

传媒互联网

证券研究报告

2021年06月28日

叮咚买菜：前置仓电商领跑者，科技赋能扩大产业链优势

作者

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

叮咚买菜以叮咚小区起家，2018 年转型前置仓模式专注生鲜食材赛道

2014 年 3 月，上海壹佰米网络科技有限公司成立，上线叮咚小区 APP，主要提供邻里社交平台，2017 年 5 月叮咚小区正式更名为叮咚买菜，聚焦高频刚需的生鲜食材。随后，叮咚买菜历经 10 轮融资，加快扩张品类及业务区域，截止 2021 年第一季度，叮咚买菜已建立超 950 个前置仓，区域处理中心 40 个，总计服务 29 个城市，2020 年公司实现 GMV 130 亿，占到即时电商平台总 GMV10.1%，市占率第一。

数字化升级推动生鲜电商市场规模高速增长，其中前置仓市场份额逐步提升

2020 年生鲜市场规模为 5.1 万亿，年复合增长率为 6.7%；受益于生鲜供应链基础设施的完善发展，生鲜电商渗透率由 2016 年 2.8% 提高至 2020 年 8.1%，预计 2025 年将达到 17.8%，市场空间较大。相较于菜市场、大型超市等传统线下渠道，前置仓模式实现从产地到消费者全供应链数字化，减少产品损耗的同时降低采购成本，受益于履约流程的日益标准化，前置仓模式快速在全国范围内得到复制推广，前置仓模式 GMV 从 2016 年 6 亿元增长至 2020 年 308 亿元，年复合增长率 167.4%，在自营即时电商市场中占有率从 2016 年的 37.5% 增加至 2020 年的 52.6%，预计 2025 年总体 GMV 将达到 2270 亿元（年复合增长率为 49.2%），市场占有率将达到 71.5%。

飞轮效应助力公司持续强化扩张经营能力

1) 叮咚买菜通过数字化管理提供丰富优质的产品和服务，促进购买、扩大业务规模。2020 年叮咚买菜订单总量近 2.0 亿，同比增长 111.4%，实现 GMV 130 亿，同比增长 176.7%，2018 年至 2020 年 GMV CAGR 为 319.2%。以 GMV 为指标叮咚买菜市场占有率为 10.1%，年复合增长率在即时电商平台中排名第一，远超市场 114.6% 的平均增速。

2) 随着订单密度的增长，丰富的消费数据叠加大数据和人工智能技术，有助于公司指导供应商合理安排生产量，从而减少商品库存堆积损耗。2020 年公司生鲜和所有产品的前置仓库存周转期分别为 2.2 天和 3.9 天，损失率远低于行业水平。

3) 规模的扩张让叮咚买菜与供应商形成更密切的关系，具备更强大的议价能力和管理能力，从而促进供应链数字化现代化，最终实现产品服务升级。

拓展 SKU、开发自有品牌、推出 3R 食品，扩大消费场景助力收入增长

1) 公司在保障生鲜基本盘稳定供给的同时，积极拓展 SKU 以提高客单价，公司 SKU 数量从 2020 Q1 的 5700+ 增加至 2021 Q1 的 12500+，上游合作供应商超过 1600 家；2) 公司于 2020 年 7 月开始推出自有品牌产品，2021Q1 公司自营品牌 GMV 占比 3.3%，自有品牌发展有利于提升知名度同时管控生产过程；3) 公司推出毛利率更高的 3R 食品，扩大消费场景。以上三项共同发力促进用户消费，提升客单价，助力公司未来营收增长。

营收高速增长，履约费用率总体呈现下降趋势，储备现金充足

2020 财年公司实现营业收入 113.4 亿元，同比增长 192.9%；2021 年第一季度实现营收 38 亿元，同比增长 46%，营收增速较快主要受订单数量和每单平均金额增长驱动。2019 年第一季度履约费用为 60.8%，2020 年开始均稳定在 40% 以下，受业务扩张影响总体有小幅上涨。2019 年/2020 年/2021 年第一季度公司现金储备额分别为 9.4/13.8/44.1 亿元，资金充足，为巩固市场地位、抢占市场份额奠定基础。

风险提示：行业竞争加剧、用户增长不及预期、存储周转程序失效、质量控制程序失效、盈利不及预期

内容目录

1. 公司情况	4
1.1. 发展历程：从邻里社交到生鲜配送，在迭代中成长	4
1.2. 融资历程：上市前历经 10 轮融资，多家知名投资机构数次增资	4
1.3. 股权结构	5
1.4. 董事会及管理层：创始人多年部队服役经历，管理层行业经验丰富	5
1.5. 员工结构：产品开发人员占比最大	6
1.6. IPO 募集资金用途	7
2. 行业分析	7
2.1. 生鲜市场规模庞大，电商渗透率稳步提升	7
2.2. 速度升级品质保证，前置仓模式迅速崛起	8
2.3. 前置仓可复制性奠定扩张基础，高速增长彰显广阔市场空间	9
2.4. 行业竞争格局	9
2.4.1. 竞争加剧，融资提速	10
2.4.2. 前置仓面积差异：小仓履约效率更高，大仓更具规模性	10
2.4.3. 流量差异：自有 APP 和小程序为主要入口，用户流量与粘性协同增长	11
2.4.4. 核心运营指标对比	12
3. 业务分析	13
3.1. 公司业务：高频刚需产品为切入点，科技赋能提升运营效率	13
3.1.1. 打造一站式购物平台，以高频刚需为切入点	13
3.1.2. 科技赋能产业，数据优化体验	14
3.2. 业务指标：新城开拓速度加快，忠诚用户助力营收增长	15
3.2.1. 多城 GMV 破亿，商业版图逐步拓展	15
3.2.2. 高频刚需培养用户习惯，GMV 高速增长	15
4. 财务分析	17
4.1. 整体财务分析	17
4.2. 成本和费用分析	18
4.3. 毛利分析	20
4.4. 现金流分析	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：叮咚买菜发展历程	4
图 2：上市之前公司股权结构	5
图 3：2021 年员工构成	7
图 4：中国生鲜和日用品市场规模和渗透率（单位：万亿）	8
图 5：前置仓模型履约流程	8
图 6：生鲜市场各模式对比	9
图 7：2016-2025E 前置仓模式 GMV 及增速（单位：十亿元）	9

图 8: 截止 2021 年 5 月融资次数	10
图 9: 截止 2021 年 5 月融资金额 (单位: 亿美元)	10
图 10: 平均单个仓库面积 (单位: 平方米)	10
图 11: 2019Q1-2021Q1 盒马、每日优鲜、叮咚买菜 MAU 变化趋势 (单位: 百万)	11
图 12: 2019Q1-2021Q1 盒马、每日优鲜、叮咚买菜 DAU/MAU 变化趋势	12
图 13: 叮咚买菜业务双飞轮效应	13
图 14: 2020Q1-2021Q1 SKU 数量 (单位: 个)	13
图 15: 生鲜和日用品 SKU 数量 (单位: 个)	13
图 16: 自有品牌日日鲜	14
图 17: 快手菜代表拳击小龙虾	14
图 18: “从农场到家庭” 模型流程	14
图 19: 地域分布	15
图 20: 城市分布	15
图 21: 每单平均金额变化趋势 (单位: 元)	16
图 22: GMV 变化趋势 (单位: 百万元)	16
图 23: 月度交易用户变化趋势 (单位: 百万)	16
图 24: 订单总量变化趋势 (单位: 万)	16
图 25: 由新交易用户和有过订购行为的现有用户贡献的 GMV 对比	17
图 26: 会员和非会员贡献的 GMV 对比	17
图 27: 2019Q1-2021Q1 营业收入及增速 (单位: 百万元)	18
图 28: 2019-2020 年经营利润及归属普通股股东净利润 (单位: 百万元)	18
图 29: 2019-2020 采购成本 (单位: 百万)	19
图 30: 2019Q1-2021Q1 采购成本 (单位: 百万)	19
图 31: 2019Q1-2021Q1 成本结构及变化 (单位: 百万元)	20
图 32: 费用率	20
图 33: 2019Q1-2021Q1 毛利润 (单位: 百万元)	21
图 34: 经营性现金流及融资产生的现金流 (单位: 百万元)	21
图 35: 现金储备额 (单位: 百万元)	21
表 1: 公司上市前融资基本情况	4
表 2: 上市之前主要股东	5
表 3: 公司管理层简介	6
表 4: 各企业流量入口	11
表 5: 叮咚买菜、每日优鲜、朴朴超市、美团买菜、盒马鲜生主要运营指标对比	12
表 6: 各项费用详细构成	18

1. 公司情况

1.1. 发展历程：从邻里社交到生鲜配送，在迭代中成长

第一阶段 2014-2016：以叮咚小区起家，定位于邻里社交。2014年3月，上海壹佰米网络科技有限公司成立，上线叮咚小区APP，主要提供邻里社交平台，实现二手交易、拼车、家政推荐、代缴水电煤及物业费、代收快递、提供邻里对话、小区BBS平台等服务，但实际上叮咚小区覆盖的服务类型低频且非刚需，属于一种“伪需求”，受制于此，2014年底叮咚小区撤离北京市场，团队由200缩减至60人。

