

## 餐饮旅游行业重大事项点评

**美团外卖：市场空间、变现率与盈亏平衡点测算**
**推荐（维持）**
**事项：**

- 美团点评发布招股说明书。本文测算外卖市场空间、外卖行业理论变现率上限，双寡头格局下的美团变现率、构成，以及不同日单量下毛利率提升空间，在此基础上测算美团外卖的盈亏平衡点。

**评论：**

- **外卖市场规模持续增长，美团有望持续占据六成。**2017年中国外卖市场规模约3000亿，保守假设未来外卖增速15%，外卖市场在2022年6000亿的市场规模、14%的渗透率，在2025年则规模超过9000亿、渗透率超过20%。我们认为美团、饿了么两强格局形成，按现有6/4开瓜分市场，美团保持60%市占率。
- **美团外卖变现率有望从目前的12.3%持续上升至13-15%。**目前美团外卖变现率12.3%——其中佣金率11.9%，广告服务收入0.4%。我们认为如不面临激烈价格战和外部环境变化，保持12%的佣金率、将广告服务收入占GMV比例提升到1%，总计13%的变现率是短期内可期的目标。中国外卖线上化率较高，作为线上渠道，美团议价能力较强，变现率上限可以看到12-15%的佣金率、2-3%的广告收入，总计14-18%。
- **骑手边际成本下降，毛利率可提至25%。**17年美团外卖收入210亿，骑手成本183亿，毛利17亿（毛利率8.1%）。骑手日单量的提升对骑手成本能带来显著边际下降（将美团对骑手的每单额外补贴从3元降低到1.7元），有望推动毛利率提升到25%。
- **预计美团外卖有望在2020-2021年达到盈亏平衡点。**经测算，保持12.3%的变现率，美团外卖盈亏平衡点约2200万日单量（目前约1100万）、3000亿GMV。我们认为美团外卖有望在2020-2021年达到盈亏平衡点。在11%-13%的变现率下，盈亏平衡点为2000万、2500万日单量。
- **风险提示：**价格战激烈，行业增速不及预期；食品安全事故。

**华创证券研究所**
**证券分析师：王薇娜**

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

**联系人：林轩宇**

电话：010-63214697

邮箱：linxuanyu@hcyjs.com

**行业基本数据**

		占比%
股票家数(只)	35	0.99
总市值(亿元)	3,264.42	0.62
流通市值(亿元)	2,779.53	0.73

**相对指数表现**

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-7.14	-8.26	10.15
相对表现		-6.06	8.72	23.09


**相关研究报告**

- 《华创商社周报 0812：呷哺进入港股通》  
2018-08-12
- 《现制饮料模式解读与星巴克的困境》  
2018-08-14
- 《华创商社周报 0819：星巴克国内谋求外卖破局，美团酒店市场份额超携程系》  
2018-08-19

# 目录

一、中国外卖市场的空间测算.....	4
二、美团外卖的变现率会如何变化.....	5
（一）佣金率空间探讨：理论上限.....	5
（二）国外外卖公司的佣金率.....	6
（三）结论.....	6
三、美团外卖的毛利率提升空间.....	6
（一）美团外卖成本结构重述.....	6
（二）美团外卖骑手成本拆解.....	7
（三）配送网络效率提升对美团外卖的毛利率的影响：.....	9
四、报表重组——美团能否在餐饮外卖板块实现盈亏平衡？.....	11
（一）美团外卖的盈亏平衡点：2200 万日单.....	11
（二）美团外卖如何达到盈亏平衡？.....	14
（三）佣金率、广告收入提升对盈利水平的影响.....	14
五、结论.....	16
六、风险提示.....	16

