

2018年07月02日

餐饮旅游

## 美团点评进击的商业模式探析

■打造综合生活服务平台，美团点评不断扩展生态边界。公司起步于到店团购业务，近年来不断发力酒旅、出行、零售等业务，意在打造综合性的生活服务大闭环，目前已形成到店、到家、出行、大零售四大事业部。本文主要通过深度探究美团点评的商业模式，探寻其将成功基因复制到新领域的成熟打法。美团商业模式核心在于高商家与用户粘性以及较早下沉二三线市场 1) B端赋能商家，通过提供商家解决方案、产业链纵向延伸等，商家粘性较高；2) C端腾讯成为美团点评第一大股东（持股20%）提供流量支持，美团+大众点评双入口汇聚用户规模，“吃住行游购娱”的完整生态闭环提升用户粘性（DAU/MAU为21.3%领先同行）。3) 10年便较早下沉二三线市场（其中外卖交易额二三线占比达85%）。美团18年收购摩拜单车，进军网约车等出行领域，补齐不同消费场景链接的出行关键一环，从公司成立以来不断拓展其业务边界的成功历史及内化在公司基因中的拓展能力看，美团点评的边界或远超市场想象。

■于千团凋零中绽放，团购业务稳固大后方。于千团凋零中绽放，短短7年美团点评便取得团购业绝对龙头地位，市占率在80%以上。团购业务的成功基因已可复制于新业务拓展中：培养了强大地推能力带来低获客成本+来自咨询公司团队精细化搭建城市扩张计划与成本管控措施+率先进军二三线广阔市场商户规模效应已成+率先承诺退货服务增加客户粘性+T型产品战略发力长尾市场，丰富用户选择构建完整生态。 ②到店团购市场现形成美团点评一家独大，百度糯米上下求索，阿里口碑虎视眈眈的格局。传统团购业务龙头地位已难撼动，美团新业务拓展后方大稳定。从资源与市场定位上百度糯米与美团点评竞争较为直接，但糯米嫁入百度后更侧重于百度商家流量入口，与美团点评竞争缓和。阿里口碑线下渗透线上，侧重于B端，但随着阿里、支付宝对口碑用户、支付等支持，需关注口碑发展潜力。

■美团酒旅PK携程系集团军：笑看巨头价格战，我自踏实攻边防。2012年始以酒店团购切入酒店市场的美团18年3月便以2270万间夜量首超1999年OTA先发携程系。1) 复盘美团OTA拓展酒店业务策略：①OTA价格混战，携程忙于兼并时期，美团以优势团购切入酒店三四线增量市场，借助强大地推与团购已有用户低转化成本迅速攫取市场份额。高频交易带动低频交易，在招股书中，美团表示2017年，酒店预订业务80%的新增用户来自外卖和到店餐饮交易用户。美团销售费用率3年来由19.6%下降至11.7%，携程则由26.86%上升至30.75%，美团团购用户形成后依靠约2-3元单客转化成本销售费用率大幅下降，垂直系OTA获取新用户边际成本却逐渐上升，获客成本100-200元左右。

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级

领先大市-A

维持评级

首选股票

目标价

评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.21	7.91	6.12
绝对收益	-4.67	-1.76	1.87

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

### 相关报告

六间房花椒强强联合，酒店景气度延续  
2018-07-01

社服中报业绩前瞻：把握业绩增速及确定性高，现金好的优质标的  
2018-06-24

三季度旺季临近，优选布局龙头标的  
2018-06-18

寻找“现金牛”细分板块  
2018-06-03

火锅一哥海底捞来“市”汹汹，华住一季报业绩超预期  
2018-05-20

②16年起合作星级酒店，始与携程正面碰撞，携程借酒店端资源施压，但美团平台已成，低佣金率吸引高星级酒店，美团承压不重。2) 酒旅市场现携程系仍执牛耳，垂直类模式侧重于差旅高端市场，美团平台类模式服务本低一体化消费能力更强，目前主要中端市场定位与携程摩擦尚可控。预期未来 OTA 酒店不会重蹈 12-16 年价格战覆辙，且随携程进军海外市场，双方用户来源、酒店星级、市场定位 3 方面形成错位竞争。对标海外 Expedia 与 Priceline，前者主攻美国国内市场（美国 OTA 市占率达 70%），后者注重全球扩张（在美收入仅占公司 12.8%，市占率 23%）差异化定位使得在美两巨头实现博弈上的平衡，双龙头模式可行。且美团入局倒逼行业改善竞争环境，或带来消费者更好“酒旅+X”综合体验。3) 到店酒旅业务收入增速较快（55%），轻资产的平台模式使得毛利率能达到接近 90%，贡献了公司整体 78.4%毛利。

■虽是外卖后来人，美团仍能居第一。落后 4 年进军外卖市场至稳占行业第一，美团高效拓展外卖业务边界同样论证逻辑。①外卖行业历经了补贴大战后，美团凭借精细化成本控制、品质供给与美团点评平台引流，于 4 年后反超饿了么，市占率达 56%，饿了么 36%市占率位列第二，行业头部集中，新进入者威胁不大；②外卖竞争格局已定，巨头转抢占市场为盈利能力提升。公司外卖业务收入增长迅猛，17 年占总收入 61.99%，增速 297%，成为拉动公司营收增长的重要马车。美团外卖已实现盈利，毛利率 17 年首度转正为 8.1%，未来随行业竞争趋稳+规模效应提升佣金率+成本精细化控制，盈利能力或迎来较快拉升。③行业空间仍存：供给端通过丰富到店品类+赋能 B 端，需求侧通过腾讯、点评用户引流+拓展外卖场景+三四线渠道下沉，物流侧发力大数据提升效率，美团外卖的潜力绝非到此为止。

■出行、生鲜亦要分一杯羹，美团的边界超乎想象。1) 补足出行闭环：网约车补贴优惠强力，强势抢占滴滴 30%上海市场；收购摩拜单车为共享经济龙头，更有助于获得高频流量；试水分时租车市场前景良好，行业分散静待龙头。2) 新零售：小象生鲜北京开业两家，依托美团点评用户资源与美团外卖物流力，在新兴的生鲜市场或能分一杯羹。

■进击的美团点评底气充足。1) 历史上公司拓展新业务的成果有力证明了美团点评进军新领域的效率与可行性。新业务毛利率 46%，盈利能力毋庸置疑。15-17 年公司经营调整亏损分别为 59、54、29 亿元亏损率逐渐收窄，盈利可期。2) 公司拓展业务边界核心优势在于美团点评高瞻远瞩的团队与久经战场打磨出的高复质性展业模式：三四线市场下沉优势+美团点评双平台大用户规模+一站式综合生活服务高客户粘性+强大地推能力+咨询公司出身高管量化扩张模型+高效 KPI 考核激励机制+B 端赋能高商户粘性。3) 叠加公司 8 轮融资重组现金流与超强地推与精细化成本管控力，美团点评扩张业务的边界远未到达。

■风险提示：新业务竞争加剧风险、现金流管控风险

## 内容目录

<b>1. 全球最大的综合生活服务电商 .....</b>	<b>7</b>
1.1. 打通“吃住行游购娱”全场景，美团点评不断扩展边界 .....	7
1.2. 传统外卖、到店酒旅盈利向好有力支撑扩张 .....	9
1.3. 2B+2C 优势，美团核心禀赋 .....	11
<b>2. 发家于到店团购：行业整合结束，美团点评绝对龙头 .....</b>	<b>15</b>
2.1. 于千团大战中脱颖而出的美团点评，成功秘诀在何方 .....	15
2.1.1. 千团大战时期（2009-2014）：资本蜂拥而至，助推千团厮杀 .....	15
2.1.2. 三国争霸时期（2014-2015）：于千团凋零中绽放，美团精细化竞争策略 .....	16
2.1.3. 美团点评称霸期（2015-）：糯米基础仍在，严防口碑逆袭 .....	18
2.2. 当前时点美团点评绝对优势地位确立，巨头差异化竞争 .....	18
2.3. 商业模式进化：2C 转向 2B+2C .....	21
<b>3. 酒旅业务：携程仍执牛耳，美团搅动风云 .....</b>	<b>24</b>
3.1. 复盘 OTA 巨头拼杀间隙崛起的美团成功秘诀 .....	24
3.1.1. 美团点评入局前：携程具有先发优势，细分竞品涌现 .....	24
3.1.2. 美团试水期：携程并购成龙头，美团平台类优势在获客 .....	25
3.1.3. 美团涉足高星级，直面携程始扛压 .....	27
3.2. 对标美国看 OTA 行业存在双巨头可能性 .....	28
3.3. 国内 OTA 走向何方：美团携程互杀概率低，行业有望迎帕累托最优 .....	29
<b>4. 餐饮外卖后发制胜，美团点评基因何在？ .....</b>	<b>32</b>
4.1. 美团外卖后发制胜基因探秘 .....	32
4.2. 外卖竞争进入稳定期，美团、饿了么双寡头 .....	33
4.3. 美团、饿了么竞争格局 .....	37
4.3.1. 核心竞争力 1：大平台商家规模优势，配送端物流建设给力 .....	37
4.3.2. 核心竞争力 2——用户满意度高，腾讯带来引流 .....	40
4.4. 外卖盈利能力有望进一步提升 .....	42
<b>5. 其他业务：互联网巨头的边界扩展不设限 .....</b>	<b>44</b>
5.1. 布局出行板块，攻下食住“行”最后一环 .....	45
5.1.1. 网约车市场空间较大，美团强激励生猛进军 .....	45
5.1.1. 收购摩拜打通生态闭环，1+1 大于 2 发展实现双赢 .....	48
5.1.2. 试水分时租车：发展前景乐观，行业静待龙头 .....	50
5.2. 发力新零售，“小象生鲜”象模像样 .....	51
<b>6. 美团点评业务边界探寻，盈利性与历史底气 .....</b>	<b>54</b>
6.1. 美团点评盈利性向好 .....	54
6.2. 现金流充裕支撑扩张 .....	55
6.3. 历史雄辩的证明，美团点评还远未达到其边界 .....	56
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>58</b>

## 图表目录

图 1：美团点评股权结构 .....	7
图 2：生活服务 O2O 向长尾市场靠近 .....	8
图 3：美团点评 4 大事业群进击综合生活服务场景 .....	8
图 4：3 年来美团点评收入高速增长 .....	9
图 5：外卖收入反超到店、酒旅 .....	9



图 6: 餐饮外卖收入增长迅猛.....	9
图 7: 传统到店、酒旅业务增长.....	9
图 8: 3 年来美团点评毛利增速较快.....	10
图 9: 到店酒旅业务贡献毛利大头 .....	10
图 10: 餐饮外卖毛利率转正 .....	10
图 11: 亏损率收窄 .....	10
图 12: 近三年销售及营销费用率快速下降.....	11
图 13: 分业务销售费用率持续快速下降 .....	11
图 14: 美团 2C+2B 策略.....	11
图 15: 美团点评到店业务战略.....	12
图 16: 美团开店宝 APP 界面.....	12
图 17: 微信流量+微信支付下, 美团及其全资子公司摩拜有望持续获支持 .....	14
图 18: 中国本地化生活服务团购产业发展周期 .....	15
图 19: 2011 年千团大战 .....	15
图 20: 2009-2012 年中国团购企业融资笔数.....	15
图 21: 12Q1 美团二三线市占率远超竞争对手 .....	16
图 22: 美团商家增速较快 .....	16
图 23: 美团融资历程 .....	17
图 24: 12 年 9 月美团月度 PV 便已占优 .....	17
图 25: T 型战略向长尾市场渗透.....	18
图 26: 到店行业迅速发展 .....	19
图 27: 17H1 生活服务平台 MAU 美团占优 .....	19
图 28: 17H1 美团独占用户数量占优 .....	19
图 29: 17H1 到店客户端人均单日启用次数 .....	19
图 30: 到店团购巨头已现差异化竞争.....	20
图 31: 美团点评、阿里口碑、百度糯米竞争交叉性.....	21
图 32: 到店业务呈现 2C 到 2B+2C 转变趋势.....	22
图 33: 美团点评到店业务战略.....	22
图 34: 美团开店宝 APP 界面.....	22
图 35: 美团点评餐饮开放平台 .....	23
图 36: 美团点评管家界面 .....	23
图 37: OTA 市场竞争史亦是美团厚积薄发崛起史.....	24
图 38: 携程上市前融资情况 .....	24
图 39: BAT 巨头布局 OTA 情况.....	26
图 40: 美团入局阶段竞争逻辑.....	26
图 41: 美团点评商家、用户规模基础好 .....	27
图 42: 15-17 年携程与美团到店及酒旅业务的销售费用率.....	27
图 43: 美团酒旅业务发展历程.....	27
图 44: 美团、携程历史竞争策略.....	28
图 45: booking、expedia 业务收入地区占比情况 (亿美元) .....	28
图 46: Expedia 在美国的在线旅游市场中市占率高达 70%.....	28
图 47: booking17 年代理 (佣金) 收入占大头 (亿美元) .....	29
图 48: expedia17 年批发收入占比最高 (亿美元) .....	29
图 49: 18Q1 在线酒店预订平台间夜量 .....	29
图 50: 美团酒店市占率稳步提升 .....	29

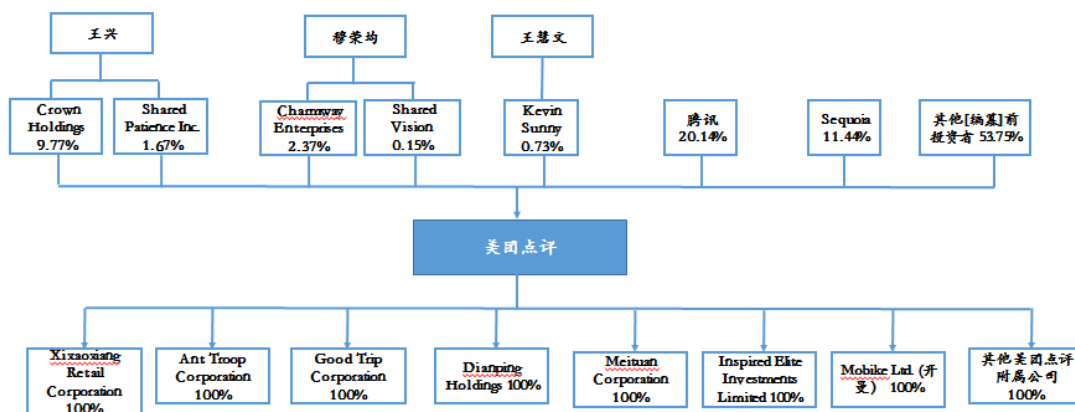
图 51: 美团、携程差异化竞争分析 .....	30
图 52: 美团酒店业务以中低端酒店为主 .....	30
图 53: 携程酒店业务以高端酒店为主 .....	30
图 54: 2018 年 2 月美团酒店与携程重合用户占比为 10.1% .....	31
图 55: 2018 年 2 月美团酒店与去哪儿重合用户占 4.9% .....	31
图 56: 2018 年 3 月美团酒店与携程重合用户去向 .....	31
图 57: 2018 年 3 月美团酒店与去哪儿重合用户去向 .....	31
图 58: 中国互联网餐饮外卖发展概览 .....	32
图 59: 美团外卖优势 .....	33
图 60: 15-17 年外卖行业参与者市占率变化 .....	33
图 61: 美团外卖业务 17 年扭亏为盈 .....	34
图 62: 11 年-18 年在线餐饮外卖市场规模统计及预测 .....	34
图 63: 11 年-18 年在线餐饮外卖用户规模统计及预测 .....	34
图 64: 17 年饿了么非餐业务增长迅速 .....	35
图 65: 百度外卖界面 .....	35
图 66: 饿了么外卖界面 .....	35
图 67: 17 年外卖相比团购覆盖率仍有巨大空间 .....	36
图 68: 18Q1 年外卖相比生活服务覆盖率仍有巨大空间 .....	36
图 69: 外卖场景中酒店、医院外卖业务增长迅速 .....	36
图 70: 外卖用户年龄段不断拉宽 .....	36
图 71: 18 年 3 月份三四线及以下城市的用户规模占比合计 43% .....	37
图 72: 到家外卖 O2O 竞争力 .....	38
图 73: 17 年年末美团外卖商家规模约为饿了么加百度外卖的 1.8 倍 .....	38
图 74: 外卖商家中重合商家的比例有所下降 .....	39
图 75: 18Q1 三大外卖平台各线城市的业务占比 .....	39
图 76: 三四线城市商家覆盖率有待提升 .....	40
图 77: 外卖骑手数量比较 .....	40
图 78: 美团外卖用户推荐意愿最强 .....	41
图 79: 美团外卖用户满意度最高 .....	41
图 80: 美团外卖用户粘性重新超过饿了么 .....	41
图 81: 美团外卖独立 APP 在三大外卖 APP 中留存度最高 .....	41
图 82: 外卖盈利路径 .....	42
图 83: B 端 C 端其他业务完善公司大生态 .....	44
图 84: 其他业务收入占比逐年提升 .....	44
图 85: 其他业务毛利由负转正 .....	44
图 86: 公司新业务拓展历程 .....	45
图 87: 网约车市场发展势头强劲 .....	46
图 88: 滴滴出行渗透率最高 .....	46
图 89: 乘客端 App 下载量美团超过滴滴 .....	46
图 90: 司机端 App 下载量美团超过滴滴 .....	46
图 91: 美团、滴滴优劣势比较 .....	47
图 92: 美团收购摩拜, 流量价值远高于短期利润 .....	48
图 93: 美团餐饮/外卖/单车高频业务闭环, 夯实霸主地位 .....	48
图 94: 2017 年行业爆发, 供给端大幅增加 .....	48
图 95: 2017 年行业爆发, 需求端大幅增加 .....	48

图 96: ofo、摩拜共享单车投放量.....	49
图 97: 18Q1ofo、摩拜 MAU 领先.....	49
图 98: 摩拜单车渗透率更高.....	49
图 99: 摩拜单车用户活跃时长大于 ofo 单车用户.....	49
图 100: 市场保持稳步快速增长.....	51
图 101: 分时租赁尚未出现龙头企业.....	51
图 102: 小象生鲜 APP.....	52
图 103: 小象生鲜的“美食课堂”.....	52
图 104: 中国生鲜电商市场交易规模增长较快.....	52
图 105: 生鲜电商不同品牌消费者认知度.....	52
图 106: 生鲜电商分类.....	52
图 107: 3 年来美团点评收入高速增长.....	54
图 108: 外卖收入反超到店、酒旅.....	54
图 109: 餐饮外卖收入增长迅猛.....	54
图 110: 传统到店、酒旅业务增长.....	54
图 111: 3 年来美团点评毛利增速较快.....	55
图 112: 到店酒旅业务贡献毛利大头.....	55
图 113: 餐饮外卖毛利率转正.....	55
图 114: 亏损率收窄.....	55
图 115: 美团点评历年融资情况.....	56
图 116: 公司现金流情况.....	56
图 117: 美团点评成功基因.....	57
表 1: 美团点评公司历史.....	7
表 2: 美团 2017 年主要业务扩张与组织升级动作.....	8
表 3: 美团点评投资领域.....	13
表 4: 美团点评、百度糯米、口碑竞争交叉性分析.....	20
表 5: 美团点评、口碑、百度糯米竞争优势劣势比较.....	21
表 6: 12 年后携程大举投资并购, 获得 OTA 界霸主地位.....	25
表 7: 美团与携程酒店业务优劣势简单总结.....	31
表 8: 饿了么融资历史, 18 年被阿里全资收购.....	37
表 9: 外卖平台收入分拆.....	42
表 10: 餐饮外卖中佣金收入占比降低.....	43
表 11: 美团对比滴滴, 司机端补贴美团更具优势, 客户端补贴两者不相上下.....	47
表 12: 市场沉淀资本冷静, 部分单车企业黯然离场.....	49
表 13: 服务模式: 摩拜 vs ofo.....	50
表 14: 租车类型.....	51
表 15: 5 种生鲜电商优劣势分析.....	53

## 1. 全球最大的综合生活服务电商

美团点评为提供“吃住行游购娱”全场景的综合生活服务平台，2017 年被商务部评为国内独角兽企业第五名，是全球最大的综合生活服务电商。

图 1：美团点评股权结构



资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 1.1. 打通“吃住行游购娱”全场景，美团点评不断扩展边界

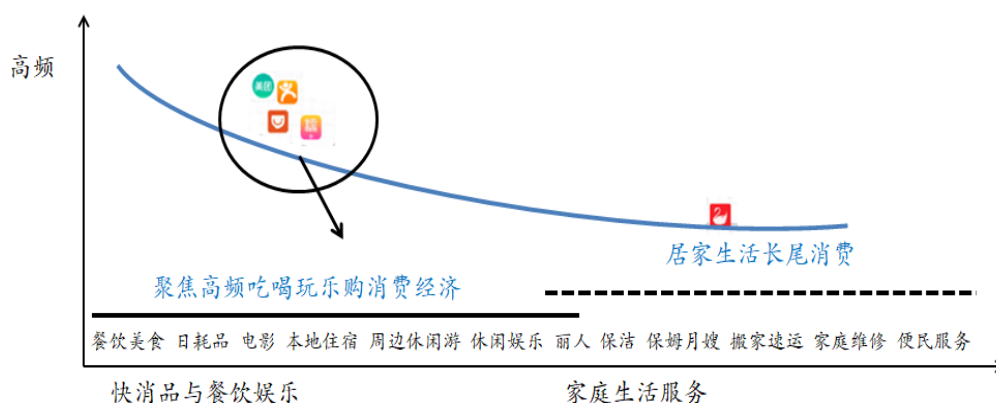
团购业务发家，打造生活服务综合平台。2003 年，国内最早的第三方消费点评网站大众点评网创立，2010 年国内最早的独立团购网站美团网成立。2015 年 10 月，美团网与大众点评合并成立为美团点评，涉及团购、外卖、酒店预订、旅行票务、电影、网约车、共享单车等吃喝玩乐游综合生活服务场景。截至 2017 年底，公司实现总收入 339 亿元，GMV3570 亿元，平台在线商家 550 万，活跃用户 3.1 亿。

表 1：美团点评公司历史

2003 年	联合创始人张涛创立大众点评网
2005 年	联合创始人叶树葵加入大众点评
2010 年	王兴与穆荣均创立美团网（Meituan Corporation），为餐厅、电影院、水疗中心及其他服务提供本地交易
2012 年	推出电影票线上预定服务猫眼（于 2016 年剥离，目前持有 8.27% 少数股权）
2013 年	推出预定酒店与餐饮外卖服务
2014 年	推出旅游门票预定服务
2015 年 10 月	美团与大众点评合并
2016 年	推出云端 ERP 服务、聚合支付解决方案及供应链解决方案
2017 年	推出生鲜超市业务——小象生鲜
2018 年 4 月	收购共享单车品牌——摩拜单车

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

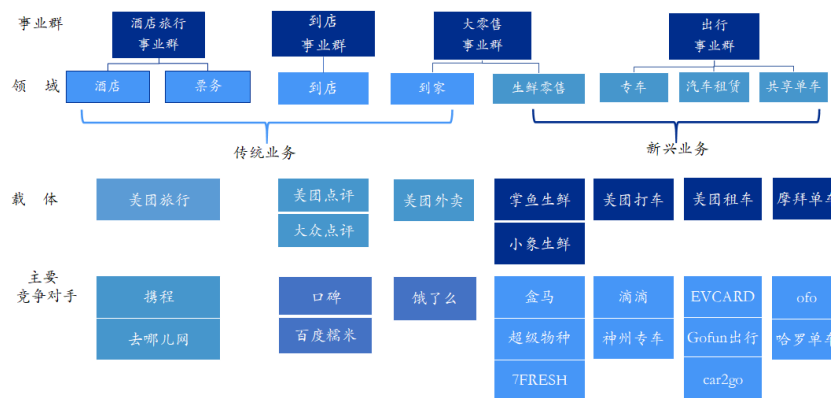
图 2：生活服务 O2O 向长尾市场靠近



资料来源：安信证券研究中心整理

发家于高频餐饮到店团购的美团点评正在扩充业务范围，逐渐囊括居家生活长尾消费的各个业务。四大场景，打造综合生活服务平台。美团点评传统业务为到店、酒旅与外卖业务，2017 年推出小象生鲜、网约车，2018 年收购摩拜单车，入局新零售、出行等领域。美团已将业务升级划分为 4 大场景：一是以原有团购业务为核心的到店场景；二是以外卖、生鲜零售为核心的到家场景；三是以旅游酒店业务为核心的旅行场景，四是出行场景。其中前三个场景是公司原有业务基础上的组织整合和划分，出行场景是美团点评完善与衔接到店、到家与旅行场景闭环的关键一步。

