

互联网电商行业深度报告

即时零售系列深度三：基于渠道对比视角的空间展望与沙盘推演 增持（维持）

2022年12月06日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 夏路路

执业证书：S0600121070071
xiall@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书：S0600122080017
guorn@dwzq.com.cn

投资要点

- **当前我们为何希望市场加大对即时零售的关注？**即时零售是一种基于即时配送体系，线上匹配本地商品供需，并提供小时级到家服务的零售业态。当前需求与商业模式较为清晰，多方合力，增速较快，正处于重要的时间窗口。在线上零售整体进入慢增长背景下，即时零售蕴含重要投资机遇。
- **需求展望：大众级别消费，空间看向万亿元。**即时零售渠道的消费动机从传统电商的产品维度升级到产品+时间+空间维度，时效性较慢的传统电商未能很好满足的、线下场景无绝对优势的品类均有渗透空间。根据我们测算，即时零售用户天花板 5.5-6.4 亿人，高于餐饮外卖但低于综合电商，中性情形相较 2021 年还有翻倍空间；2025 年市场规模 10182 亿元，在线下渠道渗透率约 3.3%，2022-2025 年 CAGR 31%，其中，短保即时性且对商品形态要求不高的品类、其他高频低值品类、低频且价格带跨度较大或政策管控的品类、及其余品类渗透率分别为 15%、13%-14%、8% 和 5%。
- **供给探讨：平台模式与供给多元化是趋势。**即时零售平台早期爆发性弱于其他平台，我们认为这与平台在多大范围优化供需匹配效率有关，而现阶段有效供给不足制约了行业发展，未来供给增加将驱动其在线下渠道中的渗透率提升：**1）供给模式：**自营主要满足生鲜相关品类需求，平台则成为拓供主力，其高周转、区域精准营销的渠道特性有望推动品牌方加大投入（平台模式市场规模 2025 年 7097 亿元 VS 2021 年 2276 亿元，大盘占比 2025 年 70% VS 2021 年 65%）。**2）增长路径：**考虑到线下零售集中度低，以及头部商超战略倾向，我们认为头部商超对大盘增长贡献相对有限，**分布密集、数量众多、且具备数字化可能性的中小门店，及垂类门店有望成为平台主要供给增量。**此外，兼具流量红利和效率优势的闪电仓发展势头迅猛，期待标杆效应下供给增长加速。
- **竞争推演：短期共享红利，长看供给与效率。****（1）流量阶段：**用户心智优势使闪购可有效转化美团用户（2021 闪购/美团用户=41% VS 京东到家/京东用户=11%），对应更低获客成本。但两个平台定位不同，主要由于其差异化的供给，考虑到整体用户渗透率未到天花板，两家有望共享行业红利。**（2）留量阶段：a）供给延展性闪购更优。**两个平台正在突破各自的供给舒适圈，从攻守难度看，我们认为闪购供给延展性更佳（考虑因素：头部商超强调自主性的趋势、两家扩大供给与成交效率的平衡、能力匹配度等）。美团流量来源多元化亦是对商户的重要激励。我们中性预计闪购和京东到家 25 年 GMV 分别实现 4380 和 1401 亿元，在即时零售平台模式中分别占 62%/20%。**b）闪购效率优势明显。**我们预计京东到家单均收入高于闪购（与高客单价有关），在此前提下，我们测算结果显示闪购单均盈利更佳，更加凸显其效率优势，我们认为主要原因是餐饮外卖业务的正外部性。考虑到两个平台现有供给结构和发展策略，闪购在客单价和货币化率上的弹性更大，随着用户粘性增强单均成本费用有望优化，我们预计其有望率先实现运营口径的盈亏平衡，业务自给自足后进入正向循环。我们中性预计闪购 25 年单均利润实现 1.58 元，占客单价 1.6%，贡献 69 亿元运营利润；京东到家单均直接利润 4.4 元，贡献 25 亿元直接利润。
- **投资建议：**即时零售行业正处于成长阶段，我们看好美团闪购和京东到家作为头部平台享受增长红利，共同做大蛋糕。同时，我们也看好第三方配送龙头顺丰同城通过错位竞争实现增长。我们重点推荐美团-w，维持推荐达达集团和顺丰同城。（注：若无特别说明，货币单位均为人民币）
- **风险提示：**宏观经济波动风险，行业发展不及预期，竞争风险，调研、统计与测算结果可能与实际存在差异。

行业走势



相关研究

- 《全面看多中国资产，港股互联网春天将至》
2022-12-02
- 《数字经济需做优做强，平台经济需顺风前行》
2022-11-01

内容目录

序：时点选择与渠道对比视角的内涵	5
1. 需求展望：大众级别消费，空间看向万亿元	5
1.1. 需求特征：年轻主力引领，即想即买即得	6
1.2. 受众潜力：大众级别需求，下沉市场可观	9
1.3. 品类机会：凭相对优势，空间看向万亿元	10
2. 供给探讨：平台模式与供给多元化是趋势	15
2.1. 主要矛盾：供小于求，供给增加是主线	15
2.2. 增长路径-模式：自营卡位，平台打开空间	17
2.2.1. 自营主打生鲜相关，其余平台占优	17
2.2.2. 平台价值：高周转，区域精准营销	19
2.3. 增长路径-类型：中小+垂类店、新业态推动	21
2.3.1. 商家结构：或将延续低集中度特征	21
2.3.2. 闪电仓作为专业玩家有望弯道超车	24
3. 竞争推演：短期共享红利，长看供给与效率	25
3.1. 美团闪购与京东到家是平台模式头部玩家	25
3.2. 流量阶段：看引流能力，优秀玩家共享红利	26
3.3. 留量阶段：看供给延展性与效率，闪购更佳	28
3.3.1. 均在拓供，攻守难度看闪购更佳	28
3.3.2. 闪购效率优势明显，有望先盈利	32
4. 投资建议	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1: 渠道对比: 即时零售用户以高线城市为主	6
图 2: 渠道对比: 以休闲食品为例, 即时零售用户购买力更强	6
图 3: 2020 年中国即时零售部分代表性消费场景 (N=907, 2020/11)	7
图 4: 以休闲食品为例, 即时零售渠道消费时间分布更加均衡	8
图 5: 区别于传统电商, 即时零售在非住宅/办公场所亦有需求 (订单量结构)	8
图 6: 休闲食品与酒水饮料是即时零售主要消费品类	8
图 7: 中国即时零售消费者购买品类 (N=907, 2020/11)	8
图 8: 2022Q1 不同类型门店到家业务收入中, 下沉市场占比提升	9
图 9: 我们认为即时零售潜在用户将在 5-6 亿人左右 (亿人, 柱旁的百分比数字为在该等级城市人口中的渗透率)	10
图 10: 主要消费品 2021 年电商渗透率 (蓝色为即时零售优势品类; 渗透率=电商销售数据/全零售渠道销售数据)	11
图 11: 即时零售优势品类主要零售渠道多为超市及传统线下门店 (2021 年)	11
图 12: 即时零售在商品线下零售额中的渗透率<电商 2008 年在商品零售额中的占比≈餐饮外卖 2015 年在餐饮总收入中的占比	12
图 13: 生鲜品类即时零售渠道发展趋势	12
图 14: 双十一期间, 即时零售平台部分高单价产品优惠力度与免税渠道接近	14
图 15: 线上零售不同领域头部平台成长期增速对比 (该平台/业务成立年份算作第 1 年, 以 2003 年成立的淘宝为例, 其第 4 年为 2006 年)	16
图 16: 电商 VS 即时零售供需匹配范围	16
图 17: 零售环节拆分: 即时零售 VS 线下零售 VS 传统网购	17
图 18: 22 年以来京东到家与叮咚买菜 GMV 差距拉大, 前者是后者的至少 2 倍 (12 个月内的 GMV, 亿元)	19
图 19: 前置仓需担负库存, 且规模效应有限, 当前扣除商品成本和履约费用后已亏损 (2021, 元)	19
图 20: 通过简单拆解品牌方利润公式, 对比传统电商和即时零售渠道价值	19
图 21: 消费者在不同渠道购买休闲食品的动机对比 (2022)	20
图 22: O2O 渠道为快消品类创造的增量主要来自购物频率提高 (2021)	20
图 23: 某头部便利店线上单位盈利模型 (新一线城市直营门店, 2022/11 调研; 元)	22
图 24: 国内线下零售商集中度较低 (2022.9.9)	22
图 25: 永辉生活 2022 年研发费用率同比提升	23
图 26: 永辉生活自有 APP 在其线上业务占据重要比重	23
图 27: 垂类门店在线下零售额中的占比呈现提升趋势	24
图 28: 模式和 SKU 对比: 闪电仓 VS 便利店 VS 前置仓	25
图 29: 国内头部闪电仓在某二线城市门店与商超便利到家业务利润率对比 (2022/9, 顶部数字为某头部商超和头部便利店水平, 蓝色代表更低, 红色代表更高)	25
图 30: 抽样调查显示, 闪电仓 (标黄) 在美团平台商超便利到家中销量靠前	25
图 31: 即时零售平台模式竞争格局 (2021, GMV 口径)	26
图 32: 自身用户数/背后巨头用户数: 美团闪购>京东到家	27
图 33: 京东到家用户消费动机 (2021)	27
图 34: 美团闪购用户消费动机 (2021)	27
图 35: 京东到家 12 个月活跃买家数仍在高速增长 (百万人)	28
图 36: 受益于 3C 品类发展, 京东到家整体 AOV 呈现较快提升趋势 (元)	29

图 37: 2022Q1 不同零售业态店铺营收占比对比: 京东到家以大卖场/超市为主, 美团闪购业态更加多元化	29
图 38: 高线城市市中心地区可配送的商超便利动销门店数量 (2022/11/23)	30
图 39: 相比达达, 美团运力更加充足 (APP MAU, 万人)	31
图 40: 美团闪购 2025 年 GMV 测算 (亿元)	31
图 41: 京东到家 2025 年 GMV 测算 (亿元)	31
表 1: 不同线上服务用户年龄对比: 现阶段即时零售用户集中于消费能力较强的年轻人	6
表 2: 即时零售和传统电商热销品的规格往往存在差异, 且部分产品单位容量标价 (如 1 毫升、1 克的价格) 与电商接近, 如百威经典啤酒、可口可乐碳酸汽水、洗衣液、蒸汽眼罩等 (2022/11)	13
表 3: 分品类看, 2025 年即时零售可渗透空间测算	14
表 4: 即时零售品类对比 (频次高低为相对指标; 灰色代表适合自营模式)	18
表 5: 平台型即时零售电商地域分布远大于自营电商	18
表 6: 自营与平台电商 2025 年空间测算 (亿元)	21
表 7: 即时零售平台玩家对比	26
表 8: 随着行业进入存量阶段, 电商和本地生活领域头部玩家都有深入竞对腹地的趋势	28
表 9: 22Q1 超市到家/垂类代表商家在美团闪购和京东到家的销售增速对比	30
表 10: 美团闪购 2025 年 UE 测算 (元)	32

序：时点选择与渠道对比视角的内涵

即时零售是什么？ 基于即时配送体系，线上匹配本地商品供需，并为消费者提供小时级甚至分钟级到家服务。我们也可以简单理解为“非餐外卖”。

在当前时点，我们为何希望市场加大关注？ 即时零售需求与商业模式已较为清晰（主要玩家均在朝着盈利方向前进），且正处在多方合力的加速期（时代机遇、巨头加码、新业态出现），当前是重要时间窗口。在线上零售整体增速放缓背景下，其作为少见的高增长赛道（2021年京东到家GMV增长71%，电商里增速领先的拼多多46%），蕴含不可错过的投资机遇。我们重点推荐美团-w，维持推荐达达集团和顺丰同城。

基于渠道对比视角的内涵： 横向对比可以辅助加深对行业的理解，特别是新兴行业。我们认为将即时零售放在零售大框架里有助于我们更好理解其特别之处，从而更好展望需求空间、分析供给增长潜在路径、以及在对供需演变趋势的深度把握中预判竞争格局演变。通过对比电商和线下渠道，我们得出三方面核心结论：

（1）市场空间： 即时零售渠道的消费动机从传统电商的产品维度升级到产品+时间+空间维度，时效性较慢的传统电商未能很好满足的、线下场景无绝对优势的品类均有渗透空间。根据我们测算，即时零售用户天花板5.5-6.4亿人，高于餐饮外卖但低于综合电商，中性情形相较2021年还有翻倍空间；2025年市场规模10182亿元左右，在线下渠道渗透率约3.3%，2022-2025年CAGR 31%。

（2）供给驱动： 即时零售平台早期爆发性明显弱于其他类型平台，我们认为这与平台在多大范围优化供需匹配效率有关。即时零售基于同城商品供给满足同城消费需求，我们认为有效供给的不足制约了即时零售现阶段发展。未来供给增加将驱动即时零售在线下渠道中的渗透率提升，其中：1）平台模式将成为拓供主力，其高周转、区域精准营销的渠道特性有望推动品牌方加大投入（平台模式市场规模2025年7097亿元 VS 2021年2276亿元，大盘占比2025年70% VS 2021年65%）。2）中小、垂类店和新业态将对供给密度和品类多元化作出重要贡献。

（3）竞争格局：短期共享红利，长看供给与效率。 随着即时零售的发展关键从需求转向供给，我们认为其竞争趋势也可划分为两大阶段：1）流量阶段，看谁能解决流量问题，考验平台引流能力与用户心智，优秀玩家们可共享行业红利；2）留量阶段，看谁能更高效解决供给问题，考验平台供给延展性和盈利效率，龙头壁垒将充分显现。当前处于第一阶段向第二阶段过渡，我们看好头部玩家美团闪购和京东到家共同做大蛋糕；随着第二阶段深入发展，基于对供需发展趋势的判断，我们更看好美团闪购作为龙头实现超额收益。

1. 需求展望：大众级别消费，空间看向万亿元

关于即时零售的潜在需求空间，市场仍存在争议，该行业究竟是一个满足高线城市

市高收入人群即时需求的小众赛道，还是一个有可能下沉、并满足消费者多种商品需求的宽赛道？我们希望从即时零售的需求特征出发，从群体的个性中找共性，理解即时零售实际上满足了什么需求，并基于此从潜在人群和品类机会的角度判断其在现有零售业态下能实现的市场空间。

1.1. 需求特征：年轻主力引领，即想即买即得

根据美团闪购，19-22 年即时零售用户 CAGR 预计达 47%。20 年的疫情是行业需求的强效催化剂，这一点已无需赘述。此部分我们尝试将即时零售与线下渠道、电商及外卖进行对比，先回答即时零售需求三大问题：谁在消费？为什么消费？消费什么？

➤ 谁在消费？

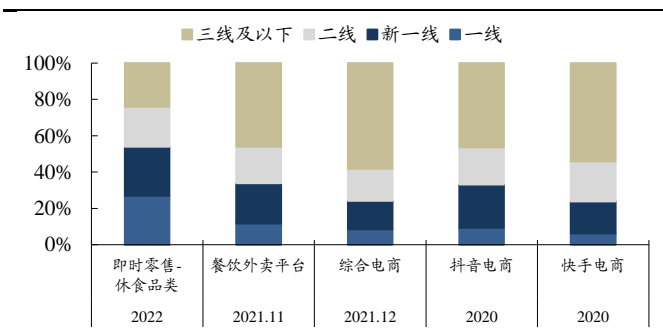
高线城市消费能力较强的年轻用户。即时零售核心用户年龄段为 26-40 岁（2020 年占比 79%），以高线城市为主（2022/8，以休闲食品类为例，一二线城市用户占比 76%），相较传统电商，其更加集中于消费能力较强的群体（2022/8，以休闲食品类为例，购买力在 6000 元以上的消费者占比 59%，超过传统线上渠道的 57%）。

