

# 外卖行业

## 美团外卖三问三答

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 杨雨辰 SAC执业证书编号：S1110521110001

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 蒋梦晗 SAC执业证书编号：S1110519110001



# 摘要

## ➤ 消费大盘增速放缓，外卖发展怎么看？

- **疫情后我国消费大盘增速放缓。**2021年我国餐饮业相较于2019年同期增速落在2%~5%区间，较2019年整体维持10%以上增速出现明显回落。与此同时餐饮业占社零占比稳定，餐饮业增速的放缓实际上代表的是整体社零增速的放缓，即消费大盘增速放缓。**但外卖渗透率与月活持续提升。**头部平台美团月活持续上升，五年内网上外卖用户使用率近乎翻倍。
- **复盘日本，消费大盘增速放缓情况下，中食占比持续提升。**中食是指消费者在销售店以外的场景就餐，包括在便利店、超市等零售店购买后直接食用，或者用微波炉加热或倒入热水即可食用的食物。1990-2020，尽管经济下行、餐饮增速放缓，日本中食占比逆势提升从3.4%逐步提高到10.1%，中食占比稳步提高。我们认为，我国人口、面积均远超日本，若要满足同等需求，便利店需要相当于日本3-5倍的覆盖能力。溢出需求将由外卖平台合理化承接。同时，远期来看，外卖对“吃”的渗透率仍处在早期阶段，仍远未达到天花板。

## ➤ 单量：两种方法测算，预测2025年有望达到8000万单

- **一天一亿单的实现有赖于用户每月交易笔数及活跃用户渗透率的双提升。**2021年美团APP的MAU为3.74亿，假设外卖用户占比达到70%，美团外卖MAU为2.7亿，测算得每月交易笔数为3.9单，头部10%高活跃用户每月交易10单。在3亿用户规模的情况下，达到每天一亿单的目标，一般用户每月交易笔数需要提升至10单。我们认为，美团外卖订单量主要增长空间在于三线及以下城市的渗透率、用户平均每月外卖频次，尤其是高活跃用户渗透率和外卖频次。
- 两种方式测算2025E单量空间：从用户数、高频用户数、订单频次提升的角度，测算2025E订单突破量有望超8000万；对标日本中食渗透率，中性假设下2025E美团外卖日均单量或达7568-8481万单。

## ➤ UE：AOV如何变化？社保、补贴率、纾困政策、佣金率影响几何？

- **AOV：**2020~2021，美团整体AOV有小幅提升，但整体企稳；从同比来看，美团AOV的同比趋势亦与CPI长期趋势靠近。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，例如“拼好饭”等模式的铺开可能冲抵一部分整体AOV提升。
- **费率：实际佣金率整体变化有限。**综合比较而言，对于近距离、25元以上订单，实际佣金率有所下降，但整体降幅有限（且考虑到该测算尚未考虑时间段计费情况），但对于远距离的订单来看，佣金率实际上有一定程度提升，这对于改善平台佣金率有提振作用；考虑到佣金率构成绝大多数为骑手补贴（平台抽佣为5.8%，相对固定），我们认为新规则的推行对降低骑手收入及骑手成本之间的差额、缩小平台1P模式下亏损具有正面作用。
- **纾困政策：**中性假设下对收入或有-2%的影响。在实际情况下，不排除美团可能采取与2020Q1相似的措施，如佣金返还后商户可用于线上营销、流量红包等，并且通过控制补贴等方式进行对冲，由此实际情况下美团外卖OP所受影响较大概率处于预测区间的相对较小值。
- **社保：**我们进行了分城市测算，认为到2025年，社均基数下社保单均为0.23元，1P单均为0.52元；最低基数下社保单均为0.21元，1P单均为0.31元。我们认为：1）单均UE影响测算相对较为有限；2）实际操作过程中，考虑到美团骑手往往与代理商签订协议，实际成本可由代理商/美团共同承担；3）伴随费率透明化机制实行，佣金/骑手成本变的更为透明，骑手成本的上升或可由商户分摊一部分。
- **OP：**不考虑提高抽佣，仅考虑广告Take Rate提高及抽佣率降低，即使考虑社保，每单一元钱盈利整体实现可能性较大。

**风险提示：**测算具有一定主观性，仅供参考、平台限制抽佣政策进一步推行、疫情反复，冲击外卖、到店业务收入、反垄断监管进一步强化、新业务亏损进一步加剧

# 目录

1. 消费大盘增速放缓，外卖发展怎么看？

2. 单量：两种方法测算单量空间

3. UE：AOV如何变化？社保、补贴率、纾困政策、佣金率影响几何？

4. 风险提示

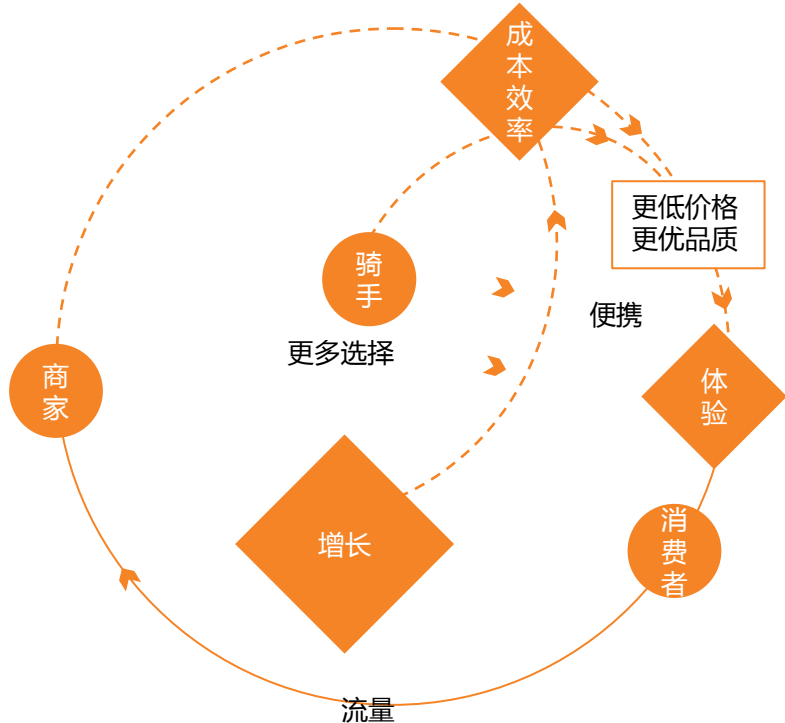
## 回顾美团外卖：三边交易网络树立稳固护城河

**“三边网络”：通过用户、商户、骑手建立的“三角稳固关系”**

美团外卖平台通过配送端骑手将需求端的用户以及供给侧的商家联系起来并构成一个三边交易网络，同时形成正向反馈闭环的增长飞轮。首先商家开辟增量客户源，提供丰富的选择；其次骑手在获得创收的过程中优化用户体验；最后用户按需选择就餐再依靠口碑引流以及消费品率上升等给商户带来更多销售。

美团外卖的核心价值在于时间价值的交换，通过商家备餐和骑手配送时间来交换客户时间。因此平台会按照一定比例进行抽佣以及广告的费用获得其中剩余价值。

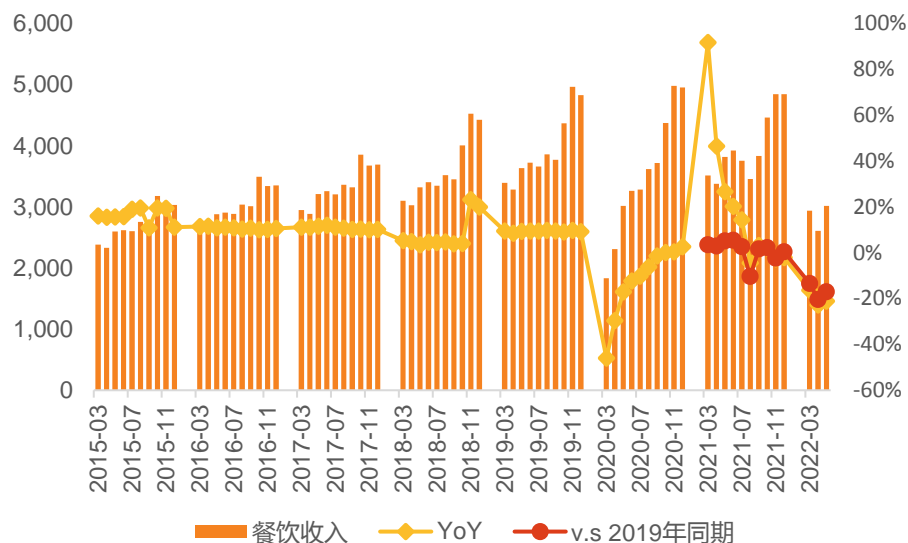
图：美团外卖增长飞轮



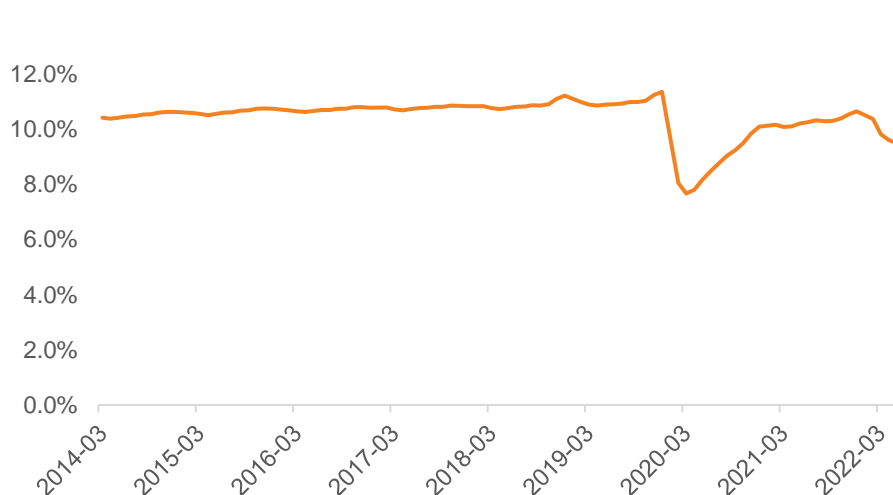
## 1.1 我国餐饮业增速整体出现回落

- **餐饮业增速整体放缓。**不考虑疫情的影响，2021年我国餐饮业相较于2019年同期增速落在2%~5%区间，较2019年整体维持10%以上增速出现明显回落。2022年受疫情影响，整体餐饮收入较2019年进一步下滑，增速放缓趋势明显。
- **餐饮业收入增速放缓代表的是整体消费增速的放缓。**餐饮业占社零占比稳定，餐饮业增速的放缓实际上代表的是整体社零增速的放缓，即消费大盘增速放缓。

图：我国餐饮业收入及增速情况（亿元）

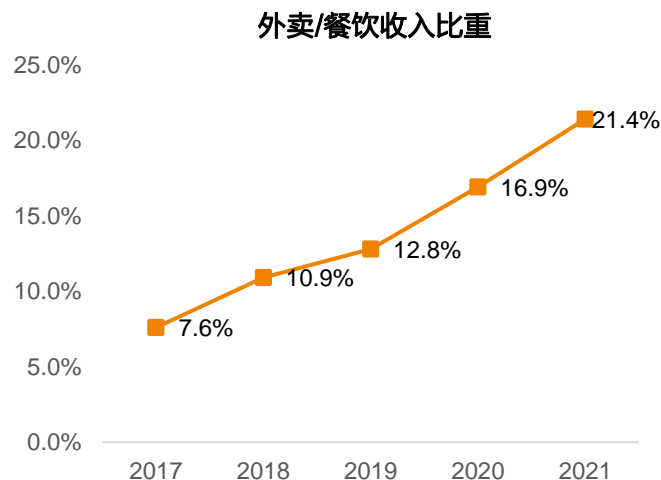


图：餐饮业收入占社零之比



## 1.2 疫情催化外卖渗透率的持续提高

- **疫情催化餐饮外卖渗透率加速提高。**后疫情时代的常态化防控激化需求端对线上服务的需求，外卖餐饮迅速扩张。2021年在线外卖收入占全国餐饮业收入比例达21.4%，同比提高4.5个百分点。
- **外卖服务普及率提升速度较快。**2021年，疫情催化下，网络外卖渗透率迅速由2020年的42.3%提升至52.7%，而同为在线服务领域的在线旅行预订（34.6%>>38.5%）及网约车（36.9%>>43.9%）渗透率提升速度弱于外卖提升速度

