

互联网电商

证券研究报告

2022 年 05 月 12 日

美团外卖深度：解析外卖市场结构，坚守美团长期价值

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002

wenhao@tfzq.com

餐饮外卖低线城市市场潜力可期，外卖行业视角消费频次提升是增长第一驱动力。餐饮外卖是本地生活到家业务中重要一环，餐饮业近十年与社零同步的低速增长（10%左右），外卖渗透率不断提升下，规模增长显著（11-21 年 CAGR 在 44.9%）。在高线城市渗透率相对饱和的背景下，低线城市随经济发展、外卖基础设施完善，是未来外卖行业主要潜力市场。

我们通过翔实的数据验证，从一线到四五线城市发展，以人均可支配收入作为经济/消费水平坐标轴，城市线级代际时间差在 2-5 年，而不论空间维度、时间维度下外卖在餐饮市场的渗透率水平与当地经济/消费能力成正相关性。拆分结构我们可以更清晰的看到低线城市的增长潜力和路径：1) 用户数量，2020 年一二线城市外卖用户渗透率（外卖用户数 / 该城市常住人口数）在 56.6%，而低线城市（三线及以下城市，下同）渗透率为 14.7%；2) 消费场景，一线城市非餐消费需求（除美食）占比 12%，低线城市在 10%左右；3) 消费金额，受限于物价水平和消费粘性，低线城市单均消费在 47-50 元之间；4) 外卖商家渗透率，一线城市 55%，低线城市 42%左右。

总体而言，我们认为下沉市场将在用户增长、频次提升方面提供动力，同时整体外卖市场受益于整体外卖用户消费心智强化下订单频次增长，以及 AOV 随 CPI 的小幅提升。美团我们预计 2025 年日均单量将达到 9075 万单，美团 2025 年做到“1 天 1 亿单”的战略目标可期，综合测算 2025 年整体餐饮外卖市场达到 2 万亿 GTV (CAGR+25%)，外卖为本地生活中的“长坡”赛道。

三端规模效应增长飞轮，巩固美团外卖竞争壁垒。外卖平台内化了履约体系，庞大高效的骑手网络能与用户、商家端交互影响，促使三端优势形成互相强化的闭环，平台的竞争壁垒将愈发牢固：1) 骑手端：外卖对配送时效质量的高要求，使“骑手”成为外卖的三边网络的基石。美团凭借高密度、多场景订单规模支撑起了高效复用的骑手网络，美团以 1.5 倍的骑手数支撑超饿了么 2 倍的市场份额。2) 商家端：前期强地推吸纳海量商家，后期通过布局 2B 业务生态，形成外卖全产业链（上游供应链，中游营销及接单，下游配送）商家业务闭环的辐射，借助生态能力深度捆绑商家，从而深入强化粘性，反哺到店到家业务。3) 用户端：借助腾讯“社交+支付”生态，叠加三重高频场景，并协同本地生活特色鲜明的流量入口，培育用户心智。

美团外卖长期盈利路径清晰，佣金改革、骑手社保短期扰动利润。我们认为未来外卖业务盈利改善的主逻辑在于单价提升与货币化率小幅改善带来单均收入的增长，以及单均成本保持刚性。1) 佣金收入，21 年 5 月佣金改革、22 年 3 月降费纾困均为短期因素，外卖为餐饮商家带来利润率提升下，具有定价能力的平台保留有佣金率提升空间；2) 在线营销服务收入，对照成熟餐饮企业营销费用率 0.8%-4.2%，我们预计美团在线营销服务宣传费率在 2%的目标下仍有上探空间；3) 骑手成本：单效提高骑手单均成本保持刚性，人力成本上涨和订单总量及效率的提升相互平衡，骑手成本相对刚性；4) 用户补贴长期或可小幅下降；5) 社保开支或使利润短期承压，单均成本提升在 0.2-0.4 元/单左右，预计在 22-23 年逐步落地，长期来看成本或被逐步打开的盈利空间消化。我们预测美团 25 年单均利润为 0.9 元/单，长期来看餐饮外卖仍有较确定性的盈利增长趋势和可观盈利空间。

投资建议：根据 2022 年 5 月 11 日 Bloomberg 一致预期，预计 2022-2024 年，公司分别实现收入 2245/2942/3681 亿元，对应增速为 25%/31%/25%，经调整后利润为 -87/97/277 亿元。5 月 10 日收盘价对应 22-24 年营收 PS 分别为 4.18/3.19/2.55 倍。公司虽然面临短期业绩压力以及长期需要考虑中国的互联网平台监管，但不可忽视的是公司在餐饮外卖、到店酒旅等业务中保有领先优势，在中国拥有较大的市场，公司在监管下的合理利润预期仍值得积极关注。

风险提示：低线城市渗透率增长不及预期，市场化竞争加剧，政策监管趋严，测算主观性可能带来实际情况误差，第三方数据可能存在误差。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 外卖市场空间：拆解 GTV 增长驱动，看市场下沉潜力	5
1.1. 从餐饮零售到餐饮外卖	5
1.1.1. 餐饮零售市场波动稳定，餐饮外卖疫情后恢复增速	5
1.1.2. 餐饮外卖市场规模稳步攀升，渗透率提升仍有空间	5
1.2. 关注低线城市，消费力提升下带动外卖渗透率提升	6
1.2.1. 低线城市基数庞大，极具发展潜力	6
1.2.2. 线级城市成长代际大约 2-5 年，经济发展驱动消费力升级	7
1.2.3. 外卖渗透率稳步提升与城市消费力基本线性相关，低线城市外卖发展趋势确定性高	8
1.3. 从“用户+商家”双边网络探索增长路径	9
1.3.1. 需求端提频为第一动力，下线城市用户增长可期	9
1.3.1.1. 外卖用户数，低线城市发力下 2025 年主力用户渗透率将近 70%	10
1.3.1.2. 用户复购提升，公司指引消费场景丰富下 1 天 1 亿单目标不动摇	11
1.3.1.3. CPI、连锁化率等原因驱动长期 AOV 提升	12
1.3.2. 从供给角度做印证，下沉商家渗透相对充分，外卖 GTV 占比向 3/5 法则靠近	13
1.3.3. 外卖市场规模测算	14
2. 外卖竞争壁垒：三边动态网络铸运营壁垒	15
2.1. 自建高效履约设施，促成三端规模效应的增长飞轮	15
2.2. 竞争格局马太效应凸显，美团龙头地位稳固	16
2.3. 骑手端：高密度、多场景订单，打造高效复用的骑手网络	16
2.4. 商家端：强地推吸纳海量商家，巩固“正反馈”闭环	17
2.5. 用户端：高频流量入口强化本地生活职能，培育用户心智	18
2.5.1. 外卖业务持续为集团引流，流量端口协同布局强化“导流”效应	18
2.5.2. 美团由于具有本地生活多场景生态优势，用户活跃度高、粘性更强	19
3. 外卖业务盈利：具备长期盈利能力	21
3.1. 单均盈利拆解，盈利在规模效应下不断改善	21
3.2. 1P 为主，3P 为辅业务模式下的 UE 拆解	21
3.3. 佣金收入	22
3.3.1. 透明化新规佣金影响有限，近距离订单受益	22
3.3.2. 商家积极布局外卖，坪效提升下外卖平台佣金率保有空间	23
3.3.3. 三月纾困降费影响 < 1%，重回稳步增长节奏	24
3.4. 在线营销服务收入：美团外卖在线营销服务费率维稳，变现率我们预计中期目标 2% 左右	24
3.5. 骑手成本	26
3.5.1. 单量与单效提高下，骑手单均成本保持刚性	26
3.5.2. 三大技术方向，促进外卖配送的提效降本	27
3.5.3. 骑手社保政策不断推进，美团两大社保方案预计在 1-2 年内落地	28
3.5.4. 社保对 UE 的影响：盈利短期承压，单均影响 0.2-0.42 元/单	29
3.6. 用户补贴费用	30

3.7. 2025 年外卖业务 UE	30
4. 美团外卖部分盈利预测.....	32
5. 风险提示.....	33

图表目录

图 1: 2011-2021 年社零总额与餐饮收入 (万亿元)	5
图 2: 餐饮市场规模 (万亿元) 及增速 (%)	5
图 3: 外卖市场规模 (亿元) 及外卖渗透率 (%)	6
图 4: 餐饮外卖用户数 (亿人) 及占 15-60 岁总人口比 (%)	6
图 5: 2020 年各线城市数量及常住人口占比 (%)	7
图 6: GDP 增速与城镇家庭人均可支配收入增速 (%)	7
图 7: 各相邻线城市年度人均可支配收入 (元) 的年代差距	7
图 8: 人均餐饮 GTV/人均可支配收入 (剔除 2020 年异常值)	8
图 9: 美团外卖渗透率随人均可支配收入增长情况.....	8
图 10: 用户端、商家端外卖 GTV 拆解公式	9
图 11: 2017-2021 年美团外卖用户端 GTV 增长因素贡献.....	9
图 12: 2020 年 2 月外卖用户年龄分布	10
图 13: 2020-2021 年各线城市各年龄段外卖用户增长情况.....	10
图 14: 2020 年高低线城市外卖用户渗透率	10
图 15: 2025 年外卖用户数 (亿人) 及外卖渗透率 (%) 测算	10
图 17: 2019-2020 年外卖 5 大餐饮消费场景订单占比.....	11
图 18: 2019 年各线城市外卖 “餐饮+非餐” 场景订单分布情况.....	11
图 19: 2019-2020 年各线城市外卖单均价格 (AOV, 元)	12
图 20: 2018-2020 年各线城市餐厅连锁化率 (%)	12
图 21: 2015-2025E 美团单均价格与 GDP 同比增速.....	13
图 22: 不同线城市外卖商家渗透率 (2022 年 1 月数据)	13
图 23: 2019-2020 年餐饮企业外卖 GTV 占比.....	13
图 24: 外卖配送多点响应的特点	15
图 25: 外卖三端 规模效应的 “增长飞轮”	15
图 26: 2009-2021 年外卖行业格局演化历程	16
图 27: 2014-2020H1 中国餐饮外卖市场市占率.....	16
图 28: 2020Q1 美团骑手 与 饿了么骑手的配送活跃度对比.....	17
图 29: 美团与饿了么配送效率对比.....	17
图 30: 2013-2021 年美团活跃商家数量 (百万)	17
图 31: 2021 年美团外卖与饿了么商家版 MAU (万) 对比	17
图 32: 外卖三端优势的 “增长飞轮”	18
图 33: 2020 年全国餐饮企业门店数量等级分布	18
图 34: 2015-2021 年美团交易用户数量 (亿人)	19
图 39: 美团主要收支项构成.....	21
图 40: 2016-2020 年美团外卖业务单均收支项 (元/笔) 及毛利率	21

图 41: 2021 年美团外卖 1P 模式 UE 测算 (元)	22
图 42: 2021 年美团外卖 3P 模式 UE 测算 (元)	22
图 43: 美团更改抽佣规则后阶梯式抽佣模式 (以深圳为例)	22
图 44: 美团 1-3 公里订单新版佣金 (元) 有所下降	23
图 45: 美团 4 公里订单新版佣金 (元) 有所上升	23
表 1: 2021-2025E 人均复购频次测算	12
表 2: 外卖市场测算总表	14
表 3: 3 月纾困降费中性及保守影响测算	24
表 4: 美团外卖营销方式与计价方式	25
表 5: 美团技术提效降本措施梳理	27
表 6: 对新就业形态劳动者保障政策	28
表 7: 不同种类骑手需缴纳保险及其比例	29
表 8: 各地社保抽样	29
表 9: 考虑社保缴纳情形下单均成本增加情景测算	30
表 10: 2020A-2025E 美团外卖业务 UE 预测 (1P+3P 全口径)	31
表 11: 美团外卖业务盈利预测	32

1. 外卖市场空间：拆解 GTV 增长驱动，看市场下沉潜力

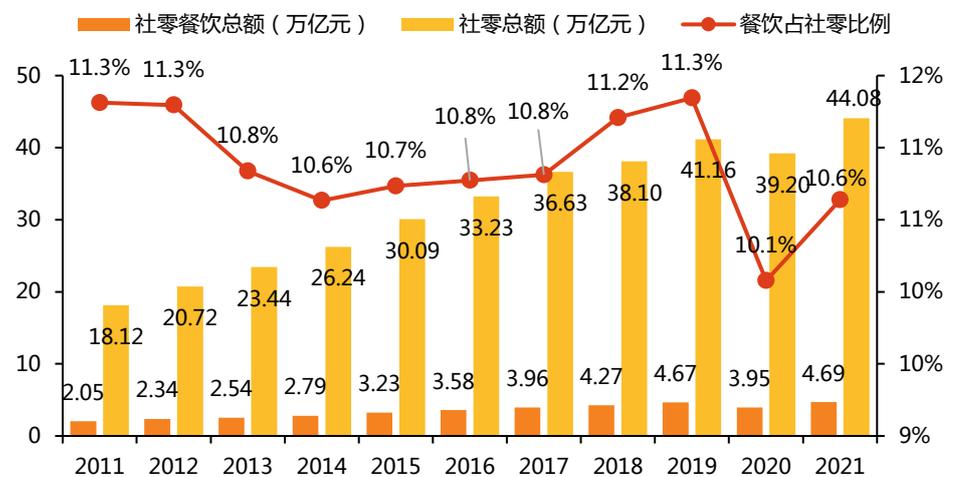
1.1. 从餐饮零售到餐饮外卖

1.1.1. 餐饮零售市场波动稳定，餐饮外卖疫情后恢复增速

餐饮行业是万亿级的重要零售市场。餐饮业是全国消费品零售中重要板块，近十年来餐饮收入始终保持在全国社零总额 10% 左右的比例。2021 年社零总规模 44.08 万亿，其中餐饮市场 4.69 万亿。