第二阶段 2017：转型叮咚买菜，定位生鲜食材。2017年5月叮咚小区正式更名为叮咚买菜，聚焦高频刚需的生鲜食材，开始在上海地区服务开拓业务。叮咚买菜转型之后营收快速增长，截止2017年底全公司营收突破3700万。

第三阶段 2018至今：确立商业模式，扩张品类，加速融资，铺开规模。得到市场肯定之后，叮咚买菜开始大规模扩张，提供的品类也从生鲜扩大至高频日用品。2018年5月，获得来自高榕资本的第一笔投资，2018年底，GMV突破7亿元，完成5笔融资。2019年进入杭州和深圳等5个城市，首次实现跨区域经营。截止2021年第一季度，叮咚买菜已建立超950个前置仓，区域处理中心40个，总计服务29个城市。

图 1：叮咚买菜发展历程



资料来源：爱企查、同花顺财经、招股说明书等，天风证券研究所

1.2. 融资历程：上市前历经10轮融资，多家知名投资机构数次增资

为了实现迅速扩张抢占市场，叮咚买菜在上市之前已累计完成10次融资，其中2018年融资次数高达5起，最近两起2021年的融资总金额超10亿美元。投资方包括软银集团、弘毅投资、今日资本、CMC资本、红杉资本等，其中包括CMC资本在内的多家知名投资机构多次增资，展现投资信心。

表 1：公司上市前融资基本情况

时间	轮次	金额 (亿美元)	投资机构
2021年5月	D+轮	3.3	软银集团
2021年4月	D轮	7	今日资本, CMC资本, 红杉资本, 鸥翎投资, Tiger Global Management等
2019年7月	B+++轮	-	CMC资本, 启明创投, 龙湖资本等
2019年3月	B++轮	-	今日资本, CMC资本, 鸥翎投资
2018年11月	B+轮	-	红杉资本
2018年10月	B轮	-	高榕资本, Tiger Global Management, 琥珀资本
2018年9月	A+轮	-	高榕资本
2018年7月	A轮	-	达晨创投, 红星美凯龙
2018年5月	Pre-A轮	-	高榕资本

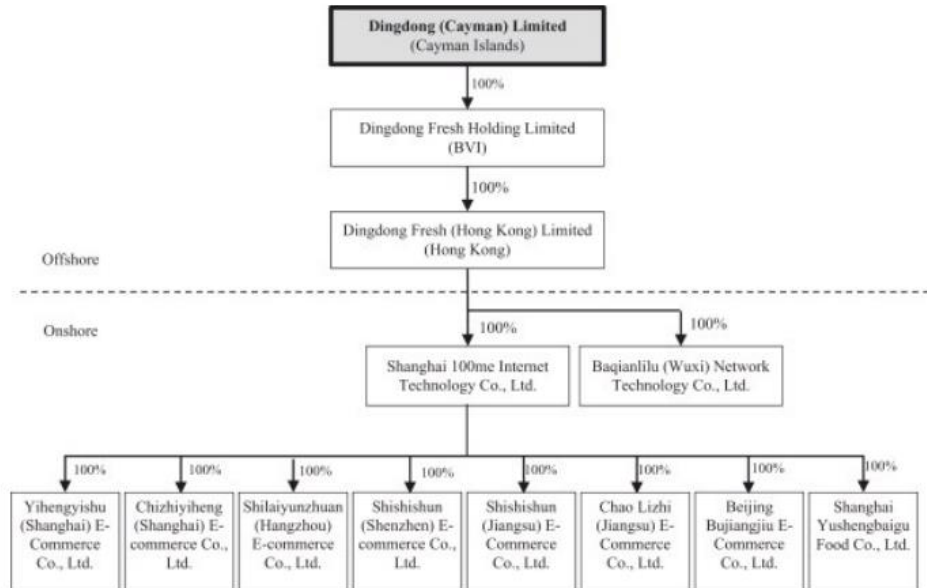
2014年5月 天使轮 - 好未来集团, 涌铎投资

资料来源: 企查查、天风证券研究所

1.3. 股权结构

叮咚股权结构清晰, 通过境内运营实体上海壹佰米及其子公司拓展业务。

图 2: 上市之前公司股权结构



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

公司董事及高管总计持有 31.5%的股权, 其中创始人梁昌霖先生持有 30.3%的股权, 28.6%的实益所有权和 81.3%的总投票权。DDL Group Limited、EatBetterHolding Limited 为持股最多的两大股东, 分别为 15.7%和 11.6%。DDL Group Limited 由梁昌霖实际持有, 梁昌霖拥有 EatBetter Holding Limited 公司独家投票权和独家处置权。

表 2: 上市之前主要股东

主要股东	备注	持股数量 (百万股)	持股比例
梁昌霖(1)	公司创始人、CEO	106	30.3%
董事和执行官总体	不包含梁昌霖	4	1.2%
DDL Group Limited(2)	由梁昌霖实际持有	55	15.7%
EatBetter Holding Limited(3)	梁昌霖拥有独家投票权和独家处置权	40	11.6%
Internet Fund V Pte. Ltd.(4)	Tiger Global Singapore 为实际控制人之一	20	5.7%
General Atlantic Singapore DD Pte. Ltd.(5)	-	20	5.6%
SVF II Cortex Subco (DE) LLC(6)	软银集团旗下公司	19	5.6%
CMC Entities(7)	-	18	5.3%

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

1.4. 董事会及管理层: 创始人多年部队服役经历, 管理层行业经验丰富

创始人梁昌霖在国防科技大学毕业之后, 在部队服役 12 年, 退役后有过多创业尝试经

历，2003 年创立 YY 网，叮咚买菜多位董事曾在梁昌霖创立的上海丫丫信息科技有限公司任职。管理层均为名校毕业，平均年龄在 50 岁，有阿里、京东等大厂背景，履历丰富。

表 3：公司管理层简介

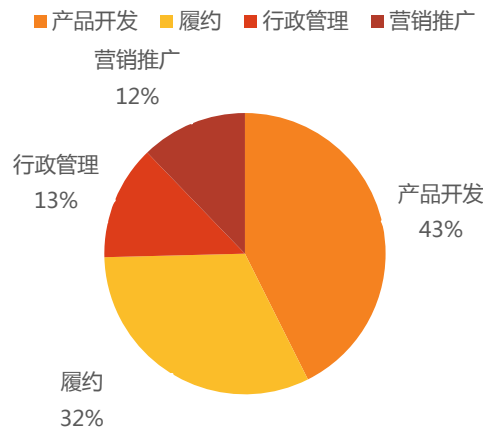
姓名	年龄	职位	学历	简介
梁昌霖	49	创始人、董事、首席执行官	国防科技大学工程学学士 兰州大学通信与信息系统 硕士	2003 年 4 月创立了专注于育儿和母婴市场的在线平台丫丫网和妈妈帮 APP。2002 年独立开发了视频剪切合并工具 Easy Video Joiner & Splitter。
俞乐	50	董事、首席战略官	同济大学法学士学位 中国人民大学经济法硕士	曾任上海丫丫信息科技有限公司的总法律顾问。
丁懿	35	董事、副总裁	华东师范大学管理学学士	曾在叮咚买菜，上海丫丫信息科技有限公司任职。
张弛	46	董事	上海财经大学经济学硕士	现任 General Atlantic 中国区董事总经理，富图控股、呷哺呷哺董事会成员；曾任 Carlyle Group 全球合伙人和董事总经理并专注于亚洲投资机会
洪伟力	51	独立董事	复旦大学经济学博士	现任罗莱生活科技股份有限公司、秦淮数据控股的独立董事，复旦大学泛海国际金融学院客座教授，拥有超过 28 年的金融和投资经验。
梁伟力	62	独立董事	香港理工大学学士	现任东风汽车董事会成员，会计方面资深专家，曾在安永工作三十多年。
蒋旭	49	首席技术官	上海交通大学物理和计算机科学学士 上海交通大学计算机科学 硕士	曾在阿里巴巴负责天猫全球天猫海外以及 B2B 金融科技的技术开发，担任携程网高级董事并领导其支付平台的建立，负责 eBay 平台建设，曾担任摩根士丹利副总裁。
杨平	57	首席供应链官	上海交通大学 EMBA 复旦大学计算机科学硕士	曾任京东副总裁、1 号店副总裁，曾在多家行业领先公司工作。
徐志坚	50	高级副总裁	毕业于华东交通大学 上海交通大学 EMBA	曾任华协（上海）商贸有限公司执行副总裁，正大集团副总裁。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.5. 员工结构：产品开发人员占比最大

截至 2021 年一季度，公司共有全职员工 3098 名，产品开发人员达到 1320 人，占比 43%，公司重视底层系统与技术开发。履约人员共 991 人，占比 32%，负责保障产品的稳定供给。

图 3： 2021 年员工构成



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.6. IPO 募集资金用途

公司 IPO 募集资金主要用于：1) 50%用于提高现有市场渗透率，开拓新市场；2) 30%用于供应链上游生产能力投资；3) 10%用于科技和供应链投资；4) 10%用于一般公司需求和运营资金。

