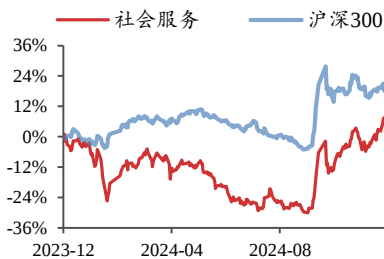


社会服务

2024 年 12 月 17 日

投资评级：看好

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《把握赛车赛事、剧院等“新潮”机会，欧洲智能潮玩逆势增长——行业周报》-2024.12.15

《冰雪游预定热度持续升温，二次元汉服催生美妆新行业——行业周报》-2024.12.8

《收藏级潮玩催生防伪刚性需求，万亿零食市场大有可“玩”——行业周报》-2024.12.1

本地生活之存量篇：超级平台重塑线下服务业，赋能高效生活

——行业深度报告

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● **服务消费增速快于零售景气度验证，超级平台提升效率“卖铲人”更为受益**
2024 年 1-10 月国内服务零售（6.5%）和餐饮收入（5.9%）累计同比增速大幅领先于商品零售（3.2%）增速。上市公司业绩来看，2024Q1-Q3，美团、携程等服务消费类平台公司收入增速快于阿里巴巴等实物零售类。对比美、日、德等发达国家，中国服务业增加值占 GDP 的比重仍处于低位，长期我们看好兼具体验及精神消费属性的服务零售成长性。平台经济是新生活服务载体，供需共振“卖铲人”率先受益。2024 年 8 月国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，发放消费券、促就业等具体政策陆续落地，有序竞争下建议关注具备商业侧和用户侧深厚壁垒的国内本地生活服务商，受益标的：美团-W、阿里巴巴。

● 餐饮市场持续扩容平台捕捉增量，外卖现金牛业务壁垒深厚

2023 年中国餐饮市场规模为 5.29 万亿元，2022 年国内外卖市场规模为 9417 亿元，外卖渗透率为 21.4%。尽管受消费大环境影响，餐饮行业换血竞争加剧，但新开热度不减，2024 年 1-7 月餐饮公司新注册数量仍高于注销吊销数量，供给仍在增加，且餐饮公司营销引流的需求提升。行业格局来看，外卖呈三七分双寡头之势，饿了么减亏目标明确。深挖存量，美团于商家端和用户侧持续发力，重点推出品牌卫星店和拼好饭。市场质疑低价或损伤商家利益，但我们认为其优惠后价格仍高于原材料成本 10-15 个点，起量后仍存利润空间。

● 到店板块玩家丰富，到店、到家协同整合看“神会员”未来增量

2022 年起抖音、快手、小红书等新玩家陆续入局本地生活服务，做大市场蛋糕。到店酒旅板块，2024 年抖音和美团的 GTV 目标分别为 6000 亿和超万亿，同比增速分别为约 100%和 50%。2024 年 7 月抖音上调佣金率，行业价格战暂缓，美团销售费用率大幅降低、利润率提升。2024 年 2 月，美团整合到店、到家事业群，统一由 CEO 王莆中管理。2024 年 7 月，美团推出升级版“神会员”打通到店、到家会员券包。阿里巴巴 88VIP 于存量用户中挖掘高价值增量，建立全站式生态垒高护城河，2024 年双十一 88VIP 贡献超一半成交额。亚马逊 Prime 会员发展二十载，会员占比已超 70%，持续为流媒体等新业务引流。

● 重塑线下传统服务、紧抓新兴服务高增机遇，新到综新万亿市场可期

根据测算，2023 年我国线上交付的到综业务市场规模仅为 3690 亿元，结合行业数据，2023 年适合线上化的到综行业市场规模约为 15.2 万亿元，当前线上化率仅为 2.1%。对比餐饮（2021 年 21.4%）、酒店行业（2021 年 44.3%），其他服务业的线上化率有较大提升空间。传统服务业如家政服务、汽车后市场等万亿市场通过线上平台，重塑交付模式提升效率。新兴服务如运动健身、足疗按摩、宠物服务等符合年轻人消费趋势，快速增长。抖音、快手、小红书的加入为行业加速下沉市场普及教育，和房产、周边游等的垂类机遇。

● **风险提示：**宏观消费环境变化、服务业线上化提升不及预期、行业竞争加剧等。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1、服务行业：服务消费增速快于商品零售，线上线下融合赋能高效生活	5
2、餐饮外卖：多举策深挖供给+需求，搭建共赢生态	9
2.1、行业：餐饮市场持续扩容，商家竞争促使营销服务需求增加	9
2.2、竞争格局：外卖呈三七分双寡头之势，格局稳固追求利润释放	10
2.3、深挖存量：供给侧给商家深度赋能，需求侧拓宽高低价格带	12
2.3.1、供给侧：从商家资源侧深度赋能、建立生态，做重外卖供应链	12
2.3.2、需求侧：满足消费者多层次需求，拓宽高低价格带	12
3、到店业务：多玩家参与做大市场蛋糕，从高歌猛进到精耕细作	15
3.1、协同整合：从高歌猛进到精耕细作，平台整合求变	16
3.1.1、抖音：探索调整找到适存赛道，由广撒网转为重 NKA 和重广告运营	17
3.1.2、美团：合并到店、到家事业群，规模优势最大化	19
3.1.3、会员体系：对比阿里、亚马逊看“神会员”增量空间，运营优化成本进一步节省	20
3.2、到综增量：超级平台重塑线下传统服务，紧抓新兴服务高增机遇多点开花	24
3.2.1、到综行业规模超十五万亿，低线上渗透率带来平台化大机遇	24
3.2.2、新兴服务业态涌现平台率先获益，传统服务 O2O 模式“重做一遍”	28
3.2.3、抖音、快手、小红书丰富本地生活服务玩法，探索下沉市场和丰富品类	36
4、行业估值	38
5、风险提示	39

图表目录

图 1：预计 2030 年我国服务型消费占消费支出的比重将提升至 50%以上	5
图 2：除疫情期间，服务业（第三产业）GDP 增速高于整体 GDP 增速	5
图 3：2024 年 1-10 月商品零售、服务零售额、餐饮收入分别累计同比增长 3.2%/6.5%/5.9%（单位：%）	6
图 4：2024 年前两个季度，服务消费类平台公司收入增速快于实物零售类	6
图 5：发达国家美、日、德服务业增加值占 GDP 的比重远高于中国	7
图 6：2023 年第三产业就业人数为 3.56 亿人，占总就业比重持续增加	7
图 7：预计 2030 年中国家庭人均消费支出中，文教娱乐、交通通信占比都将超过五分之一	7
图 8：2019 年中国人均 GDP 突破 1 万美元	8
图 9：中国居民文化娱乐消费支出和意愿持续提升	8
图 10：美团核心商业板块广告及其他服务营收占比持续增加	8
图 11：2023 年中国餐饮市场规模为 5.29 万亿元，同比增长 20.4%	9
图 12：2022 年国内外卖市场规模为 9417 亿元，占整体餐饮收入的比重达到 21.4%	9
图 13：2023 年全国新注册餐饮企业 410 万家，同比增加 24.2%	9
图 14：2024 年 1-7 月全国新注册餐饮企业 205 万家，注销吊销 146 万家（单位：万家）	9
图 15：截至 2024 年 9 月，美团 APP 的 MAU 数量为 4.85 亿，同比增加 12.4%（单位：亿）	10
图 16：2023 年美团外卖的市占率为 64.6%	11
图 17：美团与饿了么核心经营规模数据对比	11
图 18：2024Q3 美团核心商业收入为 694 亿元，同比增长 20.2%	11
图 19：2024Q3 美团核心商业经营利润为 146 亿元，经营利润率为 21.0%，同比+3.5pct	11
图 20：2024Q3 阿里本地生活板块收入为 177 亿元，同比增长 13.9%	11
图 21：2024Q3 阿里本地生活板块经调整 EBITDA 亏损为 4 亿元，经调整 EBITDA 率缩窄至-2.2%	11

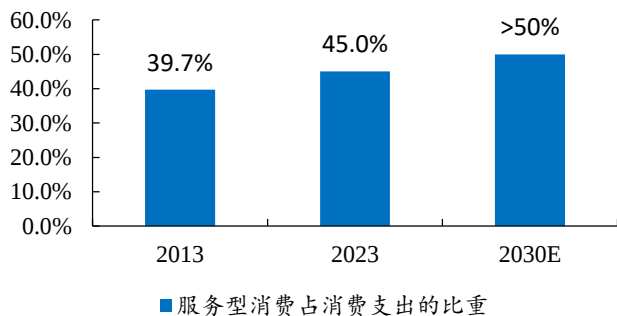
图 22: 美团外卖推出“品牌卫星店”万店返佣计划.....	12
图 23: 美团推出全托管模式集合店“食宝汇”.....	12
图 24: “拼好饭”聚焦低客单价的更低价.....	13
图 25: “神抢手”聚焦高客单价的性价比产品.....	13
图 26: 经抽样统计,“拼好饭”、“神抢手”折扣后的价格分别约为原价的 67%和 66%.....	14
图 27: 2022 年中国餐饮行业原材料成本占收入的比重平均值为 55.4%.....	14
图 28: 2022 年中国餐饮行业的净利率平均为 3.4%.....	14
图 29: “拼好饭”助力下,美团日订单峰值两年增加 3000 万单,往年每年增加 1000 万单.....	14
图 30: 除传统点评系玩家外,内容兴趣平台也加入到本地生活市场争夺.....	15
图 31: 2024 年 4 月美团月活用户数为 4.54 亿,同比增长 15.2%.....	16
图 32: 2024 年 4 月美团和抖音本地生活商家运营 APP 的商家数量分别为 527 和 485.5 万.....	16
图 33: 截至 2024 年 9 月大众点评月活数量为 1.24 亿人,同比增长 9.6% (单位: 亿).....	16
图 34: 到店酒旅板块,2024 年抖音和美团的 GTV 目标分别为 6000 亿和超万亿 (单位: 亿元).....	17
图 35: 抖音大刀阔斧,对本地生活部门进行组织调整和人员优化.....	18
图 36: 2024 年 7 月抖音上调商家佣金率.....	18
图 37: 2024 年 2 月美团整合到店、到家事业群,统一向王莆中汇报.....	19
图 38: 2024Q2 美团销售费用同比仅增长 1.9%,大幅慢于收入增速.....	20
图 39: 美团三费费率持续减少.....	20
图 40: 2024 年 7 月美团全面升级“神会员”,打通到家和到店业务.....	21
图 41: 截至 2024Q3 阿里 88VIP 会员人数到 4600 万,环比增长 9.5%,同比增长 53.3%.....	22
图 42: 2022 财年 88VIP 的人均消费金额约为 5.7 万元,约为阿里巴巴整体用户平均金额的 7.2 倍.....	22
图 43: 2023Q2 Amazon Prime Video 在美国 SVOD 市场份额达到 21%.....	23
图 44: 截至 2023 年亚马逊全球 Prime 会员数量已达到 2.3 亿.....	23
图 45: 美国市场亚马逊体系内的 Prime 会员占比已提升至 71%.....	23
图 46: 亚马逊 Prime 会员的年均消费金额约为非会员的两倍.....	24
图 47: 到店酒旅板块业务划分.....	24
图 48: 美团和抖音 2024 年前三季度 GTV (单位: 亿元).....	24
图 49: 交易额端,美团 2023 年到综业务占整体到店酒旅业务的比重为 23%.....	25
图 50: 抖音到综业务 GTV 占整体本地生活服务板块的比重为 24%.....	25
图 51: 预计 2028 年 O2O 到店业务市场规模将突破 3 万亿元,5 年 CAGR 为 20.5%.....	25
图 52: 2023 年我国在线文娱销售额同比增长 102.2%,远快于在线餐饮的 29.1%.....	26
图 53: 根据测算,我们预计到 2025 年适合线上化的到综行业规模合计约为 16.91 万亿元,3 年 CAGR 为 6%.....	26
图 54: 对比酒店、餐饮行业,家政、养老等业态的线上化率有较大提升空间.....	27
图 55: 美团到综业务变现化率远高于到餐和酒旅.....	28
图 56: 2023 年中国足疗保健市场规模约为 5065.9 亿元,消费人次约 35.18 亿人次.....	29
图 57: 预计 2024 年运动健身行业规模将达到 11540 亿元,同比增长 10.3%.....	30
图 58: 预计 2025 年中国宠物经济产业规模有望达到 8114 亿元,同比增长 15.7%.....	31
图 59: 2023 年中国宠物家庭渗透率为 22%,美国为 70%.....	31
图 60: 截至 2024Q3,全国共有 13.5 万家宠物类在营门店.....	31
图 61: 2021 年宠物护理市场前五大公司的合计市场份额为 13.9%.....	31
图 62: 美团提供宠物医疗类服务.....	32
图 63: 美团提供猫咪寄养类服务.....	32
图 64: 2023 年我国家政服务规模为 1.16 万亿元,同比增长 6.9%.....	32
图 65: 虚拟店铺通过线上运营,差价利润率在 40-50%.....	33
图 66: 2023 年中国汽车服务市场规模 (按 GMV 计) 约为 1.37 万亿元,同比增长 10.5%.....	34

图 67: 截至 2024Q3, 全国共有 137.3 万家车后服务在营门店	35
图 68: 车后服务市场前五大供应商的市场份额合计为 5.6%, 高度分散	35
图 69: 美团上线“养车用车”专区	35
图 70: 字节跳动旗下懂车帝月活规模已达到 3875 万	35
图 71: 美团 2023 年到店酒旅业务板块交易额约 7000 亿元, 同比增速超 100%	36
图 72: 2023 年 4 月抖音、快手、小红书与美团不重合的用户数量分别为 3.92、2.64、0.59 亿人 (单位: 亿)	36
图 73: 2024 年 6 月大众点评与抖音、小红书的重合用户数量仅为 7980 万和 5389 万	36
图 74: 2023 年 4 月各 APP 分地区用户占比, 抖音、快手三线及以下城市用户占比分别为 54.7% 和 60%	37
图 75: 2023 年 4 月抖音、快手三线及以下用户数量分别为 3.89 亿和 2.42 亿 (单位: 亿)	37
图 76: 各 APP 发稿量前五的内容类型不同	37
表 1: 阿里 88VIP 会员权益涵盖旗下如优酷、饿了么、高德等本地生活服务	21
表 2: 亚马逊 Prime 会员除享受免费配送外, 还提供流媒体、电子书等生态内会员	22
表 3: 家政服务、爱车服务等市场规模超万亿元, 运动健身、休闲娱乐等增速较快	26
表 4: 截至 2024Q3 大众点评收录的按摩洗浴门店数量为 47.4 万家, 同比增长 54%	29
表 5: 截至 2024Q3 大众点评收录的运动健身门店数量为 43.2 万家, 同比增长 62%	30
表 6: 国家近期发布多项政策鼓励家政服务业发展	33
表 7: 线上云家政公司对比传统家政, 投资更轻、预计收益弹性更大	33
表 8: 本地生活行业相关可比公司估值	38

1、服务行业：服务消费增速快于商品零售，线上线下融合赋能高效生活

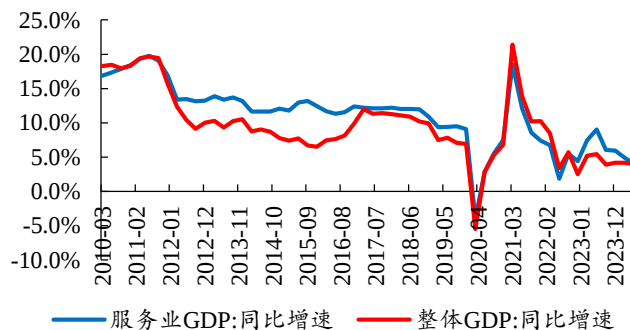
服务消费成为扩大消费的主要动力，2024H1 服务消费支出占比达到 45.6%，预计 2030 年将提升至 50% 以上。2023 年 8 月份开始，国家统计局按月发布服务零售额的累计增速，旨在反映服务提供方以货币形式销售的、属于消费的服务价值，包括交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。中国经济转向高质量发展阶段，消费形态逐渐由商品消费为主向商品和服务消费并重转变。2024H1 居民人均服务性消费支出占居民消费支出比重为 45.6%，同比上升 1.1 个百分点。中改院预计，到 2030 年服务型消费占消费支出的比重将提升到 50% 以上。2024H1 我国服务业增加值为 34.96 万亿元，同比增长 4.6%，服务业对国民经济增长的贡献率、服务业增加值占 GDP 的比重均在 50% 以上，吸纳就业的能力继续在增强。

