

# 深度分析——生鲜电商战事升级，路向何方 叮咚买菜VS每日优鲜VS社区团购

本文作者：



**吴劲草**  
东吴零售&教育  
首席证券分析师  
S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn



**阳靖**  
东吴零售&教育  
研究助理  
yangjing@dwzq.com.cn

2021年6月25日

- 叮咚买菜规模更大，在疫情期间规模反超每日优鲜。**前置仓模式在2015年由每日优鲜首创，此后叮咚买菜持续发力，在19Q4收入反超每日优鲜，并在20Q1借助疫情拉开差距。21Q1，叮咚买菜收入同比+46%，每日优鲜收入同比-9%，**二者的规模差距还在不断扩大。**
- 前置仓双雄的亏损或仍将持续一段时间。**尽管前置仓在疫情期间亏损一度收窄，但居民生活回归正常后亏损又有所扩大。21Q1，叮咚买菜/每日优鲜净利润率分别为-36.4%/-39.9%。而反映单笔订单盈利情况的履约毛利率（毛利率-履约费用率）分别为-20.1%/-16.4%，前置仓距盈亏平衡仍存在距离。
- 叮咚买菜履约费用率大幅高于每日优鲜，主要由客单价不同所致。**对比2020各项费用率，除履约费用率高10pct之外，叮咚买菜其他费用率均低于每日优鲜，而毛利率差异不大。我们测算2020年二者的每单履约费用均约为20元，但客单价分别为66元/95元，因此在履约费用率上出现较大差距。客单价的不同或与一系列平台决策有关，反映平台心智。
- 连续亏损下，前置仓行业未来或需不断寻求融资。**21Q1，叮咚买菜/每日优鲜的净亏损率分别为36.4%/39.9%；(期末在手现金+短期投资)÷季度经营性现金流出的结果分别为5、3左右。前置仓行业若无法从根本上改善经营亏损，未来或需不断寻求融资。

相关标的：叮咚买菜、每日优鲜等。

风险提示：亏损情况恶化，融资和扩张不及预期，质量问题等。

|               | 叮咚买菜                  | 每日优鲜                    |
|---------------|-----------------------|-------------------------|
| 2020年GMV      | 130亿元                 | 76亿元                    |
| 2020年订单数      | 2.0亿单                 | 约0.8亿单 <sup>3</sup>     |
| 21Q1用户数       | 月交易用户690万             | 年度有效用户790万 <sup>2</sup> |
| 21Q1人均订单      | 约3.4单/月 <sup>1</sup>  | 约0.7单/月 <sup>4</sup>    |
| 21Q1平均客单价     | 约61.7元/单 <sup>1</sup> | 89.6元/单 <sup>2</sup>    |
| 21Q1进入城市数     | 29个                   | 16个                     |
| 21Q1前置仓数量     | 950个                  | 631个                    |
| 21Q1员工数量      | 3098人                 | 1429人                   |
| 21Q1骑手数量      | 1.6万人                 | 约1万人 <sup>5</sup>       |
| 2020全年/ 21Q1: |                       |                         |
| 收入 (亿元)       | 113.4 / 38.0          | 61.3 / 15.3             |
| YoY           | +192% / 46.0%         | +2.2% / -9.4%           |
| 净利润 (亿元)      | -31.8 / -13.8         | -16.5 / -6.1            |
| YoY           | -70% / -466%          | +43% / -214%            |
| 毛利率           | 19.7% / 18.9%         | 19.4% / 12.3%           |
| 履约毛利率         | -16.0% / -20.1%       | -6.3% / -16.4%          |
| 净利率           | -28.0% / -36.4%       | -26.9% / -39.9%         |
| 21Q1:         |                       |                         |
| 经营性现金流出       | 10.1亿元                | 5.9亿元                   |
| 在手现金+短期投资     | 56.1亿元                | 19.0亿元                  |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所。注1：根据招股书数据计算。注2：为年度有效用户口径，仅统计毛利为正的用戶，统计口径均为LTM。注3：根据总GMV和客单价 (average price per order) 测算。注4：根据有效用户人均订单7.9单/年推算。注5：根据前置仓数量推算。

- ❑ **前置仓是一个较重的模式。**前置仓在城区靠近社区的地点布置多个小仓库，以实现快速配送。企业需承担前置仓的建设投入，以及库存带来的种种风险。为保证商品品质，大部分生鲜产品从源头直采，这也带来了额外的管理难度。**社区团购相比之下明显更轻，管理难度、初始投资均低于前置仓。**
- ❑ **目前社区团购的市场规模大于前置仓。**前置仓的市场规模在百亿级，社区团购或已超过千亿。根据艾瑞咨询，**2020年前置仓的GMV规模为337亿元**，同比+84.2%。我们根据美团2020年12月下半月的数据推测，其日均GMV或已达到约1.5亿元，按此数据推算**2021年社区团购市场份额有望突破2000亿元。**
- ❑ **社区团购履约费用控制更优，也更接近盈利；前置仓的亏损可能仍将持续较长时间。**我们根据产业调研数据测算，社区团购在成熟地区的经营亏损可控制在GMV的10%以内，同时整体价格上仍有20-25%的优势，平台可通过适当提价实现盈利。而前置仓履约费用率明显高于社区团购，前置仓双雄21Q1经营亏损率在35%-40%之间，距盈亏平衡较远。
- ❑ **社区团购与前置仓在主要客群、品类结构等方面有所不同，可实现共存。**从客群上看，前置仓注重高质高效主打高消费群体，聚焦发达地区；社区团购主打极致性价比，在下沉市场有较好的表现。从品类上看，前置仓生鲜占比约60%，社区团购生鲜占比约1/3，**因此前置仓是“即时配送生鲜电商”，而社区团购是“次日达必需品电商”。**从SKU数量上看，前置仓SKU可达4000个以上，满足大部分日常需求；而社区团购每日SKU约1000个，仅能满足基础需求。
- ❑ **线上生鲜零售是一场持久战，前置仓和社区团购的关键变量都是订单密度和规模。**订单密度和规模提升后，社区团购和前置仓均有望大幅改善毛利率、履约费用率和销售费用率。①毛利率，大规模进货降低成本和需求预测精准度提升降低货损；②履约费用率，摊薄履约各个环节的固定成本；③销售费用率，降低在招商、引流上的投入等。
- ❑ **生鲜的线上渗透率不高，生鲜的渠道变革会是一场持久战，建议持续关注生鲜线上零售赛道。**我国生鲜零售仍以较传统的农贸市场为主，据艾瑞咨询，2020年线上生鲜渗透率不足10%，未来生鲜渠道的变革仍有较大空间。但受制于上游链路长零散的农产品供给和下游错综复杂的城市层级，未来生鲜渠道的现代化变革，或仍将持续较长时间。而生鲜作为高频刚需品类，消费者粘性高，在流量获取层面上具备战略意义，生鲜线上零售赛道值得我们的持续关注。
- ❑ **风险提示：产品质量问题，亏损情况恶化，扩张和融资不及预期等。**

生鲜前置仓双雄：

- 1. 小仓密铺提时效，叮咚买菜&每日优鲜为行业TOP 2
- 2. 财务数据：叮咚买菜规模更大，每日优鲜整体费用率低
- 3. 要单量还是要单价？深究每日优鲜&叮咚买菜履约费率之差
- 4. 经营细节：双雄侧重地域不同，核心用户粘性较高

前置仓VS社区团购：

- 5. 前置仓重，社区团购轻，后者市场规模更大
- 6. 社区团购更接近盈利，订单密度&规模为二者核心变量
- 7. 社区团购与前置仓未来是否会相互取代/整合？
- 8. 投资建议
- 9. 风险提示



VS



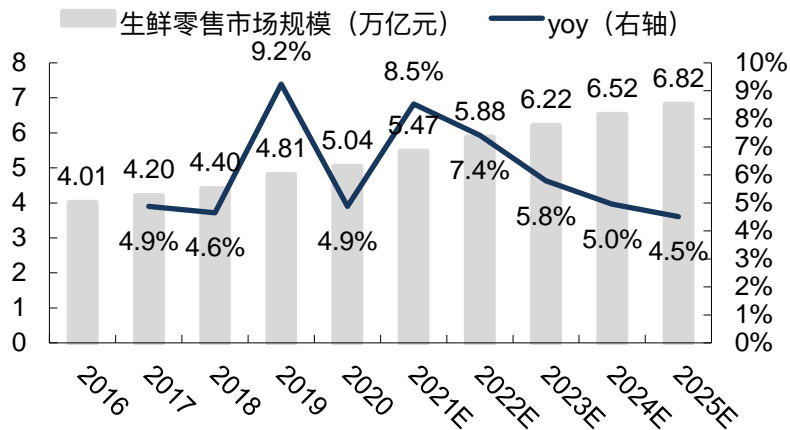
美团优选

多多买菜

.....

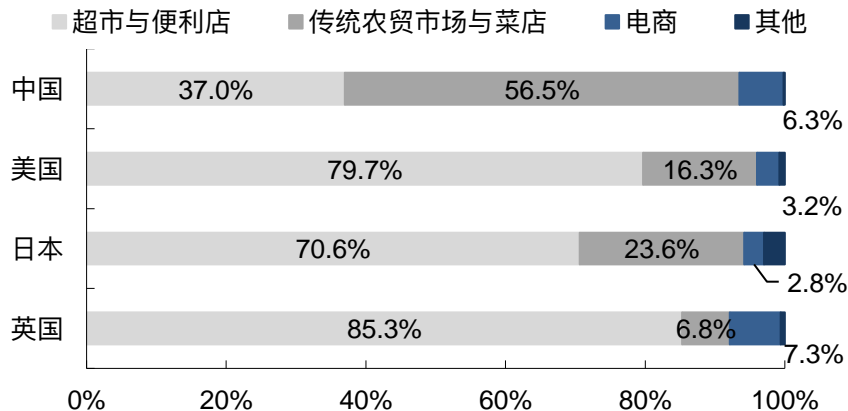
- ❑ 生鲜是一个巨大的市场，根据艾瑞咨询的数据，2020年中国生鲜市场规模已达5万亿元。
- ❑ 但如此巨大的一个市场，流通的渠道却是较为传统的农贸市场。从渠道更迭的视角来看，未来现代生鲜渠道或具备较好的发展前景。根据欧睿统计，2019年美日英等发达国家的传统渠道生鲜占比均不超过25%，但中国农贸市场渠道占比达56.5%。我国拥有深厚的互联网和电商文化，线上生鲜零售或是未来生鲜零售渠道现代化的主要方向。
- ❑ 社区团购、前置仓，是目前两个主要的线上生鲜零售业态。它们也恰恰处于线上生鲜模式矩阵的“两极”：社区团购在保证极致低价的同时，其他方面也能实现不错的体验；而前置仓在“快”和“好”的方面做到了极致，但价格较为昂贵。
- ❑ 每日优鲜、叮咚买菜是生鲜电商前置仓业态双雄。前置仓主要覆盖一二线城市，能提供较高品质的生鲜产品，并具备1小时以内的配送能力，重体验和时效性。2021年6月9日，叮咚买菜和每日优鲜两家企业于同一天递交美股的招股书，未来生鲜电商的战事或将进一步升级。
- ❑ 我们此前在《社区团购深度：硝烟进行时，品牌/平台/团长都在想什么》报告中，对社区团购的模式和影响进行了深度探讨。社区团购和前置仓有何区别？二者是否会相互取代或相互结合？本文，我们结合每日优鲜、叮咚买菜两家公司招股书的数据，对这一系列问题进行详细解答。

### 中国生鲜零售市场规模：2020年达到5万亿元



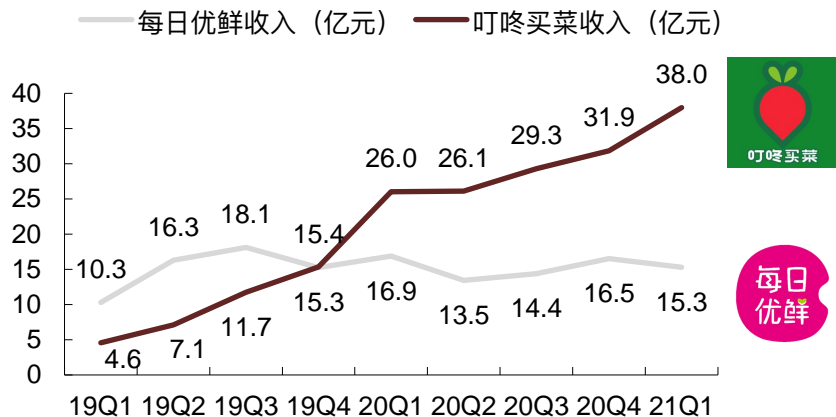
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 2019部分国家生鲜零售渠道：中国现代渠道占比低



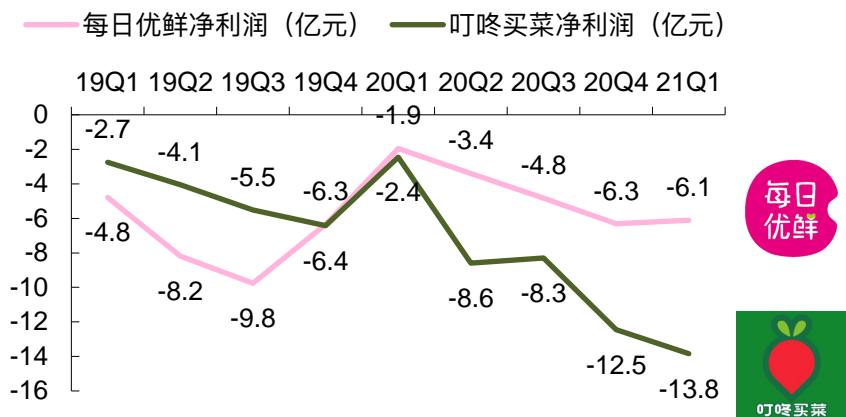
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

## 各季度收入对比：疫情后叮咚买菜拉开与每日优鲜的差距



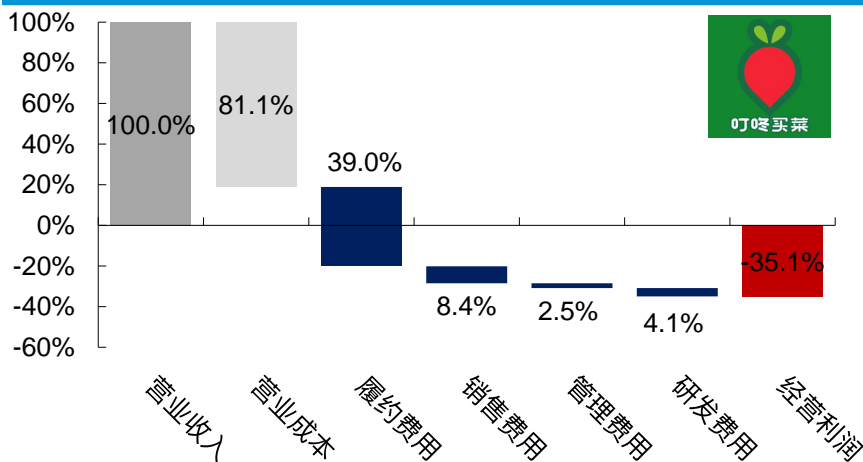
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 各季度净亏损对比：均有较大幅亏损



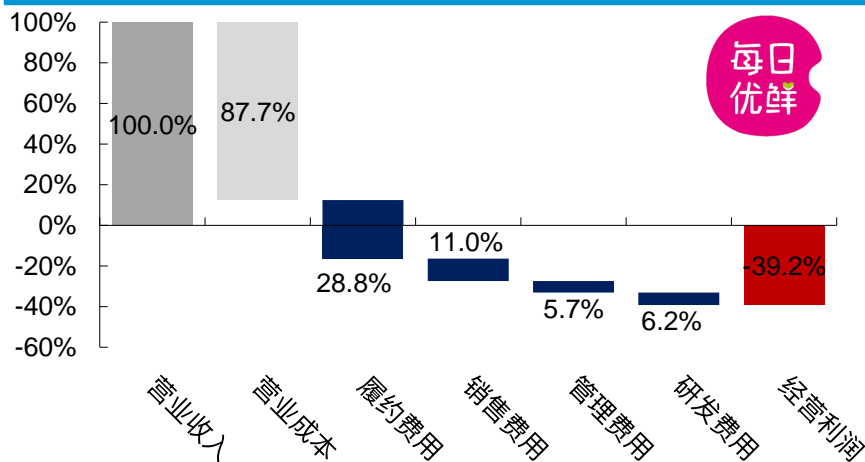
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 21Q1叮咚买菜成本费用拆分



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 21Q1每日优鲜成本费用拆分



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



2020年GMV

130亿元



21Q1  
月交易用户

690万人



21Q1  
会员用户

超150万



21Q1  
人均单量

约3.4单/月



21Q1  
客单价

约61.7元/单



2020年GMV

76亿元



21Q1 LTM  
年度有效用户

790万人



21Q1 LTM  
核心用户

约156万



21Q1 LTM 有效  
用户平均下单

约0.7单/月



21Q1 LTM  
客单价

约89.6元/单

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理测算

注1：含“约”的数字系根据招股书披露的其他经营数据计算得来，其他数字为原始披露

注2：有效用户指特定时间内实际支付金额超过所购产品采购金额的用户（正毛利用户）

注3：会员用户指订阅了叮咚买菜“绿卡会员”的用户，6月15日连续包月价格为9.9元/月

注4：核心用户指在特定时间范围内的任何一个月中下了4个以上订单的用户月交易用户指在特定时间段内有付款记录的客户，不论最后是否有发生退款



| SKU  | 上游供应链   | 区域处理中心  | 前置仓   | 骑手  |
|--|---|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ SKU超1.25万;</li> <li>✓ 其中生鲜类SKU超5700个</li> <li>✓ 超6700个日用品SKU</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 对接超过1600家供应商</li> <li>✓ 生鲜直接采购额金额占75%</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 在14个城市, 拥有40个区域处理中心</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 在29个城市拥有950个前置仓</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 1.6万个骑手</li> </ul> |



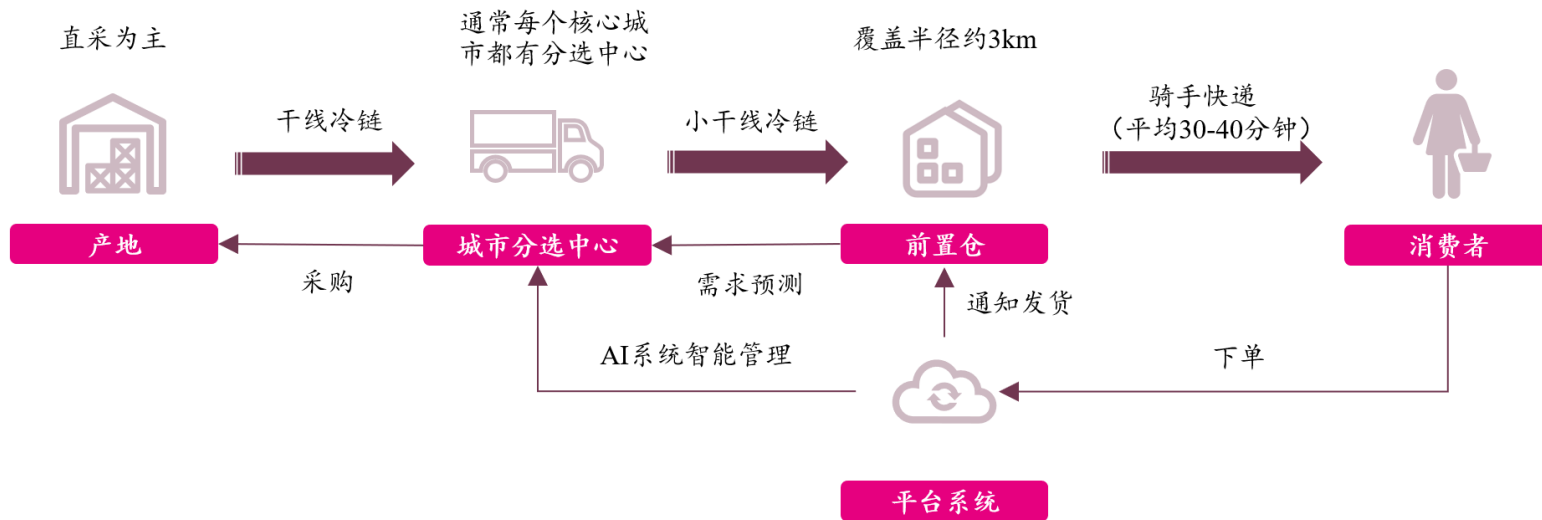
| SKU   | 上游供应链   | 质量控制中心   | 前置仓   | 骑手   |
|---|---|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 前置仓极速达超4300个SKU;</li> <li>✓ 超2万个SKU次日达作为补充;</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 超过80%的产品直接从源头采购</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 在11个城市拥有质量控制中心</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 在16个城市拥有631个前置仓</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 估计拥有约1万名骑手<sup>1</sup></li> </ul> |



