

# 传媒互联网

证券研究报告

2021年06月29日

## 每日优鲜：首创前置仓模式，立足于社区零售赛道长期发展

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

### 社区零售市场发展空间大，前置仓市场拥有高速增长预期

2020年我国社区零售市场规模达到11.9万亿元，2025年社区零售市场规模预期达到15.7万亿元，CAGR达到5.74%；其中2020年生鲜市场规模5.0万亿元，快消品市场规模6.9万亿元。目前社区零售线上的渗透率达到20.9%，伴随着消费者对线上消费和对零售品质需求的提升，前置仓市场有很强成长预期，预计2020至2023年CAGR达到59.5%，2025年市场规模预期达到3068亿元。

### 首创前置仓业务，进一步迭代发展(A+B)\*N模式社区零售

每日优鲜首创DMW(前置仓，即分布式微仓)模式，在DMW零售行业处于领先地位。公司经营线上线下一体化的按需零售业务，提供新鲜农产品和快消品。截至2021年3月31日，每日优鲜在中国16个城市运营631个DMW组成的网络。2020年公司实现GMV76.1亿元，仅次于叮咚买菜居即时零售行业第二位。每日优鲜通过三大核心技术，发展(A+B)\*N模式社区零售业务：

1) A代表前置仓业务，满足客户对及时性与高品质的生鲜产品的需求，公司前置仓业务以自研AI为核心网络支持，实现从产地、质量控制中心和前置仓到消费者的整个产业链的高效管理把控。截至2021Q1，公司93%以上的生鲜产品均来自原产地，远高于行业55%的平均水平，供应超过4300个SKU的商品，其中58%来自蔬菜、水果、海鲜、乳品、肉类等生鲜食品，42%来自快消品；次日达服务商品品类达到20000+SKU。

2) B代表智慧菜场业务，通过技术改造传统线下菜场业务场景，为商户提供SaaS服务包、电子支付、CRM工具和在线营销工具等技术，进而优化消费体验，提升单客户价值。截止到2021年5月31日，每日优鲜已与14个城市的54家菜市场签订运营协议，并已在10个城市的33家菜市场开展运营。

3) N代表零售云服务，以人工智能技术打造零售网络(RAIN)，为超市、零售商等社区零售行业参与者提升供应链、物流、营销和履约管理等数字化能力。

### 公司处于业务扩张期，营收高速增长，净亏损收窄，成本可控，现金储备充足

营收稳步提升，2018、2019、2020年和2021年一季度，分别实现总营收35.47亿元、60.0亿元、61.3亿元和15.3亿元，得益于规模的扩大和用户价值的增长。成本可控，2018、2019、2020年和2021年一季度，营业成本分别为32.4亿元、54.8亿元、49.4亿元和13.4亿元，得益于智慧零售网络技术降低了履约费用。净亏损逐渐收缩，2018、2019、2020年和2021年一季度，归母净利润分别为-24.9亿元、-34.7亿元、-21.6亿元及-7.6亿元，主要由于成本得到了有效控制。现金储备充足，2018、2019、2020年和2021年一季度，现金流储备分别为26.1亿元、5.6亿元、9.2亿元和19.6亿元，有助于公司持续扩张的同时投入新的技术研发。

**风险提示：**市场增速不及预期，亏损可能持续，同业竞争激烈，业务创新不及预期，政策法律的变化。

## 内容目录

<b>1. 公司介绍</b>	<b>4</b>
1.1. 每日优鲜——技术驱动的创新型社区零售企业	4
1.2. 发展历程：从前置仓创新到多元化战略发展	5
1.3. 融资历程：成立以来通过 11 轮融资，向 IPO 进发，助力平台生态	5
1.4. 组织架构	6
1.4.1. 股权结构：采用双股权结构，稳固管理层投票权	6
1.4.2. 管理层：公司高层在公司所涉及各相关产业经验丰富	7
1.4.3. 员工组成：重视前置仓业务及技术投入	8
<b>2. 行业分析：社区零售市场规模将达 7 万亿，技术革新拉动线上新零售成长</b>	<b>8</b>
2.1. 公司将享受社区零售市场、生鲜市场增长红利	8
2.1.1. 社区零售市场规模快速增长，在线零售渗透率将进一步提升	8
2.1.2. 生鲜市场现代化程度较低，零售云市场以技术赋能服务	9
2.2. 前置仓零售市场增速明显，得益于消费者对高质量产品与服务需求的提升	10
2.2.1. 前置仓零售市场规模增速明显，2020 年市场规模已达 337 亿元	10
2.2.2. 前置仓模式优势：满足即时性与高品质，体验更便捷+产品更优质	11
2.2.3. 前置仓模式劣势：库存管控、本地化运营存在难度	11
2.3. 竞争对手分析：以模式最相近的叮咚买菜为例	12
2.3.1. 核心指标比较：每日优鲜更注重精细化运营及成本管控	12
<b>3. 公司业务分析：每日优鲜多元化业务布局</b>	<b>12</b>
3.1. 通过三大核心技术，重点打造 (A+B) xN 的社区零售	12
3.1.1. 前置仓业务：满足客户对及时性与高品质的生鲜产品的需求	12
3.1.2. 智慧菜场业务：通过技术改造传统线下菜场业务场景	14
3.1.3. 零售云服务：以人工智能技术打造零售网络 (RAIN)	15
3.2. 主要业务指标：GMV 持续增长，注重有效户与客户忠诚度的提升	15
3.2.1. 前置仓仍在加大布局	15
3.2.2. GMV：持续增长中，体量暂居全国第二	16
3.2.3. 有效用户数与有效订单量均处于增长通道	16
3.2.4. 公司消费群体具备高忠诚度，客单价和复购率均处在较高水平且仍在提升	17
<b>4. 财务分析</b>	<b>17</b>
4.1. 业务数据：仍处于业务扩张期，强化成本管控推动亏损收窄	17
4.2. 营业成本分析	18
4.2.1. 成本：整体可控，智慧零售网络带来履约成本优势	18
4.3. 现金流分析：经营性现金流逐渐好转，现金储备充足	19
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 每日优鲜业务结构.....	4
图 2: 每日优鲜营业数据.....	4
图 3: 每日优鲜三大核心板块.....	4
图 4: 每日优鲜发展历程.....	5
图 5: 公司组织架构.....	6
图 6: 员工结构.....	8
图 7: 员工数量.....	8
图 8: 中国线上零售市场规模走势与预测（按 GMV 计算）.....	8
图 9: 中国社区零售市场各渠道规模走势与预测（按城市划分）.....	9
图 10: 中国零售云市场规模走势与预测.....	10
图 11: 中国前置仓零售市场规模走势与预测（按 GMV 计算）.....	10
图 12: 线上社区零售市场商业模式对比.....	11
图 13: 前置仓零售模型.....	13
图 14: 智慧供应链结构.....	13
图 15: 智慧菜场业务.....	14
图 16: 零售云服务业务.....	15
图 17: 每日优鲜线下前置仓布局.....	15
图 18: GMV 增长.....	16
图 19: 年度有效用户增长.....	17
图 20: 有效用户订单量.....	17
图 21: 有效用户 ARPU 与核心用户 ARPU.....	17
图 22: 核心用户占整体交易用户比重.....	17
图 23: 公司营收和增速.....	18
图 24: 线上平台销售收入占比.....	18
图 25: 净利润走势.....	18
图 26: 毛利率与净利率走势.....	18
图 27: 营业成本.....	19
图 28: 费用组成.....	19
图 29: 经营性现金流.....	19
图 30: 资本支出.....	19
图 31: 存货周转天数.....	20
图 32: 现金储备.....	20
表 1: 公司融资历程.....	5
表 2: 公司股权结构.....	7
表 3: 公司管理层介绍.....	7
表 4: 每日优鲜和叮咚买菜核心指标对比（数据截至 2020 年 12 月 31 日）.....	12

## 1. 公司介绍

### 1.1. 每日优鲜——技术驱动的创新型社区零售企业

每日优鲜成立于 2014 年 11 月，是一家技术驱动的创新型社区零售企业，致力于让每个家庭买得省心，吃得放心。该公司运用创新技术和业务模式，旨在成为中国有代表性的社区零售数字化平台，推动中国社区零售行业数字化转型。

每日优鲜的业务模式分为三部分：按需前置仓零售、智慧菜场和零售云。

每日优鲜首创 DMW（前置仓，即分布式微仓）模式，在前置仓零售行业处于领先地位。公司经营线上线下一体化的按需零售业务，提供新鲜农产品和快消品。截至 2021 年 3 月 31 日，每日优鲜在中国 16 个城市运营 631 个 DMW 组成的网络。

图 1：每日优鲜业务结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

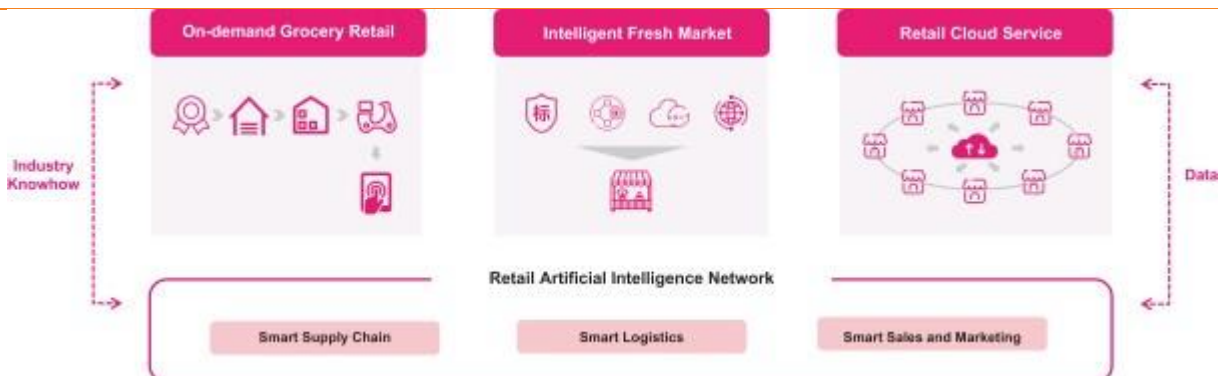
图 2：每日优鲜营业数据



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

逐步补充智慧菜场、零售云业务板块。为了进一步推动社区零售行业全链路数字化，每日优鲜在 2020 年下半年推出智慧菜场业务，并于 2021 年启动了零售云业务，利用在垂直零售领域积累的核心技术能力，以及自主开发的智能系统—AI 零售网络，进一步赋能社区零售行业参与者实现数字化转型。今年 3 月，每日优鲜发布 (A+B) xN 新战略，通过多业态布局，发力“成为中国最大的社区零售数字化平台”。

图 3：每日优鲜三大核心板块



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 发展历程：从前置仓创新到多元化战略发展

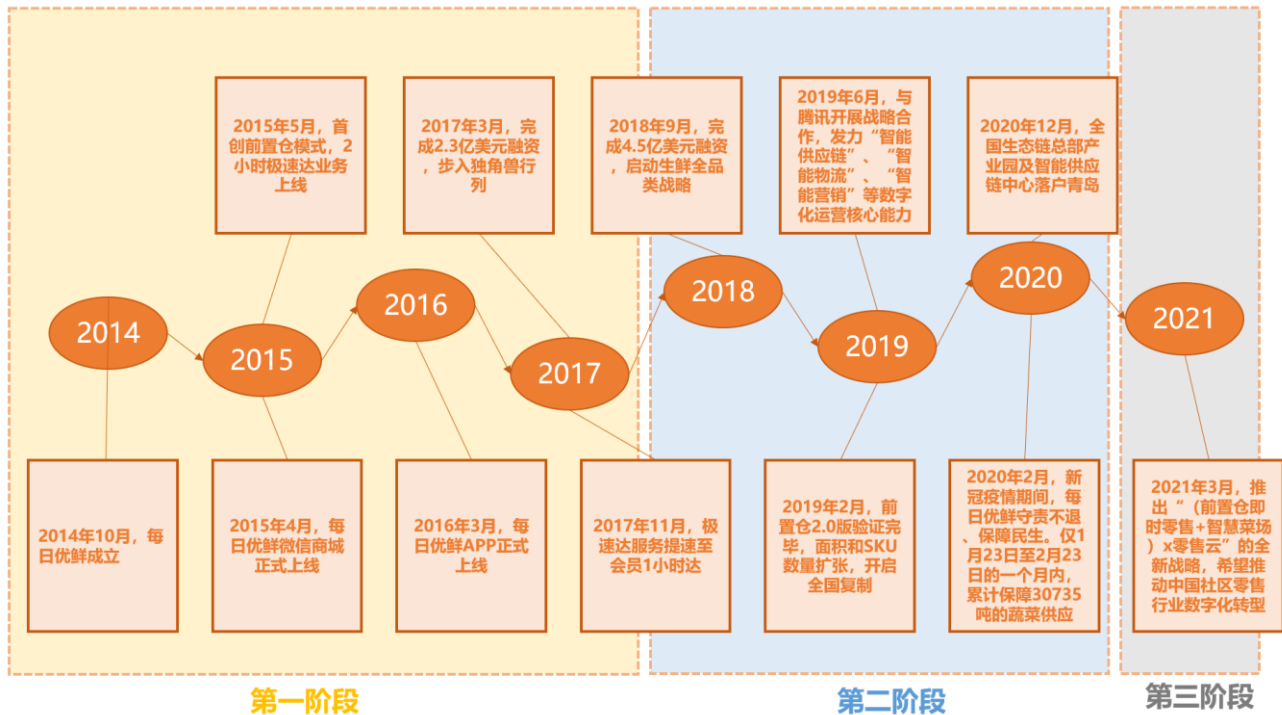
每日优鲜的发展历程主要分为三个阶段：

第一阶段：2014年至2017年，前置仓模式启动，逐步迈入独角兽行列。

第二阶段：2017年至2020年，完善数字化运营能力，启动全生鲜商品战略。

第三阶段：2021年至今，推动业务创新，发展全社区零售业服务转型。

图 4：每日优鲜发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 1.3. 融资历程：成立以来通过 11 轮融资，向 IPO 进发，助力平台生态

每日优鲜历经 11 轮融资，受到多方资本巨头的加持。IPO 前，每日优鲜已进行过 11 轮融资，仅在 2020 年，每日优鲜就先后获得过 3 笔战略投资。其中，在青岛完成的 20 亿元战略投资，腾讯总共投资 5 轮，其他资本巨头还包括股东包括工银国际、中金资本、高盛集团等。

表 1：公司融资历程

轮次	时间	融资金额	投资方
天使轮	2014年12月	500万美元	元璟资本、光信资本
A轮	2015年5月	1000万美元	腾讯投资、光信资本
B轮	2015年11月	2亿元人民币	浙商创投、腾讯投资
B+轮	2016年6月	2.3亿元人民币	华创资本、远翼投资
C轮	2017年1月	1亿美元	腾讯投资, 联想创投, 华创资本, 浙商创投, 韩国 KTB, 远翼投资
C+轮	2017年3月	2.3亿美元	时代资本, Tiger Global Management, 元生资本
D轮	2017年12月	5亿美元	-
E轮	2018年9月	4.5亿美元	腾讯投资, 高盛集团, 保利资本, 时代资本, 华兴新经济基金, Tiger Global Management, Glade Brook Capital, Davis Selected Advisers, Sofina

战略投资	2020年5月	-	中金资本
战略投资	2020年7月	4.95亿美元	腾讯投资, 高盛集团, 工银国际, 中金资本, 阿布扎比资本集团, Tiger Global Management, 苏州常熟政府产业基金
战略投资	2020年12月	20亿人民币	青岛国信, 青岛市政府引导基金, 阳光创投

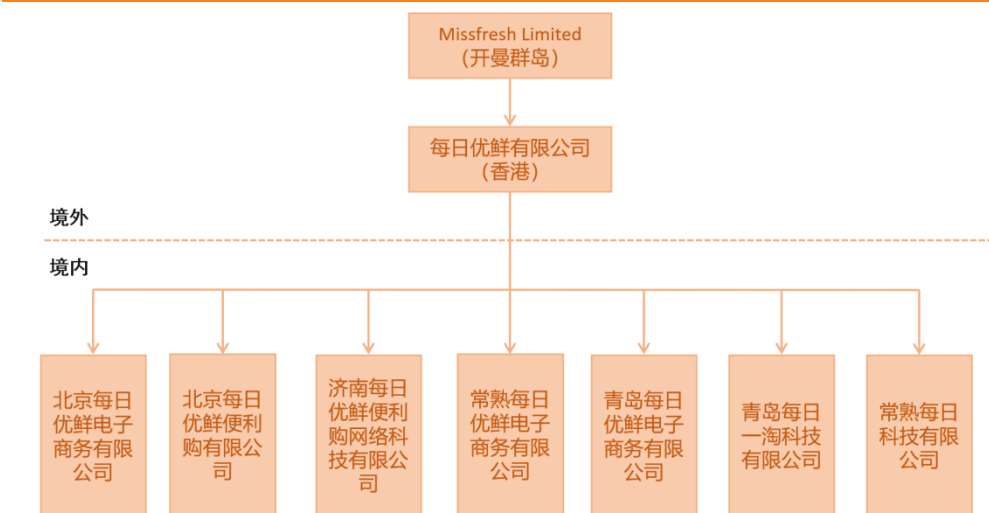
资料来源: 企查查, 天风证券研究所

**IPO 融资主要用途:** 1) DMW 零售业务约占 50%, 包括销售和营销、技术基础设施和供应链升级, 以及质量控制中心和 DMWs 网络的扩展和升级; 2) 约 20%用于进一步拓展智能生鲜市场业务, 开发技术平台; 3) 约 20%用于零售云业务的发展, 包括研发、产品开发、销售和营销; 4) 其他资金用于一般公司目的, 以及发展战略计划、潜在战略投资和收购, 以加强每日优鲜的生态系统, 尽管目前还没有确定任何特定的投资或收购机会。

#### 1.4. 组织架构

根据招股说明书披露, 每日优鲜集团注册地在开曼群岛, 控股每日优鲜有限公司(香港), 下属控股七家境内子公司。

图 5: 公司组织架构



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

##### 1.4.1. 股权结构: 采用双股权结构, 稳固管理层投票权

每日优鲜在首次公开募股后将采用双股权结构, 分为 A 类普通股和 B 类普通股。该公司将在首次公开募股中发行 B 类普通股, 公司创始人、董事长兼首席执行官徐正将持有全部的 A 类普通股。每日优鲜的 A 类普通股和 B 类普通股只在转换权和投票权上有所不同, A 类普通股含 20 股表决权, 可以转换为 B 类普通股; B 类普通股含 1 股投票权, 不可转换为 A 类普通股。

每日优鲜在其上市前的股东架构中, 主要股东包括: 徐正 Zheng Xu, 持有 15.3%的股份, 同时代表 Tigerteeth Entity 所持 A 类股的投票权, 合计拥有 74.1%的投票权; 王珺 Jun Wang 持有 2.2%的股份, 拥有 0.7%的投票权; 孙原 Yuan Sun 持有 1.3%的股份, 拥有 0.4%的投票权; 李漾 Yang Li 持有 1.4%的股份, 拥有 0.4%的投票权。以上董事合计持有 20.2%的股份, 拥有 75.6%的投票权。

老虎环球和腾讯分别为每日优鲜的第二和第四大股东，二者分别通过旗下 Internet Fund IV Pte. Ltd 和 Image Frame Investment (HK) Limited，持有每日优鲜 B 类普通股，各占总股本的 12.4%、8.1%，各持有 3.8%、2.5% 的投票权。第三大股东为厦门每日优鲜股权投资合伙企业（有限合伙），这家企业股东分别为青岛每日优鲜专项股权投资基金（有限合伙）、青岛国信创新股权投资管理有限公司，分别占股 99.9995% 和 0.0005%，总体占总股本的 8.7%，持有 2.7% 的投票权。

表 2：公司股权结构

主要股东	持股数量（股）	持股比例	表决权
徐正 Zheng Xu	9722 万	15.3%	74.1%
王琚 Jun Wang	1404 万	2.2%	0.7%
孙原 Yuan Sun	802 万	1.3%	0.4%
李朝晖 Zhaohui Li	-	-	-
李漾 Yang Li	898 万	1.4%	0.4%
Hansong Zhu	-	-	-
Internet Fund IV Pte. Ltd.	7838 万	12.4%	3.8%
Freshking Limited	6889 万	10.9%	46.7%
Xiamen Missfresh Equity Investment Partnership (Limited Partnership)	5499 万	8.7%	2.7%
Image Frame Investment (HK) Limited	5108 万	8.1%	2.5%
Genesis Entities	4543 万	7.2%	2.2%
Tigerteeth Entity Limited	3499 万	5.5%	30.0%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

#### 1.4.2. 管理层：公司高层在公司所涉及各相关产业经验丰富

徐正，每日优鲜创始人、董事长兼 CEO，曾任联想悦荟水果事业部与笔记本业务部总经理，于 2014 年创立每日优鲜。王琚，担任 CFO、零售云业务主管，曾为每日优鲜 B+ 轮投资人，有丰富的投融资经验，主导了公司后续的大规模融资。李漾，担任 CTO、前置仓业务主管，兼任每日生鲜便利购 CEO，有丰富的农业创业经验。另外两位董事会成员：孙原，担任智能生鲜市场业务主管，曾于 Baring 亚洲私募股权基金及德意志银行工作；李朝晖，现任腾讯投资合伙人，在互联网行业工作经验丰富。

表 3：公司管理层介绍

姓名	职位与职务	年龄	工作经历	学历
徐正	董事会主席、CEO	40	曾任联想悦荟水果事业部与笔记本业务部总经理。于 2014 年创立每日优鲜	中国科技大学信息与计算机科学与技术学士学位
王琚	董事、CFO，零售云业务主管	33	2017 年 3 月加入公司。曾任远东地平线公司投资部和大航投资部副主任；CCB 国际公司工作	武汉大学软件工程学士，罗彻斯特大学西蒙商学院工商管理硕士
孙原	董事，智能生鲜市场业务主管	33	于 2015 年 8 月加入公司。曾于 Baring 亚洲私募股权基金及德意志银行（中国香港）投资银行部工作。	北京大学光华管理学院经济学学士和金融硕士
李朝晖	董事	45	现任腾讯投资管理合伙人。曾任贝塔斯曼亚洲投资公司投资负责人，曾于谷歌和诺基亚担任各种产品和业务职务	北京大学学士和硕士，杜克大学富卡商学院 MBA
李漾	董事、CTO，前置	31	2014 年 12 月加入公司	中国人民大学学士

## 仓业务主管

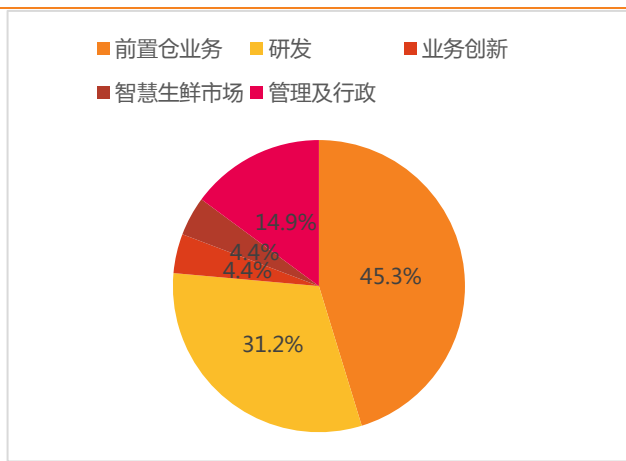
Hansong Zhu	独立董事	51	招股书注册声明生效后担任公司独立董事。曾任高盛董事总经理	南京大学经济学学士，北京大学经济学硕士
-------------	------	----	------------------------------	---------------------

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 1.4.3. 员工组成：重视前置仓业务及技术投入

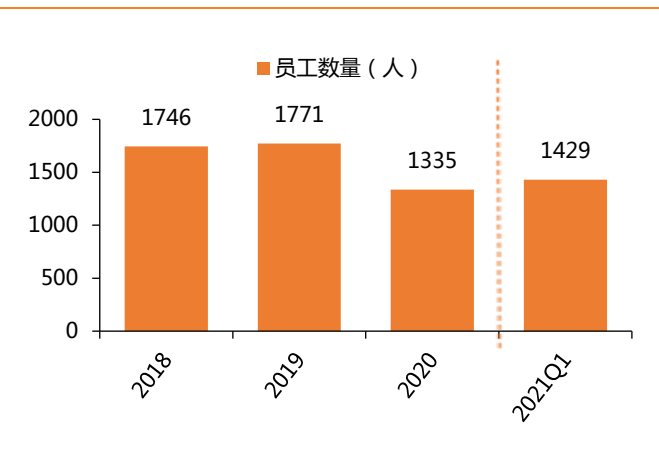
公司以前置仓业务为核心，研发团队超 400 人。该公司的招股书显示，2018 年至 2020 年，公司总员工数量为 1746 人、1771 人和 1335 人，受到疫情影响，每日优鲜 2020 年员工数有所下降，主要在于前置仓业务的缩减。截至 2021 年 3 月 31 日，每日优鲜共有 1429 名员工。其中，前置仓业务是每日优鲜的核心，员工共 649 人，占全公司员工总数的 45.3%。此外，公司重视研发与技术实力，每日优鲜共有研发人员 444 人，占员工总数的 31.2%。

图 6：员工结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 7：员工数量



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2. 行业分析：社区零售市场规模将达 7 万亿，技术革新拉动线上新零售成长

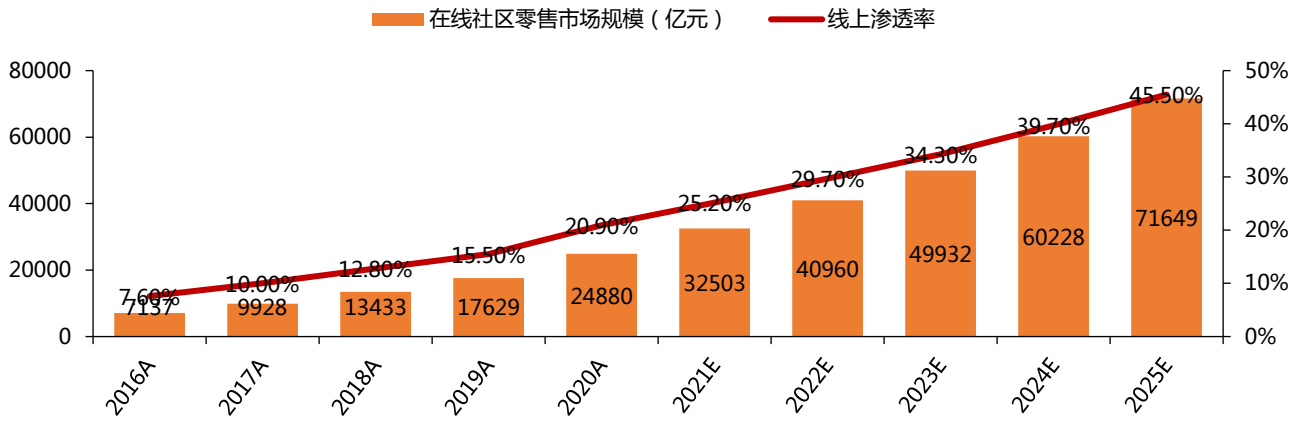
### 2.1. 公司将享受社区零售市场、生鲜市场增长红利

#### 2.1.1. 社区零售市场规模快速增长，在线零售渗透率将进一步提升

社区零售市场规模 2025 年有望达到 15.7 万亿，同时线上化率加速提升。社区零售主要涵盖高频消费的杂货产品，包括新鲜产品和食品加工产品。根据艾瑞咨询统计，2020 年，中国社区零售市场规模达到 11.9 万亿元，其中生鲜产品 5.0 万亿元，快消品 6.9 万亿元，预计到 2025 年总量将进一步扩大至 15.7 万亿元。移动互联网的普及和物流基础设施的发展，促进了中国网络社区零售业的快速发展，叠加新的电子商务和线下业务模式的出现，传统销售渠道向线上加速渗透。中国在线社区零售业的规模从 2016 年的 7137 亿元增长到 2020 年的 24880 亿元，复合年均增长率为 36.6%，预计 2025 年将继续增长至 7.16 万亿元，复合年均增长率为 23.6%，在线渗透率预计将从 2020 年的 20.9% 提高到 2025 年 45.5%。

图 8：中国线上零售市场规模走势与预测（按 GMV 计算）

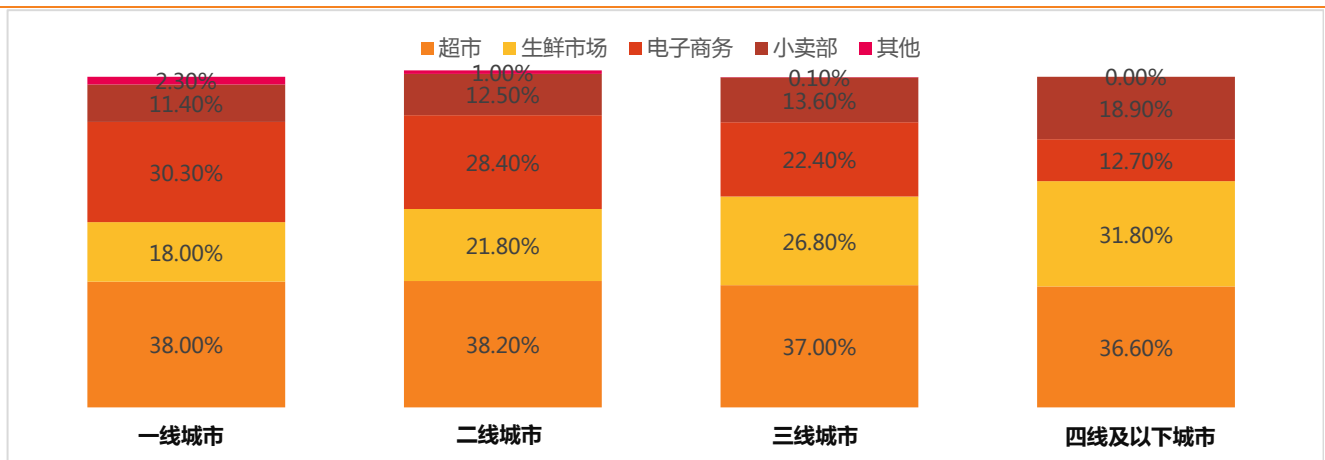




资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**一、二线城市线上社区零售需求更为强劲。**2020年，一、二线城市社区零售市场规模为5.8万亿元，三、四线城市分别为2.9万亿元和3.1万亿元，目前我国城市化进程存在显著差异，一二线城市总体居民消费水平高，追求高品质生鲜食品，即时配送需求相对三四线及以下城市更高，以超市及生鲜市场渠道销售占比为例，在一、二线城市，超市零售形式占2020年总销售额分别为38.0%和38.2%，相较之下三、四线城市这一比例为37%、36.6%；而一二线城市生鲜市场渠道销售额分别占总销售额的18.0%和21.8%，三线和四线城市这一比例分别为26.8%和31.8%。

图 9：中国社区零售市场各渠道规模走势与预测（按城市划分）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

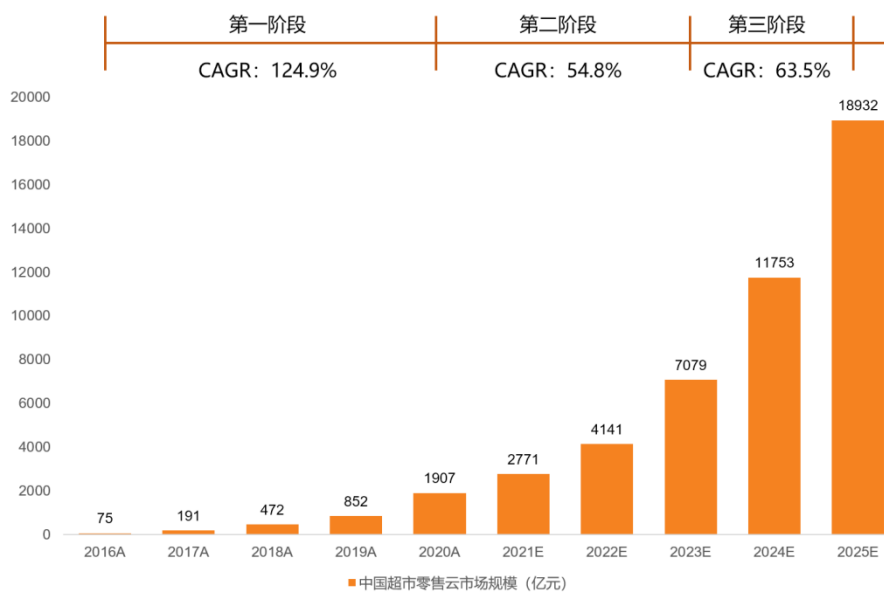
### 2.1.2. 生鲜市场现代化程度较低，零售云市场以技术赋能服务

**生鲜市场规模超过 3 万亿，但生鲜市场现代化程度较低。**2020 年我国生鲜市场销售总额超过 3 万亿，生鲜市场通过为社区居民提供必要的社交互动而具有难以替代的商业价值，此外，生鲜市场在为从农村地区到城市的人群提供就业机会，对减轻贫困和造福社会方面发挥着重要的作用。而目前我国生鲜市场现代化程度较低，且在环境清洁度、食品安全和服务标准等方面的管控明显不健全，部分产品没有明确的产地来源或正确的品牌证书，导致卫生和食品安全问题，此外，商户普遍独立运营，没有标准化、数字化的 SaaS 系统，也没有支付、金融、供应链、消费者管理、全渠道能力等增值服务支持。以上导致我国生鲜市场难以形成规模化、标准化，截至 2019 年底，中国约有 4 万个生鲜市场，其中营收过亿元及以上的仅占 3.5%，连锁经营占比较低。

**零售云市场技术将改善生鲜市场服务能力，市场空间将高速增长。**人工智能、物联网和大

数据等技术的兴起正在改变生鲜零售格局，行业的增长正在通过基于 SaaS 和云技术渗透到生鲜零售运营的各个方面。随着线下零售数字化转型的持续加速，以及消费者对生鲜服务效率提高的需求不断增长，预计零售云服务将有长足的发展空间，预计零售云市场规模（按 GMV 计）将从 2020 年的 1907 亿元增长到 2025 年的 18932 亿元，CAGR 达到 58.3%。

图 10：中国零售云市场规模走势与预测



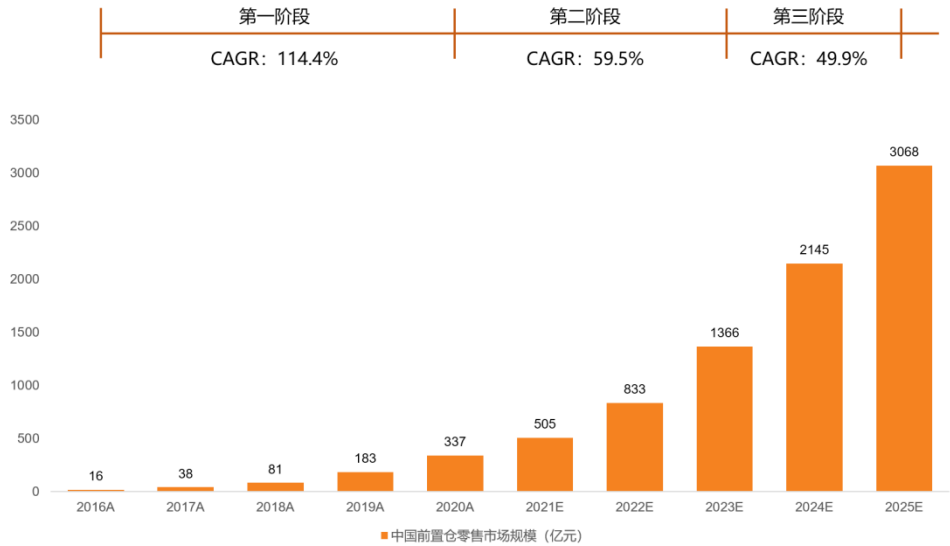
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 前置仓零售市场增速明显，得益于消费者对高质量产品与服务需求的提升

### 2.2.1. 前置仓零售市场规模增速明显，2020 年市场规模已达 337 亿元

随着移动互联网在物流基础设施上的渗透，市场开始出现新的线上商业模式迭代传统的销售渠道，前置仓零售市场开始加速增长。随着前置仓模式逐渐被老百姓接受，其规模会不断扩大。根据每日优鲜招股书，预计 2020 年至 2023 年前置仓模式市场规模复合年均增长率为 59.5%，2020 年到 2025 年前置仓零售市场将从 337 亿元提升至 3068 亿元，占社区零售市场比重从 0.3% 提升至 2%。

图 11：中国前置仓零售市场规模走势与预测（按 GMV 计算）



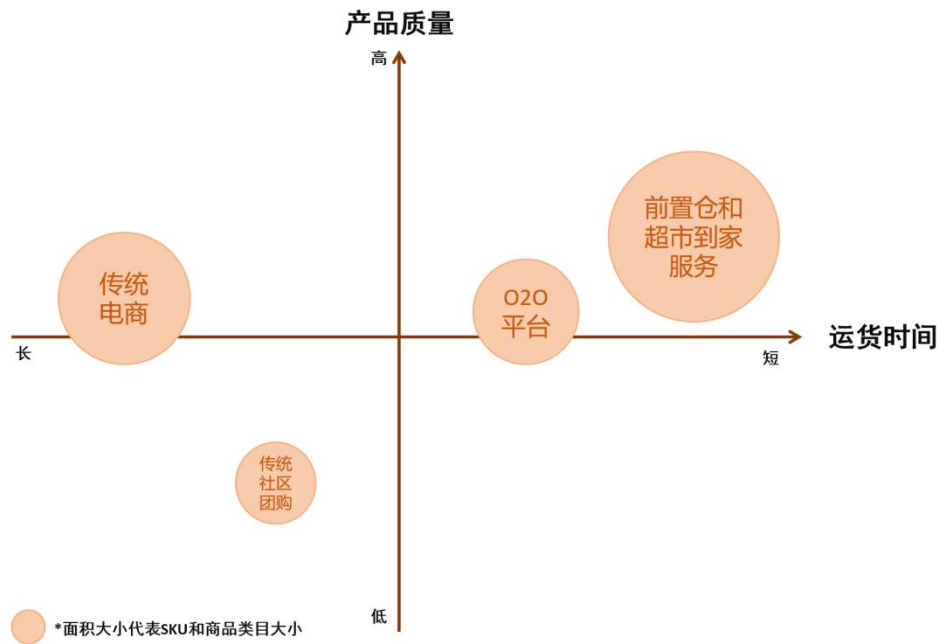
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 2.2.2. 前置仓模式优势：满足即时性与高品质，体验更便捷+产品更优质

**前置仓模式以仓储加工在城市中心区前置的方式，满足用户即时性、便捷性需求。**前置仓位于住宅社区或办公楼附近，作为中小型存储和配送中心，配备多个温度区，用于冷冻、冷冻和再加热等新鲜食品加工。用户可以通过移动应用程序和电子商务平台下订单，通过智能系统向最近的前置仓分发在线订单，产品将在不到一小时的时间内交付给消费者，这大大提高了交货时间，节省了“最后一公里”的交货成本。

**自营模式确保产品及服务的品质。**前置仓与上游供应链合作伙伴密切合作，通过标准化增加直接采购比例，提高产品性价比，同时平台自行运营用户获取渠道和售后服务，确保向用户提供最优质的产品和服务。

图 12：线上社区零售市场商业模式对比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 2.2.3. 前置仓模式劣势：库存管控、本地化运营存在难度

相较于社区团购以销定采的模式，前置仓模式会有订单的不确定性，从而增加运营难度，例如如何管控损耗、库存、缺货补货等问题。此外，由于我国不同区域存在消费者差异、品类运营差异等等，例如华北跟华东的消费者习惯有所不同，多区域复杂性给各区域的本地化运营带来困难。

### 2.3. 竞争对手分析：以模式最相近的叮咚买菜为例

从当下布局来看，多家互联网巨头都已进入不同模式的线上新零售赛道。包括 O2O 模式的淘鲜达、京东到家、美团闪购等；仓店一体化的盒马生鲜、7fresh 等；前置仓模式的叮咚买菜、美团买菜、多点买菜等。

以下以模式最相近的叮咚买菜为例进行详细对比：

**叮咚买菜：**叮咚买菜主营新鲜果蔬、杂货和日用品，通过广泛的自助式一线满足网格支持，通过便捷、出色的购物体验，直接为用户和家庭提供新鲜农产品、肉类和海鲜等日用品。2020 年叮咚买菜前置仓将近 1000 个，GMV 超百亿元。2014 年 3 月，叮咚买菜的前身叮咚小区 APP 上线，2017 年 5 月，公司转型生鲜电商业务，正式更名为叮咚买菜。叮咚买菜致力于通过产地直采、前置仓配货和最快 29 分钟配送到家的服务模式，通过技术驱动产业链升级，为用户提供品质确定、时间确定、品类确定的生鲜消费体验。服务范围覆盖上海、北京、深圳、杭州、苏州等城市，已成功地将业务扩展到全国 29 个城市，其中 5 个城市已实现并保持了每月超过 1 亿元的 GMV。

#### 2.3.1. 核心指标比较：每日优鲜更注重精细化运营及成本管控

从重点指标对比上体现出每日优鲜就有更精细化的运营。相比之下叮咚买菜 GMV 规模和订单量更大，而每日优鲜的有效用户更多，也确定了更高的客单价；在履约费用上每日优鲜更低，主要原因在于公司注重精细化运营，利用智慧零售网络技术严格管控运营效率，具有相对较低的产品交付和仓库管理费用。但目前两家公司均处于亏损状态，原因在于持续的前置仓扩张与业务规模扩大。

表 4：每日优鲜和叮咚买菜核心指标对比（数据截至 2020 年 12 月 31 日）

	每日优鲜	叮咚买菜
GMV	76 亿	130 亿
毛利率	19.4%	19.7%
履约费用率	26.0%	35.7%
净利率	-26.9%	-28.0%
有效用户	867 万	460 万
有效用户订单量	0.65 亿	1.98 亿
客单价	95 元	54 元
库存周转天数	3.8 天	3.9 天
月活 (MAU)	770 万	2160 万

资料来源：每日优鲜、叮咚买菜招股说明书，天风证券研究所

## 3. 公司业务分析：每日优鲜多元化业务布局

### 3.1. 通过三大核心技术，重点打造 (A+B) xN 的社区零售

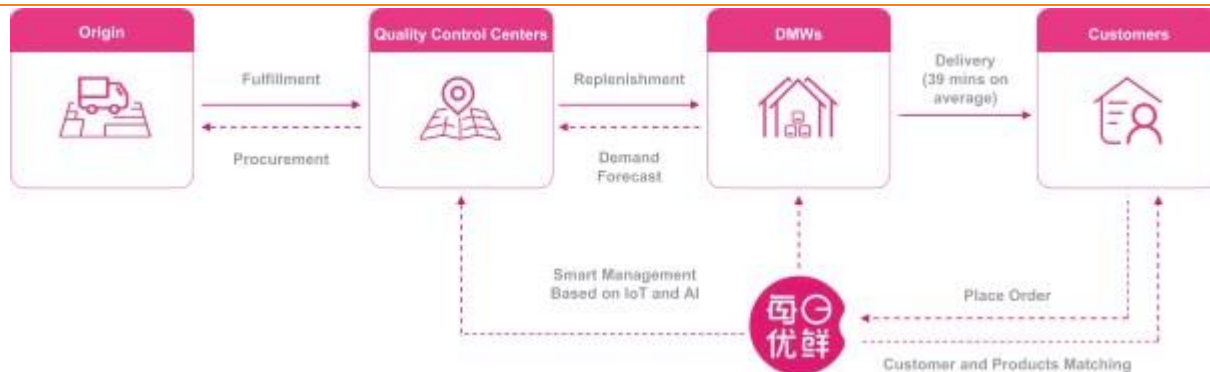
#### 3.1.1. 前置仓业务：满足客户对及时性与高品质的生鲜产品的需求

**A 代表前置仓业务。**该模式不同于传统的门店模式，主打短距离及时送货模式，同时重视产地直采，并且具有更严格的供应链质量控制。据公司招股书 2021 年一季度统计，公司采购团队 289 人，93% 以上的生鲜产品均来自原产地，远高于行业 55% 的平均水平。前置仓模式具备以上创新，满足了消费者对高品质与便捷性的零售需求，极大的提升了履约率与

复购率。每日优鲜前置仓业务具备以下优势：

1) **AI 支持的强大前置仓网络。**每日优鲜前置仓零售业务由自研 AI 提供端到端的零售网络支持，专注于直接采购和质量标准化，涵盖从产地、质量控制中心和前置仓到消费者的整个产业链，确保产品的高质量。每日优鲜的数字化管理系统减少了对商店资源和运营人员经验的依赖，从而帮助其复制了大规模的前置仓网络运营。

图 13：前置仓零售模型



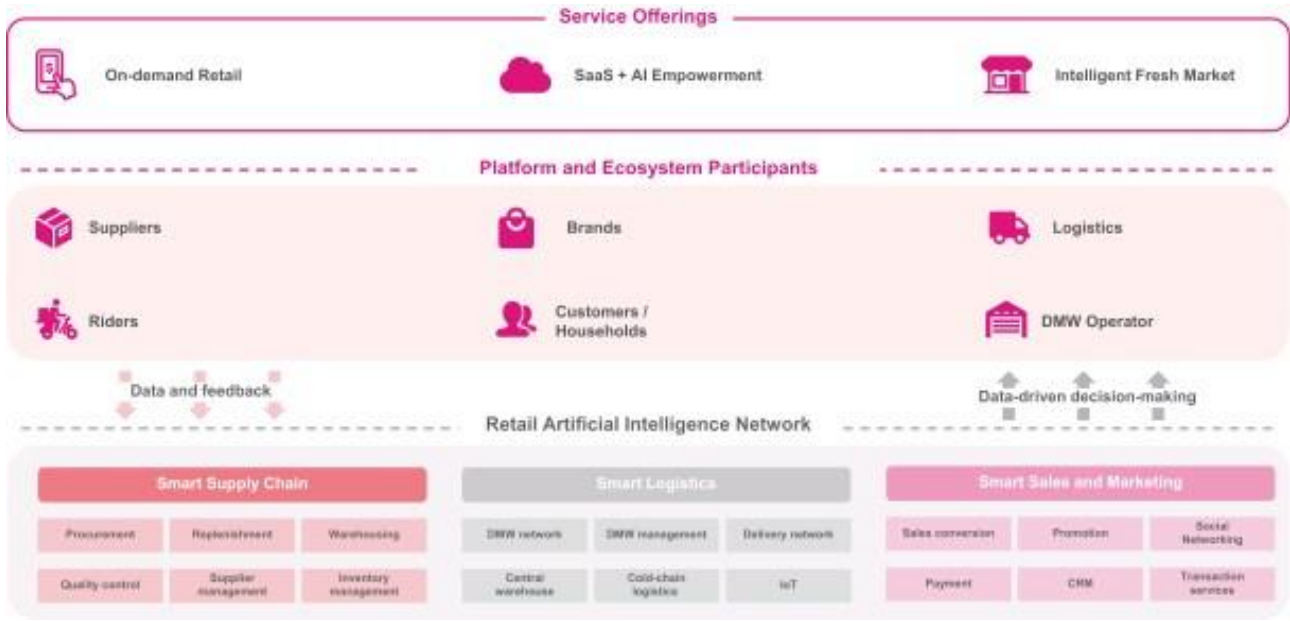
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2) **公司拥有成熟的前置仓管理能力与运营算法技术。**每日优鲜的前置仓是具有不同温带区域和冷藏存储功能的社区仓库，统一集中部署、管理和操作功能。每个前置仓平均面积约为 300 平方米，承载着 4300 多个 SKU，为三公里内的邻近社区提供快速、优质的服务。每日优鲜使用专有的前置仓选址算法来确定建立新前置仓的站点，该算法考虑了诸多参数，如住宅区统计、人口统计、居民的消费能力、财产所有权和类型、物业状况、交付便利性和财务要求。所用数据均来自公司长期积累的运营及业务合作伙伴提供的数据、实地调查以及公开的信息。

3) **公司具备完善的前置仓智能物流运作模式。**每日优鲜每个前置仓配备一名经理、五到十名分拣和库存员工，确保货架已满员并及时包装订单，以及 10 至 20 名专用于特定前置仓的送货员。每个前置仓还雇用一至三名夜间工作人员，每晚在业务结束后补充库存。为了提高效率，每日优鲜还在一些前置仓招聘合作伙伴经理，这些合作伙伴经理遵守相同的操作标准。

4) **公司具有高效的交付管理系统。**每日优鲜的交货管理系统协调各个前置仓和每个订单中每个包裹的递送地址之间的货物流，优化路线并为送货骑手提供说明。公司的路由技术特别高效，因为它考虑到了订单时间、流量和交付的货物类型。送货骑手管理系统是自动化的，为送货骑手分配最合适的订单数量，以确保没有单一的骑手不堪重负，每个交付骑手会得到合理的补偿。送货员工资单和雇佣合同由专业的派遣公司管理。

图 14：智慧供应链结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 3.1.2. 智慧菜场业务：通过技术改造传统线下菜场业务场景

B 代表智慧菜场业务。每日优先开展智慧菜场业务首先获取菜市场经营权，并分三步改造传统菜市场。包括：1) 改造场地布局、优化商户组合并引入新业态；2) 为商户提供包括电子支付、在线营销、CRM 工具和业务规划在内的 SaaS 服务包；3) 帮助智慧菜场的商户将线下顾客转化为线上私域流量，通过线上交易平台，实现进一步电商业务增收。

图 15：智慧菜场业务



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

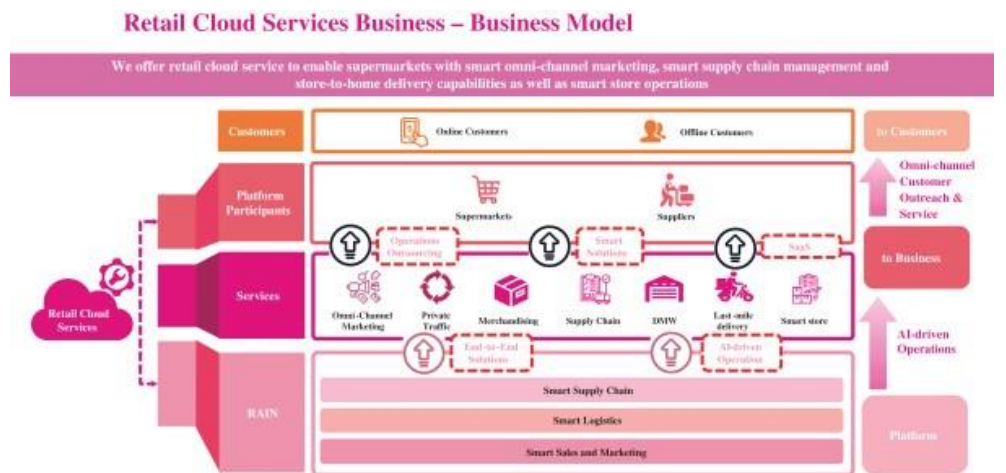
智慧菜场业务为公司扩宽收入来源。每日优鲜的智慧菜场业务收入来自个体商户租金、SaaS 服务年费和按照商户电商业务 GMV 收取佣金。截止到 2021 年 5 月 31 日，每日优鲜已与 14 个城市的 54 家菜市场签订运营协议，并已在 10 个城市的 33 家菜市场开展运营。预计通过技术能力和运营支持，智慧菜场业务将为每日优鲜提供更多收入来源，并稳固其在社区零售领域长期发展的地位。

### 3.1.3. 零售云服务：以人工智能技术打造零售网络（RAIN）

**N 代表零售云服务。**每日优鲜为超市、零售商等社区零售行业参与者提升供应链、物流、营销和履约管理等数字化能力。通过零售云服务，每日优鲜将智慧零售网络 RAIN 平台化为商业伙伴和其他企业提供五大创新服务：

- （1）将数字化运营贯穿整个运营周期，包括全供应链和分销环节。运营将基于数据的积累和人工智能的运用进行优化；
- （2）通过 APP 和小程序等在线销售渠道进行全渠道运营，帮助商户扩大用户覆盖，提高客户粘性，并提供虚拟产品的展示服务；
- （3）利用数据分析实现智能营销，使零售商能够自动识别热门产品，并在保质期接近尾声时调整库存价格折扣，并加快清仓速度；
- （4）通过消费者行为和大数据分析，生成有针对性的营销信息，以提高消费者信息获取效率并增加消费量；
- （5）分析客户行为和店内流量，并提供产品种类、商店布局和库存跟踪的智能建议的，以提高服务准确性。交互式信息亭、AI 机器人和自动结账柜台都将减轻运营压力，提高客户服务和效率。

图 16：零售云服务业务



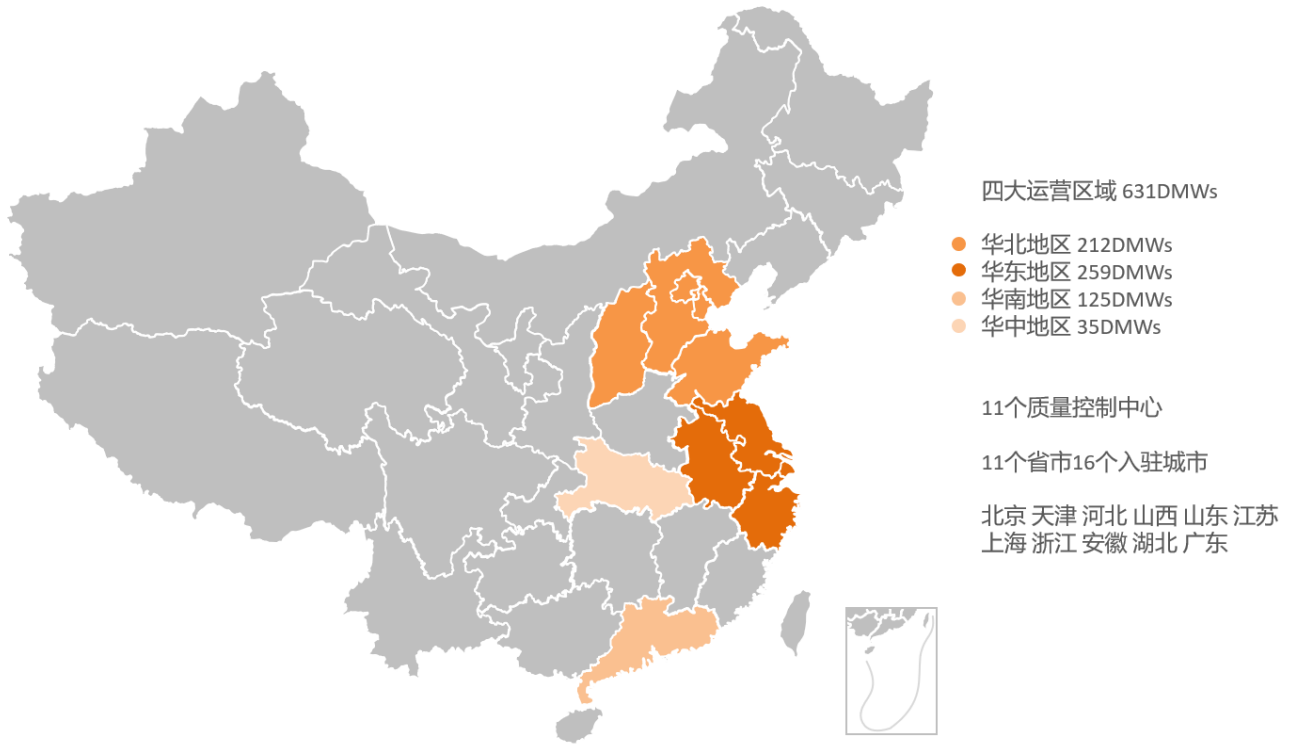
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 3.2. 主要业务指标：GMV 持续增长，注重有效户与客户忠诚度的提升

### 3.2.1. 前置仓仍在加大布局

**前置仓网络布局已覆盖 16 个城市。**截至 2021 年 3 月 31 日，每日优鲜在中国 16 个城市运营了 631 个前置仓。截止到 2021 年 5 月 31 日，每日优鲜已与 14 个城市的 54 家菜市场签订运营协议，并已在 10 个城市的 33 家菜市场开展运营。

图 17：每日优鲜线下前置仓布局

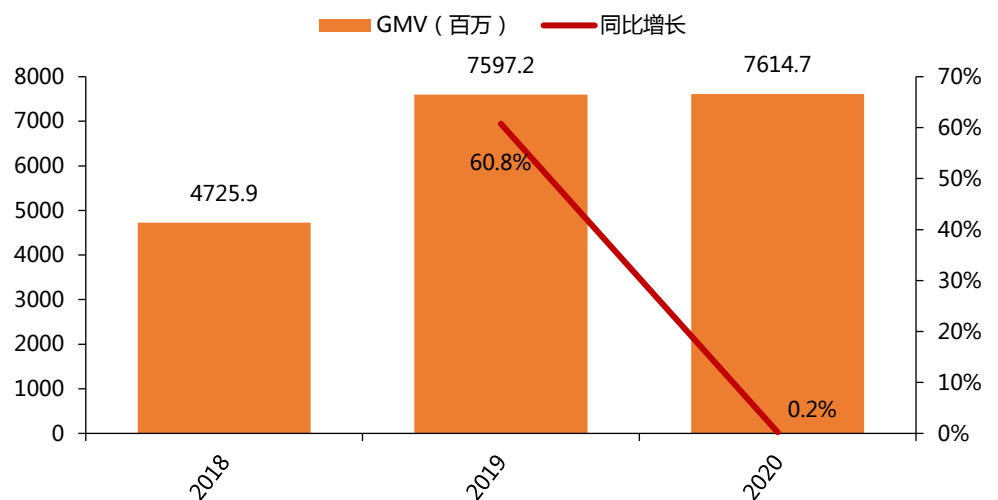


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 3.2.2. GMV：持续增长中，体量暂居全国第二

2018年至2020年，每日优鲜GMV分别为47.3亿元、76.0亿元、76.1亿元，截止2021年一季度TTM的GMV为74.1亿元。2018年至2020年GMV复合增长率为26.9%。GMV体量仅次于叮咚买菜，居全国前置仓模式第二位。

图 18：GMV 增长



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

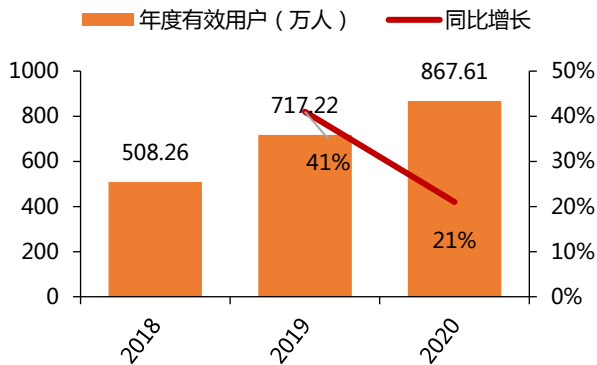
### 3.2.3. 有效用户数与有效订单量均处于增长通道

每日优鲜用户群体偏向年轻中产消费者，有效用户数及订单量仍处于增长通道。每日优鲜



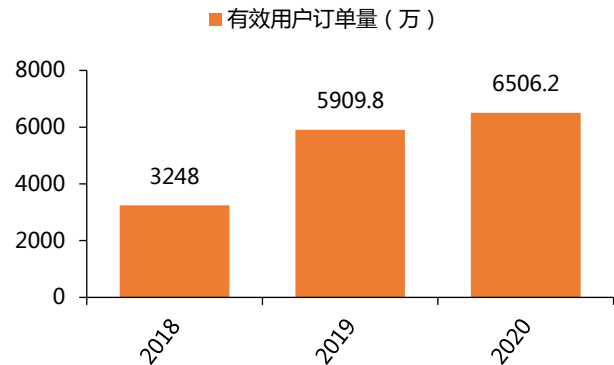
的主要目标消费者是国内各一二线城市的中产阶级消费者，偏于年轻。根据艾瑞咨询数据显示，该公司一半以上的消费者年龄在 26 岁至 35 岁之间，接近三分之一用户年龄在 36 岁至 45 岁之间，用户群体年轻化主要受益于公司对互联网技术的运用与线上新零售模式的渗透。2018 年至 2020 年，每日优鲜有效用户数分别约为 510 万、720 万、870 万，截止 2021 年一季度 TTM 的有效用户数约为 790 万。截止 2021 年一季度，每日优鲜累计交易用户数超 3100 万。2018 年至 2020 年，每日优鲜有效用户总订单数分别为 3248 万、5909.8 万、6506.2 万，增长源动力来自目标消费群体的消费能力和品质需求的不断提升，同时得益于公司的扩张计划与技术主导的运营方式。

图 19：年度有效用户增长



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 20：有效用户订单量



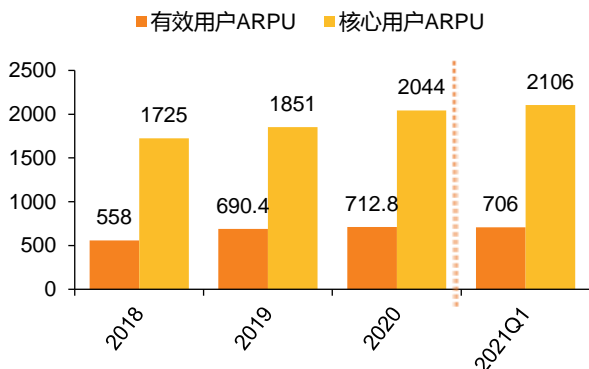
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 3.2.4. 公司消费群体具备高忠诚度，客单价和复购率均处在较高水平且仍在提升

**有效用户与核心消费群体的忠诚度不断提高。**2018 年至 2020 年，有效用户的 ARPU 已经从 558 元增加到 690.4 元；核心用户（定义：在固定期限內每月下单量不低于 4 单的用户）ARPU 从 1725 元增长至 2044 元，占整体交易用户的比例持续上升，2018、2019、2020 年和 2021 年一季度分别为 14.9%、17.3%、21.1%和 19.7%。

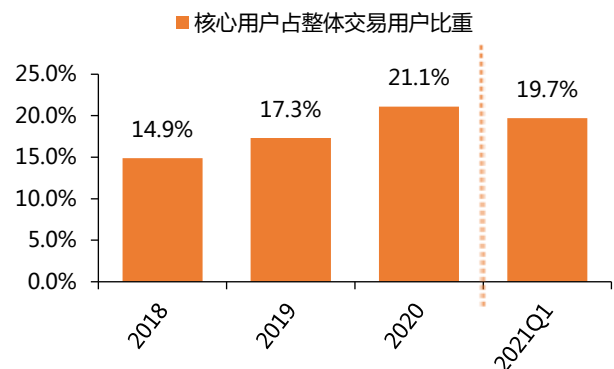
**公司注重实现高客单价和高复购率。**客单价近几年稳定在 90 元以上。截至 2021 年一季度，每日优鲜用户在一年和两年的复购率分别高达 71.1%和 76.0%。

图 21：有效用户 ARPU 与核心用户 ARPU



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 22：核心用户占整体交易用户比重



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 4. 财务分析

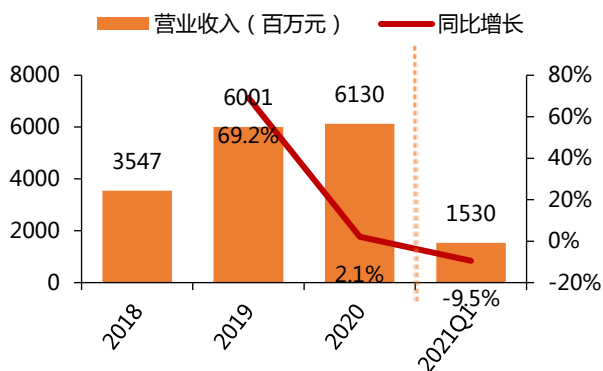
### 4.1. 业务数据：仍处于业务扩张期，强化成本管控推动亏损收窄

每日优鲜的收入来源包括：1) 通过在线平台销售产品，包括主要通过 APP、小程序以及

第三方平台上的销售；2) 其他收入，主要包括平台会员费和自动售货机收入。公司在用户长期价值维护上持续支出，从而实现商业规模持续扩大。

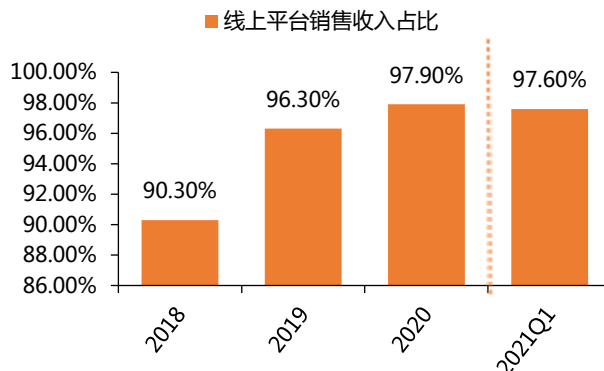
**平台收入快速增长，收入结构向线上靠拢。**2018、2019、2020 年及 2021 年一季度，公司通过在线平台进行的产品销售收入分别为 32.0 亿元、57.8 亿元、60.0 亿元及 14.9 亿元，分别占总营收的 90.3%、96.3%、97.9%及 97.6%。同比增速方面，公司 2019 和 2020 年均实现同比正增长，为 80.4%、3.8%；2021 年一季度同比增长下降，主要是因为 2020 年疫情因素催化线上消费，使得去年一季度收入基数过高，同比 2021 年一季度增速出现明显下滑。

图 23：公司营收和增速



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 24：线上平台销售收入占比

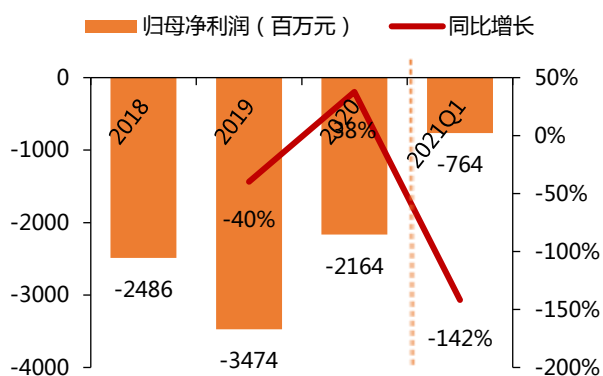


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**净利润亏损收窄，得益于成本的持续可控。**2018、2019、2020 年及 2021 年一季度，公司归母净利润分别为-24.9 亿元、-34.7 亿元、-21.6 亿元及-7.6 亿元，近三年亏损超 80 亿元，主要在于公司规模扩大需要源源不断的资本投入；2021 年一季度以来公司归母净利润亏损显著收窄，主要是受益于成本加强管控。

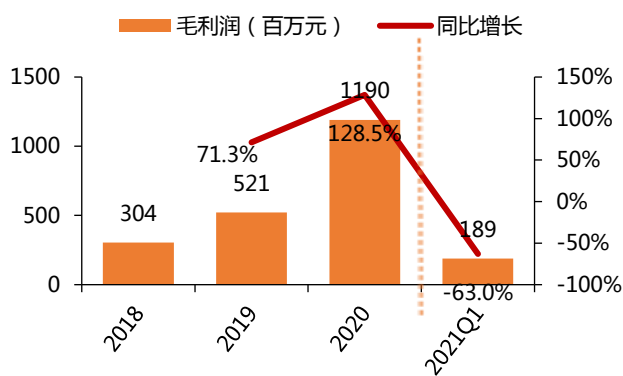
**毛利率总体处于上升状态，得益于行业议价能力提升。**公司毛利于 2019、2020 年实现高速增长，同比增速为 71.3%及 128.5%；2021 年一季度实现毛利 1.9 亿元，增速略有下降的原因在于疫情开始时业务需求加大，但结束后消费者线上购物需求回归常态。

图 25：净利润走势



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 26：毛利率与净利率走势



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 4.2. 营业成本分析

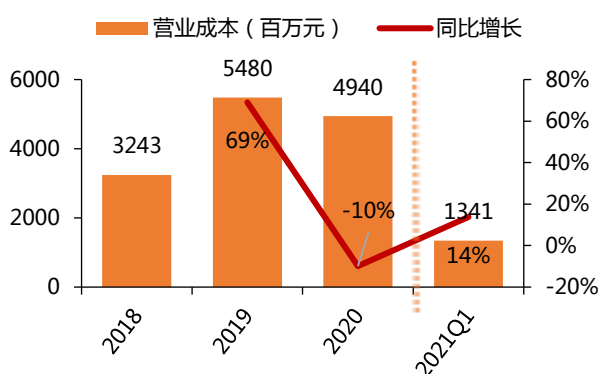
### 4.2.1. 成本：整体可控，智慧零售网络带来履约成本优势

**成本组成以产品采购成本为主，占比超过 90%。**2018、2019、2020 年及 2021 年一季度，公司运营及支持成本分别为 32.4 亿元、54.8 亿元、49.4 亿元及 13.4 亿元，同比增速分别为 69.9%、-9.9%及 13.8%。其中，产品采购成本为最主要成本，2018、2019、

2020 年及 2021 年一季度占比分别为 97.3%、97.2%、96%及 94.8%，同比增速分别为 68.8%，-10.9%，111.4%，采购成本 2020 年开始下降，2021 年一季度明显回升，主要由于公司为拓宽产品种类同时引入高价值产品以满足客户需求。

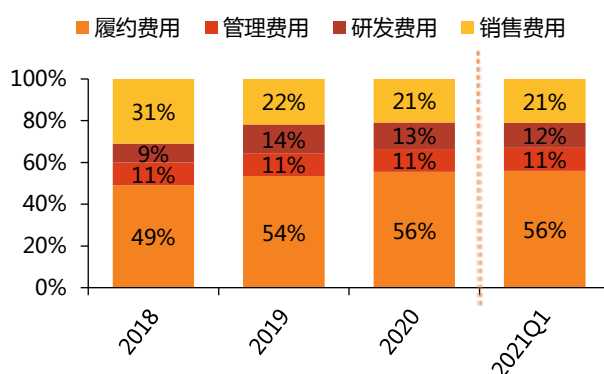
**成本管控效果明显，费用率总体下降明显。**2018、2019、2020 年分别为 72.0%、57.0%、46.2%，过去三年公司总费用率明显下降，体现在 1) 履约费用下降，主要因为产品交付及仓库管理费用成本的下降，得益于智慧零售云 RAIN 技术的实现，降低运营成本；2) 销售费用下降，主要因为降低了用户推荐补贴率，说明公司更注重存量客户的深挖。此外，管理、研发费用近年来基本持平。2021 年一季度费用率出现反弹，上升至 51.6%，主要原因在于 1) 履约费用的提升，由新年等节日骑手劳动力成本的提升导致；2) 销售费用的提升，由于线上广告与营销活动的支出加大；3) 行政管理成本的提升，由于新业务计划对增加员工数量的需求。此外，研发费用有所下降，由于减少了技术人员薪酬导致。我们认为后续公司的费用率将会延续下降趋势。

图 27：营业成本



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 28：费用组成

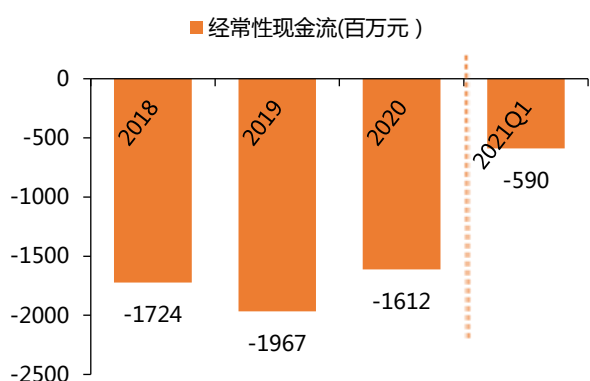


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 4.3. 现金流分析：经营性现金流逐渐好转，现金储备充足

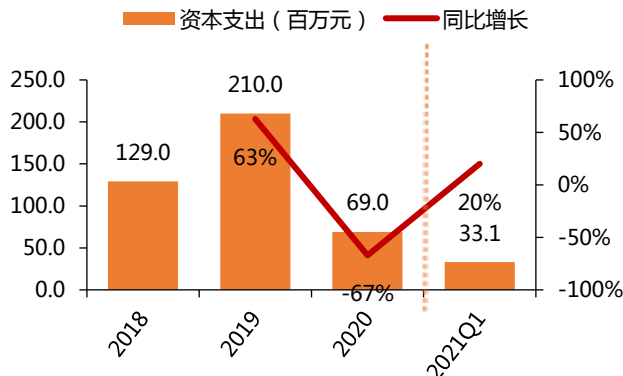
现金流的来源主要是股权融资和短期银行借款。2018、2019、2020 年及 2021 年一季度，公司经营性现金流净流出额分别为-17.2 亿元、-19.7 亿元、-16.1 亿元及-5.9 亿元，每日优鲜披露目前现金和现金等价物将足以满足公司未来 12 个月对一般公司用途和预期需求。同期资本支出分别对应为 1.3 亿元、2.1 亿元、0.7 亿元及 0.3 亿元，主要用于厂房设备支出和前置仓自动化网络的搭建。目前公司经营性现金流净亏损持续收窄，主要技术使用带来营运能力不断提升。

图 29：经营性现金流



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 30：资本支出

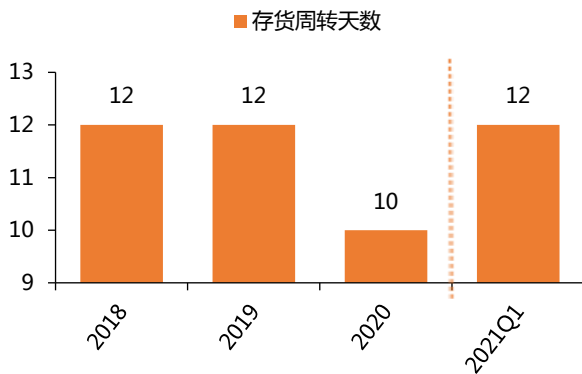


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**存货周转天数保持稳定。**2018、2019、2020 年及 2021 年一季度存货周转天数分别为 12 天、10 天、12 天、12 天，保持稳定，2019 年缩减原因在于销售产品数量的显著增长，总体保持稳定得益于公司既定的商业模式。

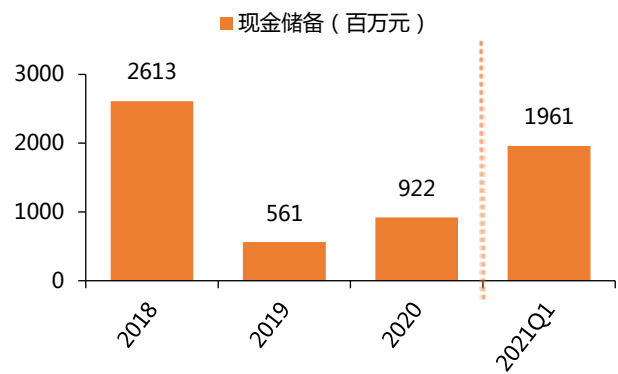
**现金储备充足。**2018、2019、2020 年及 2021 年一季度，公司现金储备分别为 26.1 亿元、5.6 亿元、9.2 亿元及 19.6 亿元，2019 年曾大幅下降随后又出现回暖，主要来源于融资补充资金。根据招股说明书，每日优鲜希望寻求新的投资、收购或资本支出等机会，如果现金需求超过了现有的现金数量，会寻求发行股票、相关证券融资或获得债务融资。

图 31: 存货周转天数



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 32: 现金储备



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 市场增速不及预期

中国社区零售业和生鲜市场的增长可能较为缓慢，目前仍存在线上渗透率低和渠道密度低的问题。

### 亏损可能持续

公司需要不断扩张业务，并投入大量研发成本，财务上有亏损和负现金流的历史，在未来可能持续存在。

### 同业竞争激烈

线上引流、线下扩张和供应商合作增速放缓可能失去市场份额和消费者。

### 业务创新不及预期

作为前置仓模式的先驱，如果在技术研发和产品创新上无法及时满足用户需求，并带来投资效益，未来盈利可能会受到损害而不及增长预期。

### 政策法律的变化

互联网政策法律可能发生的变化，对公司业务创新和运营带来不确定因素。

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