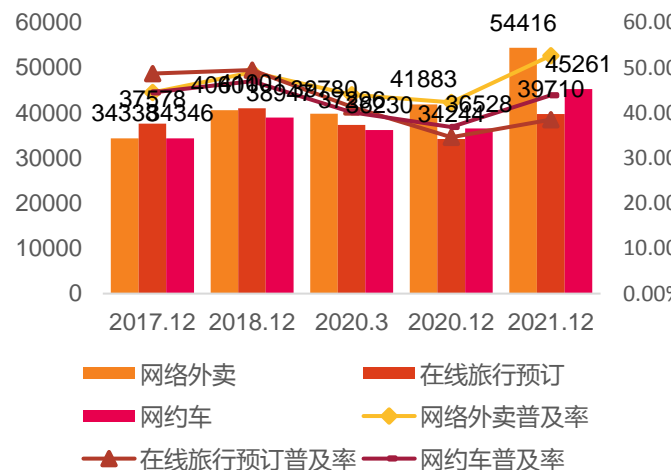


2021年主要生活服务领域共享型服务普及情况

领域	用户规模（万人）	网民普及率（%）
网约车	45261	43.9%
在线旅行预订	39710	38.5%
网络外卖	54416	52.7%

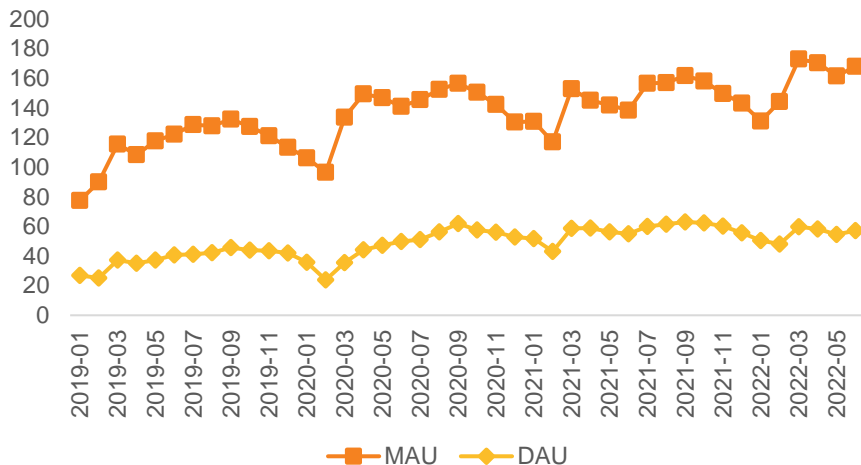
注：用户规模数据为2021年12月数据

网络外卖、网约车、在线旅行渗透率提升（万人）

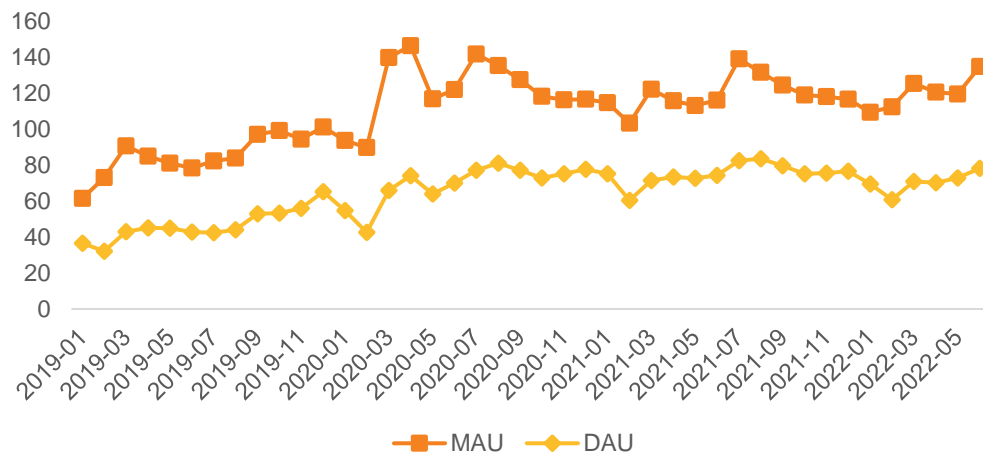


# 1.3 三边网络效应强化，用户、骑手、商户端加速增长

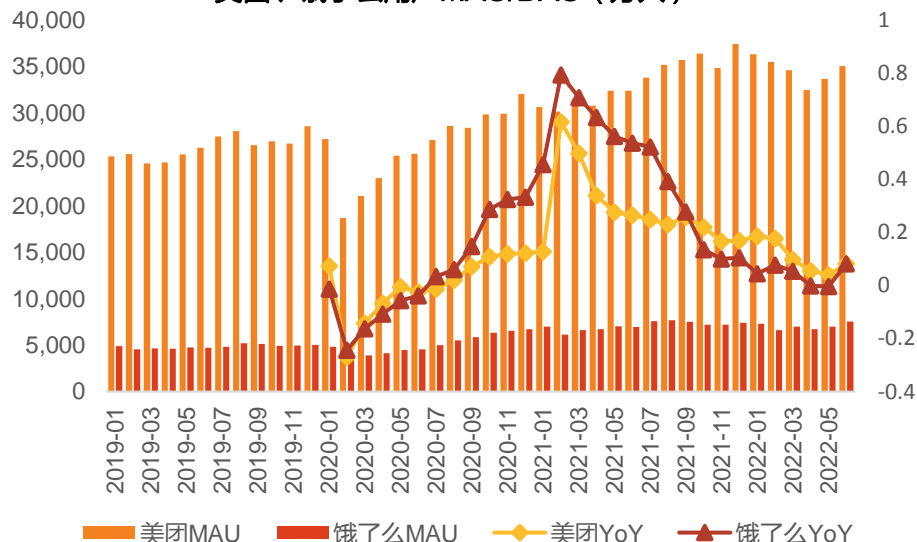
蜂鸟众包MAU/DAU（万人）



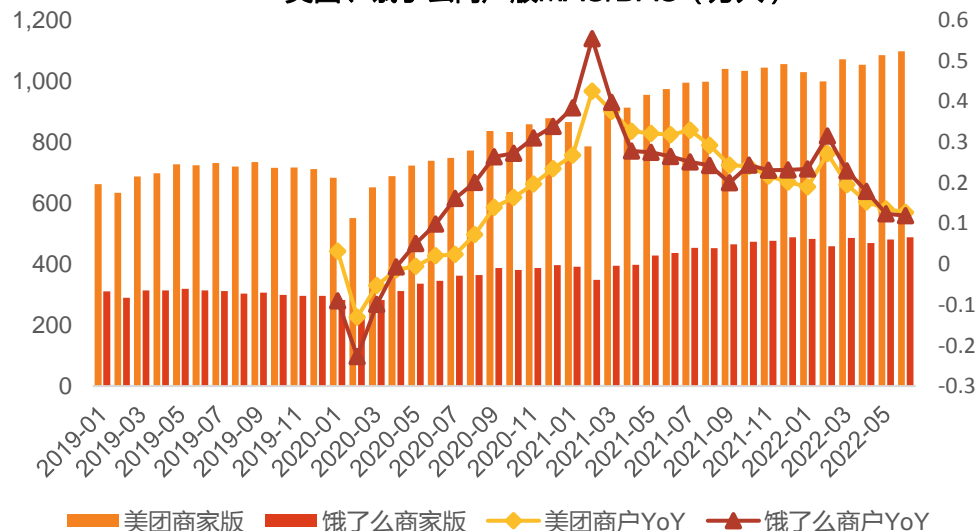
美团骑手MAU/DAU（万人）



美团、饿了么用户MAU/DAU（万人）



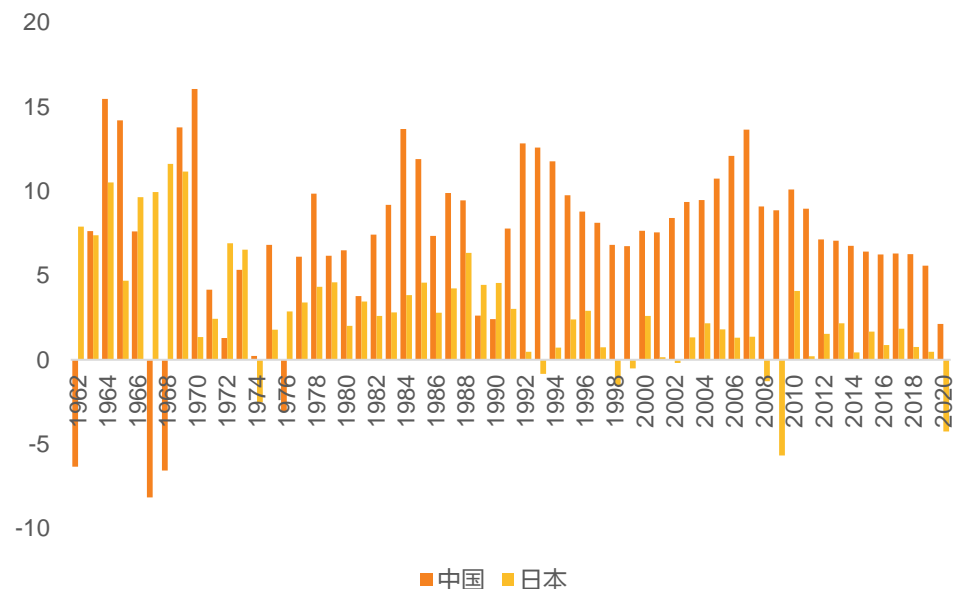
美团、饿了么商户版MAU/DAU（万人）



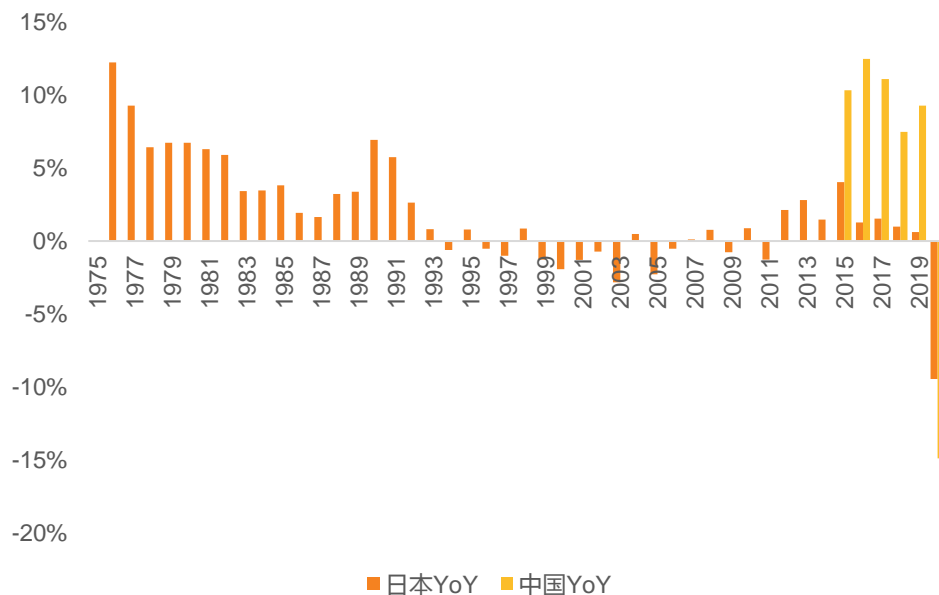
## 1.4.1 当前我国市场环境与日本具有高度相似性：GDP增速放缓，餐饮行业增速减慢

- **人均GDP年增长率增速放缓。**近年来中国增速较为平缓，且受疫情影响呈略降趋势；日本增速基本处于1%左右水平，甚至时有负增长发生，与之伴生的高昂房价与生活成本使人们无心内食与外卖，从而刺激中食需求。
- **餐饮市场大盘增速下降。**2015年以来中国餐饮市场增速有所下降，但仍处于较高位置，疫情前增速9.3%，相当于日本1970年代水平。日本餐饮市场增速基本呈现四个阶段：1980年前维持6%以上增速，1980-1990年维持3%增速，1990年后持续负增速增长，2012年后有所复苏，增速重新回正，但依旧低位增长。

图：中日人均GDP年增长率近年来有所放缓(%)



图：中日餐饮行业近年来增速减慢

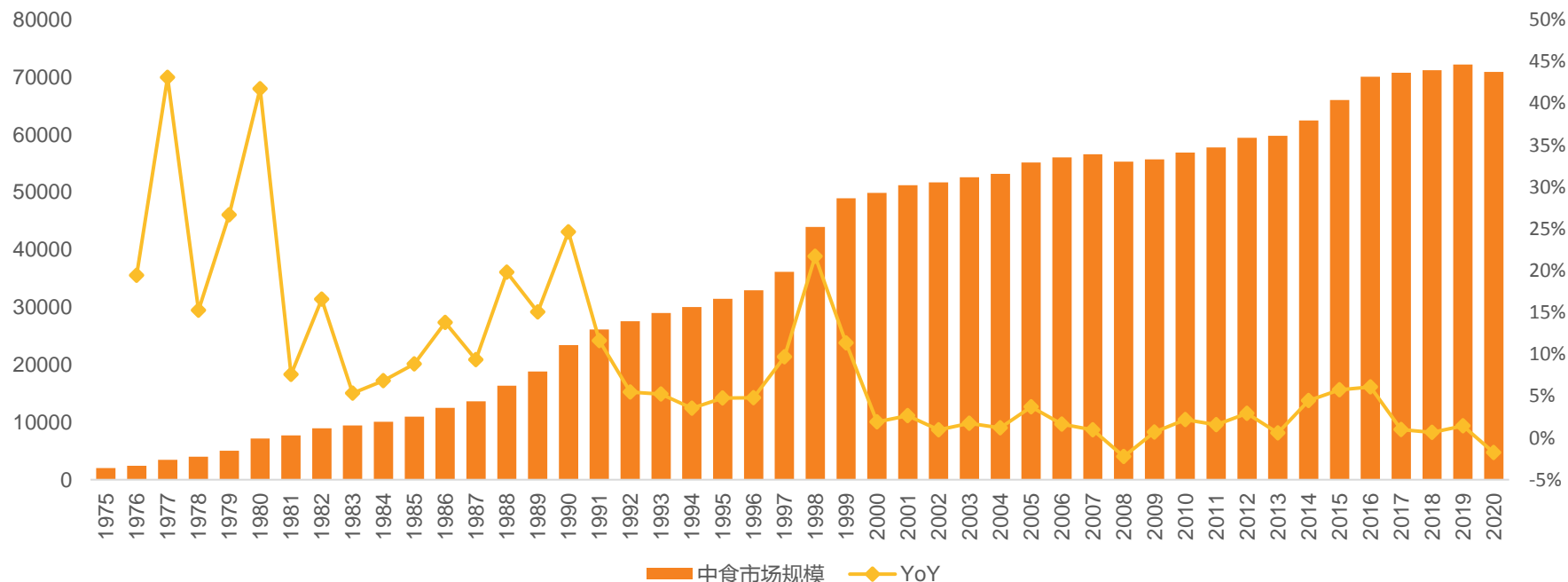




## 1.4.2 日本中食发展历程：中食消费穿越经济周期

- **1975-1980年，日本中食处于市场切入期：**在此时期日本经济快速发展，居民收入持续增加，人均GDP自1975年的4674美元飞升至1980年的9463美元，增长近一倍。为应对人们不断增长的餐饮需求，中食开始切入市场并快速扩张，市场规模自1975年的2017亿日元上升至1980年的7132亿日元，1975-1979年CAGR达25.7%；
- **1981-2000年，日本中食处于持续扩张期：**此时期中食行业持续快速扩张，至2000年日本中食市场规模已达49879亿日元，1981-2000年CAGR达10%；
- **2001-2019年，日本中食进入平稳增长期：**90年代后期日本泡沫经济破裂后至2019年，中食行业始终保持平稳的增长，2001-2019年CAGR为2%。

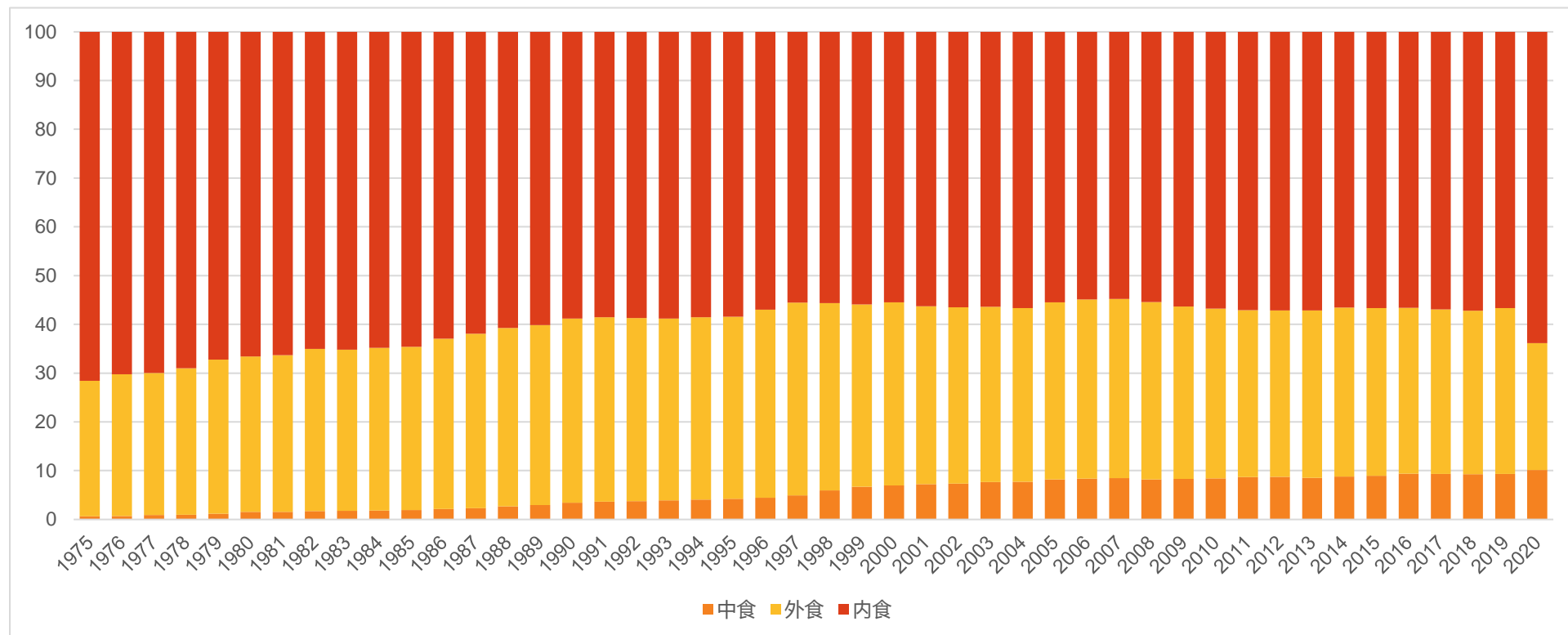
图：日本中食市场规模及增速（1975-2020年）（亿日元）



### 1.4.3 这一时期日本餐饮如何表现？中食占比稳步提高

- **中食：**消费者在销售店以外的场景就餐，包括在便利店、超市等零售店购买后直接食用，或者用微波炉加热或倒入热水即可食用的食物。
- **中食占日本居民食品总支出比例持续提高。**1990-2020，日本中食占比从3.4%逐步提高到10.1%，中食占比稳步提高，外卖占比稳中有降，内食则趋于稳定。