图1：预计 2030 年我国服务型消费占消费支出的比重将提升至 50% 以上



数据来源：经济日报、新华日报、开源证券研究所

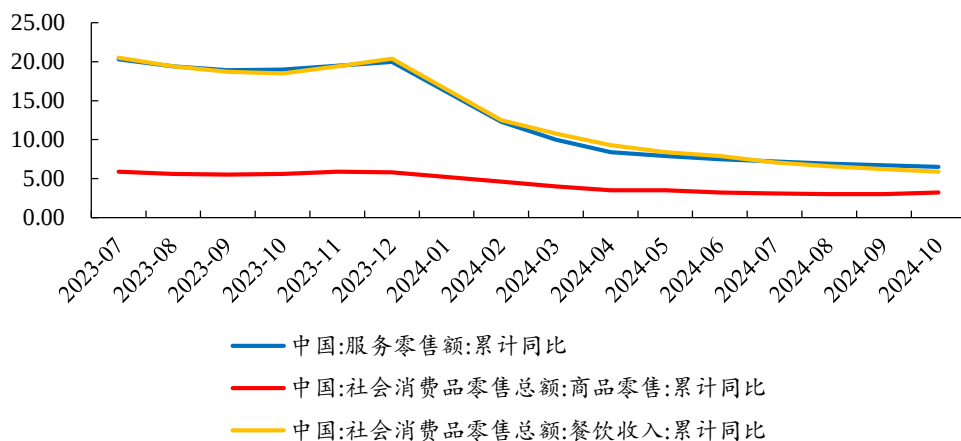
图2：除疫情期间，服务业（第三产业）GDP 增速高于整体 GDP 增速



数据来源：、开源证券研究所

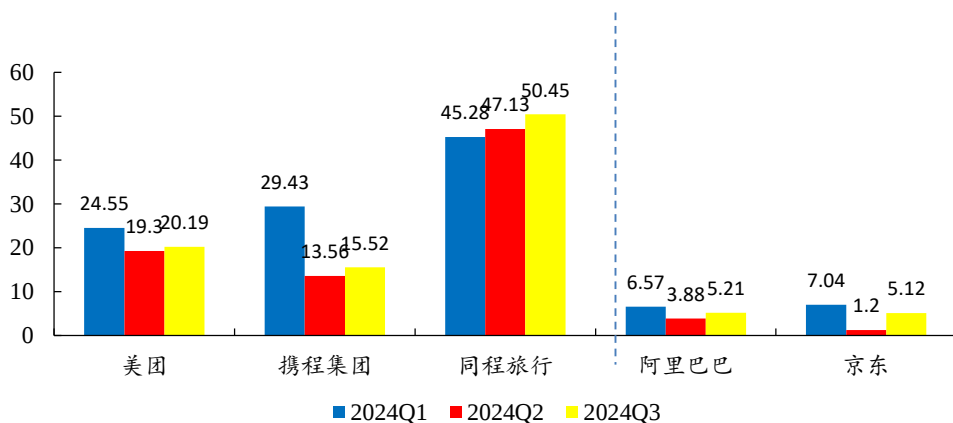
2024 年 1-10 月国内服务零售和餐饮收入累计同比增速大幅领先于商品零售增速。1-10 月份，服务零售额同比增长 6.5%，增速高于同期商品零售额 3.3 个百分点。暑期出游需求旺盛，带动旅行相关消费持续增长。有关部门数据显示，暑运期间，全国铁路旅客发送量 8.9 亿人次，民航旅客发送量 1.4 亿人次，均创历史同期新高。1-8 月份，餐饮收入同比增长 6.6%，交通出行服务类和旅游咨询租赁服务类零售额均增长较快。

图3：2024 年 1-10 月商品零售、服务零售额、餐饮收入分别累计同比增长 3.2%/6.5%/5.9%（单位：%）



数据来源： 、开源证券研究所

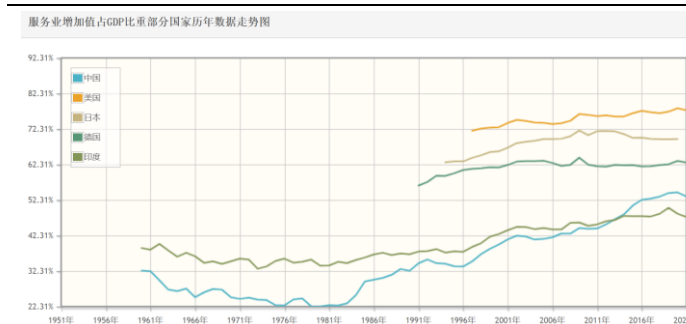
图4：2024 年前两个季度，服务消费类平台公司收入增速快于实物零售类



数据来源： 、开源证券研究所

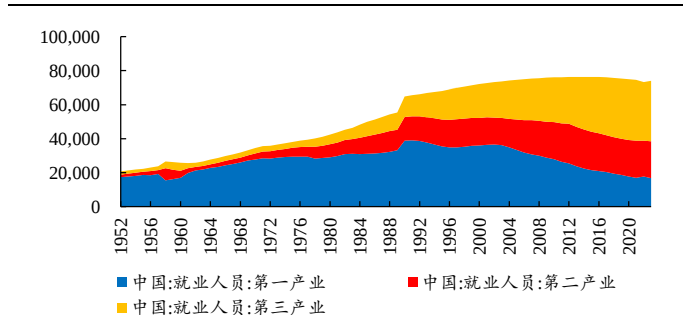
服务业对于增加 GDP、吸纳就业的重要性正不断增强。对比美、日、德等发达国家，中国服务业增加值占 GDP 的比重仍处于低位，2021 年美国服务业增加值占 GDP 的比重为 77.6%，而中国仅为 55.3%。2023 年服务业（包含生产性服务业和服务消费）就业人数达到 3.56 亿人，占我国总就业人数的比例由 2000 年的 28% 增长至 2023 年的 48%，是吸纳就业最多的产业。

图5：发达国家美、日、德服务业增加值占 GDP 的比重远高于中国



资料来源：快易数据

图6：2023 年第三产业就业人数为 3.56 亿人，占总就业比重持续增加

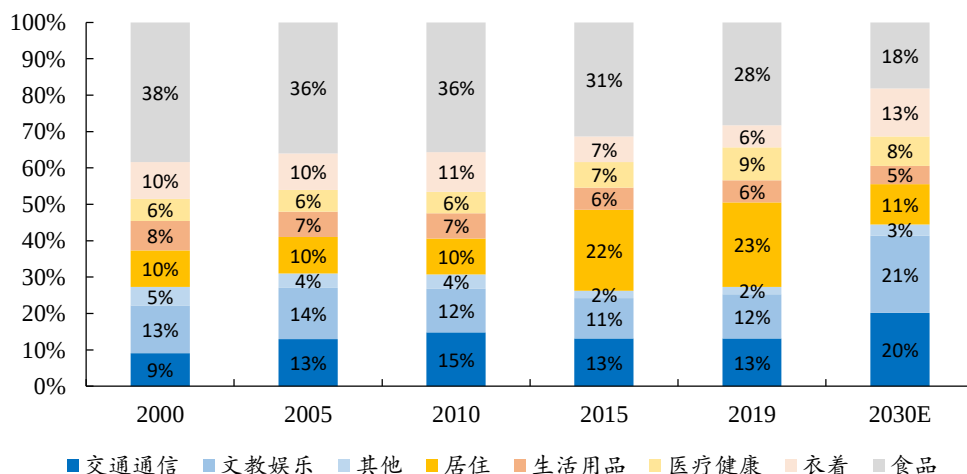


数据来源：、开源证券研究所

2024 年 8 月国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，旨在优化和扩大服务供给，释放服务消费潜力，更好满足人民群众个性化、多样化、品质化服务消费需求，提升服务消费的战略地位。

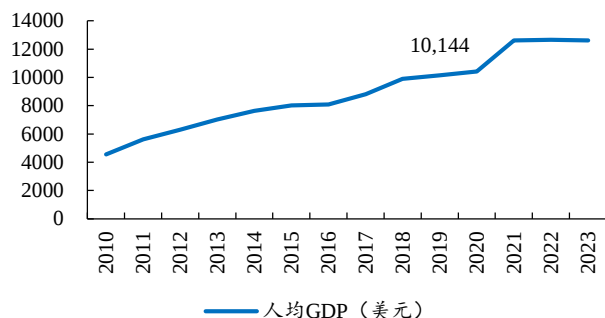
- （一）挖掘基础型消费潜力：餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费。
- （二）激发改善型消费活力：文化娱乐消费、旅游消费、体育消费、教育和培训消费、居住服务消费。
- （三）培育壮大新兴消费：数字消费、绿色消费、健康消费。

图7：预计 2030 年中国家庭人均消费支出中，文教娱乐、交通通信占比都将超过五分之一

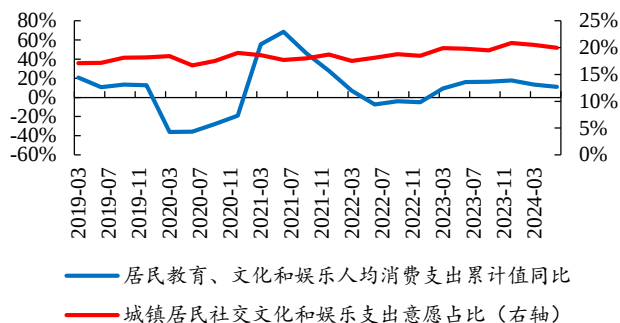


数据来源：麦肯锡、阿里研究院、开源证券研究所（*灰色代表必需品，黄色代表次必需品，蓝色代表可选品）

长期视角下，我们看好兼具体验及精神消费属性的服务零售成长性。参考欧美消费结构转型过程，人均收入增长驱动居民消费逐步向文娱领域迁移，特别是人均GDP迈入1万美元阈值后，大众对强社交属性、有情感共鸣、有文化价值和收藏价值的文化娱乐类可选产品和服务需求逐步由低频成为刚需，叠加城市结构化升级红利正在逐步演绎，包括教育、旅游、体育、潮玩、演艺等各垂类服务消费业态持续融合下沉渗透。

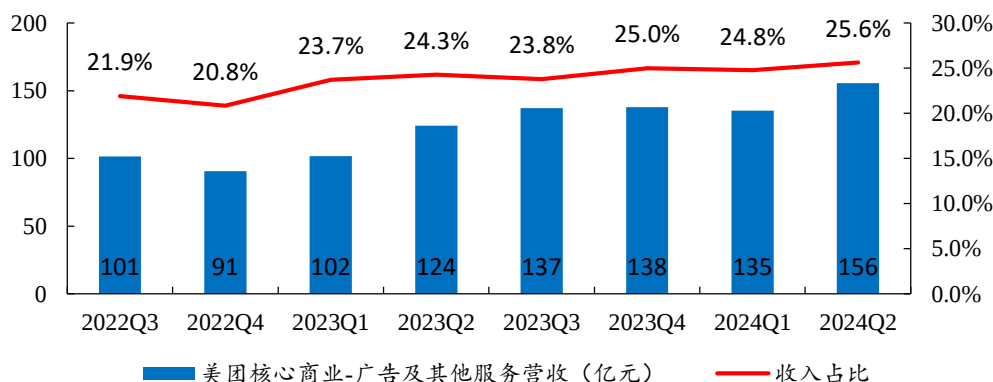
图8：2019年中国人均GDP突破1万美元


数据来源：、开源证券研究所

图9：中国居民文化娱乐消费支出和意愿持续提升


数据来源：、开源证券研究所

平台经济是新生活服务载体，供需共振“卖铲人”率先受益。消费环境变化下商家之间竞争激烈，美团广告及其他服务收入占比持续提升。商家数量持续扩容，叠加消费环境变化整体客单价向下，商家单店收入增长困难。美团等平台提供数字化、一体化的营销+运营方案赋能商家，2024Q2 美团核心商业板块的广告及其他服务营收达到 156 亿元，占核心商业板块的收入由 2022Q3 的 21.9%提升至 25.6%，增加 3.7pcts。

图10：美团核心商业板块广告及其他服务营收占比持续增加


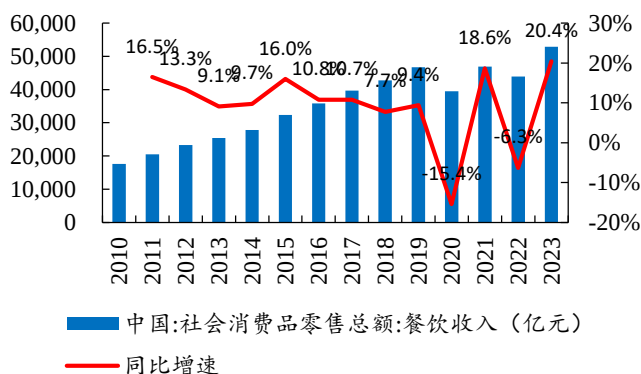
数据来源：美团公司公告、开源证券研究所

2、餐饮外卖：多举策深挖供给+需求，搭建共赢生态

2.1、行业：餐饮市场持续扩容，商家竞争促使营销服务需求增加

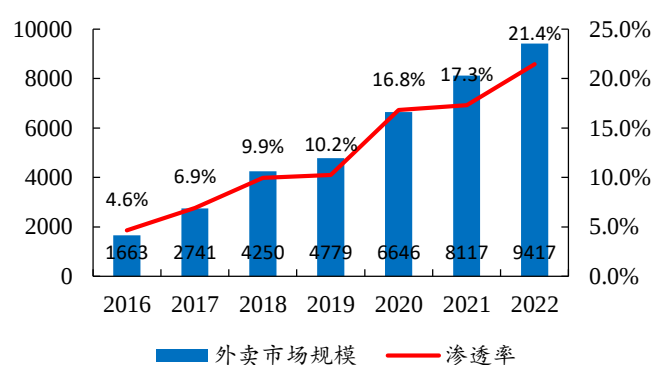
餐饮市场规模保持较快增长，外卖渗透率已超过 20%。2023 年中国餐饮市场规模为 5.29 万亿元，同比增长 20.4%。受益于疫情期间出行受限，消费者习惯加速养成，2022 年国内外卖市场规模为 9417 亿元，同比增长 16%，占整体餐饮收入的比重达到 21.4%，我们预计现外卖市场规模已超过万亿元。

图11：2023 年中国餐饮市场规模为 5.29 万亿元，同比增长 20.4%



数据来源：、开源证券研究所

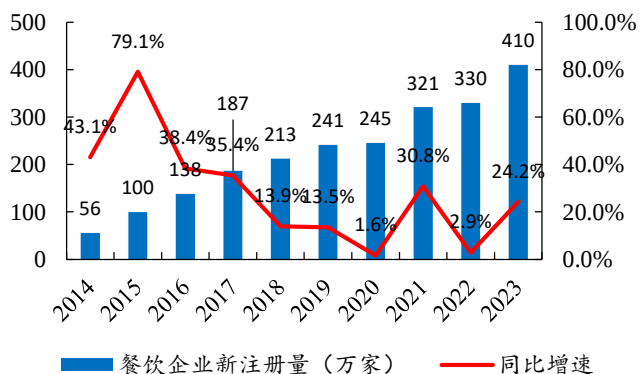
图12：2022 年国内外卖市场规模为 9417 亿元，占整体餐饮收入的比重达到 21.4%



数据来源：联合资信研究院、开源证券研究所

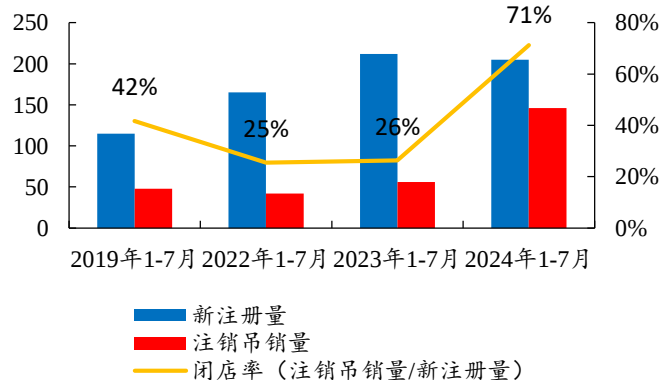
注册&吊销商家数大幅增加，行业换血竞争加剧，营销引流需求增加。餐饮行业特性是短生命周期、多新参与者。据《2019 中国餐饮经营参数蓝皮书》数据显示，2018 年，倒闭餐饮门店的平均存活时间仅为 456 天，其中大多数门店倒在 8 个月到 2 年的时间内。2023 年经济环境下行，餐饮成为创业者首选，我们预计当前餐厅的存活周期进一步缩短。截至 2023 年底现存餐饮企业为 1573 万家，其中 2023 年新注册 410 万家，同比增加 24%。尽管 2024 年 1-7 月倒闭餐饮企业同比增加 161%，但新开热度不减，新注册数量仍高于注销吊销数量，供给仍在增加。

图13：2023 年全国新注册餐饮企业 410 万家，同比增加 24.2%



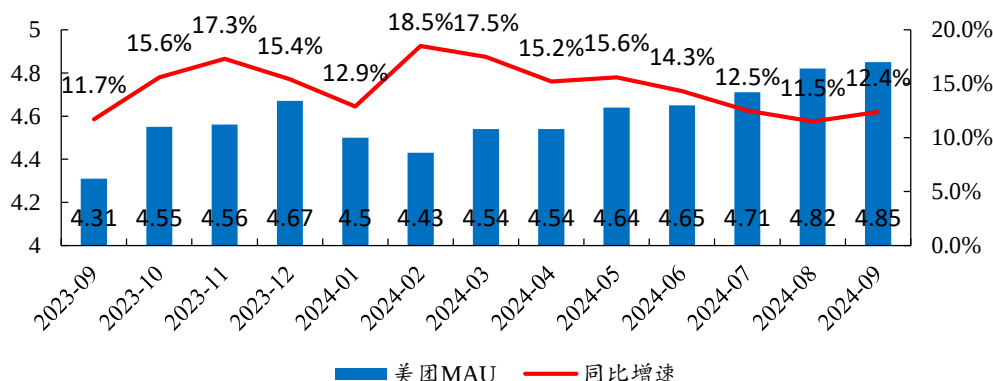
数据来源：企查查、开源证券研究所

图14：2024 年 1-7 月全国新注册餐饮企业 205 万家，注销吊销 146 万家（单位：万家）



数据来源：企查查、开源证券研究所

图15：截至 2024 年 9 月，美团 APP 的 MAU 数量为 4.85 亿，同比增加 12.4%（单位：亿）

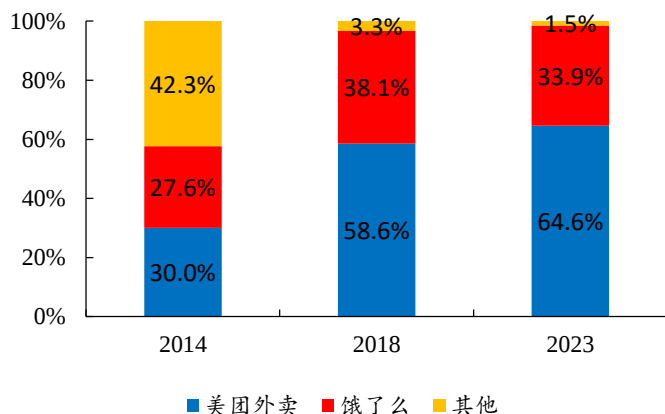


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

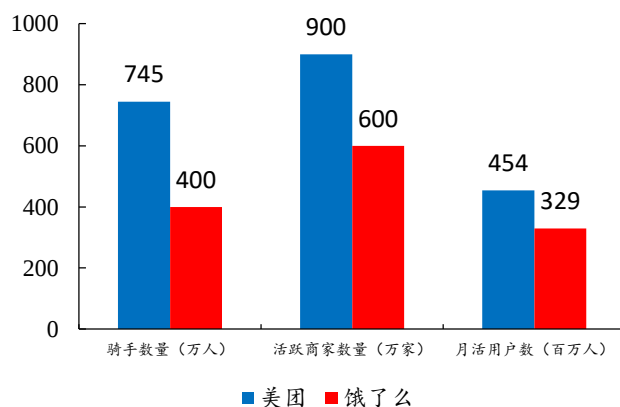
2.2、竞争格局：外卖呈三七分双寡头之势，格局稳固追求利润释放

外卖行业呈现三七分双寡头的竞争格局，美团外卖业务已成为集团现金牛，阿里旗下饿了么逐步由追求 GMV 转向盈利。外卖行业从最初的资本入局、补贴大战，到如今主要玩家只剩下美团和饿了么。2024 年起饿了么改为盈利导向，最新两个财季阿里本地生活板块的经营亏损已收窄至 4 亿元。外卖行业发展历程如下，

