



批零贸易业

2021.01.25

千团大战深度复盘：龙血玄黄到珠联璧合

——电商大战系列报告一

	刘越男(分析师)	于清泰(分析师)
	021-38677706	021-38022689
	liuyuenan@gtjas.com	yuqingtai@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880519100001

本报告导读：

千团大战是本地生活服务市场的启蒙之战，大战中的众多打法战术为后续外卖、出行、社区团购大战的奠定了基础，胜利者美团成为本地生活服务的巨头。

摘要：

- **投资建议：**本地生活服务及电商龙头身经百战，有望受益流量结构变迁及新经济基础设施持续完善带来的服务和实物消费线上化进程加速，继续推荐：**美团-W、拼多多、阿里巴巴、京东。**
- **资本寻求速胜大战一触即发，上半场得体验与效率成赢家，下半场BAT 资本博弈美团绝处逢生。**①团购连接人与服务，履约成本高于连接人与信息、人与人、人与商品，因此诞生较晚；移动互联网时代在线交易基础设施日趋成熟奠定生活服务线上交易基础；②流动性宽松，资本寻求速胜后的垄断超额收益是重要驱动力，海外龙头Groupon 的诞生与筹备上市催化作用明显；③团购是高品质低价格，高效率低成本，高科技低毛利，重线下重运营，得体验与效率者得天下，群雄混战中，先拼资本，再比供给，最终是管理能力比拼；④平台模式使商战爆发时点从生命周期中后期提前到初期，资本推动出清对手后触及临界点后，爆发性增长；⑤下半场美团、点评与糯米是主要玩家，背后是BAT 博弈；腾讯加码点评后攻势凌厉，美团一度渐处劣势；但大战旷日持久，必然走向合并，资本推动美团转投腾讯阵营合并点评后市占率超80%，团购大战下半场终尘埃落定。
- **商战方法论：从区域垄断到全国制霸，千团大战奠定后续打法。**服务业区域割据，是从区域垄断到全国制霸的持久战：①烧钱方法：同质化竞争C 端无粘性，补贴拉新效果明显，但留存和复购比拼供给侧；②地推战术：小城市垄断供给，大城市争夺需求，区域形成优势后交易量迅速上涨，农村包围城市有效且资金使用效率高；③团队管理：集中优秀人才，狠抓拜访率；④直营VS 代理开城：跑马圈地期代理快速抢占市场，但代理商持续经营能力弱，中后期直营保证体验与效率；⑤团购最终商业模式与最初变化很大。但围绕价格、品类、品质、效率提供“多快好省”消费体验的价值主张始终是迭代的方向。
- **为何是美团？身经百战，效率领先，鸿鹄之志，开启本地生活服务无限战争。**①团队：洞察力、执行力、稳定性俱佳；业务认知领先行业：客户第一，商户第二，抓体验，重效率；②阿里B2B 业务核心成员于嘉伟加入，美团如虎添翼，确立地推团队组织架构、销售管理制度、地推打法，美团地推铁军自此建立；③资金使用高效，科技IT 支撑运营效率优势，精准融资应对资本寒冬，终称王；④团购大战后，25 万亿本地生活服务线上化进程就此开启，且至今仍有巨大提升空间。产业链利润阶段性向平台集中，但要素端商家随后崛起。
- **风险提示：**本地生活服务竞争加剧风险；反垄断业务开展受限风险；流量结构生变平台流量成本提升风险。

评级：**增持**上次评级：**增持**

细分行业评级

批发零售业	增持
贸易	增持

相关报告

批零贸易业《可选复苏强劲，黄金珠宝龙头业绩亮眼》	2020.11.02
批零贸易业《双十一预售开启，美妆表现亮眼》	2020.10.26
批零贸易业《双十一大促即将开启，美妆、电商板块有望受益》	2020.10.18
批零贸易业《消费持续回暖，关注三季度业绩向好板块》	2020.10.12
批零贸易业《十一黄金周正增长，消费回暖可选复苏》	2020.10.09

目 录

1. 十万亿本地生活服务场景+移动互联网红利.....	5
1.1. 服务消费需求爆发，基于位置的服务崛起.....	5
1.2. 团购是互联网连接人与服务的初步尝试.....	6
1.3. 流动性宽松下，资本寻求速胜后超额利润.....	9
1.4. Groupon 筹备上市催化国内团购市场爆发.....	11
2. 从区域垄断到全国制霸，千团大战奠定后续打法.....	12
2.1. 团购本质“三高三低”，得体验与效率者成最终赢家.....	12
2.2. 上半场群雄并起：伊始拼资本、中段比供给、长期看管理.....	14
2.3. 从先做大再竞争，到先下手为强.....	20
2.4. 商战方法论：高效烧钱，区域垄断，地推为王.....	21
2.5. 模式会持续迭代，多快好省的价值主张始终如一.....	23
3. 春秋入战国：BAT 博弈美团绝处逢生，合并点评终成一极.....	27
3.1. 下半场寡头资本博弈：美团、点评与糯米的三国杀.....	27
3.2. 阿里为何投美团：口碑聚划算踌躇不前，选择并不多.....	27
3.3. 腾讯加码点评，BAT 博弈战略相持，美团渐处劣势.....	29
3.4. 资本推动美团点评合并，团购行业大势已定.....	31
4. 为何是美团？身经百战，效率领先，鸿鹄之志.....	34
4.1. 创始团队洞察力、执行力、稳定性俱佳.....	34
4.2. 苦练内功：地推铁军筑壁垒，强运营能力支撑.....	35
4.3. 效率为王，精准融资度过资本寒冬.....	37
4.4. 棋子变棋手：鸿鹄之志，夹缝中绝处逢生.....	38
5. 本地生活服务，道阻且长，无限战争.....	40
5.1. 25 万亿本地生活服务线上化进程就此开启.....	40
5.2. 产业链结构变革，渠道集中度提升期利润跟随而至.....	42
5.3. 美团开启服务消费时代巨头之路.....	44
6. 投资建议.....	45
7. 风险提示.....	46

图目录

图 1: 美国于 1970 年居民消费结构中服务消费占比超越商品实物消费(单位: USD).....	5
图 2: 制造业在 2001-12 年期间是 GDP 增长主要引擎.....	5
图 3: 但在此期间服务业已经开始与工业贡献并驾齐驱.....	5
图 4: 服务消费在中国居民消费结构中占比趋势性提升.....	6
图 5: 1994 年中国农村人口数量见顶, 2011 年起城镇人口数量占比超 50%.....	6
图 6: 团购是互联网尝试连接人与服务最初商业模式尝试.....	7
图 7: 网购渗透率在 2008-2011 年期间迅速普及.....	8
图 8: 网上支付用户数量在 2008-2011 年爆发增长.....	8
图 9: 2010-13 年移动互联网用户增速在 20% 以上.....	8
图 10: 移动互联网接入流量爆发式增长.....	8
图 11: 历次流动性宽松后，热点融资风口往往出现激烈商业战.....	9
图 12: 货币宽松后互联网领域融资笔数明显增加.....	10
图 13: 2011 年团购大战期间互联网融资额高达 1046 亿.....	10

图 14: 团购行业自 2010 年起融资加速.....	10
图 15: 团购融资金额自不足 2000 万提升至 40 亿.....	10
图 16: 巨头自身业务根据地产生了巨额经营现金流.....	11
图 17: 手握巨额资金巨头入场布局新赛道.....	11
图 18: Groupon 实现了营收爆发式增长.....	12
图 19: Groupon 在 2012 年实现了扭亏为盈.....	12
图 20: 团购供给和履约在线下, 属于 Location 驱动业务中 B 不动 C 动 14	
图 21: 千团大战分三阶段: 先拼资本, 再拼供给, 最终拼管理.....	16
图 22: 团购行业整体交易额经历前期爆发增长, 中期调整与后期转型三 阶段.....	16
图 23: 2014 年团购市场格局基本稳定.....	17
图 24: 实物团购领域胜负早已分出, 聚划算优势巨大.....	17
图 25: 团购日均人次增长在 2011 年之后趋于平缓.....	18
图 26: 团购项目平均折扣随着团购大战平息逐步收紧.....	18
图 27: 团购市场最终美团市占率达到 56%, 标志着上半场格局已定.....	18
图 28: 消费者对新产品的接纳过程近似正态分布.....	21
图 29: 突破临界点后用户数量迎来爆发增长.....	21
图 30: 团购从一二线开始逐步向低线城市渗透.....	23
图 31: 到 2014 年美团已经全面领先, 胜负已定.....	23
图 32: 服务与商品消费价值主张循环: 多、快、好、省.....	24
图 33: 商户营销收入逐步成为主导.....	25
图 34: Groupon 的收入结构此前仍以佣金收入为主.....	25
图 35: 团购商业模式最初的消费者、商家、平台业务模式.....	26
图 36: 从团购向到店业务商业模式的全面进化.....	26
图 37: 2014 年起团购市场进入寡头博弈阶段.....	27
图 38: 团购从一二线开始逐步向低线城市渗透.....	27
图 39: 美团 T 型战略以交易导向其他交易, 点评则是平台导向交易.....	32
图 40: 合并及跟投后, 腾讯持股美团 10% 以上, 美团正式转投腾讯阵营 33	
图 41: 到 2014 年美团商户数量遥遥领先.....	37
图 42: 美团商户中优质商户比例亦名列前茅.....	37
图 43: 美团移动端自 2013 年后爆发式增长.....	38
图 44: 阿里同期移动端交易占比低于美团.....	38
图 45: 数字化、服务化是消费版图进化方向.....	41
图 46: 截至 2020 年底的生活服务行业细分赛道规模 20-25 万亿(单位: 万亿 CNY).....	41
图 47: 营销服务收入经历了快速增长.....	42
图 48: 美团业务佣金率也经历了货币化率快速提升期.....	42
图 49: 携程与美团的先后崛起带来的是渠道环节产业链收入占比的快速 提升.....	43
图 50: 从产业链利润结构占比看, 要素和渠道存在博弈.....	43
图 51: 服务业要素端毛利率普遍较高.....	44
图 52: 服务业要素端净利率也处于高水平.....	44
图 53: 产业链中渠道和要素端收入占比基本持平.....	44
图 54: 产业链中渠道和要素端利润占比更高.....	44
图 55: 三线以下城市才是中国消费市场主力.....	45

图 56: 三线以下城市人口占比达 68%..... 45

图 57: 三四线城市的服务业渗透率正在趋势性提高..... 45

表目录

表 1: 团购大战的 2010-2014 年恰逢移动互联网崛起, 基于 Location 的服务模式萌芽..... 8

表 2: 服务业赚的是超额效用的溢价, 需要在体验和效率间平衡, 更考验管理能力..... 12

表 3: 从成本结构看服务业普遍存在人工成本占比高, 扩张边际成本高的问题..... 13

表 4: 团购大战主要参与方背景迥异, 资源能力禀赋与打法各不相同 15

表 5: 2008-2014 年团购大战第一阶段大事记..... 18

表 6: 平台模式普遍赢者通吃..... 20

表 7: 千团大战中战术层面核心问题及大战经验..... 21

表 8: 口碑网团购大战第一阶段发展不顺, 后为抗衡美团投奔腾讯重启 27

表 9: 聚划算聚焦实物团购, 受自身在集团内定位及贪腐问题在服务团购市占率不高..... 28

表 10: 点评融资历程: 腾讯在 2014 年加码大众点评, 行业进入战略相持期..... 30

表 11: 闪惠模式相比团购模式优势明显, 对美团构成巨大冲击..... 30

表 12: 美团创始团队核心成员拥有多次创业经验..... 34

表 13: 2012-13 年消费者十大投诉团购网站中均没有美团..... 35

表 14: 阿里巴巴中供系销售精英为整个国内互联网行业注入经验与活力 35

表 15: 阿里巴巴 B2B 销售激励体系为后续地推团队激励设计提供重要参考..... 36

表 16: 美团历次融资时点精准, 为业务拓展和度过资本周期波动奠定基础 38

表 17: 腾讯国内投资持股比例较低, 以联营为主..... 39

表 18: 阿里国内投资持股比例较大, 且许多投资标的并表..... 39

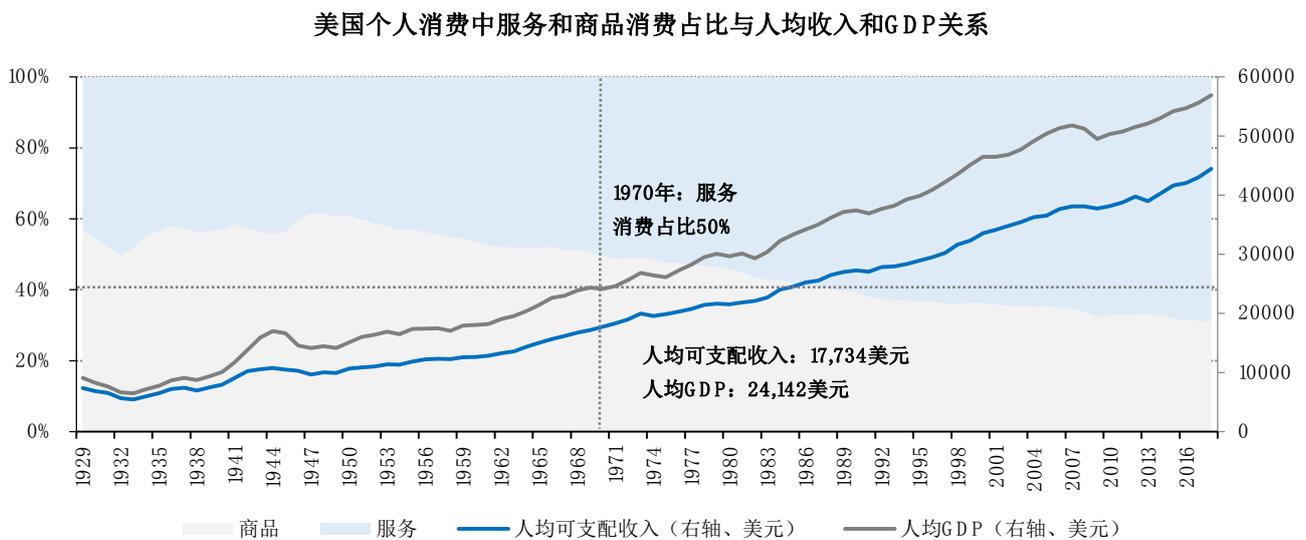
表 19: 重点标的盈利预测 (2021.01.22) 46

1. 十万亿本地生活服务场景+移动互联网红利

1.1. 服务消费需求爆发，基于位置的服务崛起

国际经验表明：人均 GDP 超 24,000 美元，人均可支配收入超 17,000 美元时服务消费占比超越商品消费。1970 年美国居民服务类消费占比首次超越商品类消费，占比超过 50%，对应当年人均可支配收入 17,734 美元，以及人均 GDP 为 24,142 美元。

图 1：美国于 1970 年居民消费结构中服务消费占比超越商品实物消费（单位：USD）

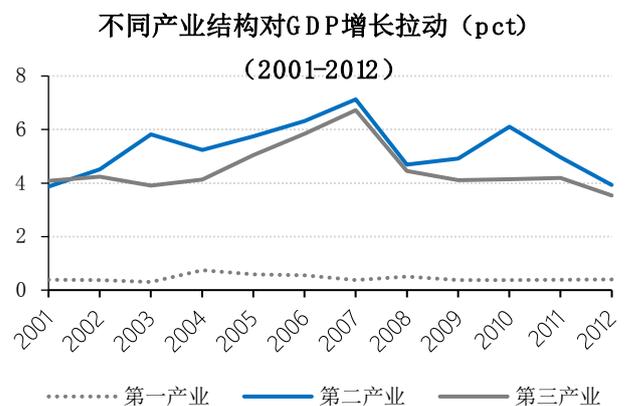
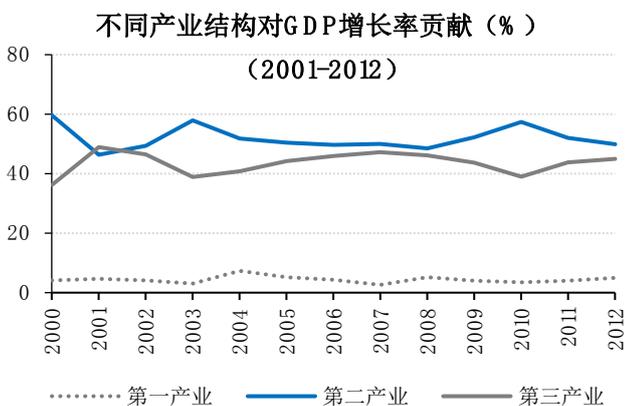


数据来源：Bureau of Economic Analysis、国泰君安证券研究

团购大战发生的时间恰逢中国居民服务消费需求占比快速提升。中国居民服务消费支出自 2001 年以来经历了较为明显的增长，在这一阶段，中国的第三产业以及服务消费已经开始逐步追赶第二产业的步伐，开始成为经济增长的重要驱动因素。

图 2：制造业在 2001-12 年期间是 GDP 增长主要引擎

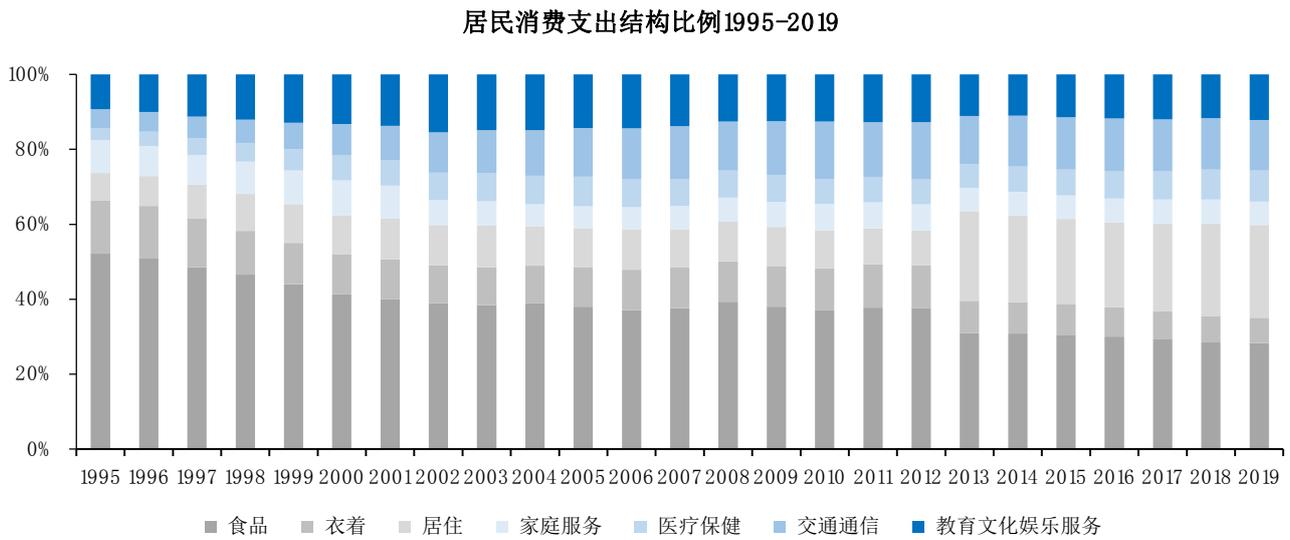
图 3：但在此期间服务业已经开始与工业贡献并驾齐驱



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

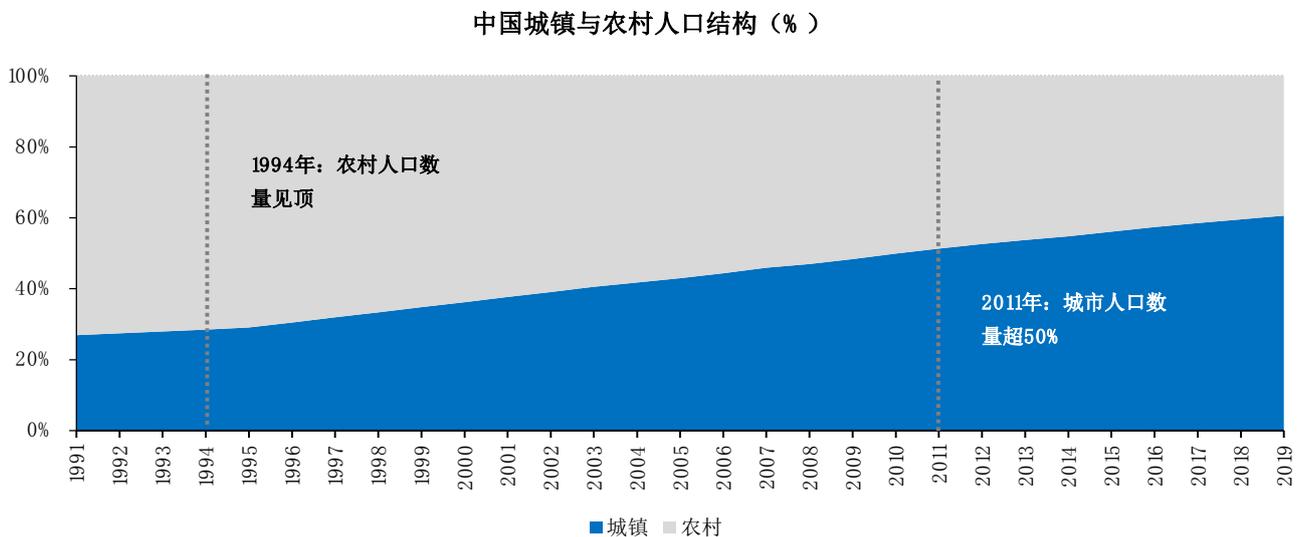
图 4：服务消费在中国居民消费结构中占比趋势性提升



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

城市人口的快速增长催生了巨大的服务业需求：1995 年农村人口数量见顶，2011 年城镇人口数量占比超 50%。城镇化带来的服务业需求成为驱动服务业和第三产业壮大的核心动力。