表1: 不同线上服务用户年龄对比：现阶段即时零售用户集中于消费能力较强的年轻人

年龄段	即时零售 2020.11	餐饮外卖 2021.11	移动购物 2019.10	直播电商 2020
25 岁以下	10%	40%	24%	29%
26-30 岁	28%	44%	22%	18%
31-35 岁	27%		28%	13%
36-40 岁	24%	10%	14%	12%
41-45 岁	9%		9%	27%
46-55 岁		6%	4%	
56 岁及以上	3%			

数据来源：艾瑞咨询，Fastdata，Questmobile，极光数据，东吴证券研究所。注：即时零售样本 1000 个；由于数据年份不同，年龄结构可能存在偏差，但我们认为仍有可比性。

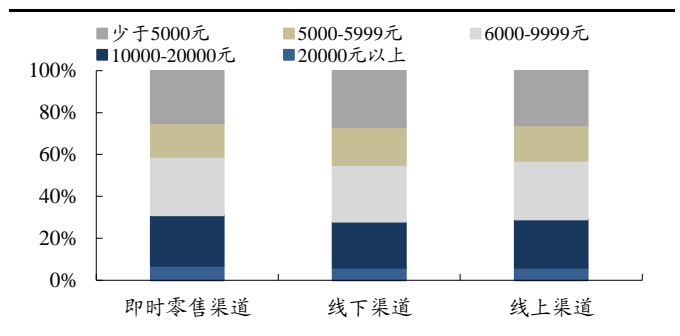
图1: 渠道对比：即时零售用户以高线城市为主



数据来源：凯度 2022 年即时零售休闲食品类消费者调研数据（2022/8 发布），Questmobile，东吴证券研究所。

注：即时零售 N=1000，大卖场超市 N=1030，便利店/小超市/夫妻老婆店 N=860，除外卖平台以外的线上渠道 N=1102

图2: 渠道对比：以休闲食品为例，即时零售用户购买力更强



数据来源：凯度 2022 年即时零售休闲食品类消费者调研数据（2022/8 发布），东吴证券研究所。

注：即时零售 N=1000，大卖场超市 N=1030，便利店/小超市/夫妻老婆店 N=860，除外卖平台以外的线上渠道 N=1102

我们保守预计 2021 年即时零售消费者数量在 3 亿人左右。1) 主要玩家消费者数量: 根据公司披露, 2021 年美团闪购年活跃买家数 2.3 亿人, 京东到家 2021 年 12 个月活跃消费者 6230 万人, 叮咚买菜 2021 年月均交易用户为 880 万人; 盒马截至 2020 年 9 月底的年活跃消费者超 2600 万人, 参考 Questmobile 增速, 我们预计 2021 年盒马年均活跃消费者数量为 3847 万人。2) 关于用户重合度, 我们假设美团 APP 与其他 APP 的重复用户均为闪购的用户 (闪购在美团总体用户中占比 41%), 参考 Questmobile 2021 年 6 月数据, 我们估计四个平台去重后总 MAU 在去重前总 MAU 中占比约 81%-82%, 采用该比例计算得四个平台 12 个月去重后总消费者数量约 2.8 亿人。考虑到叮咚买菜消费者采用了月度数据, 年消费人数存在低估; 同时考虑地区玩家、商家自有 APP/小程序, 我们保守预计即时零售 2021 年消费者数量 3 亿人左右。

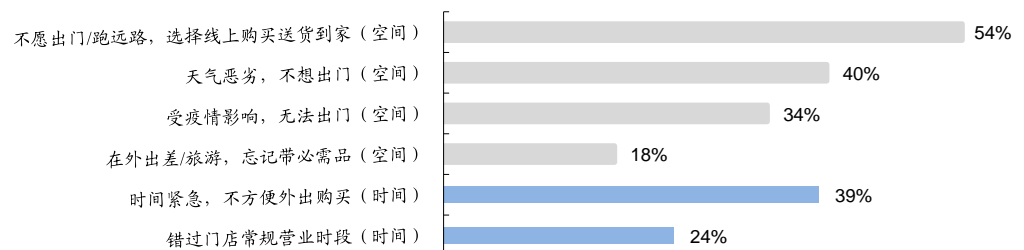
➤ 为什么消费?

我们认为即时零售渠道的消费动机从电商的产品维度升级到产品+时间+空间维度。

在传统电商的下单情境中, 产品是大部分消费者最在意的维度 (我们认为多、好、省均为产品维度), 京东更好的履约速度和售后服务一部分原因也是为了更好匹配平台的品类结构 (3C 产品高值, 运输过程易损, 需要消费者对平台有更多的信任)。

而即时零售则表现出明显的**场景化特征**: 除了产品自身, 消费者所在的时间和空间也影响了消费动机。我们认为即时零售能满足消费者随时随地产生的消费需求 (在传统情形中, 这部分需求可能通过在临近便利店/小超市购买、定期在电商或者大卖场/超市囤货实现, 或者可能直接消失), 从而呈现出全场景的特征。

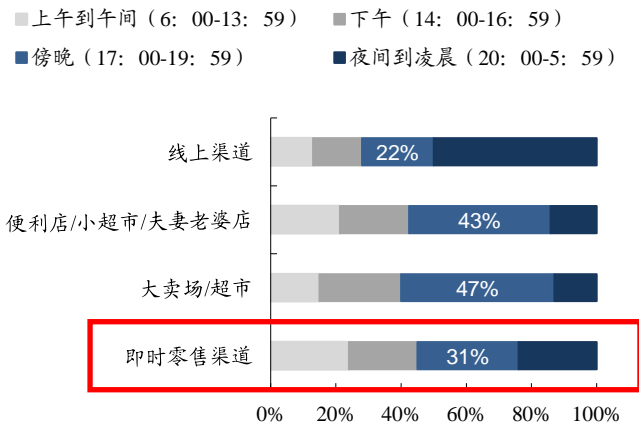
图3: 2020 年中国即时零售部分代表性消费场景 (N=907, 2020/11)



数据来源: 艾瑞数据, 东吴证券研究所

- **时间**: 根据凯度数据, 相比电商消费时间段集中于夜间到凌晨, 线下门店集中于傍晚时点 (下班到晚饭后的时段), 即时零售渠道消费时间分布更加均衡, 呈现全天候的特征。美团闪购数据亦显示 2021 年“17 点-20 点”下单订单量在全天单量占比不到 30%。
- **空间**: 根据京东到家和海鼎 (国内领先的商业流通数字化解决方案服务商) 数据, 非住宅小区/办公场所的订单量在即时零售订单中占据一定比重, 且呈现快速增长趋势。

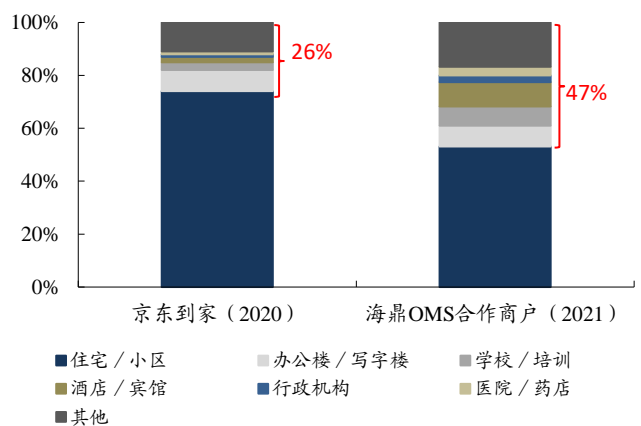
图4: 以休闲食品为例, 即时零售渠道消费时间分布更加均衡



数据来源: 凯度 2022 年即时零售休闲食品类消费者调研数据 (2022/8 发布), 东吴证券研究所

注: 即时零售 N=1000, 大卖场超市 N=1030, 便利店/小超市/夫妻老婆店 N=860, 除外卖平台以外的线上渠道 N=1102

图5: 区别于传统电商, 即时零售在非住宅/办公场所亦有需求 (订单量结构)

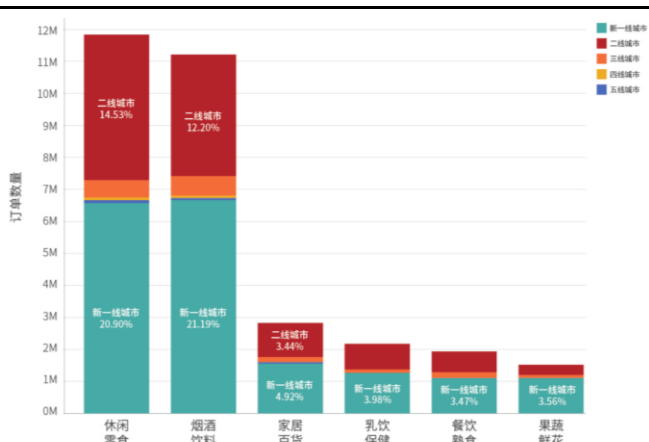


数据来源: 京东到家, 海鼎, 东吴证券研究所

➤ 消费什么?

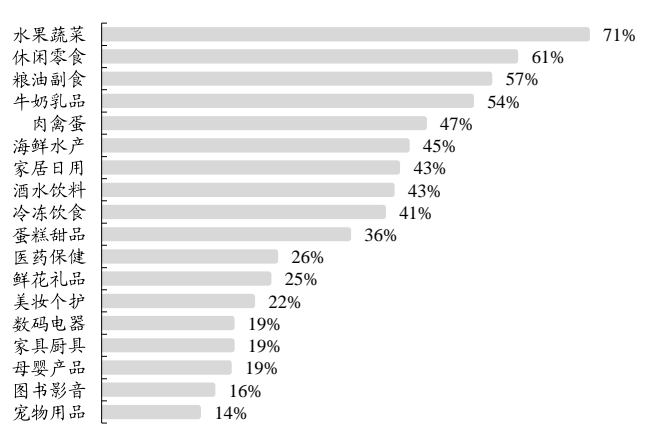
高频低值、即时性强的标品为主。即时零售主要品类包括生鲜、零食饮料、粮油米面、日用快消等, 这些品类基本满足高频/低值/即时性强/标品中的一条及以上特征, 与消费场景与动机高度匹配。

图6: 休闲食品与酒水饮料是即时零售主要消费品类



数据来源: 《2021 进击的即时零售线上运营趋势报告》(该报告统计周期为 2017/1/1-2021/9/30), 东吴证券研究所

图7: 中国即时零售消费者购买品类 (N=907, 2020/11)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

对比传统电商的“多”与“省”(产品价值), 线下渠道的“逛”(体验价值), 市场普遍认为“快”是即时零售的核心优势, 但基于“快”的需求空间有多大, 却不甚明朗(比如是否会只局限于生活节奏较快的高线城市)。结合上文, 我们认为或许“即想即买即得”这个标签更有利于帮助我们判断其需求潜力, 下文我们将具体从用户潜

力和品类机会角度看市场空间。

1.2. 受众潜力：大众级别需求，下沉市场可观

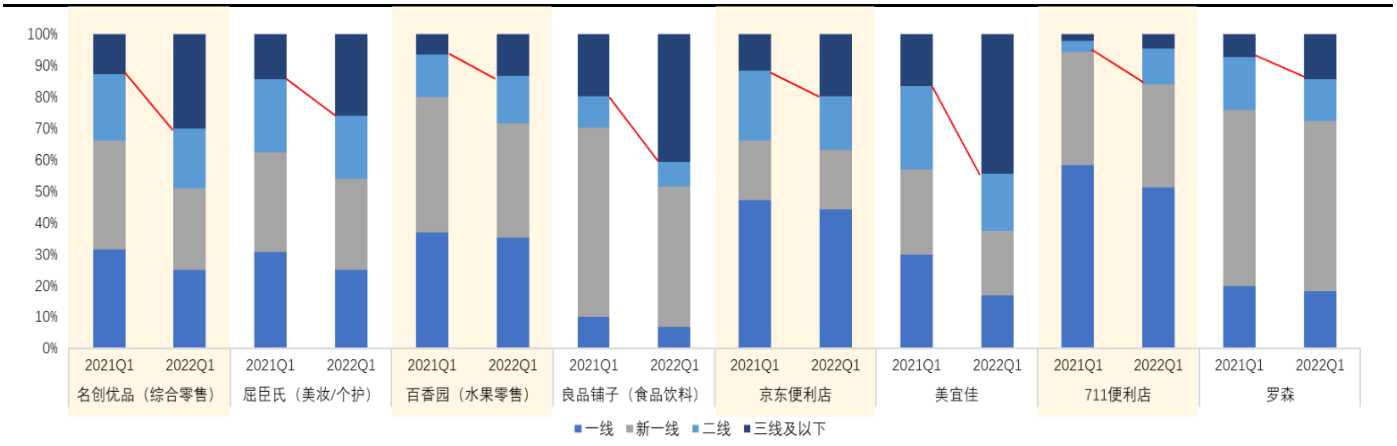
即时零售用户增长的主要逻辑与餐饮外卖相似，我们在此前美团深度报告《精耕细作时代，论美团的模式韧性与空间》中详细分析了经济结构和人口结构变迁对餐饮外卖等懒人经济的驱动，即时零售需求的发展同样基于这一底层逻辑。消费理性化（从囤货转向需要再买、即买即得的消费体验）亦是重要驱动。

但我们认为不能简单将即时零售视为餐饮外卖的外延，其潜在受众理论上会超过后者。我们可以分别从餐饮外卖不同类型用户的心智来看：

- **餐饮外卖核心用户：单位时间价值高，最容易接受即时零售的用户群体。**随着平台供给增加，我们认为这部分用户有较大概率会使用即时零售服务。
- **餐饮外卖非核心用户和非外卖用户：1) 即时零售的消费阻力更低：**部分消费者出于对餐饮外卖健康安全问题的担忧而不点外卖或频次较低，但即时零售提供的是工业化标品，心理阻力减小。**2) 即时零售不可替代性更强：**正餐需求有一定计划性，且根本目的是“吃饱”，替代方案和分流方式更多（如提前购买面包，就近餐馆解决等）；即时零售需求多是即时产生的，附近商店不一定能满足这些需求（无该类商品或夜间不营业），消费者可选方案有限。

因此，虽然单位时间价值提升是消费者使用即时零售服务的重要原因，但却不是唯一影响因子，如果餐饮外卖可以在下沉市场取得一定份额（详见我们上一篇美团深度报告），那么“慢节奏的下沉市场不太需要即时零售”的逻辑也并不通畅，各类零售门店到家业务在下沉市场的高速发展也能说明这一点。根据 O2O MIND，2022Q1 美宜佳、京东便利店和罗森等便利店，名创优品、屈臣氏、百果园等不同类型门店在下沉市场的到家业务均取得高速增长，收入贡献提升。美团数据亦显示 2022 年 1-7 月广西便利店的即时零售订单同比增长 42%，大型商超增长 119%，夫妻杂货店增长达 317%。