**1. 生鲜电商前置仓双雄：  
小仓密铺提时效，叮咚买菜&每日优鲜为行业TOP 2**

- ❑ **生鲜品类的特性，导致其对时效性有较高需求。**一是生鲜的消费具备高频刚需的特点；二是生鲜对“新鲜”有较高要求，产品存放时间过长会降低其风味；三是生鲜消费也具备一定的随意性，我们可能饭前一小时才决定“今天要吃啥”，因此消费者更期望自己的需求能够被即时满足。
- ❑ **前置仓模式通过“小仓密铺”的方式拉近与消费者的物理距离，通过骑手配送网络可实现30-40分钟送达。**前置仓覆盖半径约3km，平均每个城市中有30-40个前置仓仓库。消费者下单后，系统自动将订单分配到最近的前置仓，30-40分钟后由骑手配送上门。
- ❑ **前置仓是一个注重质量体验，而价格较高的模式。为了保证产品质量，其生鲜供应体系以直采为主。**根据艾瑞咨询的数据，前置仓模式行业整体的直采比例约55%。叮咚买菜、每日优鲜两大龙头具备高于行业平均水平的直采率，根据公司招股书，二者生鲜品类直采占比为75% / 93%。

### 典型前置仓作业流程（以每日优鲜为例）



## 前置仓定义：具备不同温带和冷藏储存能力的社区迷你仓库



## 每日优鲜单个前置仓具备：

### 人员



经理 1人  
分拣员工 5-10人  
夜间作业 1-3人  
骑手 10-20人

(夜间作业员工在营业结束后补库存)

### 设施



建筑面积 300m<sup>2</sup>  
多个温区&冷链设施  
零售AI网络智能管理

### 商品&库存



品类：生鲜+日用品  
SKU数量<sup>1</sup> 4300+  
存货周转<sup>2</sup> 3.8天  
损耗率<sup>1</sup> 2.5%

### 配送&单量



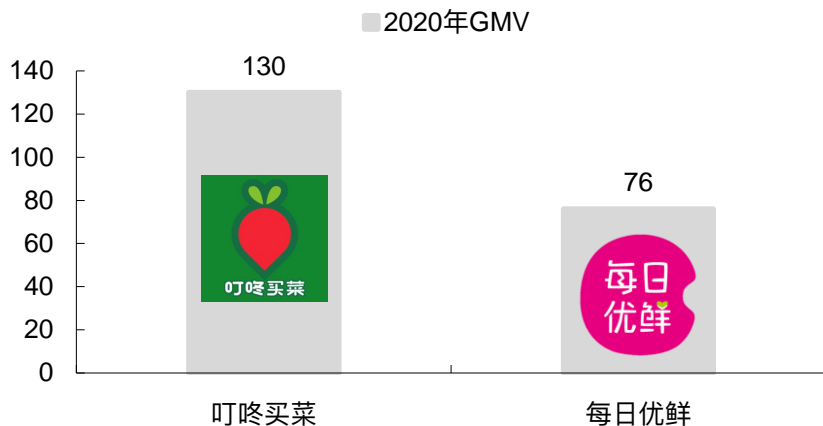
覆盖半径 3km  
配送时间<sup>2</sup> 39min  
骑手单量<sup>1</sup> 50单/日  
前置仓日单量 500-1000单

(前置仓单量由骑手平均单量和每个前置仓骑手数推算)

### 1.3 前置仓市场规模达百亿级，叮咚买菜/每日优鲜为TOP2

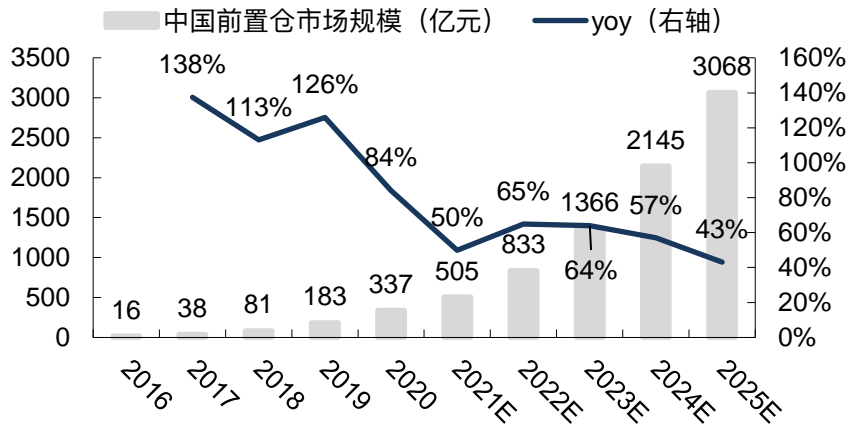
- 2020年前置仓市场规模达337亿元。在疫情的催化下，2020年前置仓经历了高速增长。据艾瑞咨询，2020年其市场规模达337亿元，同比+84%。
- 目前前置仓在整个生鲜零售乃至线上生鲜零售中的占比不高，未来有望提升。根据艾瑞咨询的市场规模数据进一步计算，2020年生鲜前置仓在中国生鲜零售中占比仅约0.67%，占生鲜电商的7.4%；而整个生鲜电商占生鲜零售的比值也仅为9.1%，未来均有望提升。
- 叮咚买菜 / 每日优鲜分别是GMV第一/二大的前置仓平台，二者市占率之和超60%。据公司招股书，2020年叮咚买菜 / 每日优鲜的GMV分别为130亿元 / 76亿元。

#### 2020年叮咚买菜&每日优鲜是前置仓GMV TOP2



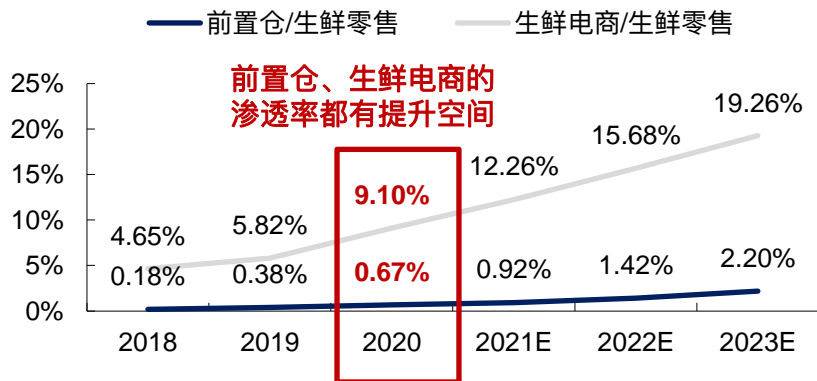
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

#### 2020年前置仓市场规模达337亿元



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

#### 前置仓在我国生鲜零售中的占比不高，未来有提升空间



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

## 2. 生鲜电商前置仓双雄： 叮咚买菜规模更大，每日优鲜整体费用率低

## 2.1 规模对比：叮咚买菜借疫情起势，逐渐拉开与每日优鲜的规模差距

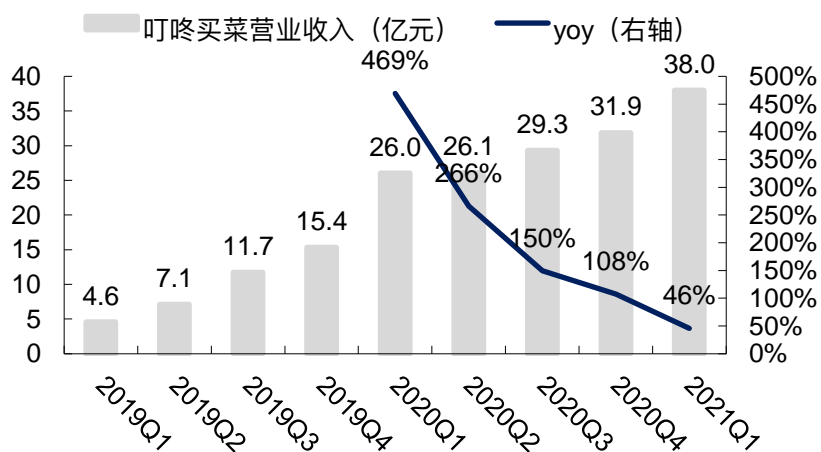
- 每日优鲜的“有效用户GMV”数据不可直接与叮咚买菜的GMV相比较。“有效用户GMV”仅包含毛利为正的客所产生的GMV，数字更小。
- 每日优鲜仅披露其2020年GMV为76亿元，除此之外招股书中没有披露更多可比的GMV数据。

叮咚买菜、每日优鲜GMV、收入及增速对比

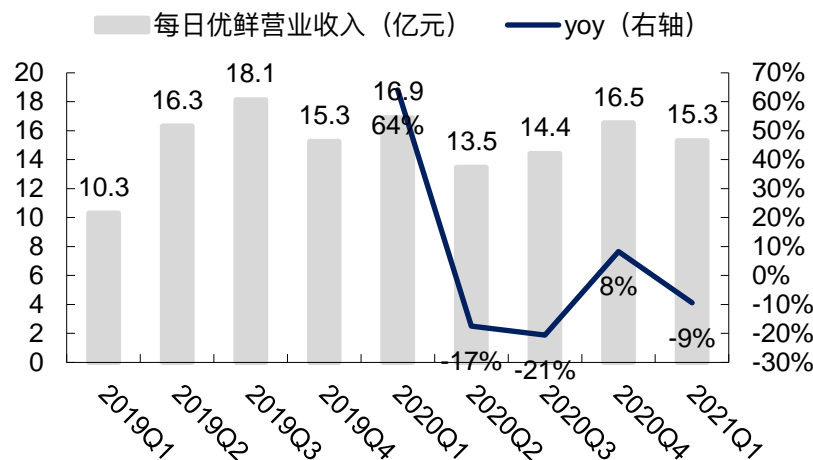
| 单位：亿元       | 2019年 | 2020年  | YoY    |
|-------------|-------|--------|--------|
| 叮咚买菜GMV     | 47.10 | 130.32 | 176.7% |
| 每日优鲜有效用户GMV | 49.52 | 61.84  | 24.0%  |
| 叮咚买菜收入      | 38.80 | 113.36 | 192.2% |
| 每日优鲜收入      | 60.01 | 61.30  | 2.2%   |

- 而二者同为自营模式，因此收入指标能够较好地反映公司的经营规模。总体上看，叮咚买菜的规模和近期增速都高于每日优鲜。
- 叮咚买菜借助2020年疫情加快扩张，规模反超每日优鲜，此后持续维持高增拉开差距。2020年叮咚买菜实现总收入113.36亿元/+192.2%yoy，反超每日优鲜；21Q1总收入为38.02亿元/+46%yoy，仍保持高增。
- 2020年每日优鲜的收入规模也取得小幅增长。2020年每日优鲜营业收入为61.3亿元/+2.2%yoy，21Q1总收入为15.3亿元/-9.5%yoy，同比有所下滑，主要是由于去年Q1疫情期间需求激增，业绩基数较高。21Q1收入相比19Q1仍有明显增长，CAGR为21.9%。

叮咚买菜营业收入及增速



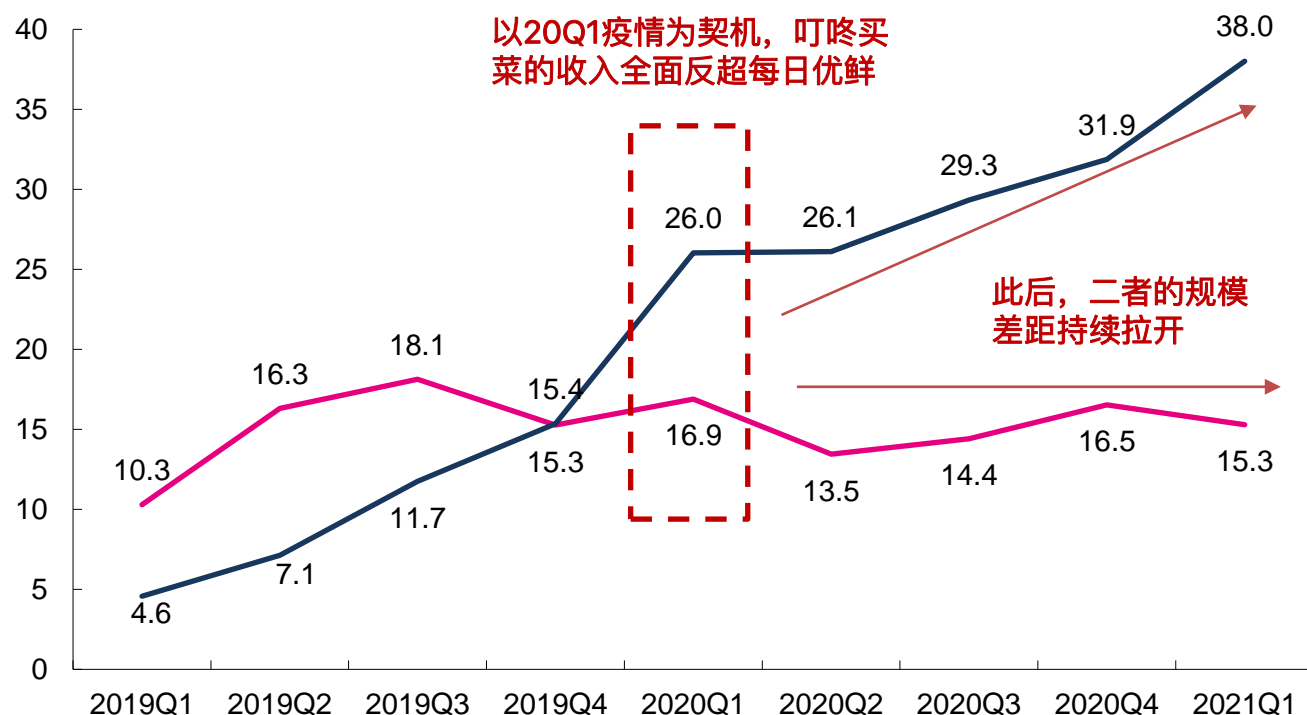
每日优鲜营业收入及增速



## 2.1 规模对比：叮咚买菜借疫情起势，逐渐拉开与每日优鲜的规模差距

- 以2020Q1的疫情为契机，叮咚买菜的收入全面反超每日优鲜，并持续拉大差距。每日优鲜是更早进入前置仓赛道的“先行者”，2019Q4前收入规模一直高于叮咚买菜。2019Q4叮咚买菜收入首次小幅超过每日优鲜，其后借助20Q1疫情带来的需求增长，一举拉大了在收入规模上的领先幅度。
- 此后，二者之间的规模差距呈逐渐扩大的趋势。2021Q1，叮咚买菜的收入规模已经超过每日优鲜一倍多。

### 叮咚买菜不断发力，2020年收入体量赶超每日优鲜



叮咚买菜收入 (亿元)

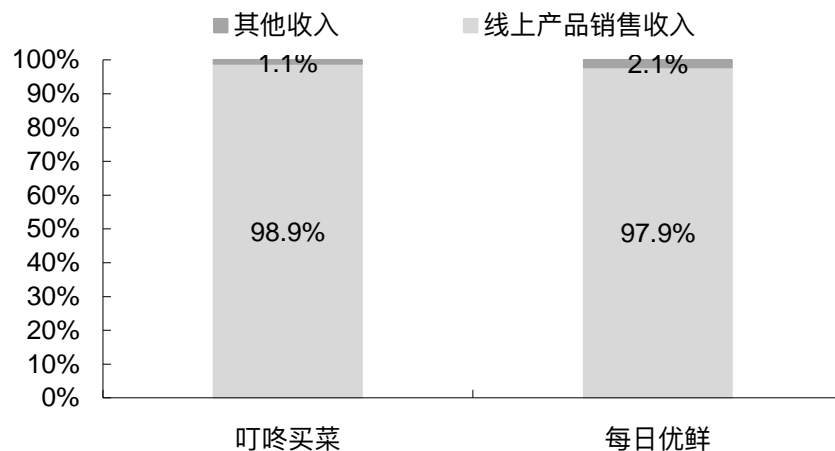


每日优鲜收入 (亿元)

## 2.1 规模对比：叮咚买菜借疫情起势，逐渐拉开与每日优鲜的规模差距

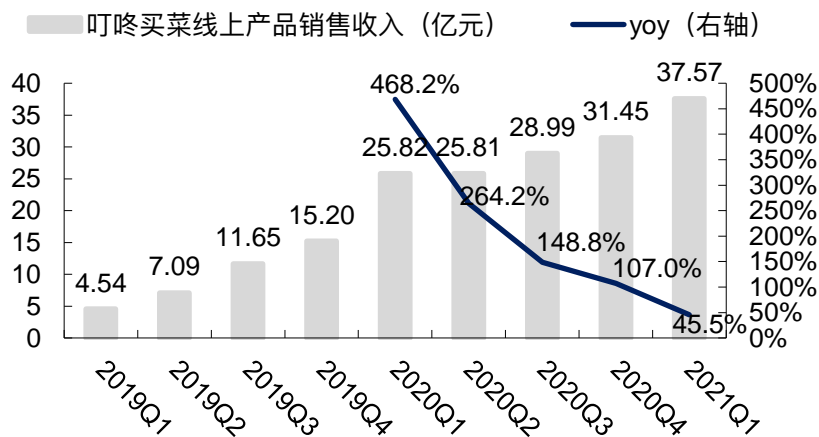
- ❑ 叮咚买菜、每日优鲜的收入都主要由商品销售收入构成，这主要是生鲜电商业务GMV扣除优惠券、退货、价外税等项目后的金额。
- ❑ 叮咚买菜的其他收入主要由服务收入构成。其主要是由叮咚买菜会员支付的会员费构成。
- ❑ 每日优鲜的其他收入除了会员费之外，也包括“便利购”自动贩卖机的销售收入。
  - “便利购”是一种办公室自助购物点，提供饮品、休闲零食等。用户通过扫码或刷脸购买。

### 2020年叮咚买菜、每日优鲜收入构成：主要为产品销售收入



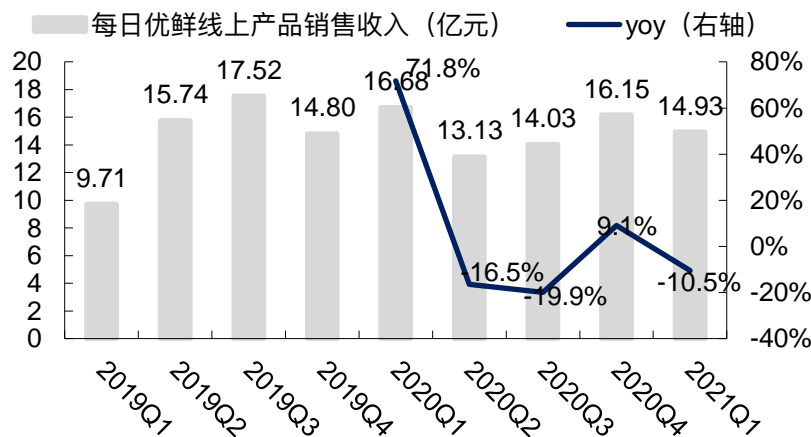
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 叮咚买菜线上产品销售收入及增速



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 每日优鲜线上产品销售收入及增速



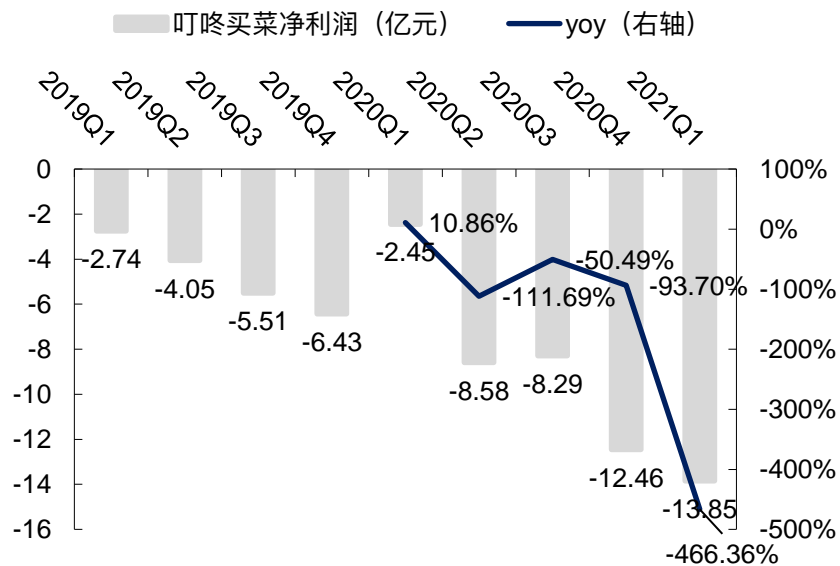
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



