

# 即时零售系列报告（一）：竞争格局、 平台博弈与巨头利润影响

行业研究 · 行业专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

- **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。**当前，即时零售的需求主要源于线下场景的转移，2024年市场规模已达7800亿元，近5年复合增长率高达46%。从“多、快、好、省”的维度分析，“快”是即时零售的核心优势，通过运营能力提升及供应链体系建设，有望缩小与远场电商在“多”与“省”上的差距，并冲击其市场份额。我们测算即时零售远期市场空间有望突破3万亿元，并可能导致部分电商平台增速放缓甚至陷入负增长区间，因此目前各大电商平台均在积极推进即时零售领域布局。
- 即时零售包括平台、自营两种模式，其中平台模式占据60%-70%的市场份额，美团保持领先地位；自营模式则涵盖前置仓、店仓一体、“1+N”等形态，主要聚焦生鲜及商超品类。即时零售的三要素是即时需求（用户&流量）、即时配送（履约）、本地供给（供给），据此我们将即时零售发展历程分成四个阶段。**我们认为，履约能力是即时零售的长期竞争壁垒，市场现阶段通过补贴及流量优势争夺用户，但补贴模式不具备可持续性，远期竞争焦点将转向供给端。**因此，美团与阿里巴巴在当前及未来仍将是市场核心参与者。
- **从组织、用户、供给、履约维度分析即时零售竞争格局。**1) **组织**：相比18-19年的外卖大战，各平台团队更加成熟，阿里多业务回归统一，组织效率大幅提升；2) **用户**：补贴是驱动用户增长的关键，比拼的是资金实力和运营能力，阿里具备资金优势，美团补贴效率更高。3) **供给**：一方面，闪电仓是满足“多”的需求的关键，美团闪电仓数量优势显著，但随着淘宝闪购单量增加，更多闪电仓开始尝试淘宝闪购，两者数量差距将逐渐缩小，此外阿里也在打造近场品牌旗舰店，但整体建设节奏相对较慢。另一方面，布局自营是实现“好”和“省”的关键，平台数据资源和流量资源能够有效赋能自营业务。目前美团、京东自营业态更加丰富，并且今年以来业务布局进一步加快。4) **履约**：美团凭借餐饮外卖业务形成的规模效应、庞大配送团队及运力分层体系，构建了深厚的配送壁垒，长期来看其优势难以被撼动。

- 远期来看，我们测算2030年美团闪购GTV有望达到接近1.1万亿，贡献186亿利润，阿里的外卖、即时零售和电商交叉销售将带来接近10000亿GMV，但贡献利润有限，核心目标是实现GMV增长。京东远期外卖、即时零售、远场电商和供应链布局有望实现整体的盈利。
- **投资建议：**零售的本质是效率的竞争，本篇报告从组织、用户、供给、履约维度分析了即时零售主要平台的优势，但最终市场的竞争将回归各环节的效率比拼，与电商类似，只有能带来效率变革的玩家才拥有颠覆市场格局的能力。美团在组织能力的沉淀、用户精细化运营、供给的闪电仓覆盖数量以及自营业务的规模、配送效率上优势明显，我们看好美团未来在即时零售市场中能够继续保持领先地位。阿里在本轮大战中显示出较以往更强的组织能力，利用其资金优势和用户流量优势，有望重塑淘宝APP的用户心智，但目前尚未在餐饮外卖和即时零售场景推出颠覆性策略打法，需要进一步观察市场份额的变化。京东履约和供给侧尚在建设阶段，但长期来看即时零售、外卖、带来的电商交叉销售以及相应的供应链布局整体有望实现盈利。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，行业需求不及预期的风险，宏观经济下行的风险，远期空间假设过于乐观的风险，远期空间假设过于乐观/悲观的风险，骑手成本变化的风险，新业务模式、新技术颠覆市场格局的风险。

- [ **01** ] 即时零售：本地供给即时履约的零售业态
- [ **02** ] 竞争格局：履约是核心壁垒，短期流量竞争，远期供给竞争
- [ **03** ] 从组织、用户、供给、履约看即时零售平台竞争
- [ **04** ] 远期对美团、阿里、京东利润影响测算
- [ **05** ] 投资建议&风险提示

# 即时零售：即时履约、本地供给、即时需求

- 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。
- 发展历程：2015年前后，随着智能手机普及度提升，LBS成为可能，各家公司纷纷开始布局近场零售，随后涌现出大量的即时零售商业模式，包括平台模式、自营前置仓、自营店仓一体等，经历十年发展，目前部分模式已经初步跑通盈利模型（如叮咚买菜），但行业仍处于渗透率快速提升的阶段，用户渗透、品类扩张、供应链的建设远未见顶。

图：即时零售发展历程

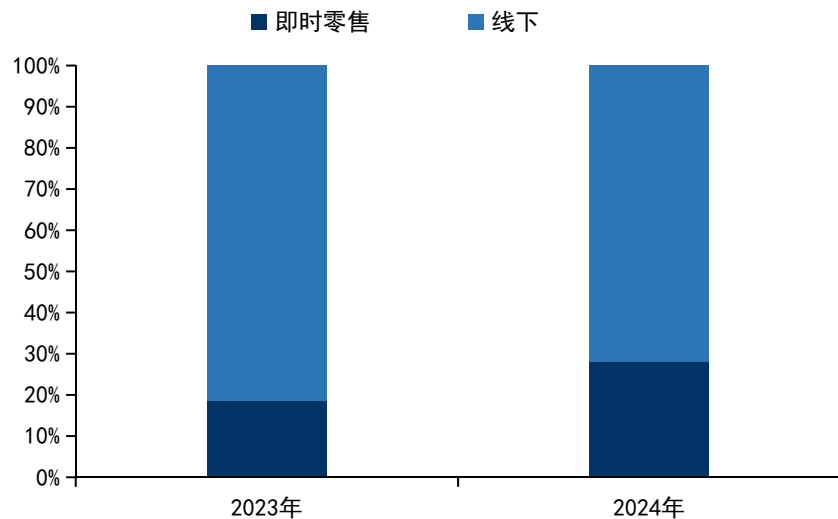


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

# 即时零售：当前以线下需求转移为主，24年市场规模7800亿

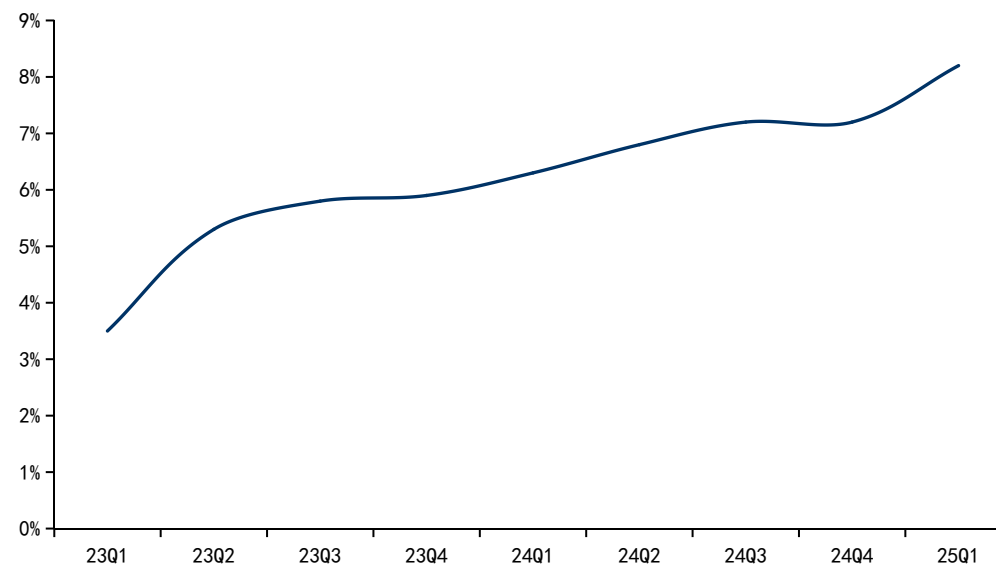
- 我们认为，即时零售的市场主要来自线下需求和远场电商需求的转移，当前阶段以线下商超便利、药店等业态需求的线上化为主。
- 商超便利：我们预计2024年即时零售原生供给闪电仓规模约1000亿元，占便利店市场大约22%，另据CCFA数据，2024年样本便利店企业即时零售销售占比已经达到28%，超市Top100企业网络销售额占总销售的16.9%。
- 药店：据中康CMH，近两年药店O2O渠道占比持续提升，已从23Q1的3.5%提升至25Q1的8.2%。