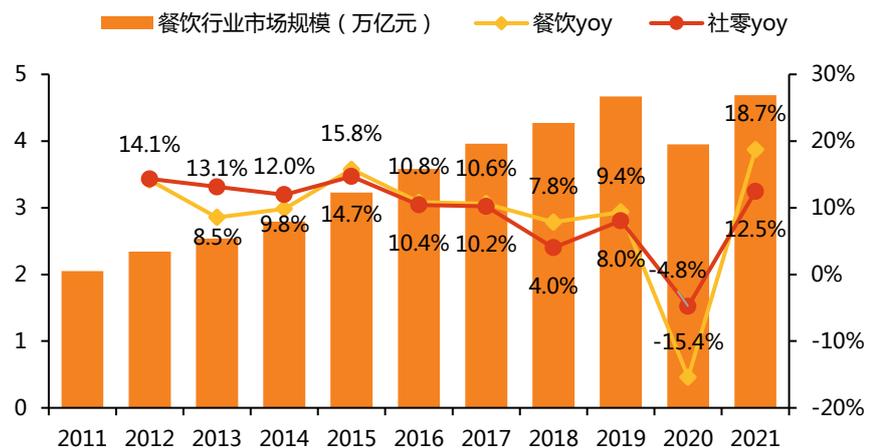
餐饮收入近十年来与社零保持增速一致。近十年来餐饮收入占据全国社零总额 10% 左右的比例，其绝对值的增速与社零变动基本一致。

图 1：2011-2021 年社零总额与餐饮收入（万亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 2：餐饮市场规模（万亿元）及增速（%）



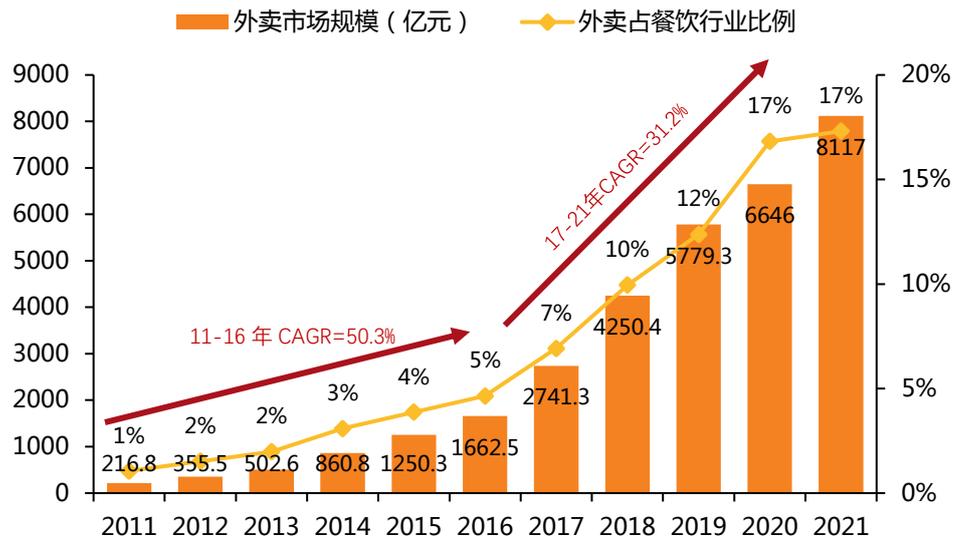
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.1.2. 餐饮外卖市场规模稳步攀升，渗透率提升仍有空间

餐饮外卖是本地生活中的“长坡”赛道，市场规模、渗透率增长确定性高。相较于餐饮业近十年与社零同步的低速增长（10%左右），外卖市场规模增速更快，在 2011-2016 年起步阶段 6 年 CAGR 达 50.3%，即便在外卖竞争（寡头）格局逐渐稳定的成长阶段，2017-2021 年近 6 年 CAGR 仍达 33.9%，2021 年外卖行业规模进一步上升至 8117 亿元，对餐饮市场的渗透率进一步推升至 17%。

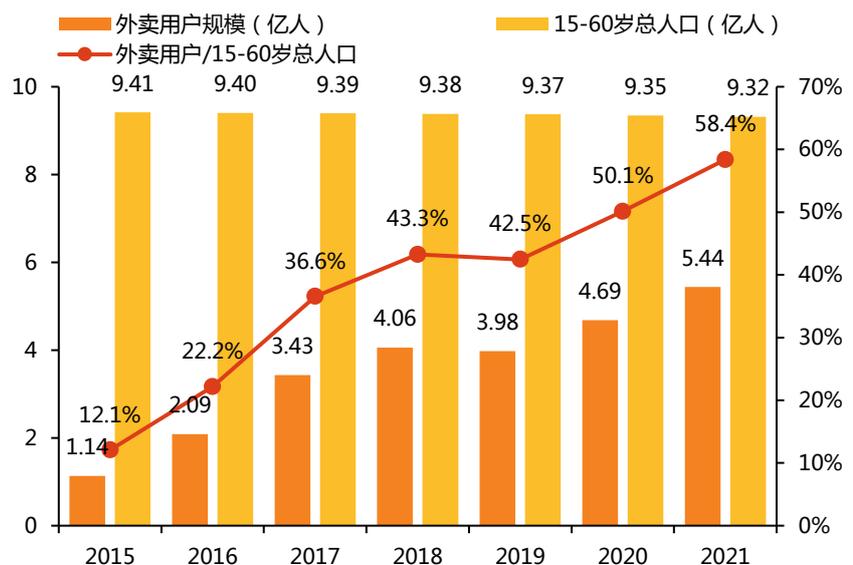
外卖用户渗透率基本实现逐年攀升，21 年外卖用户规模达 5.44 亿人，占全国 15-60 岁人口（外卖主力用户群体）比例近 60%。

图 3：外卖市场规模（亿元）及外卖渗透率（%）



资料来源：《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，中商产业研究院，中国连锁经营协会（CCFA），天风证券研究所

图 4：餐饮外卖用户数（亿人）及占 15-60 岁总人口比（%）



资料来源：《中国互联网络发展状况统计报告》，PopulationPyramid, CNNIC, Wind, 天风证券研究所
注：未剔除疫情（特殊事件）对外卖市场空间的测算影响，本文采用 2021 年 6 月数据计算 2020 年度外卖用户数

1.2. 关注低线城市，消费力提升下带动外卖渗透率提升

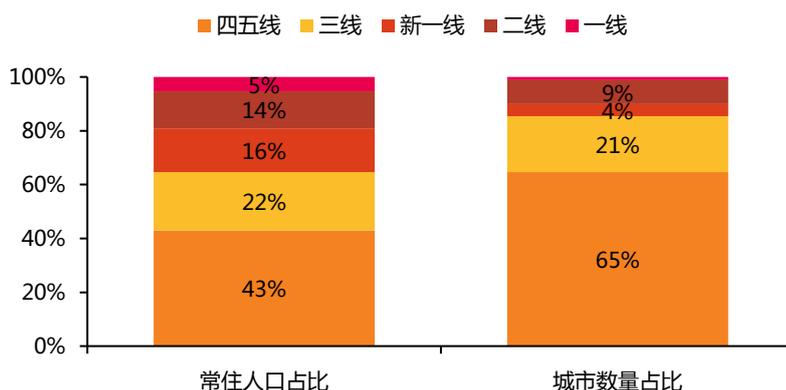
1.2.1. 低线城市基数庞大，极具发展潜力

据第一财经标准，我们将 337 个城市划分一线（4 个）、新一线（15 个）、二线（30 个）、三线（70 个）、四五线城市（218 个）五个线级。其中，一线、新一线、二线城市为高线城市，三线及以下为中低线城市（即本文定义的低线城市）。

低线城市基数庞大，消费升级下未来潜力较大。三线及以下城市集中了我国 65%的常住人口，城市数量达 288 个，占全国城市数 85%。

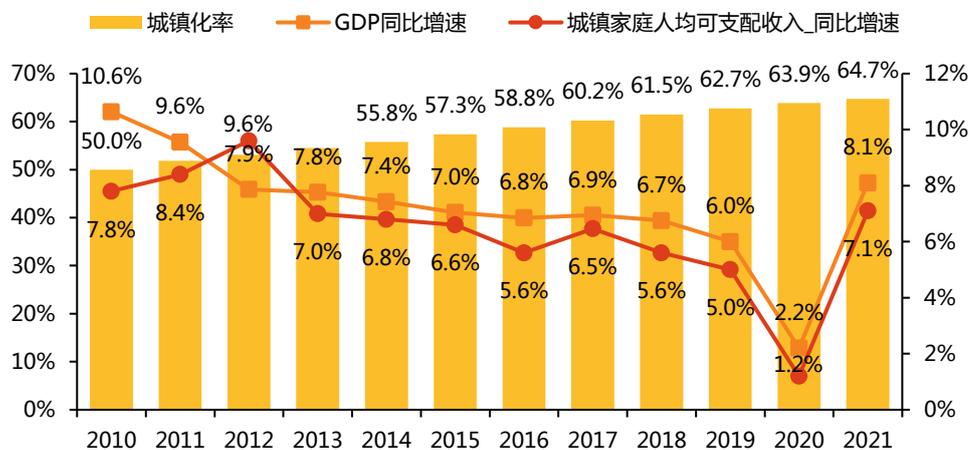
人均可支配收入的增长，是反映居民消费水平和消费意愿的重要指标，同时也是经济增速（GDP 同比增速）的“晴雨表”。我们以人均可支配收入的增长，观察低线城市的发展潜力。

图 5：2020 年各线级城市数量及常住人口占比（%）



资料来源：第一财经，国家统计局，天风证券研究所

图 6：GDP 增速与城镇家庭人均可支配收入增速（%）

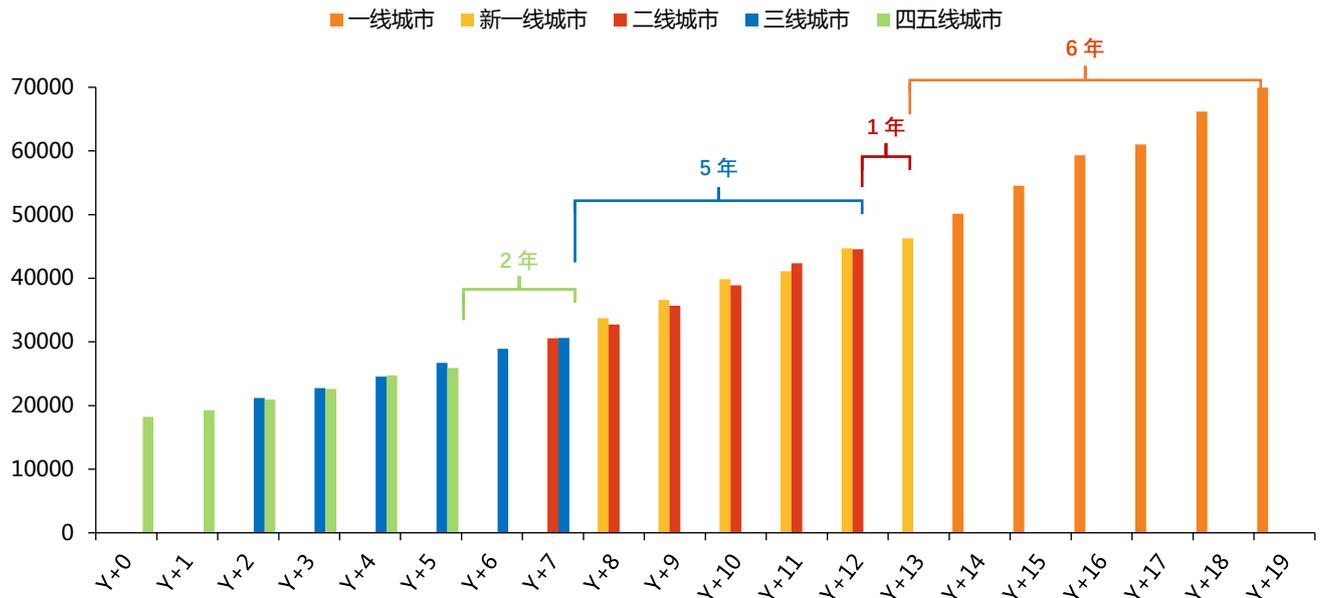


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2.2. 线级城市成长代际大约 2-5 年，经济发展驱动消费力升级

我们将 2015-2020 年各线级城市人均可支配收入展示于同一时间轴（第 0-19 期），通过对比相邻线级的城市 2020 年人均可支配收入水平的相差期数，可知低线城市向高线城市收入水平过渡的时间周期。由图可知，四五线城市与三线城市，及二线城市与新一线城市间人均年收入相差 1-2 年差距，但三线城市人均年收入从 2020 年的 3 万元，增长至二线城市的 4.5 万元，大约 5 年的时间周期。

图 7：各相邻线级城市年度人均可支配收入（元）的年代差距



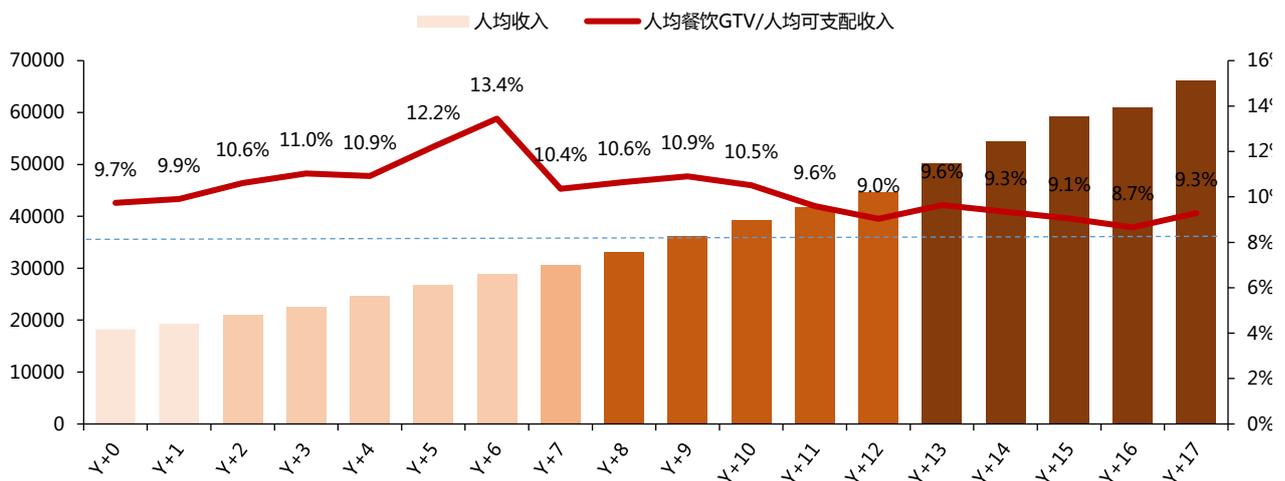
资料来源：第一财经，国家统计局，天风证券研究所

注：右图将 2015-2020 年各线城市人均收入展示在同一时间轴（第 0-19 期）中，通过对比该线城市当前收入水平（2020 年），与上一级城市当前收入水平（2020 年）之间相差期数，可知各线城市人均收入追赶的时间周期。

