

证券研究报告

2022年08月08日

行业报告 | 行业专题研究

互联网电商

美团闪电仓：即时零售新业态，美团大零售版图羽翼渐丰

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

联系人 秦和平

联系人 苏燕妮



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

核心观点

- 随着消费者的线上消费、即时性消费习惯逐步养成，零售市场将从“万货商店”走入“万物到家”时代。2021美团闪购数字零售大会上表示预计到2026年，即时零售市场规模将达1万亿（2020-2026年CAGR 40.7%）。闪电仓作为美团即时零售网络的补充业态，以前置仓为经营形态，专注线上流量，依托外卖配送体系为用户提供24h即时消费体验。我们认为“纯线上获客+前置仓”突破选址和SKU陈列数量的限制，带来更低的成本和更高的坪效，具有较高的业务可复制性，同时，24h经营边际提升用户规模和粘性持续。
- 闪电仓有助于弥补现有便利店业态的不足，加速即时零售模式向便利店市场的渗透。传统便利店线上化具有几重限制：SKU较窄、低客单价、产品结构局限及经营高峰期无暇分拣，根据CCFA数据，2020年便利店线上销售占比仅7%。闪电仓依托更高的坪效支撑更多SKU填补用户需求，商品丰富度的提升催化购买连带效应提高客单价，从而优化盈利模型，后期随着履约费用和固定成本的摊销优化，利润率有进一步上探空间。我们认为闪电仓拓展了消费者体验-成本边界，有望加速渗透便利店市场，预计到2025年市场规模可达830亿。
- 闪电仓模式更轻，商品层次丰富，有望破局下沉市场。即时零售市场参与者众多，美团在高线城市凭借禀赋差异与京东到家等商超平台角逐，而目前低线城市尚无能够扩张盈利的即时零售业态，闪电仓抓住用户基础生活消费以外的需求潜力，覆盖品类更为丰富，盈利能力更优。同时轻资产运营，具备规模扩张基础，有望实现即时零售对于万亿下沉市场的渗透。
- 美团“零售+科技”战略将不断释放各业态增长潜能，美团大零售业务矩阵有望在2025年带来接近万亿GMV空间。美团针对不同配送时效和消费场景，多业态、全方位布局同城零售业务，覆盖消费者近场化、全天候、多场景购物需求。闪电仓从人、货、场（全时段、多场景订单组合优化骑手调度）多方面助力美团大零售生态布局，巩固平台竞争壁垒。

估值与盈利预测：

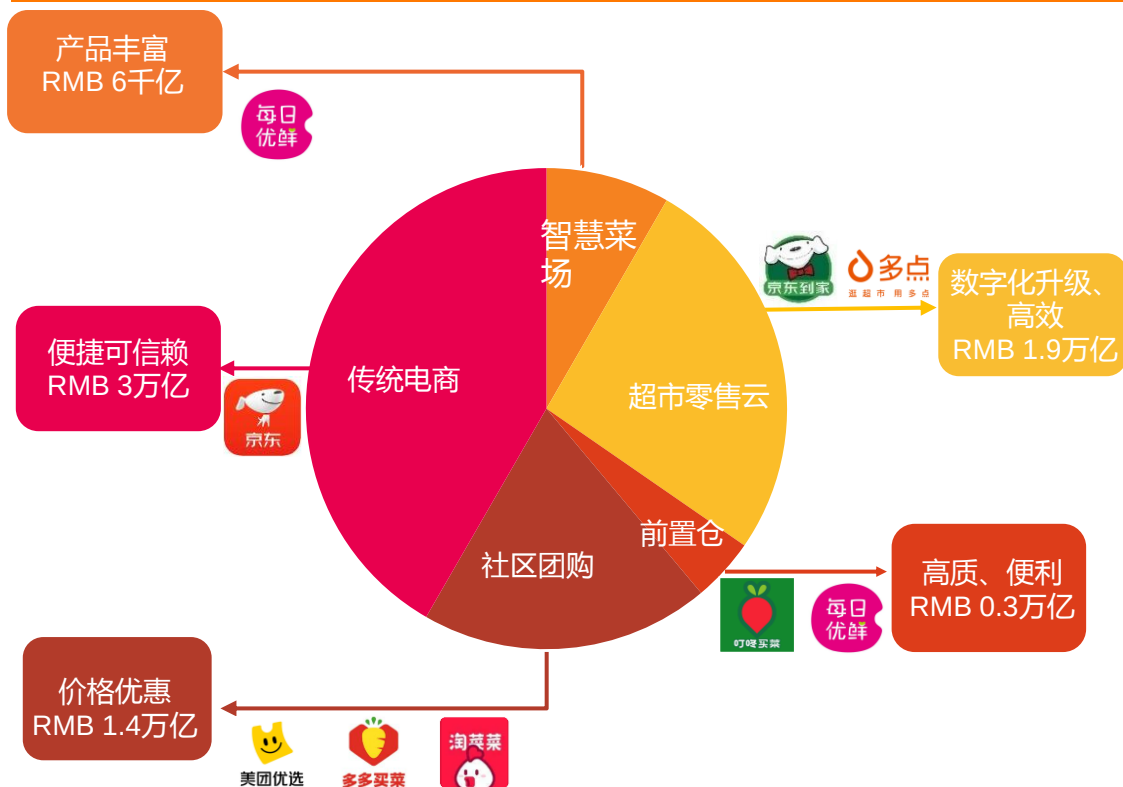
- 根据8月6日Bloomberg一致预期，2022-2024美团收入分别为2159/2833/3543亿元，对应增速为20.6%/31.2%/25.1%，调整后净利润分别为-76/91/237亿元，按照8月5日收盘价对应2022-2024年营业收入的PS分别为5.26/4.01/3.20倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观、疫情等因素导致需求不及预期；互联网监管政策持续加强；下沉市场需求不及预期；美团社区团购等新业务竞争恶化，亏损超出预期；闪电仓拓展数量不及预期，客单价提升不及预期；测算具有一定主观性，仅供参考

1 线上零售空间广阔，即时零售大有可为

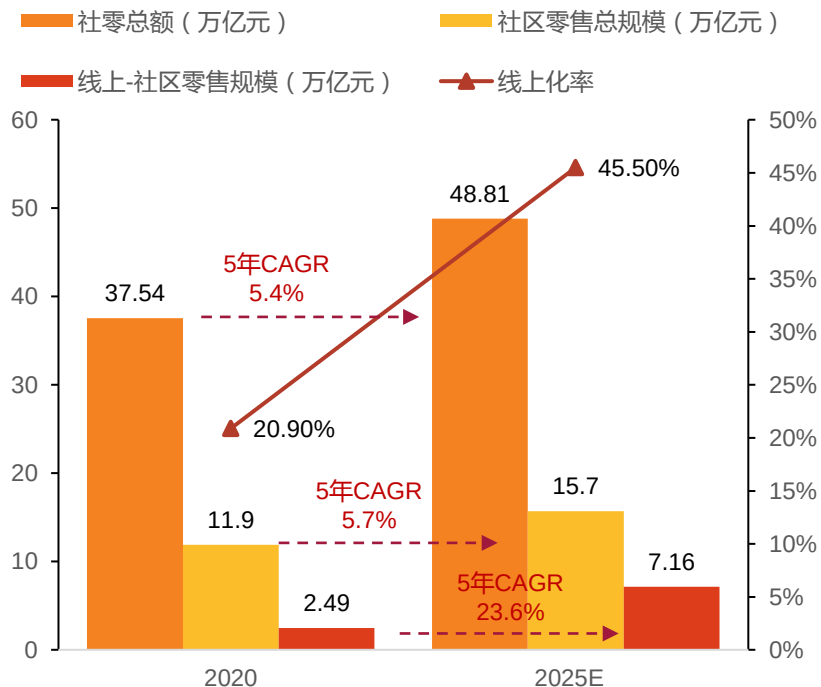
1.1. 中国社区零售市场结构

- 2020年中国社区零售市场总规模约11.9万亿，线上化率为20.9%，在各种线上渠道协同作用下，我们乐观预计2025年总社区零售市场规模达到15.7万亿（5年CAGR 5.7%），线上化率为45.5%，暨2025年数字化社区零售市场规模可以达到7.16万亿元（5年CAGR 23.6%）。社区零售线上化率的提升是长期趋势，但期间伴随着政策对价格补贴的监管，发展进度或因监管加严而放缓。

