

垂类龙头，聚焦战略和格局改善共促利润

2024年08月16日

叮咚买菜布局“总仓+前置仓”模式，深耕生鲜即时零售。2017年叮咚在上海创立，2017-2019年侧重于本地拓展，2020年-2021H1提高开新城速度，21Q3起确定“效率优先，兼顾规模”战略，重新聚焦更为核心的江浙沪区域，截至2023年前置仓数量约为1000个。战略调整以来，叮咚经营质量持续提升，22Q4-24Q2已实现连续7个季度Non-GAAP口径盈利，24Q1&Q2进一步实现GAPP口径盈利，2024上半年新增近40个前置仓，GMV重回正增长，预计全年开出约80个新仓。

生鲜电商运营模式多元，前置仓模式即时性强，叮咚更加垂直。2016-2022年中国生鲜电商市场高速增长，CAGR达34.2%，2022年市场规模达3638亿元，市场空间广阔。生鲜电商运营模式多样，前置仓模式配送即时性强，用户体验好。对比前置仓&店仓一体赛道其他企业，叮咚持续打磨小仓模型，单仓SKU结构较精简，生鲜品类占比更高。

21Q3起经营质量显著提升，UE模型逐步优化。21Q3经营战略调整使得营收端量&价均有提升，同时费用端&利润端有效改善，2023年公司首次实现年度Non-GAAP盈利，利润率达0.2%。24Q1起营收端进入增长轨道且同店表现亮眼，24Q2GMV为62.2亿元(yoy+16.8%)，6月同店GMV增长达21.6%。期末账面现金及现金等价物&短期投资合计41.6亿元，在手现金充足。

公司看点：1) 精细化运营探索盈利路径；2) 供给端：产品&服务俱优，加码预制菜&自营品牌；3) 需求端：竞争格局有所改善，承接更多市场需求；4) 江浙区域增速高，成为目前新增长极，北京&广深也在减亏。公司多点发力，目前行业竞争边际改善，机遇显现：1) 公司深入采购端，发展订单农业，建立“7+1”质控体系并向上游输出生产标准，大力推动数字化转型，基于算法预测提升人效。目前运营体系打磨成熟，高质量产品服务叠加生鲜消费稳定高频的特性，用户粘性强。2) 预制菜行业增长潜力大，叮咚加码研发生产&战略合作，持续推进预制菜板块布局，打造不同消费情景下的多元化产品矩阵；并布局自有品牌，提升商品力。3) 线下传统商超&线上零售其他企业目前有所调整，叮咚具有垂直优势，有能力承接更多消费需求。4) 目前江浙区域高速增长，24H1江苏/浙江GMV同比增长22.7%/22.6%，北京广深市场边际改善。

投资建议：叮咚是前置仓模式生鲜垂类龙头，供应链优势深厚，运营效率领先。江浙沪为优势区域，公司着力于持续提升用户渗透，江浙仓网扩张&新仓单量迅速爬坡&同店高增打开增长空间。叮咚具有垂直优势，目前单量&同店表现亮眼。建议积极关注。

风险提示：1) 消费复苏不及预期风险；2) 食品安全风险；3) 行业竞争加剧风险；4) 开仓不及预期风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (美元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
DDL	叮咚买菜	2.03	-0.07	0.97	1.66	/	10	6

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

(注：股价为2024年8月15日收盘价，汇率取1USD=7.18CNY，1ADS=1.5股；使用BBG一致预期。)


分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书：S0100524070002

邮箱：lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 腾讯音乐 (TME) 24Q2 业绩点评：24Q2 净利润持续超预期，关注后续SVIP带来提价-2024/08/14
2. 海外周报：教培行业政策稳定，财报验证景气度-2024/08/12
3. 海外周报：客观看待中国资产估值中枢，积极预期教培和瑞幸-2024/08/04
4. 海外教育行业点评：好未来 (TAL.N) 发布 2025 财年一季报：Q1 收入利润好于预期，递延收入同比增长 66%-2024/08/04
5. 咖啡行业点评：瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2024 年 Q2 业绩：Q2 符合预期的业绩修复，Q3 预期更为积极-2024/08/01

目录

1 叮咚买菜：前置仓模式生鲜电商龙头	3
1.1 发展历程：起步于 2017 年，前期高速扩张强调规模，21Q3 后转变战略聚焦盈利	3
1.2 股权架构：创始人为实控人，上市前共获得超 15 亿美元融资	5
1.3 创始人创业经验丰富，管理层履历亮眼	7
2 生鲜电商：行业经历多轮洗牌，逐步走向良性竞争	9
2.1 行业逐步走向成熟，自有造血能力成为关键	9
2.2 生鲜电商模式多样，叮咚垂直深耕生鲜即时零售	11
3 财务分析：战略调整聚焦高质量经营，盈利持续优化	15
4 公司看点：解决生鲜行业痛点，垂直优势明显	20
4.1 解决行业痛点，多点发力探索盈利路径	20
4.2 供给端：供应链效率优势深厚，发力自有品牌	23
4.3 需求端：用户粘性强，竞对调整释放增量需求	26
4.4 目前江浙地区增速高，成为新增长极；北京&广深也在减亏	30
5 投资建议	31
6 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	33

1 叮咚买菜：前置仓模式生鲜电商龙头

1.1 发展历程：起步于 2017 年，前期高速扩张强调规模，21Q3 后转变战略聚焦盈利

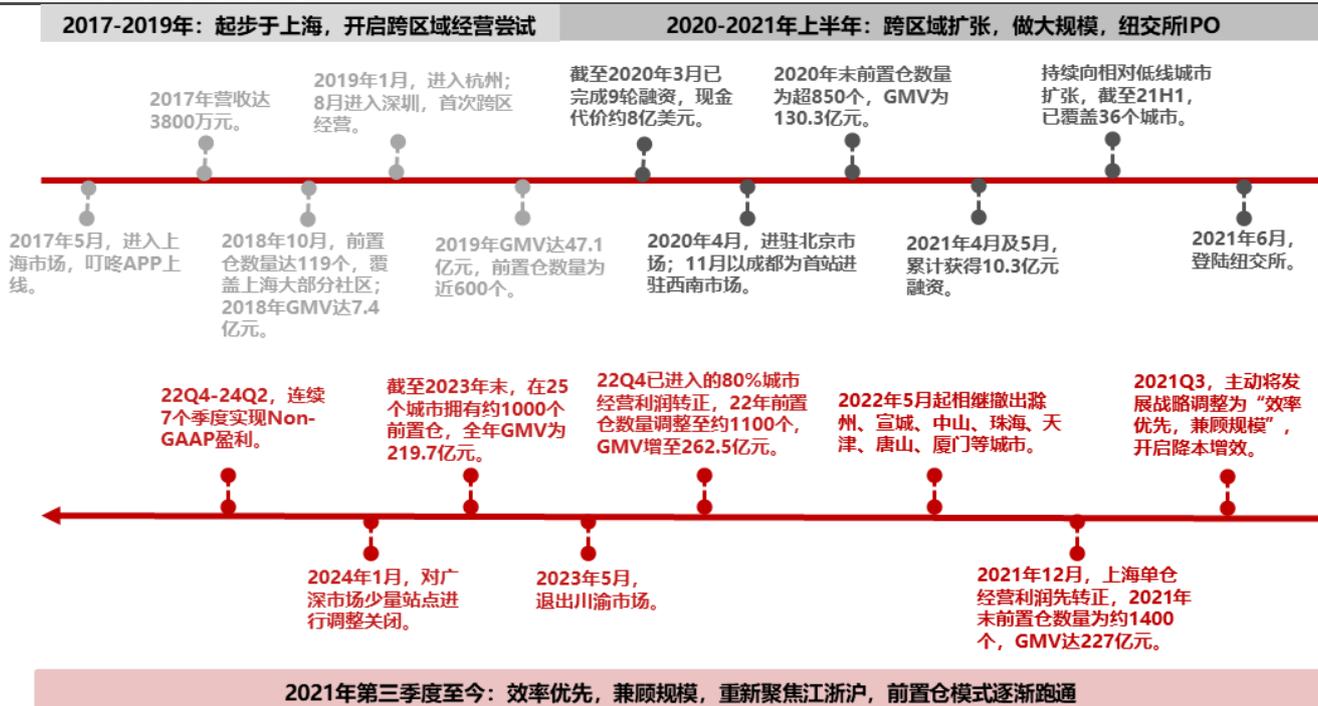
叮咚买菜是深耕前置仓模式的生鲜电商头部玩家。叮咚买菜专注生鲜即时零售，2017 年 5 月创立，随即于 6 月确定“总仓+前置仓”模式。通过布局自营前置仓网络，在线下端连接起规模庞大的社区用户群体，提供以蔬果、肉类和水产等生活必需品为主的产品。叮咚买菜致力于保障品质、时间、品类的确定性，完备的品控流程、高效的即时配送体验、生鲜食材全品类稳定供应强化了其市场竞争力。自创立以来叮咚买菜大致经历了四个发展阶段：

2017 年-2019 年：前期发展，上海起家并探索跨区域经营。2017 年叮咚买菜将上海作为开展业务的首站，初步构建起前置仓网络，截至 2018 年 10 月上海前置仓数量达 119 个，覆盖大部分社区。公司在此期间完成多轮融资，为新仓开设、供应链搭建提供资金支持。2019 年 1 月叮咚买菜正式走出上海，打开江浙市场，8 月进入深圳市场，首次实现跨区域经营，截至 2019 年末前置仓数量达到近 600 个，其中上海前置仓数量达 254 个。收入端同样显现出高速增长势头，2017 全年营收突破 3800 万元，2018/2019 年 GMV 分别为 7.42/47.10 亿元。

2020 年-2021 年上半年：乘势扩张抢占市场并扩张，登陆纽交所。2020-2021 年期间菜市场、线下商超等消费场景经营受到扰动，线上生鲜电商平台买菜需求面临急速增长。叮咚买菜及时协调产地恢复供应，采取多种措施保障运力，加速抢占市场。叮咚于 2020 年下半年起加快开新城节奏，并持续布局二三线城市。截至 2020 年末建成超 850 个前置仓，全年 GMV 达 130.32 亿元。这一阶段叮咚获得超 10 亿元大额融资，以规模为重心，相继进入北京、成都等众多城市，扩大前置仓网络覆盖。但由于部分市场经营仍需打磨，且自营前置仓模式耗资高，收入端扩张快但利润端承压。2021 年 6 月，叮咚买菜正式登陆纽交所。

2021 年第三季度至今：战略转变，从有效减亏到实现盈利。21Q3 起，叮咚买菜主动将经营战略调整为“效率优先，兼顾规模”。前置仓布局方面，放缓开新城节奏，并退出历史期间 GMV 贡献较少的市场，重新聚焦核心的长三角大城市，2022 年 5 月起退出滁州等城市，2023 年 5 月退出川渝，2021/2022/2023 年末前置仓数量分别约为 1400/1100/1000 个。利润方面，2021 年 12 月上海实现 UE 利润转正，前置仓模型逐渐打磨成熟。2022 年末，80%的已进入城市实现经营利润转正，22Q4-24Q2 连续 7 个季度实现 Non-GAAP 口径（非美国通用会计准则口径，排除公司基于股份的薪酬费用的影响）盈利，24Q1 起连续 2 个季度实现 GAAP 口径盈利。

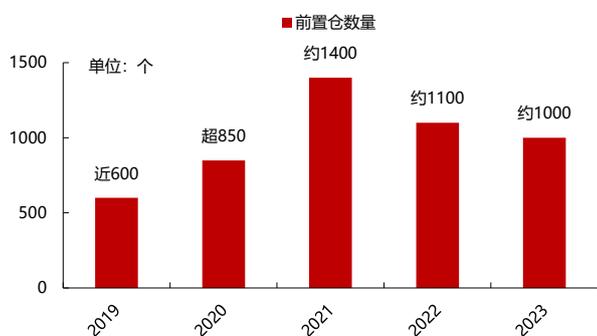
图1：叮咚买菜主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，36 氪未来消费，澎湃新闻，民生证券研究院

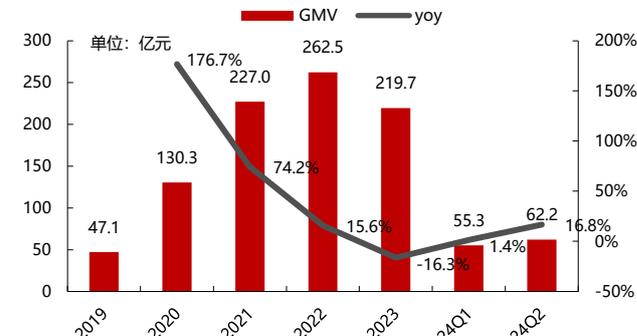
公司自 21Q3 起聚焦效率与盈利能力，近两年利润端显著改善，2023 年 Non-GAAP 口径实现盈利。2019-2021 年叮咚买菜高速扩张，GMV 为 47.1/130.3/227.0 亿元，营业收入为 38.8/113.4/201.2 亿元，2022 年起更加聚焦高质量经营，受到关仓撤城及 22 年高基数效应影响，GMV 由 2022 年的 262.5 亿元降至 2023 年的 219.7 亿元，营收由 2022 年的 242.2 亿元降至 2023 年的 199.7 亿元，但经营质量提升显著，减亏效果明显，2019-2023 年归母净利润分别为 18.7/31.8/64.3/8.1/1.0 亿元。22Q4-24Q2 公司 Non-GAAP 净利润分别为 115.8/6.1/7.5/15.5/16.2/41.5/103.1 百万元，23Q1 起呈逐季度增长趋势，24Q1 起公司营收重回正增长，24Q2 Non-GAAP 净利润同比增长 1269%。