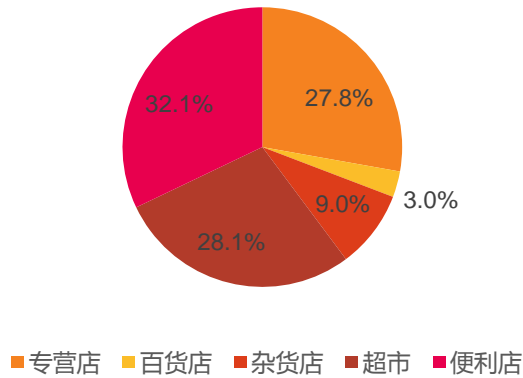
图：日本中食/外卖/内食历年占比情况（1975-2020年）（%）



1.4.4 在中国，外卖替代便利店成为解决方案

- 日本中食的消费渠道包括便利店、专卖店、商超等，其中便利店是最主要的渠道。
- 在中国，互联网企业的崛起带来的新的生活方式的跃迁很好的满足了需要依靠便利店解决的生活痛点

图：便利店是中食最主要的消费渠道（2020年）

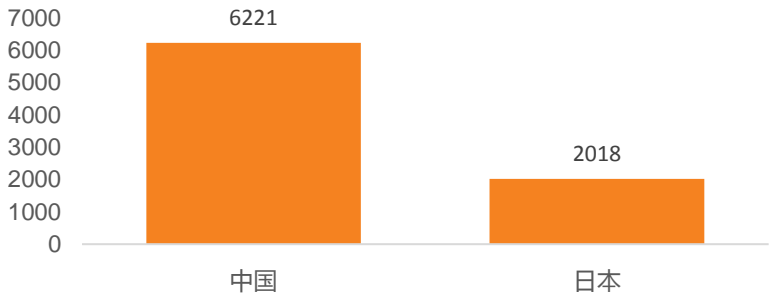


表：中国移动互联网的发展实现需求跃迁

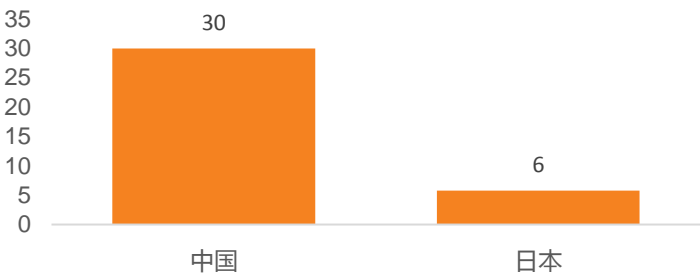
日本便利店增值服务	中国的成功跃迁
门店配备ATM机，方便取现	移动支付方式成熟，对现金依赖极小
设置代缴账单服务	移动支付方式成熟，能够实现生活账单一站式解决
店内直接阅览书籍	手机App发达，可通过微信读书等直接手机上阅览书籍

- 我国人口、面积均远超日本，若要满足同等需求，便利店需要相当于日本3-5倍的覆盖能力。溢出需求将由外卖平台合理化承接。

图：中国平均每便利店需覆盖人口（人/家）约为日本的3倍



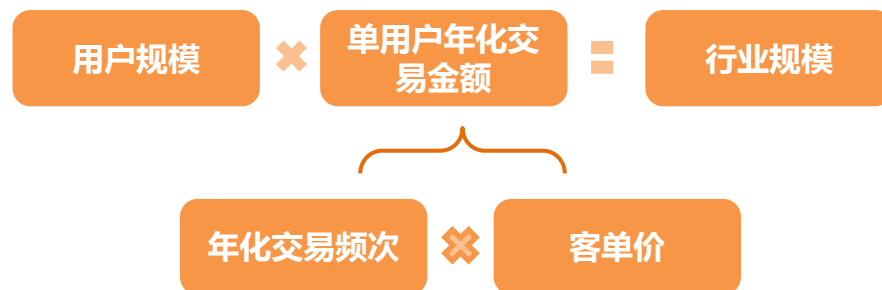
图：中国平均每便利店需覆盖面积（平方千米/家）约为日本的5倍



\*需覆盖面积计算口径：两国各自便利店数量/（两国总面积-两国农业用地面积）

## 1.5 外卖增长中枢由“价”或切换为“量”

- 根据餐饮行业市场规模及渗透率测算外卖市场规模，按照整体外卖收入=用户规模\*年化交易规模，年化交易规模=年化交易频次\*客单价计算各主要因素贡献度，发现2021外卖行业增长中枢出现切换；
- 2020年前，外卖行业增长中枢主要来自于人均交易笔数提升；  
2020年后，外卖行业增长中枢由人均交易笔数变为用户规模（用户规模两年CAGR为17%，人均交易笔数两年CAGR为6%）。
- 考虑到陆续有企业入局外卖市场（京东、字节）、叠加疫情反复或再次加速外卖渗透率，我们建议未来持续关注网络外卖渗透情况。



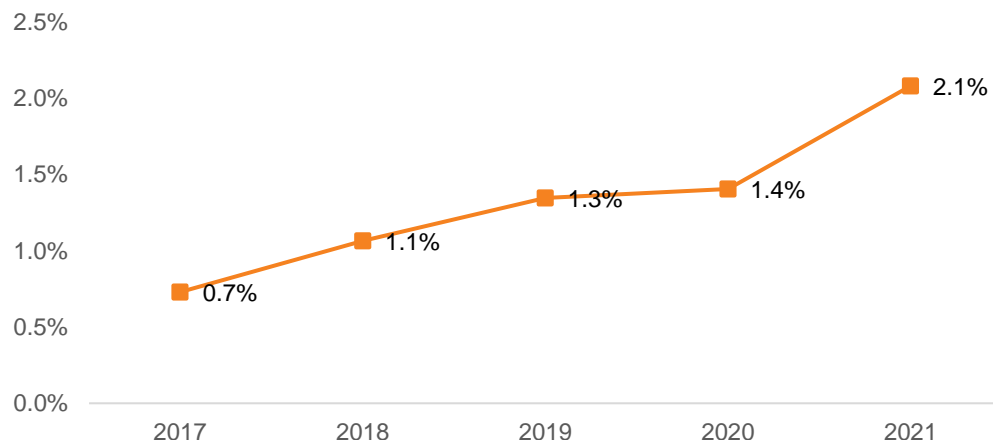
表：我国外卖行业规模变化

	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR(17-21)
餐饮行业市场规模（亿元）	39,643	42,715	46,720	39,527	46,895	4%
YOY（%）		8%	9%	-15%	19%	
外卖行业市场规模（亿元）	3,013	4,656	5,980	6,680	10,036	35%
YOY（%）		55%	28%	12%	50%	
			两年CAGR		30%	
外卖行业渗透率%	8%	11%	13%	17%	21%	
用户规模（亿人）	3.43	4.06	3.98	4.19	5.44	12%
YOY（%）		18%	-2%	5%	30%	
			两年CAGR		17%	
全年交易单数（亿单）	72.08	105.34	132.89	138.59	205.23	30%
YOY（%）		46%	26%	4%	48%	
客单价（元/单）	41.8	44.2	45	48.2	48.9	4%
YOY（%）		6%	2%	7%	1%	
人均全年交易笔数（单/人/年）	22.6	25.9	33.4	33.1	37.7	14%
YOY（%）		15%	29%	-1%	14%	
			两年CAGR		6%	

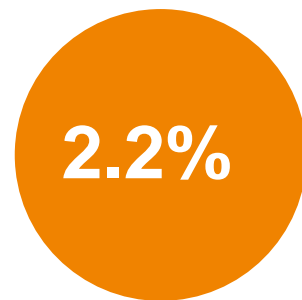
## 1.6 从远期来看，外卖对“吃”的渗透率仍处在早期阶段

- 当前我们常用的外卖渗透率与实际外卖情况并不吻合。我国当前外卖行业总值/餐饮行业收入为21.4%，但考虑到该分母为“外食”中餐饮企业收入，与外卖实际上替代正餐的定义并不完全吻合。
- 从“人顿数”的角度计算，外卖对“吃”的渗透率仍处在早期阶段。我们按照城镇居民人数\*正餐顿数（3顿）测算，按照2021年外卖当前外卖对城镇居民“吃”的份额实际渗透率仅为2.1%，这与美团研究院公布的2.2%的渗透率相近，即外卖订单量仅占城镇居民正餐顿数的五十分之一，较电商占社零超25%的渗透率的仍然相去甚远，**也与日本中食占比约10%相比有一定差距。**

图：外卖渗透率（按城镇居民顿数记）



外卖“人顿数”  
(外卖对城镇居民“吃”的份额实际渗透率)



每个城镇居民吃的**100**顿正餐中  
有**2.2**顿是外卖

# 目录

1. 消费大盘增速放缓，外卖发展怎么看？

2. 单量：两种方法测算单量空间

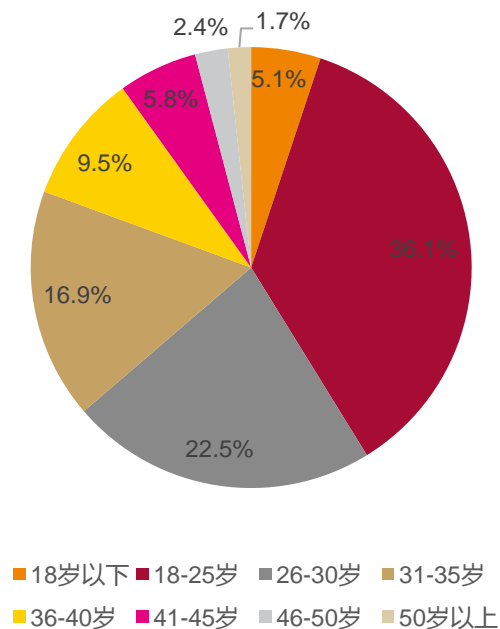
3. UE：AOV如何变化？社保、补贴率、纾困政策、佣金率影响几何？

4. 风险提示

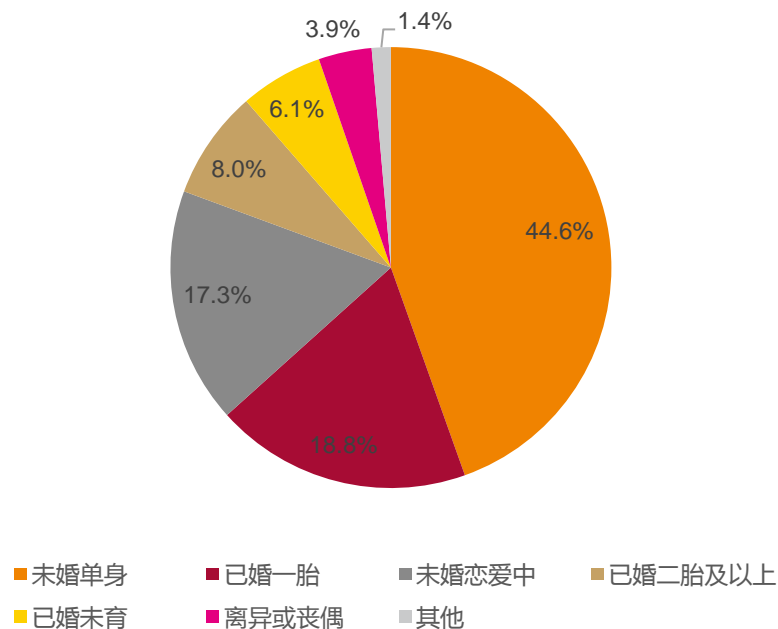
## 2.1. 餐饮外卖行业用户画像：一线城市青年单身群体是高频用户

- 一线城市消费力度大。美团外卖数据显示，2019年一线城市、新一线城市、二线城市是外卖消费的主力市场，占全国订单总量的64.7%。
- 单身年轻群体消费用户占比高。18-30岁用户占外卖总用户的58.6%，未婚单身用户占外卖总用户的比例近半。
- 综合而言，一线城市单身群体是外卖行业的最高频用户。随着代际更替，20-39岁单身年轻群体将成为外卖核心群体。

外卖消费者的年龄分布



外卖消费者婚姻状况分布



## 2.2. 美团外卖收入空间在于使用频率与渗透率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
餐饮外卖笔数（亿笔）	6.4	15.9	40.9	63.9	87.2	101.5	143.7
人均年化交易笔数（笔/年）	10.4	12.9	18.8	23.8	27.4	28.1	35.8
外卖交易占比	60%	70%	95%	90%	90%	90%	90%
外卖人均年化交易笔数（笔/年）	6.24	9.03	17.86	21.42	24.66	25.29	32.22
餐饮外卖交易用户数（亿）	1.0	1.8	2.3	3.0	3.5	4.0	4.5
餐饮外卖交易金额（亿）	156.8	588.3	1709.62	2,828	3,927	4,888.51	7020.57
餐饮外卖单笔交易金额（元）	24.5	37	41.8	44.3	45.0	48.2	48.9