图 5：1994 年中国农村人口数量见顶，2011 年起城镇人口数量占比超 50%



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

1.2. 团购是互联网连接人与服务的初步尝试

团购是互联网继连接人与信息（门户与搜索）、人与人（社交），人与商品（实物电商）等履约难度较低的模式之后，试图进军更高履约难度，更非标的服务领域，连接人与服务的最初的商业模式尝试：

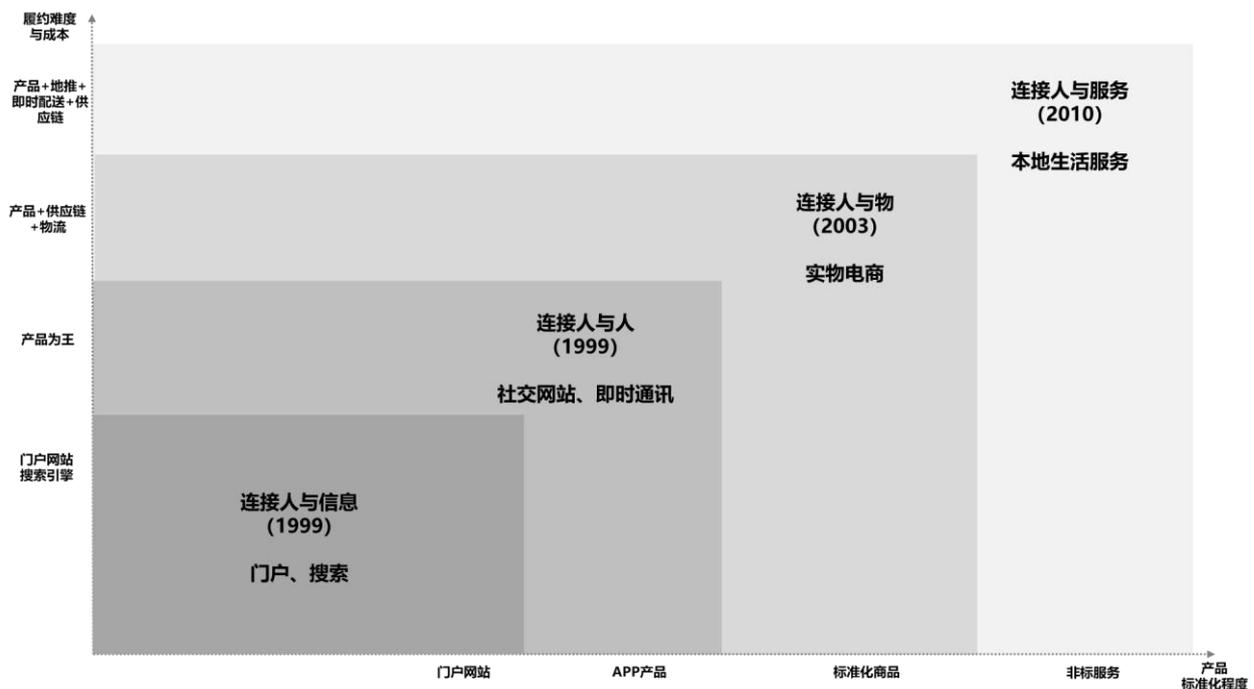
传统意义上的团购是以薄利多销的方式，提高买卖双方的福利，购买者

以组团提高购买量的方式来获取低价。Web2.0 时代，团购模式发生改变，本质上是在团购平台网站的参与下，为商家提供低成本、强大、精准的主动营销，并将节约的营销成本分配给消费者与平台，达成三方共赢的商业模式。

以 Groupon 为代表，网站作为商品的展示平台连接了商户与消费者。通过“一天一团”的方式极大地减少了用户筛选的成本并聚焦了流量。：

- **商户：**在减小营销投入的同时获得高质量营销机会。一方面，获得了巨大的初次曝光和组团过程中的二次社交传播；另一方面，平台向消费者主动触达也是传统团购中不存在的。
- **消费者：**不同于传统的团购微小折扣，商户的折让往往可以达到 3 折甚至 2 折。
- **平台方：**向商户收取佣金及营销费用。

图 6：团购是互联网尝试连接人与服务最初商业模式尝试

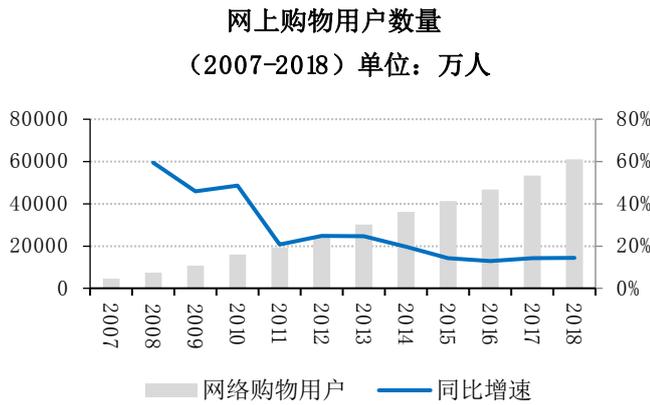


数据来源：《场景革命》、国泰君安证券研究

团购模式的诞生恰逢移动互联网初期，在线交易基础设施日趋成熟，基于位置（Location）的服务方兴未艾：随着电子商户的蓬勃发展与互联网基础设施的不断完善，使用网上支付、网络购物的用户数量呈直线上升的趋势。

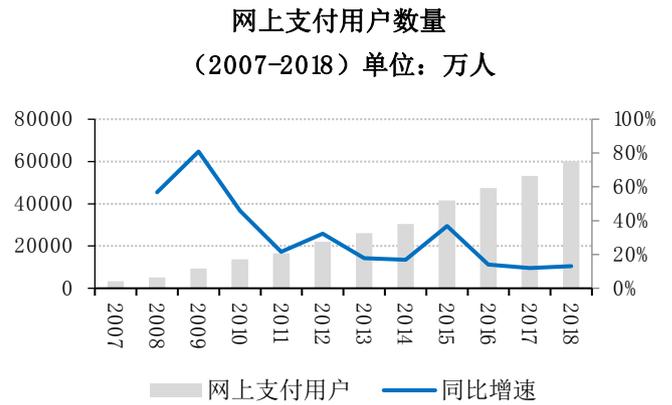
PC 端增长放缓，智能手机普及，定位技术成熟，移动互联网爆发增长。移动互联网延伸了互联网的连接范围，成为巨大的流量入口。同时，设备可移动的特性使得线上消费的场景得以拓展，基于位置的非标准化服务成为重要增量。

图 7：网购渗透率在 2008-2011 年期间迅速普及



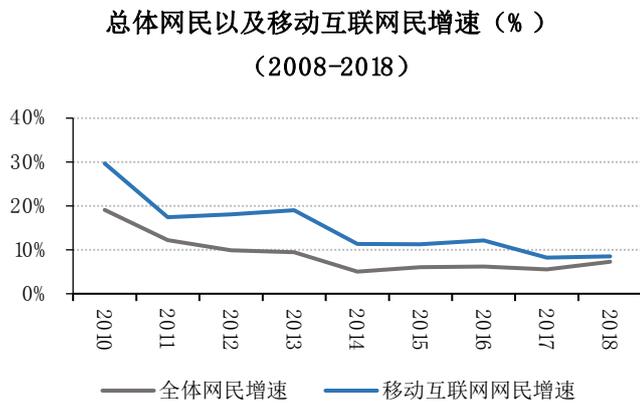
数据来源：中国互联网信息中心、国泰君安证券研究

图 8：网上支付用户数量在 2008-2011 年爆发增长



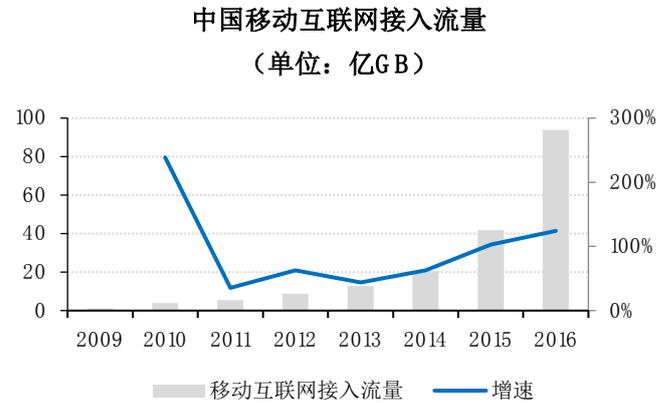
数据来源：中国互联网信息中心、国泰君安证券研究

图 9：2010-13 年移动互联网用户增速在 20% 以上



数据来源：中国互联网信息中心、国泰君安证券研究

图 10：移动互联网接入流量爆发式增长



数据来源：工信部、国泰君安证券研究

表 1：团购大战的 2010-2014 年恰逢移动互联网崛起，基于 Location 的服务模式萌芽

时间	相关重要事件
1994-1997	<p>网络意识的启蒙和基础设施的建设</p> <p>张树新成立了中国第一个互联网接入服务商--瀛海威信息通信公司：不断地向公众普及互联网；是建立网络聊天室；为普通用户提供互联网接入服务。</p> <p>田溯宁将 Internet 核心技术从美国带回中国，专业从事 Internet 网络系统集成和软件开发。</p> <p>张朝阳，他在 1996 年美国麻省理工学院博士毕业以后回国创办了爱特信公司（搜狐的前身）</p>
1998-1999	<p>互联网公司创业潮</p> <p>阿里巴巴、百度、腾讯、新浪、盛大、携程等大批互联网巨头均在这一时期成立。</p> <p>中国网民在 1999 年达到 890 万，并以超过 100% 速度增长；这一时期国内的网络基础建设也迅速铺开。大批“海龟”也纷纷回国投身互联网的大潮，张朝阳、李彦宏、沈南鹏、陈一舟等众多毕业于美国名校，有技术背景的中国留学生带着海外的融资回国创业。</p>
2000-2001	<p>上市、泡沫破裂与转型</p> <p>美国的互联网泡沫已经开始破裂，纳斯达克指数从 5084 点一路狂泻到 1300 点，200 多家互联网公司倒闭，市值蒸发 85000 亿美元。</p> <p>中国互联网公司迫于资金的压力以及国内上市的政策限制，新浪率先以 VIE 架构登陆美国资本市场，</p>

网易、搜狐随后迅速跟进。

国内互联网公司通过与电信运营商合作向客户提供彩信、彩铃、新闻和天气预报短信等增值服务，很快从互联网寒冬中脱身，互联网公司开始探索更加多元化的商业模式。

2002-2004

网络游戏与电子商务的兴起

2001 年底陈天桥代理网游《热血传奇》大获成功，网易的《大话西游》受热捧，网易毛利润超过 90% 是由网络游戏贡献，行业的净利润率可以达到 40% 左右。

2003 年非典对中国传统零售业造成巨大冲击，但客观上迫使一部分人开始通过网络、电话等渠道完成交易，电子商务因此发展，这一年阿里巴巴的业务量猛增，淘宝网也在这一年诞生。

2003 年刘强东开始在网上售卖产品，2005 年京东彻底关掉所有线下门店，转为线上。

2005-2007

草根崛起的时代

优酷、土豆、酷六等一批视频网站的出现，天涯、西祠胡同等论坛火热，新浪博客、豆瓣网受欢迎，一个个普通的网民开始从幕后走向前台，发出自己的声音、表明自己的观点。

百度、阿里巴巴、完美时空等众多互联网公司经过四五年的发展，商业模式已经成熟，盈利水平逐渐提高，纷纷效仿新浪、网易、搜狐的 VIE 模式在海外成功上市，掀起了第二波中国互联网公司上市潮。

2008-2011

Web2.0 时代

人人网、开心网等社交网络的兴起。

新浪微博开始聚集越来越多的人气，新浪采用新浪博客的名人模式吸了大量的用户，在社会事件中发挥的作用越来越大。

王兴在创办了校内网、饭否网后于 2010 年创办团购网站美团网，此后一大批类似的网站如雨后春笋般出现，形成了百团甚至千团大战的局面，但是到现在只剩下美团、糯米、大众点评、拉手网等几家规模较大的网站。

2012-2016

移动互联网崛起

智能手机普及，2012 年 6 月，中国网民数量达到 5.38 亿，其中手机网民达到 3.88 亿，而 PC 为 3.80 亿，手机网民的数量首次超越 PC 网民的数量，网民中用手机接入互联网的用户占比达 72.2%。

O2O、LBS 以及大云平移等商业模式出现。

互联网对零售行业、金融业、通信产业等诸多传统产业的渗透越来越深。

资料来源：《沸腾十五年》、国泰君安证券研究

1.3. 流动性宽松下，资本寻求速胜后超额利润

历次流动性宽松后，资本推动下寻求速胜后的垄断超额收益是爆发商业战的重要驱动力。2008-09 年金融危机后，央行流动性宽松除了推高资产价格外，热门投资领域的价格战成为了另一个副产品。

图 11：历次流动性宽松后，热点融资风口往往出现激烈商业战

中国人民银行M2货币月度同比增速(%)



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券研究

流动性宽松之前，互联网本就是资金重点涌入的领域。21世纪初，中国互联网行业蓬勃发展，阿里巴巴、腾讯等优质公司带来极高的投资回报率。风险资金大量涌入，互联网行业融资金额从2004年的20.67亿增长到2011年的1046亿。

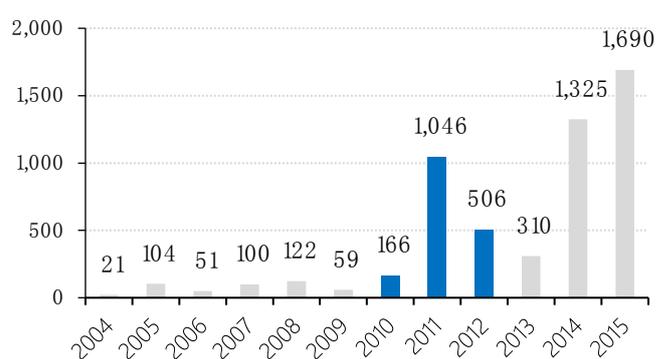
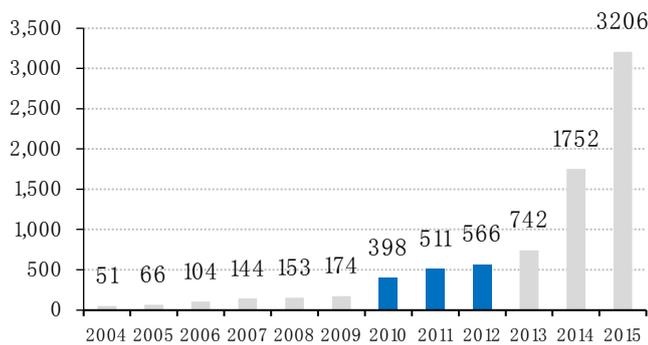
团购作为继门户、搜索、社交之后的又一风口，在2009年后融资数量急剧上升。千团大战之前，行业融资数额剧增，巨量资金涌入风口。整个团购行业融资金额自2009年不到2000万元，迅速提升到2011年巅峰期的40亿元。

图 12：货币宽松后互联网领域融资笔数明显增加

图 13：2011 年团购大战期间互联网融资金额高达 1046 亿

互联网融资事件（起）

互联网行业融资金额（亿元）



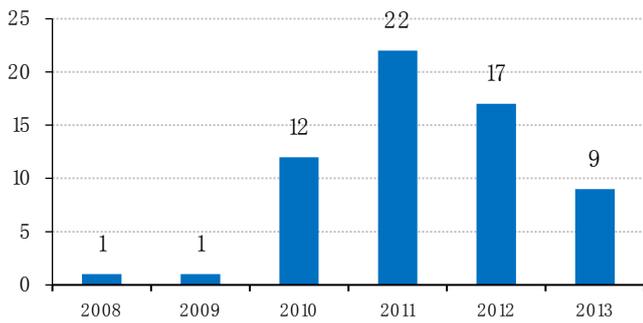
数据来源：投中网、国泰君安证券研究

数据来源：投中网、国泰君安证券研究

图 14：团购行业自 2010 年起融资加速

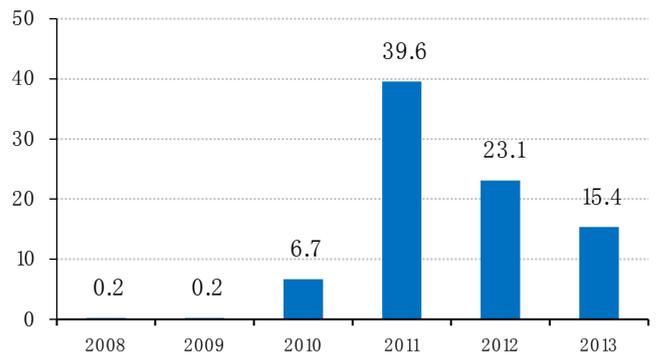
图 15：团购融资金额自不足 2000 万提升至 40 亿

团购行业融资起数（起）



数据来源：投中网、国泰君安证券研究

团购行业融资金额（亿人民币）



数据来源：投中网、国泰君安证券研究

互联网巨头完成现金流积累，广泛进行生态布局。彼时互联网三巨头阿里巴巴、腾讯、百度在各自领域的成为胜出者，现金流日渐充裕、现有业务的成熟与互联网行业极快的变化使得巨头不断拓张版图。巨头通过战略投资、收购的方式布局生态，寻觅新的高回报率的增长点。