图2：叮咚买菜前置仓数量

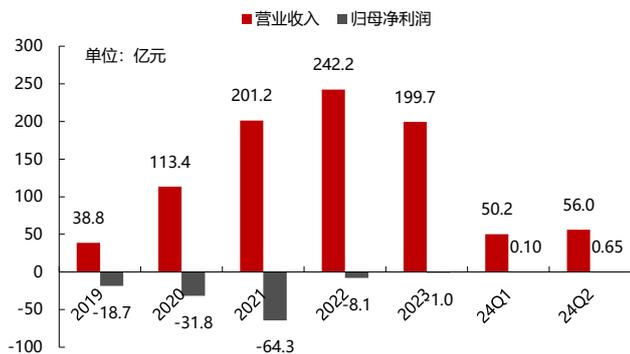


资料来源：公司公告，民生证券研究院

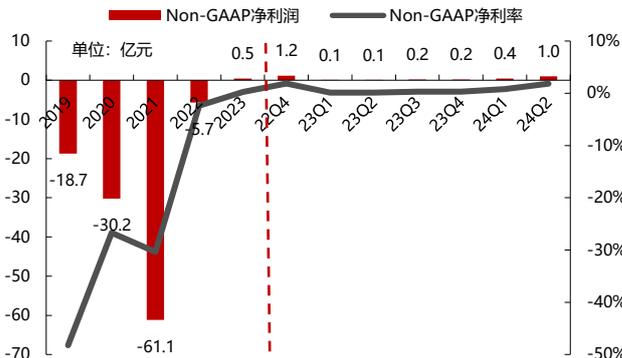
图3：叮咚买菜 GMV 及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：叮咚买菜营业收入、归母净利润


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：叮咚买菜 Non-GAAP 净利润及净利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分市场表现方面，上海市场为盈利范本，江浙市场为增量驱动。上海市场：

22Q1 首次实现整体盈利，目前订单量及 GMV 增长仍亮眼，24H1GMV 同比增长 9.5%。前置仓网络最密集，订单加密有望进一步优化每单履约成本、提升效率。

江浙市场：22Q4 首次实现整体盈利，由于地理位置邻近及居民饮食结构、生活节奏相似，可高效复用供应链并复制上海市场经验。2023 年以来，江浙订单量提升为叮咚 GMV 增长的重要驱动因素。叮咚围绕江浙沪持续拓展仓网，计划 2024 年全年新开仓约 80 个，上半年已开出的近 40 个新仓日均单量迅速爬坡至 800 单。消费频次提升、仓网扩张及新仓爬坡周期缩短驱动增长提速，成为江浙市场未来看点，24H1 浙江 GMV 同比增长 22.7%，江苏 GMV 同比增长 22.6%。

广深市场&北京市场：24H1 均实现有效减亏。广深市场是朴朴超市传统优势区域，市场教育程度高但竞争格局也较复杂。据澎湃新闻报道，2024 年 1 月叮咚在广深关闭约 38 个前置仓，调整具体点位并维持区域层面稳定经营；北京市场 2024 年五一假期 GMV 同比增长 5%，24Q2GMV 同比增长 8.5%，营收端增长潜力逐步显现。川渝市场：饮食较多元且与东部地区有一定差异，生鲜及时配送需求相对较小，订单相对分散，2023 年及时撤出实现减亏。

1.2 股权架构：创始人实控人，上市前共获得超 15 亿美元融资

公司上市前经历多轮融资，合计现金价值超 15 亿美元。叮咚成立后不久，即受到众多资本关注。在多轮融资中，高榕资本、泛大西洋投资、今日资本、红杉资本中国等均选择加码。2018-2019 年融资轮次密集，是发展现金流需求巨大的前置仓模式的重要前提，支撑站点网络的前期铺设。2020-2021 年获得 3 笔累计超 13 亿美元的融资，保障账上现金的充足性。2021 年 6 月，叮咚买菜登录纽交所，发行价为 23.5 美元/ADS，总共募集 9569.2 万美元。

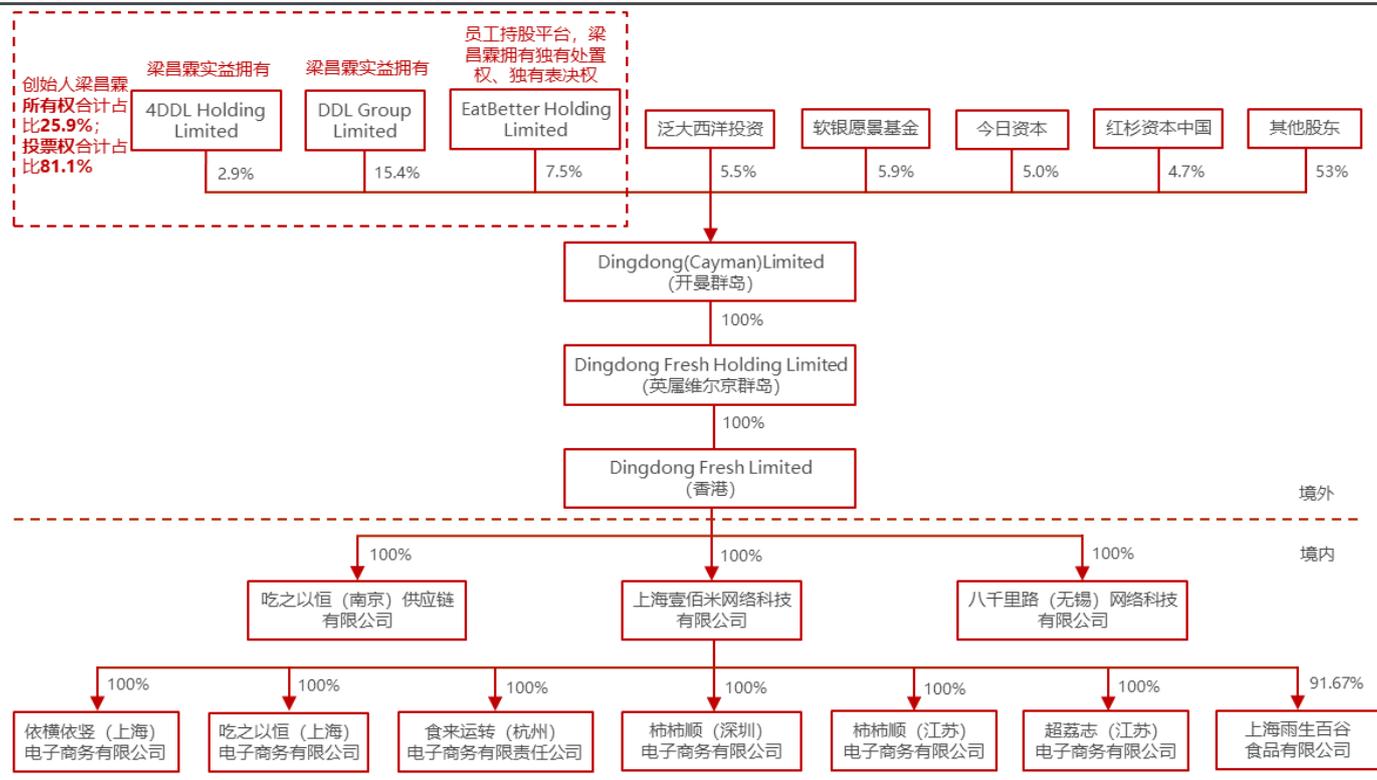
表1：叮咚买菜融资情况

轮次	时间	募集资金	投资方
天使轮	2014年4月	1000万人民币	涌铎投资
Pre-A轮	2018年5月	650万美元	高榕资本领投
A轮	2018年9月	1740万美元	红星美凯龙、达晨创投
A+轮	2018年10月	180万美元	高榕资本、红椒资本
B轮	2018年11月及 2019年3月	4590万美元	Tiger Global Management、高榕资本、琥珀资本
B2轮	2019年1月	3000万美元	红杉资本中国
B3轮	2019年5月	1.1亿美元	今日资本、CMC资本、鸥翎资本等
B4轮	2019年6月	3000万美元	星界资本领投，华人文化产业基金、BAI贝塔斯曼亚洲投资基金、启明创投、龙湖地产等跟投
C1轮	2020年4月	3.1亿美元	General Atlantic 泛大西洋投资领投，启明创投、CMC资本、BAI贝塔斯曼亚洲投资基金、弘毅创投等跟投
D轮	2021年3月	7亿美元	DST Global、Coatue Management 联合领投，老股东 Tiger Global Management、General Atlantic 泛大西洋投资、CMC资本、今日资本、红杉资本中国、鸥翎资本、弘毅创投等加码，新股东 Aspex Management、3W Fund、Mass Ave Global、APlus Partners 和高鹁资本进入
D+轮	2021年5月	3.3亿美元	软银愿景基金领投，Dynasty Orchid Limited 跟投
IPO	2021年6月	9569.2万美元	-

资料来源：公司招股说明书，IT 桔子，企查查，投中网，民生证券研究院

公司股权结构稳定，创始人梁昌霖拥有 81.1% 的投票权。公司发行 A 类、B 类两种普通股，其中每股 A 类普通股享有 1 股投票权，B 类普通股享有 20 股投票权。据公司 2023 年年报披露，创始人梁昌霖直接并通过 4DDL Holding Limited、员工持股平台 EatBetter Holding Limited 间接持有 A 类普通股，占比 10.5%；通过 DDL Group Limited 间接持有 B 类普通股，占比 15.4%，所有权合计占比 25.9%，投票权合计占比高达 81.1%，拥有高度集中的表决权，充分掌控公司发展战略。主要机构投资者中，泛大西洋投资持股 5.5%，软银愿景基金持股 5.9%，今日资本持股 5.0%，红杉资本中国持股 4.7%。

对外投资为业务发展与扩张奠定基础。叮咚于 2021 年 8 月注资 4000 万美元成立吃之以恒（南京）供应链有限公司，加码技术开发与供应链，为后续发展奠定基础。通过上海壹佰米网络科技有限公司控股多个电子商务企业，并控股上海雨生百谷食品有限公司，开展预制菜产品研发业务。

图6：叮咚买菜股权架构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：1) 主要股东持股情况截至 2024.3.31，对主要子公司的持股情况截至 2023.12.31；2) 股权架构图中未列示全部股东及全部子公司。

1.3 创始人创业经验丰富，管理层履历亮眼

创始人深耕社区生活领域，管理层专业能力过硬。叮咚买菜创始人梁昌霖先生拥有丰富的创业经历，曾创立丫丫网、妈妈帮、叮咚小区，熟悉社区生活业务、O2O 业务的运作。首席财务官王松先生在消费、零售领域经验丰富，曾担任盒马财务部负责人。首席运营官丁懿先生曾就职于丫丫网，先后负责搜索引擎优化、营销及用户板块等，后加入叮咚买菜。管理层团队教育经历、职场履历均亮眼，深耕负责的专业领域。此外，泛大西洋投资指派中国区业务负责人张弛先生担任董事，为战略规划与决策提供支持。

表2：公司管理层团队专业素养深厚、履历丰富

姓名	年龄	职位	经历
梁昌霖先生	52岁	创始人、董事兼首席执行官	创始人，一直担任董事兼首席执行官。创业经历丰富，深耕社区生活领域，于2003年4月创立丫丫网和妈妈帮App，于2002年自主研发视频剪辑和合并工具 Easy Video Joiner & Splitter。梁先生于拥有国防科技大学工学学士学位、兰州大学通信与信息系统硕士学位。
王松先生	41岁	董事兼首席财务官	自2023年9月起担任董事，2023年12月起担任首席财务官，自加入起担任副总裁。有17年的消费和零售行业工作经验，曾就职于阿里巴巴，任饿了么财务总监、联华超市首席财务官、盒马鲜生财务部负责人、易果电商高级财务总监、益海嘉里（金龙鱼）财务总监、华为技术财务负责人。王先生拥有天津工业大学管理学学士学位。
丁懿先生	38岁	董事兼首席运营官	自2021年6月起担任董事，2022年11月起担任首席运营官，自2018年10月起担任副总裁，自2015年起担任产品总监。曾任上海丫丫信息科技 SEO 工程师、互联网营销经理和用户中心经理、上海夏邑信息技术有限公司 SEO 专家。丁先生拥有华东师范大学管理学学士学位。
张驰先生	49岁	董事	自2021年6月起担任董事。目前担任总经理兼泛大西洋投资中国业务负责人，曾任凯雷集团董事总经理、瑞士信贷并购副总裁、中国国际金融股份有限公司投资银行事业部副总裁。张先生拥有上海财经大学经济学硕士学位。
陈耀昌先生	61岁	董事	自2024年8月起担任董事。现任李锦记集团及其子公司无限极的董事会顾问等职务，在零售领域经营丰富，曾任沃尔玛中国总裁兼首席执行官、卜蜂莲花执行董事及副主席、软银投资顾问公司合伙人、百胜中国独立非执行董事、高榕资本合伙人等职位。陈先生拥有芝加哥大学学士学位和麻省理工学院斯隆商学院硕士学位。
蒋旭先生	52岁	首席技术官	自2020年10月起担任首席技术官。曾任阿里巴巴担任天猫进出口技术部高级技术人员、携程集团担任高级工程师（支付平台 CTO）、eBay 担任软件工程师和平台架构师、摩根士丹利信息技术（上海）股份有限公司副总裁、赛贝斯软件（中国）有限公司担任高级工程师。蒋先生拥有上海交通大学计算机科学硕士学位。
徐志坚先生	53岁	首席营销官	自2022年11月起担任首席营销官，自2019年6月起担任高级副总裁。曾任上海华杰企业管理有限公司担任副总经理、正大集团副总裁。徐先生拥有南昌大学会计学学士学位、上海交通大学 EMBA 学位。
巩洪丽女士	36岁	首席人力资源官	自2023年12月起担任首席人力资源官。曾就职于叮咚买菜、太美科技、文思海辉科技和一家专注于医药行业的猎头公司。巩女士拥有潍坊医学院临床医学学士学位。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2 生鲜电商:行业经历多轮洗牌, 逐步走向良性竞争

