

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、闪购为主的核心本地商业，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：周砺灵
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 年中国外卖消费者每周点外卖次数分布	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:	即时零售渠道休闲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

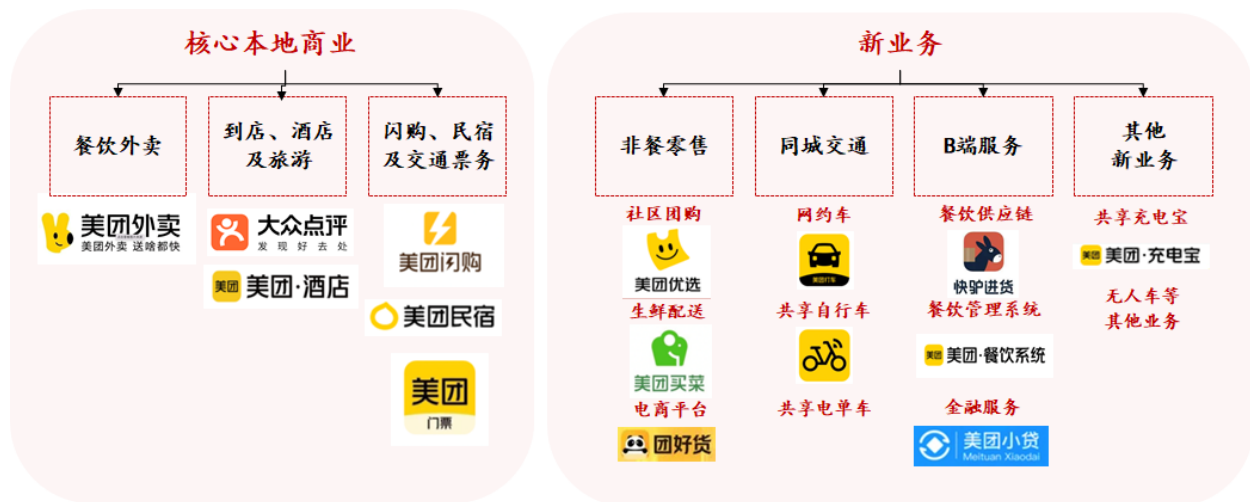
1. 美团：外卖为基，致力打造本地生活服务生态圈

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务，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



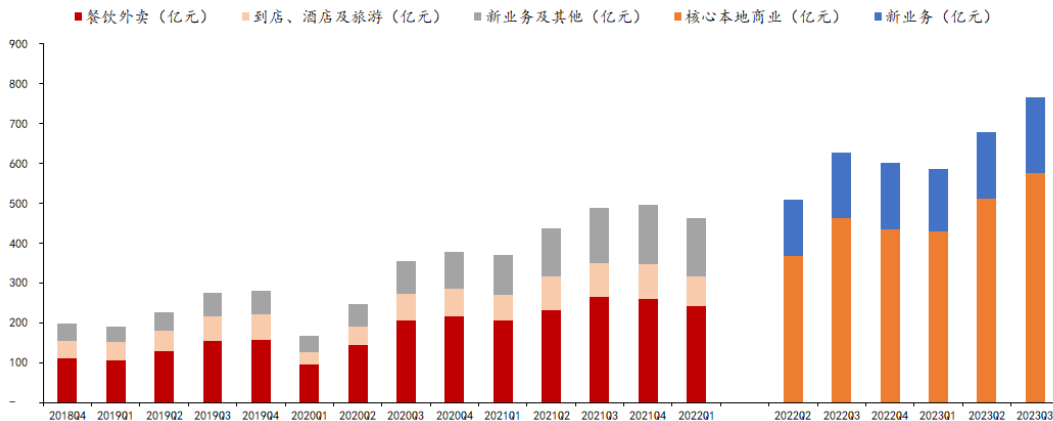
资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

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。

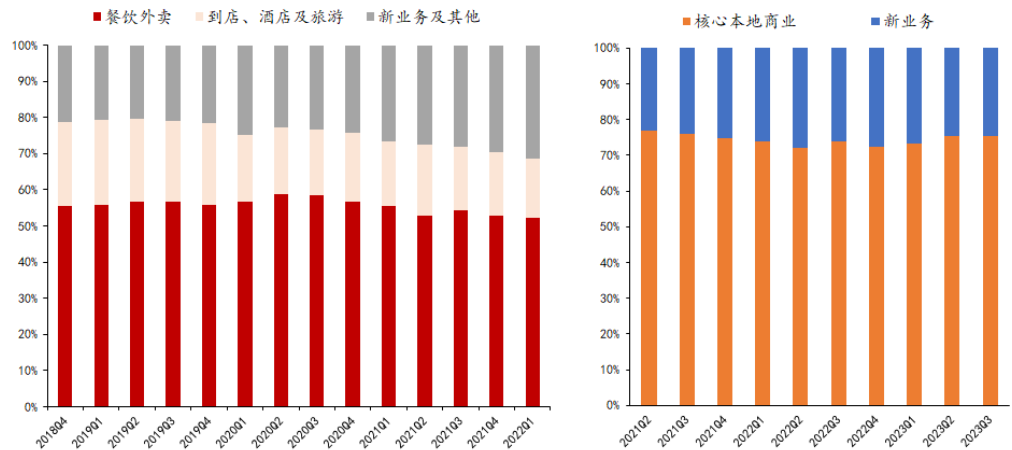
新业务持续扩张。新业务是美团依托基本餐饮外卖及到店业务所沉淀的平台及流量，不断拓展生活服务生态边界的创新业务。目前，新业务仍处发展期，2021 年总收入（包含闪购、民宿及交通票务）达 502.9 亿元，占比 28.1%，相较于 2019 年提升 7.1pct，新业务持续扩张，占比不断提升。