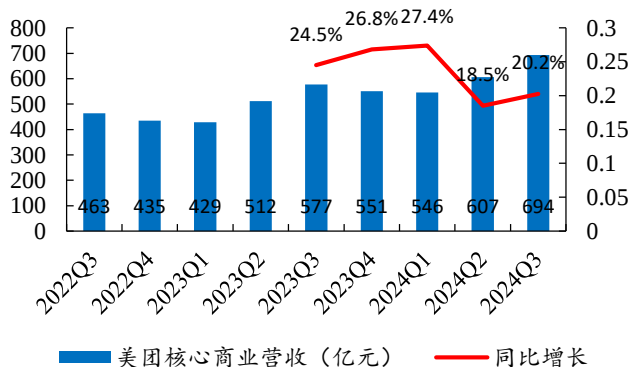
- （一）**混战期(2013-2016 年)**：2013 年饿了么获得来自经纬中国、金沙江创投、红杉资本中国的投资，同年美团外卖上线，2014 年百度外卖上线。2016 年 1 月，美团获腾讯领投 33 亿美元，4 月，饿了么获得阿里领投 12.5 亿美元。外卖行业迎来了资本的集中涌入，推动补贴大战，行业逐渐形成三足鼎立格局。
- （二）**二选一期 (2017-2020 年)**：美团和大众点评在腾讯和红杉资本的撮合下完成合并，美团进入三驾马车战略时期，聚焦餐饮外卖、酒店旅游、本地综合服务。而美团与大众点评合并后，阿里逐渐退出美团，将战略重点转向饿了么，2017 年，饿了么收购百度外卖，外卖市场格局转为双雄争霸的二选一期。2018 年，阿里完成对饿了么的全资收购，并将其并入阿里的本地生活服务体系，饿了么依托阿里的新零售战略，整合了口碑、盒马鲜生等资源，拓展新零售和即时配送领域。
- （三）**反垄断后的竞争平稳期 (2021 年至今)**：2021 年，国家对互联网巨头展开了多项反垄断调查与监管，美团和饿了么也因此取消了独家合作协议与调整了激进的补贴策略，转向更加可持续的发展路径。2021 年美团为开拓新的业务增长点，重点布局“零售+科技”战略，加码了基于智能调度系统、无人机、自动驾驶等技术构建的物流路网的布局。饿了么持续将经营重心放在一二线城市，以“四横四纵”为战略，提升经营效益大幅减亏。

图16：2023 年美团外卖的市占率为 64.6%


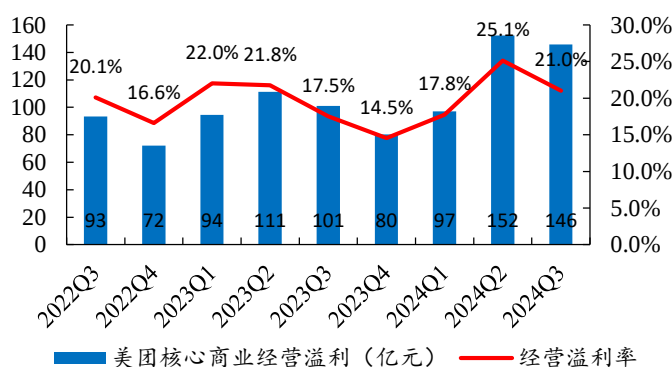
数据来源：Trustdata、中国报告大厅、开源证券研究所

图17：美团与饿了么核心经营规模数据对比


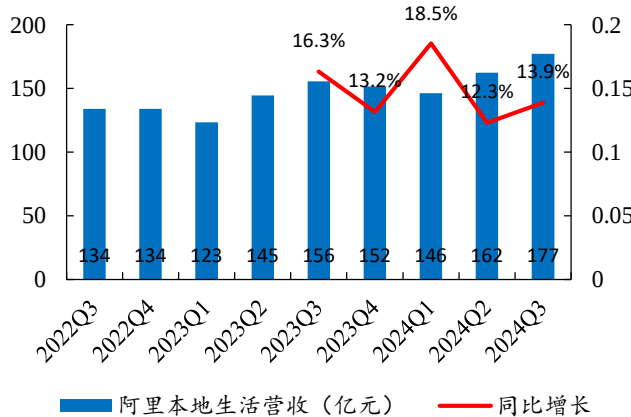
数据来源：中商情报网、电商报、QuestMobile、开源证券研究所

图18：2024Q3 美团核心商业收入为 694 亿元，同比增长 20.2%


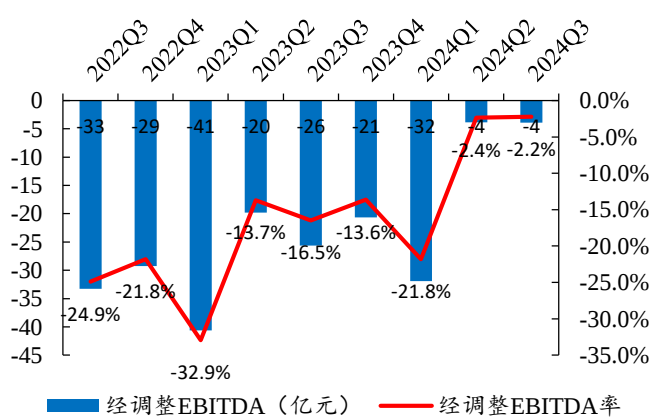
数据来源：美团公司公告、开源证券研究所

图19：2024Q3 美团核心商业经营利润为 146 亿元，经营利润率为 21.0%，同比+3.5pct


数据来源：美团公司公告、开源证券研究所

图20：2024Q3 阿里本地生活板块收入为 177 亿元，同比增长 13.9%


数据来源：阿里巴巴公司公告、开源证券研究所

图21：2024Q3 阿里本地生活板块经调整 EBITDA 亏损为 4 亿元，经调整 EBITDA 率缩窄至-2.2%


数据来源：阿里巴巴公司公告、开源证券研究所

2.3、深挖存量：供给侧给商家深度赋能，需求侧拓宽高低价格带

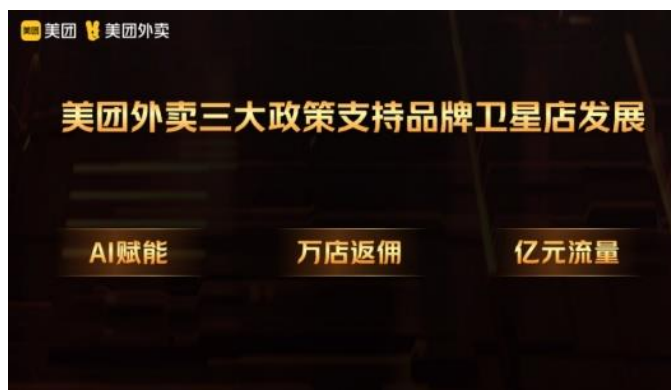
美团外卖于二季度调整经营目标第一优先级，从追求 GMV 转向订单量增长。美团外卖出现了持续的客单价下滑，导致其 GMV 下滑 10% - 20%。受到消费环境影响，美团决定转向提升频次，以稳住外卖大盘。在单均盈利的基础上，订单量增长有望为美团在增加市场份额的同时，增厚利润。

2.3.1、供给侧：从商家资源侧深度赋能、建立生态，做重外卖供应链

协助商家推出“品牌卫星店”和“美食聚合店”。通过在外卖供应链上做得更重，以帮助商家降低成本和获取增量。

- (1) **品牌卫星店（针对品牌连锁店）**：是指通过与肯德基、海底捞、老乡鸡等品牌连锁商家合作，开设专做外卖的卫星店，让商家可以低成本覆盖更大区域。美团卫星店自 2024 年 4 月全国推广以来，已与 150 个品牌达成合作，开设近 1000 家店。
- (2) **美食聚合店（针对中小商户）**：以货架电商的逻辑运营外卖，是一种聚合外卖店，美团自行招募多个餐饮品牌入驻，并参与日常管理，挑选部分商品上架到聚合店铺，消费者可在该店铺购买多个商家提供的产品。美团希望解决中小商家外卖档口卫生质量差、用户不信任的问题。首个美食集合店已于 6 月在北京望京上线，美团计划未来几年在一二线城市开设更多美食集合店。

图22：美团外卖推出“品牌卫星店”万店返佣计划



资料来源：电商网

图23：美团推出全托管模式集合店“食宝汇”



资料来源：筷玩思维

2.3.2、需求侧：满足消费者多层次需求，拓宽高低价格带

满足不同消费者的多层次需求，推出“拼好饭”、“神抢手”。除了日常营销活动，美团在用更多补贴和对商家侧的改造降低价格，向更多的用户提供符合他们消费能力和需求的外卖。

- (1) **拼好饭（低客单价的更低价，主客单 10-15 元，部分降至 10 元以下）**：拼好饭选择用拼多多的方式做外卖，美团将外卖商家分五类，S、A、B1、B2、C 类商家，其中 S 和 A 类品牌商家是广告收入的主要来源，

B、C 类中小商家基数最大，占比在 70% 以上，他们也是拼好饭的主要供给来源。截至 2024 年 8 月，已有 1.2 亿用户使用过拼好饭，接近美团外卖用户的四分之一。美团餐饮外卖 2024 年预计将保持 10%-12% 的单量增速，其中拼好饭等新业务被寄希望贡献其中一半增量。

- (2) **神枪手（高客单价的低价，主客单 20-40 元）**：神枪手等产品主要覆盖接受价格降、品质不能降的都市中产人群。神枪手通过消费者囤货，帮助商家制造确定性需求，进而降低产品价格。

图24：“拼好饭”聚焦低客单价的更低价



资料来源：美团 APP

图25：“神枪手”聚焦高客单价的性价比产品



资料来源：美团 APP

市场担忧“拼好饭”、“神枪手”等促销活动损害中小商家利益，但我们认为在餐饮市场竞争激励的当下，只要折后价格高于商家的原材料成本，单量跑出规模效应后，就能为商家带来利润增量。

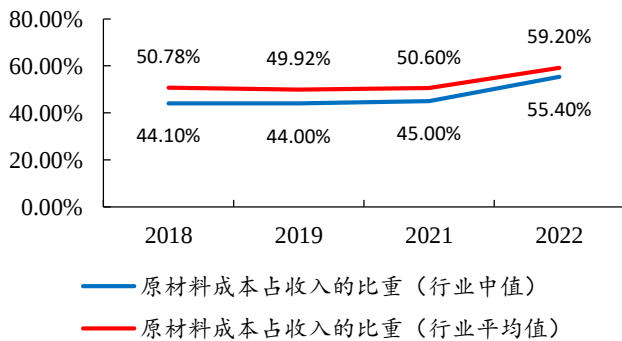
“拼好饭”、“神枪手”折后价格约为原价的三分之二，高出原材料成本约十个点，为商家创造利益。经抽样统计，美团 APP “拼好饭”、“神枪手”的折扣后的价格分别为原价的 67%和 66%，而中国餐饮行业 2022 年的原材料成本平均值为 59.2%（2022 年受疫情影响，原材料成本占收入的比重高出正常年份约 10 个点），折后价格仍为商家留下约十个点的利润空间。因此，我们认为“拼好饭”模式属于互惠，符合平台和中小商家的共同利益。

图26：经抽样统计，“拼好饭”、“神枪手”折扣后的价格分别约为原价的 67%和 66%

神枪手				拼好饭			
商品名	原价	神枪手价格	折扣比例	商品名	原价	拼好饭价格	折扣比例
瑞幸咖啡生椰拿铁	19.9	12.9	65%	则卷家正宗龙江猪脚饭	19.8	11	56%
披萨革命欢聚多人餐	84.9	47.7	56%	华莱士随心配（4拼）	23.8	16.6	70%
麦当劳外送欢乐桶	137.5	54	39%	沪上阿姨血糯米奶茶大杯	18	11.6	64%
华莱士招牌全鸡+中可套餐	45	26.5	59%	CoCo生椰杨枝甘露中杯	16	11.7	73%
必胜客披萨自在一人餐	43.5	19.9	46%	过桥米线鸭血粉丝-精品鸭血粉丝汤	19.4	14.3	74%
和合谷宫保鸡丁+鸡肉串	30.2	25.8	85%	东北手工水饺全家福水饺（24个）	17.88	12.89	72%
汉堡王快乐分享餐	124	64.9	52%	面七屋 招牌酸笋双椒鸡+番茄鸡蛋双拼饭	17.8	13.5	76%
半斤鸡腿超值三拼	38.89	21.9	56%	凉皮先生招牌凉皮+孜然鸡肉夹馍	22.8	16.2	71%
老北京门框卤煮-门框卤煮火烧腊八蒜	34.8	23.9	69%	王宁 大桶解渴鲜柠茶	19	10.2	54%
风胖子窑鸡半只窑鸡+饮料+米饭	32.9	22.5	68%	末酸奶 香蕉麦片酸奶奶昔中杯	18	13.6	76%
箬笠荷叶烤鸡 招牌五香烤鸡+5荷叶夹	30.99	25.8	83%	贡茶相思红豆奶茶大杯	17.89	7.8	44%
幽湘谷 湖南小炒肉套餐	34.8	25.9	74%	比格披萨法式玉桂酥	16	11.3	71%
FSTOBA韩式炸鸡	24	18.4	77%	粤石磨肠粉王 双蛋肠粉+豆浆+咸菜	20.9	13.4	64%
蜀香诱惑 水煮麻鱼	34.8	25.9	74%	抖喜新疆炒米粉 鸡肉炒米粉	19.9	14.7	74%
喜茶烤香黑糖波波真乳茶	20	18.8	94%	豫石记羊杂烩面+主食	25.88	13.6	53%
溜博烧烤 单人套餐	44.8	25.9	58%	古御贡茶 霸王桶奶茶	12.9	11.3	88%
乐鸚鱼薯条 豪华四件套	41.8	30.9	74%	阿呆炒饭 广式腊肠炒饭	13.8	8.1	59%
戴粤轩粤菜馆 干炒牛河套餐	33.9	19.9	59%	巧川婆 猪头肉80g+素菜80g	20.9	12.9	62%
渝小鱼无骨烤鱼饭 秘制麻辣烤鱼+米饭	28.7	21.9	76%	千初潮汕牛肉粿条 招牌牛肉丸粿条汤	24.8	15.7	63%
万记麻辣烫 活力满满麻辣烫单人套餐	44.2	24.9	56%	祁姥姥家 番茄蛋花疙瘩汤	21.3	15.4	72%
平均折扣比例			66%	平均折扣比例			67%