2.1 行业逐步走向成熟, 自有造血能力成为关键

生鲜电商行业发展经历多轮洗牌, 目前聚焦盈利基本成为共识。发展历程中, 前置仓、社区团购等都曾成为风口, 市场参与者众多, 其中相当一部分已出局。现存玩家的重心从营销拉新转变为提升复购频次, 从做大规模转变为降本增效、实现盈利。行业大致经历四个发展阶段:

2005-2011 年: 萌芽起步。2005 年, 易果网上线标志着行业的起步。消费者对绿色安全食品的需求催生了一批垂直生鲜电商, 该阶段投融资规模较小且分散, 生鲜电商运营模式基本复制自传统电商。

2012-2017 年: 高速增长。生鲜高频刚需的特性使其具备为综合电商平台带来大量流量的潜力, 2012 年互联网巨头相继入局, 并通过对外投资入股的方式强化竞争力。同时, 一级市场投融资规模显著提升, 大量初创企业获得强大资金注入。运营模式上, 用户体验更好的即时配送成为趋势, O2O、前置仓、店仓一体模式诞生, 品类结构由“小而美”向“大而全”转变。行业高速成长的另一面是巨头入局带来的行业洗牌与格局整合, 部分曾被看好的创业公司因扩张速度过快、营销补贴耗资巨大, 面临资金链断裂。

2017-2019 年: 前置仓快速发展, 行业出清提速。“前置仓”逐渐成为生鲜电商、即时零售的关键词, 相关初创企业迅速成长, 美团、阿里纷纷切入。同时, 重资产、高成本的运营模式逐渐使得部分玩家亏损巨大、难以为继。2019 年末, 呆萝卜等一批生鲜电商濒临倒闭, 投融资整体遇冷。

2020 年至今: 从聚焦市占率向聚焦盈利能力转变。2020 年后线下经营环境遇到挑战使得线上买菜订单猛增, 生鲜电商再次迎来发展机遇。前置仓赛道分化明显, 中小企业面临生存危机, 跑出规模的每日优鲜、叮咚买菜获得十亿美元级别的融资后, 于 2021 年 6 月相继登陆纽交所。2020 年起, 互联网巨头纷纷切入社区团购赛道, 借助线上团购模式实现其线下业态的数字化升级。社区团购成为新的风口, 但烧钱换增长愈演愈烈, 并非健康持久的增长方式。2022 年, 十荟团等一批社区团购平台面临倒闭、业务收缩, 2023 年, 每日优鲜停止运营生鲜业务, 折射出近年来企业自身造血能力已成为生存关键。

表3：生鲜电商行业发展历程

发展阶段	时间	事件
第一阶段 (2005-2011年)	2005年	首家生鲜电商 易果网 （易果生鲜前身）成立
	2008年	沱沱工社、和乐康 成立，均主打绿色安全食品
	2009年	中粮我买网 成立，背靠粮油食品巨头中粮集团
	2010年	天天果园 成立，主营进口中高端水果
2012年起，互联网巨头开始切入，布局新业态并战略投资生鲜领域相关企业；一级市场对初创企业的融资热情趋于高涨		
第二阶段 (2012-2016年)	2012年	顺丰优选 上线，依托顺丰速运进行配送，定位中高端食品 亚马逊中国 开辟生鲜频道，与资深的本土生鲜企业合作 淘宝 推出生态农业频道， 京东商城 推出生鲜频道，均定位大众市场 本来生活网 成立，拥有纸媒+互联网媒体基因，“褚橙进京”营销带动销量
	2013年	天猫推出旗下独立生鲜板块 喵鲜生 ，定位中高端进口食品 易果生鲜 获阿里巴巴数千万美元战略投资，开始融入阿里旗下电商平台，逐步与天猫的生鲜业务绑定 优菜网、天仙配 等主打绿色食品的生鲜电商经营困难、寻求转让
	2014年	每日优鲜 成立，首创前置仓模式
	2015年	盒马鲜生 成立，确立店仓一体模式，主打消费升级 京东到家 成立，京东入局 O2O 即时零售
	2016年	美味七七、青年菜君 倒闭 前置仓模式企业 朴朴超市 成立
	至 2016 年，部分曾被看好的明星创业公司倒闭；后续阶段，资本对前置仓模式的关注度持续提升	
第三阶段 (2017-2019年)	2017年	前置仓模式企业 叮咚买菜 成立，京东孵化店仓一体业态 京东七鲜
	2018年	美团买菜 成立，布局前置仓
	2019年	顺丰优选 大范围关店 盒马 推出四种新业态，其中包含前置仓模式的盒马小站 截至 2019 年， 每日优鲜 已完成 D 轮融资，金额总计超 8 亿美元； 叮咚买菜 已完成 B4 轮融资，金额总计超 2 亿美元； 朴朴超市 已完成 B2 轮融资，金额总计超 1.5 亿美元
2020 年起，前置仓赛道企业分化明显，互联网巨头涌入社区团购赛道；由烧钱换增长的阶段向强调自有造血能力的阶段过渡		
第四阶段 (2020年至今)	2020年	1 月，前置仓模式企业 呆萝卜 破产重组，生鲜电商赛道融资收紧，部分企业面临严峻的生存危机 线下经营收缩，机遇再次显现， 每日优鲜、叮咚买菜 融资金额空前 滴滴旗下社区团购平台 橙心优选 在成都开团，美团旗下社区团购平台 美团优选 、拼多多旗下社区团购平台 多多买菜 相继上线 易果生鲜 破产重组
	2021年	社区团购平台 兴盛优选 获京东 7 亿美元战略投资 每日优鲜、叮咚买菜 相继于纽交所 IPO
	2022年	社区团购平台 十荟团、同程生活 倒闭， 橙心优选、兴盛优选 等业务收缩 每日优鲜 撤城并大幅裁员，全职员工仅剩 55 人
	2023年	每日优鲜 退市，转型为数字营销服务商，彻底退出生鲜电商赛道 美团买菜 更名为小象超市，转型线上超市

资料来源：36 氪，界面新闻，网经社，澎湃新闻，第一财经，亿欧，各公司官网及公司公告，民生证券研究院

2022 年生鲜电商市场规模为 3637.5 亿元，已由高速增长阶段过渡至相对稳定的发展阶段。据艾媒咨询测算，生鲜电商市场规模由 2016 年的 623 亿元增至 2022 年的 3637.5 亿元，CAGR 达 34.2%，预计将以 14.7% 的 CAGR 进一步增至 2026 年的 6302 亿元。前期市场规模的增长来源于一级市场较高的投融资热

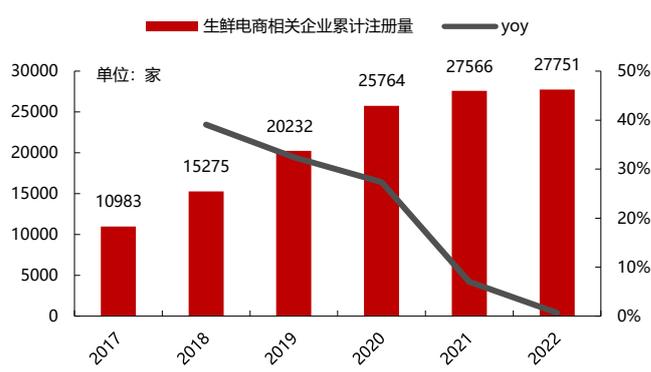
度，在其驱动下，相关企业注册数量高速增长，2017-2020 年每年新增注册量在 4000-5000 家。IT 桔子数据显示，2017 年后投融资数量较顶峰时下降而金额大幅上升，资金更加集中于头部企业，2021 年后整个赛道的投资数量与金额均下降。叠加互联网巨头纷纷紧密布局新业态的影响，部分中小企业出清，行业迎来相对明晰的格局与更高质量的发展。企业注册数量上，2021/2022 年分别新增 1802/185 家，存量维持相对稳定。

图7：中国生鲜电商行业规模及 CAGR



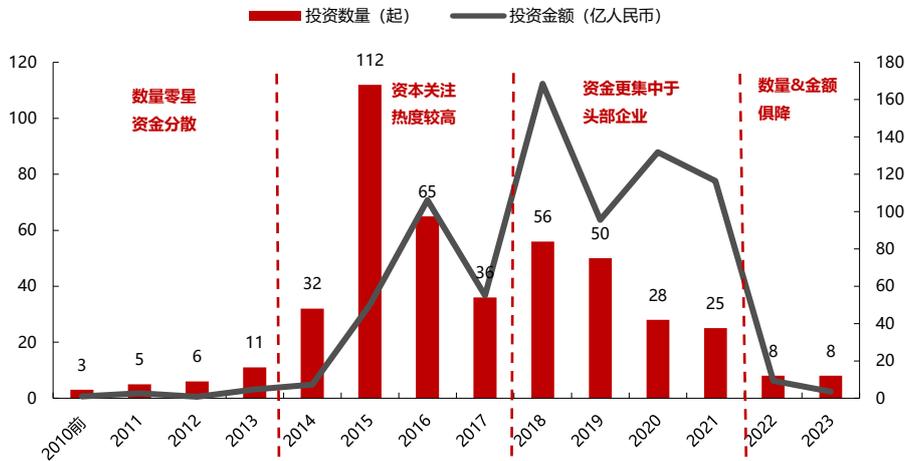
资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图8：中国生鲜电商相关企业存量及增速



资料来源：国家市场监督管理总局，艾媒咨询，民生证券研究院

图9：生鲜电商零售赛道投资数量及金额



资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

2.2 生鲜电商模式多样，叮咚垂直深耕生鲜即时零售

生鲜电商模式多样，前置仓模式具有即时性强、消费者体验好、重资产运营的特点。生鲜电商玩家探索多种商业模式，规模、盈利、用户体验之间各有侧重。传统电商平台、O2O 模式玩家更多扮演中介平台角色，前置仓、店仓一体模式玩家以精确、全链路的仓储物流保障消费体验，社区团购模式玩家也充当平台角色，

定位平价并通过集中配送等方式尝试解决盈利难题。

传统电商平台模式：以天猫生鲜、京东生鲜为代表。该模式为互联网企业布局生鲜零售的初步探索，平台连接入驻商家和消费者两端，并推出部分自营产品，以自有物流或第三方合作委托方式完成交付。1-3 日的快递运输周期较长，途中生鲜品质的不可控性较高，天猫、京东等后续也着力于提升近端履约能力，探索同城半日达及 1 小时达等业务。

O2O 模式：以京东到家、淘鲜达为代表。平台与大型商超、零售店、便利店等开展深度合作，为线下门店提供线上流量入口和物流支持，并收取佣金，不承担库存风险。需要平台具备高知名度、强大运力、成熟合作模式，以吸引优质零售合作伙伴留存。以京东到家为例，其覆盖生鲜果蔬、消费电子、医药健康、服饰家居等众多品类，借助达达集团的众包配送模式，调动社会运力，实现 3-5 公里范围内“消费者下单、附近门店发货、商品 1 小时内送达”。

前置仓模式：以叮咚买菜、每日优鲜、美团买菜（小象超市）、朴朴超市为代表。建立自有供应链系统，直接从上游产地、供应商处采购产品，设立城市分选中心完成初步加工，并将生鲜商品仓储前置到消费者的生活、办公场景周边，下单后一小时内完成交付。前置仓模式下，商品直采比例更高，履约更高效精细，品控及售后服务质量更优，用户体验好但全链路履约成本相应也更高。并且，前置仓需设立多温区，带来更高的前期资金投入，商业模式在全国范围内复制难度较高。2023 年前置仓赛道经历较大变更，8 月每日优鲜退出生鲜领域，12 月美团买菜更名为小象超市，转型线上超市。

店仓一体模式：以盒马鲜生、永辉超市、京东七鲜为代表。该模式与前置仓模式较为相似，主要区别在于门店既发挥仓储功能也承接线下客流，对门店面积、品类结构丰富度要求更高。与前置仓模式相比，其线下门店天然具备宣传、引流作用，节省广告投放开支，而店面租金、水电、人力成本更高。