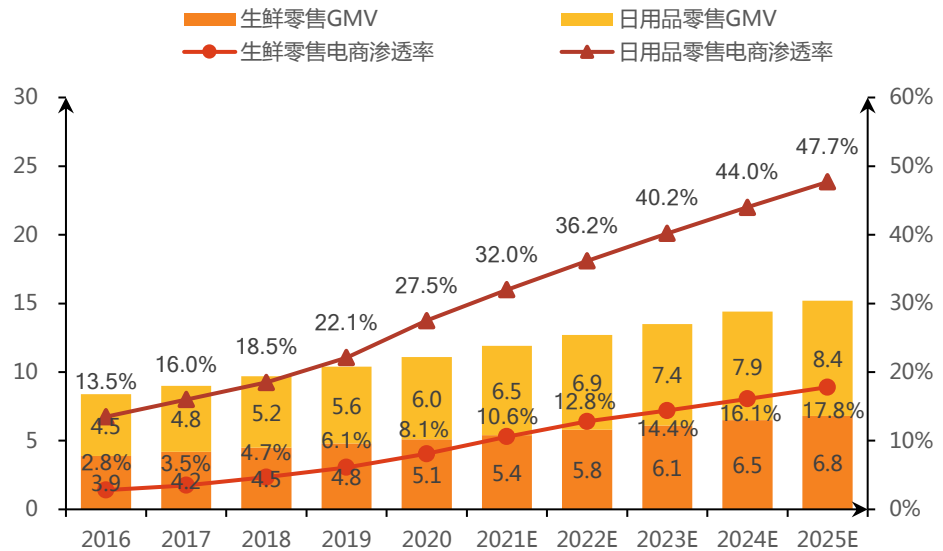
2. 行业分析

2.1. 生鲜市场规模庞大，电商渗透率稳步提升

中国生鲜及零售市场规模超 11 万亿，经济发展推动市场稳步增长。 CIC 数据显示，中国生鲜和日用品市场 2020 年总体规模为 11.1 万亿，2016 年至 2020 年年复合增长率 7.2%。其中，2020 年生鲜市场规模为 5.1 万亿，年复合增长率为 6.7%；日用品市场规模为 6.0 万亿，年复合增长率为 7.7%。随着人均可支配收入的增加和城镇化率的提升，CIC 预计未来市场规模会持续增长，并在 2025 年达到 15.2 万亿。

生鲜电商基础设施完善将推动线上化率稳步提升。受制于电商生鲜运输过程产品损耗大、食品难以溯源质量缺乏保障等原因，生鲜的线上化程度长期保持低位，近些年受益于生鲜供应链基础设施的完善发展，生鲜电商渗透率由 2016 年 2.8%提高至 2020 年 8.1%，CIC 预计 2025 年将达到 17.8%，对应生鲜电商市场规模为 1.2 万亿。此外，CIC 数据显示，日用品电商渗透率由 2016 年 13.5%提高至 2020 年的 27.5%，预计 2025 年将达到 47.7%，对应日用品电商市场规模为 4 万亿。

图 4：中国生鲜和日用品市场规模和渗透率（单位：万亿）



资料来源：CIC、招股说明书、天风证券研究所

2.2. 速度升级品质保证，前置仓模式迅速崛起

前置仓模式履约流程标准化，最快 29 分钟实现商品配送。前置仓模式下，公司从原产地采购产品之后集中运输到区域处理中心，再在区域处理中心对初始产品进行分拣、包装、贴标和存储，转化为标准化产品后发往前置仓。同时，仓库设置在居民区附近，可以在较短时间内实现万户链接，实现最快 29 分钟商品送达，为消费者提供即时服务，最大程度保障易腐食材的新鲜，提升了消费体验。

图 5：前置仓模型履约流程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

生鲜电商迭代速度加快，前置仓模式逐步彰显竞争优势。前置仓模式的优势体现在以下三点：

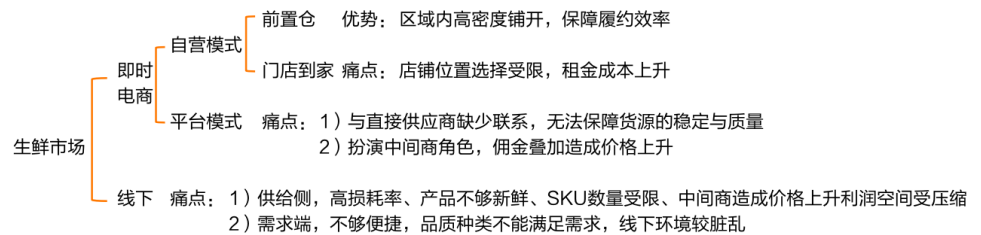
1) **购物方式上，前置仓模式下消费者一键下单更为便捷。**目前传统线下渠道还存在着环境脏乱、产品丰富程度不足的问题。同时随着生活节奏的加快，追求时间效率的上班族们没有足够的时间进行线下采购。前置仓模式的诞生解决了传统渠道的痛点，通过数字化运作方式，让消费者可以足不出户浏览品种更为丰富的产品，节约了时间的同时降低了消费者决策成本。根据艾瑞咨询的研究显示，目前有超过一半的生鲜零售交易产生于菜市场，传统线下渠道仍为主要购买途径，广阔的市场空间亟待释放。

2) **自营模式实现全链路质量监控，消除中间商环节，提商品性价比。**即时电商赛道细分为平台模式和自营模式。平台模式是一种轻资产的 O2O 模式，企业发挥中间商的作用，典型企业有京东到家。在前置仓的自营模式下企业建立自己的供应链生态系统，直接从上

游品牌、供应商或分销商采购产品，让商品溯源成为可能，品质更能得到保障。同时，自营模式免除了平台抽用这一部分的商品加价，保障了商品性价比。

3) **前置仓选址灵活，规模效应实现成本压缩。**仓库性质的前置仓不需要具备引流获客的功能，对选址的依赖度减少，通常设置在离社区一公里内但租金较低的地方。初期扩张时，前置仓模式对资本需求较高，行业设置高进入壁垒。随着后期规模扩大后，包括采购成本、履约费用等多项成本有望下降。物业获得成本降低、操作流程标准化使得前置仓模式具备可复制性，为多城拓展全国布局奠定基础。

图 6：生鲜市场各模式对比

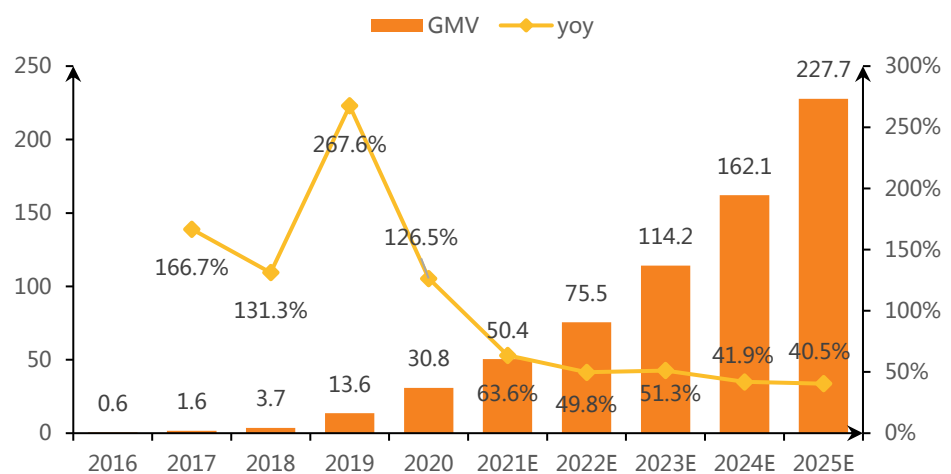


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.3. 前置仓可复制性奠定扩张基础，高速增长彰显广阔市场空间

前置仓模式 GMV 迅速增长，市场占有率逐年提升。前置仓模式的市场总体 GMV 从 2016 年 6 亿元增长至 2020 年 308 亿元，年复合增长率 167.4%，在自营即时电商市场中占有率从 2016 年的 37.5% 增加至 2020 年的 52.6%，占比不断攀升。按照预测的 49.2% 的 GMV 年复合增长率来计算，预计 2025 年总体 GMV 将达到 2270 亿元，市场占有率将达到 71.5%。受整体生鲜市场规模逐年增长和电商渗透率快速提升的驱动，自营即时电商 GMV 快速攀升。便捷的购物方式和高性价比商品，让前置仓模式相比门店到家模式增长更加迅速，市场占有率实现反超。

图 7：2016-2025E 前置仓模式 GMV 及增速（单位：十亿元）



资料来源：CIC、招股说明书、天风证券研究所

2.4. 行业竞争格局

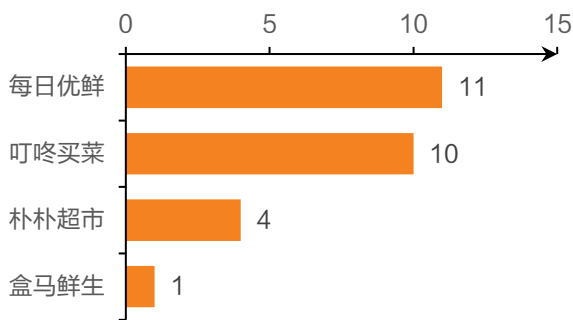
自营即时电商在 2020 年总规模达到 585 亿元。经过激烈的角逐，市场中的主要参与者包括前置仓模式的每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市、美团买菜等等，以及门店到家模式的盒