图8：2022Q1 不同类型门店到家业务收入中，下沉市场占比提升

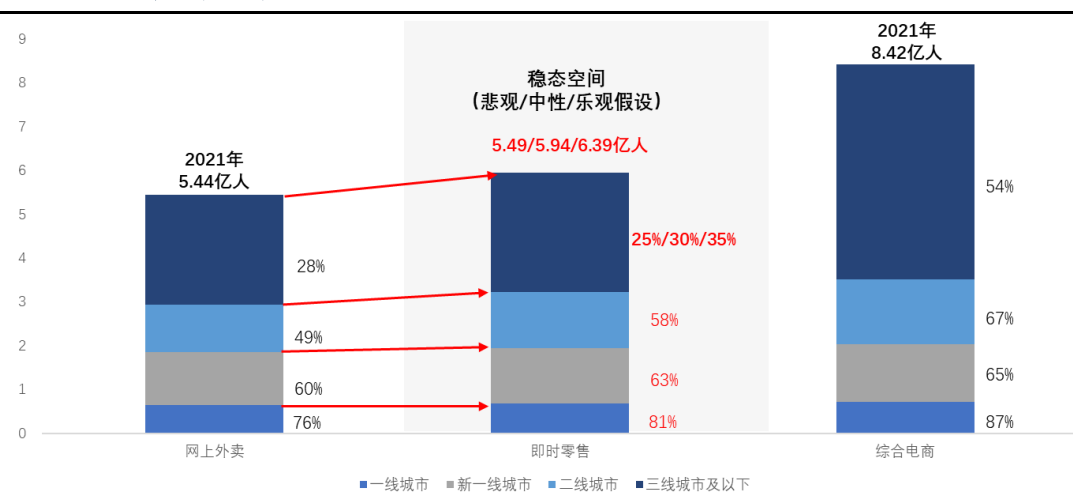


数据来源：O2O MIND（统计范围包括美团、饿了么和京东到家三个平台），东吴证券研究所

综上，我们认为即时零售是比餐饮外卖更加大众化的需求，是国内经济与人口结构变迁下必然演变出的一种零售业态。我们预计即时零售用户天花板在 5.5-6.4 亿人左右，高于餐饮外卖但低于综合电商用户规模，中性情形相较 2021 年还有翻倍空间。测算依据包括：

- 1) 网上外卖和综合电商用户在各城市渗透率计算：参考前文提及的综合电商和外卖用户画像，基于 2021 年 8.42 亿人网购用户和 5.44 亿人外卖用户，测算出两个行业在不同级别城市的用户数量，并算出在不同级别城市常住人口中的占比。
- 2) 我们对即时零售稳态下用户分布的判断：基于前文分析，我们认为即时零售受众比餐饮外卖更广，我们将其在一二线城市的渗透率上限取外卖和电商的均值，并在乐观情境下将其在三线及以下城市的渗透率上限取略低于餐饮外卖和电商均值的水平（35%），中性和悲观情景下预计为 30%（略高于餐饮外卖 2021 年水平）和 25%。供给将是用户增长的重要驱动力，我们将在第二章节展开。

图9：我们认为即时零售潜在用户将在 5-6 亿人左右（亿人，柱旁的百分比数字为在该等级城市人口中的渗透率）



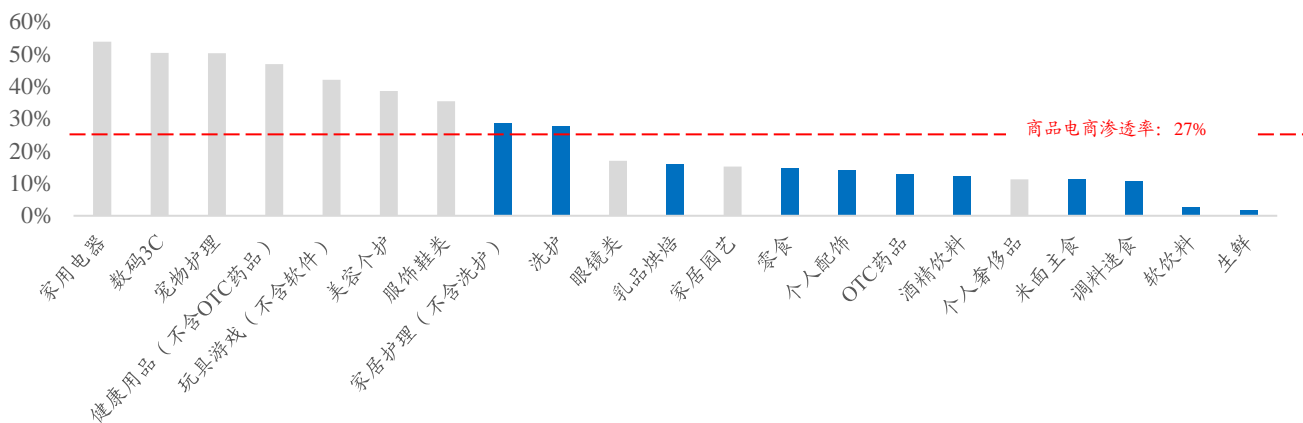
数据来源：WIND，罗戈研究，东吴证券研究所

然而，虽然我们认为即时零售用户基数会大于餐饮外卖，但其单用户使用频次可能会显著低于餐饮外卖（高频应用，一天三餐、下午茶、夜宵……），从而在订单总量上不及后者。

1.3. 品类机会：凭相对优势，空间看向万亿元

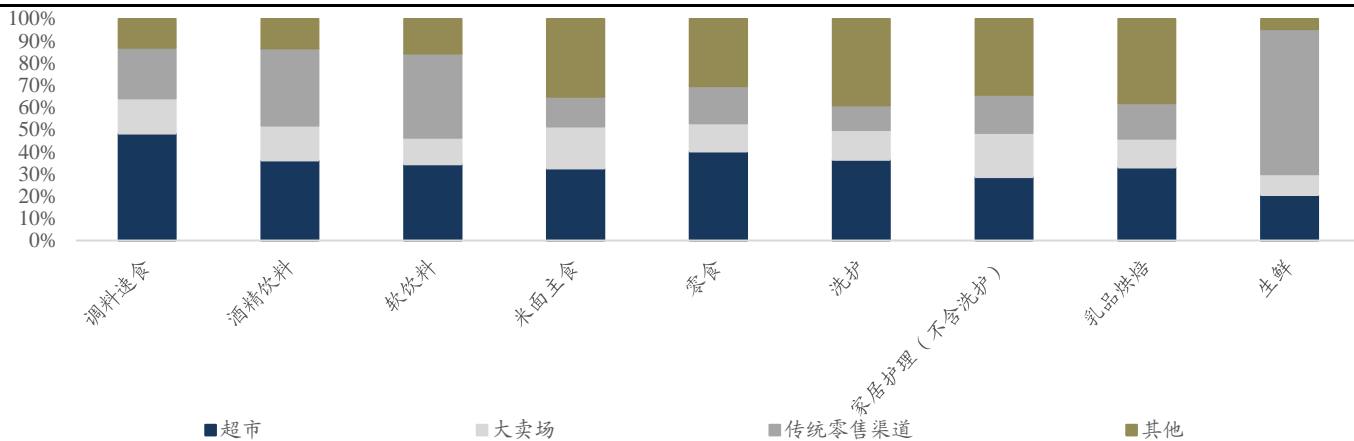
即时零售以高频低值、即时性强的标品为主。通过对比不同品类电商渗透率，可以发现：即时零售占优的品类大多电商渗透率较低，过去多由超市、夫妻老婆店等渠道贡献主要收入。2021 年全国商品网上零售额在商品零售额中占比约 27%，将 27% 作为分割线，可以发现分割线附近及以下的基本都是即时零售的优势品类，且这些需求大多由超市和传统杂货店（如夫妻老婆店）等线下渠道解决。

图10: 主要消费品 2021 年电商渗透率 (蓝色为即时零售优势品类; 渗透率=电商销售数据/全零售渠道销售数据)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所。注: 除家用电器、数码 3C 和生鲜为销量口径外, 其他品类均为零售额口径。

图11: 即时零售优势品类主要零售渠道多为超市及传统线下门店 (2021 年)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所。注: 除了生鲜为零售销量口径以外, 其他品类均为零售额口径。

究其原因, 我们认为电商渠道的“省”和“多”特别适合满足三类商品:

- 高单价: 省钱的空间&决策成本高;
- 需求非标: 指消费者对于同类商品的需求不一致。需求标准化程度越低 SKU 丰富度越高, 典型品类如女装; 快消等品类标准化程度高 (生鲜属于商品本身非标, 但需求标准化程度高);
- 较长消耗周期 (偏耐用品): 消耗周期与购买频次成反比, 如服饰使用周期可能以季/年为单位, 相反偏消耗品食品饮料以时/天为单位。这类商品往往即时性较弱。

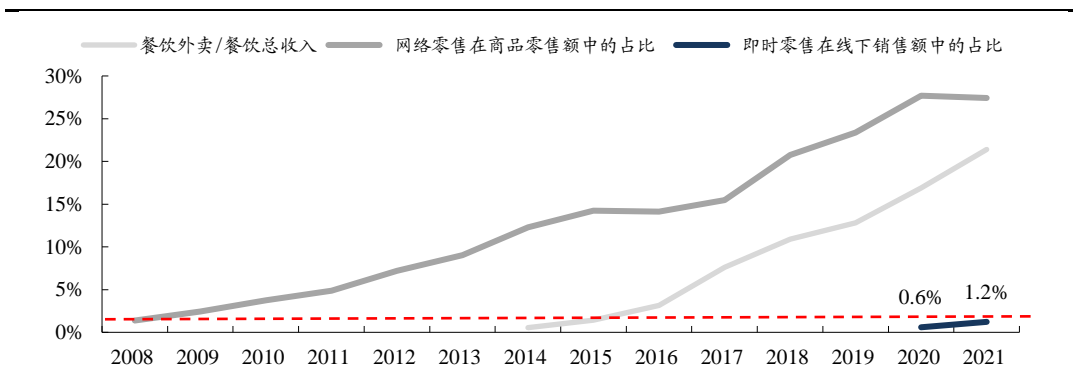
而线下渠道在两大品类存在优势: 1) 电商渠道不擅长的品类 (即时零售最容易渗透的品类)。履约速度是电商渠道短板, 短保商品 (如生鲜) 多由线下渠道满足。2) 电商渠道优势不明显的品类 (即时零售未来发展方向)。总体而言, 线下渠道在低单价、

需求标准化和高消费频次的商品更有优势；线上线下 SKU 存在差异的品类（如服装）线下渠道亦能占据一定份额。

基于此，我们可以将主要消费品分为四类来测算即时零售的市场空间（考虑到即时零售对线下渠道渗透仍处于早期，太长时间周期的空间测算将有较高不确定性，因此我们仅展望到 2025 年）。2020 年即时零售相关市场规模约为 1500 亿元（美团测算），2021 年我们预计为 3500 亿元附近（参考 2022 年 5 月中国连锁经营协会秘书长彭建真对即时零售市场份额 3000-4000 亿元的判断及产业调研），对应在线下零售额中的占比分别为 0.6% 和 1.2%。而看向 2025 年，我们预计市场规模将在 10182 亿元左右，在线下渠道渗透率约 3.3%（参考“十四五”规划对社零总额 20-25 年年均 5% 和网上零售额 7.6% 的增长目标），2022-2025 年 CAGR 31%。

（注：下文测算中，渗透率分母均为线下渠道销售数据；考虑到国内电商已非常成熟，我们假设 25 年线下渠道在全渠道中的销售占比与 21 年相同）

图12：即时零售在商品线下零售额中的渗透率<电商 2008 年在商品零售额中的占比≈餐饮外卖 2015 年在餐饮总收入中的占比

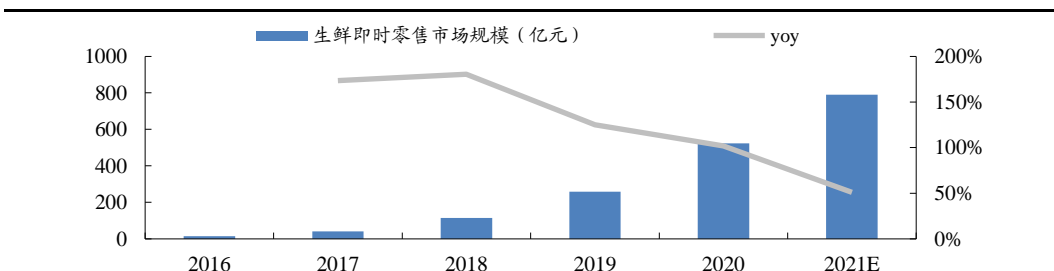


数据来源：国家统计局，WIND，前瞻产业研究院，美团数据，东吴证券研究所测算。

注：网络零售市场规模历史数据可能存在统计口径差异，可能产生误差。

- **短保、即时性强，且对商品形态要求不高的品类最容易渗透，如生鲜。**即时零售在履约速度上的优越性高度适配生鲜等短保、即时性强的品类，根据叮咚买菜招股书，预计 2021 年生鲜品类即时电商市场规模 790 亿元，若剔除菜市场（难以线上化，在全渠道销售额占比约 56%），对应在线下剩余渠道渗透率为 4.2%，在全品类中属于较高水平。参考行业增速和餐饮外卖渗透率历史增速，我们预计 2025 年其即时零售渗透率在 15% 附近。

图13：生鲜品类即时零售渠道发展趋势



数据来源：叮咚买菜招股书，东吴证券研究所

- 其他高频低值品类：**低值商品“省”的空间有限，且不同渠道存在规格差异，大部分消费者对其单位定价往往没有清晰认知（如对比 18 包 110 抽纸中的定价是否比 27 包 120 抽纸中定价更划算），相似规格的低值产品电商价格也未必低于即时零售（如我们在即时零售平台定位上海市中心后，搜索“百威经典啤酒”、“蓝月亮洗衣液”等产品之后显示销量第一的单位标价未明显高于电商）。我们预计即时零售在餐饮快消等品类中的渗透率也将处于较高水平。

参考 2021 年休闲零食即时零售渗透率 4.6%（对比生鲜，我们认为休闲零食也是渗透率较高的品类），并考虑即时性弱于生鲜，我们预计 2025 年这类品类渗透率约 13%-14%。

表2：即时零售和传统电商热销品的规格往往存在差异，且部分产品单位容量标价（如 1 毫升、1 克的价格）与电商接近，如百威经典啤酒、可口可乐碳酸汽水、洗衣液、蒸汽眼罩等（2022/11）

