

证券研究报告|行业专题报告
可选消费|零售

美团抖音到店之争：错位竞争，格局无忧，共谋增量

——本地生活到店行业专题

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn

S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn

S1090520070003

CMS  招商证券

2022年8月7日

摘要

- **核心观点：**2010年后的团购大战中，美团凭借对行业本质的深刻理解、长远战略与理性规范的运营胜出，并通过优质供给+口碑体系建立起稳固的用户心智壁垒，在到店领域长期保持市占率绝对领先。抖音入局引入行业格局新变量，我们通过对美团与抖音人、场、店三维度的对比分析，认为两者定位不同，流量异质，商户错位，将实现高度差异化发展。展望长期，我们认为抖音对到店行业现有参与者的冲击将远小于电商，行业竞争格局无忧，美团与抖音将在空间大低渗透的到店市场共创线上增量。
- **竞争回顾：**团购大战大浪淘沙，美团突围，用户心智壁垒稳固。2010年团购大战启动，美团、点评凭借对行业本质的深刻理解、长远战略与运营理性规范而突围，并在2015年两强合并，而后领跑多年。我们认为美团到店最大的壁垒在于优质供给及口碑体系长期培育起的用户找店心智，其他竞对若欲改变格局将面临投入高、时间长及ROI低等重重困难和风险，难以完成弯道超车，美团到店壁垒十分稳固。
- **竞争分析：**人-场-店三维度对比发现，美团抖音流量异质、商户错位，模式互促。抖音入局引入行业格局新变量，我们基于人店场三维度分析发现：流量维度，美团找店心智突出流量精准，且到店PV远高于抖音团购点击后VV；平台维度，美团产品/内容/流量分发均注重找店心智维护，抖音注重生态平衡与变现效率。商户维度，美团和抖音商户阶段及层级错位明显，美团面向较成熟的中小商家，口碑体系+ROI高，将作为商家长效运营主场，抖音则聚焦头部及网红商户的初期引流预热及品牌宣传。美团与抖音将实现高度差异化发展。
- **格局判断：**抖音本地生活冲击将远小于电商，行业格局无忧，美团与抖音将共创增量。对比电商，到店业务的强目的性与抖音冲动消费契合度相对较弱，预计抖音对本地生活的冲击将明显小于电商。长期看，本地生活空间近20万亿，线上化率提升空间广阔，双方将通过差异化的模式共谋增量。
- **投资建议：**美团到店业务增速快，壁垒强，预计未来三年（2024E/2021）收入复合增速22%，经营利润复合增速23%。建议投资者积极关注。
- **风险提示：**经济下行，消费意愿低；疫情波动多发；互联网平台监管风险；草根调研样本数据偏差对测算结果产生影响。

1 竞争回顾：美团凭行业洞察+规范运营胜出，以优质供给+口碑体系建起用户心智壁垒

竞争回顾：群雄逐鹿，大浪淘沙，美团、点评突出重围，2015年两强合并后多年领跑
胜出因素：行业理解清晰，运营理性规范，供给质地+口碑体系构建用户心智
竞争壁垒：用户心智不易颠覆，其他玩家难以弯道超车

2 竞争分析：流量异质，商户错位，定位和模式高度差异化

抖音入局：新入局者再掀波澜，历时大半年摸索道路，券找人模式实现较高GTV
人-流量对比：美团找店心智明确，交易闭环完整，流量精准，PV远高于抖音团购点击VV
场-平台对比：美团产品/内容/流量分发均注重找店心智维护，抖音侧重爆款与变现效率
店-商户对比：美团深覆盖，高ROI+口碑体系适于SME长效经营；抖音重头部/网红，适于推新及品牌广告

3 竞争格局：对比电商，短视频对本地生活影响小；空间广低渗透情形下，双方将共谋增量

对比电商：本地生活强目的性与冲动消费契合度差，抖音对本地生活冲击将远小于电商
格局展望：20万亿空间+极低线上化率，双方将共同完善到店经营生态，共创线上增量

4 投资建议和风险提示

业务增长：美团到综品类强增长，广告驱动收入增长快于GTV增长
投资建议：美团到店壁垒稳固，长期增长无虞，建议投资者积极关注

1.1 团购大战回顾：群雄逐鹿，大浪淘沙，美团突围

2010年，团购鼻祖Groupon成立两年估值便达250亿美元，资本期待Groupon高估值神话在国内复制，千团大战开始。

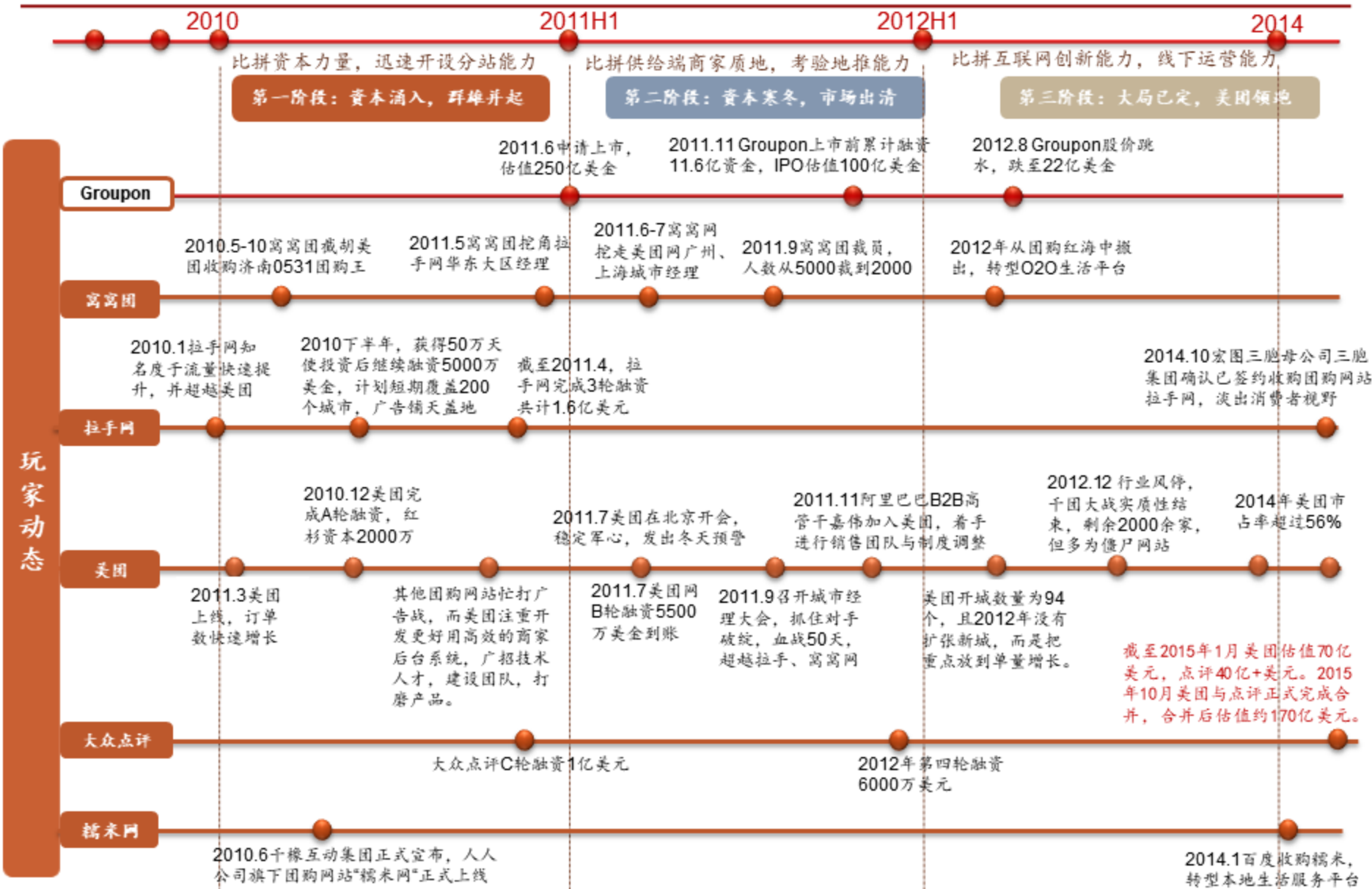
- **第一阶段（2010-2011.7），资本涌入，群雄并起，比拼资本力量及迅速开设分站的能力。**2010年1月国内第一家团购满座网正式上线，随后资本疯狂投入。后续美团网、窝窝团、拉手网、大众点评、聚划算、新浪、腾讯网、人人网等相继上线。至2011年8月，团购网站数量超过5000家，以拉手网、窝窝团为首依靠资本力量驱动疯狂扩张，用户数量和站点爆发式增长。
- **第二阶段（2011.8-2012.6），资本寒冬，市场出清，比拼供给端商家质地，考验地推能力。**2011年，Groupon上市后股价暴跌破发，国内拉手网由于经营模式单一、资金管理漏洞太多等问题IPO失败，资本市场对团购概念逐渐趋于理性，资本由狂热走向寒冬，团购网站数量急转直下，从2011年6月的5320家大幅缩减至2012年6月的2976家，数量减少近3000。
- **第三阶段（2012.7-2014），行业洗牌，比拼互联网创新及线下运营能力，美团突围。**以美团、窝窝团等相继实现盈利为标志，团购网站在经历寒冬之后逐渐开始转型。随着团宝、24券等大多数团购网站在无止境的烧钱中名存实亡，千团大战结束，美团市场份额一路攀升，2014年上半年达到56%，大众点评和糯米市占率分别为21%，13%。

图：千团大战发展历程时间线



资料来源：《长期有耐心》，《沸腾新十年》，招商证券

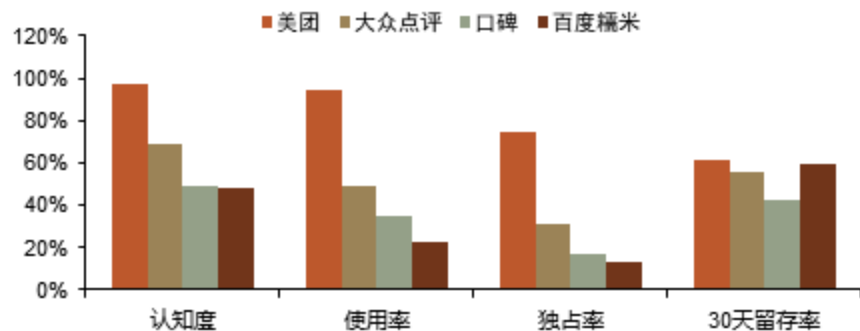
1.1 团购大战回顾：美团、点评突出重围，并于2015年两强合并



1.1 美团、点评合并实现增长飞跃，在到店市场上绝对领跑多年

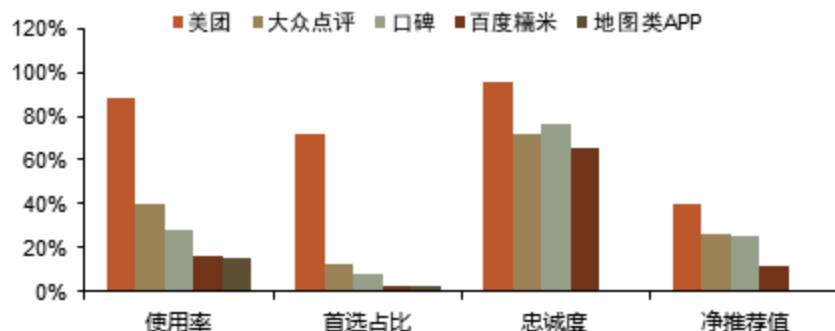
- **2015年美团与点评两强合并。**2013年后，上半年团购市场格局相对集中，美团+大众点评占据80%以上份额（美团51.9%，大众点评29.5%），截至2015年1月美团估值70亿美元，点评40亿+美元；2015年10月美团与点评两巨头正式完成合并，合并后估值约170亿美元。
- **合并后美团点评用户及商家规模快速增长，在到店市场上绝对领跑多年。**从极光大数据调查结果来看，美团和大众点评在主要到店APP中，认知度、使用率、独占率和留存率、净推荐值等多项指标均大幅领先其他同类APP；同时在各细项评价维度上，覆盖门店多、易用等评价得分高。

图：主要团购APP认知度及使用率、留存率等



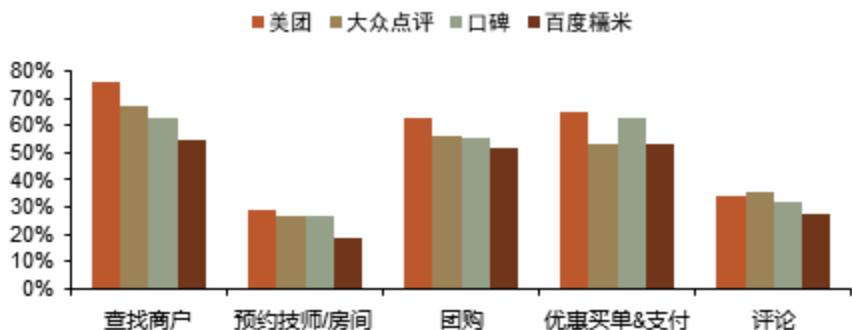
资料来源：极光大数据（2018.12），招商证券

图：餐饮类主要团购APP认知度及使用率、留存率



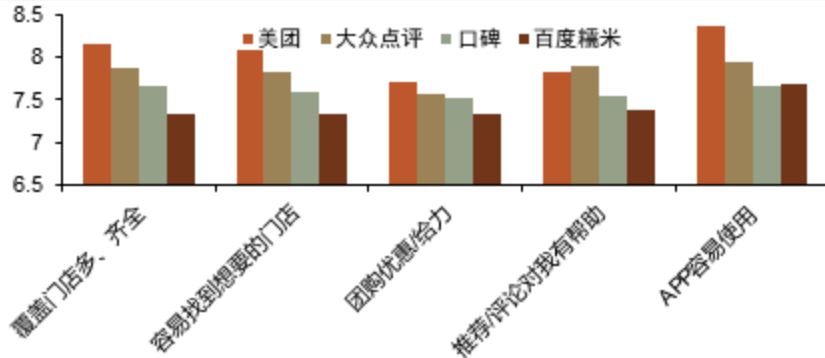
资料来源：极光大数据（2018.12），招商证券

图：主要到店服务APP各功能使用率



资料来源：极光大数据（2018.12），招商证券

图：到店行业主要APP细项维度评价



资料来源：极光大数据（2018.12），招商证券

1.2 胜出因素：行业认知深刻，运营理性规范，优质供给构建用户心智

行业认知深刻，战略考量长期，运营规范理性：美团和点评在行业理解上一致，均看重供给端能力建设，不着眼于短期广告战或狂补贴，而是注重长期能力建立壁垒；两者运营均理性规范，扩张稳健。战略层面：1) 时间上-点评有先发优势，较早占领优质供给和用户心智。2) 空间上-美团战略下沉二线，美团前瞻性预判二线城市发展潜力，一二线全面布局实现全局流量及商户供给最大。