1.2.3. 外卖渗透率稳步提升与城市消费力基本线性相关，低线城市外卖发展趋势确定性高

人均餐饮消费开支比例相对刚性。根据恩格尔定律食物开支与收入水平紧密相关。如左图所示，随着各线级人均可支配收入逐年增长，各收入水平居民的餐饮开支比例相对刚性（如左图，为 10%左右）。

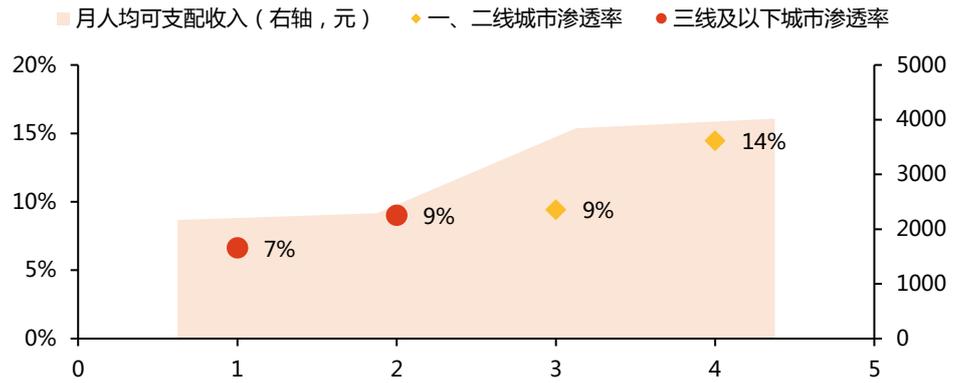
图 8：人均餐饮 GTV/人均可支配收入（剔除 2020 年异常值）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

回溯 4 期人均可支配收入与美团外卖渗透率的数据，可以发现两者存在一定程度上的正相关关系，在人均可支配收入增长趋势确定性的情况下，我们认为美团外卖业务在低线城市（三线及以下）有望随着人均消费力的提升而增长，其底层原因是经济发展下带动外卖需求提升及相关基础设施的完善。

图 9：美团外卖渗透率随人均可支配收入增长情况



资料来源：国家统计局，美团研究院，界面新闻，中国饭店协会，天风证券研究所
 注：美团外卖渗透率 = 该线城市美团外卖 GTV / 城市餐饮 GTV。由于美团未公开分线城市级城市 GTV 数据，此处 GTV 占比根据各线城市级城市订单、AOV 数据测算得到。本图将 19 年、20 年各线城市级城市人均收入、美团外卖渗透率拉通作得。

1.3. 从“用户+商家”双边网络探索增长路径

从双边网络的角度来看外卖市场规模的影响因素，可以用以下等式概括：

从用户端（需求）细拆分：

$$\begin{aligned} \text{外卖餐饮 GTV} &= \text{外卖用户数量} \times \text{消费额} \\ &= \text{外卖用户数} \times (\text{外卖单均价格 (AOV)}) \times \text{人均下单频率} \end{aligned}$$

从商家端（供给）细拆分：

$$\begin{aligned} \text{外卖餐饮 GTV} &= \text{开通外卖商家数量} \times \text{单商家外卖 GTV} \\ &= \text{外卖商家数量} \times (\text{单商家 GTV} \times \text{外卖 GTV 占比}) \end{aligned}$$

从美团过去 5 年 GTV 增长情况看，外卖 GTV 的主要增长驱动力在于用户渗透率、人均复购频次增加。过去 5 年，外卖 GTV 增长的第一驱动因素是用户渗透率的提升，对 GTV 增长的贡献将过半；其次是下单频次的增长，而后是 AOV 增速。

图 10：用户端、商家端外卖 GTV 拆解公式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2017-2021 年美团外卖用户端 GTV 增长因素贡献



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.1. 需求端提频为第一动力，下线城市用户增长可期

从用户端（需求）细拆分，重点讨论外卖用户、单均价格、人均下单频率三个要素。

外卖餐饮 GTV=外卖用户数量 × 消费额

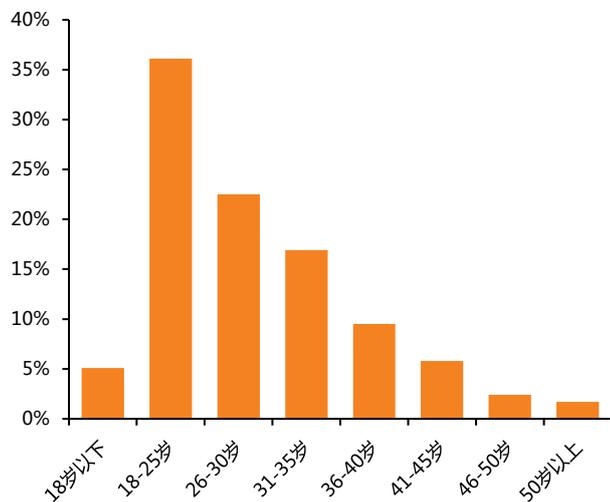
= 外卖用户数 × (外卖单价 (AOV) × 人均下单频率)

1.3.1.1. 外卖用户数，低线城市发力下 2025 年主力用户渗透率将近 70%

据美团研究院 2020 年 2 月问卷调查，18-25 岁人群是外卖消费用户主力人群（占比 36.1%），外卖用户数量随年龄的增长依次递减，这与单身经济、懒人经济的群体结构基本相关。从整体分布上看，我国外卖市场的主要消费人群集中于 18-50 岁人群，该年龄段用户数量占总调研外卖用户 98%。

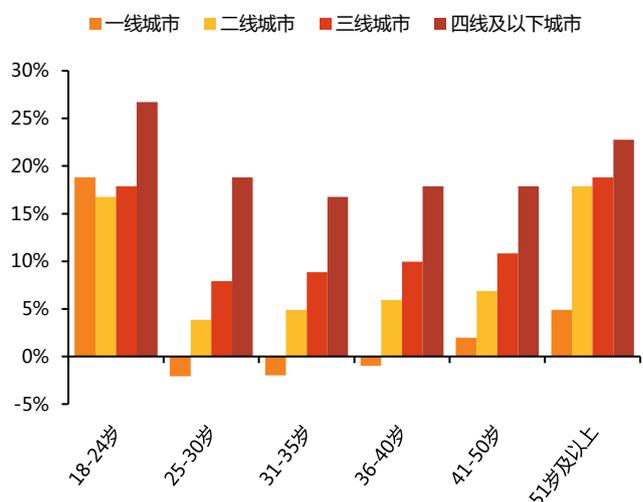
近年来高线城市用户增速放缓，低线城市用户维持增长。近年来我们看到来自高线城市（一二线城市）的外卖用户已经趋近饱和，更多的外卖新用户来自低线城市（三线及以下城市），尤其四线及以下城市，各年龄层用户还保持近 20% 的用户增长。

图 12：2020 年 2 月外卖用户年龄分布



资料来源：美团研究院，中国饭店协会，天风证券研究所

图 13：2020-2021 年各线城市各年龄段外卖用户增长情况



资料来源：《2020-2021 年中国外卖行业发展研究报告》，阿里新服务研究中心，饿了么培训学习中心，中国饭店协会，天风证券研究所

低线城市外卖用户渗透率提升下驱动外卖用户增长。据第 49 次中国互联网络发展状况统计报告，截至 2021 年 12 月全国外卖用户达 5.44 亿，分城市线级看，2020 年一二线城市外卖用户渗透率（外卖用户数 / 该城市常住人口数）在 56.6%，而三线及以下城市渗透率为 72.5%，具有提升空间，但考虑到低线城市人口密度低、外卖需求相对较弱，高低线用户渗透率或将长期维持较大差距。

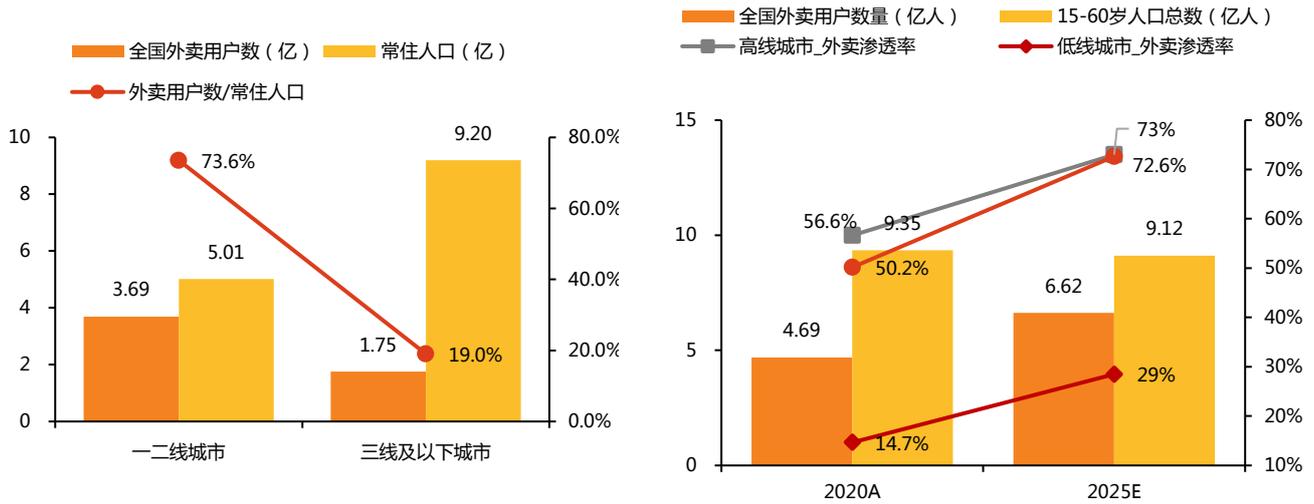
考虑到未来 5 年间中国基数人群老龄化，我们将外卖市场的主力用户年龄区间定位 15-60 岁人群（根据 Population Pyramid 预测 2025 年主力用户人群基数较 2020 年减少 0.2 亿人）。2025 年外卖主力用户渗透预计将由 2020 年的 50.2% 上升至 72.6%，外卖用户人数或将达到 6.62 亿人，5 年 CAGR 为 9.60%。主要假设如下：（外卖用户数量 = 外卖用户渗透率 × 各线城市常住人口）

1) 外卖用户渗透率：我们假设 2025 年一二线城市渗透率基本稳定；三线及以下城市用户年均渗透率增长在维持在 2-3%，略低于 GMV 与人均可支配收入的增速；

2) 各线城市常住人口：在 2020 年基础上各线城市以历史增速（0%-3% 左右增速）增长。

图 14：2020 年高低线城市外卖用户渗透率

图 15：2025 年外卖用户数（亿人）及外卖渗透率（%）测算



资料来源:《中国互联网络发展状况统计报告》, Trustdata, 国家统计局, CNNIC, 天风证券研究所

资料来源:《中国互联网络发展状况统计报告》, PopulationPyramid, CNNIC, 天风证券研究所

1.3.1.2. 用户复购提升, 公司指引消费场景丰富下 1 天 1 亿单目标不动摇

美团公司总裁 CEO 王兴曾多次在业绩会上重申 2025 年“一天做到 1 亿单”(其中包含闪购中期 1000 万订单目标)的战略目标, 依据美团外卖年订单量= 美团外卖用户数 x 美团人均年订单, 美团外卖用户数的增长, 我们已在 1.3.1.1. 进行论述分析, 而人均订单的增长我们认为驱动力在于消费粘性以及消费场景的增加。

- 1) **消费粘性方面, 随着用户消费心智形成后, 消费习惯逐渐迁移, 粘性或得到提升。**我们从美团披露的用户消费行为数据可以得到验证: ①据投中网, 王兴曾在新闻发布会上称, 过去几年用户使用美团的时间、每年购买的次数都在增加, 2013 年用户平均单用户消费 5 次/年, 2017 年平均购买 29 次; ②2021 年美团外卖供给场景的不断丰富下, 带动高频次用户订单增加, 消费频次达 33 次, 同比增长 25%。
- 2) **消费场景方面, 受益于外卖消费心智成熟, 消费习惯切换叠加消费升级, 外卖场景中非正餐比例呈提升趋势。**随着外卖消费习惯逐渐成熟, 以及门店开通外卖数量的增加, 外卖消费者或切换更多的线下消费场景至线上(到家配送), 如甜品、奶茶等。我们以每日 5 个餐饮场景测算(早、中、晚餐、下午茶、夜宵), 人均年餐饮消费场景共有 1825 个, 以 2021 年美团外卖人均消费 33 次计算, 占场景总量仅 1.8%, 具有较大提升空间。并且, 我们通过第三方数据可以观察到非正餐场景(下午茶、夜宵)具有提升趋势: ①据华经产业研究院披露数据, 2019/2020 年正餐订单量占比分别为 75%/68%, 呈下降趋势; ②根据美团研究院数据, 线级越高的城市非餐(甜点饮品、生活超市等)订单占比更高。预计当 2025 年美团外卖人均下单频次达到 61 次时, 外卖餐饮场景渗透率能提升至 3.4%。

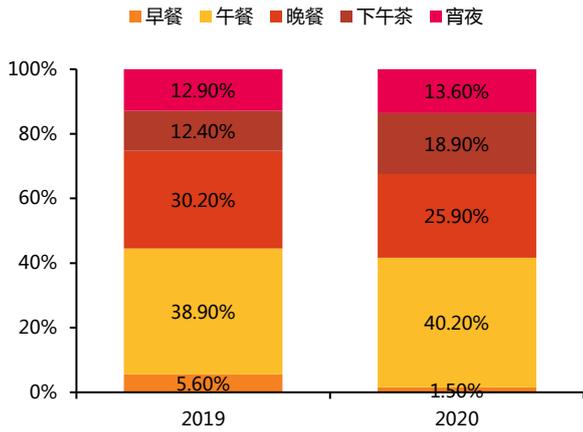
图 16: 2021-2025E 外卖餐饮消费场景渗透率测算



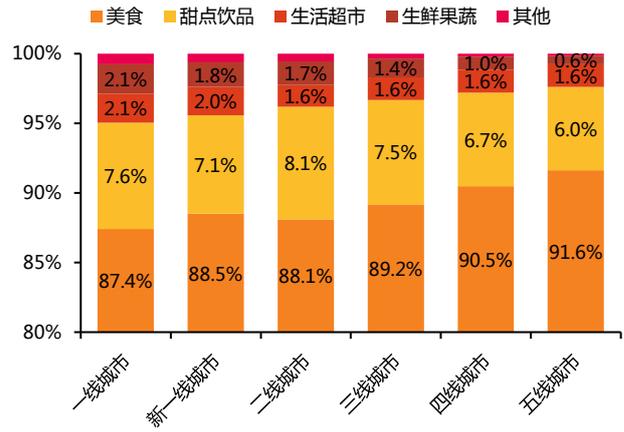
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 16: 2019-2020 年外卖 5 大餐饮消费场景订单占比

