

O2O：用冰山模型阐述美团旗舰业务

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

联系电话：18621871887

二零一八年九月

研究助理：肖文瀚

联系邮箱：xiaowh@dwzq.com.cn

联系电话：18317047068

二零一八年九月

本篇报告着重分析美团旗舰型业务的发展现状与展望：

——何为美团的旗舰业务？

■ 我们把美团点评的四大板块业务进行划分：

1. **流量型**：发展较为成熟、格局好的团购/到店业务，作为高频流量入口；
2. **盈利型**：高毛利低频类型，通过与高频入口的结合，发展迅猛，实现自我造血；
3. **旗舰型**：核心看点与估值支撑，通常为高频亏损业务，竞争较为激烈，预计将持续失血；
4. **补充/连接型**：战略一环，同为高频亏损业务，处于初期尝试阶段，对估值暂时没有较大提升。

——如何看待美团旗舰业务？

■ 我们以“冰山模型”分割美团旗舰业务，B2C端美团外卖经历了三个阶段的发展，我们认为前两个阶段决定了当前外卖业务的盈利模式与资金链，进入第三个阶段，对手的整合并购将竞争拖入了另一个位面。B2B端业务重要性逐渐体现，商家端的服务能力将决定**B端资源的倾向**与**成本端的安全垫**。

——主要结论

- 我们认为，美团旗舰业务的核心竞争要素在三个阶段分别对应供给、流量与运营、商家服务能力。我们判断美团旗舰业务长期依然面对着以阿里为首的生态巨头的竞争，**2C端和2B端的布局预计中长期将维持失血状态，中性测算下预计美团外卖业务2019年实现盈利（未充分考虑竞争加剧带来的冲击）**。
- 我们看好公司当前在C端平台入口与商家BD能力的优势，未来围绕商家服务能力的提升与布局为重要看点。但当前旗舰型业务处于多线主客场作战的过程，多项业务仍处于发展早期，不确定性较大，建议投资者注意风险。
- 风险提示：平台价格战加剧风险，多行业竞争风险，政策监管风险，业务整合发展低于预期，公司财务风险。

美团点评四大板块——旗舰型为核心看点&估值支撑

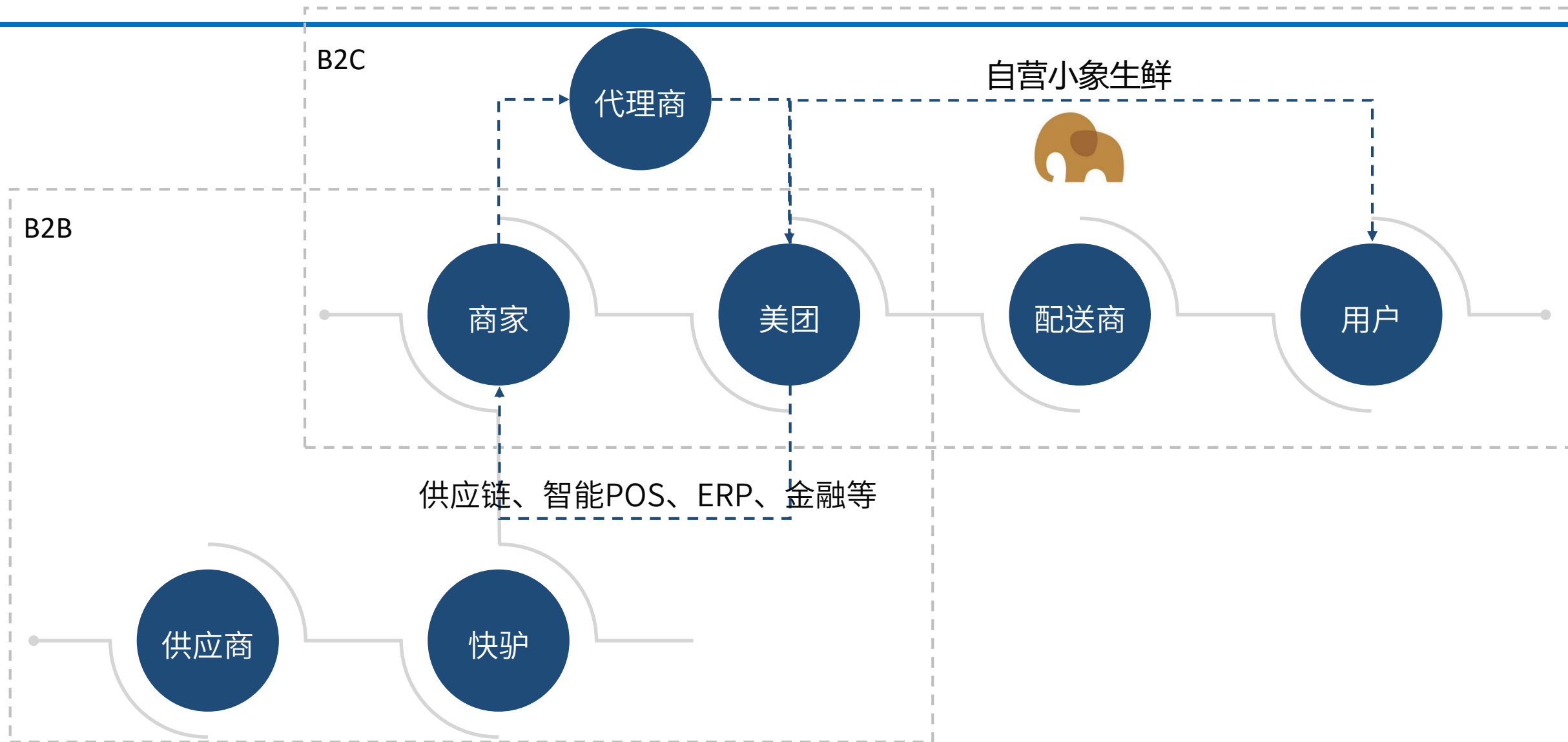


冰山模型——旗舰型业务（大零售为主）的竞争位面

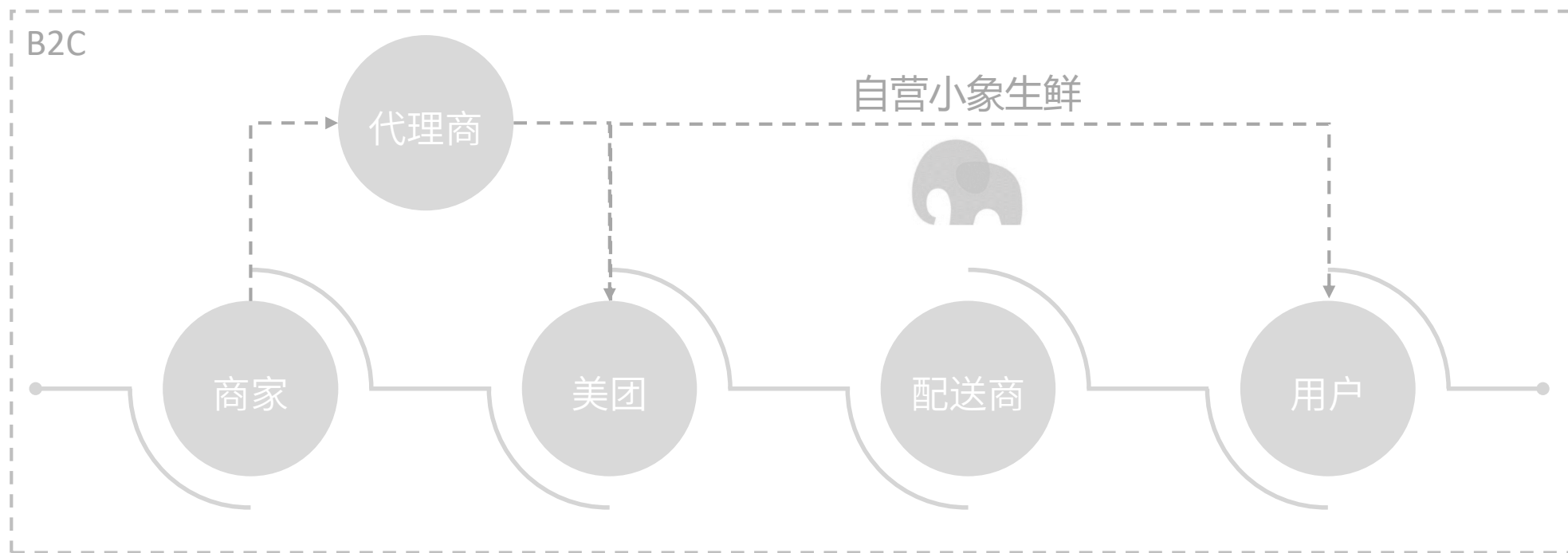
竞争下沉至2B端，
核心要素逐步转变。



旗舰型业务产业链示意图



一、水上旗舰：从粗放式增长到精细化运营

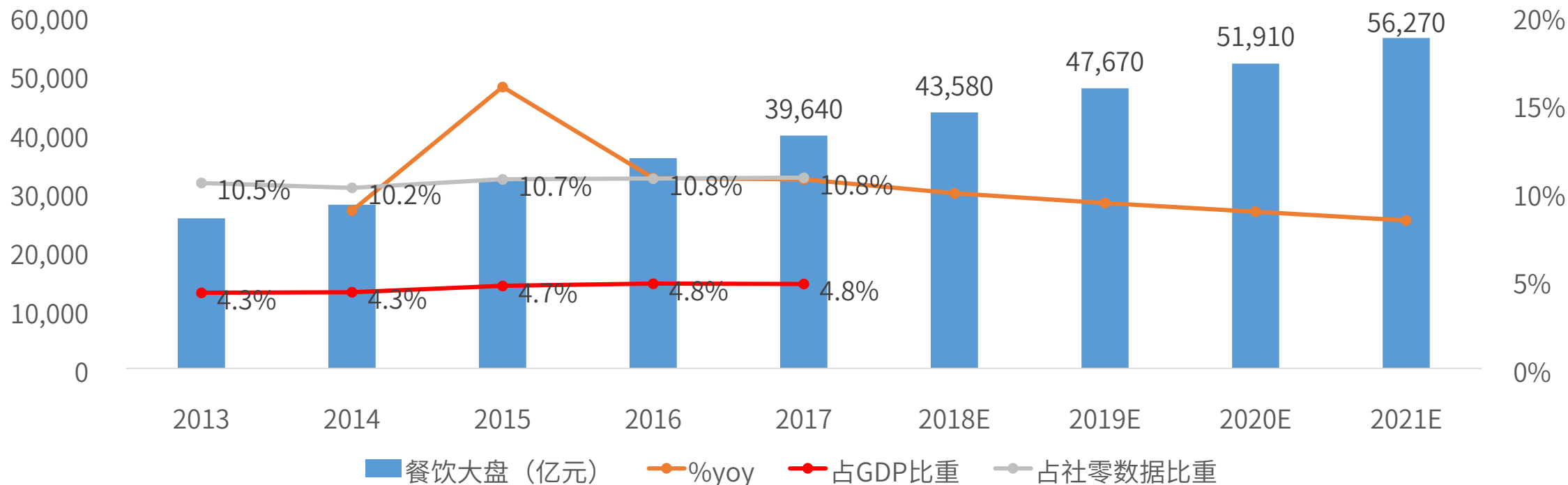


1.1 赛道：餐饮大盘 x 线上渗透率

1.1.1 受益于中产规模扩大与餐饮品牌化趋势，餐饮大盘预计维持可观增速

- 2017年中国餐饮大盘约为4万亿元的规模，占社零数据比重10.8%，占GDP比重4.8%。
- 未来的增长的主要驱动依然为城镇化率的提升、人均可支配收入增长、消费习惯升级等因素，根据艾瑞咨询，预计到2021年达到 56,270 亿元，4年CAGR为 9.15%。

