

平台VS自营、美团闪购VS京东到家

——即时零售行业专题

行业评级：看好

2022年7月6日

姓名 宁浮洁
联系方式 15751860093
证书编号 S1230522060002

姓名 马莉
联系方式 mali@stocke.com.cn
证书编号 S1230520070002

联系人 钟烨晨
联系方式 18017203325

核心观点:

即时零售在这个时点具备投资的思考：1、需求复合增长率高，5年CAGR20%+；2、供给受需求增长，成本曲线持续下降；3、格局稳定，融资环境加速出清；过去5年，即时零售需求持续超预期，不断有传统商超和新势力进入即时零售服务，但服务企业各有模式不同，自营和平台从不同方向满足消费者需求。本篇报告重点分析平台和自营模式，平台型业态上重点比较了美团闪购与京东到家，相应地我们重点推荐美团和达达集团，建议从供给端角度去看不同企业竞争优势，以及未来的盈利潜力。

1、行业概览：即时零售行业正面临供需共振的时代性机遇

- 即时零售行业正处爆发期，2021年行业规模破2200亿元。自2008年以来受益宏观经济转型，我国服务业及私人消费支出占GDP比重均不断攀升。2017年起，随着餐饮外卖行业结束三足鼎立时代，各大巨头开启了全业态外卖的跑马圈地，2016-2021年O2O平台模式GMV的CAGR为64%，即时零售行业正处于爆发期，不容错过。
- 供需共振、疫情催化，2025年即时零售行业规模有望破万亿元。需求端：2020年线上外卖在我国餐饮大盘中的占比已近20%，居民即时消费习惯已经普及，即时零售现有客群中白领及本科以上人群占比均超50%，客群基础厚结构佳客单价天花板高。供给端：平台寻求第二成长曲线，商户经疫情锤击亟需拓展线上经营空间，两者双向奔赴。我们基于渗透率提升及需求侧消费频次上升分别测算供给角度与需求角度的未来规模测算，结论趋于一致，即2025年行业规模有望破万亿元。
- 链接端万亿规模外，广告端也不容小觑。即时零售主要赋能4大业态：商超便利店、鲜花蛋糕店、药店、连锁品牌店。需求端来看，相比餐饮，新零售4大业态单店营收规模更高，有更大的体量去承担营销费用。供给端来看，相比传统渠道，即时零售平台广告投放精准度高；相比传统电商，即时零售平台客群切分更细致，商户有较高意愿倾斜广告投入。

主要观点

2、模式比较：基于自身过往禀赋，平台模式与自营模式公司各有优势

- **平台模式：**平台模式的公司必须同时具备线上大规模流量池+线下初具规模的配送网络两大禀赋。流量池与配送网是平台模式公司的护城河，并且护城河随着正反馈的形成，会越筑越深。平台模式的相对优势在于更高效的运用社会资源。长期视角下，补贴等可变成本不再重要，其成本主要为骑手成本与中后台运营成本两块。其中，骑手成本一般可转嫁，中后台成本随着单量的上升边际递减，盈亏平衡仅需考虑单量。
- **自营模式：**自营模式的公司必须具备线下门店精细化运营能力的禀赋。自营模式的核心要素：品控、成本及损耗控制。品控决定了消费者的购买体验并影响复购次数和用户粘性；对成本和损耗的控制则决定了平台盈利能力强弱。线下门店的品牌效应是其主要护城河。自营模式对线下门店的依赖决定了其相对重资产的运营模式，但与此同时线下门店实体性也有利于建立客户忠诚度提升客户粘性。自营模式的相对优势在于线上与线下的互通有无。其成本主要为货品成本、配送成本与房租成本。其中，配送成本可部分转嫁，不可转嫁部分与房租成本一起随着单量的上升边际递减；货品成本的转嫁则依赖商品定价。因此，自营模式的盈亏平衡依赖单量与客单价两大因素。

3、公司比较：美团闪购vs京东到家，每日优鲜vs叮咚买菜

- **美团闪购：流量+物流+运营加持，“万货到店”向“万物到家”的加速转变，GMV强势高速增长。** 美团闪购是美团旗下到家业务板块的即时新零售平台，依托美团自身流量端的海量活跃用户，物流端的高效低成本配送，商户端的强大运营地推能力，抢先布局及时新零售业务板块。美团闪购流量入口是美团和美团外卖APP，截止2021年底，美团闪购覆盖2800个县市区市，GMV达814亿元，同比增加66%。**横向优化配送模型，纵向抢滩高附加值业务。** 2022年美团闪购在全国积极布局闪电仓，联手商超吸引品牌入驻，并联手大品牌加强商超业务补贴激励。目前已于伊利，统一，等大品牌，屈臣氏，名创优品，良品铺子等连锁店签约。
- **京东到家：京东高品质流量+达达快送物流，多方联动优势整合。** 京东到家是达达集团旗下的即时零售电商平台，整合京东高品质用户流量和达达快送履约配送端优势，形成闭环商业模式，助力线下零售商线上转型。当前业务主要覆盖超市便利店，生鲜蔬果，医药健康领域。**轻运营平台模式加持，快速崛起形成规模优势。** 京东到家的流量入口是京东APP、京东到家APP和小程序，各占30%订单。截止2021年底，京东到家覆盖1800个县市区市，GMV达到431亿元，同比+70%，订单量2.2亿单。
- **叮咚买菜：生鲜即时零售的电商龙头。** 叮咚买菜是国内最早展开生鲜及时零售的自营型电商平台，并以敏锐的眼光领先开辟前置仓供货模式，提出半小时到家的服务宗旨。截止21年底，平台有1400个前置仓，GMV达到227亿，日均订单量106万单。**大力研发投入，积极拓展新业务线，助力毛利率保持高位。** 截止21年底，叮咚买菜持续毛利率高位单均10.4元，并于22年积极开拓新业务品类，提升自由品牌和内部搞研发投入。
- **每日优鲜：技术驱动社区零售数字化转型。** 每日优鲜旨在成为中国有代表性的社区零售数字化平台，在一二线城市采取“前置仓”模式，当前覆盖16个城市，平台商品种类超4000款20年推出智慧菜场业务，21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，和自主开发的智AI零售网络，进一步赋能社区零售。

- 1、宏观经济失速风险
- 2、疫情反复风险
- 3、行业政策风险
- 4、其他风险

目录

CONTENTS

01 行业概览：供需共振，万亿蓝海

02 模式比较：平台模式VS自营模式

03 公司比较：美团VS京东，每日VS叮咚

01

行业概览

『供需共振，万亿蓝海』

- 横向比较下，我国服务业占总GDP比重仍低。2008年起我国经济进入转型期，经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠**消费**、投资、出口协调拉动转变，由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、**第三产业**协同带动转变，我国第三产业占GDP比重也随之从42%左右逐步升至54%。但与日本、美国相比仍有不小的差距，日本、美国第三产业在GDP中占比分别是我国的1.4、1.3倍。
- 从GDP细分项看，我国服务型产业占GDP与美国相差1倍以上。2019年美国商品类、服务类产业占GDP比重分别为12%、17%，服务类产业占比已经超越商品类，这反映出发达经济体稳态发展下“服务”规模将大于“商品”规模的一般规律。目前我国商品类、服务类产业占GDP比重分别为10%、7%，与美国相比仍有巨大空间。

图1：我国第三产业占GDP比重逐年上升

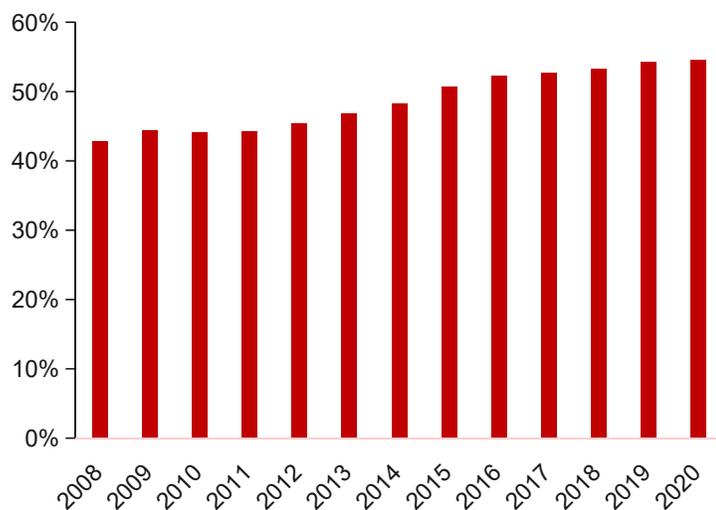
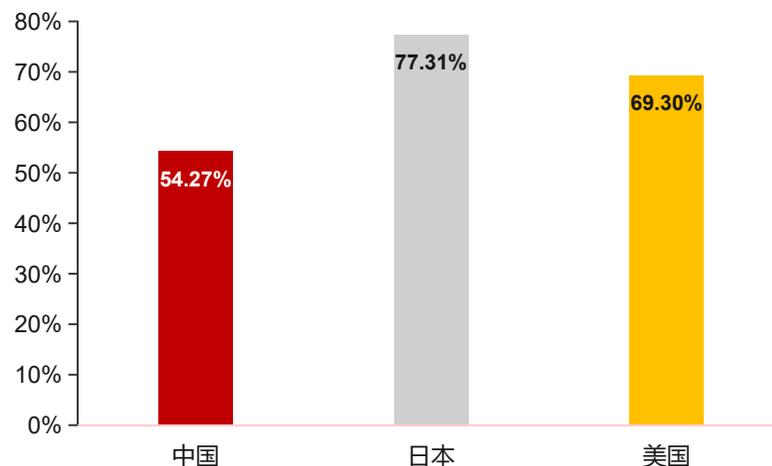
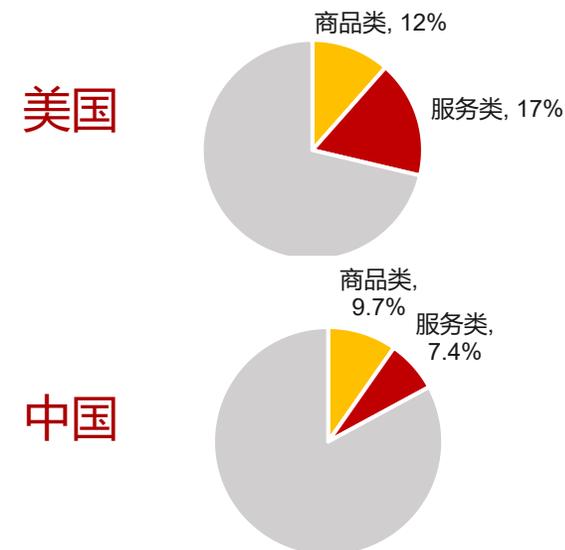