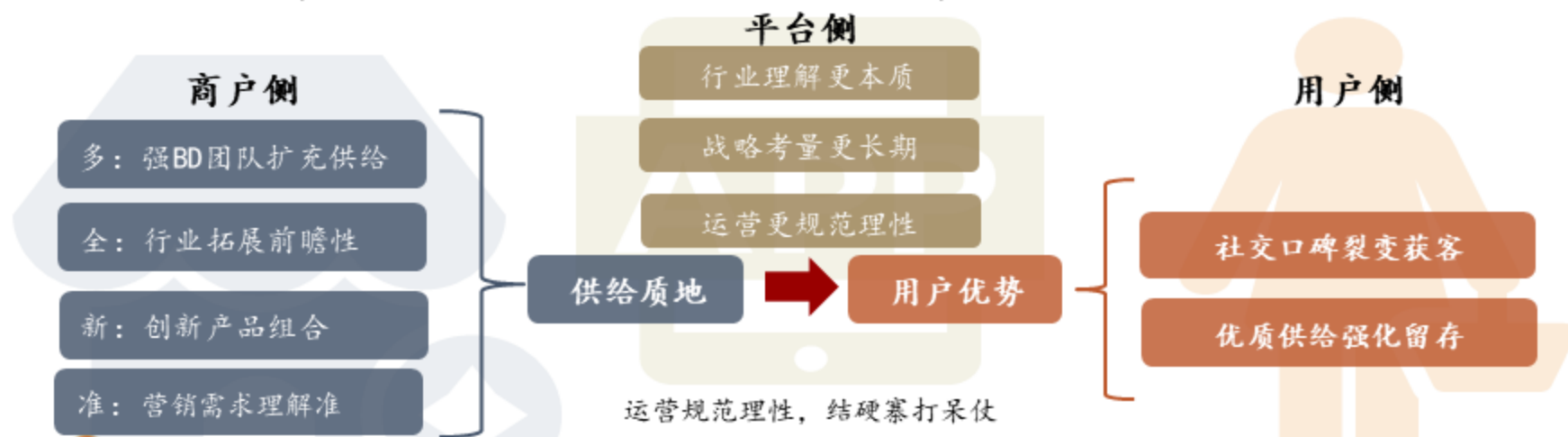
■ 商户侧：高度重视供给，认为供给才是竞争核心，供给侧多、全、新、准。

- 1) 多-强地推团队：美团地推体系完善，团队执行力强，快速拓展大量商家供给；
- 2) 全-行业拓展前瞻：大众点评在较早开辟了休闲娱乐等到综品类，全行业布局，供给全面；
- 3) 新-产品组合创新：美团优先提出团购的商圈集中制及产品间的互动互联，运营更精细；
- 4) 准-捕捉商家引流需求：大众点评对团购的引流属性理解深刻，当大多数团购还在产品交易维度竞争时，大众点评优先建立起商户主页，强化引流属性，依托广告拥有稳定现金流。

■ 用户侧：高效社交裂变+优质供给强化留存，巩固用户心智，扩大流量规模。

- 1) 获客-社交裂变：王兴SNS起家具备社交基因，团购带有社交属性，拉新补贴社交裂变能高效获客
- 2) 留存-供给质量：优质供给帮助建立用户心智，美团&点评供给端商户多、全、新、准，优质供给强化用户留存及转化，当时的美团转化率就高达30%（点评15%，糯米5%）。

空间上：美团战略下沉广布局



时间上：点评先发优势锁定优质供给和用户心智

1.2 美团壁垒：优质供给+口碑体系，建立稳固的用户找店心智

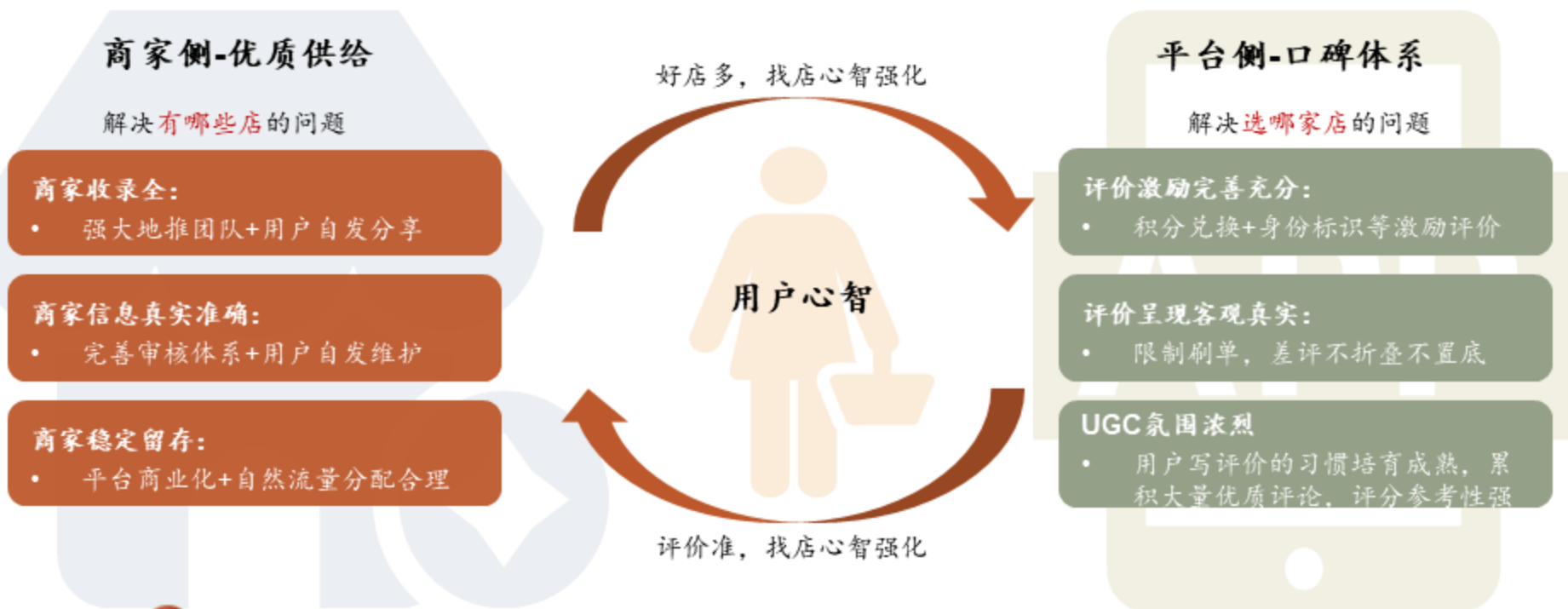
■ 美团的壁垒在于稳固的用户心智，找店心智则来自商家侧优质供给+平台侧完善的口碑体系。

1) 商家侧的优质供给：美团强大的BD团队+用户自发分享维护+平台完善的审核体系+自然流量的合理分配，长期积累形成美团商家收录全、信息真实准确，长效稳定经营的优势。

2) 平台侧健全的口碑体系：评价激励体系完善+呈现机制公正+优质评价积累，美团养成用户写评价的习惯，形成浓烈的UGC氛围，积累大量优质评价，评分参考性强。

■ 本地生活平台是明显的双边市场，用户-商户互促，美团壁垒将愈发稳固。双边市场中，商家数量增长将提供更丰富的供给吸引用户增长，用户增长也将提供更充沛的流量带动商家数增长；由此来看，美团增长飞轮已转动多年，平台壁垒将愈发稳固。

图：美团壁垒在于强烈的找店心智，这一心智来自商家侧优质供给+平台侧健全的口碑体系



1.3 美团壁垒：找店心智难颠覆，其他玩家难以弯道超车

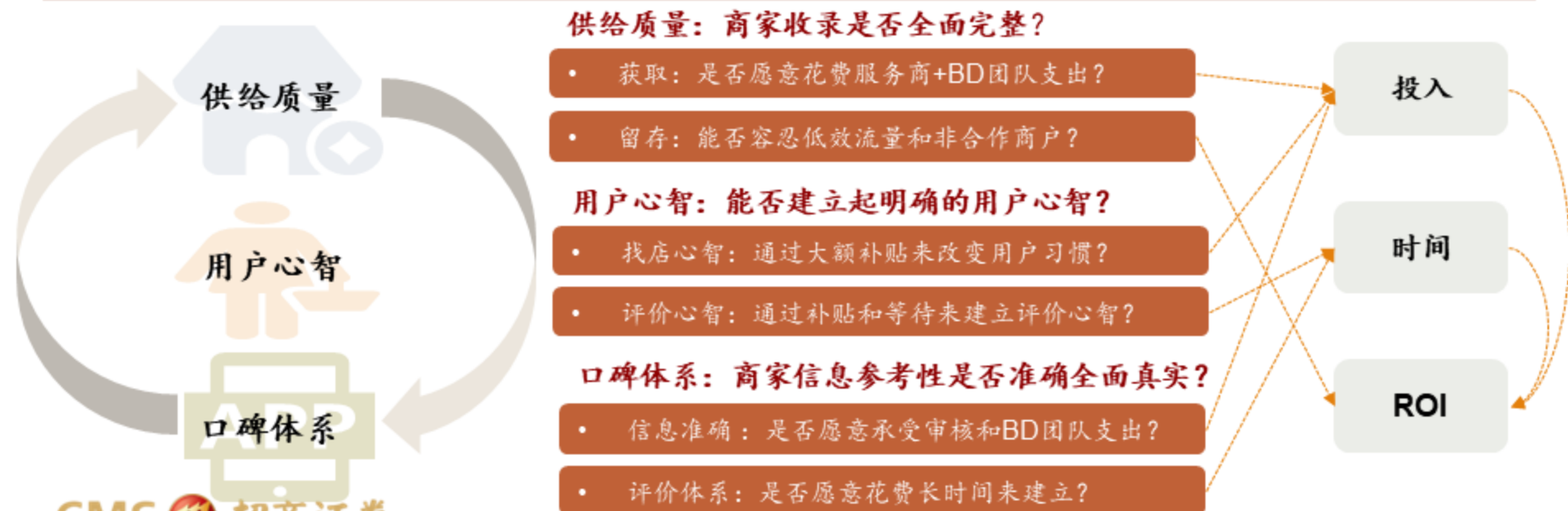
前页已总结美团核心壁垒在于优质供给+口碑体系形成的用户心智，现继续探讨其他玩家弯道超车的可能：

■ 行业挑战者对美团壁垒及其构建要素的突破路径和难度在于：供给质量+口碑体系+用户心智

- 1) 供给提升投入高：通过服务商和地推以高投入来获取和提升供给，对不付费的商家也分配流量，但投入高变现差，时间漫长。（美团以高效的组织体系深耕多年才获取当前供给，投入和时间难以压缩）
- 2) 口碑体系建设慢：通过加强审核，高额补贴激励用户写评价是弥补评价短板的一种途径，但到店消费频次低，高质量评价积累除了补贴外还需漫长等待。
- 3) 用户心智极难改变：通过极高的代价补贴或许可尝试改变用户习惯和心智（格局既定后，新进入者挑战既有龙头往往需要付出数倍于原先的代价）

即便有玩家做到上述三点（概率不大），但ROI也很难算过帐来（高额投入+漫长等待后成功，也只是分去美团到店一半份额）。因此，我们认为其他玩家弯道超车的路径可能性低、意愿不强，美团作为到店绝对龙头的壁垒将长期稳固。

图：美团到店业务的壁垒及其他玩家弯道超车可能性的探讨



1 竞争回顾：美团凭行业洞察+规范运营胜出，以优质供给+口碑体系建起用户心智壁垒

竞争回顾：群雄逐鹿，大浪淘沙，美团、点评突出重围，2015年两强合并后多年领跑
胜出因素：行业理解清晰，运营理性规范，供给质地+口碑体系构建用户心智
竞争壁垒：用户心智不易颠覆，其他玩家难以弯道超车

2 竞争分析：流量异质，商户错位，定位和模式高度差异化

抖音入局：新入局者再掀波澜，历时大半年摸索道路，券找人模式实现较高GTV
人-流量对比：美团找店心智明确，交易闭环完整，流量精准，PV远高于抖音团购点击VV
场-平台对比：美团产品/内容/流量分发均注重找店心智维护，抖音侧重爆款与变现效率
店-商户对比：美团深覆盖，高ROI+口碑体系适于SME长效经营；抖音重头部/网红，适于推新及品牌广告

3 竞争格局：对比电商，短视频对本地生活影响小；空间广低渗透情形下，双方将共谋增量

对比电商：本地生活强目的性与冲动消费契合度差，抖音对本地生活冲击将远小于电商
格局展望：20万亿空间+极低线上化率，双方将共同完善到店经营生态，共创线上增量

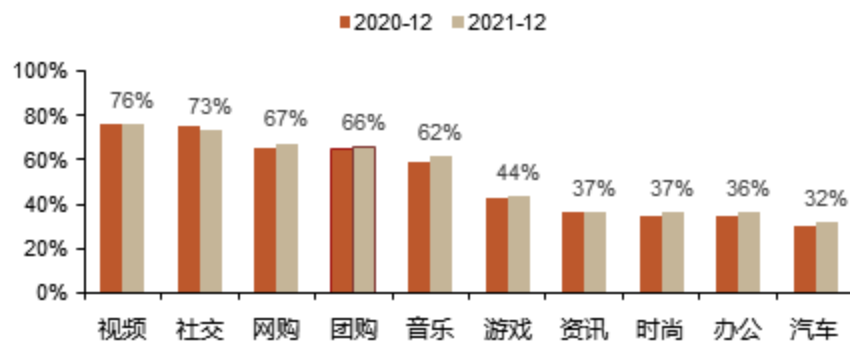
4 投资建议和风险提示

业务增长：美团到综品类强增长，广告驱动收入增长快于GTV增长
投资建议：美团到店壁垒稳固，长期增长无虞，建议投资者积极关注

2.1 抖音入局：与同城社交内容协同，意在平衡内容生态和商业化

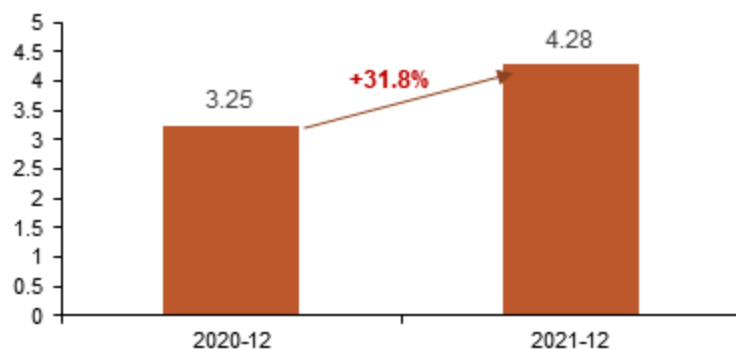
- **布局本地生活原因：流量商业化变现的方式之一。**抖音作为内容平台，除变现考量外，还需维护用户体验，而电商对用户而言商业化感知明显，如果电商品类加载率过高，消费纯视频内容的用户会较为反感。也是因此，抖音电商内容加载率一度高达13%+，后逐步降低至9%水平。
- **本地生活商业化痕迹较弱，有助于实现内容和变现间的平衡。**电商加载率降低后，需要新的流量承接方，本地生活多为吃喝玩乐，商业化和同城内容间的界限较为模糊，用户更好接受；同时，本地生活和同城社交还有一定协同性，因此将电商流量部分划拨到本地生活，有助于实现内容生态和商业化之间的平衡。