图表：2013-2021E中国餐饮大盘规模、同比增速、占GDP与社零数据比重

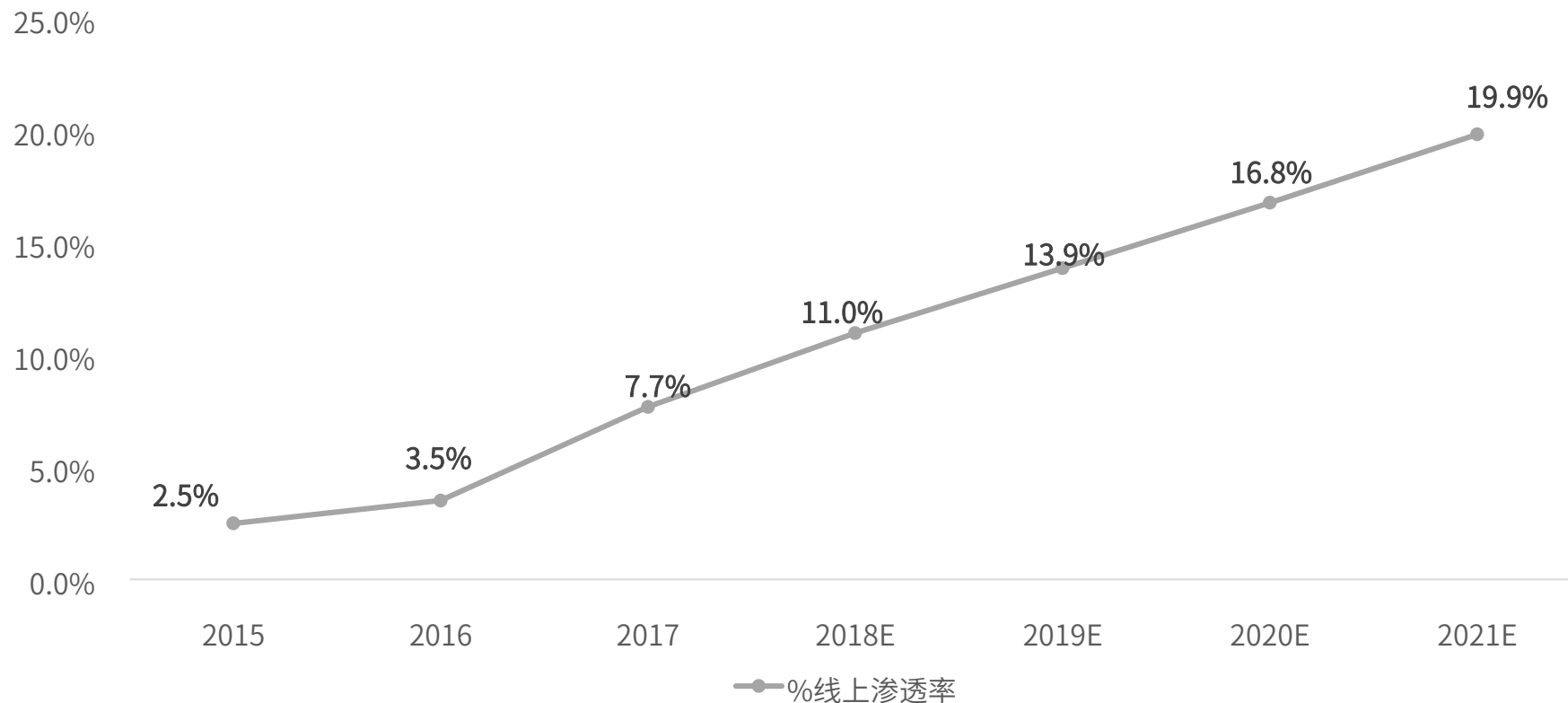


1.1 赛道：餐饮大盘 x 线上渗透率

1.1.2 中国线上外卖发展世界领先，线上渗透率持续上升

- 人口密度、市场环境、用户习惯、资本推动为中国外卖行业领先的主要原因。根据艾瑞咨询，预计2017-2021年，餐饮外卖线上渗透率将从7.7%上升至近20%。

图表：2015-2021E中国餐饮外卖线上渗透率



国情差异

- 人口密度
- 人力成本

市场环境

- 餐饮品牌
- 外卖成熟度

用户习惯

- 饮食习惯差异
- 菜系口味众多

资本推动

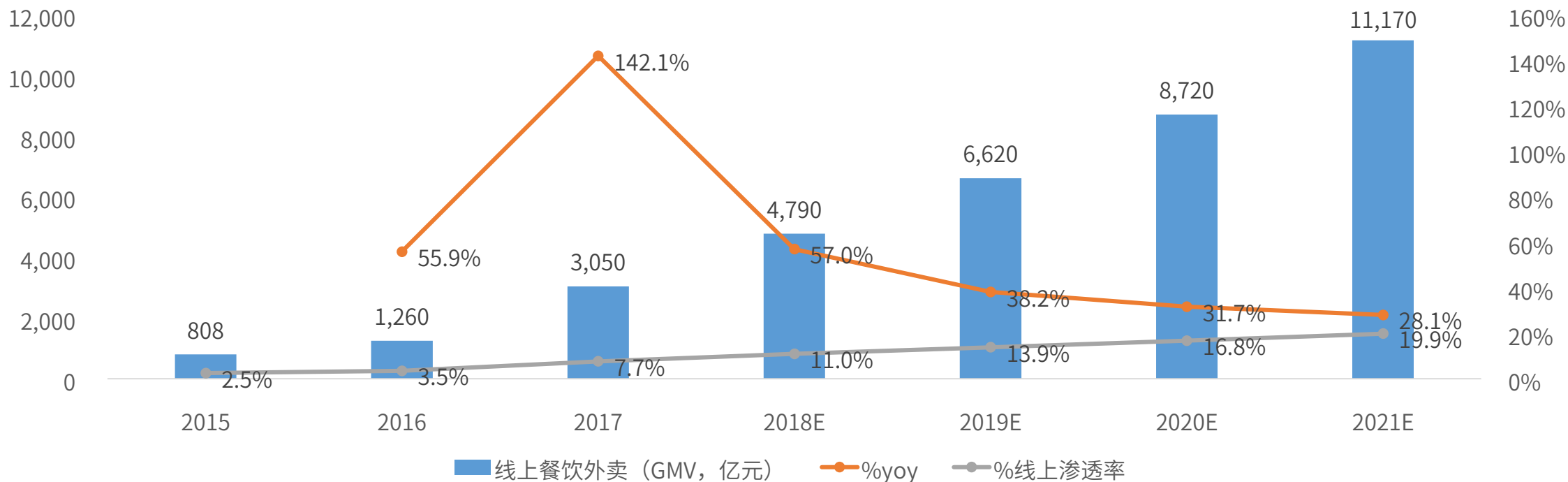
- 现金补贴
- 红包传递

1.1 赛道：餐饮大盘 x 线上渗透率

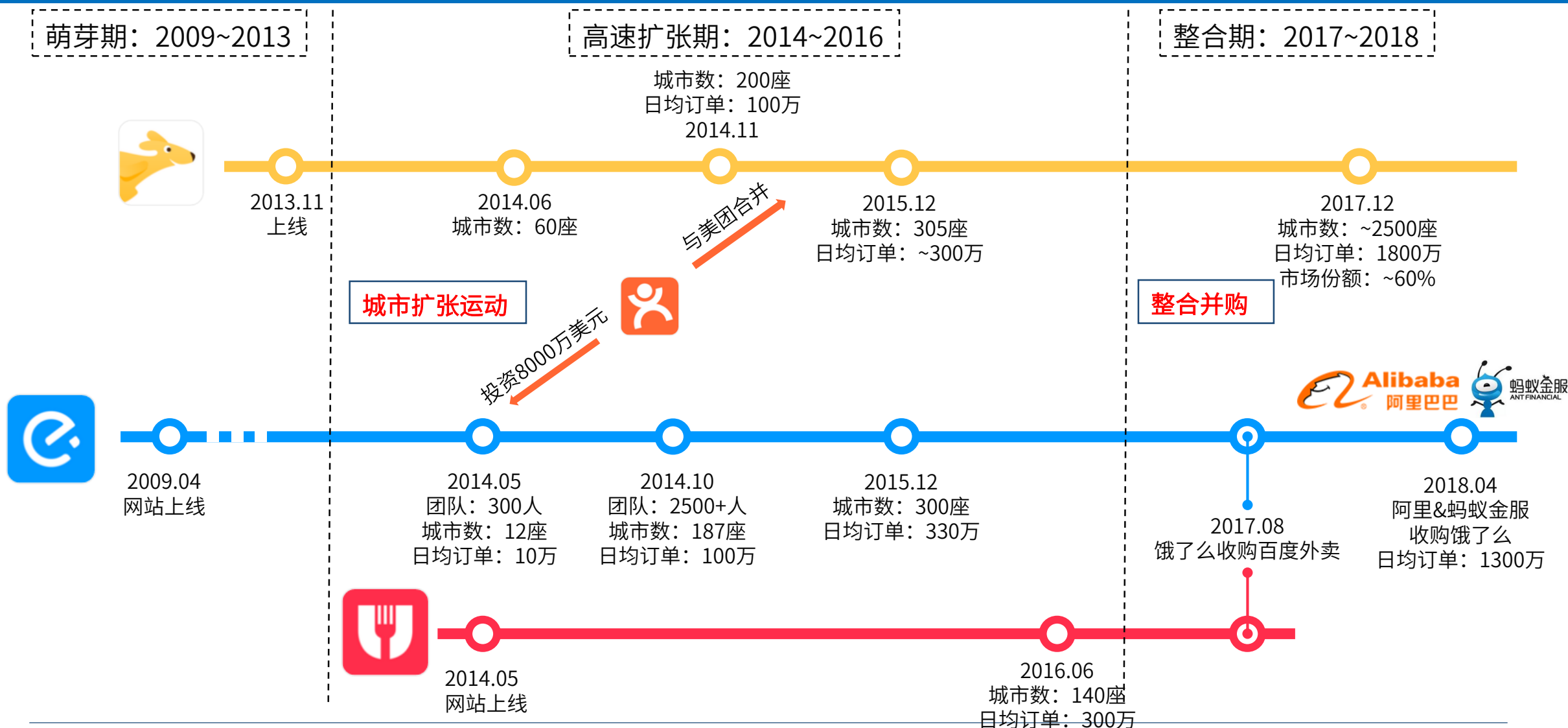
1.1.3 大盘增长叠加渗透率上升，外卖行业规模预计将维持高增速

- 结合餐饮大盘的增长与线上渗透率的上升，根据艾瑞咨询，预计2017-2021年，线上餐饮外卖GMV复合增速为38.34%，到2021年线上餐饮外卖的规模将达到11,170亿元。
- 实际情况下，考虑到2018年6月整体外卖用户数增长放缓，实际增速预计将低于艾瑞预测值。

图表：2015-2021E中国线上餐饮外卖规模、同比增速以及线上渗透率



1.2 外卖行业发展阶段——巨头发展史：同向为竞



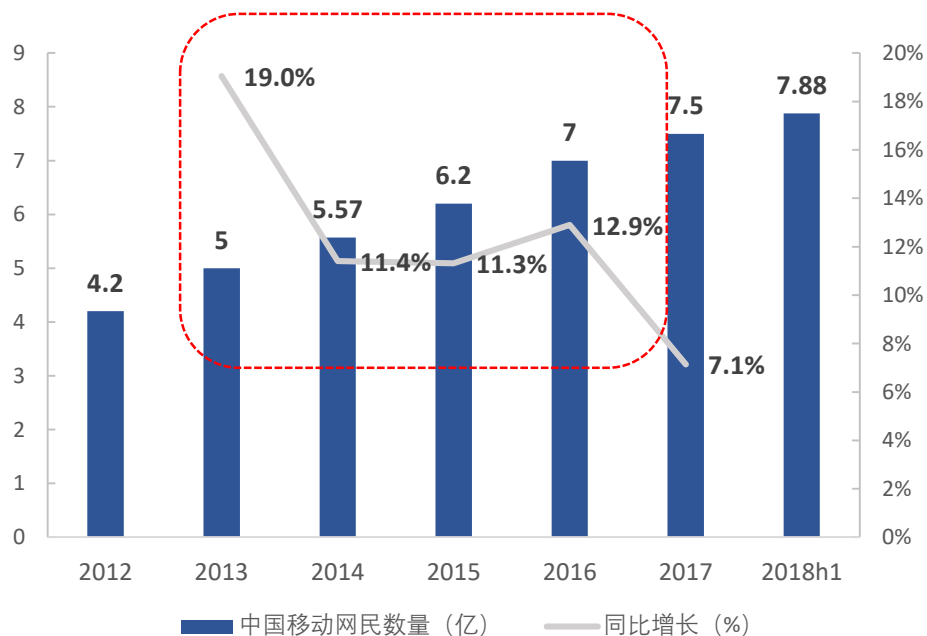
资料来源：创业邦，商业价值（北京），百家号，东吴证券研究所整理

1.2 外卖行业发展阶段——早期探索阶段

1.2.1 外卖行业早期探索阶段：2009~2013年

- 背景：验证商业模式阶段，移动互联网流量红利兴起，移动设备的兴起加速了线上餐饮习惯。
- 战略：在人口密度最高、潜在需求最旺盛的城市（北京、上海）启动。
- 特点：小团队作战（几百人），城市数量少（12~20个），订单量小（日订单量<10万）。

图表：国内移动互联网网民规模及增速



图表：团购为外卖行业发展奠定基础

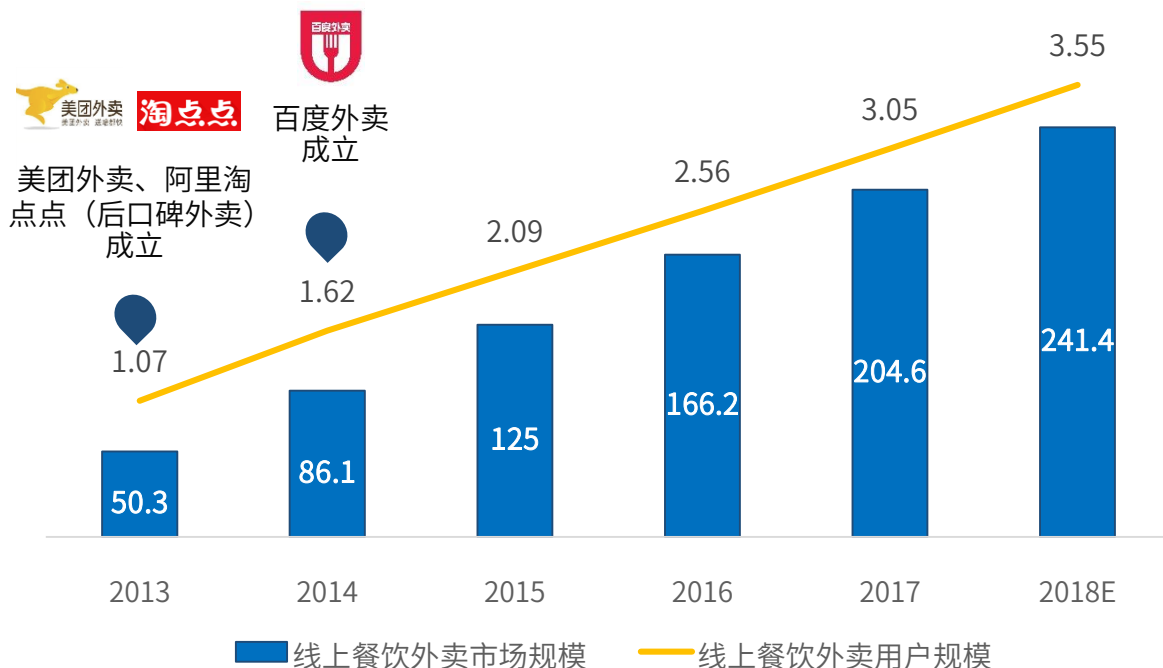


1.2 外卖行业发展阶段——城市扩张阶段

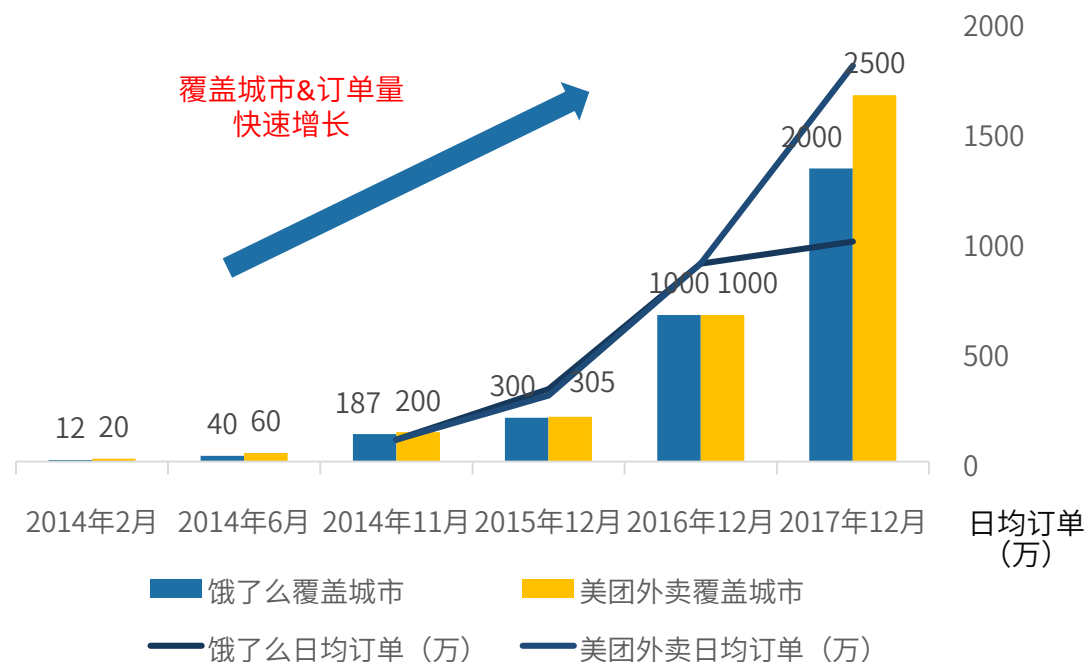
1.2.2 外卖行业城市扩张阶段：2014~2016年

- 背景：用户、资本、技术驱动市场，巨头切入。
- 战略：快速扩张，自建BD团队 + 城市代理招募。
- 特点：城市数量快速覆盖（1000+），团队快速扩张，订单量增长迅速（日订单量从10万到1000万）。