图 3：美团点评 4 大事业群进击综合生活服务场景



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 2：美团 2017 年主要业务扩张与组织升级动作

时间	主要业务扩张与组织升级动作	战略意义	涉及领域
4 月	上线住宿分享平台榛果民宿 APP	发力民俗、进入在线短租市场、深耕酒旅	酒旅
7 月	开出首家新零售生鲜实体店“掌鱼生鲜”	新零售领域的布局与探索；与既有外卖业务协同效应	新零售
9 月	美团旅行 APP 上线	以多流量入口加码酒旅	酒旅
	美团 APP 上线共享单车入口	逐步推进出行领域全场景布局	出行
11 月	入局分时租赁汽车	对出行细分领域的快速渗透	出行
	形成新到店事业群、大零售事业群、酒店旅游事业群及出行事业群四大业务体系；核心外卖业务并入大零售事业群	新零售、出行被独立的业务安排	-
12 月	餐饮开放平台逐步连通超过 60% 的餐饮 ERP 服务商开发小企业资源规划软件，辅助销售、供应链与支付	试探 B2B 领域的需求机会	到店

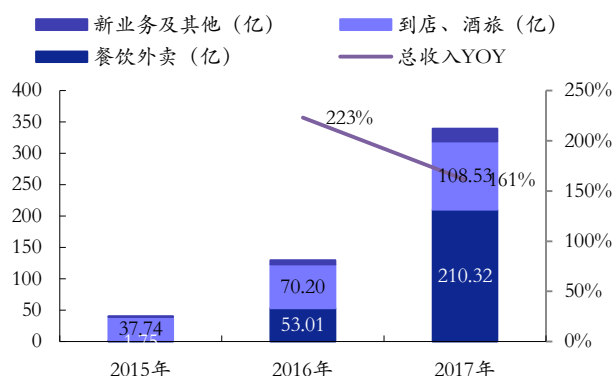
资料来源：易观，安信证券研究中心



## 1.2. 传统外卖、到店酒旅盈利向好有力支撑扩张

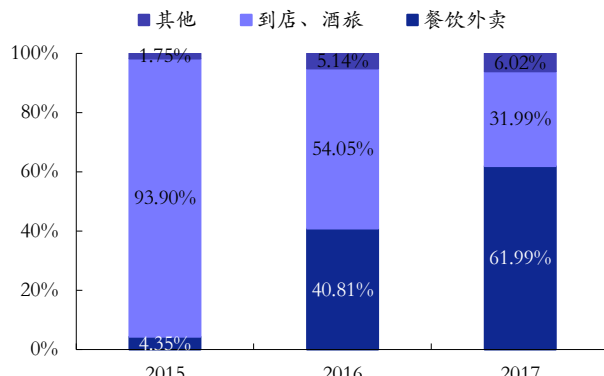
公司收入、毛利均较快增长。从结构上来看，外卖业务收入增长迅猛，16年已反超传统到店、酒旅业务占总收入54.05%，增速达2933%，17年更占到总收入的61.99%，成为拉动公司营收增长的重要马车。美团外卖由14年后起之秀，后来居上至17年市场领导者地位，预计外卖市场增长的红利将有效转化为公司业绩，形成收入增长的有力支撑。

图4：3年来美团点评收入高速增长



资料来源：招股书，安信证券研究中心

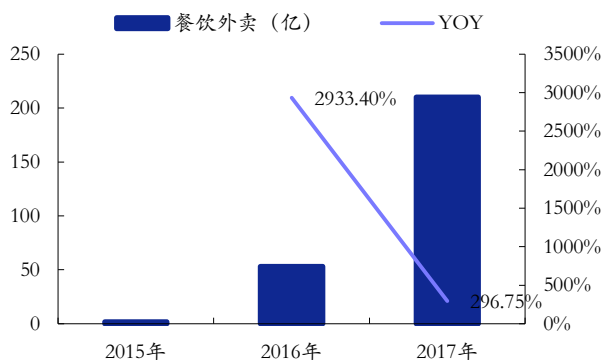
图5：外卖收入反超到店、酒旅



资料来源：招股书，安信证券研究中心

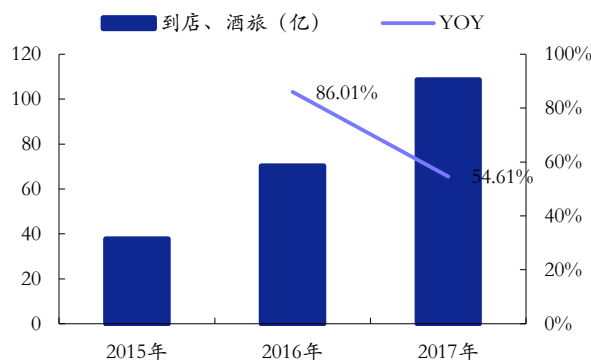
传统的到店、酒旅业务收入增速亦不见疲软。公司到店、酒旅团购业务稳占市场龙头，市场的增长红利大部分都能转化为美团点评业绩增长。公司两大主要业务收入增长势头强劲，大力进军其他业务，17年其他业务收入增速达206%，公司收入在迅速攀升。

图6：餐饮外卖收入增长迅猛



资料来源：招股书，安信证券研究中心

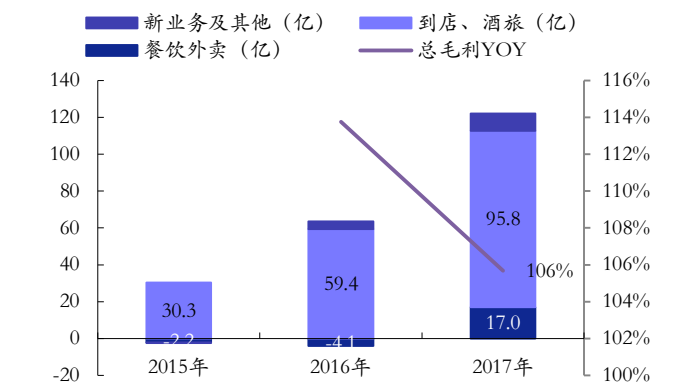
图7：传统到店、酒旅业务增长



资料来源：招股书，安信证券研究中心

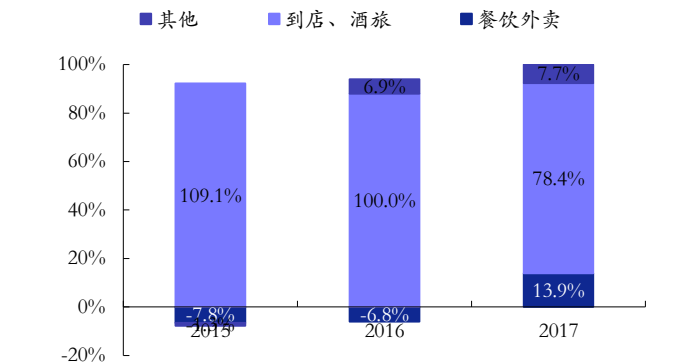
拆分公司毛利率可见,传统到店、酒旅业务贡献了毛利率大头。17 年该部分毛利率占比 78.4%。外卖业务出于外卖巨头竞争态势已平稳,双方策略由抢占市场变为追求盈利,美团外卖毛利 17 年由负转正,且随着美团外卖平台商家规模效应形成,议价能力提升,叠加到家其他业务扩充,与 2B 赋能商家,餐饮外卖业务毛利率上行空间仍然很大。

图 8: 3 年来美团点评毛利增速较快



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

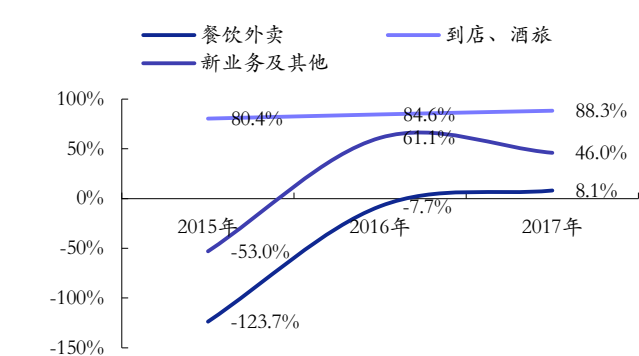
图 9: 到店酒旅业务贡献毛利大头



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

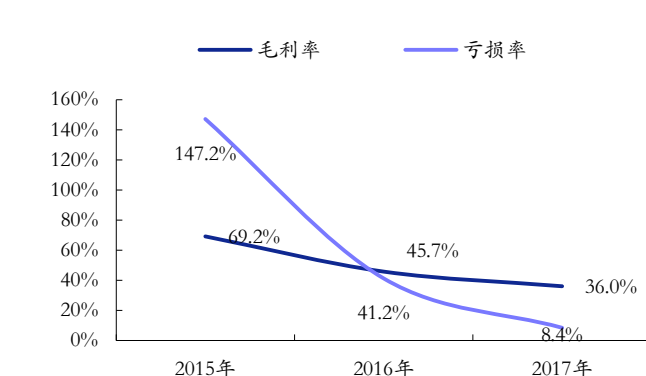
到店、酒旅业务贡献了公司毛利大头,轻资产的平台模式使得该部分毛利率能达到接近 90%。美团点评在到店团购领域霸主地位形成后,对商家议价能力增强,加之商业模式由 2C 向 2B+2C 端转变带来的 2B 端业绩增量,毛利率 16 年、17 年分别上升 4.2pcts、3.7pcts。酒旅业务上,间夜量首超携程系,酒店预订成为全国仅次于携程第二大平台,叠加三四线长尾市场渗透与服务本地消费者闭环生态的打造,预期未来到店、酒旅业务的毛利空间远未止于此。

图 10: 餐饮外卖毛利率转正



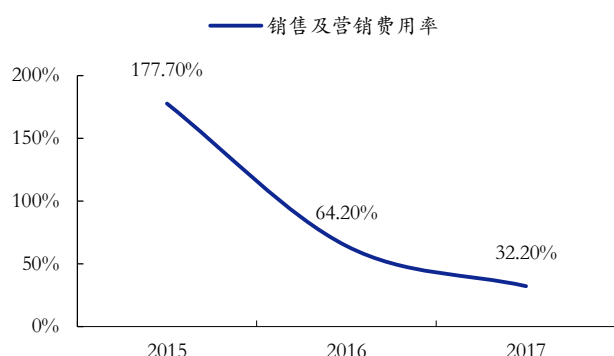
资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 11: 亏损率收窄



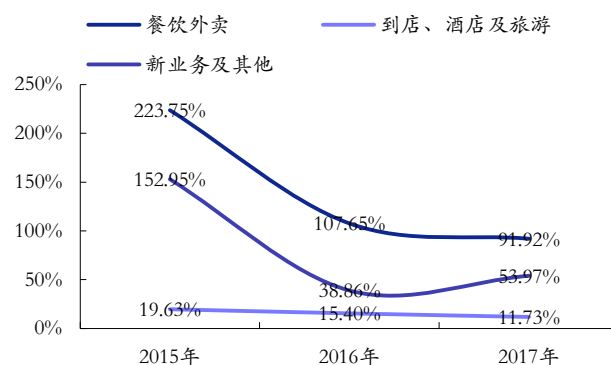
资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 12：近三年销售及营销费用率快速下降



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 13：分业务销售费用率持续快速下降



资料来源：招股书，安信证券研究中心

公司 15-17 年分别录得亏损 105、58、190 亿元，其中 17 年 190 亿亏损主要因为优先股会计调整。公司 15-17 年经营调整亏损分别为 59、54、29 亿元。17 年的主要亏损来自于优先股转换公允价值的会计调整。正常业务角度，虽然综合毛利率由于外卖业务占比提升而下降，但是销售费用率下降幅度更快，公司亏损率已慢慢扭转，存在盈利的可能性。

### 1.3. 2B+2C 优势，美团核心禀赋

1) 赋能商户增加 B 端客户粘性，成为美团提高竞争力的砝码。本地生活服务平台营收来源于商户，因此平台要实现盈利，必须解决商家如何获取更多收益的问题。本地服务商户在未全面 IT 化，互联网化之前，整个产业链运营环节存在许多可以通过营销、技术赋能提升效率、优化成本之处。

图 14：美团 2C+2B 策略

C 端体验		
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 上线餐饮点评推荐、团购</li> <li>· 推出电影选座、餐厅/酒店预订、拓宽品类覆盖</li> <li>· 推出闪惠/到店付</li> <li>· 布局在线排队、点菜</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 发力高星级酒店</li> <li>· 收购钱袋宝完成支付布局</li> <li>· 美团“吃喝玩乐全都有”与大众点评“发现品质生活”差异化定位</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 南京上线打车尝试串联到店场景</li> <li>· 布局海外民宿</li> <li>· 推荐民宿切入民宿短租</li> <li>· 成立“美团旅行”品牌</li> </ul>
B 端赋能		
<p>2010-2015 年</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 投资天财商龙等多家餐饮 ERP 公司，布局餐饮行业整体解决方案</li> </ul>	<p>2016 年</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 推出餐饮开放平台，通过解决餐饮软件标准化，提供商户从团购体验券、到店支付、外卖订单、门店管理整体解决方案</li> <li>· 投资餐饮老板内参，打造餐饮产业链社交与服务平台</li> <li>· 猫眼电影推出专业版 APP，指导上游排片、直发、业内交流</li> </ul>	<p>2017H1</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 推出美团小贷布局供应链金融</li> </ul>

资料来源：易观，安信证券研究中心整理

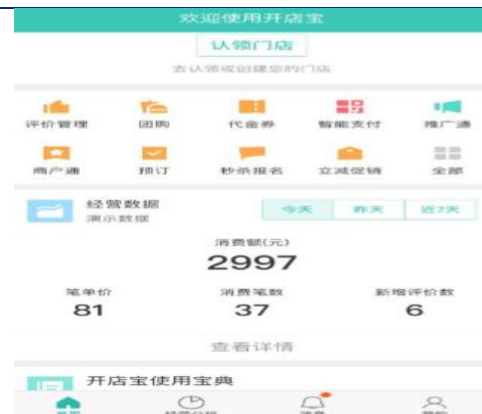
美团点评从服务营销末端到服务全产业，瞄准的方向是产业纵深，而不再仅停留在营销的导流与交易上。以猫眼电影为例，通过向影视产业上游投资、宣发、制作环节发展，成功从电影票销售公司升级为电影公司，餐饮业务的发展路径也开始复制电影业务的成功经验。

图 15：美团点评到店业务战略



资料来源：点评管家官网，安信证券研究中心

图 16：美团开店宝 APP 界面



资料来源：美团 APP，安信证券研究中心

2016 年美团点评推出餐饮开放平台，与餐行健、天财商龙等餐饮 ERP 服务商合作，将餐饮服务整体解决方案提供给线下商户。在经营方面，利用平台积累的大量消费数据，帮助商户提高效率增加盈利。餐饮开放平台上线后，商户可以在美团餐饮开放平台的后台高效完成团购、支付、外卖订单管理、餐厅选址、门店管理等业务，实现商家赋能。

上线营销商家 APP 助力商户营销推广。在营销层面，美团上线了“美团开店宝”和“点评管家”两款官方 app，在两款产品中推出“推广通”、“评价管理”、“口碑管理”、“顾客营销”等窗口，帮助商户进行个性化分析，实现精准营销和提高消费者粘性。此外，美团还为中小商家提供低成本的美团小贷等金融服务，按照贷款金额的不同，分为“极速贷”和“经营贷”两大业务。



**表 3：美团点评投资领域**

领域	公司	融资轮次	金额	投资方	年份
本地生活	幸福西饼	A 轮	9600 万人民币	龙珠资本（美团旗下），璀璨资本	2017
	康品汇	A 轮	数千万人民币	龙珠资本（美团旗下），JJ 比赛	2017
	大家来	A 轮	1 亿元以上	美团点评，TL Data	2017
	狸便利	天使轮	一亿人民币	美团点评，光速中国，创始人张涛，天使投资人王兴	2017
	亚食联	战略投资	数亿人民币	美团点评	2016
	天子星	B 轮	未透露	美团点评，厚生投资	2016
	爱鲜蜂	D 轮	未透露	美团点评	2016
	美甲帮	B 轮	千万美元	美团点评，经纬中国	2016
	猫眼电影	A 轮	数亿人民币	美团点评	2016
	幻熊科技	A 轮	未透露	美团点评，浅石创投，普华资本	2016
	美菜网	C 轮	数千万美元	美团点评，Hcapital	2015
	宅米	B 轮	3500 万美元	美团，高榕资本等	2015
	同达快递	A 轮	数千万人民币	美团点评	2015
	番茄来了	A 轮	数千万人民币	美团点评	2015
	遥遥排队	并购	数千万人民币	美团点评	2015
	小博无线	A 轮	数千万人民币	美团点评	2014
企业服务	别样红 PNS	并购	未透露	美团点评	2018
	屏芯科技	并购	未透露	美团点评	2018
	奥琦玮	C 轮	2 亿人民币	美团点评，红杉资本中国	2018
	智慧图	战略投资	未透露	美团点评，东方福海	2017
	小打卡	种子轮	未透露	天使投资人王兴，美团网联合创始人王慧文	2017
交通出行	摩拜单车	并购	27 亿美元	美团点评	2018
	Go-Jek	战略投资	15 亿美元	美团点评，谷歌，新加坡淡马锡	2018
	Swiggy	F 轮	2 亿美元	美团点评，Nasper	2018
	必去科技	A 轮	未透露	美团点评	2017
	START	A 轮	1000 万人民币	美团点评，红杉中国，源码资本	2014
内部文娱	K 米	B 轮	1.2 亿人民币	美团点评，腾讯音乐，得屹资本	2018
	餐饮老板内参	A 轮	5000 万人民币	美团点评，今日头条，源码资本	2016
	猫眼电影	A 轮	数亿人民币	美团点评	2016
	光线传媒	未透露	未透露	美团点评，力鼎资本	2016
	新经济 100 人	天使轮	400 万人民币	美团点评，宏达天健，源码资本	2016
金融支付	水滴互助	A 轮	1.6 亿人民币	美团点评，IDG 资本，腾讯产业共赢基金	2017
	亿联银行	战略投资	未透露	美团点评，中发金控，博裕资本	2017
电子商务	网易味央	A 轮	1.6 亿人民币	美团点评，微光创投，风云资本等	2017
	易酒批	C 轮	1 亿美元	美团，源码资本，光源资本	2016

资料来源：搜狐科技，亿欧数据，安信证券研究中心

**投资 B 端产业链纵深发展。**以餐饮为例，根据亿欧数据显示，美团点评投资了硬件服务商屏芯科技、软件服务商餐行健、SaaS 服务商天子星、餐饮 ERP 服务商天财商龙、偏向餐饮内容的垂直自媒体餐饮老板内参。通过赋能商家，美团提升了 B 端商家粘性。

**2) C 端：腾讯入口+美团点评双平台扩大用户规模，生态大闭环增强用户粘性。**

5 年摇摆后美团加入腾讯系，微信流量+微信支付下，美团流量支撑有力。根据招股书，腾讯为美团的第一大股东，持股 20.14%。美团在 2011 年 7 月首次获阿里领投的 5000 万美元 B 轮融资至 2016 年 1 月的腾讯首次领投的 33 亿融资，历经 5 年最终确定阵营，加入腾讯系。双方在微信钱包、小程序、腾讯地图、微信卡包等多项业务和产品上展开深度合作。我们认为，微信作为一款活跃用户超过 9 亿的超级流量入口，凭借微信支付+微信流量进一步扩大了美团点评的使用场景与流量引入。根据腾讯的 17 年二季报，其主动提及了“线下商业交易的支付业务快速增长，乃由于腾讯为拓宽线下商户基础而加强与美团点评及其他渠道合作伙伴的合作”，均侧面验证了美团在获腾讯入股后对其带来的显著流量支持。考虑到腾讯与阿里巴巴的竞争目前已从线上到线下展开了全面较量，美团作为腾讯在外卖及酒店预订领域用来抗衡阿里巴巴的饿了么、飞猪的核心主体，我们认为美团在未来依旧有望受到大股东腾讯的核心支持，推动公司的持续崛起。

图 17：微信流量+微信支付下，美团及其全资子公司摩拜有望持续获支持



资料来源：微信 APP，安信证券研究中心整理

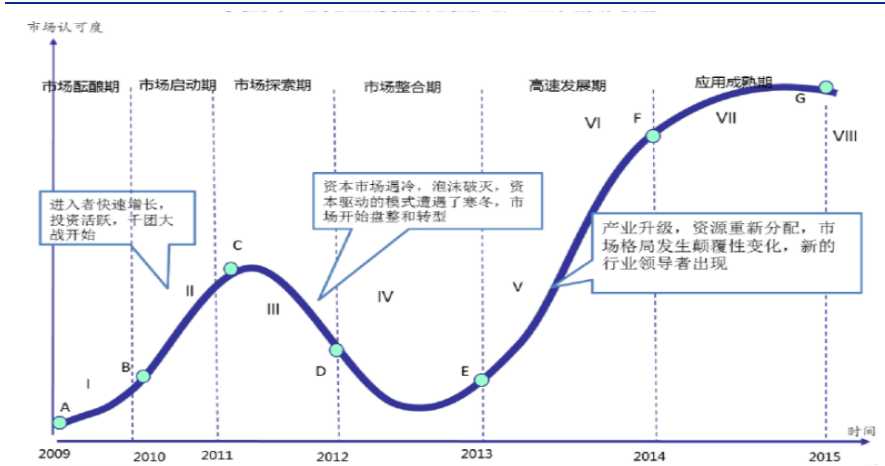
美团与大众点评合并后，获得了双方共同用户，进一步扩张用户规模。同时，到店、到家、出行、大零售生态大闭环的构建有力的丰富了用户体验，增强用户粘性。从 17H1 生活服务平台每月活跃客户数量看，美团为 13478.6 万人次，位居榜首，与第二的大众点评合计月活是第三的百度糯米的约 16 倍；并且从 17H1 到店客户端人均单日启用次数看，位居第一、二的美团和大众点评的总和是口碑的约 2.53 次。

## 2. 发家于到店团购：行业整合结束，美团点评绝对龙头

### 2.1. 于千团大战中脱颖而出美团点评，成功秘诀在何方

2008 年网络团购鼻祖 Groupon 上线，开启了中国团购行业的大幕。网上零售与本地生活服务的快速发展凝聚了大量的用户需求，中国团购市场一经触动，便迅速的爆发起来。2010 年 3 月团购平台美团网上线，经历了短短 7 年的到店团购发展史，团购行业已经迅速迭代整合，美团点评通过在各阶段采取洞见策略，成为到店团购行业当之无愧的龙头。

图 18：中国本地化生活服务团购产业发展周期



资料来源：易帆国际，安信证券研究中心

#### 2.1.1. 千团大战时期（2009-2014）：资本蜂拥而至，助推千团厮杀

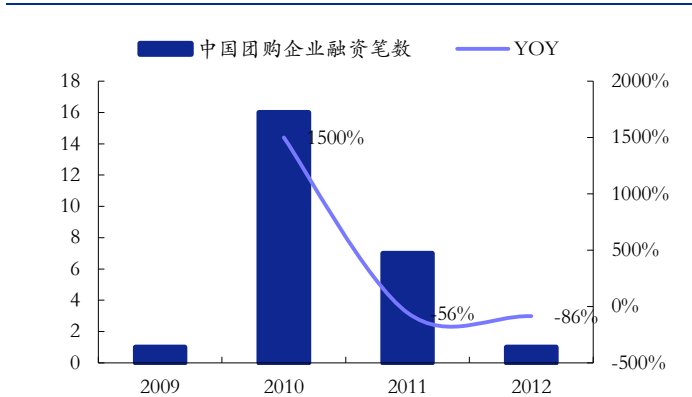
团购市场高速启动，基于本地化生活服务的团购网站呈几何级数增长，电子商务、即时通讯、分类信息服务等行业领先者也纷纷涉足。从 2010 年 3 月 4 日美团正式在华清嘉园里成立，到 3 月 21 日淘宝进场，团购在中国这片紧急发展的沃土上，以不可思议的速度蔓延开来，到 2011 年 8 月，我国团购网站的数量已经超过了 5000 家。

图 19：2011 年千团大战



资料来源：百家号，安信证券研究中心

图 20：2009-2012 年中国团购企业融资笔数



资料来源：易观《2012 年中国团购行业发展白皮书》，安信证券研究中心

2010 年中国团购企业获 16 笔融资，风险资金大量进入，整个市场陷入一种狂热的状态：用户在媒体、口碑等多方面引导下快速对团购模式有了进一步了解，并产生大量的付费交易；

