美团（3690.HK）深度系列一：即时零售成为到家第二增长曲线

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网II

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张伦可
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：曾光
0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：钟潇
0755-82132098
zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

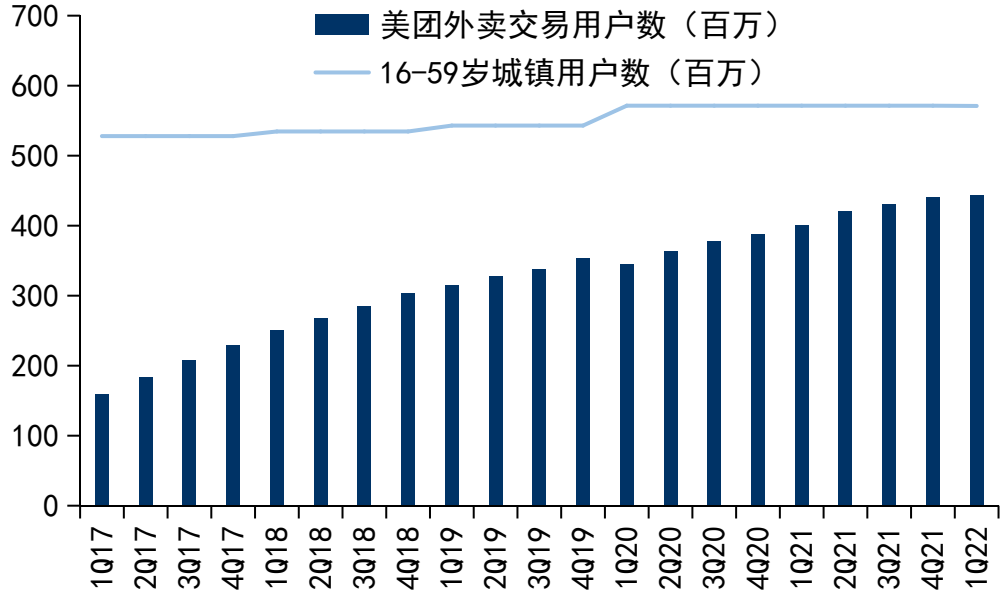
证券分析师：陈淑媛
021-60375431
chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003

联系人：王颖婕
0755-81983057
wangyingjie1@guosen.com.cn

引言

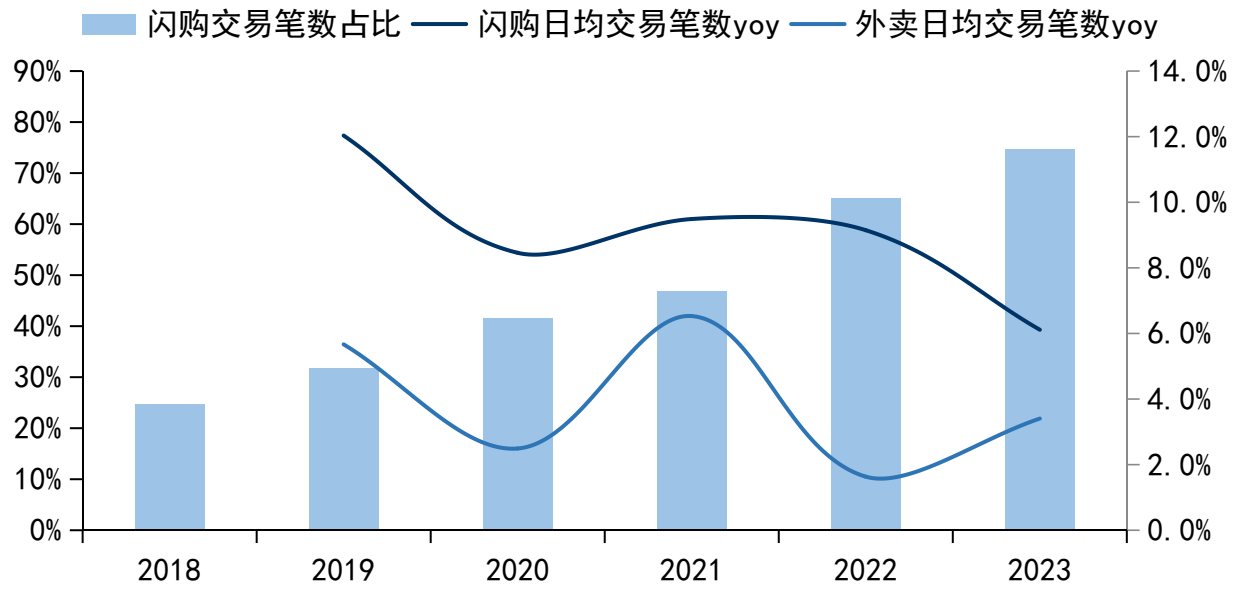
- **餐饮外卖业务是美团基本盘**，目前外卖用户渗透接近天花板，预计2024年日均单量增速降至15%左右，亟需第二曲线支撑发展。
- 闪购2023年七夕日单量突破1300万单，目前闪购日均单量约占美团整体即时配送约12%，单量增速是外卖的两倍以上，目前仍处于快速发展阶段，**是美团增长最快的业务**，尚未盈利。
- 本文主要研究**美团闪购业务天花板、能否撑起到家业务的第二曲线，为集团带来新的增长点。**

图14：美团外卖用户数2022年已接近天花板



资料来源：国家统计局、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：外卖/闪购日均单量增速变化情况

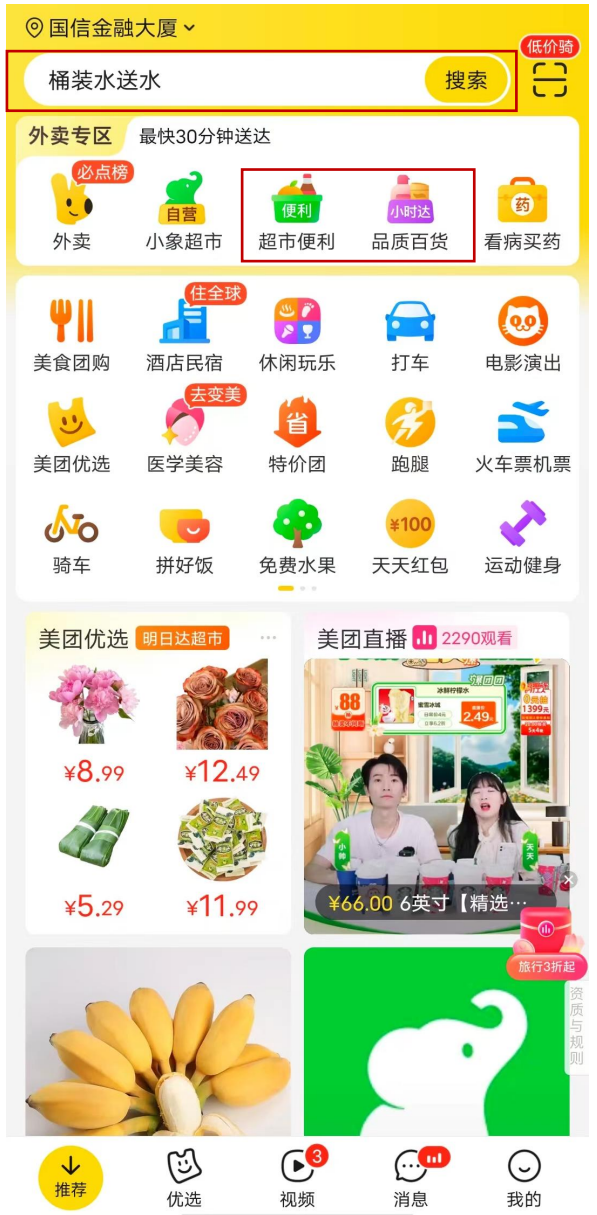


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

引言

- **闪购基本情况：美团增速最快的业务，21-23年单量CAGR+50%。**
  - **用户**：面向年轻/精致人群，主要从外卖用户导流，继承外卖业务“快”的心智，超过40%流量来自主站商品搜索，客户价值排序为“快多好省”；
  - **商品**：非餐外卖均归属闪购业务，本文主要讨论非医药品类；非医药品类中快消品与耐用品六四开，商家普遍通过快消引流，耐用品赚钱。
  - **商家**：未来GTV产出以闪电仓（仅提供线上服务）商家为主，目前一线城市闪电仓基本饱和，商家平均净利率跌至低个位数，下沉市场仍有较大空间。
  - **履约网络**：闪购复用外卖业务的履约网络，与外卖业务单量错峰，相对友商规模效应更强，履约时效更快、配送费更低。
- **天花板限制：行业天花板主要受加价率过高限制，**即时零售相当于商品零售+即配服务，由于更靠近消费者，商品流通链条长加价率高，配送费平均每单6元左右，远高于快递。
- **收费模式：**平台向商家和品牌收费，商家收5%-7%佣金以及广告推广费，同时向采用美团配送的商家收取配送费；向品牌收取广告费和用户补贴，各方费率都在逐步上提。



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：美团App，国信证券经济研究所整理

核心观点

- **行业大盘：**即时零售目前主要满足用户应急需求，2023年大盘5000亿，社零渗透率1.1%，预计2026年超10,000亿，社零渗透率1.7%，短期增长靠覆盖应急场景，长期增长需进入远场电商竞争存量。
- **行业格局**：1）目前美团即时零售市占率近50%，份额仍在持续提升，受益于外卖稳定可靠的运力网络与长期形成的用户心智；2）即时零售行业内卖场与自营模式73开，卖场占比仍在持续提升，本文我们主要讨论美团闪购业务（小象超市为前置仓自营）。
- **未来2-3年闪购以满足用户便利性需求增量为主：**目前闪购的外卖用户渗透率60%+，以高精致人群和年轻人为主，业务价值排序为“快多好省”，依托外卖稳定的运力壁垒和用户心智，未来3-4年增长驱动因素为外卖用户渗透率提升以及用户应急场景进一步覆盖，我们预计2027年闪购GTV可达4258-6815亿，4年CAGR 20%-35%；预计货币化率能做到10%+，实现收入443-700亿元；目前闪购业务仍处规模扩张期，故现有2024-2026年盈利预测对闪购业务利润率假设仍较为谨慎，预计24-26年闪购经营利润率分别为-2%/2%/4%。
- **闪购如何打开业务天花板？**关键在于能否在“好多省”上持续做功，追齐远场电商的平均水平，进而切入远场电商市场。目前平台从供给模式和基建建设两方面发力，在前置仓仓模式下推出酒水自营“歪马送酒”和加盟模式的“松鼠便利”，希望重塑原有渠道，结合平台商品属性和人货匹配能力建设实现“好多省”。
- **风险提示**：政策风险、宏观经济疲软风险、市场竞争及创新风险等。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 即时零售行业现状

02 美团闪购发展情况及规模测算

03 美团闪购如何突破即时零售天花板？

04 盈利预测与估值

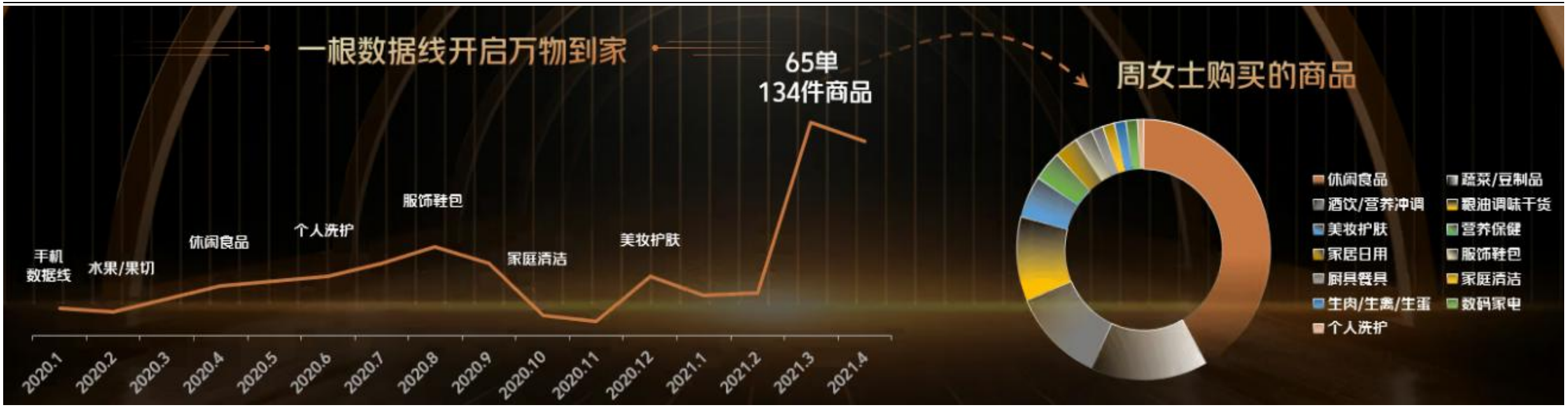
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

即时零售行业概况：2小时内送达，满足用户高确定性需求

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **定义**：即时零售是通过线上即时下单， 线下即时履约， 依托本地零售供给， 满足本地即时需求的零售业态。
- **满足什么用户需求？核心诉求是快，**从应急需求向高确定性需求过渡。（履约时效越短越应急，时效越久计划性越强，次日达、隔日达主要满足用户计划性需求）
  - ✓ 应急需求：出差忘带充电器、转接头；计生用品…
  - ✓ 高确定需求：空包旅行—到达目的地后再购买保湿精华、牙线、一次性内裤等必需品。