图 16：巨头自身业务根据地产生了巨额经营现金流

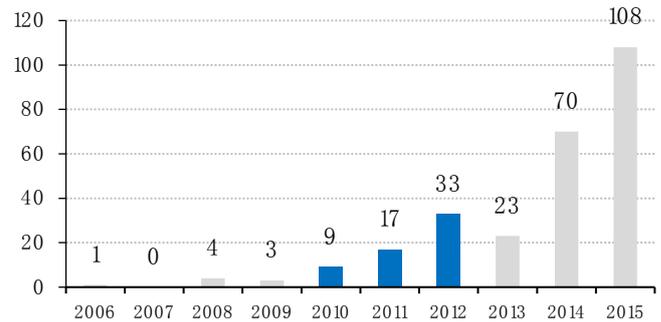
图 17：手握巨额资金巨头入场布局新赛道

腾讯经营性活动现金流量表（单位：亿元）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

腾讯投资起数



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

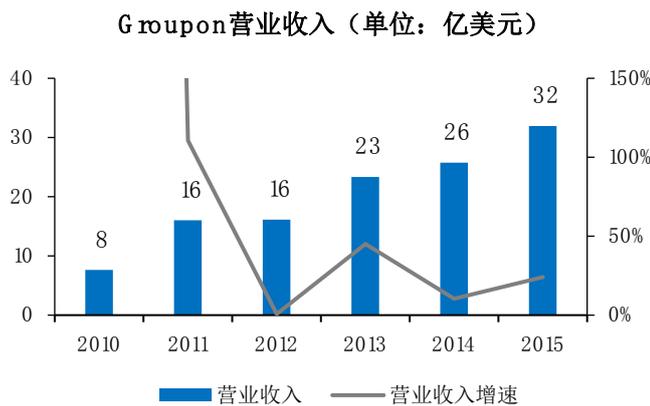
1.4. Groupon 筹备上市催化国内团购市场爆发

海外新兴行业龙头 Groupon 的诞生与筹备上市对国内团购市场爆发催化作用明显。上市意味着商业模式的可行性得到验证，也意味着产业链相关企业的发展成熟。彼时“时间胶囊”理论仍然有效，中国互联网企业仍处跟随、模仿美国互联网龙头的模式阶段，Groupon 的上市极大提升的资金对团购模式可行性的信心。

2008 年底，Groupon 上线，其以每日一团的方式提供超低折扣的消费、前所未有的增长速度引起了风险投资与中国创业者的极大兴趣。Groupon 在短短的 7 个月内便实现了盈亏平衡，利润率高达 30%。到 2011 年第二季度，其注册用户已经超过了 1 亿，增长超过 1000 倍。

图 18: Groupon 实现了营收爆发式增长

图 19: Groupon 在 2012 年实现了扭亏为盈



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

2. 从区域垄断到全国制霸，千团大战奠定后续打法

2.1. 团购本质“三高三低”，得体验与效率者成最终赢家

团购本质上是互联网连接人与服务：服务消费和实物商品消费在需求特征、供给属性、行业稳态格局方面存在较大差异：更高的交易成本、更难标准化、扩张的边际成本更高。

- **需求侧：**服务需求具有典型的即时性、本地化特征，服务消费必须依托线下实体渠道；交易环节中的信息搜索和评估成本明显高于实物商品，因此口碑极度重要，且客户粘性强。
- **供给侧：**服务产品本身标准化难度极大，标准难以统一；依赖人工提供服务，因此成本结构中人工和房租占比高，扩张的边际成本高，难以爆发性增长，或即使爆发性增长，若供应链能力有限，缺乏对服务品质的控制。
- **行业格局：**商品零售业态往往追求区域性垄断，垄断壁垒来自规模效应带来的成本优势；服务业是典型的宽进严出，行业壁垒来自建立行业标准，以及背后支撑行业标准输出的管理体系和供应链体系，形成垄断难度更大。

表 2: 服务业赚的是超额效用的溢价，需要在体验和效率间平衡，更考验管理能力

	服务消费	实物商品消费
生意的本质：		
赚的什么钱？	专业化分工 消费者超额效用的溢价	供应链效率优势
利润来源（杜邦分析）	超额利润率的可能性（利润率） /效率（周转率）	供应链运营效率（周转率）
需求特征：		

时效性	极高	分品类，多数存在囤货式购买
本地化	3km 门店辐射半径	线上化渗透率更高，跨区域购买
交易成本	信息搜索和评估成本极高	信息搜索和评估成本低
试错成本	口碑很重要，试错成本高	试错成本低
用户粘性	服务商有品牌	渠道商无品牌
非理性消费占比	冲动性消费占比高	多为有计划性购买
供给特征：		
成本费用结构	人工、房租、折旧摊销是最大成本，经营杠杆高，资产投入较重	租金为主，且门店不依赖人力
产品/服务的标准化程度	服务产品极难统一标准	商品较容易标准化
扩张的边际成本	扩张依靠人力和实体门店拓展，扩张边际成本高	扩张边际成本低，线上线下可同步扩张
门店密度	整体密度低于商品，且普遍为互补式产业聚集群	门店密度较高，竞争相比服务业态更激烈
行业格局：		
市场的集中程度	非常低，甚至无法形成区域性垄断	较低，可以形成区域性垄断，但无法全国性垄断
进入和退出门槛	进入退出门槛较低	门槛低
竞争优势和壁垒的来源	建立行业服务标准的能力，以及背后的管理机制、供应链体系	规模效应带来的低成本高效率

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：从成本结构看服务业普遍存在人工成本占比高，扩张边际成本高的问题

细分行业	租金占比	员工成本	能耗占比	库存压力
单体酒店	SG&A 占比：20% 有谈判空间，但不大	SG&A 占比：35% 有压缩空间	15% 弹性	无
连锁酒店	SG&A 占比：17-18% 有谈判空间，但不大	SG&A 占比：37-40% 有压缩空间	15% 弹性	无
出境游	SG&A 占比：14%，有谈判空间，但不大	SG&A 占比：58%，压缩空间较大	-	酒店及机票采购，但可退订
国内景区	SG&A 占比：2.3%，刚性高	SG&A 占比：18% 部分公司随场次有压缩空间	1.50%	无
单体餐饮	总成本占比：15-20% 有谈判空间，但不大	总成本占比 30%，压缩空间较大	总成本占比 5%	食材备料
连锁餐饮	总成本占比：10% 有谈判空间，但不大	总成本占比 30%，有压缩空间	总成本占比 4%	食材备料
免税	三亚为自有物业，机场扣点率或可谈，租金及扣点占 SG&A 比例 69%	占 SG&A 比例 20%	-	有库存，但压力不大
餐饮外卖	-	配送成本跟订单数及订单密度相关	-	无

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

团购是一门高品质低价格，高效率低成本，高科技低毛利的生意。参与团购的消费者有寻求高品质、低价格服务/商品的核心诉求；考虑到团购

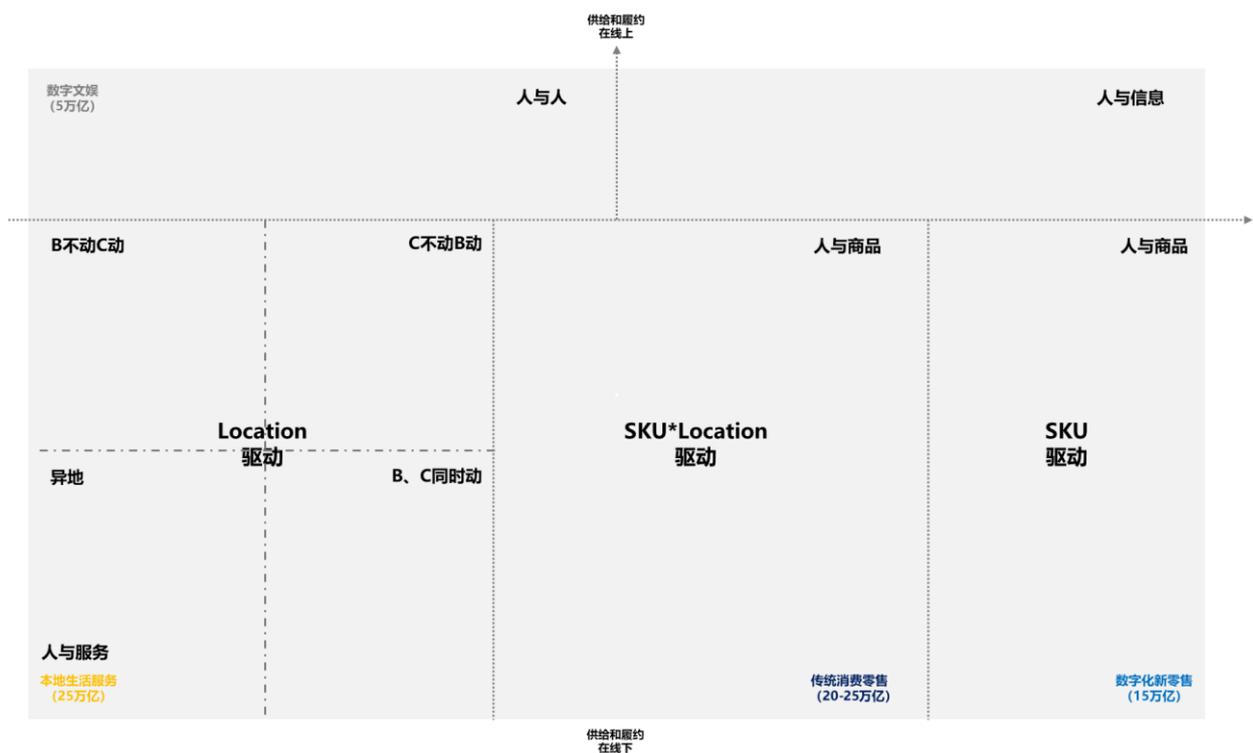
的同质化竞争属性，高效率、低成本成为在竞争中获得优势的关键，为此，高科技成为提升效率的有效手段。团购企业最终将会通过连接极大规模且分散的商家，服务极大规模的消费者，以较低的毛利率和极高的周转率实现最大规模的利润。

以团购为代表的本地生活服务都是重线下重运营的服务业，最终是得体验与效率者得天下，更考验团队管理能力：

以供给和履约在线上还是线下可以将互联网企业区分为两类，其中供给和履约在线下的企业可以进一步区分为 SKU 驱动/Location 驱动/SKU*Location 双重驱动三类，其中本地生活服务即属于典型的 Location 驱动业务。

不同于 SKU 驱动的业务需要具备供应链管理的核心能力，Location 驱动的业务往往区域分割明显，扩张的边际成本高，更依赖线下 BD 团队依赖人实现业务的拓展。企业保证 C 端的体验与自身的运营效率的核心能力来自于其团队管理能力。

图 20：团购供给和履约在线下，属于 Location 驱动业务中 B 不动 C 动



数据来源：美团、国泰君安证券研究

2.2. 上半场群雄并起：伊始拼资本、中段比供给、长期看管理

本地生活服务蓝海催生大量团购网站。彼时看好行业巨大市场，希望从中分得一杯羹的企业众多，可以分为四类：

- **电商巨头**：以阿里巴巴旗下聚划算为代表，在实物团购领域优势明显，但服务团购领域核心资源能力禀赋复用度低；
- **本地生活信息平台**：以大众点评为代表，拥有 B 端及 C 端资源，构建起本地生活内容生态，服务团购领域优势明显；
- **团购创业企业**：以美团、拉手、窝窝团、糯米等为代表。资源能力禀赋无明显优势，最终靠对行业本质认知、团队能力、战略选择跑出龙头；
- **其他互联网巨头**：以腾讯百度为代表，自身资源能力禀赋在服务团购领域外部性较低，最终采用投资/控股头部团购企业布局本地生活服务赛道。

表 4：团购大战主要参与方背景迥异，资源能力禀赋与打法各不相同

参与者类型	代表企业	资源能力禀赋	战略目的	战术与打法	终局结果
电商巨头	聚划算	流量、供应链、平台资源在实物团购领域优势明显；但服务团购资源复用度低	商业模式尝试，布局新赛道	聚焦实物团购	实物团购领域大获全胜，后转型以对抗拼多多崛起
本地生活信息平台	大众点评	信息平台，商户及 C 端资源优势，本地生活内容生态	进军本地生活服务交易，构建服务消费闭环	巩固自身 B 端和 C 端资源，全维度深耕布局 T 型战术	与美团合并成为美团点评
团购创业企业	美团网	初创团队，除创始团队具备已经创而言经验外资源能力禀赋处于劣势	以团购为起点切入本地生活市场	专注客户与商户体验，关注成本与效率控制，谨慎广告投入	获阿里注资，并最终成长为本地生活服务巨头
	拉手网			2VC 模式，快速扩张，巨额广告营销投入，人海战术、巨额亏损	IPO 失败，宏图三胞收购拉手网，淡出消费者视野
	窝窝团			资本运作，并购模式，收购中小团购平台	2012 年从团购红海撤出，转型 O2O 生活平台
	糯米网（人人网旗下）			-	百度收购糯米，转型本地生活服务平台
腾讯与百度等巨头	QQ 团（腾讯）	腾讯社交生态流量优势	布局本地生活服务赛道	试水自营，最终采用投资/控股方式参与行业	投资头部团购平台
	高朋网（腾讯与 Groupon 合作）			腾讯持股 50%，	高朋网与 F 团合并，成立网罗天下公司，但后续市占率未能跻身前列

数据来源：国泰君安证券研究

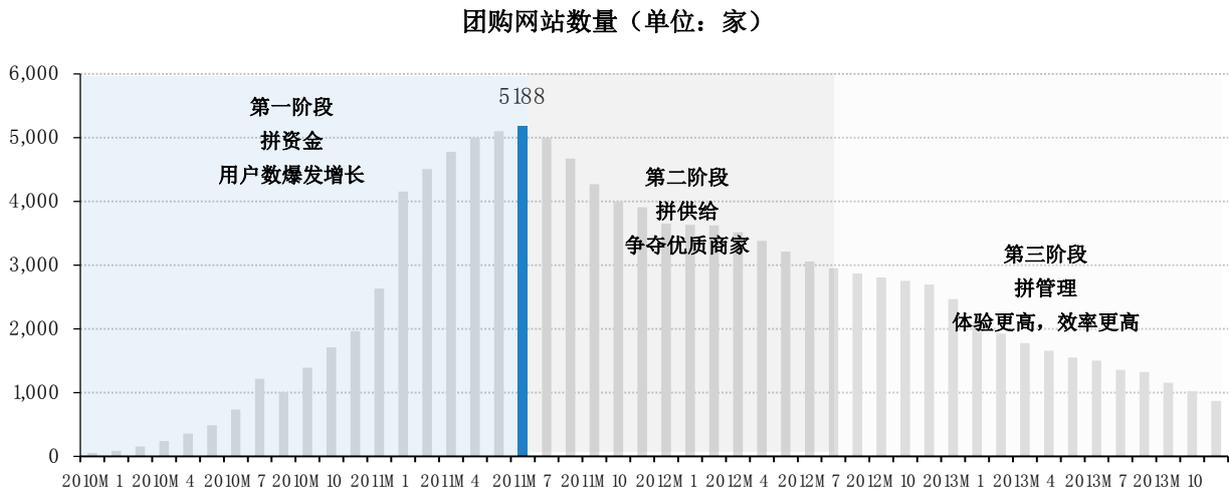
千团大战进程可分为上下半场：上半场群雄并起诸侯混战，服务团购模式尚未成熟，参与者众多，创业企业混战为主；下半场美团、点评与糯

米三大寡头与背后的BAT资本博弈。

上半场分三个阶段：先拼资本，再比供给，最终靠管理。从2010-13年，可以分成三个阶段：

- **第一阶段(2010-2011.7)：**依靠资本力量驱动，开设分站、低价营销、快速拉新，实现用户数量和站点的爆发式增长，资金实力和烧钱节奏成为第一阶段获得领先优势的核心。
- **第二阶段(2011.8-2012.6)：**比拼供给端商家质地，考验地推能力。更雄厚的资本，更优秀的地推团队积累了更优质的商家资源，更好的团购产品决定了交易额。
- **第三阶段(2012.7-2013.12)：**比拼产品创新和管理能力，体验和效率是关键。优质商家供给稀缺，行业进入同质化竞争。产品创新能力、验证购买、退款体验更好，地推团队、运营管理效率更高的企业最终胜出。

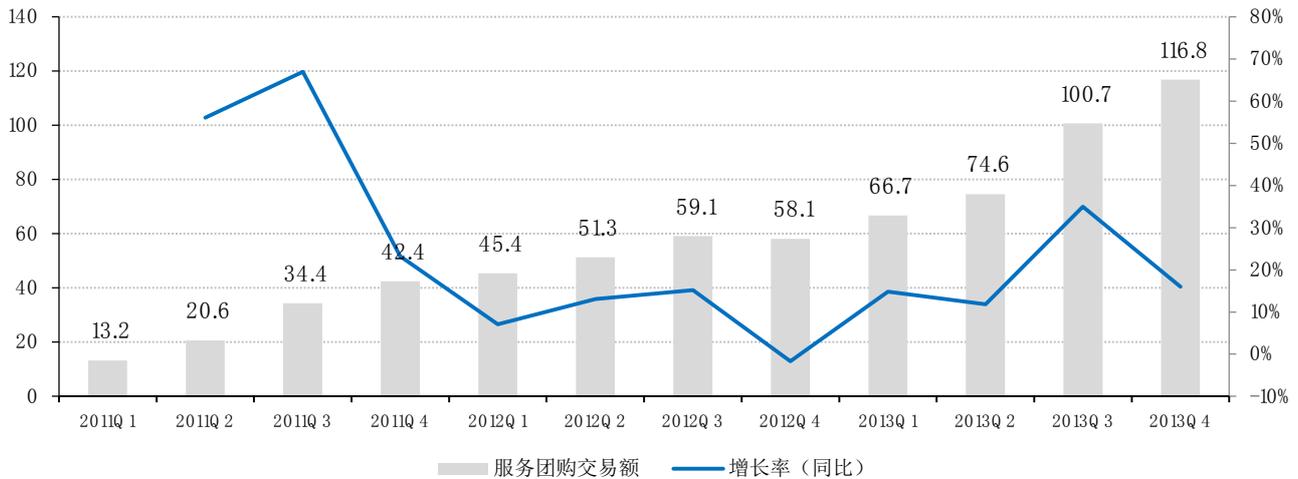
图 21：千团大战分三个阶段：先拼资本，再拼供给，最终拼管理



数据来源：团 800、国泰君安证券研究

图 22：团购行业整体交易额经历前期爆发增长，中期调整与后期转型三个阶段

服务团购市场季度交易额（单位：亿元）



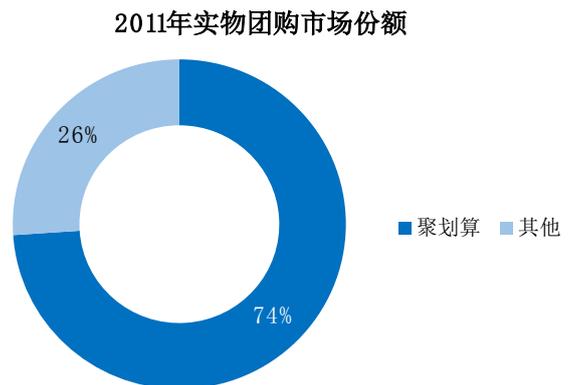
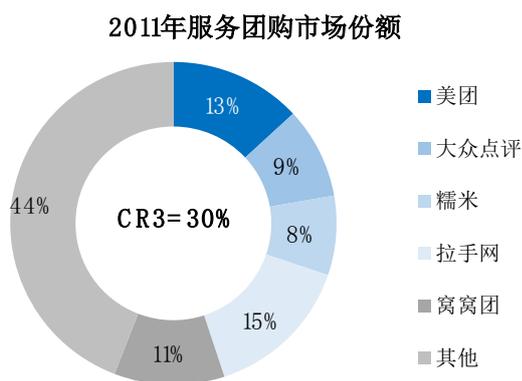
数据来源：图 800、国泰君安证券研究

2010 年至 2011 年上半年，资金推动下团购网站野蛮生长。Groupon 模式在国外取得成功，满座网作为中国第一个上线的团购网站，拉开了千团大战的序幕。继满座网上线之后，美团网、聚划算等网站相继上线。巨头与创业者携大量资金涌入这一行业，团购网站数量飙升至 2011 年 7 月份的 5188 家。