图：便利店企业即时零售占比



资料来源：CCFA，毕马威，国信证券经济研究所整理

图：O2O占零售药店的比例

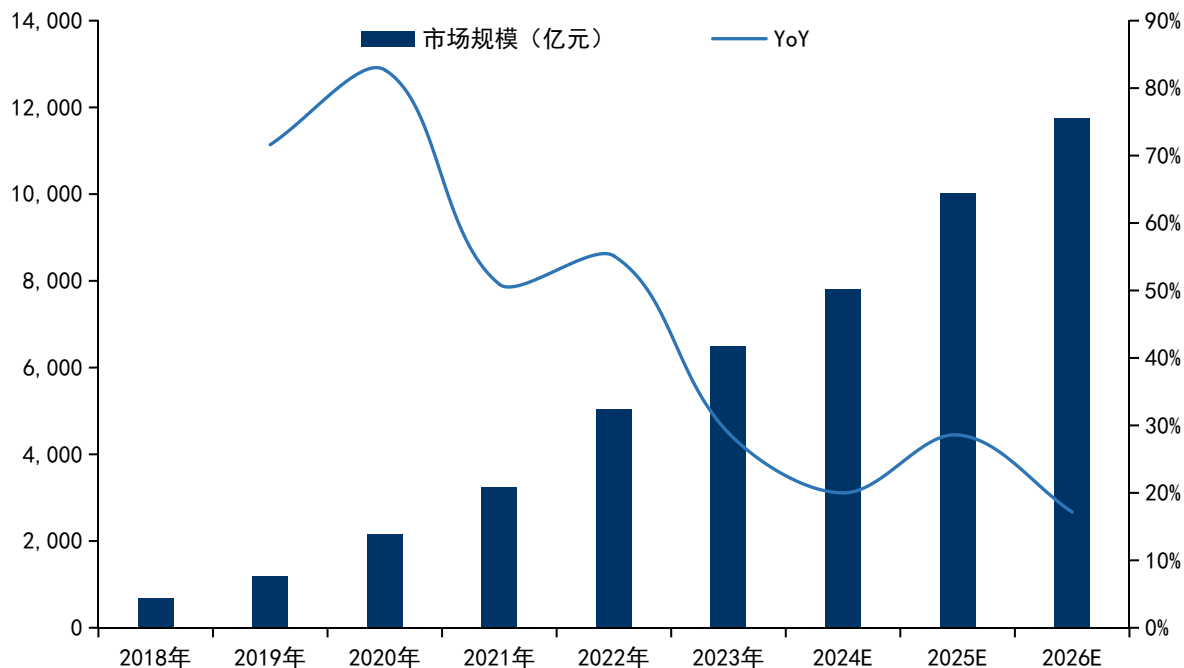


资料来源：中康CMH，国信证券经济研究所整理

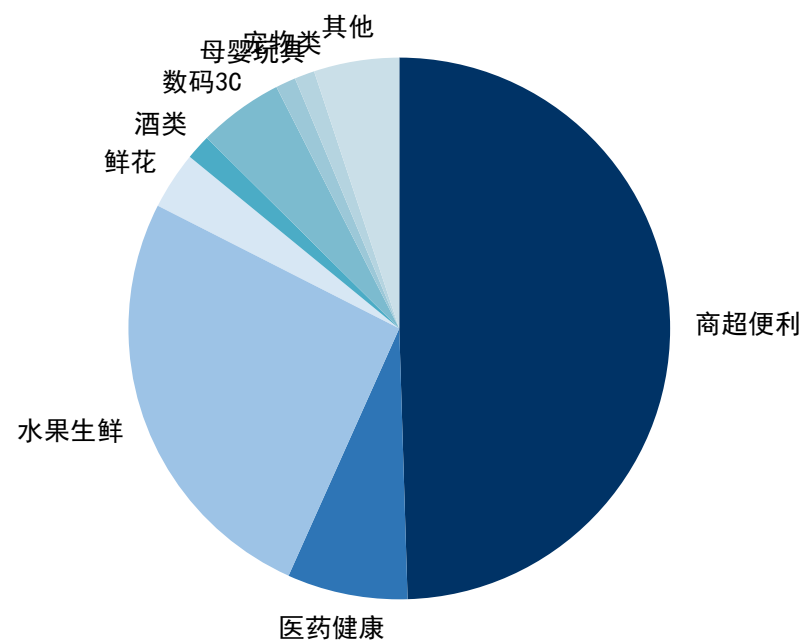
# 即时零售：当前以线下需求转移为主，24年市场规模7800亿

- 据商务部国际贸易经济合作研究院，2024年我国即时零售市场规模将达到7800亿元，近5年复合增速达到46%。
- 品类结构：商超便利和水果生鲜是当前占比最大的两个即时零售品类，据我们测算分别占比50%/26%，从美团闪购618战报来看，数码3C、母婴、酒水品类则是当前增速最快的品类。

图：2018-2026年我国即时零售市场规模（亿元）



图：2024年即时零售品类结构



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

资料来源：公司财报、界面新闻、商业观察家、国信证券经济研究所整理测算

# 即时零售：预计2024年占实物商品网络零售额6%

- 预计24年即时零售市场规模（7800亿） = 商品零售额（43万亿） x 电商线上化率（30%） x 电商中即时零售渗透率（6%）。我们按照国家统计局商品分类方式对即时零售市场进行分品类测算：
- 假设1：线上化率数据基于欧睿不同品类的线上化数据进行假设；
- 假设2：即时零售分品类规模基于上页我们对行业品类结构的测算进行重新分类（例如将商超便利归入日用品、将生鲜归入粮油食品）。

图：2024年即时零售市场分品类规模及渗透率测算

单位：亿元	24年商品零售额	线上化率	24年实物商品网络零售额分品类占比	24年实物商品网络零售额分品类规模	24年即时零售分品类规模	即时零售渗透率
服装鞋帽、针纺织品	60402	39.2%	18.1%	23678		
日用品	59141	33.4%	15.1%	19753	3862	19.6%
家用电器和音像器材	23073	63.5%	11.2%	14651		
粮油、食品	72871	14.9%	8.3%	10858	2011	18.5%
通讯器材	17849	55.7%	7.6%	9942	397	4.0%
化妆品	17330	46.8%	6.2%	8111		
文化办公用品	25498	30.3%	5.9%	7718		
家具	32538	19.7%	4.9%	6410		
体育、娱乐用品	13739	43.8%	4.6%	6018	93	1.6%
金银珠宝	21071	14.9%	2.4%	3140		
建筑及装潢材料	11953	19.7%	1.8%	2355		
中西药品	5112	43.5%	1.7%	2224	561	25.2%
饮料	12089	17.3%	1.6%	2093		
烟酒	25819	7.6%	1.5%	1962	117	6.0%
其他	33691	35.3%	9.1%	11904	759	6.4%
合计	432177	30.3%		130816	7800	6.0%
数据来源	欧睿、国家统计局、国信互联网测算		商务部大数据、国家统计局、国信互联网测算		商务部国际贸易经济合作研究院、国信互联网测算	

资料来源：商务部大数据、欧睿、国家统计局、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测算（蓝色表示第三方数据、红色表示假设值、黑色表示计算值）

# 即时零售：供给丰富度低于远场电商，但核心SKU无明显差距

- 从“多”的需求出发，即时零售供给丰富度远低于远场电商，主要受制于仓店空间/配送范围上限，但高频SKU的差距未来有望逐步得到弥补。
- 即时零售在商家数量和商品SKU方面与远场电商存在较大差距。据美团闪购数据，目前美团合作了5600家大型连锁零售商、41万本地小商户及570家品牌商，而淘宝仅一年新增商家数就超过500万；SKU方面，自营即时零售模式SKU通常在5000-10000，平台模式SKU也小于百万级别，而远场电商平台能达到千万级别。
- 通过闪电仓布局，高频SKU差距持续缩小。我们整理了部分拼多多百亿补贴热门商品，观察到在美团闪购已经能够提供多数同款或类似商品，闪电仓很好弥补了母婴、美妆、数码品类的不足。2025年618美团闪购在3C、酒水、母婴品类方面也实现了快速增长，随着综合性和垂类闪电仓布局的增加，即时零售平台与电商平台的差距将缩短，未来将主要体现在购买频次较低的长尾商品。

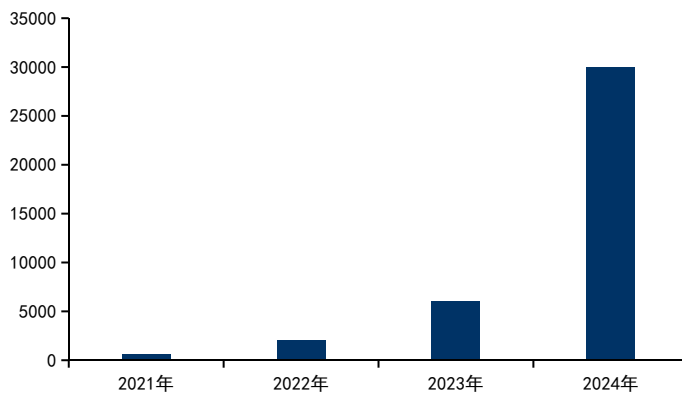
图：拼多多百亿补贴部分热门商品在美团闪购货源情况

品类	商品	美团闪购
母婴	皇家美素佳儿3段	母婴用品连锁店、商超、母婴闪电仓
母婴	babycare仅山茶花纸尿裤	母婴闪电仓
数码3C	小米15pro	直营店
数码3C	Apple AirPods Pro第二代	授权专营店
数码3C	小米空调1.5匹	直营店、数码闪电仓
数码3C	苏泊尔电饭煲5L	直营店、便利店
数码3C	华硕随身WIFI上网充电二合一	-
数码3C	任天堂全新Switch2	数码门店、数码闪电仓
数码3C	奥睿科 超级快充type-C数据线	-
美妆个护	CPB肌肤之玥长管隔离	美妆闪电仓
美妆个护	娇韵诗第九代黄金双萃精华	美妆闪电仓、线下美妆集合店
日用百货	清风原木金装大包抽纸	商超便利
日用百货	E路驰车用微分子润滑剂	-
日用百货	双鱼手力握力器	闪电仓、商超便利
日用百货	得力透明胶带大卷	商超便利
服饰	蝶安芬袜子	-
酒水饮料	五粮液第八代52度	酒水经销门店、平台自营歪马送酒
酒水饮料	可口可乐怡泉原味苏打水	商超便利
书籍	乌合之众大众心理学研究	闪电仓、书城
日用百货	萌趣多 合金仿真摩托车模型	-

图：即时零售vs远场电商SKU和商家数对比

时间	即时零售平台	即时零售自营	远场电商平台
商家数	美团合作5600家大型连锁零售商、41万本地小商户及570家品牌商	-	淘宝一年新增500万+商家 天猫拥有30万品牌商家
SKU数量	几十万	5000~10000+	千万级别