图1：山东外卖用户周女士从手机数据线开启万物到家之旅



资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

相较其他线上零售模式，即时零售提供新的体验点

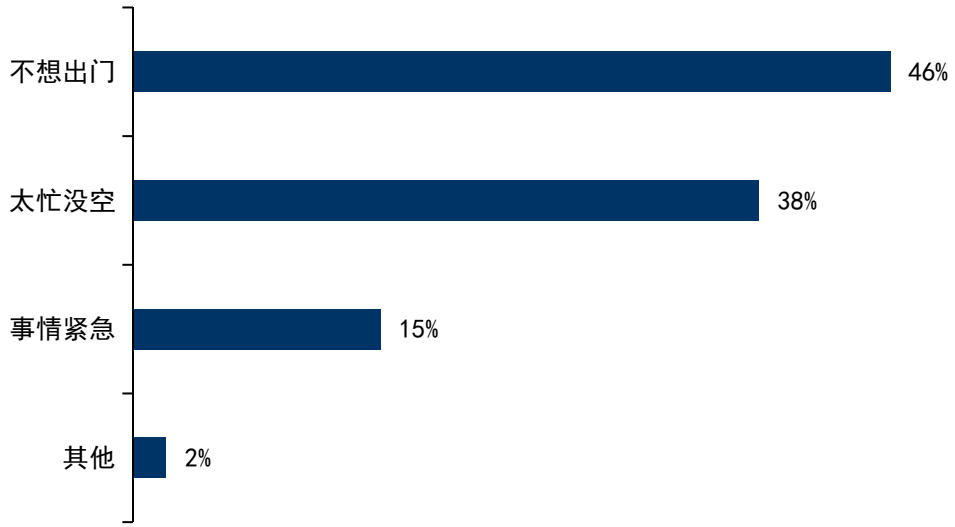
- **相较其他线上零售新的体验点**：
  - ✓即时享用的服务：常温啤酒→冰啤；水果→果切；冷冻肉禽→现处理肉禽；
  - ✓有情感的服务：节日送鲜花等；
- **如何做到快：**LBS（Local Based Service）逻辑，组织顾客3-5公里范围的供给，通过骑手配送网络实现30min-1h配送。与电商一品卖全国、全国统一运营不同，为保证履约时效，即时零售商品供给离客户更近，蜂窝级别的运营，这也导致业务扩张速度慢，更接近线下零售生意模式。

图4：不同零售模式基本情况

	线上零售			线下零售
	即时零售	次日达	隔日达	
需求类型	即时需求	计划需求	计划需求	计划&即时需求
供给模式	线上平台+线下门店或前置仓	线上平台+线下城市仓	线上平台+线下全国仓	线下门店
供求匹配	蜂窝范围（3-5km）	城市范围（<100km）	全国范围（>100km）	到店消费（3km内）
送达时长	30 分钟—2小时	次日	2天及以上	-
代表平台	美团闪购、朴朴	京东自营 天猫超市	淘宝、京东、拼多多	永辉超市、沃尔玛

资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，国信证券经济研究所整理及测算

图5：线上用户选择即时零售的原因



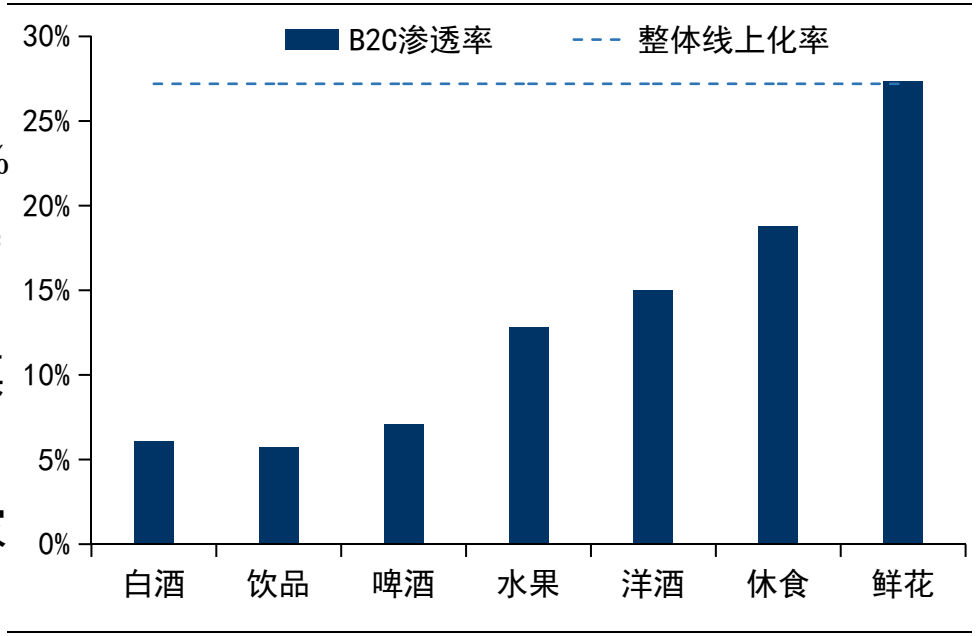
资料来源：美团研究院，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

行业概况：2023年5000亿规模，社零渗透率1%出头

- **即时零售行业大盘**：2023年5,000亿，社零渗透率1.1%，预计2026年超10,000亿，23-26年CAGR为26%；
  - ✓ **测算逻辑（具体见附录）：1）短期**开拓线上零售增量（应急场景），以电商渗透率低的快消品为主，预计2026年即时零售的社零渗透率1.7%
    2）长期应急/异地等场景基本覆盖，进入与电商（线上化率近28%）等的线上存量竞争，仍需观察即时零售在“好多省”上相对电商等业态的满足情况。
- **各平台即时零售布局**：1）按商业模式分：自营模式和卖场模式，其中自营按照有无线下零售门店不同分为前置仓玩家和店仓一体模式；2）玩家画像：远场电商玩家（阿里/京东/抖音电商）、餐饮外卖玩家（美团/饿了么）、线下连锁商超（沃尔玛/永辉等）和新入场玩家（叮咚/朴朴）。

图7：快消品类线上化率普遍较低，仍有增量空间



资料来源：国家统计局、欧睿，国信证券经济研究所整理

图6：各家平台远近场零售布局情况

			美团	阿里	京东	拼多多	抖音	其他
即时零售	自营模式	前置仓	小象超市	-	-	-		叮咚买菜、朴朴超市
		店仓一体	-	盒马超市	七鲜超市	-		超市到家（沃尔玛/山姆…）
	卖场模式		美团闪购	饿了么新零售/淘鲜达	京东到家	-	抖音超市	-
次日达	B2C电商		美团电商	天猫超市	京东自营	-	抖音超市	-
	社区团购		美团优选	淘菜菜	京东拼拼	多多买菜	-	兴盛优选
隔日达	B2C电商		美团电商	淘天	京东POP	拼多多	抖音电商	小红书/视频号电商/得物…

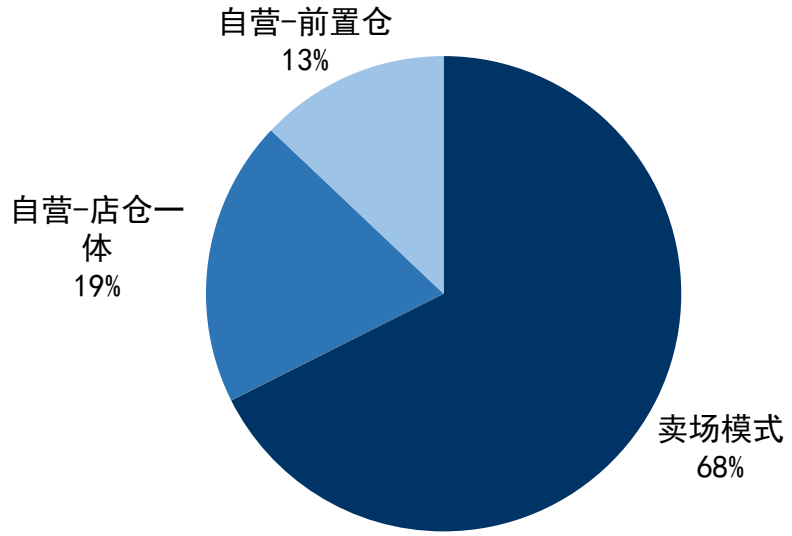
资料来源：美团App、京东官网、阿里巴巴官网、抖音App，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

竞争格局：卖场与自营模式73开，美团份额持续提升

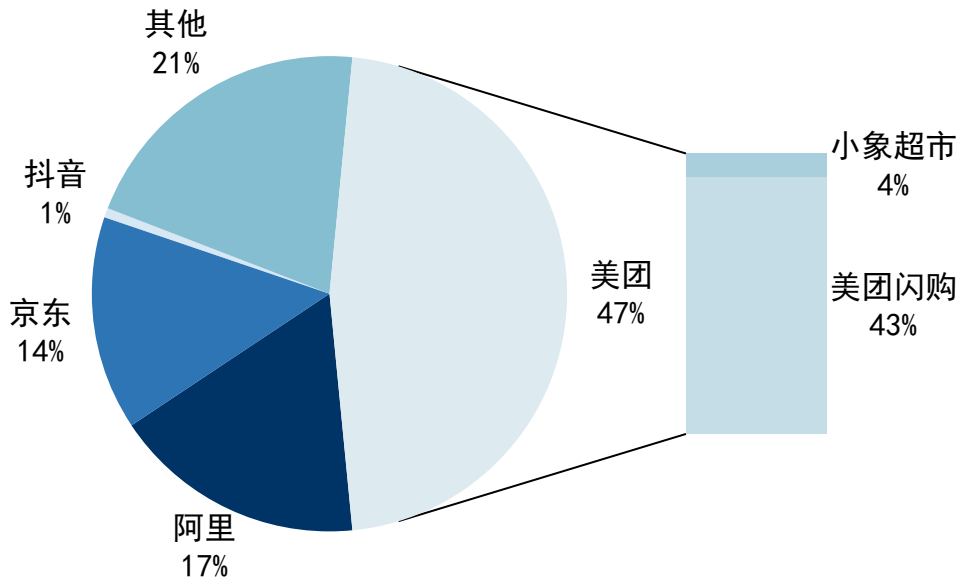
- **竞争格局**
- 1）不同商业模式：卖场与自营模式73开，卖场占比仍在进一步提升；
- 2）不同平台：互联网平台主导且集中度有提升趋势（22-23年CR3从76%提升至79%）；美团份额持续提升，阿里京东份额收缩（2023年饿了么新零售增速个位数，京东到家基本持平），2022年底抖音电商加入战局。

图8：2023年各即时零售业态市场份额占比情况



资料来源：各公司公告、美团闪购官网、晚点Latepost，国信证券经济研究所整理及测算

图9：2023年各平台即时零售行业下销售额格局



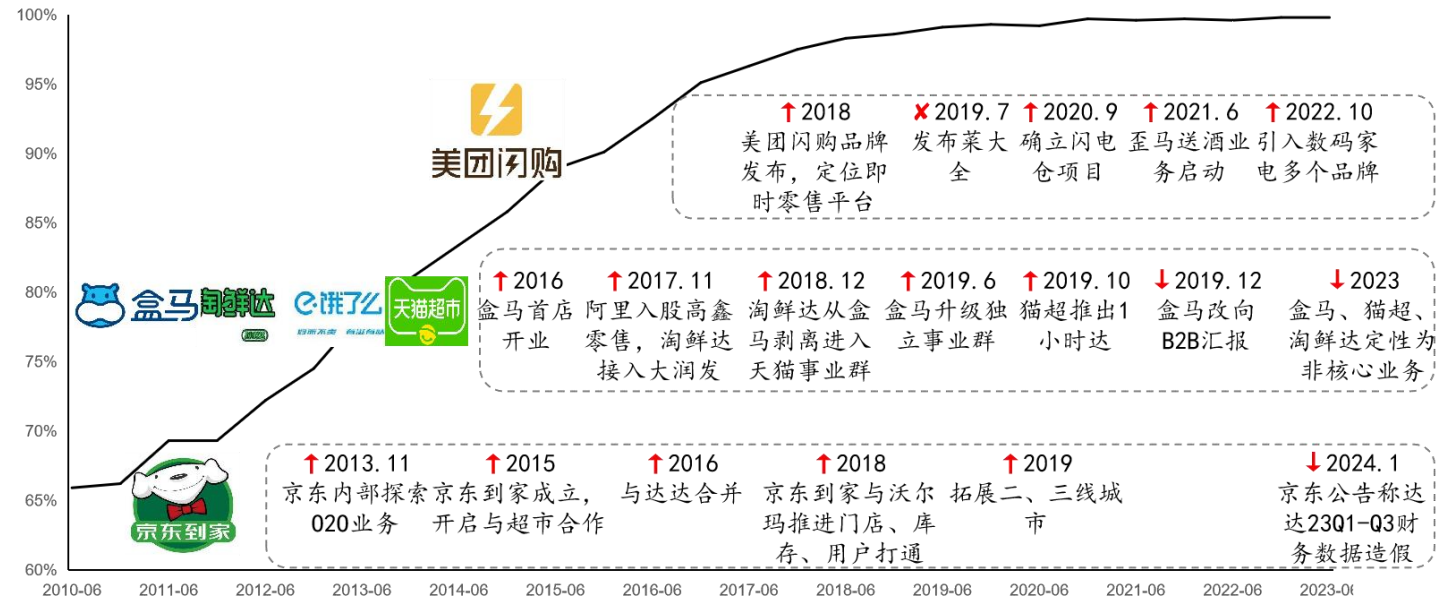
资料来源：各公司公告、美团闪购官网、晚点Latepost，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