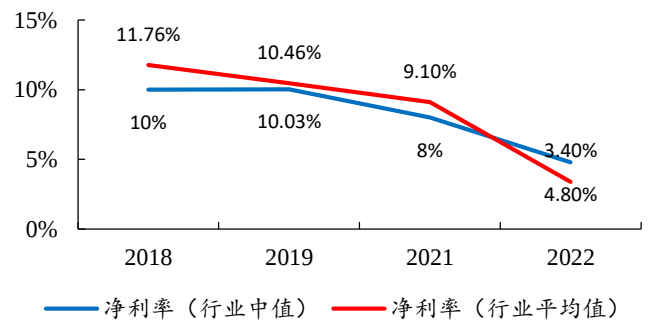
数据来源：美团 APP、开源证券研究所

图27：2022 年中国餐饮行业原材料成本占收入的比重平均值为 55.4%



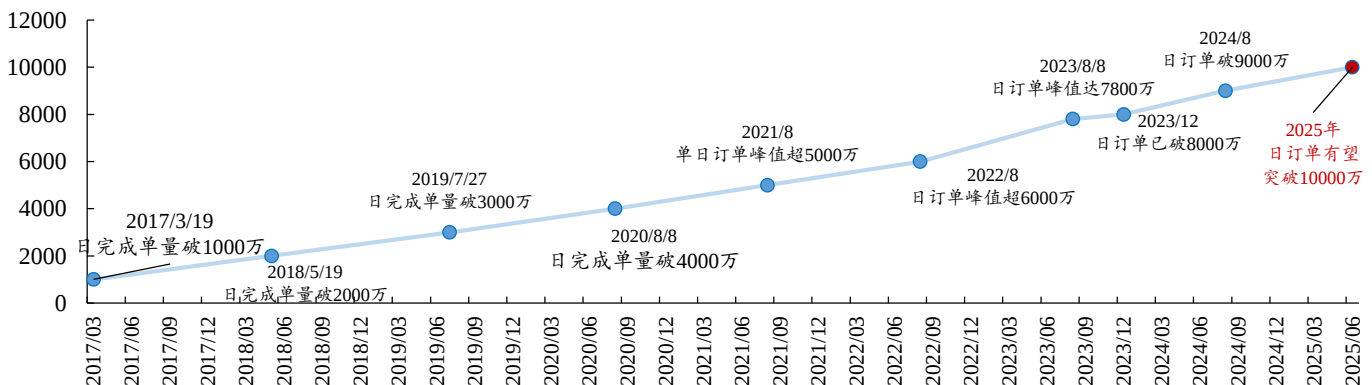
数据来源：中国连锁餐饮协会、开源证券研究所

图28：2022 年中国餐饮行业的净利率平均为 3.4%



数据来源：中国连锁餐饮协会、开源证券研究所

图29：“拼好饭”助力下，美团日订单峰值两年增加 3000 万单，往年每年增加 1000 万单



数据来源：美团餐饮开店宝公众号、美团外卖订阅号公众号等、开源证券研究所

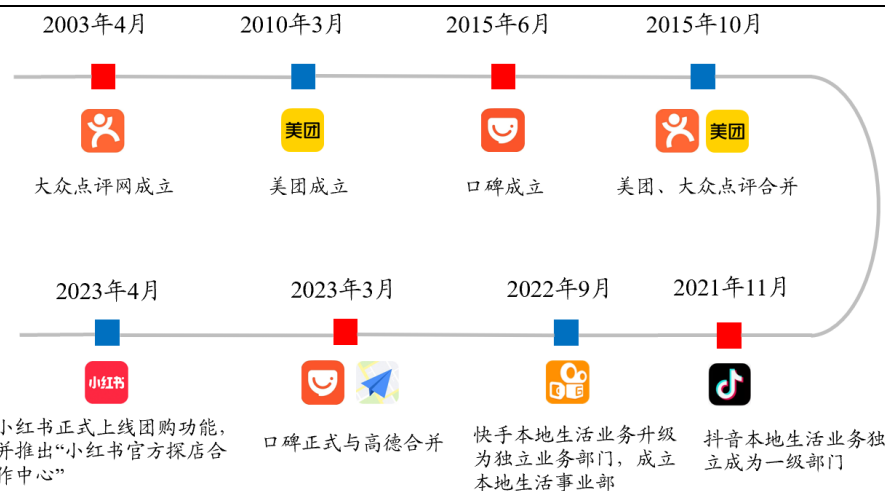
3、到店业务：多玩家参与做大市场蛋糕，从高歌猛进到精耕

细作

本地生活服务玩家持续丰富，短视频、社交内容平台加入为市场扩容。受启发于美国的 Groupon，2010 年左右，本地生活服务开始以团购的形式大范围的出现于消费者视野，其本质是商家促销、线上引流。

- (1) **千团大战**：2010-2013 年“千团大战”期间，美团通过建立“三高三低”的核心战略、强大的线下销售团队和高效的移动互联网运营平台，取得“千团大战”的胜利。
- (2) **两虎相斗**：2014 年开始，美团和大众点评进入价格战和排他协议等的恶性竞争，并于 2015 年宣布合并。
- (3) **多元竞争**：从电商到本地生活，近几年来内容兴趣平台不断延伸业务范围，瓜分传统玩家市场。2021 年底，抖音宣布本地生活独立成为一级部门。2022 年 9 月，快手成立本地生活事业部。2023 年 4 月，阿里巴巴旗下的口碑与高德合并。2023 年 4 月，小红书上线团购功能。本地生活服务市场进入多元竞争。

图30：除传统点评系玩家外，内容兴趣平台也加入到本地生活市场争夺



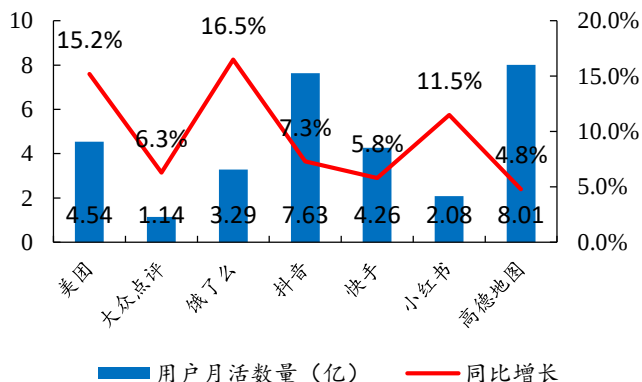
资料来源：QuestMobile、开源证券研究所

本地生活新老玩家涌现共同做大市场蛋糕，商家端资源快速增长。

- (1) **用户端**，抖音等平台围剿下美团月活数量仍保持双位数增长。截至 2024 年 4 月，美团、大众点评、饿了么、小红书和高德的月活数量分别为 4.54、1.14、3.29、2.08 和 8.01 亿人，分别同比增长 15.2%、6.3%、16.5%、11.5%、4.8%。截至 2024 年 3 月，抖音、快手的月活数量分别为 7.63 和 4.26 亿，同比增长 7.3%和 5.8%。
- (2) **商家端**，竞争加剧下商家数量快速增长，加速本地生活线上化渗透。美团外卖商家端、美团开店宝（到店业务）月活用户分别为 1499 万、527 万，同比增长 11.7%、45.4%；对比来看，抖音来客（抖音生活服务商家

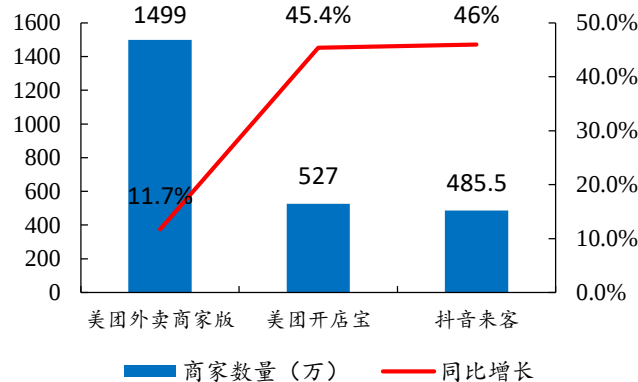
经营平台) 月活 485.5 万, 同比增长 46%。

图31: 2024 年 4 月美团月活用户数为 4.54 亿, 同比增长 15.2%



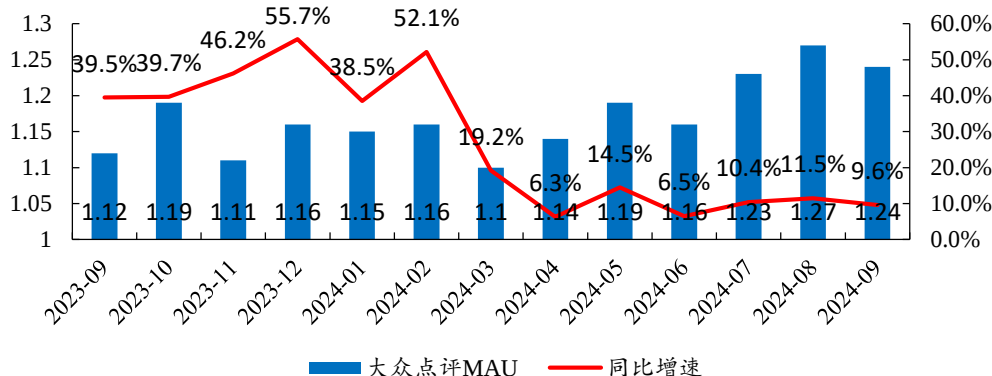
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所 (抖音、快手数据取自 2024 年 3 月, 其余为 2024 年 4 月)

图32: 2024 年 4 月美团和抖音本地生活商家运营 APP 的商家数量分别为 527 和 485.5 万



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图33: 截至 2024 年 9 月大众点评月活数量为 1.24 亿人, 同比增长 9.6% (单位: 亿)



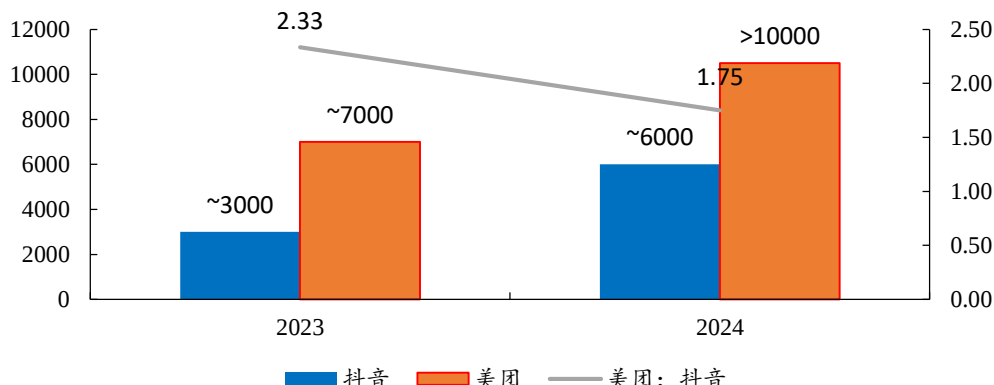
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

3.1、协同整合: 从高歌猛进到精耕细作, 平台整合求变

美团与抖音逐渐步入常态化竞争, 按 GMV 计到店酒旅市场美团和抖音的市占率约为 6:4。根据 36 氪数据, 抖音生活服务 1-8 月销售额在 3200 亿元左右, 超 2023 年总销售额。2023 年 11 月, 抖音集团商业化负责人浦燕子上任后, 为生活服务业务定下了 2024 年 6000 亿元的销售额目标, 同比增长幅度近 100%。相比之下, 美团到店 2023 年销售额为 7000 亿元, 2024 年目标则是超万亿, 实现 50% 左右的增长。

虽然 2024 年两大平台交易额仍有大幅增长, 但战略导向已由 2023 年的追求交易额增长, 转向追求收入和利润的增长, 提高佣金费率的同时收缩补贴。据财中社报道, 目前抖音生活服务已经实现盈利 (抖音为该业务提供的免费流量不计入成本)。

图34：到店酒旅板块，2024 年抖音和美团的 GTV 目标分别为 6000 亿和超万亿（单位：亿元）



数据来源：36 氪、开源证券研究所

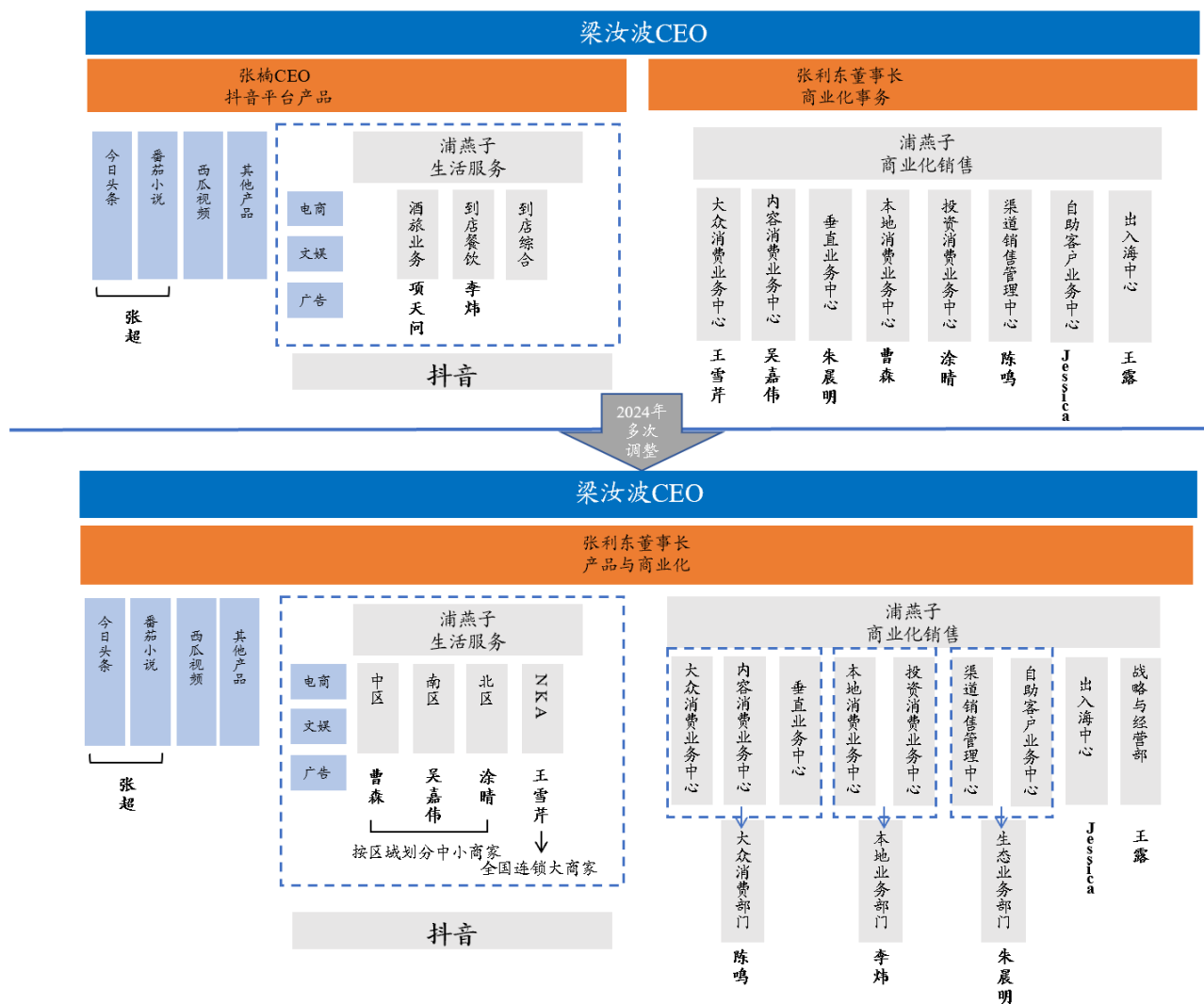
3.1.1、抖音：探索调整找到适存赛道，由广撒网转为重 NKA 和重广告运营

抖音组织架构调整落地，淡化外卖，回归一、二线城市。战略层面重视生活服务商业化，提高收入的同时减少补贴。

- (1) **组织调整：重视连锁大商户，战略重心回归高线城市。**2024 年，抖音生活服务部门全面重组。生活服务部门将原有按行业划分的到店餐饮、到店综合、酒旅三个平行部门，按地域重组为北、中、南三个大区以及服务全国连锁大商户的 NKA 部门。抖音的内容运营较为繁琐，对商家来说具备一定门槛，低线城市的中小商家较难形成有效转化，因此组织架构调整后战略重心逐步回归一、二线城市和 NKA 客户。
- (2) **提高收入：建立长期合作，提高佣金费率。**2024 年 7 月，抖音生活服务将住宿板块的佣金费率从 4.5% 上调至 8%。除了因为暑期酒店迎来旺季，毛利率高外，还因为抖音与多家酒店集团有长期合作协议，这使得提高佣金成为可能。而餐饮业务由于缺乏类似深度合作，所以不会轻易调整其佣金。
- (3) **减少补贴：价格优势下降。**无论流量，还是商品、用户补贴都在下降，传导至用户端，则有很多抖音团购券不再比美团便宜的体感。价格优势下降后，抖音生活服务的销售额增幅也在放缓，根据 36 氪，抖音生活服务一季度销售额不足 1000 亿，二季度 1100 亿左右。

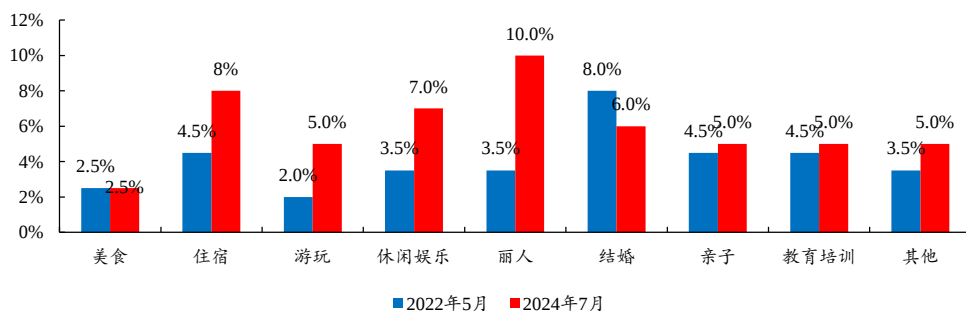
两平台趋向差异化，商家倾向于在抖音上做更多品牌推广、用户拉新，在美团上更着重销售。