### 高频用户比例提升是美团市场空间提升关键

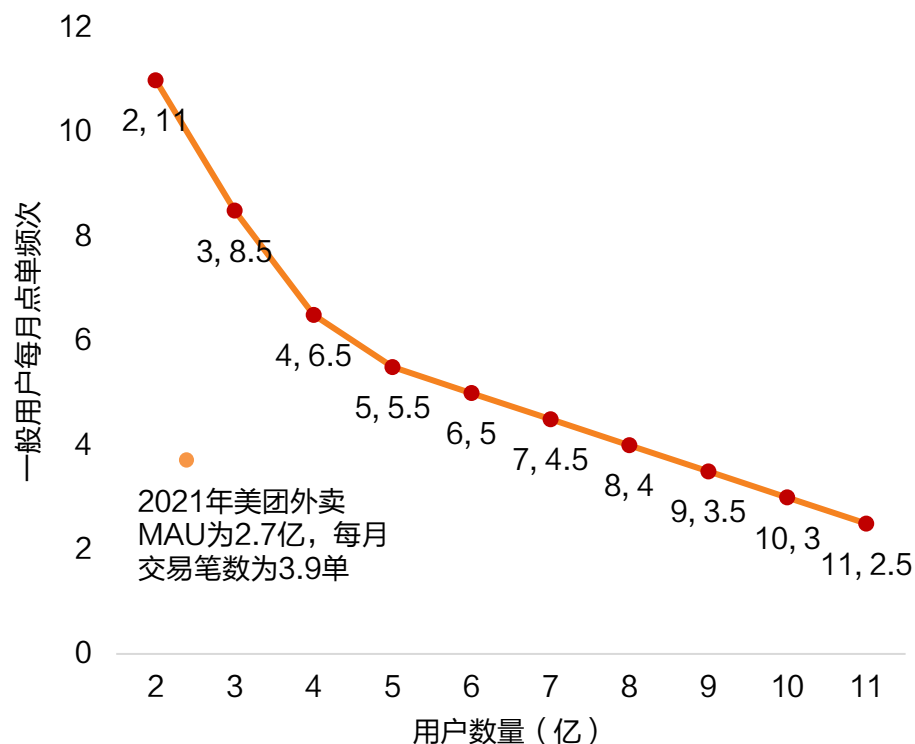
- 核心用户使用频次天花板明显：2021年美团APP的MAU为3.74亿，假设外卖用户占比达到70%，美团外卖MAU为2.7亿，测算得每人每月交易笔数为3.9单，占比和使用频率存在提升空间。
- 高频用户占比不断提升：2022年Q1，中高频用户的交易频次增速超过平均水平
- 会员业务驱动高频用户：会员业务瞄准有潜力的消费者，通过折扣等策略吸引价格敏感用户，促进普通用户向高频用户的转变



## 2.2. 每天一亿单目标的实现仍依赖于平均订单量的提升

2021年美团APP的MAU为3.74亿，假设外卖用户占比达到70%，美团外卖MAU为2.7亿，测算得每人每月交易笔数3.9单，头部10%高活跃用户每月交易10单。在3亿用户规模的情况下，达到每天一亿单的目标，一般用户每月交易笔数需要提升至10单。

我们认为，美团外卖订单量主要增长空间在于三线及以下城市的渗透率、用户平均每月外卖频次以及高活跃用户渗透率和外卖频次。



图：每天一亿单点单频次与用户数量表

表：三线以下城市渗透率与用户月点单数量

	25%	30%	35%	40%	45%	50%
3	0.65	0.68	0.71	0.74	0.78	0.81
3.5	0.71	0.74	0.78	0.81	0.85	0.88
4	0.76	0.80	0.84	0.88	0.92	0.96
4.5	0.82	0.86	0.90	0.95	0.99	1.03
5	0.87	0.92	0.97	1.02	1.06	1.11
5.5	0.93	0.98	1.03	1.08	1.14	1.19
6	0.99	1.04	1.10	1.15	1.21	1.26
6.5	1.04	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34
7	1.10	1.16	1.23	1.29	1.35	1.41

表：高活跃用户渗透率与高活跃用户外卖频次

	20%	25%	30%	35%	40%
9	0.78	0.84	0.89	0.95	1.00
10	0.82	0.88	0.95	1.01	1.08
11	0.86	0.93	1.00	1.08	1.15
12	0.89	0.98	1.06	1.14	1.23
13	0.93	1.02	1.12	1.21	1.30
14	0.97	1.07	1.17	1.27	1.38
15	1.00	1.12	1.23	1.34	1.45
16	1.04	1.16	1.28	1.40	1.53

## 2.3. 中性假设下，2025年美团外卖日均订单数有望达8000万

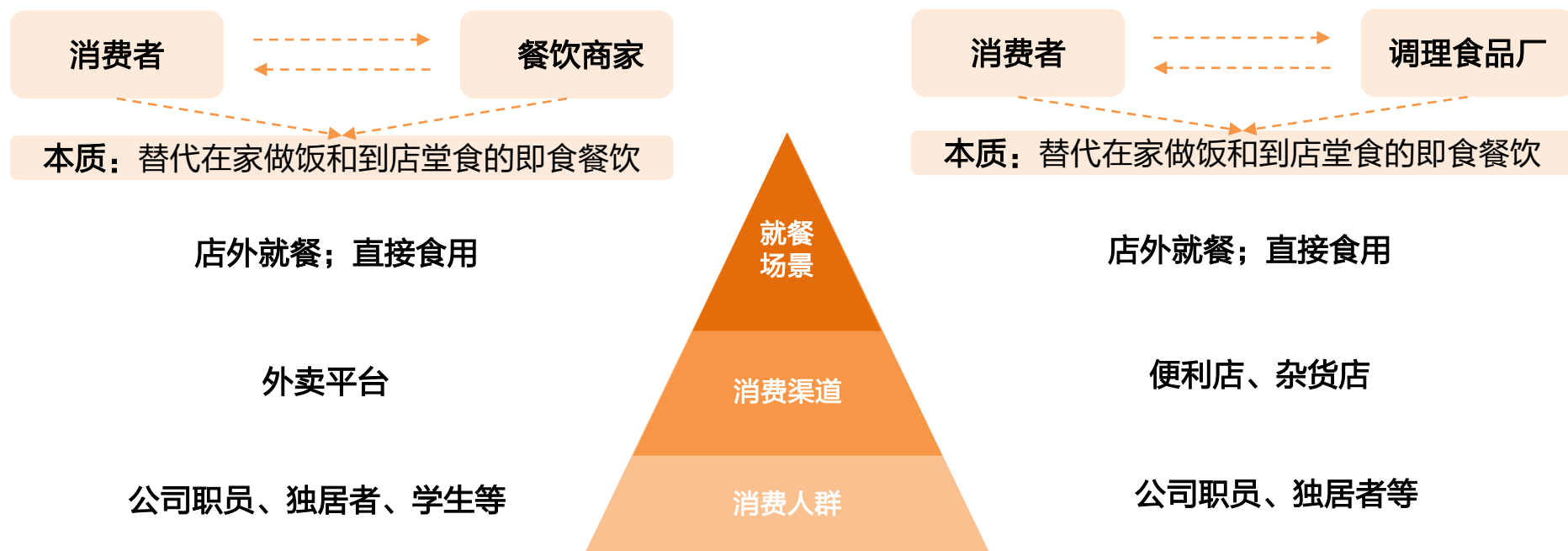
我们假设城市人口增长率为一线城市1.5%，二线城市1.25%，三线以下城市0.8%，根据美团外卖渗透率的增长做出如下测算：

	2020				2022				2025				2030			
	一线	二线	三线及以下	总体	一线	二线	三线及以下	总体	一线	二线	三线及以下	总体	一线	二线	三线及以下	总体
城镇常住人口（亿）	0.86	2.35	5.04	8.25	0.87	2.39	5.09	8.35	0.92	2.49	5.11	8.52	1.00	2.65	5.13	8.78
美团外卖渗透率	90.00%	77.00%	28.00%	48.42%	90.50%	82.00%	35.00%	54.24%	91%	88%	50%	65.55%	92%	90%	60%	72.71%
美团外卖用户（亿）	0.77	1.81	1.41	3.99	0.79	1.96	1.78	4.53	0.84	2.19	2.55	5.58	0.92	2.39	3.08	6.39
高活跃用户数（亿）	0.14	0.18	0.06	0.38	0.16	0.29	0.20	0.65	0.25	0.55	0.38	1.18	0.32	0.84	0.62	1.77
高活跃用户占比	18.00%	10.00%	4.00%	4.57%	20%	15%	11%	7.76%	30%	25%	15%	13.88%	35%	35%	20%	27.77%
高活跃用户每周订单（单）	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.8	2.8	2.8	2.8	3.3	3.3	3.3	3.3
一般用户数（亿）	0.63	1.63	1.35	3.62	0.63	1.66	1.59	3.88	0.59	1.65	2.17	4.40	0.60	1.55	2.46	4.61
一般用户数占比	82.00%	90.00%	96.00%	95.43%	80.00%	85.00%	89.00%	92.24%	70.00%	75.00%	85.00%	86.12%	65.00%	65.00%	80.00%	72.23%
一般用户每周订单数（单）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
年订单总数(亿)	26.56	47.05	27.89	101.50	32.93	71.19	57.44	161.56	54.85	131.26	123.46	309.56	80.20	208.05	207.92	496.17
日均订单总数（万）	727.77	1288.96	763.98	2780.69	902.13	1950.55	1573.70	4426.38	1502.81	3596.03	3382.34	8481.18	2197.35	5700.00	5696.34	13593.69
人均订单数（年）	34.32	26	19.76	25.4	41.6	36.4	32.24	35.67	65.52	59.8	48.36	55.42	87.1	87.1	67.6	77.70
客单价（元）	55	48	41	48	56.66	49.45	42.24	49.45	59.25	51.71	44.17	51.71	63.83	55.71	47.58	55.71
GTV亿元	1461.00	2258.25	1143.29	4871.77	1865.76	3520.64	2426.22	7989.40	3250.05	6787.14	5452.86	16007.39	5119.36	11589.62	9893.1	27639.61
CAGR												26.86%				18.96%

## 2.4 海外对标：从日本中食渗透看美团外卖空间

- “全球城市化的发展使得家庭的规模越来越小，家庭规模大时自己做饭是有规模效应的，但规模小就失去了这种规模效应，比如单身上班族。如果我们预测到人们会使用社会化分工解决餐饮需求，就可以参考其他类似国家的市场。比如日本提供社会化餐饮解决方案的是便利店，那就可以用日本便利店的市場体量去预测中国外卖的市场体量。”—— 美团联合创始人王慧文
- 我国外卖与日本中食本质均为替代在家做饭和到店堂食的即食餐饮解决方案，具有较强可比性。除在家做饭和到店堂食，我国针对即食餐饮的主要解决方案为外卖，而由于日本人力成本较高，主要解决方案为中食。二者均无需自己制作、就餐场景均在店外、食品均可直接食用，本质均为即食餐饮解决方案，具备较强可比性。

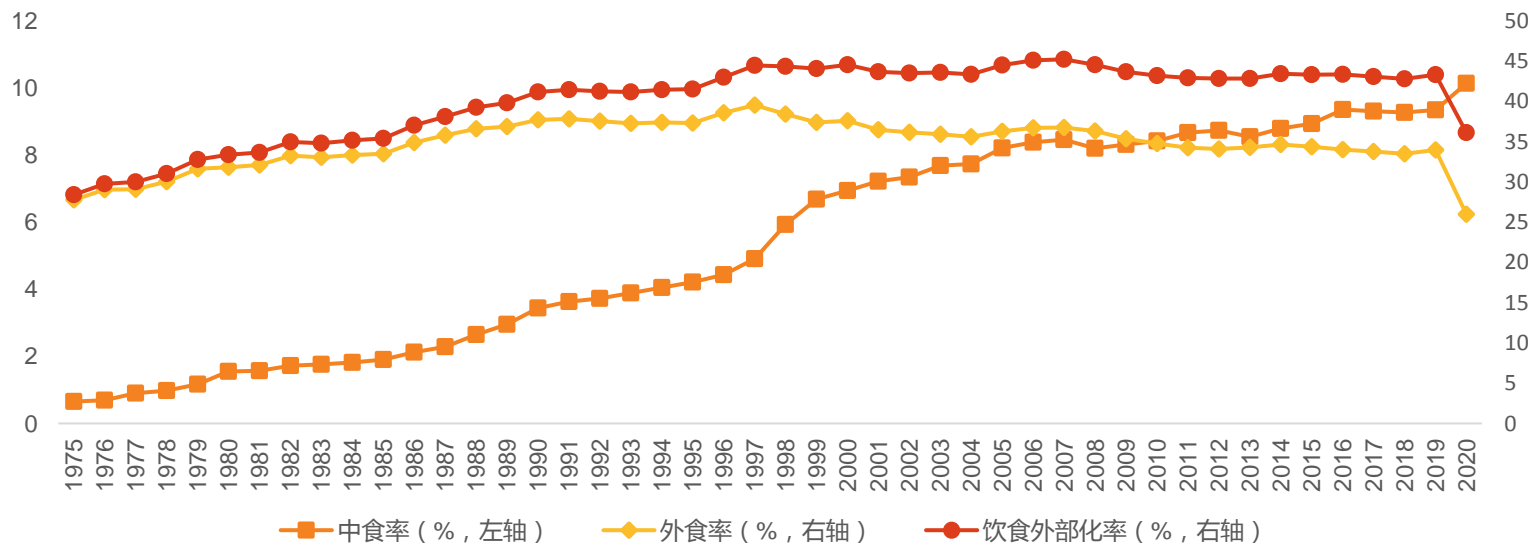
图：可比性分析：我国外卖（左）v.s 日本中食（右）



## 2.4.1 可比性：日本中食兴起背景

- 1997年之后，外卖率大幅下降，但同时期的中食率呈现跃进式增长，从1976年到2020年，中食率一直保持持续增长态势。其原因在于：
- 1) 经济危机，消费力下降。90年代日本房地产泡沫后，家庭消费力迅速下降，工作的时间增多，闲暇时间减少，中食的高性价比成为多数家庭的选择。
- 2) 家庭规模减小，1人家庭持续增多。少子老龄化不断发展，晚婚、与父母同住的人减少、独居老人增加，导致家庭规模缩小，2015年日本平均家庭人口2.38人，单人家庭占比增至34.6%。
- 3) 女性就业率提升，家庭做饭时间减少。日本此前家庭主妇做饭居多，但随着经济下滑，日本劳动力不足，政府开始用政策推动女性就业率增加，2017年女性就业率已达49.8%，家庭主妇减少。
- 因此，追求便利成为首要选择。所有的社会、经济、家庭因素导致对吃饭的要求，便利成为第一选择，而不是享受。由此，人们对外食的偏好减弱，转而选择更经济、更方便的方式，对应中食率逐年上升。