跑马圈地成为主流，少数领先企业已经在思考网团市场价值核心并进行探索；行业门槛被资金推高。

与此同时，团购网站引发的的问题也频频发生，行业恶性竞争激化迅速洗牌。商户借网站宣传推销自己的位置迅速得到扭转，开始衡量比较与哪一家团购网站合作对自己更为有利，而为了争夺客户，有些团购网站对商户的底线不得不一降再降。而在这种博弈中，双方又必须保证自己的利润空间，于是，消费者成了这场利润争夺中的最终买单者。行业发展进入瓶颈，风投开始转战其他领域，资本驱动的模式遭遇寒冬，市场开始盘整转型。而仅仅过了 3 年，团购网站从数千家迅速下降至 2014 年上半年的 176 家。

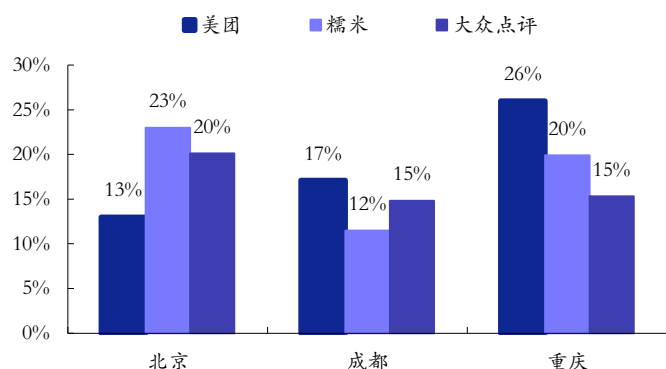
### 2.1.2. 三国争霸时期（2014-2015）：于千团凋零中绽放，美团精细化竞争策略

以百度全资收购糯米为节点，团购正式从千团混战进阶到美团、大众点评和糯米的三国争霸阶段。美团之所以能够在“千团大战”中脱颖而出，仅用短短 3 年就在同质化趋势明显的团购市场中占据龙头地位，靠的是强大率先把握住团购盈利的两大精髓：商户规模效应与客户习惯培养。

#### 1) 扩容商户形成大平台规模效应。

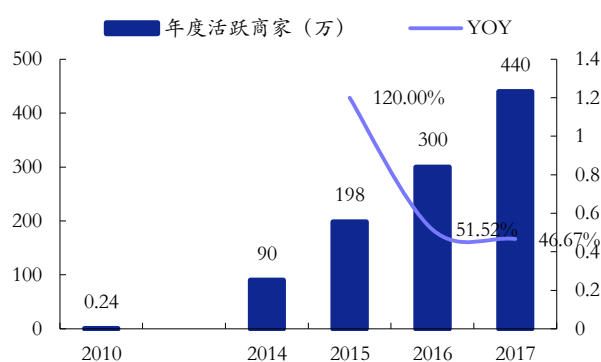
①率先抢占二三线城市大规模商家用户，先发形成规模效应。2010 年底美团确定圈地跑马的战略，在其他团购网站还在一线城市烧钱补贴争夺用户和市场份额的时候，美团已经率先开始了向低线城市的渗透，开拓二三四线城市的团购市场。2012Q1 美团在北京的市占率仅为 13%，远低于糯米 23% 的市占率，但在成都、重庆等二线城市，美团市占率远超其竞争对手。同时美团并没有在二三四线城市盲目扩张，而是充分利用数据对不同的区域和用户群体进行分析，综合每个城市的人口、GDP、淘宝消费指数、肯德基、麦当劳数量及电影院的数量等各项指标来计算投入产出比，保证每个城市的开拓均科学合理。当 2013 年初大众点评和糯米网开始开拓三四线城市时，美团从 2011 年开始积累的客户和商户资源已为其构筑了一条护城河。

图 21：12Q1 美团二三线市占率远超竞争对手



资料来源：易观，安信证券研究中心

图 22：美团商家增速较快

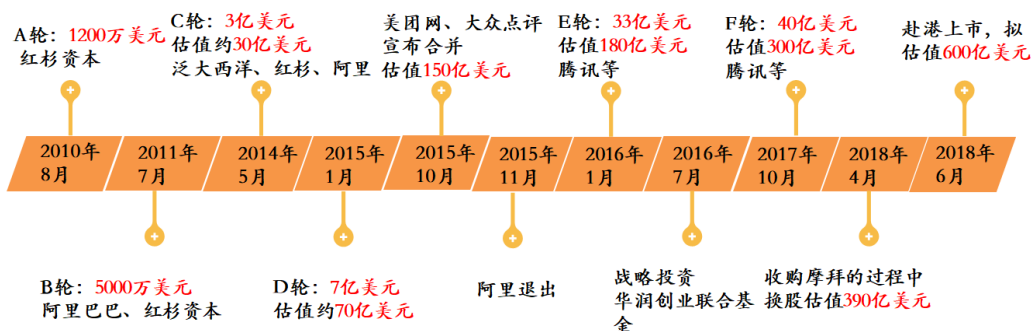


资料来源：招股书，安信证券研究中心

②精细化运作现金流，高效地推。在团购市场野蛮生长的过程中，团购网站主要依靠价格补贴和低价策略夺取市场份额，资金成为决定团购平台生死存亡的关键所在。从美团的融资历程看，2010 年 8 月美团就获得红杉资本 1200 万美元 A 轮融资。2011 年 7 月获得阿里巴巴和红杉资本 5000 万美元 B 轮融资，为其在团购的烧钱大战赢得了资金保障。



图 23：美团融资历程



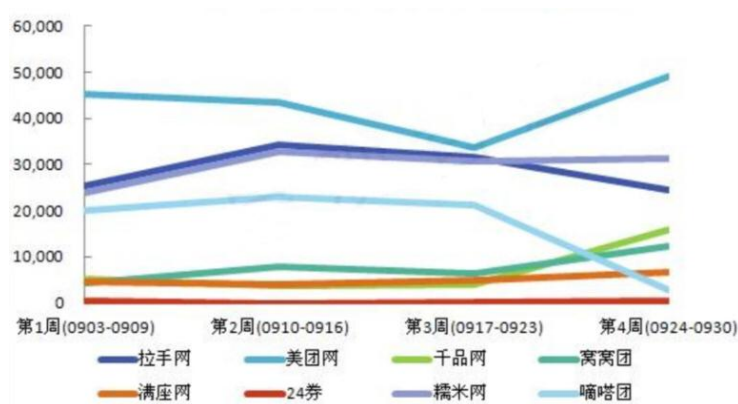
资料来源：招股书，虎嗅网，新浪财经，安信证券研究中心

尽管资金较为充裕，美团依然对推广成本进行精细化管控。与当时大量团购网站大量铺设硬广的策略不同，美团采取低成本的线上广告辅之大范围地推的方式，获取用户和商家。美团拥有一只高效的地推团队，当其他的团购网站通过硬广的方式获取在商家、用户领域知名度的时候。美团则是通过线下地推团队，帮助没有 O2O 意识的餐饮商家更好的线上化和使用线上服务功能，对接团购用户需求。根据环球网，2010 年美团成立初期合作的商户数量为 2400 多家。3 年后的 2014 年合作商户数量已经达到 90 万家。美团强大的地推能力为其在早期的团购大战中赢得了核心的商户资源。

③ 商户对应用户数较多，商户合作意愿更强。在各大团购网站纷纷一天上很多单的情况下，美团仍坚持每天只上一单。将所有的流量都导入一个商家。当商家发现在美团的流量和业务数倍于其他团购网站时，合作意愿也更加强烈。这就是聚焦的力量。商户规模效应形成后，平台的用户吸引力会上升。用户规模提升后，平台对商户的议价能力增强，因此可以收取更多的佣金。

## 2) 精准服务用户培养客户粘性。

图 24：12 年 9 月美团月度 PV 便已占优

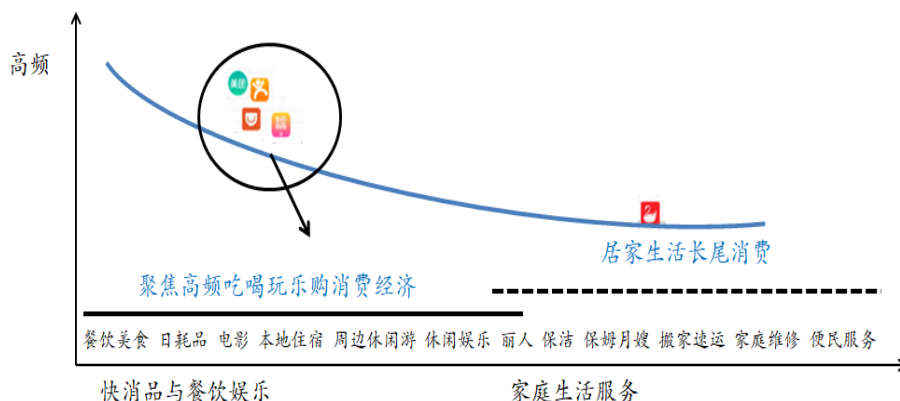


资料来源：易帆，安信证券研究中心

① 率先承诺无理由退款，建立呼叫中心。2011 年 3 月，美团网在成立一周年之际启动过期包退计划，承诺把过去一年内 1000 多万未消费的团购款退还给相应的美团用户。在 7 年前

的团购市场这是惊人之举，这种方法让用户享受了在团购网站得不到的消费保障，从而赢得了团购用户的信任，用户忠诚度进一步提升。同时大力建立呼叫中心，建成后，客服人员业务处理量翻番，平均每个用户节省了 3 分钟的等待时间，电话接通率提高了 50% 以上。

图 25：T 型战略向长尾市场渗透



资料来源：易帆，安信证券研究中心

②T 型战略满足用户全场景，高频交易带动低频交易。在早期团购业务积累大量用户和流量之后，2012 年美团提出以团购业务为基础，推行 T 型战略，由团购平台转型为 O2O 生活服务平台。横向，继续发展高频的餐饮团购业务，竖向则不断拓展细分行业如电影团购、KTV、酒旅、外卖、丽人等，通过 T 型战略，美团将平台定位于“吃喝玩乐全都有”的本地生活服务平台。以高频交易带动低频交易，全方位满足用户各种生活场景的需求。在 T 型战略实施后，美团上已成功孵化出猫眼电影，美团外卖、美团旅行三个细分行业品牌。三个品牌在各自的垂直领域也同样成为行业排名前列的产品。

### 2.1.3. 美团点评称霸期（2015-）：糯米基础仍在，严防口碑逆袭

美团与大众点评合并后形成规模效应，佣金率提升，团购业务实现规模盈利。美团和大众点评一直以较大的领先优势牢牢占据着到店团购行业前两名的位置，但是互相之间的竞争仍然非常激烈，在上游为了抢占商户资源，双方一直维持着较低的佣金率，而在消费一端，则提供了不同程度的补贴来争夺用户，这也导致了团购业务长期无法实现规模盈利。2015 年美团与大众点评合并为美团点评，团购市场由三国争霸转为美团点评一枝独秀。根据搜狐的数据显示，2016 年在餐饮团购 O2O 领域，合并后的美团点评市场占有率已经超 85%，行业龙头地位已经确立。双方合并之后有利于减少恶性竞争，合并之后美团点评凭借巨大的市场占比提升佣金率水平并且降低补贴力度，从而逐步实现团购业务的规模盈利。

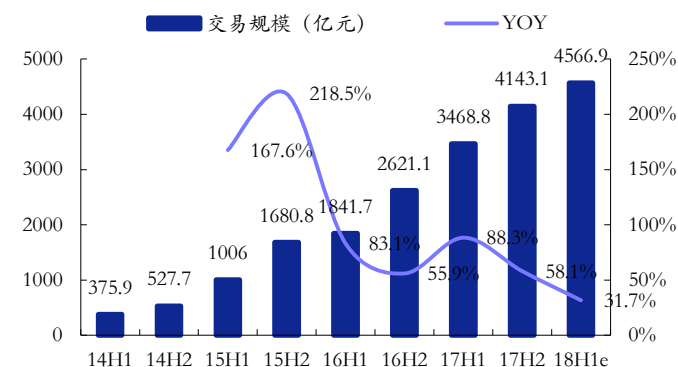
美团和大众点评有各自差异化的优势，形成整合互补效应。美团在传统团购基础上以自营的方式发力电影、酒店、旅游、外卖等垂直业务，并且都建立起了一定的领先优势，而大众点评除了团购业务以外，其广告推广业务则可以给线下商户提供更多样化的推广方案，同时在结婚丽人等低频高价业务上大众点评也拥有领先优势。所以合并之后的新公司拥有更为丰富的业务线，依靠双方的优势互补不断的完善在生活服务领域的生态布局。

## 2.2. 当前时点美团点评绝对优势地位确立，巨头差异化竞争

当前时点，到店团购业形成美团点评一家独大，糯米依托百度上下求索，阿里口碑虎视眈眈的局面。糯米网被百度收购后，仍有一定基础。另外值得一提的是阿里系的口碑，依托阿里

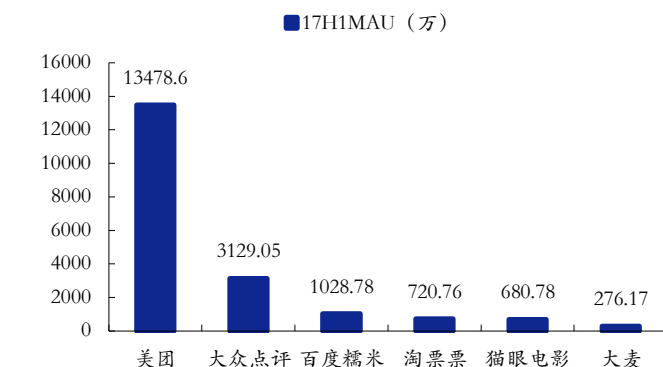
流量，近年来发展较快。

图 26：到店行业迅速发展



资料来源：易观，安信证券研究中心

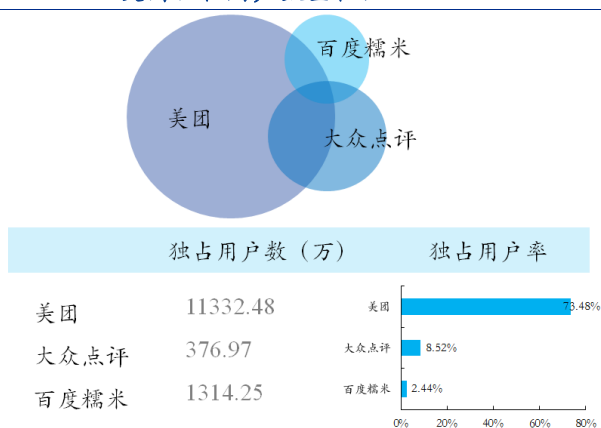
图 27：17H1 生活服务平台 MAU 美团占优



资料来源：易观，安信证券研究中心

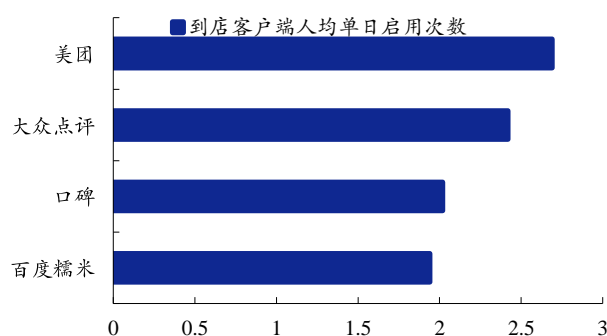
行业内主要竞争对手为百度系的百度糯米与阿里系的口碑，从整体 MAU、市占率等来看，百度点评占据了绝对的竞争优势，但糯米与阿里口碑亦开发出了差异化的竞争模式，分析比较二者的竞争模式对美团点评巩固行业优势地位与借鉴获得新发展思路均具有重要意义。

图 28：17H1 美团独占用户数量占优



资料来源：易观，安信证券研究中心

图 29：17H1 到店客户端人均单日启用次数



资料来源：易观，安信证券研究中心

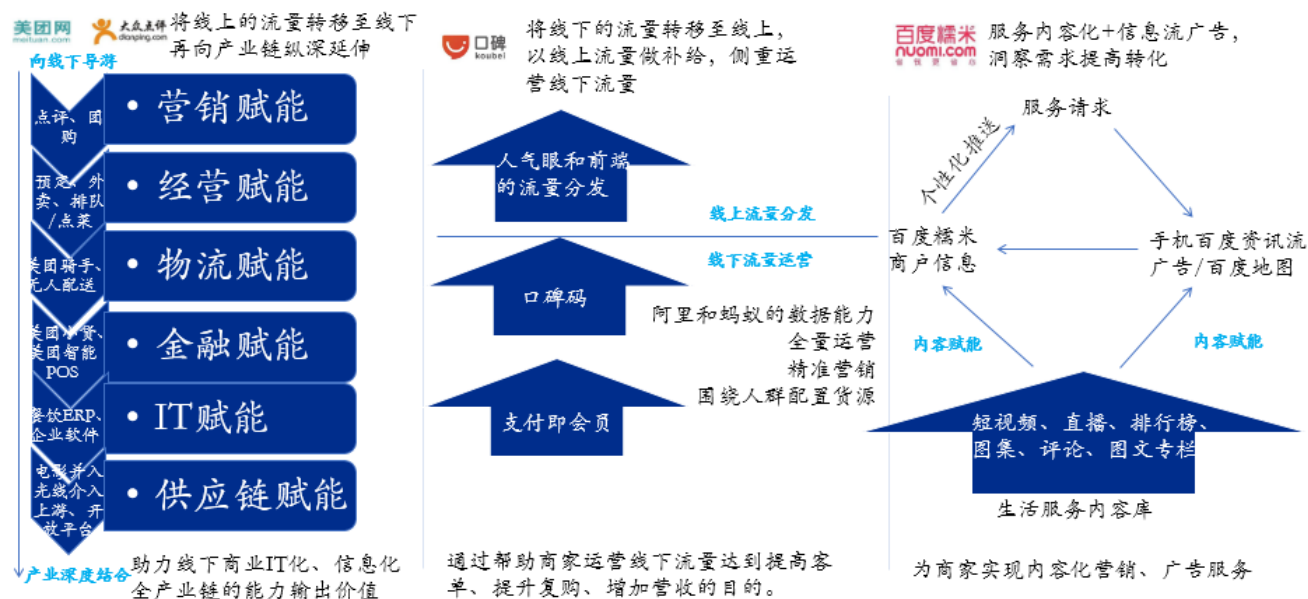
**1) 线下赋能线上——口碑。**口碑是阿里巴巴集团与蚂蚁金服集团整合双方资源，联手打造的一家互联网本地生活服务平台，于 2015 年 6 月 23 日正式成立。阿里巴巴将为口碑平台提供云计算、平台建设等底层的基础支撑，蚂蚁金服为口碑平台及平台的线下商户，提供移动支付、消费信贷、信用体系及小微贷款等多方面的金融服务。

**对用户：**2017 年双 12 结束后，口碑宣布推出线下消费 VIP 通行证口碑卡，可以在口碑 App 里免费领取。用户持有口碑卡在餐厅超市商场等线下商店消费时，就能享受相应的优惠和特权。除了折上 8.8 折优惠之外，口碑卡未来还将具备更多个性化的功能和权益。**对商家：**口碑借助支付宝支付能力与阿里大数据，大力赋能商家。口碑依靠阿里优势，面向商家三年内免费开放行业解决方案，商家无需缴纳平台入驻费和平台流量费。口碑提出“支付宝即会员”，帮助商家积累会员，并且提供了会员分层营销、潜客雷达、多会员等一整套专业的会员数据分析工具。

**2) 百度流量载体——糯米。**百度的优势一直都是技术，因此百度糯米可以利用百度旗下的搜索、地图、贴吧、视频、糯米中的海量数据对用户进行画像。糯米并入百度生态圈后，原

有的团购业务削弱，更加侧重于商家流量导入平台的定位，盈利模式也由传统收取佣金方式，转向广告等在线营销费用。

图 30：到店团购巨头已现差异化竞争



资料来源：易观，安信证券研究中心

分析美团点评、口碑与百度糯米的商业模式可见，三者已呈现出明显的差异化竞争趋势。

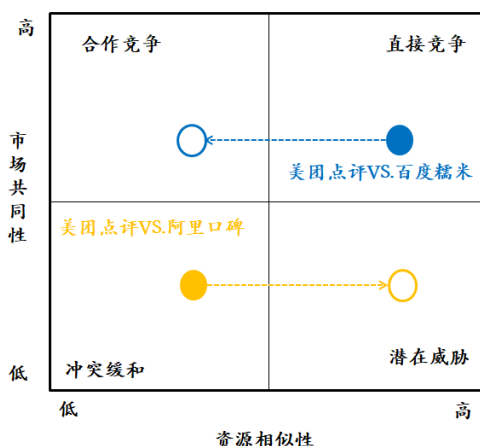
表 4：美团点评、百度糯米、口碑竞争交叉性分析

比较项目	口碑	美团点评	百度糯米
市场共同性	主要用户：习惯支付宝结算、到店付的人群 切入消费场景：超市、美食、电影、休闲娱乐、丽人、亲子、结婚 入口：口碑APP、支付宝一级入口	查找信息、团购、折扣优惠的人群 美食、电影演出、酒店、周边有、休闲娱乐、生活服务、景点门票、丽人、亲子、结婚等 美团、大众点评双平台、微信二级入口	查找信息、团购、折扣优惠的人群 美食、电影演出、酒店、周边有、休闲娱乐、生活服务、景点门票、丽人、亲子、结婚等 百度生态资源：手机百度、百度地图、百度钱包、百度糯米
资源相似性	商户：商超到店付上因支付宝移动支付领域地位具备绝对优势 资金：2017年1月新完成1亿美元融资 品牌：感知度低	在餐饮、电影、酒店住宿、结婚等核心品类具备较高商家议价能力 现金储备超30亿美元 知名度高	优质商户资源，特别是KTV、丽人领域占优 百度200亿投资，但百度未来重心聚焦AI，对糯米投入缩减 知名度中游

资料来源：易帆，安信证券研究中心



图 31：美团点评、阿里口碑、百度糯米竞争交叉性



资料来源：易帆，安信证券研究中心

美团与百度糯米因具备较高的市场共同性与资源相似性，处于直接竞争关系。但百度对糯米投入资源缩减，百度糯米定位日渐由线上团购转为商户在线营销平台的趋势，可能使得**两者竞争缓和为合作竞争**。口碑与美团点评因资源优势不同选择进入不同的市场，较低的市场共同性与资源相似性本使二者关系为冲突缓和，但口碑认知度、商户控制力依托阿里提升较快，将可能使**二者的关系升级为潜在威胁**。

表 5：美团点评、口碑、百度糯米竞争优劣势比较

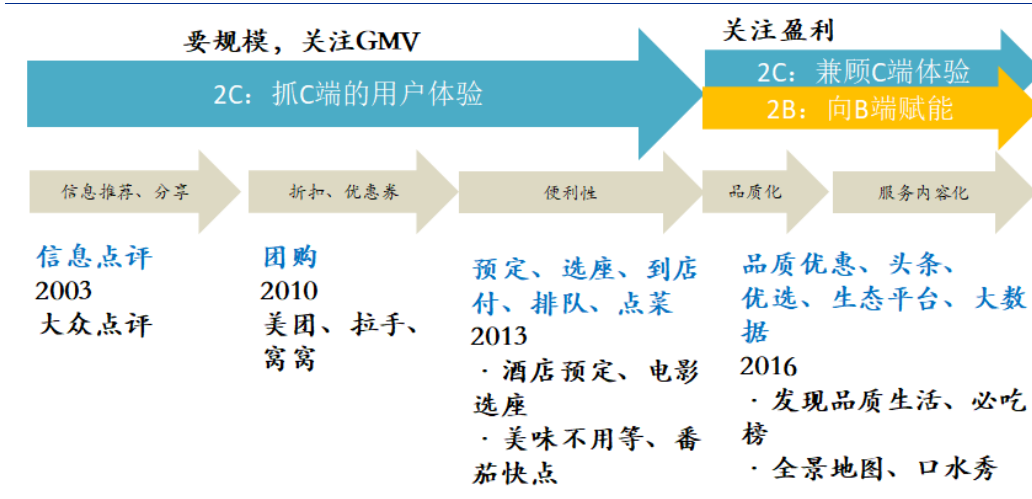
	美团点评	口碑	百度糯米
<b>优势/壁垒</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>率先攻城掠地，庞大的商户基数、品类、地域覆盖</li> <li>强大的地推团队、执行力</li> <li>随时间沉淀的用户粘性，品牌效应</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于阿里消费体系的用户积累，支付宝在移动支付 90% 的渗透率、一级入口位置</li> <li>阿里消费数据积累及大数据挖掘能力</li> <li>蚂蚁金服线下业务资源和团队</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>百度体系手机百度、百度地图与糯米资源协同</li> <li>百度大数据、人工智能在产品中的应用与对用户体验提升优势</li> </ul>
<b>巨头背景</b>	腾讯战略投资，开放入口	阿里巴巴和蚂蚁金服共同出资	直接归属百度旗下，作为服务生态核心
<b>资金</b>	多轮融资总额 300 亿人民币以上，194 亿现金，流动资产 544 亿	2017 年 1 月完成 11 亿美元融资	百度曾向糯米投资 200 亿元