图2：我国服务业占GDP比重仍处于较低水平



注：美国商品类包含零售贸易、批发贸易2项，美国服务类包含专业和商业服务、教育服务业、住宿和餐饮服务业3项。中国商品类为批发与零售业，中国服务类为住宿和餐饮业、居民服务和其他服务业、教育。

图3：我国服务类产业占GDP比重远低于美国



- 近10年维度，我国私人消费支出占GDP比重明显提升。2010年我国私人消费占GDP比重为34.6%，2021年提升至38.5%。即使面临2020年的突发疫情，比重也高达37.8%，展现出我国消费市场的强劲韧性。人均可支配收入的持续提升与人们对生活品质要求的不断提高是此轮消费升级的两大强劲驱动力，体现在我国中产人群比例的提升。
- 横向比较下，我国消费市场提升空间巨大。总量上来看，2010-2021年我国GDP的CAGR为9.7%，远高于日本、美国同期的0.3%、3.9%，结构上来看，日本、美国私人消费支出占GDP比重分别为54.0%、68.7%，分别是我国的1.4、1.8倍。

图4：我国私人消费支出占GDP比重持续提升

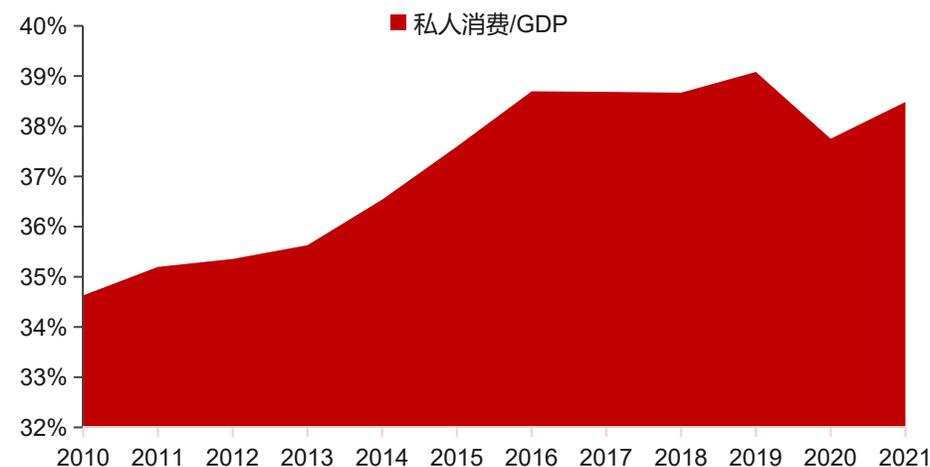
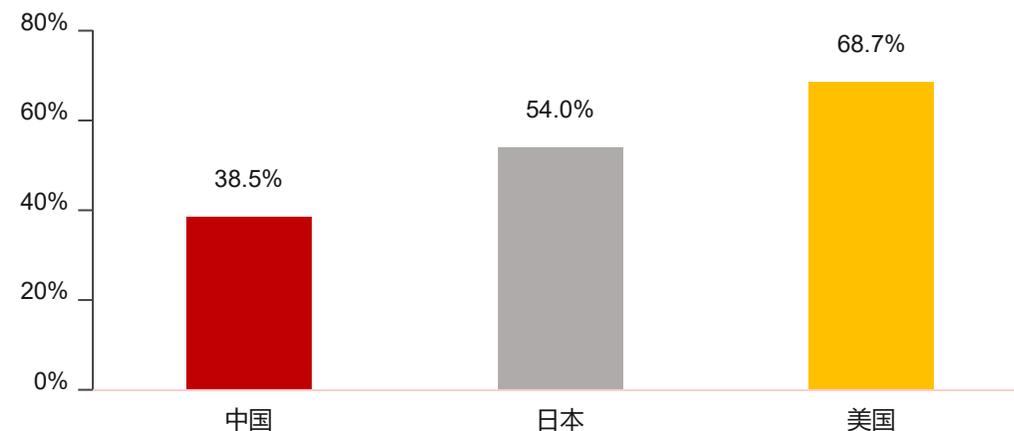


图5：日本、美国私人消费支出占GDP比重是我国的1.4及1.8倍



单位：百万人

2010 2018

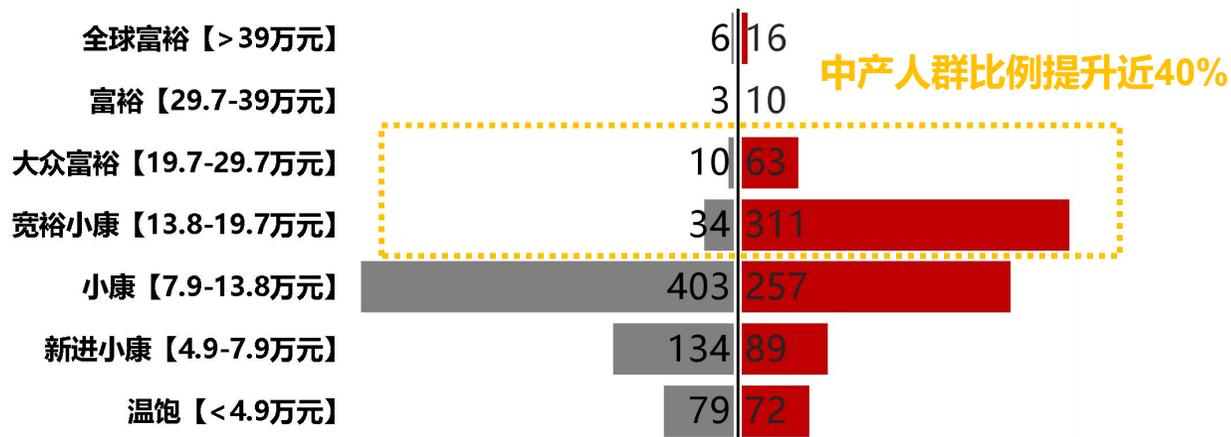
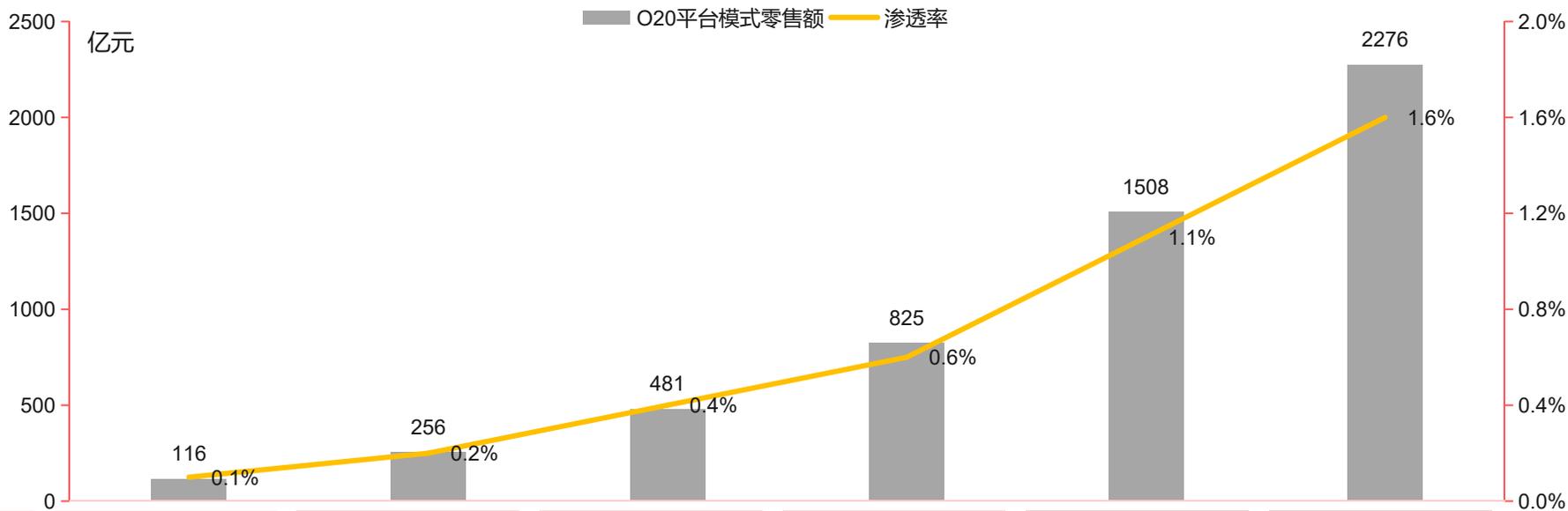


图6：即时零售GMV和o2o渗透率

➤ 2017年起，我国即时零售行业全面爆发。即时零售的本质是餐饮外卖的延伸。自2017年餐饮外卖行业结束三足鼎立时代，各大巨头立足已有资源禀赋，开启了全业态外卖的跑马圈地，自此即时零售行业进入爆发期，2016-2021年CAGR为64%。



- **京东：**达达快送上线
- **阿里：**闪电购上线
- **美团：**美团外卖上线
- **多点：**Dmall公司成立
- **京东：**京东到家上线
- 与永辉超市战略合作
- **京东：**京东到家与达达合并为达达集团
- 与沃尔玛战略合作
- **阿里：**盒马鲜生开业
- **每日优鲜APP**上线
- **阿里：**大润发与淘鲜达合作
- **叮咚买菜APP**上线
- **京东：**与华润万家战略合作
- 线下生鲜超市7FRESH成立
- **阿里：**淘鲜达业务与天猫超市整合
- 收购饿了么
- **美团：**上线美团闪购
- **京东：**推出物竞天择项目
- 达达日订单量峰值近1000万
- **阿里：**推出盒马菜市
- **美团：**投资叮咚到家
- 美团买菜上线
- **京东：**达达集团纳斯达克上市
- **阿里：**推出盒马mini
- **多点：**发布Dmall零售联合云
- 与7-Eleven便利店达成合作
- **京东：**发布即时零售品牌“小时购”