品类	商品	即时零售平台-地址为上海市中心某地			传统电商				
		美团团购	饿了么	京东到家	天猫	拼多多	京东		
清洁用品	心相印抽纸	规格*数量:	110 抽*1	110 抽*1	110 抽*18	110 抽*8	100 抽*20	120 抽*27	
		标价(元):	5.5	14.9	39.9	23.8	11.9	69.9	
		券后价(元):	0.5	14.9	39.9	14.8	6.9	69.9	
	蓝月亮洗衣液	规格*数量:	500g*1	1kg*1	2.88kg*1&1.88kg*1	2kg*2	1kg*2	4kg*1	
		标价(元):	10.8	32	59.8	88.8	27.8	99.9	
		券后价(元):	9.72	16.9	59.8	88.8	27.8	99.9	
食品饮料	百威经典啤酒	规格*数量:	500ml*1	500ml*1	500ml*9	450ml*18	500ml*18	600ml*12	
		标价(元):	9.5	9.5	59.9	109	200	79.9	
		券后价(元):	0.01	9.5	59.9	86	109	79.9	
	可口可乐碳酸汽水	规格*数量:	330ml*1	330ml*6	330ml*6	330ml*24	330ml*24	200ml*24	
		标价(元):	2.8	11.4	14.8	61.9	49.9	39.9	
		券后价(元):	0.01	9.9	14.8	48.9	36.9	39.9	
	乐事经典原味薯片	规格*数量:	70g*1	104g*1	90g*1	104g*3	40g*8	135g*1	
		标价(元):	7.5	10.5	11.8	25.8	99	14.9	
			券后价(元):	7.13	10.29	11.8	22.8	25.9	9.43
	康师傅香辣牛肉面	规格*数量:	105g*1	105g*1	114g*5	98g*24	97g*5	100g*24	
标价(元):		5	5.5	15.2	31	68	67.8		
券后价(元):		4.75	5.5	15.2	27.9	9.89	67.8		
个护	日本花王蒸汽眼罩	规格*数量:	1 只	1 只	5 只	12 只	5 只	12 只	
		标价(元):	7	9.9	39	59	37.5	68	
		券后价(元):	0.01	9.9	29.9	50.15	24	55	
	美丽芳丝洗面奶	规格*数量:	7g*1	7g*1	150g*1	100g*1	100g*1	100g*1	
		标价(元):	15.8	15.9	199	119	68	119	
		券后价(元):	15.01	15.9	119	79	62.4	119	
	全棉时代纯棉柔肤洗脸巾	规格*数量:	20 片	80 片	6 条	100 片*6	80 片	80 片*6	
		标价(元):	13	19.8	19.8	99.9	17	79.9	
		券后价(元):	6.9	16.8	16.8	66.9	10.9	59.9	

数据来源：美团 APP，饿了么 APP，京东到家 APP，天猫 APP，京东 APP，拼多多 APP，东吴证券研究所整理。
注：选取的是各平台搜索商品后显示销量第一的产品；红色字体代表最低价或最少规格，单元格颜色越深代表规格越大或价格越高。

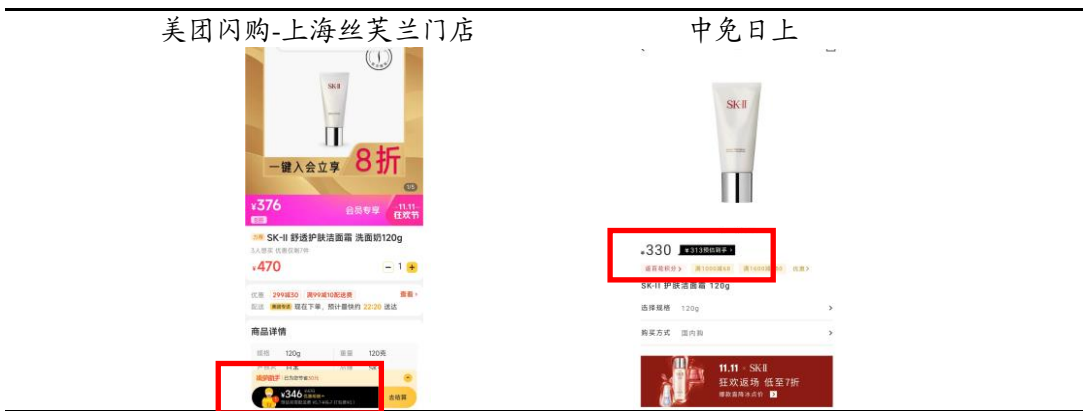
- 相对低频、产品价格带跨度较大或政策管控的品类：**我们认为这部分品类电商渠道或到店消费仍具备一定吸引力，其中酒类、美妆个护、药品等品类在即时零售渠道更偏向低价格带产品。

值得注意的是，购物节或有望成为即时零售赶超传统电商的重要节点。传统电商

过长的促销周期、复杂的跨店满减规则，以及漫长的等待周期，消费者节省下来的成本与其需要付出的代价（时间、精力等）之差不断缩小；而即时零售平台现有营销链路更加简单直接。线下门店加大补贴力度亦缩小了即时零售与电商的价格差距。22年双十一期间，上海、杭州、长沙等城市热门购物中心通过多种优惠促销吸引大批客流，杭州武林银泰“双十一”预购首日商场客流同比翻番；美团跑腿数据亦显示双十一前后全国各地取货点为商场的跑腿订单量较6月大促有所增长。

闪购数据亦显示这些品类的发展潜力：22年10月，“用”相关品类销量增速90%高于“吃”相关品类的44%，宠物用品、花卉园艺和家居日用品等品类相比21年10月的销量增速分别为144%/125%/105%，我们认为随着消费者习惯养成，即时零售在非“吃”品类仍有较大渗透空间。我们预计2025年这些品类即时零售渗透率约8%。

图14：双十一期间，即时零售平台部分高单价产品优惠力度与免税渠道接近



数据来源：美团APP，中免日上APP，东吴证券研究所

- **其他品类：**多为高客单价品类，如3C家电等，线下门店存在渗透可能性，或可通过高频消费品带动以及终端门店线上营销推动，但我们预计最终占比较小，即时零售渗透率在5%左右。（我们未考虑重线下场景的服饰鞋类、家具家居等）。

表3：分品类看，2025年即时零售可渗透空间测算

即时零售渗透空间	品类	消耗周期	需求标准化程度	单位价值	2025年预计零售额(万亿元)①	2021年可渗透的线下渠道占比②	即时零售渗透率③	即时零售销售额(亿元)④=①*②*③
高	生鲜	短	高	低	5.80	42% (剔除菜市场份额)	15%	3,661
	米面主食	中短	高	低	0.89	87%	14%	1,086
	软饮料	短	高	低	0.62	90%	14%	789
	零食	短	高	低	0.56	82%	14%	646
	乳品烘焙	短	高	低	0.74	67%	14%	692
	调料速食	中短	高	低	0.48	89%	14%	593
	洗护	中短	高	低	0.41	64%	13%	340
	花卉	短	高	中	0.27	35%	13%	124
中	药品	短	高	价格跨度大	2.29	27% (药店)	8%	492
	酒精饮料	中短	高	价格跨度大	1.43	84%	8%	955
	美容个护	中	中高	价格跨度大	0.77	19%	8%	116
	家居护理 (不含洗护)	中短	高	中低	0.15	68%	8%	79
	宠物护理	中	高	中低	0.13	31%	8%	32
	玩具游戏	长	高	中低	0.11	18%	8%	17

(不含软件)								
低	数码 3C	中长	高	高	1.51	44%	5%	331
	家用电器	中长	高	高	1.02	40%	5% (小家电为主)	205
	个人配饰	长	中	中高	1.44	4%	5%	25
	合计				18.61			10182

数据来源：欧睿，弗若斯特沙利文，中商情报网，凯度数据，中国花卉协会，米内网，东吴证券研究所测算。注：（1）2025 年零售额：花卉参考中国花卉协会 2021 年数据和欧睿“家居园艺”品类零售额 2021-2025 年增速，药品参考弗若斯特沙利文数据，其他品类参考欧睿数据；（2）可渗透的线下渠道占比：花卉为中商情报网统计的花店销售占比；药品为米内网统计的 2021 年零售药店销售额占比；其他品类可渗透线下渠道涵盖便利店、超市、夫妻老婆店、大卖场、餐饮烟草专卖店、宠物店、数码电器专卖店、家庭用品专卖店等，其中家用电器、数码 3C 和生鲜为 2021 年零售端销量数据，其他品类为 2021 年零售额数据。

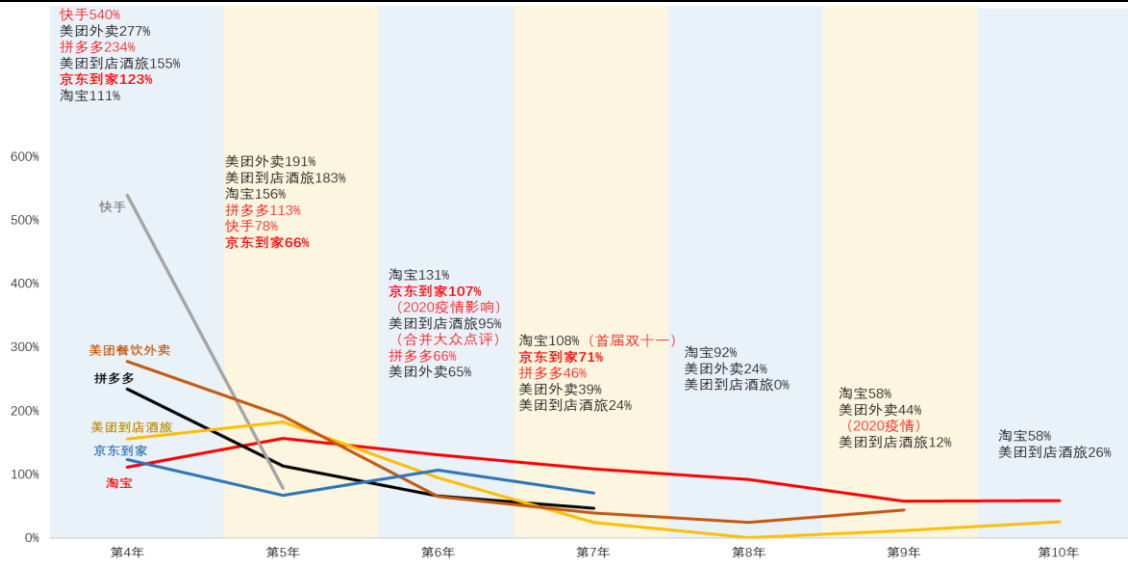
2. 供给探讨：平台模式与供给多元化是趋势

2.1. 主要矛盾：供小于求，供给增加是主线

通过对比不同线上零售领域头部平台成长期的 GMV（或 GTV）增速，我们可以发现：即时零售平台爆发性弱于电商平台，除了缺少时代红利、早期企业投入较小等原因，我们认为与其供需属性也有较大关系：（考虑到大部分平台成立当年及第 2 年往往处于业务摸索的阶段，交易额基数很小，增速意义不大，因此我们将第 3 年作为各平台成长期的起点）

- **即时零售平台我们考虑龙头京东到家和美团闪购的表现：**京东到家 2015 年成立，其 2017 及之后的年度 GTV 在达达集团财报中已披露；2018 年美团发布闪购品牌，但 2016 至 2017 年已有零售品牌入驻美团外卖，综合考虑我们将 2017 年作为业务正式上线的年份，其历史 GTV 数据有限，根据公司公告，2021 年 GTV 达外卖的 12%，对应约 842 亿元；根据晚点，2019 年成交额小几百亿元，则 2021 年（对应第 5 年）相比 2019 年（第 3 年）最多增长 3.2 倍（2019 年按 200 亿元计）（与京东到家第 5 年相比第 3 年增长 2.7 倍较为接近）。
- 考虑到国内互联网普及率在 2007-2014 年实现快速提升，淘宝、美团等成立较早的平台吃到时代红利，即时零售与其增速不完全可比。因此我们着重对比成立时间接近的电商新生代拼多多和快手，即时零售平台在第 3-5 年增速明显落后（再往后受益于疫情而提速）；虽然拼多多和快手省去教育用户的时间，但 2020 年疫情亦为即时零售带来发展机遇，在此背景下即时零售平台增速还是略显逊色：京东到家 2020 年相比 2017 年（第 6 年比第 3 年）累计涨幅 669%，拼多多和快手第 5 年比第 3 年涨幅为 613% 和 1041%。

图15: 线上零售不同领域头部平台成长期增速对比 (该平台/业务成立年份算作第1年, 以2003年成立的淘宝为例, 其第4年为2006年)



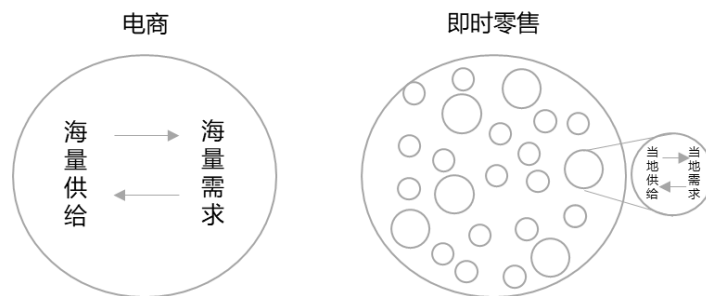
数据来源: 公司公告, 淘宝网, 晚点, 团800, 前瞻研究院, 虎嗅, 东吴证券研究所测算和绘制

注: 各平台成立/业务上线时间: 淘宝-2003年, 拼多多-2015年, 快手-2017年上线接单功能; 美团到店酒旅-2010年, 美团餐饮外卖-2013年; 京东到家-2015年。

美团2015年与大众点评合并, 为了让数据可比, 我们参考公司公告和公开资料, 测算了美团到店酒旅业务+大众点评2012-2014年的销售额。

除了资源投入上的差异, 我们认为这与平台在多大范围优化供需匹配效率有关: 范围越大, 短时间内可促成的交易越多, 爆发性越强。电商需求和供给来自全国各地, 产品“多”使其容错率高, 直播带货的快手、社交流量裂变的拼多多都可实现短时间大量成交; 即时零售基于同城商品供给满足同城消费需求, 更像点状分布, 供给端需要多点突破, 且还需要受到线下门店SKU、商品库存等影响, 我们认为有效供给不足是即时零售平台的短期制约因素。根据美团数据, 用户在美团上有40%商品搜索需求未被满足, 潜在需求超出了平台品类供给。用户消费习惯养成也需要供给增加。

图16: 电商 VS 即时零售供需匹配范围



数据来源: 东吴证券研究所绘制

但正如电商与餐饮外卖行业通过不断迭代基础设施、商业模式和运营(电商-快递、阿里旺旺、支付工具、购物节; 外卖-即时配送体系、餐厅后台系统等)来增加供给承接需求, 甚至刺激增量需求, 我们认为供给增加将成为即时零售渗透率提升的重要驱动。而关于供给优化路径, 我们认为: 1) 相比自营电商, 即时零售平台电商将成为扩

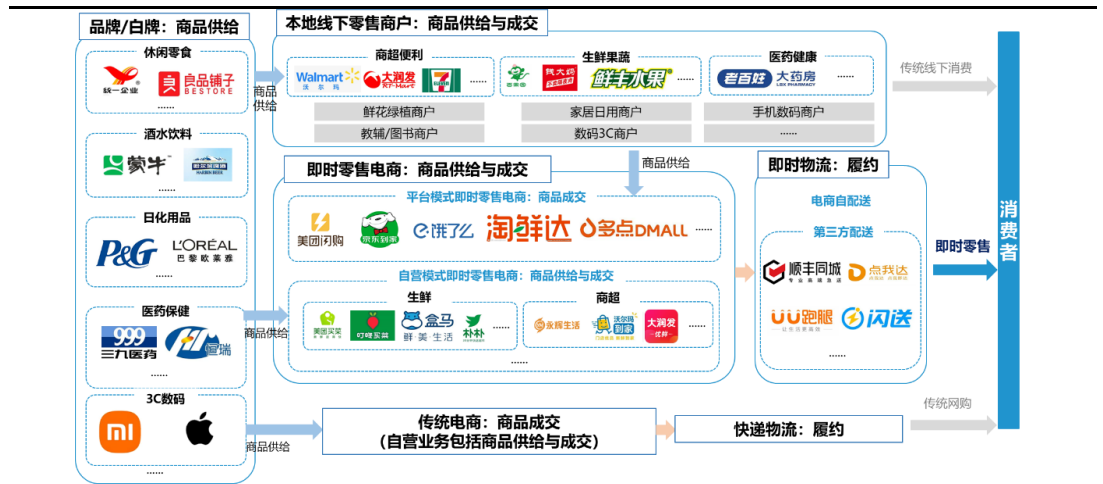
充供给的主力，其高周转和区域精准营销的特性有望推动品牌方加大投入。2) 中小、垂类店和新业态将对供给密度和品类多元化作出重要贡献。下文我们将具体展开。