图35：抖音大刀阔斧，对本地生活部门进行组织调整和人员优化



资料来源：开源证券研究所

图36：2024年7月抖音上调商家佣金率



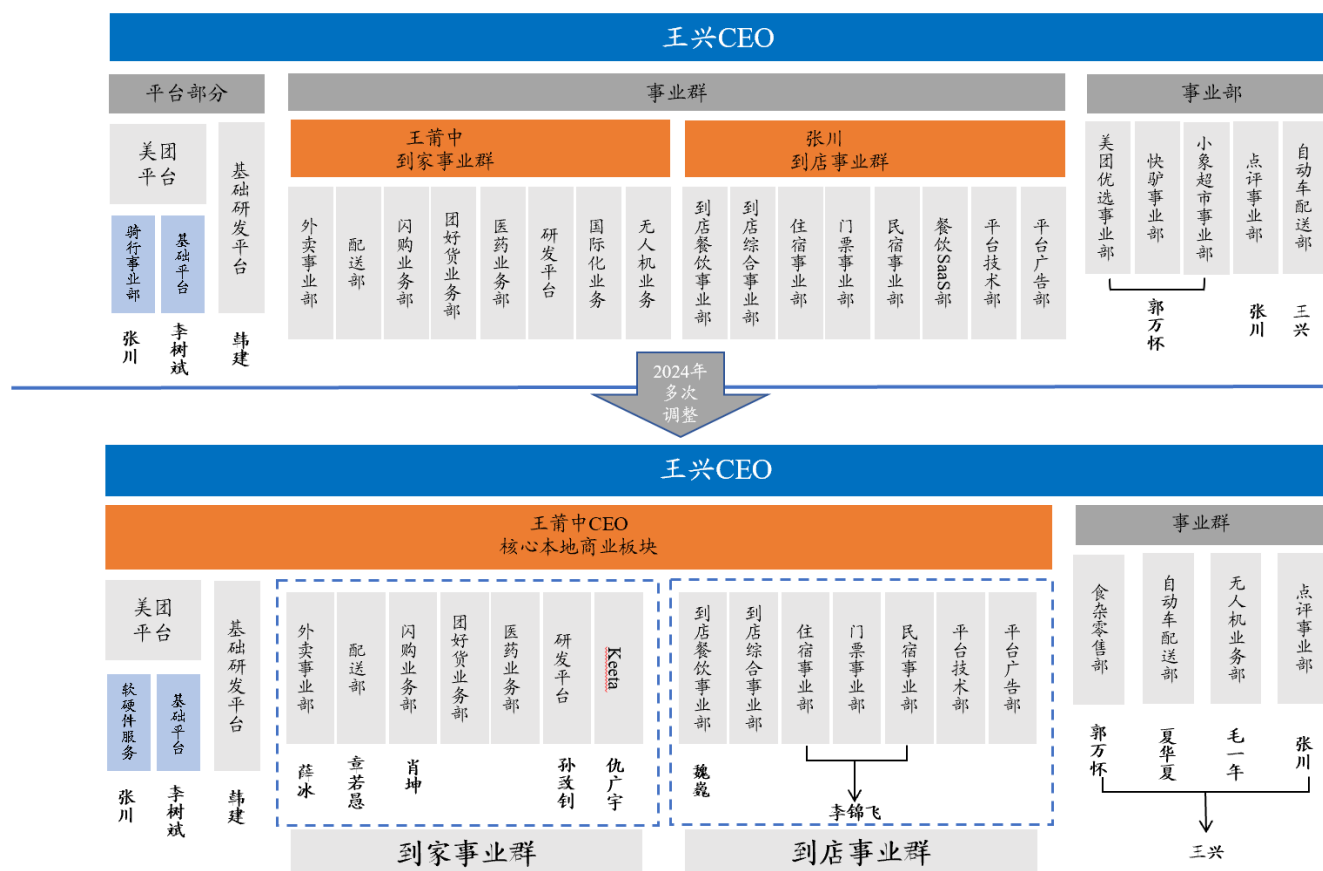
数据来源：中国旅游饭店协会公众号、开源证券研究所

3.1.2、美团：合并到店、到家事业群，规模优势最大化

美团及时调整组织架构，整合到家、到店事业群，反守为攻。美团一方面要强化构建起自己在供给侧的优势，另一方面也要不断洞察和满足消费端的新需求，提升消费体验。

- (1) **业务整合再提速，推动高质量发展。**2024年2月，美团宣布将对组织架构进行调整，对原到家、到店事业群、基础研发平台及美团平台进行整合，由王莆中负责，王莆中此前为到家事业群负责人。2024年8月，美团再次调整组织架构，将其他业务板块进行整合，展现出公司高质量发展的决心。
- (2) **软硬件服务合并，提升业务协同效应。**美团的SaaS、骑行、充电宝等业务合并成为“软硬件服务”，由张川负责。SaaS业务作为美团的重要板块，一直致力于为商家提供高效的软件运营服务。骑行和充电宝业务则围绕用户出行需求，为用户提供便捷的出行解决方案。三者的合并，有助于实现资源共享，降低运营成本，进一步提升美团在出行领域的竞争力。
- (3) **食杂零售板块成立，助力美团拓展潜力市场。**快驴、小象、优选等业务合并成为“食杂零售”，由郭万怀负责，标志着美团在食杂零售市场的布局进一步完善。

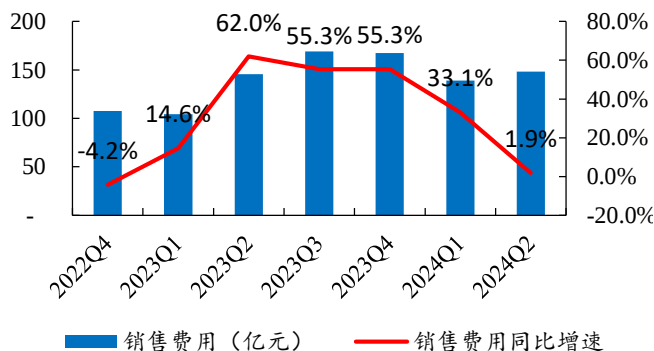
图37：2024年2月美团整合到店、到家事业群，统一向王莆中汇报



资料来源：开源证券研究所

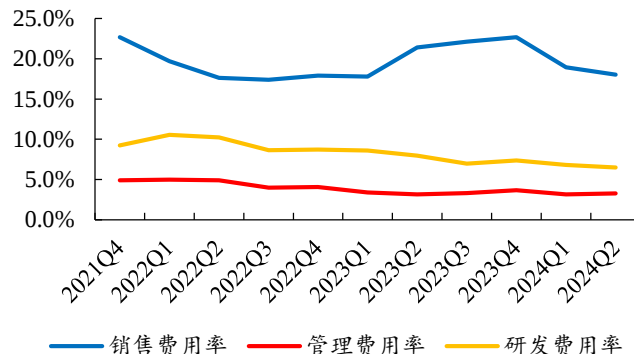
协同效应下美团费用端增速大幅放缓，利润率持续优化。2024Q2 美团销售费用同比仅增长 1.9%，大幅慢于收入增速的 19.3%，净利润同比增长 142.1%，利润率大幅提升。行业竞争趋缓、补贴减少，使得销售费用率大幅减少，2024Q2 美团销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 18%、3.3%、6.5%，同比-3.4pct、0.1pct、-1.5pct。

图38：2024Q2 美团销售费用同比仅增长 1.9%，大幅慢于收入增速



数据来源：、开源证券研究所

图39：美团三费率持续减少



数据来源：、开源证券研究所

3.1.3、会员体系：对比阿里、亚马逊看“神会员”增量空间，运营优化成本进一步节省

（一）收入端：美团“神会员”打通高频到家和低频到店，从阿里 88VIP 和亚马逊 Prime 看多业务生态会员体系的增量空间

到家、到店会员打通、体系整合，2024 年 7 月美团“神会员”迎全面升级。2024 年 2 月美团内部到家和到店事业部合并，统一向 CEO 王莆中汇报，7 月推出内部 S 级项目，全新升级的“神会员”，合并平台内原有的“会员”和“神券”两大营销体系，首次覆盖外卖服务、美食团购、酒店住宿、休闲玩乐、变美健康、家庭服务等吃喝玩乐多个品类，以券包的形式将高频的外卖用户向低频的到店酒旅业务引流。数据显示，截至 7 月 4 日，参与美团“神会员”的商家数达到 500 万家。

立足现有多模块生态，发展平台全业务会员，提升用户价值。我们认为，对照阿里 88VIP 和亚马逊 Prime 的发展历程，后续这一会员体系还有望逐步覆盖美团旗下各个子业务，如美团充电宝、共享单车、销项超市等，协调集团内资源最大程度锁住存量客户、挖掘客户价值。

图40：2024年7月美团全面升级“神会员”，打通到家和到店业务



资料来源：美团官方网站

● 阿里 88VIP：存量用户中挖掘高价值增量，建立全站式生态垒高护城河

阿里持续耕耘会员建设，88VIP 卡打通吃、玩、听、看、买全生态体系。阿里在过去十几年的发展历程中，持续探索会员体系的建设。淘宝 2010 年推出 V 会员，天猫 2013 年推出 T 系列会员，2017 年淘宝和天猫会员合并统称为“88 会员”。2018 年 8 月 8 日，阿里巴巴正式推出 88VIP 卡，基于阿里独有的生态，涵盖吃、玩、听、看、买等多项权益，为用户提供高价值的多维服务。

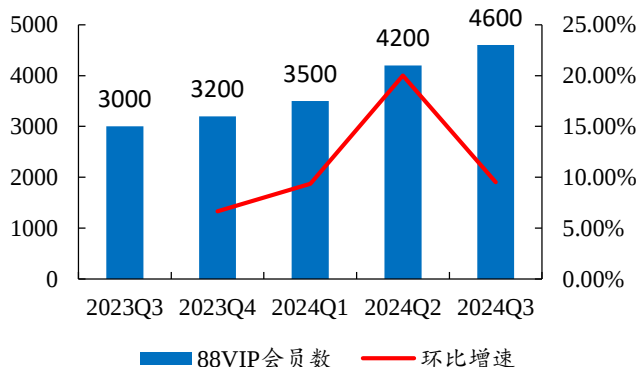
表1：阿里 88VIP 会员权益涵盖旗下如优酷、饿了么、高德等本地生活服务

88VIP 权益（收费 88 元/年或 8.8 元/月）		
权益	年卡用户	普通用户
芒果 TV/优酷视频年卡会员 2 选 1（价值 248+）	√	×
网易云音乐黑胶年卡（价值 216 元）	√	×
饿了么 1 年超级吃货卡（全年 240 元红包）	√	×
天猫超市 95 折（覆盖生活日用品）	√	×
天猫国际 95 折（覆盖进口好货）	√	×
阿里健康 95 折（覆盖居家用品）	√	×
488+天猫大牌 95 折	√	×
100+淘宝热店 95 折	√	×
飞猪省钱卡	√	×
夸克网盘年度会员	√	×
高德打车会员	√	×
万豪金卡、积分兑换 95 折、红包膨胀、专属客服、专享立减等	√	×

资料来源：36 氪、开源证券研究所

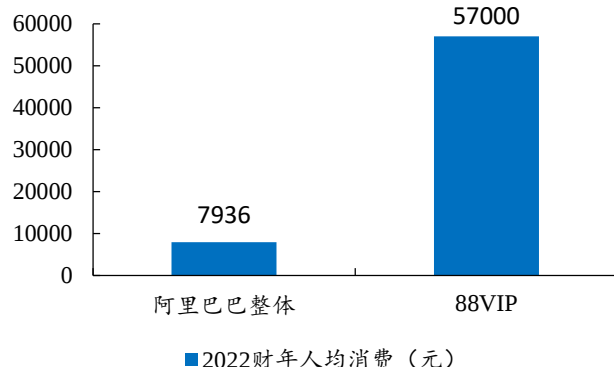
高 ARPU 值会员人数快速增长，2024 年双十一 88VIP 贡献超一半成交额。阿里 88VIP 人数快速增长，截至 2024Q3，88VIP 人数已上升至 4600 万，同比增长 53.3%，环比增长 9.5%，是目前国内最大规模的电商付费会员体系。2024 年年初，淘天加大对 88VIP 的资金投入，同时降低准入门槛，如增加 8.8 元 88VIP 月卡等，激励非会员用户转化。根据淘宝官方数据，2024 届双十一 88VIP 贡献超过一半的成交额。根据阿里巴巴 2022 财年数据，88VIP 的人均消费金额约为 5.7 万元，约为阿里巴巴整体用户平均金额的 7.2 倍。

图41：截至 2024Q3 阿里 88VIP 会员人数到 4600 万，环比增长 9.5%，同比增长 53.3%



数据来源：阿里巴巴公司公告、电商报等、开源证券研究所

图42：2022 财年 88VIP 的人均消费金额约为 5.7 万元，约为阿里巴巴整体用户平均金额的 7.2 倍



数据来源：阿里巴巴公司公告、网经社等、开源证券研究所

● 亚马逊 Prime：发展二十载会员占比已超 70%，为流媒体等新业务引流

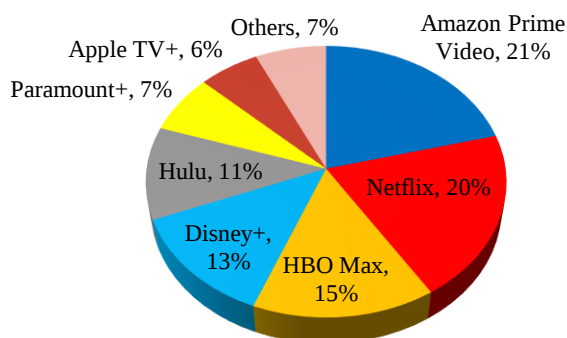
深耕会员体系近二十载，从最初的免配送费到多项权益并举。2005 年，亚马逊上新 Prime 会员制度，发展之初只强调“两日达”的免费物流权益，收取 79 美元/年的会员费。2011 年亚马逊整体业务增长陷入瓶颈，开始转向大力发展 Prime，在存量用户中做价值增量。2011 年 Prime 会员上线免费 Kindle 电子书下载，2014 年增加 Prime Music、Prime Photo 等会员权益，逐步打通集团内流量，为新业务导入用户资源。2023 年第二季度，Amazon Prime Video 在美国市场的份额已达到 21%，超过 Netflix 成为第一大玩家。

表2：亚马逊 Prime 会员除享受免费配送外，还提供流媒体、电子书等生态内会员

Prime 会员权益（收费 140 美元/年或 15 美元/月）	
权益	具体内容
邮寄服务	部分地区 2 小时送达或当日达；免费配送二日达
流媒体服务	prime music；prime video；收费电视台观看
购物优惠	提前进入限时快闪折扣会场；享受会员专属活动价格；参与 prime day
阅读服务	kindle 电子书免费下载
存储服务	prime photos（无限存储照片）

资料来源：36 氪、开源证券研究所

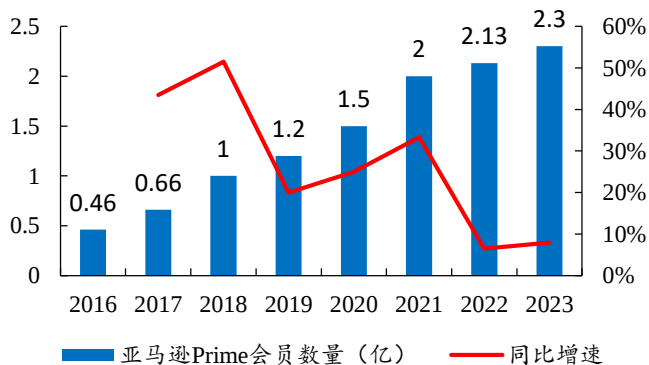
图43：2023Q2 Amazon Prime Video 在美国 SVOD 市场份额达到 21%



数据来源：yaguara.co、开源证券研究所

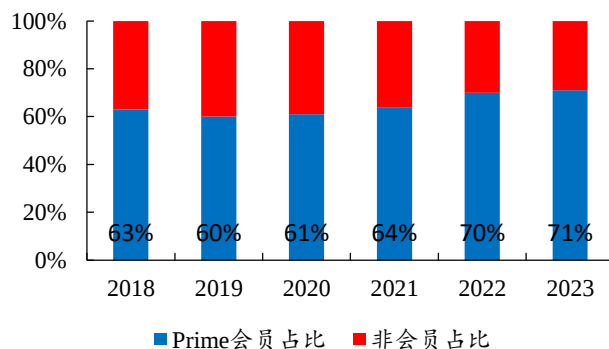
亚马逊美国 Prime 会员占比已达 71%，会员年均消费约为非会员的约两倍。伴随会员权益的全生态提升，亚马逊全球 Prime 会员数量快速增长。根据 yaguara.co 数据，Prime 会员数量已从 2016 年的 4600 万增长至 2023 年的 2.3 亿，CAGR 为 26%，美国市场 Prime 会员渗透率已从 2018 年的 63% 提升至 71%。CIRP 数据显示，截至 2019 年 3 月亚马逊 Prime 会员的年均消费金额为 1400 美金，而非会员仅为 600 美金。

图44：截至 2023 年亚马逊全球 Prime 会员数量已达到 2.3 亿



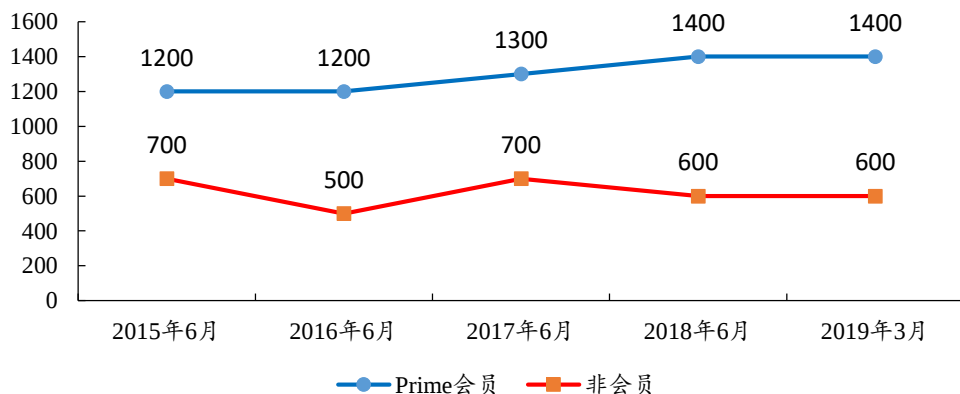
数据来源：yaguara.co、开源证券研究所

图45：美国市场亚马逊体系内的 Prime 会员占比已提升至 71%



数据来源：yaguara.co、开源证券研究所

图46：亚马逊 Prime 会员的年均消费金额约为非会员的两倍



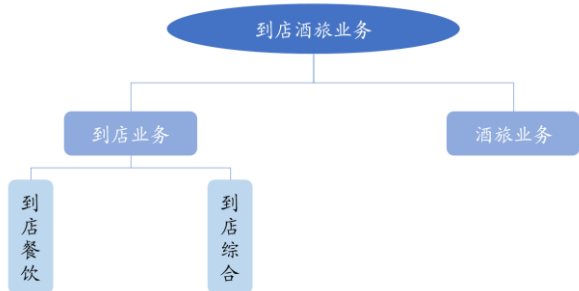
数据来源：Consumer Intelligence Research Partners (CIRP)、开源证券研究所

