

餐饮旅游行业深度研究报告

外卖系列报告 2:

低价引客撑到何时：平台方与餐厅模型拆算

推荐（维持）

□ **报告亮点：** 外卖行业硝烟四起，美团投入所有力量捍卫市占率第一位置，而饿了么更追求市场份额。烧钱血战之下，平台方和餐厅方盈亏几何？烧钱可以持续到什么时候？最可能的妥协点出现在什么位置？

本篇从平台方、餐厅方、消费者三方分别入手，拆算低价策略下的模型，探讨外卖平台和餐厅作为供给方两大参与者可承受的引客战略；并多角度研究消费者可以承受的外送费上限水平。

□ **外卖平台方——佣金率和日单量的敏感性测算。** 以美团的经营数据作推演：

1、**收入端：** 总变现率 13% 可期，但 2019 年饿了么发力，假设美团 2019 年佣金率将受影响而下降。

2、**成本端：** 将成本端分为随单量增长的计件费、固定与半固定骑手成本、外卖部门其他费用和集团 SA&G 分摊四个部分，取 2017 年报表和调研数据，比照快递收入和日单量水平，分拆得到前三项费用，并按照 GMV 进行报表重组，得到外卖部门不同收入/日单量下的成本。

3、**收入成本模型：** 考虑到饿了么整合完后竞争加剧，美团外卖部门盈亏平衡约在 2020 年实现；算上集团 SA&G 和用户补贴的分摊，时点还会被推后。模型中最敏感的因素为变现率和日单量：前者由竞争水平即市占率决定，直接决定收入；日单量则为成本中最重要变量，规模效应下决定每单的计件收入。

4、**敏感性分析：** 美团外卖在 60% 市占率、提高骑手日单量至 36.1 单/天的乐观情况下，能在 2020 年实现集团费用分摊后的盈亏平衡。而在竞争劣势、佣金率降低的情况下，则难以依靠骑手日单量的提高来实现正营业利润。

□ **餐厅方——外卖费用率和门店租金率的最优平衡。** 正规餐厅接入外卖，长期来看是否有利可图？外卖的本质是餐饮电商化零售化，作为餐饮的一个渠道，平台抽佣带有渠道租金性质。餐厅初期接入外卖，边际成本为食材消耗，摊薄人力和租金成本；外卖占比提升之后开始分担人力成本，提升到一定量之后冲击堂食模型效率，使餐厅收缩门店面积，重心转向外卖；通过调研典型客单 30-40 元连锁餐饮，建立单店模型并模拟 18 个月经营情况，我们得到以下结论：

1、**外卖渠道费用率理论上可以比门店租金率（10~15%）更高，**因为收入扩大同时还降低人力成本率。

2、**外卖和门店作为两个客流来源，**存在各自的渠道成本，总渠道费用率与门店、外卖各自的渠道费率和收入规模占比相关。

3、**加入外卖渠道之后对经营的调整关键，**是使总渠道费用率和人力成本率最低的优化，在**总体收入规模增长停滞、人力产能不再需要变化之后，关键是总渠道费用率的最低优化。**

4、**一旦外卖从增量变为冲击存量时，采取降低门店租金率的门店小型化、去门店化措施是有必要。**总渠道费用率的优化最终即是外卖费用率和门店租金率之间达到合适的平衡。

□ **消费者——配送费承担上限几何。** 从三个角度展开探讨：

1、**海外外卖配送费对标：**美国、英国配送费与半小时时薪的比例为 30%、38%，我国目前比例约为 37%，尚在欧美对标的合理区间。

2、**消费者机会成本：**选择外卖节省了外出就餐来回半小时的路途时间，外卖决策的机会成本可视为半小时的人均可支配收入（我国约 8 元）。目前消费者支付的 3~6 元的配送费，相对来说可以承受。

3、**其他即时配送费用对比：**外卖已是到家模式中即时配送费最为“外化”的品类，相当于为其他品类培养配送付费的消费习惯，未来提升消费者对即时配送费的最高承受上限，外卖无疑成为“先驱”会走在前列。

□ **风险提示：**行业竞争格局恶化，劳动力成本持续上升，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：王紫洛

电话：021-20572561

邮箱：wangziluo@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	35	0.98
总市值(亿元)	3,013.85	0.6
流通市值(亿元)	2,627.57	0.72

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.06	-8.93	9.88
相对表现	1.76	6.72	30.35