2.2. 增长路径-模式：自营卡位，平台打开空间

零售流程大抵可以划分为商品供给、商品成交和履约交付三个环节，对于线上零售而言，参与方主要包括商品供给方、线上零售渠道、履约及其他服务商、消费者等，其中线上零售渠道可依据是否存在库存划分为平台型和自营型。

对应到即时零售行业，即时零售平台型玩家的商品供给方是本地线下零售商户，平台起到促成交易的作用；自营型玩家自身既提供商品也促成交易；在履约环节，自营电商一般选用自建配送团队或和第三方配送商合作的任一模式，而平台电商上的商户既可选择平台配送团队，也可以选择第三方配送。

图17: 零售环节拆分：即时零售 VS 线下零售 VS 传统网购



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所绘制

2.2.1. 自营主打生鲜相关，其余平台占优

自营电商本质是线上门店，平台电商则做门店集合生意。

- **即时零售自营电商：**重资产模式，可依据是否有线下门店，分为前置仓和店仓到家两种模式。1) 前置仓玩家在离用户最近的地方建设集仓储、分拣、配送于一体的仓储点，精细化程度高，更关注细分品类，可精准挖掘客户需求，代表玩家包括叮咚买菜、美团买菜等；2) 店仓到家模式基于自家线下门店为消费者提供商品即配到家服务，自带流量和品牌优势，可复用线下资源，代表玩家包括盒马鲜生、朴朴超市和传统商超永辉生活、大润发等。自营电商本质是线上化的门店，上游是品牌方/白牌或经销商，掌握货权，主要收入包括商品销售收入和配送服务收入，主要支出在商品成本、补贴和履约成本。
- **即时零售平台电商：**通过与数家线下门店合作，为当地消费者提供商品即配到家的服务（类似餐厅接入外卖平台，由外卖平台促成交易和提供配送服务），

轻资产模式，不掌握货权，主要通过向线下门店收取佣金和广告费、向消费者收取配送费变现，主要支出是补贴和履约成本，代表玩家包括美团闪购、京东到家等。

上文已提及生鲜是即时零售最容易渗透的品类，而相比平台模式，自营模式在生鲜品类中更占优势：通过选品和控制供应链提供更多更好的生鲜产品，生鲜的高频刚需又保障订单密度和商品周转率，并带动中低频品类销售，从而不断摊薄固定成本，降低单均配送成本，走向盈利。非商超出身的头部自营电商，如叮咚买菜、盒马鲜生等，均主打生鲜品类。鲜花与蛋糕虽然也满足短保特征，但其低频、有现制品和对商品状态要求高的特性使其对自营模式的负担较重，借助线下门店的平台模式更有优势。

表4：即时零售品类对比（频次高低为相对指标；灰色代表适合自营模式）

品类	客单价	消费频次	商品标准化程度	是否现制	保鲜要求	占优模式
生鲜	60-150元	高	低	否	高	自营
鲜花	100元以上	低	低	现制+非现制	高	平台
蛋糕	60-200元	低	高	现制+非现制	高	平台
医药	20-60元	中	高	否	低	平台
商超	50元以上	中	高	否	低	平台
其他垂类门店 (3C数码、母婴等)	-	低	高	否	低	平台
餐饮外卖	20-50元	高	低	是	高	平台

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

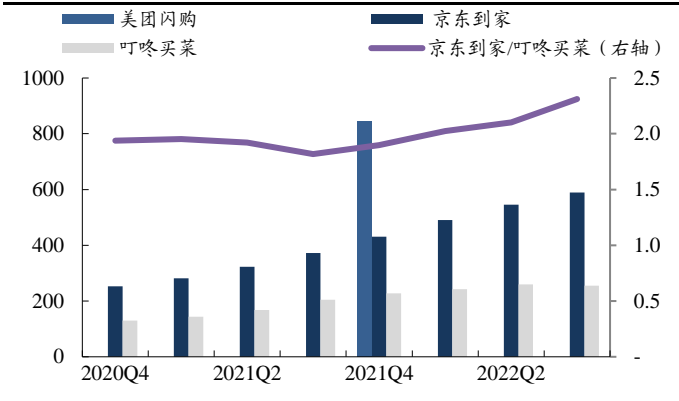
其他品类上，轻装上阵、SKU更多的平台模式占优：前置仓玩家资产更重，背负较大的库存和盈利压力，靠精细化运营实现薄利，规模效应有限，在地域分布和品类数量上都远不如平台玩家，单个平台难以充分满足消费者长尾需求；店仓到家虽可复用线下资源，但线下扩张受限较多，还要考虑线上线下资源协调问题，规模效应同样有限，从进入城市数量、龙头集中度可以明显看出与平台电商的差距。按GMV口径，2021年叮咚买菜在自营电商市占率19%；美团闪购在即时零售电商市场市占率37%。

表5：平台型即时零售电商地域分布远大于自营电商

玩家	类型	地域分布
美团闪购	平台	2800个市县
饿了么	平台	2200个城市
京东到家	平台	1700个县市区
多点	平台	205个城市
淘鲜达	平台	280个城市
盒马	自营	28个城市
叮咚买菜	自营	27个城市

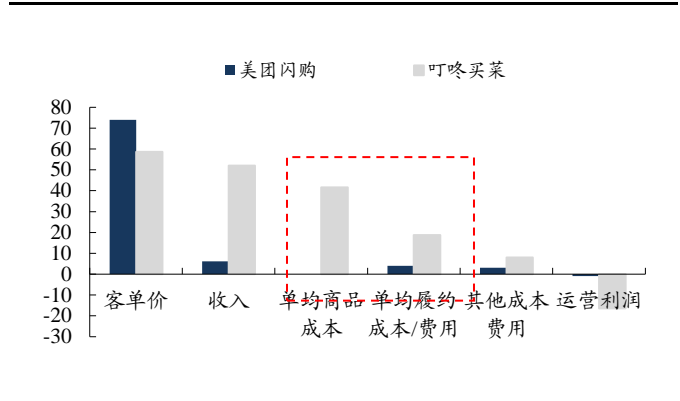
数据来源：公司官网，东吴证券研究所。京东到家、盒马和叮咚买菜选取2022年11月官网/APP显示数据；美团闪购、饿了么、多点和淘鲜达选取《2022年即时零售休闲食品品类白皮书》中的数据。

图18: 22年以来京东到家与叮咚买菜 GMV 差距拉大, 前者是后者的至少 2 倍 (12 个月内的 GMV, 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 前置仓需担负库存, 且规模效应有限, 当前扣除商品成本和履约费用后已亏损 (2021, 元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所。注: 美团闪购为我们预测数据。

长期来看, 承接消费者从生鲜品类外溢的即时性需求, 或者教育消费者转移非短保品类的消费习惯, 即时零售的平台玩家都将扮演着更为重要的角色。

2.2.2. 平台价值: 高周转, 区域精准营销

上文我们从品类适配角度分析平台模式在供给增长中的重要性, 但对于品牌方而言, 即时零售平台对其是否真正创造了价值? 这将影响品牌方投入的力度和可持续性。即时零售本质是零售, 线下门店的动作和销售表现与品牌方决策之间存在双向传导机制, 品牌方对即时零售平台的资源投入和可持续性最终也将反映到供给增加的节奏和空间上, 我们希望先对这个问题进行解答, 再展开后文对门店供给增加路径的判断。

即时零售平台虽然能拓宽门店辐射范围, 增加单店触达人群, 但是单单这点无法判断对品牌方的增量 (可能是区域内存量发生结构变化, 线上化更好的门店份额提升), 基于前文对即时零售需求特征的分析, 我们认为即时零售对品牌方更为重要的价值体现在更快的商品周转和更高的区域营销效率上。

图20: 通过简单拆解品牌方利润公式, 对比传统电商和即时零售渠道价值

品牌方利润	= 销售收入				X 毛利率	- 各项费用 (主要是销售费用)
	触达人群	X 转化率	X 购买频次	X 客单价		
货架电商	全国化流量, 高	探索属性, 低	囤货属性, 低	囤货&省钱&多, 客单高, 但毛利率低		高度内卷, 流量成本高昂
即时零售	区域性流量, 低		即时消费属性, 高	即时消费属性, 客单低, 但毛利率可能高 (小规格产品/人群价格敏感性低)		成长初期, 流量成本相对较低

数据来源: 东吴证券研究所绘制

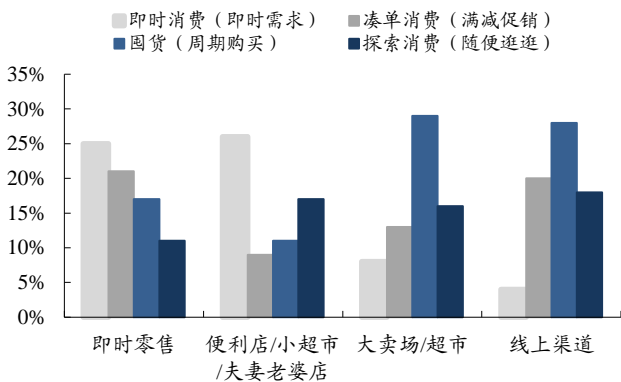
渠道价值: 更快的商品周转渠道, 确定性更强。更快的商品周转来自更高的转化率和更高的消费频次, 代表更强的确定性, 疫情下价值凸显。

- **高转化率:** 即时零售消费者大多目的性较强, 下单转化率更高。根据产业调研, 传统电商小店转化率一般在 5%-10%左右 (从进入店铺到实现交易), 而即时零售

平台在 15%-20%。

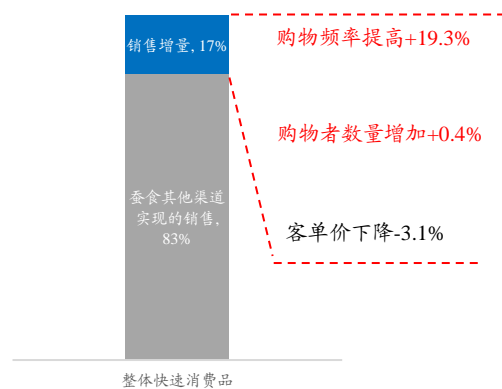
- 高频次：**根据凯度数据，消费者在尝试 O2O 渠道后，买快消品的消费金额会有 17% 的增量，主要来自购买频次的提升。我们认为增量一方面来自满足消费者“非满足即消失”的需求、夜间等非营业时段消费需求等（2022/1-2022/8，22 点至次日 8 点即时零售订单量占全天订单量的 16%），另一方面来自消费体验升级带来的增量（例：根据美团闪购，线上用户 30% 会选择冰镇啤酒，闪购有保温装备快速送达，啤酒配送到用户手中仍是冰的，体验升级为啤酒品类带来 40% 的新客增量）。

图21：消费者在不同渠道购买休闲食品的动机对比（2022）



数据来源：凯度 2022 年即时零售休闲食品类消费者调研数据（2022/8 发布），东吴证券研究所
 注：1）即时零售平台定位差异会使其用户消费特征不同，如京东到家偏大卖场囤货，美团闪购长尾需求更多，但相比电商和线下渠道，总体符合图中特征。2）即时零售 N=1000，大卖场超市 N=1030，便利店/小超市/夫妻老婆店 N=860，除外卖平台以外的线上渠道 N=1102。

图22：O2O 渠道为快消品类创造的增量主要来自购物频率提高（2021）



数据来源：凯度数据，贝恩分析，东吴证券研究所

- 低客单，但我们预计逐渐向电商靠拢：**1）由于囤货动机低，少件数、小包装、低单价的产品与即时零售更加匹配，而这类规格往往毛利率更高。2）但随着用户习惯逐渐养成，以及平台和商家运营经验增加（SKU 更加丰富，更好进行爆品/关联品推荐、优惠券设置等），我们认为客单价将会提升。如联合利华日化品类在即时零售平台客单价上升趋势明显，已达 60-70 元甚至更高，而线下实体店仅 40 元。

广告价值：提升区域营销效率。我们认为即时零售平台广告价值实际上对应“品牌方给线下门店的堆头费+门店租金”。对线下门店和品牌方而言，即时零售平台为其增加曝光机会的同时，还利用用户消费数据和当地消费特征实现更高的营销精准度（我们在此前《即时零售系列报告-基建篇》报告中已分析盘活本地资源、打通线上线下对于商家的重要性）。以联合利华为例，其由即时零售平台上转化获得的新客（指过往一年未曾在实体门店产生过购物行为的消费者，通过即时零售平台产生购买行为）比例约 70%。

从投放 ROI 来看，当前即时零售流量成本较低，长期大概率会随着供给增加而逐步提升，但由于存在位置变量，我们认为其流量成本不会达到传统电商水平。我们预

计随着高毛利的垂类店增加（比如兼具到店性质的宠物店等），以及越来越多品牌方进行广告投放，即时零售平台广告价值还有望进一步释放。

综合来看，我们认为相比电商，即时零售对品牌方而言是更高效的销售渠道（高转化、高频次），也是电商高度内卷背景下少数的流量洼地，随着即时零售受众规模进一步扩大（触达人群提升），品牌方投入意愿有望进一步提升。

从市场空间来看，参考艾瑞数据，2021年即时零售 O2O 平台市场规模 2276 亿元，则平台模式在即时零售市场规模中占比约 65%，自营占比约 35%。我们认为未来自营电商将在生鲜及其连带品类（包括主食、调味速食）中占据重要比重，中性预计其 2025 年在生鲜即时零售市场规模中占比为 55%（高于 21 年自营电商在大盘占比），连带品类我们中性预计为 35%（21 年自营电商大盘占比）；在其他品类中占据较小比重，中性预计 10%，则自营市场 3085 亿元，在即时零售市场中占 30%；对应平台电商 7097 亿元，占 70%。我们认为生鲜基本盘稳固对自营电商拓品类并带动中低频品类消费至关重要，因此不同情境中，自营在生鲜的市占率变化也会带动其他品类数据变化。

表6：自营与平台电商 2025 年空间测算（亿元）

	生鲜品类	连带品类（包括主食、调味速食）	其他品类	合计	对应平台模式市场规模
2025 年即时零售市场规模	3,661	1,679	4,842	10,182	
自营电商占比-悲观	50%	30%	5%	25%	7,606 (75%)
自营电商占比-中性	55%	35%	10%	30%	7,097 (70%)
自营电商占比-乐观	60%	40%	15%	35%	6,588 (65%)