← 即时零售行业发展历程 →

- 即时消费习惯已养成，由奢入俭难，趋势不可逆。互联网的普及叠加新世代家庭月收入的提升，我国消费者对于线上即时消费的接受度不断提升。2020年线上外卖在我国餐饮大盘中的占比已近20%，2021年末网上外卖用户规模突破5亿人，普及率超35%。即时消费已通过餐饮品类占领消费者心智，注重效率的消费习惯已经普及。
- 当代人对时间效用的理解发生了变革，愿意为“及时性”支付溢价的人群增多。国贸促会研究院调查显示，55%的用户因为外卖服务增加了每周的餐饮支出。这表示，当代人对时间效用的估值不再以边际成本计价，转而以边际收益定价，愿意为即时购物的良好体验支付溢价。
- 即时零售着重解决“快”的问题，客群结构优质，客单价天花板高。自淘宝、京东、拼多多等远场电商上线以来，“多”、“好”、“省”的问题相继被解决，唯独“快”成为了遗珠。由此，唯“快”不破的即时零售应运而生。自带效率溢价的特质直接为即时零售筛选出了极为优质的客群，目前本科以上及白领人群占比均超50%。优质客户打开了客单价的天花板，将是即时零售赛道未来重要的驱动力。

图7：2020年我国互联网普及率达70%

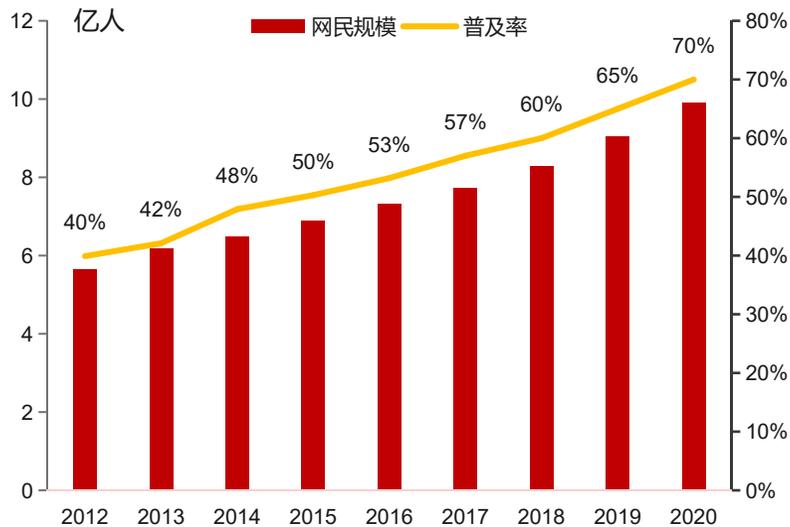


图8：家庭月收入超过1万元在年轻人中比例高

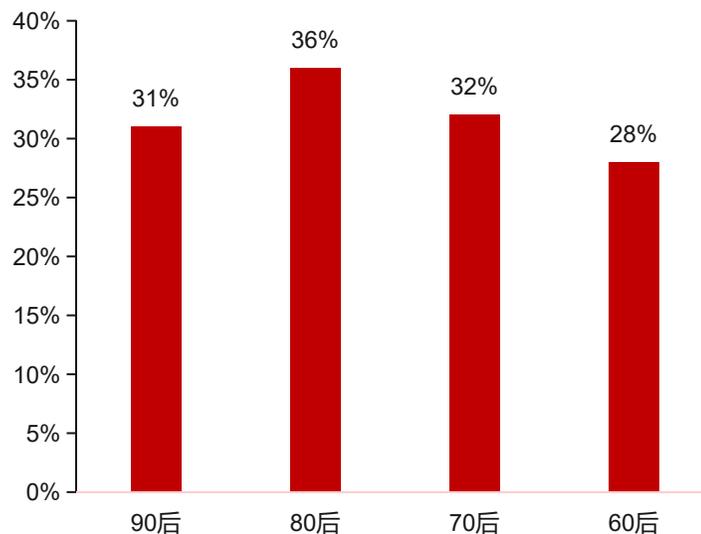
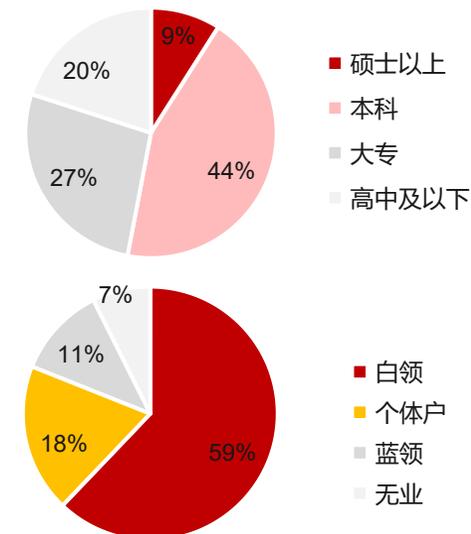


图9：即时零售客群学历高、白领比例高



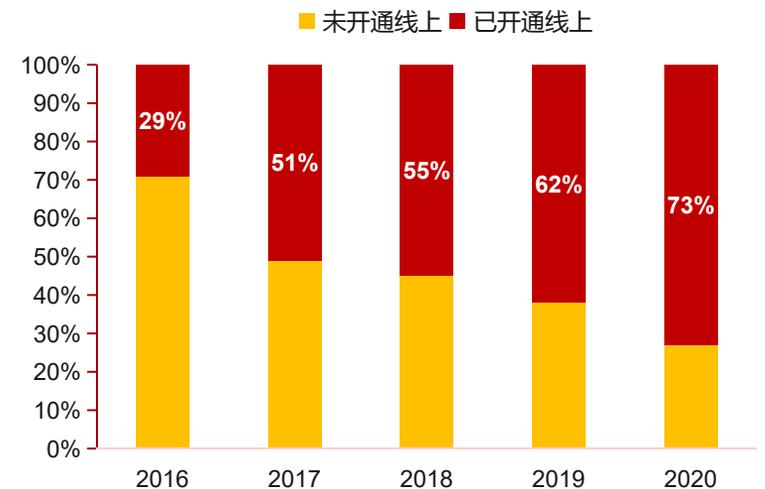
1.4 供给端：客观成本因素优化，平台与商户双向奔赴

- 餐饮外卖平台格局趋稳，巨头们寻求第二成长曲线。随着2017年饿了么收购百度外卖，餐饮类外卖从群雄割据进入双足鼎立的行业成熟期，各大巨头不满足于现状，基于现有禀赋成果积极寻求第二曲线，开启“万物到家”的布局。即时零售是餐饮外卖发展到一定阶段后的必然阶段。
- 商家竞争白热化，拓展经营空间的意愿强烈。从消费空间来看，线上化不仅构建了全新的线上场景，还能将消费的物理半径从1km拓展至3km甚至更远。疫情笼罩下到店消费受限，商户线上化趋势提速，2020年便利店线上化服务比例上升11%至73%。从商业模式来看，即时零售也赋能了商家捕捉消费者行为的能力，利于商家计算消费者剩余进而优化自身门店模型。
- 平均时薪远高于配送成本，时间成本角度即时消费能提高社会效率。我国仍有充足的劳动力供给，构建了相对平衡的配送供需市场。以上海为例，2021年上海人均可支配收入约7.8万元，对应时薪为39元，远高于现阶段单均配送成本6-8元左右。

图10：外卖行业发展历程



图11：疫情后便利店开通线上服务比例快速上升



1.5 市场规模：小荷才露尖尖角，万亿蓝海刚刚起航

核心假设：

- 除汽车以外的消费品零售额。**我们认为，2020-2025年我国除汽车以外的消费品零售额以3%左右CPI增速温和上涨。
- 实物商品网上零售额社零占比。**我们认为，随着快递的普及、线上消费习惯的进一步强化，我国实物商品网上购物渗透率将继续攀升。参考相对较难实现线上化的品类药品，2015年美国药品网购渗透率33.3%，我们预计我国实物商品网上零售额社零占比2022年有望升至33%。
- 即时到家适应性产品零售额占比。**我们从商业性质出发，将粮油食品、饮料、烟酒、化妆品、日用品、体育娱乐用品、书报杂志、中西药品、文化办公用品、通讯器材类产品称为即时到家适应性产品。2020至今即时到家适应性产品占限额以上社零比重一直维持在37%左右，我们认为这个比重将延续。
- 渗透率。**餐饮外卖行业经12年左右发展，2020年时渗透率达20%。我们认为，即时零售行业是餐饮外卖行业的延伸，预计能复刻餐饮外卖行业渗透率提升的趋势，2025年渗透率有望达20%。

表1：供给角度-2025年即时零售行业规模测算

	2020	2025	CAGR
除汽车以外的消费品零售额（万亿元）	35.26	40.87	3%
实物商品网上零售额社零占比	25%	33%	
除汽车以外的实物商品网上零售额（万亿元）	8.64	13.61	5%
即时到家适应性产品零售额占比	37%	37%	
即时到家适应性产品线上总零售规模（万亿元）	3.20	5.04	5%
即时到家业务渗透率	5%	20%	
即时到家行业规模（亿元）	1508	10072	21%

核心假设：

- 客群：2025年即时零售核心客群人数约达2.6亿人。**2020核心客群人数以美团闪购用户数估算。根据艾瑞咨询即时零售年龄分布数据结合我国人口相关数据，即时零售在26-35岁以及36-45岁年龄层中渗透率较高。我们认为，2025年即时零售在36-45岁、46-55岁、56岁以上发生代际迁移，渗透率分别为42%、21%、6%，在25岁以下人群受制于收入维持4%水平不变，26-35岁人群作为核心客群享受与2020年同等渗透率水平。
- 消费频次：2025年即时零售消费频次约50次/年。**2020年美团闪购GMV占即时零售行业总规模约58%，结合2020年美团闪购单量约7亿单、65元左右客单价，以此估算行业总单量约12亿单、消费频次7次/人/年。我们认为，即时零售在核心客群中有望逐步强化消费习惯，并结合品类的丰富性提升消费频次至约每周1次，即50次/人/年。
- 客单价：未来几年客单价以CPI增速温和上涨。**随着渗透率的提升、可购品类的不断扩大，未来十年维度视角下，客单价预计以CPI增速温和上涨，未来十年CPI增速我们以过往十年增速年化3%左右估计。

表2：需求角度-2025年即时零售行业规模测算

	总人口			即时零售人口			
	2020	2025	占比	2020	渗透率	2025	渗透率
25岁以下	4.08	4.00	9.3%	0.16	4%	0.16	4%
26-35	2.30	1.80	54.8%	0.96	42%	0.76	42%
36-45	1.97	2.29	23.9%	0.42	21%	0.96	42%
46-55	2.40	2.11	8.5%	0.15	6%	0.44	21%
56以上	3.50	4.20	3.0%	0.05	2%	0.25	6%
客群人数（亿人）				1.76			2.57
即时零售行业规模（亿元）				844			11236
单量（亿单）				12			129
消费频次（次/年）				7			50
次单价（元）				65			87