图表2：美团 2018Q4-2023Q3 业务收入构成



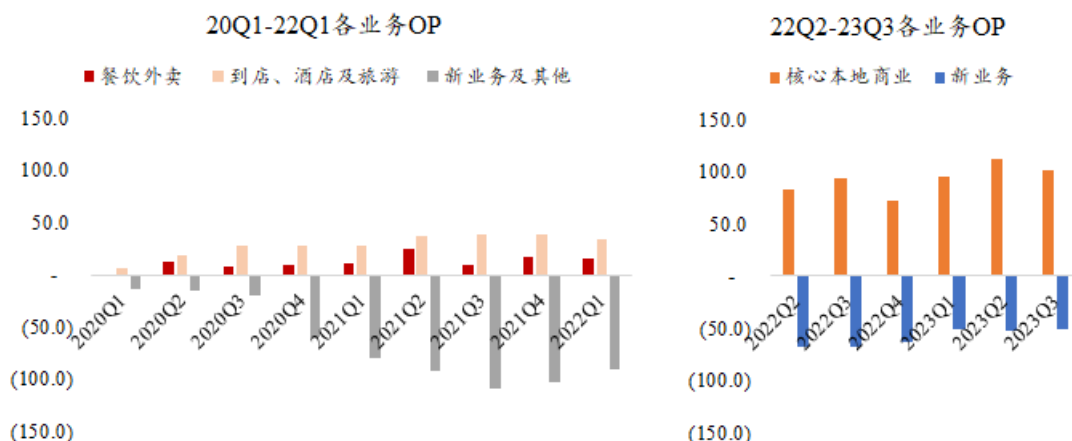
资料来源：公司财报，国联证券研究所测算

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）

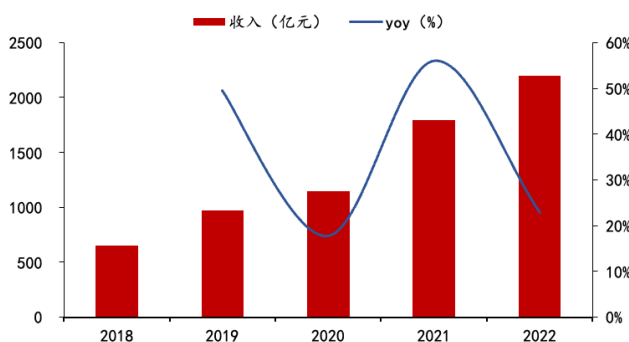


资料来源：公司财报，国联证券研究所测算

1.2 营收稳健增长，盈利拐点已达

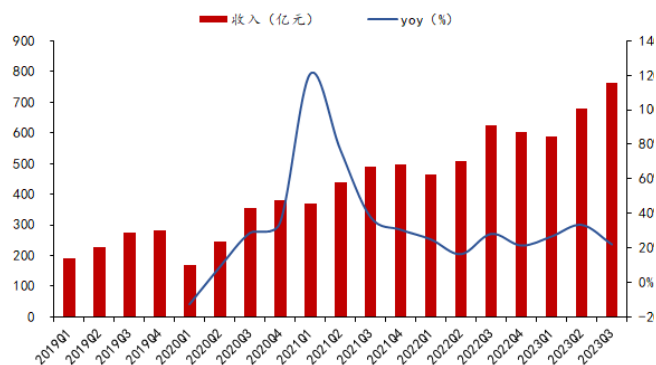
营收进入相对稳定增长通道，核心商业增长稳健。2022 年，美团实现营业收入 2199.55 亿元，同比增长 22.8%，增长较为稳定。其中，餐饮外卖业务、商品零售业务实现收入稳健增长，且外卖配送网络和次日达物流网络历经疫情反复、配送需求增长、运力紧张的考验，配送调度能力得到增强。

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

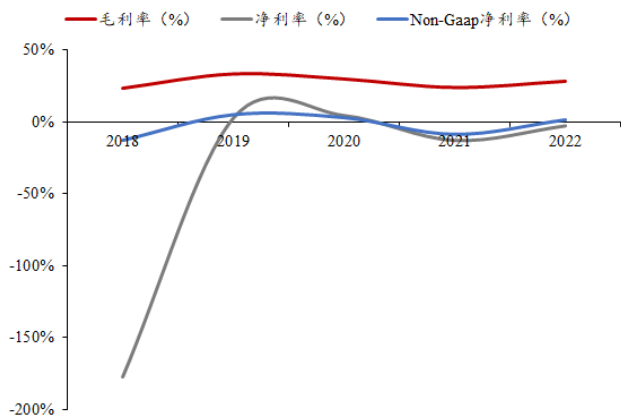


资料来源：公司财报，国联证券研究所

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，

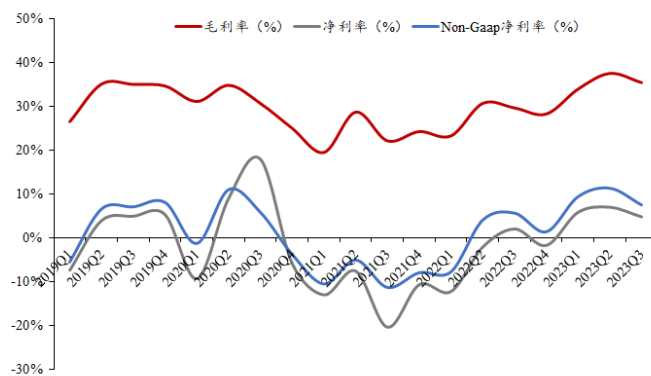
核心商业利润释放主要系餐饮外卖与闪购业务订单量、客单价增长以及毛利提升所致，而新业务经营亏损收窄主要系买菜、优选等商品零售新业务的增长推动以及运营效率提升所致。