图：短视频用户活跃偏好占比：对团购兴趣强烈



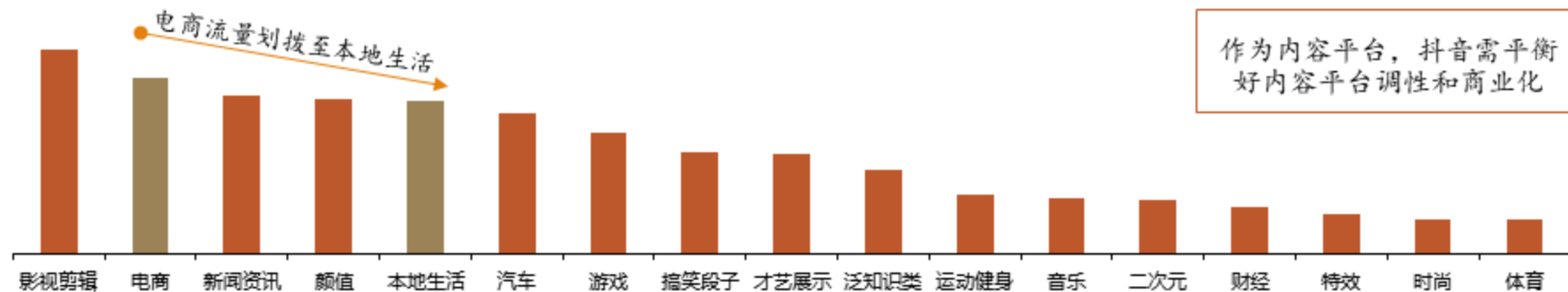
资料来源：QM，招商证券

图：短视频行业与本地生活行业重合用户数上升



资料来源：QM，招商证券

图：抖音流量大盘各品类分布：意在以商业化感知较弱的本地生活，平衡商业化感知重的电商

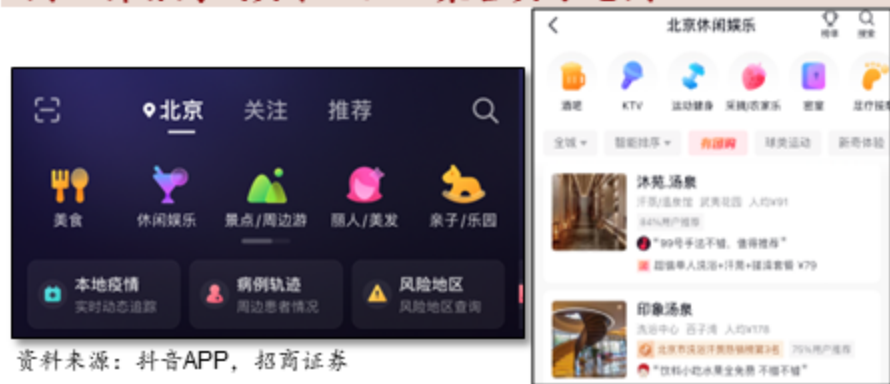


资料来源：招商证券测算

2.1 抖音当前成绩：历时大半年摸索道路，券找人模式实现较高GTV

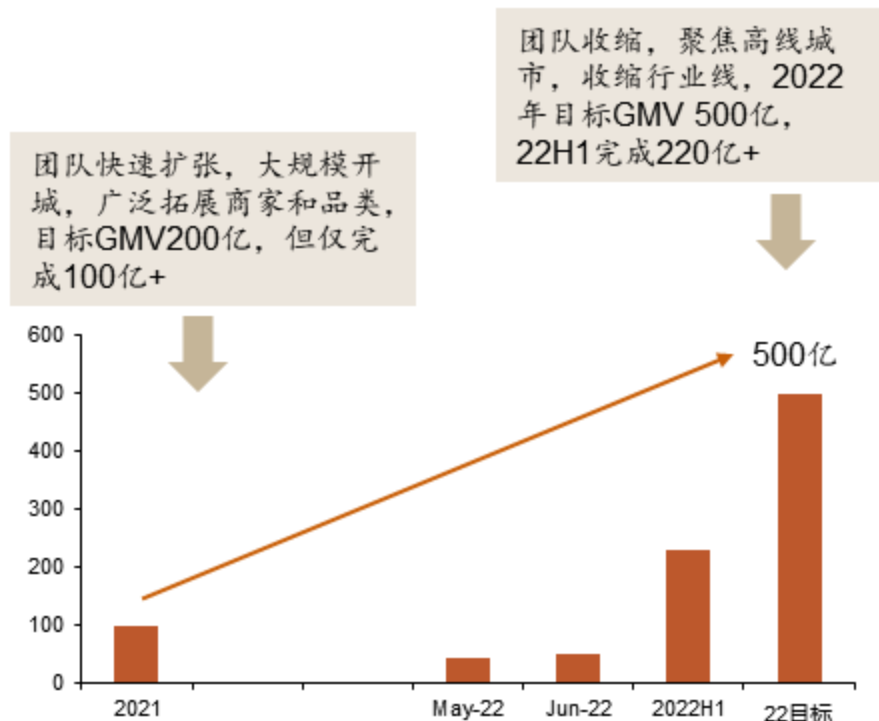
- 历时大半年摸索，主推“券找人”。抖音本地生活最早于2016年小范围试水，2021年起开始高举高打，大量铺设城市和行业，但这导致原来分配就不多的本地生活流量，在全面扩张后变得更散。于是，2021年4季度后，抖音开始收缩城市和行业线，聚焦一线和餐饮酒旅品类；并更注重和美团差异化，放弃找店逻辑，通过“券找人”模式来做，目前GTV增长较快。
- 当前抖音GTV：2022年抖音本地生活GTV增长明显，预计2022年6月已经达到50亿，上半年实现220亿+，同城页当前用户渗透率也达到23%，500亿GTV目标有望实现。

图：抖音同城页本地生活聚合页示意图



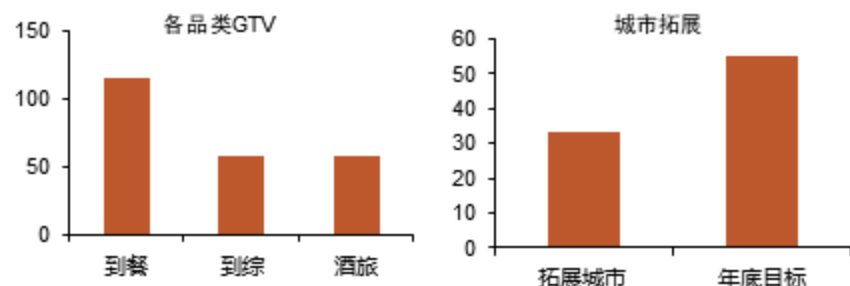
资料来源：抖音APP，招商证券

图：抖音本地生活GTV：2022年有望达到500亿



资料来源：36氪未来消费，招商证券

图：抖音当前开通城市数目及GTV分布情况



资料来源：36氪未来消费，招商证券

美团 VS 抖音人-店-场分析框架

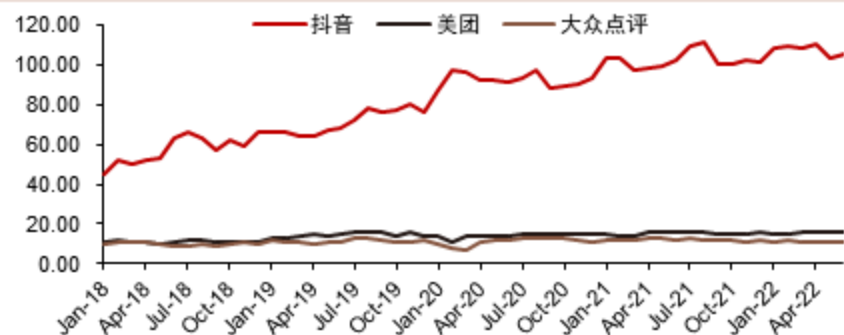


流量异质，商户错位，模式互促，共创增量

2.2 人-流量心智：美团交易、找店心智明确，抖音仍以娱乐属性为主

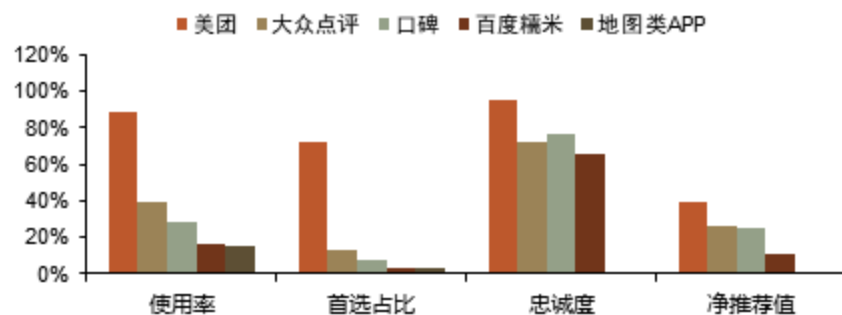
- 抖音流量集中在推荐页，主要承载娱乐、社交功能。抖音用户主要聚焦在推荐页进行短视频内容消费（推荐页时长占比85%），抖音娱乐心智突出，内容消费较为沉浸，用户时长领先。
- 美团作为主要到店APP心智稳固，找店和交易心智突出。从极光大数据调研结果来看，美团和大众点评在到店APP的使用率、首选占比、忠诚度及净推荐值上稳居前列，其中美团保持绝对领先。从用户使用行为来看，大多数用户通过美团和大众点评等到家平台查找商家、进行团购、买单支付、预约及评论等，找店和交易心智突出。

图：用户时长：抖音娱乐“杀时间”属性强（分/天）



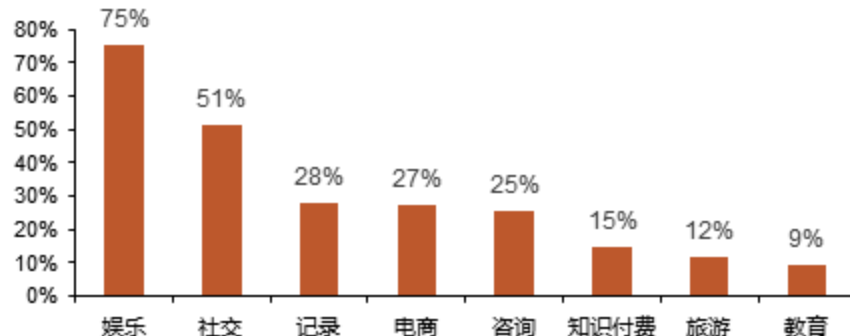
资料来源：QM（单用户单日时长），招商证券

图：到店主要APP使用情况（2018.12）



资料来源：极光大数据，招商证券

图：短视频承载的功能：主要是娱乐、社交等



资料来源：中国青年网，招商证券

图：到店主要APP用户使用行为（2018.12）

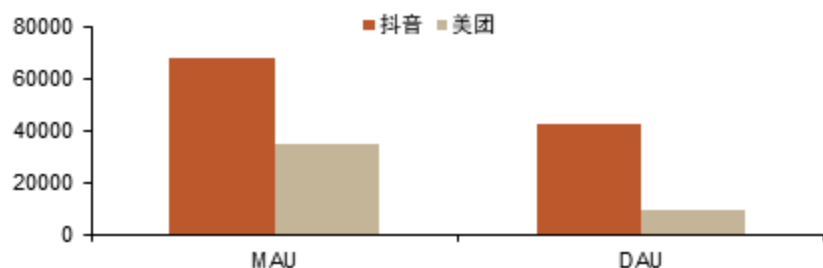


资料来源：极光调研（2018.12），招商证券

2.2 人-流量规模：抖音总量虽大，但美团到店PV远高于抖音团购页点击VV

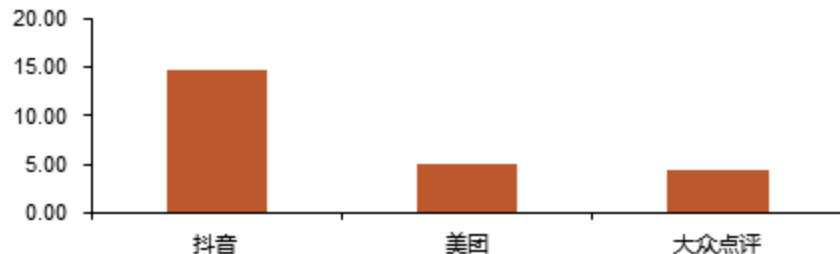
- 抖音全站流量虽大，转到团购页的量较低。抖音作为内容平台，分配到本地生活的流量有限，其中带团购链接的vv当前仅1%出头。其强公域属性也导致大多数用户“平台推什么看什么”，搜索和浏览本地生活聚合页的比重小。因此，抖音内容为主，兼顾交易的属性导致从短视频vv到交易点击之间的巨大落差。美团则全站流量聚焦交易，且DAU消费目的强烈，流量精准。
- 忽略流量分配和点击转化，直接比大盘流量并不合理，据我们测算，抖音团购交易页约为单日0.44亿点击VV（=团购VV*点击率），远低于美团到店32亿PV，从“交易”流量看，美团仍大幅领先。（中性假设，单DAU每分钟PV数为5，则到店PV总数=到店DAU*时长*单DAU每分钟PV数=32亿）

图：美团、抖音用户规模 (2022.06)



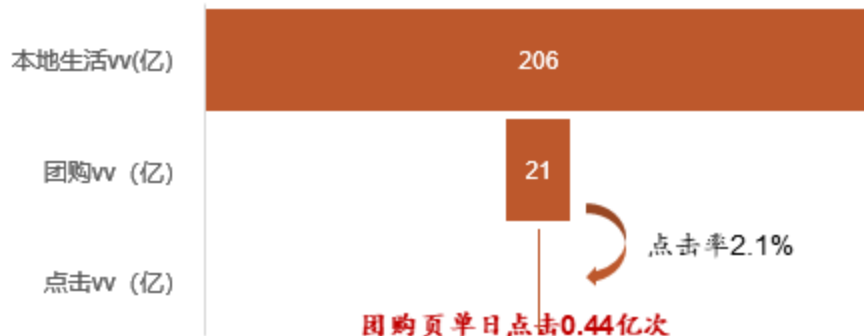
资料来源：QM，招商证券

图：流量频次：抖音、美团打开频次均较高 (22.06)



资料来源：QM，招商证券

图：抖音团购页（点进）单日vv数估算



资料来源：草根调研，招商证券测算

图：美团到店单日PV数估算

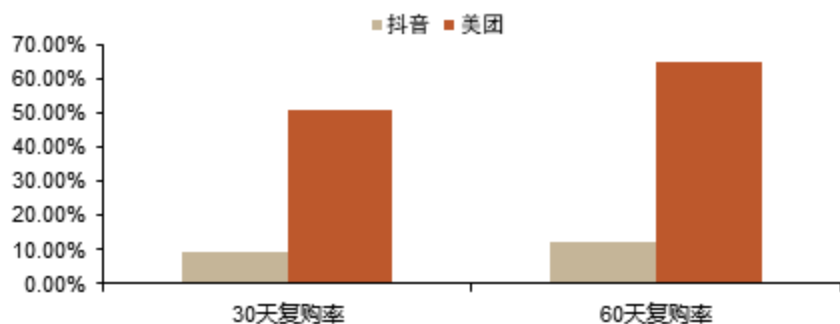
单DAU单次浏览(次/天)	保守假设	中性假设	乐观假设
每分钟PV数	3	5	7
用户时长(分)	16	16	16
Page View/天/DAU	48	80	112
美团到店DAU(亿)	0.4	0.4	0.4
单日总PV(亿次)	19.2	32	44.8