相关研究报告

《美团外卖：市场空间、变现率与盈亏平衡点测算》

2018-09-03

《中央厨房深度报告：规模化餐饮必然出路》

2018-09-16

《11 月社零数据点评：增速 8.1%，预期之中的低于预期》

2018-12-16

目录

一、外卖市场当前格局.....	4
二、外卖平台方——佣金率和日单量的敏感性测算.....	4
(一) 外卖平台收入端.....	4
(二) 外卖平台成本端.....	5
1、外卖业务成本拆分.....	5
2、成本模型关键假设.....	5
3、外卖收入成本模型.....	6
(三) 变现率和日单量敏感性分析.....	8
1、美团外卖变现率提升空间.....	8
2、日单量对单件外送成本和骑手规模的影响.....	8
3、敏感性分析测算.....	8
三、餐厅方——外卖费用率和门店租金率的最优平衡.....	10
(一) 餐厅主要成本构成.....	10
(二) 外卖佣金率的理论上限.....	11
(三) 餐厅参与外卖的成本临界点.....	11
四、消费者——配送费承担上限几何.....	15
(一) 海外外卖行业配送费用对标.....	15
(二) 消费者机会成本的角度.....	15
(三) 其他品类即时配送费用对比.....	16
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1	美团外卖收入端拆解.....	4
图表 2	2017 年美团外卖成本结构.....	5
图表 3	外卖骑手计件工资拆解.....	6
图表 4	美团外卖收入成本模型拆解.....	7
图表 5	外卖骑手计件工资拆解.....	8
图表 6	美团外卖业务佣金率和日单量敏感性分析.....	9
图表 7	直营餐饮上市公司各项成本在营收中占比.....	10
图表 8	部分餐饮品牌在外卖平台上折扣套餐的销售统计.....	11
图表 9	餐厅接入外卖业务后经历的阶段、拐点以及经营措施.....	12
图表 10	餐饮单店基本情况变化.....	13
图表 11	餐饮单店费用率与净利率变化.....	13
图表 12	外卖平台配送费海外对标.....	15
图表 13	我国城镇居民各收入指标情况.....	15
图表 14	其他品类即时配送费用对比.....	16

一、外卖市场当前格局

外卖平台格局基本确立，美团取得 60% 份额独占鳌头，饿了么以约 30% 市占率位居第二；阿里收购饿了么之后投入 30 亿美元烧钱到底，饿了么将并购得来的百度外卖改名饿了么星选，差别定位至白领市场。饿了么并入阿里之后，接入阿里外卖平台和 88 会员生态，配送端蜂鸟与盒马逐步打通，专攻 3km 生活服务，投入十亿首战双 11 获得新零售订单同比增长 81%、用户量同比增长 72% 的成绩。美团投入所有力量捍卫第一位置，而饿了么短期没有盈利考核，频繁喊话美团，追求市场份额。烧钱血战之下，消费者固然得益，但平台方和餐厅方盈亏几何？烧钱可以持续到什么时候？最可能的妥协点出现在什么位置？

本篇从平台方和餐厅方模型分别入手，折算低价策略下，外卖平台和餐厅作为供给方两大参与者，可以承受怎样的引客战略；并探讨对于需求方消费者而言，可以承受的外送费上限水平。

二、外卖平台方——佣金率和日单量的敏感性测算

由于饿了么成本和收入结构不透明，我们取美团 2017 年财报数据进行计算，并以今年经营数据为基础进行推演。

（一）外卖平台收入端

从美团收入数据来看，2017 年美团外卖的整体变现率（收入/GMV）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。从订单数据来看，2017 年美团订单数 41 亿（将新零售等少量订单也看作餐饮外卖订单），其中自配送订单占比 70% 达到 29 亿单；客单价 42 元，变现率 12.3% 的情况下，平均每单收入 5.17 元。

图表 1 美团外卖收入端拆解

行业数据		2017A	2018E	2019E	2020E
行业数据	餐饮行业规模（亿）	39,644	43,608	47,969	52,766
	yoy	11%	10%	10%	10%
	外卖渗透率	7.70%	11.91%	15.15%	17.22%
	外卖行业规模（亿）	3,054	5,192	7,269	9,086
	yoy	142%	70%	40%	25%
	美团外卖市占率	55.99%	58.63%	56.53%	56.08%
	美团外卖 GMV	1,710	3,044	4,109	5,095
	yoy	91%	78%	35%	24%
订单数据		2017A	2018E	2019E	2020E
订单数据	客单价（元）	42	43.5	45	46
	总订单数（亿）	41	69.97	91.31	110.77
	自配送比例	70%	80%	85%	88%
	自配送单数（亿）	29	55.98	77.62	97.48
	平均日单量（万）	1139	1944	2537	3077
收入拆分		2017A	2018E	2019E	2020E
收入拆分	佣金率	11.90%	12.20%	10.50%	11.00%
	广告费用率	0.40%	0.30%	0.30%	0.60%
	合计变现率	12.30%	12.50%	10.80%	11.60%
	外卖收入（亿）	210.33	380.48	443.79	591.06
	每单收入（元）	5.17	5.44	4.86	5.34

资料来源：公司公告，华创证券

（二）外卖平台成本端

1、外卖业务成本拆分

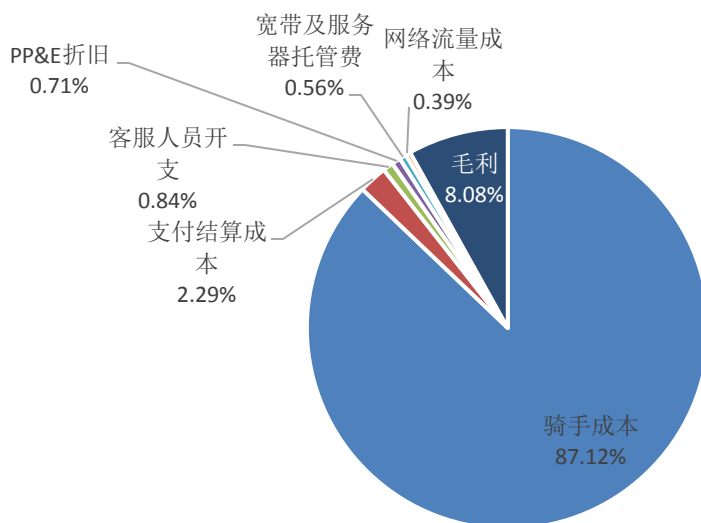
2017 年美团外卖部门毛利率为正(8%)，整体来源于高毛利业务(非自送订单)补贴低毛利业务(自配送订单)，同时在操作上不同订单按照是否采用美团专送、是否平台独家来收取不同扣点率；2018H1 美团继续提高自配送订单占比。此外，补贴等营销活动优先扣减收入，不足再记为费用。