资料来源：安信证券研究中心整理

## 2.3. 商业模式进化：2C 转向 2B+2C

到店业务发展路径因业务成长面临的阶段性问题发生转变。到店业务前期聚焦于团购模式带来的优惠，通过优惠折扣吸引用户，对商家的价值则为扩大销量的手段。但随着消费升级，用户端更加追求社交属性，期待获得交互式的店家评价与品质生活，大众点评通过构建用户社区具有优势；而对商家而言，除了机械式的依靠团购获得流量，商家更期望将团购平台作为增加店面曝光度的营销手段，期待获得平台提供的生活社交圈传递有用信息。

图 32：到店业务呈现 2C 到 2B+2C 转变趋势



资料来源：安信证券研究中心整理

兼顾 C 端体验，同时进一步赋能商户助其解决运营痛点，成为平台提高竞争力的砝码。本地生活服务平台营收来源于商户，因此平台要实现盈利，必须解决商家如何获取更多收益的问题。本低服务商户在未全面 IT 化，互联网化之前，整个产业链运营环节存在许多可以通过营销、技术赋能提升效率、优化成本之处。

2015 年 10 月美团点评战略合并后，开始逐步确立“吃喝玩乐全都有”与“发现品质生活”的差异化定位。在赋能商户的做法上，美团点评的打法是从服务营销末端到服务全产业链，瞄准的方向是产业纵深，而不再仅停留在营销的导流与交易上。以猫眼电影为例，通过向影视产业上游投资、宣发、制作环节发展，成功从电影票销售公司升级为电影公司，餐饮业务的发展路径也开始复制电影业务的成功经验。

图 33：美团点评到店业务战略



资料来源：易观，安信证券研究中心

图 34：美团开店宝 APP 界面



资料来源：美团点评，安信证券研究中心

图 35：美团点评餐饮开放平台



资料来源：美团点评官网，安信证券研究中心

**提供餐饮服务整体解决方案。**2016 年美团点评推出餐饮开放平台，与餐行健、天财商龙等餐饮 ERP 服务商合作，将餐饮服务的整体解决方案提供给线下商户。在经营方面，利用平台积累的大量消费数据，帮助商户提高效率增加盈利。餐饮开放平台上线后，商户可以在美团餐饮开放平台的后台高效完成团购、支付、外卖订单管理、餐厅选址、门店管理等业务，实现商家赋能。

图 36：美团点评管家界面



资料来源：点评管家官网，安信证券研究中心

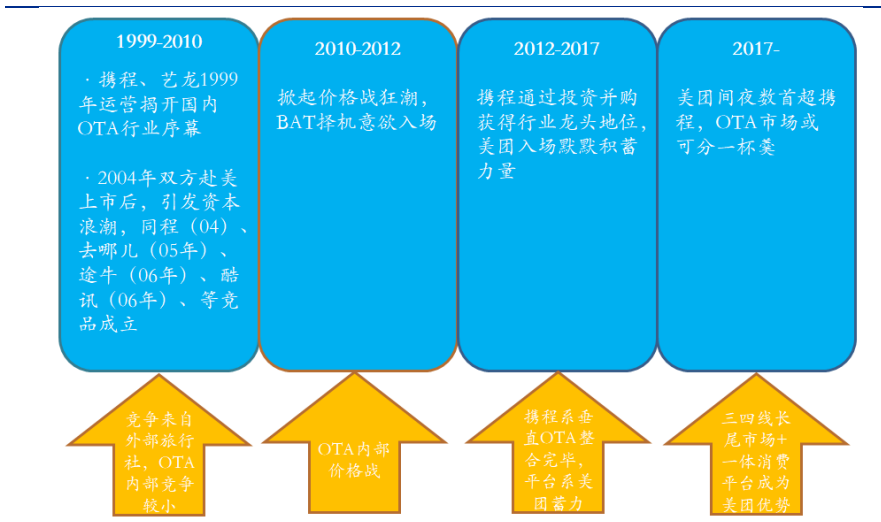
**上线营销商家 APP 助力商户营销推广。**在营销层面，美团上线了“美团开店宝”和“点评管家”两款官方 app，在两款产品中推出“推广通”、“评价管理”、“口碑管理”、“顾客营销”等窗口，帮助商户进行个性化分析，实现精准营销和提高消费者粘性。此外，美团还为中小商家提供低成本的美团小贷等金融服务，按照贷款金额的不同，分为“极速贷”和“经营贷”两大业务。

**投资 B 端产业链纵深发展。**以餐饮为例，根据亿欧数据显示，美团点评投资了硬件服务商屏芯科技、软件服务商餐行健、SaaS 服务商天子星、餐饮 ERP 服务商天财商龙、偏向餐饮内容的垂直自媒体餐饮老板内参。

### 3. 酒旅业务：携程仍执牛耳，美团搅动风云

#### 3.1. 复盘 OTA 巨头拼杀间隙崛起的美团成功秘诀

图 37：OTA 市场竞争史亦是美团厚积薄发崛起史



资料来源：安信证券研究中心整理

##### 3.1.1. 美团点评入局前：携程具有先发优势，细分竞品涌现

BAT 巨头入局前，垂直系 OTA 争相创立，行业开始萌芽发展。国内 OTA 行业起于 1999 年携程、艺龙成立，在行业萌芽期进入的两家 OTA 起初均通过电子商务和呼叫中心结合的方式，解决国内机票和酒店的基本预订服务需求，携程作为中国 OTA 先入局者，较早便受到了资本的青睐，之后 2004 年携程完成在纳斯达克上市。携程、艺龙两家公司成功上市给资本市场带来了激情，在资本市场青睐下，同程（2004）、去哪儿（2005）、途牛（2006）、酷讯（2006）等细分领域在线旅游公司陆续成立开张。

图 38：携程上市前融资情况



资料来源：百家号，安信证券研究中心整理

行业萌芽期竞争主要来自外部，内部竞争较少，各垂直系 OTA 蓬勃发展。1999-2010 年为线上旅游业务发展萌芽期，各 OTA 间竞争并不激烈，各公司都在自己主营业务上快速发展，更多竞争来自外部旅行社，携程此时的竞争策略一方面是大进行广告促销，抢占线下旅行



社、酒店客户资源，另一方面发挥先发优势，较早的实现上市后，在酒店业务上唯一能进行竞争的对手为艺龙。

### 3.1.2. 美团试水期：携程并购成龙头，美团平台类优势在获客

**OTA 间竞争激烈，携程大举并购形成行业龙头。**行业发展到 2010 年，市场中涌现大量 OTA 公司，竞争日趋激烈。在搜索引擎的流量引入方面的竞争逐渐白热化，获客成本增高。各家公司的业务覆盖交叠，引发频繁直接竞争。各巨头之间开始了大规模的价格战争。**大规模价格竞争引发 OTA 巨头盈利性下降，携程此时采取的竞争策略为通过大规模投资并购缓解竞争。**携程先后与艺龙、去哪儿、同程、途牛等并购及投资合作，通过投资并购，价格战最终收尾于携程系行业占优的局面。

表 6：12 年后携程大举投资并购，获得 OTA 界霸主地位

时间	被投资主体	方式	意义
2012 年 2 月	松果网	投资	松果网是国内中小酒店等经济类酒店的预订网站，约 80% 的酒店房间的价格低于人民币 200 元。
2012 年 2 月	途家网	投资	途家网提供中高端度假公寓网络预定服务
2014 年 4 月	同程网络	投资 2 亿美元成为二股东(持股 30% 左右)	同程是一家领先的当地景点门票服务提供商
2014 年 5 月	途牛网	作为锚定投资者在途牛 IPO 中认购 1500 万美元股票	途牛专门从事中国休闲团体游业务并于 2014 年 5 月 9 日在 NASDAQ 上市
2015 年 5 月 22 日	艺龙	约 4 亿美元收购艺龙 37.6% 股权	携程在艺龙董事会获得一个席位，双方继续作为两个独立业务经营
2015 年 10 月	去哪儿	艺龙与百度完成换股，携程从百度获得了去哪儿的 1.789 亿股 A 类普通股和 1145 万股 B 类普通股	携程拥有了去哪儿网约 45% 的投票权，而百度拥有携程普通股可代表约 25% 的投票权。
2016 年 10 月	去哪儿	参与私有化交易	去哪儿母公司由 Ocean Management Limited、携程和其他股东共同拥有

资料来源：携程公告，安信证券研究中心

**垂直系 OTA 线上获客成本攀升，开始布局“酒店+”引流。**大规模的价格竞争使得各 OTA 巨头获客成本高企，同时线上流量趋于天花板，投入回报率将低，OTA 巨头开始关注更有效率的流量引入方式，**垂直系 OTA 开始纷纷布局新获客工具：一方面通过完善旅游生态圈增加既有客户粘性；另一方面，扩界出行、民宿等“酒店+”领域，攫取综合服务类用户成为行业趋势。**但垂直类平台在布局综合用户服务上能力较弱，尤其 BAT 在大生态闭环上具有垂直系无法比拟的优势。

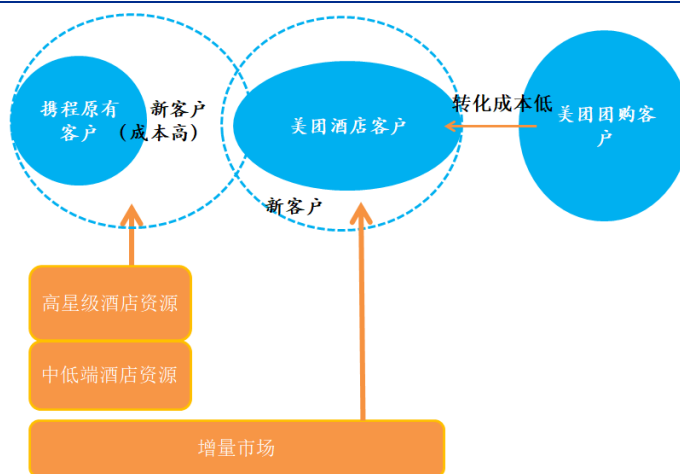
图 39: BAT 巨头布局 OTA 情况



资料来源: 安信证券研究中心

**BAT 巨头在 OTA 领域开始涉足，综合平台涉及 OTA 相较垂直系具有获客优势。**百度作为去哪儿的投资方，在携程投资去哪儿的换股协议中成为携程的主要股东。阿里将阿里旅游先后更名为去啊和飞猪，主打单项资源的平台销售以及双十一折扣预订，同时向多家旅游企业投资。腾讯先后投资艺龙和同程，旗下的美团点评及美团点评孵化的榛果民宿也涉足旅游行业。美团点评作为垂直类综合生活服务平台，依托美团团购业务积累的基数用户与综合类平台获客成本低的优势，在行业获客成本攀升大环境下，具有客户端获客优势。

图 40: 美团入局阶段竞争逻辑

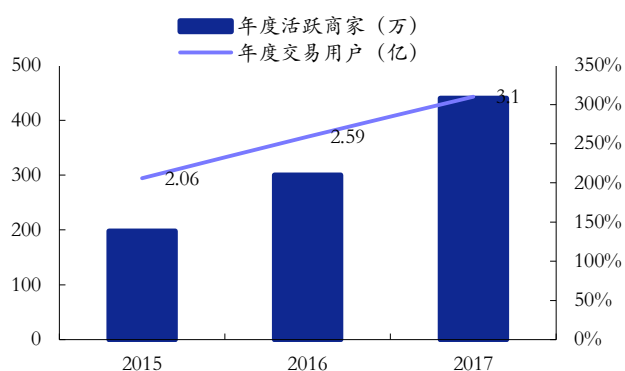


资料来源: 安信证券研究中心整理

美团此时进军 OTA 的策略为首先从自己擅长的团购方式切入旅游酒店市场:

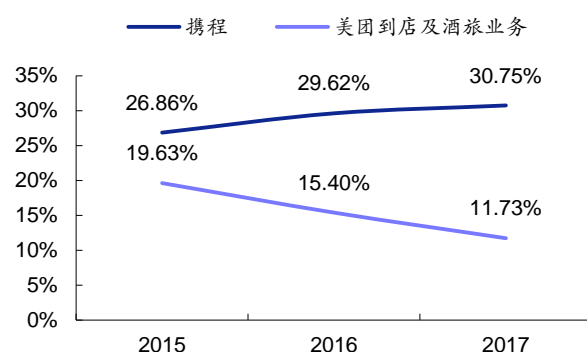
**1) 用户端:** 作为综合平台，原有客户基础较大，团购用户转化成本低于 OTA 获客成本。在打通“吃住行游购娱”全场景一体化的商业模式后（吃喝玩乐全在一个 APP 中都能找到），其在庞大的价格敏感性客户资源下，为其开发中低端酒店的线上团购业务奠定了相当可观的流量基础，开发中低端酒店的获客成本极低。美团销售费用率 3 年来由 19.6 下降至 11.7%，携程则由 26.86% 上升至 30.75%，美团团购用户形成后依靠约 2-3 元单客转化成本销售费用率大幅下降，垂直系 OTA 获取新用户边际成本却逐渐上升，获客成本 100-200 元左右。

图 41：美团点评商家、用户规模基础好



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 42：15-17 年携程与美团到店及酒旅业务的销售费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2) 酒店商家端，一开始美团的定位为“只做增量市场”，借此避开与携程系正面冲突，同时利用美团强大三四线基础，迅速扩张酒店业务规模。用户端巨大基数与商家端的广阔增量市场，带动了了此时期美团的迅速做大。

### 3.1.3. 美团涉足高星级，直面携程始扛压

2016 年美团始开始进军高星级酒店，与携程开展正面碰撞，高地推能力与低获客成本带来的低佣金率使之受高星酒店青睐。以 2016 年 12 月美团签约洲际酒店集团为标志，双方矛盾开始激化。携程的优势在于先发优势带来的十多年的品牌积累和高星级酒店对品牌的认可。美团提出稳步推进高星级酒店业务，由于携程近年来提升佣金率的措施使得高星酒店开始寻求更多低佣金率渠道，美团高地推能力与低获客成本带来的成本节省使之有底气降佣金率至 8%-10% 左右，低于携程系的佣金率使之在携程之外成为高星级酒店的渠道之一。

图 43：美团酒旅业务发展历程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

**高星级酒店拓展成果：**2017 年美团拿下了超过 15000 家高星酒店，包括洲际酒店集团、香格里拉酒店集团、希尔顿国际酒店集团等 130 余家国际酒店集团旗下的住宿产品。18 年初，美团拿下了全球知名度假连锁集团 Club Med 地中海俱乐部，证明美团稳步拓展高星酒店进程同样稳健。

图 44：美团、携程历史竞争策略

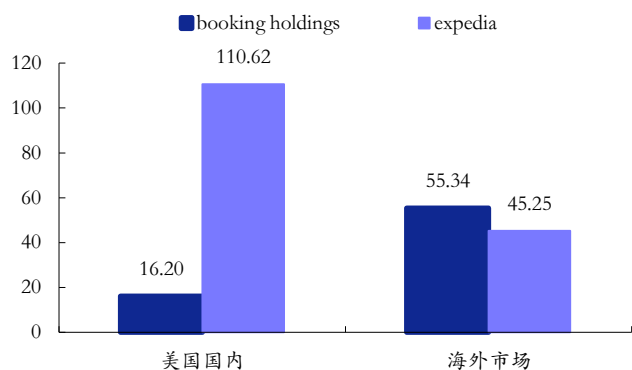


资料来源：安信证券研究中心整理

### 3.2. 对标美国看 OTA 行业存在双巨头可能性

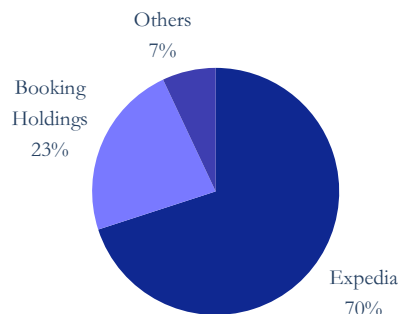
OTA 行业并非一家通吃，双龙头存在可能性。最典型的例子莫过于 OTA 全球市场龙头 Expedia 与 Priceline。Expedia 为美国酒店 OTA 绝对龙头，Priceline 则主打欧洲及全球市场，差异化区域定位下，海外 OTA 形成双强格局。Expedia 的签约酒店总数约 26 万家，其中大部分收入来自美国本土市场，且在美国酒店预订的 OTA 市场占比高达 70%（Phocuswright 的数据统计）。Priceline 的签约酒店数量达到 42.5 万家，为欧洲 OTA 的龙头，来自美国的收入在 17 年仅占其营收的 12.8%，在美国的酒店预订 OTA 市占率约 23%；核心收入来自欧洲的 OTA 市场。

图 45：booking、expedia 业务收入地区占比情况（亿美元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 46：Expedia 在美国的在线旅游市场中市占率高达 70%

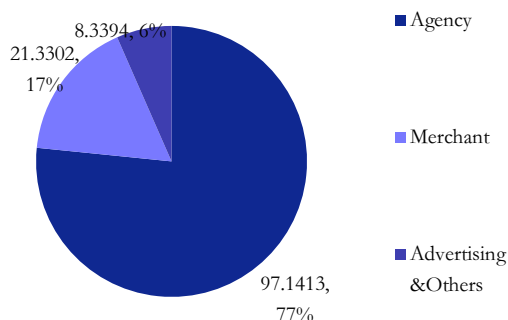


资料来源：Phocuswright (New York-based 旅行市场调研公司)，安信证券研究中心

高达 70% 连锁化率下，美国酒店 OTA 形成 Expedia 独大格局，Priceline 差异化区位打法，实现两强并列的竞争格局。通过分析当前的美国 OTA 格局，可以看到其本土市场已经接近形成了 Expedia 一家独大的格局。我们认为主要的原因是美国酒店行业的连锁化率已经高达 70%（根据 STR 数据），2013 年的美国酒店集团 CR3 和 CR10 的市占率更是分别高达 41.5% 和 70.5%，使得不同 OTA 在抢占美国酒店市场时的手段变成了与龙头酒店集团的直接谈判签约，即能拿下前十酒店集团的合约，谁就能控制美国酒店 OTA 的大部分市场份额，不存在国内特有的酒店长尾市场（中低端、且区域分散的单体酒店占比超过 70%），因此市场竞争格局就容易形成赢家通吃的格局。Expedia 作为成立于 1996 年的美国 OTA 企业，其在美

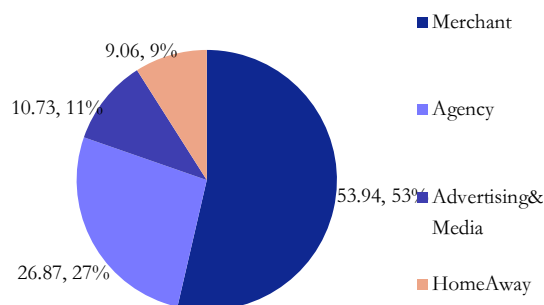
国的酒店市场预定中具有更本土化的销售团队优势，以及更早进入资本市场所带来的资金优势。通过持续并购和大额市场营销的扩张模式打下美国酒店市场后，来自荷兰的 Booking（Priceline 的酒店 OTA 预定主体）很难再撼动其地位，因此转而深耕欧洲及海外市场，并持续筑高壁垒，实现区位扩张上的博弈平衡，奠定了海外 OTA 两强并列的竞争格局。

图 47: booking17 年代理（佣金）收入占大头（亿美元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 48: expedia17 年批发收入占比最高（亿美元）

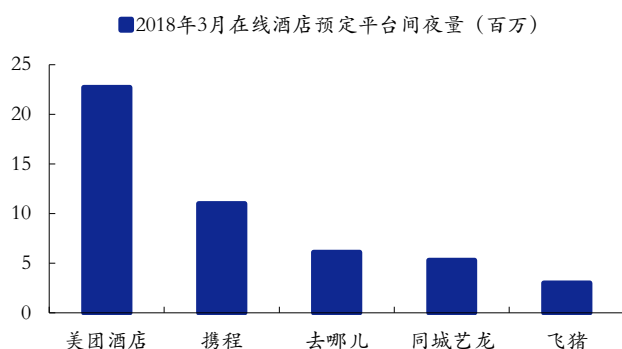


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

### 3.3. 国内 OTA 走向何方：美团携程互杀概率低，行业有望迎帕累托最优

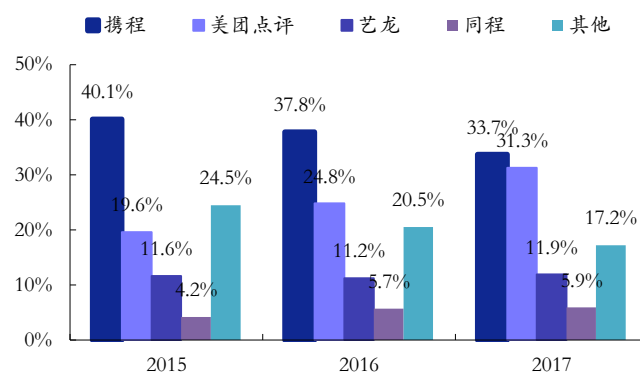
1) 当前时点的 OTA：按国内间夜量计，美团已成为中国第二大酒店预定平台。截至 2017 年 12 月 31 日，美团已于中国约 33.92 万家酒店保持合作关系，并创下单日国内酒店预订间夜量 157 万的记录。2018 年 3 月，美团酒店以 2270 万的单月间夜量首次超过携程、去哪儿、同程艺龙的总和。同时，2018 年第一季度，美团酒店以 5770 万的订单总量，位居行业第一名。在订单量、间夜量两个关键指标上，有“集团军”之势的携程系，已经被单枪匹马的美团所超越。在酒店服务市场中，17 年携程系占据 33.7%，美团点评占据 31.3% 市场份额，具备一定的竞争优势。

图 49: 18Q1 在线酒店预订平台间夜量



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 50: 美团酒店市占率稳步提升

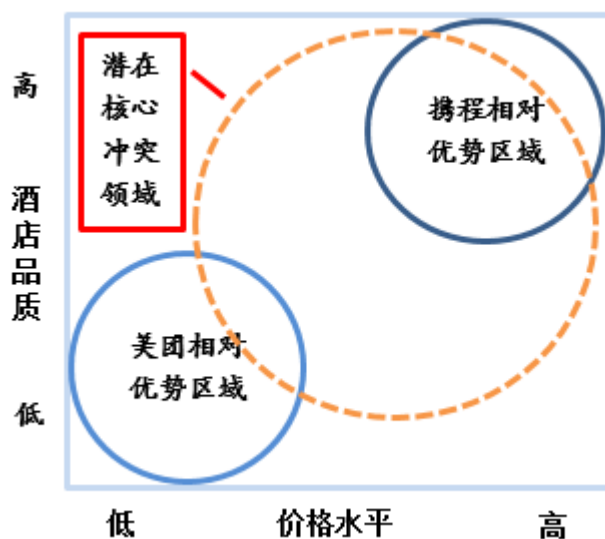


资料来源：招股书，安信证券研究中心



## 2) 美团与携程错位竞争。

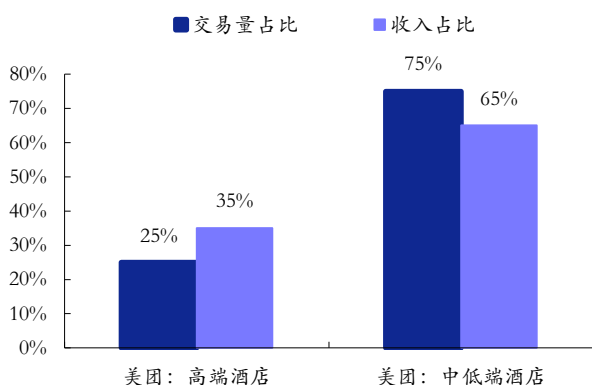
图 51：美团、携程差异化竞争分析



资料来源：安信证券研究中心整理

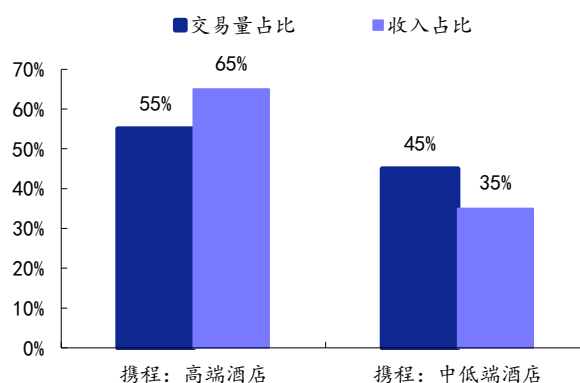
生态圈内庞大的价格敏感性客户引流下，美团在中低端酒店预订中领域成为王者。美团以团购出身，客户更多对成本较敏感，且自身在打通未来“吃住行游购娱”全场景一体化的商业模式后（吃喝玩乐全在一个 APP 中都能找到），其在庞大的价格敏感性客户资源下，为其开发中低端酒店的线上团购业务奠定了相当可观的流量基础，开发中低端酒店的获客成本极低。叠加公司推行的酒店佣金仅 8%-10%，低于当时 OTA 的 10%-20% 佣金率，美团凭借价格敏感性消费者流量资源+低佣金率，在中低端酒店的市场中站稳了脚跟。

