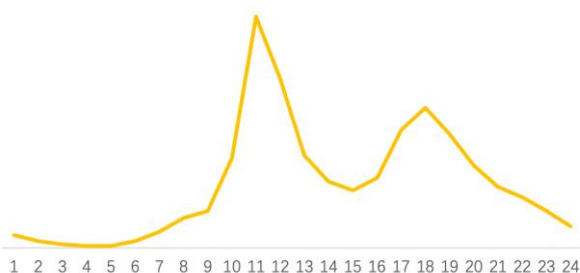
资料来源: 凯度咨询 (N=1000), 国联证券研究所

➤ 用户对价格不敏感, 高附加值品类增加有望进一步提升平均订单价。艾媒对外卖消费者的调研显示, 平台商品价格与折扣是影响消费者平台选择的第一因素, 餐饮外卖用户对价格较敏感。而即时零售用户对商品价格相对更不敏感, 根据海鼎 2021 年统计数据, 全品类促销产品占比均较低。根据美团研究院数据, 美团闪购订单中, 除水果及美妆日化品类之外, 用户购买折扣商品的占比较低, 不仅体现, 即时零售消费者更理性, 呈现出“所需即所购”特征, 而且也表明, 即时消费用户价格敏感性低, 愿意为“即时”支付一定溢价。对平台来说, 所提供的品类结构决定平均订单价的上限。京东到家平均客单价更高的主要原因在于, 在 3C 数码品类供应上, 美团闪购相较京东到家有不足。2022 年以来, 美团闪购陆续与小米、苏宁易购、vivo、

小天才、步步高等品牌合作，丰富 3C 数码品类，并借助双十一、618 等大促节点开展“超级门店节”，建立“30 分钟买手机”的用户心智，根据美团闪购 618 战报，2023 年 618 期间数码家电品类销售额同比增长 1292%，手机销售额同比增长 3103%，Apple、OPPO、vivo、华为、小米等品牌，销售额均过亿元，美团闪购在 3C 数码品类渗透加强，高单价产品的丰富有望进一步促进客单价的提升。此外，美团闪购也在母婴玩具、美妆个护、服装鞋包、宠物用品等品类发力，与孩子王、TOP TOY、玩具反斗城、屈臣氏、丝芙兰、无印良品、热风等头部品牌合作，借助头部品牌及综合性垂类店铺加速拓展品类，完善供应结构，平均订单价有望进一步提升。

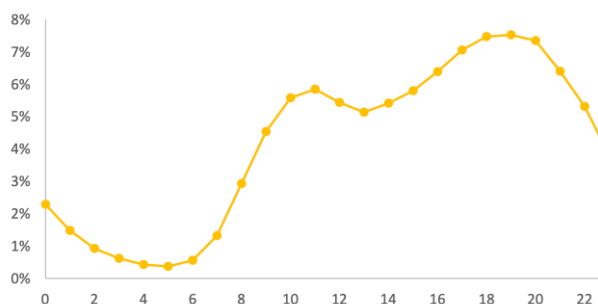
共用餐饮外卖骑手网络，加速规模化，促进即时配送成本下降。美团闪购共用美团依托餐饮外卖业务沉淀的配送网络，并且闪购订单主力时间同餐饮外卖订单时间形成互补，根据美团研究院数据，即时零售在午餐前和晚餐前后的时间段需求较为旺盛，其中 17 点-20 点下单的订单量占到全天单量的近 30%，形成非高峰时段订单补充，有效提高骑手配送人效，发挥规模效应，进一步促进即时配送整体边际配送成本下降。

图表61：美团外卖订单时间分布（2019Q1-Q3）



资料来源：美团研究院，国联证券研究所

图表62：美团即时零售订单时间分布（2021 年闪购，单位：%）



资料来源：美团研究院，国联证券研究所

6. 新业务：零售业务盈利能力持续改善，科技赋能加速

6.1 美团买菜：商业模式优化，盈利改善推动有序扩张

美团买菜为自营即时零售，定位“30 分钟快送超市”。美团买菜是美团旗下自营即时零售业务，与美团闪购采取的平台模式不同，美团买菜为自营前置仓模式，美团深度控货，负责供应商决策、仓储与运输分拨物流、末端配送，采取重资产模式，其