马生鲜等。

2.4.1. 竞争加剧，融资提速

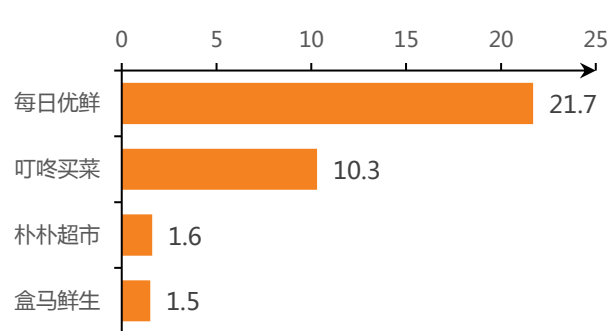
截止 2021 年 5 月底，每日优鲜和叮咚买菜的融资次数均在 10 起及以上，融资金额在即时生鲜电商竞争者中排名前列，分别为 21.7 亿和 10.3 亿美元。每日优鲜主要投资者为老虎环球基金、青岛国资委、腾讯等，背后有国资和互联网巨头身影。叮咚买菜主要投资者则为老虎环球基金和软银集团。朴朴超市上一笔融资发生在 2019 年，融资速度稍显落后。盒马 2016 年获得阿里 1.5 亿美元投资。随着自营即时生鲜电商竞争进入白热化阶段，市场竞争者融资速度也在加快，争相扩张规模抢占市场。此次叮咚买菜和每日优鲜同时选择美国上市，也彰显行业融资需求高涨。

图 8：截止 2021 年 5 月融资次数



资料来源：企查查、天风证券研究所

图 9：截止 2021 年 5 月融资金额（单位：亿美元）



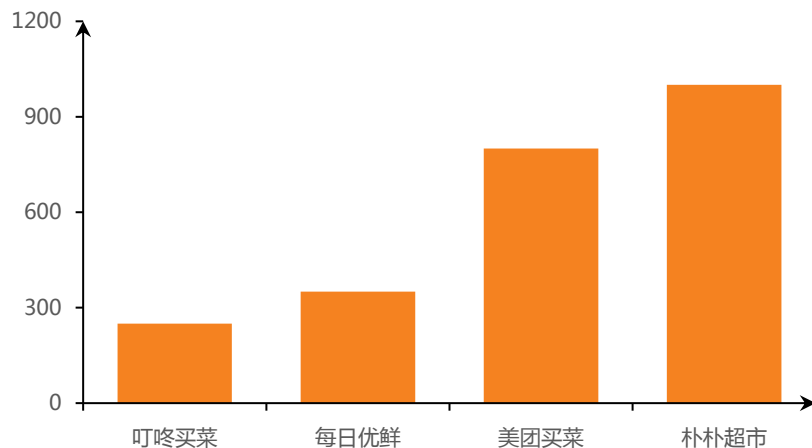
资料来源：企查查、天风证券研究所

2.4.2. 前置仓面积差异：小仓履约效率更高，大仓更具规模性

叮咚买菜与每日优鲜的前置仓采取小仓模式，仓库大小均在 500 平以下，更加注重履约效率。叮咚买菜前置仓面积处于 200 至 300 平方米之间，每日优鲜在 300 至 400 平方米之间，小仓模式对于商品订单反应速度更快，履约时间更短。

朴朴超市与美团买菜选择大仓模式，更加注重规模经济性。朴朴超市主流面积在 800 平方米左右，福州区域最大能达到 1500 平。美团买菜此前仓库面积均在 300 平以下，近日在北上广深四座一线城市试水 800 平大仓。仓库面积越大，能够容纳的商品种类与数量越多，覆盖的商圈半径更大，客单价和订单量会有所增长，但同时大仓面对商品订单时流程会更加复杂，履约时间会有所增长。

图 10：平均单个仓库面积（单位：平方米）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.4.3. 流量差异：自有 APP 和小程序为主要入口，用户流量与粘性协同增长

APP 与小程序协同引流。美团买菜是美团旗下产品之一，在美团 APP 首页拥有醒目入口，美团 21 年 5 月 MAU 达到 3.2 亿，拥有一定的主站流量优势。盒马鲜生作为门店到家的典型企业，线下门店即是天然引流渠道，同时线上具有支付宝、盒马鲜生 APP 两个流量入口。支付宝和盒马鲜生 APP 21 年 5 月 MAU 分别为 7.6 亿和 2010 万。叮咚买菜、每日优鲜、朴朴超市为创业企业，主要依靠地推团队打开市场，再用良好的品质即时的售后进行客户留存与分享裂变。

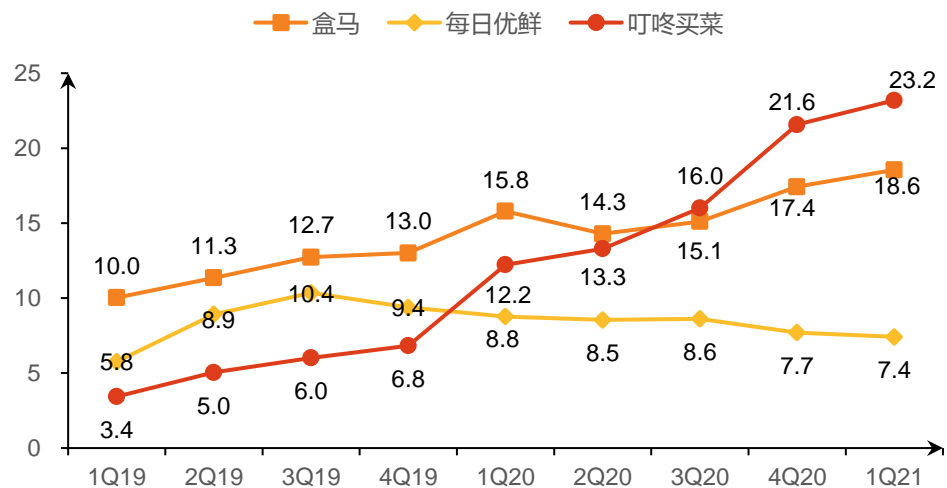
表 4：各企业流量入口

	叮咚买菜	每日优鲜	朴朴超市	美团买菜	盒马鲜生
支付宝	√				√
微信小程序	√	√	√	√	
品牌自有 APP	√	√	√	√	√
其他渠道				美团 APP	线下门店

资料来源：各公司 APP、微信小程序、天风证券研究所

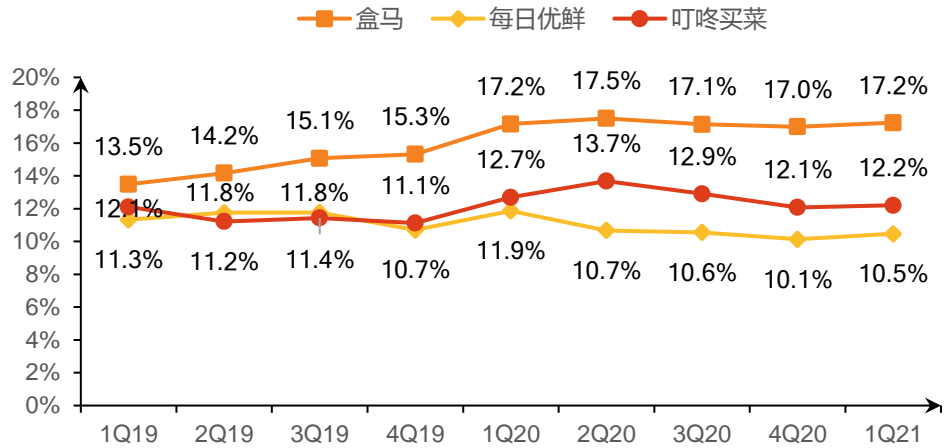
叮咚买菜日活增长迅速，盒马用户粘性占优。叮咚买菜受益于扩张步伐加快客户增加，MAU 从 2019 年第一季度的 340 万增长到 2021 年第一季度的 2320 万，年复合增长率为 161.2%，领先盒马和每日优鲜。在其他公司 MAU 均稳定提升时，每日优鲜 MAU 自 2019 年第三季度起每季度均有所下滑。每日优鲜日活表现稍显落后，系目前公司经营偏重于质量深耕，用户活跃度稍弱。从用户数和订单数来看，两家披露口径不一。2020 年叮咚买菜每月交易用户数量为 460 万 (yoy+76.9%)，订单数量为 2.0 亿 (yoy+111.4%)；同期每日优鲜有效用户数数量为 870 万 (yoy+20.8%)，有效用户订单数量为 0.7 亿 (10.2%)，有效用户指的是扣除各种折扣后支付的费用仍然超过商品成本的用户。叮咚买菜在获取新客和产生交易方面胜过每日优鲜。盒马 DAU/MAU 从 2019 年第一季度的 13.5% 增长到 2021 年第一季度的 17.2%，客户粘性为三平台中最高 (2021 年第一季度叮咚买菜为 12.2%，每日优鲜为 10.5%)。生鲜食材属于高频商品，预计随着消费习惯的养成，盒马、每日优鲜、叮咚买菜的流量和用户粘性均会有增长空间。