图 17: 2019 年各线城市外卖“餐饮+非餐”场景订单分布情况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所



资料来源：美团研究院，中国饭店协会，天风证券研究所

同时考虑到消费粘性提升、消费场景丰富，我们预计 2025 年可达人均 61 单/年（考虑新用户首年消费 11 单，后期保持一定复购粘性），以 2025 年美团外卖用户总数的 5.43 亿人计算，年日均单量将达到 9075 万单，若未来闪购能够达到 1000 万单规模，则美团 25 年做到“1 天 1 亿单”的战略目标有望实现。

表 1：2021-2025E 人均复购频次测算

	人数 (亿)	新增外卖用户 (亿)	2021	2022	2023	2024	2025
2021	4.40		145.20	168.43	208.01	256.90	317.27
2022	4.63	0.23		2.55	3.15	3.89	4.80
2023	4.94	0.31			3.36	4.14	5.12
2024	5.18	0.25				2.72	3.36
2025	5.43	0.25					2.72
人均年订单 (单)			33.00	36.92	43.45	51.63	61.36
同比增速				12%	18%	19%	19%

资料来源：2021 年度 4 季度业绩电话会，公司公告，天风证券研究所

1.3.1.3. CPI、连锁化率等原因驱动长期 AOV 提升

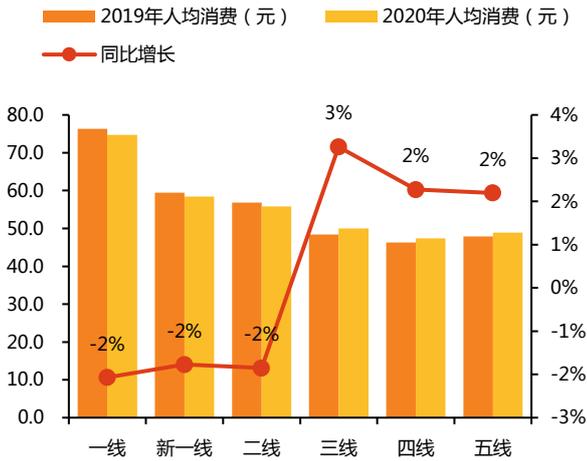
我们比较 2019、2020 年分线城市级城市单均价格 (AOV, average order value) 变化，基本维持稳定，高线城市与低线城市价格的差距主要为消费能力、物价水平的差距。展望未来，驱动外卖单均价格增长主要来自于 CPI 增长以及餐饮连锁品牌的比例的提升。

1) CPI 增速：过去 7 年美团 AOV 逐年增长 (CAGR 12.2%)，远高于 CPI 增速，IMF 2021 年对中国未来 4 年 CPI 增速预测在 2% 左右，我们认为这个 CPI 增长同样将体现在外卖 AOV 增长中；

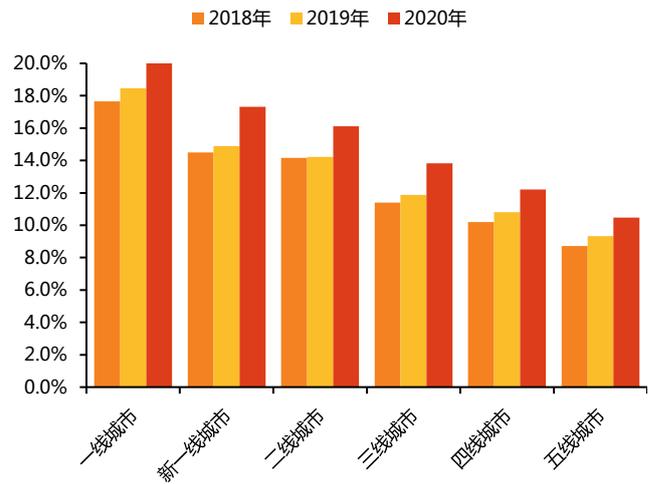
2) 连锁品牌比例提升：餐厅连锁化、品牌升级在 2018-2020 年提升明显，据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，2020 年各线城市级城市餐厅连锁化率较 2018 年提升 1.9%-3.6%，且保持提升趋势。此外，低线城市与高线城市的连锁化率还保持 5%-10% 的差距，随着未来品牌餐厅向低线城市渗透，AOV 提升存在一定的长期驱动力。

图 18：2019-2020 年各线城市级城市外卖单均价 (AOV, 元)

图 19：2018-2020 年各线城市级城市餐厅连锁化率 (%)



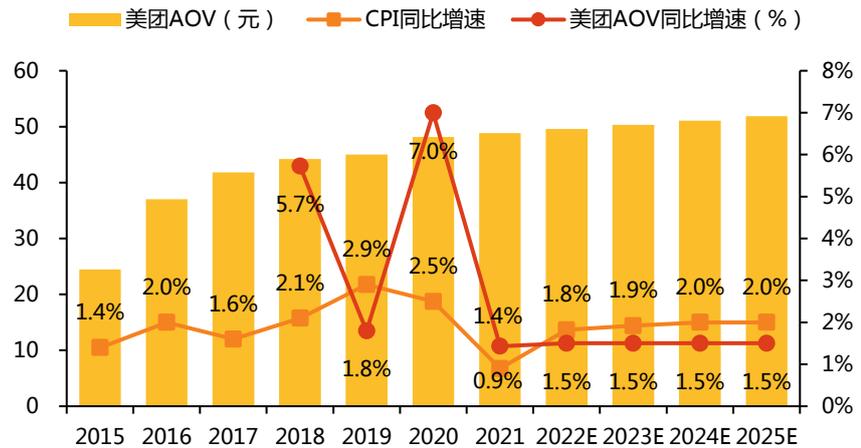
资料来源:《中国餐饮大数据 2021》, 界面新闻, 天风证券研究所
注:“人均消费”为数据原表述, 根据资料描述实际为“人均订单价格”含义



资料来源:《2021年中国连锁餐饮行业报告》, 中国连锁经营协会 (CCFA), 天风证券研究所

未来外卖单均价格提升具有长期驱动力, 但考虑到低线城市消费增长 (AOV 相对较低)、低客单价商品比例提升 (如下午茶) 可能冲抵一部分整体 AOV 提升, 我们保守预计外卖 AOV 以 1.5% 增速 (略低于 CPI 增速) 缓慢提升至 25 年的 51.86 元。

图 20: 2015-2025E 美团单均价格与 GDP 同比增速



资料来源: IMF 官网, 公司公告, 天风证券研究所
注: 2022E-2025E 的 CPI 同比增速预测来自 IMF World Economic Outlook Database

1.3.2. 从供给角度做印证, 下沉商家渗透相对充分, 外卖 GTV 占比向 3/5 法则靠近

由于外卖行业发展逐渐标准化、成熟化, 商家在经营能力充分的情况下、外卖配送基础设施完备的情况下, 开通外卖服务门槛相对较低, 消费侧的拉动更为关键。

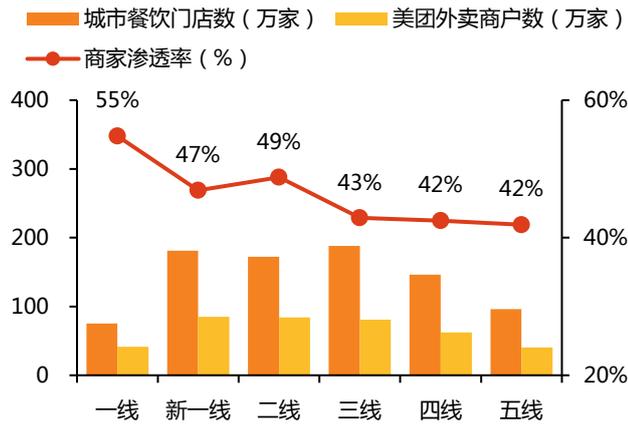
$$\text{外卖餐饮 GTV} = \text{外卖商家数量} \times (\text{单商家 GTV} \times \text{外卖 GTV 占比})$$

1) 外卖商家数量: 据鲲鹏数据和窄门餐眼公众号数据披露, 2022 年 1 月全国开通外卖商家对全国餐饮门店的渗透率在 46%, 其中一线城市 55% 的商家开通了外卖, 而低线城市的商家渗透率在 42%, 虽然同样存在两级分化, 但总体外卖商家端渗透率水平差异相对用户侧差距较小。

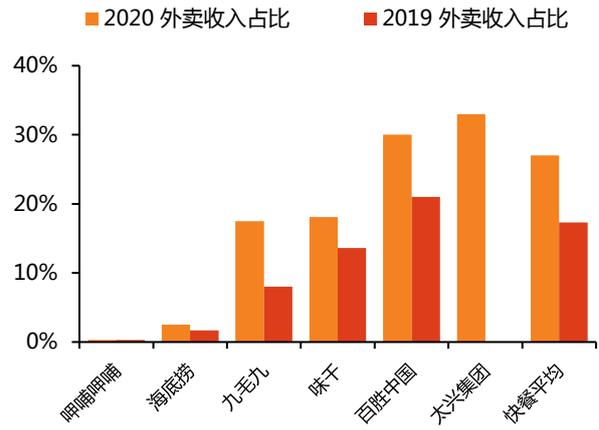
2) 外卖 GTV 占比: 据美团外卖学院院长白秀峰, 正餐外卖占比 30%、快餐外卖占比达 50% 能最大化提升人效和坪效。根据上市公司公告, 2020 年疫情催化下, 正餐类/快餐类企业外卖 GTV 占比接近 20%/30%+, 外卖占比正逐步接近最优“30/50 法则”。

图 21: 不同线城市外卖商家渗透率 (2022 年 1 月数据)

图 22: 2019-2020 年餐饮企业外卖 GTV 占比



资料来源：窄门餐眼，鲲鹏数据，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.3. 外卖市场规模测算

外卖是本地生活中的“长坡”赛道，未来增速可期。基于前面对 GTV 从用户、商家两端的各拆解子项的预测，我们推测：

- 1) 外卖市场 GTV 规模：**我们保守预计 21-25 年外卖市场 4 年 GTV 复合增速达 25.3%，2025 年外卖市场规模达 2.4 万亿。
- 2) 外卖市场订单量：**21-25 年外卖日均订单量 4 年 CAGR 将达 23.5%，2025 年日外卖订单量能达 21 年的 5000 万单增长至 1.25 亿单/天。

表 2：外卖市场测算总表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25 4 年 CAGR
社会餐饮零售额 (亿元)	39600	42700	46700	39500	46895	49802	52791	55852	58924	5.9%
yoy	10.6%	7.8%	9.4%	-15.4%	18.7%	6.2%	6.0%	5.8%	5.5%	
中国外卖市场规模 (亿元)	2741	4250	5779	6646	9618	11650	14836	18788	23745	25.3%
yoy	64.9%	55.1%	36.0%	15.0%	44.7%	21.1%	27.3%	26.6%	26.4%	
中国外卖订单量 (万单/天)	1795	2633	3517	3779	5377	6417	8051	10045	12507	23.5%
yoy	43.9%	46.7%	33.6%	7.5%	42.3%	19.3%	25.5%	24.8%	24.5%	
全国上网人数 (亿)	7.51	8.02	8.54	9.40	9.68	9.88	9.97	10.07	10.17	1.2%
yoy	5.8%	6.8%	6.5%	10.1%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
全国外卖使用人数 (亿)	3.43	4.06	3.98	4.19	5.44	5.72	6.02	6.32	6.62	5.0%
yoy	64.6%	18.2%	-2.0%	5.3%	29.9%	5.1%	5.3%	5.0%	4.8%	
人均单量 (单/年)	19.1	23.7	32.3	32.9	36.1	41.0	48.8	58.0	68.9	17.6%
yoy	-12.6%	24.0%	36.3%	2.1%	9.5%	13.5%	19.2%	18.8%	18.9%	
AOV-单均金额 (元/单)	41.84	44.23	45.02	48.18	49.01	49.74	50.49	51.24	52.01	1.5%
yoy	14.6%	5.7%	1.8%	7.0%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
销售额：外卖/餐饮	6.9%	10.0%	12.4%	16.8%	20.5%	23.4%	28.1%	33.6%	40.3%	18.4%
消费者：外卖/上网人数	45.7%	50.6%	46.6%	44.6%	56.2%	57.9%	60.4%	62.8%	65.1%	3.7%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 外卖竞争壁垒：三边动态网络铸运营壁垒

2.1. 自建高效履约设施，促成三端规模效应的增长飞轮

外卖对配送时效质量的高要求，使“骑手”成为外卖的三边网络的基石。外卖以即时履约为基础，履约时效、质量对用户体验的影响更为突出，而外卖配送多点即时响应、高频等特征，使外卖平台提高自建配送团队要求，并持续致力于在外卖履约端兼顾“效率”与“成本”。因此外卖平台差异化的竞争优势，首先在于自建高效响应的履约设施。

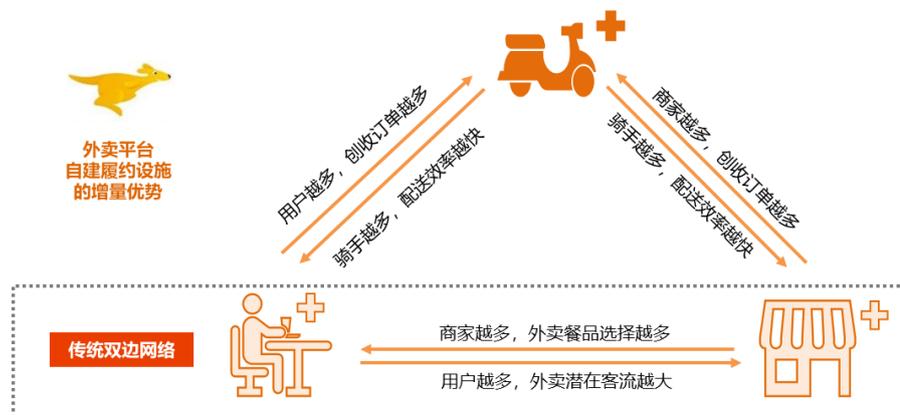
图 23：外卖配送多点响应的特点



资料来源：美团 Meituan 公众号，天风证券研究所

外卖平台在三端的规模效应，将形成“正反馈”闭环。在传统电商的双边网络（无自有履约设施）中，用户、商家双方使用外卖平台的效用随另一侧数量增长而加大，而外卖系统内化了履约体系，庞大高效的骑手网络也能与用户、商家端产生交互影响，促使三端的规模优势能形成互相强化的闭环，巩固平台的竞争壁垒。

