

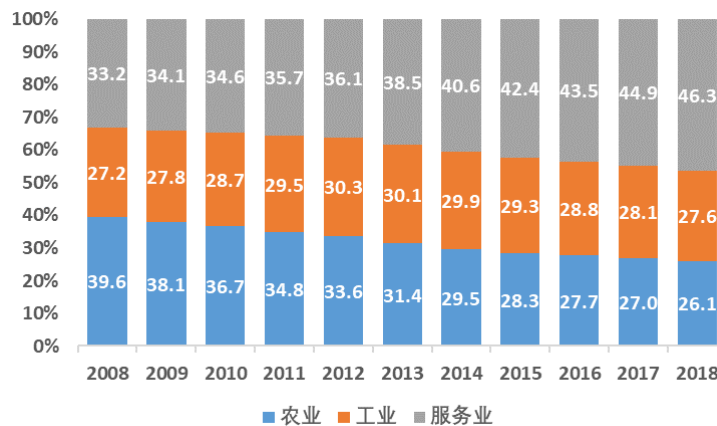
## 网络，网罗生活

你注意过自己的日常消费场景吗？比如支付、通勤、一日三餐、与朋友下午茶、物流、机票和酒店预订。在过去几年中，这些服务大部分都接入了互联网，网络消费也渗透到了我们的日常生活中，只要轻触手机屏幕，几乎可以解决生活中的一切问题。现在在中国，忘记带手机比忘记带钱包更麻烦。这种网络消费习惯不仅推动了市场的需求，也促使商家重组供应链以更有效地满足消费者的需求。在线服务市场主要包括食品相关服务和旅游相关服务，在 2017 年分别占市场的 43%和 36%。

### 消费升级：从实物消费到服务消费

随着中国经济的持续快速增长，2018 年中国人均 GDP 已升至 9770 美元左右，达到这个收入水平时，消费者会开始更加关注服务和体验。在需求的推动下，中国的劳动力也从农业和制造业大幅向服务业转移，以寻求更好的工作机会（图 1）。在过去的几年里，丰富的劳动力供给加速了消费性服务业的发展。（图 1）

图 1：按行业划分的劳动力供应

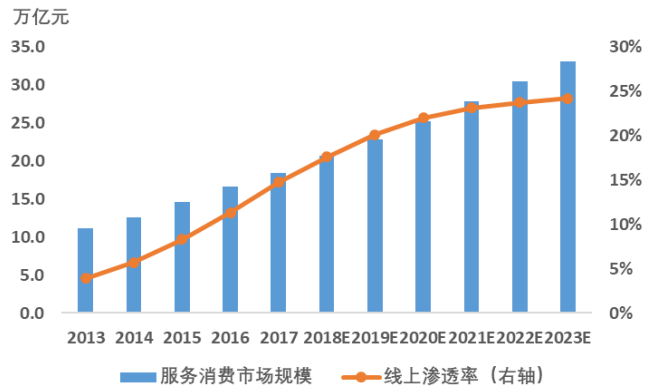


来源：万得、彬元资本

### 越来越多的消费性服务商家连接到线上

线上被视为是吸引更多流量的更有效的营销渠道，激励消费者服务商从线下分流到线上（图 2）。商家也在互联网龙头的帮助下进行供应链重组，以更好地满足客户的在线需求，包括推出订单管理系统、优化菜单、集中厨房、高效利用空间、应用大数据技术智能定价等。

图 2：中国消费性服务市场在线渗透情况



来源：艾瑞咨询、彬元资本

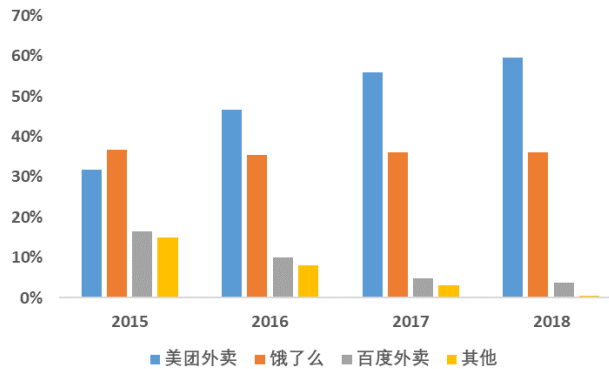
### 投资标的

在中国众多的超级应用中，美团是一个很有前途的产品，它整合了海外类似 uber、Groupon、Grubhub、TripAdvisor、Booking.com、Airbnb 和 Yelp 等应用的功能。