图 52：美团酒店业务以中低端酒店为主



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 53：携程酒店业务以高端酒店为主

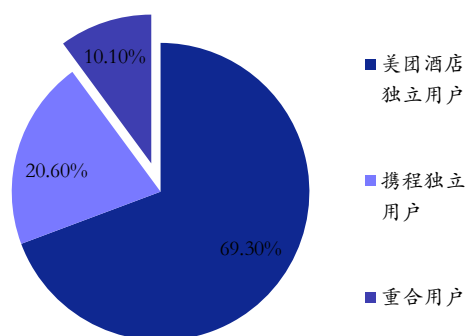


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**三大差异定位（差异化的客户资源+差异化的酒店合作商+差异化的品牌定位。）决定美团、携程错位竞争互杀概率低。**对比携程，其核心客户主要为中高收入的白领阶层，因此其在酒店产品也以高端酒店为核心。通过数据对比可发现，高端酒店在交易计量与收入占比上均占据携程过半份额；而中低端的酒店在美团的占比均超过 2/3，两家企业在酒店布局上的重合度低。此外，在客源结构上，我们根据 Trustdata 的数据可发展，美团酒店与携程的客户重合率仅 10.1%，与去哪儿网的重合用户仅 4.9%。**在差异化的客户资源+差异化的酒店合作商+差异化的品牌定位下**，无论是美团想要拓展高端酒店市场，还是携程想要拓展中低端酒店

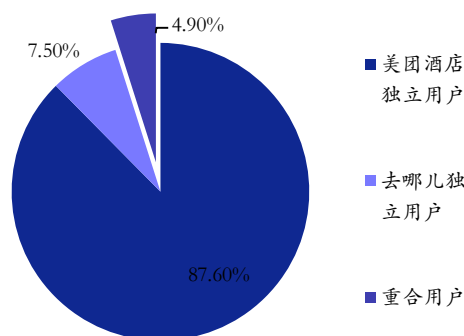
市场，两个进攻策略不仅在壁垒和成本上较大且回报率率低，而且对各自的品牌定位均无法符合。因此，我们认为酒店 OTA 将大概率维持目前的美团（中低端）与携程（中高端）的两强格局，未来两者均降佣金率而互夺对方市场的两败俱伤格局可能性低，酒店行业的 OTA 格局有望迎来帕累托最优。在未来没有第三方竞争者强势介入的情况下，我们预计美团的酒店业务在未来有望迎来持续业绩释放期，并为公司拓展出行、外卖、生鲜零售等业务扩展提供良好且稳健的现金流。

图 54：2018 年 2 月美团酒店与携程重合用户占比为 10.1%



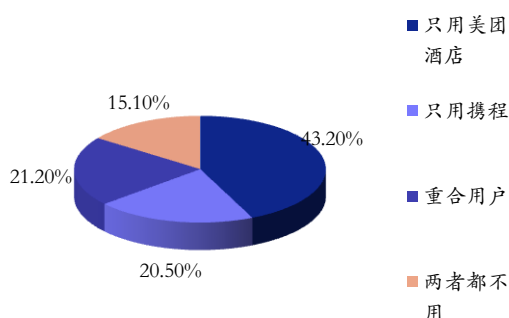
资料来源：Trustdata, 安信证券研究中心

图 55：2018 年 2 月美团酒店与去哪儿重合用户占 4.9%



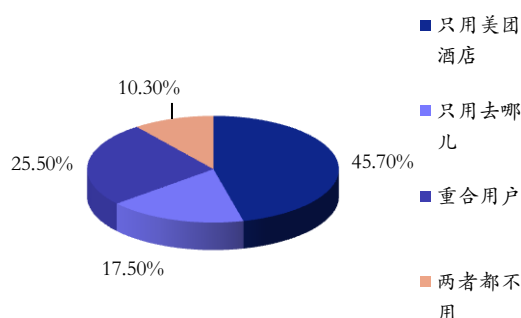
资料来源：Trustdata, 安信证券研究中心

图 56：2018 年 3 月美团酒店与携程重合用户去向



资料来源：Trustdata, 安信证券研究中心

图 57：2018 年 3 月美团酒店与去哪儿重合用户去向



资料来源：Trustdata, 安信证券研究中心

表 7：美团与携程酒店业务优劣势简单总结

	美团酒店业务	携程酒店业务
优势	<p>美团构建了生态系统，且拥有海量用户，酒店业务获客成本极低</p> <p>美团其他业务在低线城市具备竞争优势</p> <p>美团在本地化消费具有很大优势</p>	<p>酒店资源链深，拥有忠实的核心资源</p> <p>核心客户为高净值客户和商旅客户，在中高端酒店领域拥有领先优势</p> <p>在出行领域优势明显</p>
劣势	<p>中高端资源控制力弱</p> <p>售后服务相对较弱</p>	<p>获客难度大，需要大力推广营销，成本巨大</p> <p>因价格战引起的降价或会显著影响盈利能力</p>

资料来源：旅游圈，安信证券研究中心

3) 美团入场后 OTA 行业将走向何方？一个垄断的市场从经济学的角度上是不利于消费者权益的，同时缺少竞争的环境也不利于商家保持创造力。美团入场 OTA 对整个行业来讲，经历过价格战厮杀的巨头 OTA 重蹈覆辙概率不大，且携程获客成本增高+进军海外亦大概率不会重开价格战。美团的进入将倒逼 OTA 巨头开展自我革新，由传统酒旅预订业务转型向“酒店+X”为未来的发展趋势。通过双方竞相提高服务客户能力，OTA 的市场环境将焕然一新。

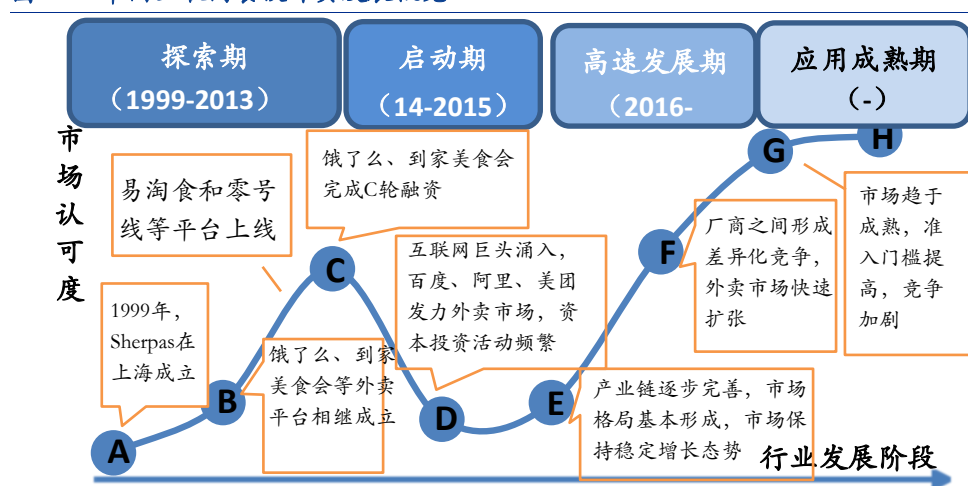
## 4. 餐饮外卖后发制胜，美团点评基因何在？

### 4.1. 美团外卖后发制胜基因探秘

美团外卖起步初期，外卖领域被饿了么独霸天下。2009 年饿了么便已切入外卖市场，4 年之后，2013 年 9 月美团外卖立项。从 2014 年进入市场的后起之秀到今天行业一哥，美团越过了“三重门”。

1) 大举融资并发挥地推优势精细化管控成本。14 年美团加入外卖激烈竞争前，市场已经在饿了么的带动下开始疯狂补贴烧钱抢占市场，美团敢于在这种时候加入战场并在烧钱大战中存活下来成长至外卖一哥，离不开背后雄厚资本的支撑——红杉、阿里巴巴、淡马锡、高瓴、腾讯等等。美团在团购市场千团大战期间便培养了雄厚的地推能力，在后起追赶饿了么过程中，靠此实现了精细化成本控制。与同行相比，美团外卖获得一个用户的成本是最低的。14 年 4 月，美团外卖从成都高校入手，抢占高校市场。9 月开始，双方进入烧钱阶段，最夸张的时候，行业里甚至出现了满 25 元减 24 元的补贴。于是美团外卖决定给出每月预算，到达预算便停止活动，依靠地推拉拢商家，发传单等措施抢占市场。

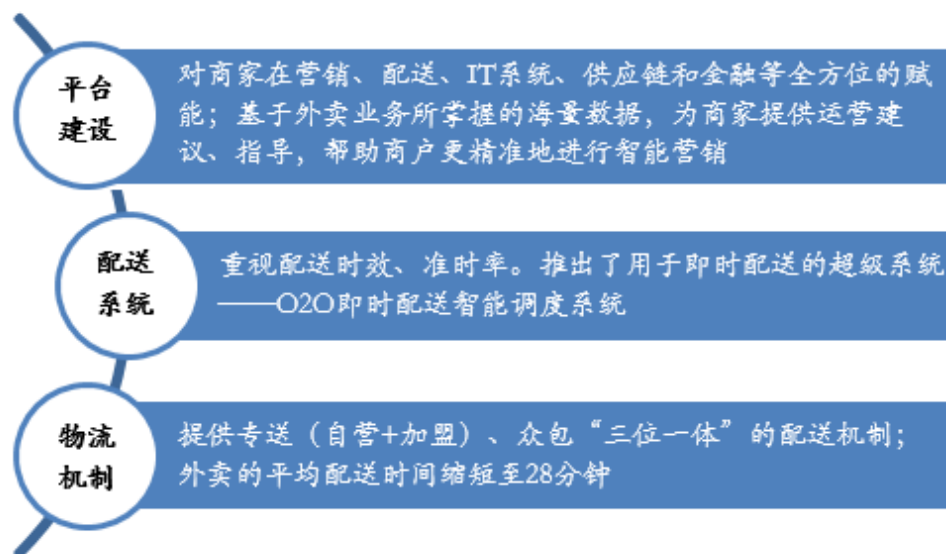
图 58：中国互联网餐饮外卖发展概览



资料来源：易观智库，安信证券研究中心

2) 在高歌猛进的同时坚持在服务质量、客户体验、技术创新等领域精耕细作，提高竞争“软实力”。疯狂的烧钱战争下，美团坚持不断提升服务质量、客户体验和技术创新，这种“软实力”为烧钱补贴降温后的攻城略地提供了坚实的基础。美团外卖推出了签独家商家的策略，提高优质供给。与肯德基、麦当劳、必胜客、西贝莜面村、金百万、大鸭梨、眉州东坡、吉野家等全国 5 万多家高品质大连锁餐厅达成战略合作，通过上线更多的品质商户，让食品安全信得过的企业得到更多的品牌曝光，引导消费者选择品质餐厅，重视安全用餐。

图 59：美团外卖优势



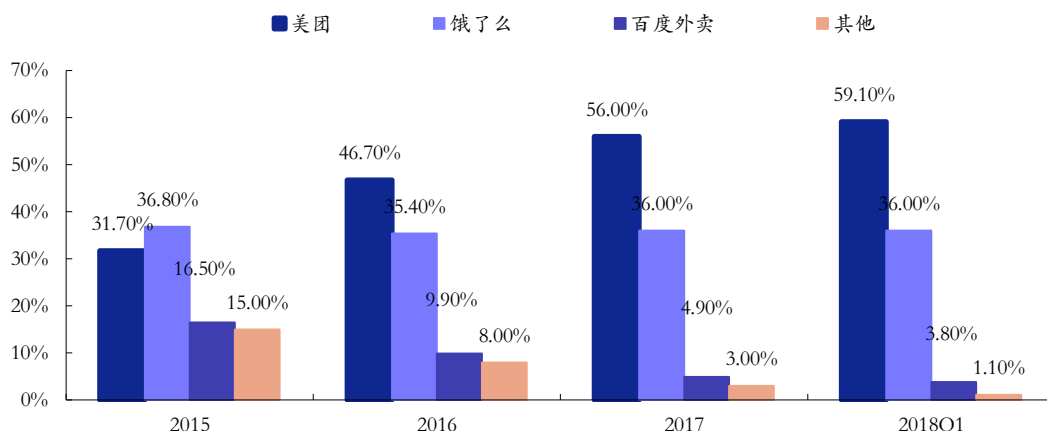
资料来源：搜狐科技，安信证券研究中心

3)合并大众点评与加入腾讯系也使得美团外卖的市场有了飞跃。美团与大众点评合并给美团外卖带来引流，昔日对手变队友，强强联手如虎添翼；腾讯投资美团后开设的微信、QQ 入口锦上添花，给美团带来巨大流量红利。

#### 4.2. 外卖竞争进入稳定期，美团、饿了么双寡头

1) 行业集中度进一步提升，目前已经进入美团、饿了么双雄争霸的局面。随着 2017 年饿了么公开宣布收购百度外卖成为旗下独立运营的子公司，美团与饿了么在外卖市场上除了彼此再也没有其他能够构成威胁的竞争对手。根据艾瑞咨询和美团招股说明书数据显示，2018 年第一季度，美团与饿了么、百度外卖交易规模之和占整个行业的 98.9%，其他竞争对手交易规模之和仅占 1.1%，行业头部集中，新进入者竞争威胁较小。

图 60：15-17 年外卖行业参与者市占率变化

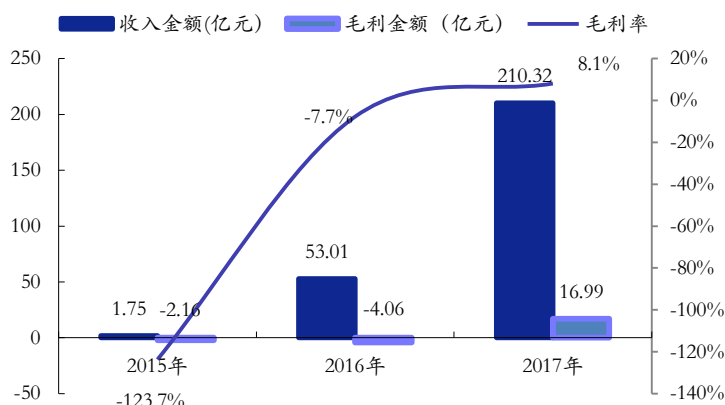


资料来源：艾瑞咨询，招股说明书，安信证券研究中心

2) 行业竞争格局稳定，由抢占市场变为追求盈利。美团 17 年外卖业务毛利 17 亿元，饿了么部分地区开始盈利。外卖业务的盈利点主要在于商户抽成、广告费、配送费等，由于目前

行业的竞争格局基本稳定，各大外卖平台也逐渐从烧钱抢市场转为谋求盈利。根据美团招股说明书的数据，美团的外卖业务在 2017 年已经实现营收 210 亿元，产生毛利 17 亿元，相应毛利率 8.08%。而饿了么 CEO 张旭豪也曾表示饿了么在很多城市已经盈利。

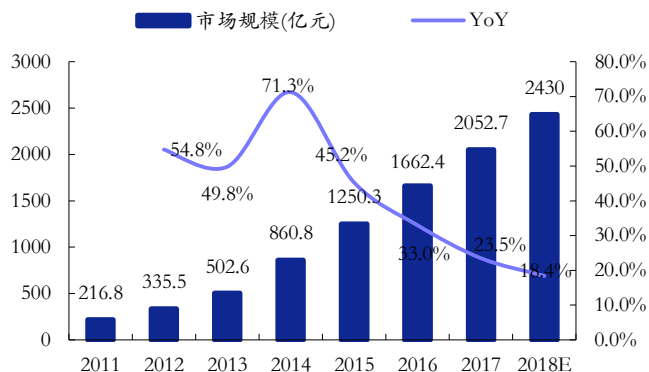
图 61：美团外卖业务 17 年扭亏为盈



资料来源：招股书，安信证券研究中心

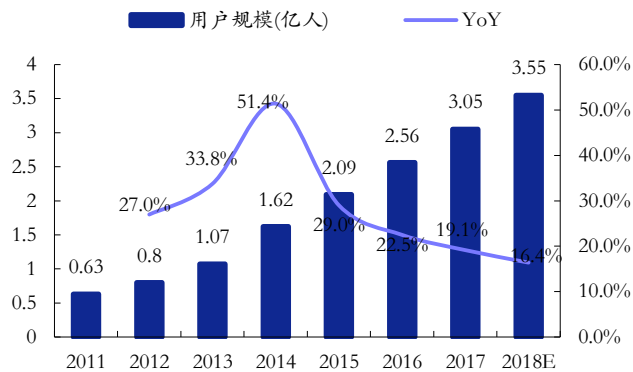
3) 外卖餐饮增速放缓，非餐业务方兴未艾。在线餐饮外卖经历高速发展期后增速放缓，用户红利期已过。根据艾媒咨询的数据显示，在线餐饮外卖市场规模增速在 2014 年达到顶峰后一直下行，2017 年市场总规模为 2052.7 亿元，2018 年有望突破 2430 亿，增速预计为 18.4%。外卖用户规模的数据显示出相似的趋势，17 年用户规模为 3.05 亿人次，预计 2018 年用户总人数达到 3.55 亿人次，增速为 16.4%。

图 62：11 年-18 年在线餐饮外卖市场规模统计及预测



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

图 63：11 年-18 年在线餐饮外卖用户规模统计及预测

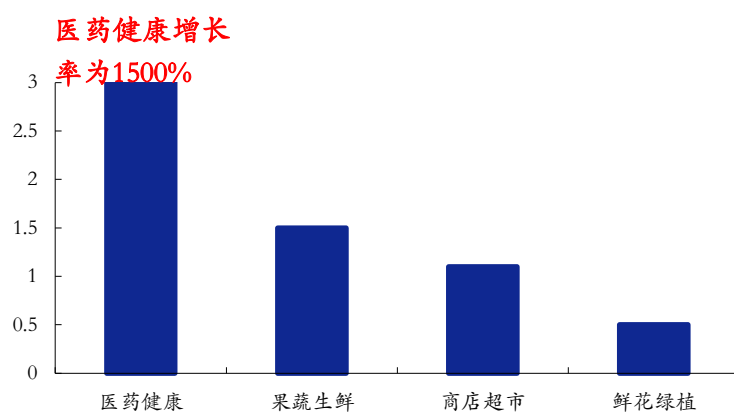


资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

与餐饮业务的增速下降形成强烈对比的是非餐业务的蓬勃发展，其中药品健康、生鲜果蔬、商超等业务是重点。外卖从餐饮转向全品类，从平台向新零售转型。各大外卖平台的品类从最初的一日三餐饮食逐渐增加包装零食、日常用品、甚至药品等。饿了么在《2017 年中国互联网本地生活服务蓝皮书》中披露，2017 年饿了么非餐业务增长十分迅速，同比增长都在 50% 及以上，其中医药健康更是增长 150 倍。目前美团与饿了么的外卖 APP 都已经覆盖各种非餐业务，其中商超便利、生鲜果蔬、医药健康等业务的入口都在显眼的位置，是重点发展业务。



图 64：17 年饿了么非餐业务增长迅速



资料来源：饿了么《2017 年中国互联网本地生活服务蓝皮书》，安信证券研究中心

图 65：百度外卖界面



资料来源：百度 APP，安信证券研究中心

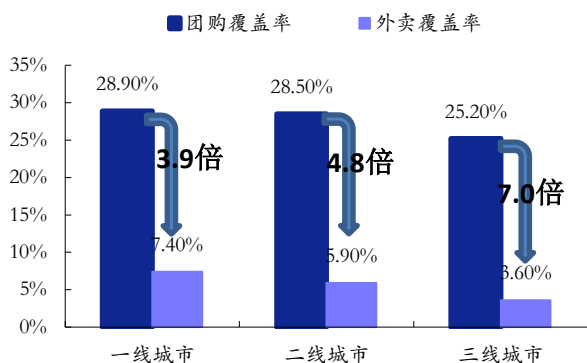
图 66：饿了么外卖界面



资料来源：饿了么 APP，安信证券研究中心

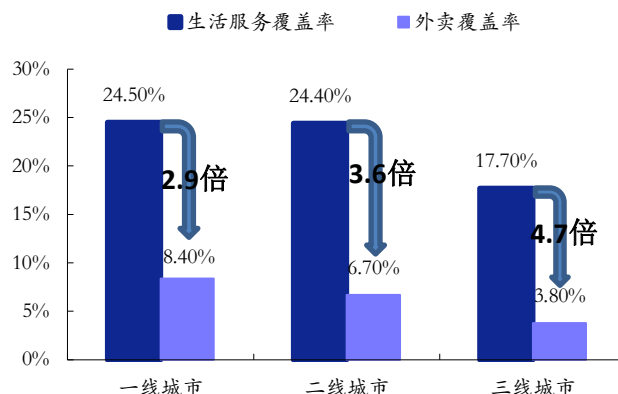
4) 空间：从覆盖率角度看，外卖服务后续增长仍具充足空间。根据 Trustdata 的数据，17 年外卖覆盖率与团购覆盖率存在较大差距，其中一、二、三线城市中团购覆盖率分别是外卖覆盖率的 3.9、4.8、7.0 倍；18Q1，一、二、三线城市中生活服务覆盖率相对于外卖的倍数分别为 2.9 倍、3.6 倍、4.7 倍。通过这两组数据不难发现外卖覆盖率的提升是大势所趋，现在仍旧有巨大的提升空间。并且越是欠发达的城市，外卖的相对覆盖率就越低，三四线城市仍有广阔的市场。尤其美团外卖依托美团点评团购与生活服务业务，用户之间的转化相对饿了么更加便利，美团外卖业务空间依然广阔。

图 67：17 年外卖相比团购覆盖率仍有巨大空间



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

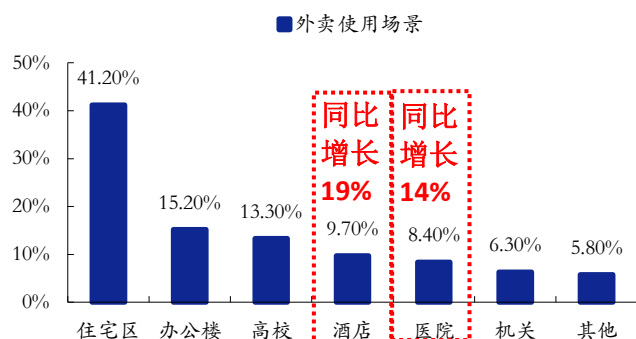
图 68：18Q1 年外卖相比生活服务覆盖率仍有巨大空间



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

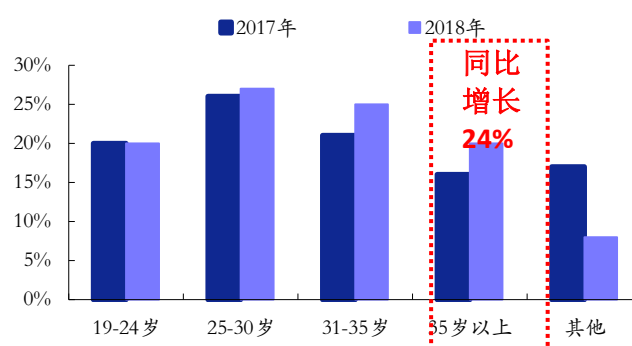
外卖覆盖率的提高从微观角度看主要有以下 3 个大方向：1) 外卖场景不断丰富。传统外卖使用场景例如住宅区、办公楼、高校的市场已经接近饱和，其他使用场景具备客观的增长空间，其中典型的例子有酒店和医院；2) 用户年龄段不断拉宽。外卖的使用者往往是年轻人，消费主力大军为在家不愿或不能做饭的年轻人、公司白领和高校学生，但随着生活节奏的不断加快和外卖的进一步普及，外卖用户年龄段有望不断拉宽；3) 低线城市渠道下沉。根据 Trustdata 的数据显示，18 年 3 月份三四线及以下城市的用户规模占比之和只有 43%，去年同期数据为 38%，13% 的年增速说明了低线城市渠道下沉正在进行，考虑到三四线及以下城市的潜在用户规模数量庞大，我们认为 43% 的占比还远未接近天花板。