资料来源：QM，招商证券测算

2.2 人-用户行为：美团交易-核销-评价闭环完整，核销/复购优于抖音

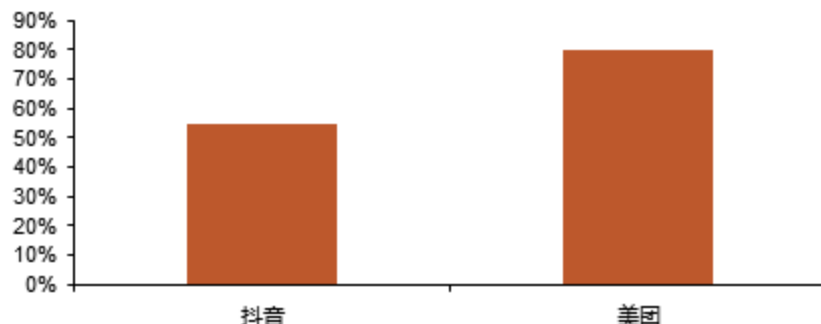
- 冲动消费属性弱，美团用户复购率和核销率远高于抖音。抖音强公域+冲动消费属性下，复购率与核销率俱低；美团目的性刚需性强，心智突出，美团复购率约为抖音5-6倍，核销率高抖音约30pct。
- 美团用户UGC氛围浓厚，美团用户评价机制健全，通过积分，用户等级体系等激励用户写评论，并且对真实用户的行为进行模仿，不删评不置底等客观、全面的呈现用户评价，最大程度剔除营销和网红滤镜，事前为用户下单提供参考，事后确保用户消费体验和预期尽可能相符。同时用户协助分享店面、更新店铺信息等行为也帮助降低平台运营成本。

图：商家侧美团、抖音本地生活复购率对比（22.06）



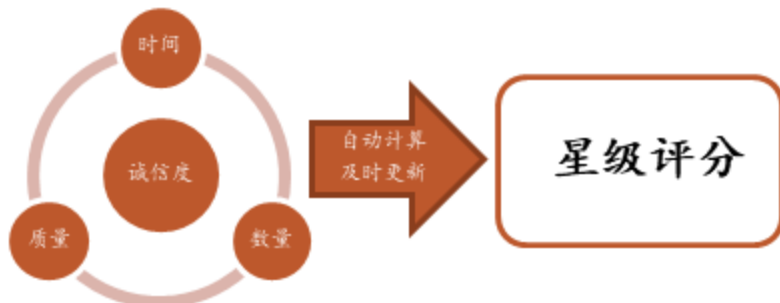
资料来源：草根调研，招商证券估算

图：商家侧美团、抖音本地生活核销率（22.06）



资料来源：草根调研，招商证券估算

图：大众点评的商家评分计算逻辑



资料来源：人人都是产品经理，招商证券

图：大众点评用户评价激励体系



资料来源：人人都是产品经理，招商证券

2.3 场-产品形态：抖音团购聚合页入口深跳转多，重在“券找人”

- 抖音到店聚合页入口深，产品逻辑弱化找店，强化推荐“券找人”。抖音团购聚合页位于同城页，用户可从同城页本地生活聚合页点进团购页（分类呈列，类似美团），或通过短视频中的团购挂链跳转至团购页。当前抖音团购聚合页入口深、跳转多，用户下滑后一级导航栏消失，产品结构体现出的“找店”意图较弱，“热销”“低价”等词，体现深折扣爆品的冲动消费逻辑。
- 美团找店心智极强，交易便捷性凸显。美团APP运营多年已经非常成熟，搜索栏、分类菜单、信息流推荐等多种形态，信息呈列高效明晰，用户找店高度便捷。

图：抖音同城团购页：建设找店心智意图不强



图：美团到店页示意图



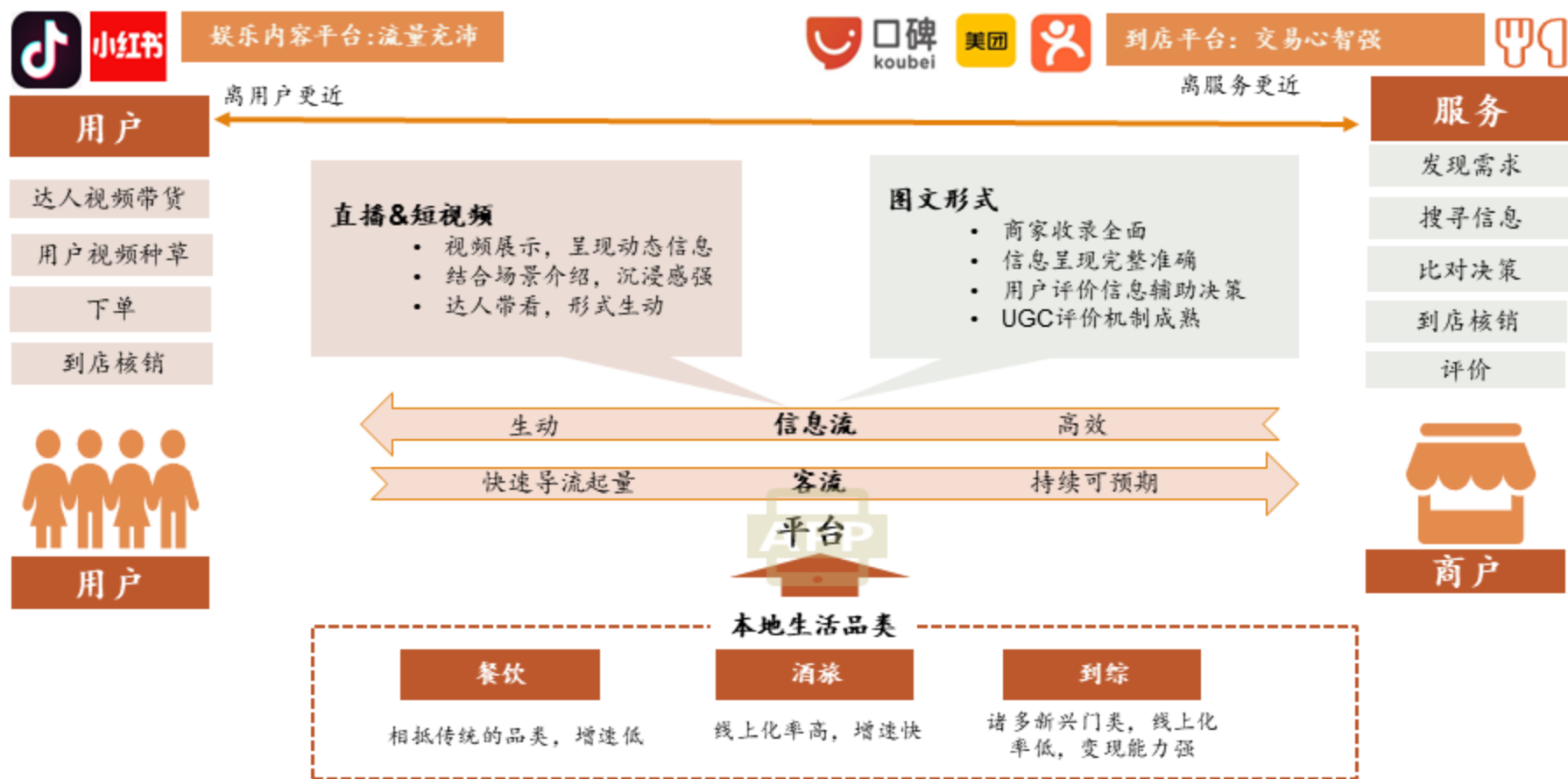
资料来源：抖音APP，招商证券

资料来源：美团，招商证券

2.3 场-内容形态：娱乐视频激发随机性需求 VS 强目的性高效找店

- **抖音为不确定性需求和冲动消费：**抖音主要面向激发用户的随机性需求，视频种草后点击进行团购。形态上看，短视频和直播更具备场景感，同时达人介绍生动，具备煽动性，冲动消费属性强。
- **美团为强目的性找店：**美团主要为用户带有强目的性到平台搜索或浏览而成交；图文形式将信息呈现较为完整，突出重点，便于用户高效对比决策。

图：抖音及美团本地生活核心逻辑对比

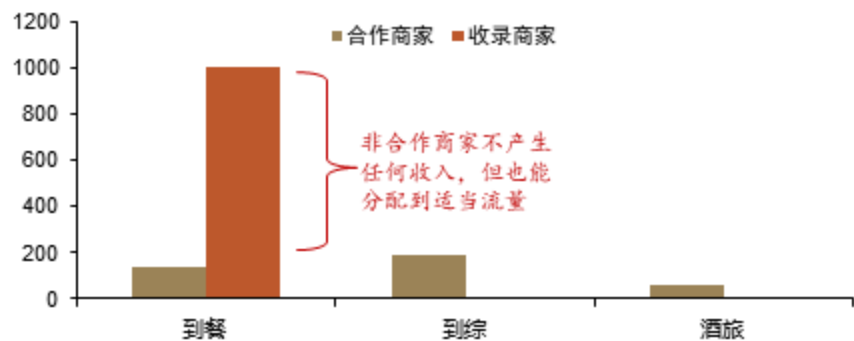


2.3 场-流量分发：美团重平衡找店心智和变现，抖音重平衡内容生态和变现

美团：找店心智下的搜索分发，重平衡找店心智和变现。美团建立用户搜索找店的心智突出，而用户侧找店心智的建立关键是商户信息真实全面，评价信息可靠。对此平台高度重视供给，商户数全且对商户信息做全面完整的呈现，起到“行业本”作用，而非只展示合作商户，为心智维护弱化了变现。

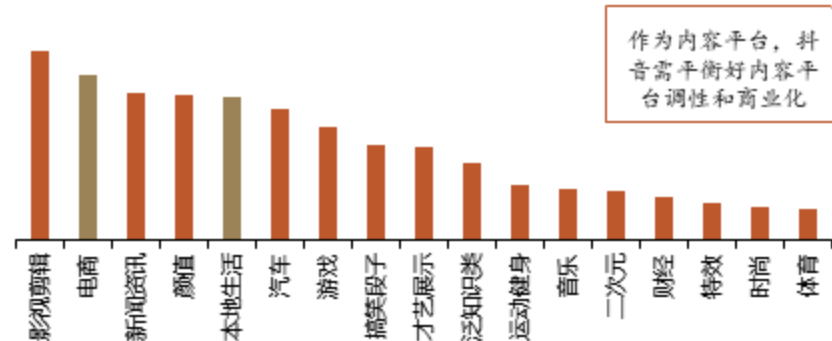
抖音：强公域平台的算法分发，重平衡内容生态和变现。如前所述，抖音入局本地生活意在以用户商业化感知不重的本地生活承接部分商业化感知较明显的电商类目流量；同时本地生活也能协同搭建同城内容体系。因此，与抖音而言，内容生态和商业生态的平衡是重要的考量因素。

图：美团合作商家占比收录商家较低（2022.07）



资料来源：第三方数据，招商证券估算

图：抖音各板块流量占比情况



资料来源：抖音APP，招商证券估算

图：美团找店心智维持的关键：门店信息收录全面准确，门店评分信息客观可参考



资料来源：招商证券

2.3 场-流量变现：美团低效流量容忍度高，抖音高机会成本重视变现能力

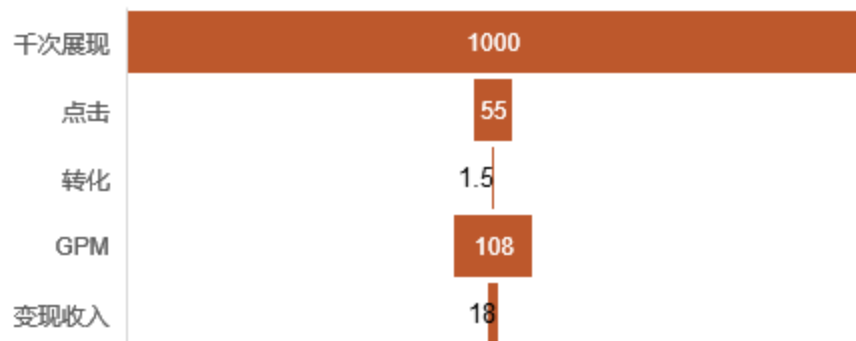
变现能力：抖音电商VS抖音本地生活：单从交易变现能力来看，抖音本地生活变现能力差于电商。由于电商主要通过直播来做，本地生活主要是短视频；而直播的点击、转化率又好于短视频，因此在交易变现能力上，本地生活点击率转化率等都大幅低于电商，经过千次展现VV-点击-转化-变现收入链路后，本地生活和电商间最终变现差距预计会放大到8倍左右。因此，高变现机会成本面前，对本地生活大量灌注VV不是抖音的合理选择。

图：抖音电商和本地生活变现能力对比：GPM相差约3倍，货币化收入相差约8倍

	本地生活			电商		
	直播	短视频	合计	直播	短视频	合计
千次展现	1000	1000	1000	1000	1000	1000
点击率	5%	1.20%	2.0%	6.4%	1.80%	5%
转化率	1.20%	1.00%	1.0%	2.3%	1.40%	2%
客单价假设	140	140	140	93	93	93
GPM (千次展现GMV)	84	16.8	29	137	23	108
take rate	7%	7%	7%	16%	16%	16%
平台佣金收入	5.5	1.1	1.9	21.2	3.6	16.7
	本地生活80%是短视频			电商主要是直播		

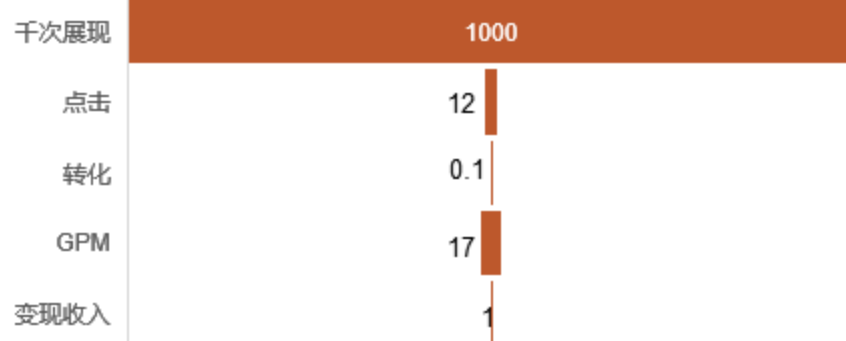
资料来源：草根调研，招商证券测算

图：抖音电商点击转化指标及综合变现能力强



资料来源：草根调研，招商证券测算

图：抖音本地生活点击转化指标及综合变现能力弱



资料来源：草根调研，招商证券测算

2.3 场-流量变现：本地生活变现和心智维护间存在权衡取舍

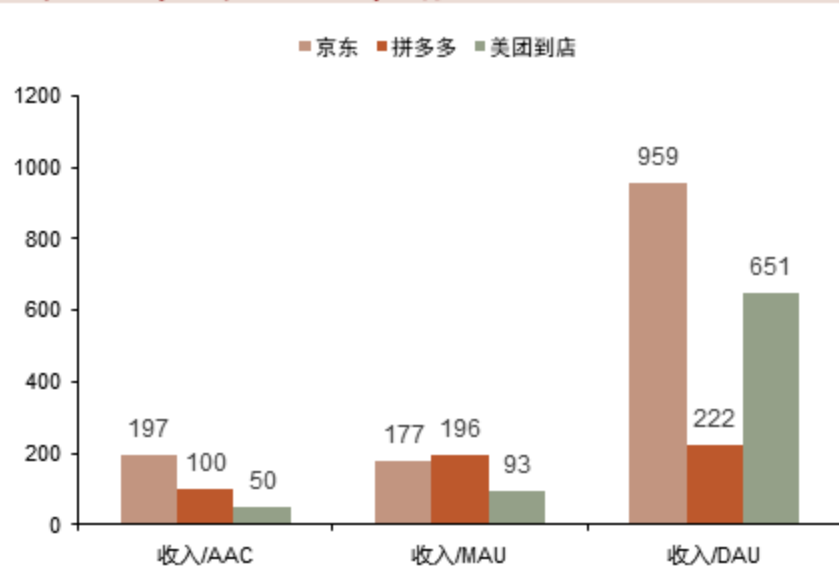
- **变现能力：本地生活变现能力弱 VS 电商变现能力强。**对比了各电商平台和美团本地生活单用户收入，本地生活相对较低。深入对比发现，本地生活单用户ARPU也低于电商平台，原因为本地生活除了交易之外，还有较大的引流价值，相当部分成交并不在线上。
- **本地生活单用户收入较低的原因：到店平台维护用户心智和变现之间存在权衡取舍。**不同于电商，本地生活商家大部分生意体系还是在线下，对线上平台的依赖程度较低。因此美团等平台存在大量不产生任何收入的商家，原因正如前所述，美团维持用户找店心智的关键是商户收录全，对此即使大量非合作商户在平台不贡献任何收入，平台仍然需要收录并且分配给商家一定流量。因此，本地生活对用户心智维护和变现之间存在权衡取舍。