图表：线上餐饮外卖用户&市场规模



图表：美团&饿了么覆盖城市及订单量增长趋势



1.2 外卖行业发展阶段——并购整合阶段

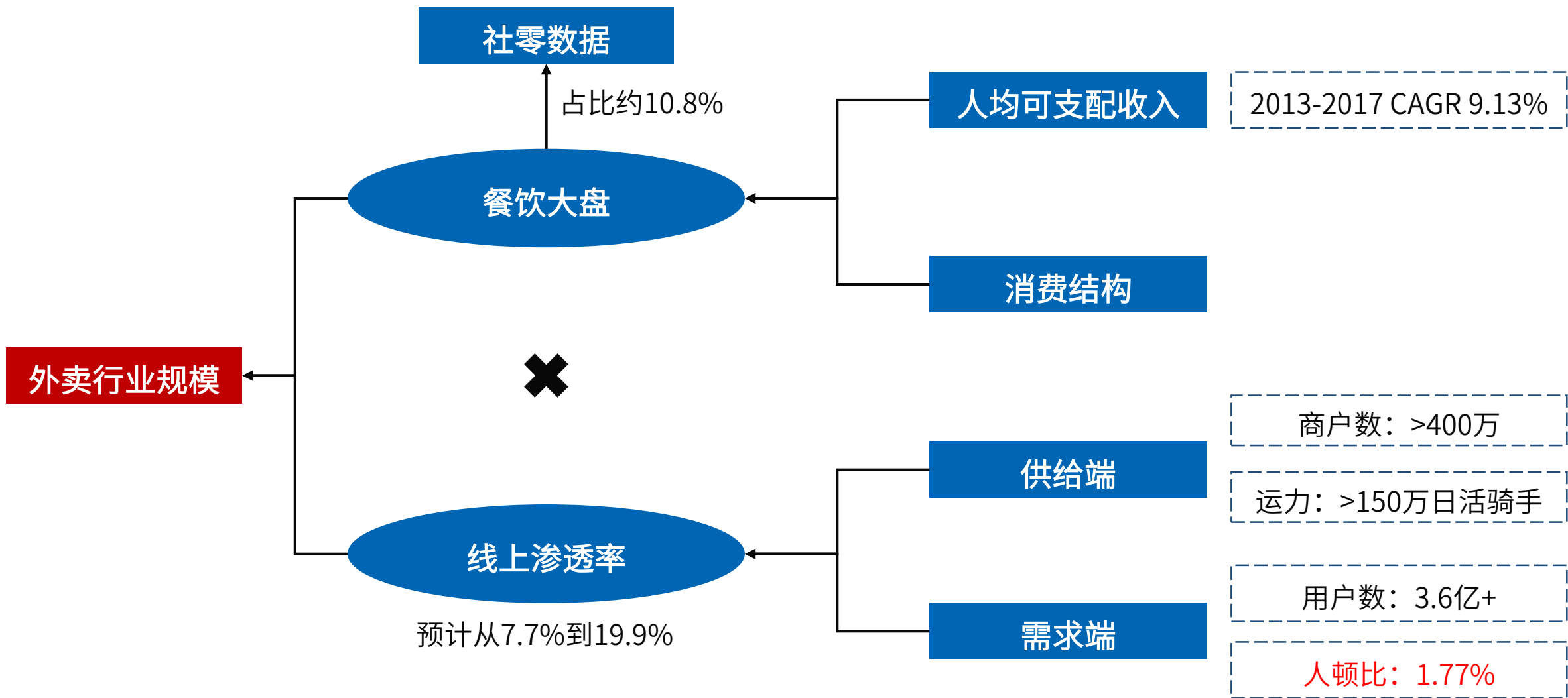
1.2.3 外卖行业并购整合阶段：2017~2018年

- 背景：用户 **需求驱动**（覆盖城市数与商家数较为饱和）。
- 战略：精细化运营，通过 **B端服务深入绑定商家**，新零售业务横向发展（新形态直营）。
- 特点：**行业整合并购，补贴下降，平台议价加强，进入竞争新常态。**

图表：2017年以来外卖行业发展历史



1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

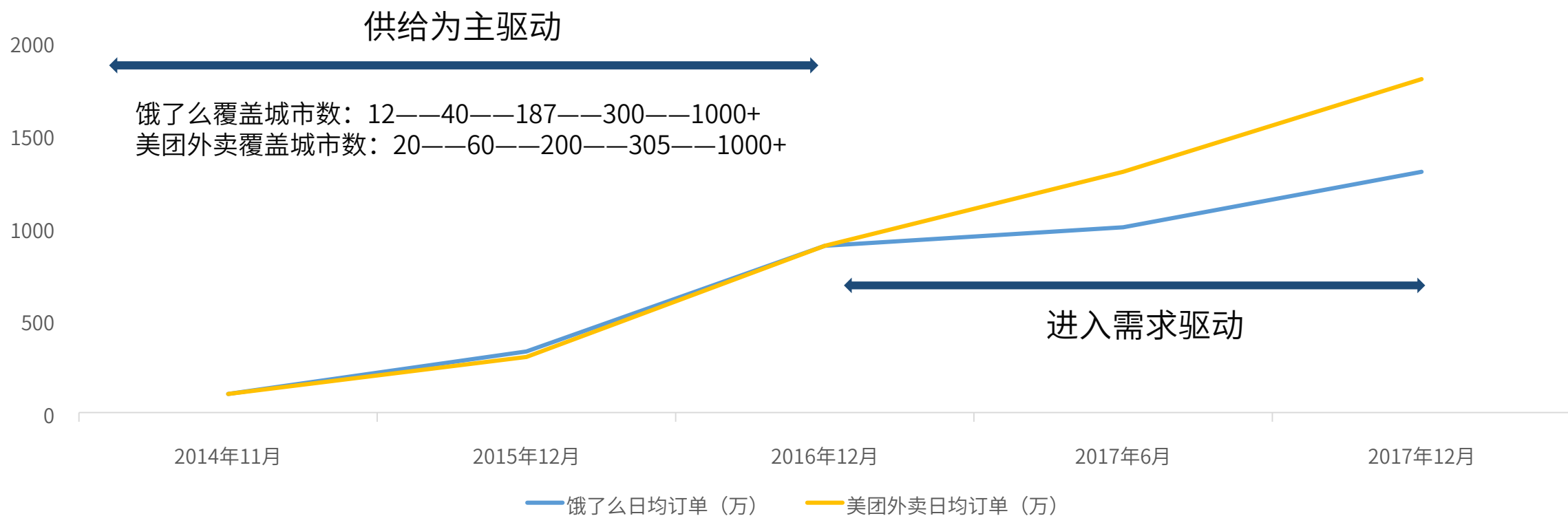


1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

1.3.1 核心要素：从粗放式增长到精细化运营

- 2014年到2016年的高速扩张期，早期行业的发展由供给驱动，美团与饿了么在覆盖城市数上紧咬对手。
- 2017年开始进入到比拼流量与运营的时代，美团利用团购与微信入口优势逐渐拉开差距。

图表：2014-2017年饿了么与美团外卖日均订单情况（部分为估算值）



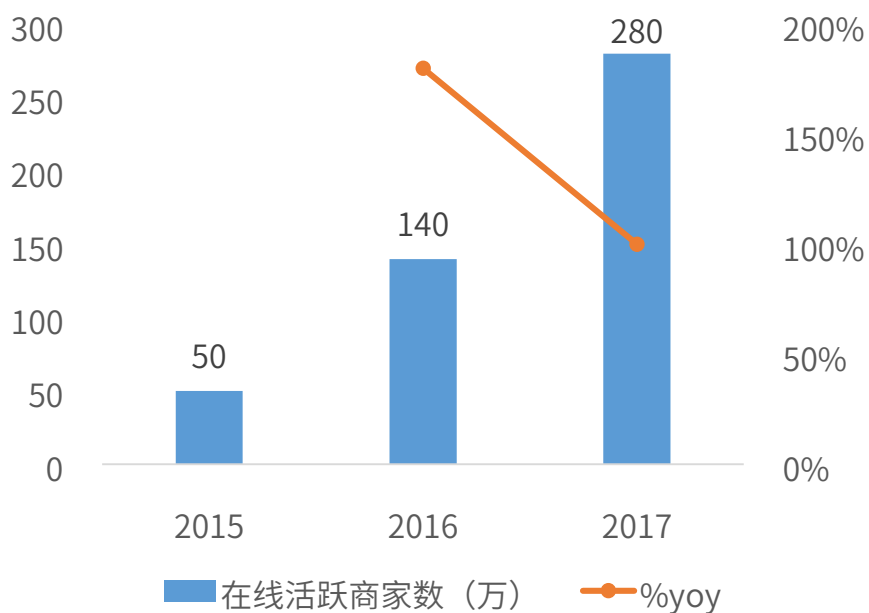
资料来源：创业邦，商业价值（北京），百家号，东吴证券研究所

1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

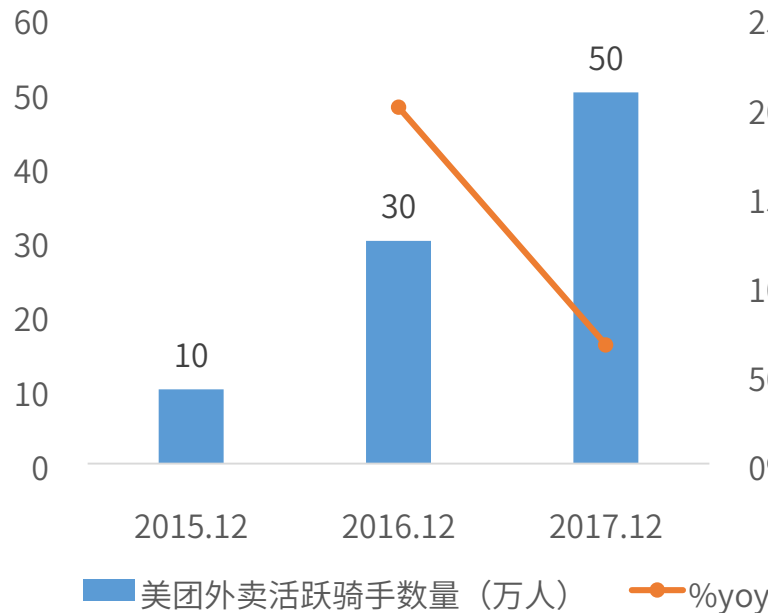
1.3.2 供给端：商家数与运力匹配式增长

- 截至2017年底，美团平台接入外卖商家数超过280万家，覆盖城镇数量达到2500个。
- 运力的提升体现在日均活跃骑手数的增长与平均配送时长的下降，2017年4季度，美团日活骑手数量达到53万，平均配送时长下降至28分钟。
- 供给端：经历了2014~2016年的快速扩张，美团外卖城镇数量与商家数快速增长，且通过骑手数量的保证以及智能调度系统的优化，供给端已基本满足用户需求。

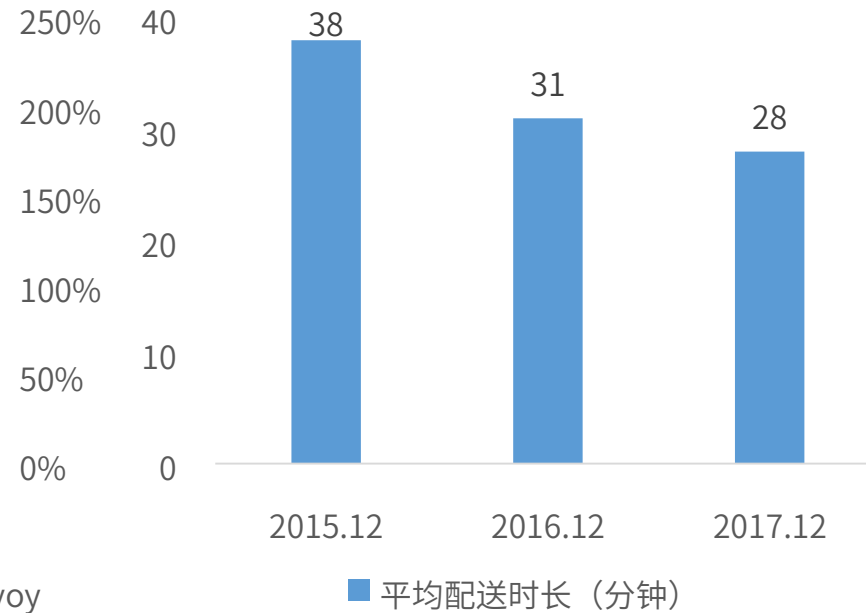
图表：2015-2017美团外卖在线商家数与同比增速



图表：2015-2017美团外卖日活骑手数与同比增速



图表：2015-2017美团外卖平均配送时长



1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

1.3.3 供给端：新领域的扩张为一大趋势，便利店、连锁咖啡接入外卖平台

- 2018年8月2日，星巴克与阿里巴巴达成战略合作，加入饿了么外卖配送咖啡，与盒马鲜生打造“外送星厨”。
- 2018年8月20日，《北京商报》称，北京7-11共251家门店将全面接入美团外卖，上线SKU达1000多种。
- 连锁咖啡、连锁便利店接入外卖平台有助于进一步加强供给，但预计对外卖大盘影响相对较小，我们判断行业增速进入需求驱动的阶段。

图表： 外卖平台向新领域扩张历史及趋势

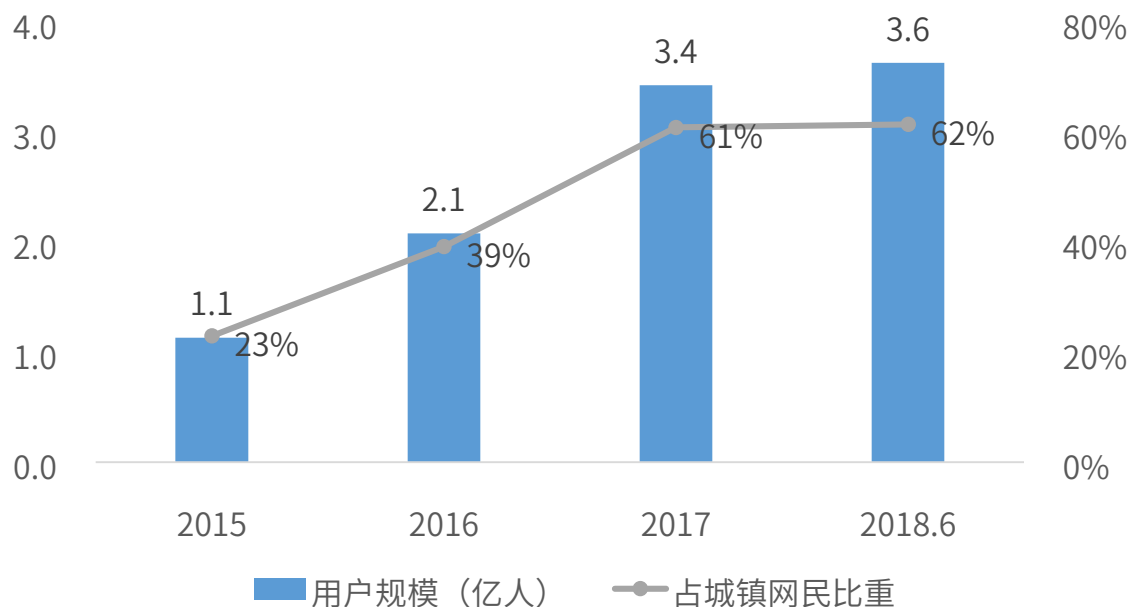


1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

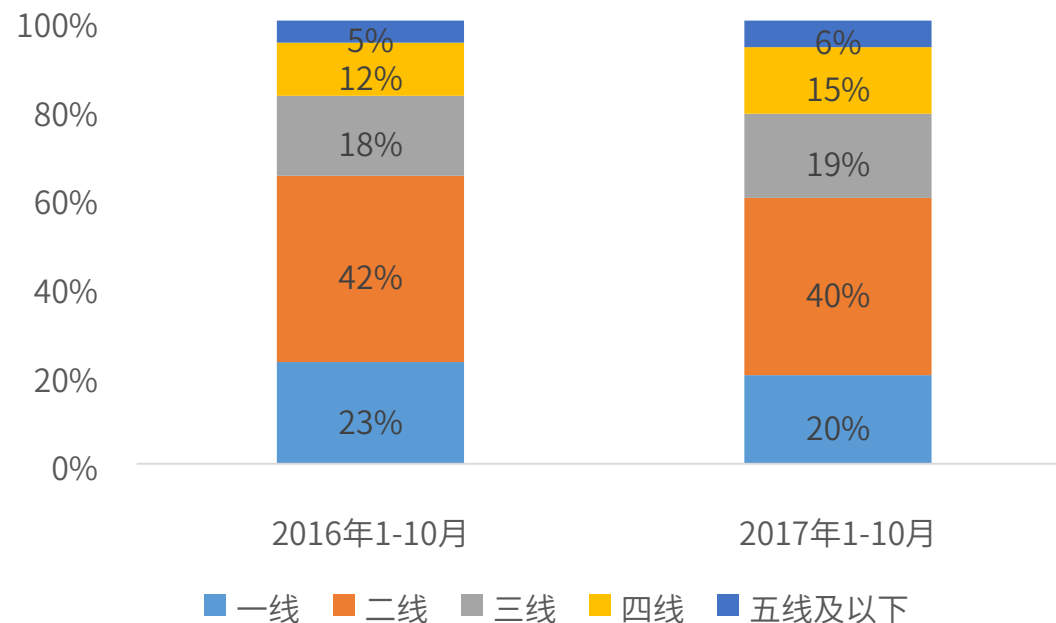
1.3.4 需求端：用户数可能已越过早期大众阶段，城镇渗透率超过62%

- 2018年6月，外卖用户规模相比2017年底仅增长6%，我们认为用户数的增长可能已越过早期大众阶段。在城市数快速覆盖与现金补贴的攻势下，外卖用户数占城镇网民用户的比例达到62%。
- 参考美团的外卖订单分布，四线以上城市订单占比达到 94% 以上，乡村地区由于人口密度、消费方式等原因，外卖平台暂时未覆盖。因此，我们以外卖用户规模占城镇网民比重作为渗透率指标，计算得出城镇渗透率达到 62% 以上，已处于相对较高的水平，预计用户数的增长将继续放缓。