图 69：外卖场景中酒店、医院外卖业务增长迅速



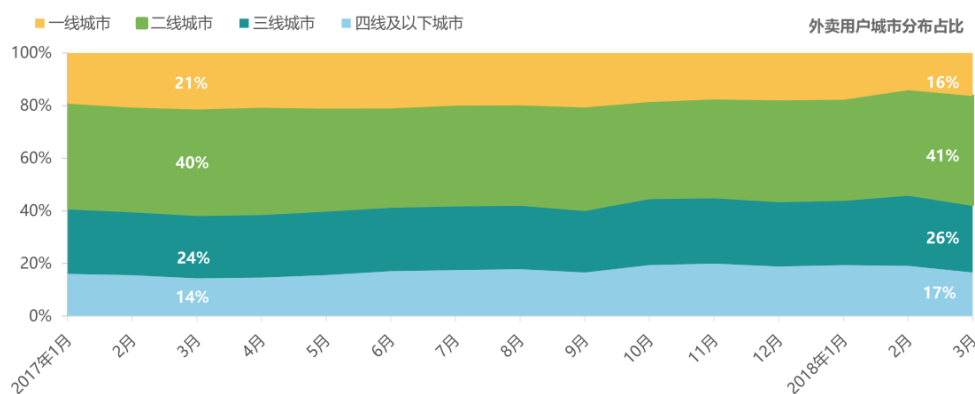
资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 70：外卖用户年龄段不断拉宽



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 71：18 年 3 月份三四线及以下城市的用户规模占比合计 43%



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

### 4.3. 美团、饿了么竞争格局

饿了么经历 9 轮融资后全资被阿里巴巴收购。美团目前的最大持股股东腾讯占有美团 20.14% 的股份，但由于同股不同权的关系，其实际控制人仍为王兴。美团与饿了么在早期的抢市场竞争中针锋相对，无论是烧钱补贴抢占市场还是革新配送体系，都是互不相让以期分得更大的市场蛋糕，但随着美团与饿了么划入腾讯系和阿里系的阵营，两者的发展注定有不同的轨迹，未来外卖巨头的发展会更多地受各自阵营大布局的影响。

表 8：饿了么融资历史，18 年被阿里全资收购

时间	轮次	金额	投资方、领投方
2011 年 3 月	A 轮	数百万美元	金沙江创投
2013 年 1 月	B 轮	数百万美元	经纬中国、金沙江创投
2013 年 11 月	C 轮	2500 万美元	红杉资本中国、经纬中国、金沙江创投
2014 年 5 月	D 轮	8000 万美元	大众点评网
2015 年 1 月	E 轮	3.5 亿美元	中信产业基金、腾讯、京东、大众点评网、红杉资本中国
2015 年 8 月	F 轮	6.3 亿美元	华联股份、中信产业基金、华人文化产业基金、腾讯、京东、红杉资本中国、歌斐资产
2015 年 11 月	战略投资	未透露	滴滴出行
2016 年 4 月	战略投资	12.5 亿美元	阿里巴巴、蚂蚁金服
2017 年 6 月	战略投资	4 亿美元	阿里巴巴、蚂蚁金服
2018 年 4 月	并购	按 95 亿美元作价	阿里巴巴

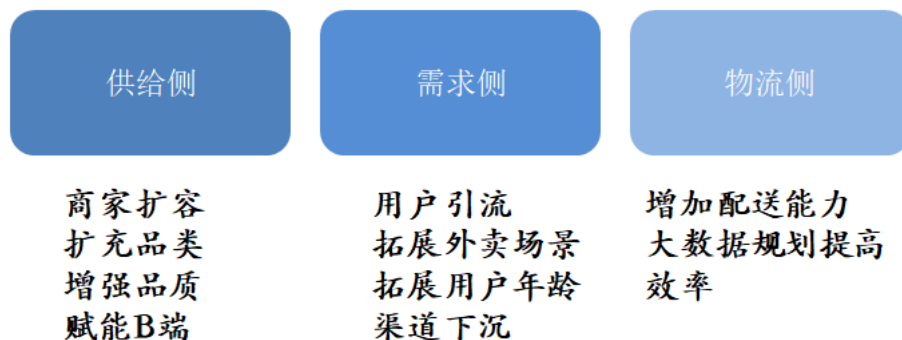
资料来源：电商报、运营商世界网、安信证券研究中心

在抢市场阶段，双方经历了同质化的补贴竞争，到了 15-16 年，美团与饿了么的在服务质量的竞争白热化，其中最典型的是各自建立了具有自身特色的配送系统。双方的配送机制虽然几乎同期打造推出，但其模式有着本质区别，其中美团的配送机制中既包括自营也包括外部加盟，而饿了么则指定商家使用蜂鸟配送。

#### 4.3.1. 核心竞争力 1：大平台商家规模优势，配送端物流建设给力

美团外卖的市场规模在不同口径统计下都是市场第一，规模效应下竞争优势有望进一步扩大。根据招股说明书的数据显示，美团的 17 年外卖份额占比达到了 56%，超过饿了么与百度外卖之和。

图 72：到家外卖 O2O 竞争力



资料来源：安信证券研究中心整理

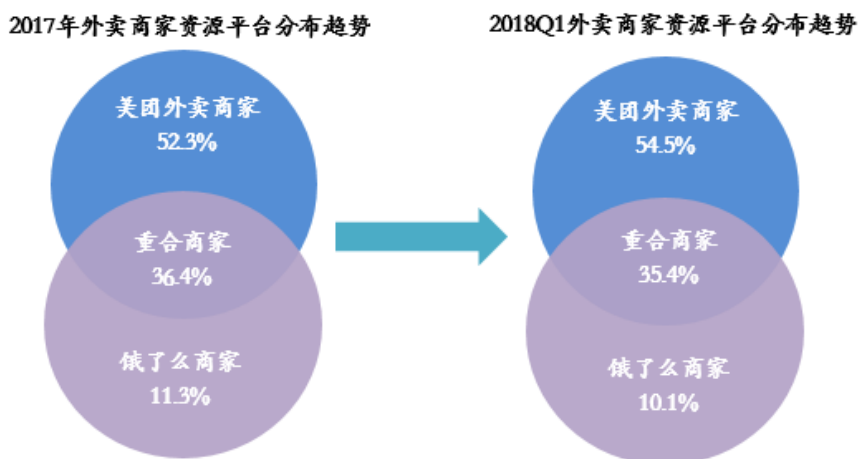
美团的外卖商家数量一直处于行业领先，更多的商家给用户带来更充足的选择空间，进而提升用户使用体验；除此之外，随着市场的不断成熟，不同外卖平台间都营业的重合商家比例会持续下降，美团外卖有望继续扩大外卖商家数量优势。外卖商家的日活量可以有效地反映出各外卖平台的实际在营业的商家数量。根据 Trustdata 的公开数据显示，17 年年末美团外卖商家日活量为 109.4 万，饿了么与百度外卖的数据则分别为 51.6 万和 10.2 万，从规模上看，美团外卖商家的日活量约为饿了么加百度外卖的 1.8 倍。与此同时，Trustdata18Q1 的公布数据显示相比 17 年年末，18Q1 美团与饿了么的重合商家比例有所下降，美团的独占商家比例从 52.3% 升至 54.5%，而饿了么则从 11.3% 降至 10.1%。

图 73：17 年年末美团外卖商家规模约为饿了么加百度外卖的 1.8 倍



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

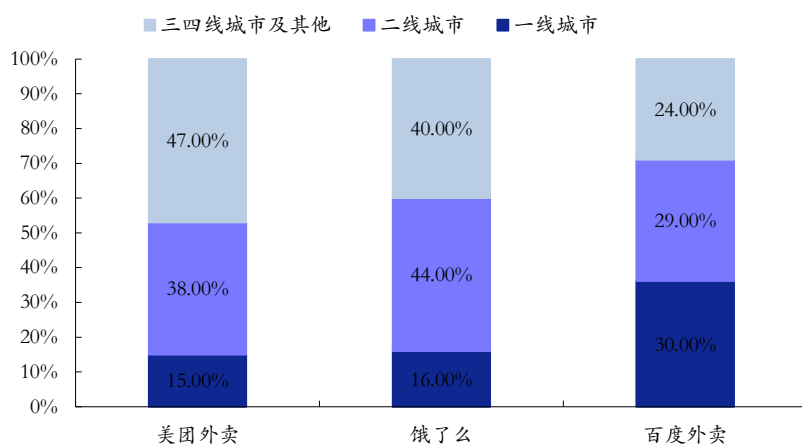
图 74：外卖商家中重合商家的比例有所下降



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

美团外卖在三四线及以下城市的业务占比更高，在低线城市拥有更好的市场基础和运营经验，因此未来外卖渠道下沉至低线城市时此优势会不断扩大。根据Trustdata的公开数据显示，18Q1美团外卖三四线及其他城市业务占比为47%，高于饿了么的40%，远高于百度外卖的24%。这表明在低线城市美团外卖有更好的市场基础和运营经验。

图 75：18Q1 三大外卖平台各线城市的业务占比

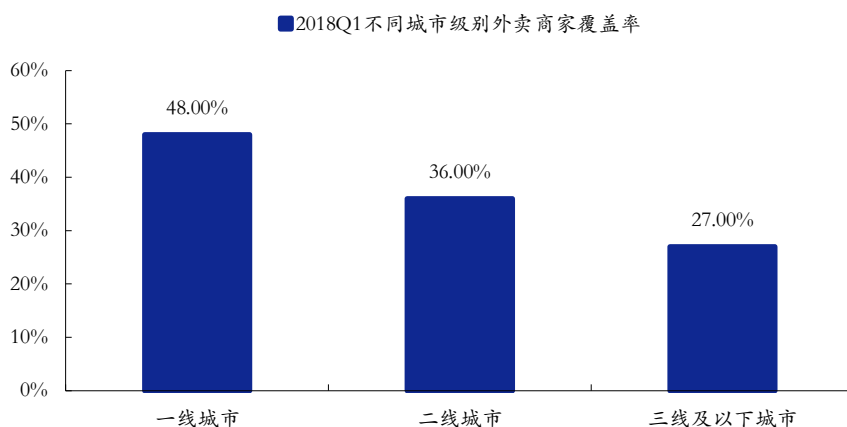


资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

我们在前面分析过外卖的渗透率目前仍处于较低水平，并且随着城市等级下降，其空间就越大。Trustdata统计的18Q1外卖商家覆盖率也显示三线及以下城市覆盖率只有27%，相较一、二线城市的48%与36%，增长空间更大。我们认为随着渠道下沉的不断推进，美团外卖在三四线城市的优势会不断扩大。



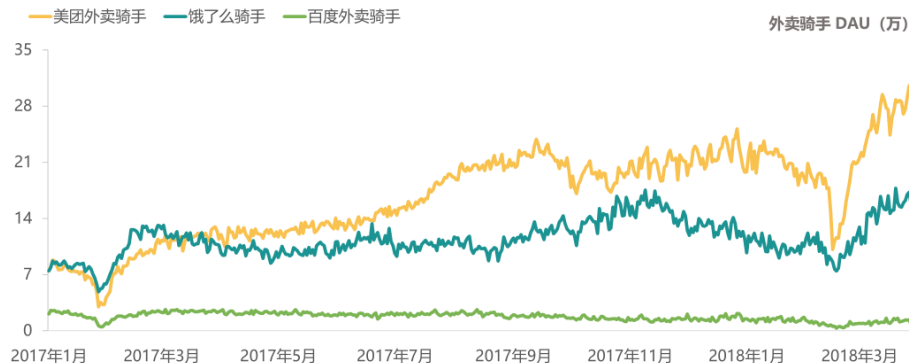
图 76：三四线城市商家覆盖率有待提升



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

美团外卖充足的骑手资源是外卖配送及时、高效的有力保障，骑手资源上美团远超饿了么。各大外卖平台骑手的日活量可以客观地反映出接单骑手的数量。根据 Trustdata 的报告显示，美团外卖在骑手资源上的领先优势从 17 年 3 月份以来一直保持领先，18 年春节前后骑手数量增速远超饿了么，逐渐拉开差距。骑手资源的积累在保证送餐的及时性外又可以承受同时时间更多的订单数量，因此对无论是餐饮业务的发展还是新业务的开拓都是强有力的保障。

图 77：外卖骑手数量比较

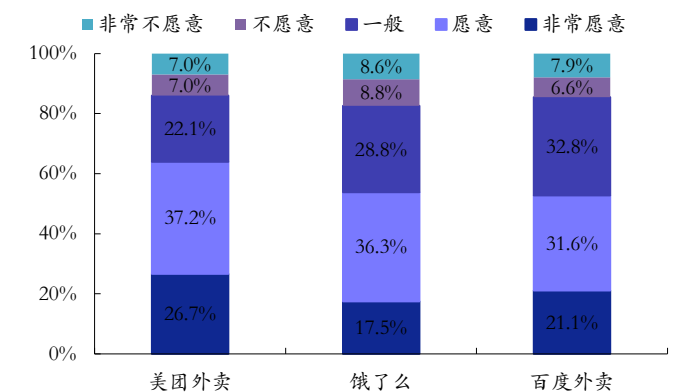


资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

#### 4.3.2. 核心竞争力 2——用户满意度高，腾讯带来引流

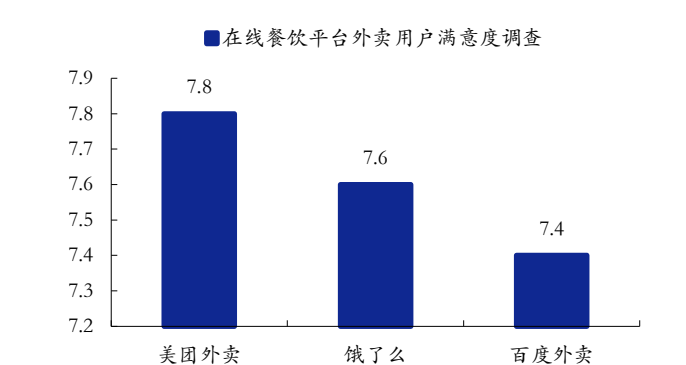
在商家端、骑手端累计的优势为美团外卖在用户的优势打好了基础，美团用户的满意度和用户粘性都是全市场最高的。根据 Trustdata 的调查数据显示，调查用户愿意推荐美团外卖的比例为 63.9%，高于饿了么的 53.8% 和 52.7%；美团外卖用户的满意度最高，为 7.8，而饿了么和百度外卖的满意度为 7.6 与 7.4。根据 Trustdata 的报告数据显示，美团外卖在用户粘度方面成功反超饿了么，并且在 18Q1 成功将领先优势扩大；在外卖 APP 留存度方面，美团外卖独立 APP 也超过饿了么与百度外卖，2018Q1 美团外卖独立 APP 的留存度达到 51%，饿了么与百度外卖的数据分别为 49% 与 37%。

图 78：美团外卖用户推荐意愿最强



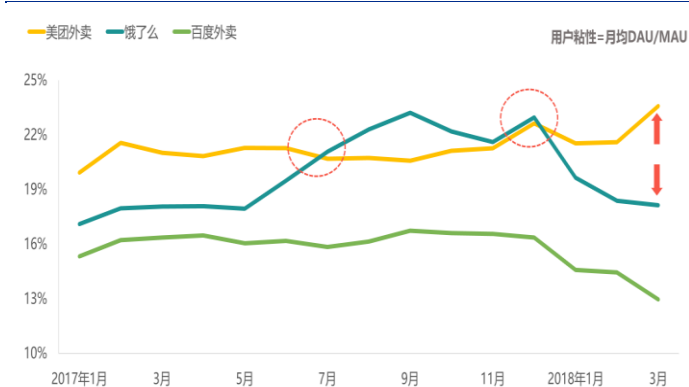
资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 79：美团外卖用户满意度最高



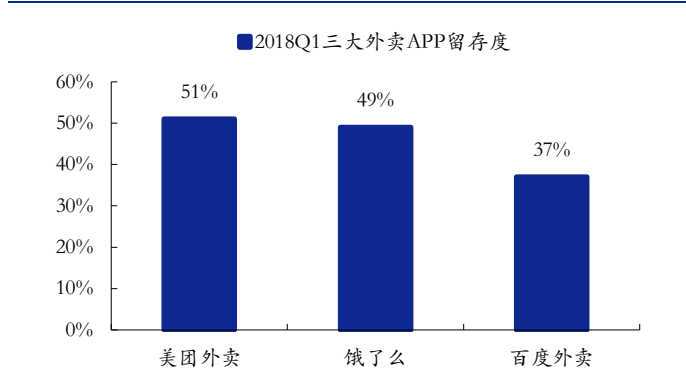
资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 80：美团外卖用户粘性重新超过饿了么



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 81：美团外卖独立 APP 在三大外卖 APP 中留存度最高



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

微信、QQ 上提供了美团入口，加上美团和大众点评的引流，多入口带来协同效应，并且美团有望同腾讯系的其他公司展开合作，在新零售的大布局中持续受益。美团目前最大控股股东为腾讯，股份比例为 20.1363%。加入腾讯系的好处最直接的例子就是美团与大众点评在腾讯的撮合下完成合并，除此之外，腾讯也给美团外卖带来了微信、QQ 上的流量入口。微信、QQ、大众点评、美团加上美团外卖独立 APP，5 个流量入口给美团带来更多的潜在客户。根据艾瑞数据网公布的 18 年 5 月最新数据显示，微信和 QQ 的日均独立设备数分别为 8.2 亿与 3.1 亿台，位列所有 APP 中的 1、2 位。同时，美团外卖接下来也会有更多的机会与同阵营的其他公司合作，17 年入驻美团的大润发超市就是非常好的例子。随着腾讯系在新零售的不断推进，其资源势必迎来更大的整合，美团外卖的配送资源会得到更好地利用，非餐业务也会开辟更多疆域，整体有望持续受益。

#### 4.4. 外卖盈利能力有望进一步提升

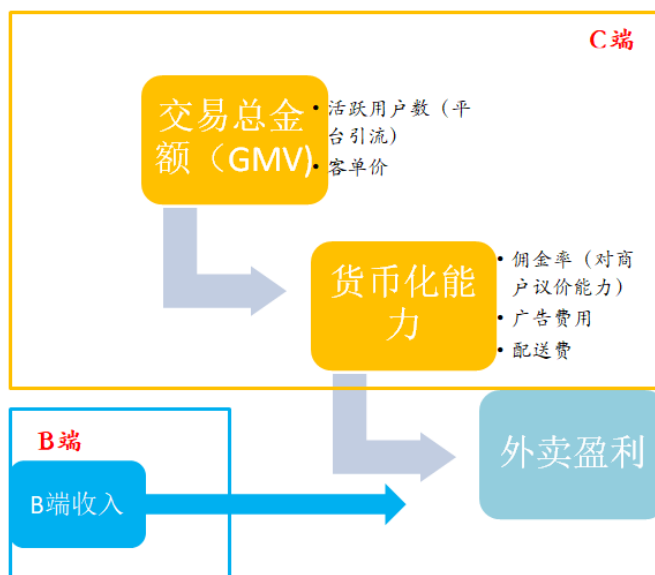
在盈利模式上，美团、饿了么、百度外卖等外卖 O2O 平台的主要收入来源于用户端收取的配送费、从商户收取的交易佣金与广告费几大部分组成。

表 9：外卖平台收入分析

名称	说明
商户流水抽成	平台向入驻外卖平台的商家按一定比例收取“平台使用费”
商户推广收费	平台内的商家通过竞价，购买特定排名位置；另外平台有付费搜索服务
物流配送收费	平台建立自有物流体系，商户可以选择使用平台配送服务，配送费直接附加在餐品价格上
餐饮门店收入	美团在 16 年 12 月宣布组建餐饮生态营业部，在平台上销售餐饮软件；饿了么在 15 年上线食材 B2B 采购平台“有菜”，希望赚取餐厅食材采购链条差价

资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

图 82：外卖盈利路径



资料来源：安信证券研究中心整理

外卖业务实现盈利的主要路径在于：①扩大交易规模 (GMV)。17 年公司外卖 GMV 达 1710 亿元，凭借公司团购平台+大众点评+腾讯引流，预计 GMV 有进一步提升的空间。

②提升货币化率/变现率。2015 年到 2017 年，美团点评整体变现率逐渐上升，从 2015 年的 3% 上升到了 2017 年的 9.5%。就外卖业务而言，17 年变现率为 12.3%，仅用了 4 年时间，美团外卖便实现了入场外卖到毛利转正，货币化率提升的成就，经营效率空前，只要外卖不再烧钱，美团外卖预计很快可以盈利。提升货币化率主要依靠：聚拢商家形成规模效应，提升议价能力与佣金率+变单一佣金收入为多元化收入（在线营销广告收入、配送收入等）

**表 10：餐饮外卖中佣金收入占比降低**

单位：千元	餐饮外卖		
	2015	2016	2017
佣金	174,754	5,208,994	20,283,964
佣金收入占比	100.0%	98.3%	96.4%
在线营销服务		82,975	710,203
营销收入占比	0	1.6%	3.4%
其他服务及销售		9,024	37,766
总收益	174,754	5,300,993	21,031,933
销售成本	-391,010	-5,706,544	-19,332,514
毛（损）/利	-216,256	405,551	1,699,419
毛利率	-124%	-8%	8%

资料来源：招股书，安信证券研究中心

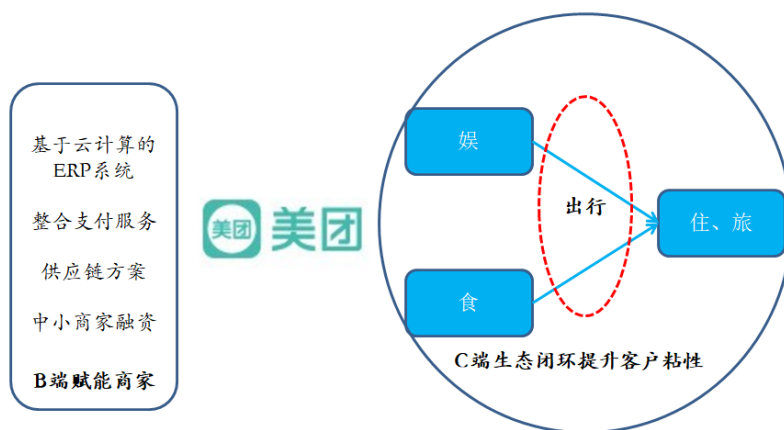
③由 C 端向 B+C 拓展，通过赋能商家提升商户满意度，获取 B 端收入。产业链的纵深扩展，向 B 端赋能，通过向商家提供的供应链方案、中小商家融资服务、基于云计算的 ERP 系统等给予商家更好的平台，吸引商家入驻。获取 B 端收入的同时，产业链纵深拓展，提高把控。

④精细化成本控制。外卖烧钱抢占市场阶段已过，美团凭借强大地推能力，同时通过大数据算法规划配送路线等进行精细化成本管控，销售成本呈现下降趋势。

## 5. 其他业务：互联网巨头的边界扩展不设限

**B 端 C 端其他业务拓展补全公司大生态。**公司的新业务及其他板块主要可以分为两类，一类 **2C**，是提供使消费者更加便利高质生活的服务——**本地交通服务**，如试点网约车和共享单车以及其他产品或服务，如生鲜超市、其他非餐饮外卖服务和交通票务。**目的是完善公司“吃住行游购娱”最后的出行一环，形成整个一站式综合生活服务平台后，更好服务消费者形成用户粘性；**一类是 **2B**，通过基于云计算的 ERP 系统、整合支付服务、供应链方案以及中小商家融资服务赋能商家，增加商家粘性。