实物团购领域胜负已分，聚划算一家独大。阿里凭借电商领域的物流、资金等优势，推出聚划算实物团购平台，对实物团购这一细分种类早早完成了收割。

图 23：2014 年团购市场格局基本稳定

图 24：实物团购领域胜负早已分出，聚划算优势巨大



数据来源：图 800、国泰君安证券研究

数据来源：图 800、国泰君安证券研究

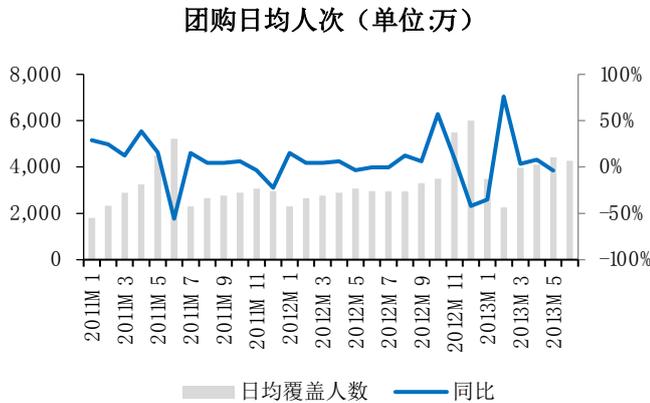
2011 年下半年至 2012 年上半年，进入资本寒冬期，倒闭潮来临。Groupon 两度推迟上市，上市后股价也暴跌破发。其盈利模式遭到质疑，在减去高额的营销费用之后，利润呈现大额负值，而补贴营销也并未提高团购会员忠诚度。国内，拉手网由于经营模式单一、财务处理等问题 IPO 失败。至此，团购网站数量出现拐点，急转直下，24 券等获得融资的团购网站也出现倒闭情况。资本市场也由狂热转为寒冬，团购行业融资数额

骤降。

随着资本的撤离，团购市场规模的扩张速度也开始放缓。同比增速 2011 年第二季度的 67% 下降到 2012 年第一季度的 7%。

图 25: 团购日均人次增长在 2011 年之后趋于平缓

图 26: 团购项目平均折扣随着团购大战平息逐步收紧

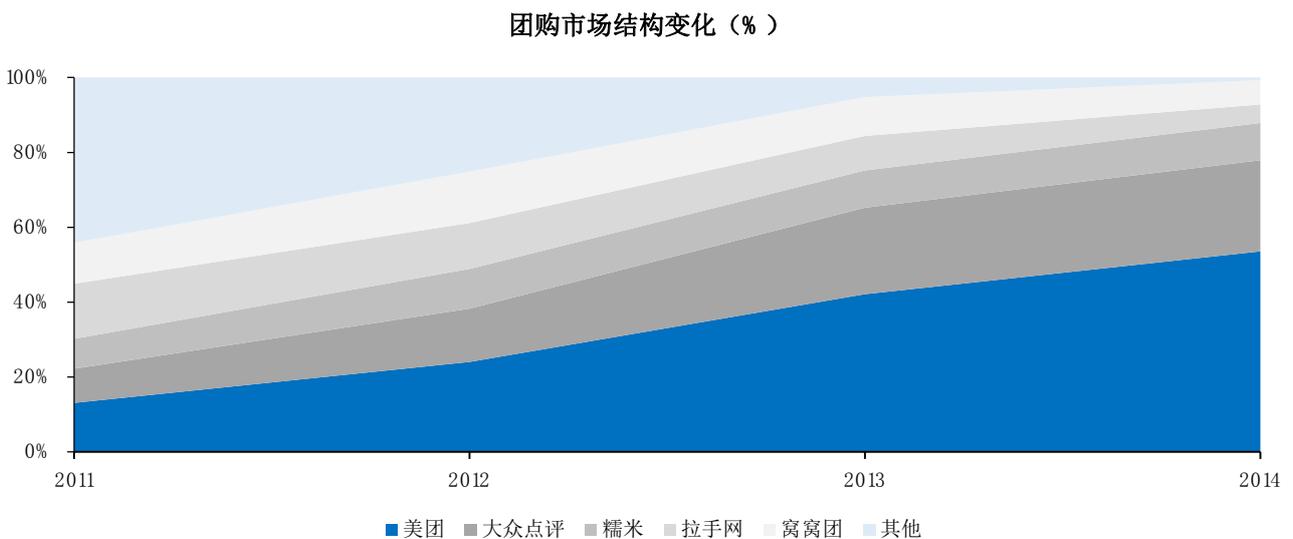


数据来源：电子商务中心、国泰君安证券研究

数据来源：电子商务中心、国泰君安证券研究

2012 年下半年至 2014 年上半年，团购行业完成洗牌，美团绝对领跑。以窝窝团、美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。前期更早注重产品、运营的团购网站也逐渐发挥优势，获得融资，完成行业战场的收割。2014 年上半年，市场形成“一超两强”的格局，美团网市占率达到 56%，标志着千团大战的上半场基本结束。

图 27: 团购市场最终美团市占率达到 56%，标志着上半场格局已定



数据来源：团 800、领团网、国泰君安证券研究

表 5: 2008-2014 年团购大战第一阶段大事记

阶段	时间	参与方	主要事件
2008-2010: 团购模式兴起, 海外快速发展			
诞生	2008.11	Groupon	Groupon 成立
	2009.6	Groupon	Groupon 上线 7 个月盈利, 融资 1.4 亿美金
2010-2011.7: 中国团购大战第一阶段			
爆发	2010.1	满座网	中国第一家团购网站满座网诞生
	2010.3-6	-	主要玩家入局: 美团、拉手、24 券、窝窝团、糯米、大众点评
	2010.3	美团网	美团网上线, 订单数快速增长
	2010.5-10	美团网	5 月西安、武汉代理站发展; 8 月广州代理站建站; 9 月天津站上线 (直营站);
	2010.5-10	窝窝团	窝窝团截胡美团收购济南 0531 团购王,
	2010 下半年	拉手网	获得 50 万天使投资后继续融资 500 万美元及 5000 万美金, 计划短期覆盖 200 个城市, 广告铺天盖地
	2010.1	拉手网	拉手网知名度与流量快速提升, 并超越美团。
	2010.12	美团网	美团完成 A 轮融资, 红杉资本 2000 万元
	2011.2	美团网	美团网已经建站 20 多个, 覆盖重要省会
	2011.3-5	美团网	3 月底美团上线 40 个城市, 5 月美团网分站数量达到 100 个;
	2011.5	窝窝团	窝窝团挖角拉手网华东大区经理
	2011.6-7	窝窝团	美团网广州、上海城市经理喂窝窝团挖走
	2011.4	大众点评	大众点评 C 轮融资 1 亿美元
	2010-2011.4	拉手网	拉手网完成 3 轮融资供给 1.6 亿美元
	2011 上半年	-	团购网站为争夺优质商家, 发起包销模式, 承担库存风险
	2011.8	美团网	美团被迫跟进包销模式
	2011.6	Groupon	Groupon 申请上市, 估值 250 亿美金
	2011.6-12	聚划算	聚划算取得实物团购市场绝对领先
	2011.6	-	团购行业企业数达到巅峰, 行业有超 5000 家团购企业
	2011.7	美团网	美团在北京开会, 给城市经理发放期权, 稳定军心, 发出冬天论预警
2011.7	美团网	美团网 B 轮融资 5500 万美金到账	
2011.7-2012.8: 资本寒冬降临, 行业转折点			
遇冷	2011.7-12	-	资本寒冬降临, VC 焦虑投资收紧, 2VC 模式计提死亡 (拉手、24 券)
	2011.11	Groupon	Groupon 上市前累计融资 11.6 亿美金, IPO 估值 100 亿美金
	2011.8	24 券	拖欠商家账期, 拖欠员工工资
	2011.9	窝窝团	窝窝团裁员, 人数从 5000 人裁到 2000 人
	2011.9	美团网	召开城市经理大会, 抓住对手破绽, 血战 50 天, 超越拉手窝窝
	2011.11	美团网	美团业绩比 10 月增长 40%, 成为行业第一
	2011.11	美团网	阿里巴巴 B2B 高管于嘉伟加入美团, 并着手进行销售团队调整与制度调整
	2012.8	Groupon	Groupon 股价跳水, 市值跌至 22 亿美金
2012.8-2014: 美团逆势翻盘, 行业上半场格局已定			
终局	2012.12		行业风停, 千团大战实质性结束, 剩余 2000 余家团购网站但多为僵尸网站
	2012.12	美团网	奠定整体优势, 年底市场份额达到 30%
	2013	美团网	美团拥抱移动互联网, 市占率遥遥领先
	2014	美团网	美团市占率超过 56%, 市占率处于领先地位。

数据来源:《九败一胜》国泰君安证券研究

2.3. 从先做大再竞争，到先下手为强

平台模式的诞生将商战的爆发时点从行业生命周期中后期提前到了发展初期：平台具有突破临界点后爆发性增长且赢家通吃的发展规律，因此互联网时代的商业战方法论，从先做大再竞争，进化成为先干掉对手达到规模爆发临界点，再凭借网络效应迅速扩大规模。

互联网平台模式基于网络效应和转换成本筑壁垒，龙头凭规模普遍赢者通吃。网络效应包含同边和跨边网络效应，同边网络效应即当一边市场群体用户规模增长时，将会影响同一边群体用户的效用；跨边网络效应则指一边用户增长将会带来平台另一边群体使用平台效用提升。

平台模式存在的意义是为了捕捉多边市场间的网络效应，同边与跨边网络效应增加了平台两端使用者进驻平台的效用，实现快速增长。而网络效应带来的规模优势，与高转换成本一起构成了极其宽广的护城河。因此同边网络效应、跨边网络效应、转换成本越高，平台越容易出现赢者通吃，独家垄断的情况。

表 6：平台模式普遍赢者通吃

	跨边网络效应	同边网络效应		转换成本		赢家通吃现象 (龙头市占率)
		第一边	第二边	第一边	第二边	
旅游 OTA	+++	机票酒店 -	消费者 ++	机票酒店 中	消费者 低	携程网 近 60%
外卖	+++	餐饮门店 -	消费者 +++	餐饮门店 中	消费者 低	美团约 60% 饿了么约 40%
出行平台	+++	司机 -	出行人 +++	司机 中	消费者 低	滴滴垄断出行市场
点评团购	+++	商家 -	消费者 ++	商家 中	消费者 低	Groupon>55% 美团垄断
PC 操作系统	+++	软件开发商 倒 U 型	用户 +++	软件开发商 高	用户 高	Microsoft >95%
在线出版	+++	作家 -	读者 ++	作家 高	读者 中	起点中文网 71%
在线购物	+++	商家 -	买家 +++	商家 高	买家 低	淘宝 >70%
社交软件	++	广告商 -	用户 +++	广告商 低	用户 高	微信
人才招聘	+++	企业 +	求职者 -	企业 低	求职者 低	前程无忧 约 30%
购物商城	++	品牌商店 -	消费者 倒 U 型	品牌商店 高	消费者 低	区域第一名 <20%

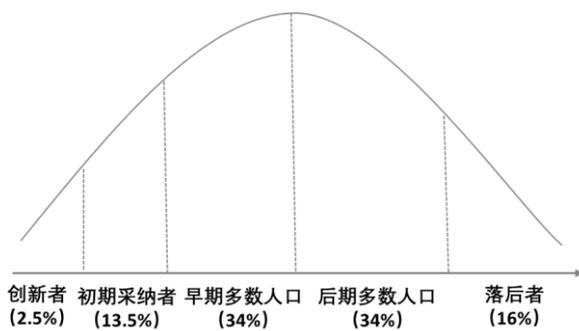
数据来源：《平台战略》、国泰君安证券研究

平台发展存在爆发临界点，突破后用户数量将爆发增长。以实际用户数量为度量，平台发展规律呈现慢-快-慢的 S 型曲线，平台创立初期，多数用户持观望态度不愿加入，突破爆发临界点后在正的同边和跨边网络

效应下客户数量爆发式增长。

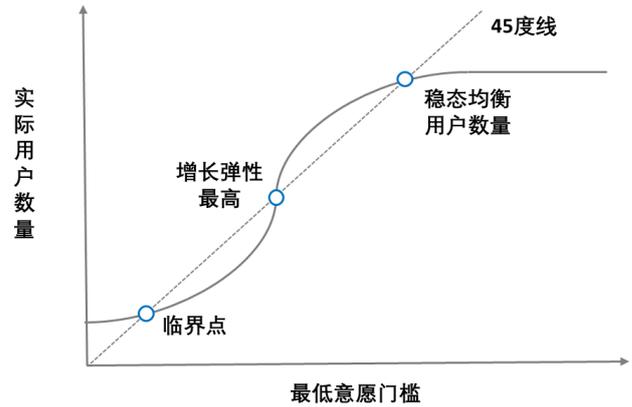
在充足的资本支持下，靠补贴推动平台两边用户规模迅速达到临界点成为了取胜关键。由于用户缺乏渠道忠诚度，团购网站必须对平台双方进行高额补贴，推动用户规模迅速达到临界点。此时，资金实力成为影响初创/成长期平台发展的决定性因素，利用早期流量的低成本激发网络效应，并配合转换成本构筑壁垒。

图 28：消费者对新产品的接纳过程近似正态分布



数据来源：国泰君安证券研究

图 29：突破临界点后用户数量迎来爆发增长



数据来源：国泰君安证券研究

2.4. 商战方法论：高效烧钱，区域垄断，地推为王

团购重线下、重运营，区域割据的特征决定了千团大战是一场需要逐个区域争夺，从区域垄断到城市垄断再到全国制霸的持久战。2010 年的团购大战中参与方的战术打法、执行效果，也为后续本地生活领域包括出行、外卖、社区团购等重要战役提供了宝贵经验。

➤ 资金使用节奏和方向：“烧钱”烧在哪里？

没有任何一次商业大战是仅仅依靠资金实力雄厚就能够轻易赢得胜利的。资本可以帮助在最初取得优势，但最终一定会回到比拼企业战略判断与运营能力上。

对于团购为代表的本地生活服务而言，平台无品牌，同质化竞争，C 端无粘性，补贴和降价拉新效果明显，短期流量可实现快速增长。但留存和复购需要比拼供给侧。所以补贴“烧钱”的节奏和方向很重要。

初期需要依靠资本优势迅速拉新，单子卖的出去上量来激活网络效应，主要考验资本实力，重点补贴 C 端，同时，拓站对初期启动网络效应至关重要，大量资本用于快速开设分站；中后期团购产品的品质、创新、商家供给侧的质量是竞争核心，但更加考验 BD 团队的素质和价值观。

表 7：千团大战中战术层面核心问题及大战经验

问题归类	关注焦点	打法经验
------	------	------

资金使用节奏	“烧钱”都烧在哪里？	补贴和降价拉新效果明显，初期快速拓点开战及拉新消耗大量资本；但中后期更加快更考验供给侧商家、产品品质和 BD 团队素质。
营销推广策略	线下广告 VS 线上营销	2B 端地推>广告，2C 端广告线上效率远高于线下。
产品和品类选择	实物 VS 服务	本地生活服务企业的优势在服务消费，而不是实物团购。
地推战术	如何“开城拓站”：区域拓展打法经验	冷静分析市场选择进攻方向；集中兵力形成区域优势，单量会快速提高；关注产品品质差异化竞争。
地推团队管理	地推团队如何管理	集中优秀人才到竞争激烈的区域，加大培训力度，狠抓拜访率提升技能及信心。
扩张模式选择	直营 VS 代理	跑马圈地快速拓站期代理方式快速抢占市场，但大战挤压利润率影响代理商持续经营能力，中后期直营模式保证体验与效率。

数据来源：《九败一胜》、国泰君安证券研究

➤ 营销推广策略：线下广告 VS 线上营销

2B 端地推>广告，2C 端广告线上效率远高于线下。面向商家的品牌广告是无效的，在商家端再多的广告投放都不如有执行力的线下队伍；面向消费者端，线上广告性价比远大于线下广告。广告投放如果找代理，平台无法衡量效果，需要了解客户的渠道来源、消费情况、复购率等一手数据。

➤ 产品和品类选择：实物 VS 服务？

服务的核心能力在地推团队管理，实物的核心能力在供应链能力，创业企业的优势在服务消费，在线下。实物团购创业企业并不占优势，无法与聚划算背后的淘宝在流量、SKU、用户体验、物流等供应链管理能力上竞争；而服务类团购则是未来本地生活服务的主流，也是生活服务创业企业的差异化竞争点。

➤ 地推战术：如何“开城拓站”，获得区域胜利的经验

本地生活服务的竞争，要么垄断供给，要么垄断需求。一二线城市垄断商家的难度大，但小城市因为商家数量少，垄断商家难度小。所以在小城市，“胜敌”意味着“溃敌”，而在大城市“胜敌”不能“溃敌”。如果你能溃敌，就有根据地能盈利了。因此胜利者在尾部城市赚钱，而竞争的失败者会把尾部城市站点关闭。

分胜负，就是比体量和比财务状况。你的体量大，但是亏了很多钱，你也很难胜出。体量大，亏的钱和竞争对手差不多，那就有机会。

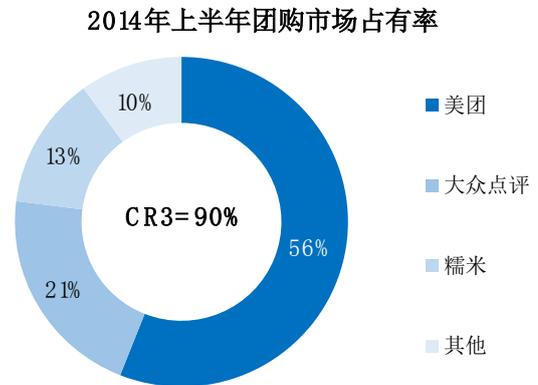
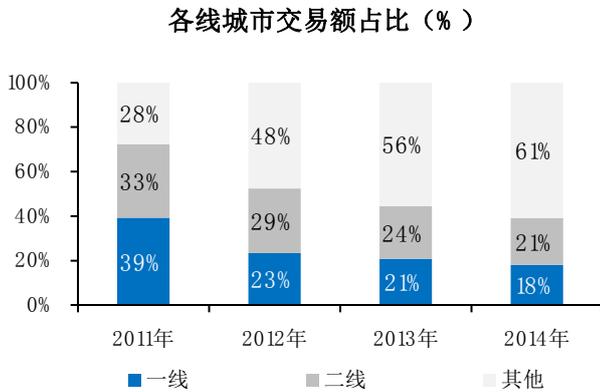
在具体地推争夺战中，需要冷静分析市场，集中兵力形成区域优势，关注产品品质差异化竞争。本地生活服务是寻求区域性垄断，积小胜为大胜。选择重点区域的时候需要对市场进行分析，对于市区很小，周边区域镇很大的城市，应当集中兵力优先在市区内突破；集中兵力在某个区域形成优势，单量和交易额会快速提高；选择团购产品时，应当注意差异化竞争与产品品质。

在城市选择上，农村包围城市的打法资金使用效率更高。美团选择了率先占领资金关注度低、边际回报率更高的二线城市。其在 2014 年占据

了三四线城市 70%以上的份额。一方面，二线城市虽然单个体量不大，但是数量众多，总的体量很大，可以为一线城市的持久战提供一定的根据地。另一方面，低线城市必然是后半段战争的焦点，率先进入者的先发优势明显。

图 30：团购从一二线开始逐步向低线城市渗透

图 31：到 2014 年美团已经全面领先，胜负已定



数据来源：团 800、国泰君安证券研究

数据来源：团 800、国泰君安证券研究

➤ 团队管理：如何管理地推团队并激发战斗力？

集中优秀人才到竞争激烈的区域，加大培训力度，狠抓拜访率提升技能及信心。区域人才管理上，评估城市现状与发展潜力，了解城市经理能力，不停地换人调动，优秀的人才选到竞争激励，管理难度大的大城市；面对竞争压力大，离职率高的情况，采用内部提拔、外部挖人、其他地区调派多种形式结合；加大培训力度，新人入职 3 天培训，安排导师，以及晚上复盘；狠抓拜访率，拜访率越高，结果越多，技能提升越快。

➤ 扩张模式选择：直营 VS 代理？

跑马圈地快速拓站期代理方式快速抢占市场，但大战挤压利润率影响代理商持续经营能力，中后期直营模式保证体验与效率。团购开站分为直营和代理两种方式。在行业初始阶段，直营开站很慢，一年才能开 6 个，美团除了上海/天津以外全部都是代理商做起来。也会采用收购的方式，收购本地团购网站转为美团分站。