收入来源是商品的进销差。美团买菜早期主要为用户提供生鲜产品服务，现今定位“30分钟快送超市”，主营品类涵盖蔬果海鲜、速食烘焙、肉奶酒饮、日用百货等。

疫情加速订单量及 GMV 增长。2019 年 7 月，美团买菜首次入驻武汉。首批开出 10 个站点，覆盖武汉市汉阳区多个社区，但半年后由于业务无太多进展而退出。美团买菜深耕北京、上海等一线城市，并稳健扩张至广州、深圳等一线城市以及新一线城市。受疫情催化，前置仓模式的美团买菜在 2022 年加速上量，22 年 Q1 订单总量同比增长 120%，23 年 Q1 GMV 同比增长 50%。目前美团买菜以华北市场为核心，在注重亏损收窄的同时，继续深入华东地区。

供应链优化，促进 UE 改善。美团买菜在持续优化其供应链，主要为数字化、仓储优化以及商品供应优化，前两者促进履约成本降低，后者增强毛利。

- **促进履约成本降低：一是打造数字化全链路系统，高效控制成本。**美团买菜打造了一套从选品，物流，运营，履约全链路的数字化系统，最终实现了选品数字化、供应链敏捷化、仓储标准化、履约弹性化。以供应链敏捷化为例，美团买菜建设了一套完整的供应链敏捷化系统，通过前期数据预测，中期滚动补货，后期出清促销，对全链路进行提效；**二是增设大仓模式。**美团买菜近期推出大仓模式，大仓储仓能力更强，可支持订单量更多，满足增长的即时订单需求，同时由于 sku 更丰富，客户可选产品增加，有利于进一步支持客单价提升和毛利改善，并且助力其商品供应能力优化的同时可以有效摊薄仓储物流以及运营成本。
- **促进毛利提升：优化商品供应，提高毛利。**一方面，对品类结构进行优化，丰富标品比例，有望进一步拓展销路，满足不同需求的同时降低损耗率，进而降低运营成本；另一方面，开展产地直采，能够通过源头直采，供应链优化，提高效率。美团买菜还联合优质商共建引领行业的生鲜标准，为用户开发“严选+”商品，以“跳跳虾”为代表的严选商品，一年销售超过 4000 吨。

6.2 美团优选：盈利持续改善

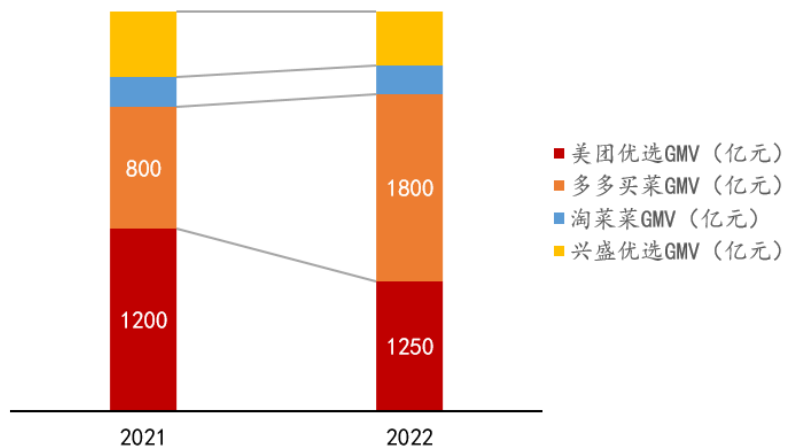
低价社区团购业务，定位明日达超市。社区团购是指消费者通过团购平台下单，平台以社区为单位进行订单整合和货物配送，在隔日到达社区后再由团长进行分配，消费者自提的一种购物模式。低价是社区团购的核心属性，区别于美团买菜主要聚焦一线城市，美团优选则主要聚焦下沉城市。

交易量大覆盖广成长快。美团优选事业部成立于 2020 年 7 月，2021 年 GMV 实现 1200 亿元，保持持续增长。根据美团 2023 年第一季度财报显示，美团优选累计交易用户数量已经达到 4.5 亿，低线市场自提门店数量已超过 130 万个。我们预计疫情

后复苏，23 年交易用户数及用户交易频次有望实现较高增长，同时随用户心智逐渐成熟，平均件单价有望进一步提升。

两强相争格局初定，多多买菜 UE 更优。美团优选的主要竞争对手为多多买菜，多多买菜共享拼多多电商生鲜供应，生鲜商家可同步申请开启买菜业务，由于拼多多电商业务在农产品供销领域积累深厚，且拼多多主版用户画像与多多买菜所聚焦的下沉市场用户更加契合，在拼多多的供应链及流量支持下，2022 年多多买菜市场份额反超美团优选，两强格局初定。此外，也基于多多买菜更强的供应链能力，多多买菜 UE 优于优选。