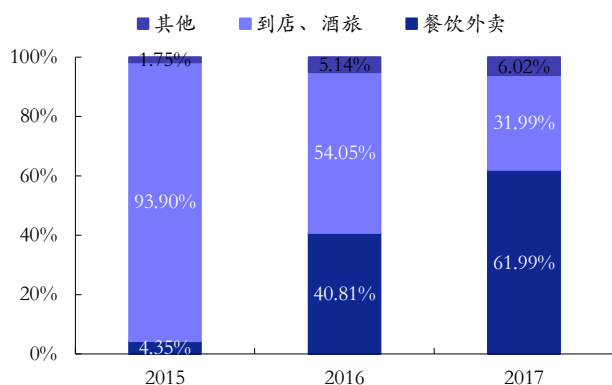
图 83：B 端 C 端其他业务完善公司大生态



资料来源：安信证券研究中心整理

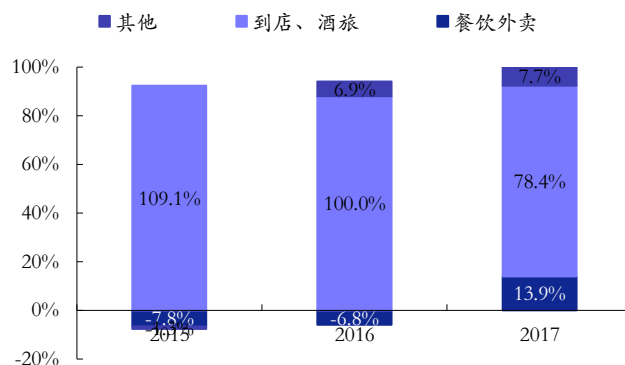
从公司三大业务板块的收入和毛利占比可以看出，公司主要以餐饮外卖和到店、酒店及旅游传统业务为主要业务板块，新业务及其他板块占比较轻。但是从新业务及其他板块 2015 年至 2017 年三年的收入和毛利变化可以看出，收入从 15 年的-0.37 亿元增加 2643%至 17 年的 9.41 亿元，新业务及其他板块发展迅猛。

图 84：其他业务收入占比逐年提升



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 85：其他业务毛利由负转正



资料来源：招股书，安信证券研究中心



图 86：公司新业务拓展历程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

另外，从公司对新业务及其他的发展布局可以看出，公司自 15 年开始，每年增加 2-3 个新业务及其他板块中的细分业务来补充消费者日益增加的需求。可见，公司未来将会对新业务及其他板块有更大的投入与发展，从而满足日益丰富的生活场景。

### 5.1. 布局出行板块，攻下食住“行”最后一环

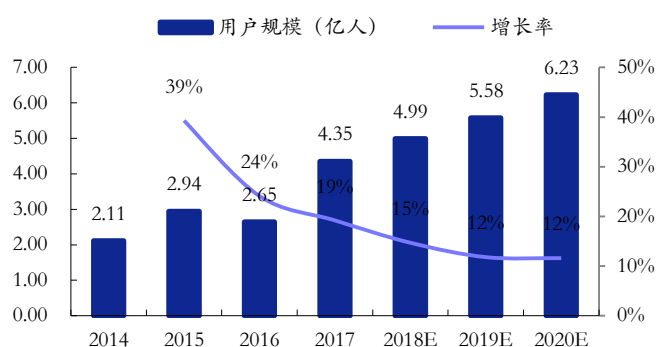
2015 年 10 月，“分享经济”首次出现，“发展分享经济”被提出要列入国家战略。之后“分享经济”，即共享经济在交通出行领域快速发展。在经过前期抢占市场的激烈竞争后，据艾瑞咨询统计，网约车平台主要以滴滴专车、首汽约车和神州专车为主；共享单车平台主要以摩拜单车和 ofo 共享单车为主；而首汽租车、神州租车和一嗨租车为中国租车行业典型企业。

从业务模式的本质来看，美团擅长的外卖或是滴滴擅长的出行，其核心都是运力。两家公司在提升天花板拓展业务边界时，自然向对方的核心领域渗透。美团打车于 2017 年 2 月正式上线，随后美团租车也投入使用，公司于 2018 年 4 月，收购摩拜单车，全力进军出行领域。

#### 5.1.1. 网约车市场空间较大，美团强激励生猛进军

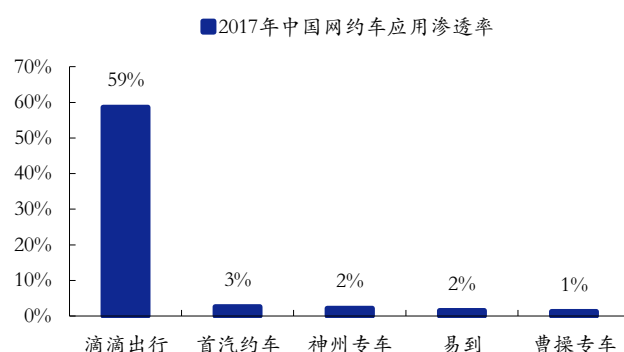
滴滴暂时市场领先，网约车市场存在下沉空间。自 2010 年易到用车在北京成立，中国网约车行业起步。在经过近三年的酝酿期，以及近两年的激烈竞争期，随着网约车的合法化和优胜劣汰，网约车的寡头市场逐渐形成，滴滴成领军品牌，其在 2017 年网约车应用渗透率为 58.6%，远超过其他网约车品牌。根据艾媒北极星的数据，截止 2017 年底，中国移动出行用车用户达 4.35 亿人，预测 2018-2020 年用户数量将从 4.99 亿人增加至 6.23 亿人，年复合增长率为 7.68%，可见网约车市场有强劲的发展势头。并且，现阶段中国网约车产品基本集中在一、二线城市或经济较发达地区，其在三四线城市存在较大的发展空间。

图 87：网约车市场发展势头强劲



资料来源：艾媒北极星，安信证券研究中心

图 88：滴滴出行渗透率最高



资料来源：艾媒北极星，安信证券研究中心

注：渗透率=活跃用户规模/手机网民规模

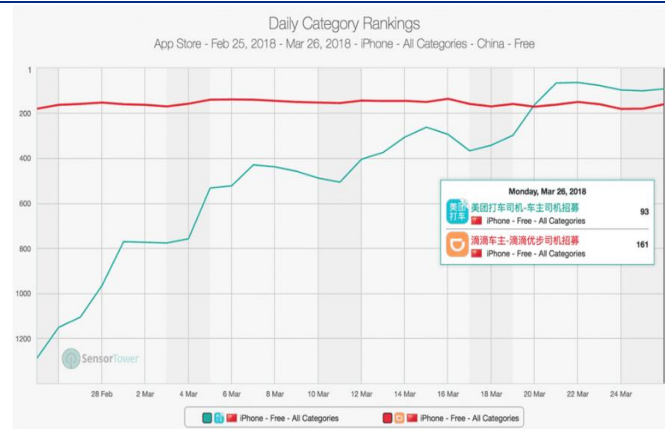
美团打车强势攻入网约车市场，低价策略迅速攫取用户。自 2017 年 2 月 14 日在南京试点十个月后，准备向全国其他城市扩张，内部拟定了北京、上海、成都、杭州、福州、温州和厦门七个城市。目前，美团打车于 3 月 21 日登陆上海。根据移动应用数据分析公司 Sensor Tower 的检测数据显示，美团打车登陆上海不到一周，其 iPhone 端 App 单日下载量连续六天超过滴滴出行。数据显示出了乘客端 App 下载数量增加，司机端 App 单日下载量上也超越了滴滴。据公司官网数据显示，上线当日订单超过 15 万，上线三日已占领当地超过 30% 的市场份额。可见美团介入网约车行业对滴产生了不容忽视的威胁。

图 89：乘客端 App 下载量美团超过滴滴



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

图 90：司机端 App 下载量美团超过滴滴



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

司机端美团补贴力度更强。通过对比美团打车刚进入网约车行业采取的低价补贴竞争策略以及同期滴滴出行的补贴策略可以发现，在司机端，美团在三个方面比滴滴更具吸引力：①美团司机每日可享受的奖励时间更长（美团司机约 17.5 个小时，滴滴司机约 8 个小时）；②美团司机享受奖励不受区域限制，滴滴按区域派分奖励；③滴滴对享受补贴的司机有较严格的限制。美团通过司机奖励措施可吸引较多新司机及各打车平台司机加入，迅速拉升平台规模，但对于滴滴平台上的资深司机来说，滴滴予以他们的各种补贴优惠措施等往往需要时间叠加，该部分司机对滴滴平台的粘性难以依靠短期优惠动摇。

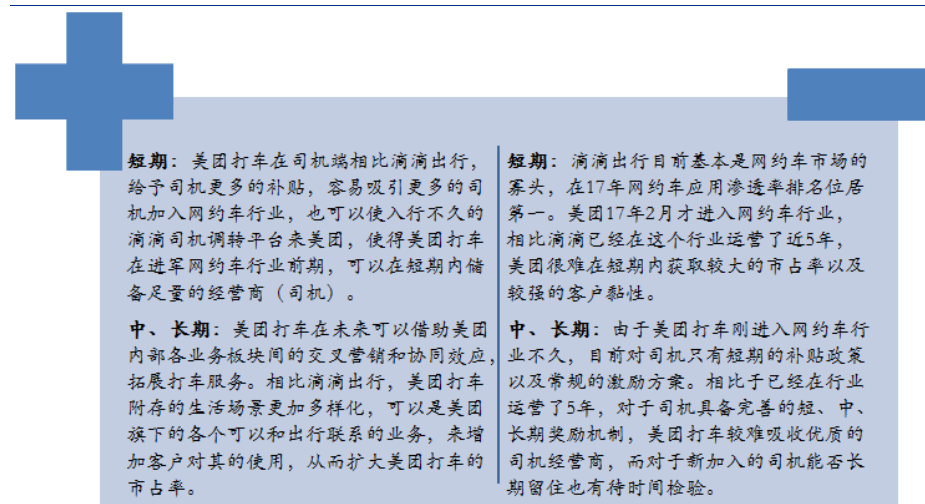
而在客户端，美团打车与滴滴出行不相上下。美团打车上线后，乘客更可能手持两个客户端，享受双份补贴。

**表 11：美团对比滴滴，司机端补贴美团更具优势，客户端补贴两者不相上下**

类别	美团	滴滴	优势方
抽成	8%，另外，上海前 2 万名注册的司机前 3 个月免抽成；北京前 5 万名注册的司机前 3 个月免抽成	20%-30%，并没有任何降低	美团
保底措施	在上海：6-24 点在线满 10 小时，且接够 10 单，获 600 元保底收入；接单超 600 元，额外奖励 200 元 司机在享受保底政策前，需经过连续 6 天考核，该期间司机最多取消 10 个订单，且保证不刷单、不作弊，考核通过才可享受保底优惠	在北京：每天线上 10 小时以上，可获每日 500 元保底补贴；补贴按时长增加，每小时增加 50 元，上线满 14 个小时直接获 800 元保底补贴 司机需每月上线 24 天以上、评分在 8.5 分以上，且需签订至少一年合约	美团 -
分时段奖励	集中在早晚高峰时段，按单递减进行补贴 奖励时间：6:30-23:59，共约 17.5 个小时	集中在早晚高峰时段，按区域进行翻倍奖励 奖励时间：7:00-9:59，17:00-18:59,21:00-23:59，共约 8 个小时	美团
其他	上海开城期间（3 月 20 日至 3 月 31 日期间），司机每成功邀请一名新司机，且新司机完成 8 单任务，邀请者可获 100 元奖励	上海司机奖励活动：每完成 3 单就可获 300 元奖励，但仅针对 18 年 2 月 25 日-18 年 3 月 26 日期间未在上海做过快车、优享、优步订单的司机	美团
优惠券	每天前 3 单各减免 14 元（目前仅在上海），另有几元不等的减免券发放	4-7 折的折扣券，及 6-7 元的优惠券，但用户往往可以收到十几张优惠券（以及短信提醒）	滴滴
邀请有奖	在南京：用户每邀请一位新用户并且成单，邀请者获得一定红包奖励	暂无	美团

资料来源：36 氪，安信证券研究中心

对比美团打车和滴滴出行的短期和中长期优劣势可以发现：从短期看，美团可以凭借其丰厚的补贴政策，较快吸收新的或者刚入网约车行业不久的司机来为平台储备足量的经营商，但是因为美团进入网约车行业时间很短，所以很难在短期内获取较大的市场以及较强的客户（指使用美团打车软件的司机和乘客）黏性。而从中长期看，因为美团其他业务板块表现优异，通过交叉营销，凭借其他业务板块的协同效应，美团打车在未来还是有很好的发展前景。比如，美团打车可以附存在美团旗下的各个可以和出行联系的业务，来增加客户对其的使用，从而扩大美团打车的市占率。但是相比滴滴出行，美团打车缺乏对于司机长期的完善的激励机制，难吸收优质的网约车资深司机，同时能否留住新纳入的司机也有待时间的检验。

**图 91：美团、滴滴优劣势比较**


资料来源：安信证券研究中心整理

### 5.1.1. 收购摩拜打通生态闭环，1+1 大于 2 发展实现双赢

根据《财经》杂志的报道，摩拜股东会在 2018 年 4 月 3 日深夜通过了美团收购方案，作价 27 亿美元（包括 65% 现金和 35% 美团股票），此外美团一并承担摩拜债务（5~10 亿美元之间），管理团队留任。从美团要约收购到交割完成，仅历时两周落定，凸显决策的高效。

美团收购摩拜更看重其高频流量而非短期业绩，收购后餐饮、外卖、单车三大高频业务共筑美团生活服务领域的超级生态圈，奠定霸主地位。我们认为，本次摩拜的收购最终花落美团，虽预料之外但情理之中（之前外界均预计摩拜与 ofo 将实现合并）。细拆美团的核心业务可以发现，其以高频的应用场景——餐饮和外卖等生活服务业为业务核心，共享单车作为出行领域的领域的高频应用软件（摩拜 17 年 4 月 28 日数据，其在全国的单日订单量达 2000 万，高频流量可见一斑），与美团的核心业务可形成良好的协同效应，打通美团在生活服务领域的超级闭环生态，进一步扩大其高频流量，并为美团的低频业务（酒店、机票等预订）扩张带来流量红利，降低其获客成本，实现 1+1 大于 2 的发展双赢。

图 92：美团收购摩拜，流量价值远高于短期利润



资料来源：极客公园，安信证券研究中心

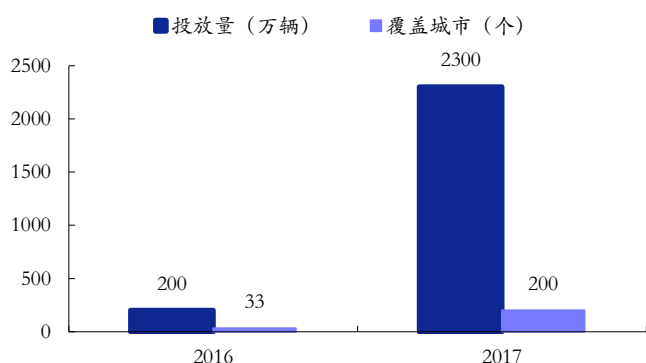
图 93：美团餐饮/外卖/单车高频业务闭环，夯实霸主地位



资料来源：美团 APP，安信证券研究中心

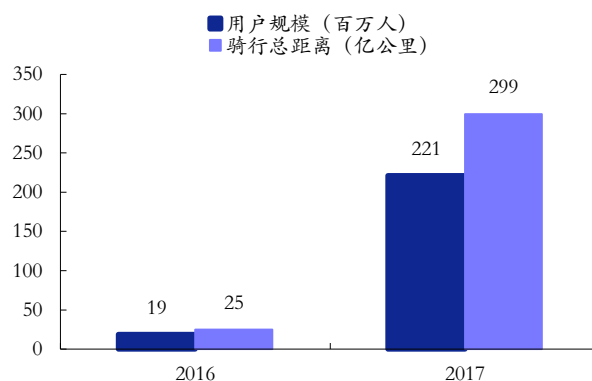
共享单车市场发展迅速，供需端迅猛扩张。共享单车最早于 2015 年出现在大学校园，之后随着摩拜单车成立，并获得数百万美元的投资，以及随着共享经济在全国范围内流行，共享单车被资本市场热捧。2016 年众多车企进入共享单车行业瓜分市场，2017 年全行业呈现爆发式增长。供给端，累计投放单车量从 2016 年的约 200 万辆增加 1050% 至 2017 年的 2300 万辆；覆盖城市数量从 2016 年的 33 个增加 506% 至 2017 年的 200 个。而需求端，全行业累计注册用户从 2016 年的 1886.4 万人增加 1072% 至 2017 年的 2.21 亿人；累计骑行里程从 2016 年的 25 亿公里增加 1098% 至 2017 年的 299.47 亿公里。随着 2017 年行业爆发，供需两端迅猛扩张。

图 94：2017 年行业爆发，供给端大幅增加



资料来源：中国信通院，安信证券研究中心

图 95：2017 年行业爆发，需求端大幅增加

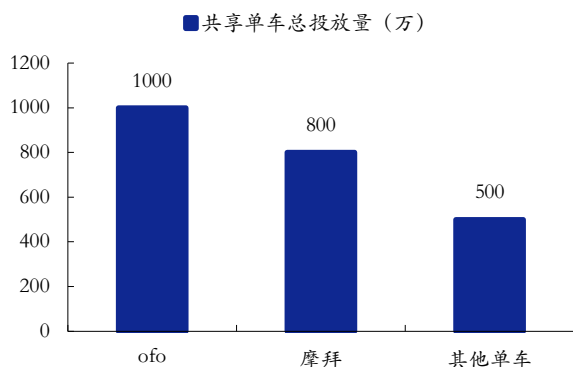


资料来源：中国信通院，安信证券研究中心



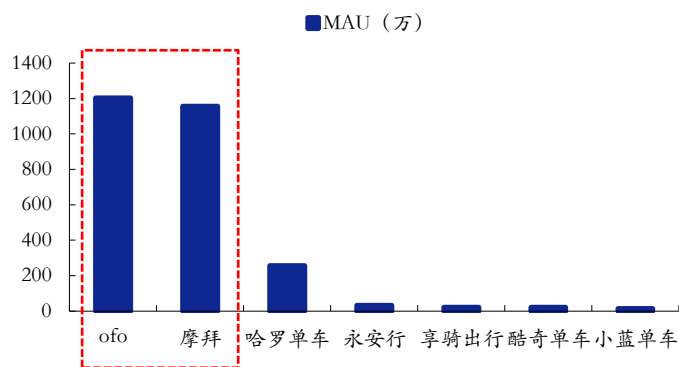
资本市场沉淀冷静，摩拜、ofo 双寡头竞争。根据中国信通院数据，从各品牌共享单车投放量以及 App 下载量可以发现，各品牌共享单车发展呈现明显梯队化，摩拜、ofo 的投放量占市场总量 78.3%，位于第一梯队。市场沉淀资本冷静后，很多二三梯队品牌纷纷陷入破产、倒闭、跑路的凄惨局面，黯然退场，而摩拜和 ofo 则杀出重围，形成双寡头竞争新格局。

图 96：ofo、摩拜共享单车投放量



资料来源：中国信通院，安信证券研究中心

图 97：18Q1 ofo、摩拜 MAU 领先



资料来源：中国信通院，安信证券研究中心

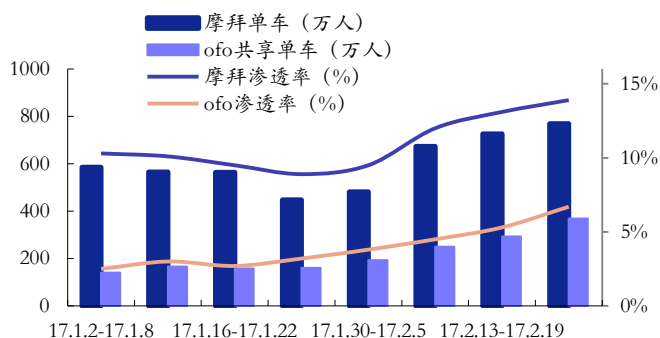
表 12：市场沉淀资本冷静，部分单车企业黯然离场

公司名称	成立时间	融资轮次	状态
悟空单车	2017 年 1 月	/	倒闭
叮叮单车	2016 年 12 月	/	倒闭
小蓝单车	2016 年 11 月	A 轮	停止运营
3vbike	2017 年 2 月	天使轮	停止运营
酷骑	2016 年 11 月	/	停止运营
小鸣	2016 年 7 月	B 轮	CEO 离职，大裁员，创始人失联
小鹿	2016 年 12 月	/	停止运营
七彩单车	2017 年 5 月	A 轮	北京总部解散，裁员，拖欠员工工资
卡拉单车	2016 年 10 月	/	倒闭

资料来源：36 氪，安信证券研究中心

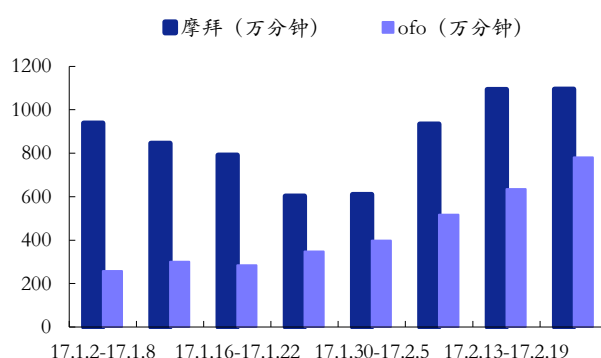
对比 ofo 单车摩拜市占率更高。对比 2016 年 11 月至 2017 年 2 月主要参与者 App 端可以发现，摩拜单车的整体覆盖率已达 13.9%，是 ofo 单车整体覆盖率约两倍。另外，摩拜单车用户活跃时长在观测期内最大为 1095.5 万分钟，而 ofo 共享单车是 781.7 万分钟，摩拜是 ofo 的约 1.4 倍。可见，在市场占有率上，摩拜单车比 ofo 共享单车更具优势。

图 98：摩拜单车渗透率更高



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 99：摩拜单车用户活跃时长大于 ofo 单车用户



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心



对比摩拜单车和 ofo 共享单车的服务模式可以发现：①虽然摩拜的押金比 ofo 贵，但是其收费标准比 ofo 低。所以两者在收费的比较上差异不大。②摩拜的设备较之 ofo 更加智能化，故摩拜拥有高科技管理优势，而 ofo 具有低成本优势，但因为缺乏 GPS 定位，后期管理会比较困难。③在结算方式上，摩拜较之 ofo 更加简单方便，在一定程度上可以为用户节省时间。并且摩拜有官方披露的押金监管机构，而 ofo 尚未披露，可见摩拜更加信息透明化，可以增加用户对其信任。④根据官方信息，摩拜投放城市多于 ofo，可见摩拜在大范围上比 ofo 更易得，这在一定程度上可以弥补摩拜单车在押金上相比 ofo 的弱势，因为摩拜提供服务的范围更广。

表 13：服务模式：摩拜 vs ofo

	摩拜单车	ofo 共享单车
押金	299 元/人	99 元/人
收费标准	城市：0.5 元/半小时起 合作校园：0.1 元/10 分钟	城市：1 元/半小时 校内：0.5 元/半小时
驱动方式	轴传动/链条传动	链条传动
重量	经典版：≈22kg Lite：≈15kg	初代小黄车：普通自行车 3.0 版小黄车：≈16kg
车锁	GPS 智能锁	手动密码锁
轮胎	防爆轮胎	普通轮胎
刹车	碟刹	初代小黄车：普通车刹 3.0 版小黄车：夹刹+抱闸
使用方式	合规区域内灵活停放	合规区域内灵活停放
结算方式	无需开启 App，自动结算	需开启 App，手动结算
押金监管	通过银行专有监管账户（合作招行）	暂无公开信息
投放城市	165 座城市	少于 100 座城市

资料来源：艾瑞咨询，公司官网，安信证券研究中心

摩拜相比 ofo 的优势在于：①第一个进入共享单车行业，有先发优势，且可以更早拥有一批客户，建立更强的客户黏性。②利用高科技设备进行自行车管理，使得共享单车业务的运营更加高效。③信息更加透明化，可以增加客户的信任，从而进一步提升客户黏性。④服务范围广，有利于提升其市场占有率。预期美团点评收购飞速发展的共享单车龙头摩拜之后，在共享单车领域盈利性或可期待。

### 5.1.2. 试水分时租车：发展前景乐观，行业静待龙头

美团继 2017 年 2 月推出美团打车服务后，首先在成都试水分时租车，推出美团租车服务。分时租赁指的是按照小时、路程计算费用，提供汽车的随取即用租赁服务，消费者可以按照个人用车需求和用车时间预订租车的小时数。

政策等因素利好分时租赁。①政策鼓励公共出行与新能源汽车发展。②一、二线城市限行、限购政策使分时租赁可以有效满足用户日常通勤等市内出行使用场景。③移动技术及出行方式升级，年轻消费者愿意尝试新型工具。