外卖平台方的主要成本在配送。事实上，外卖的完全成本应该分为以下几项：

- **单笔配送费：随每单产生的实际配送成本：**包括消费者自付和平台承担。
- **不随订单线性变化的固定/半固定骑手成本：**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 和交易用户奖励费用。**

由于第三项不可考，第四项需要根据最新报表进行重构，本篇折算集中于前两项成本，将此二项合并称为配送成本。根据草根调研和比对，2017 年每单骑手计件成本约为 7.5-8 元。

图表 2 2017 年美团外卖成本结构



资料来源：公司公告，华创证券

2、成本模型关键假设

根据美团财报，2017 年美团外卖销售成本 193 亿，主要为外送成本（骑手成本 183 亿）。由于非自送单的“配送费”收支两端均不在公司报表以内，因此将骑手成本均摊到 29 亿的自配送订单，则每单产生 6.3 元外送成本，高于每单收入。而这部分外送成本还应该包括骑手底薪（按 1000 元/月计算）、油费、置装、培训、招募成本、车辆和设备折旧等，不是完全按单量线性增加的成本。则对于美团自配送订单，我们认为有两种记账可能：

- 假设实际每单 7.9 元的计件成本, 用户支付的外送费应该是直接划拨给骑手, 收支两端均不进入公司表内。即, 每单用户支付 3-5 元外送费直付骑手, 平台从佣金收入里再取一部分补贴骑手, 并支付底薪等固定和半固定成本。
- 17 年前外卖行业为争夺规模, 补贴较多, 直接冲减了收入; 用户直付的外送费可能已经进表, 但外送可以确认的实际佣金收入较低, 导致账面总收入无法判断是否含有用户支付的外送费。

由于第二种假设会导致对实际佣金率失去判断依据, 为简化模型, 此处我们选取第一种假设, 并假设每单消费者实际有效支付 3 元外送费; 对非美团专送, 此部分收支均不进表; 对美团专送, 也处理为直付骑手, 由此建立假设如下:

- 美团支付的骑手单费 $7.9-3=4.9$ 元, 除单费之外其他骑手成本约 $6.3-4.9=1.4$ 元; 按照披露, 2017 年专职骑手日单量为 26 单, $1.4 \text{ 元} \times 30 \text{ 天} \times 26 \text{ 单} \approx 1100$ 元, 此部分看作固定和半固定成本 (底薪等) 是合适的。
- 其他骑手成本 1.4 元/单, 则骑手成本中的固定/半固定成本约 $1.4 \text{ 元} \times 29 \text{ 亿单} = 40.6$ 亿, 这部分包括底薪、置装、培训等费用, 按 17 年全年 30w 有效年化骑手计算, 每人 1.35w, 这部分会随用人成本提升而上升。
- 外卖部门其他销售费用 10 亿 (销售成本 193 亿减骑手成本 183 亿) 看作和总单量相关的变动成本, 如研发投入、建设系统, 客服人工、营销费用等。10 亿对应总单数 41 亿单, 则每单其他销售费用 0.25 元。
- 对标快递行业 (外卖骑手薪资略高于快递员待遇), 骑手期望的薪资水平与日单量正相关。同时, 对于外卖平台而言骑手成本还存在一定规模效应: 由于骑手收入存在一定上限, 随着骑手的日单量越大, 单笔外卖支付骑手成本会逐渐降低。

图表 3 外卖骑手计件工资拆解

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

同时做出重要假设:

- 2019 年起饿了么发力, 降低佣金率和消费者实际支付的配送费; 因此重要假设为 2019 年 take rate 下降, 且客户支付的配送费下降。
- 假设骑手均为专职骑手。
- 已分部预测 2018-2020 三年集团到店酒旅+新业务的 GMV 分别为 2,538 亿、3,249 亿、4,104 亿, 假设集团总费用按总 GMV 的增长速度同比扩大, 外卖部门需分摊的集团费用则按外卖 GMV 占比进行分摊。

3、外卖收入成本模型

由以上分析和假设我们即可拆解出美团外卖部分的收入成本模型如下:

图表 4 美团外卖收入成本模型拆解

行业数据		2017A	2018E	2019E	2020E
行业数据	餐饮行业规模 (亿)	39,644	43,608	47,969	52,766
	yoy	11%	10%	10%	10%
	渗透率	7.70%	11.91%	15.15%	17.22%
	外卖行业规模 (亿)	3,054	5,192	7,269	9,086
	yoy	142%	70%	40%	25%
	美团 市占率	55.99%	58.63%	56.53%	56.08%
	美团外卖 GMV	1,710	3,044	4,109	5,095
yoy	91%	78%	35%	24%	
骑手数据		2017A	2018E	2019E	2020E
骑手数据	客单价 (元)	42	43.5	45	46
	总订单数 (亿)	41	69.97	91.31	110.77
	自配送比例	70%	80%	85%	88%
	自配送单数 (亿)	29	55.98	77.62	97.48
	骑手人数 (万, 专职)	53 (年末)	58	70	75
	骑手日单量	26	26.81	30.80	36.10
	骑手计件工资 (元/)	7.9 (调研)	7.4	7.3	6.9
收入拆分		2017A	2018E	2019E	2020E
收入拆分	佣金率	11.90%	12.20%	10.50%	11.00%
	广告费用率	0.40%	0.30%	0.30%	0.60%
	合计变现率	12.30%	12.50%	10.80%	11.60%
	外卖收入 (亿)	210.33	380.48	443.79	591.06
	每单收入 (元)	5.13	5.44	4.86	5.34
成本拆分		2017A	2018E	2019E	2020E
针对美团自送单	固定成本 (万/人)		1.35	1.5	1.6
	骑手固定成本 (亿)		78.3	105	120
	骑手计件成本 (亿)		414.24	562.80	675.00
	全部自送单成本		492.54	667.80	795.00
针对全部订单	其他销售成本 (元/)		0.25	0.25	0.25
	其他销售成本 (亿)		17.49	22.83	27.69
	外送实际成本合计		510.03	690.63	822.69
针对美团自送单	自送单完全成本/单		9.05	8.85	8.41
	客户支付配送费 (元)		2.5	2.5	3
	每自送单自担成本		6.55	6.35	5.41
美团外卖承担的实际成本			370.08	496.59	530.26
盈利能力		2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力	美团外卖毛利		10.39	-52.80	60.79
	外卖在美团总 GMV		55%	56%	55%
	美团总 GMV 增速		56%	32%	25%
	集团交易用户奖励		-66	-87	-108
	外卖事业部分摊		-36	-48	-60
	集团员工薪资和奖		-128	-168	-211
	外卖事业部分摊		-70	-94	-117
	外卖部门营业利润		-95	-154	-116
	外卖部门营业利润		-25%	-32%	-20%

资料来源: 公司公告, 华创证券

可以看到，在以上假设下，美团外卖部门作为事业部（仅考核部门毛利），盈亏平衡约在 2020 年实现；如果算上集团 SA&G 和用户补贴费用的分摊，则盈利时点还会被推后。模型中最敏感的因素为变现率和日单量，前者由竞争水平即市占率决定，直接决定收入；日单量则为成本中最重要变量，规模效应下决定每单的计件收入。

（三）变现率和日单量敏感性分析

1、美团外卖变现率提升空间

如果外卖市场竞争结束，寡头双方固守既有格局，则变现率均有提升空间。参照国外同业水平来看：

- 美国外卖平台公司 Grubhub 在受到强竞争、未形成垄断地位的情况下，收取 12.5% 的基础佣金，0%、2.5%、7.5%、17.5% 的广告排名佣金率，但 Grubhub 规模远较美团为小，2017 年 GMV 为 37 亿美元远小于美团。
- 英国外卖平台公司 Justeat 的佣金率为 12%，但英国餐饮线上化率为 35%（远低于中国 80%），Justeat 在英国市占率超过 80%（美团约 60%），具有较高的参考价值。

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，佣金率上限可以看到 15%-20%。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%。

2、日单量对单件外送成本和骑手规模的影响

根据招股书数据，17 年美团专职外卖骑手日单量 26 单。随着配送网络效率提升，骑手配送的日单量逐步提高，按 1000 元底薪为基础，我们预测日单量在乐观情况下达到平均每日每骑手 36.1 件，在保守估计下日单量也能达到平均每日每骑手 30.8 件，对应的骑手单件计件收入从 7.9 元分别下降至 7.4 元、7.3 元、6.9 元。另外，在一定订单量（GMV/客单价）和自配送比例下，单个骑手日单量的提升也会使得专送骑手规模相对缩小，使得外送整体成本下降。

图表 5 外卖骑手计件工资拆解

专职骑手计件工资拆解（底薪 1000）		
外卖日单量（件）	期望月收入（元）	每单计件收入（元）
20.0	6000	8.3
27.0	7000	7.4
30.8	7700	7.3
36.1	8500	6.9

资料来源：华创证券

3、敏感性分析测算

我们针对外卖变现率（由行业竞争水平即市占率决定）和日单量（决定了单件计件成本和骑手规模）两个变量进行敏感性分析，前者影响着收入端变化，后者影响成本端变化，由此测算两者在不同情况下对美团外卖业务盈亏平衡时点的影响。

图表 6 美团外卖业务佣金率和日单量敏感性分析

市占率	55%						60%					
年份	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
佣金率	12.0%	11.0%	10.0%	12.0%	11.0%	10.0%	12.2%	13.0%	14.0%	12.2%	13.0%	14.0%
情境	情境 1			情境 2			情境 3			情境 4		
日单量	30.8			36.1			30.8			36.1		
计件工资	7.3			6.9			7.3			6.9		
美团外卖毛利(亿)	21.37	-31.39	-41.80	47.87	8.22	9.60	29.55	52.98	172.45	58.46	96.19	228.53
外卖毛利率	6%	-7%	-8%	14%	2%	2%	8%	9%	22%	15%	17%	29%
外卖营业利润(亿)	-78	-170	-215	-51	-130	-164	-79	-98	-17	-50	-55	39
外卖营业利润率	-22%	-38%	-41%	-15%	-29%	-31%	-20%	-17%	-2%	-13%	-9%	5%