图：电商及本地生活单用户收入对比（2021）

	京东	拼多多	美团到店
AAC	570	869	650
MAU	635	443	350
DAU	117	390	50
GMV（亿）	32970	24410	3307
TR	*3.4%	4%	10%
收入（亿）	1121	867	325
收入/AAC	197	100	50
收入/MAU	177	196	93
收入/DAU	959	222	651

资料来源：公司财报，招商证券测算，*注：京东TR按照3P业务TR测算

图：电商及本地生活单用户收入对比（2021）

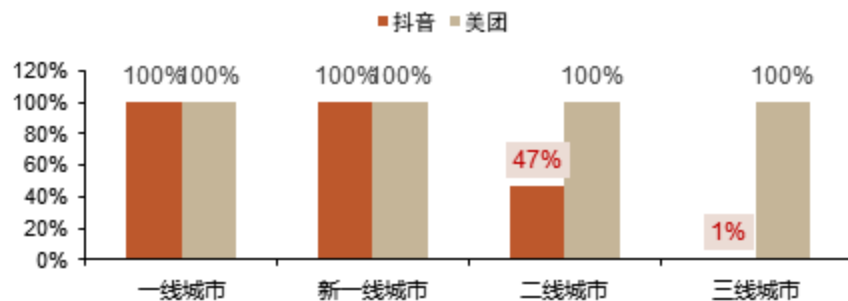


资料来源：公司财报，招商证券测算，招商证券

2.4 店-商家覆盖：城市线来看，抖音高线尚可，低线暂未触达

- 抖音本地生活导航页一线及新一线全覆盖，二三线覆盖率较低。我们调研抖音APP发现，抖音团购导航栏（以此导航栏作为入口，用户能发现到店列表及各类榜单）在一线以及新一线城市完全覆盖，二三线城市覆盖率较低。如前述，也印证了抖音当前战略重心已收缩在高线城市。
- 美团深耕多年，下沉市场亦全线覆盖。美团目前基本上全国地级市级别全覆盖；县级市三四五线中至少一小半直接覆盖，剩余部分代理商兼顾；可以理解为全国2000-3000个城市，美团几乎实现全覆盖。

图：美团本地生活及抖音团购导航页城市覆盖情况



资料来源：抖音APP，招商证券测算

图：抖音本地生活导航页二线开设情况

二线导航页开设城市		二线未开设城市	
昆明	南宁	哈尔滨	南通
沈阳	大连	石家庄	太原
济南	泉州	贵阳	保定
无锡	惠州	南昌	珠海
厦门	潍坊	长春	中山
福州	烟台	常州	临沂
温州		嘉兴	兰州
金华		徐州	绍兴

资料来源：抖音APP，招商证券

图：抖音本地生活导航页在一线及新一线全覆盖

新一线导航页开设城市		新一线未开设城市
成都	天津	
重庆	长沙	
杭州	东莞	
西安	宁波	
武汉	佛山	
苏州	合肥	
郑州	青岛	
南京		

资料来源：抖音APP，招商证券

图：抖音本地生活导航页三线开设情况：几乎未覆盖

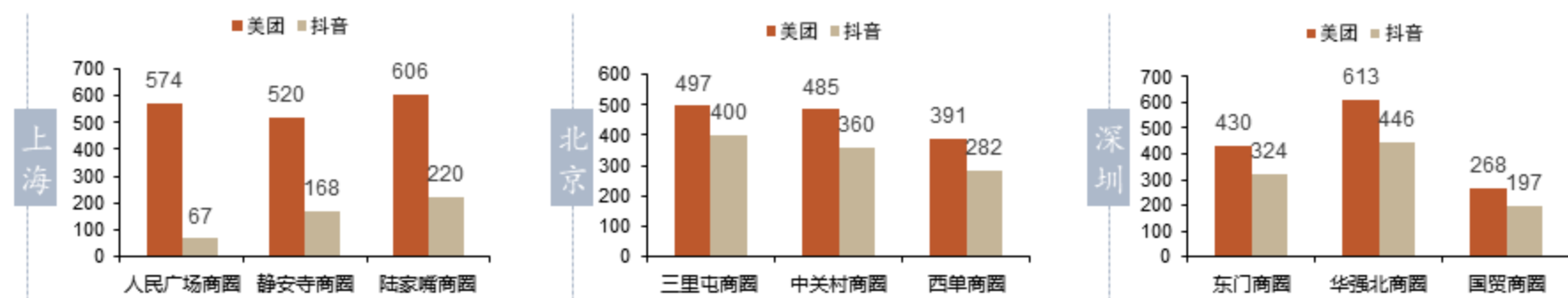
三线导航页开设城市	三线未开设城市				
洛阳	海口	桂林	柳州	潮州	安庆
	汕头	邯郸	淄博	秦皇岛	菏泽
	潍坊	泰州	莆田	肇庆	宜春
	扬州	济宁	绵阳	荆州	黄冈
	乌鲁木齐	呼和浩特	湛江	周口	泰安
	临沂	咸阳	商丘	马鞍山	宿迁
	唐山	芜湖	宜昌	清远	株洲
	镇江	三亚	沧州	宿州	……

资料来源：抖音APP，招商证券测算*注：开始导航页情况，而非本地生活团购业务开设情况

2.4 店-商家覆盖：美团覆盖深收录全，抖音聚焦高线少量商家，供给差距大

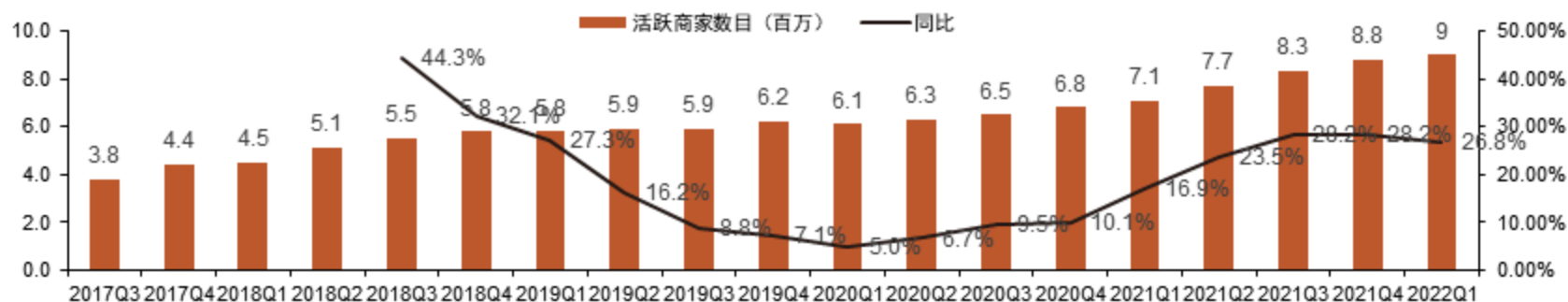
- 一线商圈抖音商家覆盖约为美团1/3-2/3之间。我们抽取一线城市少量商圈发现，在一线商圈商家的收录情况上，抖音约为美团1/3-2/3之间。由于各商圈入驻商家主要为实力较强的头部商家，抖音整体商家收录率和美团之间的差距，应该明显远大于商圈商家收录率上的差距。
- 整体来看，抖音商家数相比美团差距悬殊。当前美团各类商家收录达到千万级，商家覆盖率视品类达到60%-100%不等（餐饮几乎全覆盖），而抖音当前团购商家数不足10万，覆盖率不足1%，商家收录情况整体和美团差距非常显著，再次印证抖音聚焦高线和头部的发展思路。

图：美团、抖音本地生活一线城市商圈，商家覆盖情况抽样对比（2022.07）



资料来源：调研，招商证券测算，*注：上图为随机抽样结果，时间为2022年7月

图：美团活跃商家数及增长率



资料来源：公司财报，招商证券

2.4 店-商家获取：美团BD能力强，抖音大量外包服务商

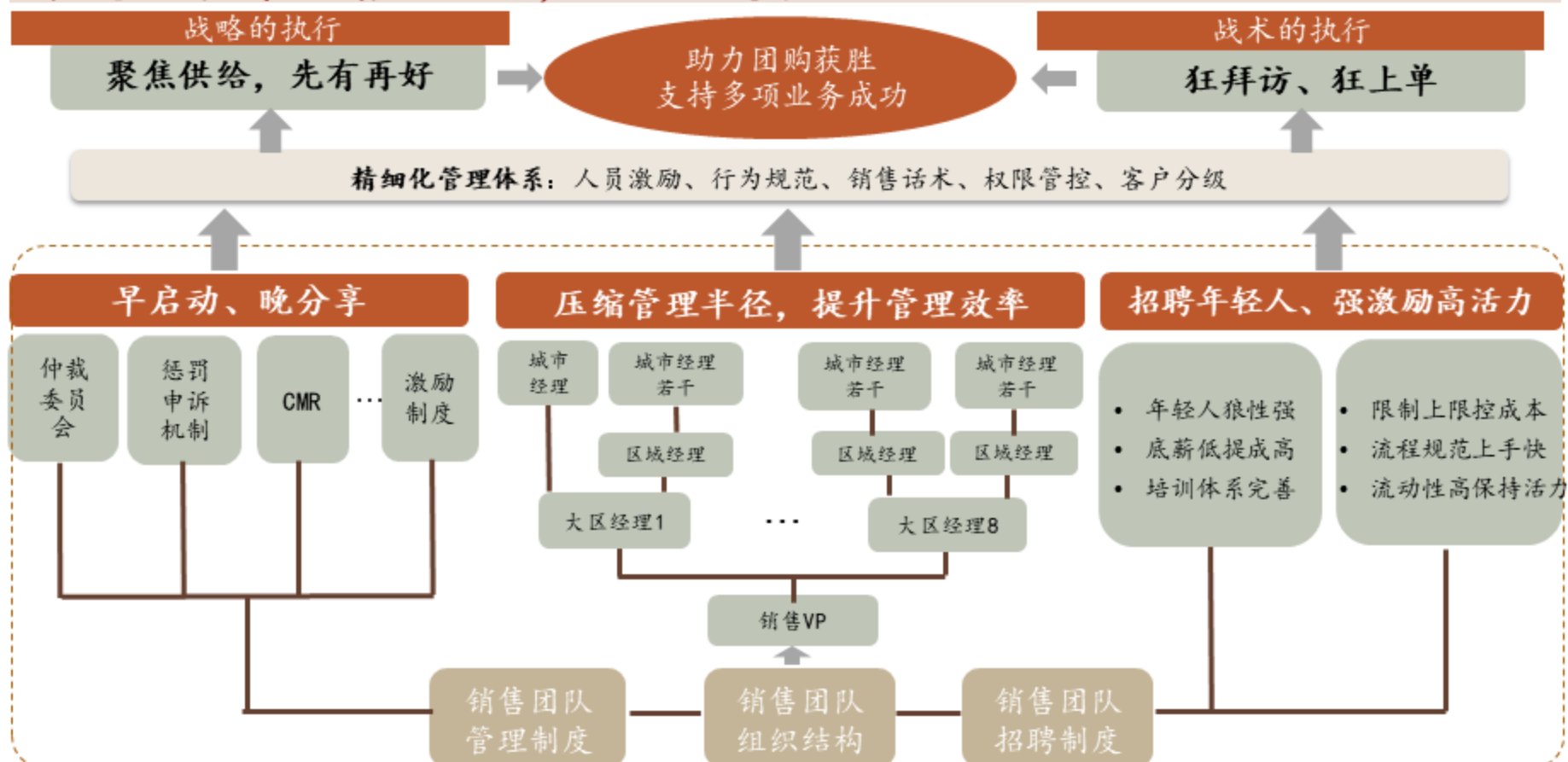
- 美团地推体系强大，实力已被反复验证。在外卖等多次战役中，美团凭借其强大BD体系体现执行力和组织能力。面对到店众多中小商家多而散的特征，地推体系继续构筑美团商家端强大壁垒。

图：美团地推体系VS抖音服务商体系

美团BD团队人数	~2万	抖音BD团队人数	/
覆盖城市数	2800+	覆盖城市数	300+
入驻门店	千万+	入驻门店	70万+
直营城市	70-80	直营城市	10-20

资料来源：Late Post、招商证券

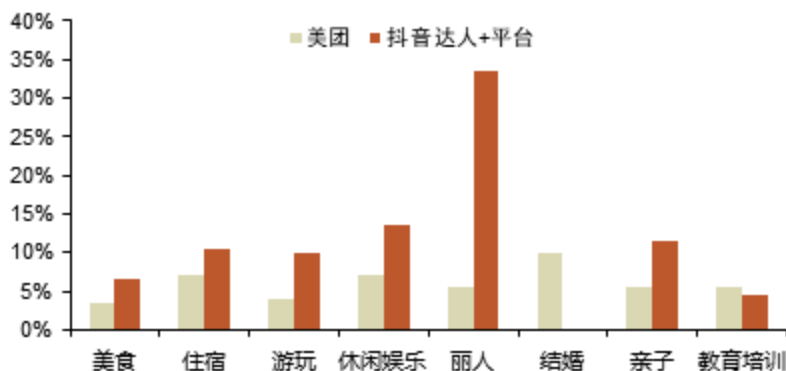
图：美团地推体系：长期方法论沉淀，流程规范可复用



2.4 店-商家留存（佣金）：总体佣金率美团低于抖音（平台+达人）

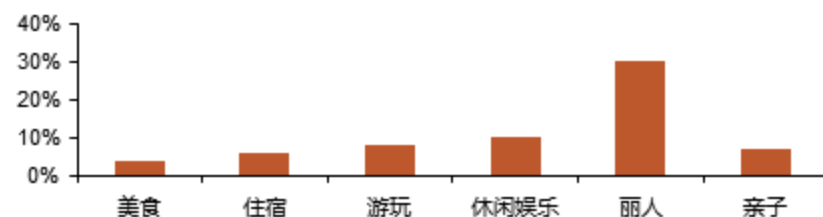
抖音总体佣金率（平台+达人）高于美团。从佣金率来看，抖音前期从2022年6月以来启动抽佣，虽然抖音平台的佣金率整体上低于美团1-3pct，但抖音商家还需支付达人带货佣金（除少部分大IP账号（如迪士尼等）外，商家大多数不具备粉丝基数大的自营账号及短视频拍摄制作能力，因此商家团购带货大多数需要依赖本地团购达人）。达人佣金率介于4%-30%之间，达人+平台整体佣金率来看，抖音综合佣金率明显高出美团约3%-10%+。