图表7：美团历年毛利率及净利率情况



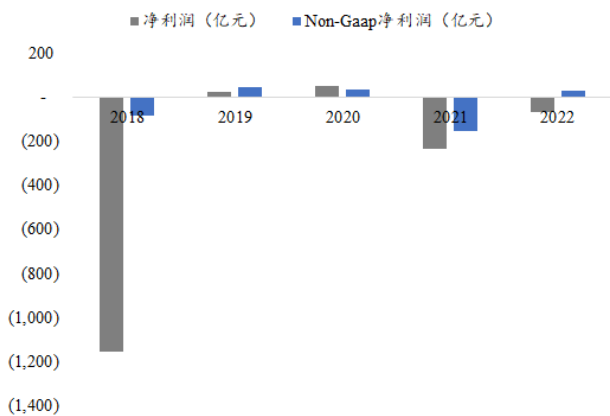
资料来源：公司财报，国联证券研究所

图表8：19Q1-23Q3 毛利率及净利率情况



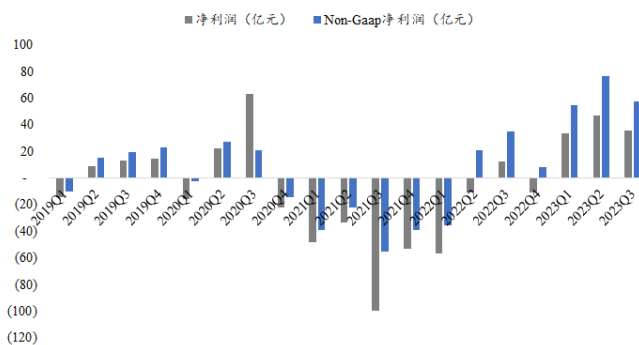
资料来源：公司财报，国联证券研究所

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

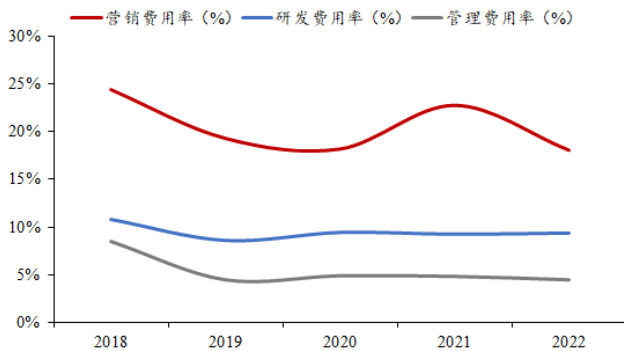
图表10：19Q1-23Q3 净利润情况



资料来源：公司财报，国联证券研究所

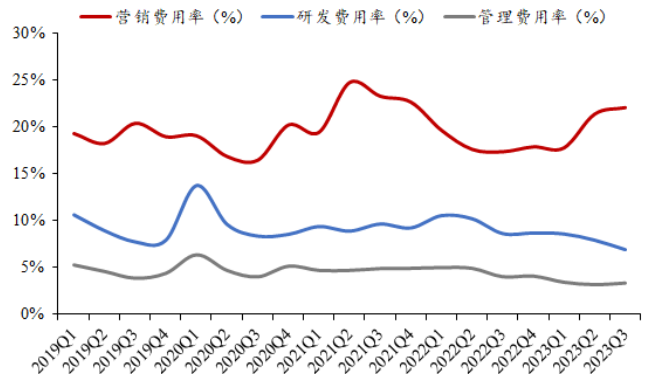
销售费用率降幅明显，成本控制有效。2022 年，美团的销售费用率为 18.07%，同比下降 4.64%，主要系推广、用户激励费用减少；研发费用率为 9.43%，管理费用率为 4.44%，近年总体较稳定。

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

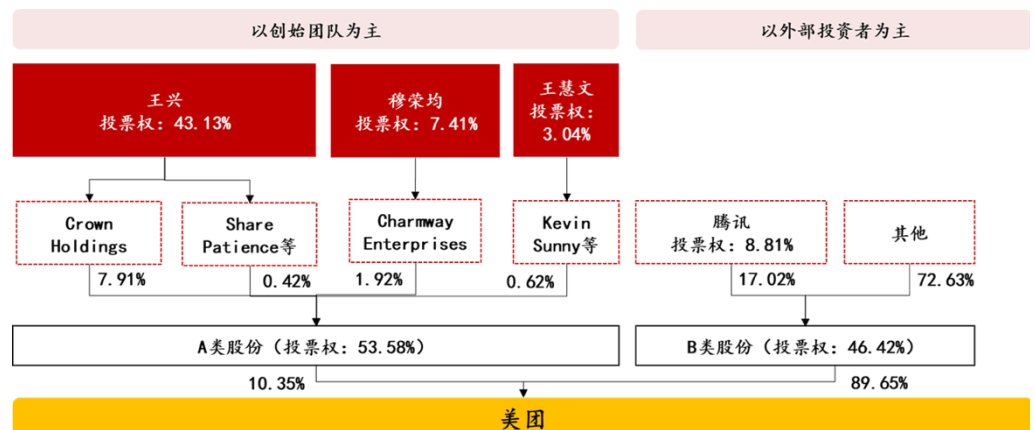


资料来源：公司财报，国联证券研究所

1.3 股权结构稳定，决策高度集中

美团股权结构采取 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：美团股权结构图（截止 2022 年年报）