图表63：社区团购市场竞争格局



资料来源：晚点 Latepost，国联证券研究所

优选关注盈利改善。2022 年以来，美团优选关注盈利改善，扩张放缓，并关停盈利不好的地区。2023 年美团优选同多多买菜相同，改为省区制，以期提升运营效率，增强竞争应对能力，同时在履约成本及运营成本端优选在持续优化。

6.3 科技业务：科技赋能本地业务

➤ 无人配送进展快，有望助力运力体系完善

美团无人机配送已初步达成常态化运营。美团的无人机配送服务探索始于 2017 年。2021 年初，首次在深圳完成真实用户的订单配送；2021 年末，在深圳产业园内落地了国内首条的常态化试运营航线。美团无人机于 2023 年 7 月发布了第四代机型，进一步升级环境适应能力，可适应国内 97% 以上的自然环境要求。截至 2023 年 11 月，已在国内开设航线共计 22 条，累计配送超过 21 万个订单；无人机配送在时长方面较传统配送模式有显著优势，2022 年的平均配送时长仅 22 分钟。美团无人机配送业

务持续致力于用科技变革履约工具，为用户打造 3 公里、15 分钟的标准配送服务。

无人配送车已初步具备规模化运营能力。美团的无人车配送研发始于 2016 年。2017 年出厂了美团第一台无人配送车“小袋”。2019 年，美团无人配送车获得了北京市自动驾驶 T3 牌照。2020 年 2 月，由于疫情产生大量需求，首批两台无人配送车提前投放至北京顺义的 4 个小区，为业主提供生鲜配送服务。2021 年 4 月，美团正式发布新一代 L4 级自动驾驶无人配送车“魔袋 20”，并全面投入使用，参与到北京、上海等多地的抗疫中。2022 年，美团无人配送车已经累计为用户配送超 250 万单，在疫情期间，无人配送车在上海单日配送产能近 2 万单。

无人配送预计有效补充运力。2022 年全年，美团配送成本为 801.9 亿元，同比增加 11.3%，占总的销售和经营成本的 61%。无人配送技术则可以很好的应对劳动力紧缺以及特殊情况（恶劣天气、疫情）带来的运力短缺和成本增长。从长期来看，美团整体城市末端三公里配送体系中，会存在骑手、自动配送车和配送无人机等多重运力，形成地空一体化的配送体系。自动化设备通过与骑手协同多维度补充运力。无人配送车适合加速在公共道路上行驶的配送流程中段，或是承担载重量大的物品配送。无人配送车“魔袋 20”载量达 150kg，容积近 540L，单程配送单量达到 10 单，为了保障安全，配送时速控制在 20km/h（最高可达 45km/小时），能源供应为纯电力，续航达 120km，可支撑一天的配送任务。成本方面，单车造价从最初的 40-50 万元，已下降至 10-20 万元，预计规模化量产后仍有下降空间。而无人机则适合完成高时效性和复杂地形的配送，包括一些极端天气、疫情等情况下的配送难题，弥补外卖员无法完成的工作，达到提高效率的效果。2022 年无人机的平均配送时长约为 12 分钟，较传统配送模式提效近 150%，为用户节约近 3 万小时等待时间。

➤ 布局 AI 大模型，有望赋能本地业务

美团布局 AI 大模型，一方面收购王慧文光年之外团队，另一方面自行组建 AI 大模型应用研发团队。美团在 AI 领域持续有布局，并且覆盖感知、理解、决策、交互全过程。我们认为，AI 大模型与美团业务应用场景契合，有望增强美团在 C 端外卖、到店酒旅场景对用户的兴趣理解、智能推荐与智能交互，以及助力美团在 B 端对生态商家端用户智能服务、智能营销、经营智能预测等服务效能提升，从而赋能本地业务。

图表64：美团 AI 全图景



资料来源：美团官网，国联证券研究所

7. 盈利预测、估值与投资建议

7.1 盈利预测

美团主营业务分为核心本地商业业务以及新业务，核心本地商业业务又包括餐饮外卖、到店酒旅、闪购、民宿交通及其他细分业务，而新业务则包含美团买菜、美团优选等零售业务、共享打车、共享单车等交通业务以及其他新业务。考虑疫情后经济回暖，消费复苏背景下，美团本地商业及零售业务复苏向好，其中，核心本地商业为美团最重要的业务营收盈利来源，我们对核心本地商业的细分业务进行了详细拆分。