2025年中国数字化社区零售市场格局



2020-2025E 市场空间变化（乐观预计）



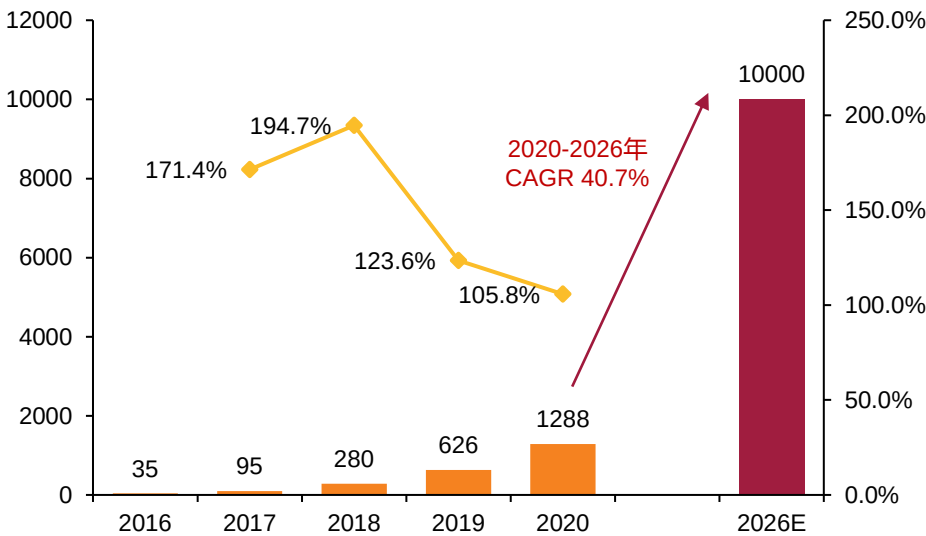
注：社区零售是指解决高频消费需求的零售业态，主要涵盖生鲜和快消品；零售云指通过零售O2O平台、零售科技企业等标准化数字平台赋能零售业态实现数字化转型；智慧菜场指通过物联网、云计算等技术信息化菜市场实现智能化经营。

资料来源：每日优鲜招股说明书（2020年），wind，天风证券研究所

1.2. 即时零售打开万亿市场空间

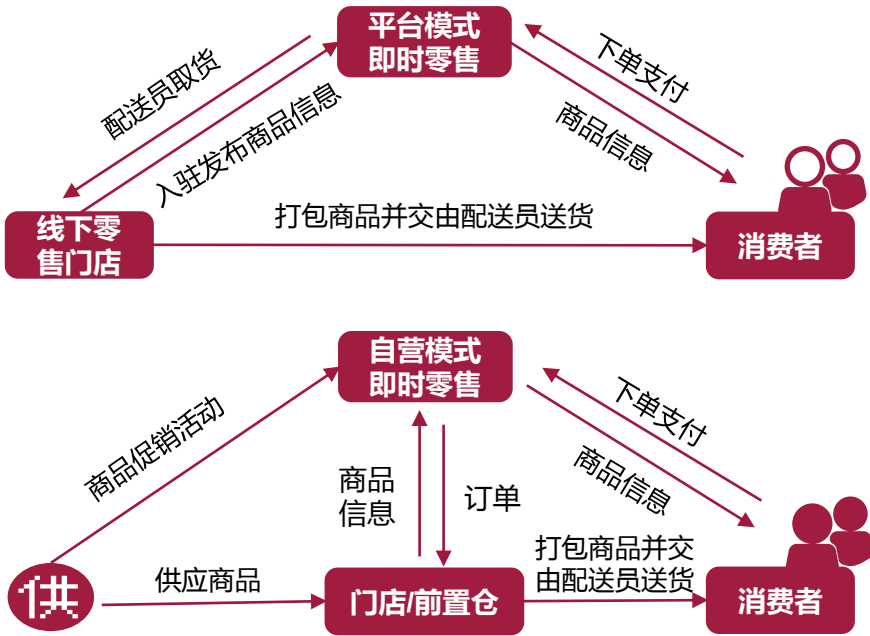
- 根据美团研究院，即时零售是以即时配送体系为基础的高时效性到家消费业态，属于典型的零售新业态和消费新模式。王莆中在2021美团闪购数字零售大会上表示预计到2026年，即时零售市场规模将达1万亿。
- 目前全市场即时零售主流业态有两种：1）**平台模式**：以轻资产运营为特点，连接线下零售商户供给和线上用户消费需求，消费者下单后由配送员（骑手）到附近商家取货（同时支持商家自配送），1小时内配送给消费者。2）**自营模式（前置仓）**：以重资产运营为特点，商品侧由平台在品牌商或供应商处采购，对商品的品控能力较强；物流侧由平台自建骑手团队；平台在社区/商圈周边布局门店或前置仓，消费者下单后，配送员取货并在1小时内配送给消费者。

中国即时零售市场规模（单位：亿元）



资料来源：叮咚买菜招股说明书，36氪，艾瑞咨询，天风证券研究所

即时零售业态对比



1.3. 零售模式对比

- **多种互联网零售模式出现主要是履约方式变化及效率改善的结果。**传统经销体系下，商品经过多级分销商流通，资金、信息、商品等周转周期较长，互联网零售受益于线上数字化的发展，缩短了传统履约环节，提升了全链条的流通效率，从最初兴起的传统电商（包括网点快递及仓配模式），到近期社区团购（次日达）、即时零售（半小时达），零售模式创新底层是数据赋能下，履约（从3-5天缩短到半小时）、商品周转（60天的存货周转期缩短至1-2天）、资金周转（60天账期缩短至1-2天）三位一体的效率提升。

零售模式的对比						
		即时零售			社区电商	传统电商
		美团买菜	美团闪购		美团优选	团好货
			闪购商家	闪电仓		
信息流	经营类型	自营	无排他入驻	排他入驻	自营	无排他入驻
	城市等级	一线城市为主	一、二线城市起步并逐步向下倾斜	一、二线城市起步并逐步向下倾斜	中低线城市为主	/
	供给端	自营	平台	平台	自营	平台
	SKU数量	4000+	1000-2000	3000-5000	1000+	3000+
	产地到终端加价率	20%-30%	/	/	17-20%	30-40%
物流履约	商品总周转天数	<4天	/	/	1天	33天
	取货模式	买菜骑手配送	外卖骑手配送	外卖骑手配送	团长点自提	快递配送、自提
	时效性	30min	30min-1h	30min-1h	次日达	1-3天以上
	选址要求	居民点三公里内	居民密集区	居民点附近	居民点设置多个团点	/
资金流	资金周转时间	70天	/	/	小于3天	7天

注：闪购商家SKU数量参考连锁便利店，团好货产地到终端加价率、商品总周转天数、资金周转时间参考传统电商，与实际情况或有差异
资料来源：虎嗅APP，同花顺财经，商业观察家，亿邦动力，36氪，同花顺财经，快团帮卖，天风证券研究所