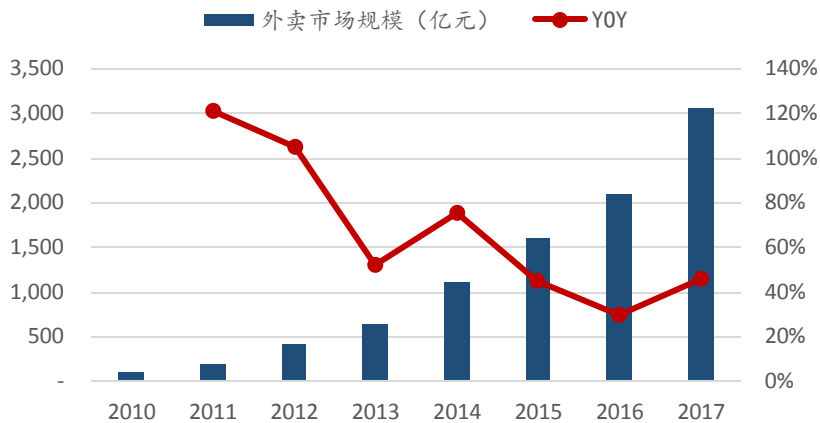
# 图表目录

图表 1	外卖市场规模及增速.....	4
图表 2	外卖行业竞争态势.....	4
图表 3	不同年化增速下的外卖市场规模及渗透率.....	5
图表 4	2017 年美团餐饮收入与成本.....	7
图表 5	美团外卖成本结构.....	7
图表 6	2017 年骑手成本拆解.....	8
图表 7	每单骑手成本（元）.....	8
图表 8	美团骑手成本分拆.....	8
图表 9	骑手计件工资拆解.....	9
图表 10	美团外卖的骑手成本以外的成本拆解.....	10
图表 11	骑手计件工资拆解.....	10
图表 12	美团外卖毛利率推算.....	11
图表 13	美团各项成本开支.....	11
图表 14	美团费用解构.....	12
图表 15	不同业务员工人数分布.....	12
图表 16	美团主要财务项目推算.....	12
图表 17	不同骑手日单量下的毛利率与净利推算.....	13
图表 18	美团市占率敏感性测算（外卖市场 15% 年增速情况下）.....	14
图表 19	美团市占率敏感性测算（外卖市场 20% 年增速情况下）.....	14
图表 20	美团外卖、饿了么、百度外卖三家 APP 用户规模变化情况.....	14
图表 21	较差市场环境、较强竞争下，不同骑手日单量下的净利情况.....	15
图表 22	较好市场环境、较稳定的竞争格局下，不同骑手日单量下的净利情况.....	15

## 一、中国外卖市场的空间测算

餐饮外卖研究的难度之一在于行业数据的严重匮乏、口径不一。根据《美团·餐饮老板内参：2018年中国餐饮报告》，2017年我国的外卖市场规模约为3000亿，增速达到43%。

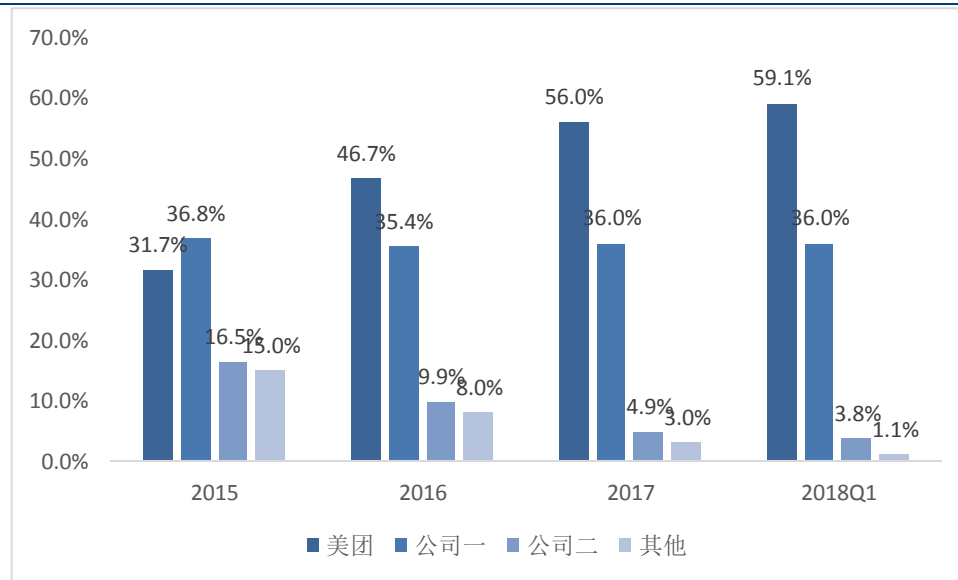
图表1 外卖市场规模及增速



资料来源：美团·餐饮老板内参：《2018年中国餐饮报告》，华创证券

(注：易观、点评等其他数据口径下，2017年中国外卖市场规模仅为2000-2100亿，17年增速从20%-80%不一，认为此口径质量较差，暂不采用，仅供参考)

图表2 外卖行业竞争态势 (按交易金额计算)



资料来源：美团招股说明书，艾瑞咨询，华创证券

(注：按美团外卖2017年GMV1710亿、市占率56%倒推，17年外卖市场规模约3000亿)