图：美团闪电仓数量



资料来源：公司财报、第一财经、国信证券经济研究所整理

资料来源：美团闪购商家中心、国信证券经济研究所整理

资料来源：美团闪购、拼多多、国信证券经济研究所整理

# 即时零售：短期无补贴情况下，价格仍高于远场电商

- **商品定价：**对比电商平台（天猫、京东、拼多多）和即时零售平台（美团闪购、淘宝闪购、京东秒送）618后期阶段部分品牌商品的定价，我们发现：1）电商平台的价格优势依然显著，拼多多在多数商品上做到了最低价；2）即时零售通过补贴在部分商品上能够实现跟天猫、京东的价格一致，个别单品甚至价格能够更低，例如酒水饮料（五粮液、剑南春、东方树叶均低于天猫和京东）。
- **配送成本：**远场电商是干线物流，规模效应更强，单均成本约为2元，即时零售是骑手点对点配送，单均成本只有在众包或畅跑模式下能降低到3-4元，天然存在配送成本上的差距。

图：即时零售部分品牌商品价格比较

	商品名称	商品价格						配送价格					
		天猫	京东	拼多多	美团闪购	淘宝闪购	京东秒送	天猫	京东	拼多多	美团闪购	淘宝闪购	京东秒送
手机数码	Apple iPhone 16 Pro 黑色钛金属+128GB	5499	5499	5398	5499	5499	5499	免配送费					
手机数码	小米15pro 12+256 岩石灰	3999	3999	3728	4499	4849	3999	免配送费					
手机数码	苏泊尔智能预约电饭锅HC0028 (3L)	319	388.59	257	399	539	399	免配送费					
手机数码	米家H300吹风机	85	87.58	96.8	104	101	114	免运费			1	2	9
母婴	飞鹤 星飞帆幼儿配方奶粉 3段 700g罐	200	202	185	200	200	200	免运费			7	7	10.5
母婴	皇家美素佳儿 3段幼儿配方奶粉 800g/罐	334	339	289	349	339	339	免运费			7	7	10.5
美妆个护	理肤泉B5面膜10片	94.98	89	78.9	89	94	89	免运费			0	5	0
美妆个护	迪奥口红999	395	376	219	390			免运费			7		
美妆个护	蓝月亮 薰衣草香深层洁净护理洗衣液 3.05kg/桶	46.9	42.99	32.5	52.36	51.98	56.9	免运费			1	2	1
酒水饮料	52度 第八代五粮液 500ml	1020	959	819	899	1029	1030	免运费			0.1	1	2
酒水饮料	52度 水晶剑南春 500ml	489	423	365	399	395		免运费			0.1	1	2
酒水饮料	东方树叶茉莉花茶饮料500mlx15瓶/箱	58	59.85	27.95	48.9	59	69	免运费			1.2	3.3	3.2
医疗健康	999感冒灵颗粒 10g*9袋/盒	12.9	13.5	15.99	13.8	9.9	13.53	免运费			4.5	0.5	4.5
服饰	ONLY2025春季新款通勤宽松落肩长袖衬衫女 125105009	384.36	273.36		359.6	370	464	免运费			0.1	0	6.5

资料来源：淘宝、美团、拼多多、京东、国信证券经济研究所整理

# 即时零售：通过合理组货、精细化运营，仍有实现低价可能

- 品牌商品相对标准化，价格透明度较高，即时零售平台与品牌方合作能够实现低价。品牌方利用自有线下渠道和对经销渠道的管控，价格体系保持一致相对容易。平台也可以通过自营模式直连品牌方，实现定价统一、活动补贴统一（如歪马送酒、松鼠便利等）。
- 通过合理组货、精细化运营，实现低价。目前闪电仓的运营手段中通常采取爆品引流，为了达到起送成本，搭售其他产品赚取利润，在合理设置产品组合的情况下，既能保证商家利润率，又能够提供低价爆品，以部分低价满足用户“省”的需求。

图：美团闪购每日神价



图：即时零售部分品牌商品价格比较

	商品名称	直营门店定价	垂类闪电仓	商超便利	垂类连锁店
手机数码	Apple iPhone 16 Pro 黑色钛金属+128GB	5699			
手机数码	小米15pro 12+256 岩石灰	4299	5496		
手机数码	苏泊尔智能预约电饭锅HC0028 (3L)	367			
手机数码	米家H300吹风机	105	161	92.9	
母婴	飞鹤 星飞帆幼儿配方奶粉 3段 700g罐			237	200
母婴	皇家美素佳儿 3段幼儿配方奶粉 800g/罐			349	318
美妆个护	理肤泉B5面膜10片		80.9	155.5	109
美妆个护	迪奥口红999		296		400
美妆个护	蓝月亮 薰衣草香深层洁净护理洗衣液 3.05kg/桶		33.9	35.9	
酒水饮料	52度 第八代五粮液 500ml		826	1189	779
酒水饮料	52度 水晶剑南春 500ml		376	369	349
酒水饮料	东方树叶茉莉花茶饮料500mlx15瓶/箱		48.9	45.9	

资料来源：美团、国信证券经济研究所整理

资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

# 即时零售：2030年即时零售市场有望突破3万亿，冲击远场电商份额

- 根据我们测算，中性情况下，2030年即时零售市场有望突破3万亿，复合增速达到25%，即时零售在线上电商中的渗透率将从6%提升至15.7%，日用、粮油食品、药品将达到30%的渗透率。
- 假设1：假设2024-2030年商品零售额复合增速为4%；
- 假设2：假设到2030年电商的线上化率达到35%，较2024年提升约5pct；
- 假设3：对2030年即时零售在电商中的渗透率分三种情况假设，分别为12.5%/15.7%/18.8%，其中日用、粮油食品、药品中性情况下假设渗透率提升至30%/35%，其他当前渗透率较低的品类，假设提升至10%-20%，其中3C、酒类等各平台今年开始持续性发力的品类假设未来能达到20%的渗透率。

图：2030年即时零售市场规模测算

单位：亿元	2024年			2030年			消极		中性		乐观	
	商品零售额	线上化率	即时零售渗透率	商品零售额 CAGR	商品零售额	线上化率	即时零售渗透率	即时零售市场规模	即时零售渗透率	即时零售市场规模	即时零售渗透率	即时零售市场规模
服装鞋帽、针纺织品	54911	43.1%	0.0%	4%	69480	49%	8%	2730	10%	3413	12%	4095
日用品	43896	45.0%	19.6%	4%	55542	50%	24%	6665	30%	8331	36%	9998
家用电器和音像器材	23073	63.5%	0.0%	4%	29195	67%	8%	1553	10%	1941	12%	2330
粮油、食品	66246	16.4%	18.5%	4%	83822	25%	24%	5029	30%	6287	36%	7544
通讯器材	17849	55.7%	4.0%	4%	22585	59%	16%	2121	20%	2651	24%	3182
化妆品	15755	51.5%	0.0%	4%	19935	54%	12%	1303	15%	1629	18%	1955
文化办公用品	23180	33.3%	0.0%	4%	29331	39%	8%	922	10%	1153	12%	1383
家具	25640	25.0%	0.0%	4%	32443	25%	4%	324	5%	406	6%	487
体育、娱乐用品	12490	48.2%	1.6%	4%	15803	54%	8%	685	10%	856	12%	1027
金银珠宝	19155	16.4%	0.0%	4%	24238	25%	8%	492	10%	615	12%	738
建筑及装潢材料	10866	21.7%	0.0%	4%	13749	28%	8%	304	10%	380	12%	457
中西药品	7413	30.0%	25.2%	4%	9380	36%	28%	945	35%	1182	42%	1418
饮料	12089	17.3%	0.0%	4%	15296	23%	8%	285	10%	357	12%	428
烟酒	19622	10.0%	6.0%	4%	24829	16%	16%	636	20%	795	24%	953
其他	79991	14.9%	6.4%	4%	101214	17%	1%	138	1%	172	1%	206
合计	432177	30.3%	6.0%	4%	546842	35.2%	12.5%	24135	15.7%	30168	18.8%	36202

资料来源：商务部大数据、国家统计局、国信证券经济研究所整理测算

# 即时零售：2030年即时零售市场有望突破3万亿，冲击远场电商份额

- 若2030年即时零售渗透率达到20%以上，远场电商平台的增速将低于零售大盘，其中不布局即时零售的公司可能面临GMV负增长的风险。在我们对即时零售的乐观预测情况下，2030年即时零售渗透率达到18.8%，2024-2030年远场电商的规模将从1.23万亿增长至1.56万亿，复合增速降低为4.1%，仅略高于通胀带来的零售额整体增长。如果即时零售渗透率增长超预期，远场电商中的部分公司（例如当前就已经陷入增长困境的货架电商平台）可能面临GMV下滑的风险。
- 当前即时零售主要解决的是应急需求场景，满足用户对“快”的需求，与远场电商的界限相对分明，主要是提升线下零售的线上化率。但随着应急需求场景基本覆盖完毕，行业发展将进入深水区，平台增长将主要依靠抢占远场电商份额。

图：不同即时零售渗透率下，远场电商复合增速情况测算

单位：亿元	情况1	情况2	情况3	情况4	情况5	情况6
2024年电商规模	123016	123016	123016	123016	123016	123016
2030年实物商品网上零售额	192667	192667	192667	192667	192667	192667
2030年远场电商规模	168532	162499	156465	154133	144500	134867
2030年即时零售规模	24135	30168	36202	38533	48167	57800
2030年即时零售渗透率	12.5%	15.7%	18.8%	20%	25%	30%
2024-2030年商品零售额CAGR	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
2024-2030年远场电商CAGR	5.4%	4.7%	4.1%	3.8%	2.7%	1.5%