- 即时零售是线上零售对线下零售多年蚕食后的反哺。即时零售主要赋能4大业态：商超便利店、鲜花蛋糕店、药店、连锁品牌店。即时零售平台的链接不仅有利于满足消费者的即时购物欲望，更有利于商家扩大曝光拓展经营空间。以便利店为例，2020年疫情后随着线上化数字化投入提升，利润率水平提升。
- 客观角度：相比餐饮，新零售业态单店营收规模更高，有更大的体量去承担营销费用。横向比较下，商超便利店、鲜花蛋糕店、药店、连锁品牌店拥有比餐饮更高的单店营收，鲜花蛋糕店、药店拥有比餐饮更好的毛利率水平。由此可见，新零售业态有更大的规模体量去做线上的曝光投放。
- 主观角度：相比传统渠道，即时零售平台广告投放精准度高；相比传统电商，即时零售平台客群切分更细致，商户有较高意愿倾斜广告投入。即时零售平台具备传统电商的优势，即通过算法向特定消费者投放的类别。与此同时，即时零售平台还能通过物理半径将商圈及客户切分，更精准向服务半径内的客群进行精准投放。

图12：2019vs2020 样本便利店盈利能力变动情况

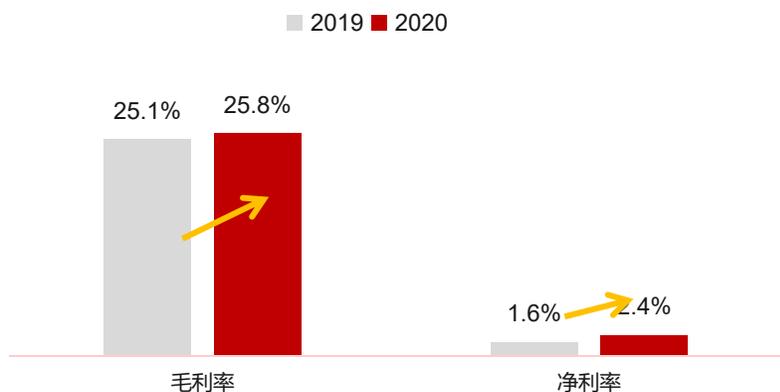


图13：各类型门店业态盈利能力比较

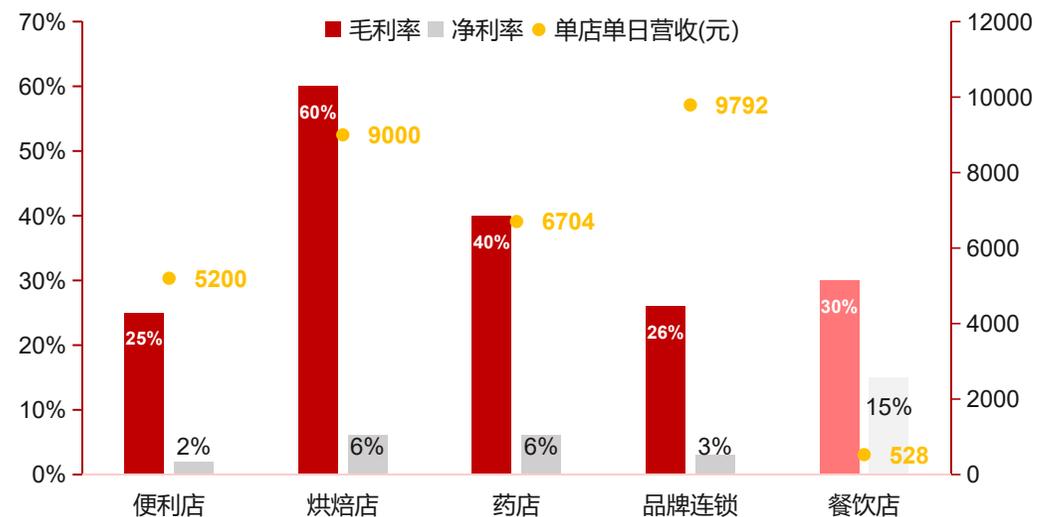
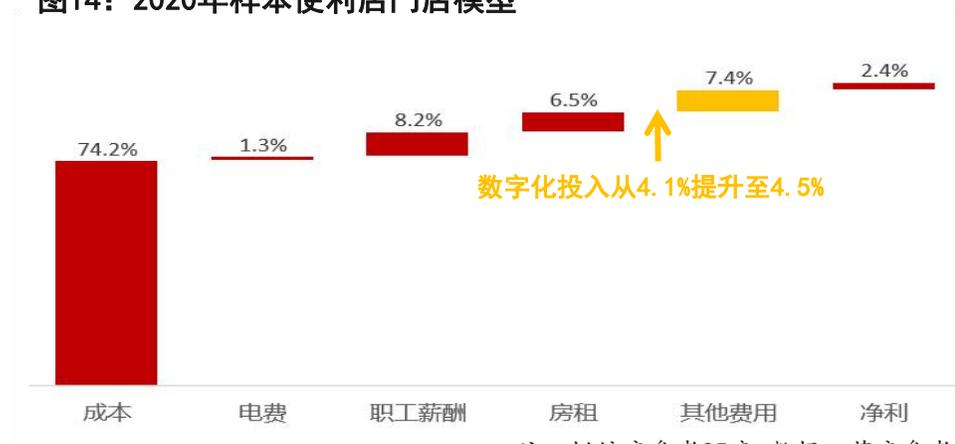


图14：2020年样本便利店门店模型



注：烘焙店参考85度c数据，药店参考益丰药房数据，品牌连锁参考良品铺子数据，餐饮店参考杨国福数据。

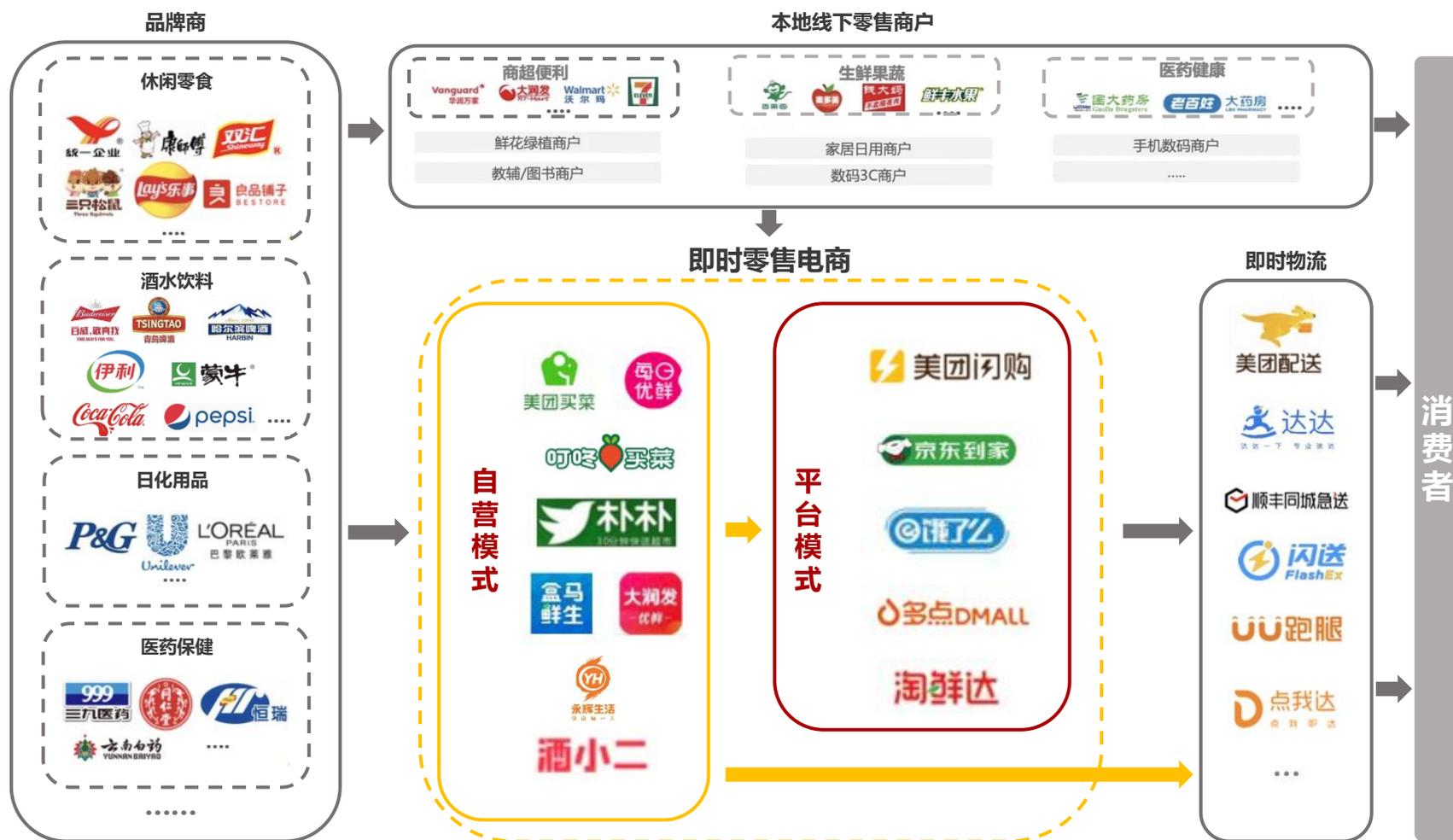
02

模式比较

『平台模式VS自营模式』

- 我们认为，自营模式具备一定的商家端属性，本质是“品牌商+平台”，对产品环节的把控加重了其品牌商的属性。
- 对即时零售产业链的分析应当将自营模式放在平台模式上游位置。从该角度出发，则可以清晰的判断两种模式的未来发展趋势和市场占有率：平台模式的即时零售电商属性更强，从即时零售发展中受益更大；自营模式因具备商家端属性，在品控和成本控制中投入较大，其品类扩张受到一定制约，相对于平台模式受益更小。
- 根据我们的测算，2025年即时零售行业规模约为11236亿。根据艾瑞咨询数据，2020年我国平台模式购买渠道占比83.1%，垂直自营模式渠道占比71.3%，传统商超自营模式渠道占比64.3%。我们测算2025年平台模式市场规模至少为8000亿元，自营模式市场规模至少为3000亿元。