## 2.2 前置仓双雄距盈亏平衡仍有一定距离，每日优鲜履约费用率低

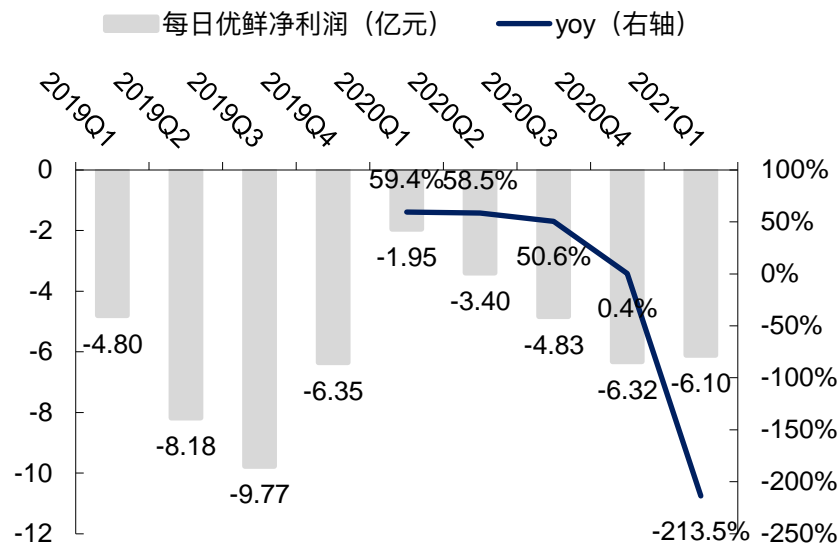
- 目前两大前置仓龙头距实现整体盈亏平衡仍有一定的距离，规模更大的叮咚买菜的亏损额也大于每日优鲜。
  - 叮咚买菜2020年实现净亏损31.77亿元，亏损幅度同比扩大69.6%；21Q1净亏损13.85亿元，同比扩大466.4%。
  - 每日优鲜2020年实现净亏损16.49亿元，亏损幅度同比收窄43.3%；21Q1净亏损6.10亿元，同比扩大213.5%。
- 亏损幅度 / 亏损率或与**订单密度**有较强的相关性。疫情期间（2020Q1）规模增长的驱动，可理解为主要由订单密度的提升构成，因疫情期间开拓新仓受限。在此期间，亏损额伴随收入上升而减小。而疫情结束以后，亏损额伴随收入上升而扩大。我们可以认为此时的收入增长一定程度上来自新前置仓的加入，而这些新前置仓可能会带来新的亏损。
- 现行前置仓模式有较高的经营杠杆。前置仓固定成本和资本投入相对3P模式（社区团购、O2O生鲜电商等）较高，因此需要更高的订单密度和客单价来摊薄成本，导致公司业绩对于前置仓网点的利用率情况敏感度较高。

### 叮咚买菜净利润及增速



数据来源：叮咚买菜招股说明书，东吴证券研究所

### 每日优鲜净利润及增速

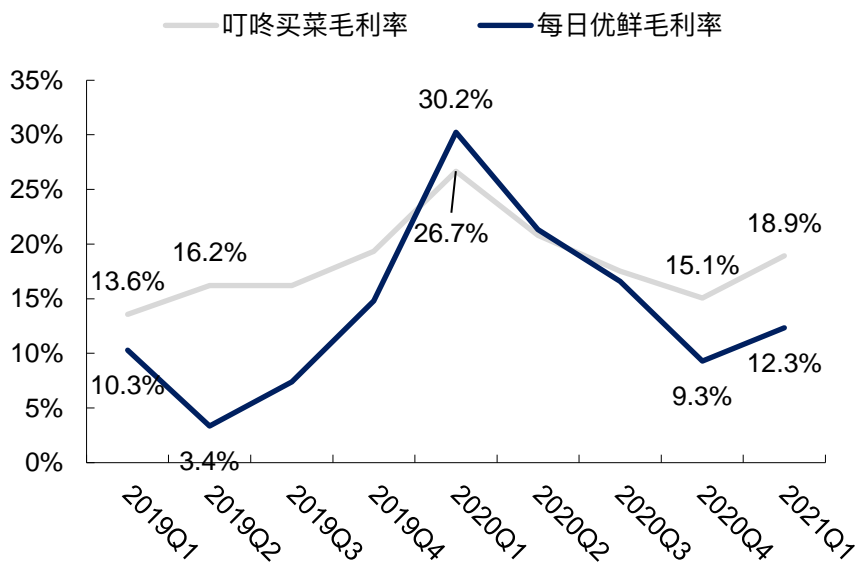


数据来源：每日优鲜招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2 前置仓双雄距盈亏平衡仍有一定距离，每日优鲜履约费用率低

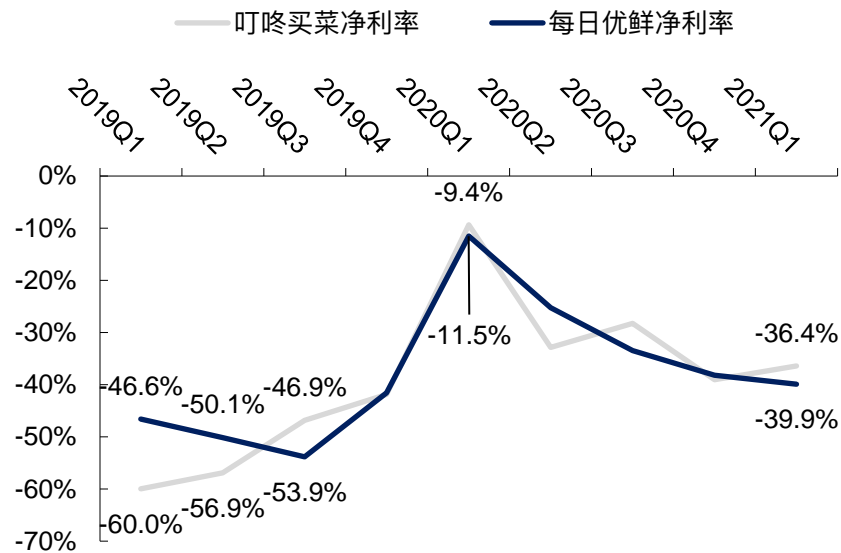
- ❑ 2020年二者毛利率基本相同，2021Q1叮咚买菜的整体毛利率明显高于每日优鲜。2020年，叮咚买菜毛利率为19.7%，同比+2.5pct；每日优鲜毛利率为19.4%，同比+10.7pct，二者2020年毛利率差距仅0.3pct。而21Q1叮咚买菜毛利率明显更高，叮咚买菜/每日优鲜的毛利率分别为18.9% / 12.3%。从单季度毛利上看，大多数时候叮咚买菜的毛利率都要高于每日优鲜。但每日优鲜在2020H1疫情期间毛利率更高，因此在2020年整体上二者毛利率的差别不大。
- ❑ 2020年每日优鲜净亏损率略低于叮咚买菜而毛利率相同，21Q1二者在净利率端的差距小于毛利率端，主要原因是每日优鲜的履约费用率大幅低于叮咚买菜。2020 & 21Q1，叮咚买菜的履约费用率均高于每日优鲜10pct。叮咚买菜履约费用率更高的原因，我们将在第三章详细分析。
- ❑ 此外，两家公司毛利率、净利率的峰值均出现在2020Q1疫情期间，此后均有所回落。

### 叮咚买菜vs每日优鲜毛利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 叮咚买菜vs每日优鲜净利率

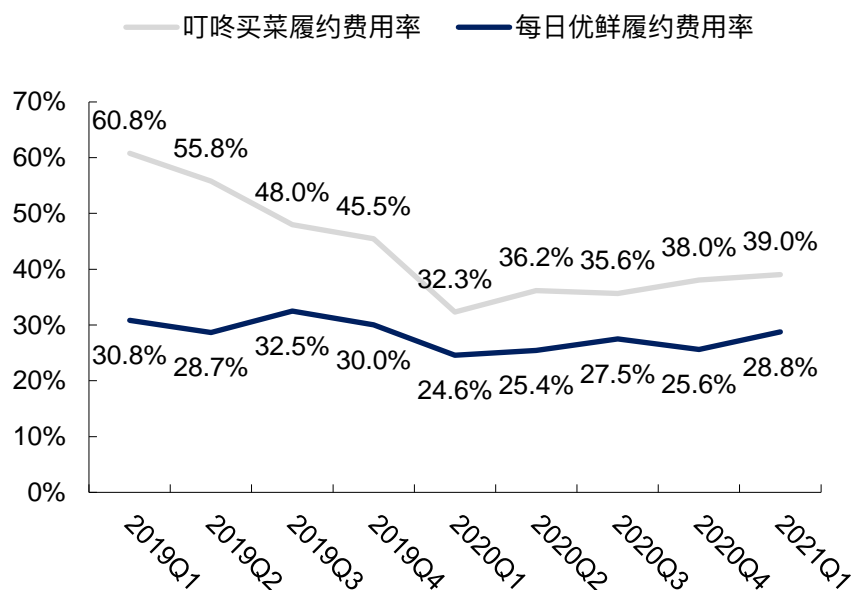


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2 前置仓双雄距盈亏平衡仍有一定距离，每日优鲜履约费用率低

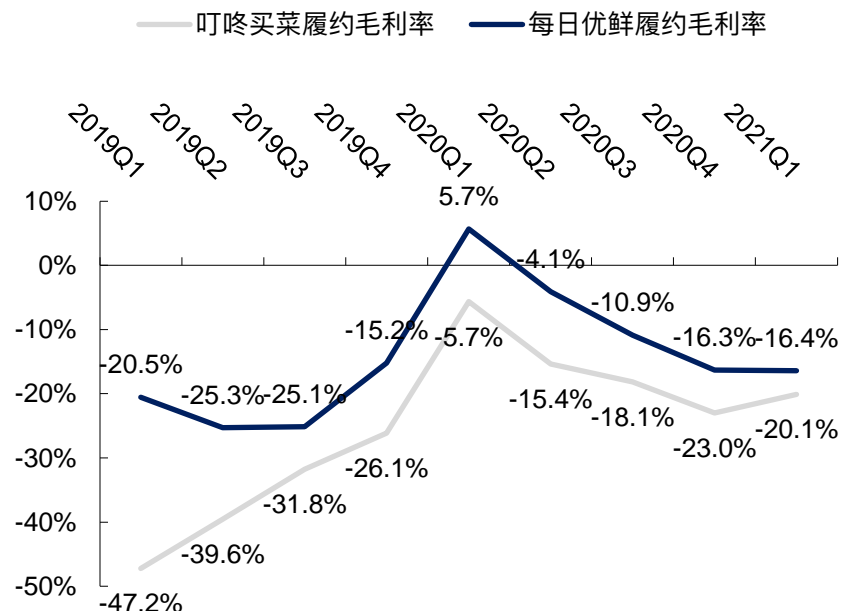
- 从反映真实经营边际情况的履约毛利率指标上看，每日优鲜从2019Q1以来一直高于叮咚买菜。履约毛利率 = 毛利率 - 履约费用率，这是扣除营业成本（主要是销货成本）和履约费用之后的利润率，主要因为叮咚买菜的履约费用率大幅高于每日优鲜。2020全年/21Q1，叮咚买菜的履约费用率比每日优鲜高10.0pct / 10.3pct。
- 叮咚买菜正在逐渐缩短与每日优鲜在履约费用率 / 履约毛利率上的差距。2019Q1，二者履约费用率 / 履约毛利率的差距分别为30pct / 26.7pct；而到了2021Q1，则缩小至10.2pct / 3.7pct。我们认为，前置仓模式总体上距离盈亏平衡仍有一定距离，未来二者的比拼的重心，或将逐渐转移至优化单点效率、改善整体利润率上来。

### 叮咚买菜vs每日优鲜履约费用率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 叮咚买菜vs每日优鲜履约毛利率

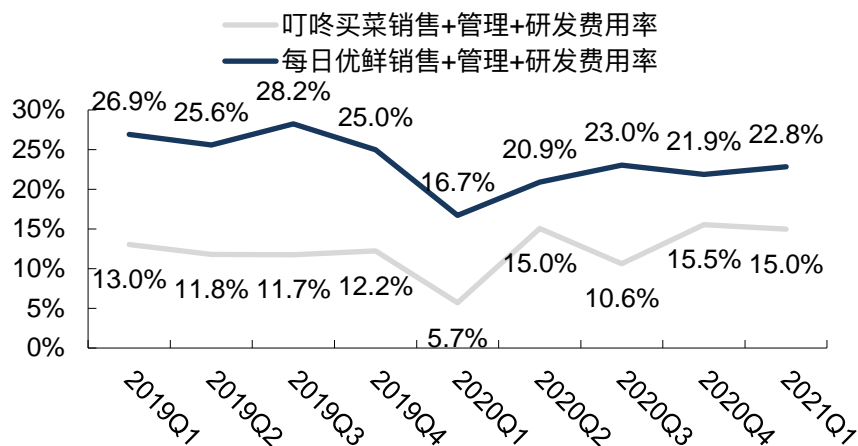


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

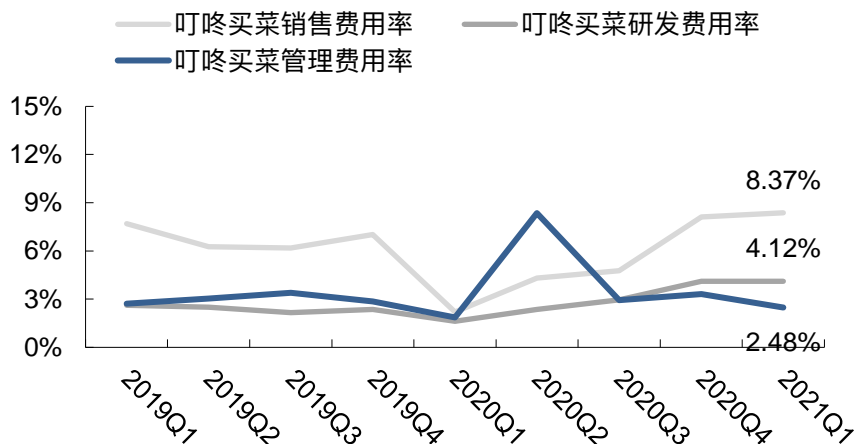
## 2.2 前置仓双雄距盈亏平衡仍有一定距离，每日优鲜履约费用率低

- 2020 / 21Q1，每日优鲜的销售、管理、研发费用率均高于叮咚买菜。2020年，叮咚买菜销售/管理/研发费用率分别为5.0%/ 2.8%/ 4.0%，每日优鲜为9.6%/ 4.9%/ 6.0%，这或与叮咚买菜规模更大有一定关系。
- 每日优鲜在智能生鲜市场 (Intelligent Fresh Market) 上的探索或带来更高的研发费用率。每日优鲜在2020年9月推出这个业务，其利用公司在前置仓业务上积累的核心能力，帮助传统农贸生鲜市场实现数字化转型，目前已在14个城市签约了54个市场。21Q1，每日优鲜的研发费用率达5.68%，这一数字是叮咚买菜 (2.48%) 的两倍多。

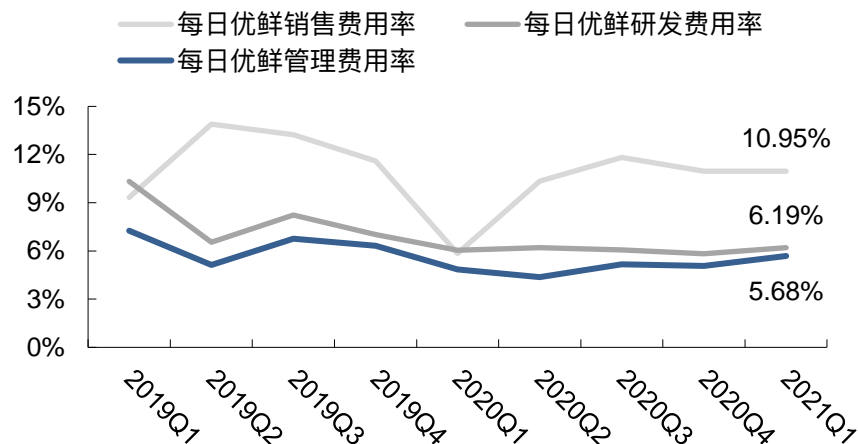
每日优鲜费用率之和高于叮咚买菜



叮咚买菜销售、管理、研发费用率

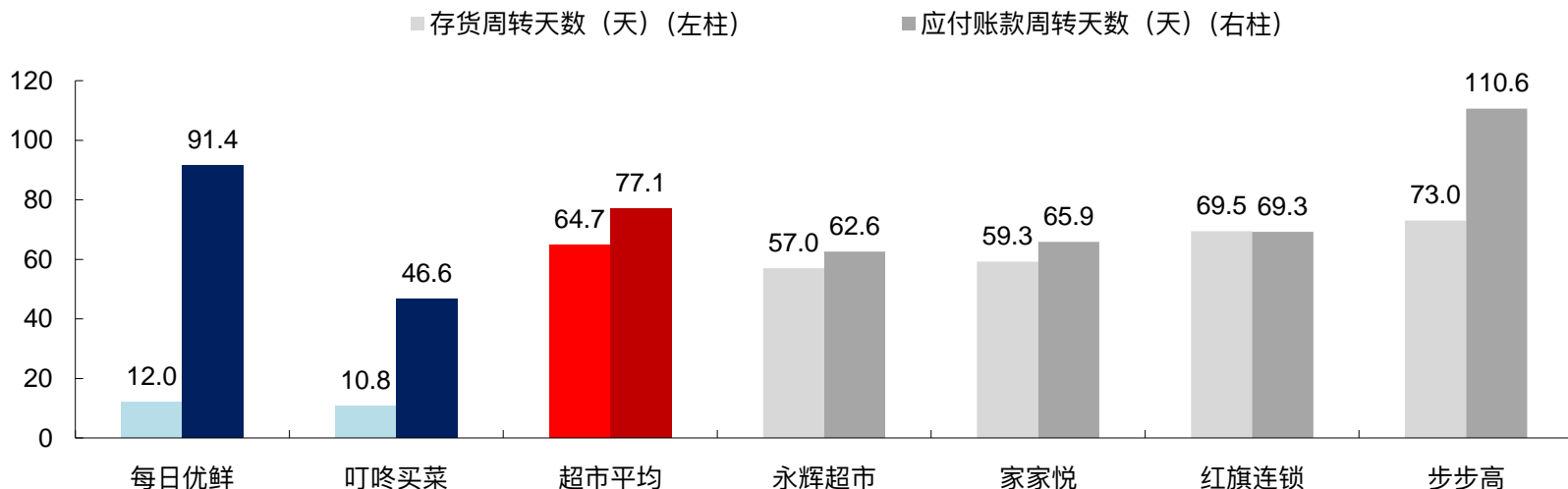


每日优鲜销售、研发、管理费用率



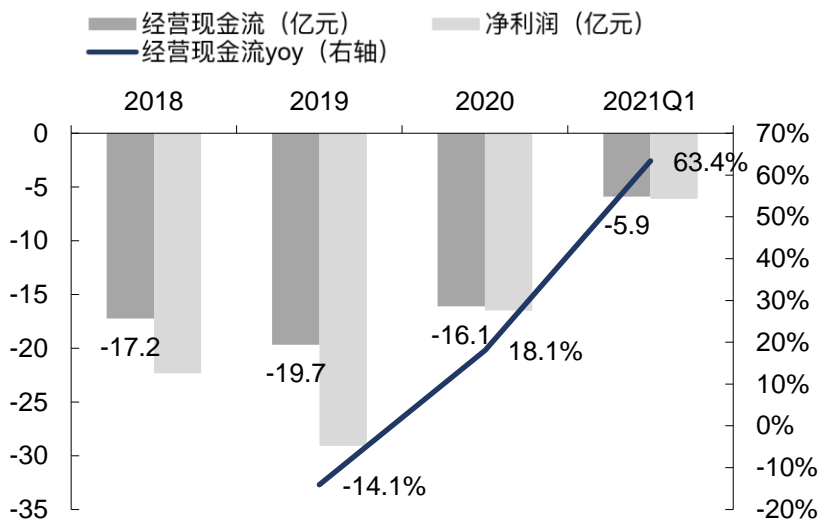
- ❑ **前置仓的存货周转天数明显快于超市。**2020年，每日优鲜/叮咚买菜的存货周转天数分别为 12.0 / 10.8 天，远远低于我国几个主要上市超市企业的64.7天。可以认为前置仓的存货周转是大大快于超市的，我们认为原因主要是：
  - **强大的智能系统自动预测需求，实现对库存的精益管理。**以每日优鲜为例，其通过零售AI网络协助预测需求、管理库存，公司2020年前置仓内的平均货物周转速度高达2.8天。
  - **前置仓主营的生鲜品类，本身周转就快于其他品类。**生鲜品强调新鲜，保质期短易腐损，其本身就具备高周转的特性。前置仓生鲜产品占比约为60%，而超市生鲜占比在40%左右，因此其周转有一定的优势。
- ❑ **而前置仓仍享有和超市相近的账期，因此可占用一定的供应商资金。**从应付账款周转速度来看，2020年每日优鲜/叮咚买菜的应付账款周转天数分别为91.4天、46.6天，和超市整体的周转速度在一个量级。