社区团购模式：以美团优选、多多买菜、兴盛优选为代表。以小区为单位集中运营管理，借助熟人网络降低获客成本。通过团长向消费者发布商品信息，用户下单预订并于次日送达。履约过程中，将同小区的整批订单集中配送至网点，“最后一公里”由用户自提。一定程度上，社区团购为生鲜电商成本居高不下的痛点提出了解决方案：预售模式下平台根据预订量决定采购量，降低仓储成本；集中配送与用户自提以降低末端配送成本与包装成本；调低生鲜占比、调高日用品占比以拉高毛利率。但其业务运营对团长依赖性较强，且集中配送模式使得用户消费体验受到影响。

表4：生鲜电商的主要经营模式梳理

	传统电商平台模式	O2O 模式	前置仓模式	店仓一体模式	社区团购模式
代表品牌	天猫生鲜、京东生鲜	京东到家、淘鲜达	叮咚买菜、每日优鲜（退出）、美团买菜（更名小象超市）、朴朴超市	盒马鲜生、永辉超市、京东七鲜	美团优选、多多买菜、兴盛优选
用户画像	非急需；高端&平价产品均有布局，覆盖不同消费能力的用户	高线城市；关注便利与时效性	高线城市；关注品质与时效性	高线城市；关注品质与时效性	下沉市场；关注性价比
配送时长	约 1-3 日，后续向更短的配送周期升级	约 1 小时	1 小时以内	1 小时以内	次日达
配送范围	最广泛，涵盖基本覆盖全国的快递配送、20 公里生活圈配送等	覆盖零售合作伙伴门店 3-5 公里范围内	覆盖 1-3 公里内社区及写字楼	覆盖 1-3 公里内社区及写字楼	覆盖周边社区及写字楼
运作模式	平台+自营	平台	自营	自营	平台
仓储物流	电商大仓及分仓+自有物流或合作委托	合作伙伴门店中划出分拣仓储区+自有物流或合作委托/众包配送	大仓/分选中心+前置仓+自有物流或第三方合作	大仓及分选中心+门店+用户到店消费/自有物流或第三方合作	三级仓储模式（例如中心仓+网格仓+自提点）+自有物流或第三方合作
履约方式	快递运输	外卖配送	配送到家	配送到家	平台配送+末端自提
优势	综合性电商切入生鲜赛道在流量、品牌影响力、客户信任度上占优；库存风险较小	品类齐全体验便捷；无库存风险	配送时间短，用户体验好、粘性高；品控力度强	品类齐全配送快捷，用户体验好、粘性强；门店起到线下宣传作用	性价比高；仓储、配送、包装成本低
劣势	配送时间长，时效性较差，易出现损耗	对合作伙伴的依赖性较强	前期资金投入高；线下流量入口弱，线上投流、营销成本高	前期资金投入高，大店模式下成本提升	运营受团长影响大；即时性、品控力度不足

资料来源：每日优鲜招股说明书，运联研究院，艾瑞咨询，京东生鲜及京东到家官网，民生证券研究院

叮咚垂直深耕生鲜领域，打磨小仓模型。前置仓模式与店仓一体模式较为相似，因此我们对两个赛道的代表玩家进行对比分析。单仓面积和 SKU 方面，叮咚前置仓平均面积在 300-400 m²，SKU 较为精简，生鲜品类占比更高；美团买菜（小象超市）、朴朴超市的主流仓型均由小仓转变为 800 m²及以上的大仓，SKU 数量显著增加，引入更多日用百货等标品，商品结构类似于传统商超；盒马历史期间打法较为多变，主力业态盒马鲜生单店面积在 3000-5000 m²，最初 SKU 数量高达 8000 个、主打中高端生鲜品类，后启动折扣化变革，下调价格并精简 SKU。

玩家布局策略存在差异，市场格局仍相对分散。规模和市场布局方面，叮咚、盒马布局城市较多，且叮咚前置仓数量显著高于大仓模式玩家，仓网相对密集；美团买菜（小象超市）、朴朴更重视区域性代表城市，历史期间开新城节奏较缓。营收方面，盒马单店营收高、体量最大，2024 财年（2023 年 4 月-2024 年 3 月）GMV 超 590 亿元，朴朴 2022 年营收为 203.6 亿元，叮咚 2022 年 GMV 为 262.5 亿元，2023 年 GMV 为 219.7 亿元。据《晚点 LatePost》报道，2023 年初美团买菜市场份额接近叮咚的 60%，与朴朴接近。

表5：前置仓模式、店仓一体模式主要玩家对比

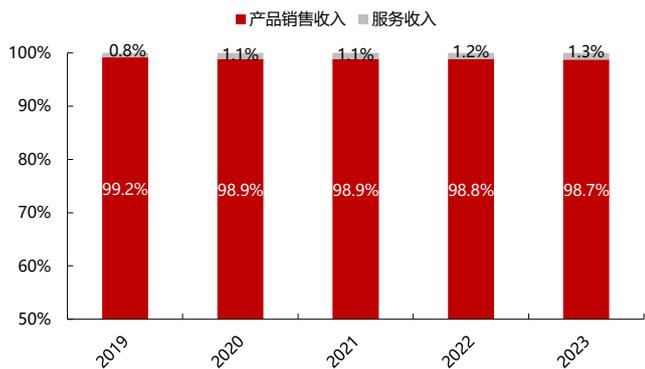
	叮咚买菜	美团买菜 (小象超市)	盒马鲜生	朴朴超市
单仓面积/门店面积	300-400 m ²	最初推广 300 m ² 仓型, 2022 年主流仓型面积转变为 800 m ² , 2023 年底更名小象超市后, 仓库面积达 1000 m ² 以上	定位 “大卖场+餐饮”, 面积在 3000-5000 m ²	最初仓面积在 300-500 m ² , 后增大至 800 m ² 左右
单仓 SKU 数量	3000-4000 个	大仓可容纳约 6000 个 SKU, 小仓可容纳 3000 个 SKU	成立之初 SKU 数量达 8000 个, 后调整为 5000 个, 未来或将保持 2000-3000 个	6000-8000 个
SKU 结构	生鲜占比稳定在 50%-60% (2023 年 3 月)	生鲜约占 30%, 标品约占 50% (2023 年 3 月)	以生鲜为主品类, 创立之初主打中高端选品, 2023 年 10 月启动折扣化变革	生鲜约占 30%, 标品约占 50% (2023 年 3 月)
前置仓数量/门店数量	约 1100 (2022 年末); 约 1000 (2023 年末)	超 500 (2023 年 3 月)	超 400 家 (2024 年 6 月, 包括盒马鲜生、盒马 mini)	347 (2023 年 5 月)
进入城市数量	25 (2023 年末)	9 (2023 年 12 月)	超 30 (2024 年 6 月)	7 (2023 年 5 月)
扩张策略	华东为优势区域, 目前主要在江浙开设新仓	最初聚焦北上广深, 2023 年 2 月起进入武汉等城市, 10 月以杭州为首站进入华东市场	过往集中于一二线城市, 目前对下沉市场重视程度提升, 2024 年拓店重点在长三角	聚焦华南, 福州、厦门等为优势城市, 2021 年进入武汉、成都及佛山
营收体量	2022 年 GMV 为 262.5 亿元, 2023 年 GMV 为 219.7 亿元	2023 年初市场份额接近叮咚的 60%, 大致与朴朴相当	2024 财年 (2023 年 4 月至 2024 年 3 月) GMV 超 590 亿元	2022 年营收为 203.6 亿元

资料来源: 晚点 LatePost, 叮咚买菜及阿里巴巴年报, 商业观察家, 联商网, 小象超市官网, 新零售商业参考, 第一财经, 界面新闻, 远川研究所, 36 氪, 钛媒体, 艾媒网, 民生证券研究院

3 财务分析：战略调整聚焦高质量经营，盈利持续优化

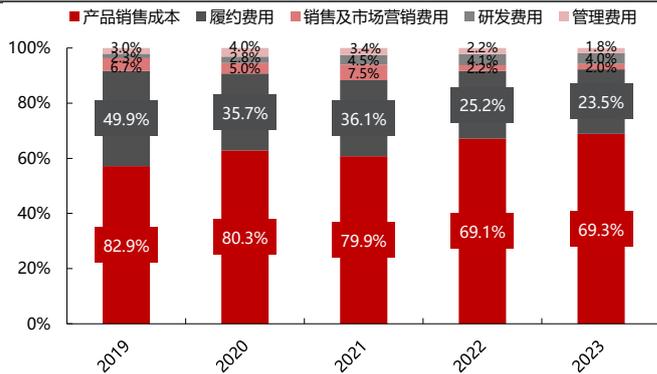
产品销售收入贡献绝大部分营收，24Q1 起营收重回增长。收入及成本构成方面，公司营业收入包括叮咚买菜平台的产品销售收入、收取会员费形成的服务收入，其中产品销售收入占比大致稳定在 99%。公司运营成本和费用包括产品销售成本、履约费用、销售及市场营销费用、研发费用和管理费用，其中产品销售成本最高，2019-2023 年在营收中占比 82.9%/80.3%/79.9%/69.1%/69.3%，履约费用次之。营收变化趋势方面，21Q3 前营收呈逐季度快速增长趋势，21Q3 后经营战略转向高质量经营及盈利、撤城&关闭盈利不佳前置仓，叠加 22 年高基数影响使得公司营收在 21Q3-2023 年有所波动，但公司持续优化产品及服务，伴随仓网调整持续落地，目前营收重回增长轨道，24Q1/24Q2 营收同比增长 0.5%/15.7%。

图10：公司营业收入构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：公司各项运营成本及费用在营收中占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

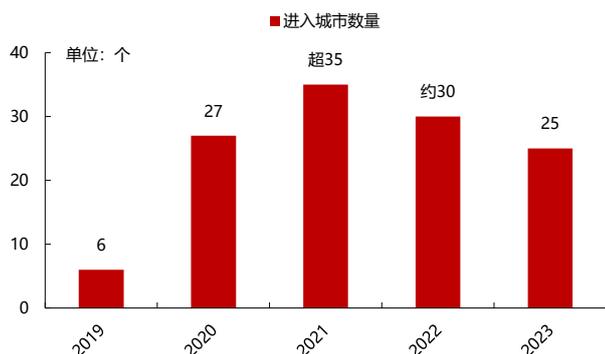
图12：公司季度营业收入及增速



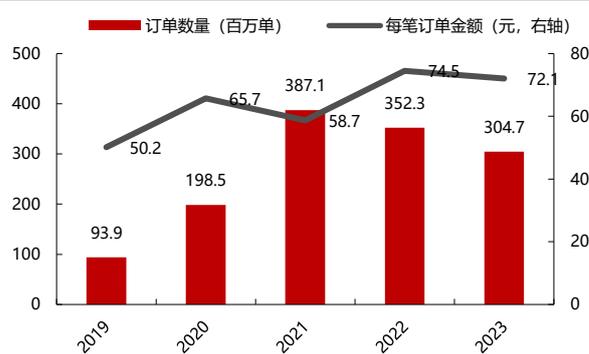
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年客单价上行，利润空间提升。自 21Q3 起，叮咚重新聚焦消费能力

更强的长三角区域，不断提升商品力，加码自研商品。叮咚采取“宽SPU窄SKU”策略，即品类丰富，每个品类下商品结构精简，满足用户需求同时优化消费选择，精选高品质SKU有利于强化价格优势。2019-2023年订单数量分别为93.9/198.5/387.1/352.3/304.7百万单，平均每笔订单金额分别为50.2/65.7/58.7/74.5/72.1元，分市场来看，2023年上半年上海市场客单价达到75.8元，客单价逐步成为拉动营收的重要因素。2023年客单价较2022年略有下降的主要原因系2022年线上买菜需求大幅增长、客单价基数高。

图13: 叮咚进入城市数量


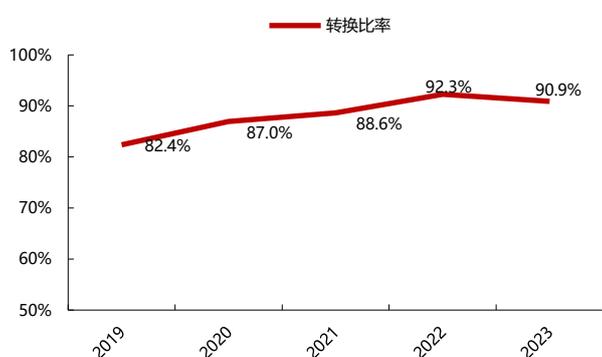
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 叮咚订单数量及每笔订单金额


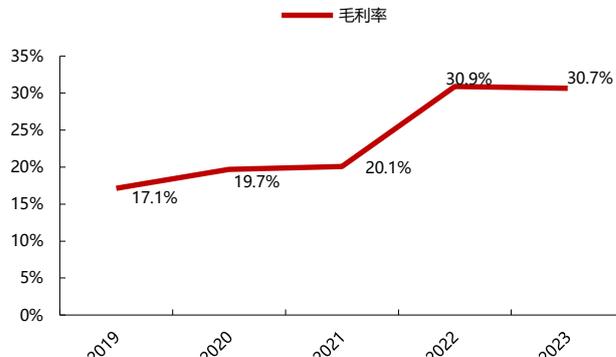
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司 GMV 与营业收入之间转换比率逐年提升, 2023 年毛利率达 30.7%。