3.2、到店综增量：超级平台重塑线下传统服务，紧抓新兴服务高增机遇多点开花

3.2.1、到店综行业规模超十五万亿，低线上渗透率带来平台化大机遇

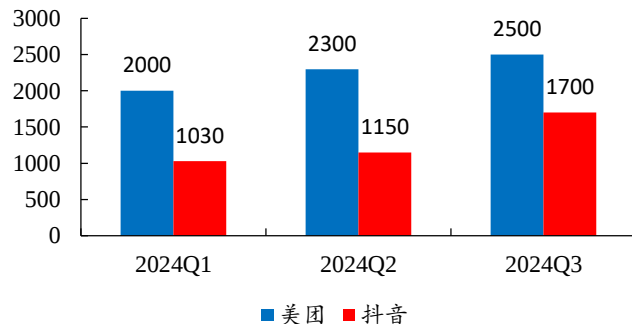
到店综业务是到店酒旅板块的重要组成部分。到店酒旅板块可划分为到店业务和酒旅业务，到店业务分为到餐（餐饮）和到综（除餐饮外的其他综合类服务消费）。根据 BCC 商霖华通，2024 年前三季度，美团和抖音到店酒旅板块的销售额（GTV）分别为 6800 和 3880 亿元，合计已达到 1.07 万亿元。

图47：到店酒旅板块业务划分



资料来源：开源证券研究所

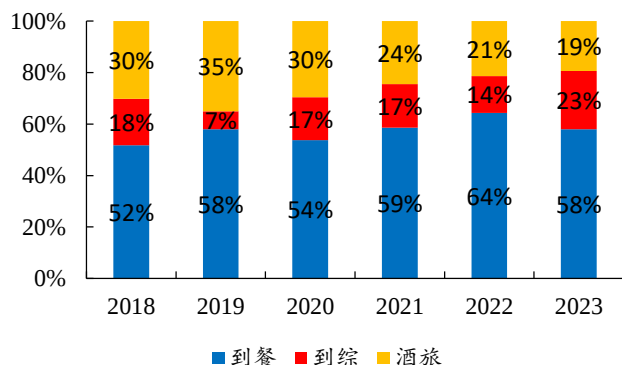
图48：美团和抖音 2024 年前三季度 GTV（单位：亿元）



数据来源：BCC 商霖华通公众号、开源证券研究所测算

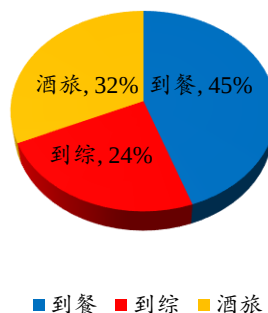
到店综业务增速较快，交易额占比持续提升。疫情前美团到店酒旅业务中，到餐、到综、酒旅的 GTV 占比约为 5:2:3，疫情后到店综业务增速快于整体，叠加抖音竞争下，美团到店综业务由原来的以收入为目标导向转为以 GTV 为目标导向，2023 年美团到店综业务 GTV 占比提升至 23%。根据 BCC 商霖华通，抖音到店酒旅板块到餐、到综、酒旅的占比分别为 45%、24%、32%。

图49：交易额端，美团 2023 年到综业务占整体到店酒旅业务的比重为 23%



数据来源：晚点 post、电商报、开源证券研究所测算

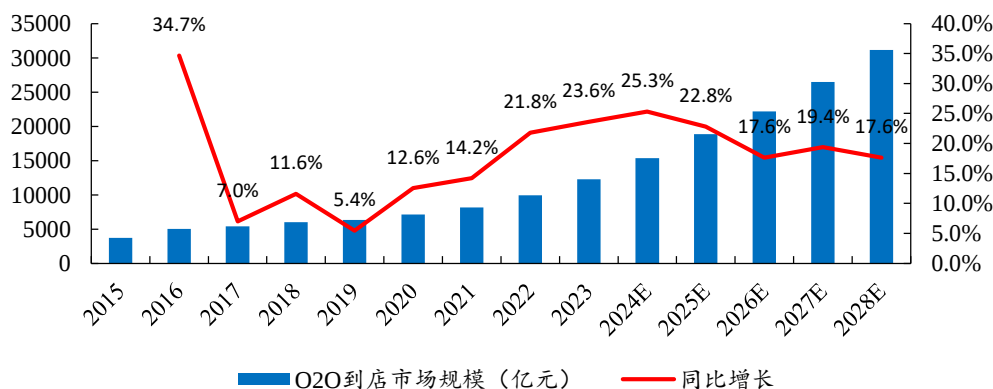
图50：抖音到店综业务 GTV 占整体本地生活服务板块的比重为 24%



数据来源：BCC 商霖华通公众号、开源证券研究所

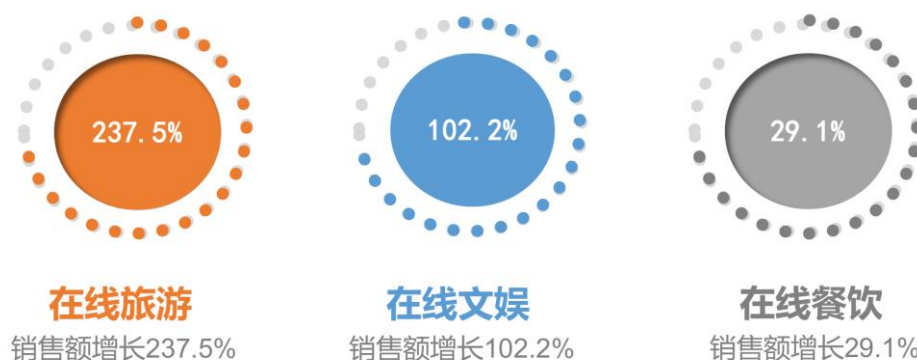
根据测算，2023 年我国线上交付的到综业务市场规模仅为 3690 亿元。根据艾媒咨询，2023 年国内 O2O 到店业务（包含到餐、到综）的市场规模约为 1.23 万亿元，预计 2028 年将突破 3 万亿元，5 年 CAGR 为 20.5%。结合美团、抖音数据，到店业务中到餐、到综的销售占比约为 7:3，经测算 2023 年我国 O2O 到综业务市场规模仅为 3690 亿元。根据商务部《2023 年中国网络零售市场发展报告》，2023 年重点监测的在线文娱平台销售额同比增长 102.2%，远快于在线餐饮的 29.1%。

图51：预计 2028 年 O2O 到店业务市场规模将突破 3 万亿元，5 年 CAGR 为 20.5%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

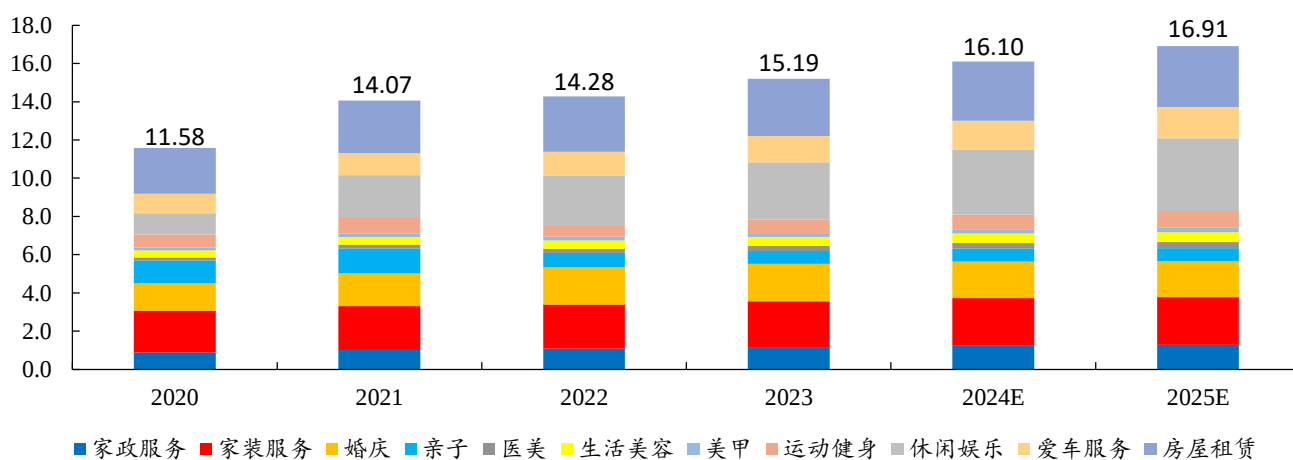
图52：2023 年我国在线文娱销售额同比增长 102.2%，远快于在线餐饮的 29.1%



资料来源：商务部《2023 年中国网络零售市场发展报告》

我们测算 2023 年适合线上化的到综行业市场规模约为 15.2 万亿元，线上化率仅为 2.1%。增速来看，预计 2024、2025 年到综行业整体将分别同比增长 6%、5%，2025 年行业规模有望达到 16.9 万亿元。分行业来看，包括医美、生活美容、运动健身、休闲娱乐等在内的新兴服务行业增速快于整体，家政、家装、租房等传统服务行业有望借助平台流量“重做一遍”，线上化率有较大提升空间。

图53：根据测算，我们预计到 2025 年适合线上化的到综行业规模合计约为 16.91 万亿元，3 年 CAGR 为 6%



数据来源：艾瑞咨询、中商情报网、智研咨询、久谦、开源证券研究所测算

表3：家政服务、爱车服务等市场规模超万亿元，运动健身、休闲娱乐等增速较快

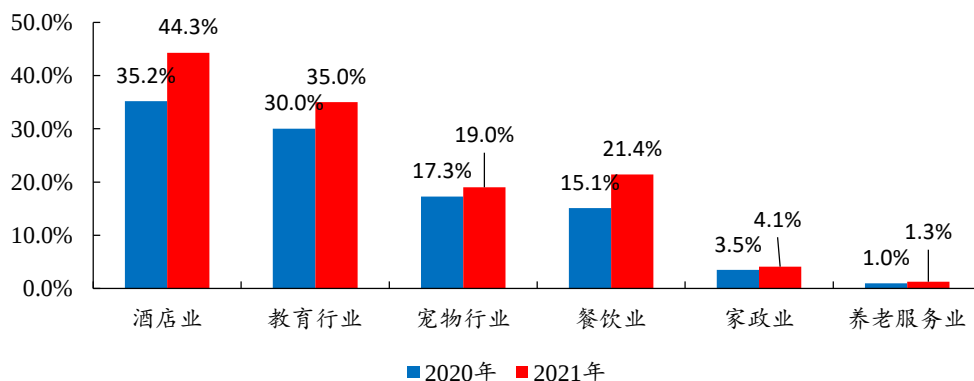
单位: 万亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
家政服务	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
YOY		16%	7%	7%	5%	5%
家装服务	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5
YOY		5%	0%	4%	4%	0%
婚庆	1.4	1.7	2.0	2.0	1.9	1.9
YOY		20%	15%	0%	-2%	-2%
亲子	1.2	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7

单位: 万亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
YOY		10%	-43%	-9%	0%	0%
医美	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
YOY		22%	20%	18%	8%	8%
生活美容	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
YOY		9%	8%	7%	6%	8%
美甲	0.15	0.19	0.19	0.21	0.22	0.24
YOY		25%	2%	9%	8%	8%
运动健身	0.7	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
YOY		22%	-29%	14%	13%	12%
休闲娱乐	1.1	2.2	2.6	3	3.4	3.8
YOY		100%	18%	15%	13%	12%
爱车服务	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
YOY		11%	9%	11%	10%	8%
房屋租赁	2.4	2.8	2.9	3	3.1	3.2
YOY		16%	5%	3%	3%	3%
合计	11.58	14.07	14.28	15.19	16.10	16.91
YOY		21%	2%	6%	6%	5%

数据来源：艾瑞咨询、艾媒咨询、中商情报网、智研咨询、久谦、开源证券研究所

对比线上化发展较早的餐饮、酒店行业，到综行业平台化空间广阔。根据阿里本地生活新服务研究中心,2021 年酒店业、餐饮业的线上化率分别为 44.3%和 21.4%，而家政、养老服务业的线上化率仅为 4.1%和 1.3%。对比酒店、餐饮行业的连锁化率、集中度，休闲娱乐、家政、汽车后市场等行业都处于高度分散的状态，零散的中小商家更需要超级平台的流量入口和运维赋能。

图54：对比酒店、餐饮行业，家政、养老等业态的线上化率有较大提升空间



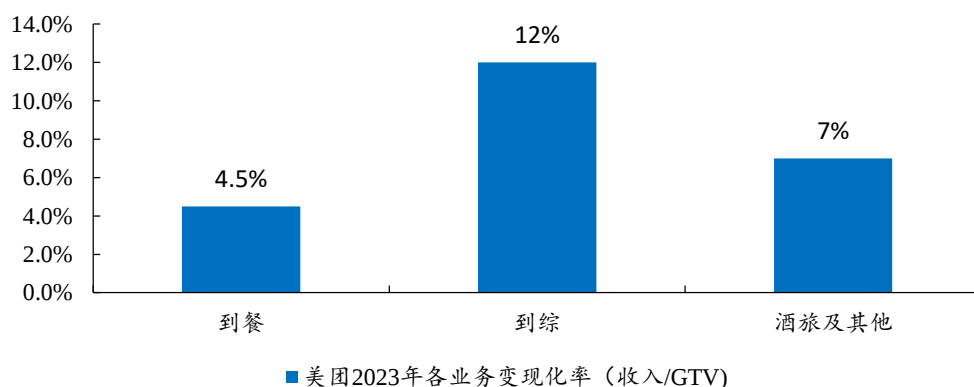
数据来源：阿里本地生活新服务研究中心、开源证券研究所

3.2.2、新兴服务业态涌现平台率先获益，传统服务 O2O 模式“重做一遍”

相较于酒店、餐饮等线上化率相对成熟的业态，其他综合服务品类仍处于线上化初期，且因其更高客单价、低频次的消费特征，我们认为其线上渗透率将始终低于餐饮（20%+）、酒店（45%+）。但例如医美、休闲娱乐等其他综合品类更依赖美团、抖音平台引流，愿意支付更高的佣金率，我们认为主要有三点原因：

- (1) **竞争格局分散、连锁化率低：**大而分散的行业难以形成规模化的品牌效应，无法输出集中化的品牌曝光，过往主要依赖线下广告牌、传单、口碑等传播媒介，线下流量向线上转移后，更加需要超级平台带来的流量入口。
- (2) **周边生意，辐射半径小：**不同于实物零售可以通过快递物流交付，服务消费主要辐射周围半径三公里的人群，抖音、美团等本地生活服务平台可利用定位精准推送到附近消费者，而非广撒网，提升流量转化效率。
- (3) **单客户可销售空间大：**餐饮、酒店业态用户需求明确，如点菜数量、住店天数，单人消费金额的提升空间有限。但例如医美、健身房、按摩等业态，通过美团引流后，可将客户转化为黏性客户，持续付费。同时通过次卡、产品组合等方式增加复购，单客户可销售空间大。因此到综业态商家愿意向平台支付较多的佣金和销售费用。

图55：美团到综业务变现化率远高于到餐和酒旅



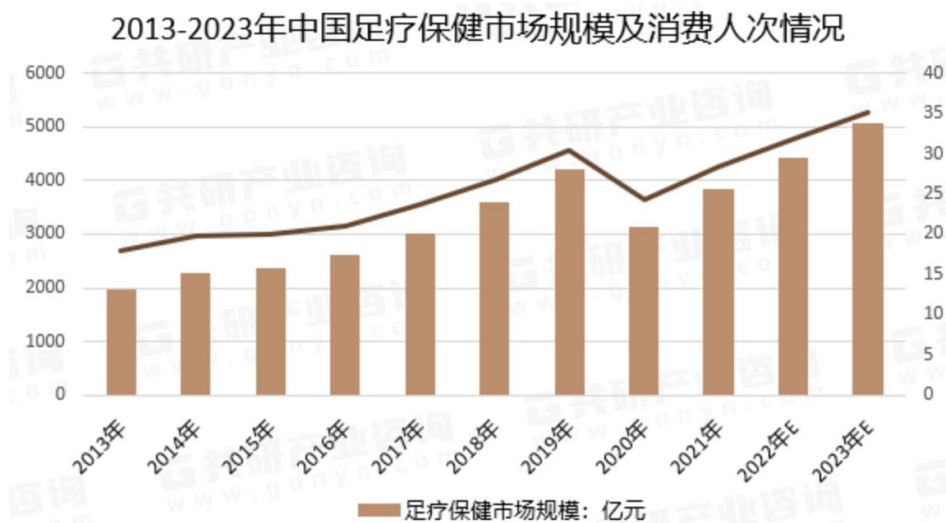
数据来源：美团公司公告、开源证券研究所

新兴服务业如足疗保健、运动健康、宠物服务符合年轻人生活方式，呈现快速增长态势，且新商家更需要通过团购、曝光等方式吸引流量，线上平台作为“卖铲人”率先受益。传统服务业如家政服务、汽车后市场服务等原本以线下自然流量和私域运营为主，现线上平台为其提供虚拟网店，颠覆传统线下销售模式，改由 O2O 模式交付，大幅提升效率。

(一) 新兴服务：足疗保健

2023 年中国足疗保健市场规模超 5000 亿元，行业从灰色阶层享乐走向绿色年轻休闲。随着高强度、快节奏的工作生活成为现代年轻人的常态，亚健康问题显现，保健、养生等意识崛起。足疗品牌定位已改成“足疗+健康养生”，除足疗外还提供免费的电影、小食餐饮，成为一种生活方式，消费人群扩展到精英白领。根据共研网，2023 年中国足疗保健市场规模达到 5065.9 亿元，消费人次达到 35.18 亿人次。2023 年中国足疗保健行业从业人数增长至约 867.3 万人。