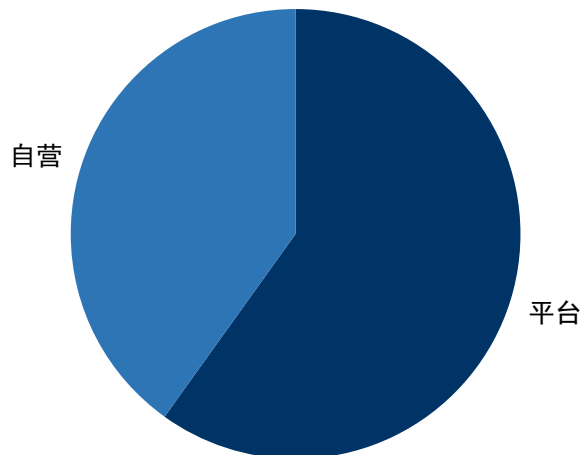
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理测算

- [ **01** ] 即时零售：本地供给即时履约的零售业态
- [ **02** ] 竞争格局：履约是核心壁垒，短期流量竞争，远期供给竞争
- [ **03** ] 从组织、用户、供给、履约看即时零售平台竞争
- [ **04** ] 远期对美团、阿里、京东利润影响测算
- [ **05** ] 投资建议&风险提示

# 竞争格局：平台模式为主，美团占据三成份额

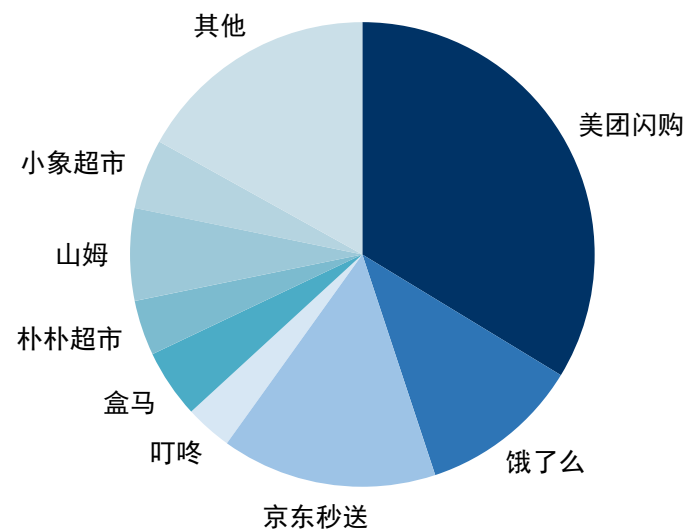
- 即时零售主要分为自营和平台两种模式：
  - 1) 根据我们测算，作为平台方的美团闪购、京东、饿了么市占率为行业前三，CR3约为60%，SKU丰富，多品类覆盖，拥有庞大的履约网络，主要收入来源是平台抽佣和广告，其中美团占据约1/3市场份额。
  - 2) 自营模式主要为生鲜和商超玩家，包括叮咚买菜、盒马、朴朴超市、山姆等，并根据店/仓模式的不同分为前置仓模式、店仓一体模式、1+N模式，主要通过产品销售实现收入，市场份额均在5%左右。

图：各即时零售业态市场份额占比情况



资料来源：公司财报、界面新闻、商业观察家、国信证券经济研究所整理测算

图：2024年即时零售竞争格局



资料来源：公司财报、界面新闻、商业观察家、国信证券经济研究所整理测算

# 竞争格局：平台模式vs自营模式

- **平台模式：**拥有单量优势和规模效应，单均配送成本、销售管理费用更低，复用外卖电商等主站业务流量。
- **自营模式：**规模效应弱，重资产，需要关注SKU丰富度，选品能力（品类结构、SKU数量）、供应链能力（毛利率）、店/仓选址、人员配置等。

图：平台和自营模式UE对比（以24年美团闪购和叮咚买菜为例）

单位：元		平台模式 (美团闪购)		自营模式 (叮咚买菜)		
	单均模型	of GTV%		客单价	单均模型	of 收入%
客单价	80.0			客单价	70.0	
收入	9.3	11.6%		收入	65.0	从GMV到收入有退货率影响
佣金	3.2	4.0%	受品类影响，美团闪购的商品佣金基本在4%左右			
广告	1.6	2.0%	品牌商家有更高的广告货币化率；流量的持续增长也将带来广告收入增加			
配送	4.5	5.6%	美团闪购的单均配送收入低于外卖，主要是因为3P模式的占比高于外卖			
成本				成本		
补贴	2.4	3.0%		商品成本	45.0	69.2%
配送	5.7	7.1%	平台模式的单均配送成本低于自营模式，主要是单量差距导致的骑手固定成本偏高	配送	5.0	7.7%
其他费用（销售、管理费用）	0.8	1.0%	平台模式的规模效应更强，流量上与外卖/电商业务能够互相导流，总部人员等相关成本也能被高单量均摊	租金	6.0	9.2%
OP	0.4			仓内人力（分拣等）	3.5	5.4%
OPM	4.3%			其他费用（销售、管理费用）	4.6	7.1%
GTV利润率	0.5%			OP	0.9	
				OPM	1.4%	
				GTV利润率	1.3%	

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

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：自营模式以生鲜为主，店仓模型仍在持续进化

- 自营模式目前以生鲜电商为主，竞争格局相对分散，前置仓/店仓一体各具特色。
  1. 自营模式区域性优势明显：①生鲜品类有较强的本地化供给特点，由于进入当地市场先后差异，不同公司擅长的区域有所差异（例如叮咚在华东、朴朴在华南）；②不同区域用户的消费习惯/付费能力有差异，例如定价上更高的叮咚在白领居多消费能力强的华东有更好表现，而定价低的朴朴更符合广东、福建用户的需求。
  2. 前置仓和店仓一体模式在分拣人员数量、SKU数量、分拣流程等方面有较大差异。例如订单流程上店仓一体化模式是先集单后拣货，前置仓模式是先拣货后集单；前置仓模式缺乏流量，但租金便宜，店仓一体租金高，但能够吸引线下自然流量。
  3. 当前阶段两大趋势：①部分自营模式公司已走向盈利，例如叮咚、朴朴、盒马均已实现盈利；②店仓模型仍在演变，1店+N仓正在成为新的趋势，包括七鲜、盒马、永辉、物美等均在加码前置仓布局，新的模式既能够很好发挥门店的引流作用，又享有前置仓的低成本优势。但对于店仓选址上的配合以及不同店货品的配置又有更高的要求。

图：不同自营模式对比

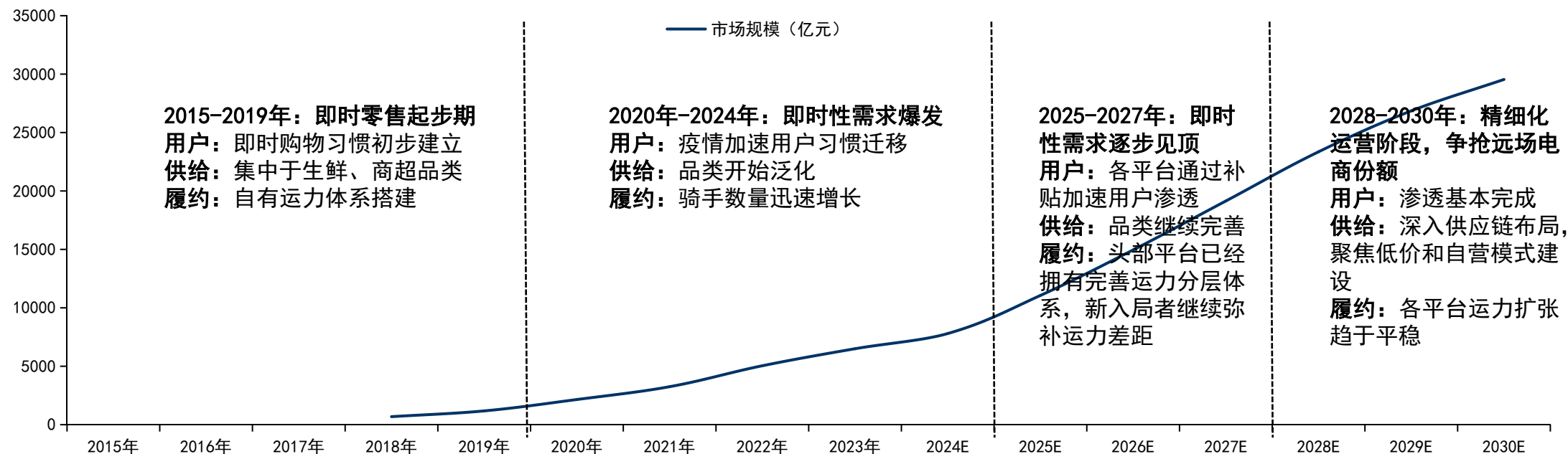
	前置仓			店仓一体	1+N	
	叮咚买菜	小象超市	朴朴超市	盒马	山姆	七鲜超市
门店数	0	0	0	盒马鲜生430家 盒马NB 232家	45	70
前置仓数	1000	800	400	24H2开始尝试布局	500	25年开始增加
面积	300m <sup>2</sup>	600-1000m <sup>2</sup>	600-1000m <sup>2</sup>	盒马鲜生 3000m <sup>2</sup> 盒马NB 600-700m <sup>2</sup>	前置仓200-500m <sup>2</sup>	2000-3000m <sup>2</sup>
SKU数量	3000	6000-8000	6000-8000	盒马鲜生 5000个 盒马NB 1200个	门店 4000个 前置仓 2000个	6000
主要布局区域	华东	珠三角、长三角、京津冀	华南	全国布局	珠三角、长三角、京津冀	珠三角、长三角、京津冀
ue	盈利		盈利	盈利		