1.4. 零售布局协同：履约视角穿透

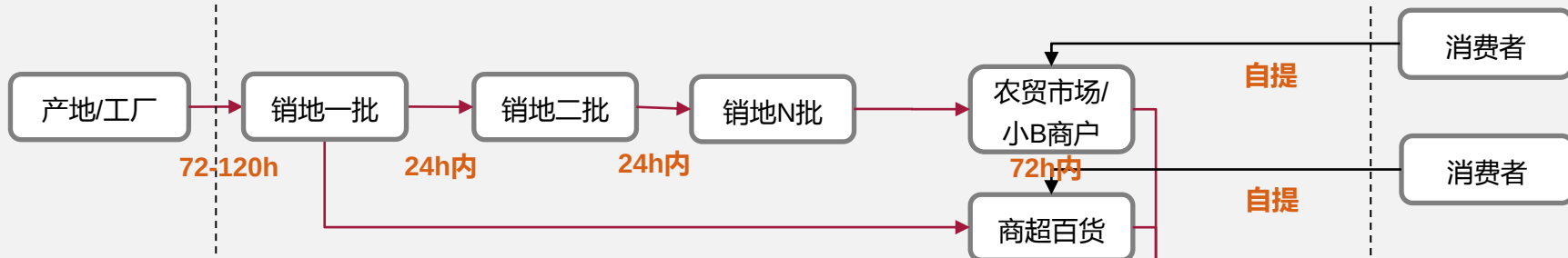
自营环节

一线品牌加价率

履约时间

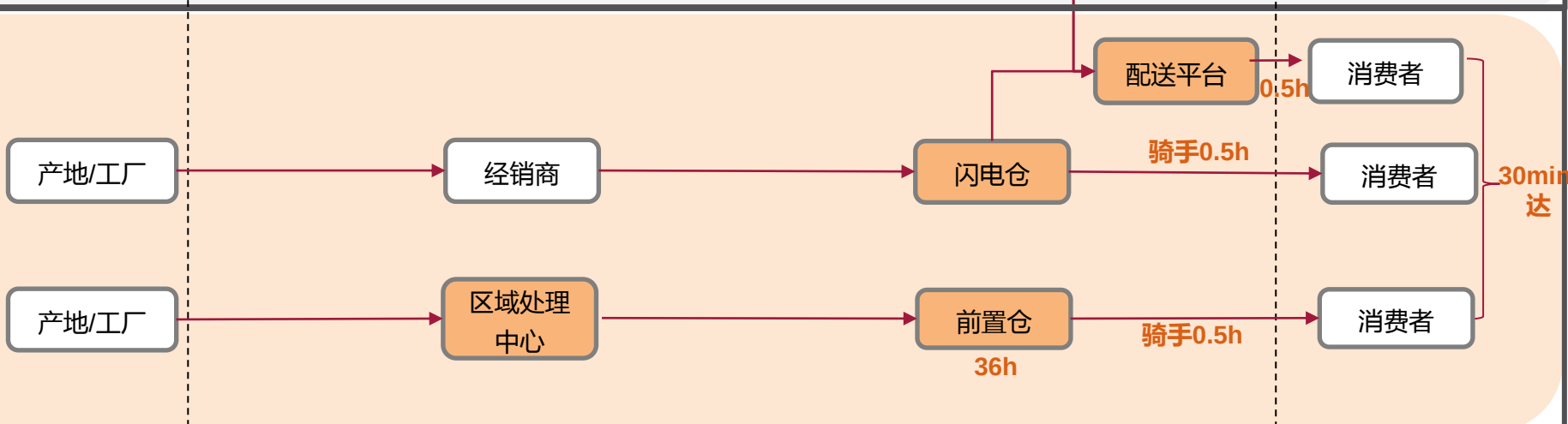
传统渠道零售

传统
经销



互联网零售

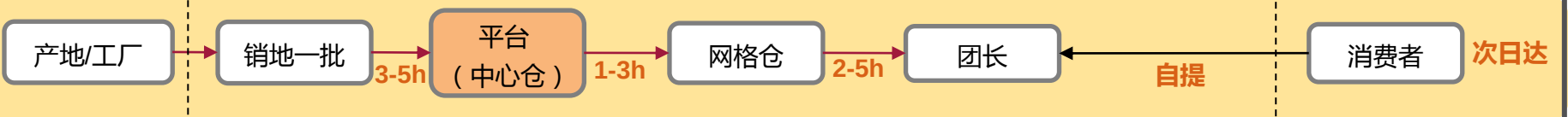
美团
闪购



美团
买菜



美团
优选



团好
货



资料来源：天风证券研究所。注：图中数值仅供参考。

2

闪电仓：线上便利店，掘金万亿即时零售市场

2.1. 商业模式：闪电仓是即时零售网络中的一种补充业态

- 闪电仓是美团闪购为实现“Everything Now(万物到家)”而上线的**即时零售**新业态。闪电仓以**便利店前置仓**为主要经营形态，依托美团外卖的配送网络，为消费者提供最快30分钟送达的便利服务。截至2022年6月，美团闪电仓商家共覆盖全国100多个城市。
- 相比其他即时零售业态，闪电仓业务模式上具有以下特点：
 - ① **纯“线上”获客**：平台模式（京东到家）或店仓一体模式（盒马鲜生）有大量线下客源，闪电仓专注线上获客；**无线下购物场景+数字化升级**带来的效率提升使得闪电仓的仓租成本和人力成本低于传统便利店，后期随着闪电仓履约费用以及线上获客成本的摊销优化，单店的盈利模型有望进一步提升。
 - ② **“前置仓”仓储**：**以仓代店突破了线下门店陈列SKU数量限制（闪电仓SKU3000-5000，约为便利店2倍），以及选购体验制约，**选址更为灵活，具有较低的开仓成本和较高的业务可复制性；
 - ③ **“24h”经营**：“即时+全时”是即时零售长期发展趋势，消费场景在时间维度的纵向深化有望边际提升用户规模和粘性持续。

即时零售配送业态 VS 美团闪电仓

	平台	自营				平台
		互联网平台自营		传统商超自营		
代表企业	京东到家、美团闪购	每日优鲜、叮咚买菜	盒马鲜生	永辉生活		美团闪电仓
经营环节	配送	进货、销货、配送	进货、销货、配送	进货、销货、配送		配送
仓储模式	无	前置仓	仓店一体	仓店一体		前置仓
客户来源	线上+线下	线上	线上+线下	线上+线下		线上
经营品类	生鲜、快消、日百、鲜花、蛋糕等	生鲜、快消、日百等	生鲜、快消为主等	生鲜、快消为主		快消、日百为主
SKU	万级	4000+	~1500	万级		3000-5000
营业时长	取决于商家类型	6：30-23：00	9：00-22：00	8：00-22：00		24h

资料来源：叮咚买菜小程序，盒马公众号，永辉超市公众号，美团闪购公众号，36氪，商业观察家，开曼4000，沃尔玛官网，美团App，天风证券研究所

2.2.闪电仓有助于弥补现有便利店业态的4个不足

- 根据CCFA（中国连锁经营协会）数据，2020年传统便利店开通线上业务的门店占比约73%，但线上业务销售占比仅7%。便利店线上化（即美团闪购模式）程度偏低，主要存在以下4个不足：
- ① 便利店sku偏少，中长尾商品不足，40%用户即时性搜索需求未得到满足。据庄帅零售电商频道对美团闪购的调研数据，40%的线上用户搜索需求无法通过已有的便利店商家满足，例如家居生活、宠物用品等长尾商品；闪电仓拥有更多的SKU可以填补用户需求。
 - ② 产品结构的局限性，便利店13.7%鲜食等即买即食的非标品难以通过线上销售。2020年，CCFA便利店调研样本鲜食+生鲜+咖啡销售占比达13.7%（部分近20%）；闪电仓暂无供应这类商品。
 - ③ 低客单价下，线上化带来的履约成本和平台佣金占比较大，难以被低利润水平消化。2020年便利店平均客单价为18.1元，通过线上平台（美团等）销售将增加4元/单左右的平台费用（对应费用率22%）；闪电仓高SKU下客户消费具有连带效应，带来更高的客单价。
 - ④ 经营高峰期无暇分拣耽误配送时效和质量。达达集团调研数据显示，在到家用户留存的影响因素中，履约问题（错拣漏拣、超时送达）占比73.8%，配送时效愈发成为即时零售重点。闪电仓专注线上订单，且更密集的商品陈列具有更高分拣效率。

闪电仓与便利店对比

维度	便利店	闪电仓
SKU	1000-2000	3000-5000，以快消日百为主，包括部分高毛利长尾商品
门店选址	人流量密度大的社区、街道，承担高额房租和装修费用	租金较低的居民楼、地下室，无需对门店精装修
货架管理	“回”字形店铺，扩大消费者选购空间	商品陈列密集，坪效为普通便利店的6-10倍
运营系统	销量预测/库存管理数字化程度较低	百川系统覆盖选品、库存、售后等经营环节（拣货速度↑50%，问题订单率↓30%）