#### 1. 从高频的食品相关服务入手

经过多年的行业整合，食品配送和店内餐饮市场高度集中，由两大龙头企业领跑（图 3）。在 GTV（总交易量）方面，美团在食品配送行业的市场份额从 2015 年的 31.7% 大幅上升至 2018 年的 59.6%。2018 年，美团为 2800 多个城市的 3 亿多人提供了价值 2800 亿元人民币的食品配送交易额，意味着美团平台上平均每天产生 1800 万交易额。2018 年顾客使用美团的次数平均比上年多 30%。美团的配送网络拥有最高的订单密度，比竞争对手的效率更高，从而确保更低的成本和更好的用户体验。

图 3：食品配送平台市场份额

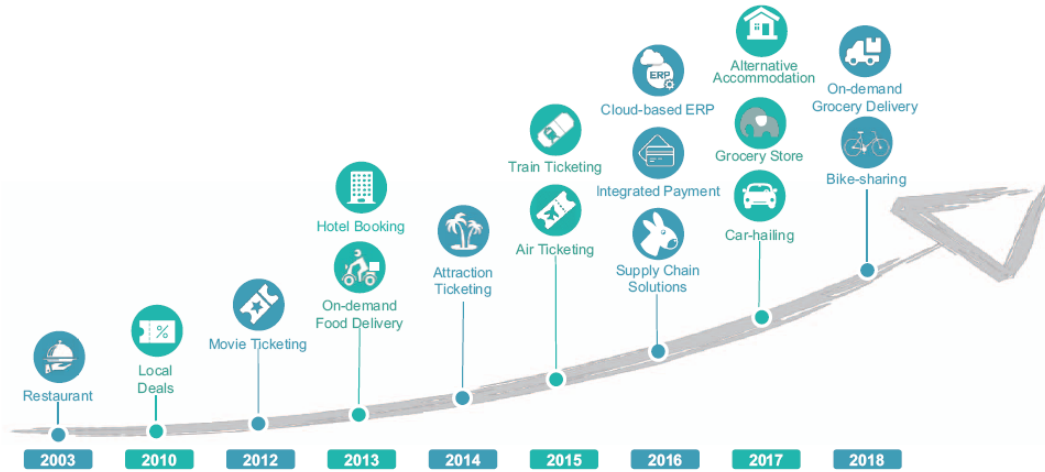


来源：艾瑞咨询、彬元资本

#### 2. 利用高频业务的流量拓展其他业务

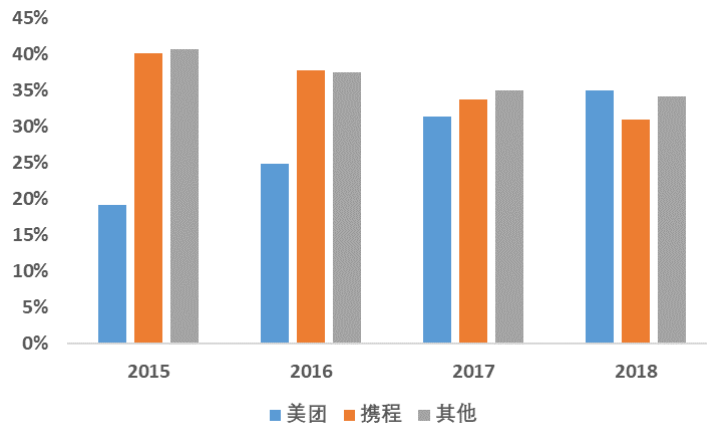
送餐和店内餐饮点评构成了美团的核心高频业务，使美团能够建立庞大而粘性的用户群。为了利用流量进行交叉销售，美团正努力覆盖尽可能多的服务类别，如旅游相关服务、电影票预订等（图 4）。最近的是成功拓展了酒店预订业务。2015 年，携程收购去哪儿网，并投资同程和艺龙，成为线上酒店预订市场的主导者。考虑到携程 40% 的市场份额以及在酒店预订行业的知名品牌，当时来看美团几乎没有胜算。但美团的战略是聚焦携程服务覆盖不周的低线城市，叠加强大的交叉销售效应，美团最终在 2017 年超越了携程。就国内客房过夜数而言，美团在 2018 年占据了 34.9% 的市场份额，而携程仅为 31%（图 5）。