现阶段远近场电商核心能力不同，单一平台难以覆盖所有线上购物需求

- **发展历程**：1）**阿里**即时零售业务散落在猫超、淘鲜达、饿了么等多个业务板块，难以形成合力，于2023年被定性为非核心业务，逐步收缩；2）**京东到家**继承沃尔玛等大商超资源，率先探索即时零售业务，但履约能力和心智欠缺（覆盖地区有限、流量不足）；3）**美团闪购**继承外卖“快”的心智和履约网络，验证非餐领域是否有30min达需求；4）**抖音**2022年发展即时零售业务，目前仍处于早期探索阶段，流量、供给丰富度和履约能力都很欠缺。

图10：随着智能手机普及度提升，LBS成为可能，各家纷纷开始近场零售布局



资料来源：美团App、京东官网、阿里巴巴官网、抖音App，国信证券经济研究所整理

图11：各平台近场零售发展情况

	美团闪购	饿了么	京东到家	淘鲜达
地域覆盖	2800个市县	2200个城市	2000个县区市	280个城市
年度购买用户	3亿人	<1亿人	<1亿人	n.a
商家覆盖	约100万丰富业态的大中小型B端商户和零售商	多种连锁型的B端商户和零售商	多种大型业态的B端商户和零售商	聚焦连锁商超和大型零售商
配送能力	8公里内配送、最快30分钟内送达、24小时配送	5公里内配送、最快30分钟内送达、24小时配送	3-5公里内配送、1小时内送达、24小时配送	5公里内配送、1小时内送达
优势	下沉市场深度覆盖；拥有独家零售商资源，即时配送履约率强	地域覆盖范围广；商超资源丰富，本地运营能力强	KA商超资源丰富	聚焦高线级城市；商家资源集中在中高端市场
劣势	缺少沃尔玛、大润发类的战略合作KA	配送不稳定，易受波峰波谷影响	配送业务由达达承接，覆盖范围有限，时效偏低	下沉市场覆盖有限；与品牌合作有限；时效低

资料来源：美团闪购、KANTAR，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

现阶段远近场电商核心能力不同，单一平台难以覆盖所有线上购物需求

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **现阶段没有平台能包揽远近场所有零售业务，主要原因是核心能力要求不同：1）近场核心诉求是快和送货上门，稳定可靠的运力网络是壁垒**，履约系统需要高频业务支撑，近场履约受到区位、天气、季节、时段等多因素影响，运营能力要求极高，加上美团吃的心智契合即时零售快消为主的品类结构，美团闪购资源最优。**2）远场电商快递基础设施完善**，用户价值导向从更多选择转向更优质服务、再转向更便宜，难有“快速送达”的用户心智。

图10：随着智能手机普及度提升，LBS成为可能，各家纷纷开始近场零售布局

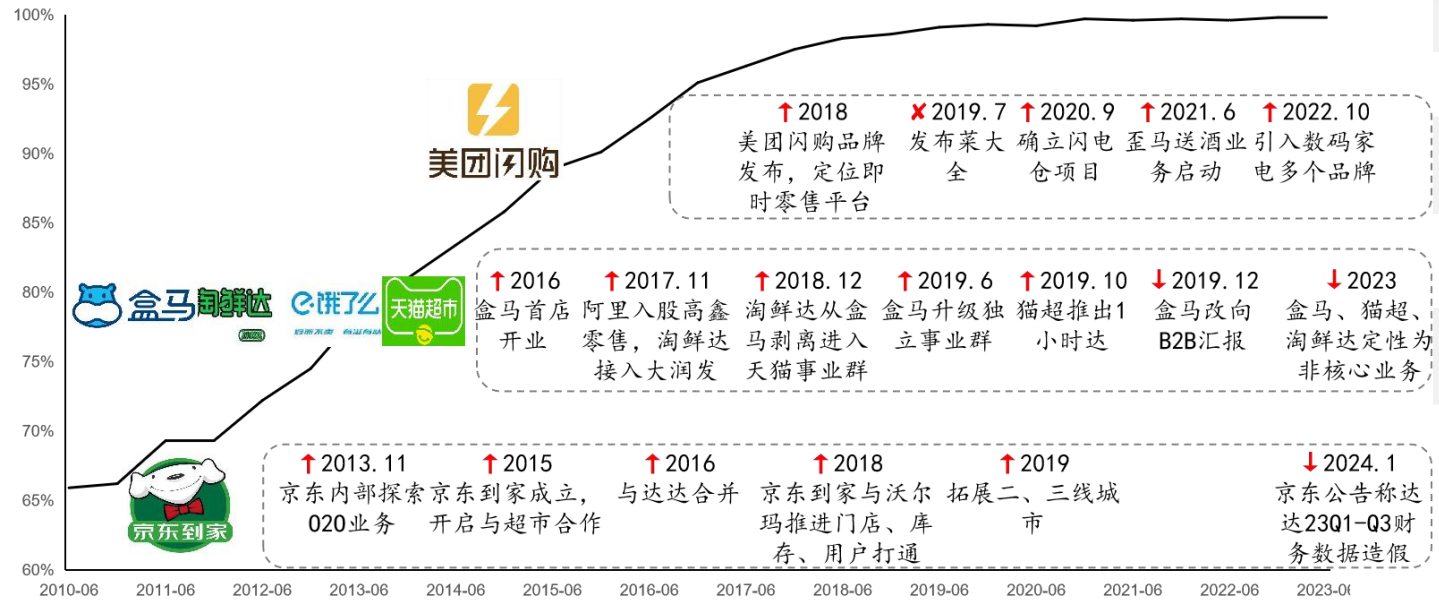


图11：各平台近场零售发展情况

	美团闪购	饿了么	京东到家	淘鲜达
地域覆盖	2800个市县	2200个城市	2000个县区市	280个城市
年度购买用户	3亿人	<1亿人	<1亿人	n.a
商家覆盖	约100万丰富业态的大中小型B端商户和零售商	多种连锁型的B端商户和零售商	多种大型业态的B端商户和零售商	聚焦连锁商超和大型零售商
配送能力	8公里内配送、最快30分钟内送达、24小时配送	5公里内配送、最快30分钟内送达、24小时配送	3-5公里内配送、1小时内送达、24小时配送	5公里内配送、1小时内送达
优势	下沉市场深度覆盖；拥有独家零售商资源，即时配送履约率强	地域覆盖范围广；商超资源丰富，本地运营能力强	KA商超资源丰富	聚焦高线级城市；商家资源集中在中高端市场
劣势	缺少沃尔玛、大润发类的战略合作KA	配送不稳定，易受波峰波谷影响	配送业务由达达承接，覆盖范围有限，时效偏低	下沉市场覆盖有限；与品牌合作有限；时效低

资料来源：美团App、京东官网、阿里巴巴官网、抖音App，国信证券经济研究所整理

资料来源：美团闪购、KANTAR，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 即时零售行业现状

02 美团闪购发展现状及规模测算

03 美团闪购如何突破即时零售天花板？

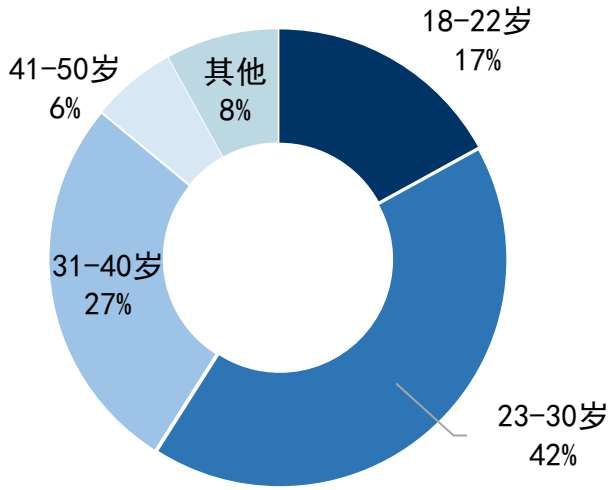
04 盈利预测与估值

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

以年轻人/高精致人群为主，价值排序为“快多好省”

- **客户画像：**高精致人群和年轻人为主，持续向低线城镇人群、中青年人群扩散。
- **客户来源：**依托外卖核心人群，**外卖交易用户渗透率60%+**（23年闪购/外卖交易用户3亿/近5亿）。
- **客户价值排序：快多好省。**1）美团外卖自带“快”的心智（配送网络更稳定），2）多：线下供给上翻、闪电仓布局；3）好：自营歪马送酒、升级供给“花漾”、引入大KA等好的供给；4）省：引入更多供给，在多的基础上让同一蜂窝的商家卷价格。

图12：美团闪购用户特征（2021年9月）



资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理

图13：闪购消费群体持续扩散（2023年9月）

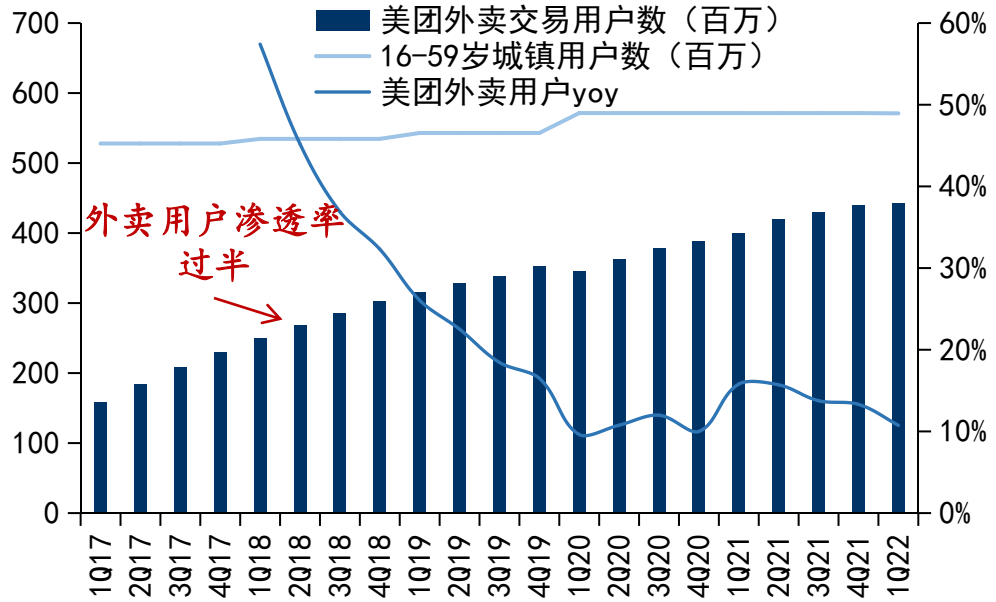
资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

闪购发展历程：增长进入深水区，开启精细化运营

- **成立背景**：2018Q2，美团外卖在16-59岁城镇用户中渗透率达到50%，用户/单量增速逐步下滑，亟需寻找第二曲线，同年7月闪购作为独立品牌推出，定位即时零售平台，成立闪购事业部。
- **边界探索（2018Q3-2021Q2）**：**品类探索**—生鲜（菜大全）、医药；**模式探索**—前置仓（闪电仓）、自营（歪马送酒）。
- **规模化上供给（2021Q3至今）**：闪购外卖交易用户渗透率过半，平台拓展供给深度和宽度，提升高线用户购频，加深下沉市场用户渗透。

图14：2018年外卖用户渗透率超过50%，闪购成为到家事业群第二曲线



资料来源：国家统计局、公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：闪购持续提升供给丰富度和覆盖地区

		2021	2023	变化	合作现状
商家合作	大型连锁零售商 品牌	4000+	4600+	+15%	大卖场线上化率超20%，做得好的超过25%；
	大型连锁零售商 门店	40万+	未知		
	散店	50万+	未知	未知	平台基本无运营
	闪电仓	600+	6000+	+900%	起步为线上定制，没有约束，包括闪电仓和生鲜前置仓
	总计门店数	~100万	未知	未知	
	品牌合作	150+	350+	+133%	渐变：基于用户需求的铺货策略，在销售部内建立即时零售部门； 分化：为即时零售定制商品，成立多职能的即时零售BU