资料来源：公司财报，国联证券研究所

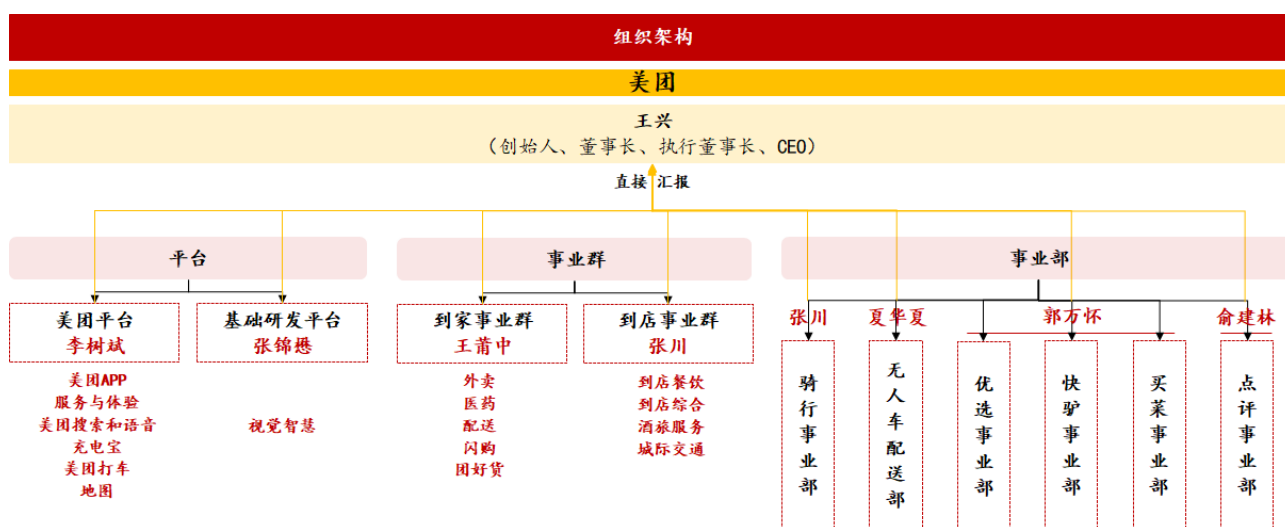
1.4 组织体系清晰且管理灵活，擅长精细化运营

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。

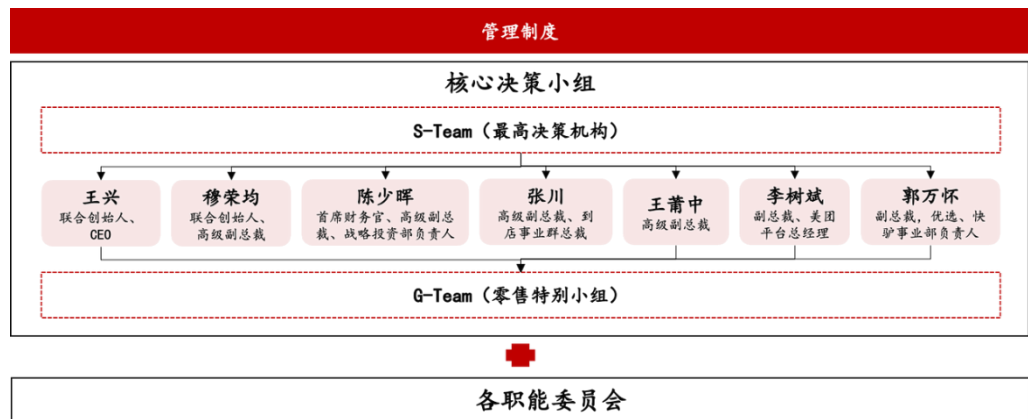
图表14：美团组织架构图



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

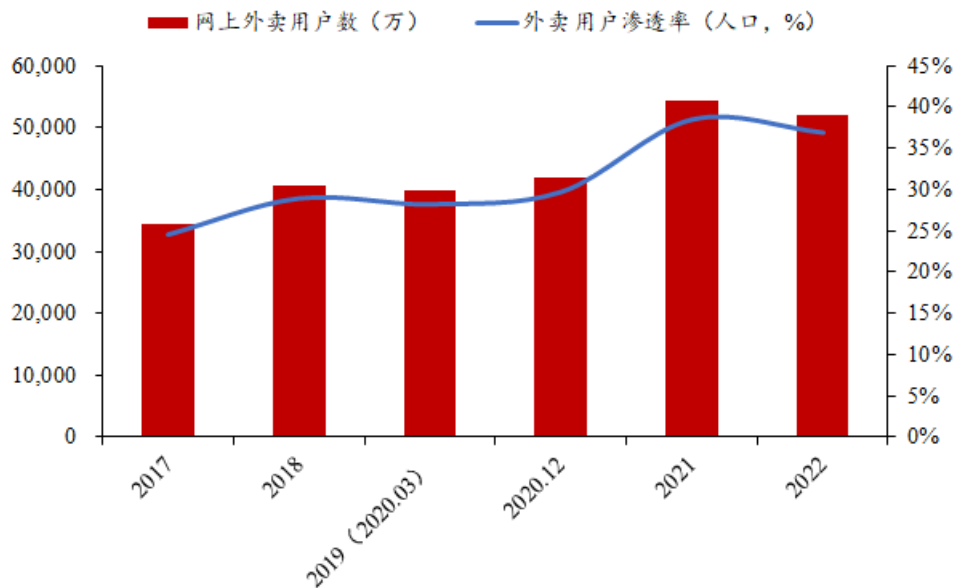
2. 餐饮外卖行业：美团领导地位稳固，规模优势显著

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%。

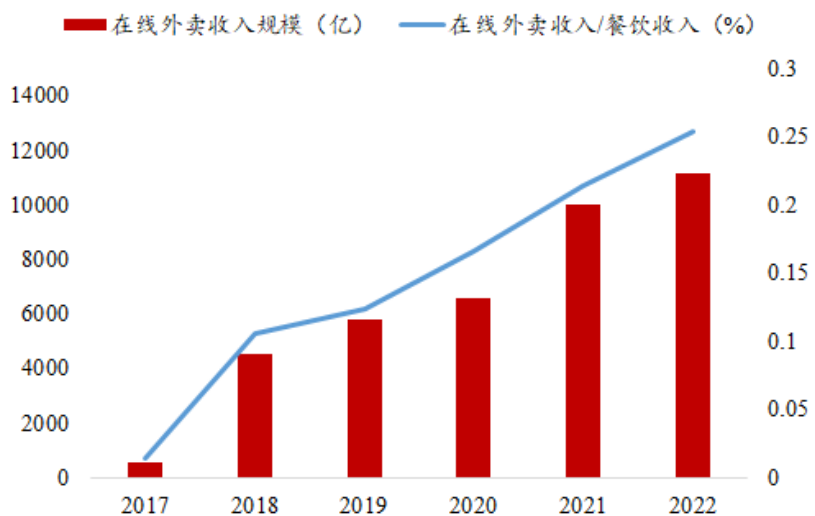
图表17：网上外卖用户数量及渗透率



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

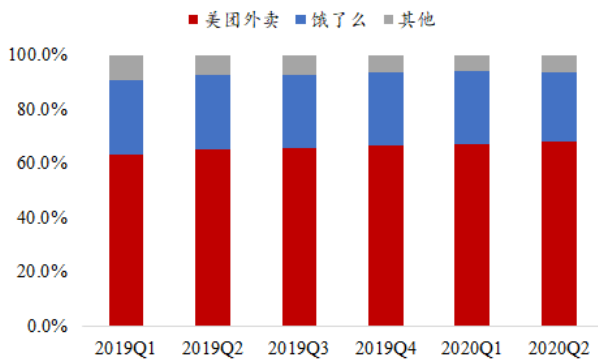


资料来源：国家统计局、国家信息中心，国联证券研究所估算

2.2 外卖行业格局趋稳，美团占据最高市场份额