闪电仓内部陈列

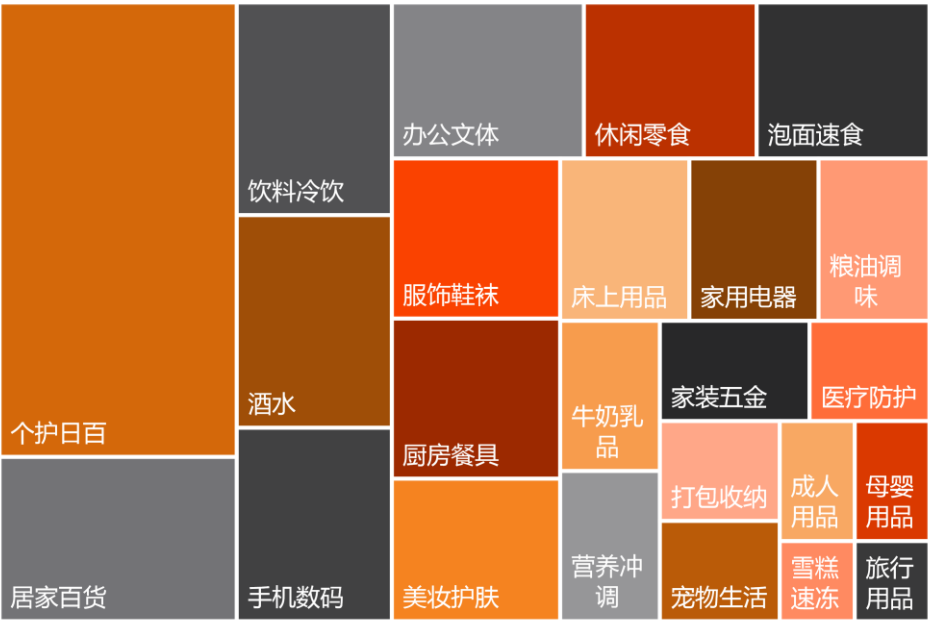


资料来源：商业观察家，界面新闻，天风证券研究所

2.2.1：闪电仓的优化①+②，SKU结构优化，补充中长尾商品，无鲜食

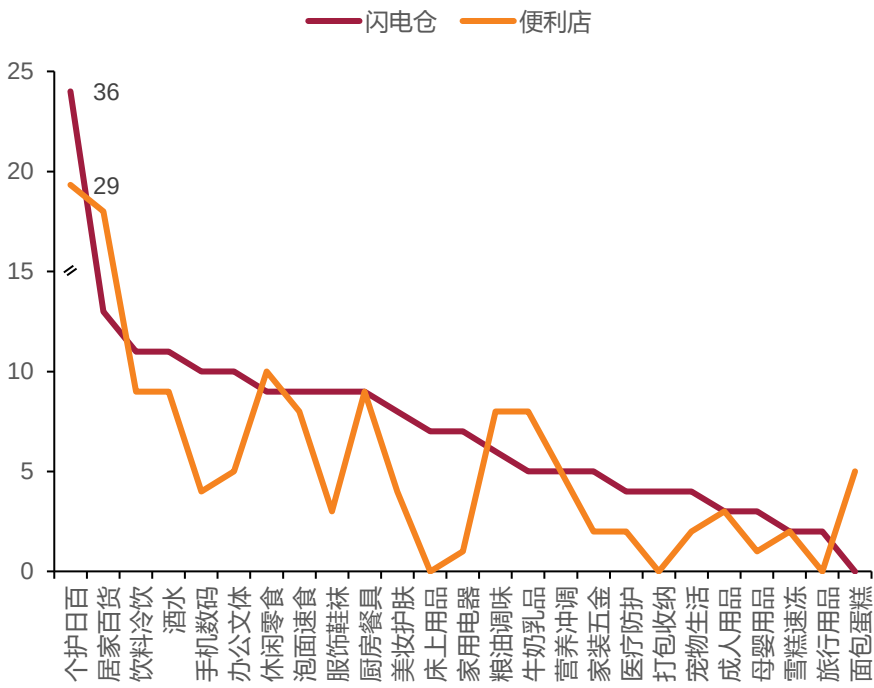
- 我们选取深圳地区某闪电仓和某连锁便利店作为样本，统计店铺商品的品类丰富度。闪电仓以快消日百为主要经营品类，与便利店的商品差异主要体现在美妆护肤、服饰鞋袜、家用电器、床上用品、母婴宠物等品类。
- 闪电仓依托更高的坪效，支撑更为丰富的SKU。具体来说：1) 品类细分化，满足消费者精细化需求。以美妆护肤为例，闪电仓包括卸妆、洗面奶、面膜、水乳面霜、美妆香水等8个子类目，相比之下，便利店仅覆盖洁面、水乳面霜等4个子类目；2) 覆盖长尾商品，满足消费者多样化需求。闪电仓覆盖床上用品（空调被、凉席蚊帐等）、旅行用品（行李箱包等）等长尾SKU，聚沙成塔挖掘商业价值，提升整体销售额和毛利水平；3) 闪电仓暂无线上渗透率难以提升的鲜食、热食等品类。

闪电仓品类分布（按子类目数量计）



注：仅统计样本店铺商品分类下的子类目数量，与实际商品SKU数量分布存在差异
资料来源：美团APP，天风证券研究所

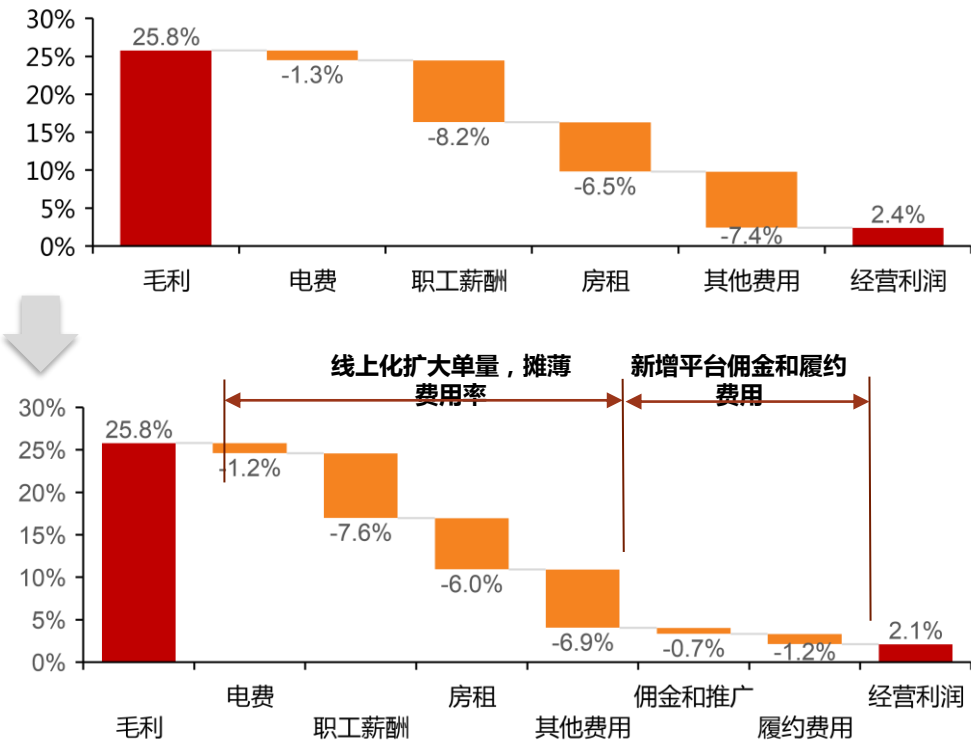
各品类子类目数量（闪电仓VS便利店）



2.2.2：闪电仓的优化③，高坪效+高人效，盈利模型优化

- 低客单价下，线上化带来的履约成本和平台佣金占比较大，难以被低利润水平消化。闪电仓相对便利店的线上化，盈利模型得到优化。
- 1）一方面，丰富SKU带来购买连带效应，驱动更高的客单价（闪电仓客单价50元，约为便利店2.8倍），摊薄履约费率；
- 2）另一方面，无线下购物场景+数字化升级带来的效率提升使得闪电仓的仓租成本和人力成本低于传统便利店，后期随着闪电仓履约费用以及线上获客成本的摊销优化，单店的盈利模型有更大的提升空间。

纯线下便利店（上）与入驻闪购（下）UE模型



资料来源：CCFA，草根调研，美团招商说明会，天风证券研究所 注：假设客单价为18.1元，线上业务销售占比7%

闪电仓与便利店费用率对比

	闪电仓	纯线下便利店	便利店入驻线上平台
单位：元	绝对值	绝对值	绝对值
客单价	50	18	18
SKU	3000-5000	1000-2000	1000-2000
日订单量	300	287	307
月收入	450000	155010	166677
单位：元	绝对值	占比	占比
进货成本	315000	70.0%	74.2%
租赁成本	10000	2.2%	7.8%
人力成本	20000	4.4%	8.2%
其他费用			7.4%
推广费用	4500	1.0%	0.4%
技术服务费	21150	4.7%	0.4%
履约费用	63450	14.1%	1.2%
总利润	15900	3.5%	2.4%

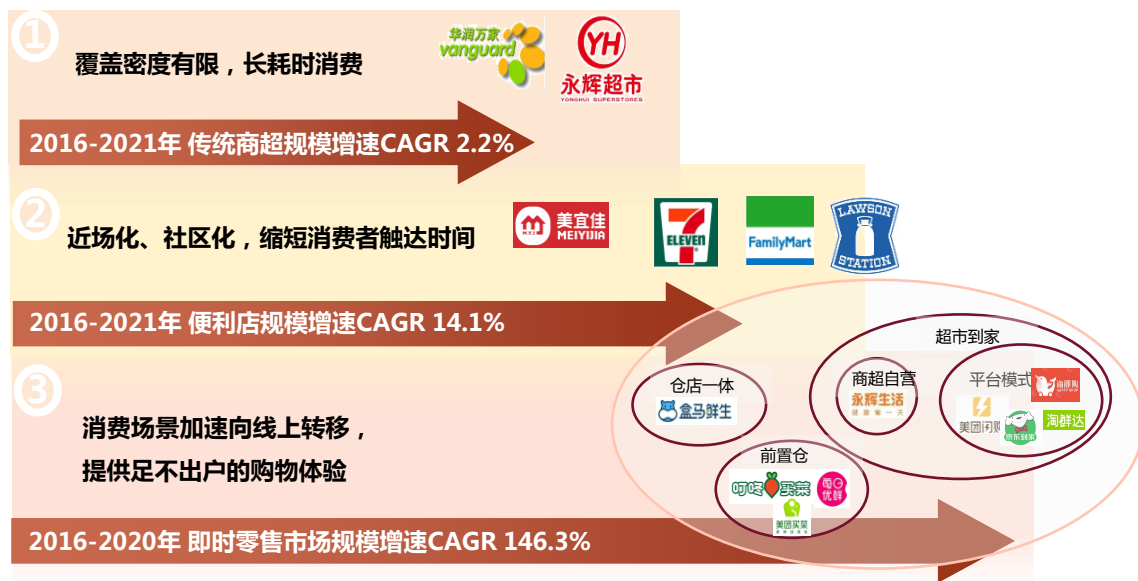
优化产品结构，毛利率提升

线上便利店平台佣金率为5%，0.4%为对应到全店销售额

2.3.市场空间：闪电仓目标对标千亿“便利店+中小超市市场”