图表：2015-2018.6外卖用户规模、同比增速与占城镇网民比重



图表：2016-2017美团外卖分城市等级订单占比

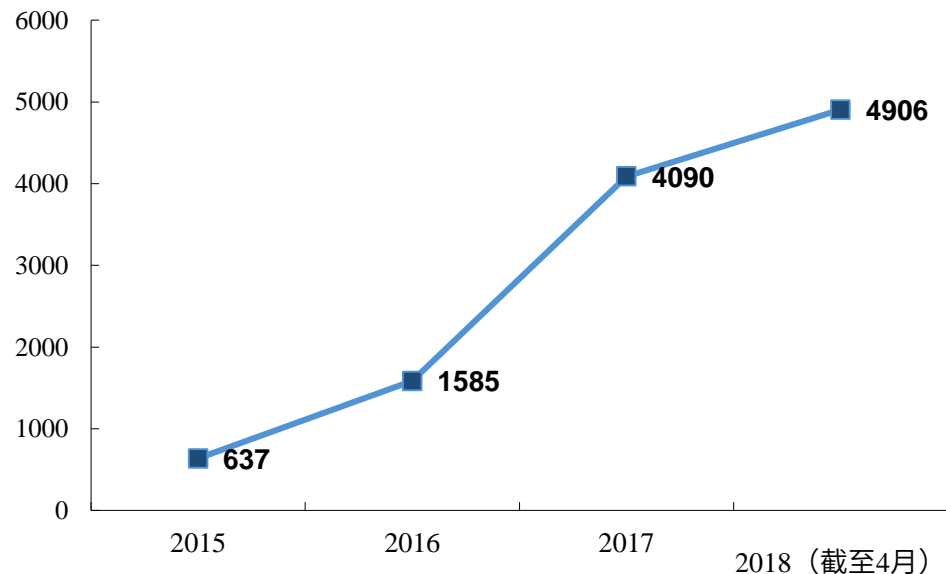


1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

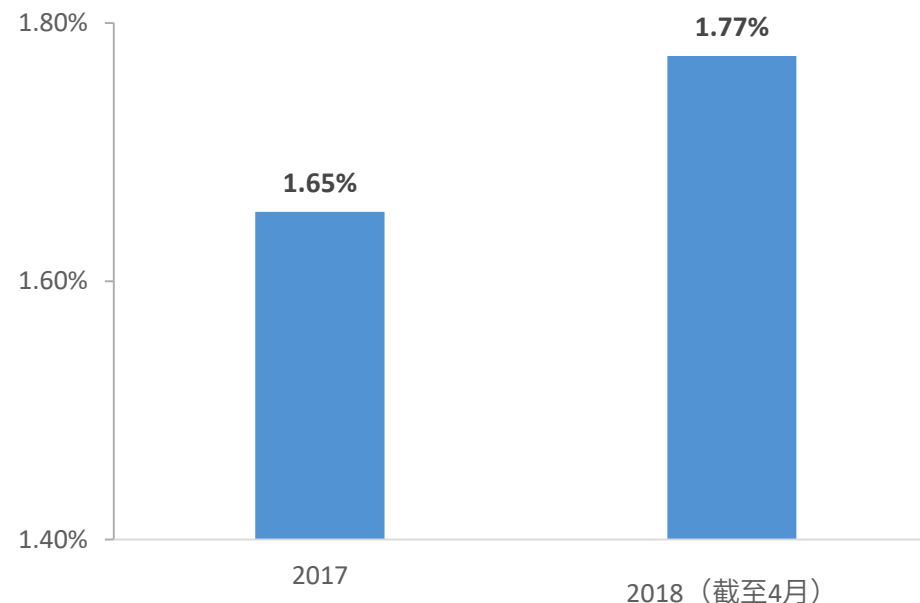
■ 1.3.5 需求端：用户习惯逐渐养成，人顿比具有较大提升空间

- 我们以每人每天3顿作为一个标准数（一个月90顿），根据美团招股书披露，17年单用户年均外卖订单量为17.9笔，人顿比仅1.65%；截至2018年4月（前12个月），单用户年均订单量19.2笔，人顿比上升至1.77%；
- 目前需求端平均单用户每月订单数仅为1.6笔，未来单交易用户人顿比的提升空间广阔。

图表：2015-2018.04外卖消费笔数（前12个月统计数据）（百万）



图表：单用户月均人顿比（%，前12个月统计数据）

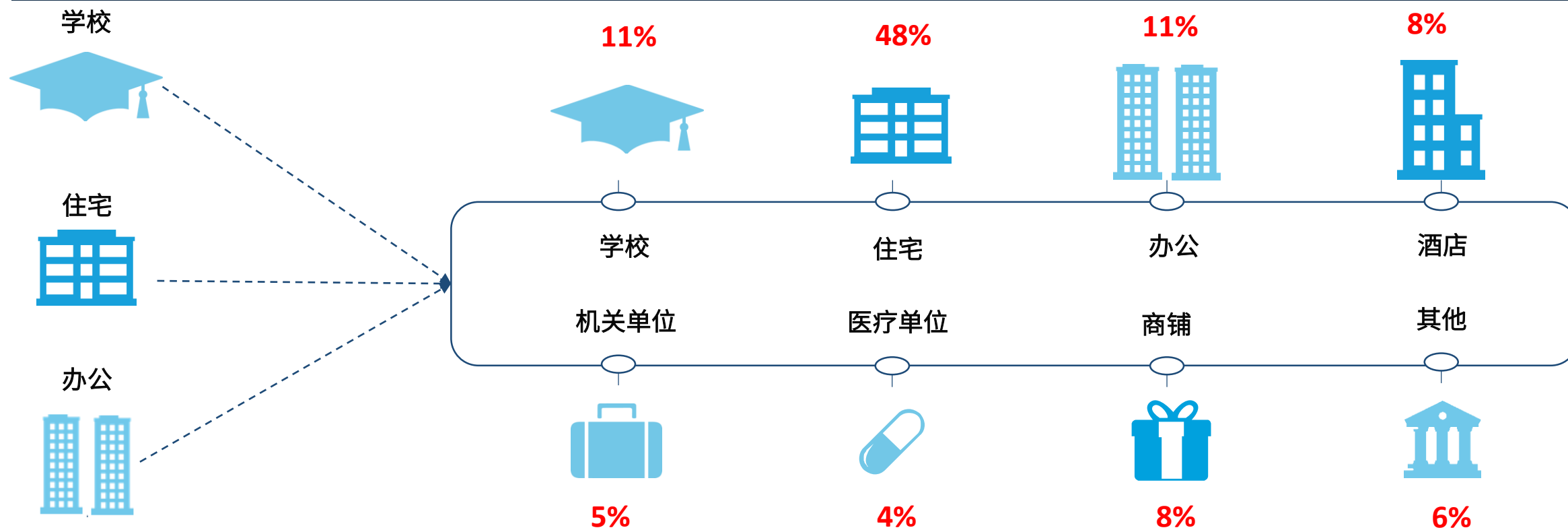


1.3 外卖行业增长：转为需求驱动，人顿比空间广阔

1.3.6 需求端：场景多元化，外卖习惯逐渐养成

2017年外卖场景的最大变化在于场景的多元化，过去集中在住宅区、办公区域与学校，2017年逐渐向酒店、商铺（KTV等）、医院等场景扩散。说明用户外卖习惯正逐渐养成。

图表：2017年外卖分场景订单分布



1.4 直营生鲜：新零售的另一个高频入口&线上补充

1.4.1 切入更重的直营生鲜，C端客场作战

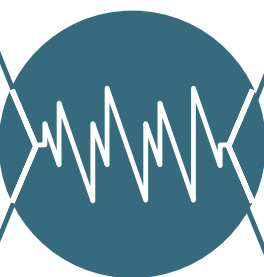
- 美团过去专注于服务商&平台商的身份，2018年5月正式推出小象生鲜，以更重的形式切入自营生鲜。对比盒马鲜生，小象生鲜目前成立时间较短，覆盖城市数量较少。



- ◆ 2018年5月推出，集生鲜食品、餐饮、电商和即时配送于一体的线上线下一体化生鲜超市。
- ◆ 店址：**北京、无锡各两家。**
- ◆ 配送：依赖美团外卖配送体系；覆盖3公里，最快30分钟送达。
- ◆ 特色：主打餐饮，利用美团点评大数据优势，实现区域菜系差异化和精准化，推出自有品牌“象大厨”；选址下沉社区。



- ◆ 2016年1月推出，集生鲜超市、餐饮、电商和物流于一体的线上线下一体化生鲜超市。
- ◆ 店址：上海、北京、深圳、杭州、苏州、南京、成都、广州、西安、武汉、福州、宁波、贵阳**共69家。**
- ◆ 配送：自建配送体系；覆盖3公里，最快30分钟内送达；免费配送。
- ◆ 结算：仅支持盒马鲜生APP内支付宝结算。



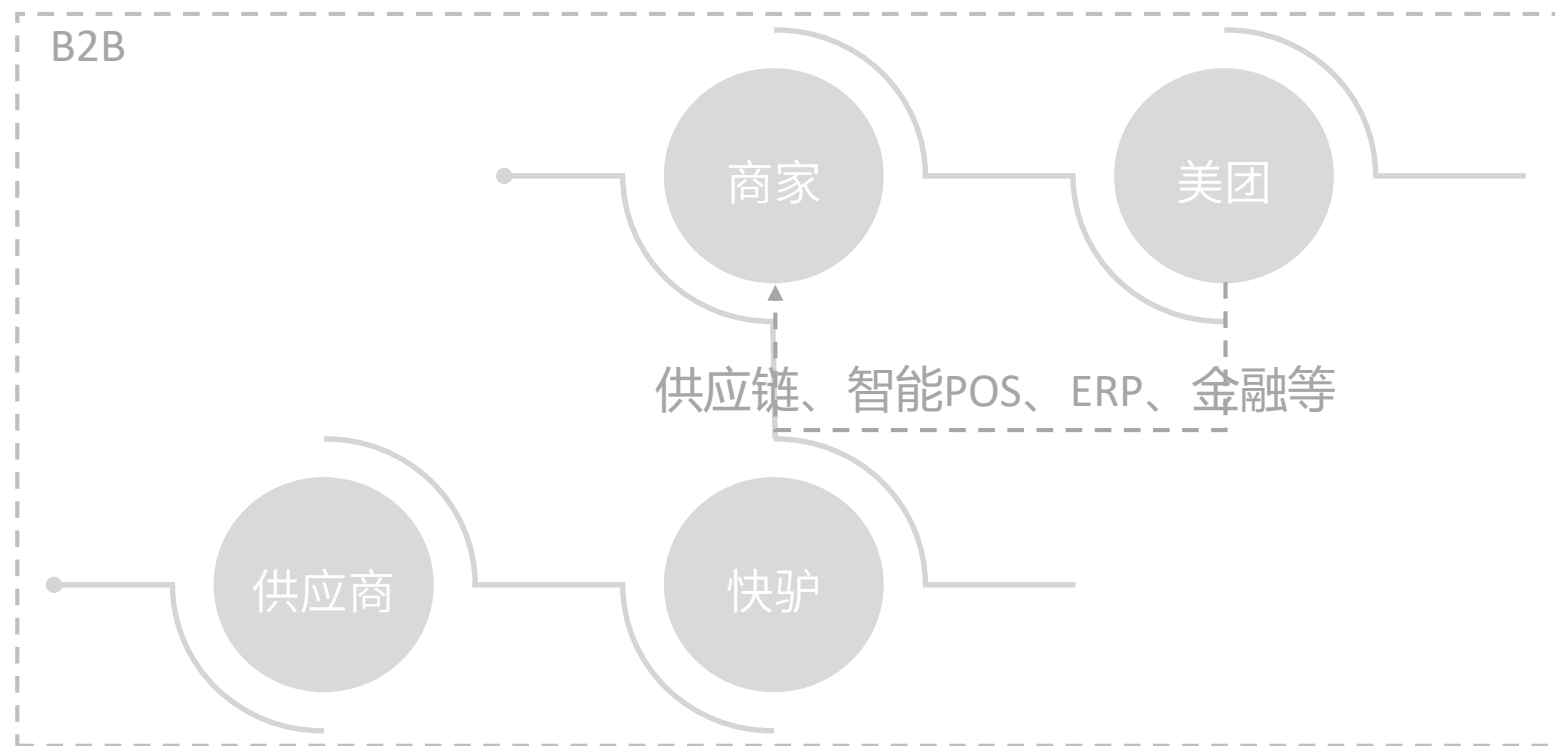
1.4 直营生鲜：新零售的另一个高频入口&线上补充

■ 1.4.2 新业态超市模式：新零售业态，效率与坪效升级

- 相比大卖场、便利店、暗仓等O2O模式，新业态超市模式的具有多项优势，线上线下结合有助于打通用户数据以及增加坪效，**预计将成为C端的另一个高频入口。**

O2O模式	特点	优势	不足
超市快送	与传统卖场合作，提供配送服务	--开放平台合作模式，管理成本更低； --传统商超商品种类齐全，用户选择多样；	--在产品质量、配送时间、订单完成情况等方面无法保证用户体验；
便利店快送	个体超市和便利店入驻平台，消费者订货后，由商家或第三方送货到家。	--开放平台合作模式，管理成本更低；	--客单价低，毛利低； --订单处理难度大，缺乏完善配送体系； --无库存管理，易出现顾客订货后无货情况； --平台难以管控个体超市，送货方面存在问题；
暗仓模式	无实体门店，将商品纳入住宅或社区仓库，依靠地推和社群宣传推广	--无实际店面，大大节省成本； --发挥终端灵活性；	--推广成本高，引流能力弱； --客单价低，毛利低；
新业态超市模式 (类盒马鲜生)	集生鲜超市、餐饮、电商和物流于一体的线上线下一体化直营超市	--门店引流+线上点单+附近区域快送； --商品直采，数量质量有保障，价格存在优势，数据指引采购； --完善的配送体系，用户购物体验好； --商品标准化，系统深度打通，易于管理； --客单价较普通零售高，毛利更高；	--管理、运营成本较其他O2O模式更高；