图 24：外卖三端 规模效应的“增长飞轮”



资料来源：2020 年即时配送行业技术白皮书，美团配送，埃森哲，天风证券研究所

2.2. 竞争格局马太效应凸显，美团龙头地位稳固

9 年长跑，美团外卖凭借强执行、强地推实现后发者赶超，并保持稳固龙头地位。

1) 后发者追赶阶段，聚焦增量市场：2013 年，美团外卖业务刚起步，相较于先行的饿了么专注于一二线城市以优化资源投入，美团更积极地开拓增量市场（起步新增 20 城）打下进场的初布局。

2) 资本入局阶段，合并大众点评以强化竞争实力：2015 年，美团借助在“千团大战”中练就的强组织力的地推团队不断发力，美团与大众点评官宣合并，吸纳大众点评在点评领域优势形成强壁垒。

3) 寡头竞争阶段，规模优势下马太效应凸显：2017 年美团市占率反超饿了么，此后外卖行业逐渐向美团与饿了么市场份额 7:3 的寡头格局演化，且市场集中度仍在不断上升，美团与竞争对手拉开较大差距（追赶成本较大）。

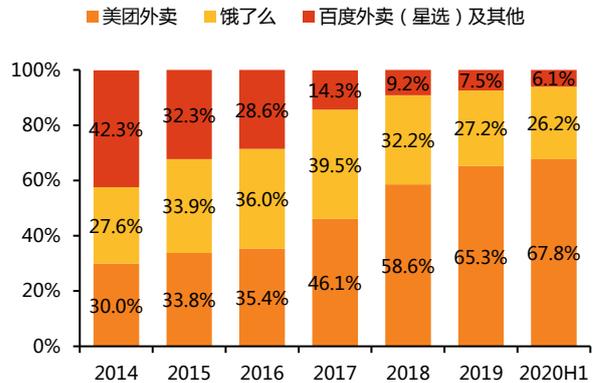
在 2021 年反垄断背景下，“二选一”开放给予商家平等选择的机会，寡头竞争更加激烈下，美团作为大流量、起初设施完备、运营成熟的头部平台，竞争优势依然显著。

图 25：2009-2021 年外卖行业格局演化历程



资料来源：前瞻产业研究院，市场监管总局，界面新闻，天风证券研究所

图 26：2014-2020H1 中国餐饮外卖市场市占率

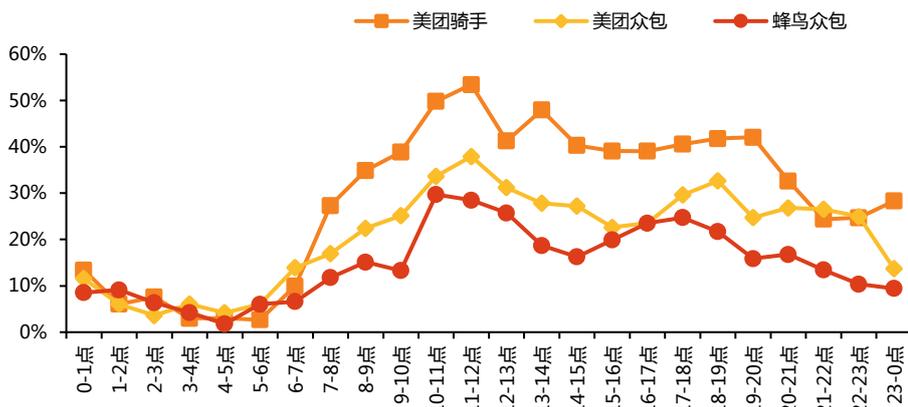


资料来源：前瞻产业研究院，Trustdata，天风证券研究所

2.3. 骑手端：高密度、多场景订单，打造高效复用的骑手网络

多样配送场景下，海量用户+商家带来更丰富的外卖订单供需，“填谷”效应更为明显。美团在供需两端的优势支撑起了高订单密度，同时美团外卖、美团闪购等业态带来的多样配送场景能填补正常“早晚高峰”之外的闲置时间，实现骑手的高效复用。配备同规模骑手下，更丰富的接单机会使美团骑手的效率更高，20Q1 美团骑手整体活跃度更高，且填谷效应（在 12-18 点间骑手活跃度更平缓）更为明显。

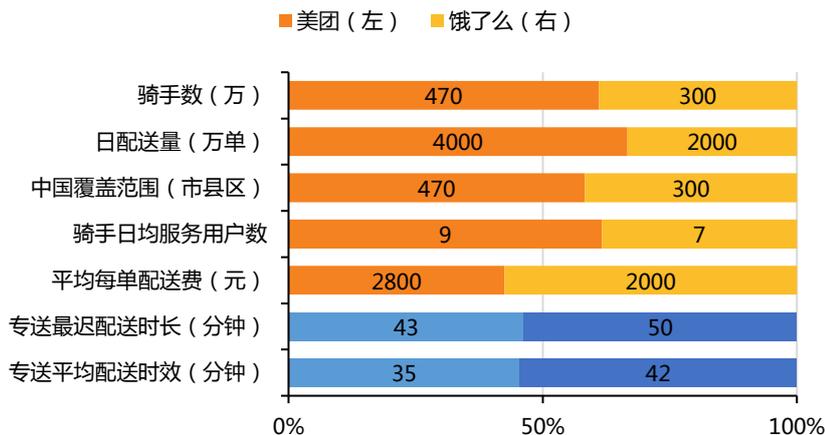
图 27：2020Q1 美团骑手与 饿了么骑手的配送活跃度对比



资料来源：美团配送官网，Trustdata，天风证券研究所

美团骑手网络的“高效”特征凸显。美团外卖生态正循环驱动下，美团骑手团队在人均日单量、配送时效上等效率指标的表现均优于饿了么。美团以 1.5 倍的骑手数，实现超饿了么 2 倍的市场份额。

图 28：美团与饿了么配送效率对比



资料来源：Trustdata，公司公告，《2020 饿了么蓝骑士调研报告》，36 氪，新浪财经，天风证券研究所

2.4. 商家端：强地推吸纳海量商家，巩固“正反馈”闭环

美团具备海量商家资源，商家活跃度表现更优。即便在“二选一”开放后的 2021 年，美团活跃商家数增速恢复至 18 年水平，活跃商家数达 880 万家（包含外卖商家及到店商家），同比增长 29%。而据 Trustdata 数据，从商家活跃度看，美团商家版 MAU 相比饿了么商家版高出约 3 倍。

过去 9 年，美团商家始终保持高速增长，具体来看：

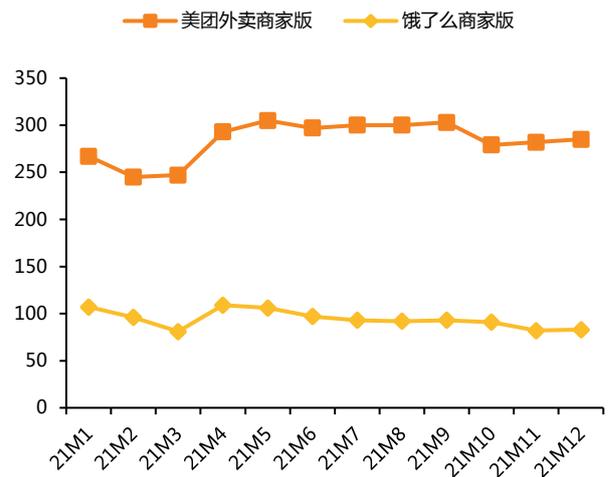
1) 2013-2015 年：“地推铁军+大众点评合并” 积累商家资源。2013 年初美团承接团购业务中锻炼出的“狂拜访，狂上单”的地推基因，快速开城布局（城市数、商家数均实现成倍增长）。而 2015 年美团与大众点评的“强强联手”，在吸纳了大众点评的商家资源的同时打通了“找餐厅、到店吃、送外卖”链条，实现餐饮全场景的初覆盖，商户数较 2014 年实现近 2 倍增长。

图 29：2013-2021 年美团活跃商家数量 (百万)

图 30：2021 年美团外卖与饿了么商家版 MAU (万) 对比



资料来源：美团招股书，新浪财经，秒投 APP 公众号，WhatonBusiness 商业公众号，极客公园公众号，天风证券研究所



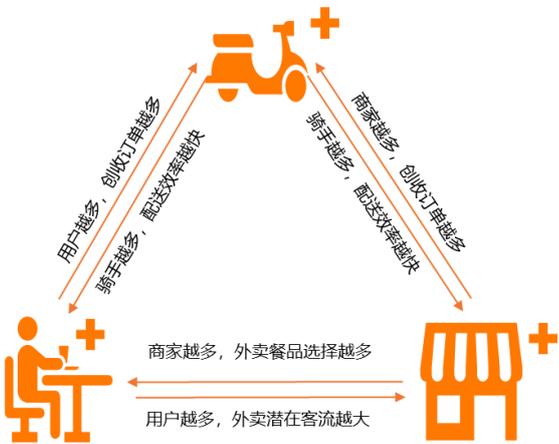
资料来源：Trustdata，天风证券研究所

2) 2015 年至今：外卖三端优势形成“正反馈”闭环。海量用户商户支撑起美团的高订单密度又能提高骑手的配送效率，在骑手单均收入相对稳定的前提下，这将有助实现骑手增收和单均配送成本摊薄的双赢，三端优势形成互相强化的闭环，美团的竞争壁垒得到更巩固。

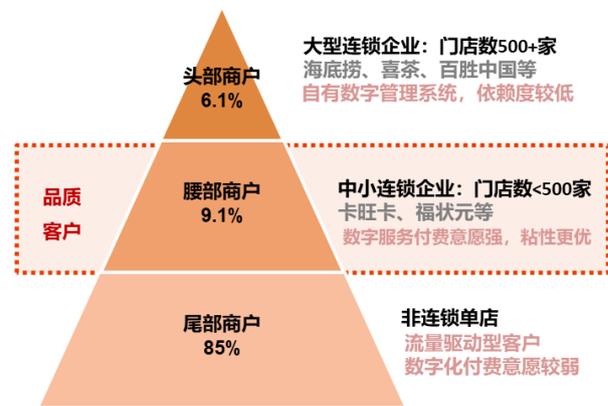
2B 业务布局为美团保有腰部品质商户提供了支撑。腰部客户（占全国餐饮门店 9.1% 中小连锁餐饮商家）是目前包括美团在内的头部收银 SaaS 服务商主力抢占的对象。这类商户具有线上运营需求，但自建/更换系统成本较高，因而对外购系统的粘性稳定，付费意愿更强。

图 31：外卖三端优势的“增长飞轮”

图 32：2020 年全国餐饮企业门店数量等级分布



资料来源：美团配送官网，Wind，天风证券研究所



资料来源：36 氪，极客公园公众号，天风证券研究所

2.5. 用户端：高频流量入口强化本地生活职能，培育用户心智

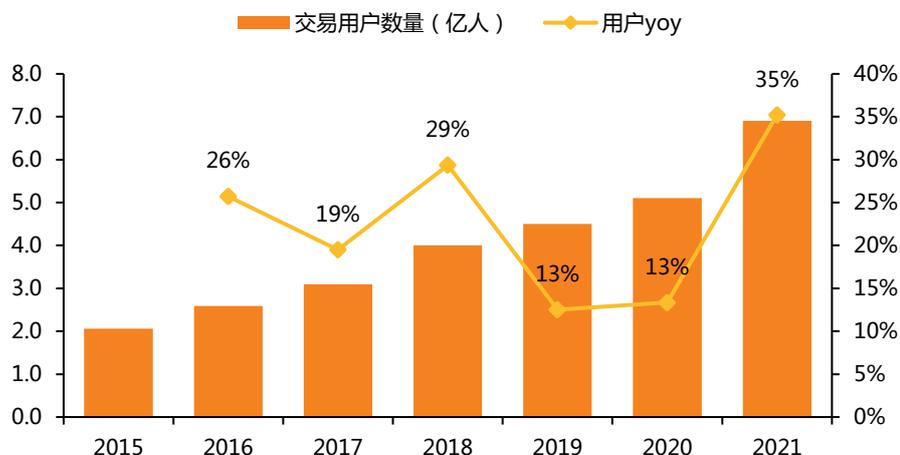
2.5.1. 外卖业务持续为集团引流，流量端口协同布局强化“导流”效应

过去 6 年美团用户增速始终保持在 10%-20%左右，2021 年美团交易用户数量达到 6.9 亿（yoy+35%），其中外卖用户 4.4 亿（yoy+13%），21 年新增用户数中来自外卖的增量占比达到 28%。

借助腾讯“社交+支付”生态，叠加三重高频场景，互联互通下拓展流量入口。据 QuestMobile，2020 年 6 月美团微信小程序为美团外卖 App 贡献达 66% 活跃用户，相较之下，支付宝小程序（仅支付+本地生活 2 类高频场景）为饿了么贡献 43% 活跃用户。21 年

互联互通背景下，美团携手快手向短视频社交人群布局，在流量战略上继续探索。

图 33：2015-2021 年美团交易用户数量（亿人）



资料来源：公司财报、招股说明书，天风证券研究所

图 35：美团外卖主要流量入口及 2020 年 6 月 MAU（万）表现



资料来源：美团 Meituan 公众号，QuestMobile，InfoQ，睿财经，天风证券研究所

注：用户贡献比公式=微信(支付宝)小程序 MAU / (美团外卖(饿了么)MAU+微信(支付宝)小程序 MAU - 重叠用户)