数据来源：欧睿，弗若斯特沙利文，中商情报网，凯度数据，中国花卉协会，米内网，东吴证券研究所测算

2.3. 增长路径-类型：中小+垂类店、新业态推动

2.3.1. 商家结构：或将延续低集中度特征

（1）门店线上化兼具短期和长期效益：疫情倒逼，寻求增量+保持份额+发展私域

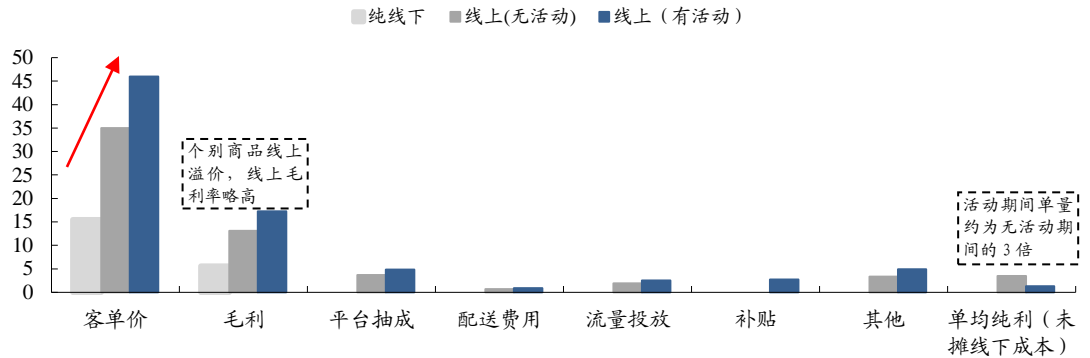
即时零售并非新事物，过去行业发展较慢与零售商合作意愿不高有很大关系，而疫情限制了线下人流，倒逼商家拥抱即时零售保证销售；而越多商家接入即时零售，并树立标杆效应后，从保持份额角度出发也会推动更多商家接入。2021 年，78.5% 超市企业线上销售同比增长，80% 超市企业线上销售占比稳步提升。

线上业务虽盈利性弱，但适当发展有利于提高单店运营效率和发展私域。与即时零售平台合作的过程中，由于消费者心智尚未完全形成，门店需保持补贴，总部需为线上业务增设部门和人力，短期外卖单量猛增带来额外调货物流成本等，如果将门店租金、人力、水电同时摊进线上业务的话，线上利润率要低于纯线下的利润率。

但线上贡献了销售额增量（触达人群增加+客单价提升），且能实现微利，单量若没超过门店负荷，门店总体利润额和商品周转效率提升，现金流改善；对头部平台而

言，有望为线上私域和线下门店引流。我们认为这两点符合零售门店发展诉求。

图23: 某头部便利店线上单位盈利模型（新一线城市直营门店，2022/11 调研；元）



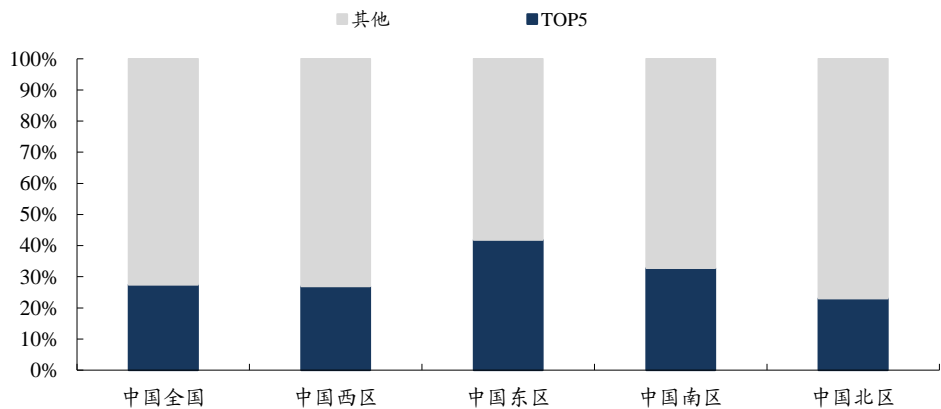
数据来源：产业调研，东吴证券研究所

(2) 线上门店供给增量将更多来自存在数字化可能的中小和垂类门店

头部零售商大多已入局，京东到家 2021 年深度合作的百强超市已超过 80 家可以佐证。

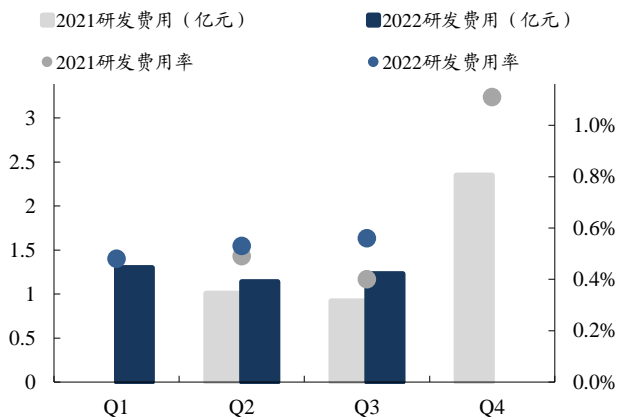
增强自主性是头部商超的重要趋势。其从连锁门店管理效率出发，对数字化有诉求（2022 年，罗森、永辉、家乐福、华润万家等均表示要扩大线上交易规模），但由于规模较大，往往需要在仓库拣货、线上线下系统打通、线上信息维护等方面付出较大的时间精力摸索，因此线上业务起步较难，需要在数字化系统、活动运营、商品管理、引流等方面借力即时零售平台。但随着运营经验积累，从数据安全、自主权、竞争等多个方面出发，更倾向于自建系统、扶持私域和多平台发展，如部分爆款产品选择只在自有渠道销售。头部商超自身发展和旗下更多门店接入有望推动线上业务增长，但考虑到线下零售集中度低，以及其战略倾向，我们认为其对大盘增长贡献相对有限。

图24: 国内线下零售商集中度较低（2022.9.9）



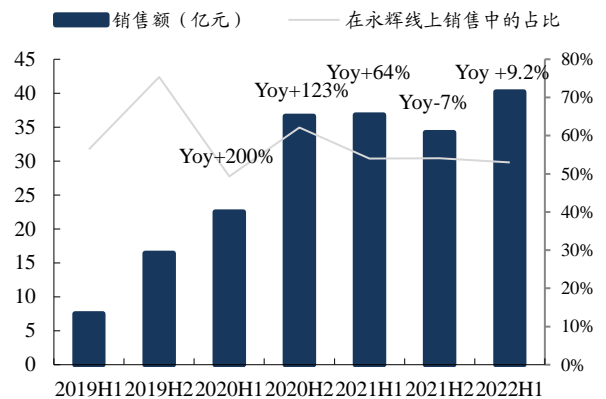
数据来源：凯度数据，东吴证券研究所。数据为凯度消费者指数覆盖的 4 万户城市家庭连续性真实购买行为数据。

图25: 永辉生活 2022 年研发费用率同比提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 永辉生活自有 APP 在其线上业务占据重要比重



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分布密集、数量众多、且具备数字化可能性的中小门店，以及具备垂类优势的业态有望为平台贡献重要增量。

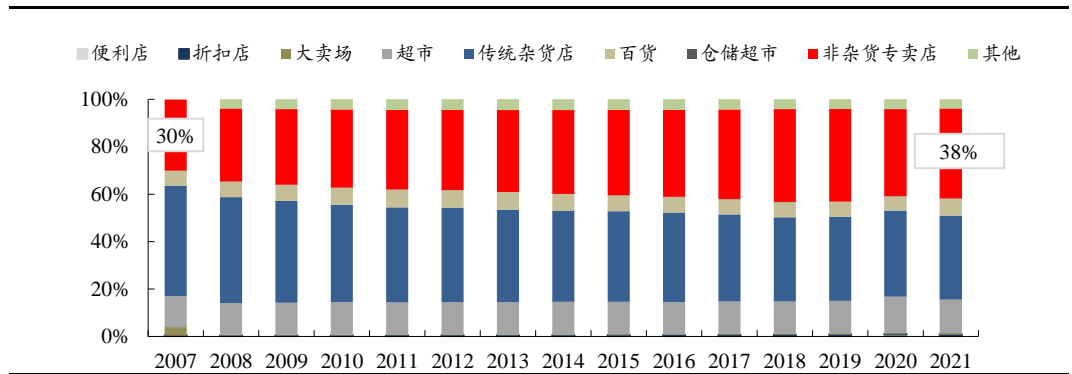
- 中小门店线上化时，原本优势仍在，劣势有望弱化：虽然线上化可以略微抵消头部商家在地理位置上的弱势，但对于即时性需求而言，地理位置仍是消费者重要的考察指标，中小门店仍具备密度优势。同时考虑到头部商家营业时长、拣货效率不如中小门店，组织灵活度和精力分配上可能也不如后者，再加上平台同时汇集多个中小门店的商品信息，填补了单个门店 SKU 较少的弱势，我们认为中小门店在做线上业务时原本线下的劣势有望减弱。2022 年 1-7 月，美团上超市便利订单同比增长 54%，尤其是夫妻百货店（小型超市）订单同比增长 110%。

（注：部分极传统的小店，如老年夫妻管理的社区小店，数字化动力和能力不足，虽然靠近居住区，但可能难以成为平台供给的一部分）。

- 垂类业态，如母婴店、餐饮店、3C 数码店等，由于其商品差异化优势，也有望成为平台供给的重要补充。

综合来看，我们认为即时零售门店供给或将继续呈现低集中度的特征。同样以永辉为例，2021 年其门店线上交易额在我们估计的即时零售总市场规模中占比不到 4%，而永辉已是国内零售商中线上规模较大的商家之一。随着平台玩家的业务拓展到更多城市、完善基础设施为中小及垂类门店降本提效，（如京东到家不断优化自研的海博、坤策和达达优检服务，美团闪购收购数字化中台系统“牵牛花”，与其原有百川系统共同升级为新数字化服务平台等），这类门店供给数量和销售额占比有望进一步提升。

图27: 垂类门店在线下零售额中的占比呈现提升趋势



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

2.3.2. 闪电仓作为专业玩家有望弯道超车

即使现有门店全部实现线上化, 我们认为仍存在供给缺口: 长尾需求与线下有限供给之间的矛盾。一开始便生长于即时零售的业态, 如闪电仓, 或有望填补部分缺口, 推动行业走向万亿元空间。(闪电仓: 美团闪购自 2020 年起孵化的项目, 鼓励商家以前置仓模式在平台开日用百货和宠物用品的小店, 纯线上经营, 24 小时营业, 美团闪购提供从选址-选品-配送-运营的全生命周期数字化运营指导)

我们认为闪电仓当前可类比淘宝早年“淘品牌”迅猛发展的阶段, 流量红利明显。淘品牌成长于淘宝早年急需增加女装、美妆护肤优质商家供给的时代(2005-2008 年), 在淘宝便宜流量倾斜下, 既走出了韩都衣舍、茵曼这些独立设计师女装品牌, 也孵化出了膜法世家等多个国产美妆护肤品牌, 其中不少品牌在 3-5 年内发展至数亿元规模。当前闪电仓也同样在享受流量红利: 行业处于供小于求的成长期+平台流量扶持。美团预计 3 年内投入 50 亿元扶持项目发展, 目标是培养千万级合作商 1000 个, 亿级合作商 200 个, 十亿级合作商 10 个。

闪电仓自身也实现了供给效率提升, 相比线下门店的优势有望长期存在。我们认为相比现有商家, 闪电仓更像是即时零售领域的“专业玩家”:

- **收入端: 供给更丰富、匹配即时零售需求, 服务质量更佳。** 由于没有线下业务, 仓库无需考虑陈列美观和动线设计, 可容纳商品数量更多。由于资源集中线上, 活动策略和库存调整更灵活, 闪电仓可根据当地消费者偏好和时事热点选品, 充分满足其全场景需求(特别是在长尾商品上的补充, 如护肤品小样、一次性床单等; 并满足夜间消费需求), 逐渐培养用户习惯。供应链上不存在绝对劣势, 我们认为区域单量达到一定量级后可提升对经销商话语权。
- **利润端: 从店仓管理转向纯仓管理, 品类与物流空间不受限, 盈利空间打开。** 由于没有为线下门店引流的需求, 闪电仓品类限制较小, 生鲜占比小、长尾高利润产品比重更高, 毛利率优于一般商超便利店。且可选择租金成本相对低的地带, 仓库利用效率和拣货效率优于传统门店。根据产业调研, 头部闪电仓门店盈利能

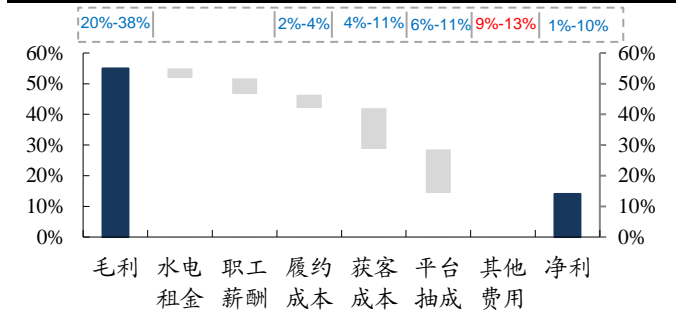
力显著强于头部商超便利到家业务，主要来自毛利率差异；美团数据亦显示闪电仓标准毛利率在 50% 上下，远好于传统线下门店。

图28: 模式和 SKU 对比: 闪电仓 VS 便利店 VS 前置仓

店铺类型	仓配模式	SKU	SKU 主要类型
闪电仓	纯仓储空间, 无线下店铺运营空间	3000-5000	日用百货、快消品为主, 包括部分高利润长尾商品
便利店	前店后仓	1000-2000	熟食、生鲜、包装食品、饮料、乳制品、等为主
前置仓	在离用户最近的地方建设集仓储、分拣、配送于一体的仓储点	2000	生鲜为主

数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图29: 国内头部闪电仓在某二线城市门店与商超便利到家业务利润率对比 (2022/9, 顶部数字为某头部商超和头部便利店水平, 蓝色代表更低, 红色代表更高)



数据来源: 产业调研, 东吴证券研究所

注: 商超便利到家业务利润率并未摊线下租金水电费用, 若考虑进来净利率将更低。

头部玩家已跑出, 期待标杆效应下供给增长加速。2021 年, 美团闪电仓已孵化出 10+ 个年销售额过亿元的商家。2022/8, 闪电仓数量达 1500 家 (6 月 1000 家)。头部商家, 如哆鲸选上线 2 个月便实现门店盈利, 一年半全国开出 20+ 家门店; 2021H1 海豚购单店首年交易额突破 1000 万元; 佳美乐购北京门店单店日订单量达 600 单。在抽样调查中, 闪电仓商家在一线城市商超便利品类中销量靠前, 我们认为在标杆效应下, 闪电仓商家数量和密度还有较大提升空间, 其发展有望推动即时零售整体的供给增加。

图30: 抽样调查显示, 闪电仓 (标黄) 在美团平台商超便利到家中销量靠前

商超便利	TOP5 门店	月售	评分	备注
深圳	鲸 GO·闪送生活超市	9999+	4.8	福田区超市便利人气第 2 名
	百惠超市	9999+	4.4	福田区超市便利人气第 1 名
	哆鲸选·24H 超市 (门店 1)	9999+	4.8	福田区超市便利人气第 3 名
	图图生活超市	9999+	4.5	福田区超市便利人气第 4 名
	哆鲸选·24H 超市 (门店 2)	9711	4.9	福田区超市便利人气第 9 名
北京	生活精品超市	9999+	4.9	近 30 日回头客 1750+
	佳美乐购超市	9999+	4.6	海淀区超市人气第 3 名
	熊本便利店 (门店 1)	9999+	4.7	海淀区超市人气第 2 名
	熊本便利店 (门店 2)	9999+	4.8	海淀区超市人气第 1 名
	京好货生活超市	6740	4.8	近 30 日回头客 500+
广州	京东超市	17043	4.5	
	百汇精品超市	9999+	4.6	越秀区超市人气第 1 名
	美团买菜	9999+	4.7	
	优可多生活超市	9999+	4.8	越秀区超市人气第 6 名
	新惠百货	9999+	4.7	越秀区超市人气第 4 名