在 2010 年 9 月竞争加剧之后，行业毛利率快速下滑，导致代理商经营压力陡增，代理商存在退出现象，无法与公司共进退，无法忍受行业大战带来的经营压力，持续经营能力存疑；同时考虑到代理商素质良莠不齐，无法保障用户体验，因此 2010.11 月再次收回 31 个分站做直营。

2.5. 模式会持续迭代，多快好省的价值主张始终如一

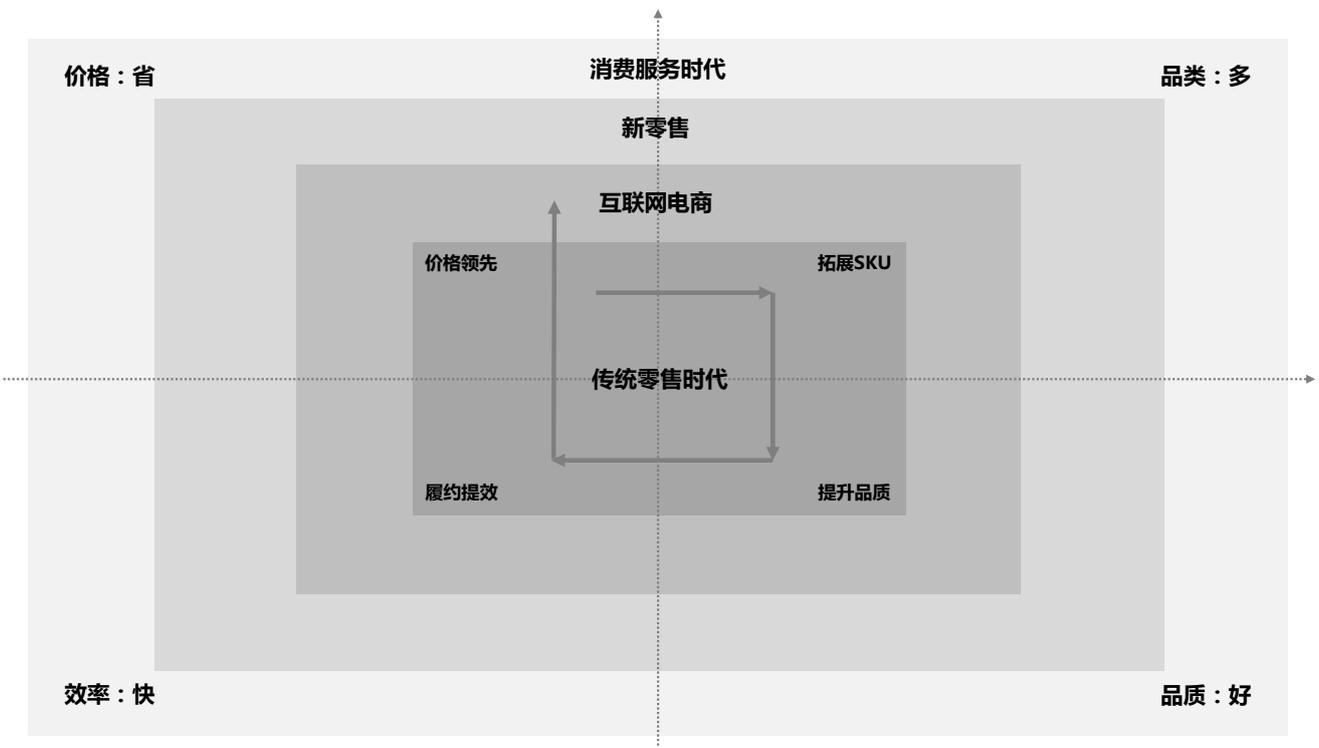
消费者“多快好省”的需求对应供给侧商家“品类、效率、品质、价格”的价值主张。消费者对于商品和服务“多、快、好、省”的需求始终不变，

零售与本地生活服务提供商需要始终在价格、品质、品类、效率四个维度选择适合自身的价值主张。

一个典型的渠道/服务升级过程往往从价格起，向 SKU 拓展，随后实现品质升级，并在整个过程中伴随着履约效率的提升。

- **价格领先往往最先吸引消费者，开启新一轮消费业态升级。**短期的价格领先可能来自于资本推动下的补贴，用于最初的拉新与引流，但长期的价格领先无不是来自于产业链效率带来的消费者红利。
- **品类扩张成为服务/商品提供商获得价格优势后的必然选择。**SKU 的扩张是对商品商家而言是对其供应链能力的初步考验，对服务提供商而言，考验的是 BD 团队。
- **品质提升是品类扩张后的最重要方向。**消费者需求持续升级，韩各样经历了前期价格领先、SKU 拓展，大量中小玩家出清，进入到寡头竞争阶段。行业从比拼资本实力进入到比拼运营，考虑到多数商品及服务行业是同质化竞争，商品与服务的品质成为差异化突破点。
- **履约提效作为基础设施能力，始终贯穿需求循环过程。**履约效率始终是构成购物体验的重要环节，是供应链管理能力的表现结果。

图 32：服务与商品消费价值主张循环：多、快、好、省



数据来源：国泰君安证券研究

团购的商业模式在千团大战过程中向“到店服务”模式持续迭代，最终的成熟模型相比初始模型已经大不相同。但通过高效连接人与服务以让利

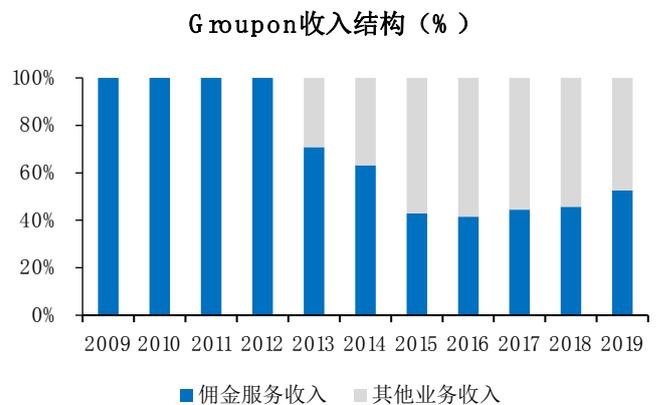
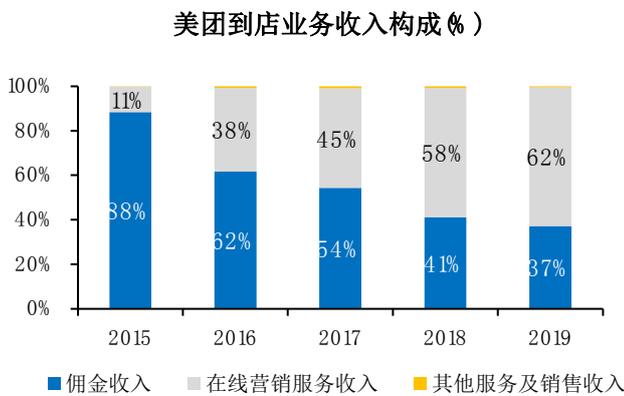
消费者，提供“多、快、好、省”消费体验的价值主张始终是进化迭代的方向。

进化方向一：丰富内容生态，B端营销服务收入多元化。内容生态与消费决策信息辅助成为补贴政策收紧后的引流驱动力。团购平台打通了广告与营销业务，营收结构从最初的依靠交易额收取佣金变为营销业务为主。

美团的到店业务为例，其营收由佣金占比80%以上，再到广告占比60%以上。美团的佣金率也始终维持在2%-6%之间，而Groupon同期则达到30%-50%。

图 33：商户营销收入逐步成为主导

图 34：Groupon 的收入结构此前仍以佣金收入为主



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

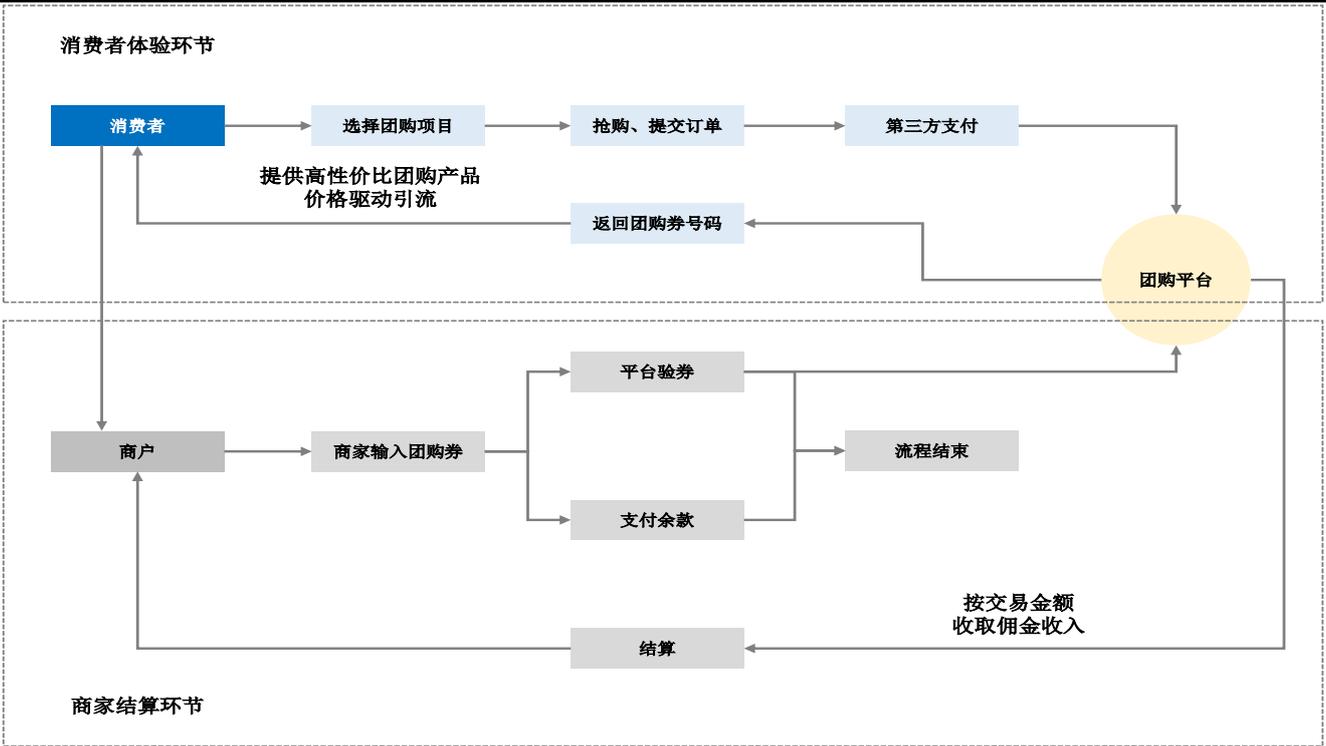
进化方向二：供给多元化，产品在线时间延长。以Groupon为代表的“一日一团”虽然十分有利于打造爆款，但其本质会减少团购可以覆盖的消费者类型，也不利于积累内容向综合本地化生活平台拓展。所以，从2012年3月开始，美团将七日团改为尽量延长项目期限，这使得平台SKU数量急剧上升，跨边网络效应提高。

进化方向三：业务衍生至服务消费全流程，构建闭环。团购的商业模式从交易环节向信息决策辅助、社交分享等服务消费全流程渗透，并为商家提供运营管理程序，覆盖从消费服务，到B端商家服务的闭环。

最初的团购流程是消费者在线上购买团购券，线下交付至商家，商家服务并拿券兑换金额。这种模式过于局限，仅仅完成整个服务的交易，而没有接触到服务本身以及商家提供服务的过程。

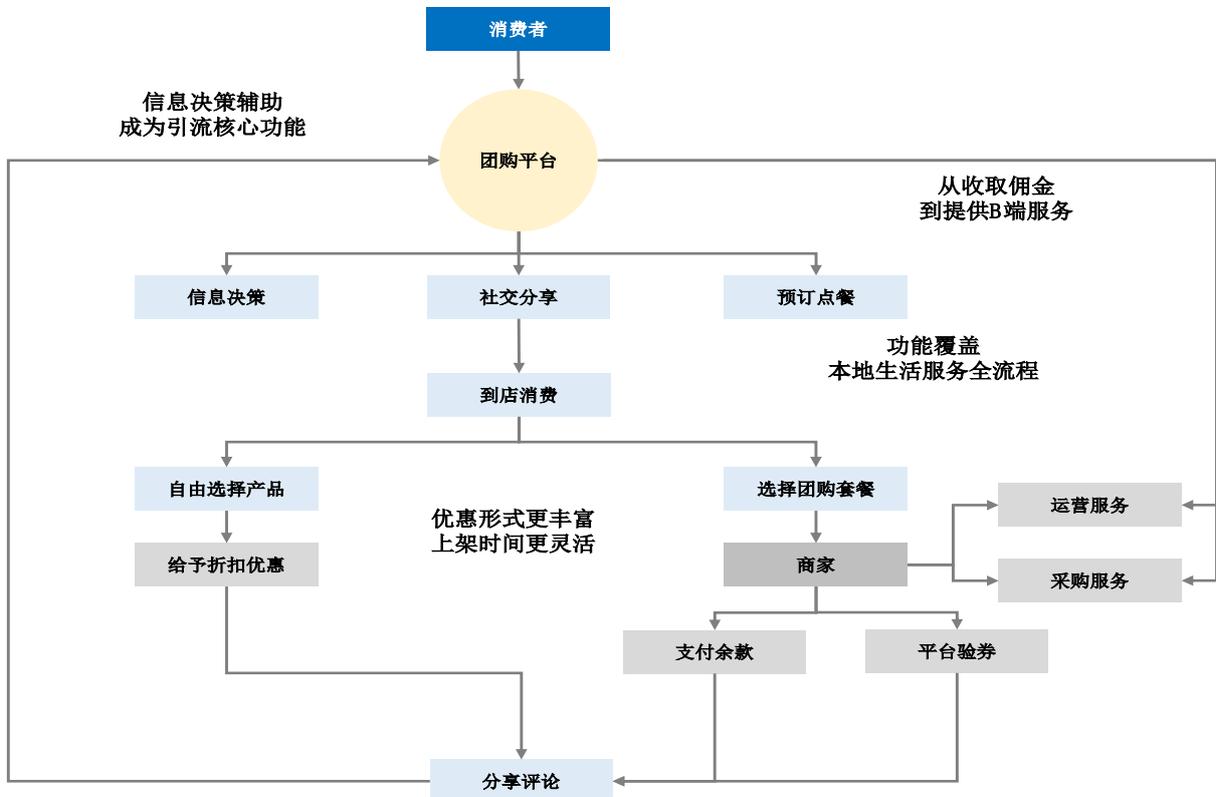
后期团购平台将业务的范围扩张到消费者购买团购券到结束服务的全流程。大众点评推出“闪惠”，消费者可以在产品进行预订、支付及服务后的评价。团购向B端延伸，对B端商户提供服务。团购平台对商户推出运营管理的程序，来帮助商户更好、更有效率的提供服务。

图 35: 团购商业模式最初的消费者、商家、平台业务模式



数据来源: 国泰君安证券研究

图 36: 从团购向到店业务商业模式的全面进化



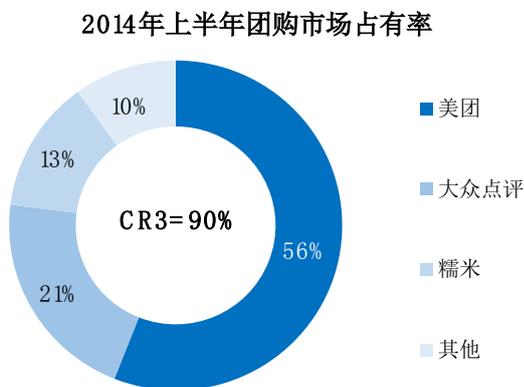
数据来源: 国泰君安证券研究

3. 春秋入战国：BAT 博弈美团绝处逢生，合并点评 终成一极

3.1. 下半场寡头资本博弈：美团、点评与糯米的三国杀

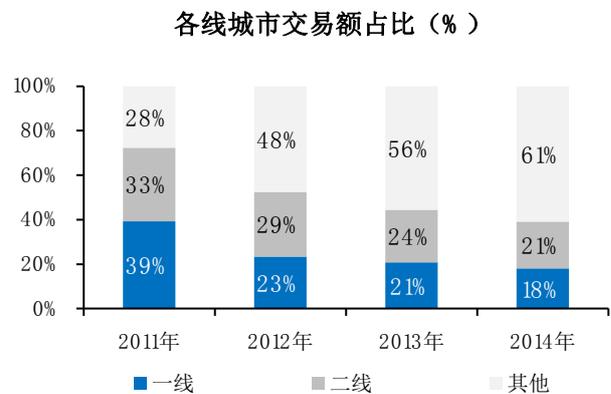
资本寒冬降临团购上半场结束，美团、点评与糯米崭露头角形成寡头博弈格局。2014 年上半年，团购市场份额分别为：美团 56%、大众点评 21%，糯米网 13%，三大巨头合计市场份额超 90%。团购三大龙头背后则分别是阿里、腾讯与百度互联网三巨头支持。行业实际上进入到巨头支持下的资本博弈阶段，美团、点评与糯米成为巨头进军本地生活服务的博弈棋子。

图 37：2014 年起团购市场进入寡头博弈阶段



数据来源：团 800、国泰君安证券研究

图 38：团购从一二线城市开始逐步向低线城市渗透



数据来源：团 800、国泰君安证券研究

3.2. 阿里为何投美团：口碑聚划算踌躇不前，选择并不多

彼时阿里在团购市场布局主要为旗下的口碑网和聚划算，但二者因多种原因表现不佳：

口碑因公司合并架构整合等问题业务停滞不前。口碑网成立于 2004 年，为阿里第 46 号员工李治国创立，在阿里体系中定位本地生活服务平台。但后续因与雅虎中国整合后组织架构持续条获赠，业务停滞，至团购大战第一阶段中并未能够获得更高市占率，因此在 2011 年阿里巴巴“因某些原因暂时关闭”了口碑网。直到美团转投腾讯阵营后，阿里才与蚂蚁金服一起再次重启口碑。

表 8：口碑网团购大战第一阶段发展不顺，后为抗衡美团投奔腾讯重启

时间	主要事件
2004.6	阿里第 46 号员工李治国创立，通过整合原有易贷网等资源，口碑网正式上线，以“生态模式”向线下扩张，平台开放支付、会员、营销、信用、社交关系链等九大接口，引入更多的系统商、服务商共同为线下商家提供价值。

2006.1	阿里巴巴注资口碑网，这也是阿里巴巴首次注资其集团外部企业。口碑网进入阿里集团的发展纵队，不仅使阿里巴巴所倡导的电子商务理念成功进入百姓生活消费领域，也为口碑网自身迎来了快速发展的契机。
2007年初	口碑网的用户已经突破 300 万，这也预示生活消费平台已经接近爆发点。为了推动口碑网所引领的生活消费平台的发展，阿里巴巴集团也为口碑网倾注了巨大资源。
2008.7	口碑网与中国雅虎整合，口碑进入架构调整期，业务停滞不前。
2009.9	口碑网并入淘宝网，正式进入到阿里集团大淘宝战略，但其本地生活服务定位并未能与淘宝网有效协同
2010-2011	团购大战第一阶段中，口碑网独立发展，但市占率并未能跻身前三。
2011	口碑网“出于一些原因暂时关闭”
2011-2014	阿里投资美团后，美团引入腾讯投资平衡 AT 势力，阿里后宣布退出美团；
2015.6	阿里与蚂蚁金服共同注 60 亿元资重启口碑平台
2015.9	口碑正式启动“全民开店”计划（也称“百万招聘”计划），计划逐步投入 10 亿元在全国范围召集百万口碑客，两个月吸引 100 万商户入驻
2015.11	口碑正式发布开放平台，向线下商家开放平台流量、会员营销、支付体系和大数据运营等四大能力，帮助商家更简单、更高效的做生意
2015.12	口碑联合 30 万商家共同打造“1212 支付宝口碑全球狂欢节”，活动共计吸引 2800 万人参加，一天内为线下商家带来超过 1951 万会员
2016.1	阿里巴巴集团公布 2015 年第四季度财报。财报显示，上线半年的口碑平台日均交易笔数已超过 500 万笔，2015 年第四季度交易额超过 158 亿元
2018.1	2018 年 1 月，口碑正式被纳入阿里新零售体系。