资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理

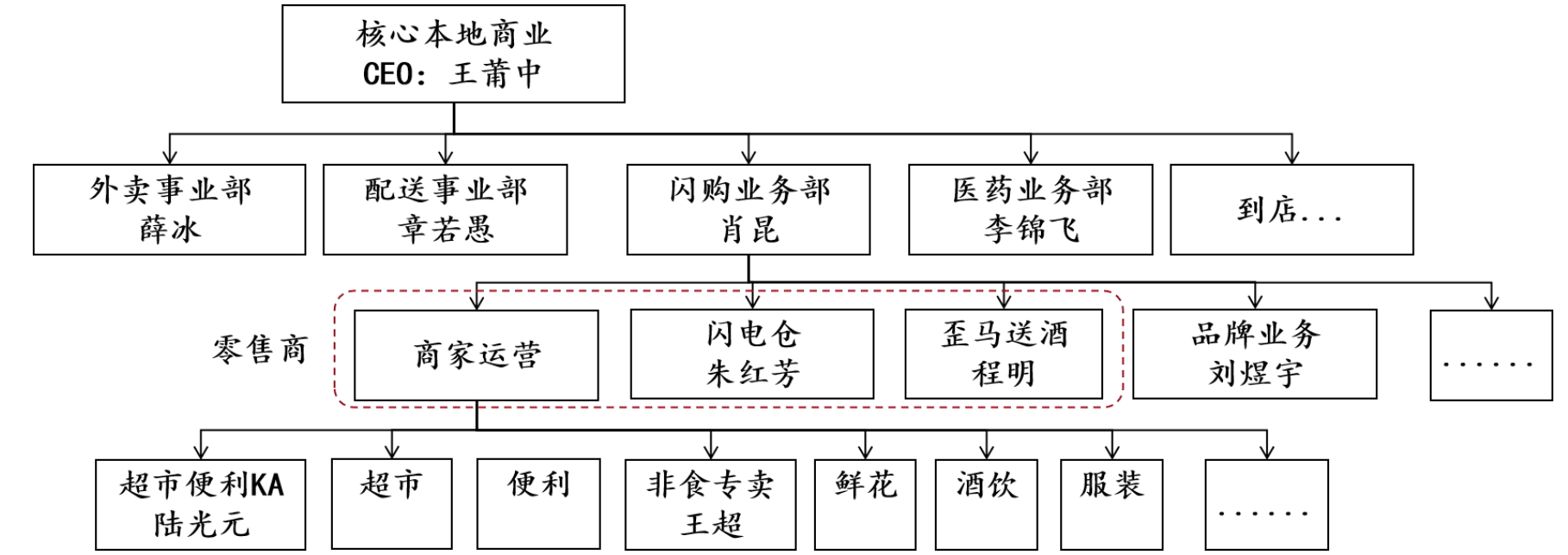
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

组织：负责人肖昆业务出身，学习能力强

- **负责人肖昆**：曾在百度工作6年，加入美团前在海致科技担任副总裁，负责 BDP（商业数据平台）业务，2020年正式接手美团闪购业务 。他会亲自拜访商家，做大量调研。内部普遍认为其学习能力强、有业务洞察力、看重用户体验、 “冲得很靠前” 。

- **组织架构**：闪购以商家为核心运营，核心业务分为零售商业务和品牌业务，与远场电商按行业划分维度运营有较大差异。

图16：美团闪购组织架构情况



资料来源：美团闪购、晚点Latepost，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

履约：复用外卖配送网络，自带广泛、快速、稳定的履约基建

- **覆盖区域**：闪购是外卖履约网络覆盖范围的子集，无独立拓展区域能力，目前美团外卖已基本完成对中国城镇地区的覆盖（京东到家/饿了么城镇覆盖率70%-80%，抖音超市覆盖300个城市）；
- **体验：配送网络及时性、稳定性是现阶段即时零售核心竞争力之一。**闪购复用外卖自有配送团队，整体日均单量超6000万单，平均30min送达，相较其他竞对履约网络稳定性更高，不易受天气、高峰时段和区域影响；
- **成本（商家端）**：美团6元，饿了么7-8元，达达平均8-9元，差异主要原因是订单密度差异。
- **电商比较**：目前即时零售逆向物流成本高，难拓展退换货率高的非标品，如服饰鞋帽等。

图17：各家即时零售平台履约及单量情况

		美团闪购	饿了么新零售	京东到家	抖音小时达
业务覆盖范围（县区市）		2800	2200	2000	300
全国覆盖率		~100%	77%	70%	11%
物流布局	自建	美团配送	-	-	-
	收购/强关联	-	蜂鸟即配	达达	-
	投资/弱关联	-	顺丰同城	-	-
履约时效		30min	30-60min	60min	60min
日均单量（万单）		700	~150	100+	2~3
单均价（元）		80	50-60	~150	200+

资料来源：美团闪购、京东到家官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

零售商：前置仓模式日益成为主流

- **商家类型（按销售渠道分）：1）**线下转线上——超市/便利；**2）**线上前置仓——普通前置仓/闪电仓，SKU更丰富长尾、体验更好；
- **运营情况：1）连锁商超便利**：普遍以线下生意为主，线上更重视私域，对第三方即时零售平台投入少诉求低；**2）线下散店**：线上运营能力弱，难以有效配合平台活动；**3）前置仓**：只在线上经营，广告投放和运营配合更加积极，目前在一线城市、核心商圈基本饱和，主要向二三线城市拓展。

图18：闪电仓仅面向线上渠道

资料来源：美团App，国信证券经济研究所整理

图19：零售商/品牌商线上运营思路

		2021	2023	变化	合作现状
商家合作	大型连锁零售商 品牌	4000+	4600+	+15%	大卖场线上化率超20%，做得好的超过25%；
	大型连锁零售商 门店	40万+	未知		
	散店	50万+	未知	未知	平台基本无运营
	闪电仓	600+	6000+	+900%	起步为线上定制，没有约束，包括闪电仓和生鲜前置仓
	总计门店数	~100万	未知	未知	
	品牌合作	150+	350+	+133%	渐变：基于用户需求的铺货策略，在销售部内建立即时零售部门； 分化：为即时零售定制商品，成立多职能的即时零售BU

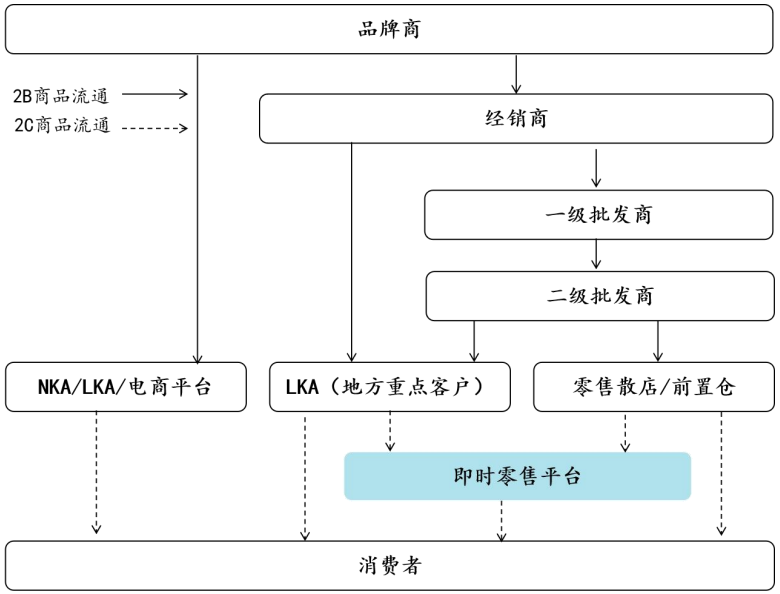
资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

品牌商：闪购渠道重要性快速提升，品牌愿意投入更多资源换取增长

- **品牌诉求**：即时零售渠道日益成长为重要的线上渠道之一，不同于电商，O2O渠道终端包括连锁超市/便利/散店等，区位分散，店铺经营范围更广，**品牌需要与平台加强合作，投入广告营销和商品补贴费用换取品牌声量扩大和业绩增长**；
- **合作情况**：2020年起，快消品牌逐步与闪购展开合作，**目前超过350个品牌与闪购建立合作关系，全平台品牌GTV占比~30%**，核心合作品牌包括伊利、亿滋、百事、宝洁等，伊利常温成为首个10亿品牌俱乐部成员。部分品牌如宝洁成立即时零售事业部对接即时零售平台；闪购为配合品牌销售部门分区域管理的现状，在超过15个城市成立城市团队，与品牌一起精细运营门店和商品。

图20：一般快消品牌流通链路



资料来源：美团闪购商家中心，国信证券经济研究所整理

图21：零售商/品牌商线上运营思路

		2021	2023	变化	合作现状
商家合作	大型连锁零售商 品牌	4000+	4600+	+15%	大卖场线上化率超20%，做得好的超过25%；
	大型连锁零售商 门店	40万+	未知		
	散店	50万+	未知	未知	平台基本无运营
	闪电仓	600+	6000+	+900%	起步为线上定制，没有约束，包括闪电仓和生鲜前置仓
	总计门店数	~100万	未知	未知	
	品牌合作	150+	350+	+133%	渐变：基于用户需求的铺货策略，在销售部内建立即时零售部门； 分化：为即时零售定制商品，成立多职能的即时零售BU

资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

商品：供给区域性强，品类结构与丰富度更接近线下零售

- **商品特征**：1）小包规、应急品为主；2）地区不同，商品有一定差异（学校附近—办公用品、休闲娱乐；商圈附近—美妆护肤、旅行装、计生用品；医院附近—母婴、医护用品）；
- **品类结构**：1）与线下业态更接近，超过60%GTV来自快消（电商淘天不到30%GTV来自快消）；2）大部分即时零售热销类目线上化率偏低，如鲜花、水果（果切）、医药、水饮等。
- **供给丰富度**：闪购单蜂窝数千家店/几十万SKU，与电商—千万家店/亿级SKU有很大差距。
- *注：耐用品指能多次使用、寿命较长的商品，如日用百货类，快消品反之。*

资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

图22：闪电仓供给与线下零售差异大，以小包规/应急品为主

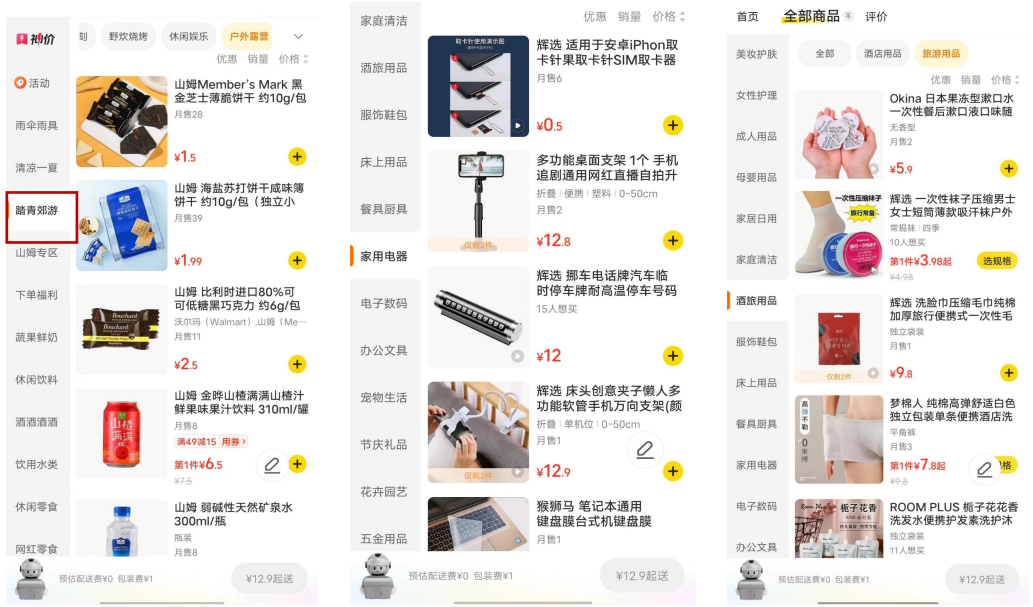
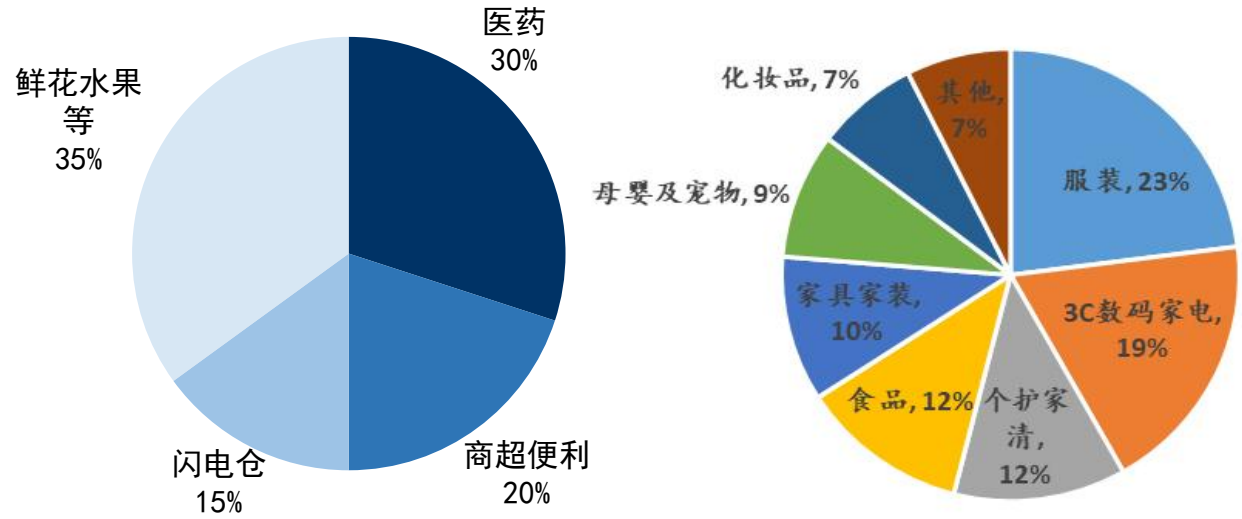