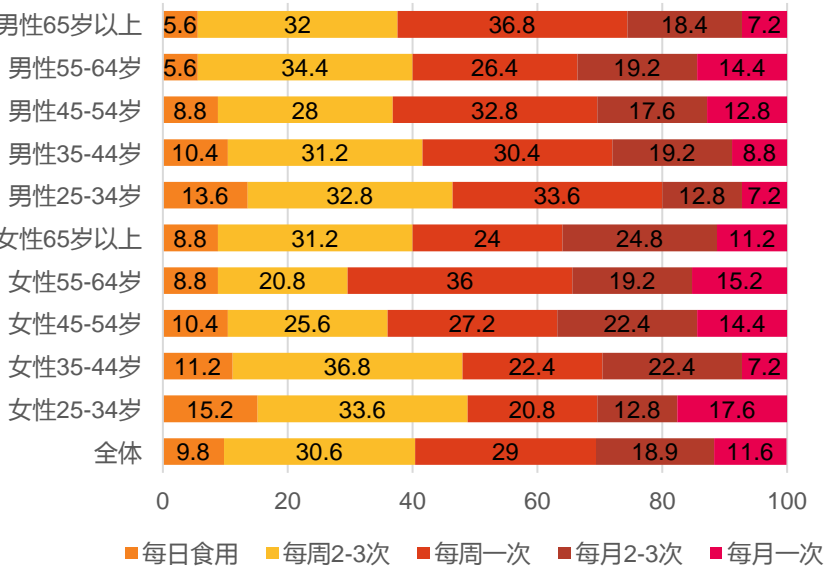
图：1975-2020年日本中食率与外卖率对比



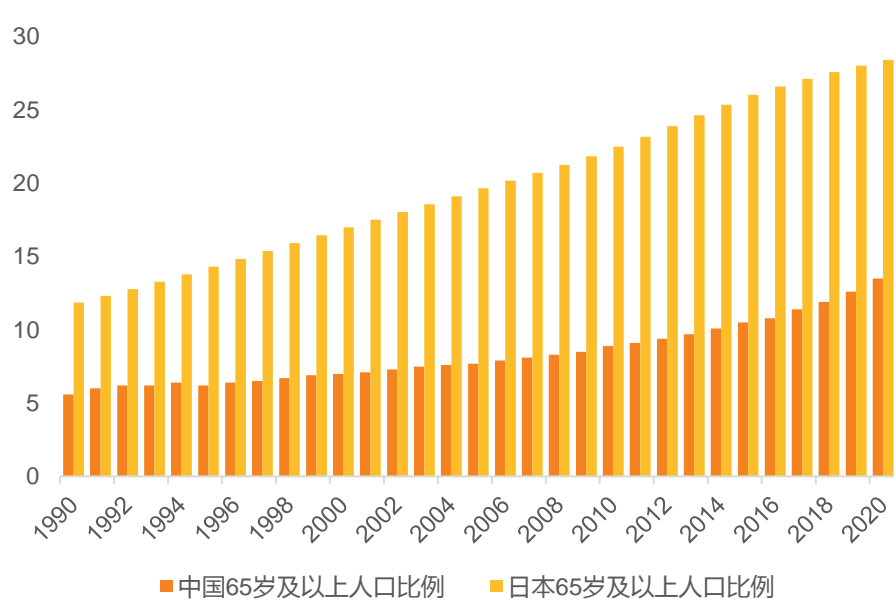
2.4.2 当前我国市场环境 与日本具有高度相似性：老龄化程度加深

- 日本老龄化程度居世界第一：1960-2020年日本65岁及以上人口占比由5.62%增至28.4%，老龄化水平居世界第一。
- 我国老龄化进程正在加速：从前几次普查结果来看，我国65岁以上人口占比虽然持续提升，但每十年间增幅一般不超过两个百分点。但据2020年普查，老龄人口占比不仅首次突破 10%（达到13.5%），而且增幅高达 4.63个百分点，显示人口老龄化正在加速。
- 据日本冷冻食品协会问卷统计，65岁以上人群（无论男女）高于一月一次中食的频率远大于其他年龄段。独居老人的增多，刺激了中食需求。

图：老年人对中食需求旺盛（ % ）



图：中日老龄化程度（ % ）

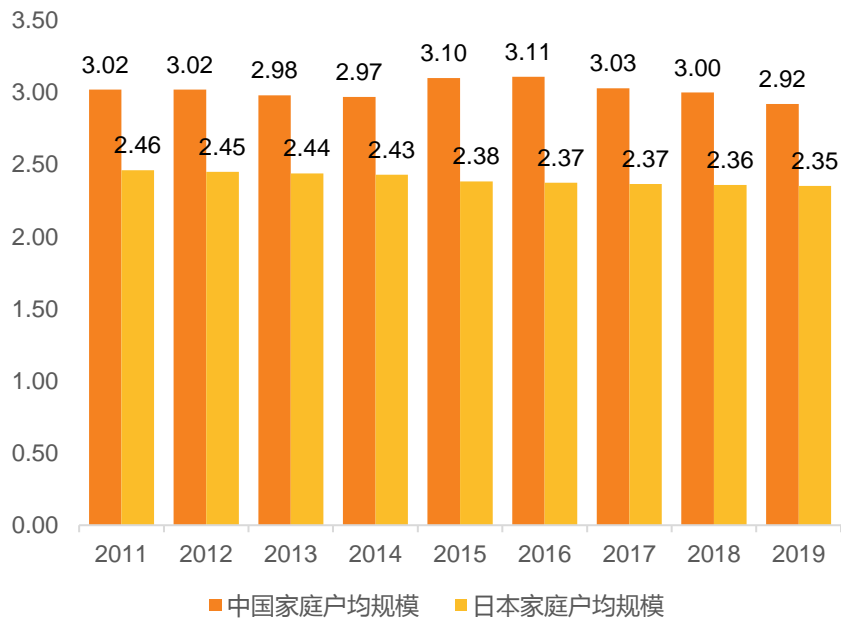


资料来源：日本冷冻食品协会，Wind，天风证券研究所

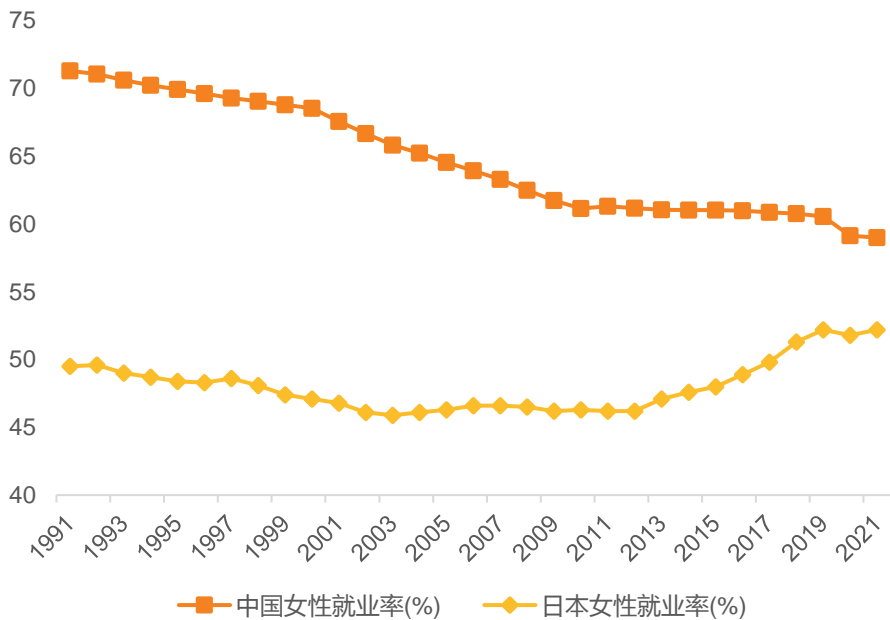
### 2.4.3 当前我国市场环境 with 日本具有高度相似性：家庭规模与女性就业

- 我国家庭户均规模持续缩小，当前水平与日本2000年左右相当。我国家庭户均规模于2013年首次破3，2020年已掉至2.62人/户。日本的户均规模缩小较我国而言持续了更长的时间，我国当前户均规模相当于日本2000-2005年水平(2.71-2.60人/户)。户均规模的缩小带来居家饮食边际成本的增大，将减弱人们居家饮食的意愿，促使小户家庭更多转向方便餐饮。
- 我国女性就业率持续高于日本，工作时间势必挤压居家饮食时间，饮食追求便利性。根据世界银行统计，自1990年至今，我国15岁以上女性劳动参与率持续显著高于日本,2021年我国为58.9%，高于日本52.2%。

图：中日家庭户均规模



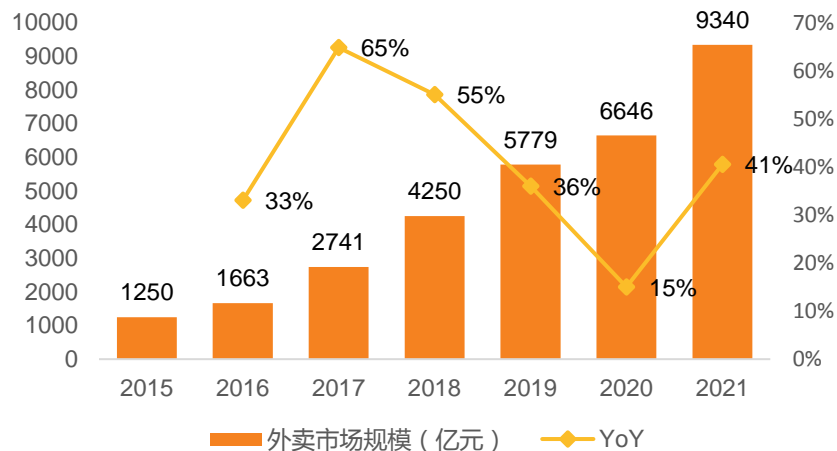
图：我国女性就业率持续高于日本



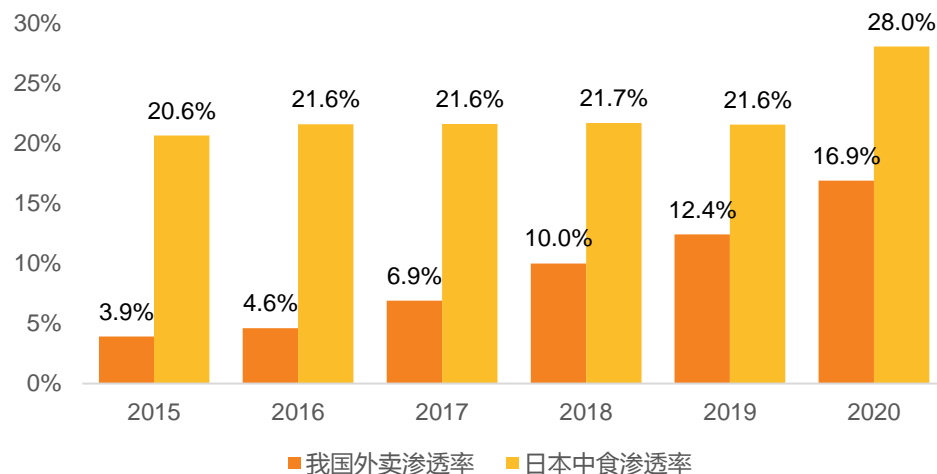
## 2.4.4 中性假设下2025E美团外卖日均单量超7000万

- 日本中食渗透率=中食市场规模/(中食市场规模+外食市场规模)
- 我国外卖渗透率=外卖行业规模/餐饮市场规模
- 中食渗透率保持稳定，我国外卖渗透率迅速上升。
  - 剔除2020年疫情影响下明显上升的中食需求影响，日本中食渗透率十分稳定，2016-2019年连续四年保持在21.6%的水平上
  - 我国外卖渗透率逐年上升，2015-2021年由3.9%上升至21.4%

图：我国外卖行业规模及增速（2015-2021年）



图：我国外卖与日本中食渗透率对比（2015-2021年）



## 2.4.4 对标日本中食：外卖日均单量有望达到7568-8481万单

### 测算假设：

- 日本受疫情影响，2020年中食行业渗透率迅速由21.6%提升至28%；我国2021年餐饮外卖渗透率为21.4%左右，悲观情况下，假设2025年到达28%，即日本中食2020年渗透率；中性&乐观假设下，外卖渗透率分别为32%/36%
- 2022年我国外卖渗透率将达到2016-2019日本中食渗透率水平；
- 我国餐饮行业增长率对标日本经济下滑（1990年以后）时期GDP增速；
- 考虑到美团外卖护城河较深，假设市占率至2025年小幅提升至74%

表：美团外卖日均单量测算（2022-2025年）

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2025E		
						悲观	中性	乐观
我国外卖渗透率	7.6%	10.9%	12.8%	16.9%	21.4%	28%	32%	36%
日本中食渗透率	21.6%	21.7%	21.6%	28.0%				
我国餐饮行业规模（亿元）	39,644	42,716	46,721	39,527	46,895	52,781	57,001	61,470
外卖市场规模（亿元）	3,013	4,656	5,980	6,680	10,036	14,779	18,240	22,129
美团外卖市占率	56.8%	60.8%	65.7%	73.2%	70.0%	74.0%	74.0%	74.0%
美团外卖GTV（亿元）	1,711	2,829	3,927	4,889	7,021	10,936	13,498	16,376
客单价（元）	41.83	44.25	45.02	48.18	48.86	48.86	48.86	48.86
单量（百万）	4,090	6,393	8,722	10,147	14,368	22,381	27,624	33,513
日均单量（百万）	11.21	17.52	23.90	27.80	39.36	61.32	75.68	91.82



# 目录

1. 消费大盘增速放缓，外卖发展怎么看？

2. 单量：两种方法测算单量空间

3. UE：AOV如何变化？社保、补贴率、纾困政策、佣金率影响几何？

4. 风险提示

### 3.1. 美团外卖盈利模型：客单价、佣金率、补贴率影响外卖盈利能力

1P模型（美团配送，单位：元）

		2020	2021
订单收入构成	用户实付（不含配送费）	40	40
	用户配送费	2.5	2.5
	满减	5.7	6.4
	客单价	48.18	48.86
B端收费	用户实付（不含配送费）	40	40
	平台使用费抽成	1.77	1.88
	% GTV	3.68%	3.84%
	商家配送费抽成	3.29	3.16
	% GTV	6.8%	6.5%
B端外卖收入	B端外卖收入	5.06	5.03
	% GTV	10.5%	10.3%
	配送费收入	2.5	2.5
C端收费	% GTV	5.2%	5.1%
	配送费收入	2.5	2.5
外卖服务收入	外卖服务收入	7.56	7.53
	货币化率	15.7%	15.4%
营销服务费收入	营销服务费收入	0.75	0.80
	货币化率	1.5%	1.6%
其他收入		0.11	0.06
合计收入	单均收入	8.41	8.39
	货币化率	17.5%	17.2%
配送费支出	配送费支出	-7.29	-7.12
	占总收入之比	-87%	-85%
营销费用（补贴）	营销费用支出	-0.42	-0.43
	占比	-5.6%	-5.7%
其他支出	其他费用支出	-0.77	-0.76
	占总收入之比	-9.1%	-9.1%
运营利润	运营利润	-0.07	0.09
	OP Margin	-0.82%	1.04%