图 11：2019Q1-2021Q1 盒马、每日优鲜、叮咚买菜 MAU 变化趋势 (单位：百万)



资料来源：Questmobile、天风证券研究所

图 12：2019Q1-2021Q1 盒马、每日优鲜、叮咚买菜 DAU/MAU 变化趋势



资料来源：Questmobile、天风证券研究所

2.4.4. 核心运营指标对比

叮咚买菜开城数一马当先，美团朴朴稳扎稳打。截止 2021 年 6 月 21 日，叮咚买菜覆盖了中国 34 个城市，在所有平台中一马当先。叮咚买菜和每日优鲜一南一北，从业务发源地向四周辐射，一个在长三角市占率第一，一个在中国北方城市市占率第一。同时两家处于快速扩张期，业务逐渐在全国范围内铺开。朴朴超市和美团买菜目前均开了 6 个城市，朴朴超市开城步伐较慢，目前主要在福建和广东开展业务。美团目前在社区团购业务上迅速拓展，买菜业务稍显落后。

从经营策略来看，叮咚买菜目前追求规模的扩张，而每日优鲜则寻求经营效益。1) 2020 年叮咚买菜实现 GMV 130 亿、营业收入 113 亿，每一项几乎都是每日优鲜的两倍，叮咚买菜 GMV 年复合增长率达到 319.2%，相较之下每日优鲜年复合增长率为 26.9% 则更显保守；2) 叮咚买菜目前在全国共开设 950 个前置仓，是每日优鲜数量的 1.5 倍；3) 叮咚买菜 SKU 的数量是每日优鲜的近 3 倍；4) 财务经营上，每日优鲜精细化运营成果明显，2020 年每日优鲜净亏损缩窄至 -17 亿，低于叮咚买菜的 -32 亿；5) 每单平均金额方面，每日优鲜是叮咚买菜的 1.8 倍，在叮咚买菜选择以低客单价迅速开拓市场时，每日优鲜选择以更优质的产品获得高净值用户。

表 5：叮咚买菜、每日优鲜、朴朴超市、美团买菜、盒马鲜生主要运营指标对比

公司	叮咚买菜	每日优鲜	朴朴超市	美团买菜	盒马鲜生
业务总部	上海	北京	福州	上海	上海
开展业务时间	2017 年 5 月	2014 年 10 月	2016 年 6 月	2019 年 1 月	2016 年 1 月
仓库大小	小仓	小仓	大仓	大仓	门店仓库一体化
2020GMV (亿)	130.32	76.1	-	-	-
2020 营业收入 (亿)	113.4	61.3	约 100	新业务板块整体营收 273 亿元	-
GMV CAGR	319.20%	26.90%	-	-	-
SKU 数量 (个)	12500	4300	3500	4000	-
覆盖城市 (个) (截至 21/06/24)	34	16	6	6	23
前置仓数量 (个)	950	631	200	-	-
每单平均金额 (元)	54	95	60	-	-

资料来源：36kr、第一财经、招股说明书等，天风证券研究所

3. 业务分析

双飞轮效应助力业绩增长与效率提升。叮咚买菜通过数字化管理提供丰富优质的产品和服务，促进购买、扩大业务规模，随着订单密度的增长，数据分析来源更加丰富，从而利于提升操作效率，效率的升级进一步促进了产品和服务的提升，形成了第一个飞轮。同时，规模的扩张让叮咚买菜与供应商形成了更密切的关系，有了更强大的议价能力和管理能力，从而促进供应链数字化、现代化，最终实现产品和服务的升级，形成了第二个飞轮。

图 13：叮咚买菜业务双飞轮效应



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

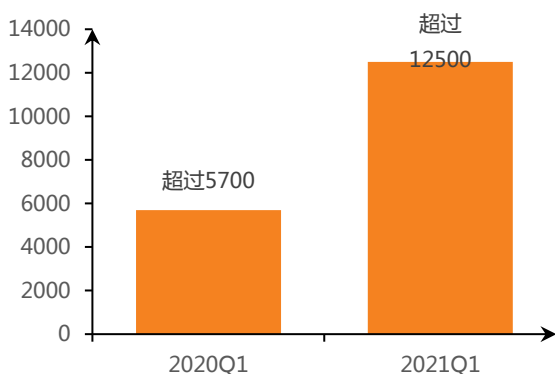
3.1. 公司业务：高频刚需产品为切入点，科技赋能提升运营效率

3.1.1. 打造一站式购物平台，以高频刚需为切入点

叮咚买菜的使命是让美好的食材像自来水一样，触手可得，普惠万众。针对生活中高频且稳定的需求，叮咚买菜以农产品、海鲜、肉类等生鲜为切入点，为消费者提供便捷可靠的食材，同时扩充酒水粮油等其他生活必需品，满足消费者多方面需求，打造一站式购物终点。

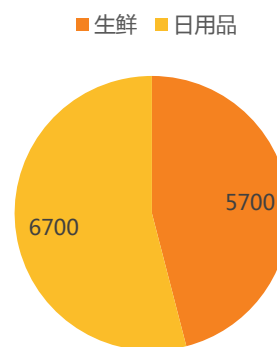
品类逐渐丰富，生鲜多源自直接渠道。2021 年 1 季度，叮咚买菜提供的 SKU 合计超 12500 个，同比增长 119%，其中日用品的 SKU 超 6700 个，占总 SKU 半数以上，供应商数量超过 1600 家。生鲜的 SKU 超 5700 个，超过 75% 的生鲜采购来自直接生产者、基地合作社和独家指定分销机构这些直接渠道，比例有望持续扩大。

图 14：2020Q1-2021Q1 SKU 数量（单位：个）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 15：生鲜和日用品 SKU 数量（单位：个）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

设立自有品牌，提升品牌知名度。叮咚买菜提供包括日日鲜猪肉、叮咚大满贯火锅和面条等一系列自有品牌商品，销售额稳步提升，2021 年 1 季度，自营品牌 GMV 占比 3.3%，同期上海地区为 8.1%。

推出预制菜，扩充消费场景。预制菜（3R 食品）是指烹饪后食用、加热后食用、开袋即食的产品。根据天猫公布的数据，春节期间预制菜的销量同比去年增长了 16 倍。叮咚买菜于 2020 年年初线上预制菜，并将其在快手菜分类中。其中明星菜品拳击小龙虾上线半月销售额破亿。预制菜不仅可以提高客单价，还可以触达更丰富的消费场景，激发消费者购物欲望，从而在销量和客单量两方面助力营收增长。

图 16：自有品牌日日鲜



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 17：快手菜代表拳击小龙虾



资料来源：叮咚买菜小程序、天风证券研究所

3.1.2. 科技赋能产业，数据优化体验

叮咚买菜拥有超过 700 位技术工程师，其中 100 名专注于算法，保障软件程序的稳定与迭代。高层技术人员拥有京东、阿里、百度等大厂背景，2020 年工程师流失率低于 5%，为公司稳健运营与快速增长提供底层保障。

以大数据与 AI 指导采购、履约、质控。1) 采购：通过大数据和人工智能技术，对消费者购买行为进行分析与预测，实现产品两日提前预测，帮助采购与履约决策，保障农场生产能力，降低库存周转损耗，保障持续供应。2020 年公司生鲜和所有产品的前置仓库周转期分别为 2.2 天和 3.9 天，损失率远低于行业水平。同时实施激励方案推广自由种植标准 D-GAP，从源头保障和提高产品产量、质量；2) 履约：“单源头多终点”原则下，区域性订单密度增长助力骑手配送次数提升。根据 CIC 数据，2021 年 1 季度，叮咚买菜每一名工龄超两年的成熟骑手日均配送单量高达 85 单，成为所有按需电商和外卖平台中配送效率最高的平台之一；3) 质控：7+1 程序，保障从产品审查、采购、加工、分拣、储存、包装、配送到客户反馈全流程的质量监控，为消费者提供放心可靠的商品。

图 18：“从农场到家庭”模型流程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

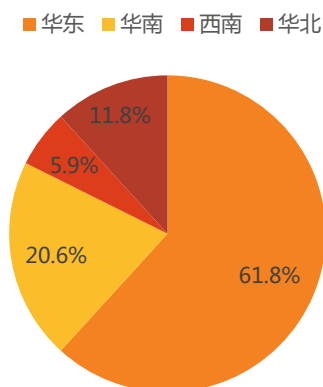
3.2. 业务指标：新城开拓速度加快，忠诚用户助力营收增长

3.2.1. 多城 GMV 破亿，商业版图逐步拓展

上海起家、全国布局，多城 GMV 破亿元。2017 年 5 月，叮咚买菜首次进入上海，2019 年和 2020 年，分别拓展了 5 个和 21 个新城并产生 GMV。截止 21 年 1 季度，叮咚买菜在 14 个城市运营了 40 个区域加工中心，在 29 个城市运营了 950 多个前置仓，5 城实现每月 GMV 超 1 亿人民币。新城市达 1 亿 GMV 关卡的速度在提高，从 17 个月的上海，到 13 个月的杭州，再到 6 个月的深圳，彰显运营效率的提升和商业模型可复制性。