图23：美团闪购/淘天品类结构对比



资料来源：美团闪购、久谦中台，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

商品价格：即时零售依靠商家内卷降价，无法与大包规的电商平台比价

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **VS近场**：美团闪购价格相对其他近场平台更低，主要原因是供给更多商家更卷；
- **VS远场**：即时零售相对电商溢价更高，主要由于即时零售小包规零售，电商平台大包规批发（啤酒按箱出售、网红零食10袋起售...），部分即时零售卖家将拼多多作为进货渠道之一；
- **各平台品牌商品价差小，白牌商品价差大**，食品、酒水乳饮等大多数类目集中度高、价格透明，日百类目集中度低，用户更愿意接受白牌商品。

图24：即时零售平台/电商平台比价情况（定位深圳福田国信金融大厦）

品类	商品	即时零售平台				电商	VS近场即时零售			VS远场电商			
		美团闪购	京东到家	饿了么	抖音小时达	拼多多	京东到家/美团	饿了么/美团	抖音小时达/美团	美团/拼多多	京东到家/拼多多	饿了么/拼多多	抖音小时达/拼多多
零食	趣多多巧克力味170g	10	10	10	15	8	100%	100%	151%	128%	128%	128%	193%
零食	甘师傅一根葱13g	0.8	-	1.3	0.5	0.4		167%	67%	209%		348%	139%
零食	佳宝九制话梅65g	3.9	5.0	4.7	2.9	2.9	128%	121%	74%	132%	170%	160%	98%
牛奶	悦鲜活450ml	9	10	9	12	7	107%	100%	134%	133%	142%	133%	178%
牛奶	简爱酸奶450g	13	10	10	15	9	77%	78%	116%	143%	110%	112%	166%
酒水	青岛啤酒500ml	4	6	4	8	1	158%	95%	208%	253%	400%	240%	527%
酒水	红星绿瓶二锅头52° 500ml	18	17	19	20	18	95%	109%	114%	95%	91%	104%	109%
酒水	江小白蜜桃味168ml	15	19	17	25	12	125%	113%	168%	128%	160%	145%	214%
美妆个护	卡诗白金洗发水80ml	55	69	49	62	28	126%	89%	113%	197%	247%	176%	222%
美妆个护	理肤泉B5面膜10片	120	145	149	140	87	121%	125%	117%	138%	167%	172%	161%
美妆个护	舒肤佳红石榴香皂	12	12	8	10	5	101%	64%	84%	231%	233%	149%	194%
数码电器	米家智能养生壶	149	199	159	149	139	134%	107%	100%	107%	143%	114%	107%
数码电器	iphone15	4,949	4,949	4,899	4,999	4,498	100%	99%	101%	110%	110%	109%	111%
数码电器	飞利浦剃须刀PQ190/16	109	109	140	149	75	100%	128%	137%	145%	145%	187%	199%
日用百货	胶囊伞	29	35	29	33	11	123%	102%	116%	264%	324%	269%	306%
日用百货	防风打火机	1.0	2.5	2.0	0.5	0.4	250%	200%	50%	233%	582%	466%	116%
日用百货	烟灰缸	6.5	5.5	3.8	5.0	1.2	85%	58%	77%	527%	446%	308%	405%
日用百货	眼罩普通黑色	2.9	1.5	4.8	3.0	0.5	53%	168%	105%	570%	300%	960%	600%
日用百货	衣架10支	6.8	9.9	8.9	8.9	4.9	146%	131%	131%	139%	202%	182%	182%

资料来源：美团App、京东到家App、饿了么App、抖音App、拼多多App，国信证券经济研究所整理 注：比价结果100%-200%黄色表示，超过200%红色表示

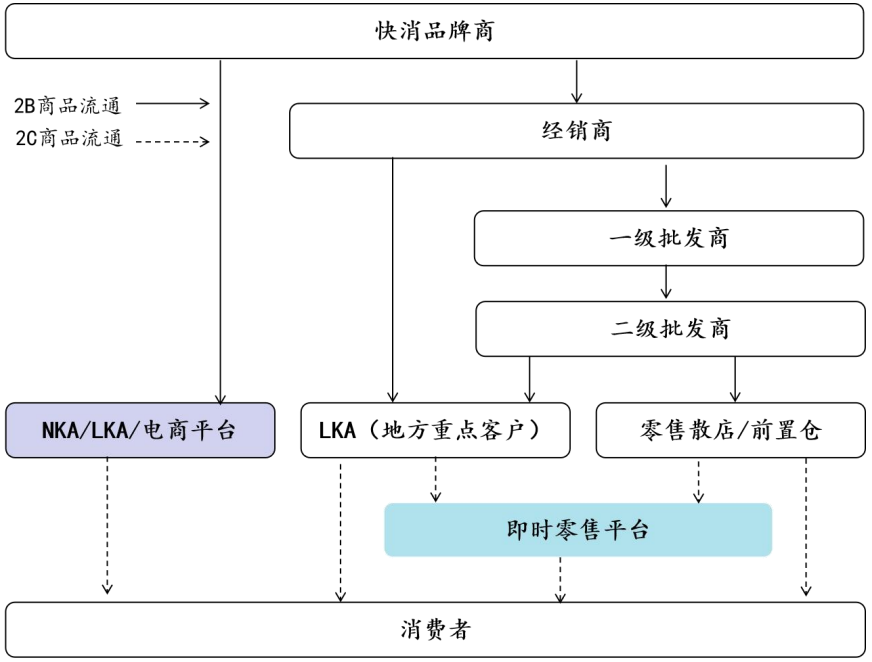
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

即时零售单量分散，商品流通链路长且叠加配送服务，降价困难

即时零售单店销售范围有限、小包规为主使得流通环节长，价格偏高，商家通常用快消品引流，耐用品赚钱，**消费者普遍感知是即时零售商品价格较高。**

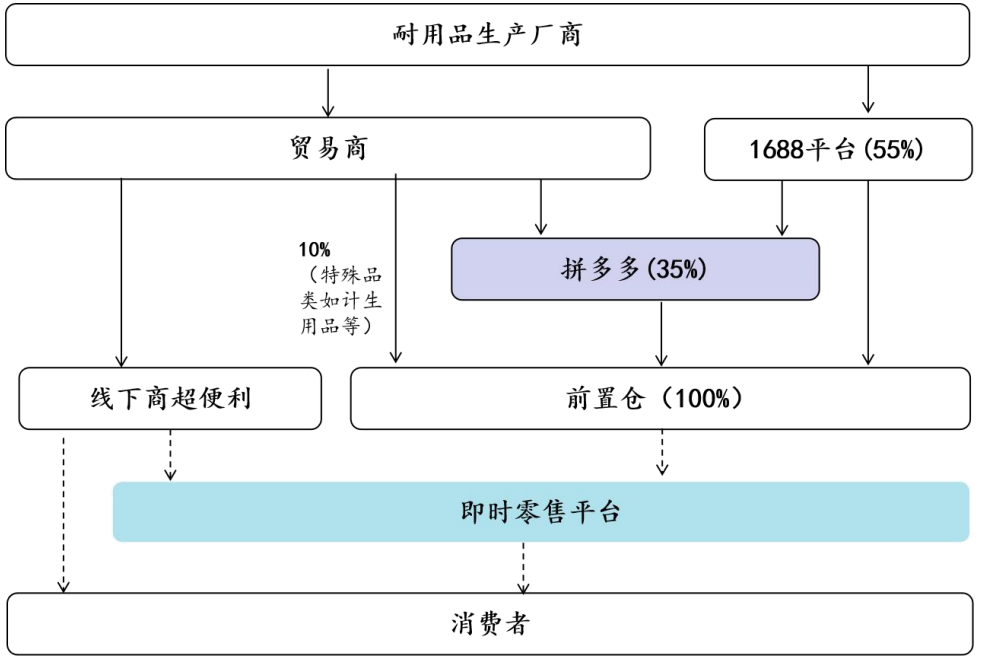
- **快消品（线上化率低）**：货源主要来自线下传统渠道，由于即时零售单量分散、仓储面积有限，前置仓/线下散店通畅少量多次进货，且经常占用上游资金，一般和二批合作，链条长于线下大连锁和电商平台；
- **耐用品（线上化率高）**：货源以线上为主，主要来自线上批发/零售渠道如1688、拼多多，部分特殊品类如计生用品从贸易商进货。

图25：一般快消品流通链路



资料来源：美团闪购商家中心，国信证券经济研究所整理

图26：耐用品流通链路



资料来源：美团闪购商家中心，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

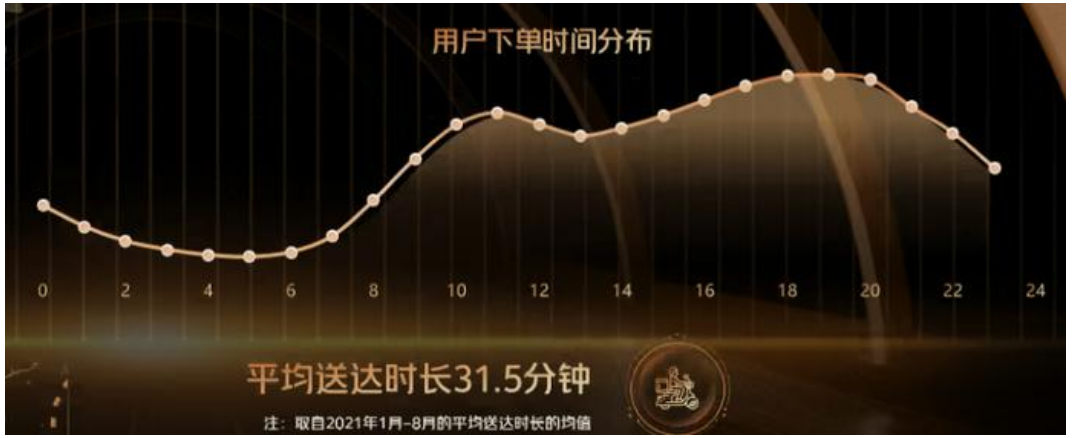
闪购需求主要来自主站商品搜索，流量高度依赖外卖

- **流量来源靠主动搜索**：闪购超过40%流量来自商品搜索，更宽的品类、更丰富的SKU能为商家带来更多流量，综合品类前置仓SKU普遍3,000-8,000个（与华润万家/沃尔玛等大型商超SKU相当，远高于罗森/美宜佳等线下便利1000个左右SKU）；
- **单量高峰与外卖高度同步，电商传统大促对闪购有稀释**：外卖旺季在夏季和冬季，闪购大促集中在夏季/冬季的节日，如七夕、圣诞（送礼场景/异地场景多），而非电商大促期间（618/双11）；每天闪购的单量峰值与外卖同步，集中在中午10-12点和晚上18-20点。

图27：2023年全球用户数量Top社交媒体平台（亿人）

资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

图28：美团闪购用户下单时间分布情况



资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

闪购营销体系比电商简单好上手

- **超级品牌日（面向品牌）**：通过与品牌线上线下联动，创造更多曝光和消费者互动，促进品牌交易额增长；
- **神价频道（面向零售商）**：打造**省钱**心智，2023年5月开启，每日常态促销、每周末一小促、每月8-10日一大促。日促承接用户日常应急购买需求，周促聚焦周末囤货需求，月促平台会投入核心流量资源，引爆核心商品，建立用户心智。