2017年中国餐饮市场规模3.9万亿元，假设未来中国餐饮市场保持10%的年增速，外卖市场增速回落到15%左右是较为可能的。目前，美国的外卖渗透率约12.5%、线上化率6%，而中国外卖渗透率7.7%、线上化率75%。在15%的增速下，外卖市场预期在5年内（即2022年）达到6000亿的市场规模、14%的渗透率，预计在2025年则规模超过9000亿、渗透率超过20%。

图表3 不同年化增速下的外卖市场规模及渗透率

单位（亿元）	增速假设：	年化增速 15%		年化增速 20%		年化增速 30%	
	餐饮市场规模	外卖市场规模	渗透率（%）	外卖市场规模	渗透率（%）	外卖市场规模	渗透率（%）
2017	39,644	3,054	7.7%	3,054	7.7%	3,054	7.7%
2018E	43,608	3,512	8.1%	3,665	8.4%	3,970	9.1%
2019E	39,645	4,039	10.2%	4,398	11.1%	5,161	13.0%
2020E	43,609	4,645	10.7%	5,277	12.1%	6,710	15.4%
2021E	39,646	5,341	13.5%	6,333	16.0%	8,723	22.0%
2022E	43,610	6,143	14.1%	7,599	17.4%	11,339	26.0%
2023E	39,647	7,064	17.8%	9,119	23.0%	14,741	37.2%
2024E	43,611	8,124	18.6%	10,943	25.1%	19,163	43.9%
2025E	39,648	9,342	23.6%	13,132	33.1%	24,912	62.8%

资料来源：wind，华创证券测算

2015-2017年，美团外卖市占率分别为32%、47%、56%，18Q1达到59%。值得注意的是，同期饿了么市占率同样稳固，保持在36%左右，而行业的三四名逐渐退出了市场，双寡头格局基本形成。我们认为未来美团、饿了么两强格局稳定，预计维持6/4开局面，看好美团保持60%市占率，预计2020年GMV有望接近3000亿。

## 二、美团外卖的变现率会如何变化

目前，美团的变现率为12.3%，其中佣金率为11.9%，广告服务收入占GMV比例为0.4%，我们认为保持12%的佣金率、将广告服务收入占GMV比例提升到1%，总计13%的变现率是短期内可行的目标。

### （一）佣金率空间探讨：理论上限

如果不面临激烈的外部环境变化（如多家平台方打价格战），在商家不承担配送费情况下，变现率还有提升空间。理论上限折算如下：

• **正规餐厅**：餐饮行业的租金支出占收入水平范围约8%-15%。原材料（20%-40%）、人力（20%-30%）、租金（8%-15%）是餐饮行业最重要的三项成本，对于有门面的餐饮店而言，参与做外卖，付出8-15%的佣金率，相当于以线上佣金代替线下租金，同时对于人力成本边际影响不大。即：外卖在边际上产生食材成本、平台扣点、摊薄租金、人力、公共事业费和店面折摊，延长营业时间，增大覆盖半径，对营业利润率是边际提升的。不考虑外卖推广时期的营销成本（广告、满减优惠等），佣金率极限=租金+人力占比≈28%-35%；

• **小店**：无门店/小门店的餐饮店以外卖形式为主，这类餐饮店的特征是食材占比低、店租极低甚至没有，人力成本较低。根据我们的草根调研，对于典型的专送外卖、客单价20元的餐饮店，5-10平米小店+老板和帮工两人经营，20%食材成本，在扣除平台佣金（15%-20%）后，净利率可达25%-40%。对于此类企业，外卖平台决定其生死，在“窒息扣点率”出现之前，都会选择和平台合作。佣金率极限=现有扣点+净利润≈45%。

我们更多将外卖看成餐饮的一个渠道，外卖平台抽佣接近于商场租金性质，极限上付出15-20%的渠道费完全符合

商业逻辑。考虑双寡头格局，认为价格战结束之后，维持 15% 左右的扣点率水平是合理的。

## （二）国外外卖公司的佣金率

我国的外卖市场发展状况是全球领先的，增速高、线上化率高（约 80%），渗透率 7.7% 尚有较大空间。

美国外卖的渗透率约 13%、线上化率不足 10%，美国外卖平台公司 Grubhub 规模远较美团为小，2017GMV 为 37 亿美元、日单量仅 33.4 万（美团超过 1100 万）。