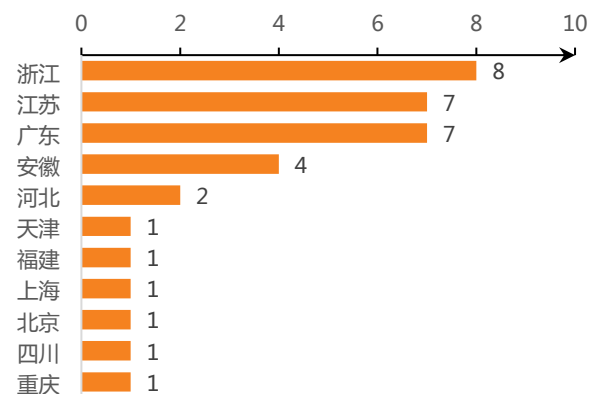
营收多来自长三角，持续开拓低线城市。截止 2021 年 6 月，叮咚买菜已进入 34 个城市，既有包括北上广深在内的一线城市，也有马鞍山、宣城等低线城市。2020 年公司在长三角地区 GMV 在竞争者中排名第一，2021 年第一季度长三角地区的前置仓规模是 2018 年的三倍。城市主要集中在华东区域，并向全国范围内铺开。前置仓模式要求企业迅速扩张抢占市场，实现规模经济和网络效应，同时运用扩张带来的大量数据实现全链路优化升级，从而发挥出前置仓模型真正的优势。

图 19：地域分布



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 20：城市分布

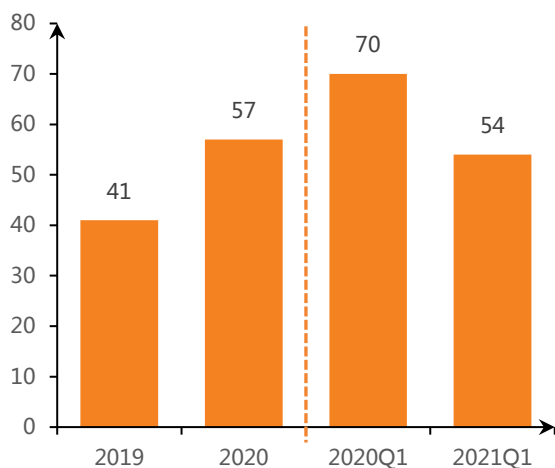


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.2.2. 高频刚需培养用户习惯，GMV 高速增长

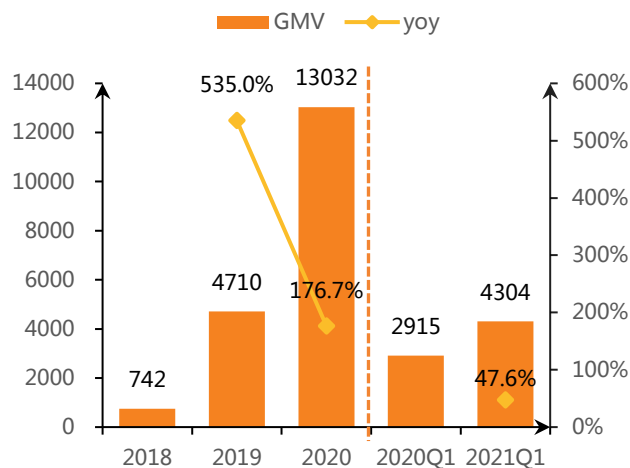
每单金额总体稳步提升，GMV 增速市场第一。2020 年每单平均金额为 57 元，同比增长 39%。2020 第 1 季度由于疫情原因每单平均金额增长至高位 70 元，在第三和第四季度逐步回归到较低水平，2021 年 1 季度每单平均金额为 54 元。2020 年公司实现 GMV 130 亿，同比增长 176.7%，2018 年至 2020 年 GMV CAGR 为 319.2%。2021 年 1 季度实现 GMV 43 亿，同比增长 47.6%，根据 CIC 统计数据，以 GMV 为指标叮咚买菜市场占有率为 10.1%，年复合增长率在前五的即时电商平台中排名第一，远超市场 114.6% 的平均增速。

图 21：每单平均金额变化趋势（单位：元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

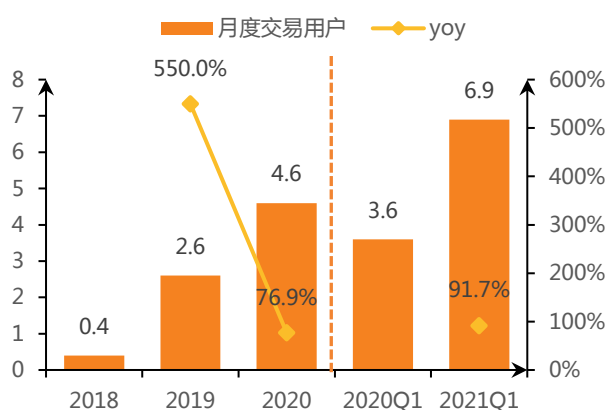
图 22：GMV 变化趋势（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

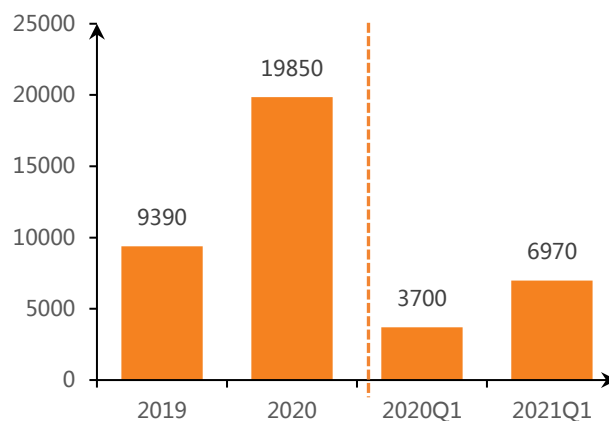
交易用户与订单数量高速增长。2020 年月度交易用户为 460 万，同比增长 76.9%。2021 年第一季度，公司月度交易用户数量为 690 万，同比增长 91.7%。2020 年订单总量近 2.0 亿，同比增长 111.4%。2021 年第一季度订单总量为 6970 万，同比增长 88.4%。

图 23：月度交易用户变化趋势（单位：百万）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

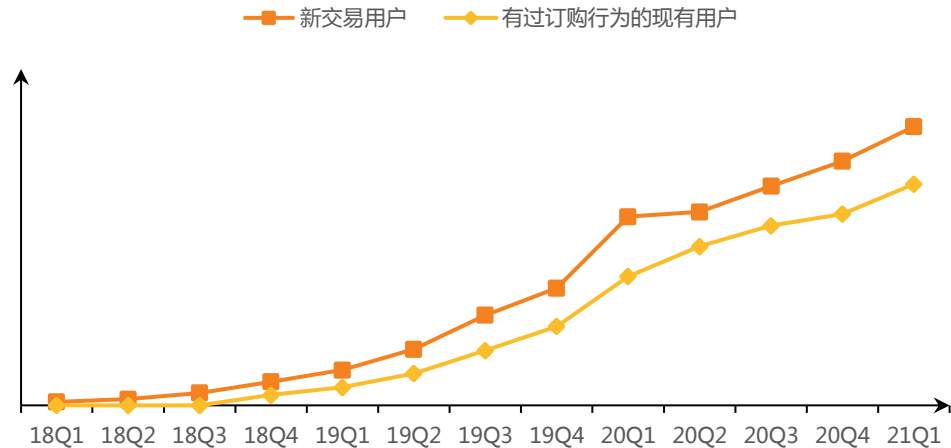
图 24：订单总量变化趋势（单位：万）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

高频必需品的特性不断强化用户心智，反复使用培养消费习惯。2020 年一季度有过订购的现存用户 GMV 从 18 年 1 季度的 51.9% 增长为 21 年 1 季度的 81.6%。自成立以来，购买叮咚会员的用户第 12 个月和第 24 个月的复购率分别为 64.2% 和 70.5%。自 18 年会员项目开始至今，2021 年 1 季度会员留存率为 48.8%。

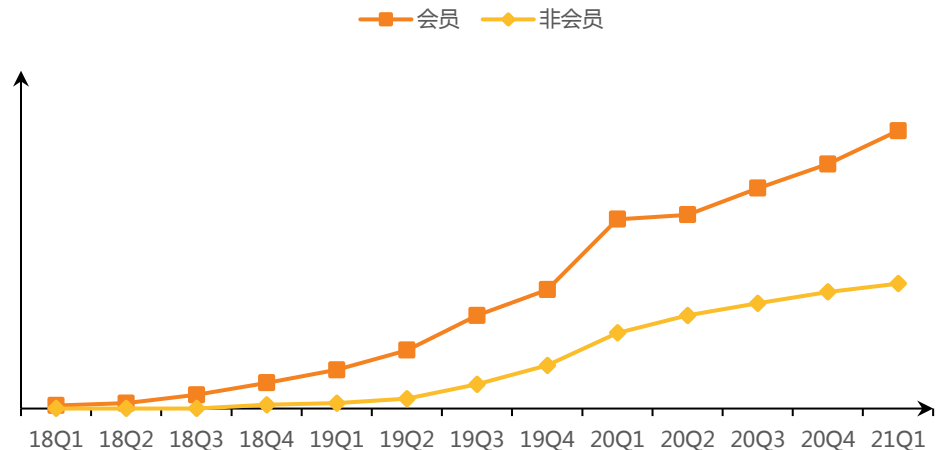
图 25：由新交易用户和有过订购行为的现有用户贡献的 GMV 对比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