图 36：饿了么要流量入口及 2020 年 6 月 MAU（万）表现

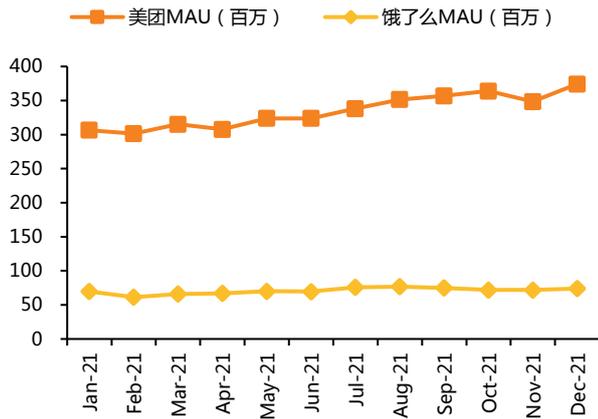


资料来源：美团 Meituan 公众号，QuestMobile，InfoQ，睿财经，天风证券研究所

2.5.2. 美团由于具有本地生活多场景生态优势，用户活跃度高、粘性更强

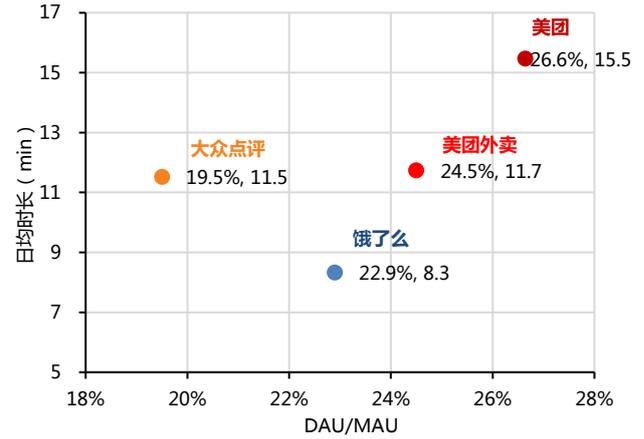
2021 全年美团外卖 MAU（月度活跃用户）基本维持在饿了么 MAU 的 4 倍左右，美团、美团外卖 APP 在用户粘性特征（单用户日均时长、日活用户占月活用户比例）整体表现均优于饿了么，这主要得益于美团本地生活超级平台多场景相互作用，流量协同强化了用户的使用习惯。相较饿了么与支付宝（承担部分本地生活职能）淘宝（电商导流）协作，美团外卖依托美团 APP 生态下多类本地生活场景（到店/新零售/打车/单车），多方协同更向本地生活生态聚焦。

图 37：2021 年美团外卖与饿了么用户版 MAU (万) 对比



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 38：2021 年 12 月外卖 APP 用户粘性竞争格局



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

3. 外卖业务盈利：具备长期盈利能力

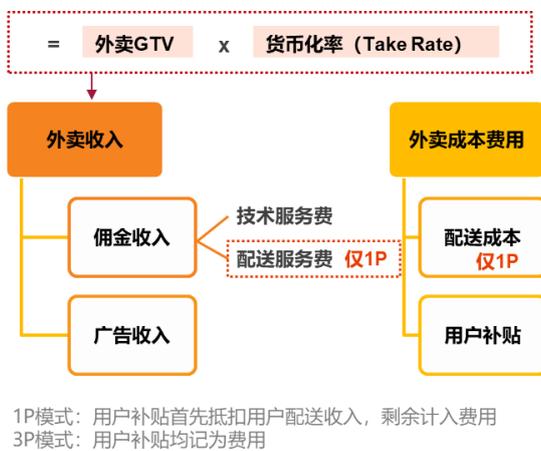
3.1. 单均盈利拆解，盈利在规模效应下不断改善

收入项：佣金仍是收入主力，在线营销服务收入增速较快，变现率基本稳定。美团外卖收入中近 85%来自于佣金，其次为在线营销服务收入。两者的变现率（各类收入/GTV）基本稳定在 11.7%，1.7%。新佣金改革后，21Q4 美团首次将佣金拆成“技术服务费”及“配送服务费”2 部分列示。

成本费用项：配送成本占大头，用户补贴稳定在单均 0.8 元/笔。21 年配送成本占外卖总成本费用达 75.6%，2 类单均成本近年 4 年基本稳定。

外卖单均盈利在保持单均配送成本稳定可控的同时，单均收入随订单量、AOV 提升而增长（外卖业务的规模效应显现），毛利率 4 年间实现超 2 倍增长，2020 年达 20.1%。

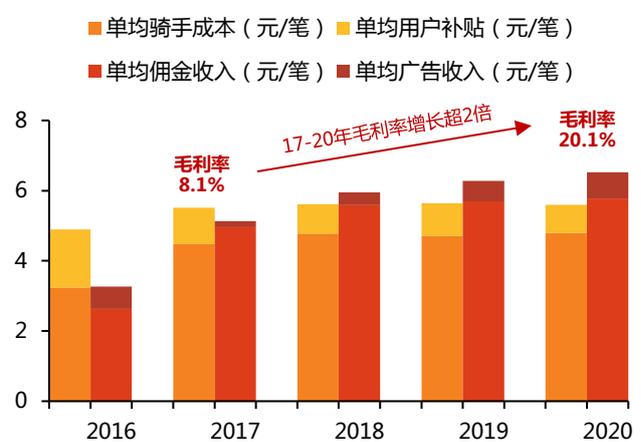
图 34：美团主要收支项构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2016 年收入按照外卖总收入占比，以总佣金、总在线营销服务收入估算；由于美团 2020 年更换成本统计口径，未公布实际销售成本，因此由 2019 年销售成本占新成本项比例反推 2020 年销售成本

图 35：2016-2020 年美团外卖业务单均收支项（元/笔）及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 1P 为主，3P 为辅业务模式下的 UE 拆解

美团餐饮外卖业务分为 2 种模式，平台配送（1P）和商家自配送（3P）。两者根本区别在于骑手配送服务是否由平台提供。据美团 21Q4 业绩公告，1P 模式订单数量占比为 67%，基于以下 3 个假设：

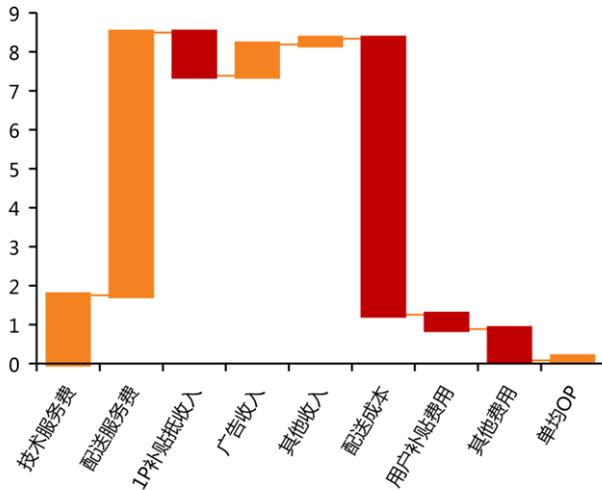
- 1) 随着连锁商家更多转向 1P 模式，我们假设 1P 模式单均价格（AOV）稍高于 3P 模式；
- 2) 单均用户补贴率在 3%，1P 模式 75% 补贴抵扣配送收入；
- 3) 1P 模式佣金率在 17% 左右，3P 模式的变现率稍低在 7.5%。

我们测算了美团 2 种外卖服务模式下的 UE 构成：

1P 模式：重运营模式下，1P 模式每单赚取微利，21 年单均经营溢利（OP）0.08 元，配送收支差距的收窄是未来 1P 模式 UE 优化的重要方向。

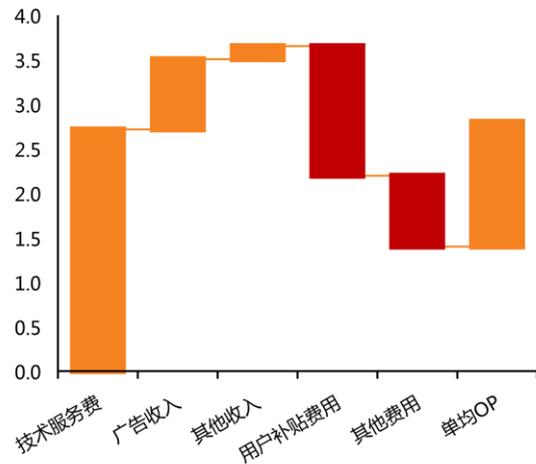
3P 模式：不包含配送收支项目，相较 1P 模式，3P 模式单均经营利润更高，21 年单均经营溢利（OP）为 1.40 元。

图 36：2021 年美团外卖 1P 模式 UE 测算（元）



资料来源：公司公告，外卖玩家，乐外卖，艾瑞网，天风证券研究所

图 37：2021 年美团外卖 3P 模式 UE 测算（元）



资料来源：公司公告，外卖玩家，乐外卖，艾瑞网，天风证券研究所

3.3. 佣金收入

3.3.1. 透明化新规佣金影响有限，近距离订单受益

事件回顾：为增加商家佣金透明度，2021 年 5 月 1 日起美团调整外卖抽佣方式，改版前美团对商家收取的固定增值服务费，改版后采取灵活的“阶梯式收费”，新版商家佣金=技术服务费+履约服务费（距离收费+价格收费+时段收费）。

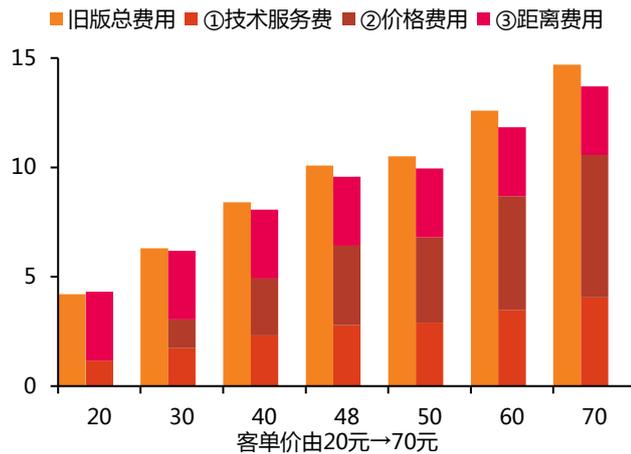
图 38：美团更改抽佣规则后阶梯式抽佣模式（以深圳为例）



资料来源：职业餐饮网，天风证券研究所

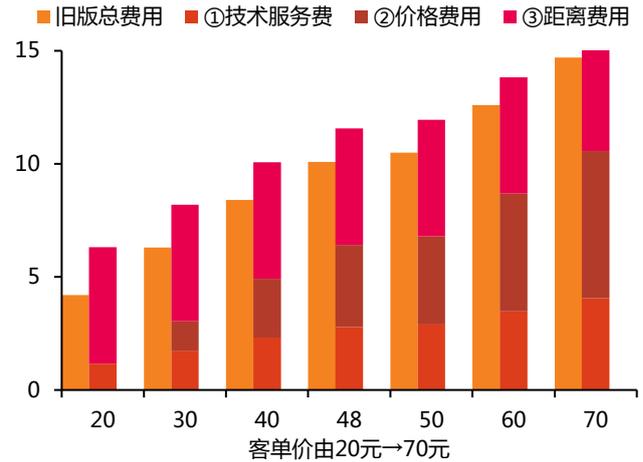
新规则下佣金比率基本持平，但结构化调整下近距离配送商家相对受益。据 2020 年报，美团单均金额为 48.18 元，以深圳为例，48 元客单价 3 公里内订单佣金下降 5.02%，3 公里外订单佣金上涨 14.82%。总量上，按照 3 公里内、3 公里外订单 3：1 估算，新规则下抽佣率降幅约 0.1%，近乎持平。

图 39: 美团 1-3 公里订单新版佣金 (元) 有所下降



资料来源: 职业餐饮网, 天风证券研究所

图 40: 美团 4 公里订单新版佣金 (元) 有所上升



资料来源: 职业餐饮网, 天风证券研究所

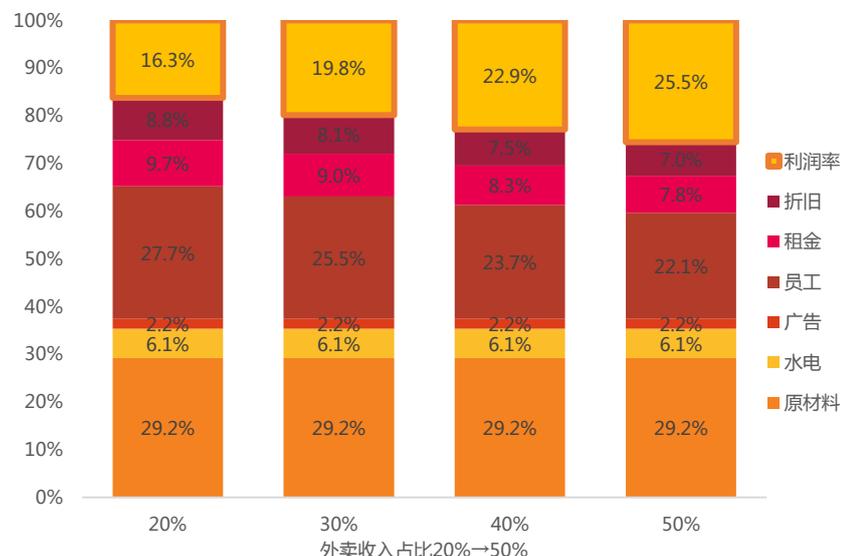
3.3.2. 商家积极布局外卖, 坪效提升下外卖平台佣金率保有空间

外卖比例提升可摊薄商家固定成本, 从而改善利润率, 平台抽佣保有空间。对于餐饮企业而言, 在堂食相对饱和而经营能力充裕的情况下, 外卖业务一定程度上可以提升坪效, 其中快餐类商家外卖增利成效最显著。据中国饭店协会, 2019 年快餐简餐餐厅门店数量在外卖商家中占比已达 49.2%。2020 年, 疫情背景下推动餐饮企业外卖比例提升明显。我们通过简单模型假设, 可观察快餐类商家利润随外卖比例由 0%提升至 50%的变化:

- 1) 可变成本、固定成本假设: 以快餐企业餐厅收入, 扣减主要经营成本估算利润率。其中, 原材料、水电、在线营销服务 3 者定义为可变成本, 收入/订单规模一定时, 其占比相对稳定; 而员工、租金、折旧为固定成本, 随外卖比例的增长而被摊薄。
- 2) 为排除 2020 年疫情干扰, 我们选用 2019 年外卖比例、利润率数据为基数, 2019 年 3 家快餐类企业平均外卖占比为 17.3%, 近 20%, 相应利润率为 16.3%。在保持可变成本不变情况下, 固定成本随外卖收入占比增加而下降。