图：美团、抖音等本地生活各品类总佣金率



资料来源：电脑报，抖音巨量学，招商证券测算

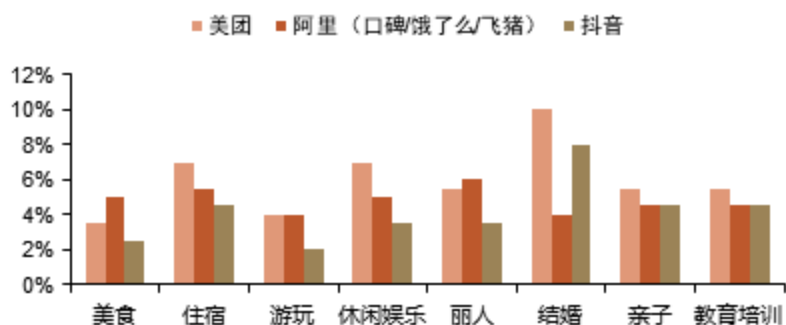
图：抖音本地生活各类目达人带货佣金率（估算）



类目	商品	售价	达人佣金率
美食	【代金券】30元团100元代金券（仅限涮菜品）	30	60%
美食	鲜肉月饼4个优惠券	8.5	5%
美食	巧克力味麻薯	9.9	6%
美食	【招牌】生椰杨枝甘露（清爽版）	14.8	1%
生活服务	【新客优惠】精致洗车套餐（仅限新客购买）	88	5%
生活服务	脉冲护理蜡套餐（不含洗车）	98	5%
生活服务	精致洗车+护理蜡套餐	219	5%
生活服务	祛柏油、沥青套餐	179	5%
丽人	【新粉专享-超值项目】肌底清洁与黑头靶向护理	68	40%
丽人	【任意美甲】款式任意选	99	20%
丽人	【新粉专享-王牌项目】痘肌专享肌肤护理	68	40%
丽人	【中式美睫】女神初体验	99	20%
游玩	【下午场】门菜+烧烤（送水上魔毯）早鸟菜	49.9	7%
游玩	花海成人菜+户外自助烧烤	128	8%
游玩	【2022璀璨灯光嘉年华】入园门票	29.9	35%
游玩	夏季优惠龙虾垂钓+网红大火车	49.9	10%
亲子	泰迪熊成长中心2大1小单日门票	39.9	5%
亲子	180月币套餐	119	10%
亲子	【南美乐园】儿童体验菜（平时价）	39	6%
亲子	【燥动暑期】土拨鼠两大一小家庭菜+仓鼠券+餐...	199	12%
休闲娱乐	玫瑰精油足道	88	8.88%
休闲娱乐	【七夕预售】你的名字DIY手工/花泥花朵】	168	6%
休闲娱乐	【开工特惠】柔式按摩+白切牛肉面+水果饮料	259	10%
休闲娱乐	【特惠预售】经典推拿30分钟	49	10%

资料来源：抖音APP，招商证券估算

图：美团、阿里、抖音本地生活品类平台佣金率



资料来源：电脑报，抖音巨量学，招商证券

2.4 店-商家留存（广告）：美团高ROI+口碑体系，适于商家长效经营

前页已考虑商家交易佣金层面的投入，本页将继续讨论商家短期和长期广告投入情况。

短期投放：美团ROI远高于抖音。从ROI来看，据商家反馈，美团ROI远高于抖音。因美团用户习惯明确，偏头部的商家即使完全无广告投放，仍然有稳定的订单流，而抖音则需要广告投放才能获得一定热度和订单。此外，美团口碑体系下，商户口碑对投放效果有突出的助推作用，帮助商家提升ROI。

长效经营：美团口碑体系沉淀经营信誉资产，更适合作为商家长效经营主阵地，从流量分发来看，抖音流量庞大，但公域属性强，达人内容发布后的粉丝渗透率不足3%，大多数用户更习惯长时间观看由平台推送的推荐页短视频，由此导致商家在抖音获客后难以在抖音留存。相反，美团由于店铺评分和用户评价体系搭建完善，销量和好评对提高店铺排名和后续销售均有帮助，多年经营能沉淀大量信誉资产，用户复购率更好，更适合于商家长效经营。

从结果来看，对抖音生态难适应的中小餐饮商家已经用脚投票，呈现出餐饮商家20%+的高流失率。

口碑体系帮助商家在美团获得投放效果更好

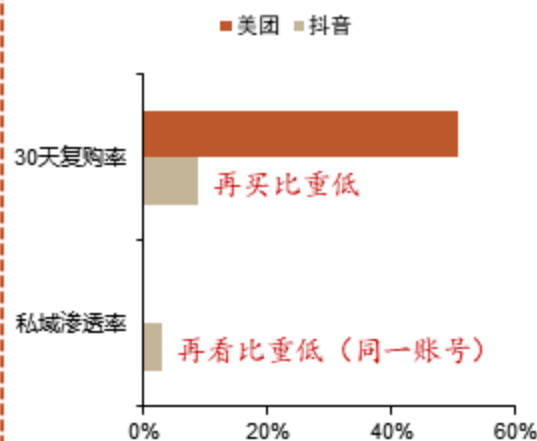
图：商家投放效果影响因素：商户页的营销能力及商户页口碑



资料来源：大众点评，艾瑞，招商证券

长效经营：美团复购更好

图：美团、抖音复购率



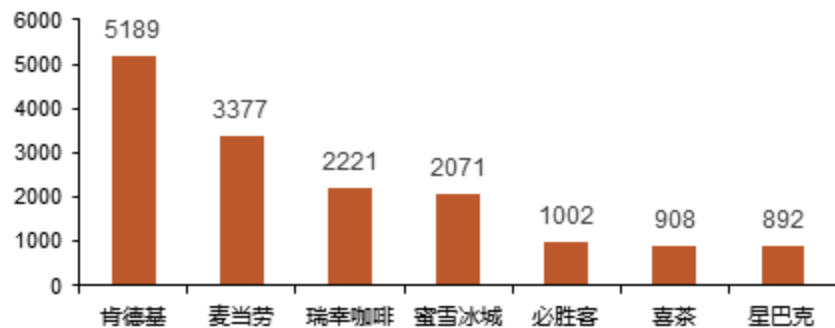
资料来源：草根调研，蓝鲸浑水公众号，招商证券

2.4 店-商家层级：KA商户对美团收入贡献较少，头部商家自有渠道广

头部商家品牌号召力强，私域渠道广，与到店平台合作较少。头部商家品牌影响力较强，以品牌广告为主，且各类自有渠道建设完善，如头部餐饮商家中肯德基、麦当劳私域渠道用户数达到3千万以上，规模庞大，瑞幸咖啡、喜茶和星巴克等各私域渠道去重用户数也将近千万（或以上）。

美团KA商家合作较少，收入占比低。美团等到店平台虽收录肯德基、麦当劳等（收录商户≠合作商户），但KA餐饮品牌议价权较强，这类KA商户对美团收入贡献占比很小。

图：头部餐饮品牌私域渠道用户数庞大（万）



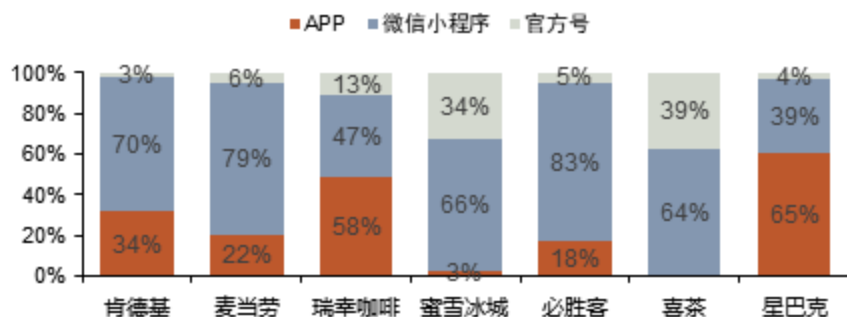
资料来源：QM 2022.05，招商证券

图：头部餐饮品牌私域渠道用户数庞大，达到千万



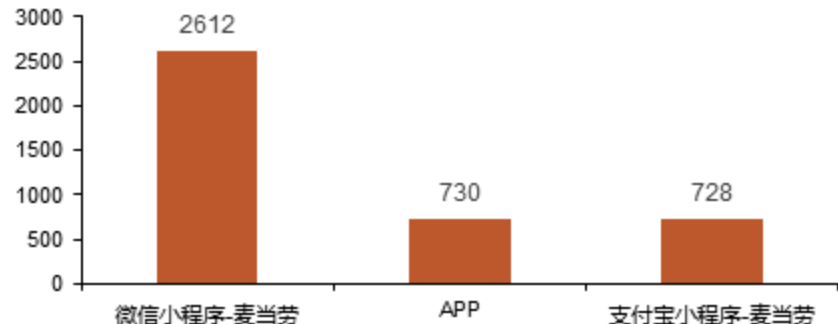
资料来源：QM 2022.05，招商证券

图：肯德基用户来自APP、小程序的为主



资料来源：QM 2022.05，招商证券

图：麦当劳用户来自小程序及自身APP



资料来源：QM 2022.05，招商证券

2.4 店-商家层级：抖音以头部商家，爆品低价为主，本地达人粉丝数低

抖音本地生活 品牌榜		排行	品牌	主营项目	预估销额(万)	预估销量(万)	推广商品	关联直播	关联视频
1) 上榜多为头部及网红新创：如餐饮、酒旅头部品牌及网红高折扣知识付费等。	top 10	1	爱康国宾	本地生活	5059	5	82	229	-
		2	KFC/肯德基	本地生活	3905	76	142	63	-
		3	途牛	本地生活	3200	3	532	649	98
		4	必胜客	本地生活	2895	19	31	40	-
		5	影托邦	本地生活	2400	102	58	1299	183
		6	McDonald's/麦当劳	本地生活	2349	96	95	36	29
		7	luckin coffee/瑞幸咖啡	本地生活	2338	75	62	523	1426
		8	BURGER KING/汉堡王	本地生活	1648	60	175	115	-
		9	德克士	本地生活	1163	25	132	68	9
		10	阅见	本地生活	1134	1	62	75	4
2) 头部效应明显：top10月销售额在千万以上，20-50均不足300万。	20位	20	奋斗电	本地生活	294	8045	20	952	-
	30位	30	EKDING/易快订	本地生活	177	2914	38	38	34
	40位	40	康泰旅游	本地生活	103	587	93	102	4
	50位	50	IVY DAD/常青藤爸爸	本地生活	73	3995	58	98	1
	100位	100	MyStar ABA	本地生活	30	465	4	6	-

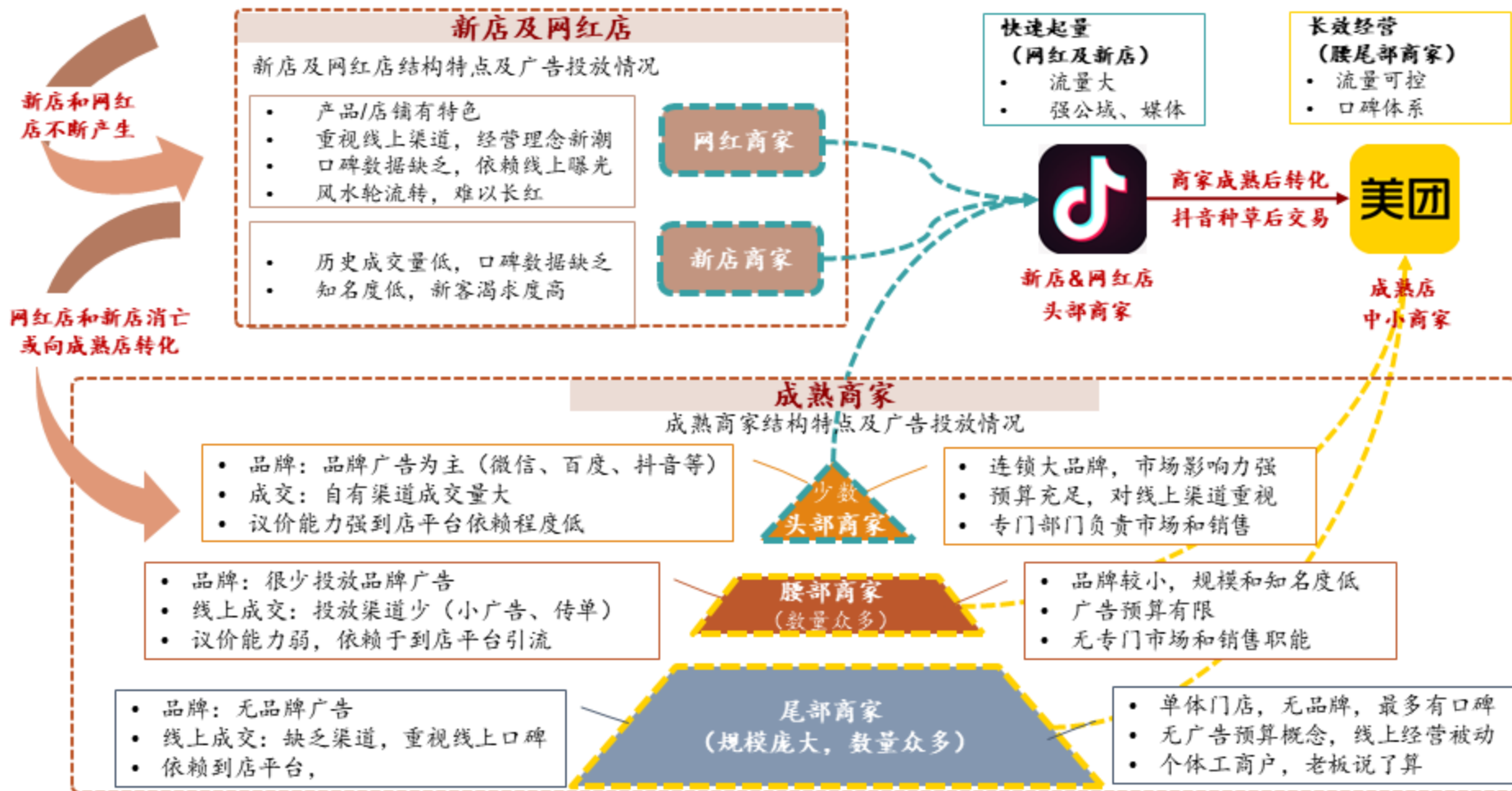
抖音本地生活 商品榜		排名	商品	价格	抖音销量(万)	抖音销售额(万)	抖音浏览量(万)
1) 上榜多为低价：如奶茶、兑换券等低客单消费等。	1	[10元以内的真果快乐]喜茶迷你多肉桃李单杯券	7.5	4.6	34.4	19.1	
	2	【钜惠】10张35元兑换券+2张10元代金券【每单限拍10张】	18-23	4.3	90.2	7.2	
	3	【钜惠】10张50元兑换券+3张10元代金券【每单限拍10张】	28-32	4.2	129.6	1.9	
	4	【钜惠】《独行月球》2张35元观影兑换券【每单限拍2张】	0-26	3.9	101.4	48.4	
	5	【钜惠】《人生大事》2张35元观影兑换券	21-25	3.1	76.3		
	6	[喜一下]喜茶要简单4选1单杯券	9.9	2.9	29.2	12.8	
	7	瑞幸咖啡 李铁三巨头系列 3杯任选套餐	37.5-87	2.8	113.8	18.5	
	8	【钜惠】《神探大战》2张35元观影兑换券【每单限拍2张】	21-25	2.7	67.4	14.2	
	9	【钜惠】1张35元观影兑换券【每单限拍1张】	15.9-19.9	2.6	50.4	70.7	
	10	[超大桶多肉桃李1L的真果快乐]喜茶超大桶多肉桃李1L单杯/三杯券	0-51	2.2	12	10	