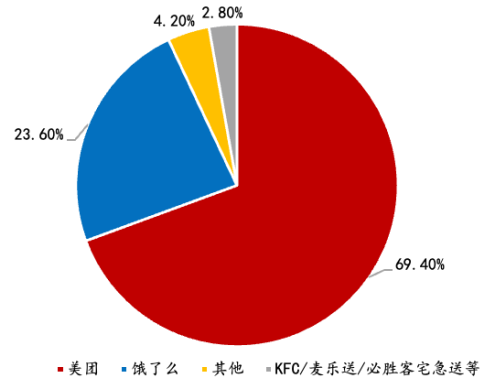
现有外卖市场呈现领导者-追随者格局，美团市场份额近 70%。餐饮外卖行业现有主要竞争者为美团外卖、饿了么外卖，2009 年发展至今，外卖市场竞争格局趋稳，美团与饿了么呈现七三分的竞争格局。我们估算，2022 年美团外卖的市场份额约为 70%，占据市场主导地位。

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

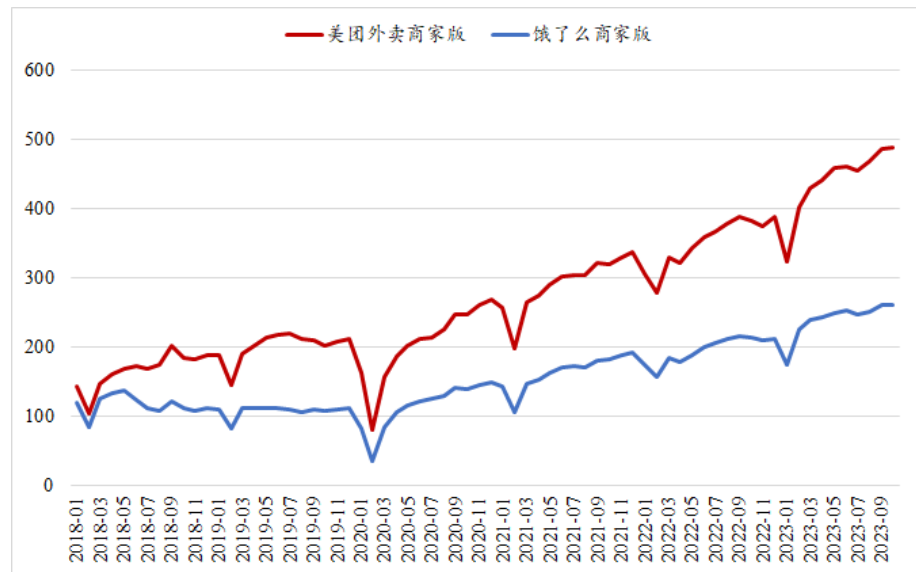


资料来源：极光数据，美团研究院，中国社会科学院，人民网，头豹研究院，国联证券研究所

➤ 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）

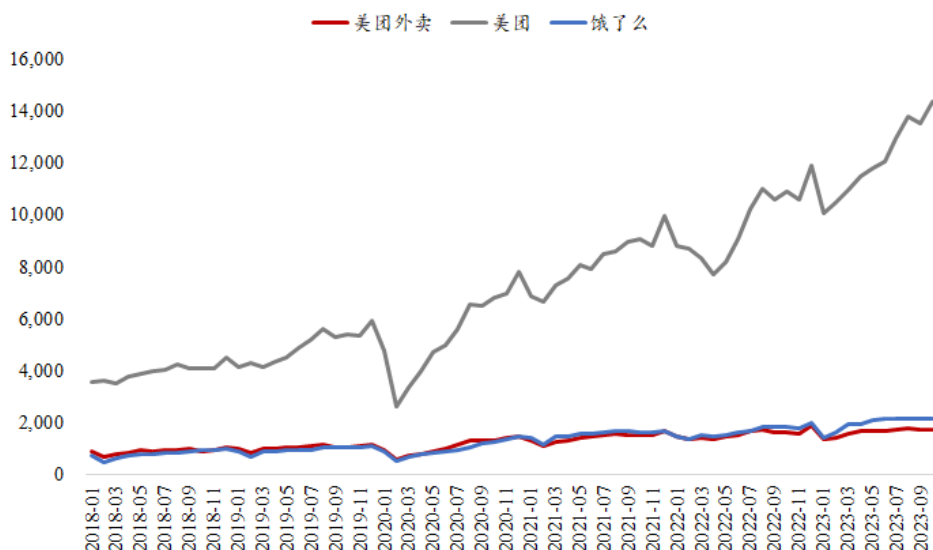


资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

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）



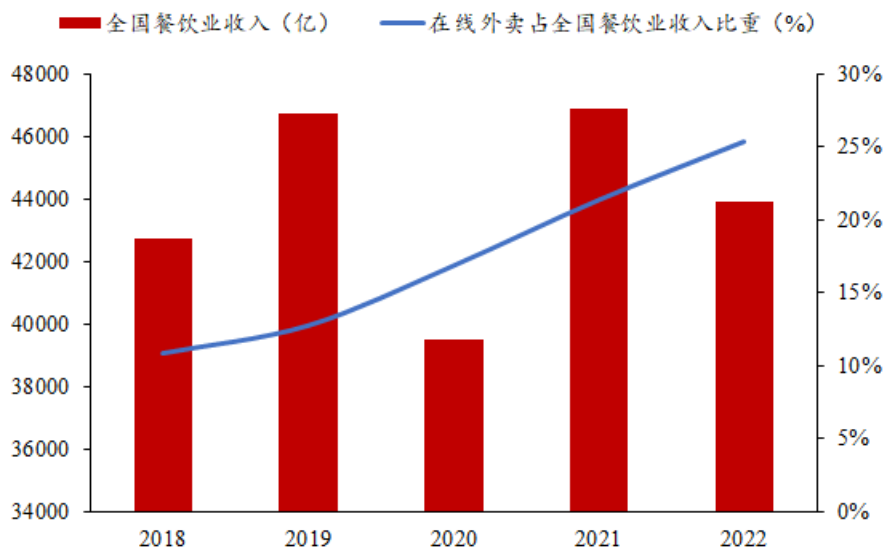
资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