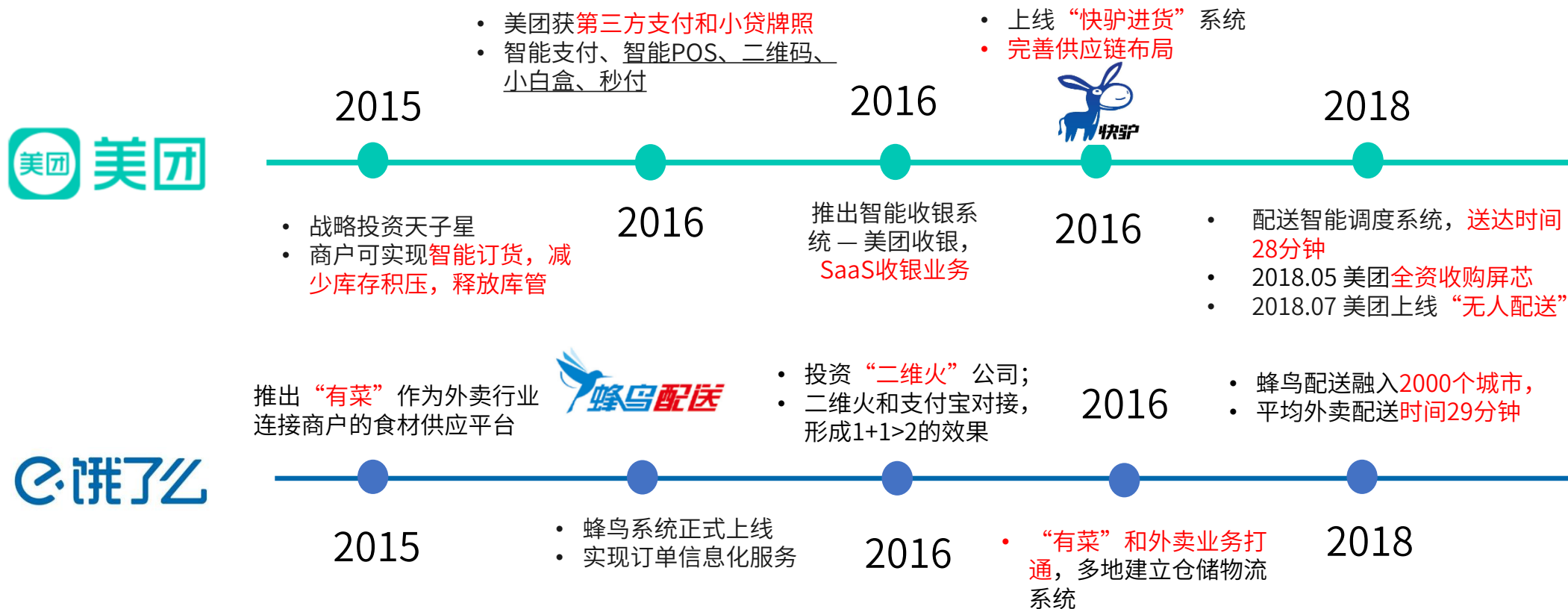
二、水下旗舰：暗流涌动，生态竞争



2.1 开启B端：竞争位面持续下沉，商家服务为新战场

2.1.1 布局多条赛道提升商家服务能力，B端成为新战场

- 餐饮B2C快速发展的同时，美团与对手饿了么从2015年开始，逐步布局餐饮B2B业务，提高服务商家的能力。其中餐饮供应链、ERP系统、智能POS、金融业务为B2B主要战场。

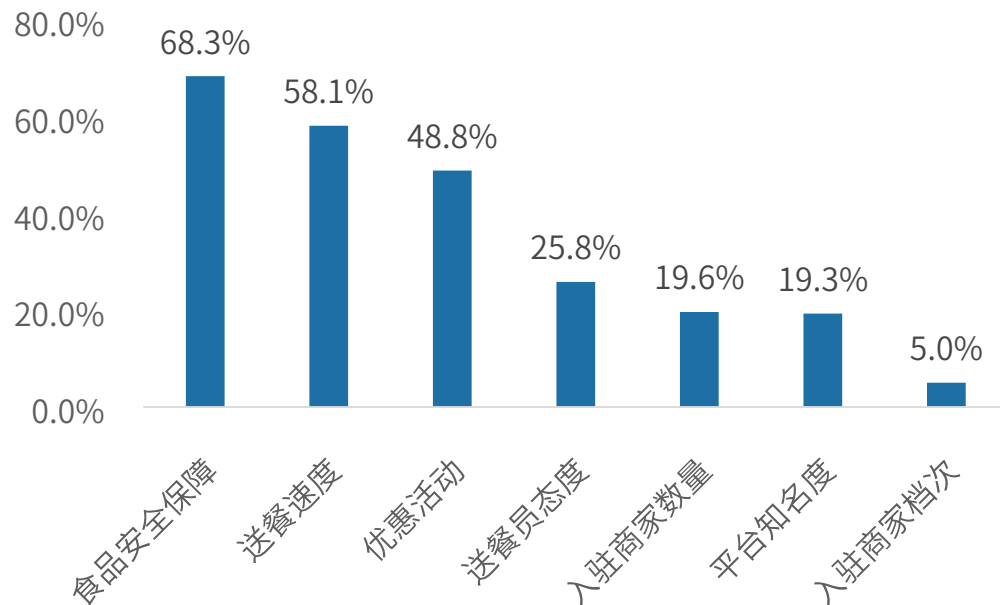


2.1 开启B端：竞争位面持续下沉，商家服务为新战场

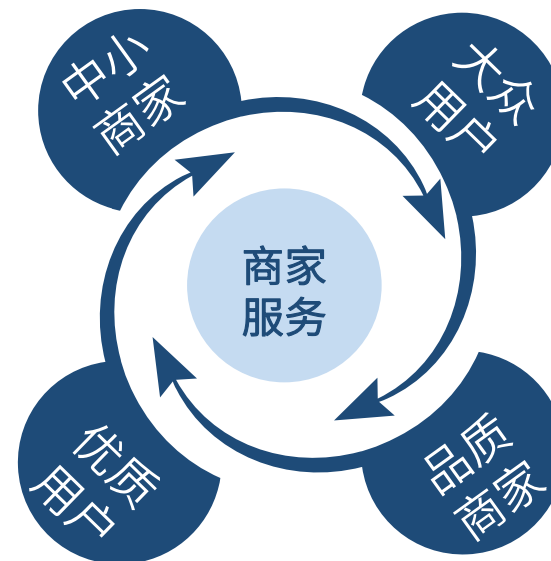
2.1.2 捆绑B端有助于提升C端粘性，中小商家潜在需求广阔

- 随着外卖习惯的逐渐培养与场景的多元化，用户对于选择外卖平台的考虑因素逐渐转移为食品安全保障等因素。优惠活动、入驻商家数量等因素的影响权重下降。
- 品质商家的进驻对于提高白领等优质外卖用户的粘性尤为重要，中小商家B2B业务可开发空间大，**餐饮供应链、智能POS、ERP、金融等业务潜在需求较大。**

图表：用户选择外卖平台考虑因素



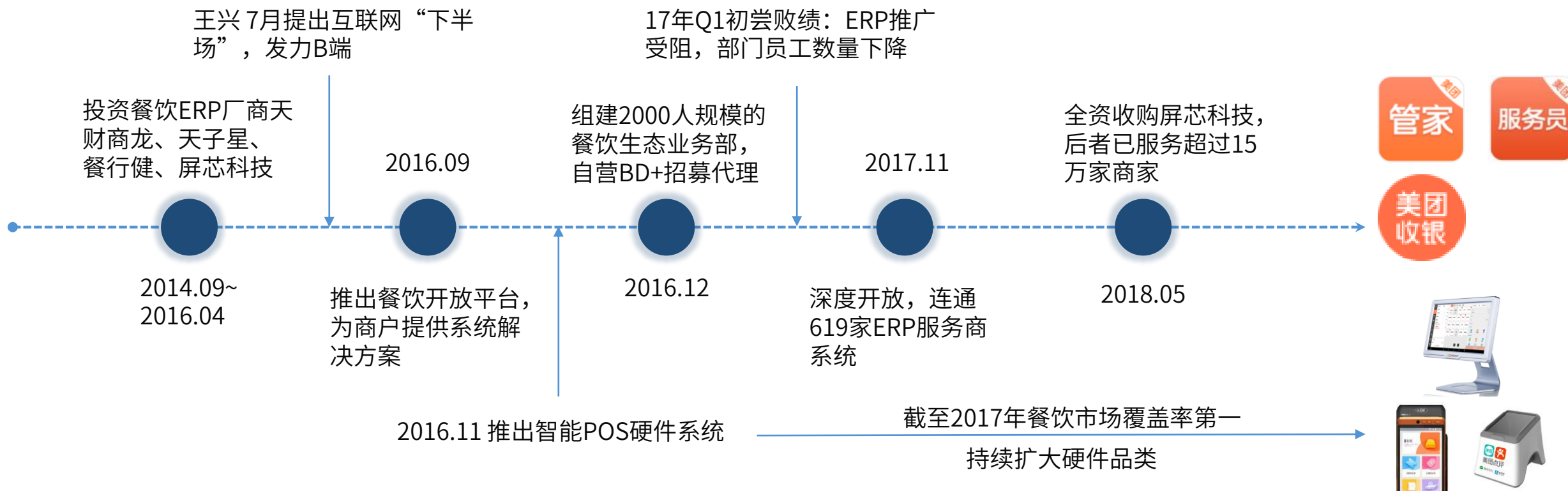
图表：美团专注提升商家服务能力



2.2 餐饮ERP：逐渐步向正轨，战略收购+硬件助力

2.2.1 战略收购+硬件助力，餐饮ERP后发先至

- 美团2014年开始战略投资ERP软件企业，2016年底组建餐饮生态业务部。
- 由于入场时间较晚，且初期产品成熟度低，前期推广尝到败绩。但随着智能POS硬件系统的普及与软件功能的持续升级，**截至2017年美团智能POS系统在餐饮市场覆盖率达到第一，带动餐饮ERP快速发展。**

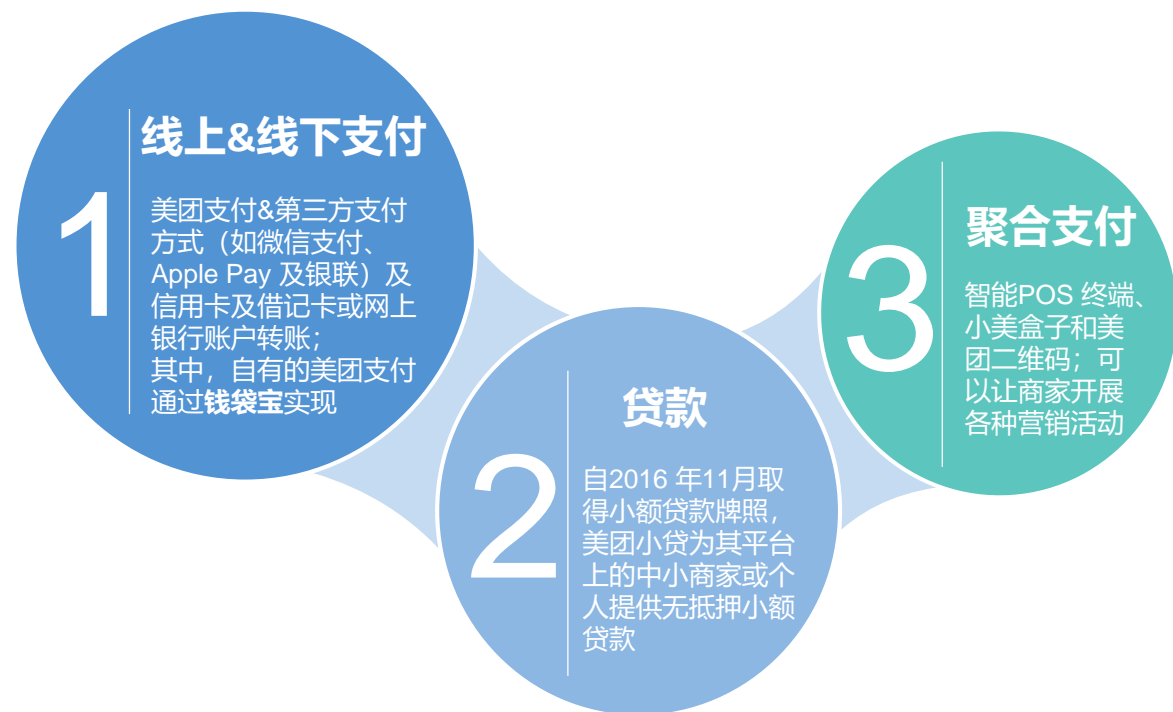


2.3 聚合支付&金融：大数据助力商家无抵押小贷

2.3.1 美团金融：线上+线下支付、聚合支付系统、贷款

- 截至2018年4月，美团向个人发放贷款7亿，商家发放贷款14亿，主要得益于中小机构融资需求提升。
- 我们认为，美团金融系统的发展主要立足于高频场景业务（外卖等），将海量用户和场景深入结合，同时，增加衍生服务变现空间。

图表：美团支付金融业务类型



图表：美团为商家提供的聚合支付系统

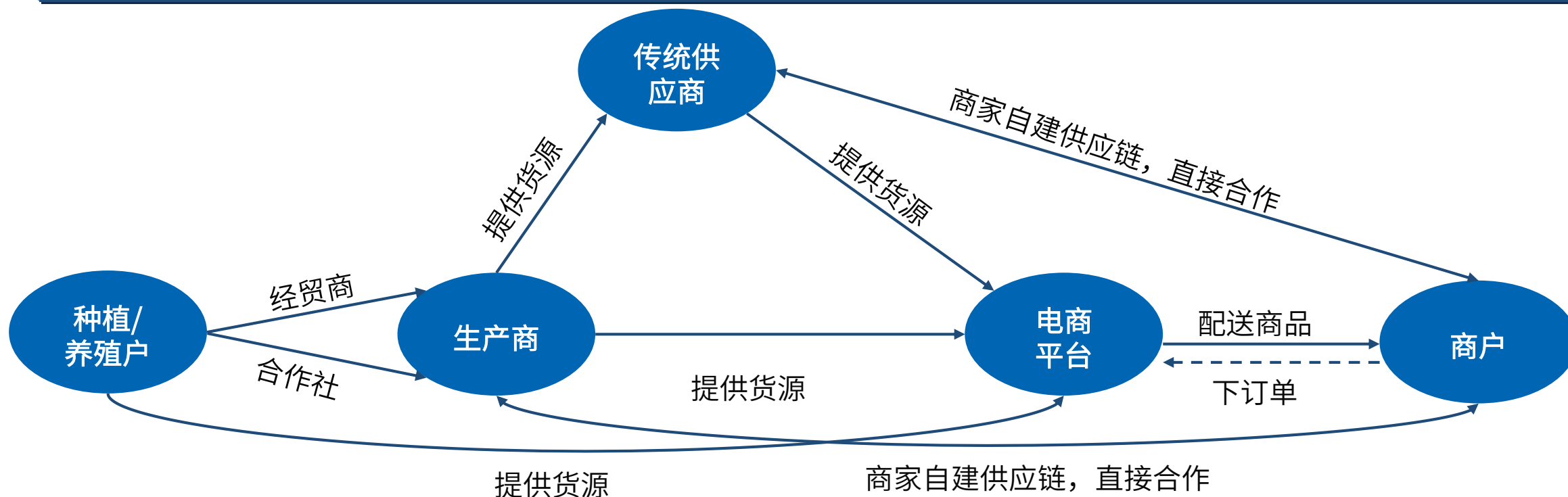


2.4 餐饮供应链：成立快驴进货，切入餐饮采购市场

■ 2.4.1 餐饮采购市场规模达万亿

- 2017年，中国餐饮行业收入接近4万亿。以30%-40%的食材成本测算，餐饮食材供应行业市场规模已高达万亿。
- 美团旗下2016年成立的快驴属于电商平台环节，2018年计划自建配送体系。