会员贡献半数 GMV，消费额增速超平均。2021 年 1 季度，叮咚买菜实现 GMV 43 亿人民币，6970 万总订单量和 690 万平均月度交易用户数。同期，平均月度交易会员数为 150 万，占总月度交易总用户数的 22%。会员人均每月进行 6.7 次下单，贡献了 47% 的 GMV。随着使用时间的增长，用户的付费意愿都有所增强，而会员的消费额增长趋势则更为陡峭。会员的运营费用远低于获得新客的成本，从而促进运营数据的改善。

图 26：会员和非会员贡献的 GMV 对比



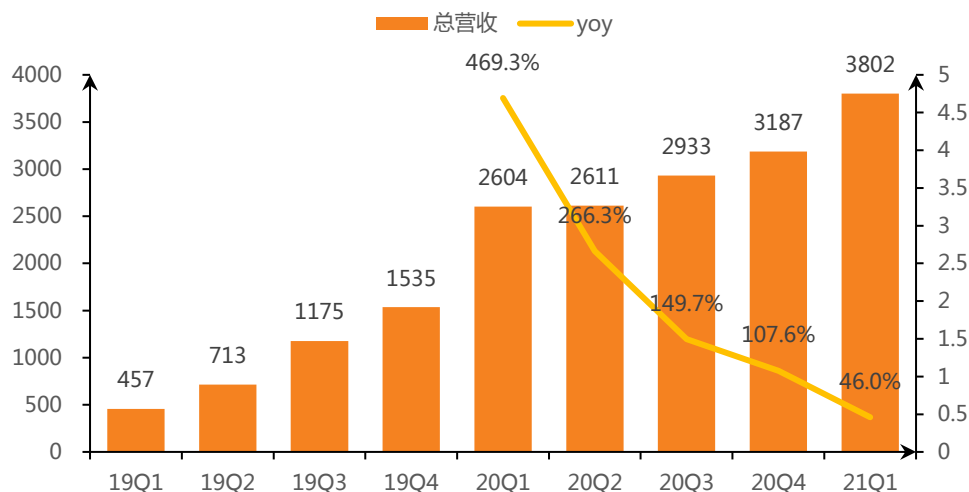
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4. 财务分析

4.1. 整体财务分析

叮咚买菜处于高速增长期，疫情限制解除后增速逐渐放缓。2020 财年公司实现营业收入 113.4 亿元，同比增长 192.2%；2021 年第一季度实现营收 38 亿元，同比增长 46%。2020 年第一季度受疫情影响，公司业绩高增，随着疫情稳定，需求趋于正常，2021 年 1 季度在高基数前提下依旧延续了高增长。

图 27：2019Q1-2021Q1 营业收入及增速（单位：百万元）

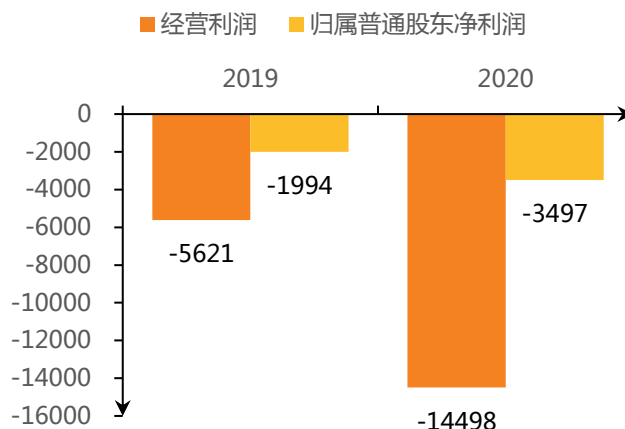


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司营业收入来自产品收入及服务收入。产品收入来自于叮咚买菜上商品销售，服务收入主要来自于会员收费。公司营收主要由产品收入贡献，2019 和 2020 年产品收入占总收入的比例分别为 99.2%和 98.9%。2020 年产品收入为 112.1 亿元，同比增长 191.2%，主要是由于订单数量的增加和每单平均金额增加。2020 年服务收入为 1.3 亿元，同比增长 301.7%，主要是由于会员费用的增长以及 2019 年下半年开始的配送费的收取。

2019、2020 年叮咚买菜经营利润分别为 -56.2 和 -145.0 亿元，其中归属普通股股东净利润分别为 -20.0 和 -35.0 亿元。亏损有扩大趋势，主要是由于业务尚处扩张阶段，公司以亏损换规模。

图 28：2019-2020 年经营利润及归属普通股股东净利润（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4.2. 成本和费用分析

公司的成本和费用由采购成本、履约费用、营销费用、产品升级费用和行政管理费用构成。

表 6：各项费用详细构成

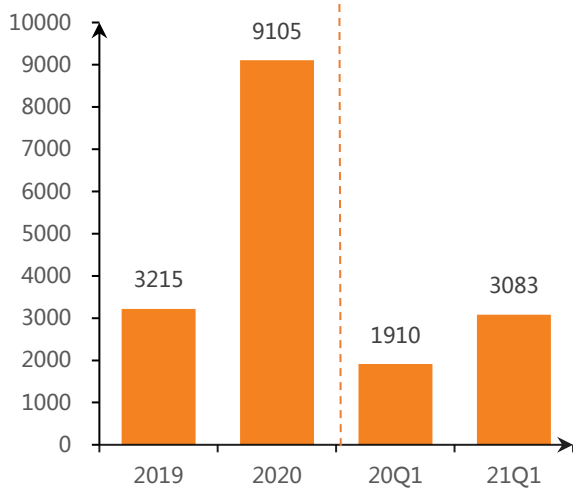
成本费用名称	详细内容
采购成本	采购销售产品所产生的成本
履约费用	1.支付第三方公司提供送货员和工人的外包费用； 2.区域加工中心和前置仓租金费用；

	3. 第三方快递员的运输和物流费用。
营销推广费用	1. 广告费用； 2. 营销活动的外包费用； 3. 销售和营销人员的员工成本（包含股权激励支出）。
产品升级费用	参与平台开发、产品品类扩展和系统支持的研发人员的员工成本。
行政管理费用	1. 一般及行政人员的员工成本（包含股权激励支出）； 2. 叮咚生鲜的付款处理费； 3. 专业人士收取的费用。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

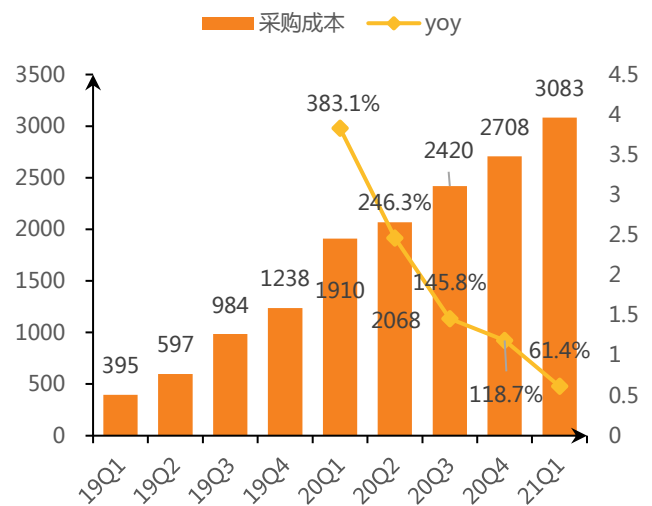
业务扩张规模扩大，采购成本增加。2020年采购成本为91.1亿元，同比增长183.2%。2021年第一季度采购成本为30.8亿元，同比增长61.4%。从季度趋势来看，采购成本绝对值随着公司业务的扩张而不断增加。采购成本/营业收入由2019年的82.9%下降为80.3%，预计未来随着公司与上游供应商合作更为密切，议价能力增强，有望带动成本的下降。

图 29：2019-2020 采购成本（单位：百万）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 30：2019Q1-2021Q1 采购成本（单位：百万）