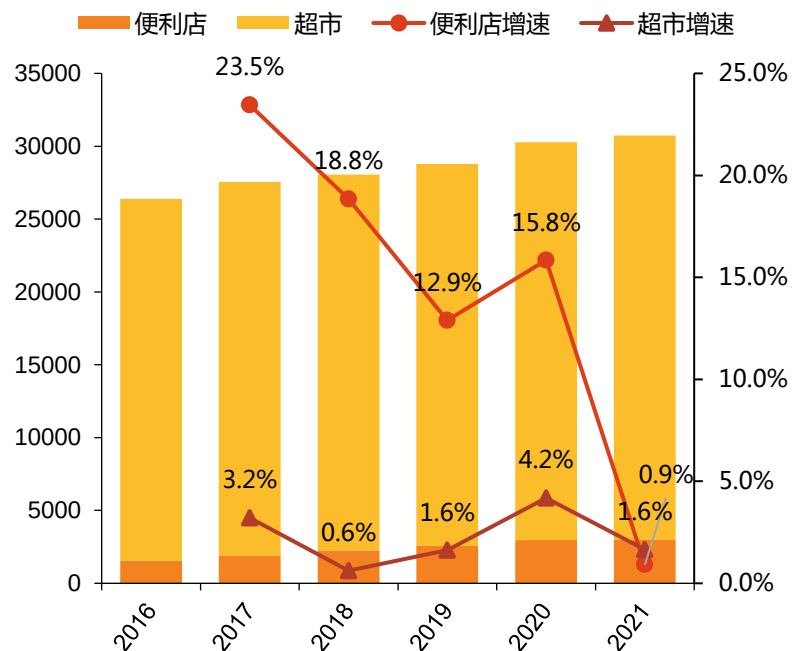
- 智能手机等移动终端设备的普及催生消费者“懒”、“宅”、“碎片化”的购物习惯，从传统商超（覆盖密度有限，长耗时消费），到便利店（近场化、社区化，缩短消费者触达时间），再到即时零售（足不出户的购物体验），消费者越来越追求便捷的服务。根据欧睿国际和中国连锁经营协会数据，即时零售市场2016-2020年以146.3%的复合增速持续增长，远超传统商超（2.2%）和便利店（14.1%）的增速，美团将闪电仓定义为主打便利店到家的平台模式，但我们认为这一业态有更广泛的内涵，其本质是即时零售对于便利店和中小超市的渗透。
- 2021年超市市场规模达2.8万亿元，传统便利店市场规模为2988亿元，便利店SKU在1000-2000区间，闪电仓SKU在3000-5000区间，接近中小商超水平。长期来看，闪电仓凭借更为丰富的品类，有望从商超市场中获取份额，其潜在市场或有更大的想象空间。

消费者越来越追求便捷的服务



资料来源：CCFA，欧睿国际，天风证券研究所

零售渠道市场规模（亿）及增速



2.4. 竞争：高线市场凭借禀赋差异，与京东到家等商超平台角逐

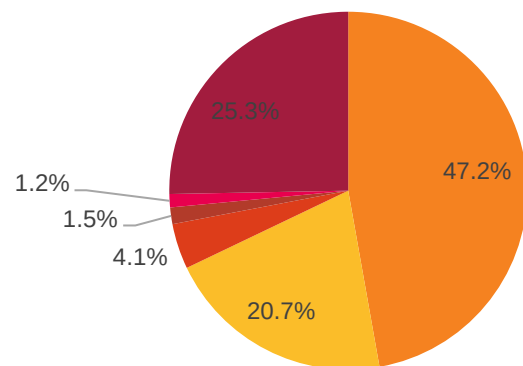
- 平台禀赋决定差异化定位，京东专精头部商超，美团聚焦便利店和杂货店。
- 1) 分拣效率构筑头部商超合作的进入壁垒，美团更多聚焦便利店、中小超市。头部商超的SKU（2-3w个）远高于便利店（1000-2000个），为兼顾线上订单效率、门店购物体验，超市需对库存管理和分拣流程重新规划。京东凭借多年供应链管理经验和较早推出全渠道履约方案赋能大型商超，截至2022年1月，京东到家已与82家百强超市达成合作。美团于2018年7月上线美团闪购，凭借外卖积累的本地配送网络和强大的地推能力，对接众多便利店和杂货店，截至2021年9月美团闪购合作门店连锁商超门店仅占14%。
- 2) 用户端美团由外卖向即时零售拓展，高场景匹配度提升流量转化效率。21年美团闪购日均订单量、年交易用户数、GMV均远超京东到家。
- 3) 履约端，美团在运力和管理效率上均有优势，2019年，美团在即时配送领域市占率第一。闪电仓沿用美团外卖配送体系，2021年骑手数量达527w，覆盖超2800个市县，具有更强的弹性运力。

美团闪购与京东到家对比

	美团闪购	京东到家
商家端	合作商家	82家百强超市
	活跃商家	59万家（21年9月）
	GMV	14.7万（21年末）
	超市到家市场份额（不含便利店）	491亿（1Q22TTM）
用户端	日均订单量（万）	27%
	用户数量（年活跃买家，万）	53%
履约端	骑手数量（万）	400（1Q22）
	覆盖城市（个）	74.8（2021年）
		23000（21年）
		6790（2021年）
		527
		63.4
		2800+
		1400+

2019年即时配送企业市场份额

■ 美团配送 ■ 蜂鸟+点我达 ■ 达达 ■ 顺丰同城 ■ 闪送 ■ 其他



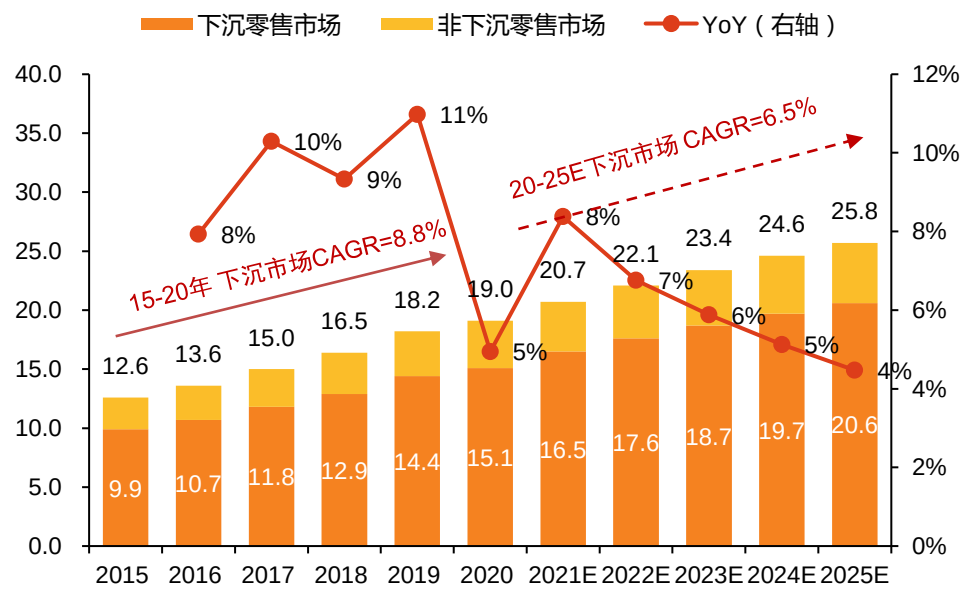
注：美团闪购份额按照社会快消品零售商超占比估算

资料来源：达达集团公告，达达集团黑板报，新经销，36氪，钛媒体，界面新闻，新财富，证券时报e公司，产业信息网，天风证券研究所

2.5.1. 竞争：闪电仓模式更轻、商品层次丰富，破局下沉市场

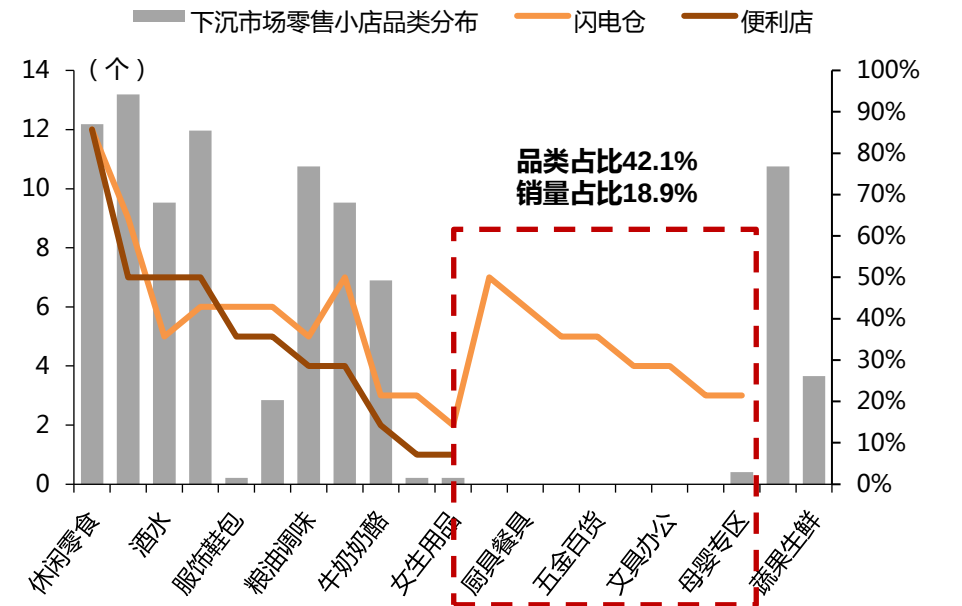
- 我国下沉零售市场空间广阔，且线上零售额具有更高增速。根据Frost&Sullivan数据，我国下沉零售市场（三线及以下城市）规模15年-20年从9.9万亿元增长至15.1万亿元，CAGR 8.8%（非下沉零售市场7.8%），预计20-25年CAGR可达6.5%（非下沉零售市场5.2%）。2020年我国一、二线城市线上零售额同比分别增长12.1%和11.7%，低于下沉城市同比增速（三、四、五线及以下增速分别为14.7%/20.9%/12.8%）。
 - 现阶段尚无在低线城市扩张盈利的即时零售业态，我们认为闪电仓有望在下沉市场实现突破。我们预计有望5年内覆盖所有50w人口以上城市（近500个）。下沉市场以零售小店（夫妻店）为主要模式，基于前述分析框架，我们重点分析供需和客单价特征：1）供需层面，我们选取揭阳市某闪电仓和某便利店作为样本，闪电仓抓住用户基础生活消费以外的需求潜力，覆盖品类更为丰富，母婴宠物、运动户外等商品销量贡献达18.9%。2）客单价层面，下沉零售门店定位于满足周边居民生活基本需求，低客单属性更为明显，闪电仓覆盖更多个护日化、生活百货等高客单商品。