图29：美团闪购神价频道页面展示

资料来源：美团App，国信证券经济研究所

图30：美团闪购x伊利金领冠超级品牌日情况

资料来源：美团闪购商家中心，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

平台收费模式：向零售商收佣金&广告，向品牌商要补贴资源和广告费用

国信证券 GUOSEN SECURITIES

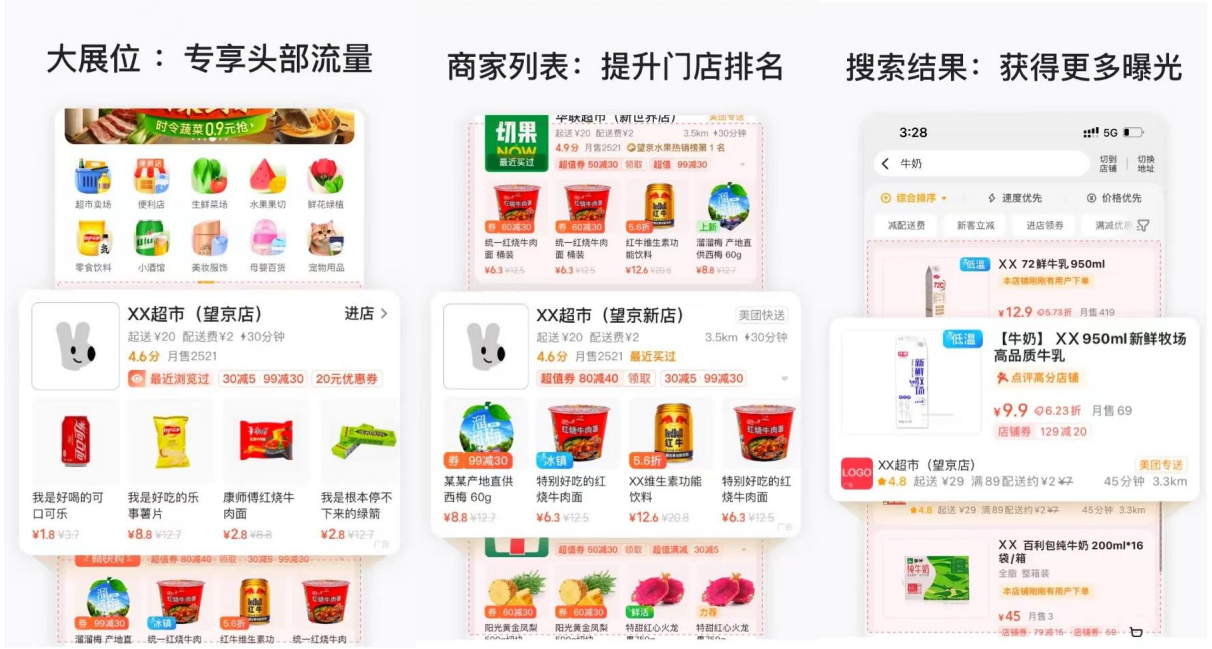
零售商

- **配送服务收入**：选择平台配送服务的商家需要交纳；
- **佣金**：直营城市佣金5%（实收口径），代理城市佣金6%-7%；
- **广告——一站式推广/点金**（CPC，店铺维度推广）：系统自动甄选优质流量进行投放，推广位覆盖美团、美团外卖、点评、小程序的所有搜索位和列表位，目前广告投放最积极的是闪电仓商家、果切、鲜花等线上为主的垂类商家，商超便利投放积极性偏低；

品牌商

- **品牌补贴**：品牌通过闪购平台投放补贴给消费者；
- **品牌广告**：品宣广告&效果广告，如在某个时间段集中推广大单品或新品。

图31：一站式推广位一览



资料来源：美团闪购商家中心，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

闪购业务2024年重点发展方向

受集团预算整体收缩影响，闪购业务拉新趋缓，今年主要**在供给侧发力**，同时提升商业化水平，为业务利润转正做准备。

- **品牌商**：引入更多有实力的品牌，如SKG、名创优品等，借助品牌商力量做大交易规模，同时引导品牌方在闪购的补贴和广告投放，提升平台商业化水平。
- **零售商：**提升线下商超便利的广告投放，前置仓业态竞争激烈、商业化充分，主要向下沉市场发展，同时重点探索快消品渠道改革、提升日百品质。
  - ✓ **快消品**：改革原有传统渠道，整合多个前置仓进货需求，集中采购，实现更短的流通链条并争取更低价格；
  - ✓ **耐用品**：平台流量分发主要因子是购买次数，耐用品差异化程度高，商家为了更多流量以次充好，同类商品价格带越来越低，透传给消费者的心智是平台货不对板、商品质量差。为此专设品质百货金刚位，透传“好”的心智。

资料来源：美团App，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

闪购GTV乐观测算：预计闪购2027年GTV近7000亿，主要增长驱动力为用户购频提升（仍以满足便利性需求增量为主，尚未考虑切入远场电商市场）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **测算思路**：GTV=ATU（年交易用户）*单均价*单用户年订单数；
- **年交易用户**：闪购/外卖用户为城镇人口，其中有消费能力的为16-59岁，用户数上限不到6亿，目前闪购主要靠外卖引流，预计2027年前后闪购用户数基本达到天花板；
- **单均价**：目前闪购整体单均价80元左右，纯线上闪电仓模式单均价偏低（30元左右），目前单均价提升主要靠手机、品质美妆等高客单商品带动，预计未来整体单均价每年小幅上涨；
- **单用户年订单数**：目前闪购仍以异地、节日送礼等特定场景为主，品类以快消为主，用户心智和类目仍在不断拓展，购频提升将成为闪购未来GTV主要驱动力。

图32：美团闪购GTV测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	假设
GTV（亿元）	2,030	2,782	3,835	5,164	6,815	
yoy	*44%*	*37%*	*38%*	*35%*	*32%*	
闪购年度交易用户（亿人，LTM）	3.00	3.44	3.97	4.48	4.95	
yoy	*18%*	*15%*	*15%*	*13%*	*10%*	
中国城镇人口（亿，期末值）	9.33	9.42	9.51	9.61	9.71	假设城镇人口每年增长1%
16-59岁人口占比	*61.3%*	*60.6%*	*59.9%*	*59.2%*	*58.5%*	假设16-59岁人口占比每年降低0.7pct
16-59岁城镇人口（亿，期末值）	5.72	5.71	5.70	5.69	5.68	
美团外卖交易用户/适龄城镇人口	*85%*	*89%*	*92%*	*94%*	*95%*	*假设美团外卖城镇渗透率每年增加4pct、3pct、2pct、1pct*
美团外卖交易用户（亿，期末值）	4.85	5.07	5.23	5.34	5.39	
闪购交易用户/美团外卖交易用户	*62%*	*68%*	*76%*	*84%*	*92%*	*假设闪购的外卖用户渗透率每年增加6pct、8pct、8pct、8pct*
ARPPU（元/年）	677	809	966	1,154	1,378	
AOV（单均价，元）	80	81	82	83	84	手机、品质美妆等拉升整体单均价，假设单均价为81、82、83、84
单用户年订单数（单）	8.5	10.0	11.8	13.9	16.4	
yoy	*20%*	*18%*	*18%*	*18%*	*18%*	*假设单用户订单数年增速为18%*
日均订单量（万单）	697	941	1,285	1,709	2,229	
yoy	*42%*	*35%*	*37%*	*33%*	*30%*	
占外卖&闪购单量比例	*12%*	*13%*	*16%*	*18%*	*21%*	

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

闪购收入乐观测算：预计闪购2027年收入可达700亿元，收入增长主要驱动因素为单量拉动GTV增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **收入：目前闪购整体货币化率9%左右，向上空间有限**：其中商家货币化率~8.3%（佣金3.8%+广告1.5%+配送3%）；品牌货币化率0.9%（指品牌收入/整体GTV，其中包含品牌补贴和品牌广告）。随着线上占商超便利收入比例提升，来自商超便利的广告货币化率还有提升空间；闪购不断增加品质供给，预计品牌GTV占大盘比例将持续提升，进一步提升品牌侧收入；

- **利润**：目前闪购仍处规模扩张期，我们预计闪购未来几年将缓慢释放利润，利润释放节奏可能随外卖单量增速放缓而加快。按2%的GTV利润率算，2027年闪购利润天花板近140亿元（理想状态每单赚1.68元，2023年公司经调净利233亿元），有望成为公司第二增长曲线。

	2023	2024E	2025E	2026E
整体UE				
单均收入	7.31	7.44	7.82	8.20
单均利润	-0.13	-0.13	0.16	0.32
平台配送UE				
单均收入	10.91	11.30	11.72	12.15
单均配送成本	-6.00	-6.00	-6.00	-6.00
非平台配送UE				
单均收入	4.91	5.30	5.72	6.15

图33：美团闪购收入测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	假设
GTV（亿元） A	2,030	2,782	3,835	5,164	6,815	
yoy	44%	37%	38%	35%	32%	
收入（亿元）B = D + I	185.9	256.3	366.7	511.9	699.3	
yoy		38%	43%	40%	37%	
货币化率 C = B / A	9.16%	9.21%	9.56%	9.91%	10.26%	
零售商（亿元）D = E + G	167.7	238.5	340.6	474.7	647.5	
yoy		42%	43%	39%	36%	
货币化率	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	
佣金（亿元）E = F * A	76.1	106.4	149.6	205.3	276.0	
佣金货币化率 F	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	假设零售商佣金率每年提升0.075pct
广告（亿元）G = H * A	30.5	47.3	72.9	108.5	156.7	
广告货币化率 H	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	假设零售商广告货币化率每年提升0.2pct
配送服务收入(亿元）P = Q * 单量	61.1	84.7	118.2	161.0	214.7	
yoy		39%	39%	36%	33%	
美团配送/%GTV	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	
单均配送收入（元）Q	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	假设单均配送收入与外卖类似，每单6元左右
美团配送单量占比	40%	41%	42%	43%	44%	假设闪购美配单量占比每年提升1pct
品牌商收入（亿元）I = L + N	18.3	28.9	45.6	69.7	103.6	
yoy		58%	58%	53%	49%	
货币化率	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	
品牌GTV（亿元）J = K * A	609.1	890.3	1,303.8	1,859.2	2,589.6	
占比 K	30%	32%	34%	36%	38%	假设品牌GTV占比每年提升2pct
品牌用户补贴（亿元）L = M * J	12.2	17.8	26.1	37.2	51.8	
补贴率 M	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	假设品牌的用户补贴维持在2%水平
品牌广告（亿元）N = O * J	6.1	11.1	19.6	32.5	51.8	
广告货币化率 O	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	假设品牌广告货币化率每年提升0.25pct

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

闪购GTV/收入中性测算：预计闪购2027年GTV近4300亿元，收入近450亿元

国信证券 GUOSEN SECURITIES

我们调整GTV测算逻辑下闪购的外卖用户渗透率、单均价以及用户购频的假设：

- 保守假设下2027年闪购可以实现GTV 4300亿，4年CAGR 为20%；
- 保守假设下2027年收入450亿，4年CAGR 为24%；
- **按2%的GTV利润率算，2027年闪购利润天花板近90亿元**（理想状态每单赚1.6元）。

	2023	2024E	2025E	2026E
整体UE				
单均收入	7.31	7.39	7.70	8.02
单均利润	-0.13	-0.13	0.14	0.26
平台配送UE				
单均收入	10.91	11.25	11.59	11.94
单均配送成本	-6.00	-6.00	-6.00	-6.00
非平台配送UE				
单均收入	4.91	5.25	5.59	5.94

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	假设
GTV（亿元）	2,030	2,709	3,362	3,906	4,258	
yoy	*44%*	*33%*	*24%*	*16%*	*9%*	
闪购年度交易用户（亿人，LTM）	3.00	3.44	3.81	4.10	4.30	
yoy	*18%*	*15%*	*11%*	*8%*	*5%*	
中国城镇人口（亿，期末值）	9.33	9.42	9.51	9.61	9.71	假设城镇人口每年增长1%
16-59岁人口占比	*61.3%*	*60.6%*	*59.9%*	*59.2%*	*58.5%*	假设16-59岁人口占比每年降低0.7pct
16-59岁城镇人口（亿，期末值）	5.72	5.71	5.70	5.69	5.68	
美团外卖交易用户/适龄城镇人口	*85%*	*89%*	*92%*	*94%*	*95%*	*假设美团外卖城镇渗透率每年增加4pct、3pct、2pct、1pct*
美团外卖交易用户（亿，期末值）	4.85	5.07	5.23	5.34	5.39	
闪购交易用户/美团外卖交易用户	*62%*	*68%*	*73%*	*77%*	*80%*	*假设闪购的外卖用户渗透率每年增加6pct、5pct、4pct、3pct*
ARPPU（元/年）	677	787	882	952	990	
AOV（单均价，元）	80	80	80	80	80	假设单均价为80
单用户年订单数（单）	8.5	9.8	11.0	11.9	12.4	
yoy	*20%*	*16%*	*12%*	*8%*	*4%*	*假设单用户订单数年增速为16%、12%、8%、4%*
日均订单量（万单）	697	925	1,151	1,338	1,458	
yoy	*42%*	*33%*	*24%*	*16%*	*9%*	
占外卖&闪购单量比例	*12%*	*13%*	*14%*	*14%*	*14%*	

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	假设
GTV（亿元） A	2,030	2,709	3,362	3,906	4,258	
yoy	*44%*	*33%*	*24%*	*16%*	*9%*	
收入（亿元）B = D + I	185.9	250.3	323.7	391.4	443.3	
yoy		*35%*	*29%*	*21%*	*13%*	
货币化率 C = B / A	*9.16%*	*9.24%*	*9.63%*	*10.02%*	*10.41%*	
零售商（亿元）D = E + G	167.7	233.0	300.9	363.3	410.9	
yoy		*39%*	*29%*	*21%*	*13%*	
货币化率	*8.3%*	*8.6%*	*9.0%*	*9.3%*	*9.7%*	
佣金（亿元）E = F * A	76.1	103.6	131.1	155.3	172.4	
佣金货币化率 F	*3.8%*	*3.8%*	*3.9%*	*4.0%*	*4.1%*	*假设零售商佣金率每年提升0.075pct*
广告（亿元）G = H * A	30.5	46.0	63.9	82.0	97.9	
广告货币化率 H	*1.5%*	*1.7%*	*1.9%*	*2.1%*	*2.3%*	*假设零售商广告货币化率每年提升0.2pct*
配送服务收入(亿元) P = Q * 单量	61.1	83.3	105.9	126.0	140.5	
yoy		*36%*	*27%*	*19%*	*12%*	
美团配送/%GTV	*3.0%*	*3.1%*	*3.2%*	*3.2%*	*3.3%*	
单均配送收入（元）Q	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	*假设单均配送收入与外卖类似，每单6元左右*
美团配送单量占比	*40%*	*41%*	*42%*	*43%*	*44%*	*假设闪购美配单量占比每年提升1pct*
品牌商收入（亿元）I = L + N	18.3	28.2	40.0	52.7	64.7	
yoy		*54%*	*42%*	*32%*	*23%*	
货币化率	*0.9%*	*1.0%*	*1.2%*	*1.4%*	*1.5%*	
品牌GTV（亿元）J = K * A	609.1	866.8	1,143.0	1,406.3	1,618.0	
占比 K	*30%*	*32%*	*34%*	*36%*	*38%*	*假设品牌GTV占比每年提升2pct*
品牌用户补贴（亿元）L = M * J	12.2	17.3	22.9	28.1	32.4	
补贴率 M	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*假设品牌的用户补贴维持在2%水平*
品牌广告（亿元）N = O * J	6.1	10.8	17.1	24.6	32.4	
广告货币化率 O	*1.0%*	*1.3%*	*1.5%*	*1.8%*	*2.0%*	*假设品牌广告货币化率每年提升0.25pct*