图56：2023 年中国足疗保健市场规模约为 5065.9 亿元，消费人次约 35.18 亿人次



资料来源：共研网

按摩足疗线上预定快速增长、年轻化趋势明显，美团便捷消费者、同时为商家提供线上流量和数字化赋能。美团数据显示，美团上足疗按摩的主要群体为 20-35 岁的年轻消费者，占比达到 73%。2024 年“十一”假期，美团全国生活服务到店消费规模同比增长 41.2%，洗浴中心搜索量同比增长 230%，足疗按摩相关的消费评论和笔记同比增长 88.5%。通过美团平台，消费者可以便捷地在线查看商家可提供服务的时间以及服务能力，实现随定随消费。商家亦能获取线上流量，同时实现线上预订、排钟、会员维护等数字一体化。

表4：截至 2024Q3 大众点评收录的按摩洗浴门店数量为 47.4 万家，同比增长 54%

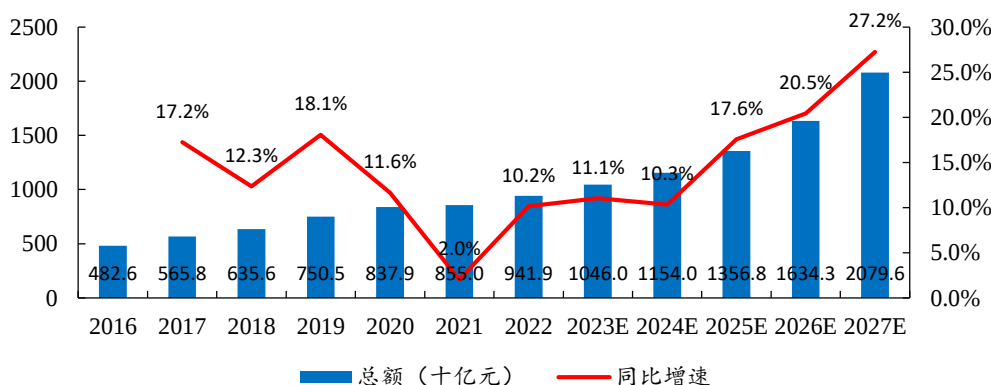
单位：千家	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3 门店数 同比增加，%	人均消费（元）
按摩洗浴	306	342	372	414	474	54	163
室内休闲	167	175	196	220	230	39	82
酒吧 K 歌	163	160	174	178	195	19	86
其他休闲娱乐	88	84	108	113	142	58	117
文化艺术	73	75	81	90	107	45	65
网吧游乐	39	39	44	48	50	31	60
电影演出赛事	35	33	34	34	38	7.8	117
桌游团建	31	24	24	25	24	-22	121

数据来源：久谦、开源证券研究所

（二）新兴服务：运动健身

2024 年中国运动健身规模超 11500 亿元，从单一人群到大众健身。根据灼识咨询报告，预计 2024 年中国运动健身规模将达到 11540 亿元，同比增长 10.3%。《2023 年中国健身行业数据报告》显示，截至 2023 年年底，全国线下付费健身会员 6975 万人。根据久谦平台数据，截至 2024Q3 大众点评收录的全国运动健身门店数量为 43.2 万家，同比增长 62%。其中球类运动、运动场馆门店数增幅较快，同比增长 98% 和 62%。

图57：预计 2024 年运动健身行业规模将达到 11540 亿元，同比增长 10.3%



数据来源：《Keep 招股说明书》、开源证券研究所

表5：截至 2024Q3 大众点评收录的运动健身门店数量为 43.2 万家，同比增长 62%

单位：千家	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3 门店数 同比增加，%	人均消费（元）
球类运动	85	106	128	151	199	98	51
舞蹈瑜伽	64	62	64	69	76	12	588
健身中心	59	49	51	54	61	-2.9	2540
其他运动	24	24	25	28	34	27	188
运动场馆	15	17	20	23	32	62	303
武术格斗	20	21	22	24	30	24	718

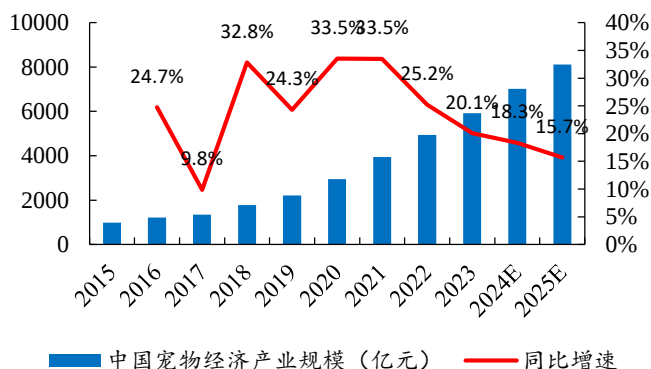
数据来源：久谦、开源证券研究所

奥运赛事点燃各类小众运动和体育场馆消费热潮，美团运动球类运动团购订单高增。美团数据显示，2024 年 7 月，体育运动的搜索量环比 6 月同期增长 180%，男性消费者占比达 66%，20 岁~35 岁的消费者是主力。其中，“羽毛球”订单量同比增长 90%，上海地区羽毛球的订单增速可达 135%。受“郑钦文父亲投入 2000 万，助力女儿网球梦想”的相关热搜与运动健儿的夺冠热潮驱动，网球体验课、网球培训季度课包热销，网球运动相关团购订单量同比增长 172%。

(三) 新兴服务：宠物服务

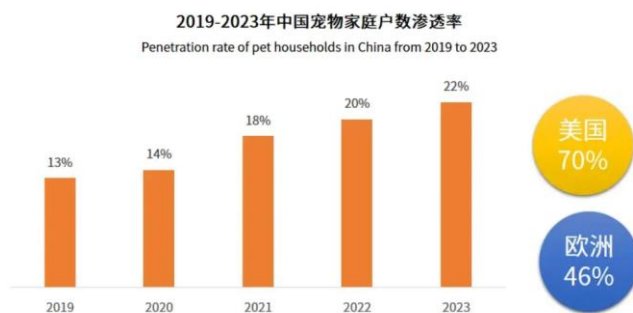
2023 年中国宠物市场规模约为 5928 亿元，少子化、低结婚率背景下宠物渗透率有望持续提升。中国的宠物市场主要包括宠物食品、用品、宠物护理服务和活体动物购买。根据艾瑞咨询数据，中国宠物市场规模由 2015 年的 978 亿元增长至 2023 年的 5928 亿元，复合年增长率为 18.8%。预计到 2025 年将进一步增长至 8114 亿元人民币，与 2023 年起的复合年增长率为 15.1%。中国宠物家庭渗透率由 2019 年的 13% 增长至 2023 年的 22%，对比美国的 70% 和欧洲的 46% 仍有较大提升空间。

图58：预计 2025 年中国宠物经济产业规模有望达到 8114 亿元，同比增长 15.7%



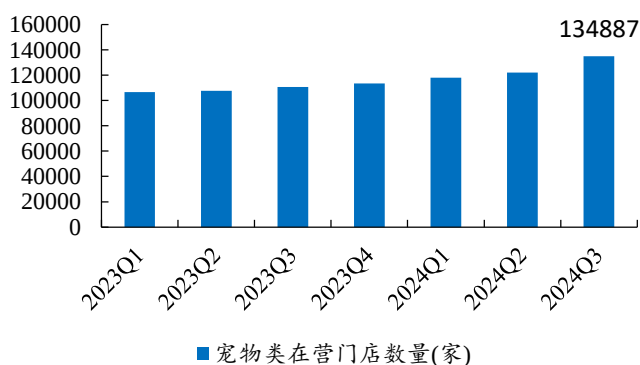
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图59：2023 年中国宠物家庭渗透率为 22%，美国为 70%



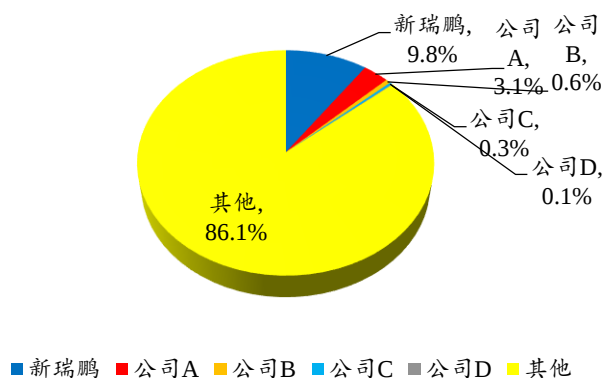
资料来源：艾瑞咨询

图60：截至 2024Q3，全国共有 13.5 万家宠物类在营门店



数据来源：久谦、开源证券研究所

图61：2021 年宠物护理市场前五大公司的合计市场份额为 13.9%



数据来源：新瑞鹏招股说明书、开源证券研究所

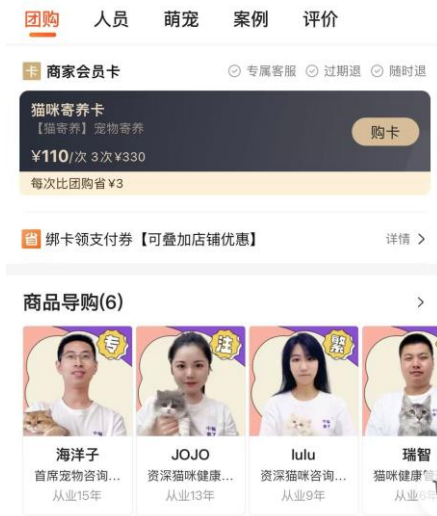
乘宠物经济之风，平台宠物相关商家数量及团购订单量快速增长。2023 年 1-8 月，美团平台上新增的各类宠物门店数超 2.5 万家，全国宠物门店的团购服务订单量同比增长超 6 成。美团数据显示，95 后宠物主的占比最高，比例可达 37%。通过美团、大众点评等线上平台选择宠物店并完成线下服务体验，已成为年轻宠物主一站式养宠的便捷选择。2023 年 1-8 月“宠物洗澡美容”关键词的搜索量同比增长 180%， “24 小时宠物医生”需求高涨，搜索量同比增长 150%。

图62：美团提供宠物医疗类服务



资料来源：美团 App

图63：美团提供猫咪寄养类服务

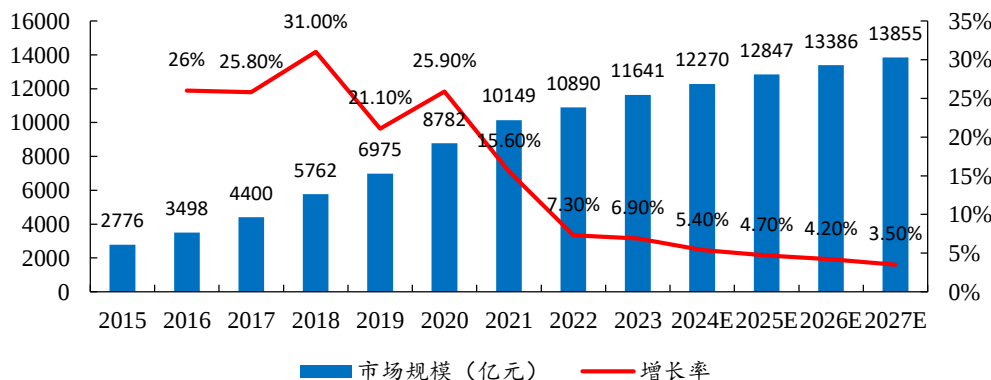


资料来源：美团 App

（三）传统服务：家政服务

家政服务市场规模持续扩大，育儿和养老等需求推动行业创新与升级。艾媒咨询数据显示，2023 年中国家政服务市场规模为 11641 亿元，中国家政服务市场规模将保持平稳的增长态势。在政策推动行业规范化发展、市场对育儿和养老服务需求明显增加等因素的共同推动下，预计到 2026 年中国家政服务市场规模有望突破 13000 亿元。从消费场景来看，对家庭保洁、家居服务（收纳、搬家、家电安装等）及日常劳务的需求最为强烈，占比分别为 43.1%、33.6%、31.9%。

图64：2023 年我国家政服务规模为 1.16 万亿元，同比增长 6.9%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

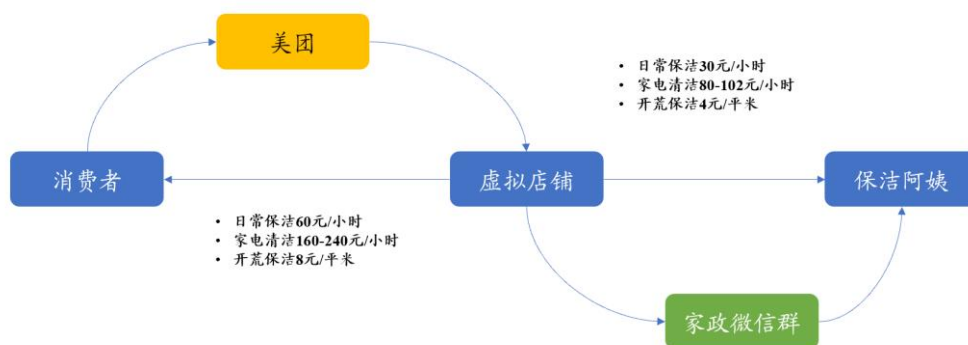
表6：国家近期发布多项政策鼓励家政服务业发展

发布时间	发布单位	具体政策	政策内容
2024 年 4 月	商务部、国家发展改革委等部门	《促进家政服务业提质扩容 2024 年工作要点》	聚焦家政服务“提质”，开展家政产教融合专项行动和从业人员职业化水平提升行动，重点推进“十项行动”，扩大优质家政服务供给。
2023 年 7 月	商务部、国家发展改革委等部门	《2023 年家政兴农行动方案》	鼓励运作规范、信誉良好的家政企业、家政培训机构开展校园招聘，为年轻人才提供更多就业选择。巩固拓展家政扶贫成果，更好发挥家政服务业促消费、惠民生、稳就业作用
2023 年 5 月	商务部、国家发展改革委等部门	《促进家政服务业提质扩容 2023 年工作要点》	要求提高从业人员职业素养及保障水平，强化政府监管和行业自律，搭建供需对接平台，积极推动家政进社区，促进家政服务更好提质扩容。
2023 年 2 月	市场监管总局（标准委）、民政部、商务部	《养老和家政服务标准专项行动方案》	全面落实党中央国务院关于养老和家政服务行业发展的决策部署，对近 3 年养老和家政服务标准化工作提出明确要求。
2022 年 12 月	商务部、国家发展改革委等部门	《关于推动家政进社区指导意见》	到 2023 年底，促进家政服务提质扩容“领跑者”行动重点推进城市的社区家政网点服务能力覆盖率达到 90%以后，全国家政服务网点服务能力进一步提升。

资料来源：艾媒咨询、开源证券研究所

O2O 模式重塑家政服务业，虚拟网店链接众包家政与消费者。随着互联网的快速发展，家政行业逐渐由传统的线下门店向线上业务模式发展，尤其是最近两年由于疫情影响，家政服务线上业务加速发展。美团则是家政公司拓展线上业务、推广获客的重要平台之一。疫情催生美团云家政的发展，创业者通过虚拟网店做纯线上运营，线上接单，再通过家政微信群派单，打破传统线下门店运营模式。根据蚂蚁家政统计，家政行业利润率在 40-50%，虚拟家政店铺单日利润在 500 元以上，跑通后可在全国范围内快速扩张。

图65：虚拟店铺通过线上运营，差价利润率在 40-50%



资料来源：蚂蚁家政公众号、开源证券研究所

表7：线上云家政公司对比传统家政，投资更轻、预计收益弹性更大

加盟类别	蚂蚁家政(云家政)	传统家政	连锁超市	奶茶店
加盟费	12800	5-10W	10-20W	10-15W
装修投入	0	20000	40000	20000
场地租金(月)	0	5000	8000	5000
设备物料	0	20000	80000	30000

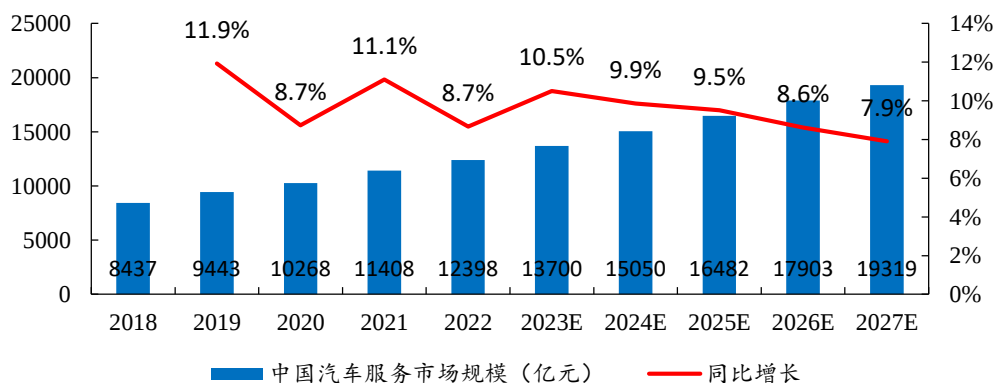
加盟类别	蚂蚁家政(云家政)	传统家政	连锁超市	奶茶店
人员招聘(月)	0	3-8K	3-4K	1-2K
平台费用(年)	1800-6800	5800	5800	5800
广告投入(月)	1000	3000	8000	3000
其他杂费	0	10000	10000	5000
流动资金	3000	20000	50000	20000
投入总计	不到 2W 左右	13W 以上	30W 以上	20W 以上
单店预计收益(年)	10-50W	10-20W	20-40W	15-25W
回报周期	2-5 个月	8-15 个月	12-18 个月	12-18 个月
风险点		前期投入大， 回本周局长， 管理成本高， 对家政新手不友好	前期投入大， 回本后期长，管理 成本高，线下流量 受电商冲击	前期投入大， 回本周局长， 管理成本高 竞争巨大