图 4：美团的闭环生态系统



来源：美团 IPO 招股书

图 5：在线旅行服务平台市场份额



来源：艾瑞咨询、彬元资本

美团目前在其基于位置的算法基础上逐步扩大业务。通过美团的平台，这些多样化的服务线上线下结合，形成一个闭环生态系统。例如，当你在美团预定酒店时，你还会收到附近餐厅的推荐和优惠券，而这些通常也是你所需要的。

### 3. 使用信息技术为商户和骑手赋能

美团除了为商户吸引高质量流量外，还利用大数据和人工智能技术为商户和骑手提供支持。美团智能调度系统每小时能够执行约 29 亿次的路线规划算法，平均 97% 的优化投递路线能在 0.552 毫秒内计算出来。这有助于商家通过美团的骑手或众包骑手完成美团的送货服务。自从 2015 年推出智能调度系统以来，平均配送时间缩短了 30% 以上，骑手每天可以多完成 50% 的订单，增加了收入，降低了配送成本。此外，美团目前正在开发利用无人驾驶汽车运送食品的技术。

美团还为中小商户提供基于云计算的餐厅管理系统，这些中小商户自己负担不起传统的管理系统。使用美团的系统，顾客可以通过扫描桌上的二维码自己订购食物，一方面保证了订单的准确性和完整性，另一方面也节省了人工成本。

#### 4. 增强网络效应的优势



综上所述，美团综合生活服务平台具有以下三个方面的网络效应和规模效益。

1) 网络广度：平台整合各种在线服务，覆盖生活的方方面面；

2) 网络密度：平台为交易环节的所有参与者，包括消费者、商家、骑手等，增加了巨大的价值，形成了高密度的交易网络；

3) 网络黏性：随着数据的积累，美团的服务精度也会提高，这将进一步增强用户和商家的黏性。

#### 5. 走上盈利轨道

美团最令人关注的问题是公司仍在亏损。然而，美团的战略是以高频服务吸引大量忠实用户群，然后通过其人工智能技术推广一些中低频服务，如酒店和机票预订服务等。由于美团应用中有多种功能的闭环生态链，因此将基于兴趣或发现的流量转换为交易的可能性更高，同时增加用户粘性。我们相信，亏损只是暂时的，公司在中国庞大的电子商务服务市场处于领先地位，用户群约占总人口的 1/3，盈利只是时间问题。我们预计，从长期来看，美团平台年总交易量可以达到 1.8 万亿元左右。假设总扣点率为 16%（食品配送服务 18%，主要用于支付骑手费用，店内服务 10%，酒店预订服务 8%），净利润率为 15%，预计年净利润约为 450 亿元人民币。假设市盈率为 25 倍，估计市值将超过 1 万亿元人民币。

### 市场回顾与展望

10 月份经济数据依然疲弱，消费品和服务业的表现优于制造业。2019 年 9 月生产者价格指数（PPI）同比下降 1.2%，比 8 月份下降 0.4 个百分点。官方制造业采购经理人指数（PMI）受在手订单和产成品库存拖累，从 9 月的 49.8 下降到 10 月的 49.3，仍低于 50 的荣枯线。官方非制造业 PMI 从 9 月的 53.7 下降至 10 月的 52.8。9 月消费者价格指数（CPI）为 3.0%，部分原因是中国爆发非洲猪瘟导致猪肉价格上涨。9 月铁路货运量同比增长 5.8%至 3.62 亿吨。