图表：餐饮食材供应链示意图



2.4 餐饮供应链：成立快驴进货，切入餐饮采购市场



--2016年上线，提供蔬菜鸡蛋、米面粮油、肉禽水产、酒水饮料、餐厨用品等品类；
--快驴目前预计覆盖40多个城市，在一线城市的单日GMV为500万左右；

特点：

--只对美团外卖平台上的商家开放；
--美团提供配送；

优势：

--背靠美团，为商户提供增值服务；
--优质平台、冷链物流优势；
--从原产地严选优质食材供应商，减少中间流通环节；



--2015年9月上线，餐厅一站式食材采购平台，提供蔬菜水果、禽蛋肉类、米面粮油、半成品等8大品类；
--2016年初，日交易额突破800万，累计合作商家超10万；

特点：

--轻模式平台，为菜场商户和购买食材的餐厅及用户提供平台；
--与饿了么打通；

问题：

--各品类下sku过少；
--平台更偏中间商的角色，在源头供应商、分拣配送上存在不足；



--2014年6月上线，主打农产品和蔬菜水果的农产品采购服务电商；
--截止2017年9月，已服务过近100万家商户，覆盖全国近50个城市；

特点：

--两头连接，连接地头到餐桌；
--重模式自采自营，自建仓储、物流、配送，深挖食品供应端；

优势：

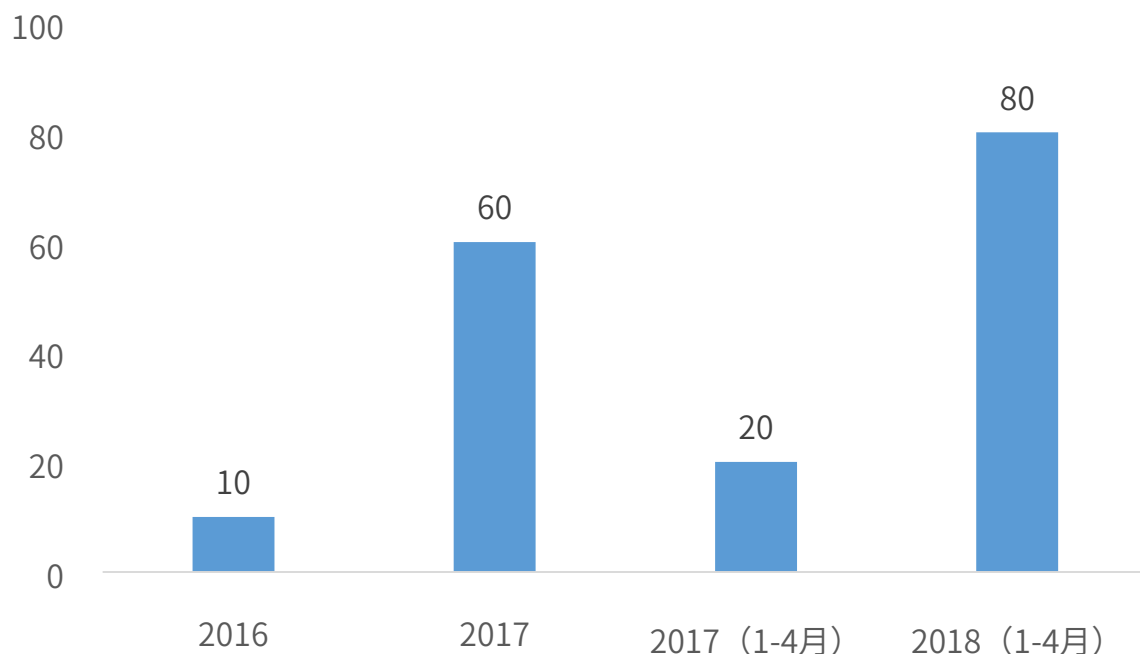
--源头直采，严格优选；
--全品类sku；
--优质模式：自建农产品贸易平台+高效供应链+打通两端；

2.5 B2B业务营收快速增长，处于早期快速发展阶段

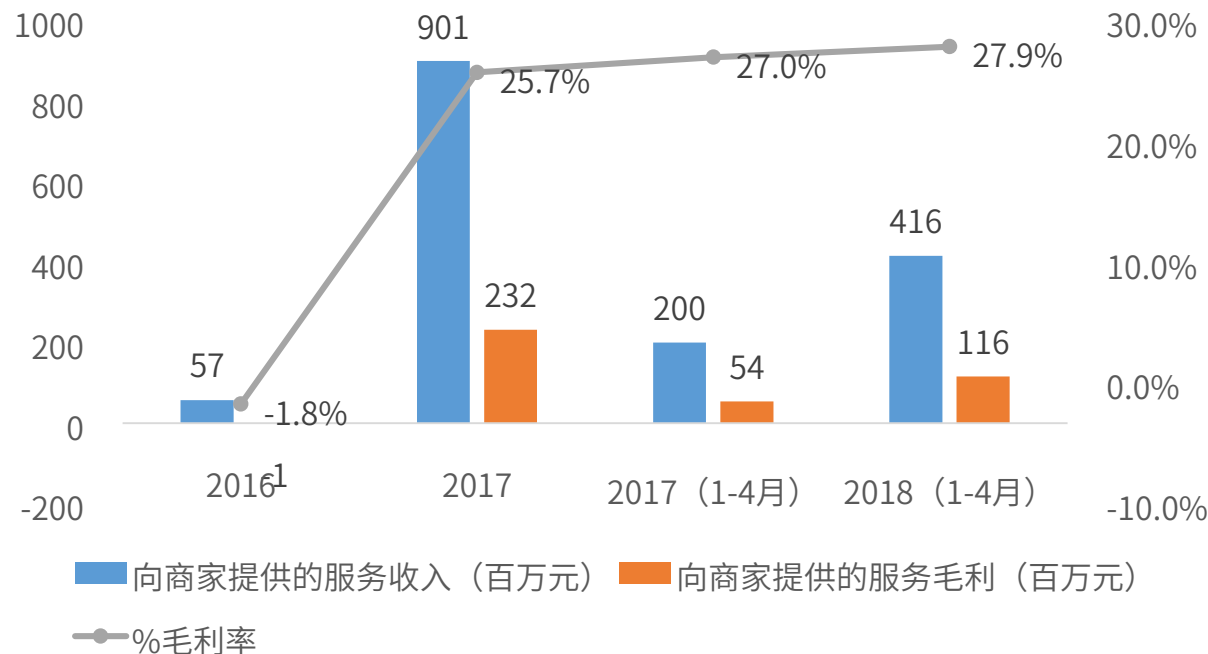
2.5.1 B2B端服务商家数与营收高增长

- 美团自2016年底大举进军B2B业务后，凭借软硬件的双打配合以及战略并购，B2B业务处于快速发展的状态。目前为**商家服务主要集中在供应链管理和云端ERP系统**。
- B2B业务营收与毛利率处于逐步提升的阶段，我们认为公司在商家BD方面具有主场优势，结合流量入口与外卖平台的导量能力，B2B业务有望维持较高的增速，后续餐饮供应链的推进值得关注。

图表：新业务期间活跃商家数量（万）



图表：B2B业务期间收入、毛利与毛利率情况



三、盈利空间：规模效应与可控成本

3.1 美团旗舰：主客场多线作战，竞争为新常态

核心能力

评价

美团
旗舰



商家BD：主场
30分钟配送：主场
线上入口：主场

行业市占率第一，规模效应逐渐体现，行业规模与格局相对成熟。



线下直营：客场
30分钟配送：主场
线上入口：主场

线上重要入口，直营模式相对更重，与美团此前基因不符，为客场作战。配送能力与线上入口能力为主场，但入场时间较晚。



供应商BD：客场
跨城配送：客场
商家BD：主场

空间较大，与外卖业务具有协同潜力，供应商BD与跨城配送为客场作战，商家BD为主场作战，不确定性较大。



软硬件能力：—
金融能力：客场
商家BD：主场

商家的软硬件服务方面相对后发，通过收购与布局逐步追赶，商家推广方面有主场优势，而金融能力处于客场。

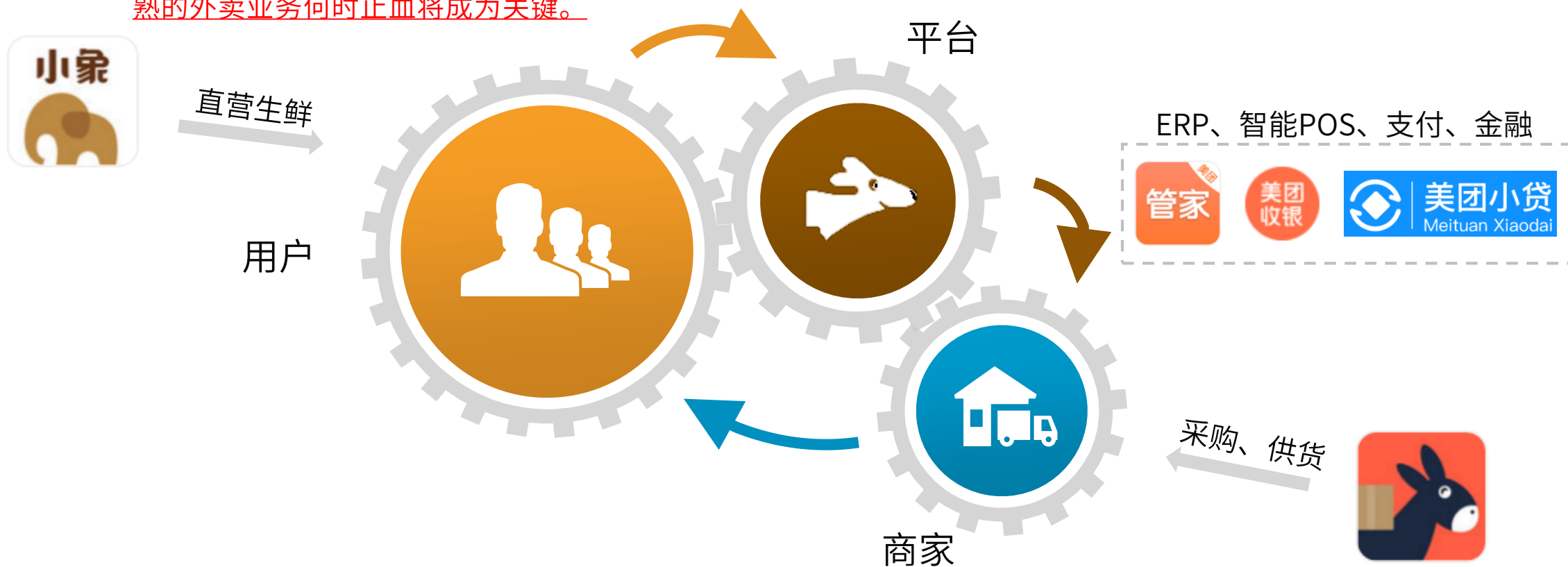


相对早期，
不确定性大

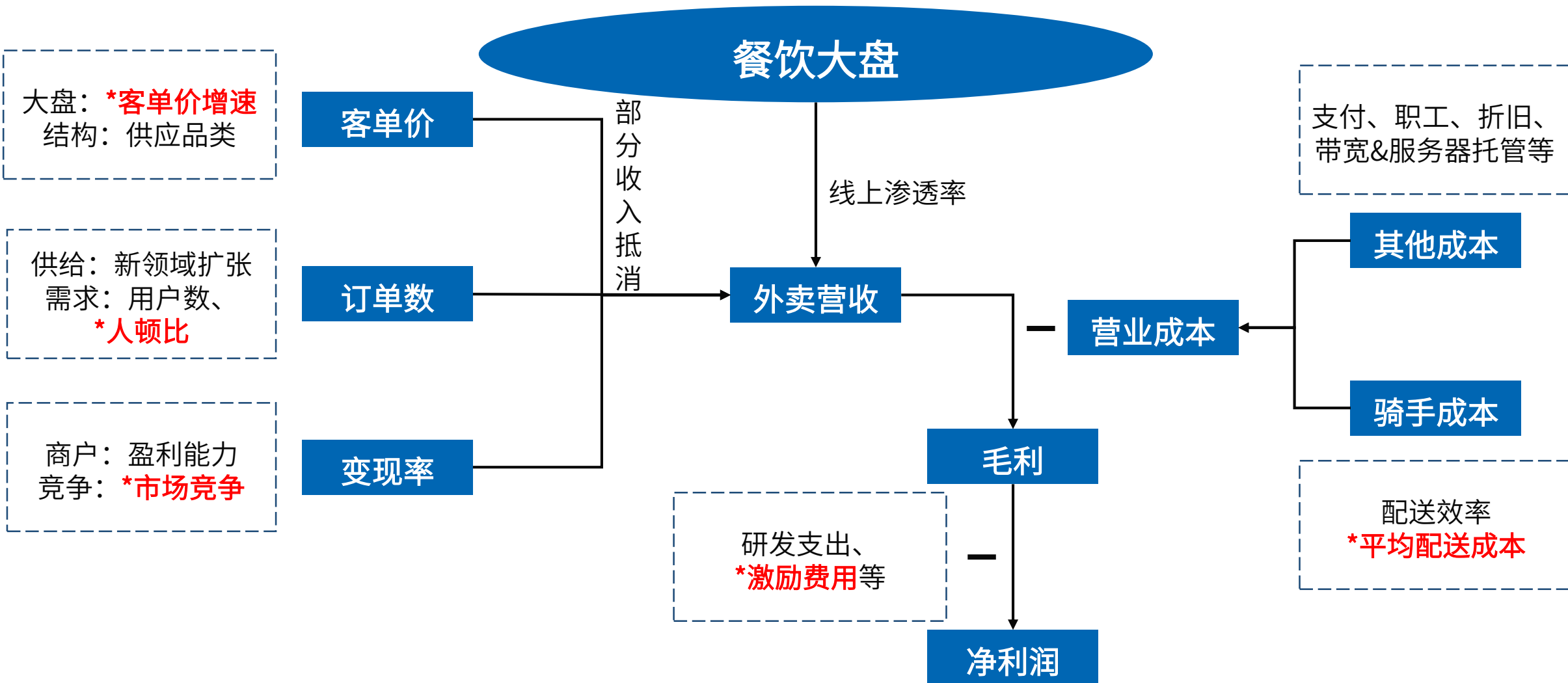
3.1 美团旗舰：主客场多线作战，竞争为新常态

3.1.1 乐观情况下的飞轮效应——锁定商家资源 & 筑造成本端安全垫

- 乐观情况下，直营生鲜与外卖业务将成为用户端的强高频入口，而B2B业务将成为绑定商家资源的关键以及应对竞争时成本端的安全垫。
- 我们认为，巨头间的相向竞争为新常态，主客场多线作战下，预计旗舰业务将维持较长时间的失血状态，相对成熟的外卖业务何时止血将成为关键。