3P模型（商家配送，单位：元）

		2020	2021
订单收入构成	用户实付（不含配送费）	40	40
	用户配送费	2.5	2.5
	满减	5.7	6.4
	客单价	48.18	48.86
B端收费	用户实付（不含配送费）	40	40
	平台使用费抽成	1.92	2.46
	% GTV	3.99%	5.04%
	商家配送费抽成	0.00	0.00
	% GTV	0.0%	0.0%
B端外卖收入	B端外卖收入	1.92	2.46
	% GTV	4.0%	5.0%
	配送费收入	0	0
C端收费	% GTV	0.0%	0.0%
	配送费收入	0	0
外卖服务收入	外卖服务收入	1.92	2.46
	货币化率	4.0%	5.0%
营销服务费收入	营销服务费收入	0.75	0.80
	货币化率	1.5%	1.6%
其他收入		0.11	0.06
合计收入	单均收入	2.77	3.32
	货币化率	5.8%	6.8%
配送费支出	配送费支出	0.00	0.00
	占总收入之比	0%	0%
营销费用（补贴）	营销费用支出	-0.42	-0.43
	占比	-21.9%	-17.3%
其他支出	其他费用支出	-1.38	-1.78
	占总收入之比	-49.7%	-53.6%
运营利润	运营利润	0.97	1.12
	OP Margin	35.10%	33.56%

### 3.1. 美团外卖盈利模型：客单价、佣金率、补贴率影响外卖盈利能力 综合模型（单位：元）

		2020	2021
订单收入构成	用户实付（不含配送费）	40	40
	用户配送费	2.5	2.5
	满减	5.7	6.4
	客单价	48.18	48.86
B端收费	用户实付（不含配送费）	40	40
	平台使用费抽成	1.82	2.07
	% GTV	3.78%	4.24%
	商家配送费抽成	2.18	2.10
	% GTV	4.5%	4.3%
	<b>B端外卖收入</b>	<b>4.00</b>	<b>4.17</b>
	% GTV	8.3%	8.5%
C端收费	配送费收入	1.675	1.675
	% GTV	3.5%	3.4%
外卖服务收入	外卖服务收入	5.68	5.84
	货币化率	11.8%	12.0%
营销服务费收入	营销服务费收入	0.75	0.80
	货币化率	1.5%	1.6%
其他收入		0.11	0.06
合计收入	单均收入	6.53	6.70
	货币化率	13.6%	13.7%
配送费支出	配送费支出	-4.86	-4.75
	占总收入之比	-74%	-71%
营销费用（补贴）	营销费用支出	-0.42	-0.43
	占比	-7.4%	-7.3%
其他支出	其他费用支出	-0.97	-1.10
	占总收入之比	-14.9%	-16.4%
运营利润	运营利润	0.28	0.43
	OP Margin	4.28%	6.41%

包括红包及配送满减两部分  
美团补贴一般在3%-3.5%

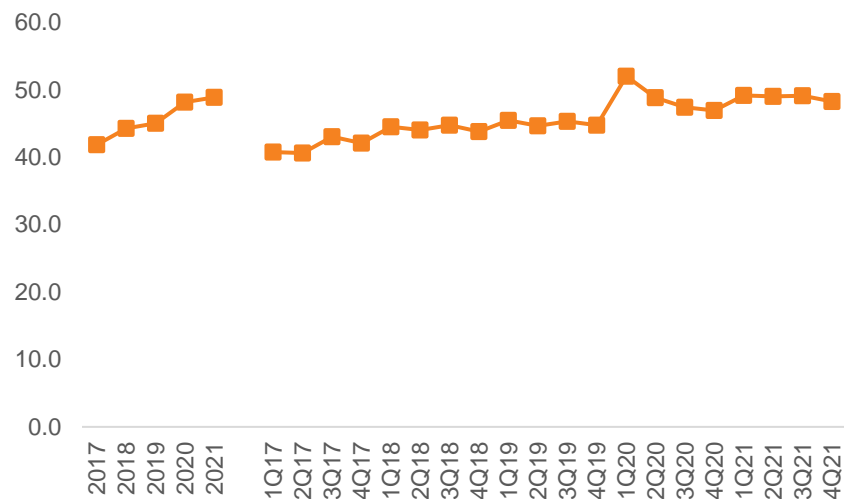
配送费收入与配送费支出之间差距  
在1元左右  
(按1P计算, 差距在1.5元)

当前Take Rate在1.6%, 营销费用的提高对于提升单均OP具有重要作用

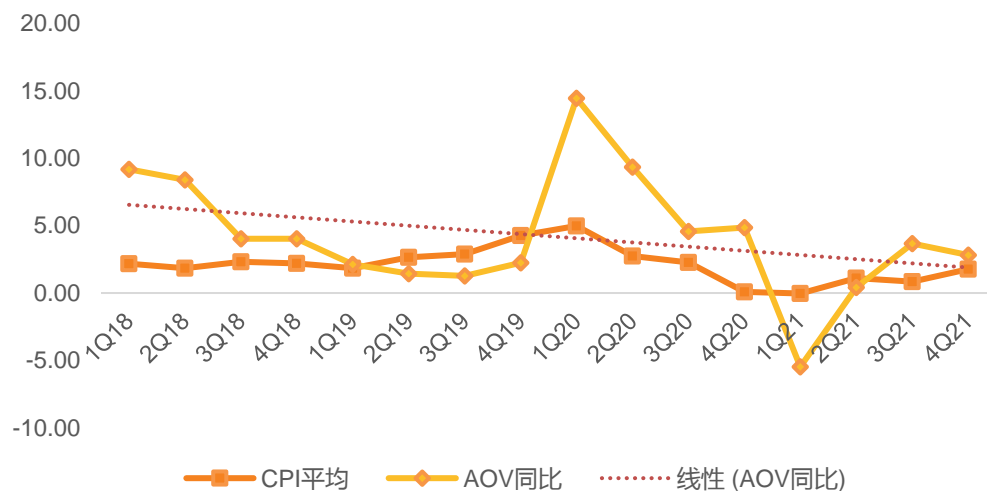
## 3.2 AOV：长期来看综合AOV提升速度或相对较慢

- 2020年后，美团AOV整体企稳。排除掉1Q20这个因疫情导致的特殊季度，2020~2021，美团整体AOV有小幅提升，但整体企稳；从同比来看，美团AOV的同比趋势亦与CPI长期趋势靠近。
- 下沉市场的增长或进一步降低美团AOV水平。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，例如“拼好饭”等模式的铺开可能冲抵一部分整体 AOV 提升。

图：美团外卖AOV价格变化（元）



CPI变化 v.s. AOV同比

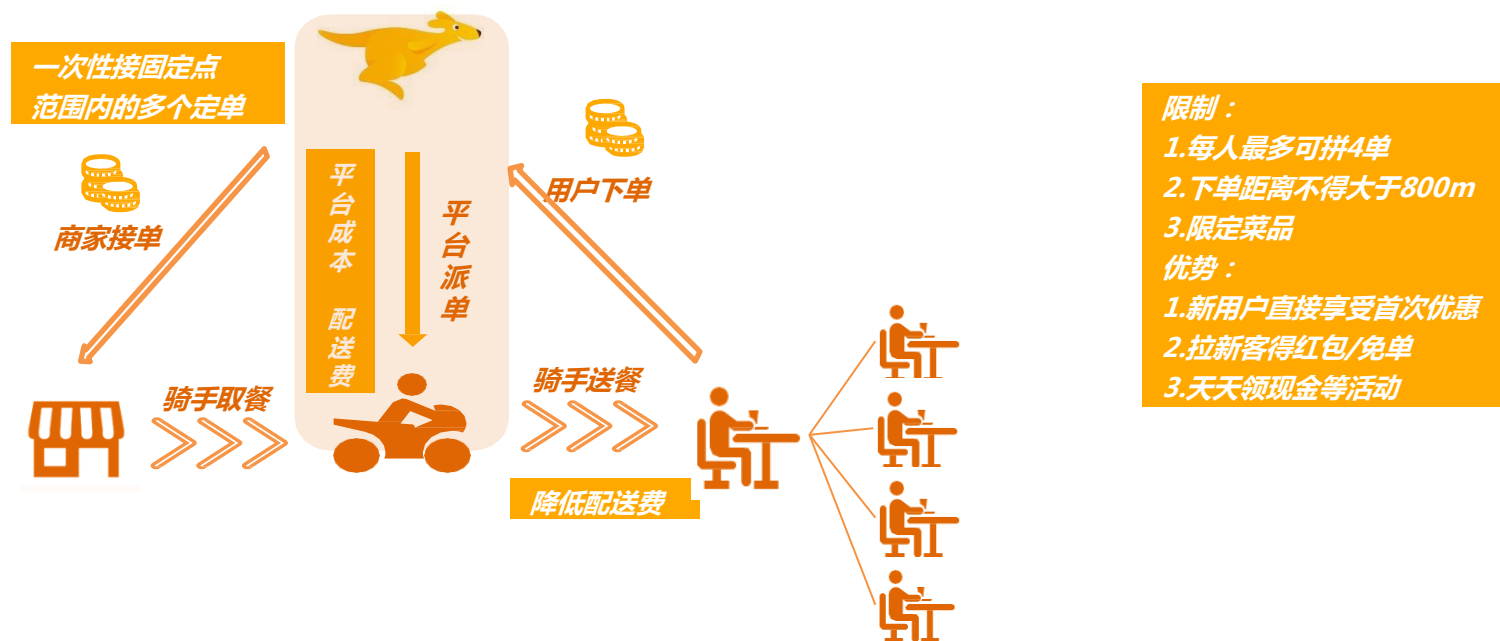


# 附录：“拼好饭”介绍（1/2）

- **美团拼好饭：以低价拼单下沉市场。**平台抓住社交分享的红利，通过降低配送费或免包装费等吸引顾客拼单，将需求端主要锁定在业主群和公司群。目前，微信小程序端以及美团APP均上线运营。
- **以下沉市场为主。**此举或意在提升三四线城市用户渗透率，该产品短期内并无往一二线城市发展的计划。
- **团购版外卖，创新业务模式。**依托“热门餐品推荐+拼单点餐+统一配送”，拼好饭业务模式较清晰。对三边效应而言，用户集中下单,商家集中出餐,骑手集中配送,利用规模效应实现“点对面”服务,有效提升整体销量,减少运营成本。



## 附录：“拼好饭”介绍（2/2）



- **创新“套餐+社群运营”模式，精细化商业模式。**针对商家竞争激烈、新客少、订单出餐慢、餐品开发能力欠佳等问题，拼好饭模式帮助商家提升经营效率和订单量。
- **价格优势明显。**拼好饭中的外卖相较于美团外卖APP的相同菜品有85折左右折扣，同时有拼好饭专属红包，新的产品形态扩充了外卖价格供给。
- **订单量影响单均指标及AOV。**商家接入拼好饭采取自愿选择的模式，试点阶段90%上线商家可实现订单量增长。批量出餐和批量送餐的模式使得骑手收入、客单价等指标不能再按照传统每单均价对比。
- **营收方面仍有不确定性。**短期来看，订单量上涨、配送成本等履约成本下降、补贴率改变、客单价降低同时并存。长期而言，客单价和营收模型具有不确定性。

3.3 费率：费率透明化影响几何？



- 2021年5月，美团推行费率透明化试点，改变原本的粗放型收费模式为灵活的“阶梯式收费”。
- 新的抽佣模式中，商家佣金=技术服务费+履约服务费（影响因素有距离、价格、时段等）：
  - 技术服务费相对固定，且根据城市等级划分：这个比例在北京为6.4%、上海为6.2%（保底1.4元）、厦门为5.8%（保底1.14元）。
  - 履约服务费仅针对1P模式收取，依据时间、距离、价格三个维度进行收费。

距离				价格				时间	
北京		上海		上海		厦门		/	
3km以内	起步价3.8元	3km以内	起步价3.2元	订单价20-50元间	+0.1元/上涨1元	订单价20-30元内	+0.11元/上涨1元	6点-21点	0元
3km以外	+0.11元/100m	3km以外	+0.05元/100m	订单价50元以上	0.11元/上涨1元	订单价30-60元	+0.13/上涨1元	21点-24点	0.3元
						订单价60元以上	+0.16元/上涨1元	0点-2点	0.5元
								2点-6点	1元



### 3.3 费率：费率透明化影响几何？

- 测算假设：技术服务费：5.8%（保底1.04）；距离收费：0-3公里，3.15元；3公里以上，0.2元/0.1公里；价格收费（商品-商家活动小计）：0-20元，0元；20元以上，每上涨1元加收0.13元；不征收额外时段费
- 商家活动支出：不同商家参与活动补贴力度有所差异，此处假设为10%
- 总体而言，商家在20元以上、3.5公里以内订单佣金较原有情况有比较优势

旧规则 v.s 新规则下抽佣测算表

旧规则			新规则												
			距离 (KM)												
单价	抽佣金额	抽佣比		0.5	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
5	3.5	70%	订单金额	5	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2	10.2
10	3.5	35%		10	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2	10.2
15	3.5	23%		15	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2	10.2
20	4.2	21%		20	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	5.3	6.3	7.3	8.3	9.3	10.3
25	5.25	21%		25	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	5.9	6.9	7.9	8.9	9.9	10.9
30	6.3	21%		30	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	6.8	7.8	8.8	9.8	10.8	11.8
35	7.35	21%		35	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	7.7	8.7	9.7	10.7	11.7	12.7
40	8.4	21%		40	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6	13.6
45	9.45	21%		45	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	9.4	10.4	11.4	12.4	13.4	14.4
50	10.5	21%		50	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	10.3	11.3	12.3	13.3	14.3	15.3
55	11.55	21%		55	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	11.2	12.2	13.2	14.2	15.2	16.2
60	12.6	21%		60	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	12.1	13.1	14.1	15.1	16.1	17.1
65	13.65	21%		65	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	12.9	13.9	14.9	15.9	16.9	17.9
70	14.7	21%		70	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	13.8	14.8	15.8	16.8	17.8	18.8
75	15.75	21%		75	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	14.7	15.7	16.7	17.7	18.7	19.7
80	16.8	21%		80	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	15.6	16.6	17.6	18.6	19.6	20.6
85	17.85	21%		85	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4	16.4	17.4	18.4	19.4	20.4	21.4
90	18.9	21%		90	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3	17.3	18.3	19.3	20.3	21.3	22.3
95	19.95	21%		95	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	18.2	19.2	20.2	21.2	22.2	23.2
100	21	21%		100	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1	19.1	20.1	21.1	22.1	23.1	24.1



### 3.3 费率：费率透明化影响几何？

- 实际佣金率整体变化有限。综合比较而言，对于近距离、25元以上订单，实际佣金率有所下降，但整体降幅有限（且考虑到该测算尚未考虑时间段计费情况），但对于远距离的订单来看，佣金率实际上有一定程度提升，这对于改善平台佣金率有提振作用；
- 考虑到佣金率构成绝大多数为骑手补贴（平台抽佣为5.8%，相对固定），我们认为新规则的推行对降低骑手收入及骑手成本之间的差额、缩小平台1P模式下亏损具有正面作用