资料来源：公司财报、公司官网、国信证券经济研究所整理测算

# 竞争格局：履约是核心壁垒，短期流量竞争，远期供给竞争

- 即时零售的三要素：即时需求（用户&流量）、即时配送（履约）、本地供给（供给）。
- 根据三要素的发展情况，我们将即时零售分成四个发展阶段：①即时零售起步期；②即时零售需求爆发；③即时性需求逐步见顶；④精细化运营阶段，争抢远场电商份额。
- 我们认为，履约是即时零售的长期壁垒，主要因为：“快”是即时性需求的首要因素，且头部平台的配送速度明显领先于新进者和依靠第三方运力的平台，即时零售的运力对人力依赖度高，与单量挂钩，后起者很难在运力上追赶龙头；短期看，市场通过补贴和流量优势争夺用户，而补贴不可持续，远期将进入供给的竞争。因此，我们认为，美团和阿里巴巴现阶段以及未来仍将是市场中的核心玩家。

图：即时零售发展阶段



资料来源：商务部大数据、国信证券经济研究所整理测算

- [ **01** ] 即时零售：本地供给即时履约的零售业态
- [ **02** ] 竞争格局：履约是核心壁垒，短期流量竞争，远期供给竞争
- [ **03** ] 从组织、用户、供给、履约看即时零售平台竞争
- [ **04** ] 远期对美团、阿里、京东利润影响测算
- [ **05** ] 投资建议&风险提示

# 组织：外卖大战2.0，各团队走向成熟

- 对比18-19年外卖大战，各平台核心团队更加成熟。其中美团核心成员保持稳定，经验丰富；阿里淘宝闪购负责人处端曾任饿了么COO，饿了么团队也较上一轮大战积累了更丰富的行业经验；京东则在24年更换美团系高管来主导进行业务探索。

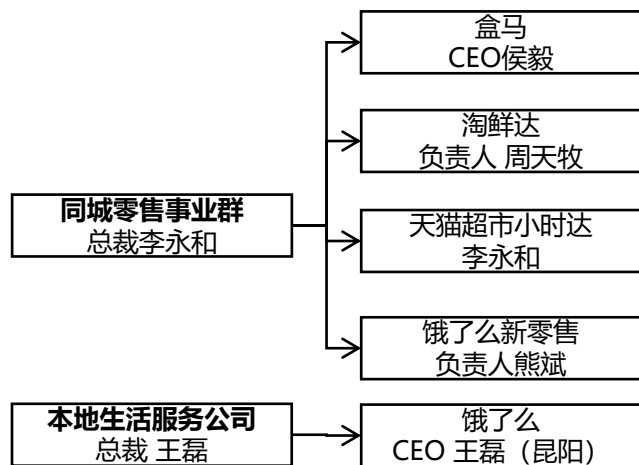
图：18-19年和25年两次外卖大战各公司主要团队成员对比

	18-19年	25年
美团	王莆中，2013-2015年任职百度，担任百度外卖产品负责人，2015年加入美团，2018年担任美团到家事业群总裁，统筹外卖、配送、闪购等业务。	<p>王莆中，2024年4月被任命为核心本地商业CEO，整合美团平台、到店和到家事业群</p> <p>肖昆，2018年加入美团，初期参与技术中台建设，2020年11月开始接手闪购业务</p> <p>薛冰，2024年3月起担任美团外卖负责人，2010年以应届生身份加入美团，曾参与美团外卖早期业务开拓，并负责过直营业务、配送等关键岗位</p>
阿里	<p>昆阳，饿了么CEO，03年加入阿里，历任B2B广告服务部总监、无线事业部O2O工作室总监等职，主导广告体系与无线业务，2013年任淘点点事业部总经理（阿里早期外卖业务），2015年调任阿里健康CEO，2018年接任饿了么CEO</p> <p><b>大区经理</b>，包括王景峰（一区，负责星选+北京）、徐赟赟（二区，华北、东北、华西、上海、江苏）、郭朋（三区，负责浙江、杭州、闽赣、华南、广州）、Wingo（四区，深圳、华中、宁鲁、川渝）。徐赟赟和郭朋是老饿了么，王景峰来自阿里，曾任职于1688。</p> <p>新零售BU熊斌（02年加入阿里巴巴，先后在B2B、淘宝、淘点点等业务部门任职）、物流BU康嘉、网站运营中心钟究文、商业智能BI周正川、城市代理业务黄辉。<b>其中多位来自阿里</b></p>	<p>处端，闪购总负责人，淘宝事业部总裁。2007年加入阿里，淘宝早期产品经理，是阿里少数具有较强产品能力的管理者。2014年创立闲鱼，<b>2019年担任饿了么COO，负责用户、商家、市场等业务，曾牵头饿了么与抖音的合作。</b>2023年回归淘天负责淘宝事业部、淘天商家平台部、客户满意部。</p> <p>范禹，饿了么董事长&amp;CEO，2004年加入淘宝，2018年11月任阿里巴巴零售技术事业群总裁，<b>2021年7月调任本地生活业务CTO</b>，2023年4月任淘天集团CTO，2024年3月接替俞永福任饿了么董事长。</p> <p>根仙，即时零售负责人，曾任盒马鲜生CMO，2022年起负责饿了么同城零售业务</p>
京东	-	郭庆，京东集团副总裁、达达集团董事长，2014年加入美团，历任住宿、门票度假、民宿等业务负责人。2024年4月加入京东，初期担任集团顾问，8月出任达达集团董事会主席，11月接管京东秒送业务。

# 组织：阿里多业务回归统一，组织效率大幅提升

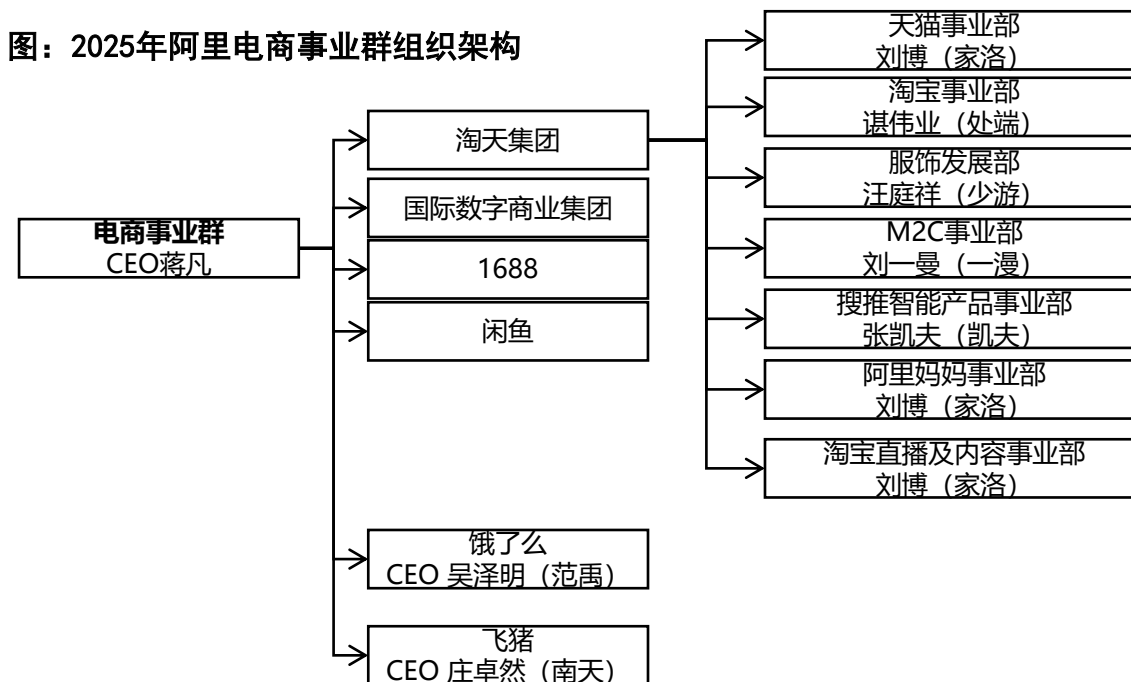
- **第一次外卖大战阿里失败组织问题突出。**1) 饿了么组织架构变动频繁。收购后一年内原高管陆续离职，两年后饿了么新零售业务一度被划分至同城零售事业群。阿里强中台管理模式与饿了么原有本地化团队冲突，决策链条拉长。例如美团快速推出“神券”“私域群”等玩法时，饿了么因内部流程滞后数月才模仿，效果大打折扣。2) **在多端策略下，阿里即时零售布局入口并未统一。**即使2020年成立同城零售事业群，并入盒马、淘鲜达、天猫超市、以及饿了么新零售，但也并未形成统一规划，外卖业务的饿了么也单独存在于本地生活服务公司中，协同效应较差。
- **蒋凡统揽电商、外卖、即时零售业务，组织执行力以及业务间协同效率大幅改善。**5月闪购升级后，淘系内部所有和即时零售相关的业务将由淘宝闪购全面负责，饿了么全力协同。6月，阿里巴巴CEO吴泳铭发布全员邮件宣布饿了么并入中国电商事业群，向蒋凡汇报，饿了么与闪购进一步融合。