资料来源：《阿巴传》、《阿里局》、《马云内部讲话系列》、国泰君安证券研究

聚划算在阿里体系定位以防御为主，在服务团购业务领域不温不火，贪腐问题打击元气。考虑阿里自身资源能力禀赋，聚划算业务最初定位以实物团购为主，主要是基于淘宝生态，作为淘宝的战略延伸，防止团购业务冲击阿里核心的淘宝生态体系，因此在业务扩张边界方面战略保守。此外，2012 年 7 月聚划算总经理阎利珉因个人贪腐问题被免职，聚划算元气大伤，在团购大战中逐步处于劣势。

表 9：聚划算聚焦实物团购，受自身在集团内定位及贪腐问题在服务团购市占率不高

时间	事件
2010/3/22	淘宝聚划算平台上线开团
2010/9/9	奔驰 smart 团购成国内最大宗团购，205 辆 smart3.5 小时团空
2010/10/18	聚划算推出本地化服务，首个地方站：上海站试运行
2010/10/28	世博会英国馆圣殿种子团购，2 分 5 秒团空 1 万颗圣殿种子
2011/2/23	聚划算本地化服务发布全国合作计划
2011/5/27	聚划算夜场开团
2011/6/2	万人定制奥克斯空调团购
2011/6/11	新疆哈密市哈密瓜开团，拉开原产地农副产品团购序幕
2011/7/7	聚蕉行动：9 大城市，14.5 万名网民爱心接力解“蕉急”，成草根公益新模式
2011/7/14	澳门豆捞，国内首个本地化团购 1000 万元大单诞生
2011/8/4	设计师频道（D2C）上线
2011/9	聚名品、卖家团频道上线
2011/10/20	阿里集团宣布旗下团购平台聚划算分拆，聚划算正式独立运营
2011/11/18	聚菜行动：2 个城市，4.2 万网民网友团购 30 万斤蔬菜，缓解菜农卖菜难

2011/12/12	千团大战单日成交额达 2.82 亿
2011/12/19	年货大团购一周成交 4.64 亿,帮助聚友节省 6 亿; 淘宝首次上线双十二大促
2011/12/28	发布 2012 开放战略,2011 年交易额破 100 亿,帮助 1083 万人省了 110.5 亿
2012/7/1	聚划算总经理阎利珉却因贪腐被免职
2012/7/24	阿里巴巴集团发布新的组织架构调整,聚划算为“七剑”之一。新的七大事业群为:淘宝、一淘、天猫、聚划算、阿里云、淘云盘、阿里国际业务以及阿里小企业业务。阿里巴巴集团称,“七大事业群”在集团协调下统一管理
2013/5/1	阿里巴巴集团创始人马云先生辞去总裁一职
2014/1/1	官方称聚划算将从简单的销售平台转变为品牌基于限时特惠模式的体验式营销平台
2014/3/27	众安保险公司联合聚划算,创新推出以保代费的“参聚险
2015/4/1	成立倚天会,公布四个主要项目:和 KA 商家的合作、量贩团、进口货、抢先购。
2016/12/2	天猫团队和聚划算团队将全面一体化,天猫将成立三大事业组、营销平台事业部和运营中心,变阵为以“三纵两横”的网状协同体系加若干独立事业部的全新架构
2017/4/26	《营销平台基础招商标准》和《营销平台商家管理规则》进行公示,不仅用于营销平台所有业务,后续将持续适用于超级品牌日等
2019/1/1	阿里决定对聚划算重新进行架构调整。在这次持续了一个多月的调整中,聚划算的团队重新拆分,向大聚划算事业部独立汇报业务。此外,阿里将淘抢购和天天特卖板块并入聚划算,针对每个板块,给出明确定位——淘抢购主打限时抢购,天天特卖面向产业带工厂,聚划算运营品牌下沉。
2019 年 3 月份	阿里巴巴全面启动聚划算,蒋凡制定三个目标:一是让低线城市及乡村消费者能够买到质好价优的商品;二是为品牌和商家赢得更多的消费者搭建平台,以低线市场的消费者为核心;三是帮助中国的制造企业转型升级,同时帮助中国更多原产地农产品上行。
2019/6/18	发布天猫 618 新客计划;淘系公开史上最大规模的“千万爆款打 call 团”玩法:通过聚划算,天猫平台预计每天产生 10 个“千万爆款团”、100 个“百万爆款团”,连续 18 天冲刺品牌主力爆款,推高交易额。
2019/12/11	12 月 11 日,聚划算“百亿补贴”正式上线,聚划算方面称,优惠活动将成为常态。此前数据显示,不到两周时间内,聚划算累计访问已经突破 5000 万人次;聚划算百亿补贴活动在 0:00 正式开始
2020 年疫情期间	聚划算通过“爱心助农”专线加百亿补贴,不仅打通了农户和消费者之间的障碍,更有效地推动了产品的销售和转化。仅“鸡蛋补贴”一项活动,就上线了超过 500 万颗鸡蛋,大大缓解养殖业农户积压压力
2020 年 10 月份	聚划算再次把补贴推向餐桌,推出 10 亿餐桌补贴,让一些超值爆品有了爆炸的价格,比如原产地来自黑龙江的十月稻田的五常大米,5 斤仅售 19 元,和普通大米的价格相差无几,以及大闸蟹、红石榴等一系列特产爆品

资料来源:《阿巴传》、《阿里局》、《马云内部讲话系列》国泰君安证券研究

3.3. 腾讯加码点评, BAT 博弈战略相持, 美团渐处劣势

进入团购大战下半场的美团并没有上半场一般的优雅,在腾讯支持下的大众点评对美团展开了凌厉攻势,闪惠模式的推出一度将美团逼至绝境。

大众点评以餐饮为基础,全面进军本地生活服务,与美团形成相持。大众点评作为成立了近 10 年的老牌生活服务公司在 2010 年之前发展相对稳健,业务拓展速度较为缓慢。团购大战中,点评以餐饮为根据地,凭借本地生活服务信息平台优势崭露头角,顺利进入大战下半场寡头博弈。

相比较美团在电影、酒店、外卖市场进行投入,大众点评在餐饮基础上,向美妆、婚庆等低频高价服务市场扎根。同时,在外卖等新兴崛起的本

地生活服务业务上，大众点评通过投资饿了么、美餐网参与竞争。

2014 年获腾讯战略投资后，大众点评对美团展开全面进攻，战事再度升级。2014/2015 年点评先后获得 4 亿及 8.5 亿美金融资，开始发力海外业务，并在三四线城市向美团根据地进攻。

表 10：点评融资历程：腾讯在 2014 年加码大众点评，行业进入战略相持期

轮次	融资时间	具体内容
A 轮	2006 年	融资 100 万美元，由红杉资本投资
B 轮	2007 年	融资 400 万美元，由 Google 投资
C 轮	2011.4	融资超 1 亿美金，有挚信资本、红杉资本、启明创投及光速创投联合投资
D 轮	2012 年	融资 6000 万美元
E 轮	2014 年	腾讯 4 亿美元投资获得 20% 股份
F 轮	2015 年	融资 8.5 亿美元，有腾讯、淡马锡控股、万达集团和复星集团投资
合并后美团点评		
E 轮	2016.1	融资 33 亿美元，估值超 180 亿美元，有腾讯、DST/挚信资本领头
F 轮	2017.1	融资 40 亿美元，估值 300 亿美元，有腾讯领投

数据来源：投中网、国泰君安证券研究

点评推出“闪惠”服务，微信对闪惠开放一级入口，对美团团购模式构成巨大威胁。大众点评于 2015 年 4 月推出“闪惠”模式，对团购模式形成代差式打击，在 33 个城市对美团发起进攻。

“闪惠”模式简化了交易流程，并缩短商家账期，推动点评流水爆发式增长。不同于团购需要提前购买的预付费模式，闪惠采用现付现结的模式，在交易流水、商家账期和营销自由度、突破独家保底三个方面对美团主导的团购模式构成了巨大威胁：

点评自身在餐饮端相比美团具备优势，且基于点评交互平台的用户结构与用户结构优于以交易为核心的美团。微信开放闪惠交易入口后，导流、消费、支付形成完整交易闭环。同时，点评的商户端 T+1 账期模式同样动摇了美团的 B 端根基。由此美团被迫跟随推出优惠买单模式因对，但其基于佣金+账期的现金流模型并未本质改变，账期 2 周相比点评仍存劣势。

表 11：闪惠模式相比团购模式优势明显，对美团构成巨大冲击

主要特征	闪惠交易流程	团购流程	闪惠优势
订单交易额流水提升	消费满一定金额满减	固定金额代金券，如 90 元抵 100 元	团购模式下，消费 160 元，购买 1 张 90 抵 100 元代金券并支付 60 元现金，平台流水 90 元；闪惠模式下满 100 减 10，支付 150 元，流水为 150 元
闪惠账期更短，商家营销自由度高	点评本身会提供区别于团购的促销形式提供给商户，如在点评 APP 提供“促”字图标，且账期为 T+1	团购商家结算需要约 2 周左右账期	闪惠模式下，商家的营销自由度提高，并且更短的账期使得商家更愿意在点评平台上贡献流水
突破保底独家协议	闪惠属于现场消费买单，并	预付款模式，对重点商家采取	点评闪惠模式绕开美团独家排他性保底

壁垒	不包含在独家保底协议中的条款	保底独家政策，确保优质商家竞争力，降低费用率并承诺保底消费额，但独家合作	协议，实现交易额快速增长
----	----------------	--------------------------------------	--------------

数据来源：前饿了么第一任营销总监公开发表资料、国泰君安证券研究

3.4. 资本推动美团点评合并，团购行业大势已定

相持与焦灼的最后独角兽会走向合并。滴滴与快的合并，58与赶集网合并的案例表明：同一赛道形成两家龙头相持格局后，双方均无力击溃对手的情况下，会在投资人和资金的推动下走向合并。

此时的团购市场，高额补贴推动的团购烧钱大战旷日持久，VC已无力承受几何级增长的融资规模。美团一度业务单月亏损高达6亿人民币；传统团购业务由于竞争激烈一直处于2-5%的低毛利率水平；外卖、电影票、酒店等业务处于高速发展的阶段，需要大量的现金注入。

2015年7月，百度收购糯米网，并发布“会员+O2O生态战略”，百度CEO李彦宏宣布3年内将对糯米业务追加200亿人民币投入，行业持续焦灼，烧钱大战终结遥遥无期。

2015年美团面临三大挑战：增速放缓份额下滑、点评闪惠威胁、融资波折

- 团购业务增速下滑，2015H1 大众点评+300%，糯米+200%，美团+150%，低于行业增速，市场份额在对手攻势下被蚕食；
- 大众点评闪惠模式对美团威胁巨大，且微信给予点评开放一级流量入口后，点评自身+微信生态对美团形成明显流量优势，美团在团购流量入口竞争中处于劣势；
- 美团融资遭遇波折，更高的融资金额需要更高的沟通成本个更长时间，但资本市场对团购大战结束遥遥无期失望，格局不明朗、烧钱太快、盈利未期，结合市占率的变动，融资进度放缓。

彼时美团面临三个选择：1) 并入阿里，进入淘宝生态体系；2) 合并行业第二大众点评；3) 合并糯米，继续与大众点评战略相持。

美团不甘人下，与阿里不欢而散。彼时美团尚处阿里阵营，作为支付行业龙头的支付宝出于维持自身交易优先，保证支付宝日活，并确保用户第一时间打开支付宝的考虑并未给予美团更多帮助。

美团并未能够从阿里获得更多流量支持和支付体系协助，同时王兴并不想屈居人下，成为阿里生态中的一部分。自此，美团开放了微信支付，并开始引入外界投资稀释阿里股份，同时将支付宝下放至二级支付入口，而阿里则切断了淘宝对美团的支持，并在此后陆续退出美团。

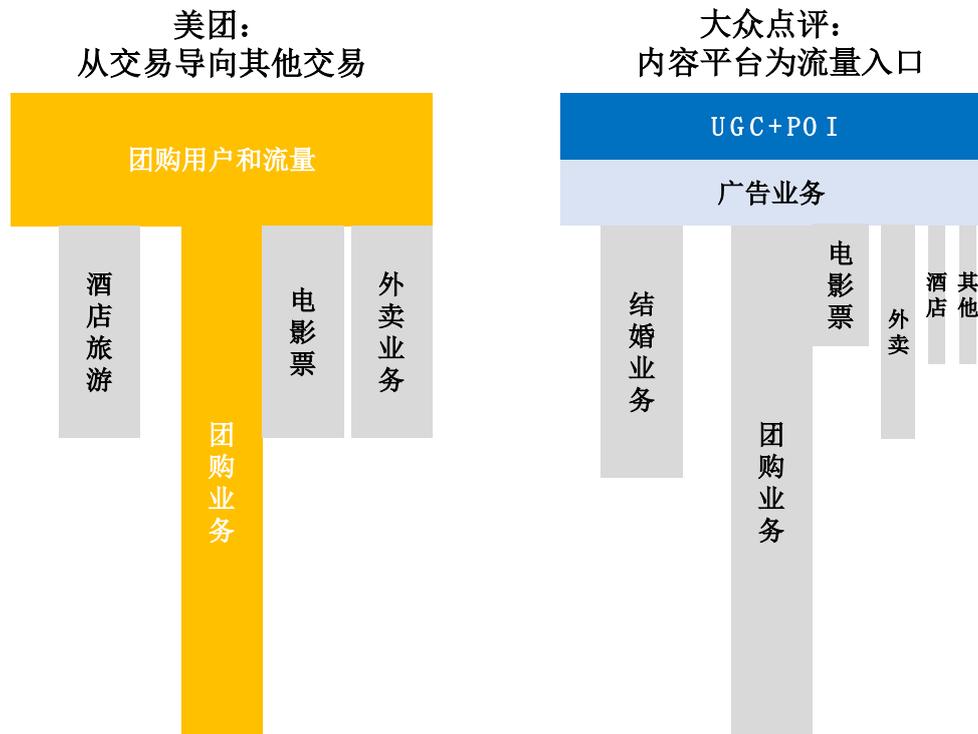
合并点评是终结大战的最优方案。尽管美团在团购大战中渐处劣势，但市占率和交易规模仍为行业第一，若美团与糯米合并，点评将处于劣势。点评作为行业第二与第一合并，终结团购大战结束旷日持久的烧钱是最优选。

美团与点评布局均为 T 字战略，但双方资源能力禀赋存在互补：

美团到店、酒旅、外卖市占率领先，三四线资源禀赋强。2015 年美团在三四线城市优势明显，业务分为到店业务、酒店旅游、外卖业务三大事业群，此外还拥有猫眼电影业务（后出售）。单一事业群战斗力强，交易规模均位居行业第一，其中团购业务市占率超 56%；酒店间夜量正赶超同程艺龙，仅次于携程+去哪儿；外卖业务与饿了么份额持平；猫眼电影出票占比近 60%。

点评的平台社交属性以及一二线城市资源更强。大众点评主要业务集中在一二线城市，业务架构包含交易平台、酒店旅游、结婚、推广、电影、丽人共计 6 大事业部，海外及到家业务为单独条线。团购和 UGC+POI 归属交易平台，结婚与推广业务部是主要收入部门。

图 39：美团 T 型战略以交易导向其他交易，点评则是平台导向交易



数据来源：前饿了么第一任营销总监公开发表资料、国泰君安证券研究

投资人及资本方终结烧钱大战的意愿助推合并交易完成。红杉资本、腾讯作为投资方从中斡旋，最终促成了美团与点评的合并。2015 年 10 月 8 日，美团和大众点评正式宣布合并，合并后的新公司估值将达到 150

亿美元。本交易得到阿里巴巴、腾讯、红杉等双方股东的大力支持。

2015年11月10日，美团和大众点评正式公布了新公司的组织架构：张涛将不再担任新公司的联席CEO，转任公司董事长，王兴将担任新公司的CEO，不再担任联席董事长。在新的公司构架里，美团的原有的T型战略在新公司继续保持，下设的事业群与事业部人员无变动。而新公司的平台业务由原大众点评的总裁郑志昊负责，原美团COO干嘉伟负责到店餐饮事业群，原点评COO吕广渝负责到店综合事业群。

合并后美团+点评在团购领域的市占率合计超80%，行业格局已定。同时，腾讯通过投资大众点评后与美团换股以及跟投美团，对美团合计持股份额超10%，超越阿里，美团正式从阿里阵营转投腾讯阵营。尽管后续阿里与蚂蚁金服共同出资60亿元重启口碑网，但美团点评作为行业龙头优势明显。

图 40：合并及跟投后，腾讯持股美团 10% 以上，美团正式转投腾讯阵营



数据来源：无冕财经

4. 为何是美团？身经百战，效率领先，鸿鹄之志

4.1. 创始团队洞察力、执行力、稳定性俱佳

这是一只在中国创业史上罕见的优秀创业团队：**洞察力、执行力、稳定性俱佳**。核心成员经历多次创业项目，尽管多数失败，但经验丰富且团队稳定，核心成员相互信任。创始人王兴充满学习精神始终保持开放心态学习，擅长独立思考且长期专注于研究互联网领域，具有极强的机会洞察以及认知业务本质的能力；王慧文、赖斌强、杨俊等一众人等均均为王兴创办校内网、饭否网时的核心团队成员，

表 12：美团创始团队核心成员拥有多次创业经验

公司职位	姓名	主管业务	相关背景
创始人 总裁	王兴	公司战略 方向	清华大学毕业，曾经创立校内网、饭否网。对创业有极大热情，但创办美团前长于产品，缺乏本地生活服务以及地推线下团队运营经验。
联合创始人 高级副总裁	王慧文	初始担任美 团网市场和 产品工作	与王兴是清华大学室友，毕业后前往中科院声学所，与王兴一起创办校内网、饭否；自己创立来电网、淘房网。
联合创始人 高级副总裁	赖斌强	负责美团网 IT、行政。采 购、法务部	王兴高中同学，计算机专业出身，一起创办校内网、淘房网，2010年加入美团
联合创始人 副总裁	杨俊	主管销售	参与创立包括校内、饭否网、海内网。后担任美团网联合创始人兼副总裁。
到店餐饮 事业部总裁	干嘉伟	建立美团地 推铁军	人称“阿干”。高瓴资本运营合伙人，前美团点评 COO、互联网+大学首任校长，前阿里巴巴销售副总裁，阿里 B2B 地推铁军资深管理人员。

数据来源：《九败一胜》、国泰君安证券研究

多次创业失败经历让王兴和团队更加务实，团队面对机会有足够耐心，深思熟虑，不为短期利益放弃原则。美团网做什么、不做什么、重点做什么，团队的远见和战略洞察力，是美团最终在千团大战中胜出的重要因素。行业竞争不激烈的时候，犯错还只是跑慢一点，竞争极度激烈的情况下，犯错是生死之差。

美团网对于团购业务的认知程度领先行业：客户第一，商户第二，抓体验，重效率。美团很早便认知到了团购实际上是严重的同质化竞争，供给端无法形成垄断，低价无法构成壁垒。

团购真正能够形成差异化的地方在于细节：页面响应速度是否更快；购买流程是否更流畅；过期末消费包退政策等。消费者在消费过程中没有出现问题，上述差异并不明显，一旦出现问题，要退款，差距非常明显。

团购未消费过期退款服务最能体现美团客户第一的价值观：团购赚钱的方式是帮助商家宣传节省的宣传费用，一部分让利给消费者，一部分增厚商家利润，团购平台从中赚取部分佣金。未消费资金沉淀一度成为许

多平台的重要利润来源。在美团客户第一的价值观下，消费者第一，因此未消费应当退还消费者。这笔资金资金占总交易额的 5-10%，对团购网站而言实际上让渡了巨大利益，但对用户体验是巨大提升。美团率先提出未消费过期退服务后，竞争对手被迫纷纷跟进。