相较于 GMV 口径, 营业收入口径扣除了优惠券折扣、退货补贴和增值税因素。公司 GMV 与收入之间的转换比率由 2019 年的 82.4% 提升至 2023 年的 90.9%, 反映出公司运营调整持续优化, 不再依赖优惠券发放进行拉新获客及拉动 GMV 增长。公司毛利为营业收入减去产品销售成本, 在营销补贴回归健康水平、采购议价能力不断增强、生产加工、仓储、履约配送全链路效率提高的共同作用下, 公司毛利率持续提升, 2019-2023 年毛利率分别为 17.1%/19.7%/20.1%/30.9%/30.7%, 2022 年提升幅度明显, 2023 年保持在较高水平。

图15: 公司 GMV 与收入之间转换比率逐年提升


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 2022 年公司毛利率迎来显著提升


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

21Q3 后履约费用率呈降低趋势, 2023 年履约费用率为 23.5%。履约费用

包括 1) 第三方劳务公司为区域加工中心和前置仓提供配送骑手和工人所收取的外包费用; 2) 区域加工中心和前置仓租赁费用; 3) 支付给第三方快递公司将产品从区域加工中心运送到前置仓的运输和物流费用。公司着力于为末端履约提供更精密的算法支持, 拉动一线人效提升, 区域订单加密摊薄履约费用中固定成本, 同时客单价较此前年份提升明显, 使得履约费用占比下降, 2019-2023 年公司履约费用率分别为 49.9%/35.7%/36.1%/25.2%/23.5%。从季度数据来看, 21Q3 战略调整为履约费用率改善的重要拐点。2023 年下半年, 公司优化区域加工中心布局, 有助于进一步提升运营效率、降低履约费用率。

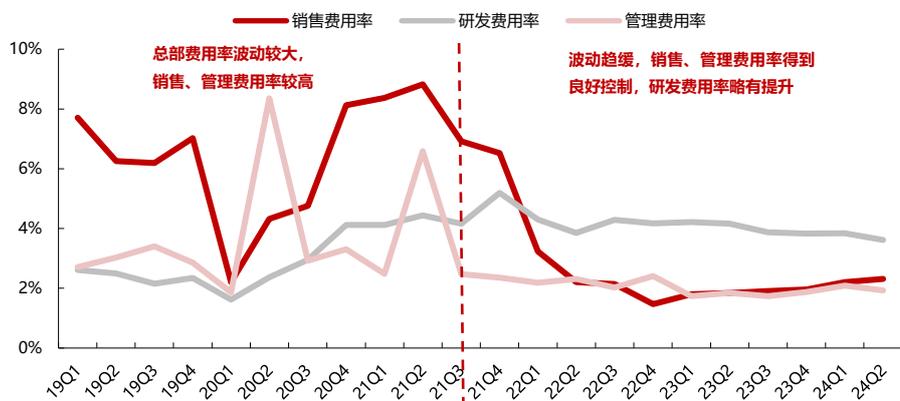
图17: 公司履约费用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

21Q3 后总部费用率亦显著改善, 2023 年总部费用率为 7.8%。销售和营销费用主要包括广告费用及销售、营销人员成本(含股票薪酬支出), 2019-2023 年销售费用率分别为 6.7%/5.0%/7.5%/2.2%/2.0%。前置仓模式无线下流量入口, 创立初期仅依靠地推&补贴模式进行拉新, 相关人工成本、补贴开支高。21Q3 起, 公司对地推人员进行裁撤调整, 下调广告投流与补贴力度, 转而提升商品力、树立品牌形象以降低获客成本、提升用户购买频次。带动销售费用率降低, 自 22Q2 起维持在 1.5%-2.3%的区间内。**研发费用**主要包括参与平台开发、产品开发和系统支持的研发人员成本(含股票薪酬支出), 2019-2023 年研发费用率分别为 2.3%/2.8%/4.5%/4.1%/4.0%, “效率优先”的经营战略下, 公司加码自研产品, 持续投资于农业技术、算法开发等, 为全链路履约提供支持, 研发费用率小幅提升, 稳定在 4%左右。**管理费用**主要包括一般及行政人员成本(含股票薪酬支出)、付款手续费及专业人士收取的费用, 2019-2023 年管理费用率分别为 3.0%/4.0%/3.4%/2.2%/1.8%。在前期规模扩张与股份补偿费用增减的影响下, 21Q3 前管理费用率波动较大, 21Q3 起公司着力于降本增效、提升员工效率, 叠加公司营收规模提升, 管理费用率降至 2%左右。

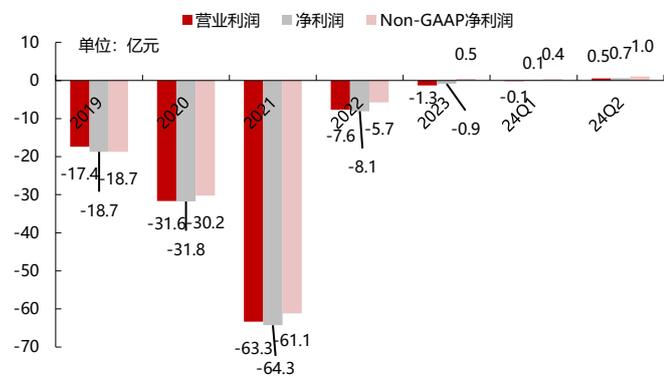
图18: 公司销售、研发及管理费用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

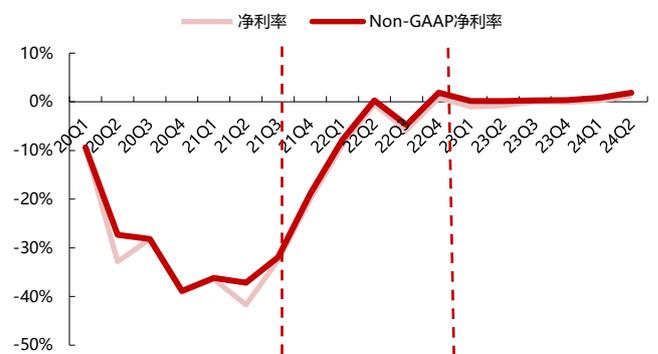
成本费用端良好控制带动利润端显著减亏并走向盈利。2023 年公司经营亏损为 1.3 亿元, 净亏损为 0.91 亿元, Non-GAAP 净利润为 0.45 亿元 (Non-GAAP 净利润就股票薪酬支出进行调整)。从季度数据来看, 21Q3 起减亏效果显著, 22Q4 起连续 7 个季度实现 Non-GAAP 口径盈利, 24Q1&24Q2 连续两个季度实现 GAAP 口径盈利。24Q2 实现营业利润为 53.6 百万元, 继 22Q4 后首次实现正营业利润。

图19: 公司营业利润、净利润及 Non-GAAP 净利润



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

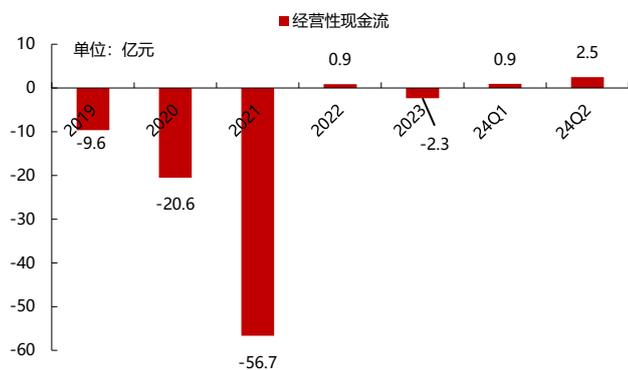
图20: 公司净利率及 Non-GAAP 净利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

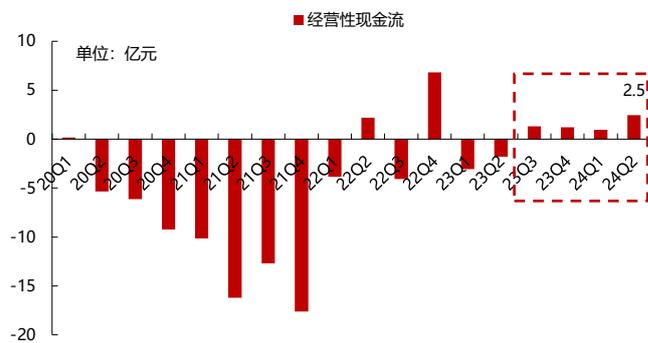
经营性现金流情况显著改善, 2023 年末账上现金为 12.1 亿元。2019-2023 年经营性现金流净额分别为-9.6/-20.6/-56.7/0.9/-2.3 亿元, 23Q3 起经营性现金流连续 4 个季度为正, 24Q2 达 2.5 亿元, 较此前显著增长。公司着力于适度缩减短期负债规模以提升账面资金灵活性, 24Q2 自有现金为 23.2 亿元, 实现连续 5 个季度环比增长, 在手现金更加充足。叮咚自身造血能力渐趋增强, 不再依赖外部输血, 有充足自有资金满足新仓开设及日常运营需求, 经营模式更加健康、可持续。

图21: 公司经营性现金流情况



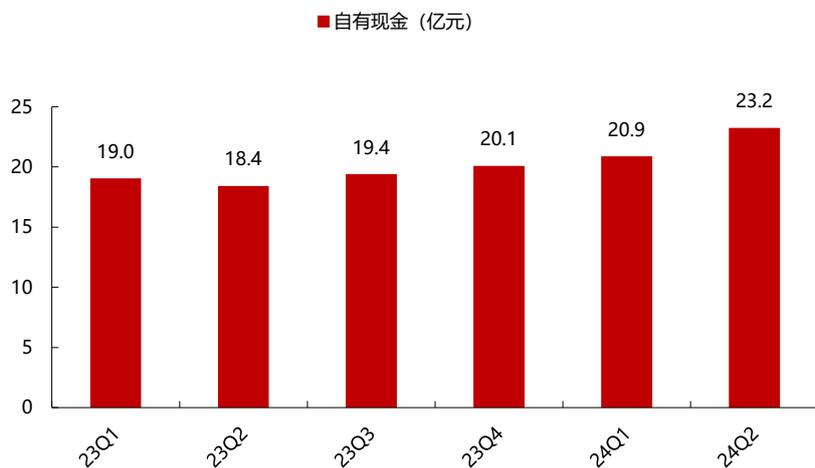
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 23Q3 起公司经营性现金流连续 4 个季度为正



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 公司自有现金情况



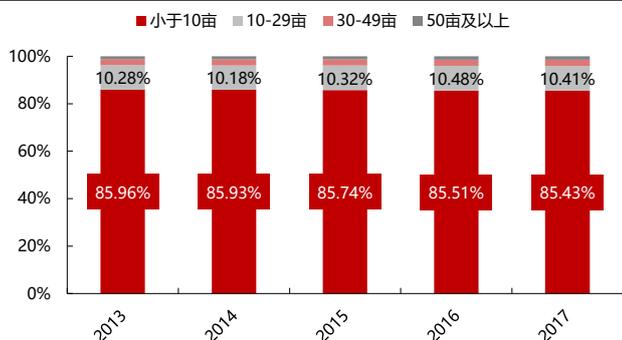
资料来源: 叮咚买菜 24Q2 财报会 PPT, 民生证券研究院 (注: 自有现金计算口径为: 现金及现金等价物+受限制现金+短期投资-短期借款)

4 公司看点：解决生鲜行业痛点，垂直优势明显

4.1 解决行业痛点，多点发力探索盈利路径

生鲜采购源头分散，制约规模化。 中国农业生产集约程度低，农户经营规模小且组织化程度低。据农业农村部数据，2017年，85.4%的农户经营耕地面积小于10亩，户均农业土地经营规模仅为7.5亩，远低于发达国家水平。生鲜电商面临着产地分散、上游采购端零散的局面，供应链整合难度大。产品流通性不足叠加全国范围内生鲜消费习惯差异大，生鲜电商往往具有较强区域性。