图：2020年阿里外卖&即时零售业务组织架构



资料来源：晚点，国信证券经济研究所整理

图：2025年阿里电商事业群组织架构



资料来源：晚点，国信证券经济研究所整理

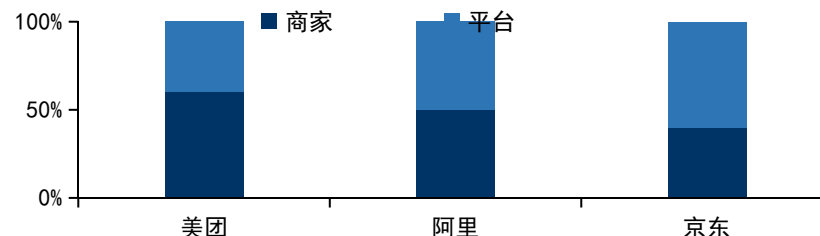
# 用户：补贴是拉动用户增长的关键，比拼的是资金实力和运营能力

- 补贴比拼的是资金实力和精细化运营能力，阿里资金优势显著，美团补贴效率更高。
- 1) 阿里资金优势显著。根据我们测算，2025Q2美团外卖、淘宝闪购+饿了么、京东分别补贴44/181/96亿元，美团外卖依旧保持盈利，阿里和京东则分别亏损100亿和106亿元，并将导致京东25Q2经调整净利润可能下滑至仅剩40-50亿元。美团补贴力度在Q3进一步加码，在7/5和7/12分别达到1.2亿/1.5亿单，预计也将对Q3利润造成较大冲击。
- 2) 美团多年来精细化运营能力领先，补贴效率更高。例如，根据晚点latepost、壹览商业等第三方数据，从补贴分配上看，多数情况下，商家补贴比例美团>阿里>京东，美团能够利用市场地位在每笔订单上投入更小补贴。此外，在补贴时，美团通过一定比例的免单，取得了和发大额券同样的对订单拉动效果，丰富的补贴手段使其拥有更高的补贴效率。

图：三大平台补贴策略

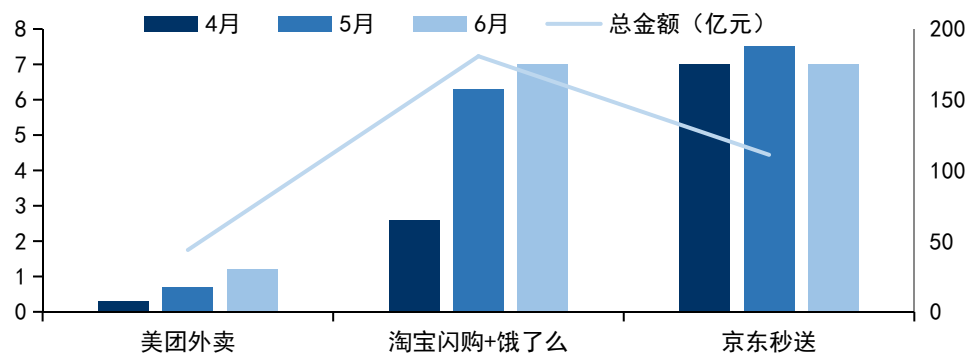
	美团	淘宝闪购	京东秒送
免单	0元购	免单卡	
爆款产品	神抢手、特价团、神价	外卖一口价	1元爆款套餐 1.68元神价咖啡奶茶
大额券	满38减18；满25减20；满18减18	满38减18.8；满25减21；满16减16	满25减20
年卡	9.9元购120张5元无门槛券		京东饭卡，充值享补贴
动态补贴	午晚餐高峰时段补贴强度比平峰期高2倍		
特定人群	学生认证用户每日可领20元补贴券，部分订单低至0元		面向学生发放10/20元餐补券

图：三大平台红包与商家承担比例测算



资料来源：晚点latepost、壹览商业、国信证券经济研究所整理测算

图：三大平台4-6月单均补贴及月度总补贴金额



# 用户：补贴带动用户快速增长，阿里系流量优势显著

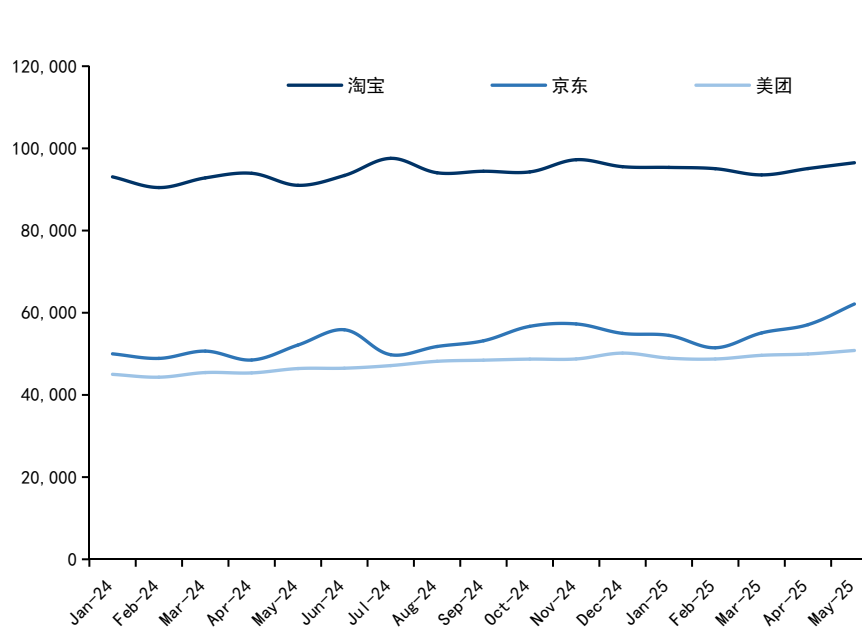
- 补贴驱动用户量和APP打开频次的迅速增加，但更关键的是能否在补贴期间建立用户心智和习惯，实现补贴退坡后的用户留存。根据Questmobile数据，5月京东MAU环比增长5000万达到6.2亿，Q2同比增长达到30%以上，阿里由于较大的用户基数，MAU变化有限，但DAU也实现了快速增长，闪购日活已达到2亿，渗透率约为50%。但回顾18年的外卖大战，阿里大量补贴的过程中，并没有很好跟进供给和运力的建设，没有建立用户心智的情况下，最终没有实现用户留存，因此需要持续关注平台在供给和履约的建设以及用户心智的建立情况。
- 阿里系流量优势显著，有望帮助其弥补下沉市场劣势。阿里在电商事业群形成合力后，调动其流量资源更加容易，本次补贴发放同时通过夸克、支付宝等APP全面为淘宝闪购赋能，同时，由于淘宝用户基数远高于饿了么，在地推时可以节省用户的安装成本，有望帮助阿里在下沉市场扭转过去与美团的巨大差距。

图：几大平台DAU比较



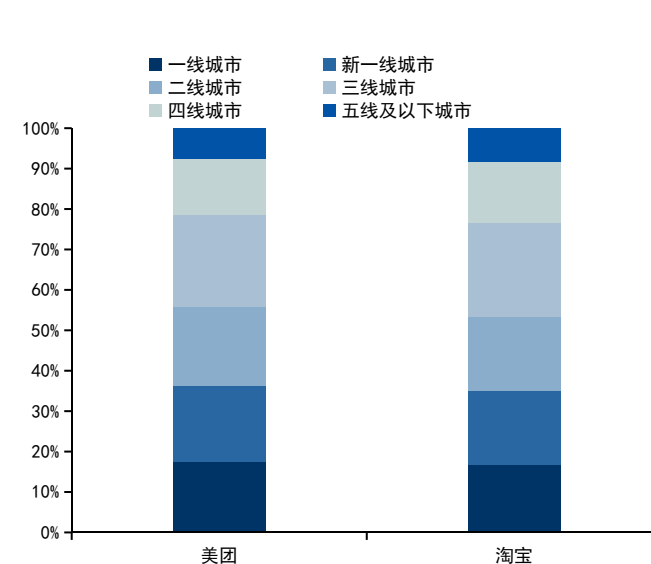
资料来源：QuestMobile

图：几大平台MAU比较（万）



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：淘宝和美团不同线级用户占比



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

# 供给：闪电仓满足“多”的需求，美团覆盖数量领先

- 闪电仓占美团闪购GMV大约20%，是即时零售供给的重要来源。闪电仓单店SKU通常为6000-7000个，利润率与传统便利店接近，回本周期一般为1-2年，综合性闪电仓的商品结构中百货和快消品各占比50%。相比传统便利店，由于闪电仓降低了租金成本，且与便利店经营相比能力要求差异较大，因此在即时零售业态中占比突出并且正逐步侵蚀线下便利店市场。
- 去年以来随着闪电仓快速增长，行业呈现出2大特点：
  - 1) 开仓更下沉，仓型更多样。开仓红利由高线城市向下沉市场转移，以大货盘为主的综合全品类仓型仍为便利店闪电仓主流趋势，但垂类仓也开始涌现，包括美妆、数码、母婴、宠物用品、服饰等。其中，美妆闪电仓Joyeux已悦通过“中心仓+前置仓”模式，将单仓面积压缩至80平米，SKU超3000个，单店月盈利超1万，年GMV达8000万。数码闪电仓龙头也涌现出斑马、六米、绿阶等。
  - 2) 行业集中度提升：随着玩家的快速增加，行业进入“一商多仓”连锁时代，商家经营模式逐渐由“松散加盟”转变为具有长期竞争优势的“紧密连锁”模式。

图：深圳某闪电仓经营模型

日均单量（单）	500	
月单量（单）	17000	
客单价（元）	33	
单位：万元		占收入比例
月销售额	56.1	
商品成本	30.9	55%
租金	3.0	
人员成本（4人）	2.4	
水电费	0.6	
佣金	3.4	6%
代运营（松鼠）	2.5	4.5%
代运营（其他）		3%
配送成本	10.1	18%
净利润	3.3	5.8%
单位：万元		
单店投入	75	
商品成本	35	
装修货架	18	
保证金	1	
加盟费	5	
设备费用	1	
备用金	15	
回本周期	2年	