中国零售市场规模（按下沉和非下沉划分，万亿）



资料来源：Frost&Sullivan，新经销，美团APP，天风证券研究所

下沉零售小店的经营品类分布、闪电仓VS便利店品类及销量



注：左轴为闪电仓和便利店的细分子品类数量

2.5.2. 竞争：闪电仓模式更轻、商品层次丰富，破局下沉市场

- 就自营模式而言，前置仓聚焦生鲜等低毛利商品，采用全自营方式，参与前端采购、仓储物流以及末端配送的全过程，即使在成本已经大幅摊薄的情况下，每单毛利仍难以覆盖全链路支出。截至1Q21，每日优鲜在中国16个城市运营了631个前置仓，覆盖城市分别为一线/新一线（11个），二线（4个），三线（1个），三线及以下城市几乎尚未触达。
- 相比之下，闪电仓以快消日百为主要经营品类，覆盖高毛利长尾商品，同时轻资产运营，不承担前端大仓和干线物流成本，盈利能力更优，具备规模扩张基础，有望加速渗透下沉即时零售市场。

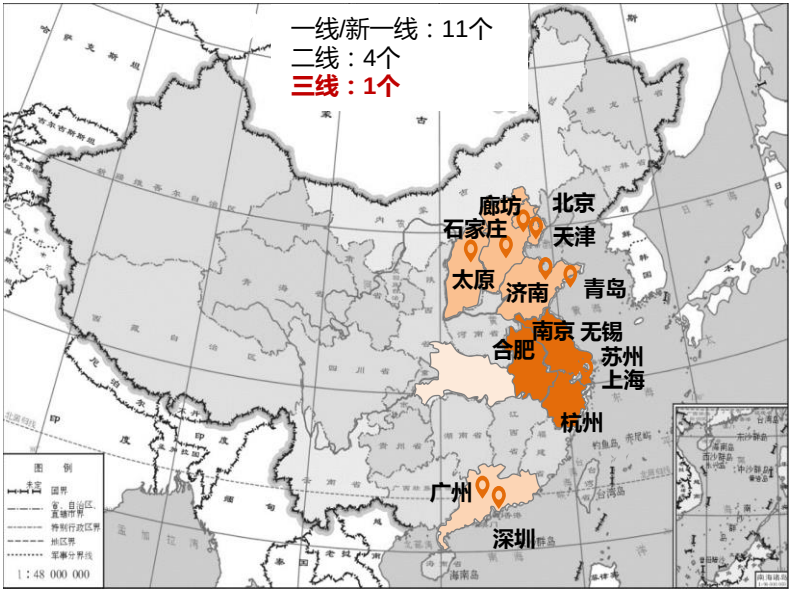
UE模型对比（闪电仓VS前置仓）

闪电仓			前置仓（以叮咚买菜为例）		
单位：元	绝对值	占比	单位：元	绝对值	占比
客单价	50		客单价	51	
日订单量	300		日订单量	827	
月收入	450000	100.0%	月收入	1275234	100%
进货成本	315000	70.0%	进货成本	1030389	80.80%
租赁成本	10000	2.2%	租赁成本	33300	2.61%
人力成本	20000	4.4%	人力成本	60000	4.71%
推广费用	4500	1.0%	仓储物流-中心仓仓储	27692	2.17%
技术服务费用	21150	4.7%	仓储物流-干线物流	128811	10.10%
履约费用	63450	14.1%	末端履约费用	109164	8.56%
总成本	434100		总成本	1389356	
总利润	15900	3.5%	总利润	(114122)	-8.95%

注：DMW是分布式微仓（Distributed Mini Warehouse）的缩写，简称为前置仓。
资料来源：每日优鲜招股说明书，叮咚买菜公司公告，Boss直聘，天风证券研究所

截至1Q21每日优鲜覆盖16个城市

华东地区：259DMWs 华北地区：212DMWs
华南地区：235DMWs 华中地区：35DMWs



2.6. 盈利模型：随单量、客单价提升，闪电仓UE具有优化空间

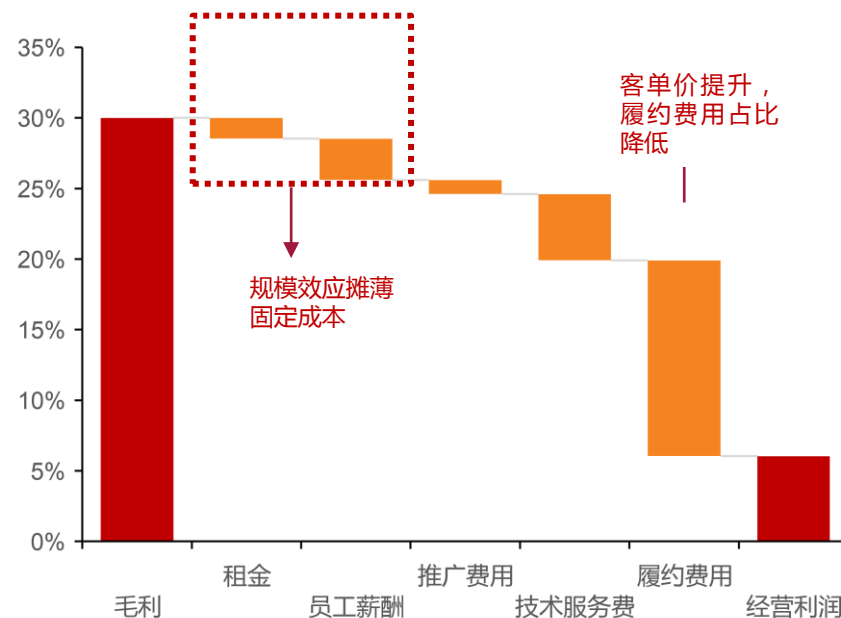
- 我们认为闪电仓未来扩大盈利范围，主要有两条路径：1）客单价提升，从而摊薄降低履约费用率。客单价提升后，由于单均配送成本基本不变，履约费用率下降。参考京东到家客单价（192元），我们预计闪电仓的客单价有一定提升空间；2）提高订单密度，摊薄人员、租金等固定成本。随着消费粘性增强，复购率提高驱动订单量不断提升。
- 基于以上两条盈利路径的改善，我们对单仓模型进行优化：假设日订单量达到350单，客单价为65元，其他条件保持不变，可以得到优化闪电仓UE模型，此时经营利润率为6.06%，随着客单价和单量持续增加，利润率有进一步上探的空间。

不同客单价和订单量假设下的利润率

假设日销量保持300单不变					
客单价	50	53	57	61	65
履约费用率	14.10%	14.04%	13.96%	13.90%	13.85%
利润率	3.53%	3.97%	4.49%	4.93%	5.33%

假设客单价保持50元不变					
日订单量	300	312	324	337	350
租赁成本	2.22%	2.14%	2.06%	1.98%	1.90%
人力成本	4.44%	4.27%	4.12%	3.96%	3.81%
利润率	3.53%	3.79%	4.03%	4.27%	4.49%