图12：改良后的即时零售产业链



- 即时零售商业模式可分为：平台型和自营型。自营型可进一步划分为垂直自营和传统商超自营。
- 平台和自营二者主要区别在于是否直接拥有“货”：
 - 平台模式下，商品所有者为入驻商家，平台仅作为“人”与“货”之间的“场”，提供商品展示、订单即时配送等服务；
 - 自营模式下，平台拥有商品，需要同时提供“货”与“场”，这也意味着平台需要完成商品的进货、销售和配送环节。

表3：即时零售行业商业模式分类

对比	平台型	自营型	
		垂直自营	传统商超自营
公司			
运营模式	轻资产模式	重资产模式	
商品品类覆盖	丰富 超市便利、生鲜水果、鲜花绿植、药店、数码3C等	相对单一 生鲜、酒水、蔬果	较为丰富 大型商超
核心优势	流量池规模，配送高效	产品质量保障	
盈利来源	向B端、C端收取广告费、店铺租金、交易佣金	商品销售收入	
消费者使用占比	83.1%	71.3%	64.3%
配送方式	自建配送团队+众包	自建配送团队+配送物流合作	
场景丰富度	丰富	相对单一	

2.3 平台模式：线上流量池+线下配送网，飞轮效应加速扩张

- 平台模式的公司必须同时具备线上大规模流量池+线下初具规模的配送网络两大禀赋。平台型的核心要素：流量池规模、配送效率。用户流量规模决定了平台能否吸引更多商家入驻，进而扩充平台展示的商品数量和品类范围；配送效率的高低则反映平台为消费者提供多少时间价值增量。
- 流量池与配送网是平台模式公司的护城河，并且护城河随着正反馈的形成，会越筑越深。平台模式的公司经过长时间的用户数量和配送网络积累，飞轮效应凸显并持续加速，形成高速运转的正反馈，利于形成需求端规模经济。用户数量的积累促进订单场景丰富化，运营数据量扩大使得数据分析结果更加精确、进而推动配送效率提高（履约时长缩短），用户使用体验得到优化，新用户数量持续增加，进一步吸引更多品牌商家入驻。
- 平台模式的相对优势在于更高效的社会资源运用。长期视角下，补贴等可变成本不再重要，其成本主要为骑手成本与中后台运营成本2块。其中，骑手成本一般可转嫁，中后台成本随着单量的上升边际递减，盈亏平衡仅需考虑单量。

图15：平台型即时零售商业模式

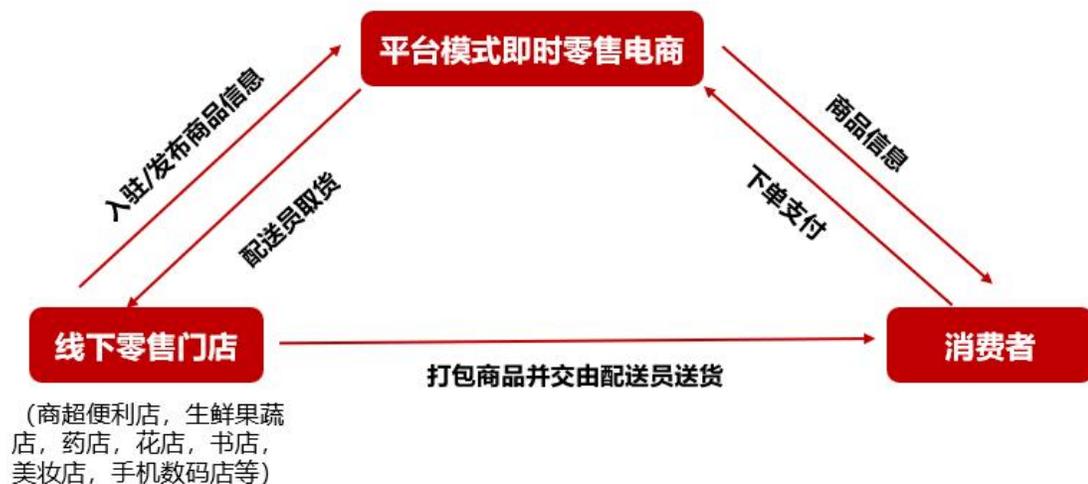
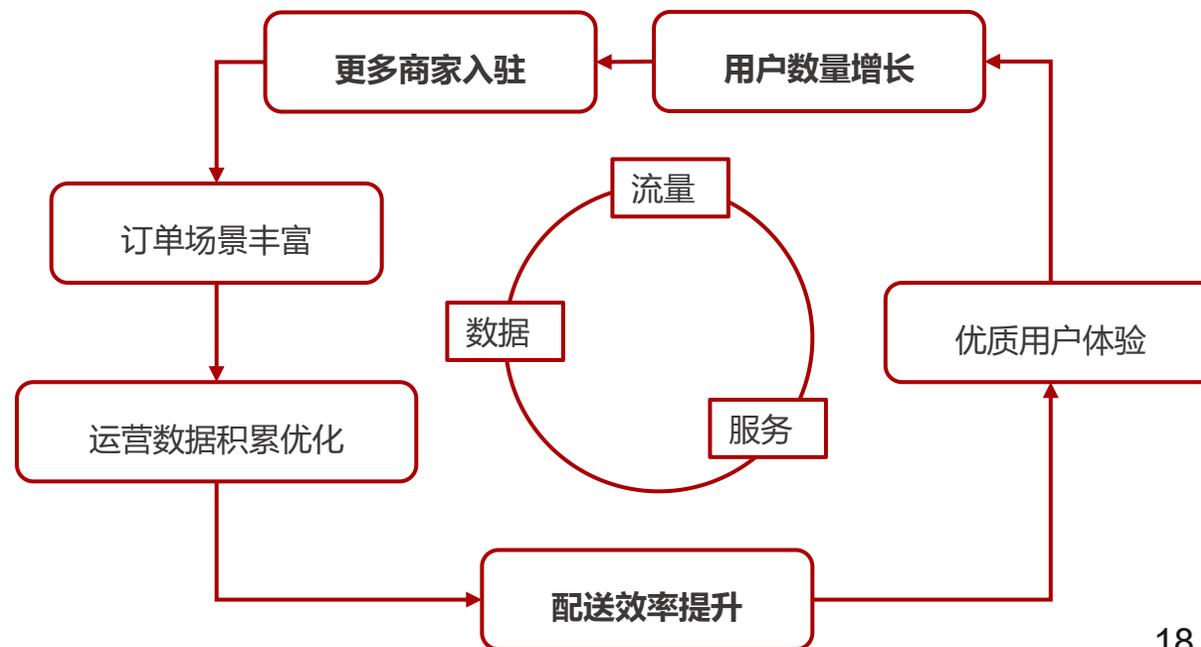


图16：平台模式下的飞轮效应



2.4 自营模式：纵向深耕产品，品牌效应提高用户粘性

- 自营模式的公司必须具备线下门店精细化运营能力的禀赋。自营模式的核心要素：品控、成本及损耗控制。品控决定了消费者的购买体验并影响复购次数和用户粘性；对成本和损耗的控制则决定了平台盈利能力强弱。
- 线下门店的品牌效应是主要护城河。自营模式对线下门店的依赖决定了其对于重资产的运营模式，但同时线下门店实体性也有利于建立客户忠诚度提升客户粘性。这使得自营模式品类覆盖范围相对平台模式更为单一。在这种情况下，深耕品牌和产品成为自营型的出路，对商品质量、成本、毛利率、损耗等因素严格把控，在产品端注重选品和研发能力，进而打造自身产品的品牌效应，提高用户粘性，将自身打造成细分品类自营平台的领军者。
- 自营模式的相对优势在于线上与线下的互通有无。其成本主要为货品成本、配送成本与房租成本。其中，配送成本可部分转嫁，不可转嫁部分与房租成本一起随着单量的上升边际递减；货品成本的转嫁则依赖商品定价。因此，自营模式的盈亏平衡依赖单量与客单价两大因素。

图17：自营模式即时零售商业模式

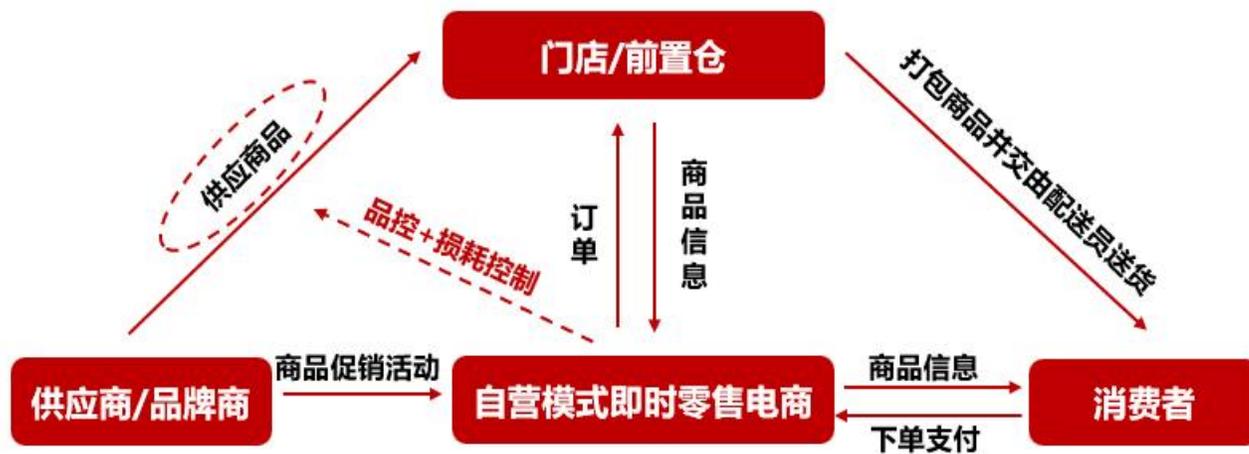
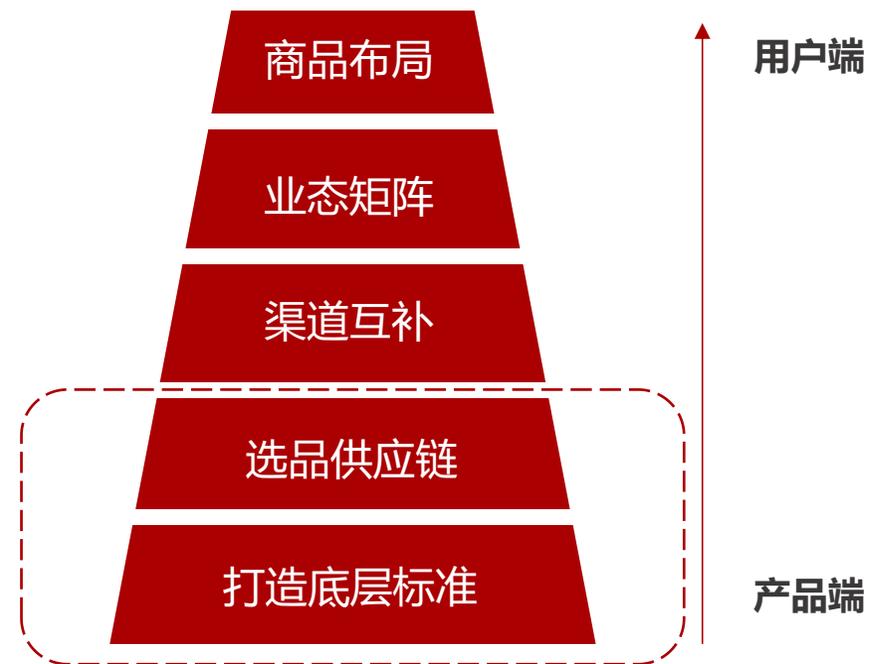