核心本地商业的核心假设包括：

- 餐饮外卖业务 2023-2025 年 GTV 分别为 9862 亿/11976 亿/14028 亿，同比增速分别为 24.6%/21.4%/17.1%；营业收入分别为 1430 亿/1750 亿/2065 亿，同比增速分别为 21.9%/22.4%/18.0%。
- 到店酒旅业务 2023-2025 年 GTV 分别为 7000 亿/9000 亿/9900 亿，同比增速分别为 104.9%/28.6%/10.0%；营业收入分别为 484 亿/603 亿/665 亿，同比增速分别为 55.9%/24.6%/10.2%。
- 闪购业务 2023-2025 年 GTV 分别为 2142 亿/2932 亿/3858 亿，同比增速分别为 55.8%/36.8%/31.6%；营业收入分别为 192 亿/274 亿/366 亿，同比增速分别为 53.7%/43.0%/33.7%。

对于新业务，核心假设如下：

新业务 2023-2025 年营业收入分别为 704 亿/810 亿/919 亿，同比增速分别为 19.0%/15.0%/13.5%。

图表65：美团公司分业务营收测算汇总（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	1791	2200	2809	3437	4015
YoY	56.0%	22.8%	27.7%	22.4%	16.8%
毛利率	23.7%	28.1%	35.5%	36.5%	36.6%
核心本地商业					
收入	1366	1608	2105	2627	3096
YoY	56.1%	17.6%	30.9%	24.8%	17.8%
新业务					
收入	425	592	704	810	919
YoY	55.7%	39.3%	19.0%	15.0%	13.5%

资料来源：ifind，国联证券研究所测算

7.2 估值与投资建议

鉴于美团仍处于成长期，且港股互联网板块的总体相关性较强，我们采用可比公司估值法来测算美团的合理估值。

我们预测美团 2023-2025 年可实现营收为 2809/3437/4015 亿元，同比增速为 27.7%/22.4%/16.8%，三年复合增长率为 22%；预计 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润为 240/293/405 亿元，同比增速为 748.4%/22.1%/38.4%，三年复合增长率为 143%。参考拼多多、京东、腾讯、阿里巴巴、快手五家可比公司，考虑美团增长仍较快，但 2024 年的本地生活及外卖市场均有激烈竞争环境，我们给予公司 2024 年 18 倍 PE，则公司合理市值为 5271 亿元，对应每股股价 84.41 元人民币，按 2024 年 1 月 8 日 1 港元对人民币 0.90914 元计，则港股每股为 92.85 元港币。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表66：美团可比公司估值

证券代码	公司	总市值 (亿元)	non-GAAP净利润 (亿元)				PE (X)			non-GAAP 净利润 三年CAGR
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	
PDD.O	拼多多	13,828	395	587	767	1,013	23.55	18.02	13.64	36.9%
9618.HK	京东	2,925	282	335	368	416	8.73	7.96	7.03	13.8%
9988.HK	阿里巴巴	13,031	1,359	1,624	1,722	1,988	8.02	7.57	6.55	13.5%
0700.HK	腾讯控股	24,830	1,156	1,562	1,852	2,095	15.90	13.41	11.85	21.9%
1024.HK	快手	1,955	-58	88	144	215	22.34	13.56	9.10	/
平均PE倍数							15.71	12.10	9.64	