Grubhub 的收入有几个部分组成：

- （1）20-40% 的配送费；
- （2）12.5% 的基础佣金；
- （3）0-17.5% 的 4 档推广费。

其中，配送费向消费者收取，而基础佣金、推广佣金向商家收取。目前 Grubhub 受到 Uber 和 Amazon 的强力冲击，GMV、日单量提升较慢，2017GMV 为 37 亿美元、日单量 33.4 万，对应每单均价为 31 美元。在受到强竞争、未形成垄断地位的情况下，Grubhub 依然收取 12.5% 的基础佣金，0%、2.5%、7.5%、17.5% 的广告排名佣金率。

此外，英国外卖平台公司 Justeat 的佣金率也是 12%，英国线上化率为 35%（远低于中国 80%），但 Justeat 在英国市占率超过 80%（美团约 60%），具有较高的参考价值。

## （三）结论

佣金率上限可以看到 15%-20%，对标国外公司，目前保持 12% 的佣金率压力不大，符合商业逻辑。此外，中国外卖市场线上化率达 80%，线上渠道的议价能力极强，我们认为广告排名收入未来有望大幅提升，从目前 0.4% 的 GMV 占比提升到 1-3%。

## 三、美团外卖的毛利率提升空间

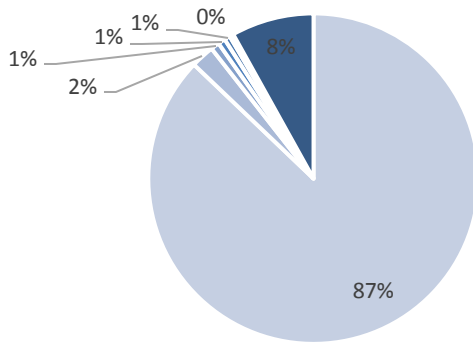
### （一）美团外卖成本结构重述

2017 年，美团 GMV 为 3570 亿元，其中餐饮 GMV 为 1710 亿元、餐饮收入为 210 亿元、餐饮毛利 17 亿。订单中 70% 由美团自有网络配送，由此 29 亿单产生骑手成本 187 亿，考虑到真正意义上的盈利应指“收入可覆盖骑手每单成本、网络建设等一次性投入和分摊到外卖部门的集团其他费用”，美团外卖远未盈利。

除了骑手成本全部计入餐饮成本外，把支付结算成本、客服人员开支、折旧等成本按照 GMV 占比，重述美团外卖的成本。可以看到，2017 年美团外卖 210 亿收入中，骑手成本高达 183 亿（占比 87%），再扣除其他成本之后，毛利率为 8.1%。

图表 4 2017 年美团餐饮收入与成本

- 骑手成本
- 支付结算成本
- 客服人员开支
- PP&E 折旧
- 宽带及服务器托管费
- 网络流量成本
- 毛利



资料来源：美团招股说明书，华创证券

图表 5 美团外卖成本结构

	金额（万元）	占收入比
骑手成本	1,832,407	87.1%
支付结算成本	48,193	2.3%
客服人员开支	17,720	0.8%
PP&E 折旧	14,846	0.7%
宽带及服务器托管费	11,851	0.6%
网络流量成本	8,234	0.4%
毛利	<b>169,942</b>	<b>8.1%</b>

资料来源：美团招股说明书，华创证券

## （二）美团外卖骑手成本拆解

外卖成本主要分为以下几项：

- **随每单产生的配送成本：**包括消费者自付（约 5 元每单，未计入下列计算）+平台补贴
- **不随每单线性变化的配送成本：**包括员工置装费、培训、车辆等
- **外卖部门其他成本：**研发投入以优化线路、建设系统，客服人工、营销费用等
- **集团分摊到外卖部门的 SA&G**

互联网模式烧钱不可避免，亏损也可以理解。我们界定“模型跑通”的临界点是单位经济，也即：可以向总部烧钱（管理、营销、研发等），但每一单做到盈亏平衡。本篇报告聚焦于每单盈亏平衡测算。

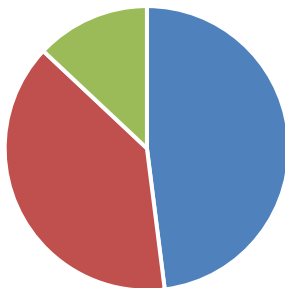
美团 2017 年骑手成本 183 亿，自有配送网络完成订单量 29 亿单，平均每单的配送支出达 6.32 元。每单配送成本包含了计件补贴，以及配送员底薪、保险费、服装、配送箱等开支。