### 前置仓应付周转与超市相似，而存货周转明显更快，带来自由现金流

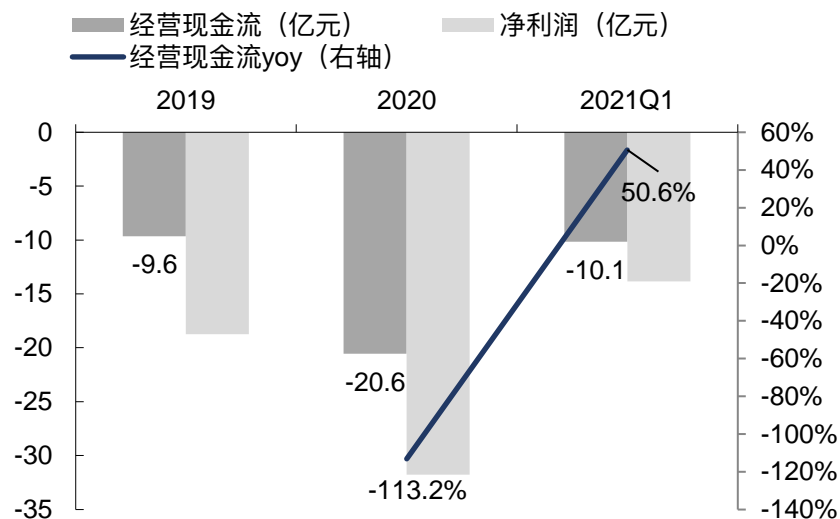


- 由于可占用供应商资金，前置仓经营现金流端好于净利润端。每日优鲜从2018-2021Q1，叮咚买菜从2019到2021Q1，其经营性现金的净流出幅度都小于净亏损的幅度。而规模增速越快，现金流与净利润的差就越大，因为此时占用供应商资金的增量就越多。
- 在主业持续亏损的背景下，公司或需持续寻求外部资金。目前每日优鲜的现金及现金等价物 / 短期投资分别为18.44 / 0.59亿元，叮咚买菜为44.09 / 12.05亿元。按21Q1的经营性现金净流出估计，每日优鲜 / 叮咚买菜手中的可用资金未来仍可支撑大约3个 / 5个季度的亏损。若无法从根本上扭转前置仓业务的经营亏损，未来每日优鲜、叮咚买菜或都需要持续寻求融资。
- 至于前置仓未来盈利改善的空间在何处，我们将在本文第6章进行详细分析。

### 每日优鲜经营性现金流与净利润变动趋势

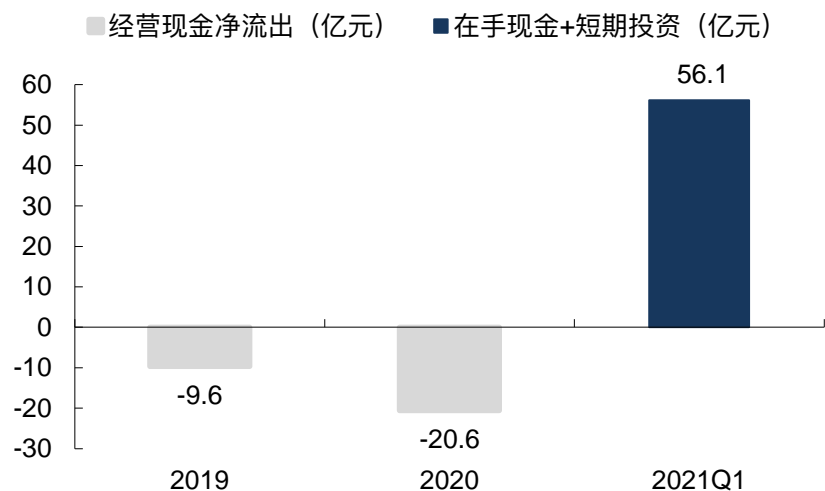


### 叮咚买菜经营性现金流与净利润变动趋势

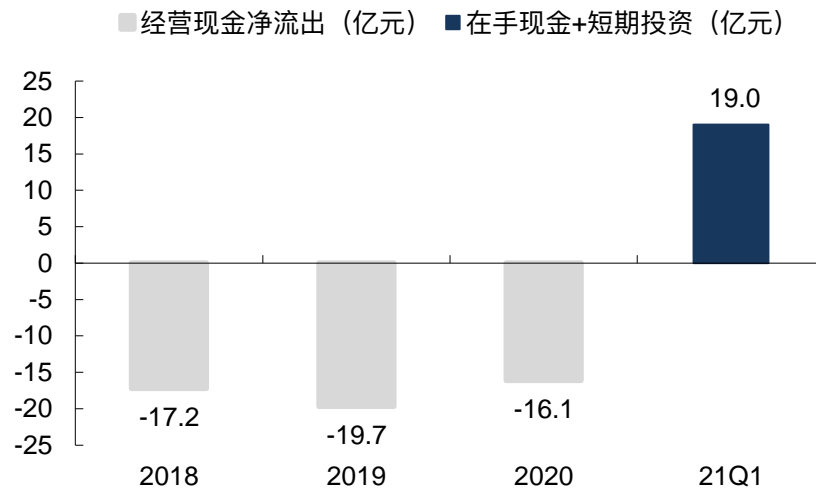


- 二者均拥有较充足的可用资金，叮咚买菜资金情况稍好。整体上看，叮咚买菜、每日优鲜的可用资金（在手现金+短期投资）均高于2020年全年的经营性现金流出，短期内的经营稳定性有一定的保障。叮咚买菜2021Q1的可用资金（56.1亿）是其2020年经营现金净流出的2.7倍，略好于每日优鲜的1.2倍。
- 但持续亏损的背景下，二者仍需持续融资。从二者的利润率情况来看，其亏损情况仍将持续一段时间。此外，叮咚买菜仍在快速的扩张中，未来年度其亏损幅度有可能进一步扩大。总之，二者均需持续融资，在填补现金流出的同时，进一步投入建设前置仓上游履约设施。

### 叮咚买菜可用资金vs过去两年经营现金净流出



### 每日优鲜可用资金vs过去两年经营现金净流出



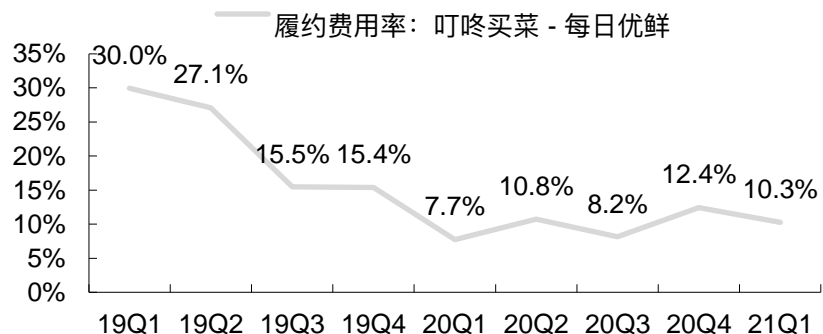
### 3. 生鲜电商前置仓双雄： 要单量还是要单价？深究每日优鲜&叮咚买菜履约费率之差



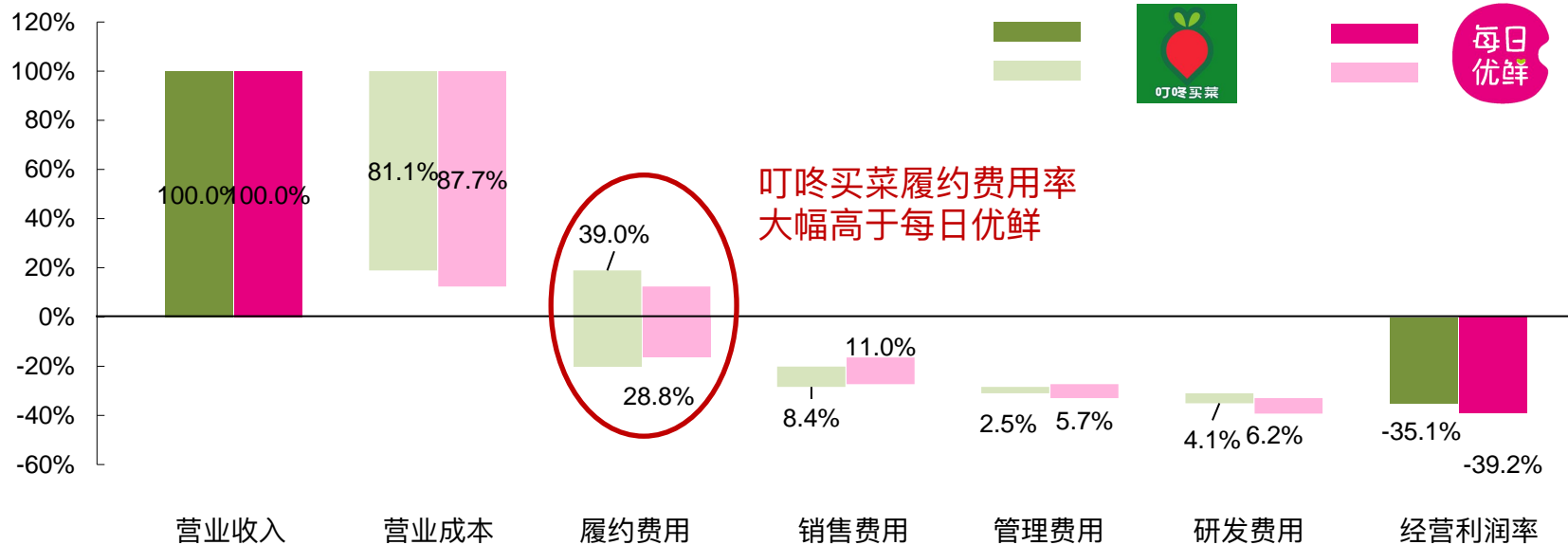
### 3.1 除履约费用率高出10pct外，叮咚买菜成本费用率均低于每日优鲜

- 对比 2021Q1 叮咚买菜和每日优鲜的各项成本/费用率，我们发现叮咚买菜除了履约成本高出约 10pct 之外，在其余各项成本率上，叮咚买菜均低于每日优鲜。
- 这两家企业履约费用上的差距，已经持续了很长一段时间。从 2020Q1 至今，叮咚买菜每个季度的履约费用率均比每日优鲜高出 8-13pct；而在 2019 年，二者每个季度履约费用率的差距，都在 15pct 以上。

叮咚买菜与每日优鲜的履约费用率差距



2021Q1 叮咚买菜&每日优鲜成本/费用率拆分：除履约费用率之外，叮咚买菜其他费用率均低于每日优鲜

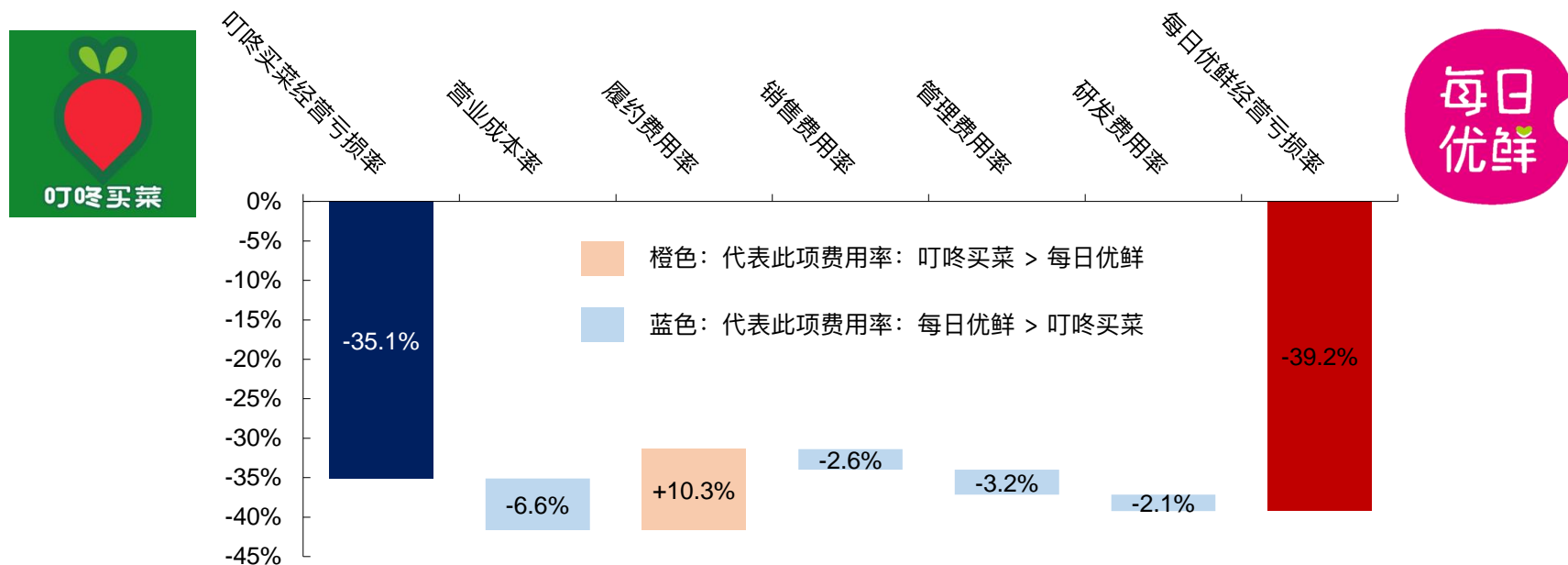


### 3.1 除履约费用率高出10pct外，叮咚买菜成本费用率均低于每日优鲜

进一步对比叮咚买菜&每日优鲜各项费用/利润率：

- ❑ 叮咚买菜的经营边际更好，其经营亏损率比每日优鲜低4.1pct。
- ❑ 二者差距最大的项目是履约费用率，叮咚买菜的履约费用率比每日优鲜高出了10pct。
- ❑ 其他成本/费用率，叮咚买菜均低于每日优鲜。差距最大的是营业成本率，每日优鲜的营业成本率比叮咚买菜低6.6pct。

#### 2021Q1 叮咚买菜&每日优鲜经营利润差距溯源



可见叮咚买菜除了履约费用率高10pct，其他成本/费用均比每日优鲜更低。

- 叮咚买菜的每单履约成本或与每日优鲜处于同一水平。我们使用招股书中披露的数据测算，2020年叮咚买菜/每日优鲜的每单履约费用分别为 20.4元 / 19.6 元，基本上可以认为处于同一水平。
- 从单笔订单模型上来看，叮咚买菜/每日优鲜的客单价有较大差距。叮咚买菜客单价仅为每日优鲜的69%。
- 而客单价指标，或与用户忠诚度关系不大
  - 21Q1，叮咚买菜人均支出更高的会员用户客单价仅为67元，同样远低于每日优鲜同期的有效用户客单价（约90元）。
  - 用户忠诚度对客单价的影响幅度有限，差距主要体现在下单频次上。这在平台核心用户与普通用户的数据对比中有所体现（见下页）。
- 每日优鲜的高客单价或与其次日达电商有一定关系。每日优鲜次日达提供超过2万个SKU，作为前置仓的补充而存在。这一部分电商设有更高的免邮额度，或一定程度拉高了客单价。

### 2020叮咚买菜 / 每日优鲜的单笔订单模型

| 单位：元                 | 叮咚买菜 | 每日优鲜 |
|----------------------|------|------|
| 客单价 <sup>1</sup>     | 65.7 | 94.6 |
| 每单收入 <sup>1</sup>    | 57   | 76.3 |
| 成本/单                 | 45.9 | 61.5 |
| 履约费用/单               | 20.4 | 19.6 |
| 销售费用/单               | 2.9  | 7.3  |
| 管理费用/单               | 1.6  | 4.6  |
| 研发费用/单               | 2.3  | 3.7  |
| 经营亏损/单               | 15.9 | 20.5 |
| 订单量（亿单） <sup>2</sup> | 1.99 | 0.80 |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所测算

注1：客单价 = GMV / 订单量，每单收入 = 收入 / 订单量。GMV扣除优惠券等折、退货、价外税等项目后得到收入。每日优鲜的客单价、叮咚买菜每单收入为披露值。

注2：使用每日优鲜披露的2020年总GMV和客单价（average price per order）来估计其2020年的总订单数，或与实际情况有所出入。

## 3.2 前置仓双雄单票履约费用相近，但低客单价拉高履约费率

- 前置仓核心用户和普通用户的区别主要体在下单频率上，而非客单价。
- 每日优鲜与叮咚买菜客单价的区别，或与每日优鲜的次日达模式有一定联系。相比（在部分城市）起送额较低甚至每日首单免配送费的前置仓极速达，每日优鲜次日达起送额为49元，或一定程度上拉高了客单价。

### 每日优鲜核心用户VS有效用户人均数据

| 每日优鲜1Q21:  | 年度有效用户   | 核心用户  | 核心用户 / 年度有效用户 |
|------------|----------|-------|---------------|
| 过去12个月用户数  | 790万     | 约156万 | 19.7%         |
| 过去12个月平均支出 | 约705元    | 2106元 | 约2.99x        |
| 过去12个月总订单数 | 约7.9单/年  | 23单/年 | 约2.92x        |
| 客单价        | 约89.6元/单 | 93元/单 | 约1.04x        |

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理测算

- 注1：含“约”的数字系根据招股书披露的其他经营数据计算得来，其他数字为原始披露  
 注2：有效用户指特定时间内实际支付金额超过所购产品采购金额的用户（正毛用户）  
 注3：核心用户指在特定时间范围内的任何一个月中下了4个以上订单的用户



### 叮咚买菜会员用户VS交易用户人均数据

| 叮咚买菜1Q21: | 月交易用户    | 绿卡会员     | 月交易用户 / 绿卡会员用户 |
|-----------|----------|----------|----------------|
| 用户数量      | 690万     | 超150万    | 22%            |
| 平均每月开支    | 约208元    | 约450元    | 约2.16x         |
| 每月下单数量    | 约3.4单/月  | 6.7单/月   | 约1.99x         |
| 客单价（元/单）  | 约61.7元/单 | 约67.1元/单 | 约1.09x         |

数据来源：叮咚买菜招股书，东吴证券研究所整理测算

- 注1：含“约”的数字系根据招股书披露的其他经营数据计算得来，其他数字为原始披露  
 注2：月交易用户指在特定时间段内有付款记录的客户，不论最后是否有发生退款  
 注3：会员用户指订阅了叮咚买菜“绿卡会员”的用户，6月15日连续包月价格为9.9元/月



**4. 生鲜电商前置仓双雄：  
经营细节：双雄侧重地域不同，核心用户粘性较高**

## 4.1 优势区域：叮咚买菜主攻华东，每日优鲜华北领先

- 叮咚买菜、每日优鲜的仓配体系分布有部分重合，均聚焦于一二线城市。但是二者的优势区域并不一致。**总的来说，叮咚买菜在长三角区域发展更好，而每日优鲜在我国北部仍处于领先地位。**

### 叮咚买菜1Q21数据：规模大于每日优鲜，侧重长三角

- 自建**950个前置仓**，分布于我国**29个城市**。近期发展速度较快，2019/20年分别进入5 / 21个新城市，21Q1公司在长三角的前置仓规模相比2018年底翻了3倍。
- 拥有**40个区域处理中心**，分布在全国**14个城市**，用来分拣、打包、打标和储存原材料。
- 截至招股书，公司大部分GMV和收入来自长三角地区。有**5个城市**（包括上海、杭州、深圳等）达到每月1亿元GMV。

### 每日优鲜：前置仓模式首创者，在北部区域仍有优势

- 拥有**631个前置仓**，分布于**16个城市**；在其中**11个城市设有质量控制中心**。
- 根据艾瑞咨询，每日优鲜于2015年5月首创了前置仓模式。2018-19年，每日优鲜在前置仓行业中GMV规模排名第一；**2020年每日优鲜市占率为28%，国内排名第二，在中国北部排名第一**。
- 21Q1，公司租赁的前置仓总建面积为20.1万平米，单个前置仓面积从70平米至1000平米不等，平均340平米；质量控制中心总建面12.8万平米，面积从5493平米至2.4万平米，平均每个1.16万平米。