图18：自营模式下的纵向产品深耕



- 现阶段自营模式盈利水平类似传统零售商，低于平台模式，长期视角下优质自营模式公司可享受平台模式不具备的商品溢价。现阶段自营模式基于重资产、重仓储属性，履约成本较高等原因，盈利能力较弱。长期看，一旦品牌效应产生，自营模式可享受自主品牌商品带来的额外的商品溢价。
- 平台模式能否盈利的关键在于流量池规模，自营模式盈利需要客单价与订单数同时向上。长期视角下，平台模式基础设施成本较为固定，订单数量增加稀释基础设施成本，提高利润空间；自营模式在商品品类较为单一，用户数量相对平台模式少，履约成本高的背景下，只有客单价和订单数量得到提升，其利润空间才能进一步打开并实现盈利。

表4：平台模式和自营模式UE对比

	平台模式								自营模式							
	美团闪购				京东到家				每日优鲜				叮咚买菜			
	2019	2020	2021	趋势	2019	2020	2021	趋势	2018	2019	2020	趋势	2019	2020	2021	趋势
GMV (亿元)	285.7	490.1	830.4		122.1	252.6	431.0		47.3	76.0	76.1		11.0	130.3	227.0	
日均单量 (万)	123.9	209.8	354.9		32.8	45.2	61.4		15.0	23.6	21.4		25.7	54.4	106.1	
每单均价 (元)	63.0	64.0	64.1		102.0	153.0	192.2		86.3	88.1	97.3		50.2	65.7	58.7	
每单盈利 (元)	-3.8	-4.0	-2.9		-10.8	-8.3	-3.5		-40.7	-33.8	-21.1		-19.9	-16.0	-16.6	
直接利润率 (%)	-6.0%	-6.2%	-4.5%		-10.5%	-5.4%	-1.8%		-47.2%	-38.3%	-21.7%		-39.8%	-24.4%	-28.3%	

备注：每单均价=GMV/客单量，平台型：每单盈利=每单收入-每单骑手成本-每单补贴和其他成本，直接利润率=每单盈利/客单价；自营型：每单盈利=年度净利润/年度订单量，直接利润率=每单盈利/每单均价。

03

公司比较

『美团VS京东』 & 『叮咚VS每日』

- ▶ **流量+物流+运营加持，“万货到店”向“万物到家”的加速转变。**美团闪购是美团旗下到家业务板块的即时新零售平台，依托美团自身流量端的海量活跃用户，物流端的高效低成本配送，商户端的强大运营地推能力，抢先布局及时新零售业务板块。
- ▶ **GMV强势高速增长，尽显即时零售龙头态势。**美团闪购流量入口是美团和美团外卖APP，截止2021年底，美团闪购覆盖2800个县市区，继续保持高速增长态势，GMV达到 814亿元，同比增加66%，用户量236万远超同业，参照22Q1数据，美团闪购有望在22年底突破GMV1000亿，用户300亿的大关，再上新台阶。

图19：美团闪购优点逻辑图



图20：美团闪购合作品牌



- 横向立足骑手成本优势，深耕模型优化。美团闪购依靠外卖平台经市场检验的配送模型和骑手人效，21年单均骑手成本占比客单价11%，达到7.1元，远低于其他即时零售平台。后续将持续优化配送模型，加入拣货速度等不可控外生变量，强化自身的模型优势，22年有望骑手成本向下突破7元。
- 纵向抢滩高附加值新兴业务，联手大品牌加固商超业务优势。22年美团闪购一方面在全国积极布局闪电仓，扩大供应链规模，另一方面联手商超吸引品牌入驻平台，缩短盈利传导链条，提升盈利空间；同时联手大品牌加强商超业务补贴，转嫁补贴成本，同时提升激励，培养用户习惯。22年鲜花蛋糕订单量爆长，美团闪购积极关注细分赛道爆发期红利，大力推广鲜花蛋糕和连锁品品牌等高附加值业务，目前已于伊利，统一，等大品牌，屈臣氏，名创优品，良品铺子等连锁店签约。

图21：美团闪购四大业务板块对比图



表5：美团闪购UE

	2019		2020		2021	
GMV (亿元)	285		490		830	
单量 (百万)	452		766		1295	
货币化率 (%)	9.0%		9.2%		9.5%	
用户人数 (百万)	135		175		230	
每单均价 (元)	63.0	100.0%	63.0	100.0%	65.0	100.0%
每单收入 (元)	5.7	9.0%	5.9	9.4%	6.1	9.4%
每单成本 (元)	(9.5)	15.0%	(9.8)	15.6%	(9.0)	13.8%
骑手成本	(7.1)	11.3%	(7.3)	11.6%	(7.1)	11.0%
补贴与其他成本	(2.3)	3.7%	(2.6)	4.0%	(1.9)	2.8%
每单盈利 (元)	(3.8)		(4.0)		(2.9)	
直接利润率 (%)	(6.0%)		(6.2%)		(4.5%)	

备注：货币化率=总收入/GMV，补贴成本=平台用于用户激烈的费用支出，每单盈利=每单收入-每单成本，直接利润率=每单盈利/客单价

- **敏感性分析：**据统计，美团闪购UE模型中影响每单盈利的关键指标有**单均骑手成本、补贴与其他可变成本、客单价**。现根据关键指标对盈利进行敏感性分析。
- 美团闪购UE模型2021年单均亏损约2.88元左右。根据敏感性分析，在其余变量不变的情况下，单均骑手成本下降2元且每单均价升12元可实现盈利；单均骑手成本下降2元且补贴成本下降0.9元可实现盈利。

核心假设	
每单均价（元）	64.10
单数（百万）	1295.38
GMV（百万）	83033.86
货币化率	9.5%
收入（百万）	7888.22
每单收入（元）	6.09
骑手成本（元）	7.12
补贴及其他成本	1.85
每单盈利（元）	(2.88)

表6：美团闪购敏感性测试

MT	每单均价					
		60	64	68	72	76
骑手成本	5.12	(1.27)	(0.88)	(0.51)	(0.13)	0.25
	5.52	(1.67)	(1.28)	(0.91)	(0.53)	(0.15)
	5.92	(2.07)	(1.68)	(1.31)	(0.93)	(0.55)
	6.32	(2.47)	(2.08)	(1.71)	(1.33)	(0.95)
	6.72	(2.87)	(2.48)	(2.11)	(1.73)	(1.35)
	7.12	(3.27)	(2.88)	(2.51)	(2.13)	(1.75)
	7.52	(3.67)	(3.28)	(2.91)	(2.53)	(2.15)

MT	补贴及其他成本					
		2.15	1.85	1.55	1.25	0.95
骑手成本	5.12	(1.18)	(0.88)	(0.58)	(0.28)	0.02
	5.52	(1.58)	(1.28)	(0.98)	(0.68)	(0.38)
	5.92	(1.98)	(1.68)	(1.38)	(1.08)	(0.78)
	6.32	(2.38)	(2.08)	(1.78)	(1.48)	(1.18)
	6.72	(2.78)	(2.48)	(2.18)	(1.88)	(1.58)
	7.12	(3.18)	(2.88)	(2.58)	(2.28)	(1.98)
	7.52	(3.58)	(3.28)	(2.98)	(2.68)	(2.38)

- 轻运营的自营型模式探索，闪电仓开启即时零售新玩法。
- 美团闪电仓是美团闪购对万物到家模式的新探索，面向商家端推出便利店前置仓，由商家建仓，美团帮助商家线上经营。
- 闪电仓旨在构建24小时线上零售店，相比传统零售商线上化，大大拓展零售商经营时长，节省房租装修和人力等运营成本，投入小，减少经营风险。
- 用户端依托美团闪购海量活跃客户，整合线上专业的营销推广优势。物流端依托美团闪购的配送网络，结合闪电仓近场存储优势，用户线上下单后，半小时内完成拣货-取件-配送到家。

图22：美团闪电仓商业模式图



- **京东高品质流量+达达快送物流，多方禀赋联动优势整合。** 京东到家是达达集团旗下的即时零售电商平台，整合京东高品质用户流量和达达快送履约配送端优势，形成闭环商业模式，助力线下零售商线上转型。当前业务主要覆盖超市便利店，生鲜蔬果，医药健康领域。
- **轻运营平台模式加持，快速崛起形成规模优势。** 京东到家订单流量入口是京东APP，京东到家APP和京东到家小程序，各占30%订单。截止2021年底，京东到家覆盖1800个县市区，同比30%，直接合作品牌商215个，同比+37%，GMV达到431亿元，同比+70%，订单量2.2亿单。参照22Q1数据，有望在22年底突破GMV800亿大关。