旧规则 v.s 新规则下抽佣测算表

旧规则			新规则													
单价	抽佣金额	抽佣比		距离 ( KM)												
				0.5	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	
			订单金额	5	83.8%	83.8%	83.8%	83.8%	83.8%	83.8%	103.8%	123.8%	143.8%	163.8%	183.8%	203.8%
5	3.5	70%		10	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	51.9%	61.9%	71.9%	81.9%	91.9%	101.9%
10	3.5	35%		15	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	34.6%	41.3%	47.9%	54.6%	61.3%	67.9%
15	3.5	23%		20	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	26.6%	31.6%	36.6%	41.6%	46.6%	51.6%
20	4.2	21%		25	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	23.7%	27.7%	31.7%	35.7%	39.7%	43.7%
25	5.25	21%		30	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%	22.7%	26.0%	29.3%	32.7%	36.0%	39.3%
30	6.3	21%		35	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	21.9%	24.8%	27.6%	30.5%	33.4%	36.2%
35	7.35	21%		40	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	21.4%	23.9%	26.4%	28.9%	31.4%	33.9%
40	8.4	21%		45	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	20.9%	23.2%	25.4%	27.6%	29.8%	32.1%
45	9.45	21%		50	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	20.6%	22.6%	24.6%	26.6%	28.6%	30.6%
50	10.5	21%		55	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	20.3%	22.1%	24.0%	25.8%	27.6%	29.4%
55	11.55	21%		60	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	20.1%	21.8%	23.4%	25.1%	26.8%	28.4%
60	12.6	21%		65	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	19.9%	21.4%	23.0%	24.5%	26.0%	27.6%
65	13.65	21%		70	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	19.7%	21.1%	22.6%	24.0%	25.4%	26.9%
70	14.7	21%		75	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	19.6%	20.9%	22.2%	23.6%	24.9%	26.2%
75	15.75	21%		80	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	19.4%	20.7%	21.9%	23.2%	24.4%	25.7%
80	16.8	21%		85	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	19.3%	20.5%	21.7%	22.9%	24.0%	25.2%
85	17.85	21%		90	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	19.2%	20.3%	21.4%	22.6%	23.7%	24.8%
90	18.9	21%		95	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	19.1%	20.2%	21.2%	22.3%	23.3%	24.4%
95	19.95	21%		100	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	19.1%	20.1%	21.1%	22.1%	23.1%	24.1%
100	21	21%														

### 3.4 纾困政策：定量测算下影响较为有限

- 2022年2月18日，发改委等部门印发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》。
- 该《政策》明确提出了针对餐饮行业的恢复目标和纾困扶持措施建议。
- 在《政策》中，“餐饮业纾困扶持措施”第12条明确指出，“引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本。该条目旨在引导互联网平台企业对疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业给予政策性倾斜，赋予阶段性商户服务费优惠。

#### 美团外卖中小商户纾困政策

2022年

3月

3月1日，美团相应《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，对美团外卖商户公布6大帮扶措施，其中与佣金相关的措施包含两项：

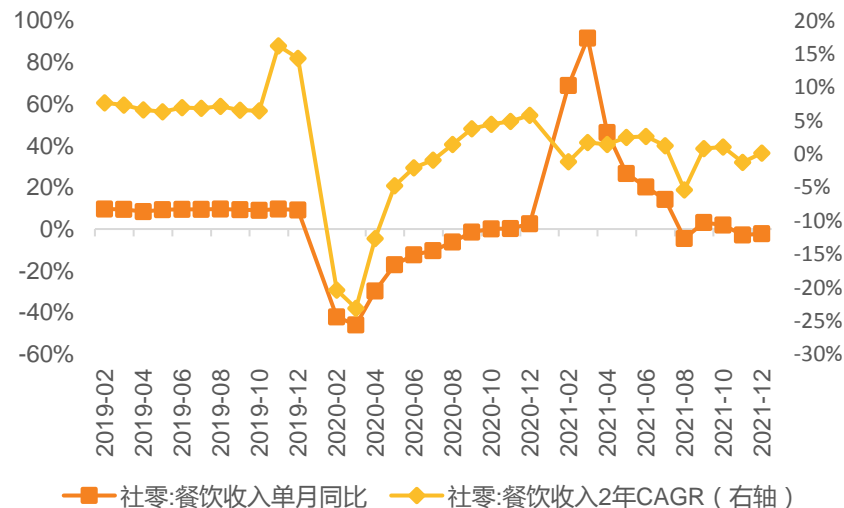
① 中高风险地区（及所属区县）困难中小商户：技术服务费减半，每单1元封顶；有效期为确定中高风险日-解除封控后一个月。

② 其他地区困难中小商户：技术服务费5%封顶；有效期为2022年3月-2022年12月底。

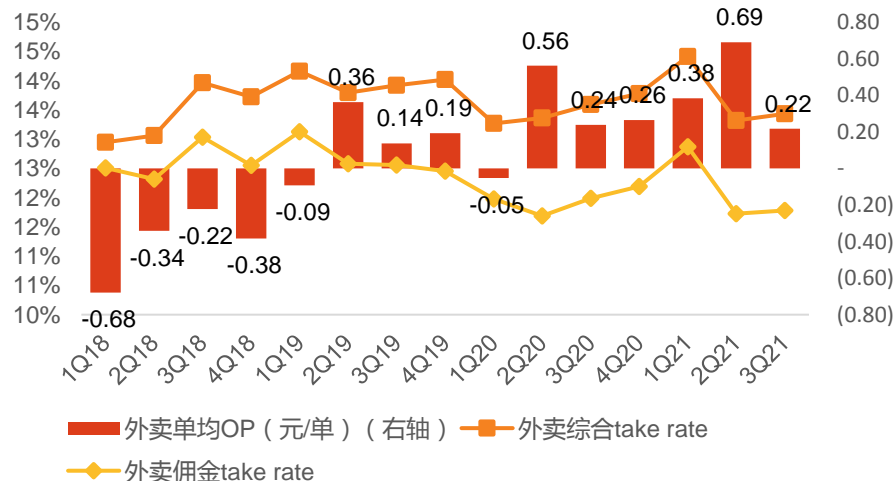
### 3.4 纾困政策：定量测算下影响较为有限

- 我们认为本次政策更着重于阶段性纾困。1月九部门发布的《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》中提及“引导平台企业合理确定支付结算、平台佣金等服务费用，给予优质小微商户一定的流量扶持。”我们认为，该项政策导向亦为引导平台企业承担更多社会责任，为小微企业提供支持。两项政策均未指向永久性费率限制。
- 2020Q1或可作底部参考：2020Q1美团外卖业务综合货币化率环比下降0.7pct（同比-0.9pct）至13.3%，佣金率环比-0.5pct（同比-1.2pct）至12%，单均OP环比降0.24元至-0.05元。
- 实际情况不排除美团可能采取与2020Q1相似的措施，如佣金返还后商户可用于线上营销、流量红包等，并且通过控制补贴等方式进行对冲，由此实际情况下美团外卖OP所受影响较大概率处于预测区间的相对较小值。此外，随餐饮业逐步恢复、疫情得到进一步控制，亦不排除扶持措施提前退出的可能。
- 展望中长期，我们认为美团有望通过费率进一步结构性调整、控制补贴（约占2020年外卖GTV的3.2%）、推广营销服务等方式，兼顾支持中小商户和外卖业务综合货币化率/单均盈利持续改善。

社零中餐饮收入单月同比及2年CAGR



美团外卖业务take rate和单均OP



### 3.4 纾困政策：定量测算下影响较为有限

中性情景的核心假设：

1. 假设2022E美团外卖GTV、单量取彭博预测值不变。
2. 假设美团针对高风险地区餐饮企业采取直接降费率的优惠措施（从谨慎的角度考虑），并且优惠措施持续至2022年末。
3. 假设疫情中高风险地区的餐饮企业GTV占比8%。（2022年2月披露的中高风险地区所在区县的全国城镇社零占比约3%，中高风险地区所在城市的全国社零占比约5%。一定程度考虑过往中高风险地区情况、以及高能级城市外卖占比高，并结合经验判断，我们谨慎假设疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业GTV占比区间为5-11%。）
4. 假设针对特定地区的外卖费率下降4pct。（我们谨慎设置外卖费率下降2pct-6pct的假设区间。参考过往：2020年2月2日，美团推出七项商户帮扶举措；2月26日启动“春风行动”支持商户更快复苏；3月9日“春风行动”进一步升级，其中“商户伙伴佣金返还计划”对全国范围内优质餐饮外卖商户、尤其是经营情况受疫情影响较大的商户，按不低于3%~5%的比例返还外卖佣金，返还的佣金将直接打入商户的美团账户，可用于线上营销和流量推广，帮助商户提升单量、增加营收，促进消费复苏。）

假设每单骑手成本短期刚性，其他成本费用/收入的比例维持平稳。每单骑手成本为我们预测值。

**美团纾困措施中性假设情景下（中高风险地区外卖GTV占比8%，对应外卖费率下降4pct，持续至2022年末），预计2022年美团外卖收入较原预测值下降2%，综合货币化率下降0.28pct，单均收入下降0.14元，单均OP下降0.11元，外卖OP下降22%**

	彭博预测			计入费率调整的假设后	
	2020	2021E	2022E	2022E-调整后	对应2022预测值变化
外卖GTV（百万元）	488,851	700,247	863,122	863,122	不变
yoy	24%	43%	23%	23%	
外卖单量（百万）	10,147	14,309	17,572	17,572	不变
Yoy	16%	41%	23%	23%	
外卖ASP（元/单）	48.18	48.94	49.12	49.12	
Yoy	7%	2%	0%	0%	
外卖货币化率	13.56%	13.72%	13.84%	13.56%	-0.28%
Yoy	-0.41%	0.16%	0.12%	-0.16%	
外卖收入（百万元）	66,265	96,074	119,456	117,078	-1.99%
yoy	21%	45%	24%	22%	
外卖OP（百万元）	2,833	5,931	8,876	6,948	-21.7%
OP Margin	4.28%	6.17%	7.43%	5.93%	
综合每单收入（元/单）	6.53	6.71	6.80	6.66	-0.14
1P每单骑手成本（元/单）	7.16	7.22	7.47	7.47	
综合每单其他成本费用（元/单）	1.45	1.46	1.29	1.26	
综合每单OP（元/单）	0.28	0.41	0.51	0.40	-0.11

### 3.4 纾困政策：定量测算下影响较为有限

2022E美团外卖每单OP相较于原预测值变化（元/单）  
（假设优惠措施持续至2022年末不变）

		疫情中高风险地区所在地区的餐饮企业GTV占比						
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
外卖费率降幅	-2.0pct	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08
	-3.0pct	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08	-0.09	-0.10	-0.11
	-3.5pct	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.12	-0.13
	-4.0pct	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.12	-0.14	-0.15
	-4.5pct	-0.08	-0.09	-0.11	-0.12	-0.14	-0.15	-0.17
	-5.0pct	-0.09	-0.10	-0.12	-0.14	-0.15	-0.17	-0.19
	-6.0pct	-0.10	-0.12	-0.14	-0.16	-0.19	-0.21	-0.23

受假设纾困措施的影响，2022E美团外卖OP相较于原预测值降幅  
（假设优惠措施持续至2022年末不变）

		疫情中高风险地区所在地区的餐饮企业GTV占比						
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
外卖费率降幅	-2.0pct	-7%	-8%	-9%	-11%	-12%	-14%	-15%
	-3.0pct	-10%	-12%	-14%	-16%	-18%	-20%	-22%
	-3.5pct	-12%	-14%	-17%	-19%	-21%	-24%	-26%
	-4.0pct	-14%	-16%	-19%	-22%	-24%	-27%	-30%
	-4.5pct	-15%	-18%	-21%	-24%	-27%	-31%	-34%
	-5.0pct	-17%	-20%	-24%	-27%	-31%	-34%	-37%
	-6.0pct	-20%	-24%	-28%	-33%	-37%	-41%	-45%

受假设纾困措施的影响，2022E美团外卖OP相较于原预测值减少金额（百万元）  
（假设优惠措施持续至2022年末不变）

		疫情中高风险地区所在地区的餐饮企业GTV占比						
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
外卖费率降幅	-2.0pct	-602	-723	-843	-964	-1,084	-1,204	-1,325
	-3.0pct	-903	-1,084	-1,265	-1,445	-1,626	-1,807	-1,987
	-3.5pct	-1,054	-1,265	-1,475	-1,686	-1,897	-2,108	-2,319
	-4.0pct	-1,204	-1,445	-1,686	-1,927	-2,168	-2,409	-2,650
	-4.5pct	-1,355	-1,626	-1,897	-2,168	-2,439	-2,710	-2,981
	-5.0pct	-1,506	-1,807	-2,108	-2,409	-2,710	-3,011	-3,312
	-6.0pct	-1,807	-2,168	-2,529	-2,891	-3,252	-3,613	-3,975

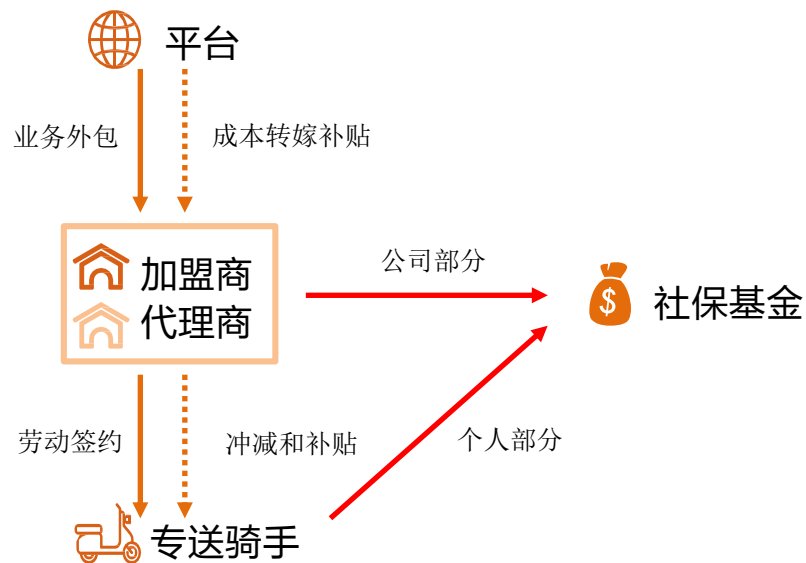
受假设纾困措施的影响，2022E美团外卖综合货币化率相较于原预测值变动  
（假设优惠措施持续至2022年末不变）

		疫情中高风险地区所在地区的餐饮企业GTV占比						
		5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
外卖费率降幅	-2.0pct	-0.09%	-0.10%	-0.12%	-0.14%	-0.15%	-0.17%	-0.19%
	-3.0pct	-0.13%	-0.15%	-0.18%	-0.21%	-0.23%	-0.26%	-0.28%
	-3.5pct	-0.15%	-0.18%	-0.21%	-0.24%	-0.27%	-0.30%	-0.33%
	-4.0pct	-0.17%	-0.21%	-0.24%	-0.28%	-0.31%	-0.34%	-0.38%
	-4.5pct	-0.19%	-0.23%	-0.27%	-0.31%	-0.35%	-0.39%	-0.43%
	-5.0pct	-0.22%	-0.26%	-0.30%	-0.34%	-0.39%	-0.43%	-0.47%
	-6.0pct	-0.26%	-0.31%	-0.36%	-0.41%	-0.46%	-0.52%	-0.57%