闪电仓理想UE模型

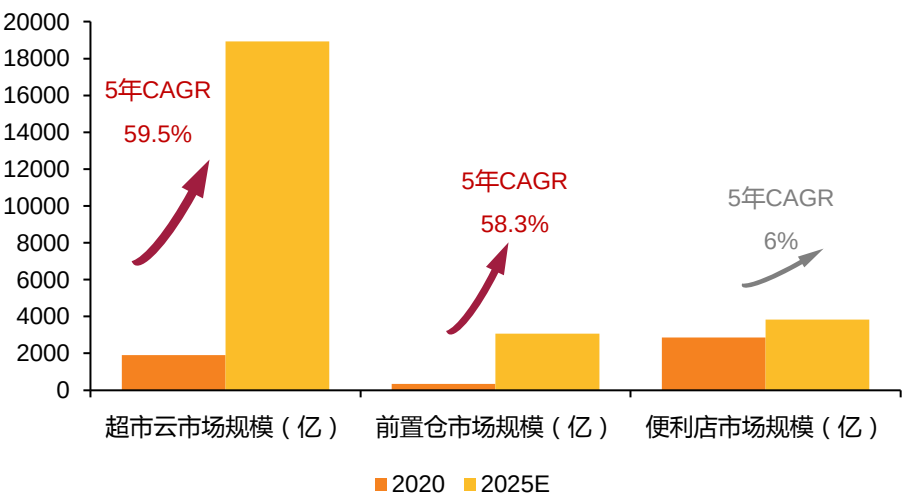


资料来源：CCFA，美团闪电仓招商会，美团研究院，草根调研，天风证券研究所

2.7.收入预测：轻资产快速扩张，撬动即时零售蓝海市场

- 闪电仓在经营效率和经营门槛的优化成为撬动万亿即时零售蓝海的关键，闪电仓降低商家开店门槛，吸引更多商家加盟，为快速实现全国性覆盖提供基础。据调研，深圳地区面积为100m²的闪电仓启动资金（包括房租、装修设备、铺货成本）为50w左右，低于同面积线下门店启动资金20-30%，美团在闪电仓招商大会上表示目前各线城市投资回收期均在3个月以内。
- 收入预测：**2021年闪电仓的数量规模在500个左右，预计2025年达1w家，（参考：现阶段前十大连锁便利店的平均门店数量9100个）。从日单量来看，目前成都地区某闪电仓的峰值可达600单，保守估计2025年闪电仓单仓日单量可稳定在350单。据草根调研，闪电仓目前的客单价为50元，假设2025年客单价为65元，我们预计每年增幅为6.8%。综上，2025年闪电仓营收规模预计830亿左右（对应3829亿的便利店总市场规模，线上渗透率达22%左右）。

2020-2025E超市云、前置仓、便利店市场规模变化



注：假设便利店市场规模保持6%（2020年同比增速）的增速不变
资料来源：每日优鲜招股说明书，CCFA，亿邦动力，36氪，未来消费，草根调研，天风证券研究所

闪电仓（全市场加总）经营收入、利润预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
仓数量（个）	500	2000	4229	7613	10000
日单量（单）	300	312	324	337	350
客单价（元）	50	53	57	61	65
日营收（万）	750	3329	7813	15607	22750
年营收（亿）	27	122	285	570	830
经营利润率	3.53%	4.21%	4.92%	5.53%	6.06%
经营利润（亿）	0.97	5.12	14.03	31.52	50.31
便利店市场规模（亿）	3033	3215	3407	3612	3829
渗透率	0.9%	3.8%	8.4%	15.8%	21.7%
平台（美团）收入（亿）	4	17	40	81	120

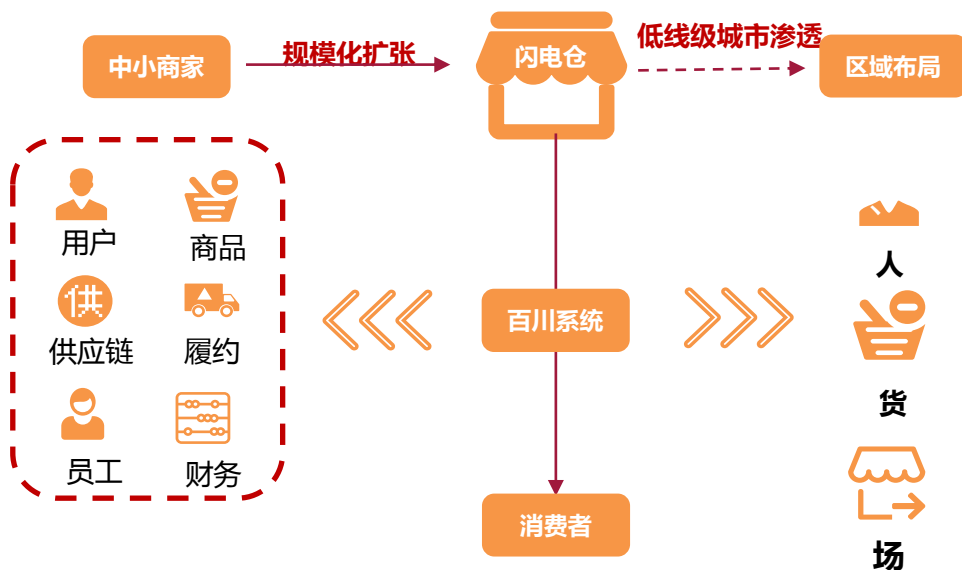
3

同城零售战略再升级

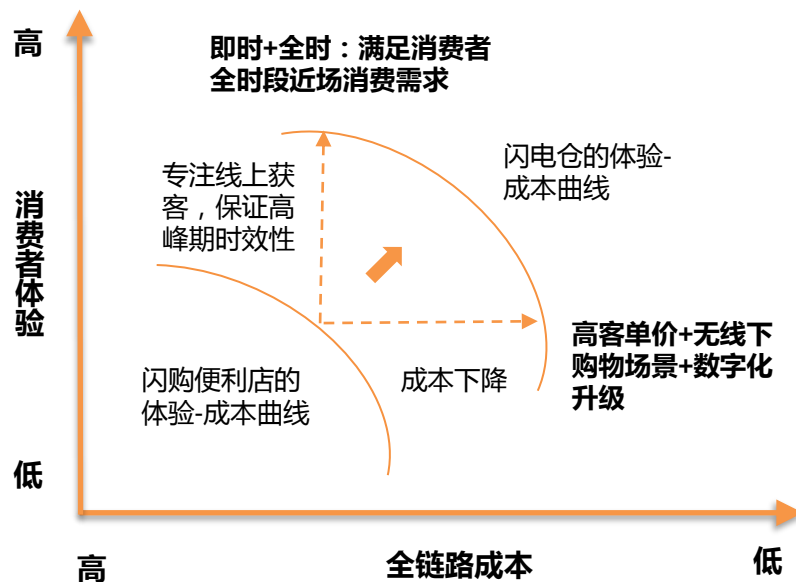
3.1. 闪电仓助力美团大零售生态布局

- 美团基于其流量优势、数字化能力和高效配送网络，上线“闪电仓”业务，为中小商家打造即时零售生态布局的同时赋能新零售战略。
- 美团针对闪电仓商家推出全链路、全场景的数字化中台——百川系统，基于“零售+科技”战略，为商家提供商品管理、履约管理、员工管理、财务管理、用户管理，供应链管理等数字化解决方案，从“人、货、场”多方面与其他业务互补。（初期阶段平台扶持力度加大，美团向闪电仓商家提供费率优惠、一仓多店、供应链嫁接等多项服务）。
- 虽然闪电仓低线城市订单量和客单价有限，但人工和租金成本可控，若能跑通低线城市盈利模型，由于其经营门槛低，易形成规模化、可复制的扩张模板，使美团深化已有区域布局的同时，实现即时零售对于下沉市场的渗透。