抖音本地生活 达人榜		排名	播主	粉丝数	所在地区	近30日相关投稿	带货分
1) 腰部尾部达人多：达人粉丝数320万以下，大多数为50万粉丝以下，远低于电商头部达人千万量级的粉丝数。	1	骑着哈雷吃北京Lv6	312.3w 粉丝	北京	30	1743	
	2	上海藏宝哥Lv6	23.5w 粉丝	上海	40	1722	
	3	林卷卷卷卷啊Lv6	5.2w 粉丝	福州	40	1697	
	4	啃西瓜的逗宝Lv6	8.3w 粉丝	上海	35	1692	
	5	电驴侠吃北京Lv6	18.1w 粉丝	北京	62	1686	
	6	二博Lv6	303.0w 粉丝	重庆	42	1686	
	7	哪跑三SWEELv6	6.6w 粉丝	长沙	78	1683	
	8	孙大野Lv6	60.5w 粉丝	南京	27	1674	
	9	爱笑Life哥Lv6	8.1w 粉丝	深圳	36	1673	
	10	雷雷吃魔都Lv6	5.1w 粉丝	上海	34	1667	

资料来源：飞瓜数据，品牌榜为月榜，商品榜为周榜，达人榜为日榜，统计于2022.07.30，招商证券

2.4 店-商家定位：美团针对中小商家，抖音聚焦头部及网红新店

美团及抖音当前商户定位差异大：**1)** 从商户结构来看，美团从成立之初便主要面向成熟商家中投放渠道不足的中小商家，抖音主要面向成熟商家中的头部商家和新店及网红店；**2)** 从店铺结构来看，新店和网红店将源源不断产生；新店和网红店也将逐步向成熟商家转化。因此美团和抖音商家时空错位，时间上面向商家的不同阶段，空间上面向不同规模的商家，两者竞争关系较小，互促关系较强。



2 总结：流量异质，商户错位，双方模式互促多于直接竞争

至此，我们已经完成对美团和抖音在人-店-场三个维度的对比：

- **人（用户）：**美团用户心智明确，到店PV高于抖音团购点击VV，交易闭环完整。从心智来看，美团到店用户心智突出，用户在处理吃喝玩乐等到店需求时打开美团的惯性强大，找店心智突出；而抖音仍主要娱乐内容定位。用户规模方面，美团到店DAU规模相比抖音虽有差距，但得益于流量精准度和强目的性，实际用户团购页PV流量美团远大于抖音团购点击VV。用户行为来看，美团形成从浏览-交易-核销-评价的完整闭环，转化率、核销率和复购率等指标均远远好于抖音。
- **场（平台）：**美团注重平衡“找店心智”和变现，低效流量容忍度高；抖音差异化“店找人”侧重爆款，强调变现。美团内容和产品形态上均高效呈列，注重维护用户“找店心智”，在流量分发上将一定自然流量分给非合作商家，因此变现上，对于变现力差的流量容忍度较高。而抖音目前产品和内容上均体现出侧重头部和爆款的特点，在流量分发上，抖音需要平衡用户体验和商业化，同时抖音广告和电商变现能力强，较高的机会成本也让抖音对低效流量容忍度较低。
- **店（商户）：**商户错位明显，美团为中小商家长效经营主阵地，抖音适于网红、头部做品牌+预热。**1) 在商家覆盖方面**，美团多年深耕，强BD团队的执行力下，实现全国从高线到低线几千个市，从商圈店到街边店几乎全覆盖。而抖音在供给侧较依赖于服务商，聚焦于高线头部/网红商家，不能也无意做商家全量收录。**2) 商家留存方面**，佣金方面，抖音佣金为平台+达人佣金，总体水平高于美团；广告方面，美团强用户心智+口碑体系带来短期投放的高ROI。因此，美团商家留存更好，抖音商家流失率较高。**3) 商户层级及定位来看**，美团在商家收录全面的基础上，广告投放的高ROI+健全口碑的体系+UGC内容，适合作为商家长效经营的主阵地。而抖音算法主导的生态下，流量注定只属于少部分头部和网红商家（投放高/有特色/成交高），且流量骤来骤去稳定性差，不适于大多数中小商家生长。

总体来看，两者模式高度差异化，流量异质，合作商户错位，平台考量因素差异大。

1 竞争回顾：美团凭行业洞察+规范运营胜出，以优质供给+口碑体系建起用户心智壁垒

竞争回顾：群雄逐鹿，大浪淘沙，美团、点评突出重围，2015年两强合并后多年领跑
胜出因素：行业理解清晰，运营理性规范，供给质地+口碑体系构建用户心智
竞争壁垒：用户心智不易颠覆，其他玩家难以弯道超车

2 竞争分析：流量异质，商户错位，定位和模式高度差异化

抖音入局：新入局者再掀波澜，历时大半年摸索道路，券找人模式实现较高GTV
人-流量对比：美团找店心智明确，交易闭环完整，流量精准，PV远高于抖音团购点击VV
场-平台对比：美团产品/内容/流量分发均注重找店心智维护，抖音侧重爆款与变现效率
店-商户对比：美团深覆盖，高ROI+口碑体系适于SME长效经营；抖音重头部/网红，适于推新及品牌广告

3 竞争格局：对比电商，短视频对本地生活影响小；空间广低渗透情形下，双方将共谋增量

对比电商：本地生活强目的性与冲动消费契合度差，抖音对本地生活冲击将远小于电商
格局展望：20万亿空间+极低线上化率，双方将共同完善到店经营生态，共创线上增量

4 投资建议和风险提示

业务增长：美团到综品类强增长，广告驱动收入增长快于GTV增长
投资建议：美团到店壁垒稳固，长期增长无虞，建议投资者积极关注

3.2 对比电商：对比电商“货找人”成立，本地生活“货找人”不够顺畅

■ 电商：冲动消费驱动力强，制约因素少，“货找人”逻辑顺畅：

1. “冲动消费”驱动力强：电商“逛着买”，冲动消费属性强，与抖音等娱乐内容平台契合度高。1) 电商需求端即时性弱，弹性强，购买上的约束更小，用户更容易冲动消费；2) 全国货源：电商商家可以全国发货，全国丰富新奇商品易激发好奇和冲动消费；3) 电商带货达人强：电商带货达人头部大V多，运营成熟，供应链资源丰富，粉丝数量庞大；4) 电商直播氛围感强：电商直播主要通过直播形态，多人观看，互动感强，买买买氛围浓烈，下单煽动性强。因此，电商与抖音等娱乐内容平台较为契合。
2. “冲动消费”制约因素少：用户视角来看，下单后交易基本完成，坐等收货即可，无需预约到店等。

■ 本地生活：冲动消费驱动力弱，制约因素多，“货找人”履约层面逻辑不畅：

1. “冲动消费”驱动力弱：本地生活目的性强，冲动消费属性弱，与娱乐内容平台契合度差。1) 需求即时性强，弹性小，用户倾向于提前规划，冲动消费属性弱。2) 供给半径小：一般局限在用户较为熟悉的生活半径内，尝鲜心理弱。3) 本地带货达人弱：一般是本地大V，粉丝数少；4) 内容氛围弱：本地生活多通过短视频，用户独自观看，缺乏互动，不容易冲动购买。
2. “冲动消费”制约因素多：1) 交付方式上，下单后还需要出门到店自提，履约上仍是“人找店”。2) 交付方面，商家无法提前备货，需预约排队等，对体验存在风险。3) 可能涉及他人同行，需要规划。

■ 电商“货找人”成立，本地生活“券找人”逻辑不够顺畅。电商既能实现信息流上的“货找人”，物流上也是“货找人”。而本地生活信息流层面或许是“店/券找人”，但交付环节仍是“人找店”，用户需亲自出门到店自提，用户宅化趋势下，“冲动的代价”或许过高，也因此抖音团购核销率明显偏低。

图：相比电商“货找人”逻辑，本地生活“券/店找人”逻辑难以成立：物流上还是人找店

电商-“货找人”成立

信息流：“货找人”

- 成立：算法推荐判断用户喜好

物流：“货找人”

- 成立：下单后，物流配送到家

VS

本地生活-“货找人”履约维度难度大

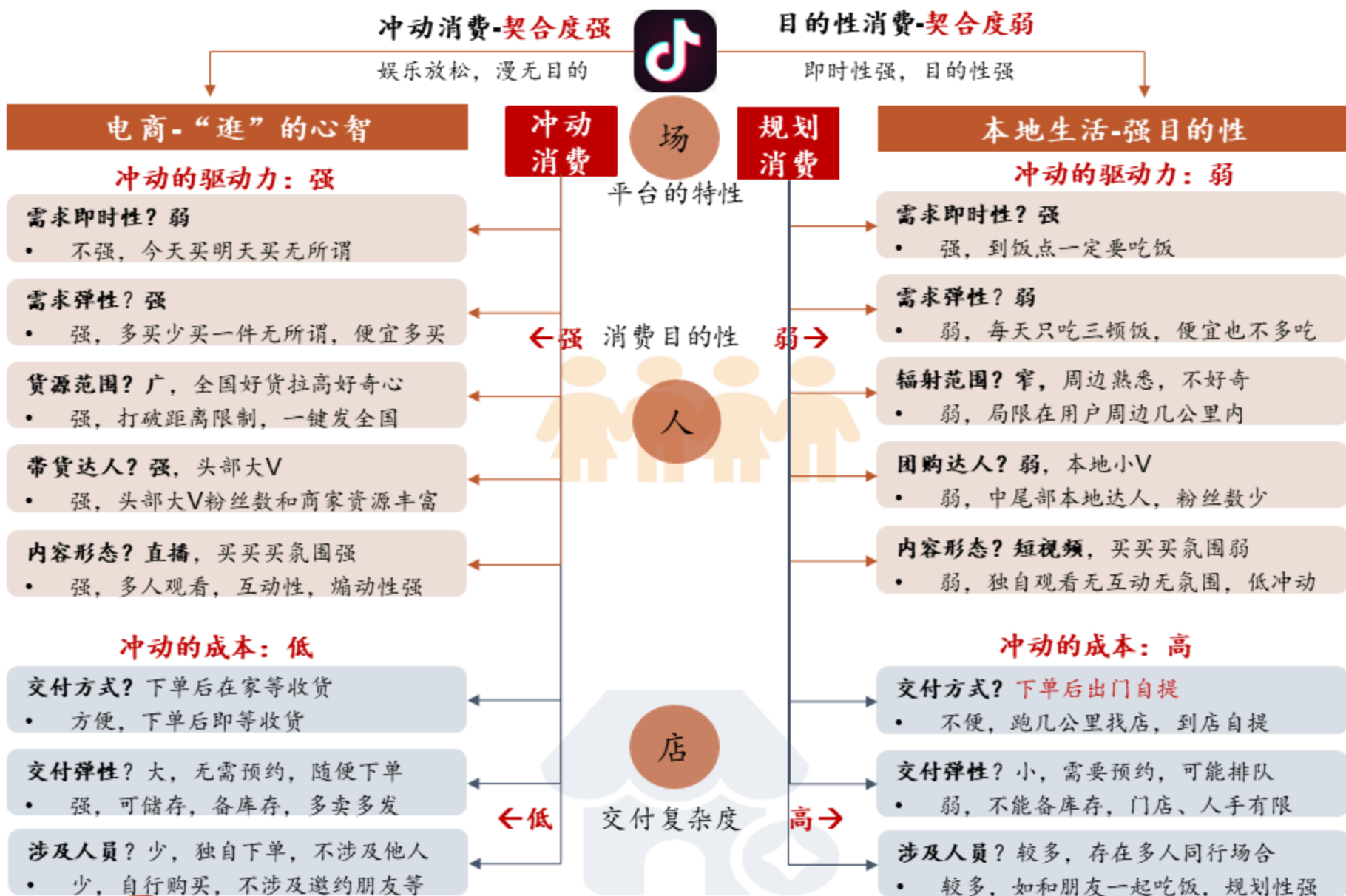
信息流：“货找人”

- 成立：算法结合LBS，进行推荐

物流：依然是“人找店”

- 不成立：下单后到店自提仍为人找货

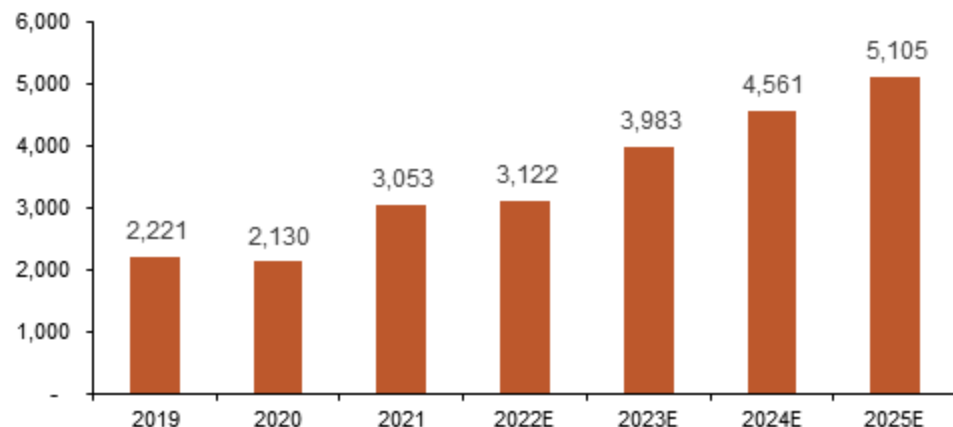
3.2 对比电商：本地生活目的性强，与娱乐平台冲动消费属性契合度弱



3.2 对比电商：预计短视频平台对本地生活冲击将远小于电商

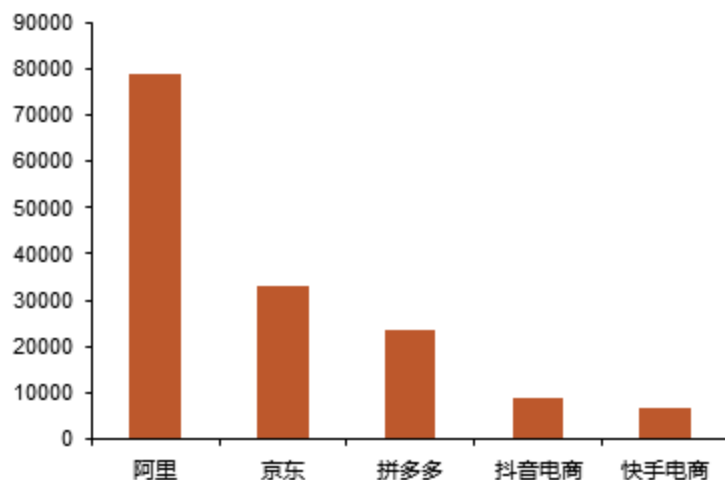
- 如前所述，短视频等以“逛”和娱乐为主的平台在电商等目的性不强，冲动消费的品类上能造成较大冲击；但本地生活目的性强，冲动消费属性不强，因此短视频对电商行业的冲击将大于本地生活。
- 本地生活直播/短视频渗透率预计不超过10%。我们估计，当前娱乐平台直播电商GMV在电商总体规模中占比为10%，当前直播电商增速仍高于货架电商的背景下，预计未来直播电商渗透率天花板为15%-20%，则本地生活渗透率将明显低于这一数值。
- 美团GTV仍保持高速增长，且从GTV维度可能低估美团到店增长。由于本地生活引流价值未能完全体现在GTV增长（有相当部分线上引流，线下成交），因此美团到店业务实际增长高于其GTV增长。