资料来源：华创证券测算

按上文计算，美团外卖在 60% 的市占率（整体日单量近 3300 万）下提高骑手日单量至乐观情况的 36.1 单/天，则在 2020 年实现集团费用分摊后的盈亏平衡，有 39 亿元的营业利润。而在竞争劣势（市占率下降至 55%，整体日单量 3018 万）的情况下，则难以依靠骑手日单量的提高来实现正营业利润。

如果在难以盈亏平衡的情况下，假设不再进行新的融资，按目前美团点评的经营现状和烧钱速度，美团账上现金及现金等价物能支撑多长时间呢？做简单预判：将公司最新一期包含摩拜的经营数据——2018Q3 单季度公司经营调整亏损净额为 -24.64 亿作为未来每个季度的烧钱规模，而将 2018Q3 季末 469.21 亿的现金及现金等价物作为资金池，简单测算即可知，账上现金足以支撑美团维持现有烧钱速度，持久攻坚 4-5 年。

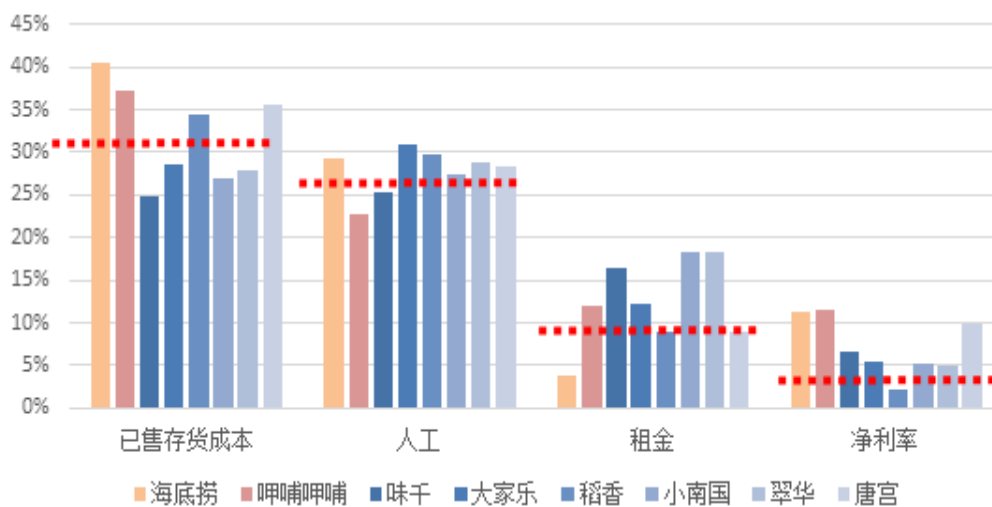
三、餐厅方——外卖费用率和门店租金率的最优平衡

（一）餐厅主要成本构成

典型的经营情况较好的直营餐饮上市公司各项成本在营收中占比大约为：

- 食材成本/COGS: 30-40pct
- 租金成本: 10-15pct（成熟品牌在核心商圈的抽佣大约是流水的 8-15%）
- 人力成本: 25-30pct（因人力合规问题，非上市公司会稍低）

图表 7 直营餐饮上市公司各项成本在营收中占比



资料来源：各上市公司公告, 华创证券

对于餐厅方来说，外卖的本质是餐饮电商化和零售化，加入平台做外卖业务相当于多一个销售渠道，收入提升较为明显，而参与后产生的主要成本为：

- 平台佣金支出
- 广告服务费支出
- 营销成本支出

其中，营销成本支出在餐厅经营方主要是以店铺满减优惠的形式承担，直接报表体现为扣减收入，而非营销费用。本文中“成本”一说主要是和正规堂食餐厅对比；对于非堂食的外卖专营店，定价策略本身为满减优惠而定，菜单价格虚高，折扣巨大，不列入营销成本考虑。

而对餐厅而言，由餐厅自行承担的满减是把双刃剑。理论上外卖业务由于边际成本较低，EBITDA 率更高，收益更高。但为了争夺外卖平台上的流量，餐厅常常采用如 100-50、60-30、30-15 的大额满减补贴，或者推出特定的特价优惠套餐，价格往往是原始售价的五折左右。我们统计了部分连锁餐饮品牌在外卖平台上的各单品销量，部分折扣套餐销售占比达到全店的 40%左右，可见特价优惠已成为部分餐厅外卖渠道的主力。这部分的促销成本难以忽略，因此我们在后面的餐饮单店模型中也给出 5%的外卖促销率的假设。

图表 8 部分餐饮品牌在外卖平台上折扣套餐的销售统计

销售类型	折扣套餐		全店销售			
	销量/份	销售额/元	销量/份	折扣销量占比	销售额/元	折扣销售额占比
刀小蛮（饿了么：美城天地店）	700	21010	1843	38%	40633	52%
刀小蛮（美团：美城天地店）	328	7200	814	40%	17400	41%
呷煮呷烫（饿了么：徐汇光启城店）	139	3349	790	18%	34760	10%
老娘舅（饿了么：上海世界广场店）	1128	38063	3162	36%	56676	68%
汉堡王（美团：正大店）	287	9584	1506	19%	42627	22%
永和大王（美团：浦东南路店）	572	12461	5767	10%	93443	13%