闪购仓生态发展图



闪电仓拓展了消费者体验-成本边界

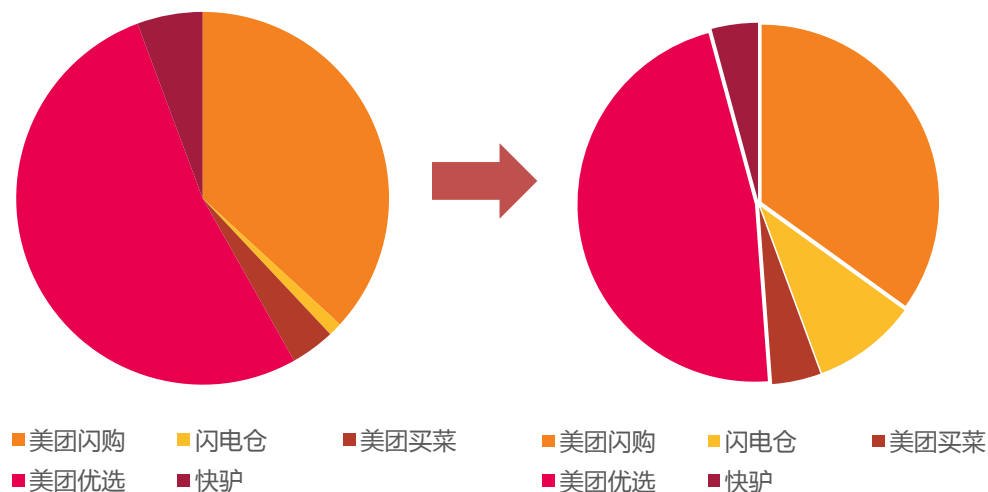


资料来源：澎湃新闻，天风证券研究所

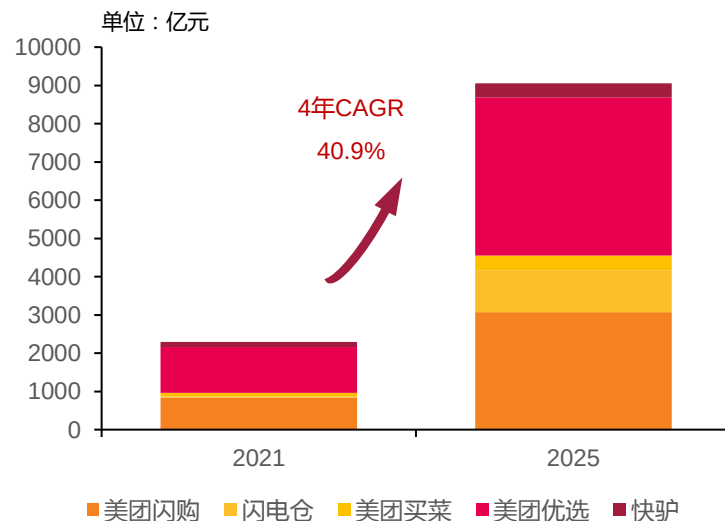
3.2. 闪电仓助力美团大零售生态布局

- 美团“零售+科技”战略将不断释放各业态增长潜能，我们预计同城零售业务矩阵有望在2025年为美团带来接近万亿GMV空间。
- 即时零售市场高速发展，开启电商增长下半场，美团作为头部玩家有望迎接线下零售线上化的发展红利。根据王兴21Q2业绩会指引，美团闪购日订单量将超1000万，预测该目标在2025年达成且保持复合增速不变，我们预计2025年闪购GMV为3072亿（不包括闪电仓），占同城零售GMV34.9%。
- 社区团购回归零售本质，持续深耕供应链和仓配体系，巨头鼎立格局趋稳。2025年社区团购市场规模将达1.4w亿，按照远期竞争格局推算，美团优选GMV有望在2025年突破至4127亿元，占美团大零售GMV46.9%
- 中国餐饮食材供应市场规模在1.5万亿左右，美团积极布局蓄势成长，2020年快驴GMV接近100亿，我们预计2025年可达371亿。

美团大零售业态GMV占比（左：2021E 右：2025E）



美团大零售市场规模测算

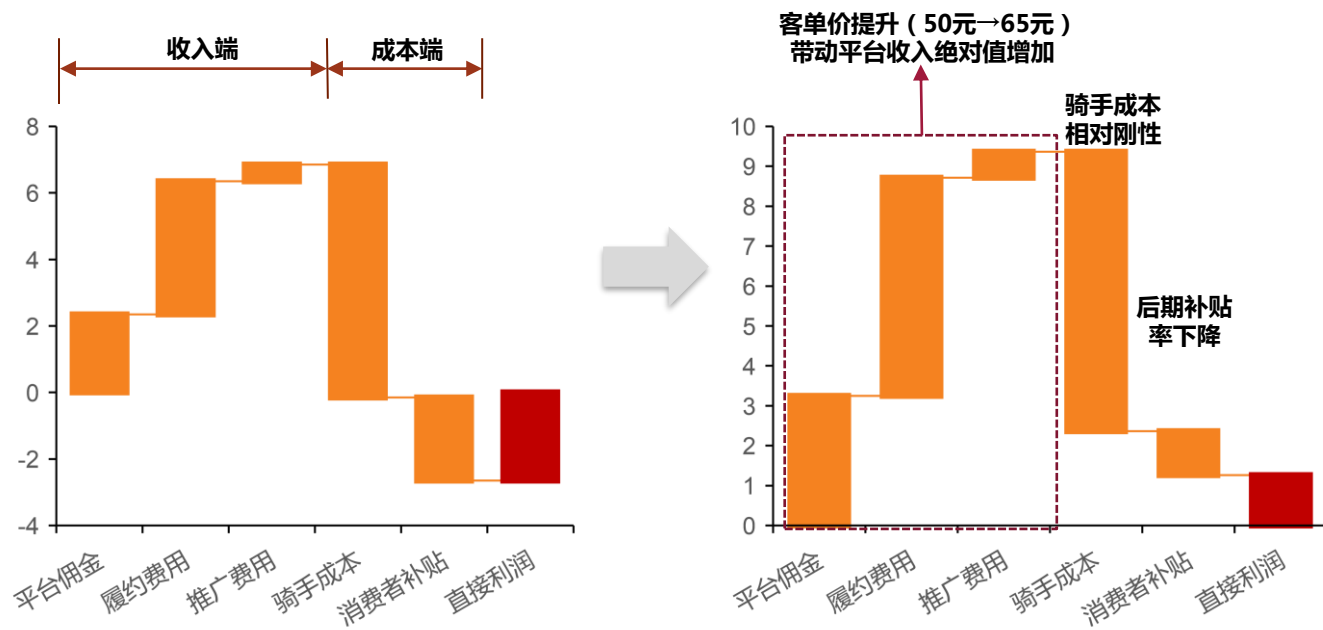


资料来源：每日优鲜招股说明书，叮咚买菜招股说明书，36氪，经济观察报，界面新闻，晚点LatePost，无冕财经，草根调研，天风证券研究所

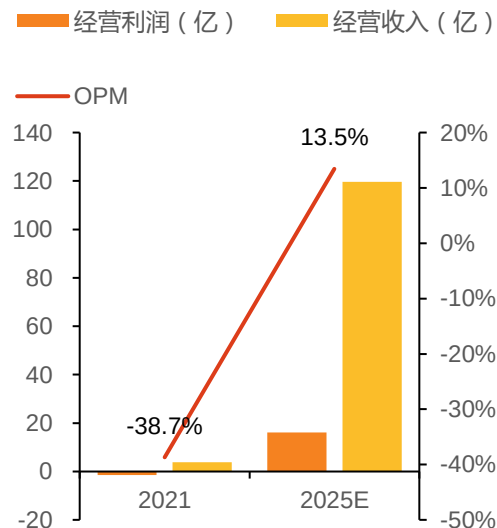
3.3. 闪电仓助力美团大零售生态布局

- **收入端：**1) 平台佣金：假设2021年平台佣金占客单价（50元）的4.7%；2) 履约费用：我们估计2021年履约费用占客单价的8.0%；3) 推广费用：2021年推广费用占客单价的1%（考虑平台补贴）。
- **成本端：**骑手成本和消费者补贴。我们估计2021年骑手成本为7元/单；参考京东到家平台的补贴，我们估计闪电仓的消费者补贴在客单价的5%左右。
- 我们认为客单价和单量提升是优化美团闪电仓收入与成本构成的核心驱动力，在其获得一定市场份额后，补贴比例有望降低，闪电仓业务直接利润进一步增厚。

2021（左）与2025E（右）美团闪电仓收入与成本构成（单位：元）



闪电仓收入与利润（平台视角）



资料来源：达达集团公告，美团公告，草根调研，天风证券研究所

- **重仓即时零售全业态，三大引擎+闪电仓驱动“万物到家”**。美团具有最全的即时零售网络（覆盖前置仓、社区团购、B2C零售、B2B生鲜等多业态），各赛道专注于不同品类、时效与城市线级：
 - 1) 美团优选（社区团购）主攻低线城市生鲜品类，定位“低价、多样、次日自提”，截至2020年已覆盖全国90%以上的市县。
 - 2) 美团买菜（前置仓）负责一线城市生鲜、快消品类的半小时配送，一线覆盖完成后专注于运营迭代和效率提升。
 - 3) 美团闪购（B2C零售）则专注鲜花、药品、酒水等高潜力垂直品类开拓，致力实现“万物到家”。
 - 4) 美团闪电仓，作为当前即时零售生态在日百快消品类上的补充，为商家提供了选址不受限、数字管理、全天候配送的创新方案，低开店门槛将吸纳更多中小商家，为快速复制和试错提供充裕空间。美团各零售业态的分工协同能夯实平台流量、品类、配送上的竞争优势，进一步贴近消费者近场化、全天候、多场景的购物需求。

估值与盈利预测：

- 根据8月6日Bloomberg一致预期，2022-2024美团收入分别为2159/2833/3543亿元，对应增速为20.6%/31.2%/25.1%，调整后净利润分别为-76/91/237亿元，按照8月5日收盘价对应2022-2024年营业收入的PS分别为5.26/4.01/3.20倍，维持“买入”评级。

风险提示

- **宏观、疫情等因素导致需求不及预期：**由于疫情和宏观经济存在不确定性，若消费者信心恢复不及预期，需求持续疲软可能会阻碍公司充分开拓市场空间和即时零售渗透率提升。
- **互联网监管政策持续加强：**公司即时零售业务受到互联网行业监管政策影响，若政策持续收紧，公司佣金率降低、承担更多社会责任导致履约成本上涨，将对公司经营效率和UE改善带来负面影响。
- **下沉市场需求不及预期：**相比一二线城市，下沉市场的消费者由于消费习惯（眼见为实）、购物决策路径（熟人经济）的特殊性，纯线上业态的闪电仓渗透难度更大，需要注意下沉市场拓展进程所带来的风险。
- **美团社区团购等新业务竞争恶化，亏损超出预期：**社区团购等新业务方兴未艾，未来若行业内竞争加剧，可能会推升获客成本和运营费用，带来超预期的亏损情况。
- **闪电仓拓展数量不及预期，客单价提升不及预期：**闪电仓项目仍处于发展初期阶段，拓展进度及客单价提升仍有待观察。
- **测算具有一定主观性，仅供参考：**报告对闪电仓客单价、拓展进度及美团优选市场份额等做了较多假设，具有一定主观性，仅供参考。

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，相对同期沪深300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，相对同期沪深300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

THANKS