资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理测算

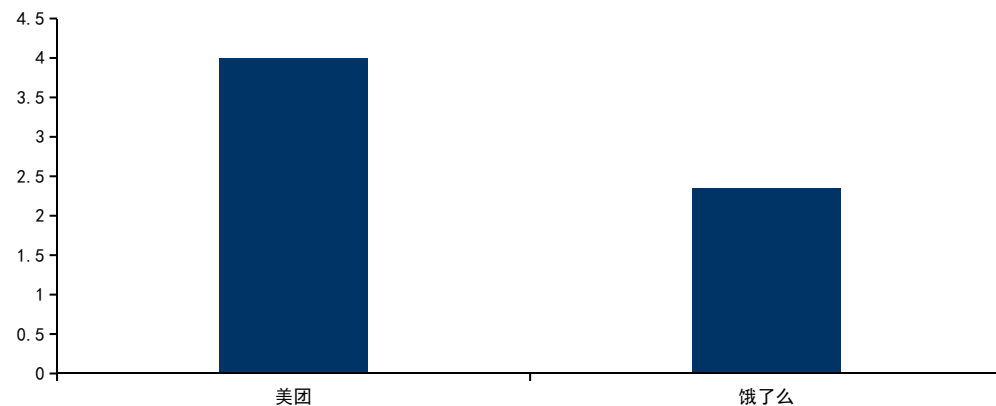
# 供给：闪电仓解决“多”的需求，美团覆盖数量领先

- 美团当前闪电仓数量优势显著，但差距将逐渐缩小。目前美团拥有大约1.5万综合闪电仓，以及2万垂类仓，而淘宝闪购则目前上线了总计约2万+闪电仓，美团在覆盖商家数量上的优势较为显著。过往美团有大量深度合作仓，商家仅在美团独家经营，不入驻其它平台，美团对深度合作商家进行补贴和扶持，如房租补贴、冷库补贴、流量扶持、数据分析赋能等。但随着淘宝闪购单量增加，美团的补贴和扶持收益不足以弥补淘宝带来的增量（部分多平台上线的店近期已能达到美团和淘宝闪购单量1:1），越来越多的闪电仓品牌选择开始尝试淘宝闪购，供给门店数量的差距将逐渐缩小。
- 美团自有品牌松鼠便利满足用户“好”的需求，产品组合上更有优势。美团自有品牌松鼠便利采取加盟模式，我们预计目前已拥有约500家门店，且仍在快速增长。由于美团天然掌握不同区域商家经营情况，松鼠便利的产品组合可以模仿优秀闪电仓门店，在选品端更有优势。

图：松鼠便利合作模式

合作分工		收入模式	
松鼠总部	合作商	收入分配方式	
选址指导及审核	选址	双方月度进行毛利分配，合作商毛利分配比例为80%。同时门店不同的考核评级对应不同的毛利分配系数，计算公式如下： 合作商收入=月毛利额*80%*门店上月考核评级对应毛利分配系数。	
选品、建品、商品管理	选品		
除少量自采商品外所有商品的采购寻源	采购	特殊周期政策	
除少量自采商品外所有商品订货	订货		
原价、折扣价制定	定价	门店营业前1-4个月，针对L3及以上评级的优质门店，在约定情形下给予毛利分配比例上调扶持。	
所有线上运营规划及配置	线上运营		
配送规划及解决方案	履约服务	根据要求进行人员招聘及管理	
售前、售后顾客问题解答	客户服务		
培训和营业前考核	人员管理		

图：闪电仓数量对比（万）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

资料来源：松鼠便利，国信证券经济研究所整理

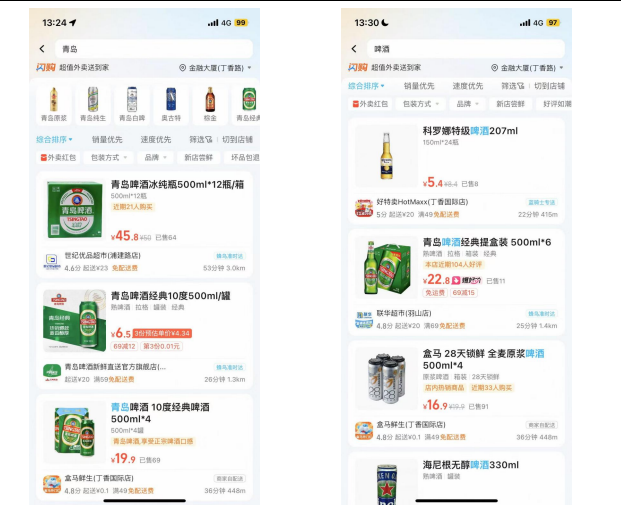
# 供给：闪电仓解决“多”的需求，阿里打造近场品牌旗舰店

- 淘宝闪购：品牌近场旗舰店，阿里式“闪电仓”。**在2024年的即时电商未来商业峰会上，饿了么提出要和品牌共同探索品牌近场官方旗舰店，品牌近场官方旗舰店指品牌或品牌独家授权代理商作为开店主体，自主运营且拥有货权的业务模式，例如以光明乳业、卫岗为代表的乳品企业将自营奶站转化为前置仓，或者合作运营商将其分销渠道转为前置仓。截至24年末已开出超2万家有效门店，包括蒙牛集团每日鲜语、青岛啤酒、农夫山泉、和路雪、飞利浦、RIO锐澳等，并计划在未来3年内开出10万家。淘宝闪购上线后目标是首先覆盖 200 家核心连锁品牌，而已经拥有线下门店资源的品牌则获得更多曝光，目前如热风、小米、无印良品除了上线官方旗舰店外还上线了专区。
- 目前仍在建设阶段，1) 当我们搜索“啤酒”“矿泉水”等品类时，旗舰店并未在搜索结果中获得较高优先级，表明旗舰店商家的广告投放意愿弱于商超便利店，即使在搜索特定品牌时也未获得首位推荐，但仍低于部分商超便利店，整体销量较低（表现较好店铺月销200+，较差的仅个位数）；2) 相比商超便利没有明显的价格优势，且缺乏交叉销售效应。当前品牌更倾向于将已有线下渠道线上化，不增加库存风险的情况下进行尝试，核心原因是用户的即时零售习惯尚未形成，缺乏流量的情况下，品牌没有意愿增加运营成本。因此我们认为，后续仍需平台补贴建立用户习惯，利用大促活动加强心智。

图：品牌即时零售旗舰店（左1&左2）以及迪卡侬利用线下店实现小时达（右1）



图：淘宝闪购搜索“啤酒”和“青岛”结果



图：部分品类即时零售旗舰店与商超便利相比尚无价格优势

商品	价格	店铺
青岛啤酒经典 500ml*6罐	42	青岛啤酒新鲜直送官方旗舰店
	40	便利店
	19.9 (4罐)	盒马
和路雪可爱多甜筒巧克力口味	5.85	和路雪冰淇淋官方旗舰店
	4.7	联华超市
	5	冷饮批发

- 长期来看，平台布局自营模式是满足“好”和“省”需求的重要一环。第三方门店经销环节多，规模有限，不依赖补贴很难实现低价，长期来看只有通过自营对供应链的持续建设，才能够最终实现低价，与远场电商平台竞争。同时自营能够把控商品质量和售后等服务，满足“好”的需求。
- 平台布局自营模式主要有两大优势：
  1. 拥有各区域的门店经营数据，既当裁判又当选手。美团牵牛花系统是数字化中台SAAS系统，可以支持商家同时接入饿了么、京东等多个平台，截至2024年末已经服务了超过6万家门店，我们预计有65%以上闪电仓在使用该系统。基于庞大的商家数据，平台能够最快掌握每个区域的爆品、表现突出的选品模型以及定价变化，帮助旗下自营品牌如松鼠便利动态调整到SKU结构。
  2. 自营/加盟模式能享受平台资源扶持和补贴，快速抢占市场份额。以松鼠便利为例，能够享受包括：1) 营销侧：专属的营销活动（松鼠品牌日等）以及品牌外部投放资源；2) 加盟费减免（首年免费）、开店返点（3000/店）、保证金阶梯优惠等。

图：美团牵牛花系统可以覆盖商家经营全流程数据



资料来源：美团闪购，国信证券经济研究所整理

# 供给：美团、京东自营业态丰富，业务布局加快

- **美团：**以自营+加盟模式打造自有品牌，业态丰富。目前美团旗下拥有包括歪马送酒、松鼠便利、小象超市、快乐猴等，覆盖生鲜、酒水、商超便利等多个赛道，且规模也位居行业前列。
- **淘宝：**自营布局有限，新零售业务仅存盒马。
- **京东：**自营供给丰富，通过线上+线下模式支撑门店运转。京东旗下拥有京东便利店、京东酒世界、京东家电、七鲜超市等，最初作为其供应链能力的延伸，目前主要通过线上+线下模式支撑门店运转。

图：美团松鼠严选商品聚焦3C、日百，满足用户“好”的需求



图：各平台自营模式布局

平台	自营	模式	品类	主要介绍
美团	小象超市	自营	生鲜	前置仓模式，24年预计GMV300亿，前置仓数量达到800家
	歪马送酒	自营+加盟	酒水	前置仓模式，门店数超过1400家，采取品牌直采模式，通过整合供应链，减少经销环节，降低终端售价，SKU数量接近1000个
	松鼠便利	自营+加盟	商超便利	门店数500+，平台自营少量仓，同时向商家开放品牌加盟，总部负责所有产品的采购寻源，单店SKU 6000以上
	快乐猴	加盟	硬折扣超市	已签约10家，计划开店1000家
阿里巴巴	盒马	自营	生鲜	店仓一体模式，目前门店超过600家，24财年GMV590亿，但独立经营不与饿了么运力打通
京东	京东酒世界	自营+加盟	酒水	店仓一体模式，23年门店超1200家
	京东便利店	加盟	商超便利	便利店模式，多平台上线，全国目前8-9万家店，要求京东万家进货量占全店50%
	京东美妆		美妆	
	京东七鲜超市	自营	生鲜	1店+N仓模式，24年70家店，此前主要采用店仓一体模式，25年开始快速开仓，向1+N转型
	京东电器/家电	自营+加盟	3C数码	