图23：京东到家流量端-配送端运作模式

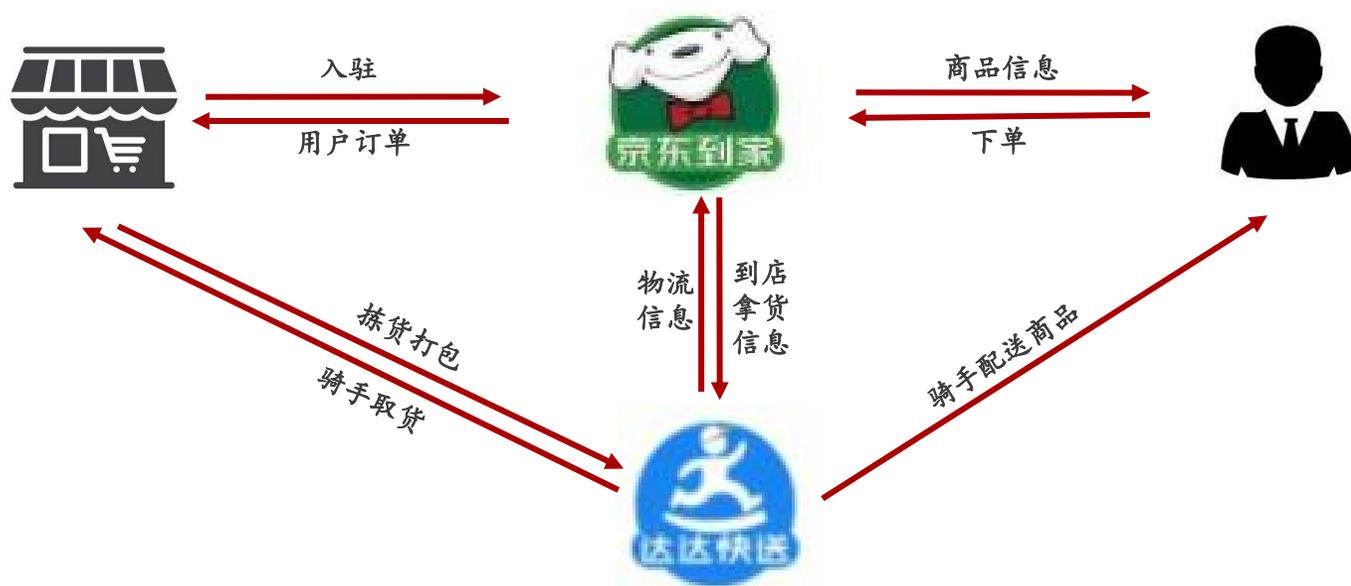
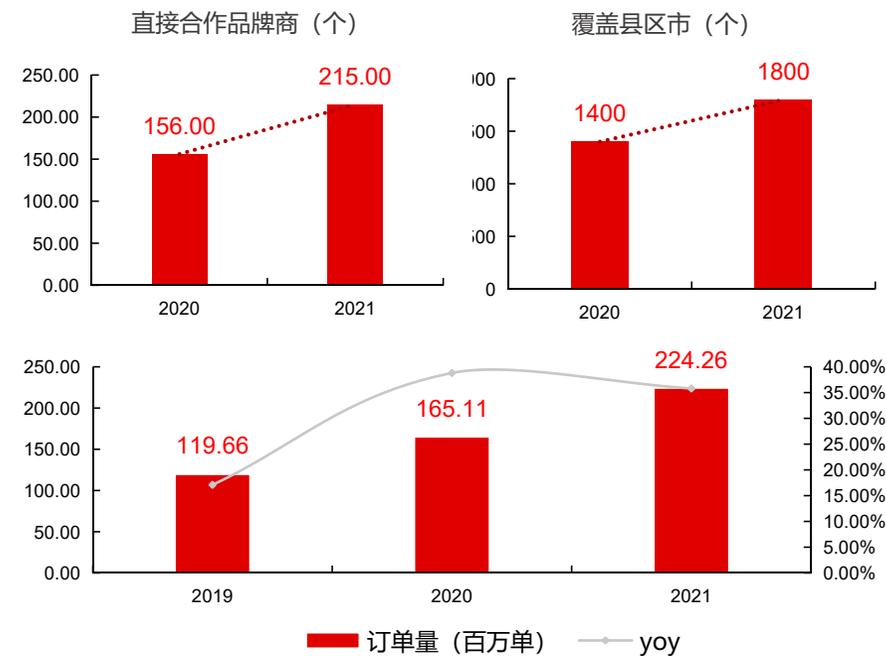


图24：京东到家营业规模



➤ 用户画像明显，高消费需求和强购买力助力订单量和客单价齐爆发。据统计，京东用户群体占比最高是高知识已育女生，多为商超等生活日用品，生鲜美食，婴儿用品的日常囤货需求。需求驱动下，21年京东到家客单价达到192元，同比+30%，预期22年能突破200元。订单量2.2亿单，同比+35%。

➤ 费用化率稳步提升，补贴拉新动作加大，单均配送成本创新低。据统计，费用化率近三年年均提升30-40BP，并有望22年达到9.7%。销售费用19年32%提升到21年55%，持续大力拉新和补贴费用，加速培养用户粘性抢占即时零售市场份额。物流配送端达达加持，配送端单均骑手成本在2021年底达到历史最低，未来有望突破8元。

图25：达达集团费用率纵向对比

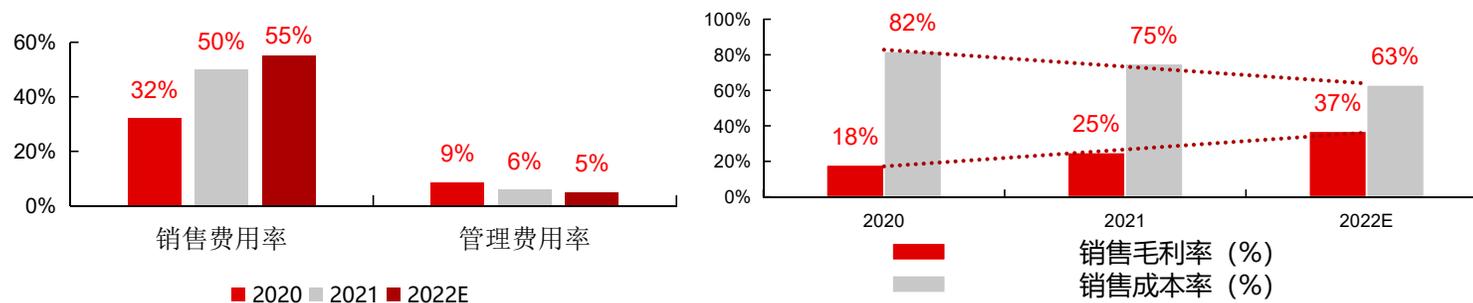


表7：京东到家近三年UE模型

京东到家	2019		2020		2021	
GMV (亿元)	122		253		431	
订单量 (百万)	120		165		224	
货币化率 (%)	9.0%		9.1%		9.4%	
活跃用户人数 (百万)	24		41		63	
每单均价 (元)	102.00	100.0%	153.0	100.0%	192.2	100.0%
每单收入 (元)	9.22	9.0%	14.0	9.1%	18.0	9.4%
技术佣金收入	2.91	2.9%	4.2	2.7%	5.2	2.7%
履约配送收入	5.37	5.3%	5.9	3.8%	7.6	3.9%
营销广告收入	0.94	0.9%	3.9	2.6%	5.3	2.8%
每单成本 (元)	19.97	19.6%	22.3	14.6%	21.5	11.2%
骑手成本	7.96	7.8%	11.3	7.4%	8.0	4.1%
补贴成本	7.84	7.7%	7.1	4.6%	9.9	5.2%
其他成本	4.18	4.1%	3.9	2.5%	3.7	1.9%
每单盈利 (元)	(10.75)		(8.31)		(3.51)	
直接利润率 (%)	(10.5%)		(5.4%)		(1.8%)	

注：货币化率=总收入/GMV， 补贴成本=平台用于用户激烈的费用支出，
 每单盈利=每单收入-每单成本， 直接利润率=每单盈利/客单价

表8：京东到家核心假设和敏感性分析

核心假设		JDDJ	每单均价				
每单均价 (元)	192.00		184	192	200	208	216
单数 (百万)	224.26	6.56	(2.86)	(2.11)	(1.36)	(0.61)	0.14
GMV (亿元)	430.59	6.76	(3.06)	(2.31)	(1.56)	(0.81)	(0.06)
货币化率	9.4%	6.96	(3.26)	(2.51)	(1.76)	(1.01)	(0.26)
收入 (百万)	40.48	7.16	(3.46)	(2.71)	(1.96)	(1.21)	(0.46)
每单收入 (元)	18.05	7.36	(3.66)	(2.91)	(2.16)	(1.41)	(0.66)
骑手成本 (元)	8.0	7.56	(3.86)	(3.11)	(2.36)	(1.61)	(0.86)
补贴及其他成本	13.59	7.76	(4.06)	(3.31)	(2.56)	(1.81)	(1.06)
每单盈利 (元)	(3.54)	7.96	(4.26)	(3.51)	(2.76)	(2.01)	(1.26)

➤ **敏感性分析：**据统计，京东到家UE模型中影响每单盈利的关键指标有单均骑手成本，补贴与其他可变成本，客单价。现根据关键指标对盈利进行敏感性分析。

➤ 京东到家UE模型2021年单均亏损约3.55元左右。根据敏感性分析，在其余变量不变的情况下，单均骑手成本下降1.4元且均价提升24元，可实现盈利。在其余变量不变的情况下，单均骑手成本下降1.2元且其他可变成本减小2.39元，可实现盈利。

JDDJ	补贴及其他成本							
	13.59	13.20	12.80	12.40	12.00	11.60	11.20	
6.56	(2.11)	(1.72)	(1.32)	(0.92)	(0.52)	(0.12)	0.28	
6.76	(2.31)	(1.92)	(1.52)	(1.12)	(0.72)	(0.32)	0.08	
6.96	(2.51)	(2.12)	(1.72)	(1.32)	(0.92)	(0.52)	(0.12)	
7.16	(2.71)	(2.32)	(1.92)	(1.52)	(1.12)	(0.72)	(0.32)	
7.36	(2.91)	(2.52)	(2.12)	(1.72)	(1.32)	(0.92)	(0.52)	
7.56	(3.11)	(2.72)	(2.32)	(1.92)	(1.52)	(1.12)	(0.72)	
7.76	(3.31)	(2.92)	(2.52)	(2.12)	(1.72)	(1.32)	(0.92)	
7.96	(3.51)	(3.12)	(2.72)	(2.32)	(1.92)	(1.52)	(1.12)	