### 叮咚买菜VS每日优鲜：叮咚规模大，二者优势区域不同

| 截至1Q21:            | 叮咚买菜               | 每日优鲜               |
|--------------------|--------------------|--------------------|
| 前置仓数量              | <b>950</b>         | 631                |
| 进入城市数量             | <b>29</b>          | 16                 |
| 区域处理中心/<br>质量控制中心数 | 40个中心，<br>分布于14个城市 | 11个中心，<br>分布于11个城市 |
| 优势区域               | GMV主要来自 <b>长三角</b> | <b>我国北部</b> 市占率第一  |

### 每日优鲜各区域情况：重点在东部和北部

| 截至1Q21: | 东部  | 北部  | 南部        | 中部      |
|---------|-----|-----|-----------|---------|
| 前置仓数量   | 212 | 259 | 125       | 35      |
| 进入城市数量  | 7   | 6   | 2<br>(广深) | 1<br>武汉 |
| 质量控制中心数 | 5   | 4   | 1         | 1       |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

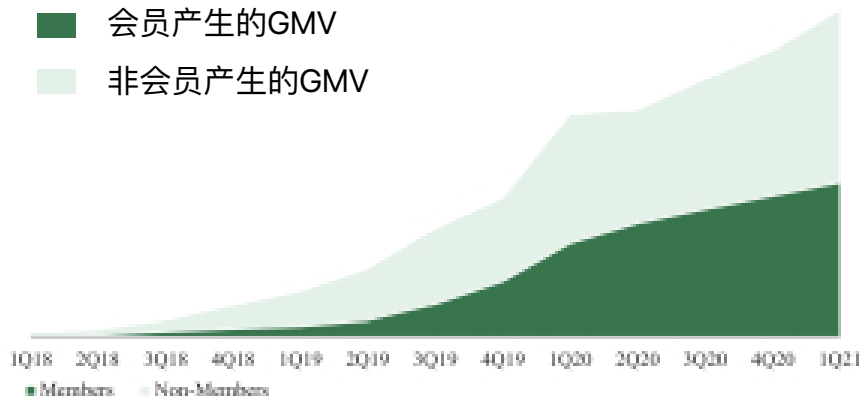
注：叮咚买菜区域处理中心原文为 Regional Processing Center，每日优鲜质量控制中心原文为 Quality Control Center。

## 4.2 前置仓核心消费者粘性高，消费习惯养成后或有较好发展前景

- 前置仓能提供较好的交付体验和商品质量，因此有望形成较稳定的核心用户群体。从叮咚买菜和每日优鲜的数据上看，其核心用户的人均成交量与成交额，是其他用户的数倍之多。
- 叮咚买菜会员贡献近一半GMV。21Q1，叮咚买菜22%的月度交易用户是“绿卡会员”（约150亿人），这些用户贡献了平台47.0%的GMV。
- 每日优鲜、叮咚买菜的核心用户平均支出比平台整体高出一倍以上，这主要来自其拥有更高的下单频次，而在客单价上的领先优势并不明显。
- 核心用户群体通常具备较高粘性。以叮咚买菜为例，自成立以来，购买绿卡会员的用户在第12个月和24个月的回购率分别高达64.2%和70.5%。

### 叮咚买菜会员贡献的GMV占比：持续提升，1Q21达47%

#### 会员vs非会员GMV占比



数据来源：叮咚买菜招股书，东吴证券研究所

### 每日优鲜核心用户VS有效用户人均数据

| 每日优鲜1Q21:  | 年度有效用户   | 核心用户  | 核心用户 / 年度有效用户 |
|------------|----------|-------|---------------|
| 过去12个月用户数  | 790万     | 约156万 | 19.7%         |
| 过去12个月平均支出 | 约705元    | 2106元 | 约2.99x        |
| 过去12个月总订单数 | 约7.9单/年  | 23单/年 | 约2.92x        |
| 客单价        | 约89.6元/单 | 93元/单 | 约1.04x        |

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理测算

- 注1：含“约”的数字系根据招股书披露的其他经营数据计算得来，其他数字为原始披露  
 注2：有效用户指特定时间内实际支付金额超过所购产品采购金额的用户（正毛利用户）  
 注3：核心用户指在特定时间范围内的任何一个月中下了4个以上订单的用户

### 叮咚买菜会员用户VS交易用户人均数据

| 叮咚买菜1Q21: | 月交易用户    | 绿卡会员     | 月交易用户 / 绿卡会员用户 |
|-----------|----------|----------|----------------|
| 用户数量      | 690万     | 超150万    | 22%            |
| 平均每月开支    | 约208元    | 约450元    | 约2.16x         |
| 每月下单数量    | 约3.4单/月  | 6.7单/月   | 约1.99x         |
| 客单价（元/单）  | 约61.7元/单 | 约67.1元/单 | 约1.09x         |

数据来源：叮咚买菜招股书，东吴证券研究所整理测算

- 注1：含“约”的数字系根据招股书披露的其他经营数据计算得来，其他数字为原始披露  
 注2：月交易用户指在特定时间段内有付款记录的客户，不论最后是否有发生退款  
 注3：会员用户指订阅了叮咚买菜“绿卡会员”的用户，6月15日连续包月价格为9.9元/月<sup>31</sup>

## 4.3 每日优鲜/叮咚买菜体内员工人数较少，骑手/仓配工人或为第三方外包

- 总体上看每日优鲜、叮咚买菜的员工人数远低于同等收入规模的传统零售企业，这是因为有一部分劳动力（主要是骑手、仓库作业人员等）被外包给第三方劳务派遣公司，他们不计入公司的员工人数。
- 前置仓模式对于骑手、仓库作业人员有较大需求，这些劳动力没有反映在公司体内。1Q21，叮咚买菜拥有1.6万个骑手；按每个前置仓15个骑手算，每日优鲜的骑手数量也高达约1万人（1Q21每日优鲜拥有631个前置仓）。此外每日优鲜招股书披露，其每个前置仓平均拥有5-10个作业人员，显然这些人员与公司也是外包的关系，我们估计叮咚买菜/每日优鲜外包仓库作业人员人数约8000/5000人。
- 公司体内研发人员占比高，前置仓对IT系统有较高要求。1Q21叮咚买菜/每日优鲜的产品研发部门人数占比均超过了30%。

21Q1每日优鲜vs叮咚买菜员工总数、骑手数

|      | 体内员工  | 骑手数<br>(外包)       | 仓配员工<br>(外包)        |
|------|-------|-------------------|---------------------|
| 每日优鲜 | 1429人 | 约1万人 <sup>1</sup> | 约5000人 <sup>1</sup> |
| 叮咚买菜 | 3098人 | 1.6万人             | 约8000人 <sup>1</sup> |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所；注1：根据网格仓数量估计

1Q21每日优鲜员工构成

| 部门       | 员工数量 | 占比  |
|----------|------|-----|
| 产品研发     | 444人 | 31% |
| 管理和一般行政  | 212人 | 15% |
| 前置仓零售业务  | 649人 | 45% |
| 业务创新     | 62人  | 4%  |
| 智能生鲜市场业务 | 62人  | 4%  |



数据来源：每日优鲜招股书（2021Q1），东吴证券研究所

1Q21叮咚买菜员工构成

| 部门      | 员工数量   | 占比  |
|---------|--------|-----|
| 产品研发    | 1,320人 | 43% |
| 管理和一般行政 | 408人   | 13% |
| 销售      | 379人   | 12% |
| 履约      | 991人   | 32% |



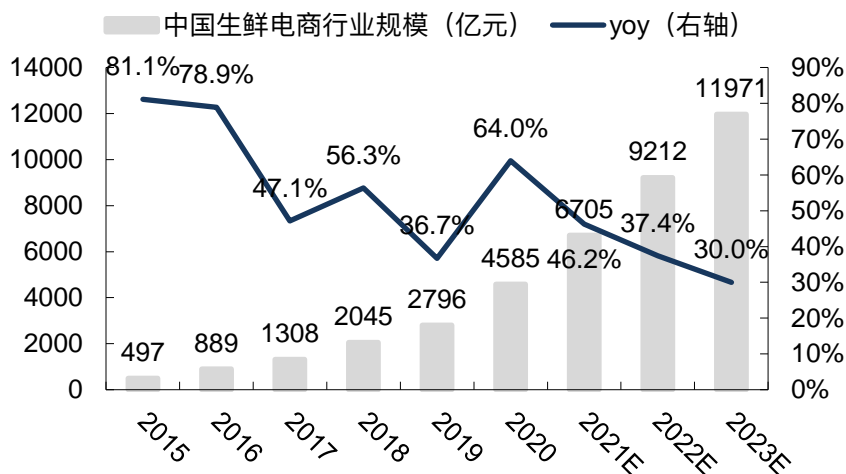
数据来源：叮咚买菜招股书（2021Q1），东吴证券研究所



**5. 社区团购 vs 前置仓：  
前置仓重，社区团购轻，后者市场规模更大**

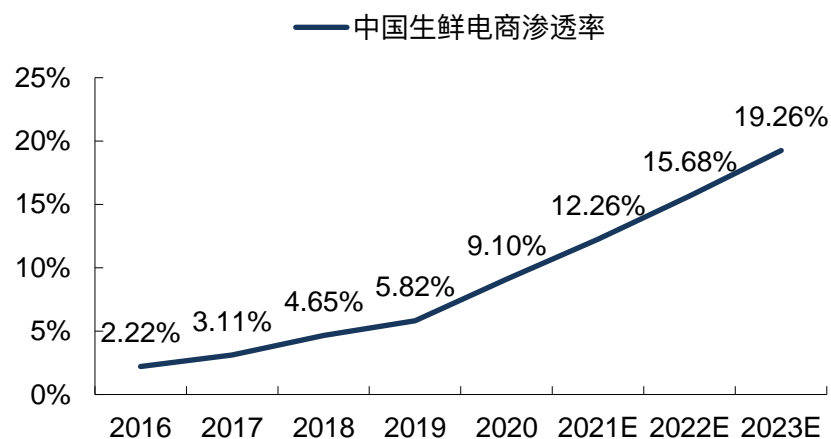
- 国内生鲜电商整体上仍属于发展的较早期阶段。生鲜电商行业最早至少可追溯至2005年成立的易果生鲜，至今已有至少15年发展历史。近年来，行业一直在探索中前进。根据艾瑞咨询的数据，2020年中国生鲜市场渗透率达到9.1%，相比2019年的5.8%有较大幅度的增长。但整个生鲜电商的渗透率还不高，可以说生鲜电商仍处于发展的早期阶段。
- 疫情年，生鲜电商整体行业规模实现较快速增长。根据艾瑞咨询的数据，2020年我国生鲜电商的行业规模达到4585亿元，同比增长64.0%，主要原因是疫情带来的线上生鲜零售需求激增。而疫情期间居民养成的线上生鲜消费习惯，将有助于带动行业在未来几年中继续保持较高的增速。
- 我们认为，生鲜的渠道更迭、生鲜新零售的发展和比拼，还会持续很长一段时间。我国生鲜以农贸市场为主的一大根因，在于小农经济带来的零散生产和冗长的流通体系。上游的供给环境在短时间内很难改变，而对于生鲜零售商而言，不论是通过尝试新模式优化经营细节来提升效率，还是自建直采供应体系，都势必需要较长的时间。

### 中国生鲜电商行业规模：疫情促进高增



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 我国生鲜电商总体渗透率不高，期待未来提升



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### □ 生鲜电商经过多年探索，现主要形成以下几种模式：

- **传统生鲜电商**：可以理解为以传统电商模式售卖生鲜产品，包括天猫生鲜、京东生鲜等；
- **O2O生鲜平台**：依托线上下单系统和骑手等物流配送网络，将第三方线下生鲜渠道的商品送货上门，包括京东到家等；
- **前置仓模式**：在城区靠近社区的地点布置多个前置仓，通过骑手配送网络将商品从前置仓送货上门，可实现1小时以内的配送时效，主要参与者包括叮咚买菜和每日优鲜；
- **到店+到家**：同时拥有自营门店和骑手配送网络，骑手从门店（或门店的仓库）将产品配送给客户，可做到和前置仓相近的配送体验，主要参与者为盒马鲜生等；
- **社区团购**：用户通过平台小程序，或团长分享的小程序链接下单，次日去团长（通常为社区附近的门店）自提。主要参与者包括美团优选、多多买菜、兴盛优选等。

部分主流生鲜电商模式及主要参与方汇总：模式多样化，巨头同时尝试多种模式

|         | 阿里巴巴         | 京东              | 美团   | 拼多多        | 初创公司          |
|---------|--------------|-----------------|------|------------|---------------|
| 传统生鲜电商  | 天猫生鲜         | 京东生鲜            | ——   | 拼多多平台上的农产品 | ——            |
| O2O平台模式 | 淘鲜达、饿了么新零售   | 京东到家            | 美团闪购 | ——         | 多点等           |
| 前置仓模式   | ——           | ——              | 美团买菜 | ——         | 每日优鲜、叮咚买菜、朴朴等 |
| 到店+到家模式 | 盒马鲜生         | 7fresh          | 小象生鲜 | ——         | ——            |
| 社区拼团模式  | 盒马集市；十荟团（投资） | 京喜拼拼；兴盛优选（战略投资） | 美团优选 | 多多买菜       | 食享会、同程生活等     |

## 生鲜电商产业图谱

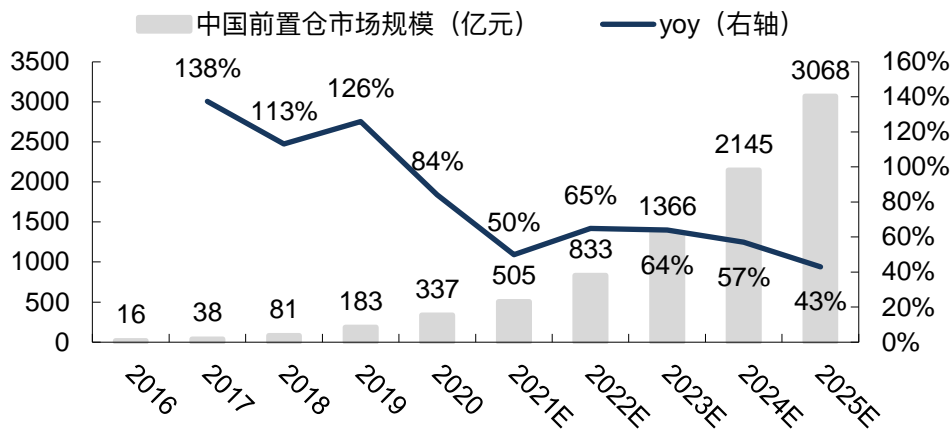
生产者

消费者



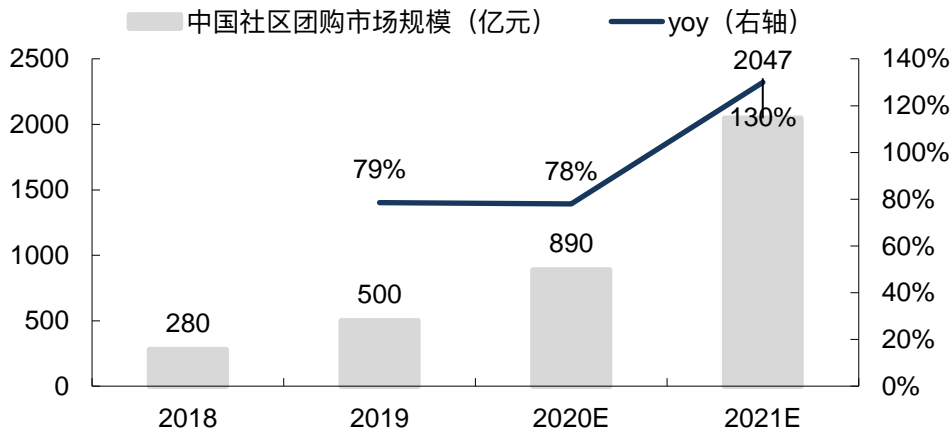
- 社区团购和生鲜前置仓是目前两个比较主要的线上生鲜零售模式。2020年在疫情的带动下，二者的市场规模均取得大幅增长。
- 根据艾瑞咨询，**2020年全国前置仓模式市场规模达337亿元**，同比增长84.2%；预计2025年市场规模将增长到3068亿元，2020-25年CAGR为55.5%
- 根据凯度咨询，**2019年全国社区团购市场规模为500亿元**，同比增速达**79%**，2020社区团购市场规模有望达890亿元。
- 社区团购模式成型时间晚于前置仓。但由于社区团购面向更广大下沉市场（而前置仓面向高线城市），其市场规模已经超过前置仓。2020年下半年互联网巨头们的进场，更是加速了社区团购的发展。
- 我们预计**2020年底美团优选日GMV约1.5-2亿元**，**2021年社区团购行业规模有望超2000亿元**。根据美团在20Q4业绩会上披露的数据，2020年12月下半月美团优选日均成交商品数量超过2000万件，最高接近3000万件。以7元/件的均价来算，其在2020年底的日GMV可达约1.5-2亿元。我们在此假设2021年美团在社区团购中的市占率~35%，日GMV保持2亿元以上，则2021年社区团购的市场规模将有望达到约2000亿元以上。

### 前置仓市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，每日优鲜招股说明书，东吴证券研究所

### 社区团购市场规模及增速

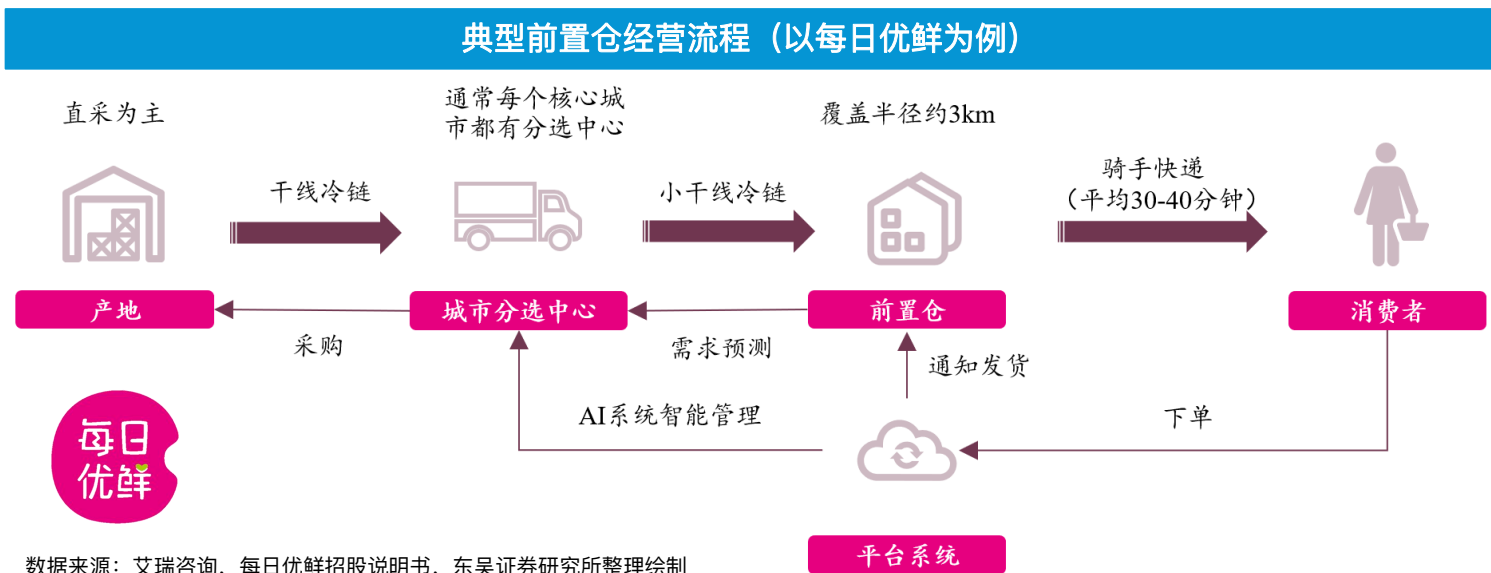


数据来源：凯度咨询（2018-2020E），东吴证券研究所预测（2021E）

## 5.3 前置仓模式重于社区团购，二者在模式上有实质区别

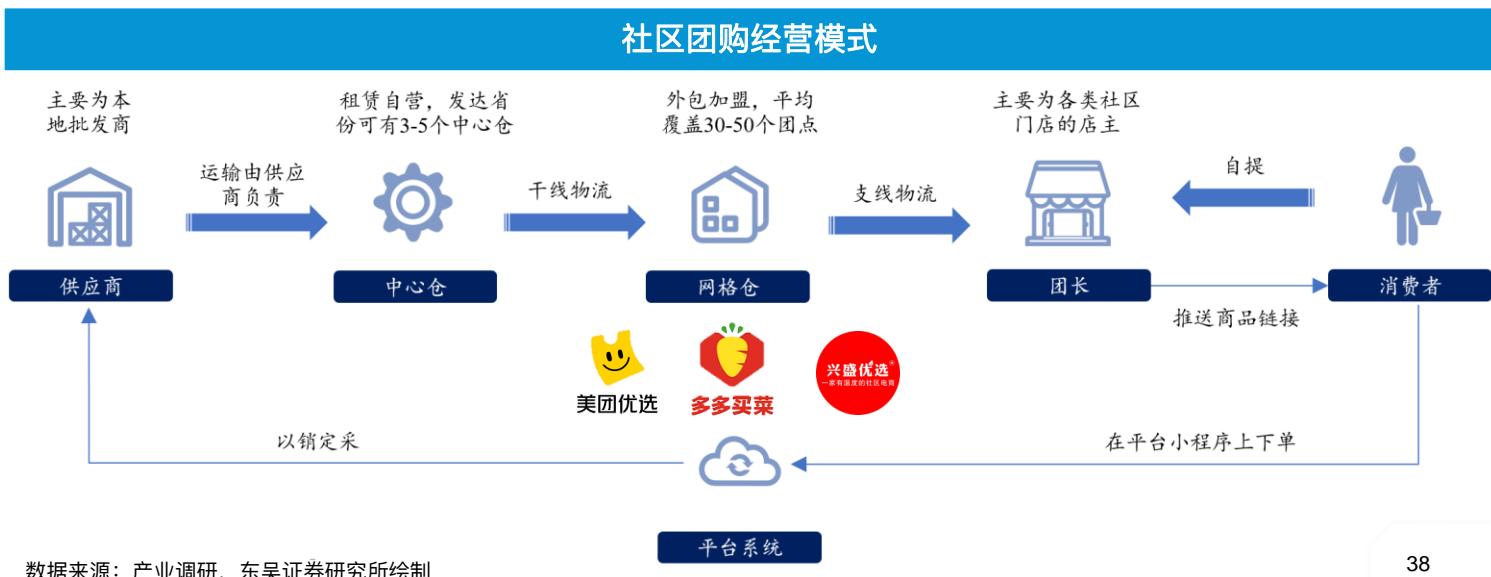
### 前置仓模式：

- ✓ 单票履约费用约20元；
- ✓ 平均客单价60元以上；
- ✓ 骑手送货上门，配送时间约30-40分钟；
- ✓ 用户下单后系统就近匹配前置仓发货；
- ✓ 参与者包括叮咚买菜、每日优鲜等。