3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析

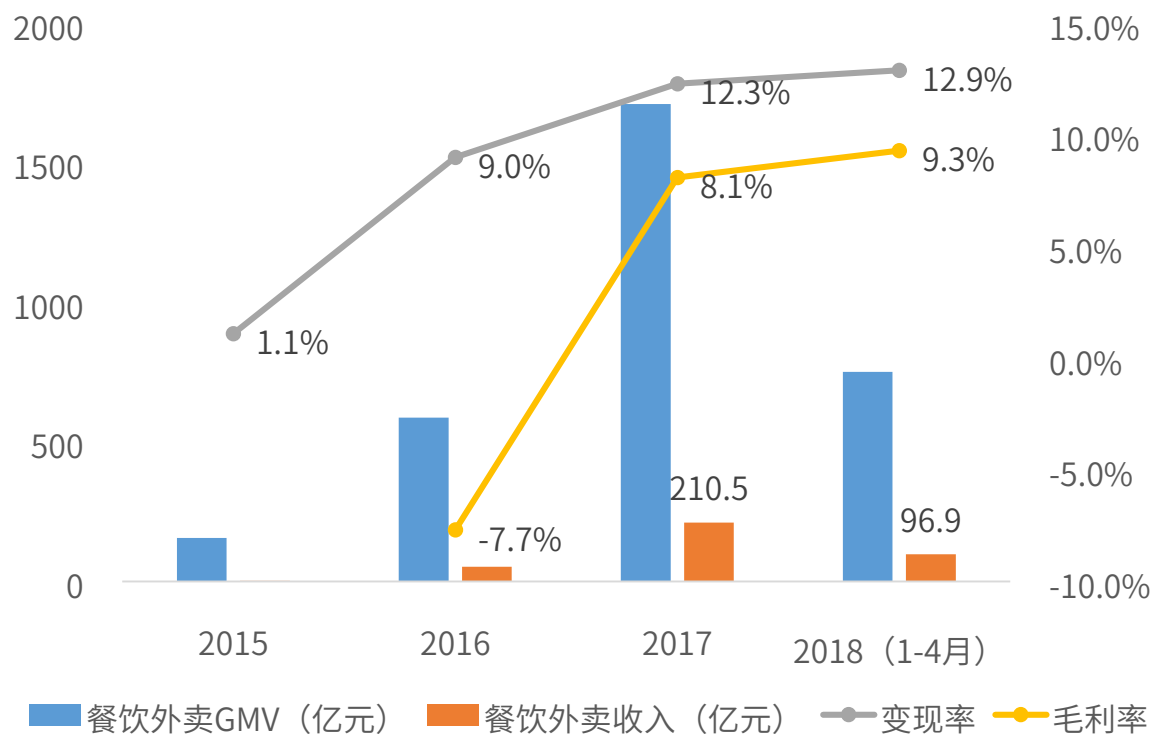


3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析

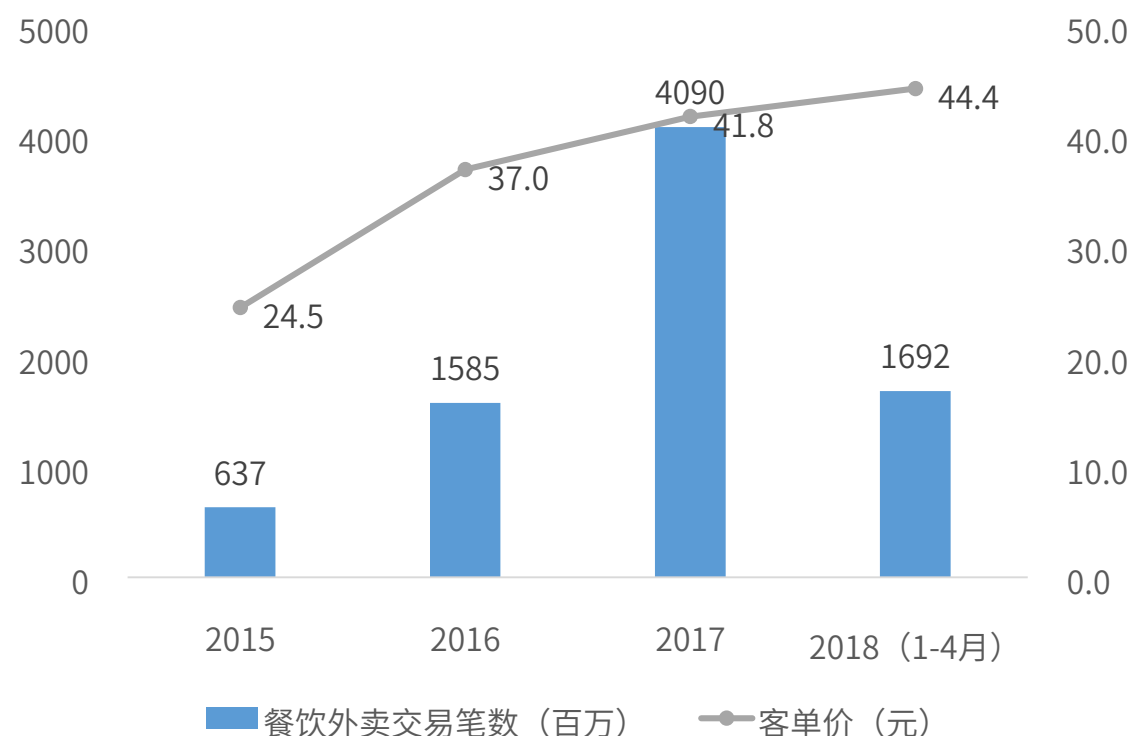
3.2.1 毛利率：受益于客单价与变现率提升，规模效应逐渐体现

- 从2015年到2018年，餐饮外卖的变现率与客单价处于持续上升的阶段，带动了餐饮毛利率的上升。
- 相比较而言，我们认为客单价的可持续提升空间较大，增速参考餐饮大盘的增长（CAGR 8~9%）。

图表：2015-2018.04美团餐饮外卖GMV、收入、变现率与毛利率情况



图表：2015-2018.04 美团餐饮外卖交易笔数与客单价情况

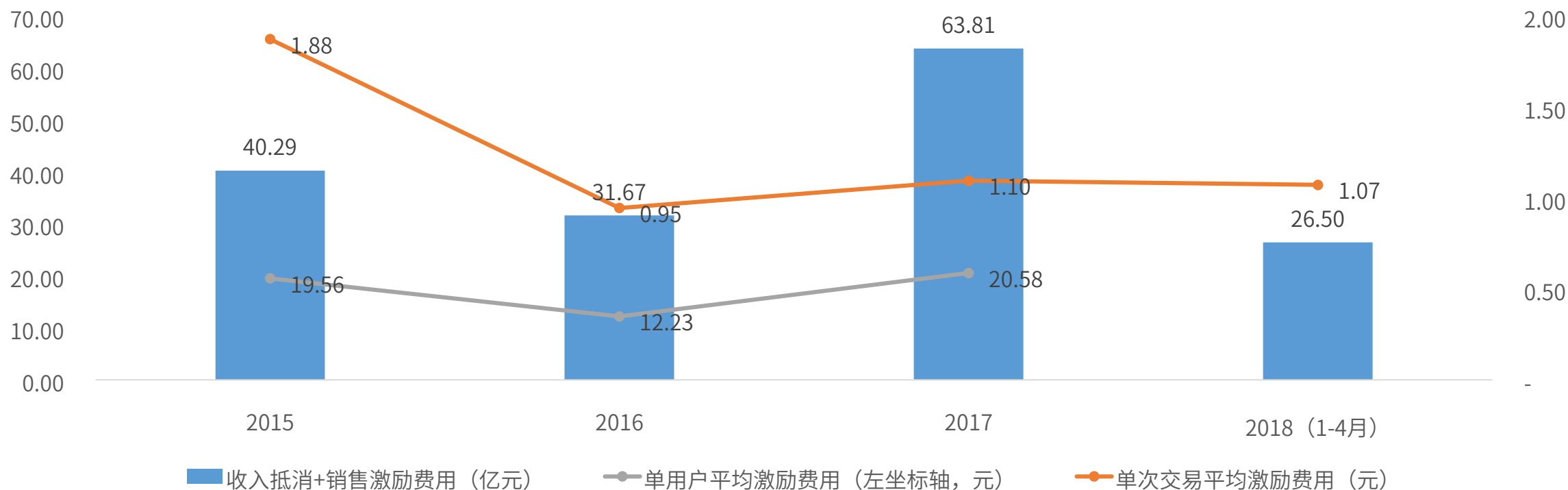


3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析

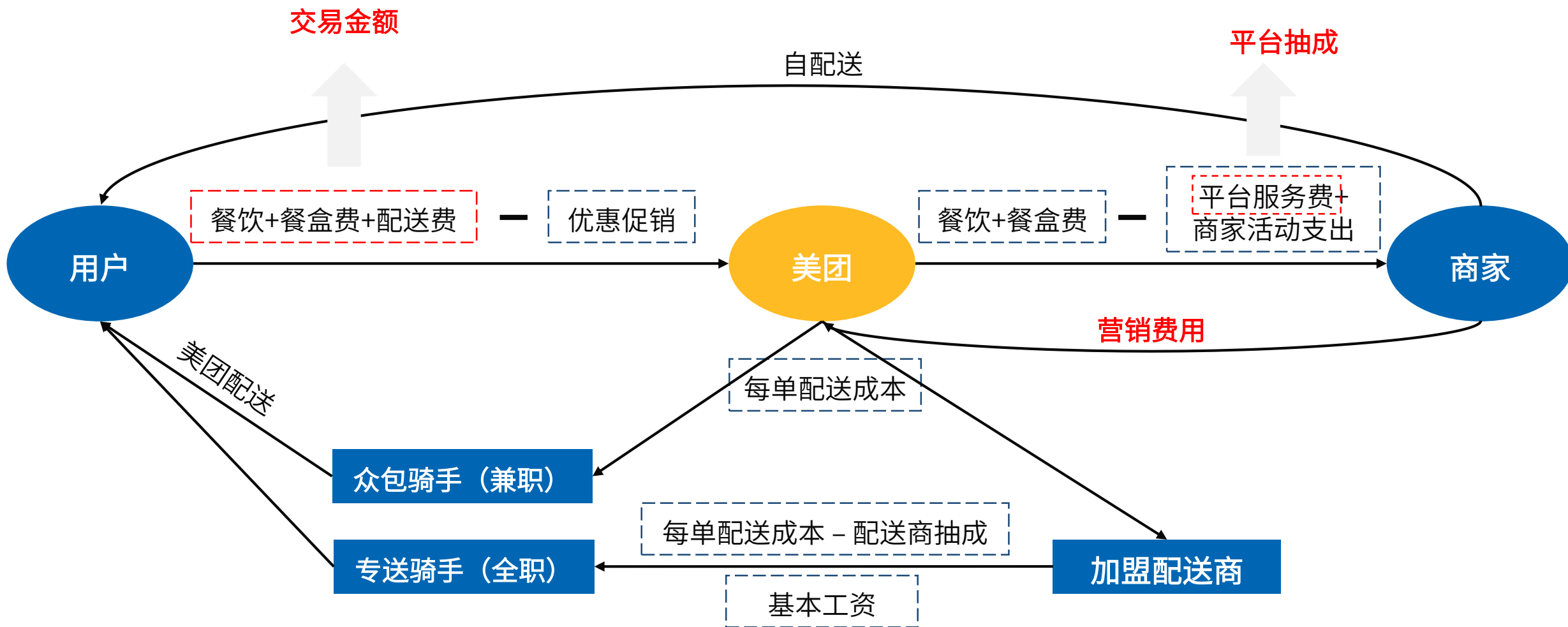
3.2.2 交易激励：单次交易平均激励费用逐渐收缩

- 2015年10月美团与大众点评合并，带动2016年交易激励费用的下降。由于2017年外卖业务的快速发展，单次交易平均激励费用有所上升。
- 从2018年前4个月的数据看，**排除打车业务的影响情况下，2018年平均交易激励费用处于下降趋势。**

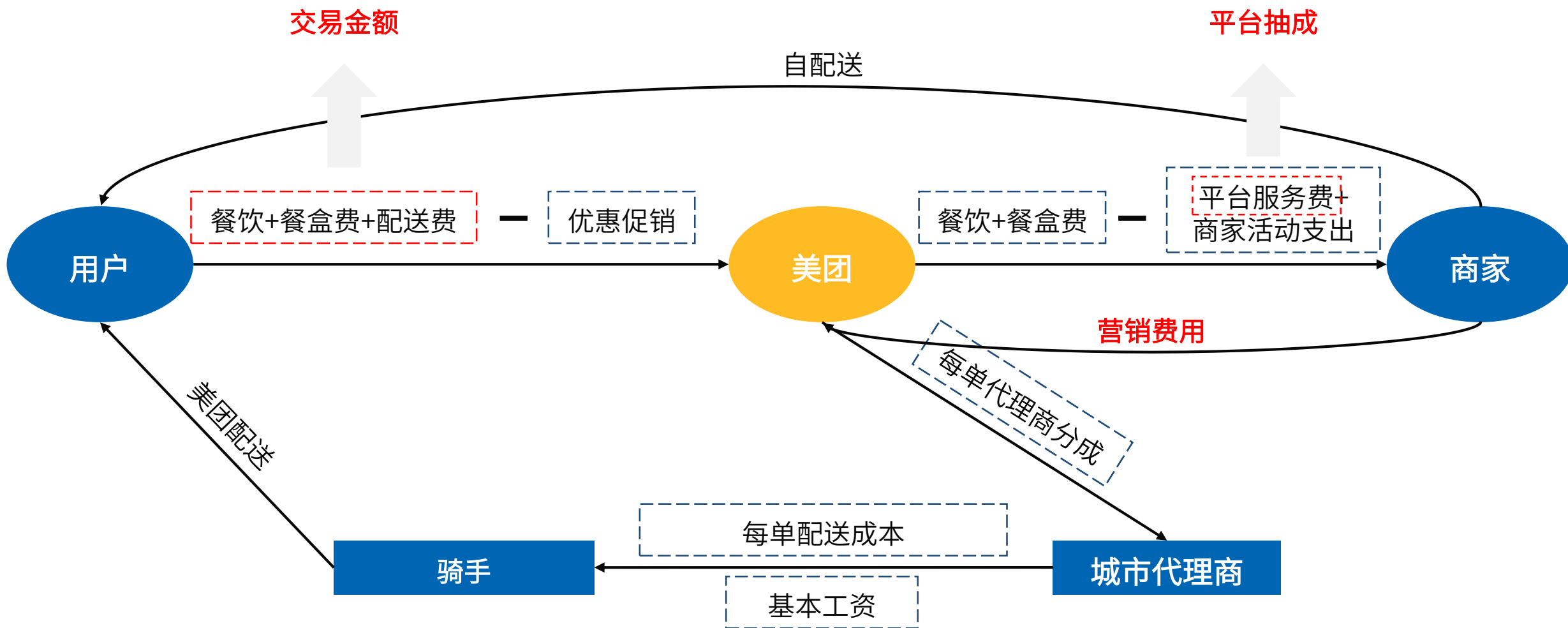
图表：2015-2018.04年美团交易激励费用、单用户平均激励费用与单次交易平均激励费用情况