我们预计, 随着外卖比例由目前的 20%提升至 50%, 快餐商家利润率能实现约 1 倍的增长, 从 16.3%至升至 25.5%。根据“30、50 定律”, 餐饮企业外卖比例有提升趋势, 美团作为头部平台具备一定的定价权, 平台佣金率理论上保有提升空间 (当前佣金变现率约为 12%)。

图 46: 餐饮利润空间随外卖占比变化测算



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 利润率=(企业总收入 - (原材料+水电+在线营销服务+员工+租金+折旧成本))/企业总收入

3.3.3. 三月纾困降费影响 < 1%，重回稳步增长节奏

事件回顾： 2022年3月1日，美团积极回应发改委2月印发的《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，提出6大帮扶措施，助力受疫情冲击、经营陷入困境的中小商户度过难关。

图 47：美团餐饮外卖营销费用及费用率



资料来源：美团 Meituan 公众号，天风证券研究所

经测算，此次纾困举措对美团外卖 2022 年单均收入/OP（经营利润）的影响（年化）在 0.09-0.12 元/单，对于公司 2022 年整体的收入（彭博一致预期 2415 亿元）的影响在下降 1%以内，下调后收入为 2396-2400 亿元，对整体经营利润影响在下降 11%-15%。实际情况美团可能将结合疫情情况有所调整。

表 3：3 月纾困降费中性及保守影响测算

中高风险地区	中性	保守	计算方式
① 单量占比	3%	5%	按中高风险地区占比的一半假设
② 技术服务费比例降幅	3%	3%	5.8%×1/2
③ 单均价格-ASP（元）	45	45	参照财报数据
按计算佣金（实际 1 元封顶）	1.35	1.35	②×③
④ 实际降佣（元/单）	1.7	1.7	③×6%-1
⑤ 持续时间（年）	25%	25%	预计 2 个月
单均降佣（元/单）	0.013	0.021	①×④×⑤
非疫情地区	中性	保守	
① 单量占比	20%	25%	100W 目标商家占美团外卖商家比例
② 技术服务费比例降幅	1%	1%	5%封顶
③ 单均价格-ASP（元）	45	45	-
④ 持续时间（年）	83%	83%	10 个月
单均降佣（元/单）	0.075	0.094	①×②×③×④
合计 年化降佣（元/单）	0.09	0.12	

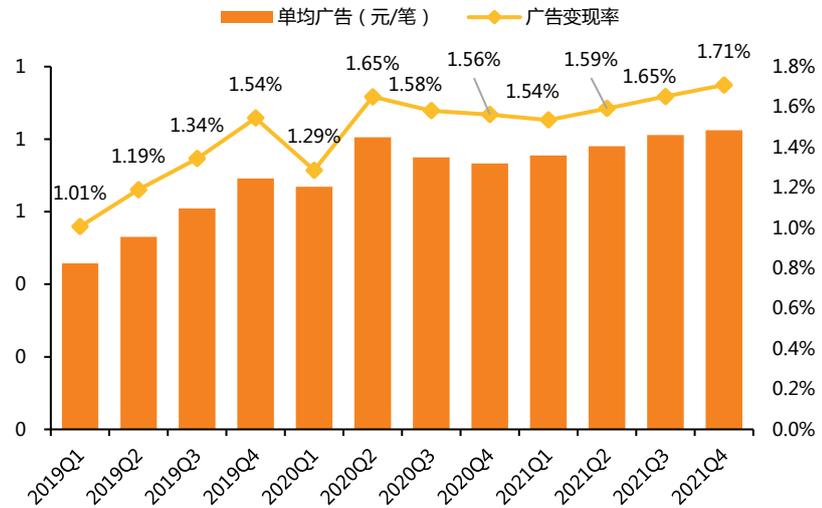
资料来源：国务院客户端、澎湃新闻、美团 Meituan 公众号，公司年报，天风证券研究所

3.4. 在线营销服务收入：美团外卖在线营销服务费率维稳，变现率我们预计中期目标 2%左右

美团外卖营销费用率维持平稳，具有小幅上升趋势。21 年 Q4 外卖在线营销服务变现率为 1.71%，季度变现率均在 1.5%-1.7%小幅波动。疫情前（2019 年）在线营销服务费率保

持每季度上升约 0.2%趋势，但 2020 年受到疫情反复影响，商家整体在线营销服务投入意愿稍弱；21 年整体在线营销服务变现率恢复小幅上升趋势。

图 48：美团单均在线营销服务收入及在线营销服务变现率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

美团外卖在线营销包括 5 种主要的 3 营销工具，本地化、场景化特点突出。目前美团为商户提供的 5 种营销模式，分为 CPM 在线营销服务（访问付费）和 CPC 在线营销服务（点击付费）两种类型。由于外卖在线营销服务对象往往为商户本地附近用户，且用户接触在线营销服务存在由消费者、移动设备、时间、空间构成的精准场景。因此，外卖在线营销服务反应出较强的距离敏感性（超 90%的交易用户与商户距离 < 3 公里），外卖在线营销服务在商业化空间上，相较其他本地生活场景相对有限。

表 4：美团外卖营销方式与计价方式

类型	名称	出价方式
CPM	揽客宝	通过外卖首页天降红包频道，将商家的优惠券直接触达给用户。按优惠券实际触达用户的人次扣费，每人每天只计费一次，收费 ≤ 出价。系统会根据千人千面的原则匹配给精准用户。
	钻石展位	按单次曝光出价及门店综合质量排序
	铂金展位	按单次曝光出价及门店综合质量排序
	搜索推广	
CPC	点金推广	基础出价+定向加价，若开启出价助手，最终推广出价最大值 = (基础出价+定向加价) * (1+出价助手调价比例)

资料来源：易旨语餐饮课堂，天风证券研究所

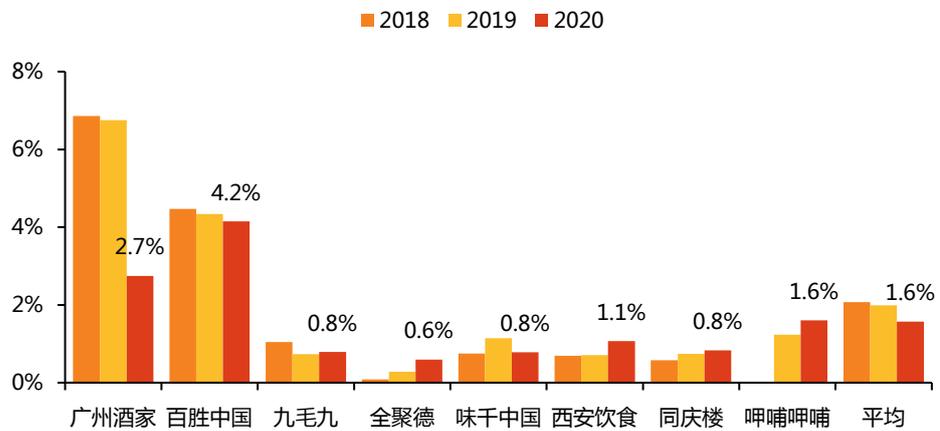
图 49：美团外卖 APP 界面的营销展示



资料来源：美团外卖 App，易旨语餐饮课堂，天风证券研究所

当前大型餐饮企业平均营销费率在 0.8% - 4.2%，美团外卖在线营销费用率提升具备空间。据 2018-2020 年百胜中国、九毛九、呷哺呷哺等 8 家餐饮公司年报测算，目前自营连锁餐饮企业的在线营销服务宣传费率中枢约在 1.6% 左右。外卖平台目前以中小商家为主，2020 年占比超 8 成，这类商户信息化程度相对较低，保有营销需求提升空间，我们预计以每年上升 0.1% 增速增长，未来美团外卖业务的在线营销服务变现目标在 2% 左右，并仍具有上探潜力。

图 50：2018-2020 年 8 家上市餐饮企业在线营销服务宣传费率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

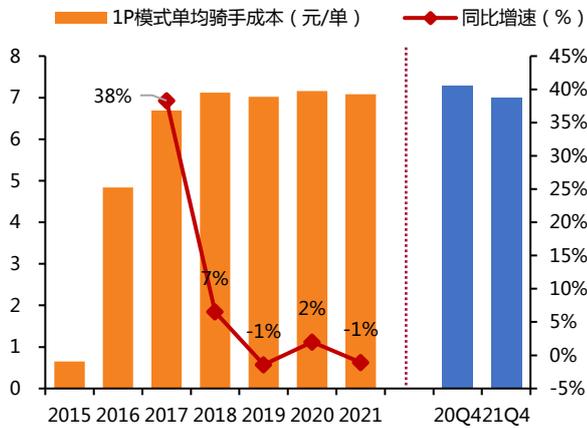
3.5. 骑手成本

3.5.1. 单量与单效提高下，骑手单均成本保持刚性

骑手成本总体相对刚性，用工成本上行与配送效率提升相互平衡。考虑到外卖骑手流动性高，全年留存率在 20-30%，随着近年来用工成本、招聘成本不断上涨的基本特征，叠加骑手参保背景，骑手总成本的上涨相对确定。但从单均骑手成本（=骑手总成本/外卖 1P 模式订单数）看，人力成本上涨和订单总量及效率的提升相互平衡效率上（2013-2019 中国每单配送人工成本以 -7% CAGR 下降），因此总体骑手成本相对刚性，目前，1P 模式的骑手单均成本稳定在约 7 元/笔。

配送成本的相对稳定性具体来看，以专送骑手为例，由于合同工资具有一定粘性（每月底薪+按单计价薪资），且底薪等其他固定（非按单计价）收入将随单效提升被摊薄。我们依据灵眸洞察 21 年调研数据初步测算认为，至少有 70% 的单均成本（4.9 元/单）在中期保持不变，其余 30% 成本可随人均单效提升摊薄。

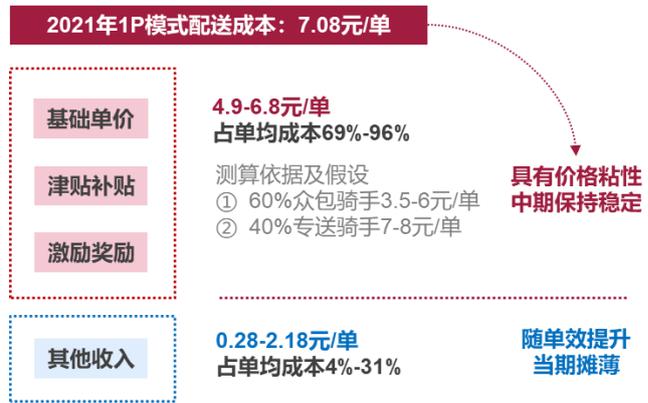
图 51：美团 1P 模式骑手成本（元/单）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：左图单均骑手成本=骑手总成本/1P 订单数量，其中以 1P 订单占总订单比例 67% 测算历年 1P 订单数量，并以 2015-2020 年骑手成本、2021 年、20Q4 与 21Q4 的外卖配送相关成本代表骑手总成本。

图 52：2021 年美团骑手成本可摊薄占比测算



资料来源：公司公告，灵眸洞察，《2021 年度美团骑手权益保障社会责任报告》，天风证券研究所

注：此处基础单价指按单计价的基础配送费，津贴补贴与激励奖励为按单计价的配送费中的其他部分。其他收入中包括专送骑手的底薪。

3.5.2. 三大技术方向，促进外卖配送的提效降本

美团致力于研发投入，通过技术驱动优化每名骑手的配送路程，提升单效。从日订单峰值/日均活跃骑手数看，美团的人均日单效峰值从 2015 年的 30 单/人提升至 2021 年的 50 单/人。长期来看，单效的提高动力还在于平台配送的 3 大智能技术方向。

- 1) 调度算法**：2021 年美团 2 次对调度算法进行迭代，通过找出“顺路+时限宽裕”的最优方案，降低运力消耗，实现费用、时间双优化。
- 2) 规划方案**：智能区域规划+智能排班，优化骑手的单均行驶距离、排班方案，实现“高效跑动”的运力管理。
- 3) 智能硬件**：智能设备 + “人机协作”配送，提升骑手“顺、熟、快”的附加能力。智能硬件与无人设备，能通过简化送餐流程、智能引导，提升配送效率。2020 年美团布局了多项配送设备，并进一步发展无人配送领域。

表 5：美团技术提效降本措施梳理

技术方向	具体功能	实施效果
实时调度	订单分配	优化配送费用与时间 选择时间宽裕、顺路的骑手配送订单 试点城市骑手平均送餐时长下降 51% 超时情况最高下降 51.79%
	路径规划	判断所有订单的最优配送顺序 1 次规划耗时 0.55 毫秒，每小时路径规划 29 亿次
长期规划	区域规划	绘制配送区域边界，优化骑手的单均行驶距离 测试城市单均行驶距离下降 5%，每单减少 100 米
	站点排班	满足工作时段连续、出方案迅速等排班诉求 测试站点的排班时间节省达 2h/每站点每次
智能硬件	智能设备	通过简化送餐流程、智能引导，加速骑手经验积累 语音助手将配送途中 5-6 个步骤精简到 1-2 个
	无人配送	“人机协作”模式下，无人设备充当运力补充 美团无人车累计配送 3.5 余万订单 美团无人机已完成面向真实用户订单近 3000 单

资料来源：美团外卖官网，美团 2019-2020 年社会责任报告，天风证券研究所

图 53：美团“配送 AI”构建智慧物流



资料来源：美团技术团队公众号，天风证券研究所

3.5.3. 骑手社保政策不断推进，美团两大社保方案预计在 1-2 年内落地

保障灵活就业人员劳动权益，骑手社保缴纳政策不断细化。2021 年 7 月 16 日，人社部等八部门共同印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，先后就外卖平台骑手劳动关系、社保缴纳、职业伤害险试点等问题给出相应指导。从 7 月到 8 月，陆续出台的文件中不断细化对新就业形态劳动者保障的细则。整理表格如下：