图：美团GTV规模预测



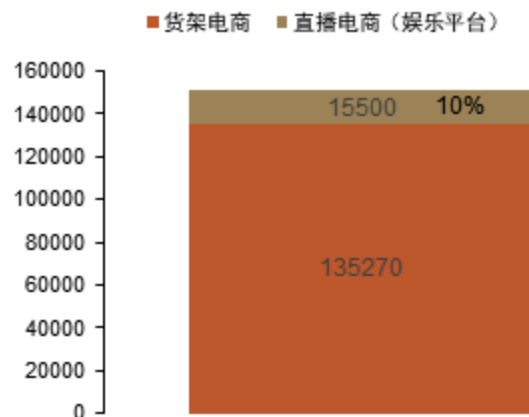
资料来源：招商证券预测；

图：货架电商和直播电商GMV (2022.06)



资料来源：晚点，公司财报，招商证券测算

图：货架电商和娱乐平台的直播电商份额

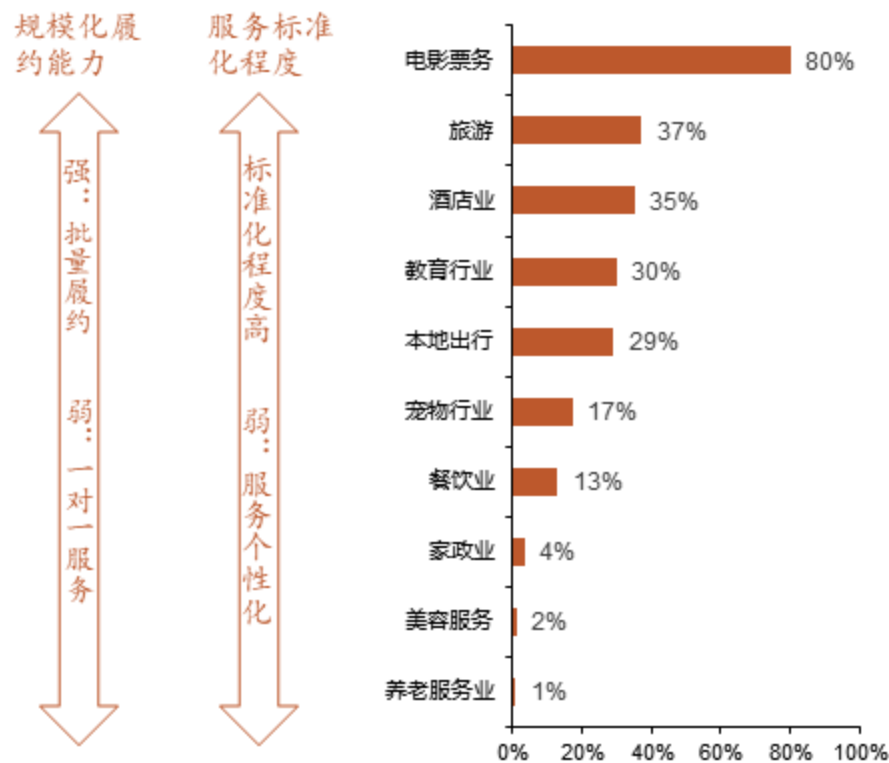


资料来源：晚点，公司财报，招商证券测算

3.1 格局展望：本地生活规模大+线上化率极低，双方模式互促共创增量

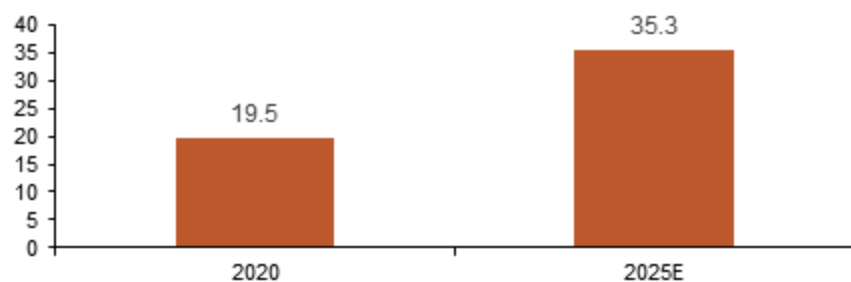
- **规模**：艾瑞数据显示，2020年中国本地生活市场规模为19.5万亿，到2025年将增长至35.3万亿。
- **渗透率方面**，当前本地生活整体渗透率不足10%，美团作为本地生活头部平台年GTV约3000亿，份额仅1.5%。具体到细分行业来看，电影、旅游、本地出行等2019年在线化率已将近30%或以上，数字化商业模式成熟。而餐饮、美容美发等无法规模化履约，服务个性化更强，在线化率13%-。
- 由此来看，到店市场空间无须担忧，近20万亿的市场上，美团抖音当前也并非狭路相逢，而是共同完善到店基础设施、经营生态和赋能工具，提升线上渗透率，共创线上增量。

图：交易维度渗透率：多行业渗透率较低（2020）



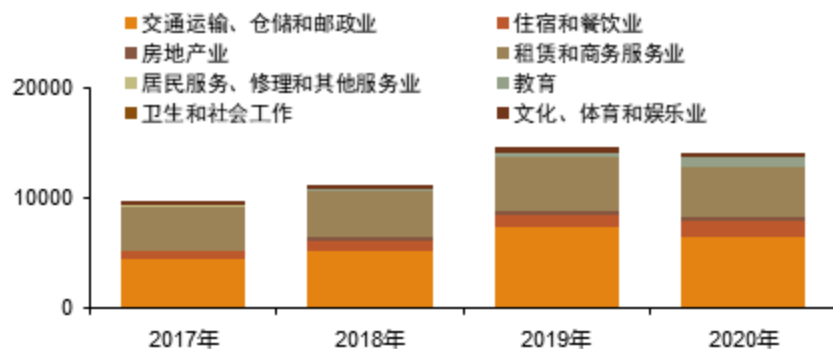
资料来源：美团研究院，阿里本地生活新服务研究中心，招商证券

图：本地生活市场规模（万亿）



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

图：本地生活相关子行业电商销售额：总体较小



资料来源：国家统计局，招商证券

1 竞争回顾：美团凭行业洞察+规范运营胜出，以优质供给+口碑体系建起用户心智壁垒

竞争回顾：群雄逐鹿，大浪淘沙，美团、点评突出重围，2015年两强合并后多年领跑
胜出因素：行业理解清晰，运营理性规范，供给质地+口碑体系构建用户心智
竞争壁垒：用户心智不易颠覆，其他玩家难以弯道超车

2 竞争分析：流量悬殊，商户错位，定位和模式高度差异化

抖音入局：新入局者再掀波澜，历时大半年摸索道路，券找人模式实现较高GTV
人-流量对比：美团找店心智明确，交易闭环完整，流量精准，PV远高于抖音团购点击VV
场-平台对比：美团产品/内容/流量分发均注重找店心智维护，抖音侧重爆款与变现效率
店-商户对比：美团深覆盖，高ROI+口碑体系适于SME长效经营；抖音重头部/网红，适于推新及品牌广告

3 竞争格局：对比电商，短视频对本地生活影响小；空间广低渗透情形下，双方将共谋增量

对比电商：本地生活强目的性与冲动消费契合度差，抖音对本地生活冲击将远小于电商
格局展望：20万亿空间+极低线上化率，双方将共同完善到店经营生态，共创线上增量

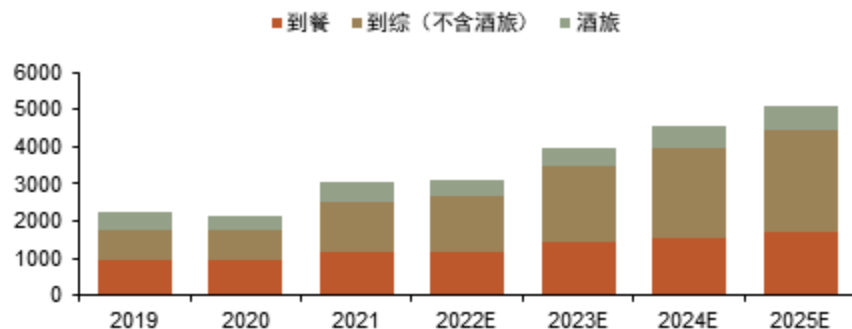
4 投资建议和风险提示

业务增长：美团到综品类强增长，广告驱动收入增长快于GTV增长
投资建议：美团到店壁垒稳固，长期增长无虞，建议投资者积极关注

业务增长：美团到综品类强增长，广告驱动收入增长快于GTV增长

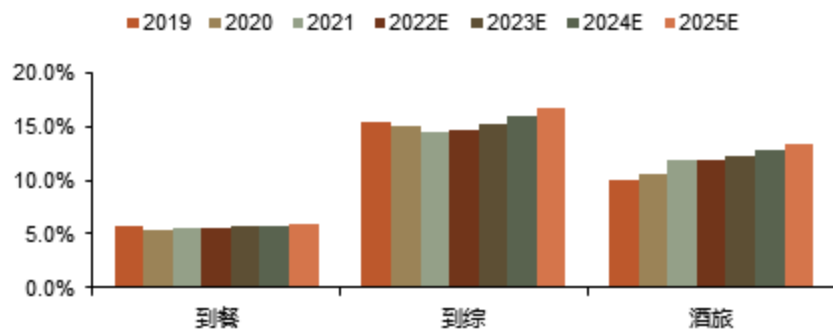
- 广告收入将逐步取代佣金成为收入主力，变现能力驱动大于GTV规模驱动。当前美团三大到店品类中，到综收入增长最快，广告变现能力也最强。且到综品类中医美等品类为代表，客单价高（数万），线上成交比重小，商家也更注重平台的引流价值，而非成交价值，CPC而非CPS将成为这类高增长品类的主要计费方式。因此未来美团到店的收入中，将更多由CPC体现，而非GTV来体现（CPS），美团未来收入增速将明显高于GTV增速。

图：到综品类收入增长快，占比逐步提升



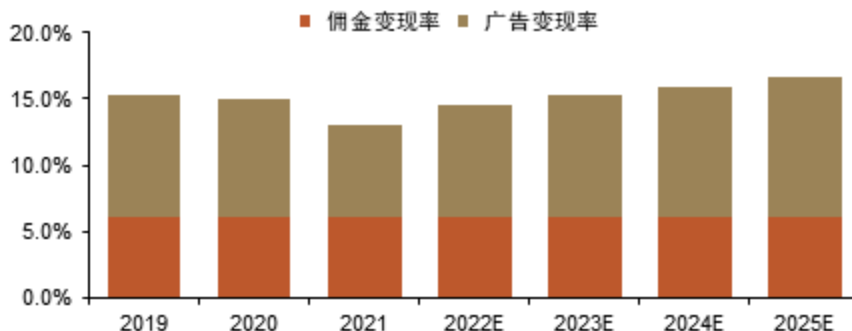
资料来源：公司财报，招商证券测算

图：美团到店各大品类中，到综变现率最高



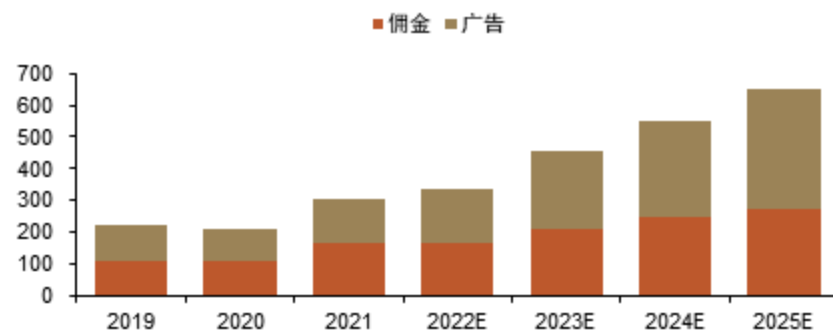
资料来源：公司财报，招商证券测算

图：到综品类未来变现率提升主要依靠广告带动



资料来源：公司财报，招商证券测算

图：广告为美团到店业务未来收入主力



资料来源：公司财报，招商证券测算

投资建议：美团到店壁垒稳固，建议积极关注

- 美团：预计美团到店酒旅分部2022E/2023E/2024E/2025E的GTV分别为3122亿/4248亿/4982亿/5701亿，分别增长2%/36%/17%/14%；货币化率分别为10.8%/11.6%/12.0%/12.5%，逐年提升；对应各年收入分别338亿/493亿/595亿/712亿，增速分别为4%/46%/21%/20%。预计OPM稳定于40%以上，则未来各年运营利润为136亿/203亿/249亿/302亿元，同比增长1%/50%/23%/21%。
- 美团到店业务增速快，壁垒强，预计未来三年（2024E/2021）收入复合增速22%，经营利润复合增速23%。建议投资者积极关注。

表：美团到店酒旅收入拆分及预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入(亿元)	38	70	109	158	223	213	325	338	493	595	712
yoy		86%	55%	46%	41%	-5%	53%	4%	46%	21%	20%
广告					112	104	162	172	266	329	407
佣金					111	108	164	165	228	266	304
交易金额GTV(亿元)	1,275	1,584	1,581	1,768	2,221	2,130	3,053	3,122	4,248	4,982	5,701
yoy		24%	0%	12%	26%	-4%	43%	2%	36%	17%	14%
货币化率(%)	2.96%	4.43%	6.86%	8.96%	10.03%	9.98%	10.66%	10.82%	11.61%	11.95%	12.48%
广告					5.0%	4.9%	5.3%	5.5%	6.3%	6.6%	7.1%
佣金					5.0%	5.1%	5.4%	5.3%	5.4%	5.3%	5.3%
交易笔数(百万)	1,290	1,439	1,394	1,513	1,810	1,846	2,234	2,636	3,032	3,396	3,701
yoy		12%	-3%	9%	20%	2%	21%	18%	15%	12%	9%
平均交易金额(元/单)	99	110	113	117	123	115	137	118	140	147	154
yoy		11%	3%	3%	5%	-6%	18%	-13%	18%	5%	5%
OP			18	48	89	86	134	136	203	249	302
yoy				3%	5%	-4%	56%	1%	50%	23%	21%
OPM(%)			17%	30%	40%	40%	41%	40%	41%	42%	42%

资料来源：公司财报，招商证券预测

风险提示

- 经济下行风险：如经济持续下行，消费者当期收入及未来收入预期下滑，消费者消费意愿下滑将影响平台收入增长。
- 疫情波动风险：如疫情反复多发，限制消费者线下活动，则可能对到店业务造成较大影响。
- 互联网平台监管风险。
- 草根调研样本数据偏差对测算结果产生影响。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听

Thank You