2019 年 10 月 23 日，政府签署了一份优化中国营商环境、进一步开放经济、激发市场活力、促进高质量发展的新规草案。草案着眼于市场主体的需求，建立了对境内外企业一视同仁的营商环境基本制度规范。中国政府正在采取切实措施，营造一个开放、透明和公平的商业环境，我们相信这将为中国带来更多资本。

2019 年 10 月 28 日，中国政府宣布加快发展区块链技术，并强调区块链在技术创新和产业转型中的重要性。区块链技术的应用已经扩展到数字金融、物联网、智能制造、供应链管理和数字交易等领域。区块链技术必不可少，并将在更大范围内提升城市之间在信息、资本、人才和信用调查方面的连通性。我们相信区块链技术的发展将有助于进一步提高效率，推动中国经济增长。

截至 10 月底，沪深两市共有 3706 家上市公司完成了 2019 年第三季度的业绩发布。受经济增速放缓影响，A 股上市公司收入同比增速由 2018 年第三季度的 14.7%降至 2019 年第三季度的 7.9%，净利润同比增速由 2018 年第三季度的 17.8%降至 2019 年第三季度的 7.7%。然而，我们持仓公司的加权后收入同比增长率从 2018 年第三季度的 11.8%增至 2019 年第三季度的 13.7%，加权后净利润同比增长率从 2018 年第三季度的 18.6%增至 2019 年第三季度的 19.5%。尽管中国经济环境总体较弱，我们仍将重点放在结构性机会上。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

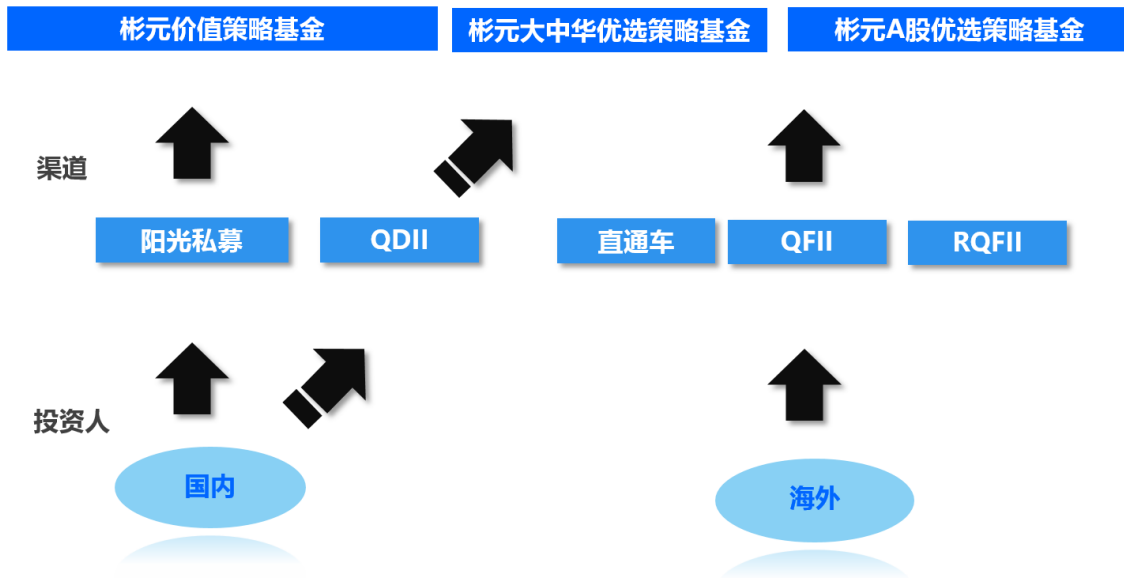
【彬元资本】微信公众号:

binyuancapital



➤ 产品架构:

产品



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: [CR@binyuancapital.com](mailto:CR@binyuancapital.com)