### 社区团购模式：

- ✓ 平均履约费用约1元/件；
- ✓ 平均件单价约7元，客单价15-30元；
- ✓ 平台以销定采，晚上23时截单，次日16时前送达；
- ✓ 客户需到团长处（多为社区门店）自提；
- ✓ 参与者包括美团优选、多多买菜等。



## 5.3 前置仓模式重于社区团购，二者在模式上有实质区别

前置仓定义：具备不同温带和冷藏储存能力的社区你仓库



每日优鲜单个前置仓具备：

### 人员



经理 1人  
分拣员工 5-10人  
夜间作业 1-3人  
骑手 10-20人

(夜间作业员工在营业结束后补库存)

### 设施



建筑面积 300m<sup>2</sup>  
多个温区&冷链设施  
零售AI网络智能管理

### 商品&库存



品类：生鲜+日用品  
SKU数量<sup>1</sup> 4300+  
存货周转<sup>2</sup> 3.8天  
损耗率<sup>1</sup> 2.5%

### 配送&单量



覆盖半径 3km  
配送时间<sup>2</sup> 39min  
骑手单量<sup>1</sup> 50单/日  
前置仓日单量 500-1000单

(前置仓单量由骑手平均单量和每个前置仓骑手数推算)

## 5.3 前置仓模式重于社区团购，二者在模式上有实质区别

前置仓的货源以直采供应为主（尤其是生鲜货源）。

- ❑ **叮咚买菜：生鲜直采采购金额占总体采购额的75%。** 2021Q1，公司从超过1600家供应商处采购了12500个SKU。其中有超过5700个生鲜、肉类、海鲜类SKU，以采购额计这些产品中有75%来自直接采购；另有6700个日用品SKU，其中一半来自工厂，另一半来自分销商。使用自有品牌售卖商品，这主要是在生鲜品类，如“日日鲜”猪肉等。
- ❑ **每日优鲜：超过80%的产品直接从源头采购，生鲜直采率达93%。** 其中93%的水果、94%的蔬菜、93%的肉禽产品，91%的新鲜乳制品和96%的海鲜产品都来自直采。2020年公司对接了超过2300家供应商，当供应商无法满足需求时，也会有现场采购的备份来满足日常业务需求。

直采的背后是智能信息系统的高效管理和统筹，前置仓企业需在IT系统上持续投入。

- ❑ 据招股书，叮咚买菜大部分IT系统是公司自研的。根据历史订单、天气、促销或假期情况，公司可利用大数据分析产品需求情况（可提前2天预测任何一天的需求，还可预测某个假期时间段的总需求）。之后公司与农场主签订固定价格合同，确保产品的持续供应。
- ❑ 每日优鲜的零售AI网络（Retail AI Network）在2020年实现了98%的库存补货决策，97%的采购决策和85%的周转管理决策自动化。在该系统的帮助下，每日优鲜确保了94%的SKU在下午5点仍然有货。





## 5.3 前置仓模式重于社区团购，二者在模式上有实质区别

□ 前置仓与社区团购的模式有本质上的区别。前置仓为**自营（经销）模式**，而社区团购为**代销模式**。

- 前置仓为**1P（自营）模式**，平台直接买断商品，并直接承担存货的跌价、滞销、损耗带来的损失。
- 社区团购为**3P（第三方平台）模式**，商品在交付消费者之前都归供应商所有，平台不直接承担存货风险。此外，通常部分选品工作也由供应商完成。

□ 从品类结构上看，前置仓是“即时配送生鲜电商”，而社区团购是“生活刚需品电商”。

- 以每日优鲜为例，据公司招股书，2020年其生鲜品类GMV占比为58%，可见生鲜是其目标客户的核心需求；
- 而根据我们的产业调研，同期成熟区域的社区团购生鲜GMV占比可低至约1/3。
- 社区团购大部分GMV来自日用品品类，可以理解为社区团购主要满足的是居民日常生活所需，这其中生鲜仅占1/3（基本等同于居民食品开支占比）。

### 社区团购与前置仓模式有实质区别

|         | 前置仓                          | 社区团购                           |
|---------|------------------------------|--------------------------------|
| 经营实质    | 自营                           | 代销                             |
| 主要货源    | 直采                           | 本地批发商                          |
| 时效      | 30-40分钟内送达，可满足 <b>即时性</b> 需求 | <b>次日达</b> ，主要满足计划性需求，无法满足突发需求 |
| 配送模式    | 骑手送货上门                       | 到团长处自提（通常为某个社区门店）              |
| SKU数量   | 4000个以上，基本满足大部分日常需求          | 500-1000个，勉强满足日常基础需求，选择有限      |
| 典型单价    | 平均60元至100元                   | 件单价约7元，客单价15-30元               |
| 每单履约成本  | 约20-25元/单                    | 仓配成本约1元/单                      |
| 生鲜GMV占比 | 约60%                         | 约1/3                           |
| 用户画像    | 追求便利性和商品质量                   | 追求低价                           |
| 主要分布区域  | 一二线城市                        | 除偏远省份外的中低线城市和乡镇                |

从Capex和经营风险的角度上看，前置仓都明显重于社区团购。主要体现在：①前置仓平台直接承担诸多个仓库的建设投入；②承担于存货相关的一系列风险；③在上游供应体系的构建上投入更高。

- 大多数前置仓为平台自建，而社区团购绝大多数网格仓由第三方加盟运营。以每日优鲜为例，截至2021Q1，公司前置仓总建面超过20万平米；每个仓库均配备多温层及冷链储存设施，和指定的配送员，这势必将带来较高的Capex。而社区团购网格仓大都交给第三方加盟商建设及管理，平台仅需负责中心仓的投入和运营，大大降低了Capex。
- 前置仓须额外承担单量预测错误等原因造成的存货损耗。前置仓的自营模式下，由单量预测失误、运输储存不当、用户退货等一系列因素造成的库存损耗，都直接由平台承担。社区团购则以销定采，几乎没有因预测失误而直接带来的损失；且在实际经营中，相当一部分的运输损耗和退货损失，都不会直接由平台承担。
- 前置仓深入供应链上游，货源以直采为主；社区团购货源主要来自各地的批发商。前置仓定位于消费水平较高的人群，因此对商品的质量有较高的要求，直采是保障质量、降低成本的关键。社区团购定位极致性价比，甚至可以“什么便宜卖什么”，对货源的要求相对更加宽松，现阶段其货源也主要来自各地区的本土供应商，平台省略了一部分经营细节。

前置仓模式明显重于社区团购，投入、经营杠杆更高，也涉及更多的经营细节

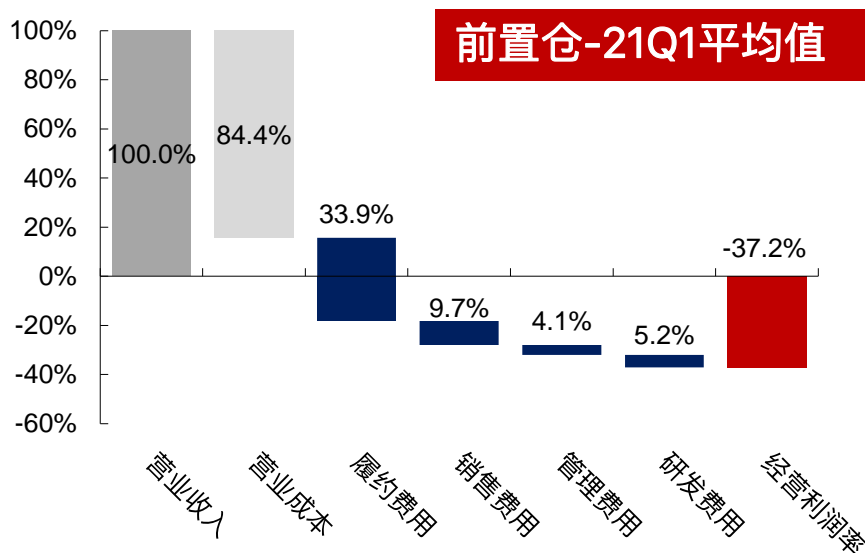


**6. 社区团购 vs 前置仓：  
社区团购更接近盈利，订单密度&规模为二者核心变量**

## 6.1 社区团购履约成本控制更优，成熟地区接近盈利

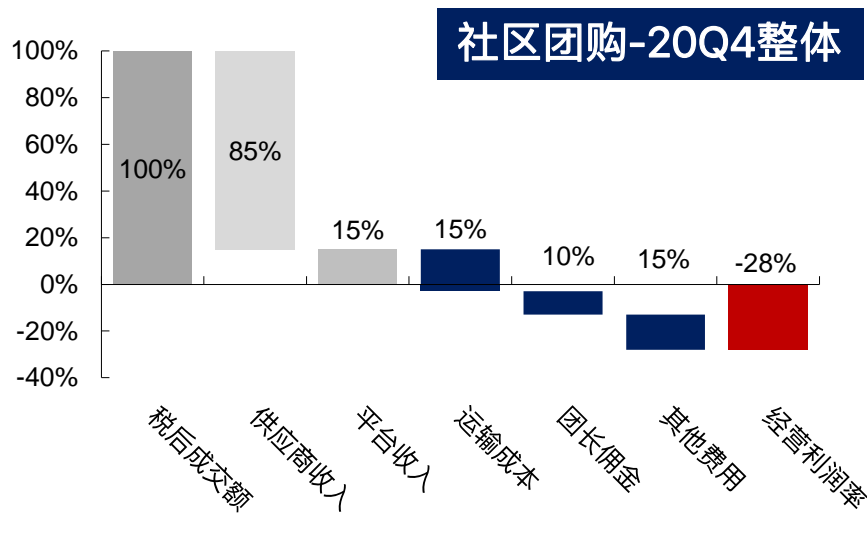
- ❑ 社区团购整体上的运营亏损率或高达近30%，相对前置仓的领先幅度也许没有想象中的那么大。美团在其公开业绩会中提到，20Q4社区团购业务约亏损30亿，且12月下半月的日平均单量超2000万件<sup>1</sup>。我们假设Q4总单量15亿件，单价7元，**可以算出美团优选Q4亏损率约为29%**。而同期，叮咚买菜/每日优鲜的营业亏损率分别为35%/39%。
- ❑ 社区团购模式对关键的履约成本的控制，或大幅优于前置仓。单票履约成本率很大程度上决定了利润率。社区团购可将每单的仓配成本控制在1元左右，对应通常不超过15-20%的费用率；而前置仓的履约成本率通常高达约30-40%。
- ❑ 而社区团购在履约大幅领先的情况下亏损率仍较高的原因是在招商、推广等方面的开支较高。这是由行业目前处于开拓期的现状决定的，也一定程度上扩大了其亏损程度。

### 21Q1前置仓成本、利润率拆解



数据来源：公司招股书，根据每日优鲜/叮咚买菜21Q1平均值计算，东吴证券研究所

### 社区团购整体成本、利润率拆解

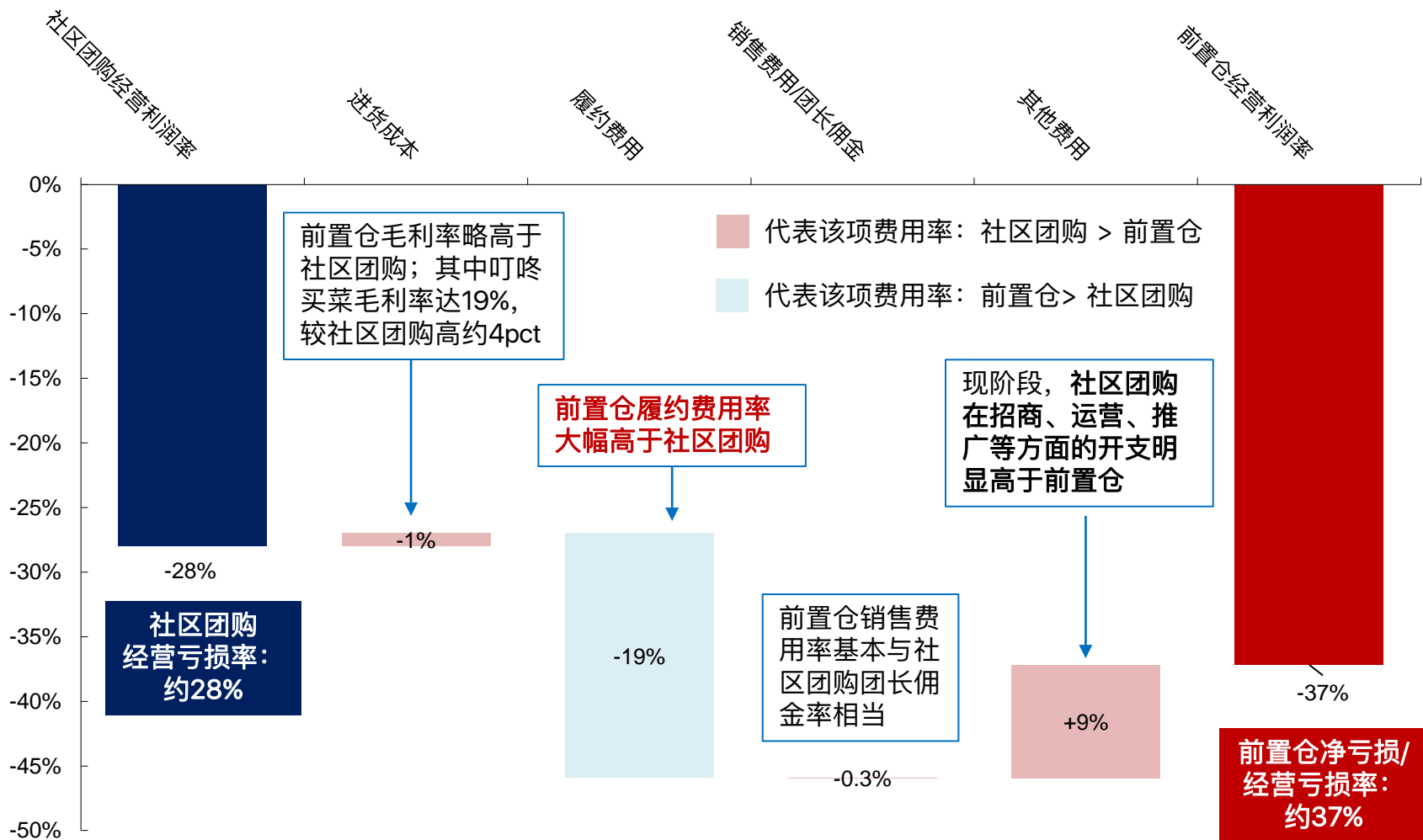


数据来源：产业调研，参考美团20Q4公开业绩会数据，东吴证券研究所整理测算

注1：新业务经营亏损60亿，其中约一半来自美团优选；20年12月后半月美团优选日平均单量超过2000万件，峰值接近3000万。注2：社区团购是3P模式，其支付给供应商的货款不会进入报表，平台仅将“税后销售额 - 进货成本”记为收入。为方便比较，我们仍将税后销售额作为计算成本率和亏损率的基数。

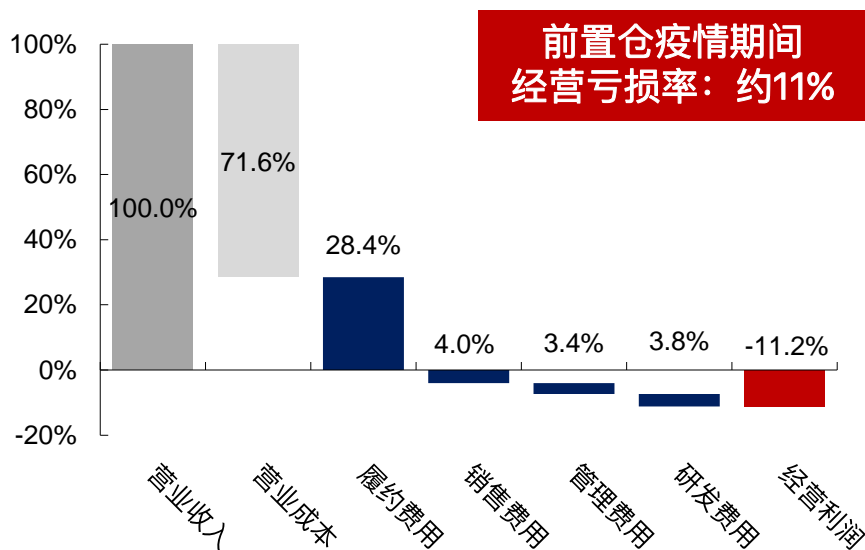
## 6.1 社区团购履约成本控制更优，成熟地区接近盈利

前置仓各项成本率与社区团购对比：前置仓履约费用功率大幅高于社区团购



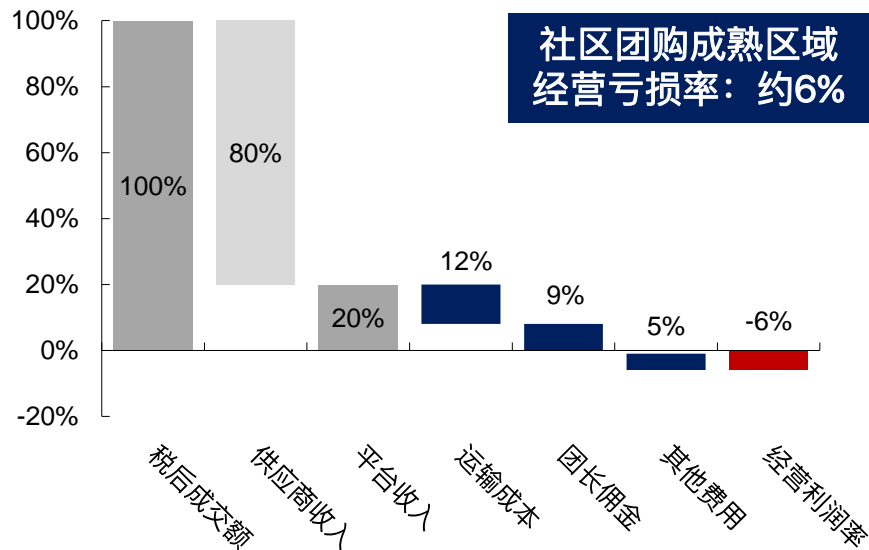
- 前置仓在疫情期间、社区团购在部分成熟区域的亏损率，均低于二者目前的整体水平。招股书数据显示，叮咚买菜、每日优鲜两大前置仓龙头在疫情期间（20Q1）均将净亏损率控制在11%左右。根据我们的产业调研数据测算，社区团购在部分成熟区域可实现仅约6%的经营亏损率。
- 密度和规模是一体两面，这二者或是决定社区团购/前置仓利润率的核心变量。疫情期间的社区团购、成熟区域的团购均拥有更高的订单密度，实现规模效应。如，20Q1叮咚买菜/每日优鲜收入分别同比+469%/ +64%；而社区团购在成熟省份的单量可达一般省份的5-10倍。这两个例子，均是密度提升带来了规模效应，最终实现更好的利润率。
- 更具体而言：前置仓在疫情期间，成本率和履约费用率均由大幅改善；而成熟区域的社区团购能向更高层级的供应商采购商品换取价格优势，同时缩减在前端和团长佣金上的投入。