### 3.5 社保政策：分城市测算，2025年对每单OP的影响约为0.2~0.5元

政策背景：2021年7月16日，人社部等八部委联合发布《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，明确劳动者权益保护责任；7月26日，市场监管总局等七部委共同印发《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》，督促平台及第三方合作者为建立劳动关系的骑手缴纳社保，适当放宽骑手考核标准；8月18日国务院政策例行吹风会提到灵活就业人群在养老保险制度上可做特殊照顾。

#### 美团-加盟商/代理商 专送骑手社保缴纳



为响应政策要求，我们认为以下或为调整方向：

● 为骑手（主要是专职骑手）提供社保福利。

1) **加盟商和代理商是直接责任方：**专送骑手与其签约，劳动关系本质在加盟商和代理商；

2) **不排除成本分摊可能性：**出于社会责任和维持合作商合作关系的考虑，社保成本可与加盟商/代理商直接分担；

3) **透明费率改革后，**商户费率由技术服务费和履约服务费组成，费率计算更为透明，目前美团1P业务骑手收入与成本仍存在每单1.5元的差异，未来这部分仍有提高空间。

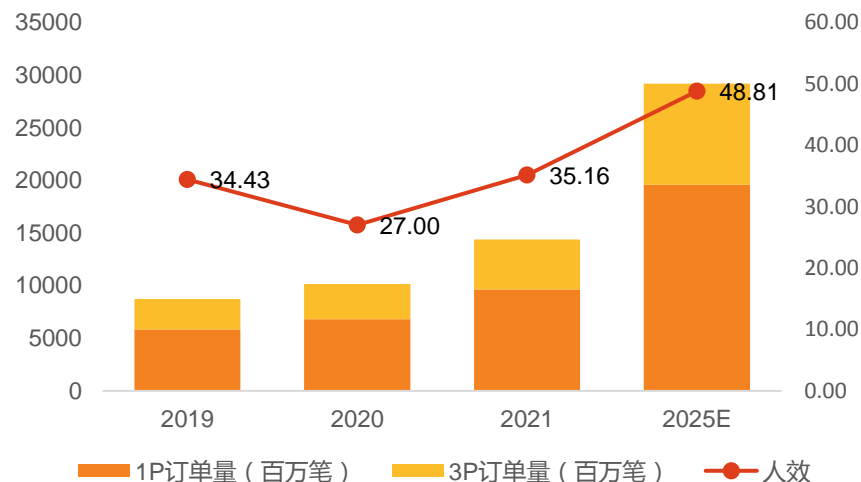
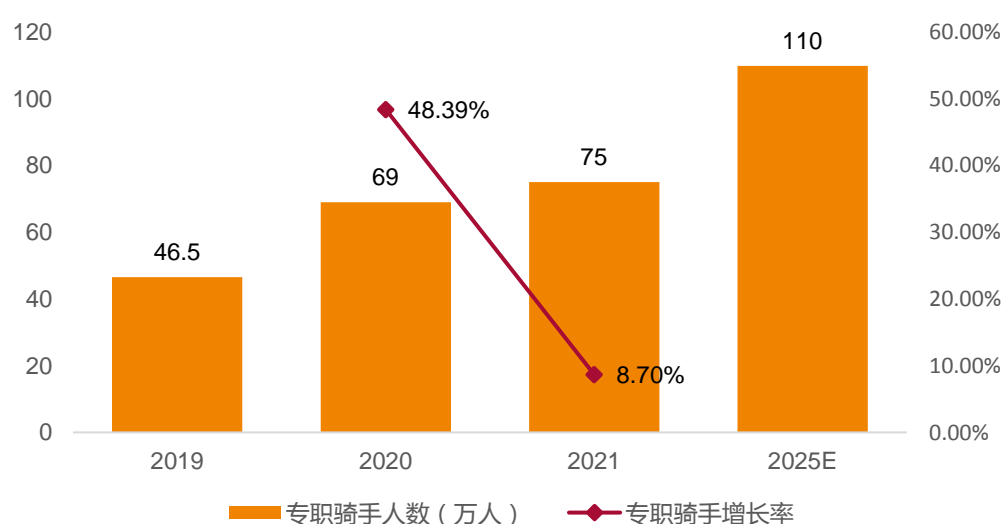
骑手类型	劳动性质及管理责任	社保
专送	全职，代理商或加盟商管理（代理、加盟城市）	未来或有社保
众包	兼职，委托人资公司与美团签约（加盟城市）	无社保



### 3.5 社保政策：分城市测算，2025年对每单OP的影响约为0.2元

- 假设1 2025年，预计美团外卖日单量达8000万单，假设年订单量为29200百万笔。
- 假设2 2025年，1P模式订单量占比较2021年增长1%，达到68%。
- 假设3 以美团骑手APP专职骑手平均日活用户数为基础，预测2025年专职骑手数，2019年各月日均活跃骑手用户数（DAU）平均数为46.5万，2020年为69万，2021年为75万，数量稳步增长，假设此后每年有10%的年增长率，预测2025年专职骑手数达到110万。
- 假设4 2020年6月至2022年6月，各月180日美团骑手活跃用户沉默率平均数为58.06%，由此假设美团骑手6个月沉默率为58.06%，即认为符合缴纳要求的骑手数量约为40%。
- 假设5 每年社会平均工资上涨幅度为2%

美团外卖专职骑手人数



### 3.5 社保政策：分城市测算，2025年对每单OP的影响约为0.2元

测算得出，2025年，社均基数下社保单均为0.23元，1P单均为0.52元；最低基数下社保单均为0.21元，1P单均为0.31元。

我们认为：1）单均UE影响测算相对较为有限；2）实际操作过程中，考虑到美团骑手往往与代理商签订协议，实际成本可由代理商/美团共同承担；3）伴随费率透明化机制实行，佣金/骑手成本变的更为透明，骑手成本的上升或可由商户分摊一部分。

2025E 美团外卖社保缴纳UE拆分						
	一线 (上海为例)	新一线 (重庆为例)	二线 (厦门为例)	三线 (绵阳为例)	四线 (日照为例)	五线及以下 (六盘水为例)
骑手数 (万人)	8.67	17.01	16.92	28.33	18.15	20.93
社保缴纳人数 (万人)	3.64	7.13	7.10	11.88	7.61	8.78
工资基数						
平均工资基数 (元/月)	11190	6673	9496	6249	7747	6403
最低工资基数 (元/月)	2803	2219	2197	2132	2057	1873
公司社保缴纳比例						
养老保险	16.00%	16.00%	12.00%	16.00%	16.00%	16.00%
医疗保险	10.50%	8.50%	10.00%	6.00%	7.00%	7.50%
失业保险	0.50%	0.50%	0.50%	0.60%	0.70%	0.70%
工伤保险	0.50%	0.50%	0.40%	0.30%	0.40%	0.50%
生育保险	与医疗一同缴纳	与医疗一同缴纳	0.70%	0.40%	1.00%	1.00%
合计	27.50%	25.60%	23.00%	23.50%	25.20%	25.70%
社均基数单均UE (元/单)	0.23					
社均基数1P单均UE (元/单)	0.52					
最低基数单均UE (元/单)	0.21					
最低基数1P单均UE (元/单)	0.31					



### 3.6 UE模型：25年每单一块钱——敏感性测算

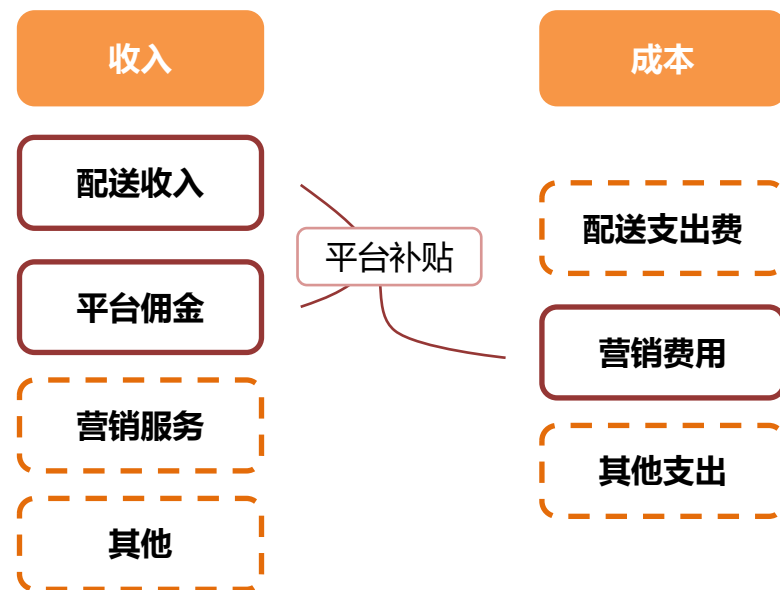
2020年三季度，王兴在电话会上公开提出维持“每天一亿单，每单一元钱”的目标，如前文所论述，我们认为整体AOV提升空间有限，但骑手收入与骑手费用之间的差距、广告take rate的提升及营销费用的减免可带动整体UE模型的改善，对于“每单一元钱”，我们测算如下：

综合模型（单位：元）

		2020	2021
订单收入构成	用户实付（不含配送费）	40	40
	用户配送费	2.5	2.5
	满减	5.7	6.4
	<b>客单价</b>	<b>48.18</b>	<b>48.86</b>
B端收费	用户实付（不含配送费）	40	40
	平台佣金抽成	1.82	2.07
	% GTV	3.78%	4.24%
	商家配送费抽成	2.18	2.10
C端收费	% GTV	4.5%	4.3%
	B端外卖收入	4.00	4.17
	% GTV	8.3%	8.5%
	配送费收入	1.68	1.68
外卖服务收入	% GTV	3.5%	3.4%
	外卖服务收入	5.68	5.84
	货币化率	11.8%	12.0%
	营销服务费收入	0.75	0.80
营销服务费收入	货币化率	1.5%	1.6%
	其他收入	0.11	0.06
	合计收入	6.53	6.70
	货币化率	13.6%	13.7%
配送费支出	配送费支出	-4.86	-4.75
	占总收入之比	-74%	-71%
	营销费用（补贴）	-0.34	-0.34
	占比	-5.9%	-5.9%
其他支出	其他费用支出	-1.06	-1.19
	占总收入之比	-16.2%	-17.7%
	运营利润	0.28	0.43
	OP Margin	4.28%	6.41%

#### 核心假设：

- AOV：我们预测AOV整体增速放缓，考虑到下沉市场进一步渗透以及“拼好饭”等新业务推进，整体AOV增速或将慢于CPI增速，我们假设每年增长1%；
- 假设2021年补贴率为3.5%，冲减收入为75%，记作营销费用为25%；伴随外卖渗透率不断提高，补贴率会逐步下降；
- 伴随美团用户渗透率进一步提高，商家投放的广告营销费用不断增多（参考阿里，广告费用/GMV为3%）；
- 假设骑手费用平均每年增长2%。



3.6 UE模型：25年每单一块钱——敏感性测算

● 不考虑提高抽佣，仅考虑广告Take Rate提高及抽佣率降低，即使考虑社保，每单一元钱盈利整体实现可能性较大。

		美团外卖UE敏感性测算（不考虑社保）												
		广告Take Rate												
		1.80%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%	2.30%	2.40%	2.50%	2.60%	2.70%	2.80%	2.90%	3.00%
AOV	50.84	3.20%	0.73	0.78	0.83	0.88	0.93	0.98	1.04	1.09	1.14	1.19	1.24	1.29
		3.10%	0.74	0.79	0.84	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30
		3.00%	0.76	0.81	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.26	1.31
补贴	3.50%	2.90%	0.77	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07	1.12	1.18	1.23	1.28	1.33
补贴率降低	1%	2.80%	0.78	0.83	0.88	0.93	0.98	1.04	1.09	1.14	1.19	1.24	1.29	1.34
补贴率（后）	2.50%	2.70%	0.79	0.84	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35
		2.60%	0.81	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.26	1.31	1.37
		2.50%	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07	1.12	1.18	1.23	1.28	1.33	1.38
		2.40%	0.83	0.88	0.93	0.98	1.04	1.09	1.14	1.19	1.24	1.29	1.34	1.39
- 佣金收入	2.16	2.30%	0.84	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35	1.40
Take Rate	4.24%	2.20%	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.26	1.31	1.37	1.42
- 配送费收入	4.44	2.10%	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07	1.12	1.18	1.23	1.28	1.33	1.38	1.43
Take Rate	8.74%	2.00%	0.88	0.93	0.98	1.04	1.09	1.14	1.19	1.24	1.29	1.34	1.39	1.44
外卖服务收入	6.60	1.90%	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35	1.40	1.45
Take Rate	12.98%													
广告收入	1.02													
Take Rate	2%													
其他收入	0.07													
Take Rate	0.13%													
总收入	7.68													
骑手费用支出	-5.14													
占总收入之比	-66.94%													
营销费用支出	-0.32													
占总收入之比	-4.14%													
其他费用	-1.3													
占总收入之比	-17%													
运营利润	0.92													

		美团外卖UE敏感性测算（考虑社保）												
		广告Take Rate												
		1.80%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%	2.30%	2.40%	2.50%	2.60%	2.70%	2.80%	2.90%	3.00%
		3.20%	0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75	0.81	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06
		3.10%	0.51	0.56	0.61	0.67	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07
		3.00%	0.53	0.58	0.63	0.68	0.73	0.78	0.83	0.88	0.93	0.98	1.03	1.08
		2.90%	0.54	0.59	0.64	0.69	0.74	0.79	0.84	0.89	0.95	1.00	1.05	1.10
		2.80%	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75	0.81	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06	1.11
		2.70%	0.56	0.61	0.67	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07	1.12
		2.60%	0.58	0.63	0.68	0.73	0.78	0.83	0.88	0.93	0.98	1.03	1.08	1.14
		2.50%	0.59	0.64	0.69	0.74	0.79	0.84	0.89	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15
		2.40%	0.60	0.65	0.70	0.75	0.81	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06	1.11	1.16
		2.30%	0.61	0.67	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07	1.12	1.17
		2.20%	0.63	0.68	0.73	0.78	0.83	0.88	0.93	0.98	1.03	1.08	1.14	1.19
		2.10%	0.64	0.69	0.74	0.79	0.84	0.89	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20
		2.00%	0.65	0.70	0.75	0.81	0.86	0.91	0.96	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21
		1.90%	0.67	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	0.97	1.02	1.07	1.12	1.17	1.22

# 目录

1. 消费大盘增速放缓，外卖发展怎么看？

2. 单量：两种方法测算单量空间

3. UE：AOV如何变化？社保、补贴率、纾困政策、佣金率影响几何？

4. 风险提示

## 风险提示

- 测算具有一定主观性，仅供参考：本报告中做了大量测算，包含主观性假设；
- 平台限制抽佣政策进一步推行：进一步限制平台抽佣政策可能会导致平台佣金提高受限；
- 疫情反复，冲击外卖、到店业务收入：外卖、到店业务与线下消费关联度较大，疫情反复可能会导致外卖及到店业务进一步受到冲击；
- 反垄断监管进一步强化：美团作为本地生活领域龙头，反垄断监管强化可能会限制美团现有业务进一步开展，以及新业务发展；
- 新业务亏损进一步加剧：新业务亏损加剧可能会导致美团整体盈利转正时间进一步受限。

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

THANKS