表 6：对新就业形态劳动者保障政策

时间	文件	内容	解读
2021 年 7 月 16 日	《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》	1) 符合确立劳动关系情形的，企业应当依法与劳动者订立劳动合同； 2) 不完全符合确立劳动关系情形但企业对劳动者进行劳动管理的，指导企业与劳动者订立书面协议，合理确定企业与劳动者的权利义务； 3) 个人依托平台自主开展经营活动、从事自由职业等，按照民事法律调整双方的权利义务。	根据美团骑手的性质： 1) 专送骑手属于确立劳动关系，劳动者与用工平台属于“强从属、强保障”关系； 2) 众包骑手属于情形 2，属于劳务关系
2021 年 7 月 26 日	《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》	《意见》共四个方面十九条，其中，完善社会保障方面，“督促平台及第三方合作单位为建立劳动关系的外卖送餐员参加社会保险，支持其他外卖送餐员参加社会保险，按照国家规定参加平台灵活就业人员职业伤害保障试点。鼓励探索提供多样化商业保险保障方案，提高多层次保障水平”	1) 平台有义务为专送骑手缴纳社会保险 2) 支持平台为其他骑手（众包骑手）缴纳社会保险
2021 年 8 月 15 日	维护新就业形态劳动者劳动保障权益指导意见国务院政策例行吹风会	强化了职业伤害保障，明确要开展相应的试点。此外，在公平就业、参加职工基本养老保险、医疗保险以及城乡居民保险等方面也提出相应意见。符合确立劳动关系情形的劳动者，企业应当依法为其参加职工基本养老保险，其他新就业形态劳动者可以以灵活就业人员身份参加职工基本养老保险，也可以参加城乡居民基本养老保险。	平台开始职业伤害保险试点缴纳，逐步推广； 对确定劳动关系的骑手，平台有义务缴纳社会保险。

资料来源：人力资源社会保障部网站，市场监管总局网站，新税网，国务院新闻办公室网站，中国法律评论，天风证券研究所

社会保险包含：养老保险、医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险。综合以上政策的意见，美团骑手的劳动关系涉及三种关系，解决方案：1) 为全部骑手缴纳职业伤害保险，0.08 元/单（已基本落实）；2) 为部分骑手全额缴纳社会保险，其他骑手，依据个人意愿，鼓励其缴纳。

由点及面，美团社保解决方案落地还需时间。由于解决方案涉及人员众多，金额较大，从方案落地时间上来看，我们预期政策于明年 1 月开始试行，由试点开始到全面推广需要较长时间。

以上总结归纳为下表：

表 7：不同种类骑手需缴纳保险及其比例

劳动关系		商业保险		社会保险			
险种		意外伤害险	养老	医保	工伤（职业伤害保险）	失业	生育
缴纳比例		0.08 元/单	16%	6-15%	0.2%-2%	0.3%-1%	-
专送骑手	劳动关系	已缴纳		应依法缴纳，开展试点			
众包骑手	劳务关系	已缴纳		可参加职工或城乡居民，开展试点			

资料来源：社保查询网，各地政府官网，红星新闻，第一财经资讯，天风证券研究所

表 8：各地社保抽样

	养老保险	医疗和生育保险	失业保险	工伤保险	公积金	合计比例
北京市（一线）	16%	10.8%	0.8%	1.90%	5%	35%
上海市（一线）	16%	10.5%	0.5%	0.16%	5%	32%
深圳市（一线）	14%	5.65%	0.70%	0.50%	5%	26%
广州市（一线）	14%	7.26%	0.32%	0.16%	5%	27%
西安市（新一线）	16%	14.40%	0.70%	0.20%	5%	36%
武汉市（新一线）	16%	8.70%	0.70%	0.20%	5%	31%
南京市（新一线）	16%	9.80%	0.50%	0.20%	5%	32%
南昌市（二线）	16%	6.50%	0.50%	0.20%	5%	28%
扬州市（三线）	16%	8.00%	0.50%	0.20%	5%	30%
海口市（三线）	16%	8.50%	0.50%	0.20%	5%	30%

资料来源：社保查询网，各地政府官网，易社保，本地宝，天风证券研究所

3.5.4. 社保对 UE 的影响：盈利短期承压，单均影响 0.2-0.42 元/单

美团单均社保成本：1）完全确认劳动关系（专送）骑手的社保成本；2）全部骑手都要缴纳的意外伤害险 0.08 元/单。则成本公式如下：

图 54：社保单均成本计算公式

$$\text{平均每单成本} = \frac{\text{确认劳动关系的骑手数量占比} \times \text{外卖骑手数量} \times \text{各地收入基数} \times \text{社保政策企业缴纳比例}}{\text{外卖骑手数量} \times \text{外卖骑手日均单数} \times \text{每月天数}}$$

资料来源：天风证券研究所

其中，外卖骑手数量约分消除，基于 3 个关键假设：以骑手日均单量为 28 单/天，每月 28 天假设，预计专送骑手占 40% 的比例，全国平均月缴纳基数为 2000 元。

我们保守估计社保对单均成本的影响在 0.2-0.41 元/单。按照 21Q4 单均收入 6.7 元计算，单均成本影响占收入 3%-6%，社保政策在 22 年逐步落地成本增加将对短期盈利造成一定压力。

需要注意的是：1) **地域差别：**骑手成本区域差别较大（与区域订单密度、劳动成本、骑手流动性高度相关），实际全国成本总和可能高出平均成本；2) **全面铺开时间：**从试点到全面铺开，成本增长可能在 1-2 年逐步体现；3) **特殊人群特殊政策：**骑手的灵活用工具有特殊性，可能推出针对特殊人群特殊政策，社保比例低于当前保守估计水平。4) **社保成本平台不完全承担，或转移体现在用户、商家的配送收费中。**

表 9：考虑社保缴纳情形下单均成本增加情景测算

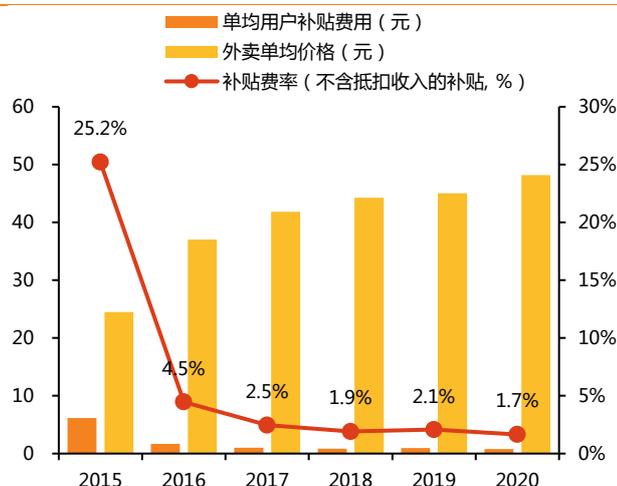
		平均每单成本项 (元)										
		骑手中全额缴纳社保人数比例										
月缴纳基数 (元/月)		10%	20%	30%	35%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
	1000	0.03	0.07	0.10	0.12	0.13	0.17	0.20	0.23	0.27	0.30	0.33
	1250	0.04	0.08	0.12	0.15	0.17	0.21	0.25	0.29	0.33	0.37	0.41
	1500	0.05	0.10	0.15	0.17	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50
	1750	0.06	0.12	0.17	0.20	0.23	0.29	0.35	0.41	0.46	0.52	0.58
	2000	0.07	0.13	0.20	0.23	0.27	0.33	0.40	0.46	0.53	0.60	0.66
	2500	0.08	0.17	0.25	0.29	0.33	0.41	0.50	0.58	0.66	0.75	0.83
	3000	0.10	0.20	0.30	0.35	0.40	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	0.99

资料来源：国家统计局，灵眸观察，中国会计网，天风证券研究所

3.6. 用户补贴费用

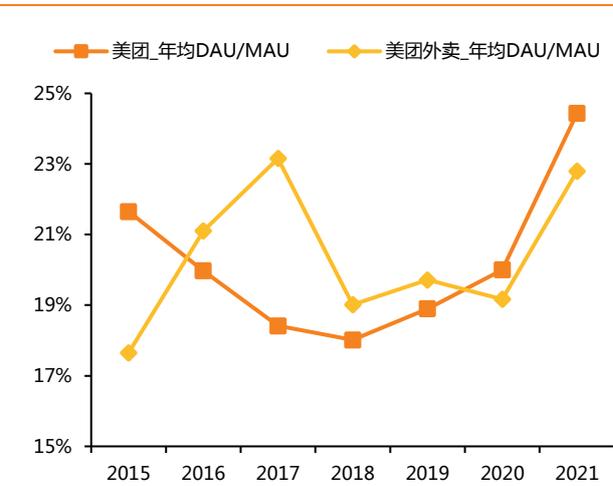
美团单均补贴逐步维稳后，用户粘性不减，后期精准补贴下总体费用率有望下行。过去 3 年美团用户补贴费用维持在 0.8 元/单，且随着外卖客单价的逐步提升，外卖补贴费率（不含抵扣收入补贴）逐渐逐步下降至 1.7%，补贴费率逐年下行之下美团外卖用户粘性在近年仍保持上涨的趋势（2015 年“高补贴”带来的用户高粘性，与近期用户粘性高质量增长形成“U”字型对比），我们认为消费心智已经逐步稳固，后期外卖补贴战略会更有选择和侧重，倾向会员以及开拓夜宵等高客单价品类。补贴方向聚焦、效率提升情况下，总体费用率有下降空间。

图 55：2015-2020 年美团用户补贴率（不含抵扣收入）变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56：2015-2021 年美团用户粘性的“U”型变化趋势



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

3.7. 2025 年外卖业务 UE

基于此前分析，我们认为外卖业务 UE 盈利能力逐步改善主要在于：1) AOV 提升与货币化率小幅改善带来单均收入的增长；2) 单均成本保持刚性。

2022-2025 年间主要假设驱动因素：1) 客单价与 CPI 保持同速增长；2) 技术服务费保持 21 年 4.1%的货币化率；配送收入部分略微提升，直至基本覆盖骑手成本，配送收支差缩小至 1 元以下；3) 在线营销服务货币化率由 1.6%上升至 2%；4) 配送成本刚性；5) 用户补贴费用逐渐下降，及经营效率的提升，带来其他成本费用的每年逐步下降 0.01 元/单。

在满足以上假设情况下，我们预测美团 2025 年单均利润为 0.92 元/单，OP 具有稳步提升的空间。

表 10：2020A-2025E 美团外卖业务 UE 预测（1P+3P 全口径）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
AOV（单均价格）	48.2	49.0	49.7	50.5	51.2	52.0
MR（货币化率）	13.53%	13.70%	13.76%	13.91%	14.21%	14.41%
佣金收入	11.99%	11.99%	12.05%	12.10%	12.30%	12.40%
在线营销服务收入	1.55%	1.63%	1.71%	1.81%	1.91%	2.01%
每单收入	6.52	6.71	6.84	7.02	7.28	7.49
骑手成本（元/单，全口径）	4.80	4.75	4.80	5.02	5.02	5.02
若缴纳社保（元/单，全口径）			0.05	0.27	0.27	0.27
其他成本费用（元/单）	1.44	1.54	1.60	1.58	1.57	1.56
OP	0.28	0.43	0.45	0.43	0.70	0.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 美团外卖部分盈利预测

我们预测，美团外卖业务在 23.5% 订单增速驱动下，21-25 年 4 年 GTV 复合增速均在 25%，2025 年有望达到 1.7 万亿级 GTV，及 9 千万订单规模。

其中，未来 4 年外卖增长的驱动因素依次为：1) 人均消费频次 (4 年 CAGR 为 17.2%)；2) 外卖活跃用户数 (4 年 CAGR 为 5.4%)；3) AOV (4 年 CAGR 为 1.5%)。

在收入小幅提升，成本保持刚性假设下，预计餐饮外卖仍具备较强盈利能力和可观盈利空间，维持 2025 年单均盈利 0.9 元预期，后期仍有上探空间。

表 11：美团外卖业务盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25 年 4 年 CAGR
外卖总 GTV (亿元)	3927	4889	7021	8505	10830	13715	17334	25.3%
yoy	38.9%	24.5%	43.6%	21.1%	27.3%	26.6%	26.4%	
外卖总订单数 (亿单)	87	101	143	171	215	268	333	23.5%
yoy	36.4%	16.3%	41.2%	19.3%	25.5%	24.8%	24.5%	
日均订单数 (万)	2390	2780	3925	4684	5877	7333	9130	23.5%
餐饮外卖行业发展关键假设区								
AOV (元)	45.0	48.2	49.0	49.7	50.5	51.2	52.0	1.5%
yoy	1.8%	7.0%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
美团外卖活跃买家人数 (亿)	2.78	3.89	4.40	4.63	4.94	5.18	5.43	5.4%
yoy	8.8%	39.8%	13.0%	5.3%	6.6%	5.0%	4.8%	
人均消费频次(次)	31	26	33	37	43	52	61	17.2%
yoy	25.4%	-16.8%	24.9%	13.4%	17.7%	18.8%	18.9%	
餐饮外卖总收入	547	662	962	1170	1506	1949	2497	26.9%
yoy	43.8%	20.8%	45.4%	60.0%	25.4%	27.1%	26.2%	
经营溢利	14	28	62	77	91	186	306	49.3%
yoy		100.1%	117.9%	490.0%	33.6%	39.3%	34.7%	
单均收入 (元)	6.3	6.5	6.7	6.8	7.0	7.3	7.5	2.8%
yoy	5.2%	3.9%	3.0%	1.9%	2.6%	3.7%	2.9%	
单均溢利 (元)	0.16	0.28	0.43	0.45	0.43	0.70	0.92	20.9%
yoy		72.6%	54.2%	4.1%	-4.8%	63.1%	32.1%	
OPM %		4.3%	6.4%	6.5%	6.1%	9.5%	12.3%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、**低线城市渗透率增长不及预期。**测算过程中较依赖渗透率的提升，未来可能渗透不及预期。同时美团需要低线城市外卖人口的提升，低线城市消费习惯不如预期，对外卖接受程度下降。
- 2、**市场化竞争加剧。**外卖市场竞争加剧，影响现有市场地位，进而影响美团的获利空间。反垄断政策可能导致市场发生较大改变影响未来发展。
- 3、**政策监管趋严。**在国家反垄断大背景下，未来对平台监管趋严；同时骑手相关社保政策进一步的落地将影响外卖成本端数据，进而影响美团外卖利润表现。
- 4、**测算主观性可能带来实际情况误差。**本研究基于现阶段可得的信息进行调查和分析，并在一定程度的假设条件下进行相关分析，最后得出结论，虽然本研究尽量完全考虑了各种因素和情况，但如果实际情况与假设条件有重大出入，仍会对本研究结论产生影响。
- 5、**第三方数据可能存在误差。**本研究使用部分数据来源于第三方数据（如鲲鹏数据），可能与实际情况存在偏差，或影响研究精确性，但不影响结论。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com