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 即时零售行业现状

02 美团闪购发展情况及规模测算

03 美团闪购如何进一步突破即时零售天花板？

04 盈利预测与估值

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美团闪购如何突破即时零售天花板？

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 2027年前后，我们预计闪购用户数基本见顶、应急需求场景基本覆盖完毕，接下来的发展将进入深水区，平台增长将主要依靠抢占远场电商份额，需要平台在“好多省”上持续做功，追齐远场电商平均水平。

- **供给模式上：**在酒类目下尝试自营模式的歪马送酒，向“好”突破；闪电仓模式下尝试加盟模式“松鼠便利”，尝试控制商品供应链条，改革原有线下渠道，降低终端价格，实现低价心智；

- **平台基础设施建设上**：持续建设商品属性识别能力、人货匹配能力，从商家运营向商品运营过渡，更深入把控消费者购物体验，透传核心价值点。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

供给模式突破：闪电仓仅供线上渠道，未来将成为即时零售主力供给

- **闪电仓：**前置仓业态商家与美团深度合作，普遍只入驻美团，仅在线上销售，仓面积一般120至300平米，2000至8000个SKU，经营品类涉及酒饮、休食、日百、美护、服饰鞋帽、手机数码等日常生活便利类商品。目前全国共有闪电仓6000多个，预计2024年底仓数超10,000个。
- **商家能力要求：包括线上营销能力、组货定价能力和供应链能力。其中组货定价能力是核心，供应链能力影响商家盈利水平。1)**闪购营销玩法比电商简单，营销能力容易培养；2）闪购以商品搜索需求为主，商品宽度和深度决定流量，组出近万个匹配所在商圈SKU的货盘难度极大，且需要根据季节热点经常汰换（线下便利店/商超1000/5000个SKU，常规品多、汰换频率低）；**3）供应链能力包括拿货成本和补库时效性**，拿货成本直接影响商家利润，补货时效性影响在售SKU数进而影响流量与店铺评分。

图34：闪电仓与闪购合作模式

资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

供给模式突破：闪电仓低线城市利润更好，部分头部商家开放加盟

国信证券 GUOSEN SECURITIES

闪电仓经营现状：

- **券前毛利普遍50%以上，只有综合便利仓能赚钱，单独的品类仓难盈利**：综合便利仓靠快消品低价引流；百货等耐用品赚利润；
- **分地区：一线城市供给过剩，净利率降至个位数，**头部卖家SKU数升至8000甚至更高（如北京佳美乐购），起送价降至9.9元，目前深圳等地已限制新手玩家入驻闪电仓；**非一线城市竞争烈度低，仍有10%+的净利，一线城市玩家纷纷下沉；**
- **业态演变**：头部商家普遍**一城多店经营**，可以分摊库存压力、复用货盘，如北京小仓生活、佳美乐购，广州优客多，四川/北京海豚购等；部分头部商家**开放加盟**（如海豚购等），吸引仍想入局的小白玩家，输出供应链能力、商品管理能力和门店运营能力，赚取固定抽成。

图35：不同城市线级/品类结构的闪电便利仓UE情况（单位：元）

	一线城市（带生鲜/6000 SKU）	占比	一线城市（日百为主/3000 SKU）	占比	二线城市	占比
单均收入（券前）	50	100%	37	100%	45	100%
商品成本	22.5	45%	18.5	50%	22.5	50%
商品毛利	27.5	55%	18.5	50%	22.5	50%
配送成本	6.5	13%	6.5	18%	4.5	10%
平台佣金	2.5	5%	1.85	5%	3.15	7%
流量采买及广告	0.9	2%	0.7	2%	0.7	2%
券和打折	14	28%	5.9	32%	5.4	24%
人工成本	1.26	3%	1.4	4%	1.11	2%
房租水电税费成本	0.61	1%	0.5	1%	0.4	1%
售后费用	0.05	0%	0.0	0%	0.0	0%
净利润	1.68	3%	1.6	4%	7.2	16%
日均销量（单）	700		300		200	
日均销售额（元）	35,000		11,100		9,000	
日均净利润（元）	1,173		487		1,440	
单店铺首次资金投入（元）	550,000		450,000		380,000	
一年ROA	78%		40%		138%	

资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

闪电仓新探索——松鼠便利

- **松鼠便利：平台自营少量仓，同时向商家开放品牌加盟，输出运营和供应链能力，降低商家进入门槛，加速闪电仓模式扩散。**定位“年轻人的24h一站式便利店”，以撮合模式整合上下游链条各方资源（供应商-物流商-合作前置仓-用户），构建起LBS可控仓网和商品直达终端链路。目前松鼠品牌合作门店超110+家，单店SKU 5000以上，覆盖广东多城，目前已进入湖南长沙等地。
- **平台扶持：1）搜索/推荐流量倾斜**（但不明显，不会推到首屏）；**2）供应链扶持：快消**—平台建立中心仓，覆盖2000-3000个快消SKU，两天一配，高频稳定；**耐用品**—提供线上集合采购平台，帮助商家对接易久批、1688、拼多多等供货商；**3）人货匹配**：运用当地热搜商品数据为商家提供选货/定价建议。

图36：松鼠便利平台赋能情况

资料来源：美团闪购、美团App，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

闪电仓新探索：松鼠便利通过整合更多店铺，倒逼渠道改革实现更省更好

- **平台目标：1）改革原有线下渠道，加深对产业链控制，**平台下场整合仓配和供应链，为消费者提供更省、更好的商品选择；**2）建立平台专属优质供给，**松鼠便利仅在美团平台经营； **3）平台能力建设**：包括品牌运营 、商品采购、供应链仓配管理等。

- **商家经营现状：目前入驻商家分为个体和品牌连锁两类。**品牌商家如深圳百汇精品等连锁超市，看重平台流量倾斜和返佣补贴，将旗下店铺全部改名松鼠；个体商家实力和经验有限，一线城市松鼠单店首次投入60-70万，房租人工成本高，对于个体商家来说单店规模效应小，难赚取可观收入。

松鼠合作方案（元）	S级城市	A级城市	B级城市	C级及以下城市
首次投入 A = B + C + D + E	600,000	480,000	430,000	350,000
——贷款 B	400,000	330,000	300,000	230,000
——运营准备金（含固定投入及前3个月运营成本） C	120,000	70,000	50,000	40,000
——品牌使用费 D	50,000	50,000	50,000	50,000
——保证金（到期可退） E	30,000	30,000	30,000	30,000
——期末返还 F	332,500	280,000	257,500	207,500
期内净投资 G = A - F	267,500	200,000	172,500	142,500
预计每月实收 H	400,000	350,000	300,000	250,000
实付单均价 I	31	35	38	40
日均单量 J = H / I / 30	430	333	263	208
品牌运营费收费标准（未含激励返调） K	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
预估门店每月净利润（5%利润率） L = 5% * H	20,000	17,500	15,000	12,500
预估商家净利润 M = L - N	12,000	10,500	9,000	7,500
预估松鼠品牌营业收入 N = H * K	8,000	7,000	6,000	5,000
36个月合作期净收益 O = M * 36 - G	164,500	178,000	151,500	127,500
预估投资回报期（月） P = G / M	22.3	19.0	19.2	19.0
3年ROA Q = O / A	27%	37%	35%	36%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：美团闪购 注：以广东为例，广深为S级城市，佛山东莞为B级，惠州等为C级以下

供给模式突破：歪马送酒

- **歪马送酒**：2021年6月广东惠州首次试点，针对酒类假货多、价格虚高的痛点，对标酒小二（广西起家，自建前置仓的酒水即时配送商），提供平价、保真、平均15分钟快速送达的服务。目前已覆盖广东、福建、北京、陕西等地30多个城市，400多家门店，以自营为主，开放少量加盟。
- **平台能力建设**：培养长链条控货能力。

图37：歪马送酒业务简介

资料来源：美团闪购官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：美团App，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

基础设施突破：闪购仍在围绕商品建立零售能力

- **闪购的核心难题在于消费者核心需求在于商品层面的“多快好省”，但目前平台只能通过管控商家影响商品，对于最终定价、选品控制力弱，以商品为核心的零售能力尚未完全建立起来，难以把控最终消费体验。**
- **商品比价能力建设（标杆为拼多多）**：闪购脱胎于外卖业务，给商品打标签能力较弱，许多商品没有建立属性标签，难以识别同款商品，平台层面仍需加强商品属性基建；
- **人货匹配能力提升（标杆为淘天）**：目前闪购仍以用户过去购买行为推荐商品和店铺排序，难以像淘天一样——根据用户以往在平台的消费行为分类打标签，并根据不同商品购买可能性打上人群标签，做到人货精准匹配。

图38：美团推荐是按照过往购物习惯而非距离最近配送费最低的方案

资料来源：美团App，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 即时零售行业现状

02 美团闪购发展情况及规模测算

03 美团闪购如何进一步突破即时零售天花板？

04 盈利预测与估值

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

盈利预测：预计24-26年经调净利润363/457/584亿，CAGR 27%

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **收入端**：预计24-26年收入3280/3747/4225亿，CAGR 13%。
  - ✓ 外卖业务：预计24-26年收入增速为15%/13%/10%，日均单量增速为16%/13%/10%。收入增长主要靠单量拉动；
  - ✓ 闪购业务：按前文对闪购的中性预测，预计24-26年收入增速为35%/29%/21%，日均单量增速为33%/24%/16%。收入增长靠单量拉动，单均价和货币化率向上空间有限；
  - ✓ 到店业务：预计24-26年收入增速为30%/24%/25%，我们预计抖音本地生活业务带来的竞争逐步趋缓；
  - ✓ 新业务：预计24-26年收入增速为14%/5%/5%，我们预计未来几年新业务主线为减亏。
- **经营利润端**：我们预计核心本地商业业务经营利润率24-26年为+18%/+18%/+18%。
  - ✓ 我们预计24-26年闪购经营利润率分别为-2%/2%/4%，对应26年经营利润为28亿；
  - ✓ 根据本篇报告对闪购业务分析，2027年闪购GTV预计可达4258-6815亿元，假设GTV利润率为2%，测算27年经营利润天花板区间为86-136亿元，仍有较大空间。由于目前闪购业务仍处规模扩张期，故现有2024-2026年盈利预测对闪购业务利润率假设仍较为谨慎，随着外卖单量增速放缓，我们预计闪购释放利润节奏可能加快。
- 整体看，预计24-26年经调整利润363/457/584亿（维持原预测），CAGR 27%。

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、核心本地商业收入	160,759	206,907	248,231	290,872	334,284
YoY	18%	29%	20%	17%	15%
核心本地商业经营利润	29,503	38,699	43,619	53,268	63,138
经营利润率	18%	19%	18%	18%	19%
其中：					
1.餐饮外卖收入	116,801	142,506	163,409	184,162	202,578
YoY	*21%*	*22%*	*15%*	*13%*	*10%*
餐饮外卖日均订单量（万）	4350	5301	6119	6933	7605
YoY	*11%*	*22%*	*16%*	*13%*	*10%*
餐饮外卖UE（元/单）	1.01	1.18	1.18	1.21	1.21
餐饮外卖经营利润	15,975	22,894	26,321	30,515	33,567
经营利润率	*14%*	*16%*	*16%*	*17%*	*17%*
2.闪购收入	12,110	18,594	25,029	32,374	39,142
YoY	*69%*	*54%*	*35%*	*29%*	*21%*
闪购日均订单量（万）	491	697	925	1,151	1,338
YoY	*58%*	*42%*	*33%*	*24%*	*16%*
闪购UE（元/单）	-0.59	-0.13	-0.13	0.14	0.26
闪购经营利润	-1,065	-328	-434	579	1,251
经营利润率	-9%	-2%	-2%	2%	3%
2.到店酒旅收入	31,450	44,930	58,476	72,691	90,621
YoY	*-3%*	*43%*	*30%*	*24%*	*25%*
到店酒旅GTV	332,792	689,798	992,589	1,287,579	1,605,454
YoY	*-6%*	*107%*	*44%*	*30%*	*25%*
到店酒旅经营利润	14,726	16,049	17,584	22,141	28,281
经营利润率	*47%*	*36%*	*30%*	*30%*	*31%*
二、新业务收入	59,196	69,838	79,818	83,792	88,253
YoY	39%	18%	14%	5%	5%
新业务经营利润	-28,379	-20,166	-10,579	0	5,295
经营利润率	-48%	-29%	-13%	0%	6%
总营收	219,955	276,745	328,049	374,664	422,537
YoY	23%	26%	19%	14%	13%
经调整利润	2,827	23,253	36,278	45,675	58,353
YoY	-118%	722%	56%	26%	28%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