资料来源：美团外卖，饿了么，华创证券

（二）外卖佣金率的理论上限

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%，参与做外卖将付出 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 \approx 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 \approx 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。

（三）餐厅参与外卖的成本临界点

- 最初餐厅接入外卖，可看做用富余的人力和后厨最大化了门店产能，此时相当于在付出一定租金（外卖佣金率）和边际食材成本的情况下，扩大了规模，获得了增量。
- 但随着外卖规模逐渐扩大，原有产能已充分利用完毕后不得不需要增加产能（人员甚至后厨面积）以应对外卖刺激下快速增长的收入规模，那何时才是一个成本最优的临界点？
- 如果外卖规模继续扩大，更多堂食消费者也转向外卖渠道，外卖渠道不再全是增量，而逐渐冲击到原有门店客流存量，门店租赁面积是否会缩小最终成为如瑞幸咖啡的 Luckin 外送店模式，形成餐饮去门店化趋势？

为解决以上疑惑，我们调研多家一线城市 30-40 元客单价、客群与外卖高度重合的正规餐厅，选取广州中心区位某面食连锁为原型，建立餐饮单店模型，模拟了一家餐厅接入外卖业务之后的 18 个月经营情况，由此试图解析出对于餐厅而言外卖业务的几个阶段和重要拐点。我们就该餐饮单店模型给出了几项重要假设：

➤ **变动成本:**

随总收入变动的成本率——食材成本 35%、公共事业 4%、营运物料 2%、管理费用率 10%、折摊费率 7%
随外卖收入变动的成本率——佣金率 12%，折扣率 5%、推广费率 0-1.5%分 6 档刺激外卖规模增长