表 13：2012-13 年消费者十大投诉团购网站中均没有美团

排序	2012 年十大投诉网站	2013 年十大投诉网站
1	高朋	高朋
2	点评	拉手
3	窝窝团	窝窝团
4	58 团购	58 团购
5	嘀嗒团	嘀嗒团团
6	糯米	糯米
7	拉手网	拉手网
8	24 券	24 券
9	聚划算	聚齐网
10	赶集团购	爱丽团

数据来源：中国电子商务研究中心、国泰君安证券研究

4.2. 苦练内功：地推铁军筑壁垒，强运营能力支撑

阿里巴巴 B2B 业务的生变为美团带来了难得的地推人才。美团创始团队的创业经历长于产品，对于重线下、重运营的本地生活服务领域，美团是缺乏地推和线下团队管理经验的。彼时中国第一地推铁军，其实是阿里巴巴 B2B 业务团队。阿里打造了一支销售铁军，通过登门拜访、电话销售等粗犷方式不断为 B2B 业务攻城拔寨，成为阿里拓展业务的核心动力。

阿里 B2B 业务核心成员干嘉伟加入，美团如虎添翼。2011 年 B2B 业务“黑名单”贪腐事件爆发，引发人事地震，阿里巴巴高级销售副总裁，阿里第 67 号员工干嘉伟离职加入美团，成为美团构建地推铁军的奠基人。

干嘉伟本因阿里黑名单事件降级被派往投资公司考察项目，被考察标的恰为美团重要对手拉手网。但彼时拉手网以上市融资为目标，对阿里派来的投资人兴趣不高，美团抓住竞争对手犹豫的机会，三顾茅庐终将地推人才干嘉伟邀请到美团。

表 14：阿里巴巴中供系销售精英为整个国内互联网行业注入经验与活力

姓名	离职去向	简介
孙彤宇	天使投资人	曾任淘宝网总裁，淘宝网的创始人和缔造者。2008 年 3 月 1 日正式卸任淘宝网总裁一职，并前往包括伦敦商学院在内的海内外著名商学院修整学习。2008 年 5 月投资博卡思的教育软件。2009 年初，“盒子世界”儿童虚拟在线社区开始在线运营。现在是拼多多的天使投资人之一。
程维	滴滴出行创始人、董事长	2005 年进入阿里巴巴旗下 B2B 公司从事销售工作，后因业绩出色晋升成为当

	兼首席执行官	时阿里最年轻的区域经理。后担任支付宝 B2C 事业部副总经理。2012 年从支付宝离职，创立北京小桔科技，在北京中关村推出手机召车软件滴滴打车。
千嘉伟	美团网 COO	2000 年 2 月加入阿里，在阿里工作 12 年，从一线业务员做起，历任网站运营总监、市场总监、区域经理、大区总经理、副总裁等。经过王兴 6 次拜访后，千嘉伟最终于 2011 年 11 月 16 日加入美团。
吕广渝	大众点评 COO	2004 加入阿里巴巴，参与阿里 B2B 的开疆拓土，历任阿里巴巴大区总经理、集团副总裁，负责 B2B 海内外业务及运营工作，不仅参与与推动了阿里一线销售工作，还主导阿里从直营到代理的整个战略布局。2015 年加入大众点评担任 COO。
陈国环	赶集网 COO	前阿里巴巴 B2B 事业群渠道部总经理，在阿里工作 12 年，是阿里巴巴地推团队“核心中的核心，元老中的元老”。在业务创新、销售管理、市场运营等方面有独到认知，后任赶集网 COO。
张强	去哪儿网 COO	在阿里巴巴工作时几度获得阿里巴巴全国销售冠军。2014 年 1 月 7 日加入去哪儿网，建立精干强大的直销铁军，覆盖上百万旅游目的地地面服务商户。
吴志祥	同程网创始人兼 CEO	曾任阿里巴巴销售经理，阿里工号 176 号，2002 年 5 月着手创建苏州同程旅游网络科技有限公司（同程网），并于 2003 年 7 月正式上线。
王刚	著名天使投资人	在阿里巴巴任职超过十年，曾主管 B2B 北京大区、支付宝商户事业部和集团的组织发展，花名“老聘”。2012 年离开阿里后主要在互联网、移动互联网、本地生活、电子商务等领域投资。2020 年 2 月 26 日以 80 亿元人民币财富名列《2020 世茂深港国际中心·胡润全球富豪榜》第 2276 位。

数据来源：《阿里局 1/2》、国泰君安证券研究

千嘉伟上任确立了地推团队的组织架构、销售管理制度、地推打法，美团地推铁军优势自此建立。千嘉伟于 2011 年 11 月的行业低谷加入美团，作为 COO 负责供应链管理、销售部、品控部、编辑部、销售支持部、客服部以及商品团购。彼时美团销售团队有两名大区经理，每人分管 50 个城市销售，信息传递不畅，激励机制模糊。

组织架构硬件调整：千嘉伟上任后在 2011 年 12 月进行销售销售团队组织架构调整，将全国分为八个大区，大城市由大区经理直接带城市经理，小城市采用三层结构：大区经理-区域经理-城市经理，迅速提升管理效率。

销售管理制度软件配套：参考阿里经验，设立仲裁委员会，确立销售高压线，制定好相关管理制度制度。参考阿里采用全新激励措施，并提出春节攻势，市场份额在春节期间从 11% 提升至 14%。

表 15：阿里巴巴 B2B 销售激励体系为后续地推团队激励设计提供重要参考

等级	门槛	奖励
金牌	月销售额 10 万元人民币以上	提成 15%
银牌	月销售额 6-10 万元人民币	提成 12%
铜牌	月销售额 6 万元人民币以下	提成 9%

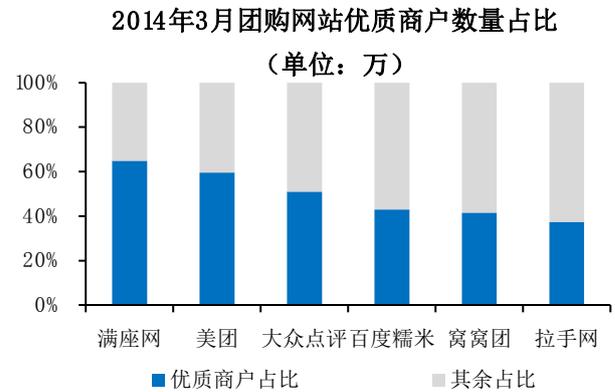
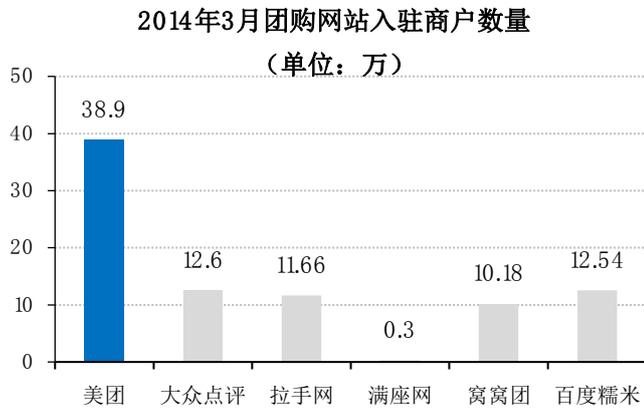
数据来源：《阿里局 1/2》、国泰君安证券研究

确立打法原则：狂拜访，狂上单。狠抓拜访量，增加有效供给，快速提

升基交易量。经过春节期间攻势，干嘉伟认识到市场屡提升需要增加有效供给，抓拜访，抓工作量的销售方向，并延长团购产品上线时间，美团交易额自 2012 年 3 月开始狂飙突进。

图 41：到 2014 年美团商户数量遥遥领先

图 42：美团商户中优质商户比例亦名列前茅



数据来源：团 800、国泰君安证券研究

数据来源：团 800、国泰君安证券研究

4.3. 效率为王，精准融资度过资本寒冬

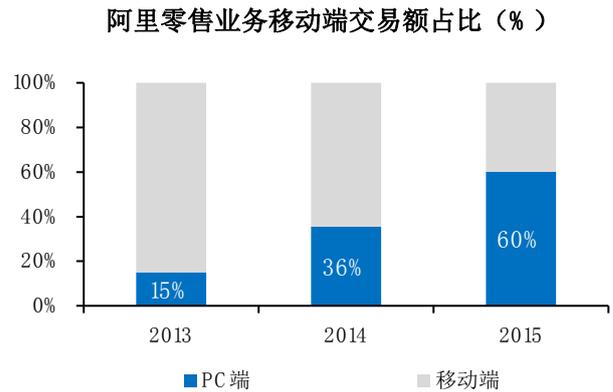
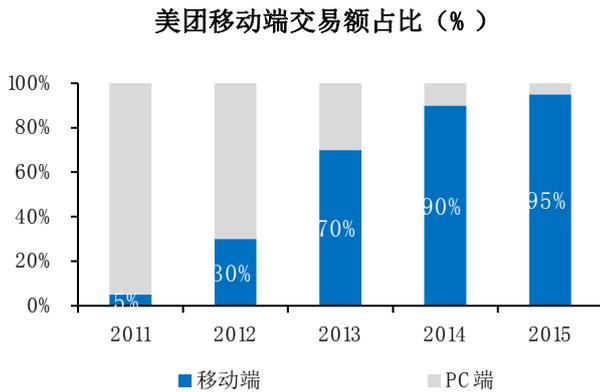
资金使用效率高：美团主打线上推广，并率先发力移动端，自有流量控制力强质量高。美团管理团队坚定了线下广告等推广效率远低于线上推广的效率，因此采取线上推广的方式来进行消费者推广，资金使用回报率以及使用节奏均优于竞争对手。

后台运营效率高：系统支撑下效率优势明显。B 端商户在团购平台中是绑定 C 端消费者、突破跨边规模效应阈值的关键。美团一直注重商户管理系统的优化与打造。销售人员 90% 以上配备 iPad，可以迅速的自动完成上单。而商户在完成服务后就可以将进行账款的自动结算，较短的账期减少了对于商户资金的占用。

坚定移动端渠道推进，分享移动互联网爆发红利。美团于 2011 年 3 月推出移动端 APP。一方面，移动端 APP 属于自有流量的入口，有利于减小第三方流量的依赖。移动端 APP 成为了后续转型综合平台的基石。美团的移动端推广使得覆盖用户数量激增，移动端交易额迅速上升，占比在 2013 年达到 70%。

图 43: 美团移动端自 2013 年后爆发式增长

图 44: 阿里同期移动端交易占比低于美团



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

融资时点精准, 资本寒冬时期账面资金充裕。校内网和饭否网创业经历使得美团创始团队深刻认识到融资节奏的重要性。美团在上市前的多轮融资中均为公司发展关键时刻: A 轮融资保证了团购大战比拼资本阶段的顺利启动; B 轮融资恰逢资本寒冬前期, 在竞争对手停滞不前业务收缩阶段凭借丰富的资金储备逆市扩张。后续 2014-17 年的历次融资以及 IPO 为后续的外卖大战、社区团购大战构建起丰裕的资金储备。

表 16: 美团历次融资时点精准, 为业务拓展和度过资本周期波动奠定基础

融资轮次	融资时间	融资金额	融资方	融资情况
天使轮	2010	-	王江	获得天使投资人王江的种子投资
A 轮融资	2010.9	1200 万美金	红杉资本	获得红杉资本中国 1200 万美元的 A 轮投资
B 轮融资	2011.7	5000 万美金	阿里巴巴、红杉资本中国、北极光创投、华托国际投资、和玉另类投资	融资 5000 万美金
C 轮融资	2014.5	3 亿美金	大西洋资本、红杉资本、阿里巴巴	获得泛大西洋资本, 红杉资本和阿里巴巴的 3 亿美元 C 轮融资, 估值达 40 亿美元。
D 轮融资	2015.1	7 亿美金	未透露	-
E 轮融资	2016.1	30.9 亿美金	腾讯、DST、挚信资本	完成超 33 亿美元融资, 融资后新公司估值超过 180 亿美元。由腾讯、dst、挚信资本、红杉资本中国、今日资本、中金公司、淡马锡、安大略教师退休基金、卡氏中国基金、高达投资、方正和生投资
战略投资	2016.7	亿元以上美金	华润创业联和基金	-
Pre-IPO	2017.1	40.9 亿美金	腾讯、红杉资本中国、老虎基金等	融资 40 亿美元, 估值 300 亿美元由腾讯领投
IPO	2018.6	42 亿美金	公开市场	向港交所递交 IPO 申请, IPO 承销商包括高盛、摩根士丹利、美林美银和华兴资本

数据来源: 投中网、国泰君安证券研究

4.4. 棋子变棋手: 鸿鹄之志, 夹缝中绝处逢生

团购大战下半场是资本的博弈，创业企业本质上是互联网三巨头博弈的棋子。对创业企业而言，保持独立/并入巨头生态的选择已经实属不易，而美团在巨头的夹缝中成长为独立的一极，从棋子变成棋手，其战略选择和资本运作能力至关重要。

美团交易导向的平台发展依赖持续的流量供给，腾讯的资源禀赋更契合。美团的下半场并不优雅，面对点评的步步紧逼，破局的关键来自阵营的转换：阿里控股型生态变现能力强，长于运营但长期流量饥渴，没有讲流量导出的冲动；腾讯产品经理文化下的联营生态基于社交天生“流量富余”，有强烈的流量导出变现冲动。

美团不甘于人下遇上阿里的全面并购文化，腾讯是更好的选择。腾讯与阿里的流量结构、企业文化决定了腾讯以战略投资联营为主，腾讯并不过度参与被投企业经营，控制相对松散，腾讯以流量赋能为主；而阿里的强运营文化叠加流量饥渴决定了阿里多以控股并表，并实现组织架构整合实现业务拓展。

美团创始团队的野心绝非屈尊于任何一方，成为一方生态中的一部分，因此腾讯相对松散的流量赋能体系更适合有志成为独立一极的美团进一步发展壮大。

表 17：腾讯国内投资持股比例较低，以联营为主

联营时间	公司名称	所在行业	持股比例
2011	金山软件	综合互联网	8%
2013	搜狗	搜索引擎	38%
2013	华南城	贸物流	12%
2014	京东	电商	18%
2014	四维图新	LBS	10%
2014	微众银行	金融服务	30%
2014	中信资本	投资管理	23%
2015	58同城	O2O	23%
2016	易车	汽车电商	8%
2017	拼多多	电商	17%
2017	唯品会	电商	9%
2017	易鑫集团	七车间金融	15%
2018	美团点评	O2O	19%
2018	万达商业	商业地产	4%
2018	中金公司	金融服务	23%
2018	虎牙	电竞直播	32%
2018	猫眼娱乐	O2O	14%

数据来源：公司公告、投中网、国泰君安证券研究

表 18：阿里国内投资持股比例较大，且许多投资标的并表

联营时间	公司名称	所在行业	持股比例
2013	ShopRunner	物流	39%

2014	微博	网络媒体	30%
2014	网商银行	金融服务	30%
2016	苏宁易购	零售商超	20%
2016	三江购物	零售商超	32%
2017	高新零售	零售商超	31%
2017	百世快递	物流	27%
2017	Paytm Mall	海外电商	31%
2017	日日顺	物流	31%

数据来源：公司公告、投中网、国泰君安证券研究

5. 本地生活服务，道阻且长，无限战争

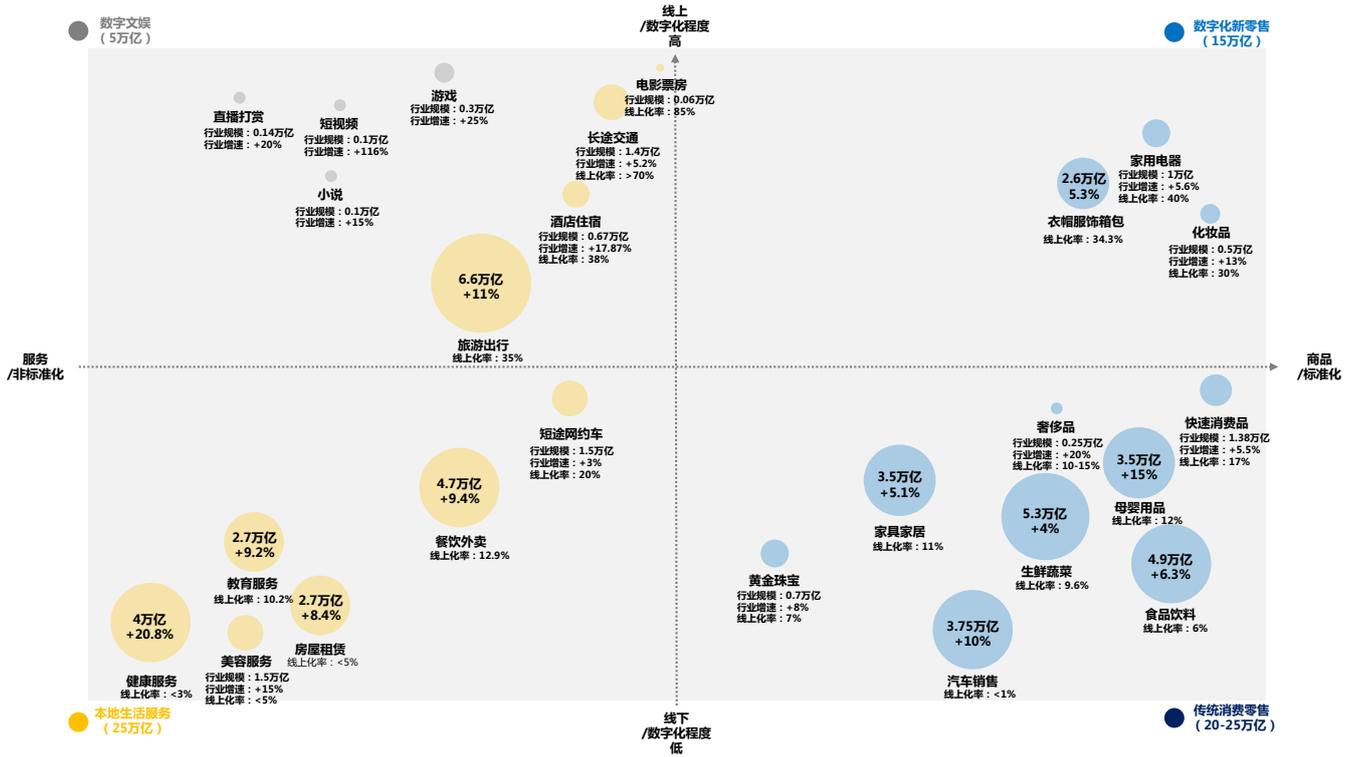
5.1. 25 万亿本地生活服务线上化进程就此开启

发生在 2010 年的团购大战开启了 25 万亿本地生活服务市场的线上化与数字化进程：从产品性质以及渠道和线上化数字化程度，中国消费市场可以按如下划分：传统零售（20-25 万亿）、数字化新零售（10-15 万亿）、本地生活服务（20-25 万亿）、数字文娱（5 万亿）四大板块。

互联网在连接了人与信息、人与人之后，连接人与商品、人与服务的尝试使得中国消费市场线上与线下，服务与消费的边界逐渐模糊，消费版图整体向服务化与数字化方向演变：

- **数字化变革催生 10-15 万亿新零售版图。**中国消费市场的发展起步于规模达到 20-25 亿的线下传统零售市场，商品零售市场随着产品的持续标准化与互联网发展向着线上化、数字化发展，这一过程支撑了自 2003 年以来电商平台的爆发性增长，诞生了 10-15 万亿规模体量的数字化新零售板块，并孕育了阿里、京东、拼多多等一系列电商巨头。
- **位于版图第三象限的本地生活服务领域开启了服务的标准化与数字化变革，并彻底改变了这个规模达到 20-25 万亿的市场：**率先从服务中最易标准化的酒店、交通票务预定开始，逐步向餐饮外卖、教育服务、房屋租赁等标准化程度较低的领域渗透。目前本地生活服务中，房屋租赁、教育服务、医疗美容、健康保健等领域仍有巨大的数字化变革空间。
- **商品与服务之间的界限也在逐渐模糊。**商品零售的服务属性在增加，社区团购等具有明显服务属性的行业受益服务业基础设施的进步成为风口。而服务业同样借助零售数字化的基础设施完善，餐饮零售化、产品化趋势明显。