数据来源: 美团, 东吴证券研究所统计。注: 统计美团 APP 外卖模块商超便利入口中推荐的销量前 5 的门店, 剔除广告和其他类门店。

3. 竞争推演: 短期共享红利, 长看供给与效率

3.1. 美团闪购与京东到家是平台模式头部玩家

上文我们已经肯定平台玩家在供给端更为重要的作用, 本文将聚焦于讨论平台模式竞争格局。主要玩家包括美团闪购、京东到家、淘鲜达、饿了么、多点等。

表7: 即时零售平台玩家对比

	本地生活		电商玩家		零售服务商
	美团/美团闪购	饿了么	京东到家	淘鲜达	多点
地域覆盖	2800 个市县	2200 个城市	1700 个县区市	280 个城市	205 个城市
商家覆盖	约 100 万个业态的大中小型商户和零售商	多种连锁商户和零售商	多种大型业态商户和零售商	连锁商超和大型零售商	连锁商超、便利店和大型零售商
配送能力	8 公里内配送, 最快 30 分钟达	5 公里内配送, 最快 30 分钟内达	3-5 公里内配送, 1 小时内达	5 公里内配送, 1 小时内达	5 公里内配送, 最快 30 分钟达
优势	覆盖范围, 平台生态, 本地运营能力, 履约能力	覆盖范围, 商超资源, 独家零售资源	覆盖范围, KA 商超资源, 供应链资源和管理能力, 数字化程度	聚焦高线城市, 中高端商家资源, 数字化程度	聚焦高线城市, 零售商超资源
劣势	战略合作 KA 相对较少	配送不稳定, 易受波峰波谷影响	配送业务由达达承接, 时效偏低	下沉市场覆盖和品牌合作有限, 无 24 小时配送	地域覆盖和品牌合作有限, 无 24 小时配送

数据来源: 凯度, 京东到家, 东吴证券研究所

美团闪购和京东到家是头部玩家。参考艾瑞数据, 我们测算得 2021 年美团闪购和京东到家在即时零售平台模式中份额分别为 37% 和 19%, 合计 56%。基于规模、巨头投入力度、生态协同等因素, 我们认为二者领先的局面将长期保持, 下面将重点分析两家的优劣势和未来竞争趋势。

图31: 即时零售平台模式竞争格局 (2021, GMV 口径)



数据来源: 艾瑞咨询, 公司公告, 东吴证券研究所

随着即时零售的发展关键从需求转向供给, 我们认为竞争也可划分为两大阶段: 第一阶段 (流量阶段), 看谁能解决流量问题, 考验平台引流能力与用户心智, 优秀玩家们可共享行业红利; 第二阶段 (留量阶段), 看谁能更高效解决供给问题, 考验平台供给延展性和盈利效率, 龙头壁垒将充分显现。当前用户渗透远远未到天花板, 处于第一阶段向第二阶段过渡的时间, 我们看好美团闪购和京东到家共同做大蛋糕; 随着第二阶段深入发展, 基于对供需发展趋势的判断, 我们更看好美团闪购实现超额收益。

3.2. 流量阶段: 看引流能力, 优秀玩家共享红利

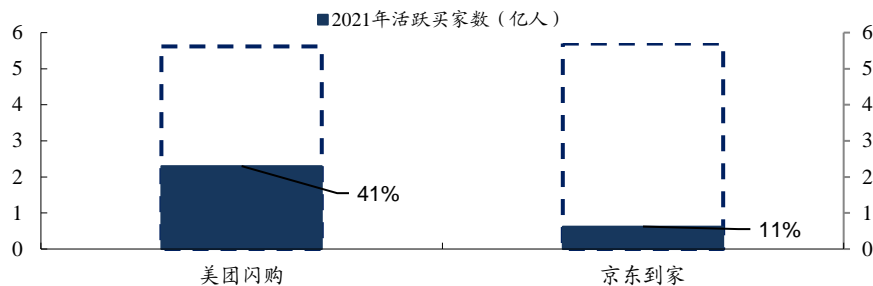
美团与京东总用户盘子接近, 但用户心智不同导致闪购对美团用户的转化率>京东到家对京东用户的转化率, 对应更低获客成本。

2021 年美团交易用户数 5.6 亿人, 京东 5.7 亿人, 两个平台用户盘子接近; 但美团闪购活跃买家数 2.3 亿人, 在美团用户中占比 41%; 京东到家买家数 6230 万人, 在京东用户中占比 11%, 而根据 22Q2 业绩会, 京东到家对京东主站用户的渗透率仅个位数

(公司目标为 50%)。

我们认为转化率差异主要来自自主站的用户心智不同：美团基本覆盖了国内即时消费需求最强烈的消费者（主要是高线城市年轻群体），同时消费者对美团形成较强的“外卖”心智，其从餐饮外卖迁移到非餐外卖更加顺畅；而对京东的认知是收货时间相对长的电商平台。这从二者产品形态亦可以体现出来（京东到家有单独 APP，而美团闪购没有）。我们预计美团闪购在获客成本上有较大优势。

图32：自身用户数/背后巨头用户数：美团闪购>京东到家

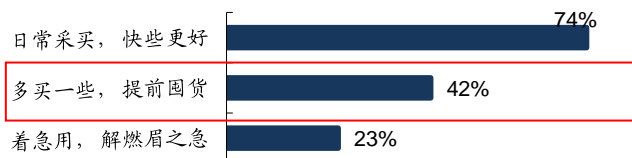


数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：虚线为背后巨头 2021 年活跃买家数。

但考虑到行业仍处于成长期，两个平台差异化定位下，有望共享行业红利。

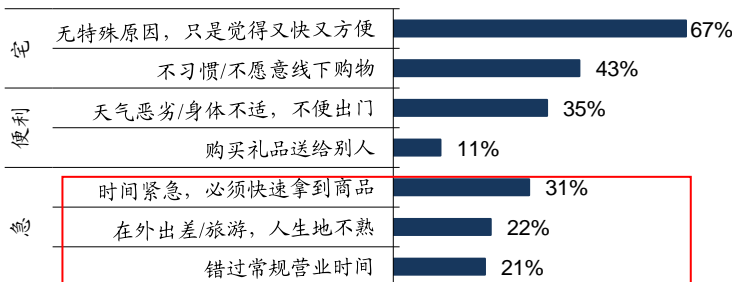
- **核心受众不同：闪购以高线年轻人为主，京东到家以家庭主妇为主。**根据两个平台统计数据，1) 年龄分布上，闪购用户年轻人为主，90 后占比 60%，80 后及以下占比 85%；而京东到家 80 后已婚职场妈妈为主，80 后及以下占比约 70%，90 后及以下占比 20%；中老年用户占比还在提升（2018-2020 年提升 6pct）。2) 城市分布上，以休闲零食为例，三线及以下用户在闪购占比 24%，京东到家占比 33%。
- **消费行为不同：闪购高频低客单，京东到家相对低频高客单。**京东到家偏定期采购消费（家庭消费），周期性长，客单价更高，节日购买性更强。美团闪购即时属性强（个人消费），购买周期短，节日活动时波动性不如京东到家。这也与两个平台核心用户画像匹配。我们预计 2021 年美团闪购单个消费者下单频次约 5 次，客单价 74 元；京东到家频次约 3-4 次，客单价 192 元。

图33：京东到家用户消费动机（2021）



数据来源：京东到家，东吴证券研究所

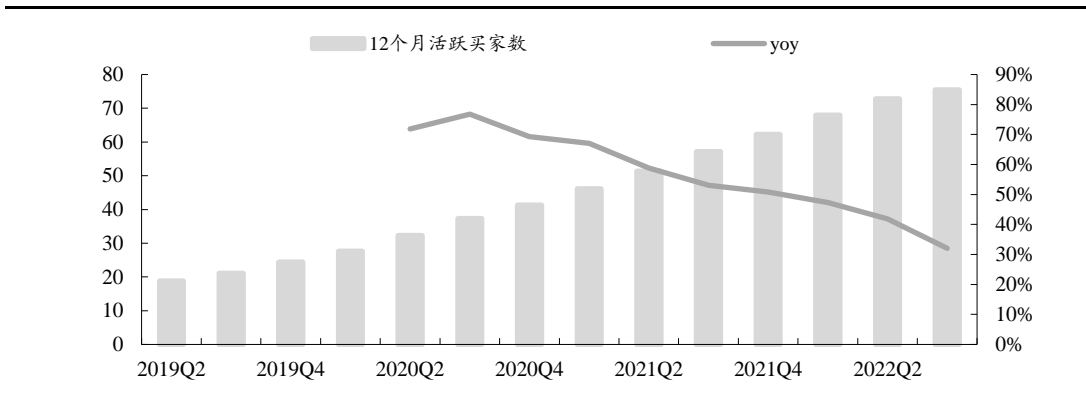
图34：美团闪购用户消费动机（2021）



数据来源：美团研究院，东吴证券研究所

用户心智差异更多源自差异化供给：美团闪购业态丰富，接入的中小超市、便利店和垂类商家（如鲜花药房等）较多，营业时长较长，可满足消费者多种长尾需求；京东到家依托大商超起家，其用户需求与大商超消费特征接近。现阶段用户渗透率远未到天花板，供小于求，作为龙一龙二将有望共同享受行业红利。如京东到家 2022 年以来，12 个月活跃买家数增长仍保持在 30%-50% 的区间。

图35: 京东到家 12 个月活跃买家数仍在高速增长（百万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 留量阶段：看供给延展性与效率，闪购更佳

参考电商与本地生活其他领域竞争格局演变，随着行业增速放缓，头部平台玩家在各自基本盘增长到阶段性天花板、单靠业务优化难以带来显著增量之后，需要通过向供给深水区迈进、或抢夺竞争对手份额，实现用户数/消费频次/客单价任一项及以上指标的增长。

供给侧亦有相似的发展趋势，当平台流量红利不再，流量成本抬升，商家对流量资源竞争更加激烈，适逢其他平台寻找增量加大补贴，双方一拍即合，商家也开始外流至其他平台。此阶段基本盘竞争壁垒、补足短板的能力和容错率将十分重要，从供给的延展性和盈利效率来看，我们看好两个平台市占率进一步提升，其中闪购提升更加明显。

表8: 随着行业进入存量阶段，电商和本地生活领域头部玩家都有深入竞对腹地的趋势

细分行业	头部玩家—竞争对手希望抢夺的领域
电商	淘系—一二线城市、品牌 VS 拼多多—下沉市场
短视频直播	抖音—直播电商 VS 淘宝—货架电商
OTA	携程—中高端酒店、异地旅游 VS 美团—中低端酒店、周边游
即时零售	美团闪购—中小零售业态、垂类商家 VS 京东到家—商超 KA、3C

数据来源：东吴证券研究所整理

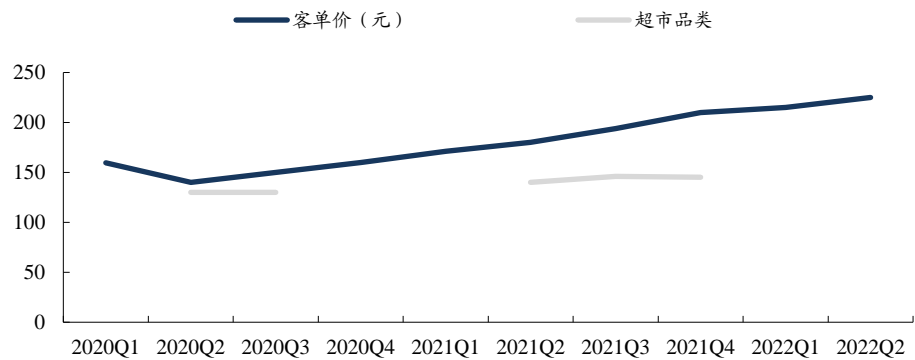
3.3.1. 均在拓供，攻守难度看闪购更佳

京东到家供给以大型连锁商超为主，3C 品类亦优。最早以大商超合作起家，在大型商超数字化和供应链优化上积累了丰富经验；达达快送则为其提供运力支持。线下活跃门店超 15 万家。超市品类是京东到家基本盘（22Q3 GMV 贡献 55%），尤其是 KA

与公司有较深的合作关系：2021 年国内百强超市深度合作超 80 家，Top10 中 9 家与京东到家深度合作，截至 22/9/30，8300 多家门店使用公司研发的海博系统。2021 年京东到家在商超即时零售市占率 27%，同比提升 2pct。

京东到家在 3C 品类亦有优势（京东的基本盘），2022Q3GMV 贡献约 35%（2021Q3 为 25%），其占比增长对整体客单价提升具有显著贡献。

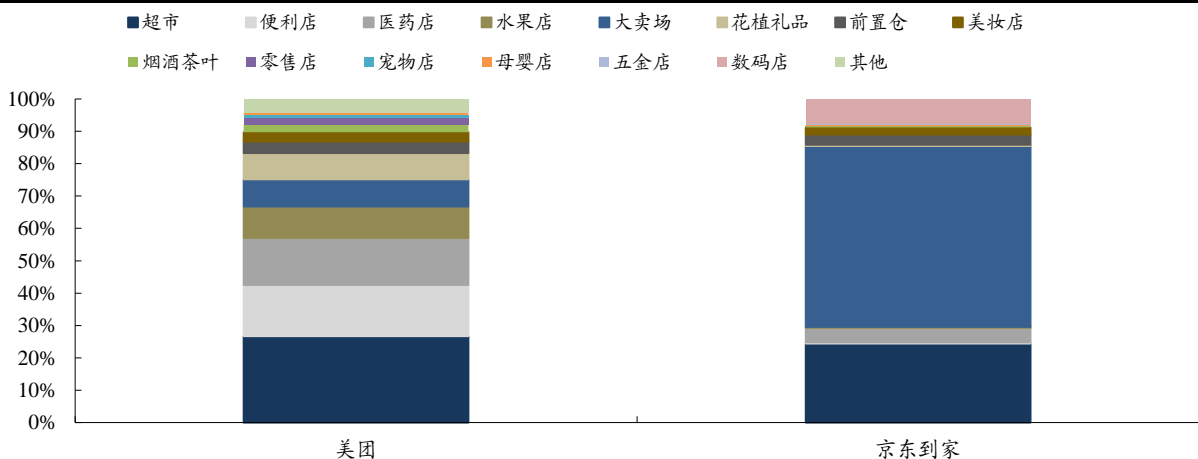
图36: 受益于 3C 品类发展, 京东到家整体 AOV 呈现较快提升趋势 (元)