对 2017 年的情况进行静态拆解，

- (1) 2017 年 Q4 日均活跃骑手数为 53 万人，其中专职骑手日均配送量 26 单；
- (2) 考虑美团外卖部门 16-17 年增速水平，将数据平滑至全年有效数，平均约 40 万活跃骑手，日单为 20 件（专职骑手日均 26 单，但兼职骑手的配送单数比较低）。
- (3) 按照专职骑手日单约 25 件、底薪 1000 元，那么骑手每单期望收入需达到 8 元以上。除消费者支付的每单配送费之外（估测约 5 元），美团需每单至少额外支付给骑手补贴 3 元。

图表 6 2017 年骑手成本拆解

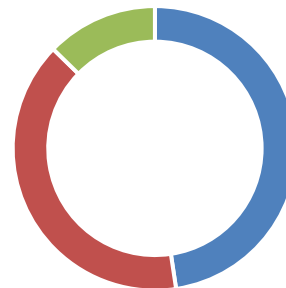
■ 计件补贴 ■ 骑手固定薪水 ■ 其他开支



资料来源：美团招股说明书，华创证券

图表 7 每单骑手成本 (元)

■ 计件补贴 ■ 骑手固定薪水 ■ 其他开支



资料来源：美团招股说明书，华创证券

图表 8 美团骑手成本分拆

	骑手成本 (亿元)	备注
美团支付给骑手的计件补贴	87	假设每单 3 元补贴
骑手固定薪水	72	假设年平均活跃骑手 40 万人、底薪 1500 元/月
其他开支	24	包含服装、配件、车辆折旧、保险费等
总计	183	

资料来源：美团招股说明书，华创证券

我们认为，理解外卖配送成本的刚性约束，核心在快递员收入。当前外卖员和快递员在从业人员上高度重合，存在快递员向外卖员转业，快递员闲暇时刻接单外卖（顺丰-麦当劳、瑞星咖啡）等状况，外卖员收入应不低于快递员收入。

其拆解过程如下。

- (1) 快递员工资约 6000-10000 元/月，收入中位数约 7000 元/月：

我国快递员的月收入在 5000-10000 元不等，每日派送单量在 150-350 件。从一线城市的情况来看，配送同一区域半年以上的成熟快递员，可以达到 250 件/天的效率，上限约 350 件/天，但为了不让快递员工作强度过大，快递单量基本不会打满 250 件/天。

不同快递公司之间的快递员计件工资差异不大，约 0.8-1 元/件。那么，按照每件 0.8-1 元、配送平均日单 200 件计算，



月计件工资约 4800-6000 元（在峰值 250-350 件的情况下，月计件工资达 9000 元）。以 1000-1500 元底薪计算，快递员月收入 5800-7500 元，最高超过 1 万元，收入中枢约 7000 元。

### （2）对标快递员收入，外卖骑手的计件工资计算：

根据招股书数据，17 年美团专职外卖骑手日单量 26 单，按 1000 元底薪计算，要达到 7000 元的收入，每单支付给骑手的金额需要达到 8 元，当中 5 元由消费者支付，美团需额外补贴给骑手 3 元/单。

单人外卖配送的日单上限约 50 单，我们对应快递员 300 件的日单量，假设 50 单日单时外卖骑手的期望月收入达到 10000 元；以 1000 元底薪计算，做如下假设及对应拆解：

**图表 9 骑手计件工资拆解**

外卖日单量（件）	期望月收入（元）	每单计件收入（元）
20	6,000	8.3
25	7,000	8.0
30	8,000	7.8
40	9,000	6.7
50	10,000	6.0

资料来源：华创证券

可以看到，在工作强度提升的同时提升骑手的期望收入，但每单的补贴也会随之下降。如果从平均日单 20 件提升到 40 件，那么在保持人力招聘竞争力的同时，每单补贴可以下降 1.6 元，以 2017 年 29 亿单计算，光计件补贴一项就可以节省 46 亿元的配送支出。

### （三）配送网络效率提升对美团外卖的毛利率的影响：

当前美团餐饮的毛利率为 8.1%，在这部分暂且搁置广告收入及佣金提成的变化，着重分析配送网络的效率提升能带来多少的毛利率提升空间。

美团外卖 1710 亿 GMV，占比 70% 以上的自有网络配送 29 亿单，可计算平均客单价约 40 元。假设：

- （1）客单价 40 元、自有网络配送比例 70% 比例不变；
- （2）收入占 GMV 比重 12.3% 不变（其中佣金率 11.9%，约 0.4% 为广告等收入）；
- （3）假设客服人员开支、固定资产折旧保持不变，支付结算成本、宽带服务器费用、网络流量成本保持目前占 GMV 比例不变；