- **流量端：**截止21年底，美团闪购用户人数是京东到家5倍左右，订单量是京东到家平台6倍，GMV是京东到家2倍。美团闪购有绝对的流量和规模优势。
- **商品端：**美团闪购多为中小商超便利店，覆盖商家超过10万家，商品种类集中生鲜蔬果，医药健康，鲜花蛋糕。京东到家多为大型连锁商超，截止21年底有15万商家，商品多为商超(占比60%)和3C家电(占比30%)，客单价持续领先。
- **UE模型对比：**京东到家较为落后主要在于骑手成本和补贴成本。**骑手成本：**美团闪购与外卖共用骑手资源，经10余年发展美团外卖现有有骑手500余万(京东到家+达达仅刚到百万量级)，配送网络密度行业最大，更强的规模效应。**补贴成本：**美团平台MAU约4亿多人，京东主站MAU约1亿+，美团闪购比京东到家更有流量优势。京东作为暂时的流量落后者，需要通过更大力度的补贴获新客。

表9：京东到家VS美团闪购UE对比

	2020				2021			
	美团闪购		京东到家		美团闪购		京东到家	
GMV (亿元)	490		253		830		431	
单量 (百万)	766		165		1295		224	
货币化率 (%)	9.2%		9.1%		9.5%		9.4%	
用户人数 (百万)	175		41		230		63	
每单均价 (元)	63.0	100.0%	153.0	100.0%	65.0	100.0%	192.2	100.0%
每单收入 (元)	5.9	9.4%	14.0	9.1%	6.1	9.4%	18.0	9.4%
每单成本 (元)	(9.8)	15.6%	22.3	14.6%	(9.0)	13.8%	21.5	11.2%
骑手成本	(7.3)	11.6%	11.3	7.4%	(7.1)	11.0%	8.0	4.1%
补贴成本	(2.6)	4.0%	7.1	4.6%	(1.9)	2.8%	9.9	5.2%
每单盈利 (元)	(4.0)		(8.31)		(2.9)		(3.51)	
直接利润率 (%)	(6.2%)		(5.4%)		(4.5%)		(1.8%)	

- **生鲜即时零售的电商龙头。**叮咚买菜成立于2017年，是国内最早展开生鲜及时零售的自营型电商平台，并以敏锐的眼光领先开辟前置仓供货模式，提出半小时到家的服务宗旨。截止21年底，平台有1400个前置仓，GMV达到227亿，日均订单量106万单。
- **大力研发投入，积极拓展新业务线，助力毛利率保持高位。**截止21年底，叮咚买菜持续毛利率高位单均10.4元，并于22年积极开拓新业务品类，提升自由品牌和内部高研发投入（21年单均研发费用2.3元）。

表10：叮咚买菜UE模型

	2019	2020	2021	趋势
GMV (亿)	47	130	227	↑
交易用户 (百万)	31	55	106	↑
日均订单 (万)	26	54	106	↑
前置仓数 (百个)	5.5	8.5	14.0	↑
平均订单金额 (元)	50.2	65.7	58.7	↑
单均商品成本	34.2	45.9	41.5	↑
单均履约费用	20.6	20.4	18.8	↓
单均销售费用	2.8	2.9	3.9	↑
单均管理费用	1.3	2.3	1.8	↑
单均研发费用	1.0	1.6	2.3	↑
单均损耗费用	0.3	0.5	0.4	↑
单均毛利润 (元)	7.1	11.2	10.4	↑
单均净利润 (元)	(19.9)	(16.0)	(16.6)	↑

备注：单均毛利率=年度毛利润/年度订单总量，单均净利率=年度净利润/年度订单总量，

图26：叮咚买菜商业模式图



- 技术驱动社区零售数字化转型。**每日优鲜成立于2014年11月，旨在成为中国有代表性的社区零售数字化平台，在一二线城市，采取“前置仓”模式，当前覆盖16个城市，平台商品种类超4000款，服务宗旨是30分钟达。20年推出智慧菜场业务，21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，和自主开发的智AI零售网络，进一步赋能社区零售。
- 后疫情时代发展动力不足，GMV停滞不前，亏损收窄，扭亏为盈困难重重。**19年开始GMV达到76亿元后停止增长，同期活跃用户数量和订单量微降，同期管理+研发费用率占比过高。生鲜外产品税收和补贴力度过大，部分计入销售费用，导致销售费用率过高，部分补贴扣减收入，导致费用化率过低，收入和GMV缺口过大。净利率亏损收窄，但难以扭亏为盈，截止2020年，净利率仍存在20点的缺口。

图27：每日优鲜单均费用拆分

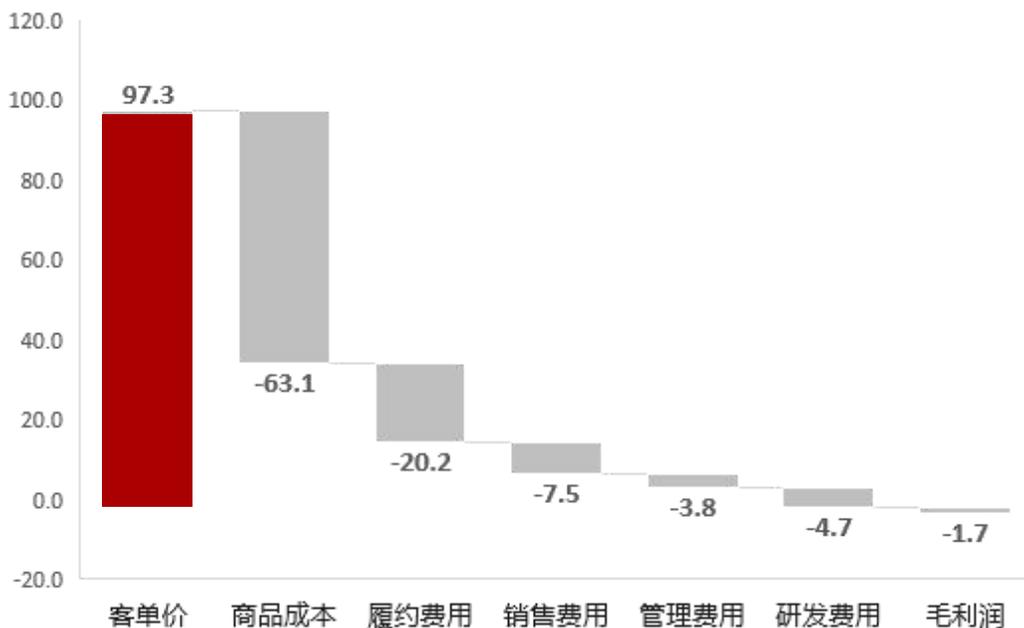


表11：每日优鲜UE模型

	2018	2019	2020	趋势
GMV (亿)	47.3	76.0	76.1	↑
交易用户 (百万)	2.7	4.1	3.7	↑
日均订单 (万)	15.0	23.6	21.4	↑
前置仓数 (百个)	4.5	5.5	6.0	↑
平均订单金额 (元)	86.3	88.1	97.3	↑
单均商品成本	59.2	63.6	63.1	↑
单均履约费用	22.6	21.3	20.2	↓
单均销售费用	14.5	8.6	7.5	↓
单均管理费用	5.2	4.4	3.8	↓
单均研发费用	4.2	5.4	4.7	↓
单均损耗费用	1.5	1.6	1.6	↑
单均毛利润 (元)	5.5	6.0	15.2	↑
单均净利润 (元)	(40.7)	(33.8)	(21.1)	↑

表12: 叮咚买菜VS每日优鲜优势对比

	叮咚买菜	每日优鲜
区域	起源沪上，扎根长三角，当前GMV主要来自长三角（占比58%）和珠三角（占比25%）	起源帝都，业务集中在北方（占比35%）和长三角（占比53%）
商品	商品品类均衡发展策略，生鲜和日用品各占收入50%	核心发展生鲜业务的战略，20年底生鲜占比60%+
收入	21年底GMV130.3亿，近三年保持高速增长，2020开始借势疫情，加大投入扩展市场，实现收入高速增长	2019年开始GMV增长缓慢，后续停滞不前
用户属性	活跃用户0.55亿，是每日优鲜14倍	客单价97元，是叮咚的1.5倍，用户购买能力较强
供应链	专注前置仓模式，积极拓展供应链规模，21年有前置仓1400个	供应链规模较小，扩展缓慢，20年底前置仓仅600个
费用	毛利率微高，22年开始布局新业务开展自有品牌运营，后续毛利率上升动力十足。	单均管理研发费用高出2元，云零售研发投入加强，单均研发投入是叮咚两倍。
盈利	配送端有较高的履约成本，前置仓的运营模式导致配送端的成本激增，亏损面加宽。	单均销售，管理，研发费用高于叮咚

图28: 叮咚买菜vs每日优鲜订单分布区域

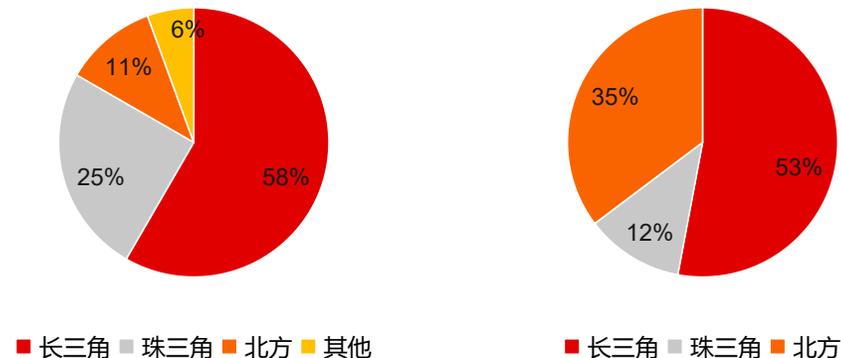


表13: 叮咚买菜和每日优鲜UE模型对比

UE对比	2020			
	叮咚买菜		每日优鲜	
GMV (亿)	130		76	
交易用户 (百万)	55		4	
日均订单 (万)	54		21	
前置仓数 (百个)	8.5		6.0	
平均订单金额 (元)	65.7	100%	97.3	100%
单均商品成本	45.9	70%	63.1	65%
单均履约费用	20.4	31%	20.2	21%
单均销售费用	2.9	4%	7.5	8%
单均管理费用	2.3	4%	3.8	4%
单均研发费用	1.6	2%	4.7	5%
单均损耗费用	0.5	1%	1.6	2%
单均毛利润 (元)	11.2	17%	15.2	16%
单均净利润 (元)	-16.0	-24%	-21.1	-22%

备注：单均毛利率=年度毛利润/年度订单总量，
单均净利率=年度净利润/年度订单总量。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>