➤ **相对固定的成本:** 日租金 15 元/平/日，人均月工资 4200 元/月

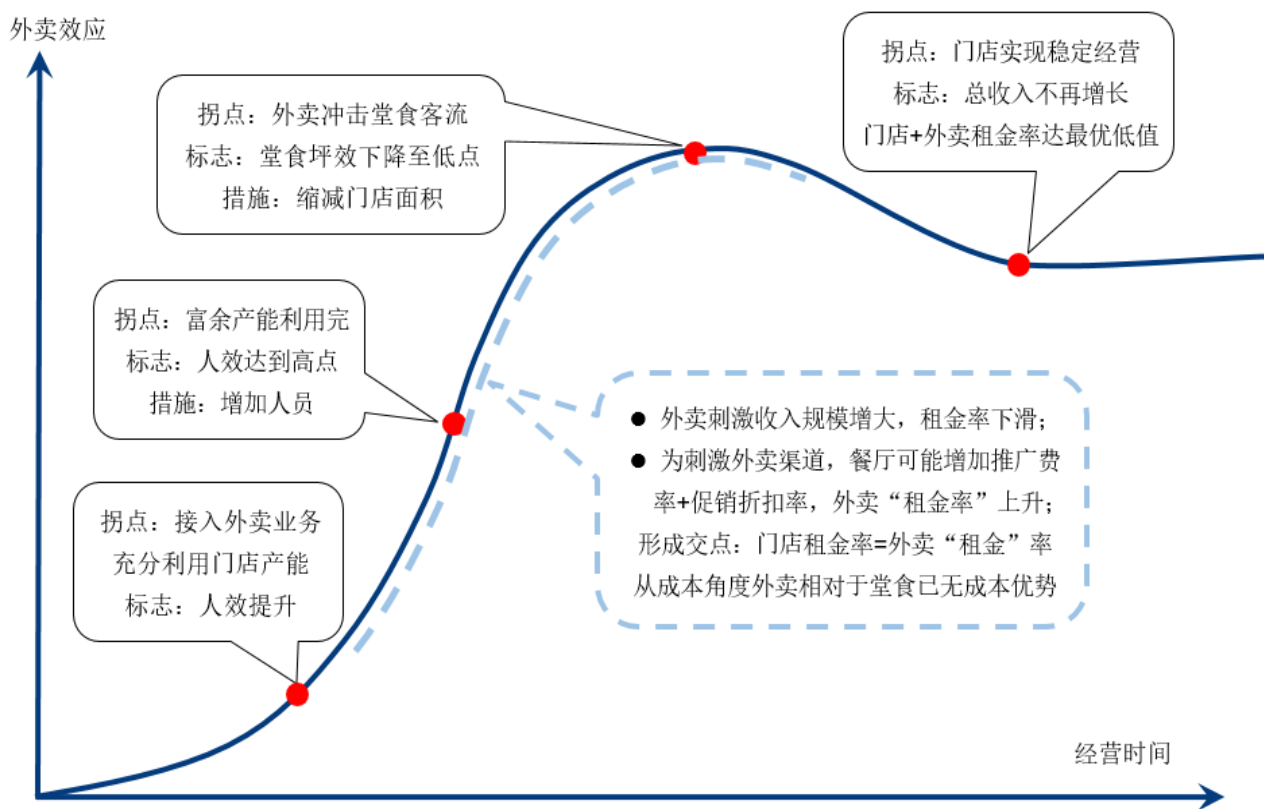
➤ **人效、坪效**的平均值分别约为 23w/人/年、3.3w/平/年

➤ 为简化模型，假设产能扩张只需要补充人力，不需要补充后厨面积

➤ 经营 18 个月后该门店完全成熟实现稳定经营，收入规模不再增长，外卖收入最终占比达到 65%

通过建模分析我们认为餐厅接入外卖业务后，将经历四个阶段三个拐点，如图下图所示。

图表 9 餐厅接入外卖业务后经历的阶段、拐点以及经营措施

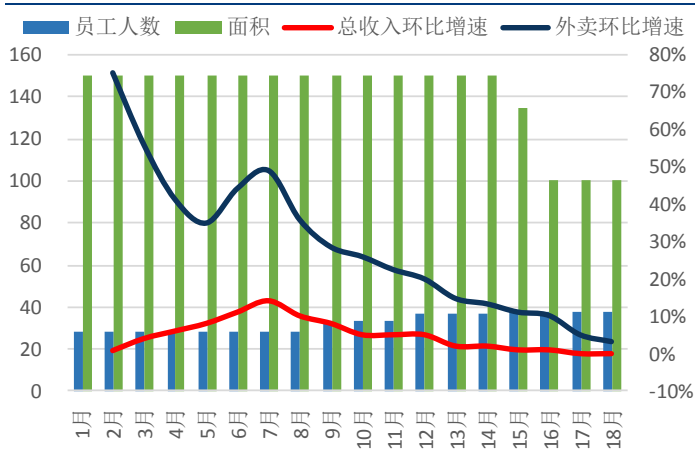


资料来源:华创证券

- **第一阶段:** 1 月餐厅接入外卖业务，1-7 月门店产能未充分利用前，维持原有门店面积和人力成本下增加整体收入。一方面增量业务的租金率即外卖费用率（12%平台佣金率+1~0.5%的推广费率+5%折扣促销率）最初小于门店租金率，另一方面门店租金率和人力成本率一直下滑，整体净利率快速上升。其中，5 月下降的门店租金率与缓慢上升的外卖租金率形成交点，增量和存量业务租金率相等，即做外卖或堂食承担相同的费用率。但外卖的规模放大能进一步拉低门店租金率和人力成本率，因此做外卖仍是有利可图的。

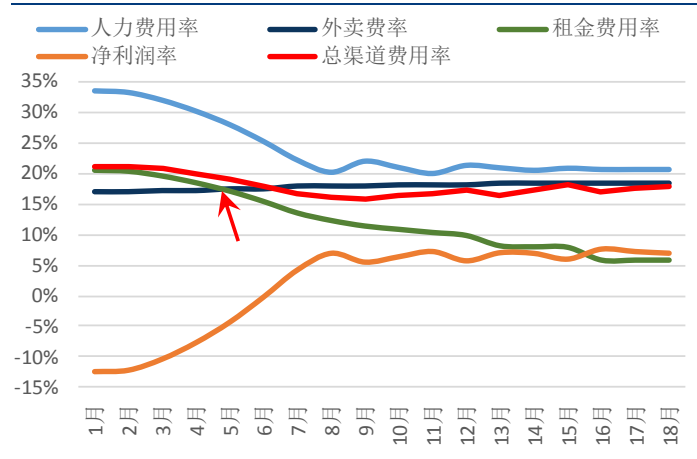
- 第二阶段: 8月门店产能充分利用(拐点指标——人效达到最高限值 25w/人/年), 人员超负荷作业, 此时不得不增加人手。因此9月门店增加5名员工, 使人效降至合理 23w 水平左右。但外卖业务继续高速增长, 3个月后再次触达 25w 以上, 从而12月再增加4名员工, 15月再增加1名。由此人力成本率上升导致净利率下滑。
- 第三阶段: 10月外卖占比逐渐提升至30%以上, 开始冲击堂食消费(拐点指标——堂食坪效下滑至 3.2w/平/年以下), 于是15月将门店面积从160平缩减至135平以将坪效重新提升至 3.5w 以上; 17月外卖占比已超过60%, 门店缩减后坪效依然下降严重, 因此再次缩小面积至100平。由此使租金率快速下降, 净利率小幅提升。
- 第四阶段: 多次增加人员(控制人效高压线)、减少面积(控制堂食坪效低压线), 同时外卖增速放缓、占比稳定后, 单店经营基本稳定, 总收入规模不再增长, 净利率保持在6%左右。整体租金率(门店+外卖租金率)达到最优化的低值。

图表 10 餐饮单店基本情况变化



资料来源: 华创证券测算

图表 11 餐饮单店费用率与净利率变化



资料来源: 华创证券测算

在毛利率和其他变动成本（公共事业、营运物料、管理费、折摊）费用率不变的情况下，从单店建模中我们可得以下结论：

- 1、 外卖渠道的费用率理论上可以比餐饮原有的门店租金率（通常是 10~15%）更高，因为收入规模扩大同时还降低人力成本率，即使外卖渠道成本高于租金率，净利率依然会提升。
- 2、 外卖和门店作为餐饮的两个客流来源，均存在各自的渠道成本，总渠道费用率与门店、外卖两个的渠道费率和收入规模占比相关。
- 3、 加入外卖渠道之后对经营的调整关键是使总渠道费用率和人力成本率最低的优化，在总体收入规模增长停滞、人力产能不再需要变化之后，关键是总渠道费用率的最低优化。
- 4、 一旦外卖从增量变为冲击存量时，采取降低门店租金率的门店小型化、去门店化措施是有必要。总渠道费用率的优化最终即是外卖费用率和门店租金率之间达到合适的平衡。