根据这些假设，美团外卖的骑手成本以外的成本拆解如下：

**图表 10 美团外卖的骑手成本以外的成本拆解**

	(单位：%、亿元)
支付结算成本/GMV	0.29%
客服人员开支/GMV	0.11%
宽带及服务器托管费/GMV	0.07%
网络流量成本/GMV	0.05%
客服人员开支	1.77
固定资产折旧	1.48

资料来源：华创证券

引入上文对骑手每件补贴的计算：

**图表 11 骑手计件工资拆解**

外卖日单量（件）	最低期望月收入（元）	每单计件收入（元）
20	6,000	8.3
25	7,000	8.0
30	8,000	7.8
40	9,000	6.7
50	10,000	6.0

资料来源：华创证券

随着配送网络的完善, 骑手日单量上升, 2017Q4 平均活跃骑手已达 53 万人, 按照稳定期 55 万专职骑手进行计算, 那么我们将发现, 美团的外卖业务毛利率, 对骑手日单量是高度敏感的, 弹性巨大:

图表 12 美团外卖毛利率推算

骑手日单量	20	25	30	40
骑手人数 (万人)	55	55	55	55
自有网络配送日单量 (万)	1100	1375	1650	2200
总日单量 (万)	1571	1964	2357	3143
年 GMV (亿元)	2294	2868	3441	4589
变现率	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
年收入 (亿元)	282	353	423	564
骑手每单计件期望收入	8.3	8	7.8	6.7
平台对骑手每单计件补贴 (元)	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.4</b>
骑手成本	254	268	281	242
骑手成本-计件	122	136	149	110
骑手成本-固定	132	132	132	132
客服人员开支	2	2	2	2
固定资产折旧	1	1	1	1
支付结算等其他变动成本	12	15	18	24
毛利	13	67	121	295
毛利率	<b>4.7%</b>	<b>19.0%</b>	<b>28.5%</b>	<b>52.3%</b>

资料来源: 华创证券

#### 四、报表重组——美团能否在餐饮外卖板块实现盈亏平衡?

##### (一) 美团外卖的盈亏平衡点: 2200 万日单

2017 年, 美团 GMV 为 3570 亿元, 其中餐饮 GMV 为 1710 亿元、餐饮收入为 210 亿元、餐饮毛利 17 亿元 (毛利率 8.1%)。

图表 13 美团各项成本开支

	(单位: 亿元)
骑手成本	183.24
雇员福利开支	86.51
交易用户激励	42.09
推广及广告	22.78
支付结算成本	10.24
无形资产摊销	5.17

资料来源: 美团招股说明书, 华创证券

解构美团的费用结果如下：

图表 14 美团费用解构

	(单位：亿元)
销售及营销开支	109.1
其中：交易用户激励	42.1
推广及广告	22.8
雇员福利开支	44.2
研发开支-主要为雇员福利开支	36.5
一般及行政开支	21.7
其中：雇员福利开支	5.8
呆账拨备、专业服务费等	14.3
其他	1.6

资料来源：美团招股说明书，华创证券

86 亿元的雇员福利开支主要来自于研发支出、营销推广两部分。

图表 15 不同业务员工人数分布

(截止 2018 年 4 月 30 日)	人数	占比
销售、营销及业务发展	28,458	61.0%
研发	10,343	22.2%
业务经营	2,844	6.1%
客户服务	2,538	5.4%
其他	2,479	5.3%
总计	46,662	100.0%

资料来源：美团招股说明书，华创证券

截止 2018 年 4 月 30 日，美团拥有研发人员 1 万人，占雇员总数超过 22%，2017 年研发开支为 36.47 亿元。这部分并未直接计入餐饮外卖的成本。如果按照餐饮外卖 47.9% 的 GMV 占比，需要承担 17.46 亿元，**研发已超过 17 年餐饮业务的毛利，但可以视为较固定的支出。**

截止 2018 年 4 月 30 日，美团拥有销售人员 2.8 万人，占雇员总数 61%。2017 年，销售及营销开支为 109.08 亿元，其中推广及广告 22.78 亿元、交易用户激励 42.09 亿元，其余 44 亿主要为人员开支。人员开支、广告开支在当前规模已较大的情况下可视为较固定的支出，假设交易用户激励开支在短期内随着 GMV 规模的提升而提升。

此外，一般及行政费用较为固定。

图表 16 美团主要财务项目推算

	(单位：%，亿元)	备注
餐饮外卖 GMV	1710	
外卖 GMV 占比	47.9%	
餐饮外卖分摊的费用	80.1	

	(单位: %, 亿元)	备注
销售及营销开支	52.3	
其中: 交易用户激励	20.2	占 GMV1.18%
推广及广告	10.9	固定
雇员福利开支	21.2	固定
研发开支-主要为雇员福利开支	17.5	固定
一般及行政开支	10.4	固定
其中: 雇员福利开支	2.8	固定
呆账拨备、专业服务费等	6.8	固定
其他	0.8	固定