### 20Q1叮咚买菜、每日优鲜平均费用率、利润率水平



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 2020年末，社区团购在成熟地区的亏损率可控制在~5%



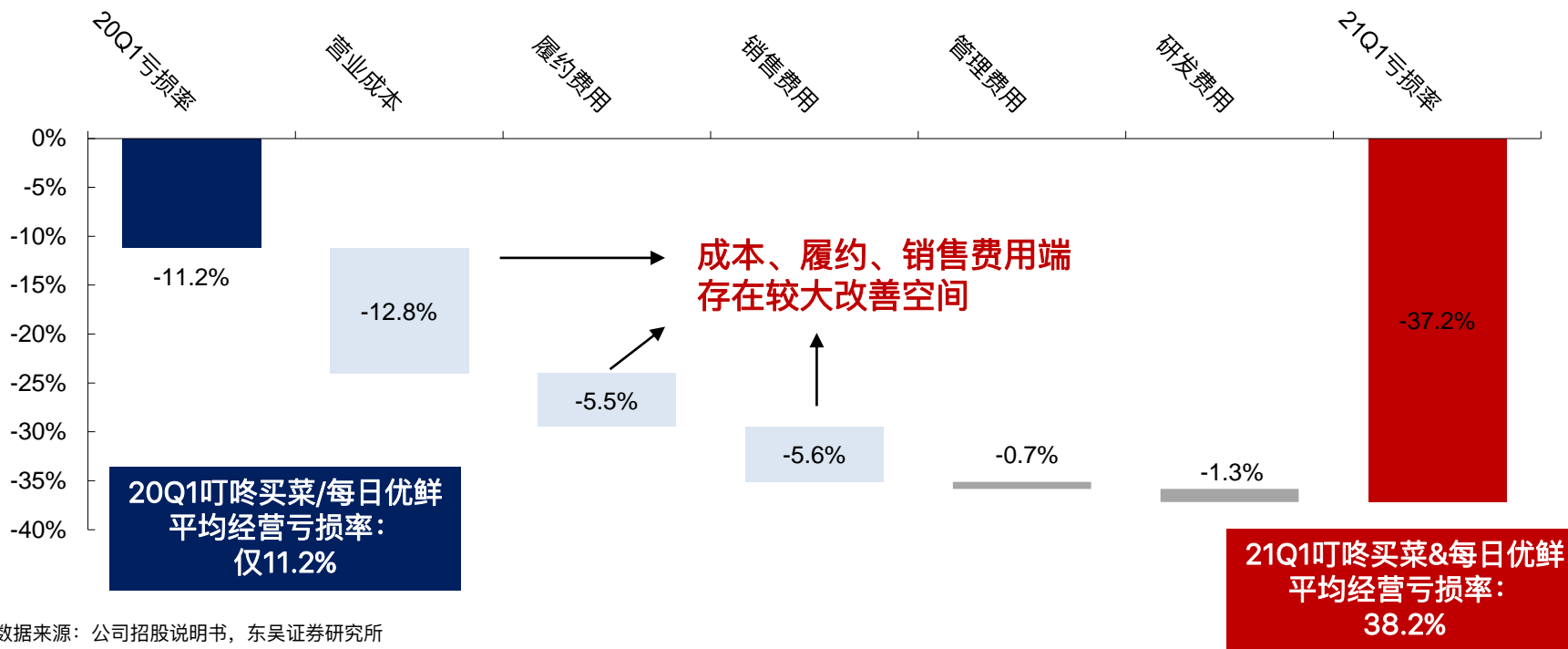
数据来源：产业调研，东吴证券研究所

## 6.3 前置仓营业成本、履约费用、营销费用有一定的优化空间

前置仓21Q1与疫情期间利润率的差异，主要来自成本率、履约费用率、销售费用率三项。对比21Q1与20Q1叮咚买菜、每日优鲜的平均成本率，21Q1成本率/履约费用率/销售费用率分别高12.8%/5.5%/5.6%。我们认为未来前置仓的优化空间将主要来自这三项。

- ❑ **成本端：未来需不断优化供应链内功。**疫情期间前置仓具备一定的稀缺性，需求爆发带来毛利率提升。这未来或难以复制，但通过包括继续深入上游供应链、建立自有品牌等措施，平台仍有望较大幅改善其毛利率。
- ❑ **履约成本：看设施利用率的提升。**疫情期间，前置仓单量和仓配的利用率都大幅提升，压低履约成本。前置仓履约环节固定成本高，密度提升有助于摊薄费用率。
- ❑ **销售费用率：或与平台规模有较强的负相关性。**疫情期间的特殊需求使平台无需通过广告投放，就能获得大批客户。前置仓模式能够提供上佳的体验，核心用户忠诚度较高。未来当忠实用户达到一定规模后，平台可适当减少营销投放。

### 20Q1 vs 21Q1：叮咚买菜、每日优鲜平均成本率利润率对比——疫情期间成本、履约、营销费用率显著更低



- ❑ **毛利率的提升是未来扭亏的重点。**前置仓需要骑手配送，而支付给骑手的配送费用较为昂贵且刚性。想要覆盖掉配送端的高成本，平台须在毛利端做文章。对于GMV占比较高的生鲜品类而言，不论是提高高溢价高品质品种的占比，或是推出自有品牌，都有望提升毛利率。
- ❑ 如叮咚买菜推出“日日鲜”猪肉、“叮咚大满贯”火锅原料、“拳击虾”小龙虾等等自有品牌。据招股书，21Q1，叮咚买菜自有品牌GMV占总GMV的3.3%，在上海地区自有品牌占GMV的8.1%。
- ❑ **密度和规模的提升有望摊薄仓配环节的履约费用，但骑手成本较为刚性。**履约费用包括仓库的费用和骑手配送的费用。骑手配送成本与总单量基本上线性相关，单票配送费用较为刚性。前置仓面积和SKU数量等指标相关性较大，订单密度上升后仓配成本可得到摊薄。
- ❑ 疫情期间，前置仓双雄就借助订单密度的上升摊薄了5.5pct的履约成本率，我们认为这主要来自仓库环节的费用摊薄。
- ❑ **规模&用户粘性达到一定程度后，平台可主动减少广告投放，销售费用自然下降。**目前处于成长阶段的前置仓双雄，在线上、线下各类场景都有投放广告，以获取新客户。待其规模上升，并逐渐步入成熟阶段后，平台可主动减少广告投放。

### 叮咚买菜自有品牌产品——“日日鲜”猪肉



数据来源：叮咚买菜招股说明书，东吴证券研究所

### 每日优鲜、叮咚买菜的社区广告投放



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所



## 7. 社区团购vs前置仓： 未来是否会相互取代/整合？

- 在线上生鲜电商模式矩阵中，社区团购和生鲜前置仓满足的是两种“极端需求”。
- 前置仓的价格大约是线下超市的120%，社区团购的价格约是线下超市的80%。
- 社区团购主打“极致的省”：社区团购是最便宜的模式，并且能做到还不错的时效性（次日达），但可选SKU明显较少，且因为定位原因，商品质量并不突出。
- 前置仓主打“极致的好”：前置仓是最贵的模式，但是时效性（平均30-40分钟送达）和质量（可做到全程冷链）上都是最好的，且SKU数量也足够满足日常生活所需。
- 因此可以认为，社区团购和前置仓模式满足的是两种截然不同的需求，二者面向不同的用户群体。

各类线上生鲜零售满足的是不同的需求

|   | 京东到家 | 传统生鲜电商 | 社区团购  | 前置仓 & 盒马 |
|---|------|--------|-------|----------|
| 多 | ★★★  | ★★★    |       | ★        |
| 快 | ★★★  |        | ★     | ★★★★★    |
| 好 | ★    |        |       | ★★★      |
| 省 | ★    | ★★★    | ★★★★★ |          |

在价格上，社区团购和前置仓位于两个极端

| 品类       | 社区团购 | 前置仓  | 商超   |
|----------|------|------|------|
| 生鲜 - 瓜果  | 59%  | 136% | 100% |
| 生鲜 - 蔬菜  | 76%  | 128% | 100% |
| 生鲜 - 肉禽蛋 | 83%  | 124% | 100% |
| 标品 - 食饮  | 84%  | 123% | 100% |

## 7.1 社区团购和前置仓满足两种不同的“极端需求”，面向不同用户群体

武汉拥有多种线上生鲜零售业态，且经营的时间都比较久。从武汉地区各业态的价格对比来看：

- ❑ 前置仓&店仓（每日优鲜、盒马鲜生）送货上门的价格，大约是超市（中百仓储、沃尔玛）的120%；
- ❑ 社区团购（美团优选、多多买菜、兴盛优选）的价格，大约是线下超市的80%。

前置仓、社区团购、本地商超价格对比（武汉地区，2021年4月）

| 平台名称         | 美团优选  | 多多买菜 | 兴盛优选  | 每日优鲜  | 盒马鲜生  | 中百仓储  | 沃尔玛   | 平台名称           | 美团优选  | 多多买菜 | 兴盛优选  | 每日优鲜  | 盒马鲜生  | 中百仓储 | 沃尔玛  |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|------|-------|-------|-------|------|------|
| 平台类型         | 社区团购  |      |       | 生鲜电商  |       | 连锁商超  |       | 平台类型           | 社区团购  |      |       | 生鲜电商  |       | 连锁商超 |      |
| 油麦菜 (500g)   | 3.98  | 1.41 | 3.58  | 8.17  | /     | 4.08  | 8.17  | 西红柿 (500g)     | 2.49  | 1.69 | 1.99  | 6.5   | 3.6   | 3.13 | 5.57 |
| 娃娃菜 (400g)   | 2.99  | /    | /     | 4.72  | 7.9   | 7.02  | 6.56  | 芜湖椒 (500g)     | 1.99  | 3.18 | 2.98  | 4.53  | 5.98  | 3.8  | 5.8  |
| 香芹 (250g)    | 1.79  | 1.69 | 1     | 4.92  | 4     | 1.93  | /     | 鲜香菇 (250g)     | 2.49  | 2.39 | 3.68  | 4.98  | 12.38 | /    | 6.5  |
| 菠菜 (300g)    | /     | /    | 2.98  | 3.9   | 4.99  | 2.08  | 5.9   | 黄瓜 (500g)      | 1.59  | 1.68 | 2.49  | 3.99  | 3.98  | 2.58 | 3.8  |
| 生菜 (250g)    | 5.99  | 1.56 | 1.79  | 2.49  | /     | 1.93  | 3.25  | 胡萝卜 (500g)     | 1.58  | 1.49 | 1.99  | 3.74  | 19.8  | 2.08 | 9.88 |
| 包菜 (500g)    | 5.99  | 3.18 | 1.42  | 1.99  | /     | 1.75  | 3.55  | 苹果 (600g)      | 2.99  | 3.53 | 4.75  | 8.34  | 9.9   | 6.21 | 9.54 |
| 黄心土豆 (500g)  | 1.39  | 0.99 | 1.5   | 3.5   | 2.58  | 1.79  | 2.45  | 香蕉 (1000g)     | 6.99  | 6.9  | 16.5  | 16.5  | 19.85 | 6.5  | 11.8 |
| 紫薯 (500g)    | 4.99  | 2.45 | 2.34  | 4.45  | /     | 3.04  | /     | 火龙果 (两个 500g)  | 5.88  | 5.79 | 9.99  | 11.58 | 16.61 | 10.2 | 10.5 |
| 生姜 (250g)    | 1.95  | 1.98 | 3.11  | 8.63  | 5.86  | 3.23  | 4.08  | 草莓 (250g)      | 8.88  | 9.99 | 16.24 | 17.07 | /     | /    | 17.9 |
| 玉米 (2根)      | 3.79  | 3.89 | 3.99  | 5.9   | 9.9   | /     | 13.9  | 东北大米 (5kg)     | 21.9  | 18.9 | /     | 29.9  | 29.9  | /    | 26.9 |
| 鸡胸肉 (400g)   | 5.99  | 6.39 | 5.99  | 7.12  | 12.11 | 9.1   | 6.32  | 挂面 (1kg)       | 3.99  | 4.6  | 5.55  | 6.9   | 9.9   | 4.9  | 5.9  |
| 鲜鸡蛋 (30枚)    | 15.49 | 21.5 | 14.6  | 19.8  | 21.8  | /     | 19.8  | 食用油 (5L)       | 51.8  | 48.9 | 50.9  | 69.9  | 79.9  | /    | 57.9 |
| 带皮猪腿肉 (300g) | 9.99  | 9.33 | 11.85 | 16.04 | 19.9  | 13.88 | 11.34 | 百事可乐 (330ml*6) | 8.99  | 8.99 | 9.99  | 10.9  | 9.5   | 9.5  | 9.8  |
|              |       |      |       |       |       |       |       | 蒙牛真果粒 (12盒)    | 27.99 | 27.8 | 29.8  | 44.5  | /     | /    | 39.6 |
|              |       |      |       |       |       |       |       | 抽纸 (600抽)      | 12.5  | 10.9 | 12.9  | /     | 17.8  | 13.5 | /    |
|              |       |      |       |       |       |       |       | 牙膏 (210g)      | 22.9  | 23.9 | 24.9  | 34.5  | 38.8  | /    | 35.5 |
|              |       |      |       |       |       |       |       | 洗洁精 (1kg)      | 6.89  | 6.99 | 8.99  | 10.9  | 9.9   | 9.5  | 9.9  |
|              |       |      |       |       |       |       |       | 洗衣液 (750g)     | 9.49  | 7.5  | /     | 14.9  | 9.9   | /    | 9.8  |

数据来源：各平台微信小程序，盒马APP，东吴证券研究所整理

注1：社区团购、生鲜电商定位武汉市汉阳区新华社区附近，中百仓储为五龙路店，沃尔玛为龙阳大道店

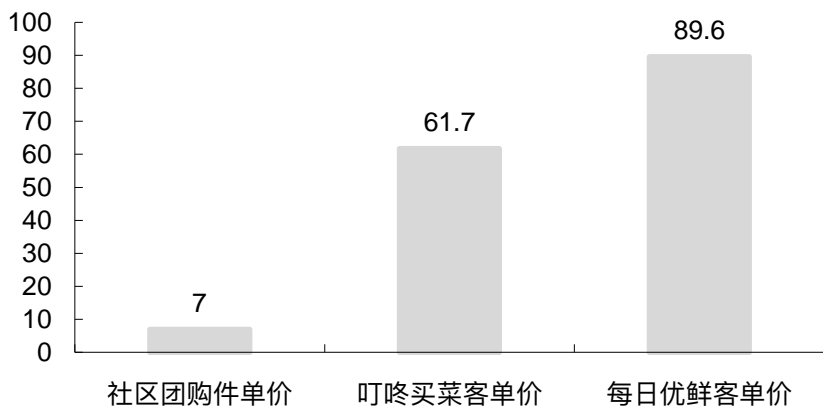
注2：价格取自2021年4月14至21日，每个单品的价格都取自同一天

注3：未完全考虑商品品质差异，未考虑运费。每日优鲜/盒马鲜生部分产品可能产生额外运费。

社区团购和前置仓面向不同人群。履约体系不同决定客单价不同，而客单价、配送体验的不同决定了二者面向不同人群。

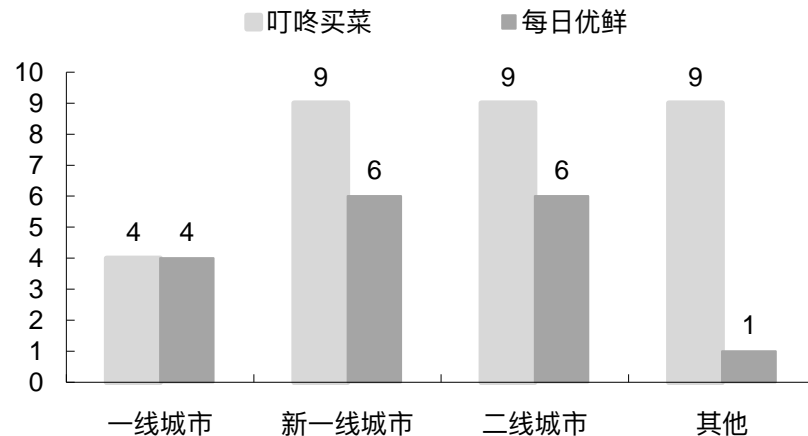
- ❑ **前置仓客单价显著高于社区团购。**2021Q1，根据公司招股书，叮咚买菜/每日优鲜的客单价分别为61.7 / 89.6元。而根据我们产业调研的数据，同期社区团购的平均件单价约为7元，按照用户平均每次购买2-3件商品来算，平均客单价也不会超过20-30元，可见前置仓客单价显著高于社区团购。
- ❑ **前置仓价格贵、单价高，主打高品质和便捷性，这使得其的核心用户群体主要集中在高线城市。**根据每日优鲜 / 叮咚买菜APP上的地址选择页面，截止2021年6月15日，二者分别在17 / 31个城市设有前置仓，其中二线及以上城市的数量比例为94% / 71%。而高线城市贡献的GMV比例，很可能会高于高线城市的数量比例。
- ❑ **社区团购价格低，且履约成本对客单价不敏感，使其能够很好地适应中低线城市。**就算一个团长的50名客户每人都只下单1件商品，平台仍然有利可图。这是因为社区团购无需最后一公里配送，其配送体系对客单价不敏感，同样的一盘子商品由多少个人购买，对平台履约成本的影响不大（社区团购履约成本对SKU数量和团效更敏感）。而前置仓每次配送都需要承担一次骑手的配送成本，因此需要抬高客单价摊薄履约费用，这对低线城市人群并不友好。

21Q1社区团购、叮咚买菜及每日优鲜平均单价对比（元）



数据来源：社区团购来自产业调研，叮咚买菜、每日优鲜来自招股书，东吴证券研究所  
注：每日优鲜客单价为有效用户客单价，有效用户指代一段时间内毛利为正的用戶。

每日优鲜、叮咚买菜进入城市的层级分布（截至21-06-15）

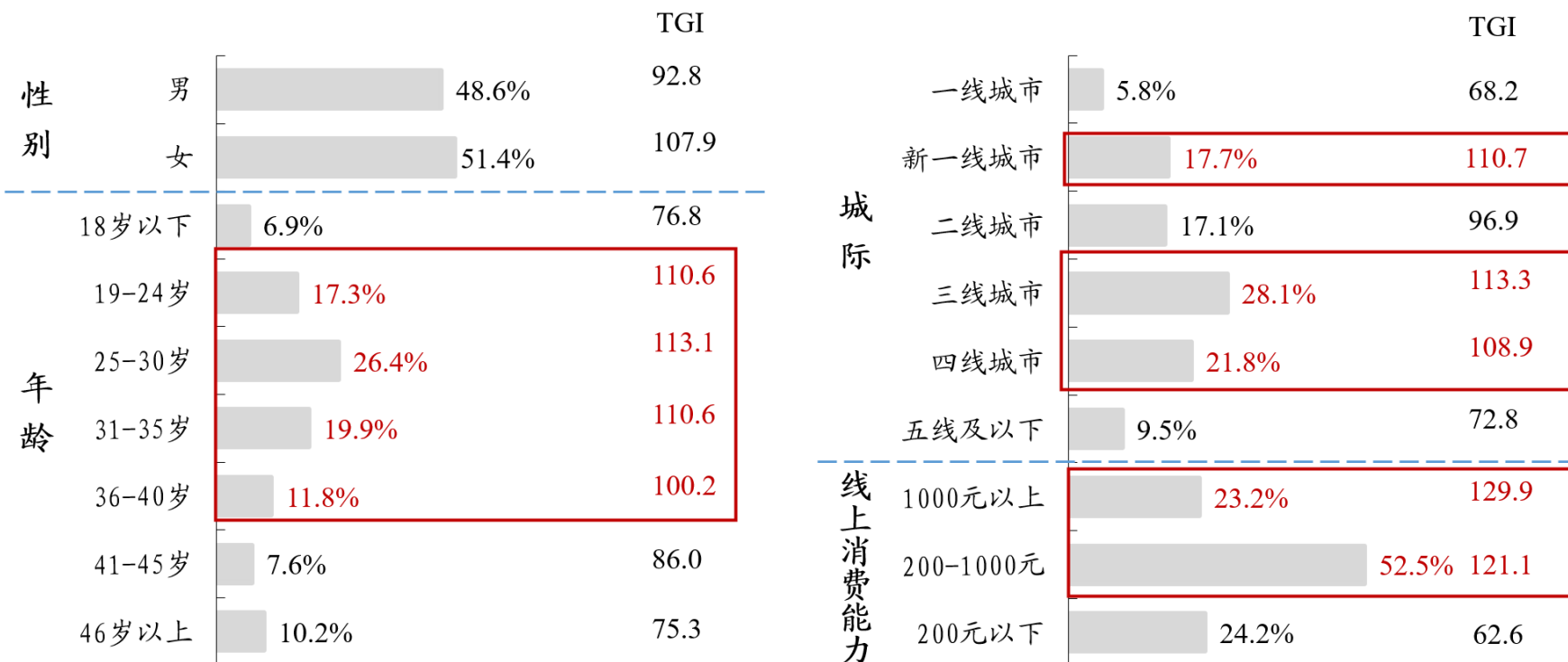


数据来源：平台APP，第一财经，东吴证券研究所整理。  
注：城市层级划分依据为第一财经《2021城市商业魅力排行榜》，仅统计拥有前置仓的城市

## 7.2 前置仓面向发达地区，社区团购更爱下沉市场

- 社区团购的消费者中有很大部分来自三、四线甚至更下沉的区域。目前各大社区团购平台的主要下单渠道是微信小程序。根据QuestMobile的统计数据，社区团购微信小程序用户中，三线/四线城市的用户占比分别为28.1%/ 21.8%，是社区团购的主要用户群体。而从TGI角度上看，新一线/三线/四线城市的TGI最高，分别达到110.7/ 113.3/ 108.9。
- 可见，社区团购用户在城市层级分布上，和前置仓几乎是错开的。