图24：2013-2017年中国不同经营规模农户占比



资料来源：农村农业部，民生证券研究院

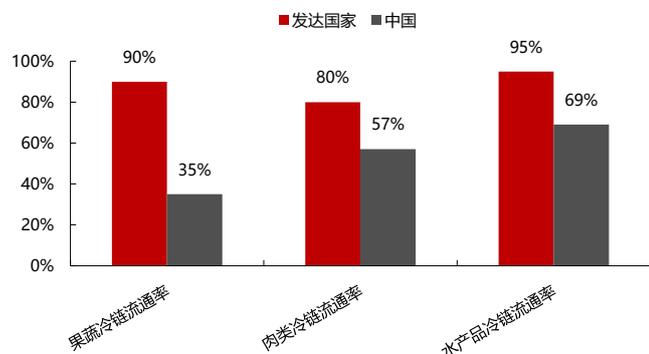
图25：中国生鲜品类众多、产地分散

品类	产地分布
禽蛋类	华东地区
奶类	内蒙古、黑龙江、山东等地
深水水产	湖北、江苏、广东等地
橘子、橙子	长江流域以南
苹果、梨	长江流域以北

资料来源：虎嗅，民生证券研究院

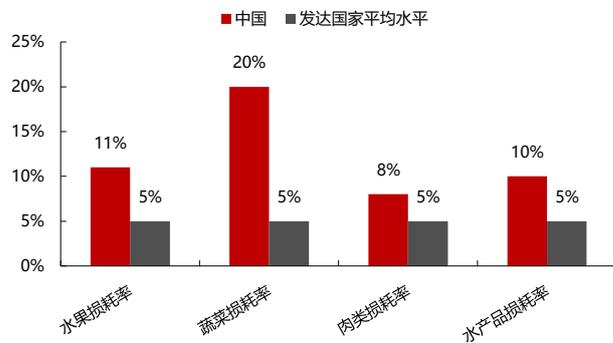
生鲜产品难以标准化，仓储物流损耗控制难度大。 供给方面，与传统电商产品不同，生鲜产品不同年度、季度之间的品质波动性强，难以做到稳定、标准化供应。仓储方面，不同品类仓储条件差异大，部分品类保质期极短，分拣入库时难以精确衡量成熟度，需承担腐坏变质风险。物流方面，中国生鲜农产品冷链流通率显著低于发达国家，且运输途中损耗大。生鲜电商面临着搭建端到端冷链物流的巨大成本，以及“最后一公里”配送途中的严格保鲜要求。

图26：中国生鲜产品冷链流通率低于发达国家



资料来源：中物联冷链委，民生证券研究院

图27：中国生鲜产品流通中损耗率高于发达国家



资料来源：中物联冷链委，民生证券研究院

产品、服务质量缺一不可，全链路供应链成本高。 生鲜产品价格相对透明、附加值较低，难以支撑起高溢价，不易打造大单品。对比其他商品，生鲜的质检、物流及仓储程序复杂。因此，与传统电商有所不同，产品好、服务好成为生鲜电

商的基本生存之道，需在选品、品控、履约服务、成本控制等多方面着力，探索丰富品类结构、精细化履约流程、规模扩张之间的平衡点。

叮咚着力于降低损耗、加强品控与品牌建设。针对生鲜易损耗的情况，叮咚打磨分布式前置仓网络模型，有效维持交付时的产品新鲜度，并提升直采比例，减少流通环节中的加价及损耗。2023年，按采购成本计，叮咚从产地直采的占比约85%。针对生鲜品质、价格波动较大的情况，叮咚基于庞大采购体量&对特定品类的需求预测发展订单农业模式，输出质量标准，有效降低采购价格、数量、种植方式、采摘时间等因素的不确定性。针对生鲜产品溢价较低、不易形成品牌效应的情况，2021年叮咚开始布局蔡长青、良芯匠人等自有品牌，覆盖快手菜、净菜、面点、猪肉等众多品类，截至2023年4月，自有品牌数量超30个，拥有约3000个SKU。23Q4自有品牌的GMV贡献率为21.1%，用户渗透率达73.6%。

图28：叮咚买菜代表性自有品牌



资料来源：叮咚买菜 APP，叮咚买菜财报会 PPT，民生证券研究院

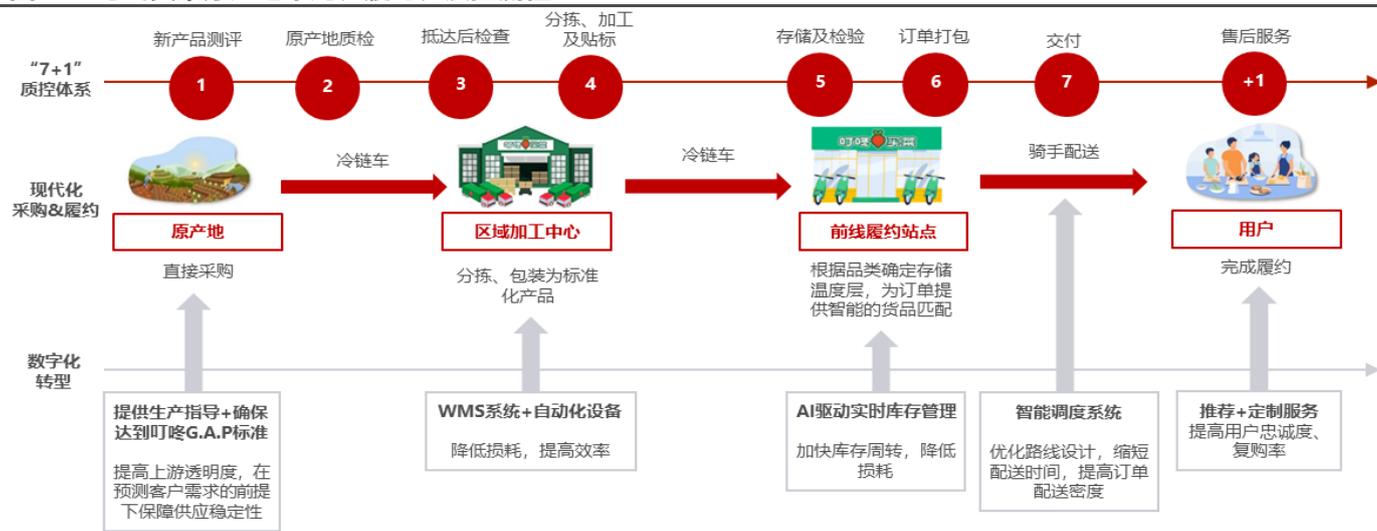
图29：自有品牌增长亮眼、用户粘性较强

品牌	2023年 GMV同增	23Q4月度 复购率
蔡长青	+43%	37%
良芯匠人	+19%	约40%
日日鲜	+7%	32%
黑钻世家	+68%	超36%
有豆志	+24%	超41%

资料来源：叮咚买菜财报会 PPT，民生证券研究院

叮咚着力于数字化转型，赋能高效履约。截至2023年，叮咚拥有约45个区域加工中心，基于周边社区人口数量、交通情况确定前置仓选址，站点适度分散以覆盖更多潜在用户。叮咚对运力进行动态调整，确保交通、现存站点变动时仍能稳定承接订单。对于每笔订单，从产地到消费者手中均经历规范的“7+1”质检流程，在下单并确认配送时间时将订单分配至具体站点，由算法预测出开始打包时间，并根据调度系统进行订单、骑手匹配，确保及时送到用户手中。

图30: 叮咚买菜原产地采购、履约、质控流程



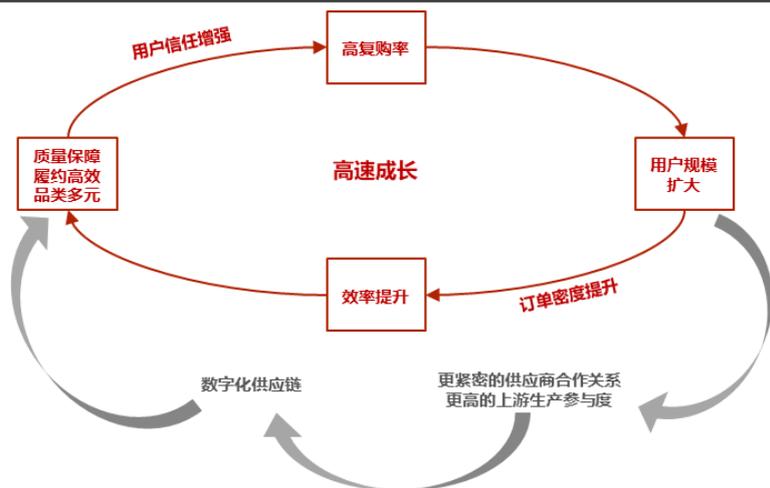
资料来源: 叮咚买菜财报会 PPT, 民生证券研究院

注: 1) 叮咚 G.A.P 为叮咚买菜根据全球良好农业规范、结合行业发展情况制定而成的产品质检标准体系; 2) WMS 为仓库管理系统。

双飞轮效应下, 叮咚与上游供应商&下游消费者联系紧密, 运营效率提升。

第一个飞轮侧重提升消费者体验, 随着用户不断增长, 规模经济效应带来运营效率提升, 出色的用户体验不断吸引新用户, 并提升现有用户购买频率, 更高的区域订单密度能生成更多用户行为数据, 支持公司持续优化产品及服务, 订单总量和平均订单价值的增长共同拉动 GMV 增长。第二个飞轮侧重优化供应商关系, 用户规模扩大使得采购需求扩大, 有助于提升公司的上游议价能力, 吸引优质供应商开展合作, 数字化赋能供应链, 从而进一步确保产品品质可靠、品类丰富。

图31: 叮咚买菜双飞轮效应



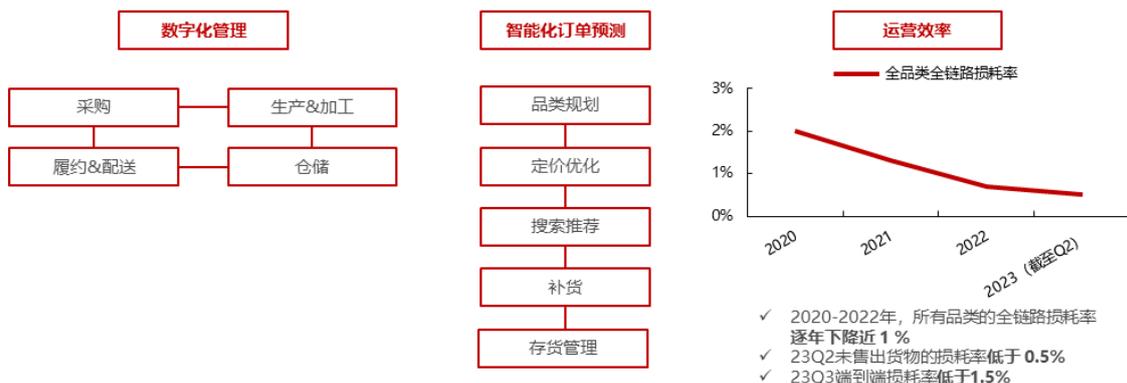
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

4.2 供给端：供应链效率优势深厚，发力自有品牌

4.2.1 具备三大确定性，产品&服务俱优

叮咚持续加强供应链能力，提升运营效率。首先，叮咚对各经营环节实施数字化管理：采购方面，根据稳定性、物流能力、生产力、食品安全保障和定价等因素严格筛选供应商，定期进行产品质量监测；生产加工方面，对产品进行赋码并上传至专有管理系统，实现对产品全生命周期的控制；仓储方面，仓库管理系统（WMS）&仓库控制系统（WCS）完成产品记录、精细质控与高效分拣；履约配送方面，智能调度系统&自动压力平衡系统实现“最后一公里”配送的精确调度。其次，叮咚对订单需求的预测覆盖从品类规划到存货管理的各个阶段，保障品类齐全丰富。最后，叮咚的运营效率不断提升，23Q2 未售出货物的损耗率低于 0.5%，24Q1 生鲜商品的周转周期缩减至 5 天，端到端损耗率仅为 1.5%。

图32：叮咚买菜强化供应链建设



资料来源：叮咚买菜财报会 PPT，民生证券研究院

时间确定：智能调度规划+动态调整，保障交付及时性。叮咚将骑手分派至特定前置仓，配送邻近区域订单。在机器学习与运筹学算法支持下，智能调度系统基于下单时间、骑手剩余容量、实时天气条件、产品类型等因素进行订单-骑手匹配&路线规划，骑手根据系统指令取单并将完成交付。用户可实时查看配送进度，同时库存水平得到实时更新。此外，针对订单激增情形，叮咚通过自动压力平衡系统对骑手的货品容量进行动态调整，确保骑手配送任务不超负荷，同时保障用户体验。单量不断提升的同时，24Q2 即时单履约时长同比下降 2 分钟至 36 分钟，履约效率提升。

品质确定：深入上游发展订单农业，建设自营基地，持续加强研发能力。叮咚以用户反馈为重要参考，发掘并推广优质品类，一定程度上教育了消费习惯。对选育到终端物流各环节，均设置叮咚专属标准，加强产地溯源。叮咚以品牌化为方向，通过战略合作提升研发和创新能力。截至 2020 年，叮咚的生鲜直供基地已达 350 个，产地直供供应商超 600 家。截至 2022 年 2 月，叮咚拥有 118 个订单农业基地，覆盖 28 个品类。