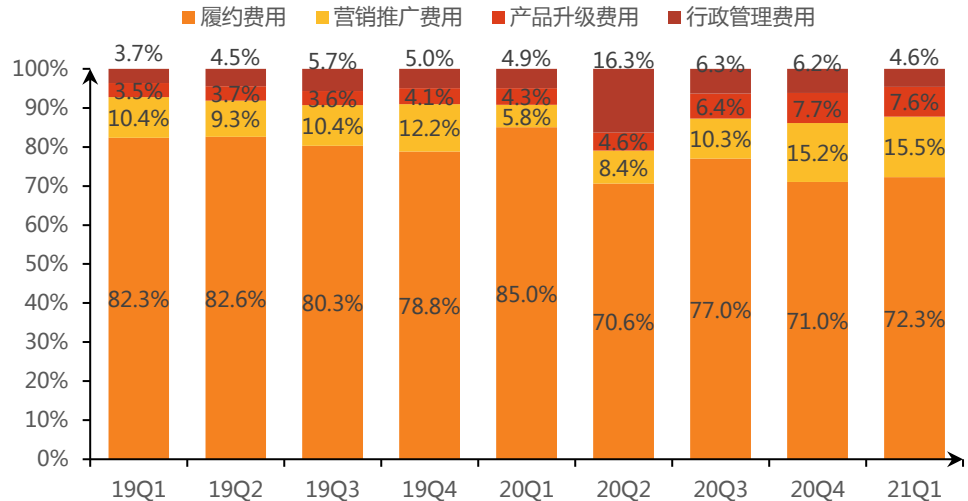


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

履约费用主要由员工工资和物流运输费用两部分构成，在公司总费用中占比超过 80%。2020年履约费用为40亿元，同比增长108.8%，占总费用80.5%。2021年第一季度履约费用为14.8亿元，同比增长76.4%，占总成本72.3%。随着公司规模的不扩张，履约费用绝对值呈现增长态势，但是随着规模效应的形成和运营效率的提升，履约成本占比会不断下降。

营销费用主要用于扩大用户和宣传品牌。2020年营销费用为5.7亿元，同比增长118.4%，占总费用10.8%。2021年第一季度营销费用为3.2亿元，同比增长454.3%，占总费用15.5%。目前公司尚处于成长阶段，处于扩大规模和宣传品牌的需要，营销费用有快速增长趋势。

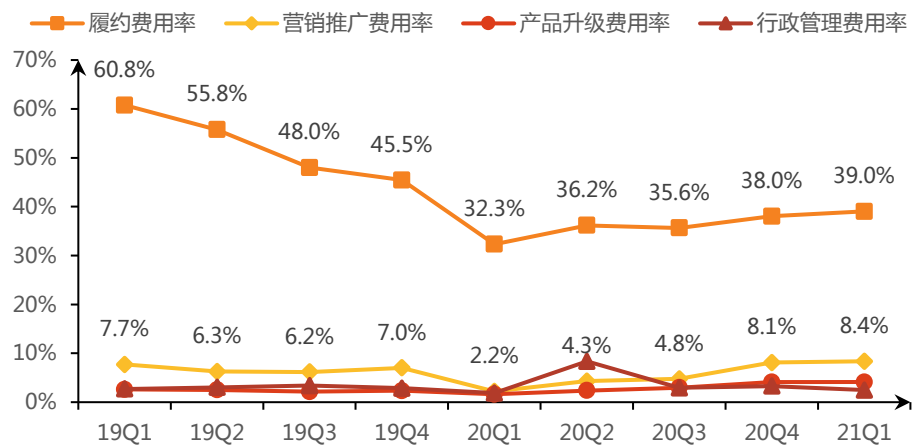
图 31：2019Q1-2021Q1 成本结构及变化（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

履约费用率目前仍是费用率最高的一部分，但总体较 2019 年有较大改善。2019 年第一季度履约费用为 60.8%，2020 年开始均稳定在 40% 以下，受业务扩张影响总体有小幅上涨。营销推广费用率于 2020 年第一季度达到最低点，主要系疫情封闭式管理对消费者生活方式造成较大改变，后期随着市场需求恢复而逐步上升。

图 32：费用率

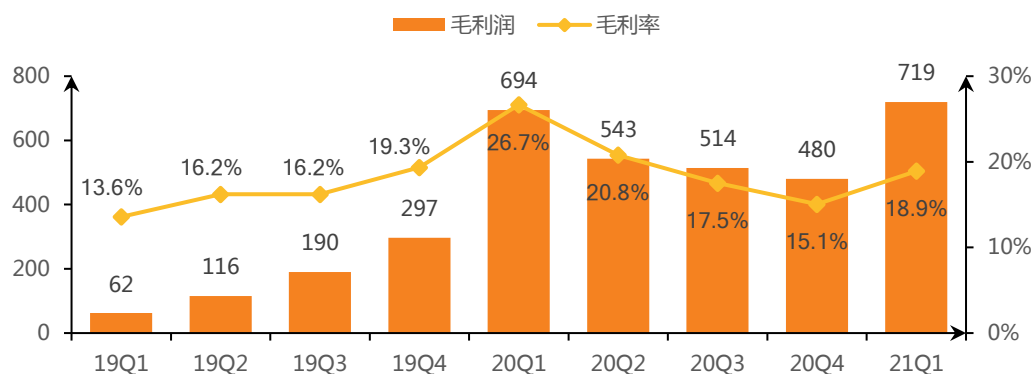


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4.3. 毛利分析

2020 年公司实现毛利 22.3 亿元，同比增长 235.4%，毛利率为 19.7%。2021 年第一季度毛利为 7.2 亿元，同比增长 3.6%，毛利率为 18.9%。从季度总体趋势来看，排除疫情影响公司毛利处于增长阶段。

图 33：2019Q1-2021Q1 毛利润（单位：百万元）



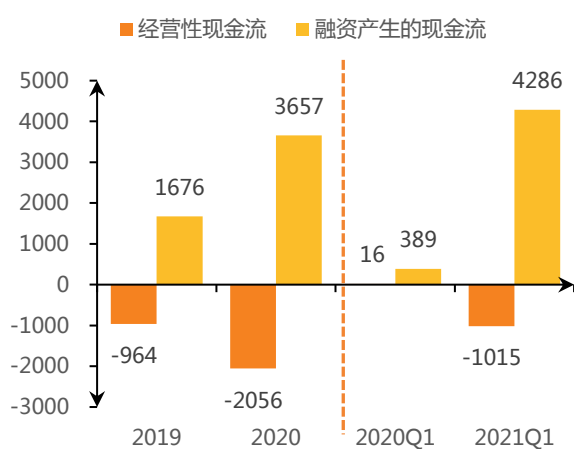
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4.4. 现金流分析

公司尚处于高速处于规模扩张阶段，主要靠融资产生的现金流进行业务开拓。经营性现金流除了 2020 年 1 季度疫情期间以外均为净流出，融资产生的现金流持续上升。2020 年现金流净流出 20.6 亿元，同比增长 113%，融资现金净流入 36.6 亿元，同比增长 118.1%。2021 年 1 季度经营性现金流净流出 10.2 亿元，融资现金净流入 42.9 亿元。

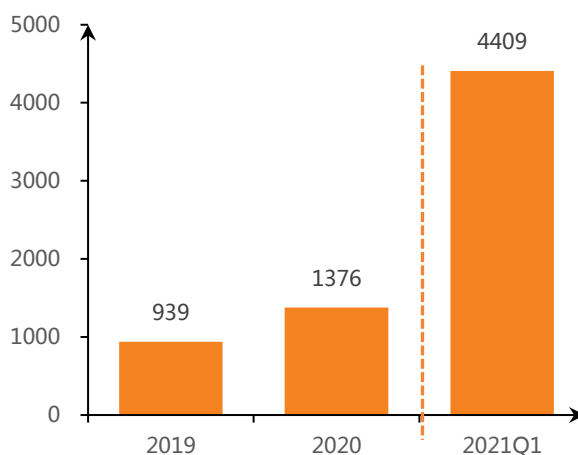
现金储备充足，支持公司持续扩张。2019 年/2020 年/2021 年第一季度公司现金储备额分别为 9.4/13.8/44.1 亿元，资金充足。同时，此次 IPO 募集的资金将会有 50%用于业务扩张，为巩固市场地位、抢占市场份额提供支持。

图 34：经营性现金流及融资产生的现金流（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 35：现金储备额（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧

中国的电子商务行业，特别是按需电子商务行业，竞争激烈。公司目前或潜在的竞争对手包括 (i) 中国其他按需电子商务参与者，(ii) 中国传统电子商务和其他互联网公司，以及 (iii) 中国正在进入按需定制的主要传统零售商电子商务和实体零售店和超市。面临着激烈的竞争，公司可能会失去市场份额、用户和业务合作伙伴。

用户增长不及预期

若未能预测用户需求并提供良好的用户体验，或者未能调整服务或商业模式以适应变化的行业标准，公司可能将面临用户增长不及预期的风险。

存储周转程序失效

公司依赖第三方供货商提供易腐产品。如果失去主要供应商、存储和分销网络中断、停电时间延长、自然灾害或其他灾难性事件，公司可能会遭受重大的产品库存损失。区域处理中心和前置仓扩展到新区域时，如果过度订购，可能会遭受库存损失。

质量控制程序失效

质量控制系统开发和更新的任何失败或延迟都可能对业务前景产生重大不利影响。

盈利能力不及预期

公司实现和维持盈利的能力在很大程度上取决于(i) 通过业务扩张、规模扩大从供应商处获得优惠条款，(ii) 管理产品组合和扩大产品供应来提高毛利率。公司是否可以顺利扩张实现规模经济，是否扩充的产品符合消费者喜好具有不确定性，因此实现盈利具有一定的不确定性。

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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com