资料来源: 美团招股说明书, 华创证券

除了交易用户激励开支为变动成本、占 GMV1.18% 之外, 其余雇员福利开支等费用共计 60 亿元保持不变的情况下, 可得:

图表 17 不同骑手日单量下的毛利率与净利推算

骑手日单量	25	26	27	28	29	30
骑手人数 (万人)	55	55	55	55	55	55
总日单量 (万)	1964	2043	2121	2200	2279	2357
年 GMV (亿元)	2868	2983	3097	3212	3327	3441
年收入 (亿元)	353	367	381	395	409	423
月期望薪水	7000	7200	7400	7600	7800	8000
骑手每单计件期望收入	8	7.9	7.9	7.9	7.8	7.8
平台支付骑手每单计件补贴 (元)	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
骑手成本	268	270	273	276	278	281
骑手成本-计件	136	138	141	144	146	149
骑手成本-固定	132	132	132	132	132	132
客服人员开支	2	2	2	2	2	2
固定资产折旧	1	1	1	1	1	1
支付结算等其他变动成本	15	16	16	17	17	18
毛利	67	78	89	99	110	121
毛利率	19.0%	21.2%	23.2%	25.1%	26.9%	28.5%
交易用户激励	34	35	37	38	39	41
雇员福利成本等其他较固定开支	60	60	60	60	60	60
净利	-27	-17	-8	1	11	20

资料来源: 美团招股说明书, 华创证券

由此可得, 美团外卖的盈亏平衡点在日单量 2200 万。

## （二）美团外卖如何达到盈亏平衡？

美团目前面临饿了么的直接竞争，市占率敏感性测算如下：

图表 18 美团市占率敏感性测算（外卖市场 15% 年增速情况下）

	外卖市场规模	美团市占率假设					
	假设 15% 增速	45%	50%	55%	60%	65%	70%
2018E	3,512	1,580	1,756	1,932	2,107	2,283	2,458
2019E	4,039	1,818	2,019	2,221	2,423	2,625	2,827
2020E	4,645	2,090	2,322	2,555	2,787	3,019	<b>3,251</b>
2021E	5,341	2,404	2,671	2,938	<b>3,205</b>	3,472	3,739
2022E	6,143	2,764	3,071	<b>3,378</b>	3,686	3,993	4,300

资料来源：华创证券

图表 19 美团市占率敏感性测算（外卖市场 20% 年增速情况下）

	外卖市场规模	美团市占率假设					
	假设 20% 增速	45%	50%	55%	60%	65%	70%
2018E	3,665	1,649	1,832	2,016	2,199	2,382	2,565
2019E	4,398	1,979	2,199	2,419	2,639	2,859	3,078
2020E	5,277	2,375	2,639	2,903	3,166	<b>3,430</b>	3,694
2021E	6,333	2,850	3,166	<b>3,483</b>	3,800	4,116	4,433
2022E	7,599	3,420	3,800	4,180	4,560	4,940	5,320

资料来源：华创证券

按上文计算，美团外卖 12.3% 变现率不变，外卖部分盈亏平衡点为 3200 亿 GMV、2200 万日单量。由上两个表可以看到，如果美团维持 2018Q1 的 59% 市占率，那么将在 **2021 年获取 3200 亿 GMV，达到盈亏平衡**。在乐观假设下，能够在 **2020 年录得 3200 亿 GMV**。

## （三）佣金率、广告收入提升对盈利水平的影响

目前美团的佣金率 11.9%，在不同情况下收取 10%-25% 不等，大致情况为：独家自配送 10%，非独家自配送 15%，独家专送 18%，非独家专送 25%。佣金率根据骑手配置及是否独家决定，我们认为保持 12%、未来上升到 13-15% 是可能的。

图表 20 美团外卖、饿了么、百度外卖三家 APP 用户规模变化情况



资料来源：华创证券

经过测算，在悲观、乐观假设下，美团盈亏平衡点为日单量 2000-2500 万单。

测算结果如下：

(1) 假设在较差的市场环境、较激烈的竞争下，变现率下降到 11%（佣金率下降 1.3pct）：盈亏平衡点为 2500 万日单量、3600 亿 GMV，预计在 2023 年方达到盈亏平衡。