数据来源：蚂蚁家政公众号、开源证券研究所

(四) 传统服务：汽车服务

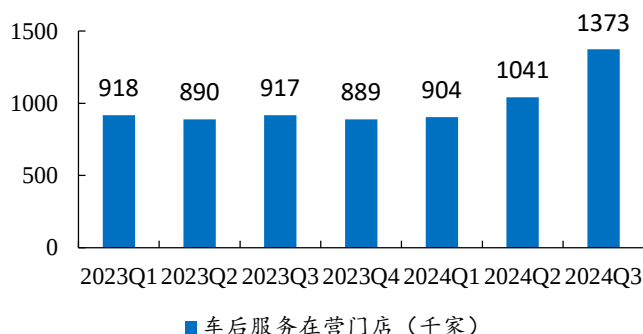
汽车服务作为本地生活服务的重要板块，规模大且极为分散、产品非标，多家互联网大厂深入布局。2023 年中国按 GMV 计的汽车服务市场规模为 1.37 万亿元，同比增长 10.5%，预计 2027 年市场规模将增长到 1.93 万亿元，2023-2027 年的年均复合增速为 9.0%。2016 年阿里上线车码头项目，后与金固、康众汽配合作成立新康众，推出天猫养车。腾讯则是通过投资途虎养车，在汽车后市场占据一席之地。2017 年开始，京东、国美、苏宁、滴滴等企业都利用不同的方式进军汽车后市场，先后推出包括京东养车、国美车服云、苏宁车管家、小桔车服等项目。

图66：2023 年中国汽车服务市场规模(按 GMV 计)约为 1.37 万亿元，同比增长 10.5%



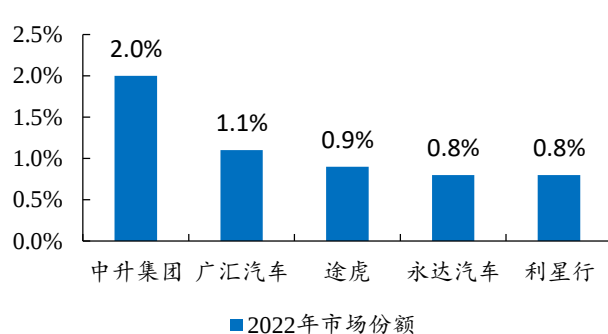
数据来源：途虎招股说明书、开源证券研究所

图67：截至 2024Q3，全国共有 137.3 万家车后服务在营门店



数据来源：久谦、开源证券研究所

图68：车后服务市场前五大供应商的市场份额合计为 5.6%，高度分散



数据来源：途虎招股说明书、开源证券研究所

抖音、美团布局车后服务市场，本地生活平台为汽车服务市场营销提供新机遇。汽后服务是典型的三公里范围圈的业务场景，本地生活平台具备精准推送和拓宽引流渠道的优势。

(4) 美团平台上线“养车用车”专区，取消入驻费发力汽车后市场。2023年6月，美团取消汽服门店的入驻费用。美团此前对新入驻商家收取2000元/年的服务费，对已入驻的商家收取100/月的广告费。取消入驻费之前的5月份，上线的汽服门店只有1.3万家，放开之后，到6月中旬超过了7.6万家，7月初超过9万家。

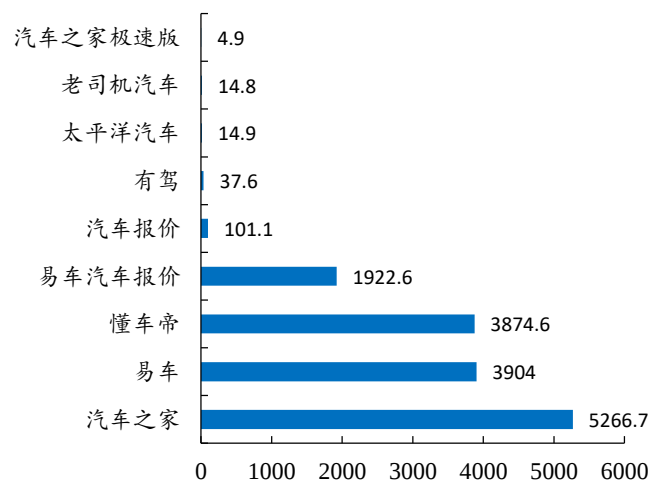
(5) 抖音以内容为导向精准推送，字节跳动孵化懂车帝发挥集团优势。抖音针对对汽车感兴趣的使用者，精准推荐汽配、养车、修车相关的视频。汽车服务属于低频且非标产品，汽车科普、用车相关的视频相比纯图片展示的团购引流效果更佳。2024年字节跳动分拆懂车帝由卖车转型养车业务，根据月狐数据，2023年懂车帝年均月活规模已达到3875万人次。

图69：美团上线“养车用车”专区



资料来源：美团 APP

图70：字节跳动旗下懂车帝月活规模已达到 3875 万

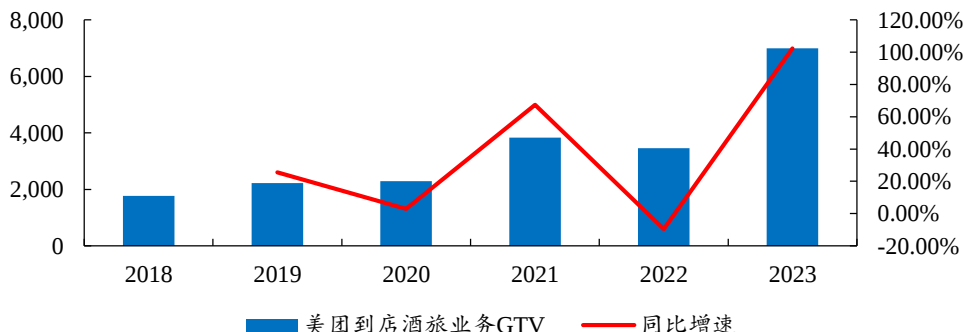


数据来源：月狐 iAPP、开源证券研究所

3.2.3、抖音、快手、小红书丰富本地生活服务玩法，探索下沉市场和丰富品类

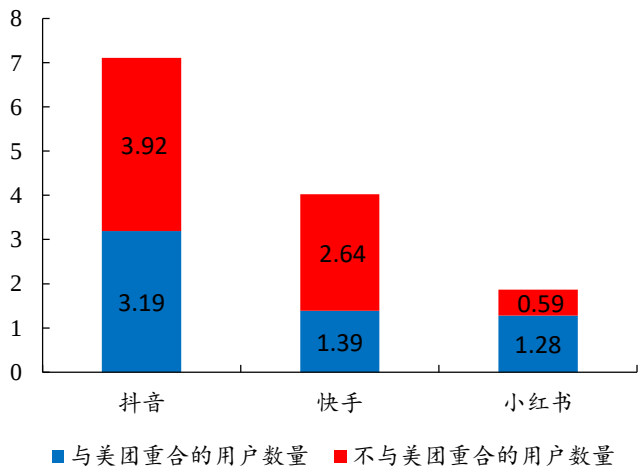
2022 年起抖音、快手、小红书相继入局本地生活服务，拓宽用户和商家边界，2023 年美团该板块交易额同比增长超 100%。2022 年起多家互联网大厂入局本地生活服务赛道，为行业带来大批增量用户。根据 QuestMobile 数据，2023 年 4 月抖音、快手、小红书与美团不重合的用户数量分别为 3.92、2.64、0.59 亿人，2024 年 6 月大众点评与抖音、小红书的重合用户数量仅为 7980 万和 5389 万，用户边界持续拓宽。同时，抖音、快手也利用其“短视频+直播+内容生态”的优势，吸纳大批各行各业的商家入驻，共同营造线上服务消费的友好生态和消费习惯。2023 年美团到店酒旅板块 GTV 突破 7000 亿元，同比增长超 100%。

图71：美团 2023 年到店酒旅业务板块交易额约 7000 亿元，同比增速超 100%



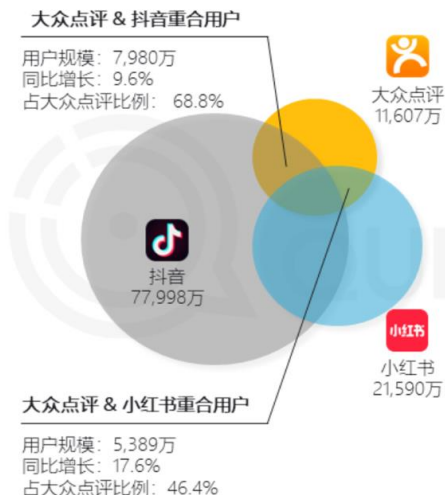
数据来源：美团公司公告、36 氪、开源证券研究所

图72：2023 年 4 月抖音、快手、小红书与美团不重合的用户数量分别为 3.92、2.64、0.59 亿人（单位：亿）



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图73：2024 年 6 月大众点评与抖音、小红书的重合用户数量仅为 7980 万和 5389 万

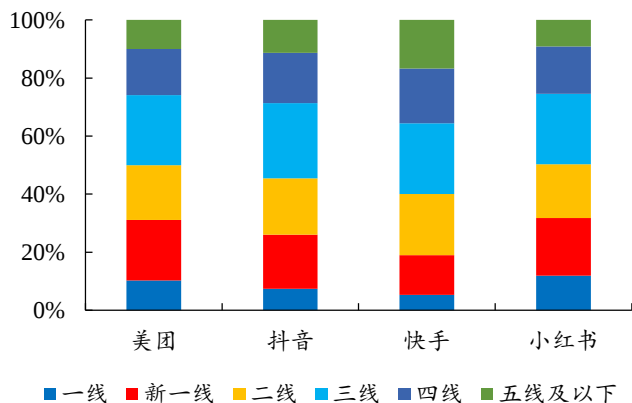


资料来源：QuestMobile

抖音、快手下沉市场优势显著，联手培育下沉市场用户习惯和商家生态。在用户分布层面，相比美团和小红书，抖音和快手的下沉市场流量优势更为显著。截至 2023 年 4 月，抖音、快手三线及以下城市用户占比分别为 54.7%和 60%，用户数量

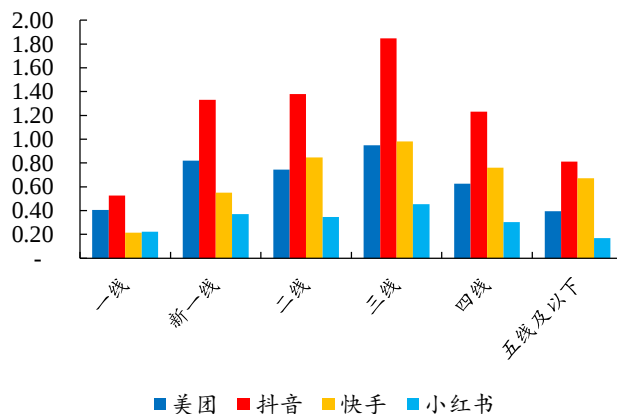
分别为 3.89 亿和 2.42 亿。针对下沉市场布局，抖音采取“区域服务商”模式，为低线城市商家提供短视频、内容策划等服务。快手推出“飞鸟计划”，为达人创作者提供流量和现金支持来激励其成长。

图74：2023 年 4 月各 APP 分地区用户占比，抖音、快手三线及以下城市用户占比分别为 54.7%和 60%



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图75：2023 年 4 月抖音、快手三线及以下用户数量分别为 3.89 亿和 2.42 亿（单位：亿）



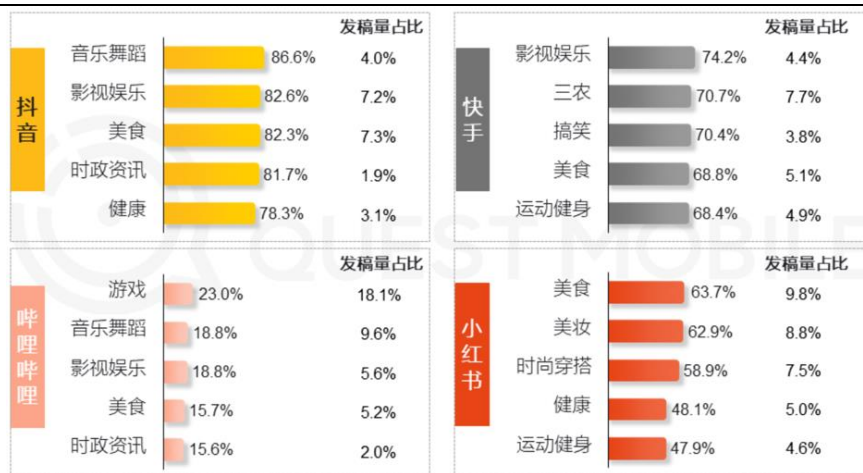
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

内容平台利用视频优势，拓展卖房租房、兴趣周边游等垂类赛道，丰富品类。由于传播载体和内容沉淀的不同，抖音、快手、小红书等新进入者与原有的美团、大众点评在优势品类上具备差异化。

(1) **房产相关**：据《2023 年抖音房产生态白皮书》统计，截至 2022 年末，抖音房产赛道相关企业蓝 V 号突破 41 万个，影响覆盖粉丝数量超过 1.6 亿人，中国销售 TOP200 的房地产开发商，已有 81.7%入驻抖音。抖音、快手等视频直播的形式大幅提升了消费者看房效率，成为房产获客的线上流量池。

(2) **兴趣游**：围炉煮茶、飞盘、露营等年轻人的潮流户外内容生态，以小红书为快速蹿火的主阵地。大热荒野数据显示，2022 年露营 70%的订单来自小红书。

图76：各 APP 发稿量前五的内容类型不同



注：发稿量占比=指定平台某内容类型发稿量/指定平台所有内容类型发稿量。

资料来源：QuestMobile

4、行业估值

国内公司对比国际巨头估值较低，新兴市场或全球化公司享受估值溢价。根据 Bloomberg 一致预期，综合服务商中，美国 2025/2026 年经调整 PE 估值为 16.4/12.9，低于印度市场的 ZOMATO 和东南亚市场的 Grab。Uber 积极发展美国以外的全球市场，2024 年三季报 Uber 美国及加拿大以外收入占比已达到 46%，全球化有利于估值提升。垂类对比来看，外卖行业增速相对较快，估值高于酒旅 OTA。平台巨头来看，国内互联网平台 2025/2026 年的平均经调整 PE 估值为 15.2/11.8，国际互联网平台 2025/2026 年的平均经调整 PE 估值为 27.0/23.2。中国服务业增速快于零售业，受益于消费者对于高质量生活品质的需求，服务消费仍处于发展红利期，同时多个万亿市场的服务业态线上化率较低，提升空间广阔。多家互联网大厂入局本地生活服务行业，做大市场蛋糕，共同培育消费者和商家升天，有序竞争下建议关注具备商业侧和用户策深厚壁垒的国内本地生活服务商，受益标的，美团-W、阿里巴巴。

表8：本地生活行业相关可比公司估值

代码	公司名称	12月17日	收入增速		经调整后利润增速		经调整 PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
综合服务商										
3690.HK	美团-W	159.60	19.3%	18.5%	28.1%	27.0%	20.9	16.4	12.9	买入
ZOMATO.NS	Zomato	284.72	42.5%	33.0%	131.9%	66.5%	255.6	110.2	66.2	未评级
GRAB.O	Grab	5.13	17.3%	15.5%	-273.3%	94.2%		98.7	50.8	未评级
UBER.N	Uber	60.25	16.1%	15.6%	89.9%	33.0%	45.9	24.1	18.2	未评级
外卖行业										
DASH.O	Doordash	179.50	17.5%	16.4%	7.4%	48.5%	53.4	49.7	33.5	未评级
0RTC.L	Delivery Hero	29.54	12.0%	11.3%	-124.0%	575.6%		122.0	18.1	未评级
9526.TD	Jahez	37.60	17.9%	11.8%	18.3%	28.7%	65.4	55.3	43.0	未评级
酒旅 OTA										
9961.HK	携程集团-S	562.00	15.1%	14.1%	7.7%	13.2%	21.3	19.8	17.5	未评级
0780.HK	同程旅行	19.32	16.8%	14.5%	20.3%	20.6%	16.6	13.8	11.4	未评级
BKNG.O	Booking	5,152.13	8.0%	8.6%	14.8%	18.2%	29.3	25.6	21.6	未评级
EXPE.O	Expedia	182.59	7.1%	6.8%	20.6%	16.8%	15.7	13.0	11.1	未评级
国内互联网平台										
0700.HK	腾讯控股	405.60	7.8%	7.2%	12.4%	9.0%	17.8	15.9	14.6	买入
9988.HK	阿里巴巴-W	84.35	8.1%	7.4%	12.5%	10.8%	9.5	8.2	7.3	买入
1024.HK	快手-W	45.00	15.8%	14.3%	25.3%	19.4%	11.4	9.2	7.6	买入
DIDIY.OO	滴滴出行-ADR	4.79	12.6%	9.5%	58.4%	53.5%	43.5	27.4	17.9	未评级
国际互联网平台										
AMZN.O	亚马逊	232.93	10.8%	10.9%	17.3%	18.6%	40.2	34.3	28.9	未评级
META.O	脸书	624.24	14.2%	13.1%	14.3%	15.4%	28.6	25.0	21.7	未评级

GOOGL.O	谷歌	196.66	10.0%	11.7%	13.4%	15.2%	24.7	21.8	18.9	未评级
平均							43.7	38.4	23.4	

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（美团-W、腾讯控股、阿里巴巴、快手-W 的盈利预测取自开源证券研究所，其余盈利预测均取自 Bloomberg 一致预期，收盘价货币为其所在交易所货币，港币兑人民币汇率为 0.915，美元兑人民币汇率为 7.1133）

5、风险提示

（一）宏观消费环境变化；

宏观经济持续趋弱或带来居民日常消费谨慎，餐饮、即时零售等业务与消费行为强挂钩，或导致本地生活行业增长低于预期。

（二）服务业线上化率提升不及预期；

家政、养老、汽车后市场等行业线上化率低，但行业以中小商家为主，大而分散，线上化率提升或不急预期。

（三）行业竞争加剧等。

抖音、快手、小红书、滴滴、高德地图等入局本地生活行业，或对行业现有龙头平台造成冲击。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn