

从叮咚买菜和每日优鲜看前置仓电商的未来 —— 新业态系列报告（二）

平安证券研究所 非银金融&金融科技研究团队

王维逸 S1060520040001（证券投资咨询）

李冰婷 S1060520040002（证券投资咨询）

陈相合 S1060121020034（一般证券业务）

郝博韬 S1060120010015（一般证券业务）

2021年7月4日

核心观点

- **前置仓电商：高频占据中高客群钱包份额。**前置仓电商是指将生鲜、快消品直接存储运营在社区周边密集构建的前置仓中（一般为3公里内），由骑手负责最后一公里配送的电商模式，主要满足中高线城市消费者对**健康（好）、便利（快）**的生鲜食杂需求，能高频有效的占据中高客群钱包份额，21Q1叮咚买菜单个会员用户月消费6.7次合计444元。行业主要参与者包括已登陆美股的叮咚买菜、每日优鲜等，2020年叮咚买菜GMV达130亿，在29个城市拥有950个前置仓，超越每日优鲜（GMV76亿，16个城市631个前置仓），赶超主要原因：1) 抓住“买菜”消费者心智，提升复购率。2) 抓住核心客群，避免被非目标用户“薅羊毛”。3) 融资节奏好。4) 疫情期间客户体验良好，没有一味提升盈利能力而是做好服务。
- **实现盈利需较长时间，订单量对盈利能力提升至关重要。****1) UE模型：**由于生鲜品类毛利率低、配送成本弱规模效应，前置仓盈利能力较弱，21Q1叮咚买菜单均毛利10.3元（毛利率19%），单均履约费用21.3元（其中配送费12.7元），每单运营亏损19.1元。随着订单量提升，预计亏损率将改善但实现盈利仍需较长时间。**2) 订单量：**单量增长由前置仓数量和单仓订单量驱动，其中复购率决定单仓订单量。21Q1叮咚买菜日均订单量达77万（vs. 每日优鲜17万），单用户月均交易订单量达3.4笔（vs. 每日优鲜0.7笔/月），单用户月均交易订单量（复购）是总订单量差距主因。此外，会员拥有更高复购率，月均交易订单量是普通用户1.9倍，亦能拉动订单量提升。
- **增强供应链能力提升毛利率，扩大会员规模推动订单量增长。****1) 零售最终是供应链比拼，加强自有品牌商品和预制半成品投入提升毛利率。**夯实供应链能力能提供更高质量商品、更有竞争力销售价格。自有品牌商品不仅采购成本更低，亦能增加商品的独特性。预制半成品能满足消费者对方便、健康食品的需求，拥有更高的毛利率（~40%）能大幅改善前置仓业态毛利率。**2) 扩大会员规模，推动订单量增长。**由于会员群体的高价值和稀缺性，通过一定激励措施推动更多普通用户成为会员可抢占核心用户，提升订单量增长的持续性。
- **风险提示：**1) 竞争加剧风险、2) 融资风险、3) 食品安全风险。



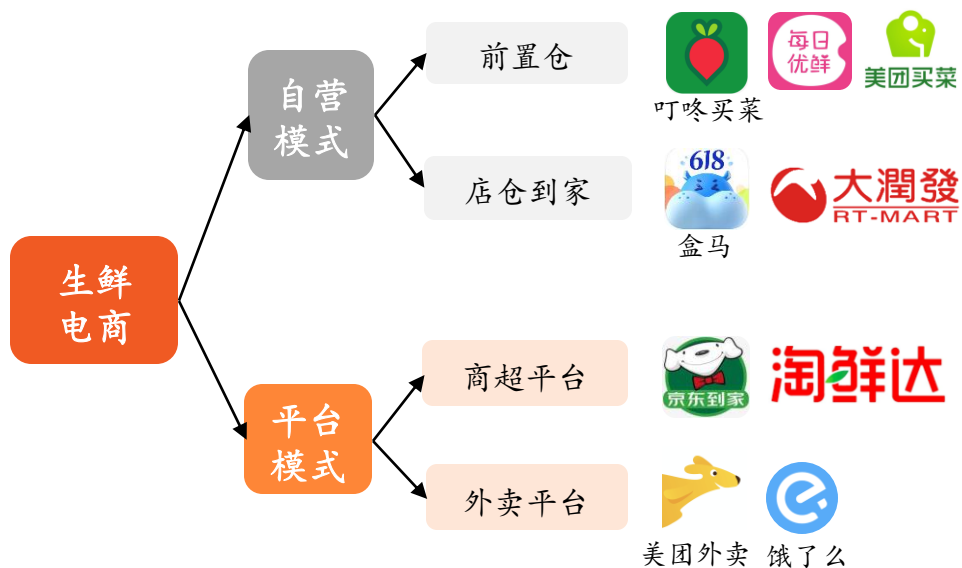
CONTENT 目录

- ① 一、前置仓电商：高频占据中高客群钱包份额
- ② 二、实现盈利需较长时间，订单量至关重要
- ③ 三、增强供应链能力提毛利，扩大会员规模增单量
- ④ 四、风险提示

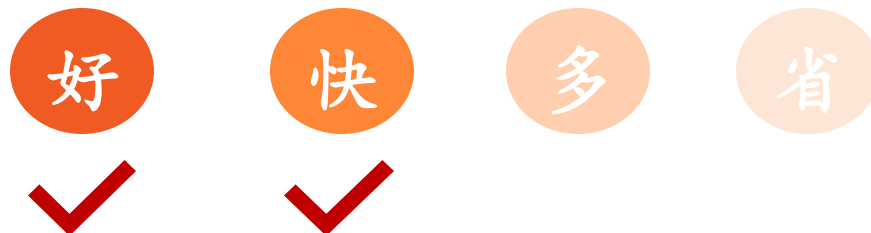
1.1 前置仓电商：满足消费者对便利、健康的生鲜食杂需求

- **生鲜电商**：履约时效在一小时内，主要经营品类为生鲜食杂的一类电商。生鲜电商分为平台型和自营型，平台型包括专注于商超平台的京东到家和淘鲜达，以及外卖平台美团外卖和饿了么。自营型进一步分为前置仓和店仓到家两个模式，前置仓包括叮咚买菜、每日优鲜、美团买菜等，店仓到家包括盒马、大润发到家等。
- **前置仓电商**：前置仓密集构建在社区周边（一般为3公里内），将生鲜、快消品直接存储其中，由骑手负责最后一公里配送到消费者家中，主要满足中高线城市消费者对便利（快）、健康（好）的生鲜食杂需求。

生鲜电商分类及代表公司



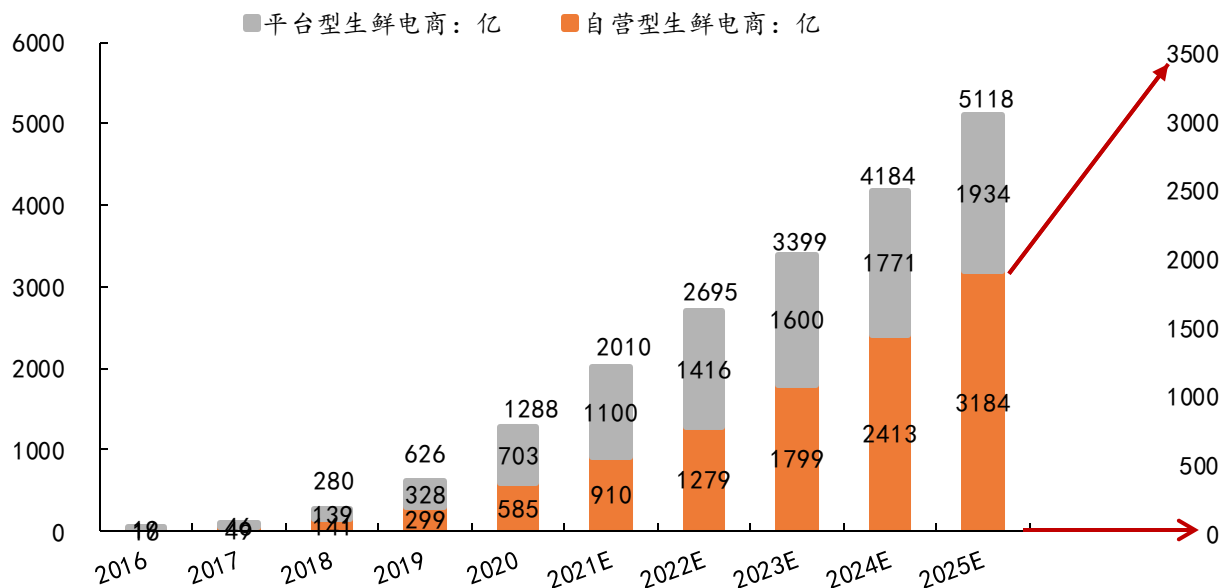
前置仓的业务模式



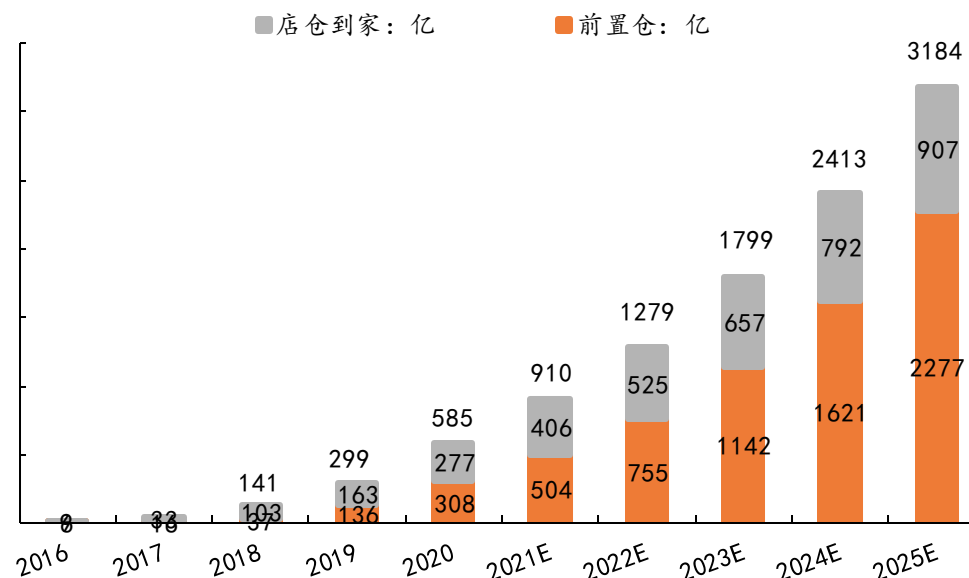
1.2 行业规模：2020年生鲜电商规模1288亿，其中前置仓308亿

- 2020年生鲜电商规模1288亿，其中前置仓308亿。根据CIC咨询公司数据（叮咚买菜招股书），2020年生鲜电商规模1288亿，其中平台型规模703亿，自营型585亿（前置仓308亿，店仓到家277亿）。预计2025年生鲜电商规模5118亿，其中平台型1934亿，自营型3184亿（前置仓2277亿，店仓到家907亿）。

生鲜电商分类及规模



自营生鲜电商分类及规模



资料来源：叮咚买菜招股说明书、平安证券研究所

业态对比：前置仓优势在于网点更密集，配送速度更快

- 前置仓：优势在于选址要求低、能够更加密集的覆盖用户，配送速度更快。劣势在于UE模型差，盈利能力弱。
- 店仓到家：优势在于线上线下两个流量入口，以及线上订单可复用线下门店、员工等资源。劣势在于选址要求高覆盖区域有限。
- 平台：优势在于平台轻资产模式易下沉，劣势在于商超到家需求不如外卖大，且超市利润率低于餐饮店，难以负担配送费。

⊙ 小时达竞对对比

| 业态 | 前置仓 | | | 店仓到家 | | | 平台 |
|----------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------------|----------------------|----------------------------|--------------------------|
| | 叮咚买菜 | 每日优鲜 | 美团买菜 | 盒马 | 高鑫 | 永辉超市 | 京东到家 |
| 公司名称 | | | | | | | |
| 业态特点 | 自营模式，在居民区附近设置前置仓的形式提供小时达到家服务 | | | 自营模式，拥有线下门店，同时提供到店及小时达到家服务 | | | 平台模式，商超小时达到家交易平台。 |
| 线上运营时间 | 2017 | 2014 | 2019 | 2016 | 2018 | 2018 | 2015 |
| 线上占比 | 100% | 100% | 100% | 60%+ | 10.90% | 10% | 100% |
| 平均配送时间 | - | 39分钟 (21Q1) | - | - | 45分钟 (21Q1) | - | - |
| 主要覆盖区域 | 上海起家，集中在一二线29个城市，长三角市占率第一 | 北京起家，集中在一二线16个城市，北方市占率第一 | 主要在北上广深4个一线城市，以及佛山、廊坊 | 上海起家 (51家)，目前已覆盖全国22个一、二线城市 | 29个省231城市 | 覆盖全国，福州、成都、重庆等优势地区GMV占比高 | 覆盖1400市县 |
| 开店/仓数 | 950 (21Q1) | 631 (21Q1) | - | 257 (21Q1) | 514 (21Q1) | 1000 (2020年) | 覆盖11.5万商超 (2020年) |
| 单店/仓面积: m2 | 约300 | 约300 | 约300, 在试运营800平米大仓 | 3000-5000 | 1.8w-2w | 6000-8000 | - |
| SKU | 5700 | 4300 | 3000 | 6000-8000 | 约1.8-2万 | 1万+ | - |
| 品类 | 全品类，偏买菜场景 | 全品类 | 全品类 | 全品类，突出生鲜、自有商品、鲜食等 | 全品类 | 全品类，突出生鲜品类 | 全品类 |
| GMV: 亿元 | 130 (2020年) | 76 (2020年) | - | 400 (销售额, 2019年) | 56 (税后券后, 20H1) | 104.5 (2020年) | 253 (2020年) |
| MAU (20M6) | APP: 1396万 | APP: 868万 | - | APP: 1410万 | 双月活1650万 (2020年) | 772万 | APP: 约880万 |
| 客单价 ¹ : 元 | 61.7 (21Q1) | 89.6 (21Q1) | - | 线上客单价75, 线下客单价113 (2018年) | 66 (20H2, 税后券后) | 永辉生活渠道69, 京东到家渠道101 (20H1) | 153 (2020年) |
| 毛利率 | 18.9% (21Q1) | 12.3% (21Q1) | - | 25%+ | 24.50% (20H2) | 商品毛利率16.3% (2020年) | 京东到家&达达毛利率约17% (21Q1) |
| 盈利状况 | 经营亏损13亿元, 亏损率-35% (21Q1) | 经营亏损6亿元, 亏损率-39% (21Q1) | - | 150家运营1年以上店EBITDA转正 (20H1) | 到家业务净利率1.5-2% (20H1) | 亏损约4500万 (20H1) | 京东到家&达达经营亏损率约-43% (21Q1) |

注1：本篇报告所有客单价均指客户单次订单所支付价格

资料来源：叮咚买菜、每日优鲜招股说明书、高鑫零售、永辉超市、阿里、京东到家财报、平安证券研究所

1.4

用户画像：高线城市白领为主，潜在用户规模预计约7500万

- **用户画像：**高线城市中青年高收入群体。每日优鲜80%用户在26至45岁之间，其中超1/2在26至35岁之间，近1/3年龄在36至45岁之间。典型用户为：厨房使用频次高的父母、对食物有高要求的消费者以及白领职业人士。盒马也透露主要用户画像为年龄在25至40岁之间的女性，年收入达27万以上。
- **潜在用户规模测算：**根据上述用户画像，我们假设生鲜电商主要覆盖一二线城市25-45岁用户，其他年龄群体用户占比20%，则潜在用户规模在7500万左右。21Q1叮咚买菜月消费用户达到690万，每日优鲜21Q1-TTM消费用户达到790万，截止21Q1累计交易用户达3100万，盒马2020年年消费用户规模达2500万，生鲜电商用户渗透率还有较大提升空间。

潜在用户规模测算

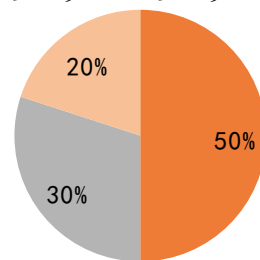
| 城市线级 | 城市数量 | 人口数量 | 人均GDP | 城区人口比例 | 25-45岁人口比例 | 目标用户规模 | 备注 |
|-------|------|-------|----------|--------|------------|--------|---------------------------------|
| 一线 | 4 | 7400万 | ~174000元 | ~50% | ~30% | 7500万 | 假设覆盖一二线城市25-45岁用户，其他年龄群体用户占比20% |
| 二线 | 45 | 3.35亿 | ~112000元 | | | | |
| 三线 | 70 | 3.74亿 | ~64000元 | | | | |
| 四线及以下 | 218 | 6.20亿 | ~39000元 | | | | |

盒马用户画像



每日优鲜用户画像



■ 26至35岁 ■ 36至45岁 ■ 其他



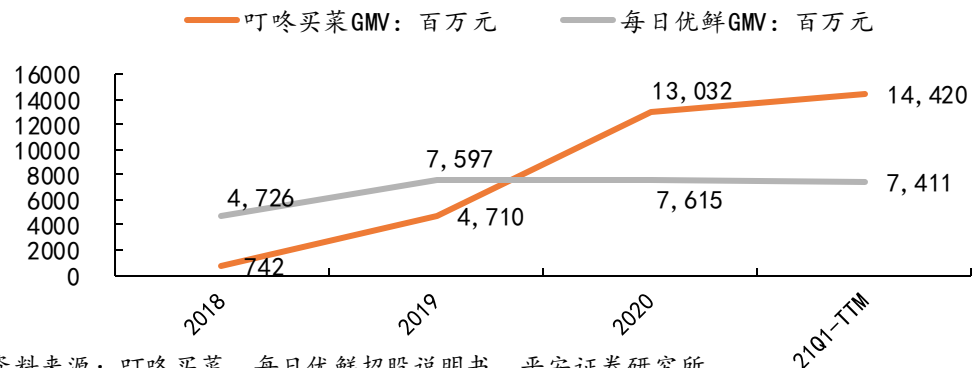
- 厨房使用频次高
- 对食物高要求的消费者
- 白领消费者

叮咚买菜 vs. 每日优鲜：叮咚买菜后来居上，主要核心指标均处于领先地位

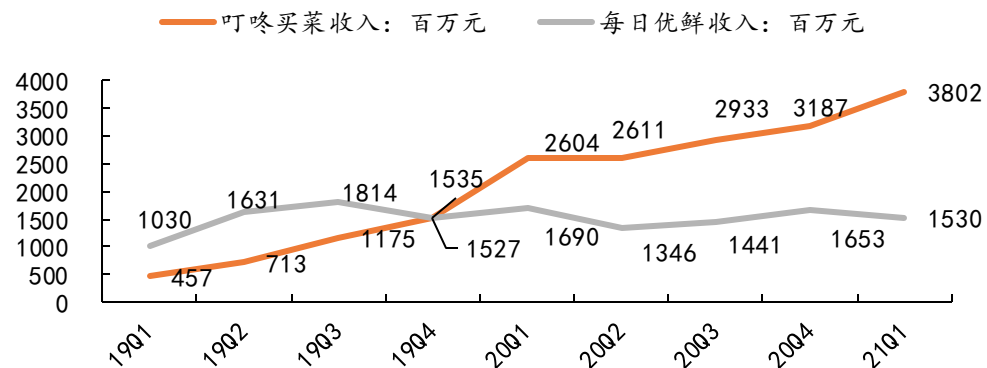
- 叮咚买菜后来居上，主要核心指标均处于领先地位。2018年叮咚买菜GMV仅7.4亿元（vs. 每日优鲜47.3亿），2020年叮咚买菜GMV达到130亿元（vs. 每日优鲜76亿），目前叮咚买菜的日均订单量、用户数、覆盖城市、前置仓数量等主要核心指标均高于每日优鲜。

| | GMV | 日均订单量 | 客单价 | 用户数 | 核心用户数 | 覆盖城市 | 前置仓数量 |
|---|----------------|-----------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------|--------------|
|  叮咚买菜 | 130亿元 2020年 | 77万 21Q1 | 61.7元 21Q1 | 月690万 21Q1 | 152万 21Q1 | 29个 21Q1 | 950个 21Q1 |
|  每日优鲜 | 76亿元 2020年 | 17万 21Q1-TTM | 89.6元 21Q1-TTM | 年790万 21Q1-TTM | 156万 21Q1-TTM | 16个 21Q1 | 631个 21Q1 |

叮咚买菜、每日优鲜GMV对比



叮咚买菜、每日优鲜收入对比



资料来源：叮咚买菜、每日优鲜招股说明书、平安证券研究所

赶超秘诀：抓住消费者心智与核心客群，疫情期间加速逆转

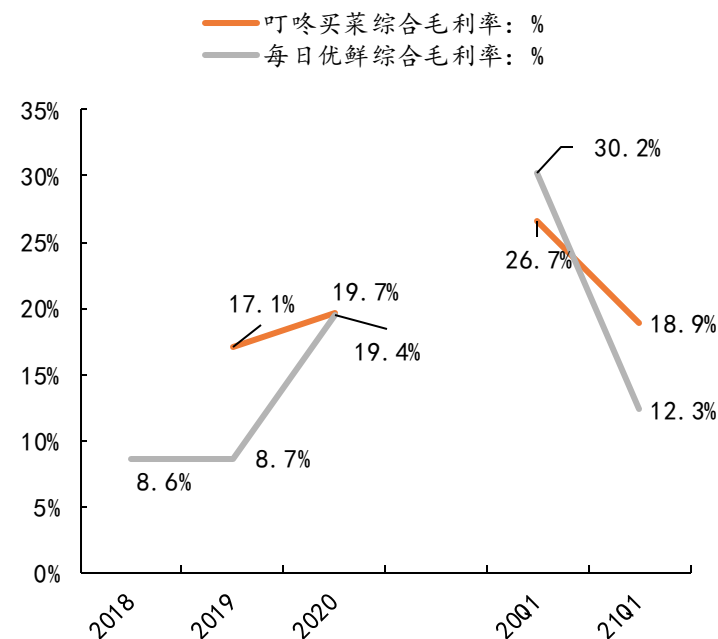
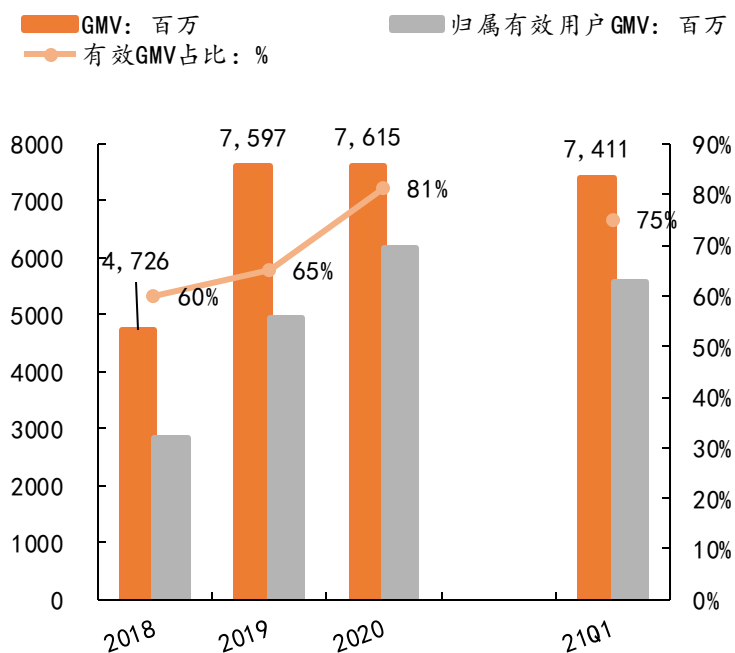
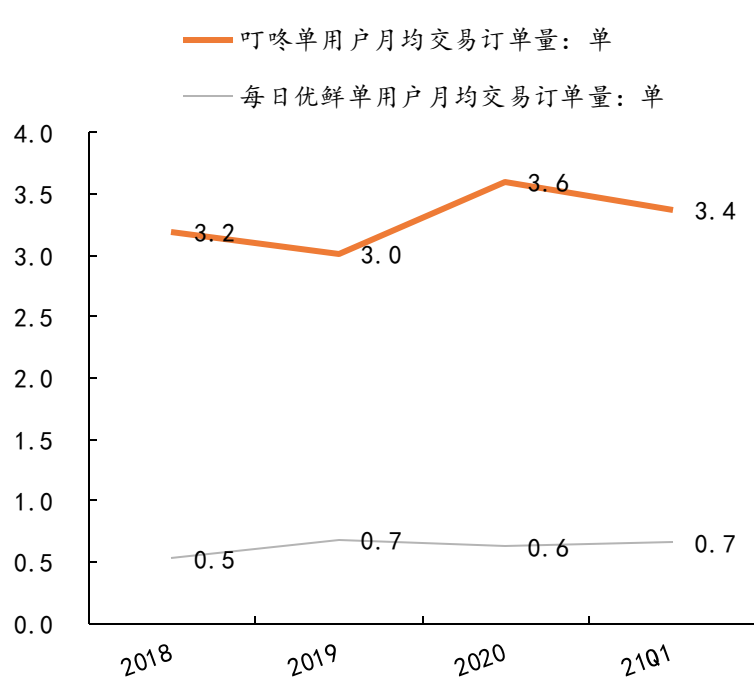
叮咚买菜后来居上的主要原因：

- 抓住“买菜”消费者的心智，持续提升复购率增加订单规模。“买菜”需求高频，带来订单量的持续增长，而每日优鲜走向“线上超市”，虽然客单价高但需求频率较低，影响订单量的增长。
- 抓住核心客群，避免被非目标用户“薅羊毛”。生鲜到家需求有限，叮咚买菜核心用户贡献近半数GMV，而每日优鲜在21Q1仍有25%订单属于“薅羊毛”。
- 疫情期间客户体验好，没有一味提升盈利能力而是做好服务。每日优鲜在疫情期间毛利率从往年的10%左右飙升至30%，而叮咚买菜则合理控制毛利率的增长，更好的价格获得更多用户。

叮咚买菜、每日优鲜单用户月均交易订单量

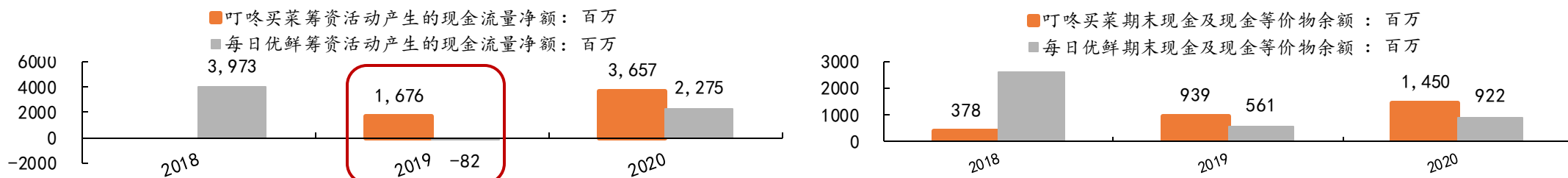
每日优鲜有效用户GMV占比

叮咚买菜、每日优鲜毛利率



赶超秘诀：抓住消费者心智与核心客群，疫情期间加速逆转

- 融资节奏好，疫情前储备大量资金。前置仓电商还处于亏损期，融资能力成为业务发展重要支撑。2019年叮咚买菜筹资活动现金净额达到16.8亿，充分利用筹资款开拓业务，在疫情时加大投入实现弯道超车。而每日优鲜在2019年融资断档，筹资活动现金流出8200万。2021年6月叮咚买菜、每日优鲜赴美上市，上市首日市值分别达到55.4、22.7亿美元。



叮咚买菜



每日优鲜

| 年份 | 叮咚买菜 | 每日优鲜 |
|---------|---|---|
| 2016及以前 | 2014年5月天使轮，金额未知，好未来、涌铎投资 | 2014年12月天使轮，500万美元，元璟资本、光信资本 |
| 2017 | 2018年5月Pre-A轮，金额未知，达晨创投、红星美凯龙 | 2017年1月C轮，1亿美元，联想创投、华创资本、腾讯投资 |
| 2018 | 2018年7月A轮，金额未知，达晨创投、红星美凯龙 | 2017年3月C+轮，2.3亿美元，时代资本、Tiger Global Management、元生资本 |
| 2019 | 2018年9月A+轮，金额未知，高榕资本 | 2017年12月D轮，5亿美元，投资方未知 |
| 2020 | 2018年10月B轮，金额未知，高榕资本、Tiger Global Management、琥珀资本 | 2018年9月E轮，4.5亿美元，保利资本、时代资本、华兴新经济基金、Tiger Global Management、Glade Brook Capital、腾讯投资、高盛集团、Sofina |
| 2021 | 2018年11月B+轮，金额未知，红杉资本 | 2018年9月E轮，4.5亿美元，保利资本、时代资本、华兴新经济基金、Tiger Global Management、Glade Brook Capital、腾讯投资、高盛集团、Sofina |
| | 2019年3月B2轮，金额未知，今日资本、华人文化产业基金、鸥翎投资 | 2020年5月战略投资，金额未知，工银国际、中金资本 |
| | 2019年3月B3轮，金额未知，星界资本、华人文化产业基金、启明创投、BAI、龙湖资本 | 2020年7月战略投资，4.95亿美元，工银国际、中金资本、Tiger Global Management、腾讯投资、高盛集团 |
| | 2019年7月B4、B5轮，金额未知，领投方为星界资本，跟投方包括华人文化产业基金、BAI、启明创投以及龙湖资本 | 2020年12月战略投资，20亿人民币，青岛国信 |
| | 2021年4月D轮，7亿美元，弘毅投资，今日资本，CMC资本美国泛大西洋投资集团，Aspex Management，红杉资本Coatue，高鹄资本，DST Global，鸥翎投资 | 2021年6月美股上市，融资约3亿美元，上市首日市值22.7亿美元 |
| | 2021年5月D+轮，3.3亿美元，软银集团 | |
| | 2021年6月美股上市，融资约9440万美元，上市首日市值55.4亿美元 | |

融资断档



CONTENT 目录

- ① 一、前置仓电商：高频占据中高客群钱包份额
- ② 二、实现盈利需较长时间，订单量至关重要
- ③ 三、增强供应链能力提毛利，扩大会员规模增单量
- ④ 四、风险提示

2.1 商业模式：高质量商品和快速配送带来复购和规模，进而改善UE模型

前置仓本质是满足消费者健康、便利生鲜食杂需求，第一步是要有高质量商品和快速配送体系。当商品品质和配送时间确定后才能带来消费者复购、提升订单规模，进而改善UE模型（单位经济模型）、继续提升商品质量，形成正向循环。

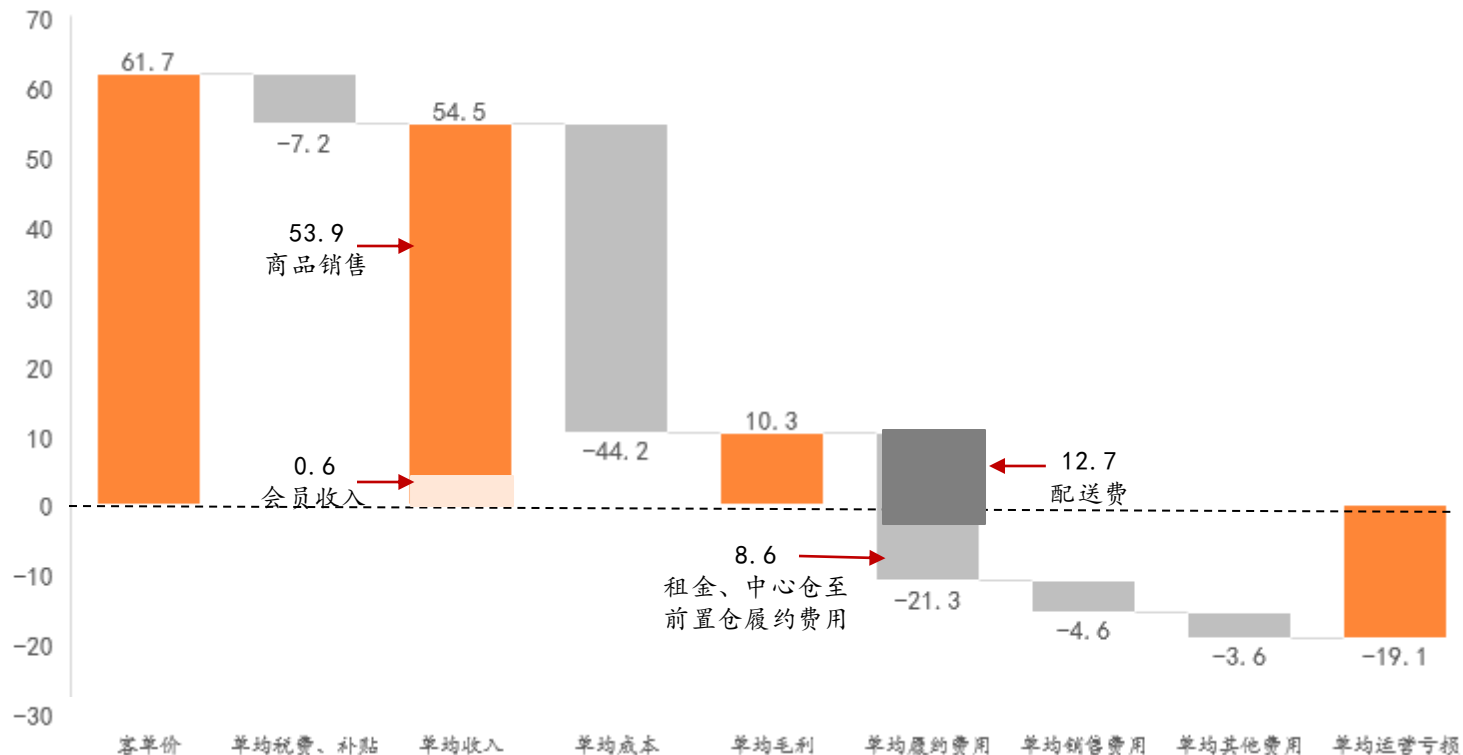
- **UE模型**：最关键三个变量为客单价、毛利率、配送费。核心是毛利总额（收入*毛利率）需要能覆盖单均配送成本。影响毛利总额的主要因素为供应链能力即商品力，影响配送成本的主要因素是单仓订单规模。
- **订单量**：由前置仓数量和单仓订单量推动，区域、城市拓展提升前置仓数量进而覆盖更多用户，复购率决定单仓订单量。



2.2 UE模型：目前毛利无法覆盖配送费用，难以盈利

- 前置仓UE模型关键在于毛利覆盖配送费用，目前盈利能力较差。UE模型即是从客单价（GMV/订单量）开始，扣除一系列成本最终得到单均运营利润/亏损，其中重点要素为单均毛利和配送费用。21Q1叮咚买菜客单价61.7元，单均毛利10.3元（单均收入54.5元，毛利率19%），履约费用21.3元（其中配送费12.7元，配送费用率23%），单均运营亏损19.1元。

21Q1叮咚买菜UE模型

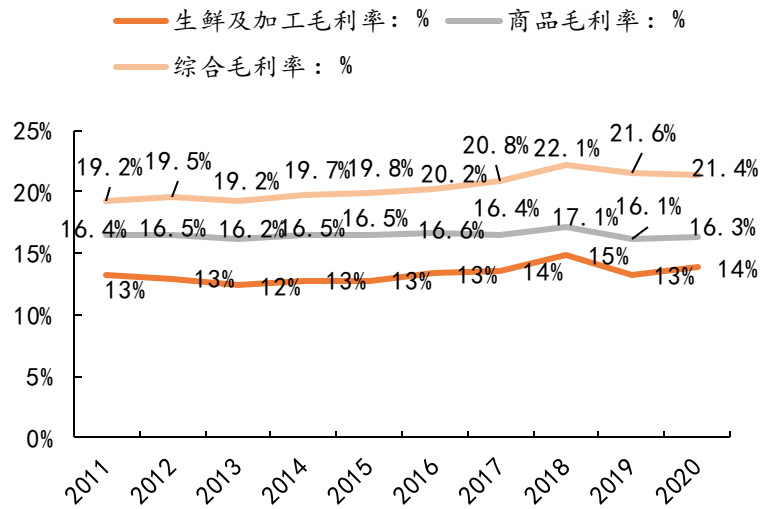


| 单位：元 | 数值 | 指标/收入 | 备注 |
|-------------|-------|-------|-------------|
| 客单价 | 61.7 | 113% | ① |
| 单均税费、补贴 | 7.2 | 13% | ② |
| 单均收入 | 54.5 | 100% | ③ = ①-② |
| 单均商品销售收入 | 53.9 | 99% | |
| 单均会员收入 | 0.6 | 1% | |
| 单均成本 | 44.2 | 81% | ④ |
| 单均毛利 ★ | 10.3 | 19% | ⑤ = ③-④ |
| 单均履约费用 | 21.3 | 39% | ⑥ |
| 单均配送费用 ★ | 12.7 | 23% | |
| 单均租金等其他履约费用 | 8.6 | 16% | |
| 单均销售费用 | 4.6 | 8% | ⑦ |
| 单均其他费用 | 3.6 | 7% | ⑧ |
| 单均运营亏损 | -19.1 | -35% | ⑨ = ⑤-⑥-⑦-⑧ |

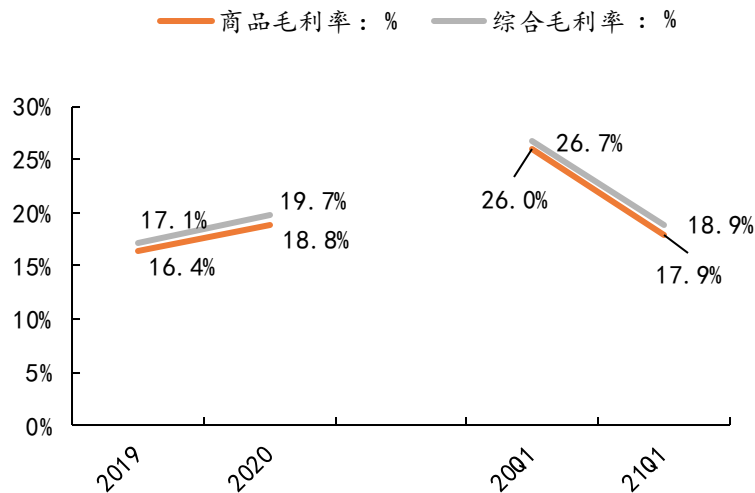
2.2.1 毛利率：前置仓公司综合毛利率低于传统超市

- 优秀前置仓公司商品毛利率高于传统超市，但综合毛利率低于传统超市。以叮咚买菜和永辉超市为例，2019、2020年叮咚买菜商品销售毛利率均高于永辉超市，推测与前置仓较高商品定价、以及前置仓多为包装菜（超市为散装菜损耗率高）有关。2019、2020年叮咚买菜综合毛利率均低于永辉超市，主因线下超市可通过商品吸引客流，通过店铺租金、商品后台费等收入实现“流量变现”，而前置仓公司仅有会员收入等非商品收入。
- 每日优鲜疫情期间毛利率大幅提升，随后回落至较低毛利率水平。2018-2020年，每日优鲜毛利率分别为8.6%/8.7%/19.4%，2020年毛利率大幅提升主因20Q1疫情期间每日优鲜毛利率大幅提升至30.2%，21Q1每日优鲜毛利率回落至12.3%，显示出商品运营效率和叮咚买菜间较大的差距。

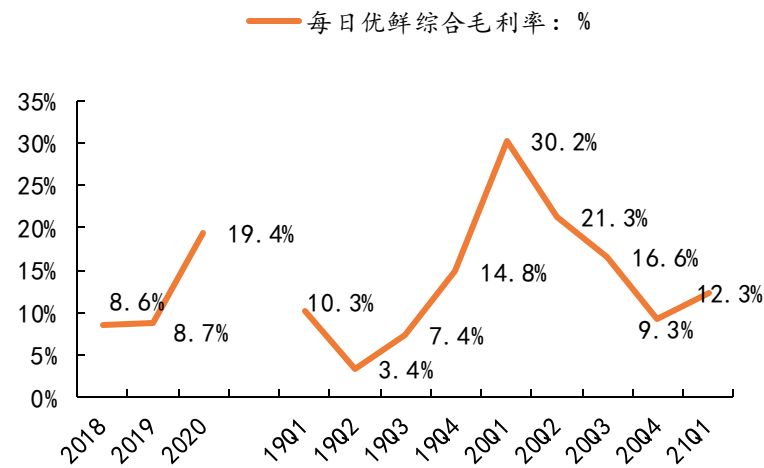
永辉超市毛利率



叮咚买菜毛利率



每日优鲜毛利率

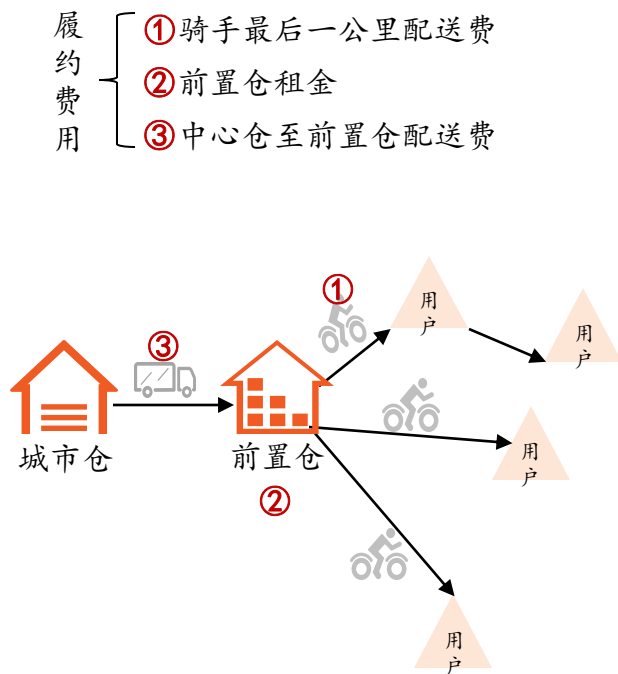


2.2.2 履约费用：最后一公里配送费用占比最高

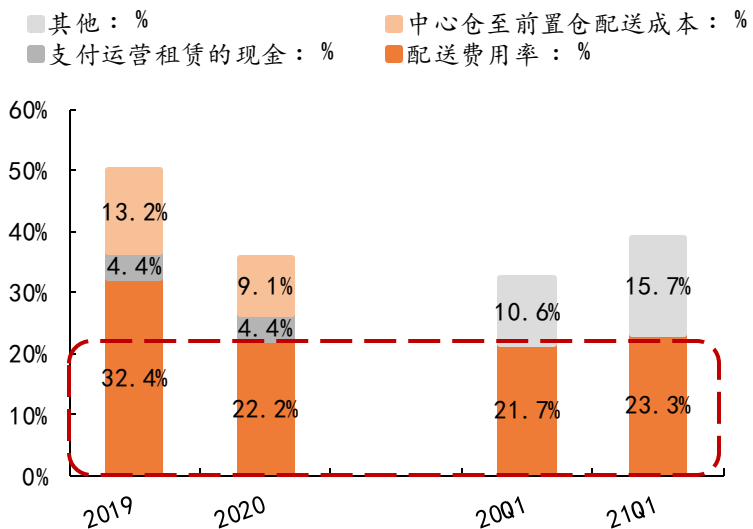
履约费用包括：①最后一公里配送费、②前置仓租金、③城市仓至前置仓配送费等。

- 最后一公里配送费占比最高，其中骑手提成部分相对刚性。最后一公里配送由骑手负责，由于骑手薪资由底薪与单均提成构成，因此配送费用规模效应较弱。2020-21Q1叮咚买菜、每日优鲜最后一公里配送费率均维持在20%左右，约占整体履约费用的2/3。
- 租金、城市仓至前置仓配送费具有规模效应。以叮咚买菜为例，2019至2020年，租金+城市仓配送费用率从17.6%降至13.5%。

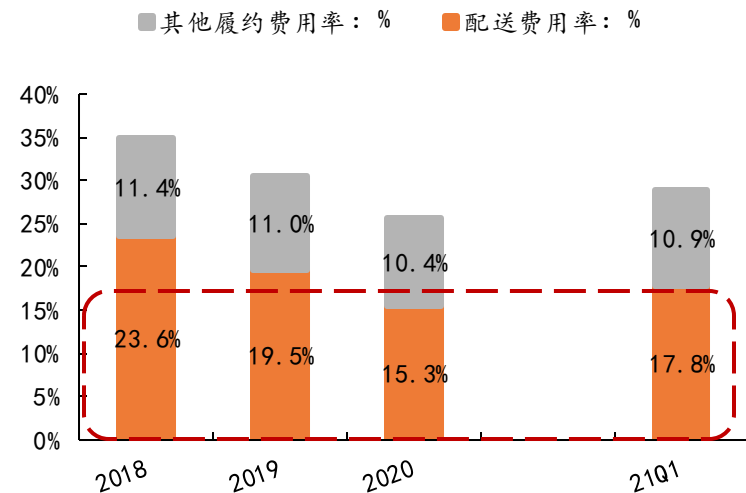
前置仓电商配送方式



叮咚买菜履约费用率构成



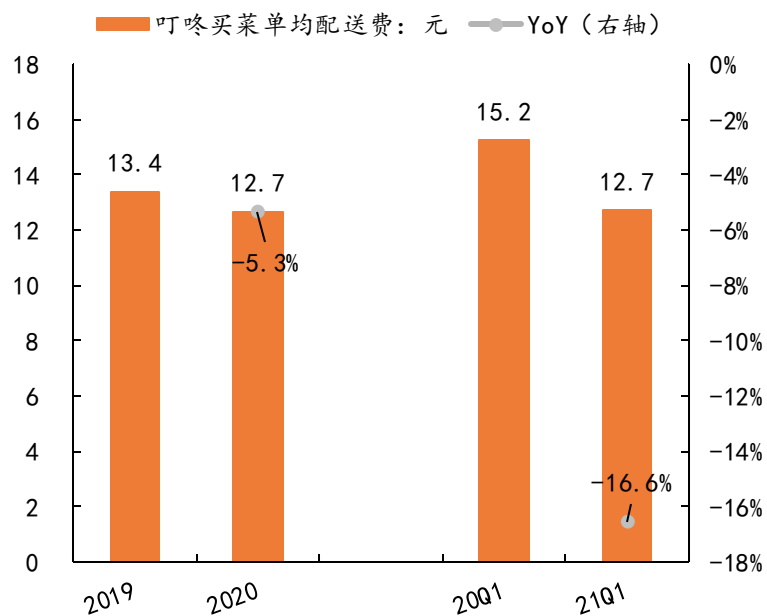
每日优鲜履约费用率构成



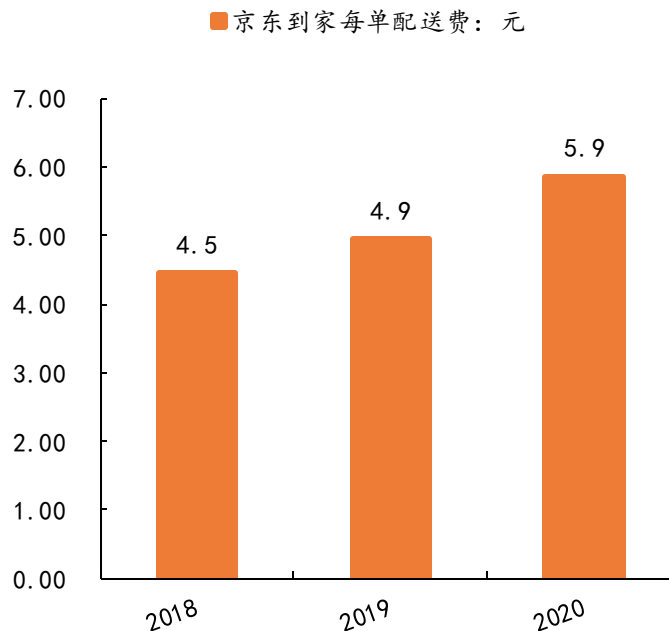
履约费用：对标相似行业，配送费用率有一定下降空间

- 若单均配送费用降至7元左右，最后一公里配送费用率将降至12.8%。21Q1叮咚买菜单均配送费用为12.7元，单均配送费用较高推测主要因为大规模开拓新仓导致单仓订单密度不足所致。对比相似行业，美团外卖1P（自营）订单配送费用稳定在7.2元左右。假设叮咚买菜单均配送费用降至7元，对照现有单均收入，则配送费用率将降至12.8%（vs. 21Q1叮咚买菜配送费用率23.3%）。

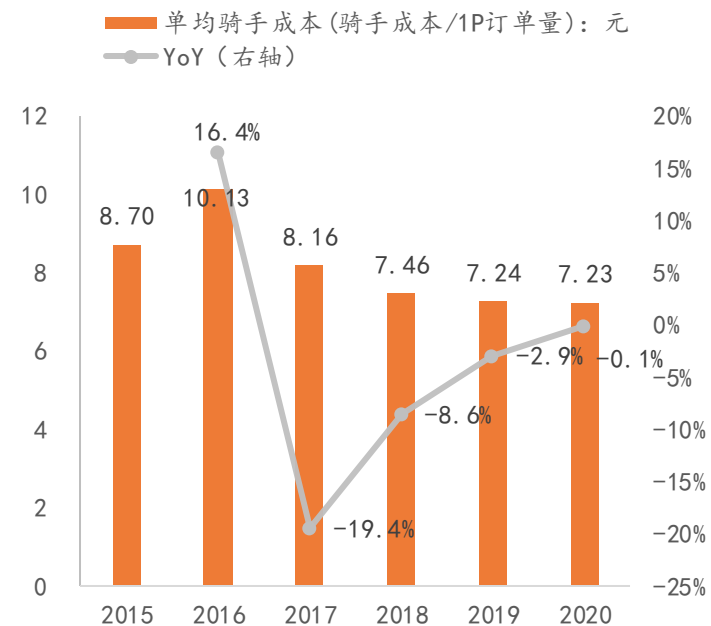
叮咚买菜单均配送费



京东到家单均配送费



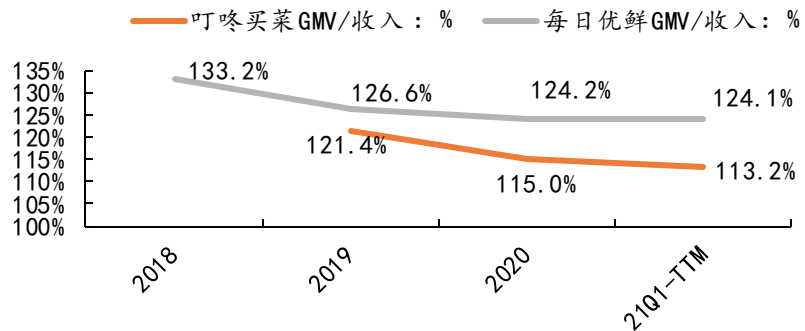
美团外卖单均配送费



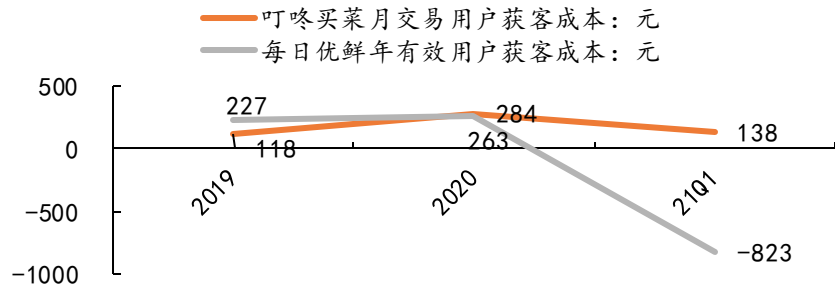
2.2.3 补贴：应更聚焦目标客群的获取与维护

- 每日优鲜补贴强度更高。前置仓补贴分两类，1) 销售商品的补贴，会计上直接抵减收入，可以用GMV/收入指标衡量补贴程度（补贴计入GMV，不计入收入）。2) 拉新补贴（只拉新客不销售商品）计入销售费用可用销售费用率衡量。21Q1叮咚买菜GMV/收入达113%（vs. 每日优鲜124%），销售费用率8%（vs. 每日优鲜11%），每日优鲜补贴强度更高。
- 补贴应更聚焦目标客群的获取与维护。每日优鲜补贴强度更高，但获客成本却高于叮咚买菜，这可能与有效用户GMV占比较低（仅75%）有关（有效用户指商品支出减去补贴高于商品成本的用户）。前置仓模式定位中高客群，单纯依赖补贴吸引“薅羊毛”用户效用较低，应更聚焦目标客群的获取与维护。

叮咚买菜、每日优鲜 GMV/收入



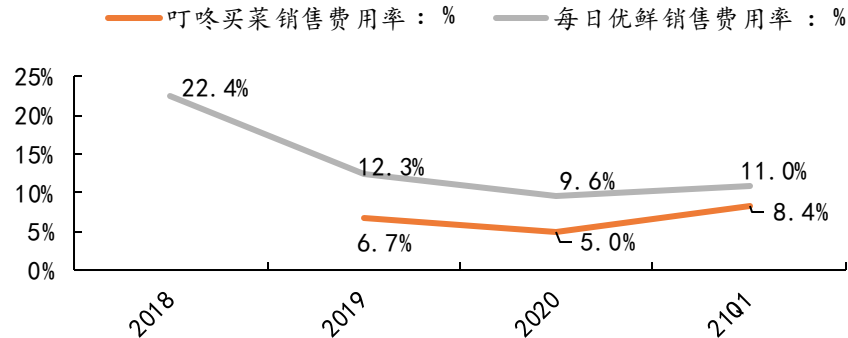
叮咚买菜、每日优鲜获客成本对比



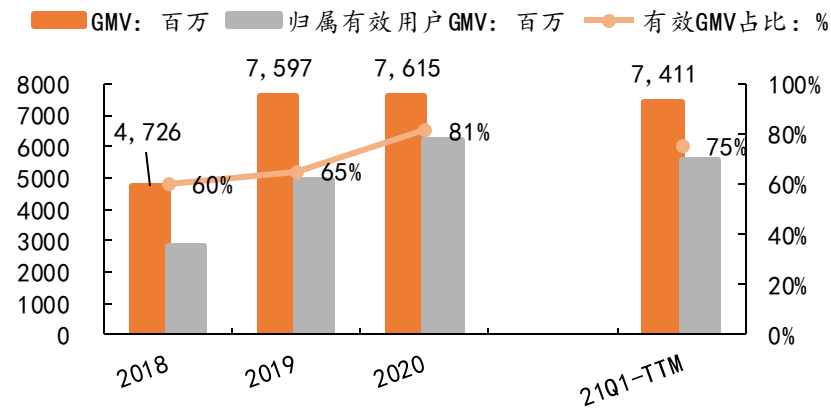
注：获客成本=期间销售费用/期间用户增量。叮咚买菜用户为月度交易用户，每日优鲜用户去年度有效用户，每日优鲜21Q1数据为负值主因滚动12月有效用户绝对值下降。

资料来源：叮咚买菜、每日优鲜招股说明书、平安证券研究所

叮咚买菜、每日优鲜销售费用率



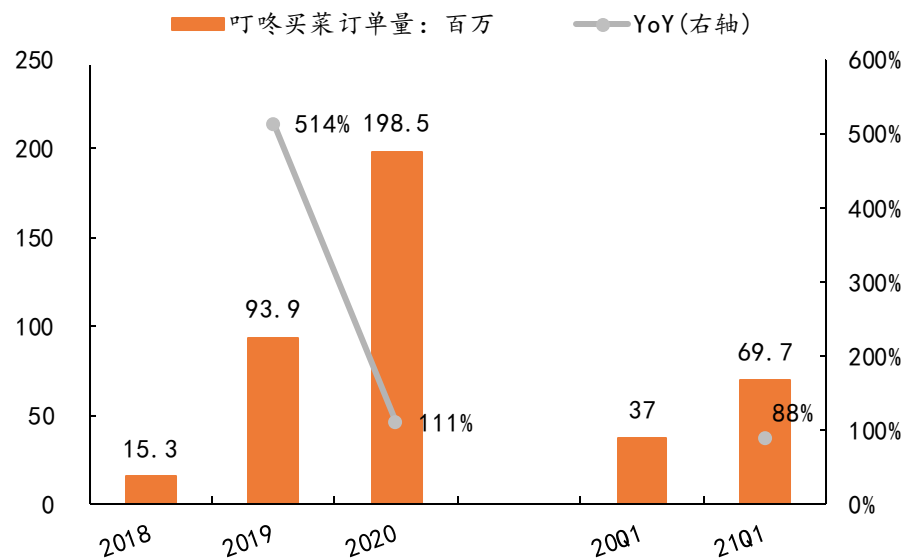
每日优鲜有效用户GMV/总GMV



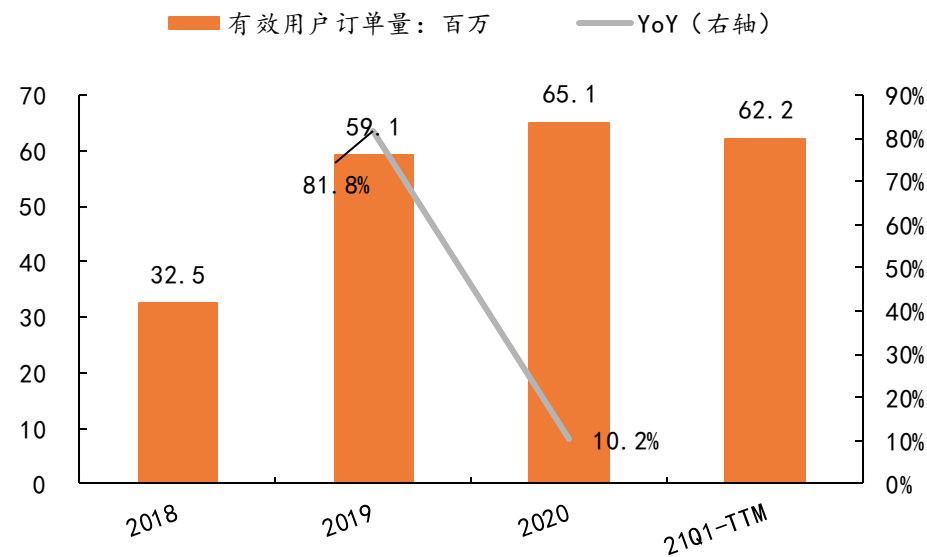
2.3 订单量：叮咚买菜订单量大幅领先

- 叮咚买菜订单量大幅领先于每日优鲜。2020年叮咚买菜订单量达到2亿单，同比增长111%，而每日优鲜有效用户订单量为6510万，同比仅增长10.2%。假设有效用户订单量占总订单数比例为81%（有效用户GMV占总GMV的比例），则2020年每日优鲜订单量为8037万单。叮咚买菜订单量大幅领先主因：1) 前置仓数量更多（叮咚买菜950个 vs. 每日优鲜631个），2) 单仓订单量更大（叮咚买菜815单/天/仓 vs. 每日优鲜360单/天/仓）。

叮咚买菜交易量



每日优鲜交易量

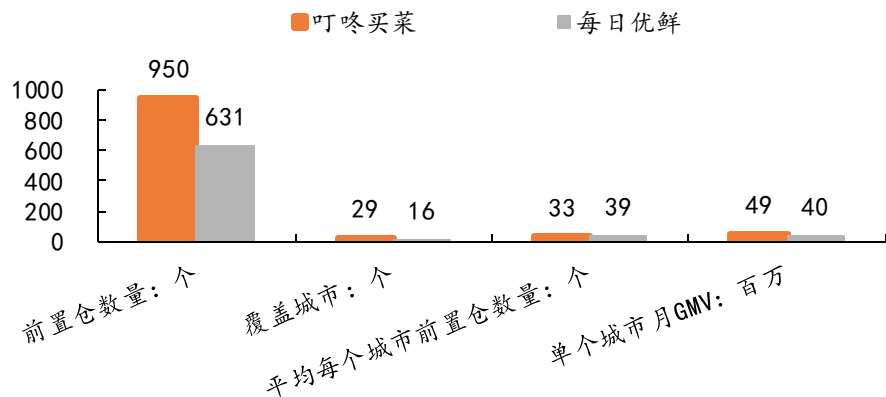


资料来源：叮咚买菜、每日优鲜招股说明书、平安证券研究所

前置仓数量：叮咚买菜按区域迅速扩城，21Q1覆盖29个城市950个前置仓

- 叮咚买菜迅速扩城，21Q1覆盖29个城市950个前置仓。2019-21Q1叮咚买菜覆盖城市数量从5个增长至29个（vs. 每日优鲜16），拥有950个前置仓（vs. 每日优鲜631），月GMV破亿城市达5个，单个城市月GMV虽然从7900万降至4900万，但依然高于每日优鲜的4000万，显示出有效的区域拓展策略。
- 长期看，叮咚买菜区域拓展策略更为合理。前置仓在一个城市订单分布呈现蜂窝状，当某个区域订单量超过单仓需求后就会增加前置仓数量，因此前置仓一般按区域、城市拓张。叮咚买菜按区域拓城（区域内中小城市亦覆盖），有利于区域供应链建设。每日优鲜拓城主要覆盖一二线省会城市，短期需求大但由于城市较为分散长期供应链成本高。

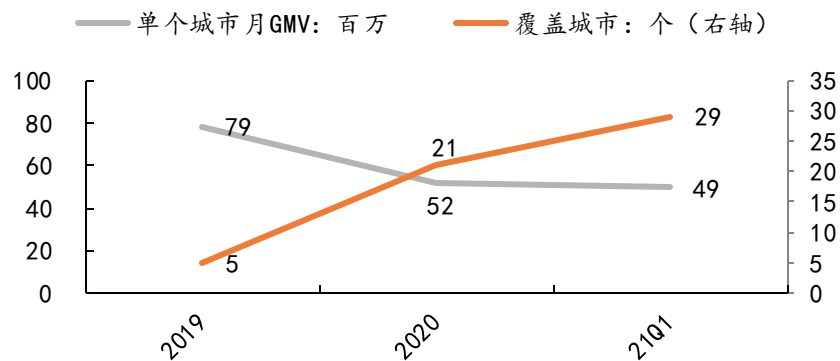
21Q1叮咚买菜、每日优鲜拓展城市、前置仓数量对比



前置仓呈蜂窝状分布



叮咚买菜历年覆盖城市数量



叮咚买菜、每日优鲜拓展城市方式对比

| | | | | | | | | | | | |
|-----|----|-----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| 长三角 | 上海 | 常州 | 滁州 | 杭州 | 湖州 | 嘉兴 | 金华 | 南通 | 宁波 | 苏州 | 绍兴 |
| | 南京 | 马鞍山 | 泰州 | 芜湖 | 宣城 | 镇江 | 扬州 | 台州 | 无锡 | 温州 | |
| 珠三角 | 深圳 | 广州 | 东莞 | 佛山 | 惠州 | 江门 | 清远 | 中山 | 厦门 | | |
| 京津冀 | 北京 | 天津 | 唐山 | 廊坊 | | | | | | | |
| 成渝 | 成都 | 重庆 | | | | | | | | | |



| | | | | | | | | |
|-----|----|----|-----|----|----|----|----|----|
| 长三角 | 上海 | 苏州 | 无锡 | 南通 | 合肥 | 武汉 | 杭州 | 南京 |
| 北方 | 北京 | 天津 | 石家庄 | 太原 | 济南 | 青岛 | | |
| 珠三角 | 深圳 | 广州 | | | | | | |

单仓订单量：成熟仓订单量大幅高于均值，对配送成本有较大影响

- **标准前置仓配置：**根据每日优鲜招股书公布的前置仓数据，单仓面积一般在300平方米左右，SKU 4300个，每个前置仓配备1名经理、5-10名分拣和库存员工以及10-20名配送员。平均每个配送员每天配送50单，每单配送时长约39分钟。单仓库存周转率3.8天，损耗率2.5%。
- **成熟仓日均订单规模大幅高于平均值，单仓订单量对配送成本有较大影响。**以叮咚买菜为例，成熟仓日均订单量2000单，而单仓平均值只有815单，考虑到成熟仓培育需要时间，预计新仓拖累单仓平均订单表现。订单规模严重影响配送员效率，成熟仓每个骑手日均配送85单，而平均值只有48单。考虑到配送员工资一般有最低保障，因此不断开新仓对配送成本有较大影响。

每日优鲜典型前置仓单仓模型



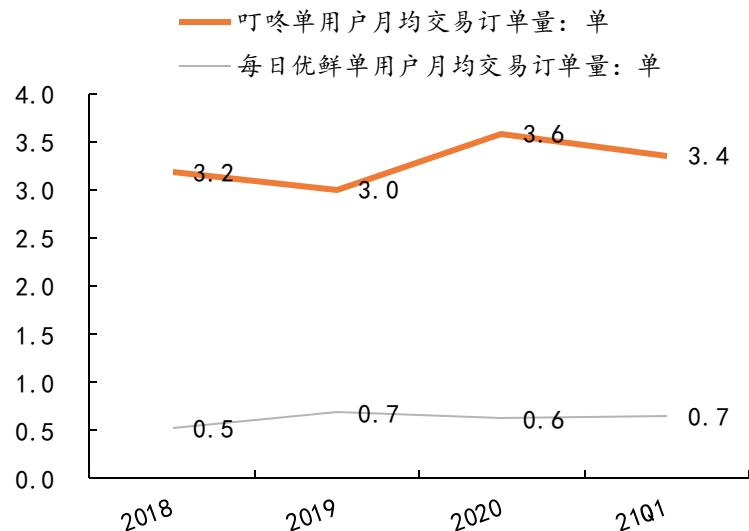
成熟前置仓单仓模型

| | 每日优鲜 | | 叮咚买菜 | |
|-------------|--------|--------|------|-------|
| | 成熟仓 | 平均仓 | 成熟仓 | 平均仓 |
| 单仓面积:平方米 | 438 | - | - | - |
| 日均GMV: 元 | 183333 | 32178 | - | 50333 |
| 日均订单量: 单 | 1674 | 360 | 2000 | 815 |
| 客单价: 元 | 110 | 89 | - | 62 |
| 每个骑手配送数量: 单 | 84 | 50 | 85 | 48 |
| 经理 | - | 1人 | - | - |
| 分拣员 | - | 5-10人 | - | - |
| 配送员 | 20 | 10-20人 | 24 | 17 |
| 夜间工作人员 | - | 1-3人 | - | - |

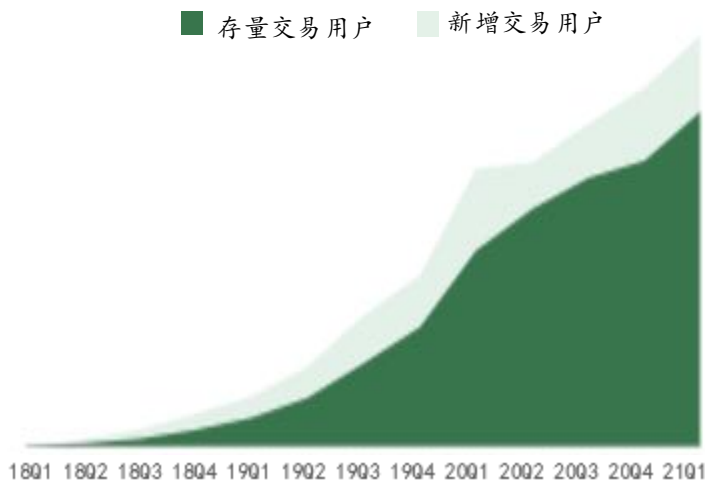
单仓订单量：由复购率驱动，高客单价影响消费频率

- 单仓订单增长靠复购。2018年至21Q1，叮咚买菜用户月均交易订单量维持在3单以上，而每日优鲜月均交易订单量不足1单，复购率是单用户月均交易订单量差异的主因。叮咚买菜存量用户贡献绝大多数GMV亦能验证复购率重要性。根据叮咚买菜招股书，存量用户（上一季度有订单的用户）GMV贡献率从18Q1的51.9%增长至21Q1的81.6%，存量用户持续复购驱动GMV不断增长。
- 高客单价影响频率。每日优鲜客单价始终高于叮咚买菜，21Q1每日优鲜客单价89.6元而叮咚买菜客单价61.7元，高客单价可能是抑制购物频率原因之一。

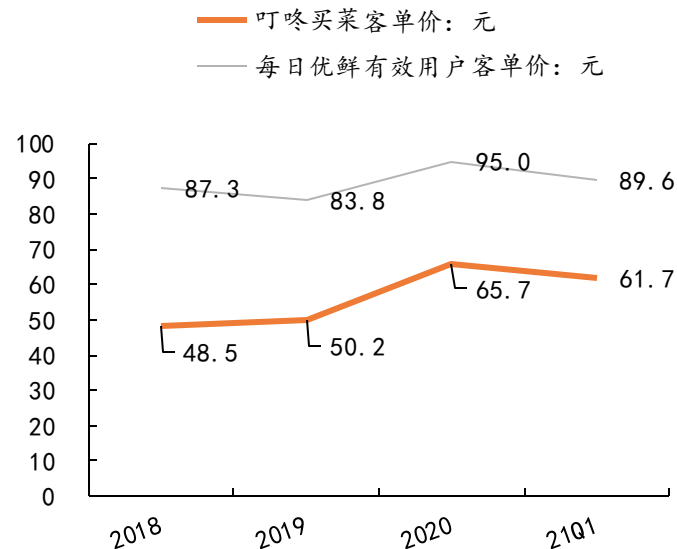
每日优鲜 vs. 叮咚买菜单用户月均交易订单量



叮咚存量与新增交易用户GMV贡献占比



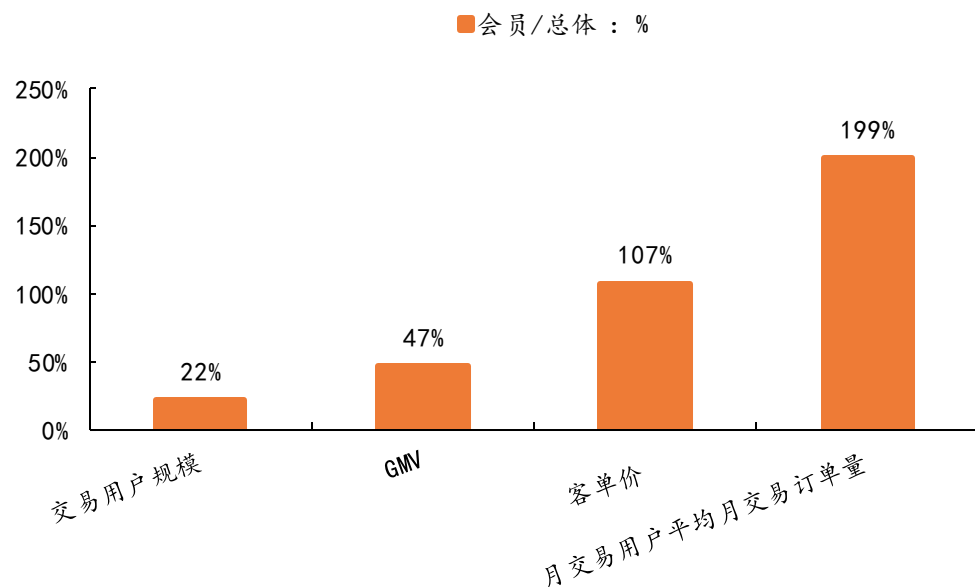
每日优鲜vs. 叮咚买菜客单价



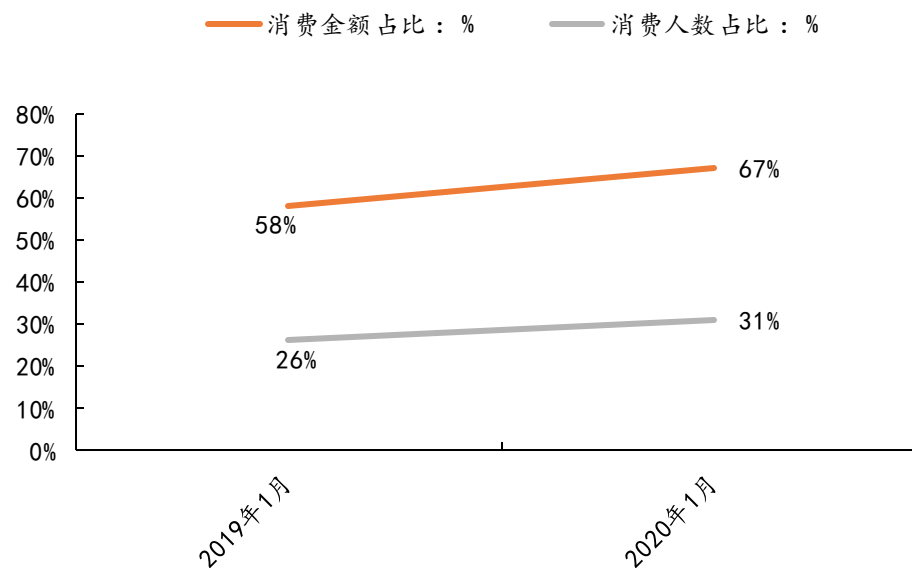
单仓订单量：核心用户复购率更高

- 以会员为代表的核心用户复购率更高。根据叮咚买菜招股书，21Q1占总用户比例22%的会员用户贡献47%的GMV，客单价为整体的107%，月交易订单量为整体的1.9倍。叮咚买菜会员12月、24月复购率分别达到64.2%、70.5%，自会员计划发布至今留存率48.8%。与此相似，2020年1月占总用户比例31%的盒马核心用户（月交易4次及以上用户）贡献67%的GMV。

叮咚会员与整体用户GMV、用户数、月交易订单量、客单价对比



盒马核心人群GMV贡献



2.4 核心竞争力：零售最终是供应链的比拼

- 零售最终是供应链的比拼，强供应链能力最终体现为更低的采购成本、有竞争力的销售价格、更大的销售规模。提升供应链的方式包括：增加商品直采比例、与供应链上游深度合作、增强商品运营能力等。

前置仓供应链



产地直采降低采购成本。

- 21Q1叮咚从1600多家供应商采购了超过12500个SKU。其中生鲜5700个SKU，75%为产地直采。日用品6700个SKU，其中约一半从制造商采购，一半从分销商采购。2020年，每日优鲜商品直采比例80%、生鲜直采比例93%。
- 21Q1，每日优鲜构建了289人组成的直采团队。叮咚买菜采购团队有700人，品控团队500余人。

区域加工中心可进行原材料加工，成为半成品初加工基地。

- 21Q1叮咚买菜在全国14个城市拥有40个区域加工中心。每日优鲜拥有11个区域中心。

前置仓可通过自动设备、AI预测缩小商品损耗。

- 21Q1每日优鲜存货损失率2.5%、存货周转天数3.8天。叮咚买菜存货周转天数3.9天。

2.4 核心竞争力：盒马、叮咚买菜供应链能力更为突出

- 从商品售价看，盒马、叮咚买菜有较强供应链能力。上海地区盒马商品价格优势明显，北京地区叮咚买菜价格略有优势。上海地区，根据抽样的4大品类15种商品看，盒马在9种商品上面有价格优势。此外叮咚买菜在上海地区生鲜品类（菜蛋肉）有一定价格优势。北京地区，叮咚在6种商品上面有价格优势。

◎ 叮咚买菜、每日优鲜、盒马商品价格比较

| | 上海地区 | | | 北京地区 | | |
|---------------|---------------|-----------------|------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| | 叮咚买菜 | 每日优鲜 | 盒马 | 叮咚买菜 | 每日优鲜 | 盒马 |
| 油麦菜：500g | 3.5 (500g) | 5.9 (500g) | 2.86 (400g) ▼ | 5.99 (500g) | 4.98 (300g) ▼ | 5.97 (300g) |
| 娃娃菜：400g | 2.8 (600g) ▼ | 2.8 (400-600g) | 6.38 (250g) | 1.77 (900g) ▼ | 2.4 (400g) | 5.99 (400g) |
| 莲藕：500g | 10.4 (600g) ▼ | 11.8 (500g) | 11.5 (500g) | 5.8 (600g) ▼ | 9.9 (500g) | 8.25 (500g) ▼ |
| 鸡蛋：400g | 6 (8个, 460g) | 6.4 (10个, 430g) | 5.9 (6个, 400g) ▼ | 6.5 (8个, 400g) | 6.3 (10个, 430-450g) ▼ | 6.5 (8个, 400g) |
| 冰鲜五花肉：300g | 14.9 (300g) ▼ | 25.8 (150g) | 28.2 (200g) | 14.4 (300g) ▼ | 16.4 (400g) | 19.4 (400g) |
| 猪肉丝：150g | 5.6 (150g) ▼ | 7.9 (150g) | 6.5 (200g) | 7.39 (150g) ▼ | 7.4 (200g) | 7.4 (200g) |
| 牛腩块：400g | 31.8 (400g) | 27.5 (400g) | 23.9 (500g) ▼ | 24.9 (400g) | 27.5 (400g) | 23.9 (500g) ▼ |
| 红富士苹果：800g | 11.3 (700g) | 10.7 (740g) | 7.98 (800g) ▼ | 8.9 (700g) | 10.7 (740g) | 7.99 (800g) ▼ |
| 国产蓝莓：125g | 9.9 (125g) | 8.8 (125g) ▼ | 9.9 (125g) | 9.9 (125g) | 8.8 (125g) ▼ | 9.6 (125g) |
| 杨梅：450g | 26.9 (450g) | 41.5 (400g) | 25.9 (450g) ▼ | 35.8 (250g) | 32.5 (400g) ▼ | 59.9 (300g) |
| 佳沃猕猴桃：600g | 26.8 (600g) | 26.1 (320g) | 23.9 (600g) ▼ | 24.6 (800g) | 25.6 (300g) | 19.9 (600g) ▼ |
| 明治纯牛奶：950ml | 27 | - | 22.5 ▼ | 27.9 ▼ | 36.9 | 27.9 ▼ |
| 可乐6瓶：330ml | 13.9 | 11.85 ▼ | 11.9 (4瓶) | 15.8 | 11.85 (4瓶) ▼ | 11.9 |
| 尼西亚饼干：200g | 9.9 | 9.9 | 7.5 ▼ | - | 9.9 | - |
| 乐事原味薯片罐装：104g | 8.2 | 8.9 | 7.7 ▼ | 6.9 ▼ | 8.9 | 7.9 |

注：所有价格已转为同一单位口径，括号内表示转换前重量，绿色三角块表示同类中商品价格最低的公司。



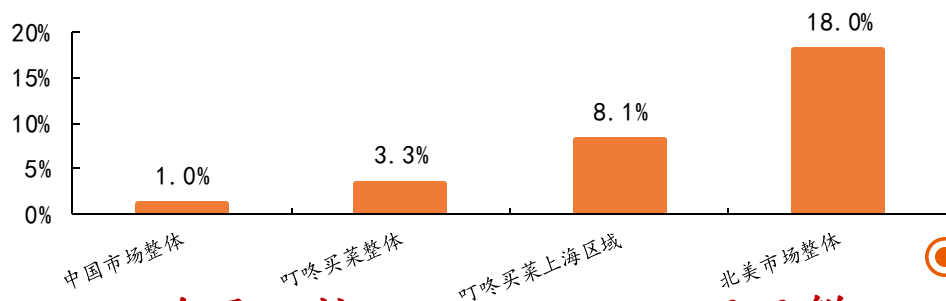
CONTENT 目录

- ① 一、前置仓电商：高频占据中高客群钱包份额
- ② 二、实现盈利需较长时间，订单量至关重要
- ③ 三、增强供应链能力提毛利，扩大会员规模增单量
- ④ 四、风险提示

供应链：加大自有品牌商品建设，增强商品运营能力

- 加大自有品牌商品的建设。自有品牌商品拥有更低的采购成本，既可降低销售价格提升价格竞争力，又可提升毛利率增强盈利能力。此外，自有品牌商品亦能增加商品独特性，增强零售商区分度。
- 叮咚：2020年7月首次推出自有品牌商品，21Q1自有品牌销售占比3.3%，上海区域销售占比8.1%。以2020年7月推出日日鲜猪肉为例，叮咚自建猪肉加工厂深度参与到加工环节，不仅价格更具吸引力，毛利率也更高，21Q1日日鲜猪肉占猪肉销售比例40%。
- 盒马：自有品牌商品建设较早，已形成盒马工坊、日日鲜、帝皇鲜、盒马MAX等系列品类。根据盒马商品采销总经理赵家钰透露，2020年盒马自有品牌销售达到20%，相比2019年翻一倍。2020年盒马推出超20000款新品，其中6000多款为盒马自有品牌。

叮咚买菜自有品牌销售占比3.3%



盒马工坊

熟食、轻食、面点、半成品



日日鲜

肉禽蛋、蔬菜、乳制品



帝皇鲜

海鲜、牛排



盒马MAX

大号家庭装，X会员店专有



叮咚买菜自有品牌商品

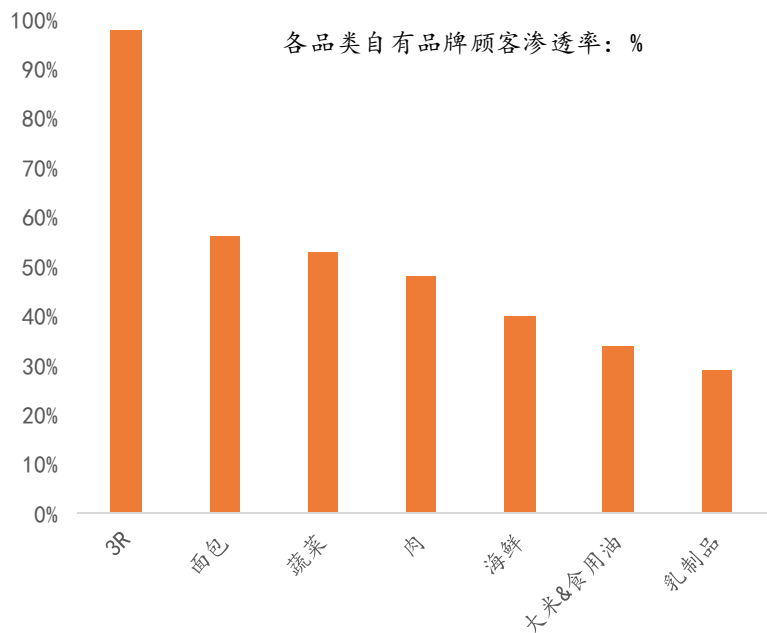


盒马自有品牌商品

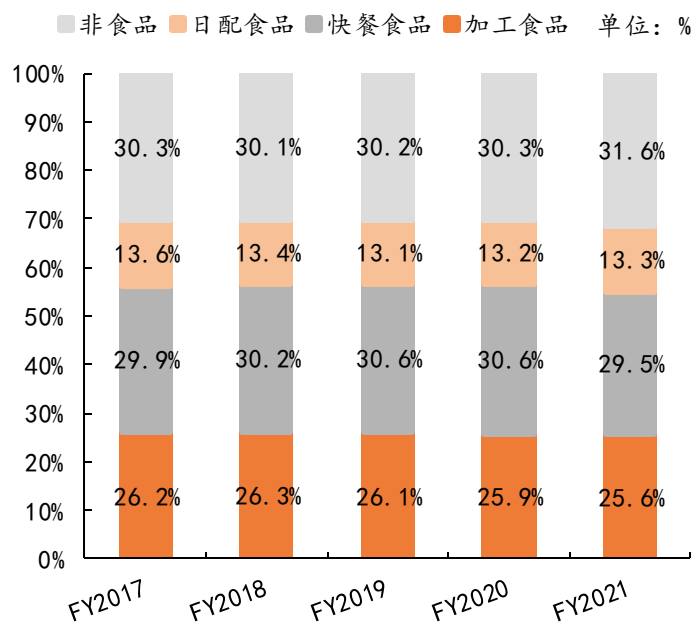
3.1.2 供应链：加大预制半成品建设，提升毛利率

- 加大预制半成品的建设。预制半成品也叫3R（即烹、即热、即食）商品，能满足消费者对方便、健康的需求，随着生活节奏加快，备受消费者喜爱，2019年盒马自有品牌中消费者接受度最高的就是3R商品。预制半成品拥有更高的毛利率，以日本7-11为例，FY2021其加工食品毛利率高达39.4%，远高于生鲜16%左右的毛利率。
- 叮咚买菜、盒马积极布局预制半成品。叮咚买菜已推出“拳击小龙虾”等预制半成品。盒马预制半成品布局更为领先，2017年即树立预制半成品品牌盒马工坊，2020年7月全国所有门店盒马工坊的单月销售额突破1亿元，占据盒马自有品牌销售额近40%。

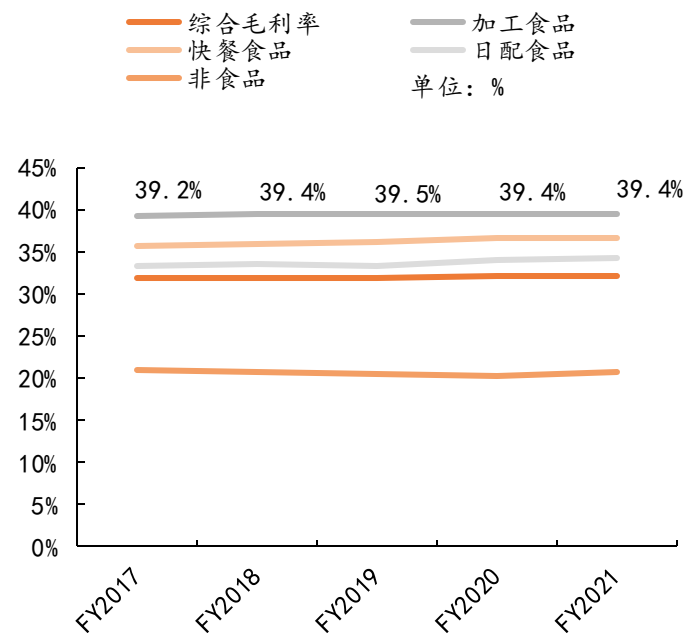
2019年8月盒马各品类自有品牌顾客渗透率



日本7-11商品销售种类



日本7-11加工食品毛利率达到39%左右

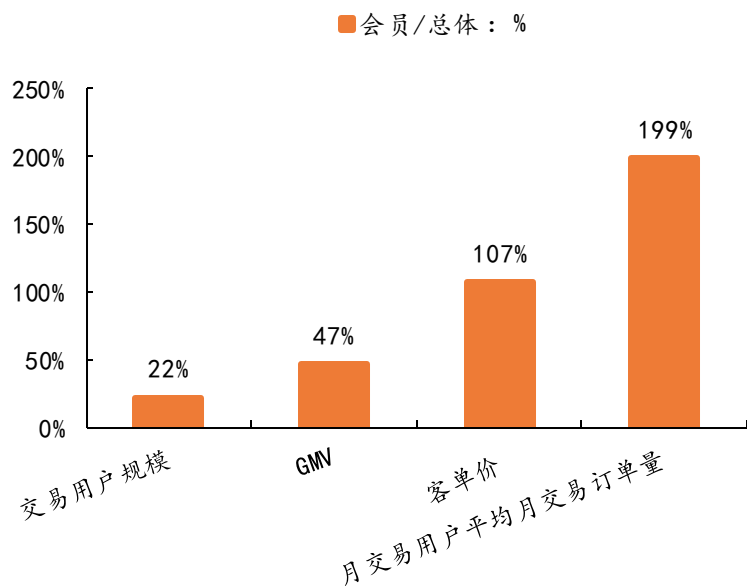


资料来源：阿里投资者日PPT、7-11年报、平安证券研究所

3.3 会员：拓展会员规模，增强用户粘性

- 会员用户具备高粘性，可提升订单增长的持续性。如前所述，会员的订单贡献量远高于普通用户。21Q1占叮咚买菜总用户比例22%的会员用户贡献47%的GMV，客单价为均值的107%，月交易订单量为均值的1.9倍，拓展会员规模可提升订单持续增长性。
- 采用“激励措施”，积极拓展会员规模，抢占核心用户。由于会员群体的高价值和稀缺性，通过一定激励措施推动更多普通用户成为会员可抢占核心用户、提升订单量增长的持续性。以叮咚买菜为例，通过与爱奇艺、喜马拉雅等公司进行“会员联名”活动，变相降低会员费用，积极拓展会员规模。21Q1会员规模达152万，会员费收入达4500万。

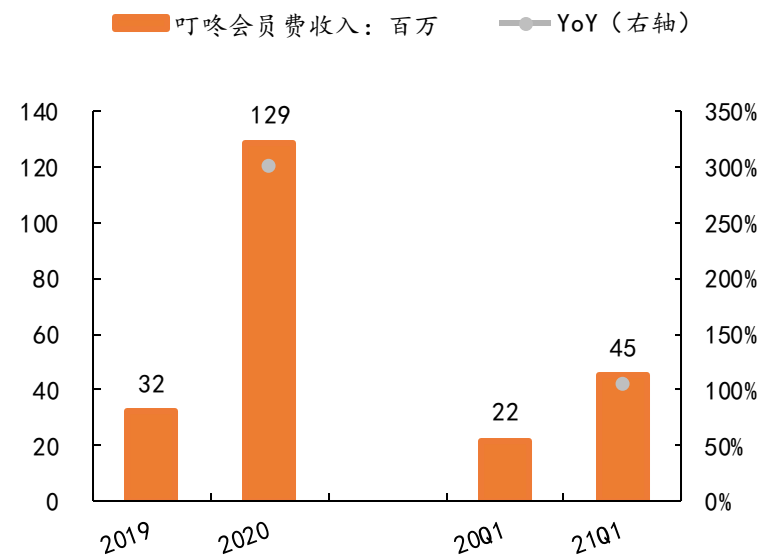
叮咚会员与整体用户规模、GMV、客单价、月交易订单量对比



叮咚会员费促销活动



叮咚会员费收入



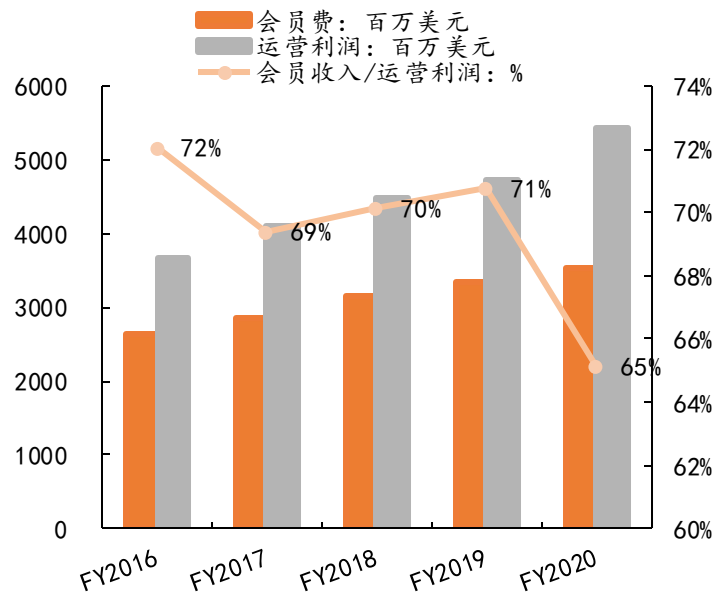
3.3 会员：拓展会员规模，增强用户粘性

- **Costco通过商品引流会员费变现的方式，目前暂不适用于前置仓模式。** FY2016–FY2020，Costco会员费收入贡献70%左右运营利润。与此对比，21Q1叮咚买菜会员费收入4500万，占毛利比例为6%。国内前置仓模式寄希望于通过会员收入提升盈利能力任重道远，主要因为覆盖用户规模及ARPPU有限，会员的作用更多在于提升用户粘性。
- **会员规模取决于服务面向的人群，前置仓模式覆盖用户规模有限。** Costco通过低价吸引用户购买会员，在美国属于大众消费。而前置仓典型用户为：乐意为便捷与高质量服务支付溢价的用户，规模有限。FY2020 Costco会员规模达到1.06亿，与此对比，21Q1叮咚买菜会员用户规模152万，会员渗透率22%。
- **会员ARPPU取决于所提供的服务丰富度。** 21Q1叮咚买菜会员年ARPPU（每付费用户平均收入）118元，与此对比，FY2020 Costco单会员ARPPU在30美元、盒马会员费为258元，盒马会员权益较为丰富，包括每月31次免配送费、盒马X会员店购物资格、会员日88折、会员专享优惠券、购物返积分等。

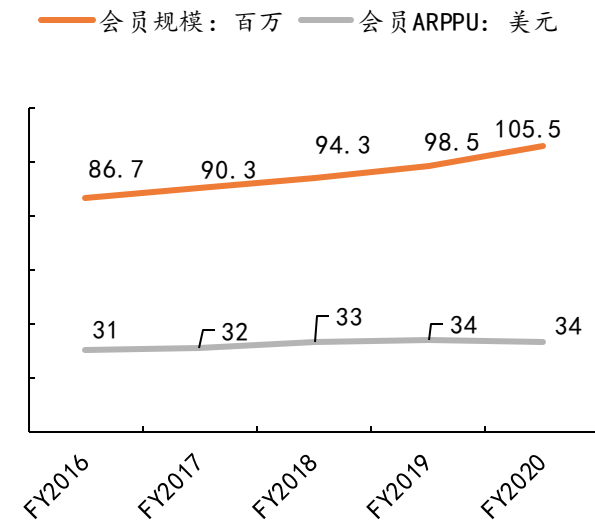
盒马、叮咚买菜会员权益对比

| 会员权益 | 权益细则 | |
|--------|---|-------------------------|
| | 盒马 | 叮咚买菜 |
| 会员价格 | 258元 | 年度会员108元，包年88元 |
| 领菜权益 | 线下满9.9元可领取，线上满99元可领取 | 购物满39元可免费领菜 |
| 会员日88折 | 每周1次，任选周二周三 | 每周1次，周五 |
| 运费权益 | 每月最多31次免运费 每周6张券，门店及APP均可使用。 | 每月6次免运费 每周领4张券，全场通用。 |
| 专享券 | 肉蛋奶券满5抵扣5元、盒马烘焙券满49抵扣4元、满69抵扣5元、餐饮熟食券满49抵扣10元、99抵扣7元、奶制品满5抵扣5元、时令水果券满29抵扣5元 | |
| 会员专享价 | 有 | 有 |
| 专项客服 | 有 | 有 |
| X会员店 | 有 | 无 |
| 购物返积分 | 购买1元积2分，500分抵扣5元 | 无 |

Costco会员费收入占运营利润比例



Costco会员规模及ARPPU



资料来源：Costco年报、盒马APP、叮咚买菜APP、平安证券研究所



CONTENT 目录

- ① 一、前置仓电商：高频占据中高客群钱包份额
- ② 二、实现盈利需较长时间，订单量至关重要
- ③ 三、增强供应链能力提毛利，扩大会员规模增单量
- ④ 四、风险提示

- **竞争加剧风险：**前置仓业务主要满足消费者即时生鲜需求，行业参与者包括美团、盒马等互联网巨头，竞争加剧或导致前置仓参与者长期面临亏损压力。
- **融资风险：**前置仓业务目前亏损规模较大，预计达到盈利平衡还需较长时间，若不能不断融资补充现金流，或将面临较大资金压力。
- **食品安全风险：**前置仓主要经营生鲜食杂，公司若不能始终管控食品安全，发生食品安全事件或将影响公司品牌，降低消费者信赖度。

公司声明&免责条款

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033

平安证券研究所 金融&金融科技研究团队

| 分析师 | 邮箱 | 资格类型 | 资格编号 |
|------|------------------------------|--------|----------------|
| 王维逸 | WANGWEIYI059@pingan.com.cn | 证券投资咨询 | S1060520040001 |
| 袁喆奇 | YUANZHEQI052@pingan.com.cn | 证券投资咨询 | S1060520080003 |
| 李冰婷 | LIBINGTING419@pingan.com.cn | 证券投资咨询 | S1060520040002 |
| 研究助理 | 邮箱 | 资格类型 | 资格编号 |
| 陈相合 | CHENXIANGHE935@pingan.com.cn | 一般证券业务 | S1060121020034 |
| 郝博韬 | HAOBOTAO973@pingan.com.cn | 一般证券业务 | S1060120010015 |
| 武凯祥 | WUKAIXIANG263@pingan.com.cn | 一般证券业务 | S1060120090065 |