表6: 叮咚买菜部分原产地合作&供应商战略合作梳理

时间	项目	选址	具体品类	作用
2020年8月	与全球知名肉类供应商泰森食品签订战略合作协议	-	冻鲜肉、快手菜及定制化产品等	持续强化肉类供应链的确定性, 提升生产研发能力
2021年2月	智慧农业示范园	上海金山	以绿叶菜为主	首个自营基地, 由叮咚开展育种、培土、播种、培育、收割等全流程, 按照叮咚的品质标准, 采用绿色种植方式
2021年4月	大闸蟹养殖基地	江苏宝应	中华绒螯蟹“江海21”(上海海洋大学团队选育培养)	侧重基地化、品质化、标准化、品牌化, 探索大闸蟹养殖产业产销研一体化
2021年5月	大米订单种植基地	上海崇明、江苏盐城	早稻大米&晚稻大米	2021年起, 叮咚开始发力大米订单农业, 预计全年大米销售量将达6万吨, 采购专家和品控团队全程驻扎基地, 严控品质, 对加工到终端配送环节设置叮咚专属标准
2021年10月	战略合作牧场	山东济南	鲜奶	与蒙牛旗下高端鲜奶品牌每日鲜语达成战略合作, 产出A2β-酪蛋白鲜牛奶, 加强农产品产地溯源
2022年12月	银耳订单农业基地	福建古田	古田银耳(国家地理标志产品)	与战略合作品牌元气绿洲共同成立, 整合形成标准化培育、生产链条, 70个菇棚可实现全年不间断生产, 年产量800万朵
2023年4月	惠南叮咚农场	上海浦东新区	以绿叶菜种植为主, 兼具部分茄果类	由叮咚设施农业团队独立自主运营, 占地178亩, 拥有53000平方米现代化蔬菜温室, 通过数字化管理系统精准控制种植技术、农业投入品使用、仓储保鲜等, 预计年产量500吨左右
2023年4月	与四川古川藏优食谷食品科技有限公司达成战略合作	-	川藏黑猪肉	合力打通从养殖端到销售端的供应链路, 将优质黑猪品种带到更大的市场
2023年4月	盱眙龙虾养殖基地	江苏盱眙	小龙虾预制菜	与盱眙县展开合作, 加码即食冷鲜小龙虾生产线, 在当地打造集小龙虾培育、研发、加工为一体的预制菜供应链
2023年6月	葡萄订单种植基地	天津汉沽	茶淀玫瑰香葡萄(中国国家地理标志产品)	精确控制风味、糖度积累, 通过冷链车将南方地区鲜有规模化销售的茶淀葡萄运往北京、上海、杭州等多个城市
2023年11月	与新西兰银蕨农场、上海天萃庭健康食品有限公司、澳大利亚牛肉供应商Tey's签署战略合作协议	-	牛肉	向新西兰、澳大利亚优质牧场合计定制约2亿元的优质草饲牛肉

资料来源: 澎湃新闻, 央广网, 上观新闻, 扬眼, 新京报, 齐鲁晚报, 第一食品资讯, 叮咚买菜官方公众号, 民生证券研究院

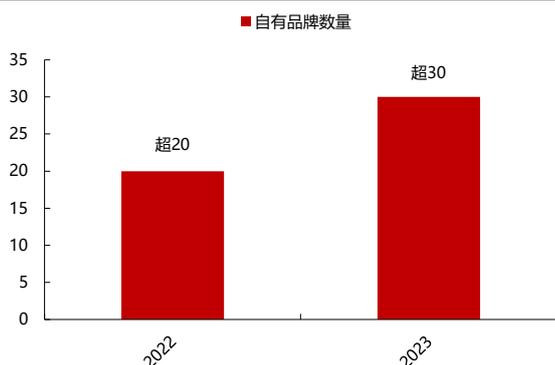
品类确定: 智能化订单预测保障品类齐全、供应稳定。叮咚的智能化订单预测全面覆盖“品类规划-定价优化-搜索推荐-补货-库存管理”流程。叮咚优先选择需求量大且稳定、食品安全标准高、价格波动较大的品类开展订单生产采购模式, 确保采购量、采购价格可控。并基于庞大交易量和多样化用户覆盖, 实现较为准确的搜索关键词推荐, 及时补充热销商品, 确保在稳定供应下, 用户能一站式买齐生鲜食材。

4.2.2 研发能力不断增强, 预制菜成为增长点

叮咚加码研发&自产, 优化商品结构。生鲜较易损耗、溢价水平较低, 叮咚在深耕生鲜品类的基础上进行品类扩展, 紧跟消费趋势, 推出更多烘焙、乳品、

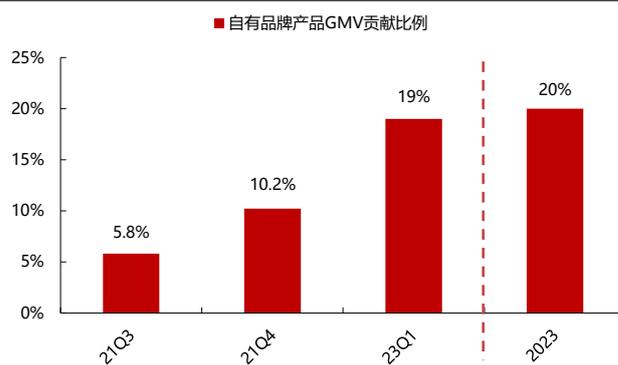
酒饮、休闲食品 SKU 以吸引消费者、提升盈利能力，24Q2 休闲百货品类 ARPU 同比提升 24%。并加码产品研发，打造丰富齐全的自有品牌矩阵，包括多个系列的预制菜产品。自 2020 年 7 月推出首个自有品牌起，自有品牌产品的 GMV 贡献比例呈不断增长趋势，2023 年约 20%，非生鲜品类中（包含预制菜），自有品牌产品的 GMV 贡献比例已超 30%。叮咚通过控股子公司上海雨生百谷布局研发生产，截至 2023 年末，已拥有 12 个自营加工工厂。

图33：叮咚自有品牌数量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图34：叮咚自有品牌产品 GMV 贡献比例



资料来源：公司公告，民生证券研究院

预制菜市场发展空间广阔。预制菜是经加工、包装保存后，即可食用或简单烹调后食用的食品，其本质是餐饮制作环节的标准化。根据加工程度和食用便捷程度的不同，预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品，加工程度越深，意味着产品差异化程度越高、毛利率越高。据艾媒咨询测算数据，2023 年中国预制菜行业市场规模为 5165 亿元，预计 2026 年将进一步增至 10720 亿元，市场潜力巨大。

图35：中国预制菜行业市场规模及增速



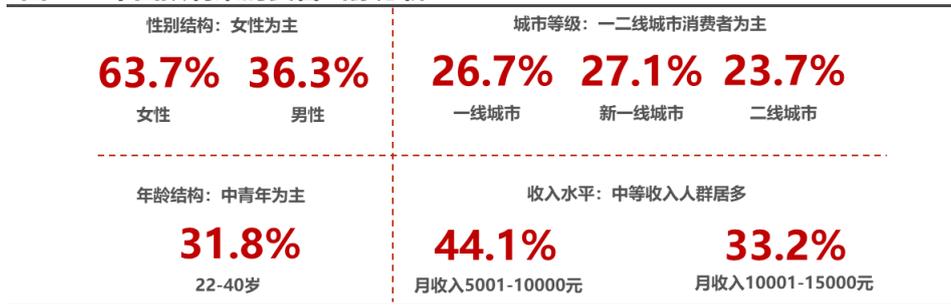
资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图36：不同预制菜类别及产品举例



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

以叮咚为代表的前置仓模式生鲜电商切入预制菜赛道时具有多种优势。采购端，叮咚与上游联系紧密，能较快响应市场需求上新，产品迭代及时；销售端，叮咚 C 端渠道优势明显；物流端，叮咚具备完善的端到端的冷链体系，无需额外投入建设；用户端，艾媒咨询调研数据显示，预制菜消费者画像与叮咚 C 端用户画像重叠程度较高。

图37: 中国预制菜消费者画像分析


资料来源: 艾媒数据中心, 民生证券研究院 (注: 调研时间为 2023 年 7 月, 样本量为 1838)

叮咚逐步在产品规划研发、生产、渠道等多方面发力, 推动预制菜成为新增长点。叮咚于 2020 年起较早开始布局预制菜, 21Q4 预制菜产品 GMV 贡献达 14.9%, 拥有国内首条即食冷吃小龙虾产线, 目前已形成完备的预制菜供应链体系。叮咚洞察消费趋势, 推出净菜、家常小菜、火锅、地方特色菜等多元化预制菜产品, 覆盖多个消费场景。并与知名餐饮品牌合作研发、联名推广, 持续提升 C 端渗透率。关注到消费者对食品安全与健康日益增强的诉求, 2023 年 3 月叮咚推出“少油无油”、“低钠无盐”、“控卡低卡”、“清洁配方”、“低碳/低 GI”的预制菜系列。叮咚旗下预制菜品牌朝气鲜食/为餐饮企业提供定制化预制菜解决方案, 针对性拓展 B 端销售渠道。朝气鲜食背靠叮咚供应链, 与上游企业开展深度合作, 截至 2023 年 11 月, 拥有米面、净菜、肉制品三家预制菜自营工厂

图38: 叮咚积极布局预制菜板块

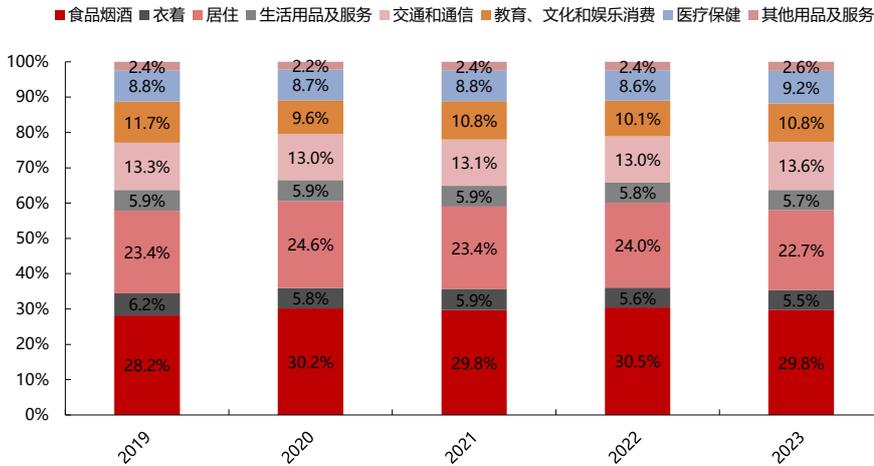

资料来源: 红餐产业研究院, 民生证券研究院

4.3 需求端: 用户粘性强, 竞对调整释放增量需求

4.3.1 生鲜需求稳定高频, 获客营销策略更具针对性

生鲜需求高频刚需, 叮咚侧重于满足家庭买菜需求。据国家统计局数据, 2020-2023 年食品烟酒在中国居民人均消费支出中占比为 30%左右, 高于其他支出类别。生鲜消费渗透家庭日常生活的各个场景, 复购频次高。叮咚定位家庭每日食材的主流购买渠道, 需求端始终稳定。

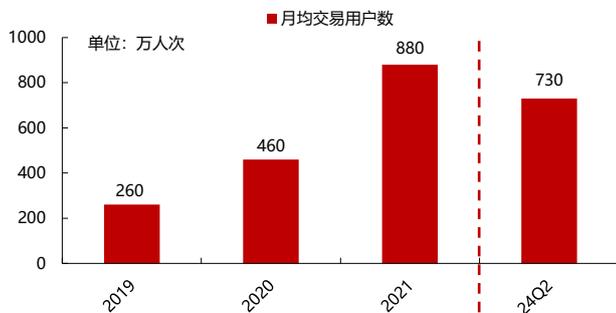
图39：食品烟酒消费在人均消费支出中占比高且稳定



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

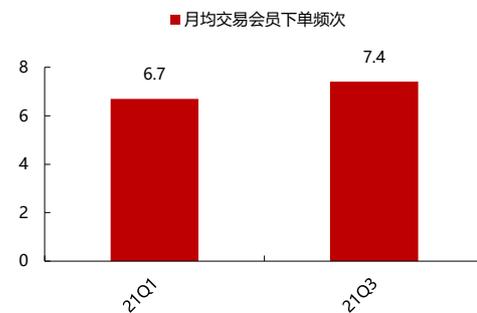
用户粘性强，会员拉动下单频次及客单价提升。叮咚始终坚持复购率为王的打法，稳定、高复购的生鲜需求为叮咚带来了高粘性的用户群体，2023 年月均交易用户下单频次为 4 次，24Q2 月均交易用户数约为 730 万人次，同比增长 11.7%。会员群体为复购率&每笔订单金额提升的主要驱动力，21Q1/21Q3 月均交易会员下单频次分别为 6.7/7.4 次，2019/2020 年会员月均消费金额为 407/478 元，据 24Q2 业绩会披露，会员月均消费金额进一步增至 500 元以上。

图40：叮咚月均交易用户数



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图41：叮咚月均交易会员下单频次



资料来源：公司公告，民生证券研究院

会员权益丰富，23Q4 以来服务收入重回正增长。叮咚绿卡会员拥有 8 大权益，涵盖免配送费、会员专享价格、专属服务等方面，确保会员消费体验更优。在会员类别方面，用户拥有灵活选择权。23Q4 起服务收入重回正增长，24Q2 服务收入为 81.1 百万元，创最高值，反映出叮咚拓展会员、吸引会员留存的成效逐渐显现。