- 目前美团闪购是即时零售业内头部玩家。本篇报告主要探索未来三年，闪购业务通过满足用户便利性需求，有望成为到家业务的第二增长曲线。我们认为该阶段，依托外卖稳定的运力壁垒和用户心智，闪购业务的增长驱动因素为外卖用户渗透率提升以及用户应急场景进一步覆盖，尚未考虑到后期切入远场电商的增量需求。根据本篇报告对闪购业务分析，2027年闪购GTV预计可达4300-6815亿元，假设GTV利润率为2%，测算27年经营利润区间为86-136.3亿元，对比当前闪购接近盈亏平衡的经营状态，仍有较大空间。
- 2024年以来，美团股价上涨主要受到三方面因素影响：1）宏观经济复苏带动外卖单量稳健增长；2）到店业务与抖音竞争阶段性趋缓；3）美团新业务的减亏带来的增量利润释放。我们认为，伴随美团闪购收入贡献逐步提升，将夯实我们关于美团到家业务增长的信心，维持“买入”评级。

图39：公司估值情况

公司名称	投资评级	2024-05-20收盘（港元）	总市值（百万港元）	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
美团-W	买入	124.0	773,140	5.8	7.4	20	16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

风险提示

政策风险：公司所处的外卖、社区团购赛道与政策强相关，政策的收紧对于公司的业务开展具有较大影响。

经营风险：1）宏观经济疲软的风险：经济增速放缓将影响消费者的购买力和消费信心，不利于激发消费需求，从而对即时零售业务产生负面影响。2）市场竞争及创新风险：即时零售面临激烈市场竞争，竞争加剧可能降低公司市场份额及盈利能力，同时，随着用户对服务和产品的创新需求的提升，技术创新也可能对公司竞争地位产生一定影响。

盈利预测风险：

1）我们预测24-26年收入增速为19%/15%/15%，如果外卖业务单量增速不及预期、到店业务GTV增速不及预期可能会导致营收不及预期的风险。

2）我们预测24-26年公司毛利率为36%/39%/41%，如果新业务减亏不及预期、到店业务竞争加剧可能会导致毛利率高估。

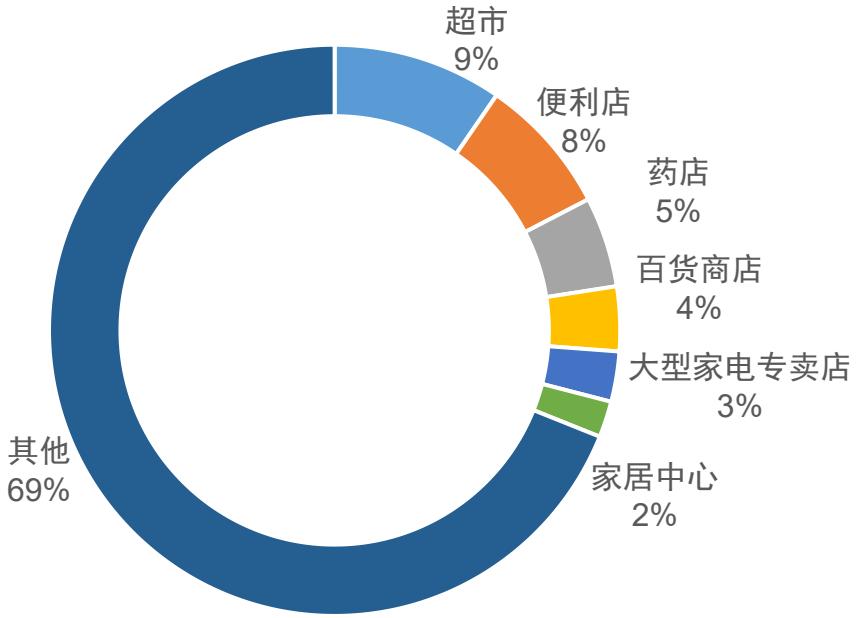
3）我们预测24-26年公司费率保持稳定为30%附近，如果竞争加剧，用户补贴费用加大，可能会导致费率低估。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

附录：2026-2027年即时零售大盘测算逻辑-海外对标

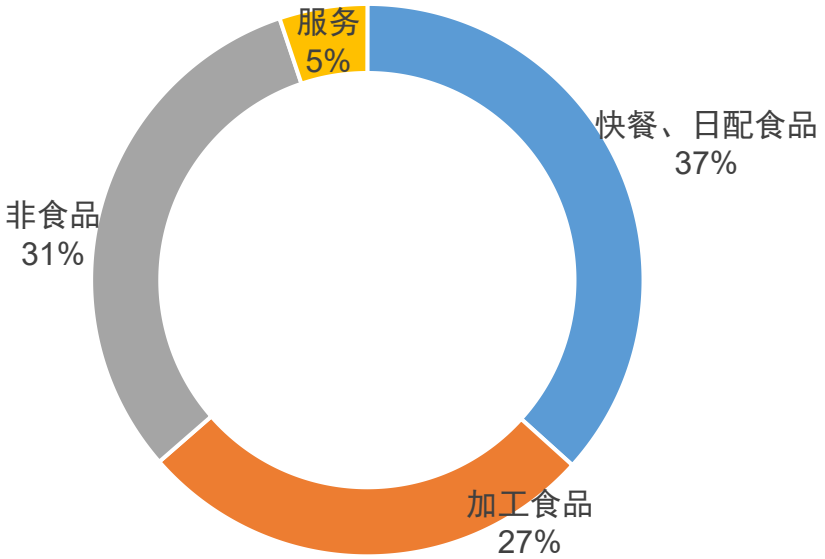
- **结论：对标日本，中国便利性非餐购物需求规模约2万亿，剔除线下便利店业态仍有1-1.5万亿的便利性零售需求尚未满足，这部分需求可由即时零售承接。**
- 目前中国即时零售发展领先世界，我们认为可对标的成熟业态是日本便利店——面向城镇人口的便利性购物需求。
- 日本城镇化率92%，2023年便利店规模6000亿元，占社零总额8.5%，平均每2042个城镇人口拥有一家便利店（2023年中国便利店4237亿元，平均每3110个城镇人口拥有一家便利店，占城镇社零比例约1%），中国仍有大量便利性购物需求未被满足。
- *美国2023年即时零售市场规模近500亿美金，yoy+20%，占社零0.7%，用户数5030万，人口渗透率15%，远低于中国，可对照性低。*

图40：2023年日本零售业态销售额份额



资料来源：日本经济产业省，国信证券经济研究所整理 注：其他包括汽车零售、自动贩售机、线上零售等

图41：2023年日本便利店品类结构



资料来源：日本经济产业省，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

附录：2026-2027年即时零售大盘测算逻辑-海外对标

- **结论：对标日本，中国便利性非餐购物需求规模约2万亿，剔除线下便利店业态仍有1-1.5万亿的便利性零售需求尚未满足，这部分需求可由即时零售承接。**
- **假设：**
  - 日本便利店业态发达，假设日本便利店基本满足城镇居民大部分便利性需求，且中日便利性需求占零售需求比例相同；
  - 中国城镇人口便利性非餐购物需求主要由便利店和即时零售满足；其中线下便利店增速未来3年保持在10%左右。

图42：中国便利性零售需求测算（亿元，对标日本）

	2023	2024E	2025E	2026E	备注
中国城镇社零 A	407,490	419,715	432,306	445,275	
YoY	*7.1%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*假设城镇社零增速3%（与21-23两年CAGR相同）*
便利性需求规模 B = A * C	31,784	32,738	33,720	34,731	
占比 C	*7.8%*	*7.8%*	*7.8%*	*7.8%*	*假设中国城镇便利性需求与日本便利店规模社零占比相同*
—餐饮需求	11,760	12,113	12,476	12,851	假设餐饮需求与日本便利店快餐日配食品占比均为37%
—非餐需求	18,435	18,988	19,558	20,144	假设非餐需求与日本便利店加工食品&非食占比均为58%
—服务需求	1,589	1,637	1,686	1,737	假设服务需求与日本便利店服务占比均为5%
线下便利店规模 D	4,237	4,661	5,127	5,639	
YoY	*9.8%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*假设线下便利店增速保持在10%*
便利性购物需求缺口 E = B - D	**14,198**	**14,327**	**14,431**	**14,505**	

资料来源：国家统计局、日本经济产业省，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

附录：2026-2027年即时零售大盘测算逻辑-玩家拆分

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **自营模式**：预计美团小象超市和山姆增速最快，小象靠城市开拓，山姆靠商品引流；

- **卖场模式**：美团闪购和抖音小时达增速最快，闪购靠人群覆盖提升，抖音小时达依赖低基数和主站导流；

图43：2026年即时零售各玩家销售情况测算

单位：亿元		美团	阿里	京东	拼多多	抖音	其他	合计
即时零售	自营模式 前置仓	700	-	-	-	-	533	1,233
	自营模式 店仓一体	-	358	20	-	-	1,300	1678
	卖场模式	5,164	515	996	-	150	-	6,825
	总计	5,864	873	1,016	-	150	1,833	9,736
	公司市占率	60%	9%	10%	0%	2%	19%	100%
23-26年CAGR								
即时零售	自营模式 前置仓	61%	-	-	-	-	6%	26%
	自营模式 店仓一体	-	0%	10%	-	-	32%	21%
	卖场模式	37%	3%	15%	-	71%	-	29%
	总计	39%	2%	15%	-	71%	22%	27%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

附录：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33340	42498	57895	73357
应收款项	11235	29714	34262	39291
存货净额	1305	2796	3076	3436
其他流动资产	19373	49298	56843	65187
流动资产合计	**183116**	**242171**	**293514**	**350996**
固定资产	13598	14589	14172	12744
无形资产及其他	36198	35888	35653	35497
投资性房地产	41828	41828	41828	41828
长期股权投资	18289	18289	18339	18389
资产总计	**293030**	**352765**	**403506**	**459454**
短期借款及交易性金融负债	19322	16150	17678	17716
应付款项	23925	39150	39991	41236
其他流动负债	57628	66533	74836	84347
流动负债合计	**100874**	**121833**	**132505**	**143299**
长期借款及应付债券	610	610	610	610
其他长期负债	39589	52785	58953	58983
长期负债合计	**40199**	**53396**	**59563**	**59593**
负债合计	**141073**	**175228**	**192068**	**202892**
少数股东权益	(57)	(54)	(50)	(45)
股东权益	152013	177591	211488	256607
负债和股东权益总计	**293030**	**352765**	**403506**	**459454**

关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E
经调整EPS	3.73	5.83	7.37	9.45
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	24.38	28.48	33.92	41.16
ROIC	23%	49%	62%	79%
ROE	9%	14%	16%	18%
毛利率	35%	36%	39%	41%
EBIT Margin	5%	8%	10%	11%
EBITDA Margin	6%	9%	11%	12%
收入增长	26%	19%	15%	15%
净利润增长率	-307%	85%	33%	33%
资产负债率	48%	50%	48%	44%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	31.0	19.9	15.7	12.3
P/B	4.7	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	58	33	23	18

利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**276745**	**328652**	**378956**	**434583**
营业成本	179554	209240	230830	258336
销售费用	58617	63938	75791	86917
管理及研发费用	30573	33321	38654	44327
资产减值及公允价值变动	(901)	417	(112)	(199)
其他损益净额	6315	5240	3884	4901
营业利润	**13415**	**27811**	**37453**	**49705**
财务费用	606	1085	1251	1434
权益性投资收益	1213	200	250	250
利润总额	**14022**	**26927**	**36453**	**48521**
所得税费用	165	1346	2552	3396
少数股东损益	2	3	4	5
归属于母公司净利润	13856	25577	33897	45119
经调整净利润	**23253**	**36347**	**45949**	**58897**

现金流量表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	13856	25577	33897	45119
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	7997	6910	8073	9295
公允价值变动损失	901	(417)	112	199
财务费用	606	1085	1251	1434
营运资本变动	15094	(12568)	2938	(2948)
其它	2674	3	4	5
经营活动现金流	**40522**	**19505**	**45024**	**51670**
资本开支	(9828)	(7174)	(7533)	(7909)
其它投资现金流	(20787)	0	(23573)	(28287)
投资活动现金流	**(24664)**	**(7174)**	**(31156)**	**(36247)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(939)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	**(904)**	**(3172)**	**1528**	**39**
融资活动现金流	(2781)	(3172)	1528	39
现金净变动	13181	9159	15397	15462
货币资金的期初余额	20159	33340	42498	57895
货币资金的期末余额	33340	42498	57895	73357
企业自由现金流	26521	13588	38310	44663
权益自由现金流	24079	10169	39803	44848

资料来源：公司资料和国信证券预测

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级			
投资评级标准	**类别**	**级别**	**说明**
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	**股票投资评级**	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032