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。

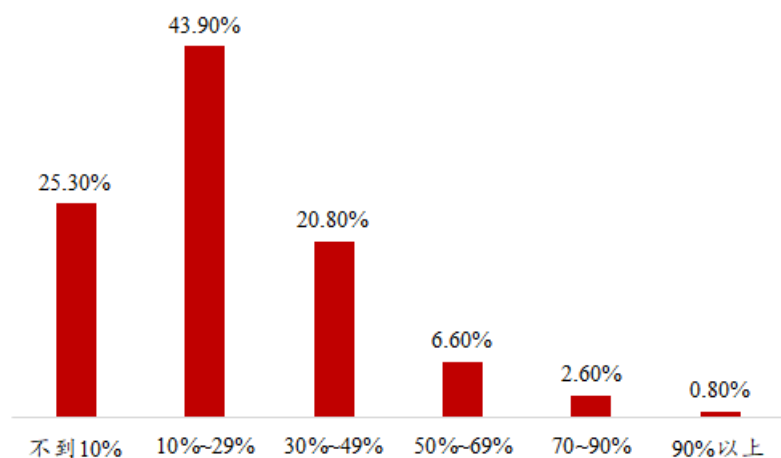
图表24：中国餐饮业收入与在线外卖占比



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。

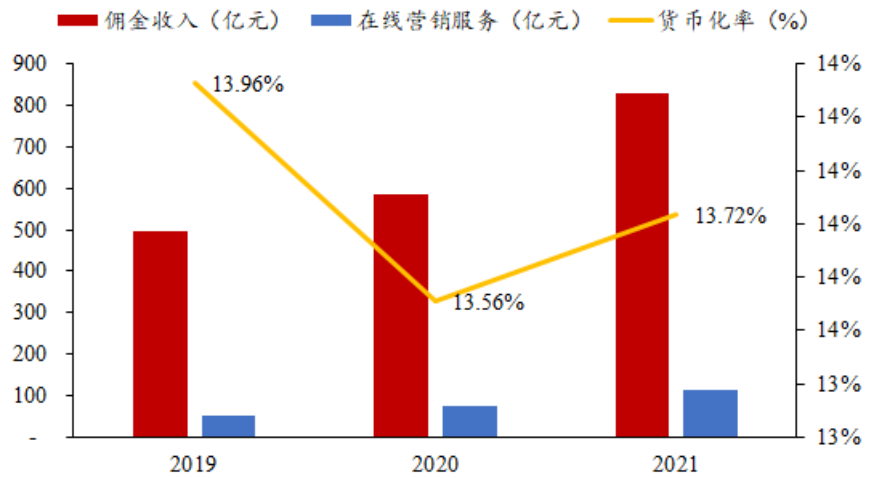
图表25：餐饮商户外卖收入占餐饮总收入的比重分布



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

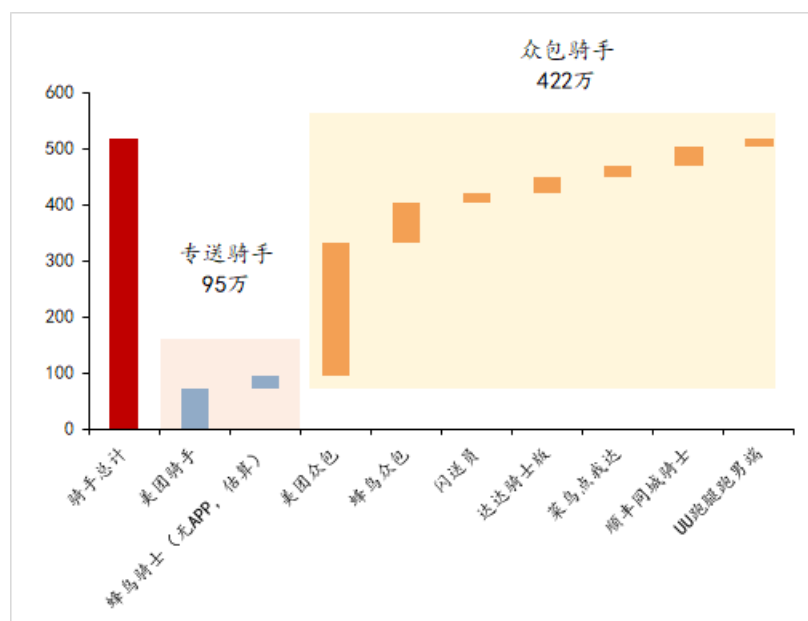


资料来源：公司财报，国联证券研究所整理

➤ 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

		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
按运力形式分类	众包	- 非全日制灵活用工 - 骑手抢单，前期抢单难，单量不稳定	- 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	★	★★★★	★	★★★★	★
	专送	- 全职工工，由合作供应商雇佣 - 系统派单，骑手单量相对稳定	- 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	- 与代理商签订劳动合同 - 提供培训 - 缴纳保险	★★	★★	★★★★	★★	★★
	自营	- 全职工工，由平台企业雇佣 - 系统派单，骑手单量相对稳定	- 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	- 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：