图表 21 较差市场环境、较强竞争下，不同骑手日单量下的净利情况

骑手日单量	29	30	31	32	33	34
骑手人数 (万人)	55	55	55	55	55	55
自有网络配送日单量 (万)	1595	1650	1705	1760	1815	1870
总日单量 (万)	2279	2357	2436	2514	2593	2671
年 GMV (亿元)	3327	3441	3556	3671	3786	3900
变现率	11%	11%	11%	11%	11%	11%
年收入 (亿元)	366	379	391	404	416	429
骑手期望月薪	7800	8000	8100	8200	8300	8400
骑手期望每单计件收入	7.8	7.8	7.6	7.5	7.4	7.3
平台支付骑手每单计件补贴 (元)	2.5	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
骑手成本	278	281	277	273	269	265
骑手成本-计件	146	149	145	141	137	133
骑手成本-固定	132	132	132	132	132	132
客服人员开支	2	2	2	2	2	2
固定资产折旧	1	1	1	1	1	1
支付结算等其他变动成本	17	18	19	19	20	20
毛利	67	76	92	108	124	140
毛利率	18.3%	20.1%	23.5%	26.8%	29.8%	32.6%
交易用户激励	39	41	42	43	45	46
雇员福利成本等其他较固定开支	60	60	60	60	60	60
净利	-32	-24	-10	5	19	34

资料来源：华创证券

(2) 假设在较好的市场环境、竞争格局较稳定，变现率上升到 13%（佣金率上升 0.6pct、广告率上升 0.1 pct）：盈亏平衡点 2000 万日单量、3000 亿 GMV，预计在 2020 年即可达到。

图表 22 较好市场环境、较稳定的竞争格局下，不同骑手日单量下的净利情况

骑手日单量	23	24	25	26	27	28
骑手人数 (万人)	55	55	55	55	55	55
自有网络配送日单量 (万)	1265	1320	1375	1430	1485	1540
总日单量 (万)	1807	1886	1964	2043	2121	2200
年 GMV (亿元)	2638	2753	2868	2983	3097	3212
变现率	13%	13%	13%	13%	13%	13%
年收入 (亿元)	343	358	373	388	403	418

骑手日单量	23	24	25	26	27	28
骑手期望月薪	6600	6800	7000	7200	7400	7600
骑手期望每单计件收入	8.1	8.1	8.0	7.9	7.9	7.9
平台支付骑手每单计件补贴(元)	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.6
骑手成本	262	265	268	270	273	276
骑手成本-计件	130	133	136	138	141	144
骑手成本-固定	132	132	132	132	132	132
客服人员开支	2	2	2	2	2	2
固定资产折旧	1	1	1	1	1	1
支付结算等其他变动成本	14	14	15	16	16	17
毛利	64	75	87	99	110	122
毛利率	18.6%	21.1%	23.4%	<b>25.4%</b>	27.4%	29.2%
交易用户激励	31	32	34	35	37	38
雇员福利成本等其他较固定开支	60	60	60	60	60	60
净利	-27	-17	-7	<b>3</b>	14	24

资料来源：华创证券

## 五、结论

1. 2017年中国外卖市场规模约3000亿，假设保持15%的增速，预计外卖市场在2022年6000亿的市场规模、14%的渗透率，在2025年则规模超过9000亿、渗透率超过20%。我们认为美团、饿了么两强格局形成，按6/4开瓜分市场，美团保持60%市占率。
2. 目前美团外卖变现率12.3%——其中佣金率11.9%，广告服务收入0.4%。我们认为保持12%的佣金率、将广告服务收入占GMV比例提升到1%，总计13%的变现率是短期内可行的目标。中国外卖线上化率较高，作为线上渠道，美团议价能力较强，变现率上限可以看到12-15%的佣金率、2-3%的广告收入，总计14-18%。
3. 17年美团外卖收入210亿，骑手成本183亿，毛利17亿（毛利率8.1%）。骑手日单量的提升对骑手成本能带来显著边际下降（将美团对骑手的每单补贴从3元降低到1.7元），有望推动毛利率提升到25%。
4. 经测算，保持12.3%的变现率，美团外卖盈亏平衡点约2200万日单量（目前约1100万）、3000亿GMV。我们认为美团外卖有望在2020-2021年达到盈亏平衡点。在11%-13%的变现率下，盈亏平衡点为2000万、2500万日单量。

## 六、风险提示

价格战激烈，行业增速不及预期；食品安全事故。



## 商社组团队介绍

### 组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾就职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

### 助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

### 助理研究员：林轩宇

美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士，2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyding@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500