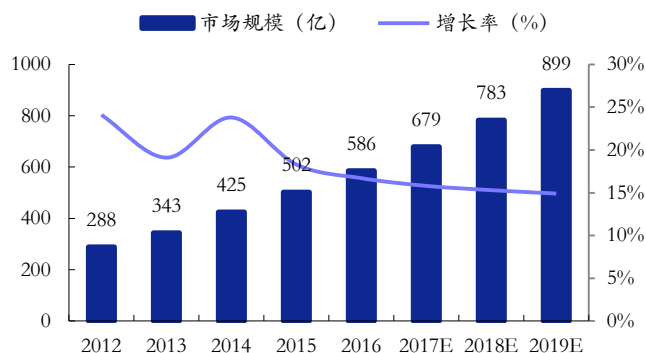
表 14：租车类型

	长期租赁	短期租赁	分时租赁
使用对象	以企业客户为主，尤其外企高管、领导 少数个人用户	以个人用户为主，满足个人 短期用车需求	目前以一二线城市年轻白领 群体为主
使用场景	企业日常车队用车 外企、国企高管日常用车 酒店、旅行社等日常用车	城市周边自驾出游 旅游目的地用车，包括出境 游目的地的国际租车 商务接待、商务差旅等	临时、短途商务旅行 日常上下班、周末市内出行
租赁方式	主要以 B2B 企业间合作方式，一般会通过一定的采购流程，签订书面协议，有一定的付款周期	线上平台预定，线上付款， 线下提车或送车上门。 传统线下门店租赁	自主通过移动端 APP 完成 找车、订车、取车、还车
车型特征	车型多元化，大型巴士、商务 MPV、SUV、普通轿车全覆盖	以普通轿车为主，SUV、MPV 比例增加	小型新能源汽车为主，部分小型燃油车，例如 smart

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

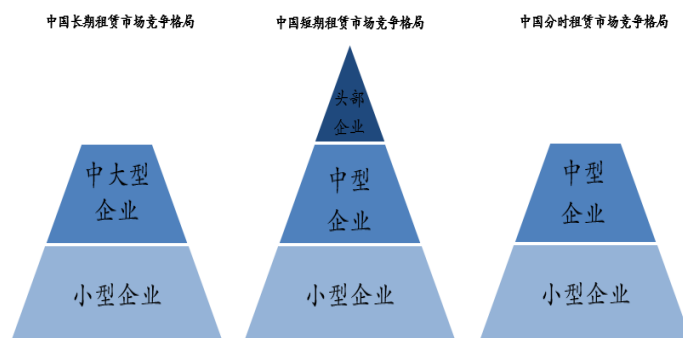
租车开始往对象以及业务模式多元化发展，目前行业进入调整升级期，分时租赁兴起。根据艾瑞咨询，随着一二线城市限购、限行政策持续，移动技术及出行方式升级，而分时租赁针对的对象又恰好是一二线城市愿意尝试新兴出行方式的年轻白领群体，分时租赁的兴起恰好是应市场之运。

图 100：市场保持稳步快速增长



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 101：分时租赁尚未出现龙头企业



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

分析中国租车出行业市场集中度发现，分时租赁尚未出现龙头企业。再者，艾瑞咨询预测中国租车行业 19 年市场规模为 899 亿元，17-19 年的年复合增长率为 15.07%，可见整个租车行业发展态势好。就大环境而言，分时租车行业未来前景可期；就美团租车而言，顺应行业态势发展，未来也有一定的看点。

## 5.2. 发力新零售，“小象生鲜”象模像样

美团曾于 2017 年 7 月在北京望京区开设了一家生鲜零售测试门店——掌鱼生鲜，首次试水生鲜零售。当时门店面积约为 2000 平米，全部只出售冷冻水产，被业界点评为更像一个普通卖场，而非生鲜超市。2018 年 5 月 25 日，美团旗下经营面积也为 2000 平米的生鲜超市小象生鲜方庄店正式开业，这既是美团在生鲜零售领域一次全新的品牌升级，也是美团进一步探索生鲜零售行业的开始。

小象生鲜定位为一家集生鲜食品餐饮、电商和即时配送于一体的线上线下一体化生鲜超市，主打“越快越新鲜”。其配送依托美团外卖，提供 3 公里内最快 30 分钟送达服务，并且采用

全程冷链配送、重点生鲜食材自营直采的模式，在食材采购上与超过 50 家覆盖活鲜、肉类、蔬菜、蛋类等知名品牌合作，如美威、蓝雪、獐子岛等。

图 102：小象生鲜 APP



资料来源：小象生鲜 APP，安信证券研究中心

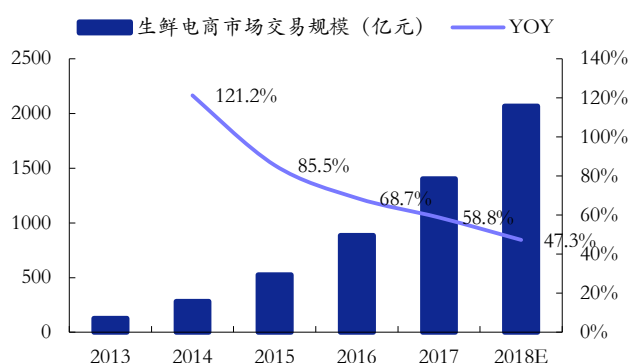
图 103：小象生鲜的“美食课堂”



资料来源：百度图片，安信证券研究中心

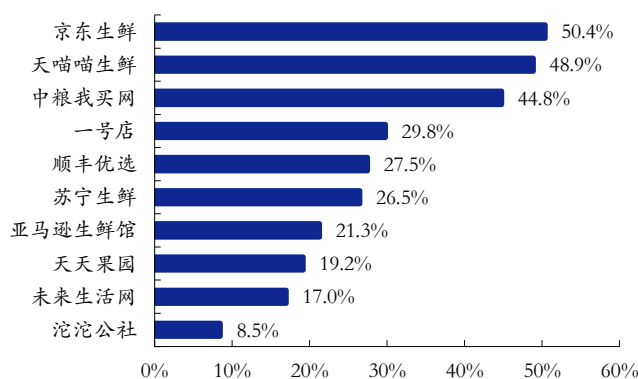
2017 年中国生鲜电商市场交易规模为 1702.8 亿元/+58.8%，根据中国电子商务信息中心测算 2018 年预计将增长到 2066.3 亿元，行业整体增速较快，从总量上来看，还有较大的市场空间。

图 104：中国生鲜电商市场交易规模增长较快



资料来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心

图 105：生鲜电商不同品牌消费者认知度



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

图 106：生鲜电商分类



资料来源：比达咨询，安信证券研究中心

生鲜电商可分类为综合平台型（苏鲜生、盒马鲜生）、垂直电商型（易果生鲜）、O2O 型（每日优鲜）、线下超市（永辉超市）、农场直销。苏鲜生隶属于综合平台型，比较五类电商可得出各自的优劣势。

**表 15：5 种生鲜电商优劣势分析**

类别	优势	劣势
综合电商平台	网购人群流量大 品牌忠诚度高 支付系统完善 物流配套	商品标准不统一 生鲜采购质量难以保证
垂直电商	深耕细分领域	供应链不稳定 品牌知名度缺乏
O2O	送货上门方便 线下体验、提取灵活性强	物流、仓储短板
线下超市	线下体验便利	网上运营成本高 配送成本高
农场直销	食品安全有保证 自产自销的供应链优势	远距离配送弱 主要产品为农产品，产品丰富度不高

资料来源：安信证券研究中心整理

比较五类生鲜电商的优劣势，以及结合小象生鲜自身情况可以发现，小象生鲜的优势主要有四个方面：①**流量方面**，相关数据显示 2017 年，美团年度活跃买家数达 3.2 亿，依托美团平台，这些流量可以有效为小象生鲜线上线下导流，积累客户并扩大影响。②**品牌忠诚度方面**，依托美团和大众点评对“吃”多年专注研究和积累出的餐饮大数据和餐饮经验，小象生鲜可以更精准选品、智能补货、精准会员营销，从而更加高效地加强客户粘性，建立品牌忠诚度。比如，受益于大数据分析“小象生鲜旗下的自有品牌“象大厨”，以“流行”和“美味”为主题，设计出的一系列冷藏、冷冻及半成品食品，为繁忙的都市消费者提供更加多元、便捷、优质的餐饮解决方案。③**支付系统方面**，小象生鲜通过科技研发，在小象生鲜方庄店中，投入应用自助支付和人脸识别支付，缩短结账时间，从而断改善和提升消费者的消费体验。④**物流配套方面**，通过 app 下单，依托于美团外卖的配送团队，门店周围三公里范围内，最快 30 分钟就能收到全程保鲜配送的商品。同时，小象生鲜的主要劣势是当前门店只有一家，服务范围有限，造势能力较弱。

小象生鲜作为美团布局大零售板块的关键一环，处于起步阶段。生活服务综合平台（美团点评）+线下超市（小象生鲜）配合，同时依托美团外卖强大物流体系，小象生鲜前景可期。且其最大的意义并非与盒马等巨头厮杀，而是补全美团生态链，构建吃喝玩乐行娱购闭环。

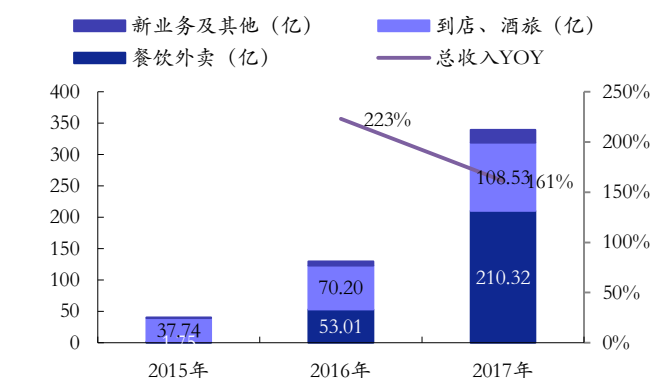


## 6. 美团点评业务边界探寻，盈利性与历史底气

### 6.1. 美团点评盈利性向好

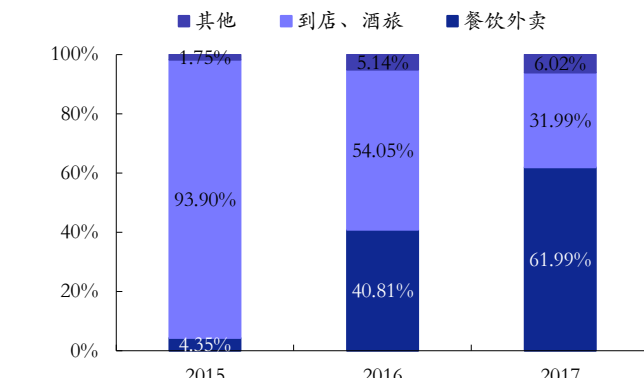
公司收入、毛利均较快增长。从结构上来看，外卖业务收入增长迅猛，16年已反超传统到店、酒旅业务占总收入54.05%，增速达2933%，17年更占到总收入的61.99%，成为拉动公司营收增长的重要马车。美团外卖由14年后起之秀，后来居上至17年市场领导者地位，预计外卖市场增长的红利将有效转化为公司业绩，形成收入增长的有力支撑。

图 107：3 年来美团点评收入高速增长



资料来源：招股书，安信证券研究中心

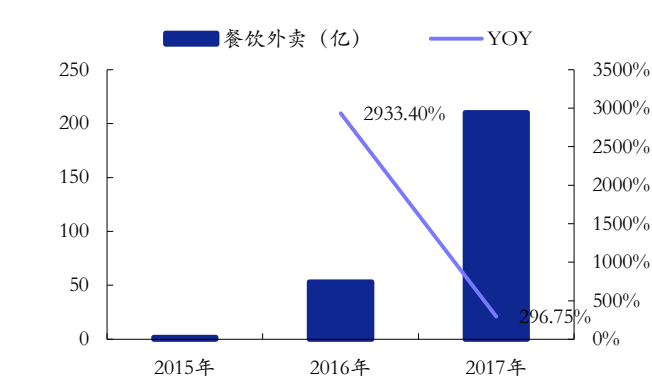
图 108：外卖收入反超过店、酒旅



资料来源：招股书，安信证券研究中心

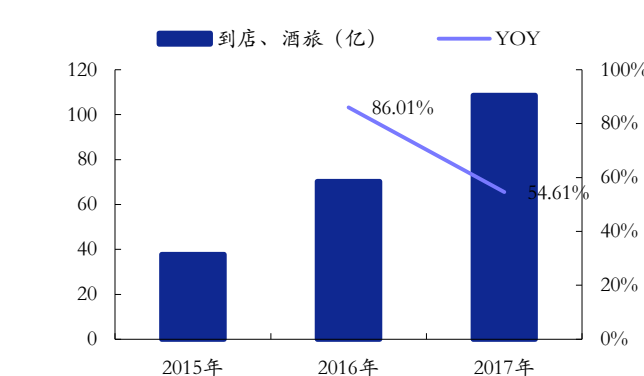
传统的到店、酒旅业务收入增速亦不见疲软。公司到店、酒旅团购业务稳占市场龙头，市场的增长红利大部分都能转化为美团点评业绩增长。公司两大主要业务收入增长势头强劲，大力进军其他业务，17年其他业务收入增速达206%，公司收入在迅速攀升。

图 109：餐饮外卖收入增长迅猛



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 110：传统到店、酒旅业务增长

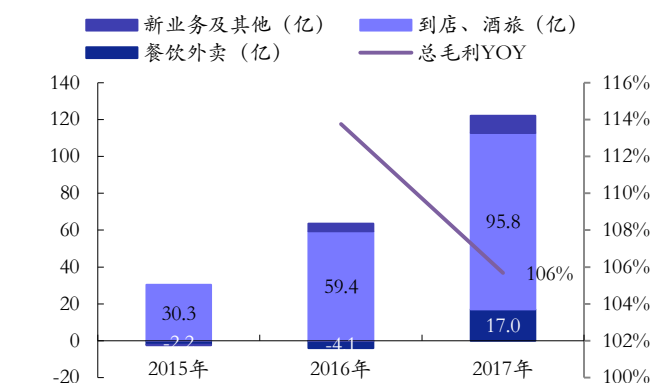


资料来源：招股书，安信证券研究中心

拆分公司毛利率可见，传统到店、酒旅业务贡献了毛利率大头。17年该部分毛利率占比78.4%。外卖业务出于外卖巨头竞争态势已平稳，双方策略由抢占市场变为追求盈利，美团外卖毛利17年由负转正，且随着美团外卖平台商家规模效应形成，议价能力提升，叠加到家其他业务扩充，与2B赋能商家，餐饮外卖业务毛利率上行空间仍然很大。

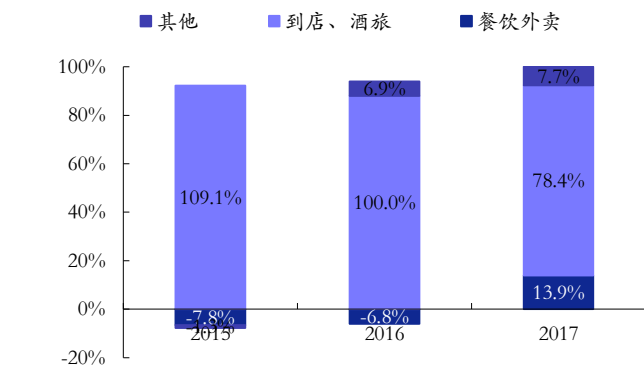


图 111：3 年来美团点评毛利增速较快



资料来源：招股书，安信证券研究中心

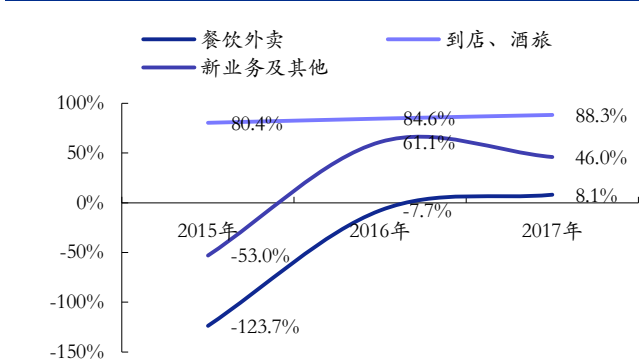
图 112：到店酒旅业务贡献毛利大头



资料来源：招股书，安信证券研究中心

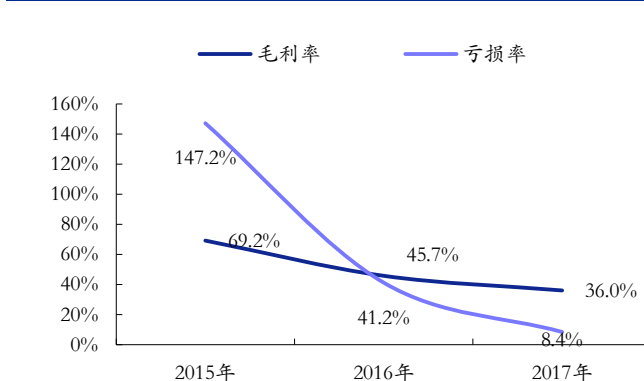
到店、酒旅业务贡献了公司毛利大头，轻资产的平台模式使得该部分毛利率能达到接近 90%。美团点评在到店团购领域霸主地位形成后，对商家议价能力增强，加之商业模式由 2C 向 2B+2C 端转变带来的 2B 端业绩增量，毛利率 16 年、17 年分别上升 4.2pcts、3.7pcts。酒旅业务上，间夜量首超携程系，酒店预订成为全国仅次于携程第二大平台，叠加三四线长尾市场渗透与服务本地消费者闭环生态的打造，预期未来到店、酒旅业务的毛利空间远未止于此。

图 113：餐饮外卖毛利率转正



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 114：亏损率收窄



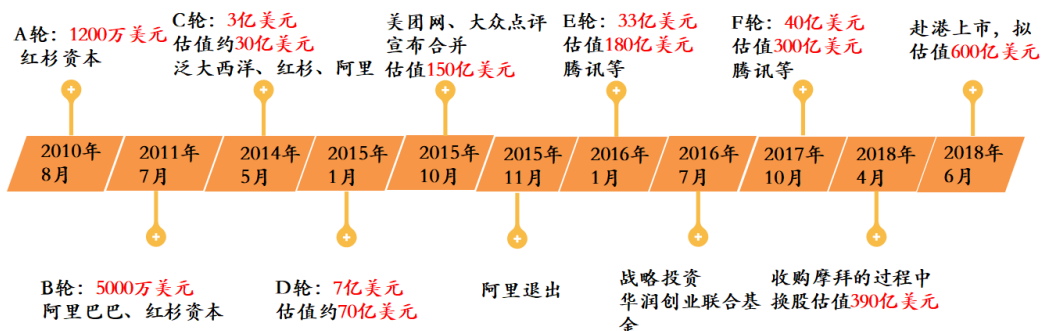
资料来源：招股书，安信证券研究中心

公司 15-17 年分别录得亏损 105、58、190 亿元，其中 17 年 190 亿亏损主要因为优先股会计调整。公司 15-17 年经营调整亏损分别为 59、54、29 亿元。17 年的主要亏损来自于优先股转换公允价值的会计调整。正常业务角度，虽然综合毛利率由于外卖业务占比提升而下降，但是销售费用率下降幅度更快，公司亏损率已慢慢扭转，存在盈利的可能性。

## 6.2. 现金流充裕支撑扩张

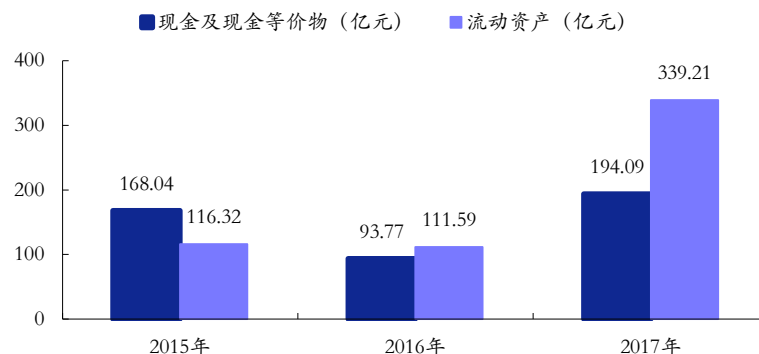
6 轮融资后估值 390 亿美元，国内独角兽企业排名第五，有效支撑扩张。商务部 2017 年独角兽企业榜单中美团点评仅次于蚂蚁金服、滴滴出行、小米、阿里云排名第五。2018 年 6 月公司发布招股书（申报），拟于港股上市。公司现有现金及等价物 339 亿元，流动资金 194 亿元，有力支撑扩张。

图 115：美团点评历年融资情况



资料来源：招股说明书，虎嗅网，搜狐财经，安信证券研究中心

图 116：公司现金流情况



资料来源：招股书，安信证券研究中心

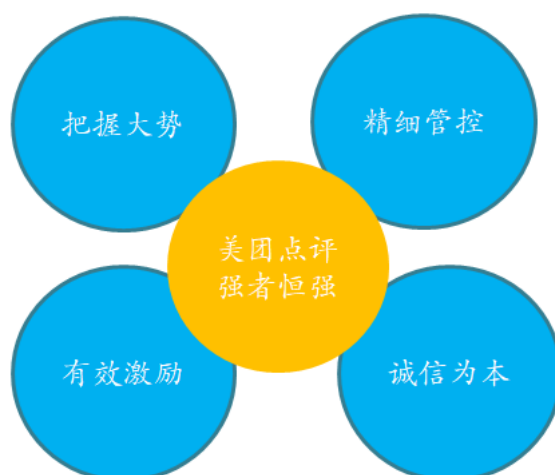
### 6.3. 历史雄辩的证明，美团点评还远未达到其边界

2017 年美团点评新推出网约车服务，许多人对美团进军出行领域的行为感到费解，并疑惑美团业务的边界到底在何方。但从历史角度观察，美团点评团购业务称霸本来就是一个短短不超 7 年的过程。此后以 4 年后发劣势进军外卖行业，到现在外卖行业市占率稳占第一。酒店预订业务强力从携程系类垂直业态中分一杯羹。到现在收购摩拜单车，共享单车领域一片向好。网约车、生鲜仍在试点阶段，但这远远未达到美团点评的边界！

一家企业能够不断拓展边界的核心竞争力，除了上文所述的综合平台优势、商户规模优势等，更多的内化在企业的血液与基因中，

1) **把握大势。**王兴认为：“一个行业某个关键要素产生 5 到 10 倍变化的时候，行业可能有百倍的爆发。”，美团点评的王兴是一个有拼劲的领导，两次创业经历后成功创立美团的王兴与美团领导班子善于把握大势，更善于在行业已经起步后，后来居上。这凭借的不止是资本，更多的是敢于分一杯羹的精神。

图 117：美团点评成功基因



资料来源：安信证券研究中心整理

**2) 精细管控。**市场推广过程中给出每月预算，美团因此做到了低获客成本与强地推能力。公司运营总监来自咨询公司，专门构建城市模型，精细化分析，充分利用数据对不同的区域和用户群体进行分析，保证其扩张到的每一个城市的决策必须合理。综合每个城市的人口、GDP、淘宝消费指数、肯德基、麦当劳数量及电影院的数量等各项指标来计算投入产出比，发现不能盈利的城市就关闭业务及时止损。这在行业中是少有的。

**3) 有效激励。**以美团外卖扩张史为例，不具备先发优势的美团外卖快速跑马圈地。2014 年为实现 40 万单目标，外卖负责人王慧文承诺：如能做到 40 万单，3 年后每人送一个白金戒指，再加期权。制定了详细的考核 KPI 指标，城市经理想方设法，并在此过程中形成了美团点评强大的地推能力。

**4) 诚信为本。**外卖市场上曾经爆发过刷单事件，正值美团、饿了么激烈厮杀时期。2014 年 10 月的烧钱大战时，美团外卖和饿了么双方日均订单量都冲到八九十万单。谁先冲上百万单，都能振奋团队士气和提升公众品牌形象。但是美团外卖已经接近百万单时，发现有刷单的存在，美团外卖内部多次讨论，决定一定要实事求是。于是放缓了活动力度，快速理清如何反刷单。

美团点评历史上进军各大领域均能成功的基因是内化在美团点评优秀的管理模式、前瞻的商业直觉、有效的激励制度、敏锐的商业触角中的。我们相信经历过大浪淘金的美团点评，在新的领域内依然能够不断刷新世人的眼界。

## 7. 风险提示

- 1) **新业务竞争加剧风险。**公司扩张出行、大零售领域均为之前未涉及区域，其中网约车领域滴滴优势明显，生鲜超市领域盒马鲜生、永辉超级物种同样具有先发优势。虽然公司进军外卖、酒旅领域均取得一定成果，但进军新领域的未来还未可知。
- 2) **现金流管控风险。**公司抢占新领域市场需要较多资金投入，虽然公司成本管控能力较强，但若现金流得不到保障，则可能影响公司展业。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034