图 45：数字化、服务化是消费版图进化方向



数据来源：Euromonitor、CEIC、贝恩咨询、BCG 咨询、国泰君安证券研究

注：¹图中数据截止时间为 2019 年 12 月 31 日；

²图中数字文娱板块并未包含除 2C 业务外的包括版权、赛事直播、广告等众多市场，统计口径仅为收入流水；

³相关行业划分存在部分重叠，因此数据加总后并非等于整体市场规模。

本地生活服务的标准化和数字化程度自团购大战后以极低的基数开启了爆发式增长，至今仍有巨大线上化空间。仅有一小部分细分行业实现了较高的线上化与数字化渗透，这一部分主要是相对标准化的旅游出行、餐饮外卖。而更为庞大的健康服务（4 万亿）、教育服务（2.7 万亿）、房屋租赁（2.7 万亿）、美容服务（1.5 万亿）在服务的标准化程度以及数字化渗透率方面仍处在相对原始状态。

图 46：截至 2020 年底的生活服务行业细分赛道规模 20-25 万亿（单位：万亿 CNY）



数据来源：Euromonitor、CEIC、国泰君安证券研究

5.2. 产业链结构变革，渠道集中度提升期利润跟随而至

消费品行业价值链的价值分布取决于商业信用关系的分布，议价能力也是由商业信用关系来决定：

在上游产业发展不成熟，集中度低且消费者对品牌认知度低的阶段，流量红利使得消费者对渠道端的信任度提升高，平台依靠廉价的流量迅速提升消费者的心智认知，具体表现在消费者在消费时首先想的是通过什么渠道购买，而非买什么品牌，渠道的品牌影响力在一定阶段高于要素端品牌影响力，进而使得产业链利润分配在流量红利期利好作为渠道的平台。

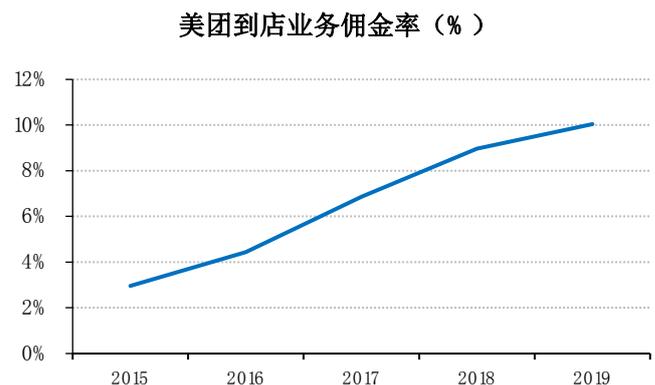
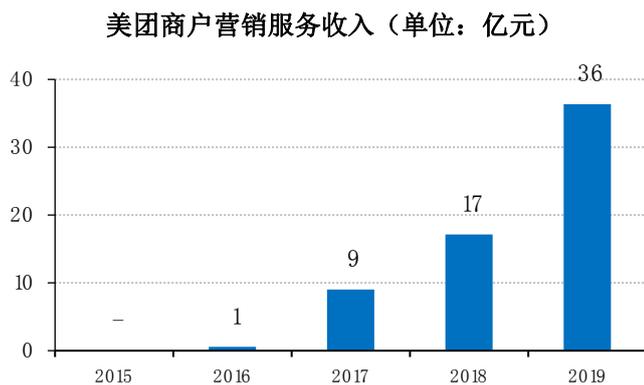
流量的本质是消费者信任时间的分配：消费者的终极资源约束是有限的，一个人每天只有 24 小时，一生时间大约 100 年，因此商业竞争最终争夺的是消费者信任时间。

中心化流量时代，渠道掌握流量的获取、分发与变现全链路，消费者因此对渠道信任度高，在产业链价值链分配中处于优势地位：

本地生活服务产业链要素端天然低集中度、产品发展阶段的不成熟，能够在线上销售的产品和服务以无差别消费品为主。团购大战时期，消费者对渠道的品牌认知度和认可度均高于要素，由此导致消费者在行业发展初期更信任平台，商业信用的价值分布利于平台渠道，因此本地生活服务平台具有很强的产业链议价能力趋势性提升，产业链利润分布占比亦随之提高。

图 47：营销服务收入经历了快速增长

图 48：美团业务佣金率也经历了货币化率快速提升期



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

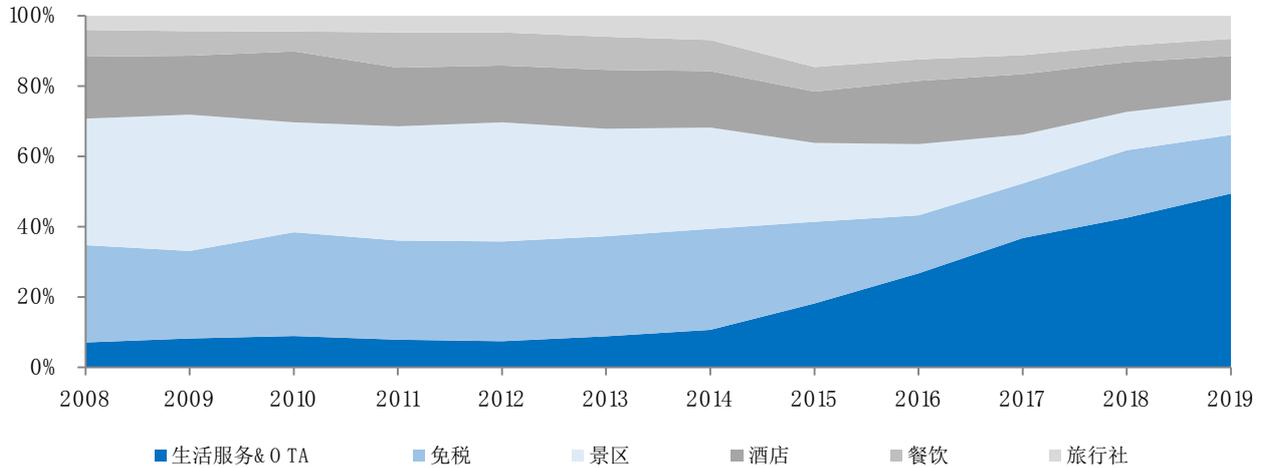
但平台崛起后，侧重营销的流量运营逻辑也催生了 B 端商户向头部化集中，在中后期迎来了要素端的品牌崛起。消费者对要素端品牌认知度提升，服务和产品从标准化无差别品向差异化服务回归。

消费者对要素品牌认知度的提升带来了产业链信用价值关系的重构：，品牌崛起导致分流，酒店餐饮、航司等要素通过建立私域流量，逐步解

决中心化流量时代对平台流量依存度高，但流量粘性低且引流成本上涨的问题，品牌价值变现。

图 49：携程与美团的先后崛起带来的是渠道环节产业链收入占比的快速提升

服务消费产业链不同环节企业收入结构分布

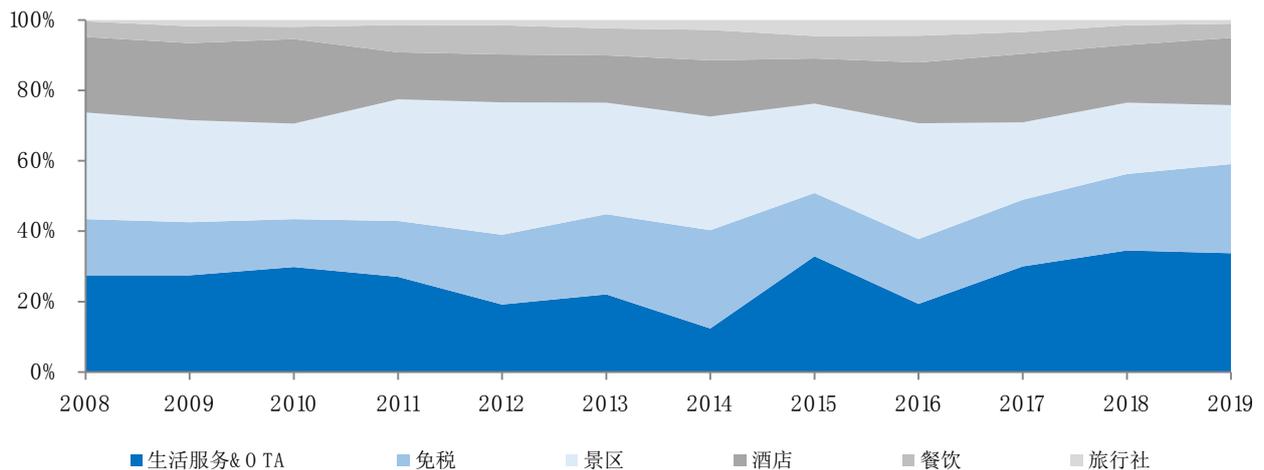


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：渠道收入占比的快速提高主要原因为 2016 年后加入美团营收进入到 OTA 细分赛道。

图 50：从产业链利润结构占比看，要素和渠道存在博弈

服务消费产业链不同环节企业利润分布图



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

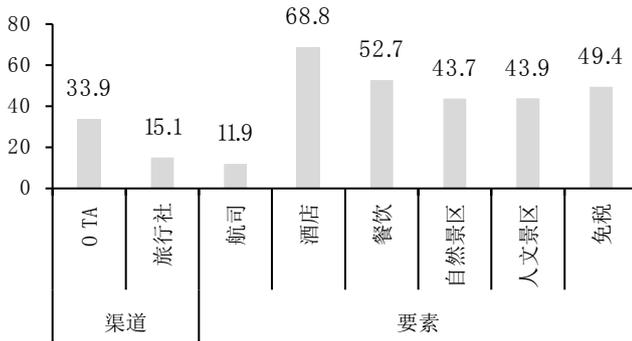
注：¹上图中 OTA 利润仅考虑携程，途牛、同程因 2016 年以前亏损剔除，同时剔除亏损的美团；

²图中携程利润为 Non-GAAP 下调整净利润；

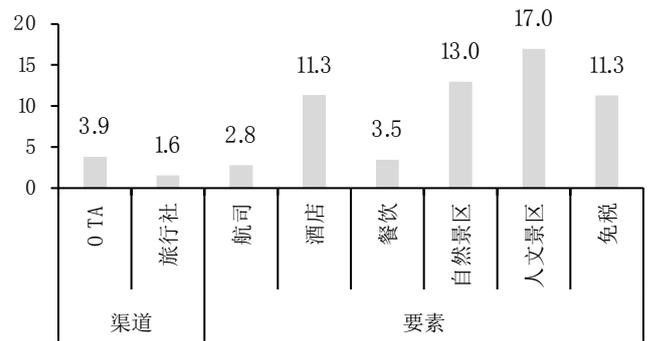
图 51: 服务业要素端毛利率普遍较高

图 52: 服务业要素端净利润率也处于高水平

旅游产业链不同环节企业毛利率



旅游产业链不同环节企业净利润率



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

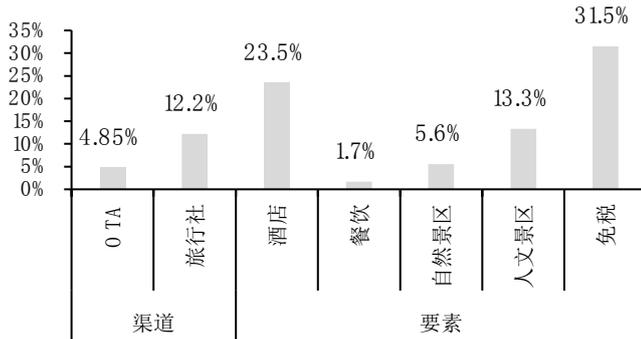
注: ¹ 图中数据截止日期 2019-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

注: ¹ 图中数据截止日期 2019-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

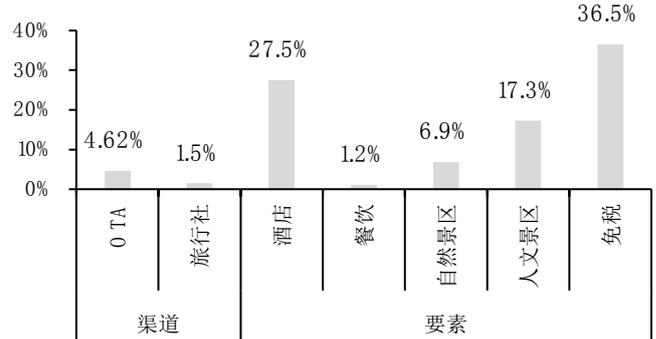
图 53: 产业链中渠道和要素端收入占比基本持平

图 54: 产业链中渠道和要素端利润占比更高

产业链各环节营业收入占比



产业链各环节净利润占比



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

注: ¹ 图中数据截止日期 2019-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

注: ¹ 图中数据截止日期 2019-12-31; ²OTA 营收及利润口径为 Non-GAAP 下经调整净利润。

5.3. 美团开启服务消费时代巨头之路

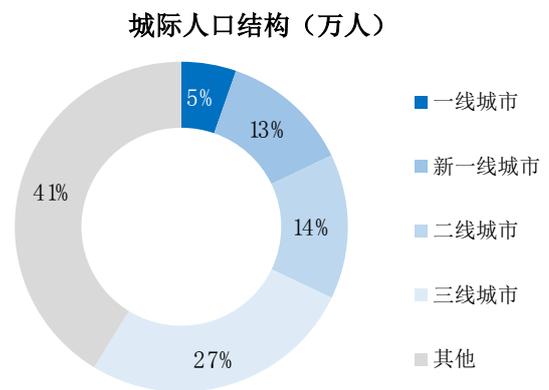
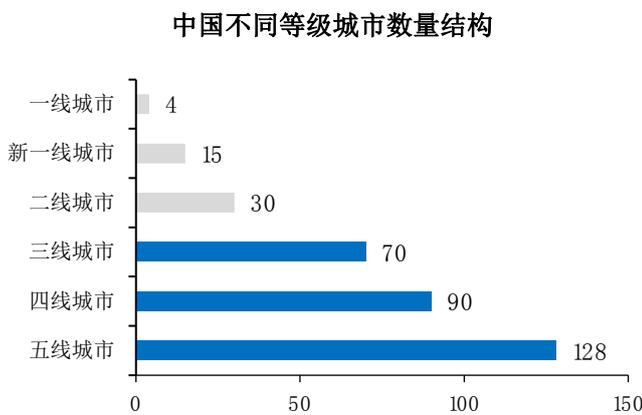
美团通过本地生活服务启蒙之战积累了原始利润池与资源能力禀赋。在千团大战中，美团获得了四项关键的壁垒：

- **地推铁军及匹配的管理体系：**千团大战中美团建立起了一只深入县域市场，高效的地推铁军。支撑地推铁军的是美团通过团购大战积累的线下运营团队组织架构、激励体系、管理经验，这成为美团的核心能力之一。
- **商户资源优势明显：**千团大战美团实现大一统并合并大众点评后，美团+大众点评垄断了商户供给资源，并通过提供运营、系统、客户会员系统等服务提升 B 端粘性构建壁垒，在后续的本地生活服务无限战争中占据了最重要的商户资源优势。

- **流量入口与平台品牌认知：**千团大战中美团在消费者和商户两端建立起了一站式本地生活服务平台的认知，凭借优秀的产品体验和服务效率成功占据消费者心智。美团 APP 成为重要的生活服务流量入口。
- **二、三线市场资源网络：**美团在团购大战中采用了“农村包围城市”的战略，使得美团在三、四线城市拥有极其深厚的市场认知以及高效的深入县域市场的地推和管理体系，成为日后外卖及社区团购大战的重要资源能力禀赋。

图 55：三线以下城市才是中国消费市场主力

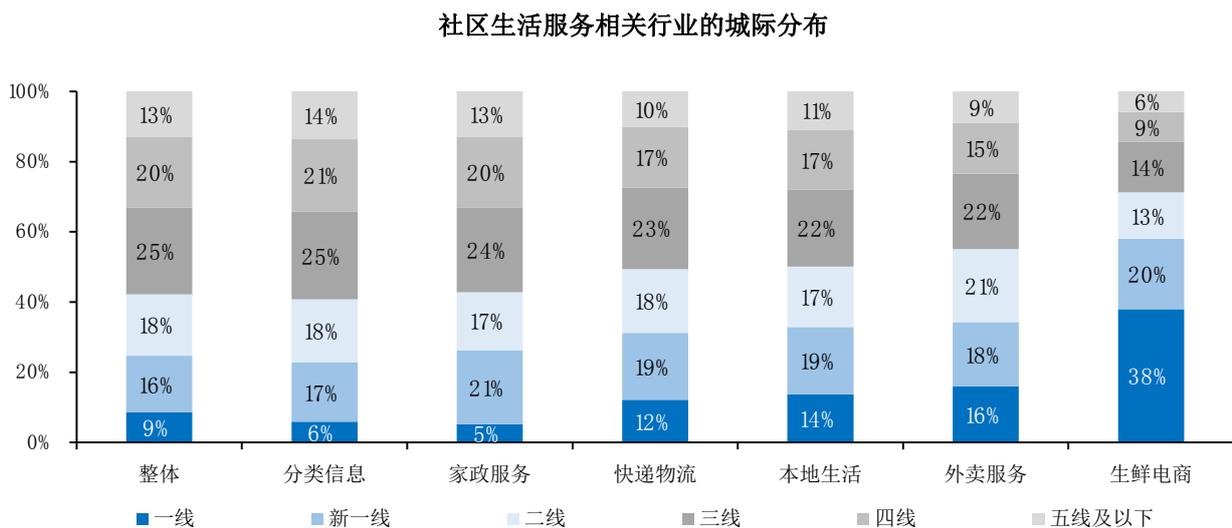
图 56：三线以下城市人口占比达 68%



数据来源：新一线城市研究所、国泰君安证券研究

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 57：三四线城市的服务业渗透率正在趋势性提高



数据来源：QUEST MOBILE、国泰君安证券研究

6. 投资建议

继续推荐本地生活服务平台**美团-W**，受益数字化消费时代本地即时配送

网络基础设施持续完善，服务能力溢出带来的服务边界扩张。切入5万社区团购赛道，有望凭借自身强大的管理体系支撑下的地推团队进一步扩张本地生活服务版图。

继续推荐电商行业，头部电商平台的流量获取、分发与变现能力具备很强的优势，未来变现能力与客单价有望持续提升，且头部平台构建的商业生态操作系统将持续完善，网络协同与数据智能双轮驱动商业生态系统持续增长，有望凭借多元化生态综合变现。继续推荐：**阿里巴巴、京东、拼多多**。

表 19：重点标的盈利预测（2021.01.22）

标的名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
美团-W	3690.HK	380.20	18,652	22.39	3.70	104.75	833	5041	178	增持
阿里巴巴	BABA.N	258.62	6,938	210.67	228.08	283.69	33	30	258	增持
京东	JD.O	94.91	1,474	17.47	32.02	30.66	84	46	94	增持
拼多多	PDD.O	171.89	2,107	-9.99	-10.88	3.07	-211	-194	171	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：其中港股公司，收盘价、市值单位为港元，净利润单位为人民币。

美股公司收盘价、市值、净利润单位为美元。

7. 风险提示

本地生活服务领域竞争加剧，影响利润率。本地生活服务具有典型的区域分割明显，扩张边际成本高的特征。行业重运营且竞争激烈，参与者众多，若竞争加剧可能影响头部企业利润率。

业绩压力下垄断行为，由此引发反垄断调查，业务发展受限风险。平台模式企业具有赢者通吃一家独大的特征，随着市占率持续提升及盈利压力，可能出现业绩压力下的垄断行为，由此导致反垄断调查，业务开展受限。

去中心化流量趋势下，中心化本地生活服务平台流量成本提升风险。注意力分众化，流量去中心化是大势所趋。头部平台中心化流量时代构建起的流量获取方式面临挑战，流量成本持续上升可能拖累业绩表现。

边界扩张过程中竞争加剧风险。本地生活服务及新零售的线上化数字化进程仍在持续，头部平台进入本地生活服务其他细分市场以及跨象限进入到传统零售等领域中可能面临资源能力禀赋不匹配，业务拓展不顺利等风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		