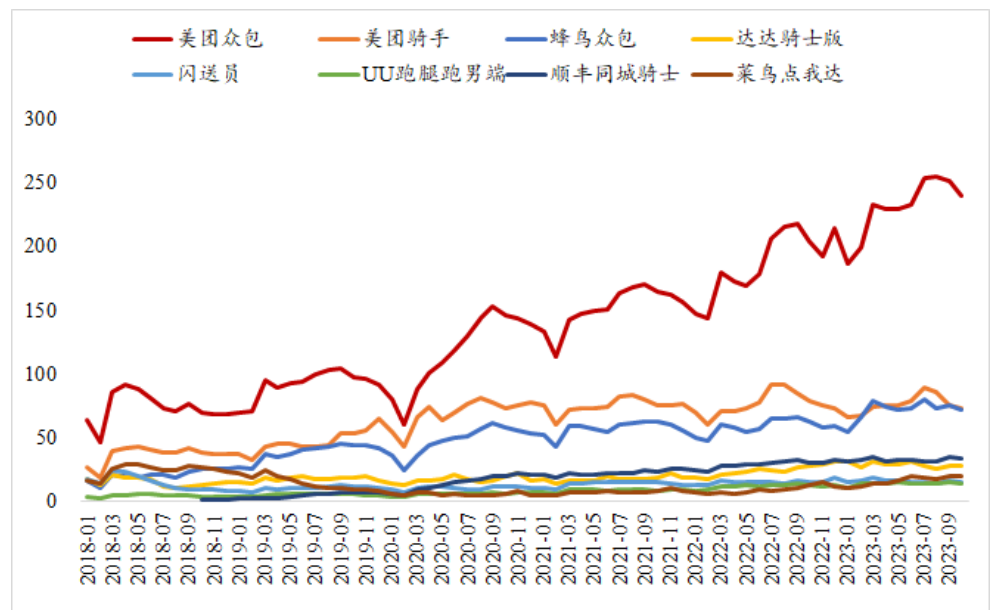
- **单量**：即骑手平台每日可产生的配送订单总量，决定单个骑手可被分配的订单量。

- **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价格。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”）单日供给量约 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。

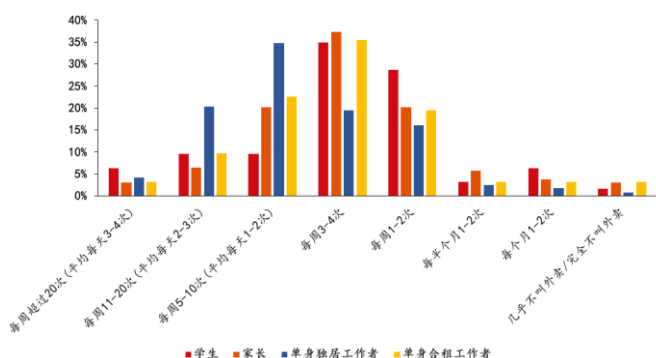
- **单价：**美团为头部平台且主要为短距离外卖订单，相对单价更低，对于闪送、UU 跑腿等规模较小，订单量较少的即时配送平台，相对单价更高。尽管美团在平均单价上，相较远距离同城配送平台没有优势，但由于具有充沛订单以及更高的调度效率，美团众包骑手的总收入优于其他平台。

➤ 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。

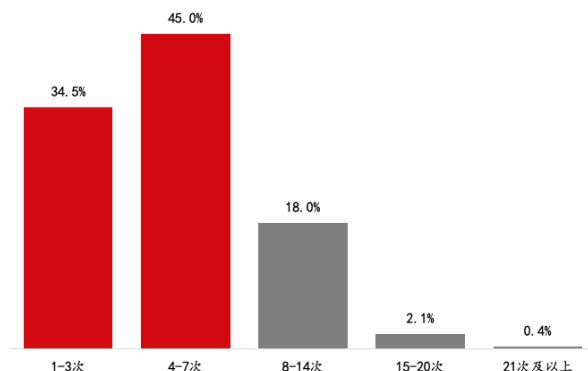
此外，配送时间是消费者在选择外卖平台时的重要考量因素，2022 年 6 月艾媒咨询的调研中，53.1% 的被调研消费者可接受的配送时间小于等于 30min，而在 2022 年 8 月艾媒咨询的调研中，59.5% 的被调研消费者表示配送速度是其选择平台的因素，消费者看重外卖配送时间，追求更短时间的配送服务，追求更高效率。