资料来源：Wind、Bloomberg，国联证券研究所整理（注：市值对应 2024/1/8 收盘价，预测为 Bloomberg 一致预测）

8. 风险提示

经济下行风险：宏观经济下行会影响居民消费能力，从而影响美团潜在付费用户付费能力，导致营收不及预期。

竞争加剧风险：小红书、快手等内容平台以及微信社交平台均着力布局本地生活领域，可能切入到店酒旅业务及外卖业务，加剧行业竞争。

公司运营风险：公司运营本身存在运营决策风险，新业务发展受阻，导致公司业务发展不及预期。

跨市选取标的风险：由于选取的可比公司属于不同的市场，市场的差异可能会对最终估值有所影响。

假设不合理风险：由于报告中采用了大量假设和计算，可能存在假设不合理风险，从而影响相关结论。

问卷调查样本不足风险：报告中通过 Credamo 平台针对外卖行为的有偿调研，存在调查样本数不足风险，从而有可能影响调查结论。

财务预测
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	45790	34764	60243	88181	127111
短期投资	84282	91873	91873	91873	91873
应收账款	1793	2053	2622	3208	3747
存货	682	1163	1332	1603	1871
预付款项,按金及其他	15282	13292	15401	16890	17416
流动资产合计	147829	143145	171471	201755	242018
固定资产	22814	22201	17823	16664	15517
无形资产	31049	30643	30107	29572	29036
递延税项	1378	1497	1497	1497	1497
权益法核算的投资	13869	16582	18241	20065	22071
其他非流动资产	23714	30412	33151	37101	40311
非流动资产合计	92825	101336	100819	104899	108432
资产总计	240653	244481	272290	306654	350450
短期借款	11565	17562	17562	17562	17562
应付账款+票据	26117	29812	35783	43389	50663
其他	30911	29056	36483	44133	51163
流动负债合计	68593	76430	89829	105084	119388
长期带息负债	12220	1549	1549	1549	1549
长期应付款	30383	33607	33607	33607	33607
其他	3901	4189	4189	4189	4189
非流动负债合计	46504	39345	39345	39345	39345
负债合计	115097	115775	129174	144429	158733
少数股东权益	(57)	(56)	(56)	(56)	(56)
股本	0	0	0	0	0
资本公积	308355	318228	318228	318228	318228
留存收益	(182742)	(189466)	(175056)	(155947)	(126456)
股东权益合计	125557	128706	143116	162225	191716
负债和股东权益总计	240653	244481	272290	306654	350450

现金流量表

单位:百万港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-23,536	-6,685	14,410	19,109	29,491
折旧摊销	8,928	9,730	10,533	12,006	13,727
营运资金变动	7,209	-813	7,813	8,959	9,762
其它	3,388	9,180	-	-	-
经营活动现金流	-4,011	11,411	32,756	40,074	52,980
资本支出	-9,010	-5,731	-5,619	-10,312	-12,044
长期投资	-	-	-	-	-
其他	-49,481	-8,982	-1,658	-1,824	-2,006
投资活动现金流	-58,492	-14,714	-7,277	-12,136	-14,050
债权融资	43,235	23,706	-	-	-
股权融资	45,561	170	0	0	0
其他	-10,198	-33,866	-	-	-
筹资活动现金流	78,598	-9,990	-	-	-
汇率变动对现金的影响	-675	938	-	-	-
现金净增加额	15,420	-12,355	25,479	27,938	38,930

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	179128	219955	280932	343737	401457
营业成本	(136654)	(158202)	(181188)	(218107)	(254625)
营销费用	(40683)	(18819)	(20883)	(40683)	(39745)
管理费用	(16676)	(8446)	(10893)	(16676)	(20740)
研发费用	(8613)	(4339)	(5594)	(8613)	(9772)
其他	370	2683	5025	5273	5804
营业利润	(23127)	32833	67401	64931	82379
财务收入	546	658	836	1031	1204
财务成本	(1131)	(1629)	(1526)	(2062)	(2409)
营业外净收益	146	36	507	0	0
利润总额	(23566)	31898	67219	63900	81175
所得税	30	70	(74)	(38)	(59)
净利润	(23536)	31968	67145	63862	81116
少数股东损益	2	1	0	0	0
归属于母公司净利润	(23534)	31969	67145	63862	81116

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	56.0%	22.8%	27.7%	22.4%	16.8%
EBIT	/	/	4107%	55%	38%
EBITDA	/	/	210%	40%	31%
归母净利润	/	/	748%	22%	38%
获利能力					
毛利率	23.7%	28.1%	35.5%	36.5%	36.6%
净利率	-8.7%	1.3%	8.5%	8.5%	10.1%
ROE	-12.4%	2.2%	16.8%	18.1%	21.1%
ROIC	-18.1%	22.1%	43.4%	37.8%	42.0%
偿债能力					
资产负债	47.8%	47.4%	47.4%	47.1%	45.3%
流动比率	2.16	1.87	1.91	1.92	2.03
速动比率	2.15	1.86	1.89	1.90	2.01
营运能力					
应收账款周转率	127	114	120	118	115
存货周转率	238	172	145	149	147
总资产周转率	0.88	0.91	1.09	1.19	1.22
每股指标(元)					
每股收益	-3.90	-1.09	2.31	3.06	4.72
每股经营现金流	-0.65	1.84	5.25	6.42	8.48
每股净资产	20.46	20.78	22.92	25.98	30.70
估值比率					
市盈率	/	148.49	17.50	14.34	10.36
市净率	2.98	3.05	2.75	2.44	2.08
EV/EBITDA	/	32.11	9.52	6.12	3.97
EV/EBIT	/	670.66	14.64	8.54	5.27

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年01月08日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

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

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