四、消费者——配送费承担上限几何

我们探讨了外卖平台和餐厅作为供给方两大参与者的经营决策，而对于需求方消费者而言，实际能承受的外送费上限水平如何，我们从以下三个方面展开讨论。

（一）海外外卖行业配送费用对标

对标海外，从配送费占订单均价的比例来看，美国 Grubhub 配送费均值在\$4 左右，英国 Justeat 配送费均在£2.5，占订单均价的比例集中集中在 17~24%左右，而国内外卖平台美团的配送费占比约在 16~20%。

从配送费和半小时（通常是外卖配送时间）时薪比值来看，取美国劳工部公布的最新私人非农企业员工半小时时薪为\$13.7，取英国统计局平均半小时时薪为£6.6，配送费与半小时时薪的比例分别为 30%、38%。取我国国家统计局公布的城镇单位就业人员平均工资换算为半小时为¥17.6，比例为 37%，尚在欧美对标的合理区间。

图表 12 外卖平台配送费海外对标

平台	餐厅	海外订单均价	海外配送费	配送费均值	半小时时薪	配送/时薪比值
US Grubhub	Domino's Pizza	\$30	\$4.0	\$4.0	\$13.7	30%
	Tensuke Market & Food Court	\$45	\$4.0			
	MingHin Cuisine	\$30	\$5.0			
	Westville (West)	\$12	\$2.0			
UK Justeat	Domino's Pizza	£15.0	£2.5	£2.5	£6.6	38%
	KFC	£12.5	£2.5			
	Burger King	£10.0	£2.5			
平台	餐厅	国内均价	国内配送费	配送费均值	半小时时薪	配送/时薪比值
美团	Domino's Pizza	¥51.0	¥7.0	¥6.5	¥17.6	37%
	KFC	¥35.0	¥7.0			
	SUBWAY	¥29.0	¥6.0			
	Burger King	¥30.0	¥6.0			

资料来源：相关外卖平台，华创证券

（二）消费者机会成本的角度

从消费者机会成本的角度，选择外卖节省了外出就餐来回半小时的路途时间，外卖决策的机会成本可视为半小时的可支配收入。2017 年我国城镇居民人均可支配收入均值和中值分别为 36,396 元、33,834 元，换算到半小时可支配收入分别为 8.6 和 8 元，一线城市达到 13~14 元。目前消费者支付的 3~6 元的配送费相对来说可以承受，还尚存在一定的提升空间。

图表 13 我国城镇居民各收入指标情况

半小时收入（元）	全国城镇居民 就业人员平均工资	城镇居民人均可支配收入		全体居民人均可支配收入	
		均值	中位数	上海	北京
2017 年	17.6	8.6	8.0	14.0	13.5

资料来源：国家统计局，华创证券

（三）其他品类即时配送费用对比

从其他即时配送服务进行对比的角度，可以看到水果配送费约 6 元/单，药品、商超约 5 元/单左右，免运费门槛也基本在 35~40 元区间，这也是外卖的客单价区间，但外卖行业目前已少见满一定消费额配送费全免的情况，更多是以店铺满减、优惠券补贴的形式，可见**外卖行业发展已过纯烧钱阶段，烧钱力度不如其他商超生鲜的到家模式**。而鲜花、烘焙等低频、高客单品类则基本免配送费，配送费基本“内化”在售价里，配送成本也由高毛利消化掉。

从品类比较来看，外卖已是到家模式中配送费最为“外化”的品类，相当于为其他品类培养配送付费的消费习惯，未来提升消费者对即时配送费的最高承受上限，外卖都无疑成为“先驱”会走在前列。我国 O2O 行业习惯用烧钱培育用户习惯，而非让用户支付溢价购买便捷；外卖的盈利依靠市场格局稳定之后，慢慢利用惰性的不可逆，减少补贴，将外送成本更多转嫁给消费者，甚至最后让消费者习惯“外卖就是应该比堂食贵”。是否能够最终做到，我们拭目以待。

图表 14 其他品类即时配送费用对比

业态	平台	免邮门槛	未达门槛配送费
商超生鲜	盒马鲜生	每日第一单免配送费	第二单以上 5 元
	每日优鲜	实付 39 包邮	10 元
	京东到家	不同商家免邮门槛不同	5 元
水果	百果园	满 39 免运费	6 元
	鲜丰水果	满 35 免运费	6 元
药品	叮当快药	满 38 免配送费	5 元
鲜花	花加	免配送费	
	花点时间	免配送费	
烘焙	幸福西饼	免配送费	
	味多美	北京五环内满 178 免配送费	每公里收取 4 元配送费

资料来源：各平台 APP，华创证券

五、风险提示

食品安全问题；行业竞争格局恶化，劳动力成本持续上升，食品安全事故

商社组团介绍

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。曾任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：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
	杜博雅	高级销售经理	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	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
	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	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500