图42: 叮咚绿卡会员权益



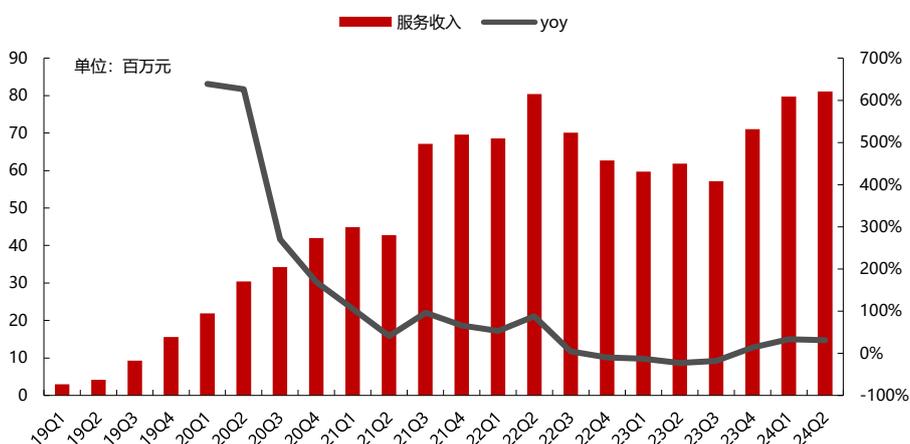
资料来源: 叮咚买菜 APP, 民生证券研究院

图43: 叮咚不同会员类别及价格

类别	价格
连续包年 (自动续订年卡会员)	67元/年
连续包季 (自动续订季卡会员)	21元/季
年卡会员	108元/年
季卡会员	45元/季
连续包月	9.9元/月

资料来源: 叮咚买菜 APP, 民生证券研究院

图44: 叮咚季度服务收入及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

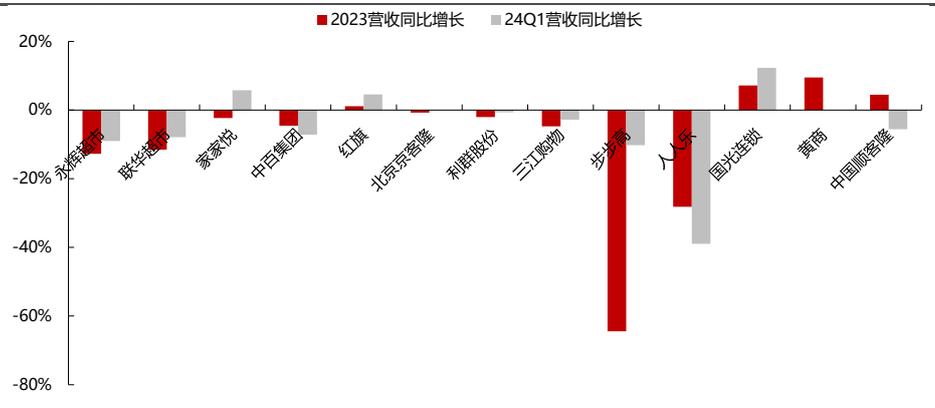
聚焦核心需求, 提升优势区域用户渗透。 叮咚过往通过庞大的地推团队进行“铺人、铺区域”的拓展, 发放优惠券为主的形式获客成本较高, 同时吸引了较多低复购意愿用户; 21Q3 起更关注渗透率、消费频次、客单价等指标, 目前, 叮咚通过更突出的商品力&更精细的场景运营聚焦核心需求人群, 营销策略从大量投流调整为有效获客与提频。据公司披露, 22Q3 单个新下单用户的获客成本同比下降 32.6%。在区域拓展层面, 江浙城市为 2024 年以来增长主力, 在较好财务表现、较充足现金储备的支持下, 公司将适度加大用户侧营销投入, 持续提升优势区域用户渗透。

4.3.2 零售赛道格局更加明晰, 叮咚承接线上线下更多市场份额

线下商超收缩, 消费需求流向生鲜电商。 据财报披露, 多家商超上市公司面临营收下滑趋势, 永辉超市、步步高传统商超巨头 2023 年及 24Q1 营收均为负增长。门店数量方面, 2023 年家乐福中国业务逐步关停, 截至 2023 年末仅存续 4 家门店, 步步高净关店 113 家, 永辉及大润发门店网络均有所收缩。客流量减少叠加公司主动关闭亏损门店, 线下渠道呈出清趋势, 消费需求持续释放并流

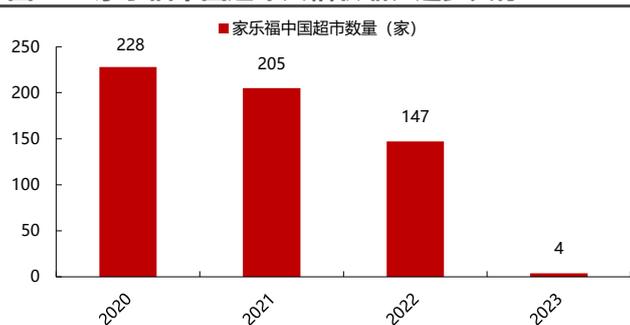
向叮咚等生鲜电商平台。

图45：多家商超上市公司营收规模收缩



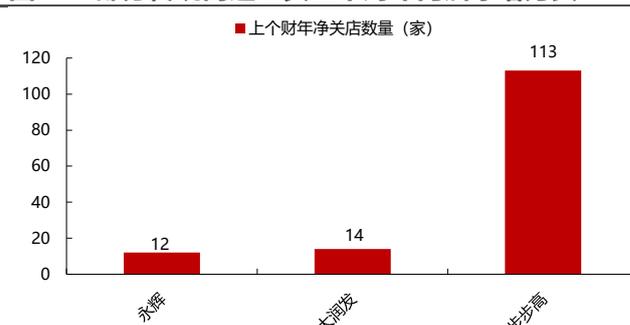
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图46：家乐福中国近年大幅收缩、逐步关停



资料来源：苏宁易购公司公告，民生证券研究院

图47：部分传统商超巨头上个财年门店净增为负



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：永辉及步步高为 2023 年，大润发为 23Q1-24Q1。

友商经营有所调整，叮咚将承接更多市场需求。盒马经历人事变动、组织架构调整以及频繁且幅度较大的业务调整。成立之初，盒马的目标客群为注重生活品质、价格敏感性较低的群体。2023 年 10 月，盒马启动折扣化变革，大幅缩减 SKU 以控制供应链成本，并推出线下专享价，以更平价的商品吸引线下客流。2023 年下半年起，盒马步入调整期，将基层员工聘用方式转变为较松散的外包模式以降本增效，并对配送服务免运费门槛及会员体系进行了多次调整，致使一批忠诚用户流失。前置仓模式企业美团买菜于 2023 年 12 月更名为小象超市，向日用百货品类有所倾斜，生鲜品类占比趋于下降。生鲜电商赛道竞争趋缓背景下，叮咚的垂类优势将得到进一步凸显。

图48：近年盒马战略调整较为频繁

时间	经营策略调整
2023年7月&8月	盒马对标山姆，持续调低榴莲干层品类的价格，7月在上海、北京上线“移山价”，8月“移山价”推广至15个城市
2023年10月	开启折扣化变革，5个月内将5000+SKU缩减至2000+，同时全面降价20%以上，盒马自营产品成为大牌平替
2023年12月	暂停会员办理及续费
2024年1月	对线上订单加收1元包装费
2024年2月	在北京、南京、长沙三个试点城市下调所售商品价格（覆盖生鲜蔬果、烘焙食品、酒类等众多品类），同时将三地的免运费门槛调整至99元，不足将按6元/单收取
2024年3月	线下折扣未同步至线上，多个商品贴出“线下专享价”标识，大多无法叠加使用钻石会员的88折权益
2024年4月	线上单笔免运费门槛恢复至49元，不足将按6元/单收取；拟于4月24日恢复黄金会员&钻石会员开卡、续费服务，同时将对原会员的权益进行升级调整
时间	重大变革（组织架构调整、人事变动、上市计划）
2021年6月	盒马升级为独立事业群，阿里不再向盒马输血，盒马自负盈亏
2023年5月	阿里启动盒马上市计划
2023年11月	阿里宣布盒马上市暂缓
2024年3月	盒马创始人侯毅卸任CEO，CFO严筱磊将兼任CEO

资料来源：36氪，第一财经，澎湃新闻，财新，上观新闻，上海证券报，民生证券研究院

4.4 目前江浙地区增速高，成为新增长极；北京&广深也在减亏

江浙区域增速高，成为目前主力增长点。江浙区域饮食习惯与上海相似且地理位置相近，部分供应链可以共用，前端SKU不需要进行大变化，成为公司2024年以来的增长主力。据公司财报会披露，24Q2单仓日单量超1000单，同比增长29.4%，其中上海市场超1500单。24H1江浙新开仓约40个，新仓日单量达800单，已超单仓单日500单的运营层面盈亏平衡点，爬坡表现亮眼。24H1上海GMV同比增长9.5%，江苏、浙江GMV同比增长分别为22.6%/22.7%，其中Q2上海GMV同比增长16.5%，江浙GMV同比增长约30%，反映出叮咚持续渗透优势区域，江浙增长势头强劲。

图49：2024H1华东区域增长强劲

2024H1区域GMV同比增长

上海 +9.5%

浙江 +22.7%

江苏 +22.6%

资料来源：叮咚买菜财报会PPT，民生证券研究院

北京&广深地区减亏利于利润释放。据公司财报会披露，24Q2 北京区域 GMV 同比增长 8.5%，暑假期间叠加高温天气影响下，增长势头将延续，带动北京&广深区域亏损环比持续收缩，公司区域布局策略成效显现，有利于公司整体利润释放。

5 投资建议

叮咚是前置仓模式生鲜垂类龙头，供应链优势深厚，运营效率领先。江浙沪为优势区域，公司着力于持续提升用户渗透，江浙仓网扩张&新仓单量迅速爬坡&同店高增打开增长空间。叮咚具有垂直优势，目前单量&同店表现亮眼。建议积极关注。

6 风险提示

- 1) 消费复苏不及预期风险。**消费复苏不及预期可能导致叮咚客流量下降，预制菜品类销量下降，对订单量、客单价产生负面影响。
- 2) 食品安全风险。**食品安全等负面新闻可能对品牌形象、消费者认可度产生严重负面影响。
- 3) 行业竞争加剧风险。**目前线上线下零售处于调整阶段，未来竞对可能加速扩张、布局新市场，并大力营销获客，可能影响叮咚在特定区域的经营业绩。
- 4) 开仓不及预期风险。**受到季节性需求波动及区域竞争情况影响，开仓可能存在不及预期风险。

插图目录

图 1: 叮咚买菜主要发展历程	4
图 2: 叮咚买菜前置仓数量	4
图 3: 叮咚买菜 GMV 及增速	4
图 4: 叮咚买菜营业收入、归母净利润	5
图 5: 叮咚买菜 Non-GAAP 净利润及净利率	5
图 6: 叮咚买菜股权架构	7
图 7: 中国生鲜电商行业规模及 CAGR	11
图 8: 中国生鲜电商相关企业存量及增速	11
图 9: 生鲜电商零售赛道投资数量及金额	11
图 10: 公司营业收入构成	15
图 11: 公司各项运营成本及费用在营收中占比	15
图 12: 公司季度营业收入及增速	15
图 13: 叮咚进入城市数量	16
图 14: 叮咚订单数量及每笔订单金额	16
图 15: 公司 GMV 与收入之间转换比率逐年提升	16
图 16: 2022 年公司毛利率迎来显著提升	16
图 17: 公司履约费用率	17
图 18: 公司销售、研发及管理费用率	18
图 19: 公司营业利润、净利润及 Non-GAAP 净利润	18
图 20: 公司净利率及 Non-GAAP 净利率	18
图 21: 公司经营性现金流情况	19
图 22: 23Q3 起公司经营性现金流连续 4 个季度为正	19
图 23: 公司自有现金情况	19
图 24: 2013-2017 年中国不同经营规模农户占比	20
图 25: 中国生鲜品类众多、产地分散	20
图 26: 中国生鲜产品冷链流通率低于发达国家	20
图 27: 中国生鲜产品流通中损耗率高于发达国家	20
图 28: 叮咚买菜代表性自有品牌	21
图 29: 自有品牌增长亮眼、用户粘性较强	21
图 30: 叮咚买菜原产地采购、履约、质控流程	22
图 31: 叮咚买菜双飞轮效应	22
图 32: 叮咚买菜强化供应链建设	23
图 33: 叮咚自有品牌数量	25
图 34: 叮咚自有品牌产品 GMV 贡献比例	25
图 35: 中国预制菜行业市场规模及增速	25
图 36: 不同预制菜类别及产品举例	25
图 37: 中国预制菜消费者画像分析	26
图 38: 叮咚积极布局预制菜板块	26
图 39: 食品烟酒消费在人均消费支出中占比高且稳定	27
图 40: 叮咚月均交易用户数	27
图 41: 叮咚月均交易会员下单频次	27
图 42: 叮咚绿卡会员权益	28
图 43: 叮咚不同会员类别及价格	28
图 44: 叮咚季度服务收入及增速	28
图 45: 多家商超上市公司营收规模收缩	29
图 46: 家乐福中国近年大幅收缩、逐步关停	29
图 47: 部分传统商超巨头上个财年门店净增为负	29
图 48: 近年盒马战略调整较为频繁	30
图 49: 2024H1 华东区域增长强劲	30

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 叮咚买菜融资情况	6
表 2: 公司管理层团队专业素养深厚、履历丰富	8
表 3: 生鲜电商行业发展历程	10
表 4: 生鲜电商的主要经营模式梳理	13
表 5: 前置仓模式、店仓一体模式主要玩家对比	14
表 6: 叮咚买菜部分原产地合作&供应商战略合作梳理	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026