图表31：2022 年中国外卖平台不同身份消费者点外卖频率



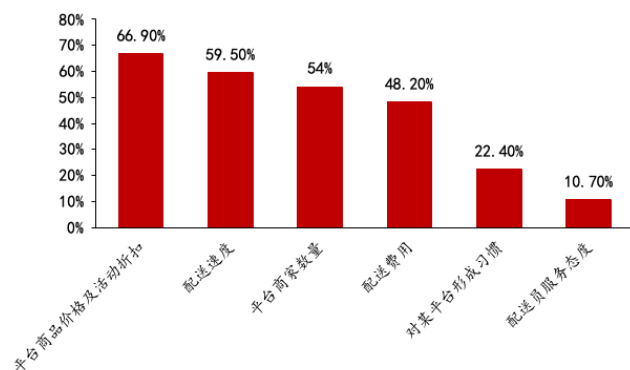
资料来源：艾媒咨询（N=504；时间：2022 年 8 月），国联证券研究所

图表32：2022 年中国外卖消费者周均点外卖次数分布



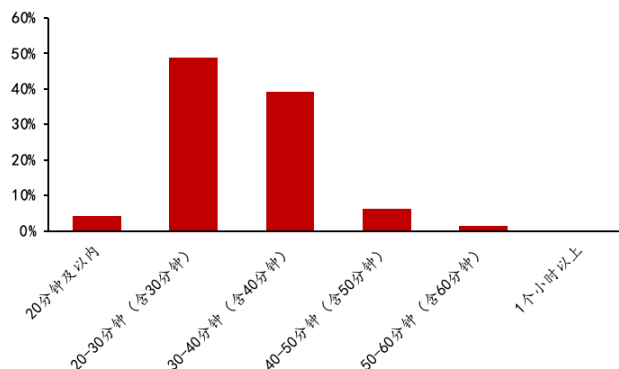
资料来源：艾媒咨询（N=1368；时间：2022 年 6 月），国联证券研究所

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

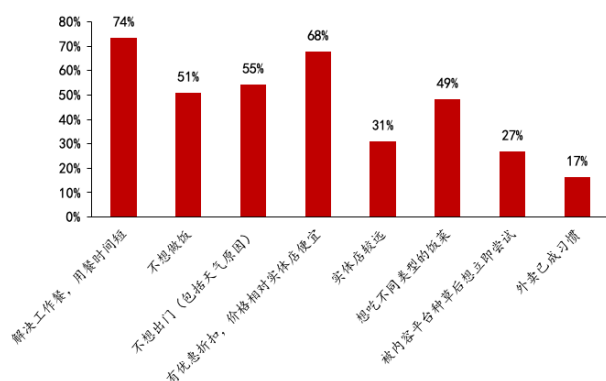
图表34：2022年中国外卖消费者可接受的配送时间



资料来源：艾媒咨询（N=1368；时间：2022年6月），国联证券研究所

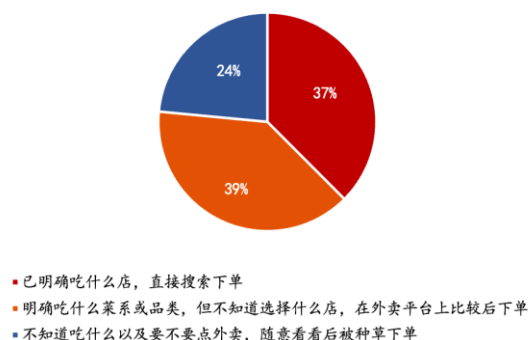
外卖消费以“有目的”的高效率场景为主。我们通过 Credamo 平台进行针对外卖行为的有偿消费者问卷调查（2022年7月，N=200，男性74），统计发现，74%的样本选择使用外卖的原因是由于工作餐就餐时间短，用于解决工作餐，81%的样本选择使用外卖时通常在公司，处于工作间隙，并且76%的样本使用外卖服务前已明确要吃什么店或明确吃什么品类，餐品选择快速高效。基于问卷调研结果，我们判断，“高效率”场景是外卖消费的主要场景，如工作餐，此类消费场景下消费者通常追求决策效率，目的相对明确。此外，就整体需求来看，我们判断，“有目的”的外卖场景需求，即明确吃什么餐品或品类，无需平台额外提供内容价值的需求，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



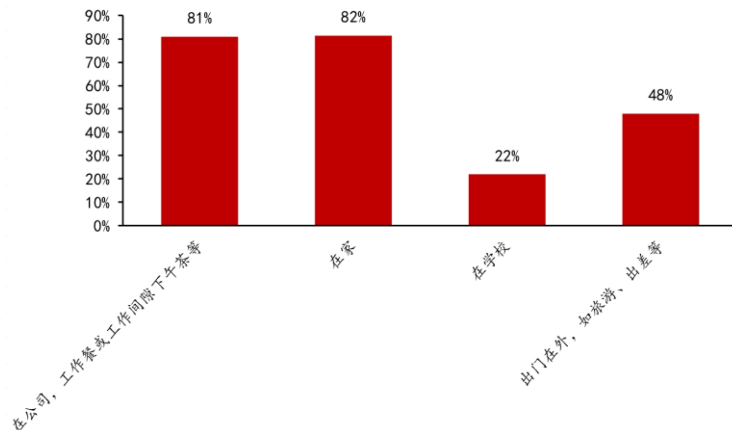
资料来源：消费者问卷调查（在 Credamo 平台发放，N=200，男 37%，一线城市 16.5%，新一线 26%），国联证券研究所

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。

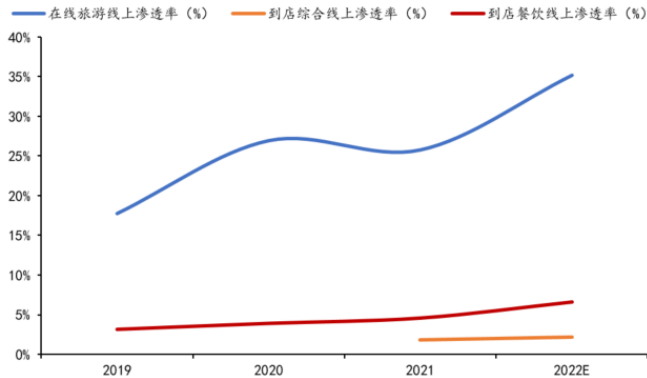
3. 到店酒旅行业：抖音主攻“发现”场景，美团长期价值显著

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

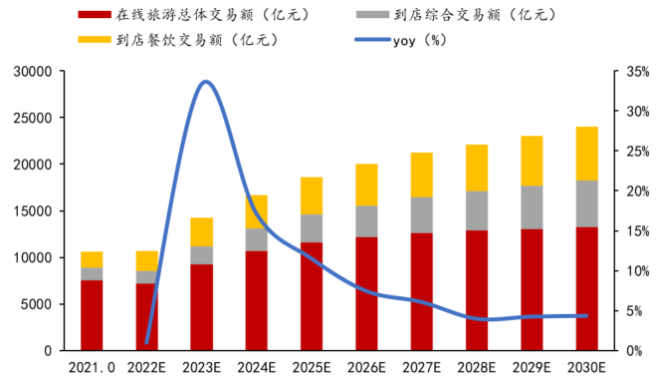
服务产品的在线预订。我们估算，2022 年到店餐饮、到店综合以及在线旅游各细分业务线上渗透率分别为 6.6%、2.2%、35.2%，到店餐饮及到店综合线上渗透率较低，仍有增长空间。

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



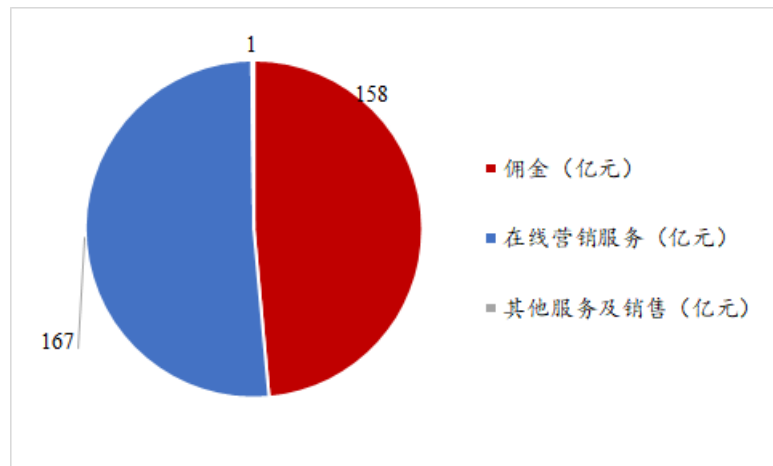
资料来源：参赞、中经数据、国家统计局、文旅部、易观、CNNIC，国联证券研究所整理测算

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，主要起到导流作用。
- 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，相应对于广告营销的转化及 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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/937165034132006026>