3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析（直营资金链）



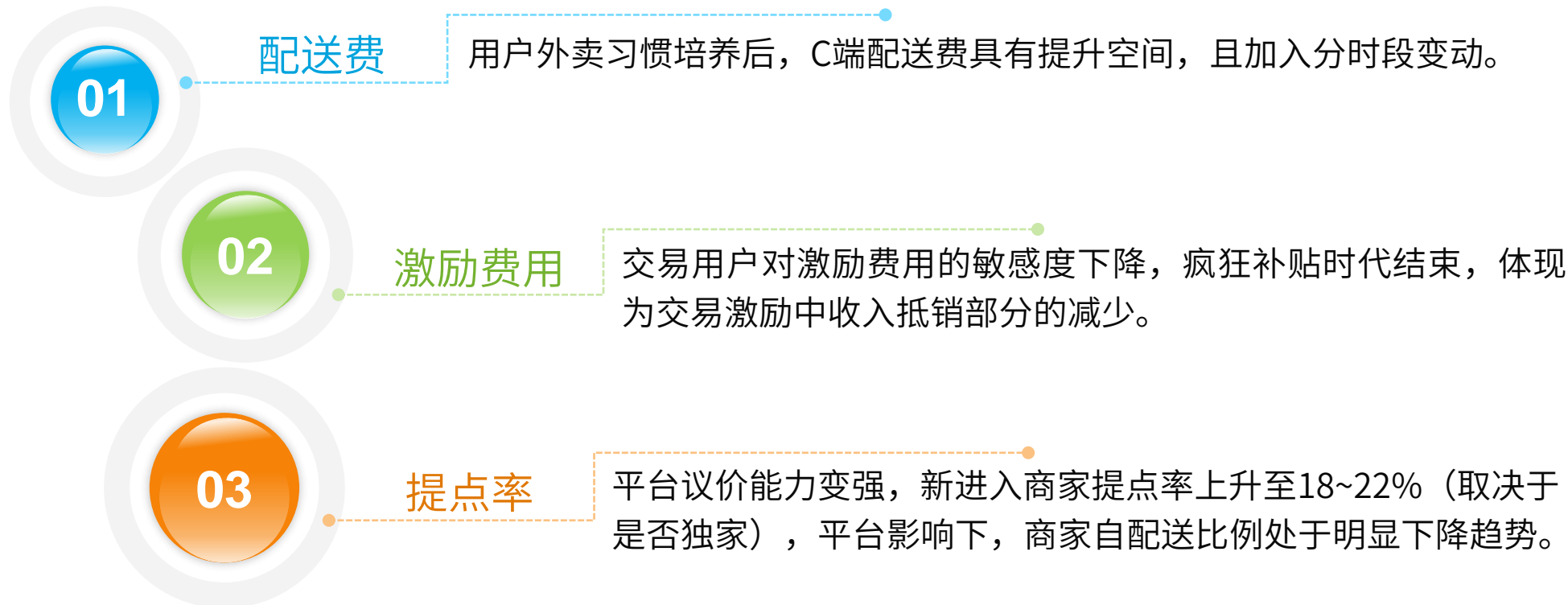
3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析（代理资金链）



3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析

■ 3.2.3 三大趋势驱动变现率提升

- 随着美团外卖覆盖城市与商家数的增多，且C端用户外卖习惯养成，平台在配送费、激励费用、商家提点率三方面展现出较强的议价能力，预计为未来变现率提升的主要驱动。



3.2 美团外卖：营收增速与变现率分析

■ 3.2.4 营收增速测算

- 外卖业务营收增速由客单价、订单量、变现率决定。我们测算中假定交易用户数受到城镇网民总数的瓶颈影响，增速放缓，单用户交易次数体现为人顿比的上升，预计从2017年的1.7%提升至2020年的2.3%。
- 每单收入的增长主要受直营占比、配送费、提点率影响，我们保守估计未来三年维持12~18%的增速。

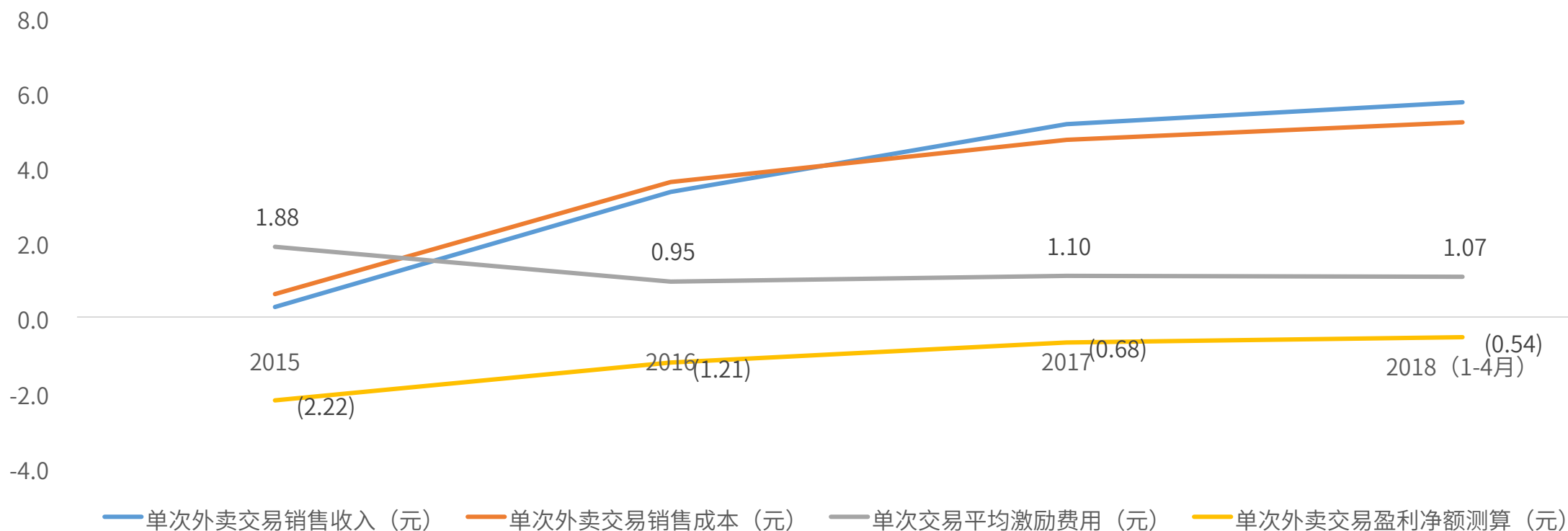
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	参考值：2018 (1-4月) 751
餐饮外卖GMV (亿元)	156	587	1711	2675	3658	4647	
%市占率测算	31.7%	46.7%	56.0%				
餐饮外卖交易笔数 (百万)	637	1585	4090	5813	7292	8578	1692
%yoy		148.8%	158.0%	42.1%	25.5%	17.6%	95.2%
交易用户数 (百万)			229	283.0	317.0	339.0	256
%yoy				23.6%	12.0%	6.9%	11.8%
adds				54.0	34.0	22.0	27.0
平均交易次数			17.9	20.5	23.0	25.3	19.8
%yoy				15%	12%	10%	11.0%
人顿比			1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	1.8%
客单价 (元)	24.5	37.0	41.8	46.0	50.2	54.2	44.4
%yoy		51.2%	13.0%	10%	9%	8%	8.8%
adds		12.5	4.8	4.2	4.1	4.0	2.6
变现率	1.1%	9.0%	12.3%	13.1%	13.6%	14.1%	12.9%
每单收入 (元)	0.3	3.3	5.1	6.0	6.8	7.6	5.7
%yoy				17.5%	13.2%	11.7%	11.8%
adds		3.1	1.8	0.9	0.8	0.8	0.6
餐饮外卖收入 (亿元)	1.7	52.8	210.5	351.4	499.2	655.9	96.9
%yoy		2978.7%	298.4%	67.0%	42.1%	31.4%	137.4%

3.3 美团外卖：止血能力与可控成本分析

■ 3.3.1 当前仍然处于失血阶段，交易激励费用为核心可控成本

- 随着规模的上升，每单餐饮外卖的毛利逐渐提升，2018年1~4月达到0.53元，呈现上升趋势。
- 交易激励费用体现为收入抵销与销售费用，为公司的核心可控成本。

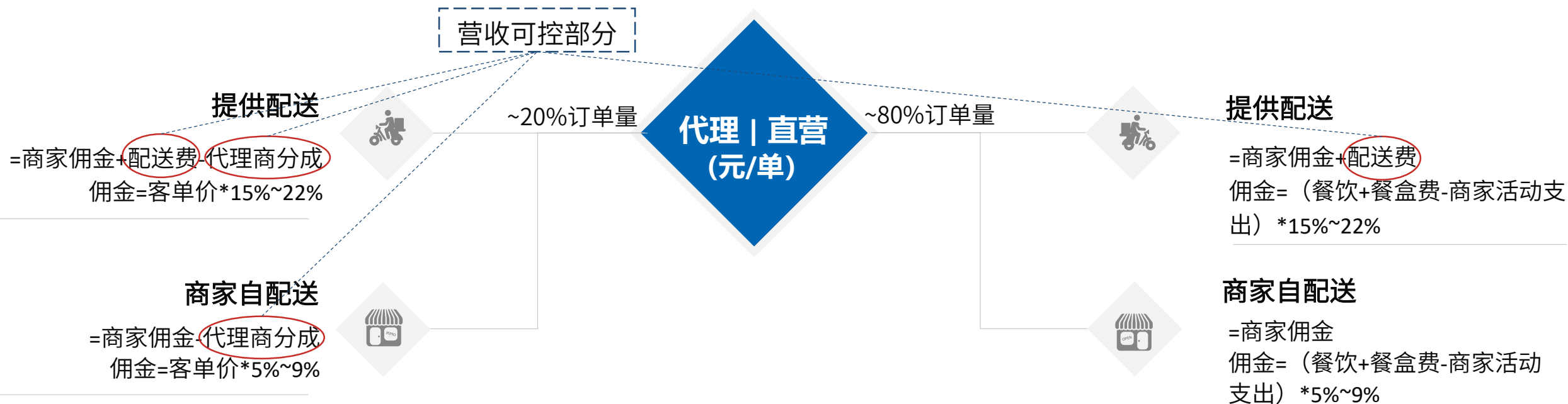
图表：2015-2018.04年美团单次餐饮外卖交易销售收入、成本、单次交易平均激励费用与盈利净额测算



3.3 美团外卖：止血能力与可控成本分析

3.3.2 外卖营收：代理城市增速较快，配送费与代理商分成为可控部分

- 随着三四五线城市的逐步下沉，代理城市订单量增长超过直营城市，预计20%左右来自于代理城市。
- 外卖营收的可控部分主要为用户端的配送费以及代理商的分成。初期阶段给予代理商较大的优惠力度，随着代理商进入盈利阶段，逐渐削减优惠力度，代理商每单可控成本部分预计为2~3元。

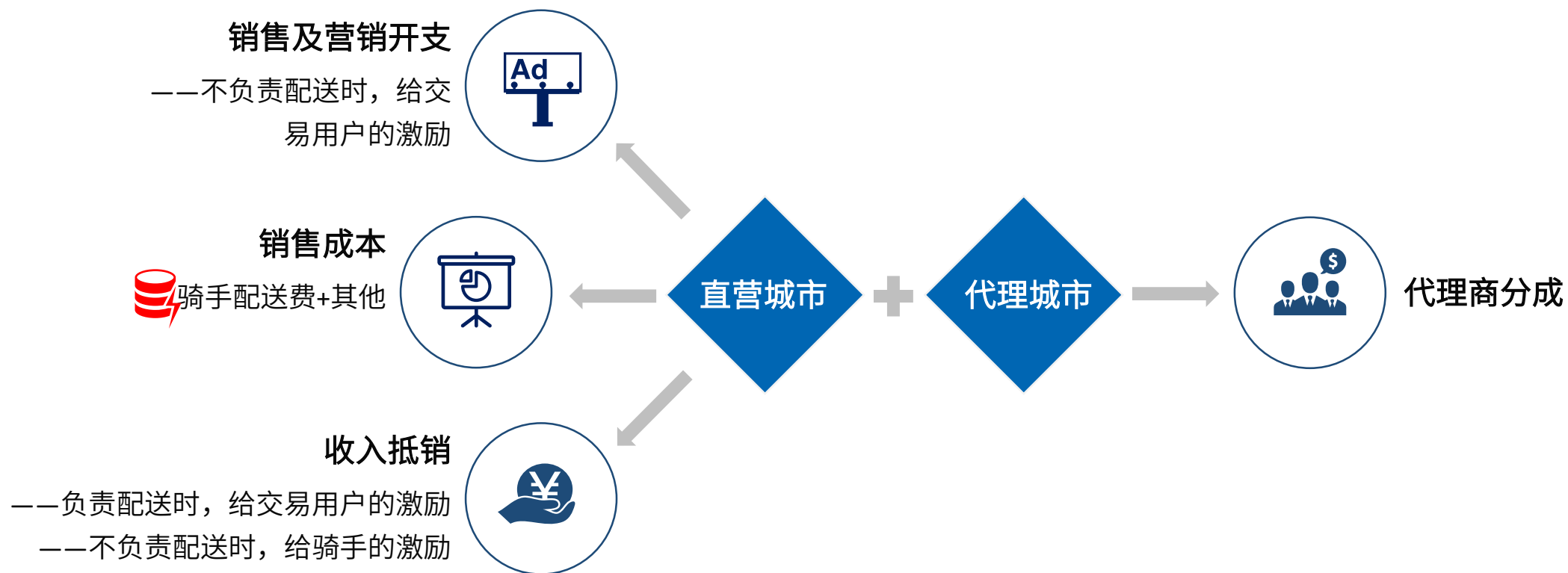


注：部分城市设置最低平台服务费，例：服务费/单不满5元，按5元计； 直营城市佣金中商家实际收入剔除平台优惠补贴

3.3 美团外卖：止血能力与可控成本分析

■ 3.3.3 外卖成本：交易激励为核心可控部分

- 除了代理商分成体现在营收上外，部分未盈利代理商补贴体现在销售费用上。
- 2017年和2018年1~4月，平均交易激励费用分别为1.10、1.07元（含打车业务激励）。在较为激进的后续推广假设前提下，假设外卖业务总交易激励费用每年维持10~17%的增长，预计2018~2020年平均交易激励费用分别降至0.9、0.8、0.75元。



3.3 美团外卖：止血能力与可控成本分析

■ 3.3.4 每单盈利能力测算

- 我们假设骑手成本维持7~12%的增速，其他成本在订单数快速增长下维持一定的下降幅度。结合营收与成本端的分析，保守估计下我们测算得出2018~2020年每单盈利净额分别为-0.21、0.31、0.78元。
- 结合此前预计交易笔数，2018~2020年分别贡献毛利 39.85、80.62、130.86亿元，贡献盈利净额 -12.47、22.28、66.53亿元，中性测算下预计2019年实现盈利。

单位：元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2018 (1-4月)
每单收入	0.27	3.33	5.15	6.05	6.85	7.65	5.73
每单成本	0.61	3.60	4.73	5.36	5.74	6.12	5.19
骑手成本	0.43	3.24	4.48	5.00	5.40	5.80	4.83
其他成本	0.18	0.36	0.25	0.36	0.34	0.32	0.36
每单毛利	-0.34	-0.27	0.42	0.69	1.11	1.53	0.53
每单激励费用	1.88	0.95	1.10	0.9	0.8	0.75	1.07
每单盈利净额	-2.22	-1.21	-0.68	-0.21	0.31	0.78	-0.54

- **平台价格战加剧风险：** 外卖平台同业竞争风险加大，在获客和商家合作方面竞争激烈，平台对于用户或骑手补贴加大，盈利测算中未充分考虑竞争的影响，可能对未来业绩释放造成不利影响。
- **多行业竞争风险：** 公司业务范围覆盖广泛（外卖、到店、酒旅等），涉及众多行业，竞争对手众多，行业竞争格局不稳定，新技术、新模式及新对手的出现都有可能改变市场竞争格局。
- **政策监管风险：** 对于外卖平台管理要求提升，对于商家食品标准等监管问题有可能影响公司业务发展；同时，公司金融支付、贷款等业务同样具有政策风险。
- **业务整合发展低于预期：** 公司目前处于成长期，大规模探索和发展各类相关业务，（金融支付、生鲜、打车出行等），业务整合发展进度可能低于预期。
- **公司财务风险：** 目前公司尚处于亏损阶段，在多项业务同步扩张的同时，公司需要投入大量资金，现金流面临较大的压力，存在资金不足的风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本腾讯”）的客户使用。本腾讯不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本腾讯不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的腾讯所发行的证券并进行交易，还可能为这些腾讯提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本腾讯分析师认为可靠且已公开的信息，本腾讯力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本腾讯可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本腾讯所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

腾讯投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

腾讯网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园