数据来源: 公司业绩会, 东吴证券研究所

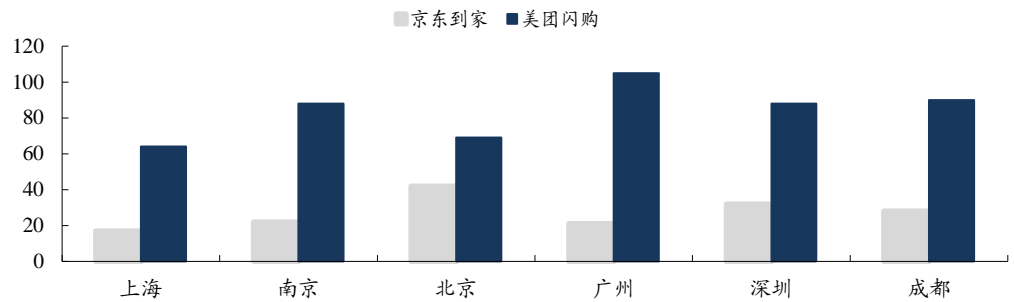
美团闪购合作零售业态和品类更多。美团充分发挥其在外卖用户规模、到店商家资源、地推团队和外卖运力等方面的优势，在闪购业务形成了丰富的供给。闪购以散店起家，根据 36 氪，有效供给商家数量 20-25 万家左右（2022 年 8 月前后）。在我们的数据统计中，高线城市闪购的商超便利动销门店数高于京东到家，其中京东到家以大 KA 为主，闪购以小超市、便利店和闪电仓为主。且由于便利店、闪电仓营业时间长于 KA，闪购可更好满足夜间订单，京东到家则往往需要次日早晨才能配送（夜间运力不足也有影响）。闪购 GMV 占比最高的三大品类是商超便利、水果果切和医药健康。

图37: 2022Q1 不同零售业态店铺营收占比对比: 京东到家以大卖场/超市为主, 美团闪购业态更加多元化



数据来源: O2OMIND, 东吴证券研究所

图38: 高线城市市中心地区可配送的商超便利动销门店数量 (2022/11/23)



数据来源: 京东到家 APP, 美团 APP, 东吴证券研究所统计。注: 1) 地址选择各地人民政府; 2) 京东到家统计范围为“超市便利”页面, 闪购统计口径偏窄, 除北京为“美团 APP-外卖-超市便利-便利店”之外 (有多家超市显示在便利店页面中), 其他地区均为“美团 APP-外卖-超市便利-大型超市”页面, 剔除了代购。3) 动销门店: 显示月售数据的门店。

两个平台亦正在突破各自的供给舒适圈。

- 京东到家在垂类商家和下沉连锁零售持续发力, 2022Q3 母婴门店/服饰商家 GMV 同比增长 2 倍/8 倍; Q3 新签约江西甘雨亭等区域头部商超。
- 美团在 3C 和 KA 方面亦有所突破: 2021 年合作的数码 3C 品牌数量同比增长两倍多, 部分小家电和 3C 产品订单高速发展月均增速达三成; 根据 O2OMIND, 22Q1 永辉超市在美团交易额同比增长接近 370%, 与其在京东到家交易额差距显著缩小。

从攻守难度来看, 我们认为美团闪购供给延展性更佳。

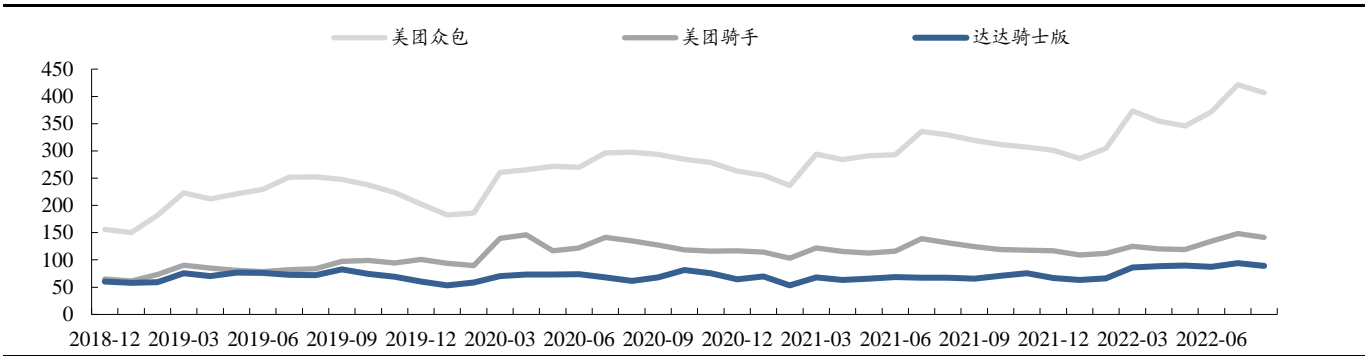
头部商户 VS 中长尾商户, 看似前者更加易守难攻, 实则不然。 1) 正如前文分析, 我们认为头部商超将越来越倾向于自建系统、扶持私域和多平台发展。2) 单个头部商超话语权较强、GMV 和广告贡献大, 京东到家或面临如何平衡扩大供给与成交效率的问题, 为扶持中小和垂类店而调整的佣金体系和资源分配机制或难以快速落地。3) 增加中长尾商户的过程亦是扩大并优化地推团队的过程, 需要较大耐心和投入。4) 中小门店分布更加密集, 部分营业时间长, 也对平台运力提出更高要求, 而美团运力冗余更优。而闪购流量规模有优势, 对于 KA 商家吸引力有望逐渐增强, 其商户结构使其针对 KA 的佣金和流量扶持也更容易开展。闪电仓亦是美团补充供给的重要方式。

表9: 22Q1 超市到家/垂类代表商家在美团闪购和京东到家的销售增速对比

指标	门店类型	美团	京东到家
营收 (亿元)	超市到家 TOP10	9.94	10.77
	屈臣氏	2.68	1.78
	孩子王	0.29	0.18
同比	超市到家 TOP10	71%	21%
	屈臣氏	166%	-45%
	孩子王	50%	5274%

数据来源: O2OMIND, 东吴证券研究所

图39: 相比达达, 美团运力更加充足 (APP MAU, 万人)



数据来源: QUEST MOBILE, 东吴证券研究所

美团在商户联动上具备明显优势, 区域流量来源多元化将是对商户的重要激励。

基于美团覆盖的多个生活服务场景, 闪购可为线下门店提供多元流量, 联动美团外卖、美团酒旅、美团打车等业务触达高潜年轻用户: 如闪购联合美团酒旅协同打造广州长隆万圣节主题活动, 园内增设华润万家品牌快闪店进行展示和下单引导, 同时提供下单赠送门票的活动奖励, 通过与长隆的合作帮助华润万家积累更多年轻人群体。

结合我们在第二部分中对商户结构和新业态潜力的分析, 我们更加看好闪购供给增加的趋势, 以及 GMV 增长空间。我们将闪购 2025 年的订单量目标作为保守情景假设, 客单价目标作为中性情景假设, 中性预计 2025 年 GMV 实现 4380 亿元, 2022-2025CAGR 为 51%, 在即时零售平台模式中占比为 62%。京东到家实现 1401 亿元, 2022-2025CAGR 为 34%, 在即时零售平台模式中占比为 20%。依据如下:

- 我们预计闪购 2021 年日均订单量在 300 万单以上, 22 年七夕订单量峰值已达 970 万单, 公司 25 年日均 1 千万单的目标已显得略微保守。随着供给增加, 消费者潜在需求得到满足, 消费习惯从即时性品类转向其他品类, 闪购订单量将逐步提升, 2025 年大概率可以超额完成目标, 我们中性预计 25 年实现日均 1200 万单, 22-25 年 CAGR 约 40%。
- 随着用户购物篮增加及 3C 等高单价品类订单量占比提升, 闪购客单价也将逐渐提升。参考京东到家 3C 品类 GMV 从 21Q2 的 20% 提升到 22Q3 的 35%, 整体 AOV 从 21Q2 的 180 提升到 22Q2 的 225 元, 对应一年 25% 的增长, 我们预计 25 年闪购 100 元目标客单价实现概率较大, 22-25CAGR 年约 8%。
- 京东到家 2021 年日均订单量约 62 万单, 客单价 192 元, 我们中性预计其 2022-2025 年订单量和客单价 CAGR 分别为 26% 和 7%, 均慢于闪购。

图40: 美团闪购 2025 年 GMV 测算 (亿元)

日均单量 (百万单) \ 客单价 (元)	悲观-10	中性-12	乐观-13
悲观-90	3,285	3,942	4,271
中性-100	3,650	4,380	4,745
乐观-110	4,015	4,818	5,220

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

图41: 京东到家 2025 年 GMV 测算 (亿元)

日均单量 (百万单) \ 客单价 (元)	悲观-1.28	中性-1.55	乐观-1.76
悲观-245	1,141	1,389	1,572
中性-247	1,151	1,401	1,585
乐观-250	1,165	1,418	1,604

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

3.3.2. 闪购效率优势明显，有望先盈利

与餐饮外卖相似，即时零售的商业模式又重（重投入、重运营、低盈利）又慢（爆发性弱），对玩家作战效率和耐心有较高要求。参考美团外卖和饿了么的竞争历史，通过提高效率率先盈利的玩家可进入正向循环（更高 UE—有更多内部资金优化业务和用户体验—用户和商户粘性提升、平台议价权提升—UE 提升），提供更多容错空间。

参考公司披露数据，我们测算得 2021 年京东到家直接亏损（直接利润=毛利-用户补贴）和闪购运营亏损在 GMV 中的占比均在 1%-2%之间，其中京东到家未考虑总部成本费用分配，我们预计总体运营亏损率高于闪购。

具体来看，京东到家 21 年单均收入更高（与高客单价有关），在此前提下，闪购实现更好的盈利模型，更加凸显其效率优势，我们认为主要原因是餐饮外卖业务的正外部性：

- **闪购用户获取和留存成本更低，即补贴更低：**参考公司业绩会内容，我们测算京东到家 21 年单均用户补贴约 10 元，在客单价中占 5.4%；闪购我们预计略高于餐饮外卖业务，预计计入销售费用的单均补贴和在客单价中占比为 0.8 元和 1.1%，更低的补贴率主要系上文提及的用户心智和资源复用问题。
- **闪购单均配送成本更低：**京东到家众包模式理论上成本低于美团的专送（底薪制）+商家自配的模式，但考虑到：1）闪购订单时段分布比餐饮外卖平滑，零售商自配可行性更高，1P 模式占比可能低于餐饮外卖，2）闪购骑手容易接到顺路的餐饮外卖单，单均密度高，3）闪购订单量高于京东到家、商家密度也优于京东到家（大 KA 往往距离社区有一定距离，京东到家骑手配送时间预计更长），我们预计闪购单均配送成本更低。

长期看，考虑到两个平台现有供给结构和发展策略，美团在客单价和货币化率上的弹性更大，随着用户粘性增强单均成本费用仍有优化动力，我们预计其有望率先实现运营口径的盈亏平衡，业务自给自足后进入正向循环。短期考虑疫情的不确定性，我们认为对具体盈利时点的判断或存在较大误差，但长期看，相比餐饮外卖业务，美团闪购客单价更高，1P 订单占比更低，闪购利润率有望好于餐饮外卖。我们中性预计 2025 年单均利润实现 1.58 元，对应客单价中占 1.6%，为美团贡献 69 亿元利润。

表10：美团闪购 2025 年 UE 测算（元）

	2021	2025E			测算依据
		悲观	中性	乐观	
客单价	74	90	100	110	<ul style="list-style-type: none"> ● 收入端：参考美团餐饮外卖 14%的货币化率，闪购还有提升空间，但考虑到还需培养，弹性主要来自广告。更多大 KA 入驻和品牌方投入增加将驱动广告货币化率提升，但佣金和配送收入占客单价比率有下降压力（我们认为平台为引入 KA，会提供佣金优惠政策；为培养用户心智以及吸引价格敏感性用户，配送收入在客单价中的占比可能会下降） 我们中性预计广告货币化率 25 年实现 2.3%，相比 21 年提升 130bps。 依据 1：京东到家广告货币化率从 19 年 0.9%提升 190bps 到 21 年 3%附近（我们测
收入	6.21	8.21	9.27	10.33	
货币化率	8.4%	9.1%	9.3%	9.4%	
成本费用	7.19	7.37	7.69	8.02	
成本费用占比	9.7%	8.2%	7.7%	7.3%	

运营利润	-0.97	0.84	1.58	2.31	算), 但考虑其 KA 合作更紧密, 广告变现速度快于闪购; 依据 2: 零售供给同质化程度高于餐饮, 我们认为闪购广告货币化率提升速度应快于餐饮外卖, 美团餐饮外卖 21 年广告货币化率 1.6%, 相比 17 年提升 120bps。 <ul style="list-style-type: none"> 成本端: 随着运营效率优化和用户粘性增强, 成本费用存在下降空间。长期随着商家密度提升、智能配送系统和骑手调配优化, 我们认为骑手订单密度仍有提升空间, 美团闪购对专送骑手管控力更强, 长期单均骑手成本控制能力更强, 但考虑到用工成本、社保缴纳等问题以及 1P 订单量占比提升, 我们预计实际单均配送成本稳中略升, 但在客单价中的占比下降。盈利弹性主要来自补贴, 随着平台用户粘性提升, 补贴率有望下降。
运营利润率	-1.3%	0.9%	1.6%	2.1%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

京东到家也将持续受益于用户消费习惯形成、品牌方广告投入增加以及订单密度提升, 直接利润率我们悲观/中性/乐观假设提升至 1.6%/1.8%/2% (22Q3 为 1%), 对应单均直接利润悲观/中性/乐观情境下为 3.9/4.4/5.0 元, 为达达集团贡献 25 亿元直接利润。

4. 投资建议

即时零售正处于成长阶段, 我们看好头部平台美团闪购和京东到家享受增长红利, 共同做大蛋糕。我们也看好第三方配送龙头顺丰同城通过错位竞争实现高速增长。

- **美团-W (3690.HK):** 公司基本盘稳健增长, 盈利能力逐步凸显; 即时零售业务正处加速发展阶段, 未来趋势向好, 我们坚定看好公司长期发展, 短期疫情不扰长期逻辑, 我们预计公司 2022-2024 年经调整 EPS 为 0.60/3.03/6.20 元, 对应 PE 252/50/24 倍 (估值数据对应 2022/12/2 收盘价 168 港币), 维持“买入”评级。
- **达达集团 (DADA.O):** 我们认为品类扩张和城市扩张将持续拉动京东到家 GMV 增长, 同时作深服务带动货币化率提高, 我们预计京东到家 22-24 年 GMV 同比增长 45%/40%/33%, 收入同比增长 52%/41%/35%。我们预计达达集团 22-24 年实现归母净利润-19.37/-2.82/9.35 亿元, 对应 24 年 PE14 倍 (估值数据对应 2022/12/2 收盘价 6.88 美元), 维持“买入”评级。
- **顺丰同城 (9699.HK):** 场景多元化驱动订单量增长, 订单量增加、订单结构优化叠加技术能力提升, 有望推动单均毛利增长。我们预计公司 2022-2024 年实现收入 104/138/180 亿元, 归母净利润实现-3.96/-0.93/2.14 亿元, 对应 2024 年 PE 为 24 倍 (估值数据对应 2022/12/2 收盘价 6.02 港币), 维持“买入”评级。

注: 若无特别说明, 货币单位均为人民币; 港元汇率取 2022/12/3 数据 0.9007, 美元汇率取 2022/12/3 数据 7.0195; 估值数据对应收盘价取自 2022/12/2。

5. 风险提示

- 1、宏观经济波动风险。宏观经济波动可能会对相关公司发展产生不利影响。
- 2、即时零售行业发展不及预期。商家和消费者需求增长不及预期可能会影响相关公司业务发展。
- 3、竞争风险。竞争环境变化等可能影响相关公司市占率和盈利。

4、调研、统计与测算结果可能与实际存在差异。文中有较多调研和统计数据，可能与实际结果存在偏差；由于美团闪购和京东到家只是上市公司的子业务，公开数据有限，我们测算的结果可能与实际结果存在较大偏差。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