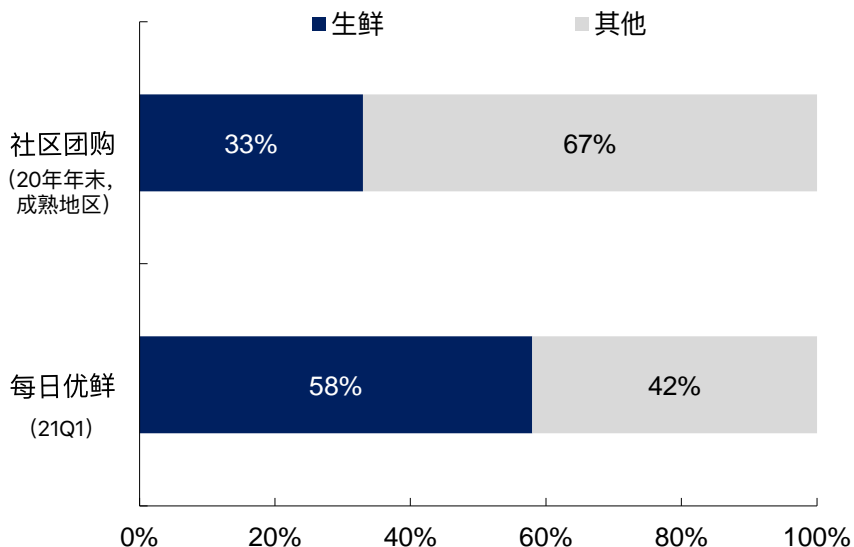
2020年12月社区团购微信小程序用户画像分布



**前置仓：高质高价，生鲜为主日用品为辅；社区团购：极致性价比的生活用品，生鲜只是其商品池子中的一个大类**

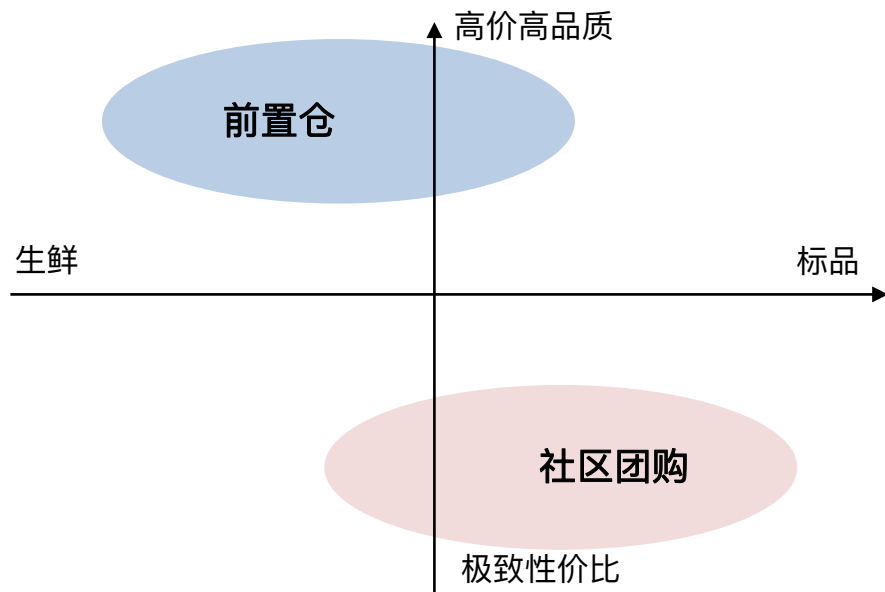
- ❑ **前置仓品类结构中，通常过半的GMV来自生鲜产品。**以每日优鲜为例，据招股书，2021Q1，公司58%的GMV来自水果、蔬菜、肉类、海鲜和乳制品等生鲜品；日用快消产品（FMCGs）占公司GMV之比为42%。
- ❑ **而社区团购在较成熟地区，生鲜占总GMV之比可低至约1/3。**可以认为社区团购的整体运营逻辑是“生鲜引流、标品赚钱”，生鲜GMV占比在1/3左右是现阶段的一个平衡点，在这个比例下，生鲜既能够起到引流的作用，又不至于带来过大的亏损压力。当然在一部分新地区，为了加快获客速度，生鲜的GMV占比会更高一些。
- ❑ 总的来说，前置仓占据高客单市场，生鲜为主；社区团购占据性价比市场，生鲜为辅。这一系列错位为其提供了共存的空间。

前置仓、社区团购生鲜GMV占比有较大不同



数据来源：社区团购来自产业调研，每日优鲜招股书，东吴证券研究所

前置仓在品类构成和价格上与社区团购有部分错位



数据来源：东吴证券研究所绘制

前置仓SKU容量显著大于社区团购模式，可做为一种补充业态而存在

- ❑ 前置仓SKU数量可达4000个以上。据每日优鲜招股书，2021Q1每日优鲜前置仓拥有超过4300个SKU，可实现平均39分钟送达；此外有超过2万个SKU能够实现次日达，作为前置仓的补充。叮咚买菜方面，2021Q1公司从超过1600家供应商处采购了超过1.25万个SKU，其中包括5700+生鲜、肉类、海鲜类SKU和6700+日用品SKU。前置仓最快可实现30分钟上门配送，因此其在满足日常需求之余，还可满足“突然想要某个商品”的需求，并作为一种补充业态而存在。
- ❑ 通常社区团购同时可供选择的SKU数量约1000个。这主要是采购和履约方面的限制：采购端需通过大采购量换取价格优势；履约端，SKU数量增加可能会使分拣效率显著下降。因此社区团购通过每日轮换SKU组合来实现更多商品的覆盖，而每日提供的约1000个SKU会让平台在品种丰富度上略有不足，有时会缺少一些常见商品。此外社区团购时效性为次日达，因此其主要满足计划性的基础生活用品消费需求。

综上，我们认为，尽管随着前置仓、社区团购的不断扩张，二者已经在部分地区出现重合，但相同地区下生鲜前置仓仍然和社区团购有共存空间。

### 社区团购SKU数有所不足，有时会缺少一些常见商品

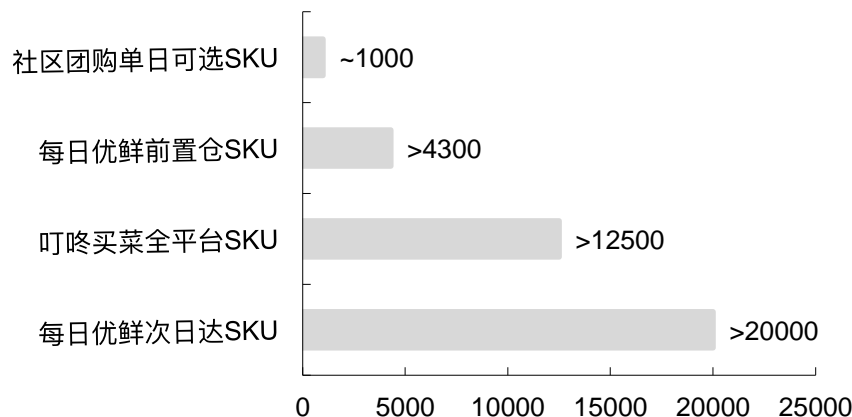
社区团购SKU总数不多，有时会缺少一些常见商品。

如图所示，平台上搜索“豆芽”，没有相应结果。



数据来源：美团优选小程序，东吴证券研究所

### 前置仓能够容纳更多的SKU

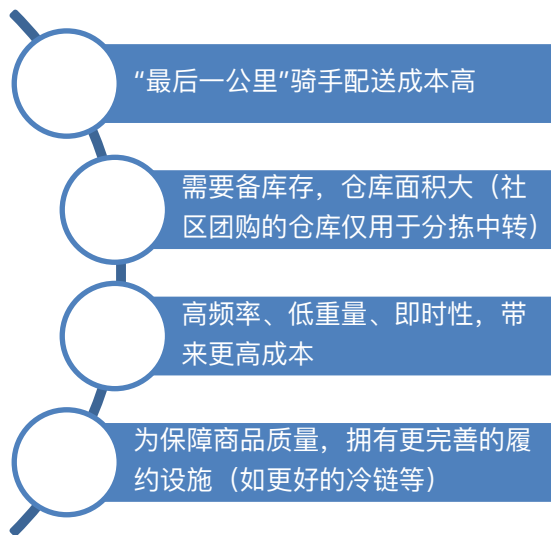


数据来源：社区团购来自产业调研，公司招股说明书，东吴证券研究所

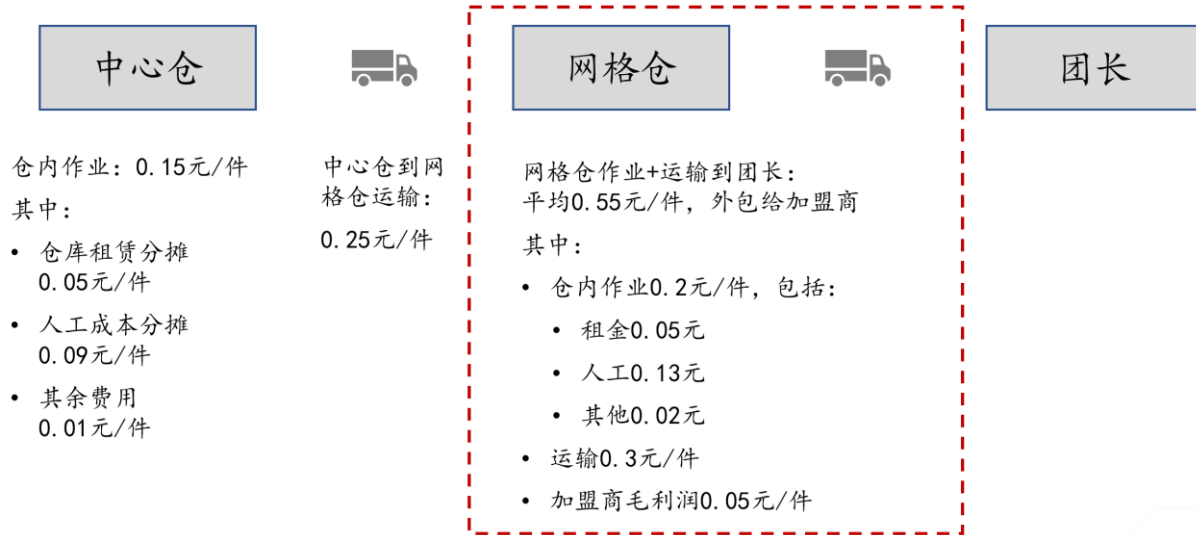
社区团购和前置仓产生以上一系列区别的一大原因在于二者仓配模式的不同。

- ❑ 单票配送成本存在较大差异，前置仓单票履约成本约20元，而社区团购可低至1元。用履约费用除以总订单数，我们大致估算得2020年叮咚买菜/每日优鲜的单票履约成本为20.4 / 19.7元。而社区团购仓配端的成本可低至1元，即使算上平均约0.7元/单团长佣金，也显著低于前置仓。
- ❑ 社区团购物流特性为计划性、低频率、高密度；前置仓特性为即时性、高频率、低密度。因此社区团购能做到更低的物流成本；而前置仓通过高履约成本，换来了更快的时效和更好的配送体验。
- ❑ 社区团购履约成本对于团效（一个团一天的件数）、SKU数量比较敏感，而对客单价不那么敏感，因此：①在同一时间内平台上可选的SKU数量不多；②不会用“满XX元免运费”的方式限制最低消费，用户随意下单，一件免邮。
- ❑ 前置仓目标客群定位更高，为保障商品质量，在冷链等方面的履约设施更完善，也带来更高成本；此外骑手每次上门配送均会产生额外的配送费用，因此整体履约成本更高。

### 前置履约送为何贵于社区团购？



### 2020年年末，社区团购仓配环节的单品履约成本可控制在1元以内





生鲜电商的前置仓和社区团购的网格仓之间，可能不会有太多的协同。

- ❑ 生鲜电商前置仓的主要职能是提高时效性，做到半小时配送，因此前置仓的大部分面积用于存储商品。社区团购网格仓的核心职能是缓解中心仓的分拣压力，和干线物流的运输配送压力，社区团购仓库的面积主要用于平铺分拣。
- ❑ 二者在仓库面积的作用上重合较少（前置仓：存储，网格仓：分拣），运输体系（前置仓：骑手；网格仓：金杯车）、选址等方面也会有所区别。此外社区团购绝大多数网格仓被外包给第三方加盟商，而大部分前置仓是自营模式。因此我们认为，二者间的协同效应不高，各参与方也缺乏整合前置仓和网格仓的意愿。

而社区团购的中心仓与前置仓模式的城市分选中心/质量控制中心，在职责上也有所不同。社区团购的中心仓一般不负责加工打包，而将这部分作业交给供应商。总体上社区团购中心仓的职责更轻，也能够覆盖更大的面积。

### 城市分选中心VS中心仓：职责有所不同

#### 前置仓模式的城市分选中心

- 职责包括质检、存放、加工打包、分拣发货到前置仓

#### 社区团购的中心仓

- 职责仅包括商品入库、分拣发货等
- 库存存放、加工打包等环节主要由供应商负责

### 网格仓VS前置仓：没有显著协同

#### 社区团购 网格仓

缓解中心仓分拣配送压力

平铺分拣

小型货车、金杯车

基本为外包第三方

V.S.

#### 生鲜电商 前置仓/仓店

存在意义

主要功能

配送体系

经营模式

提高配送时效性

存储商品

骑手

自营为主

**我们认为：社区团购网格仓与生鲜电商前置仓之间共同点/协同不多，将二者合并的意义不明显**

## 8. 投资建议

- ❑ **前置仓双雄对比：优势区域不同，叮咚买菜规模更大。**每日优鲜是生鲜前置仓的先行者，叮咚买菜19Q4收入首次小幅超过每日优鲜后，在20Q1借疫情持续拉开规模差距。叮咚买菜/每日优鲜2020年GMV为130 / 76亿元，21Q1收入分别为38 / 15亿元。据招股书，叮咚买菜的GMV主要来自长三角，而每日优鲜在中国北部市场份额第一。
- ❑ **前置仓市场规模在百亿级，是个集中度较高的赛道。**艾瑞咨询预计2020年前置仓市场规模为337亿元，同比+84%。按GMV计算，**2020年前置仓双雄的市场份额在60%以上。**
- ❑ **连续亏损下，前置仓双雄未来或仍需不断融资。**21Q1，叮咚买菜/每日优鲜的净亏损率分别为 36.4% / 39.9%；21Q1，叮咚买菜、每日优鲜（期末在手现金+短期投资）÷ 季度经营性现金流出的结果分别为5、3左右。
- ❑ **订单密度和总体规模的提升，或为改善前置仓盈利的一大要点。**订单密度&规模提升有利于：①毛利端，提高采购额降低成本率，提高需求预测的精准度降低货损；②履约端，摊薄仓配端固定支出；③营销端减少投放。
- ❑ **前置仓对比社区团购：社区团购目前市场规模更大，2021有望突破2000亿。**我们根据美团优选2020年12月下半月的数据推测，其日均GMV或已达到约1.5亿元，按此数据推算2021年社区团购市场份额有望突破2000亿元。
- ❑ **前置仓重于社区团购，社区团购更接近盈亏平衡。**社区团购①以销定采不承担库存风险，②大部分网格仓为第三方外包，③货源以本地供货商为主无需直采，因此在资本支出、经营风险等方面均轻于前置仓。社区团购头部平台的经营亏损或在GMV的30%以下，且在成熟省份可控制在10%以内，好于前置仓（约35-40%的经营亏损率）。
- ❑ **社区团购与前置仓在主要客群、品类结构等方面有所不同，可实现共存。**客群：前置仓多分布于发达地区；社区团购可进入下沉市场。品类：生鲜品占比，前置仓约60%，社区团购约1/3，**社区团购更像“生活必需品电商”。**SKU数：前置仓SKU可达4000个以上，满足大部分日常需求；社区团购SKU约1000个，仅能满足基础需求。
- ❑ **生鲜的线上渗透率不高，生鲜的渠道变革会是一场持久战，建议持续关注生鲜线上零售赛道。**我国生鲜零售仍以较传统的农贸市场为主，据艾瑞咨询，2020年线上生鲜渗透率不足10%，未来生鲜渠道的变革仍有较大空间。但受制于上游链路长零散的农产品供给和下游错综复杂的城市层级，未来生鲜渠道的现代化变革，或仍将持续较长时间。而生鲜作为高频刚需品类，消费者粘性强，在流量获取层面上具备战略意义，生鲜线上零售赛道值得我们的持续关注。
- ❑ **相关标的：叮咚买菜、每日优鲜等。**

## 9. 风险提示

- ❑ **亏损持续扩大：**目前前置仓双雄，及大多数社区团购平台整体上经营亏损率仍较高，随着规模不断增长，其亏损幅度有进一步扩大的风险。当然规模上升到一定程度之后，亏损额也有望出现拐点。
- ❑ **融资不及预期：**叮咚买菜、每日优鲜等前置仓企业的亏损率、亏损额仍然较高，经营性净现金流持续为负，或许持续融资。若融资不及预期，企业现金流可能会出现問題。
- ❑ **区域拓展不及预期：**在新区域的扩张是前置仓和社区团购的一个主要增长驱动，但两种模式在每个新进入的地区，都要重新架设履约体系。若新区域业绩不及预期，可能导致大额亏损，同时影响整体的规模增速；此外跨区域管理也可能引入新的问题。
- ❑ **行业竞争风险：**中国的社区零售业竞争激烈。目前潜在的竞争对手包括其他前置仓电商企业、传统电商和互联网企业，以及传统零实体零售店和超市。此外，新技术可能会加剧前置仓零售业的竞争，新的竞争性商业模式可能会出现，例如基于新形势的社交媒体。竞争加剧可能会降低利润率和市场份额并影响品牌知名度，或导致重大损失。
- ❑ **质量问题：**生鲜、海鲜、肉类等非标准产品的抽样检验存在固有局限性，且快速扩张导致平台将与越来越多的供应商合作，若平台和品牌方的质控体系不完善，可能会发生产品质量问题，招致赔偿或罚款。
- ❑ **产品供应问题：**平台从第三方供应商处采购产品，持续的业务增长很大程度上依赖于以有利的价格和付款条件从供应商处采购足够数量的产品的能力。若无法以优惠的价格采购足量产品，收入和成本将会受到重大不利影响。
- ❑ **监管进一步趋严：**相关部门对平台电商和互联网行业的监管不断加强，若政策未来进一步收紧，可能对相关企业的扩张速度和盈利能力造成直接影响；但这些政策也有望改善市场竞争环境，有助于运营、服务、效率等方面有优势的企业脱颖而出。
- ❑ **调研数据不准确：**本报告采用了一系列的产业调研数据，考虑到社区团购和前置仓发展迅速、且不同地区发展状况差异较大，这些调研数据有可能存在滞后性、取样偏差等问题，可能无法完全反映真实情况。

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“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司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公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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：

公司投资评级：

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  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园