资料来源：公司官网，商业观察家，国信证券经济研究所整理

资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

# 供给：美团、京东自营业态丰富，业务布局加快

- **美团自营模式逐渐成熟，扩张速度加快。** 1) **小象超市**：据雷锋网数据，2024年底，小象超市在国内开仓超 700 个，今年继续处在加速扩张阶段，6月已达近千个，预计2024年GMV 300亿元，我们预计今年有望冲击450亿元；2) **松鼠便利**：我们预计目前店仓数量约为500个，今年有望达到1000家。3) **快乐猴**：2025年6月2日，美团食杂零食小象部门启动N项目（快乐猴超市），对标盒马NB开展线下硬折扣超市，据商业观察家目前签约10家店左右，2025年年内的开店计划则可能也在10家左右。但远期目标规划为1000家店。4) **歪马送酒**：我们预计2024年歪马送酒GMV月30亿，仅5月全国就新开百家仓店，今年618全周期成交额增长超3倍。
- **京东发力生鲜、餐饮供应链。** 1) **生鲜品类**：京东七鲜超市布局多年，但仅有70余家门店，25年开始加速前置仓布局，6月在京津区域密集落地18家仓店；2) **餐饮场景**：京东首家七鲜美食MALL6月18日在哈尔滨开业，依托本地冷链和即时配送网络，为美食城“品质外卖+堂食”的模式提供支撑。

图：歪马送酒单店加盟成本拆分

2025年加盟合作政策		
类目	金额	备注
加盟费	约3万	合同期3年
履约保证金	1万	
首批货款	约15万	不同城市等级略有差异
房租	约4.2万/年	建议面积80-120平
装修及设备物料	约5万	前置仓模式线上经营，简易装修
人员工资	约2万/月	3员工测算
水电	约0.3万/月	
<b>启动成本约30.5万</b>		

资料来源：歪马送酒，国信证券经济研究所整理

图：京东七鲜美食MALL



资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

# 履约：美团配送壁垒深厚，长期来看难以撼动

- 美团的配送壁垒来自于用户、商家构建的正向飞轮，长期来看其他平台难以追赶。美团依靠商家数量优势和配送速度形成用户规模优势，单量优势反过来吸引更多商家并且能容纳更多骑手。其他平台在订单密度无法达到美团水平的情况下，难以做到相同的配送效率。
- 美团拥有更好的运力分层能力，可以保证配送效率的最大化。美团拥有更精细的运力分层，目前的骑手体系包含专送、众包、畅跑、乐跑等，商家可选择的配送方式也包括专送、快送、混合送、全城送、自配等。

图：各平台配送能力对比

	美团	阿里	京东
骑手数量	专送160万+, 总骑手830万, 活跃骑手300万	总骑手400万, 日活骑手120万	15万全职骑手, 达达活跃骑手130万人
配送时效 (以相同收货地址和相同门店为例)	15min	28min	32min
运力分层情况	专送、众包、畅跑、乐跑、乐跑远骑手、线跑骑手	蜂鸟专送、蜂鸟众包、蜂鸟优选	全职、众包

资料来源：美团，淘宝，京东，国信证券经济研究所整理

图：美团不同配送方式对比

配送模式	专送	混合送	快送	企客	商家自配
预计送达时间	动态30-40分钟			固定30-40mins	动态40-50分钟
配送半径	3km	5km	7km	3-10km	10km
排名靠前	✓	✓	✓	✓	✗
24小时服务	✗	✓	✓	✓	✓
15分钟内接单率	99%	99%	97%	94%	94%
顾客端准时率	85%~90%			75%~80%	65%~75%
体验分优势	✓	✓	✓	✓	✗
适用商家	对体验有要求，愿意为更好体验买单的商家		对范围和体验都有一定要求的商家	价格敏感	价格敏感、不看重体验的商家
配送费用计算	常规基础服务费+配送服务费+距离收费+配送服务费重量收费(若有)+配送服务费时段收费(若有)			企客多因素定价	三方定价

资料来源：美团培训，国信证券经济研究所整理

# 履约：美团配送壁垒深厚，长期来看难以撼动

- 美团拥有第三方物流聚合平台麦芽田和青云聚信，能够充分保证平台运力支撑，同时还能掌握其他平台自配送商家订单数据。美团推出了第三方聚合平台青云聚信并在此前收购了聚合平台麦芽田，据晚点latepost，两者均接入了几百家配送服务商，麦芽田曾为国内最大的第三方聚合发单工具，单日创下 700 万笔订单的历史峰值。
- 美团闪购商家配送方式选择：商家在入驻平台时可以选择配送方式，可以根据经营品类的客单价和时效性要求选择美团专送/快送/全城送/混合送（其中配送范围越小，抽佣比例越高，时效性越强），该种情况下只能使用美团骑手，商家在15分钟无人接单的情况下可以选择转单给聚合平台麦芽田、青云聚信。如果选择自配送/第三方配送，在牵牛花系统中可以用麦芽田、青云聚信，在多家配送平台的竞价中进行选择。我们预计美团闪购的配送中自配送/第三方配送的订单约占50%。

图：美团闪购商家入驻时选择配送合作方案

图：商家使用牵牛花系统可以选择聚合平台青云聚信或麦芽田

图：使用麦芽田可以对第三方配送进行比价选择



# 外卖vs即时零售：即时零售单均UE未来仍有望与追齐餐饮外卖

- 即时零售（非餐外卖）与餐饮外卖存在诸多差异，非餐品类标准化更高（选品结构对毛利率有较大影响）、频次更低（需要依赖高频餐饮外卖带动摊薄配送成本）、运营难度更大（SKU远大于餐饮）、订单分布相对均衡（对平台运力压力相对较小）。
- 我们预计，远期即时零售的单均UE有望追齐餐饮，但因为单量差距，总体利润贡献仍与餐饮外卖有差距。
- 1) 即时零售客单价更高，远期来看单均佣金收入高于餐饮；2) 选择自配送/第三方配送的即时零售商家比餐饮商家比例高（当前50%vs33%），而3P模式利润率更高。主要因为即时零售的时效性要求弱于餐饮，且即时零售拣货时间（5min）比出餐时间短（10-15min），由于平台侧目前配送收入无法覆盖配送成本，因此3P占比越高对利润提振作用越大。3) 即时零售对BD数量要求更低，人员成本压力更小。餐饮商家需BD高频拜访，处理菜单更新、活动策划、客诉响应等事务，而商超、数码等非餐商家SKU相对固定，连锁商超总部统一谈判后，BD仅需维护分店基础运营，管理效率相对较高。

图：美团闪购和餐饮外卖ue对比

单位：元	美团闪购（当前）		美团闪购（远期预测）		美团餐饮外卖	
AOV	80		95		47	
		收入/AOV		收入/AOV		收入/AOV
收入	9.3	11.6%	10.485	11.0%	7.6	16.2%
佣金	3.2	4.0%	3.8	4.0%	3.4	7.2%
配送	4.5	5.6%	4.5	4.7%	3.1	6.6%
广告	1.6	2.0%	2.2	2.3%	1.1	2.3%
成本	8.9		8.9		6.2	
配送成本	5.7		5.7		4.6	
补贴	2.4		2.4		0.4	
其他	0.8		0.8		1.2	
利润	0.4		1.6		1.4	
GTV利润率	0.5%		1.7%		3.0%	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

- [ **01** ] 即时零售：本地供给即时履约的零售业态
- [ **02** ] 竞争格局：履约是核心壁垒，短期流量竞争，远期供给竞争
- [ **03** ] 从组织、用户、供给、履约看即时零售平台竞争
- [ **04** ] 远期对美团、阿里、京东利润影响测算
- [ **05** ] 投资建议&风险提示

# 美团闪购：预计闪购到2030年GTV接近1.1万亿，贡献利润186亿

图：美团闪购远期收入利润测算

- GTV和单量：**假设美团闪购日均单量持续增长，2024-2030年复合增速为24%；假设28年后伴随补贴力度减弱、3C/服饰等品类的增加、品牌商品的占比提升客单价稳步增长，2030年GTV将达到接近1.1万亿元；
- 收入侧：**假设佣金货币化率和配送及其他收入保持稳定，广告货币化率从2%小幅提升至2.3%；
- 成本侧：**单均配送成本假设保持稳定，补贴则在25年大战之后逐渐下降至约2.3元。最终测算得2030年美团闪购利润有望达到186亿元。

美团	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	具体假设
GTV	2042	2772	3849	5470	6838	8355	9731	10785	
	yoy	44%	36%	39%	42%	25%	22%	16%	11%
收入	185.9	36%	37%	39%	40%	41%	42%	43%	
	yoy		262.2	467.0	638.6	801.7	956.1	1089.9	1184.9
货币化率	9.1%	41%	78%	37%	26%	19%	14%	9%	
		9.5%	12.1%	11.7%	11.7%	11.4%	11.2%	11.0%	
总利润	4.8								
GTV利润率	0.2%	9.1	1.0	23.2	41.0	81.3	138.4	185.9	
客单价（元）	80	80	76	80	80	85	90	95	
单量（百万）	2545	3504	5065	6838	8547	9829	10812	11353	
日均单量（万）	697	957	1388	1873	2342	2693	2962	3110	
	yoy		37%	45%	35%	25%	15%	10%	5%
UE模型拆分(元)									
收入	8.9	9.1	9.2	9.3	9.4	9.7	10.1	10.4	
佣金	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.4	3.6	3.8	
佣金货币化率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	佣金率相对稳定，核心品类的佣金率均为4%左右
广告	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	
广告货币化率	1.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	假设随着单量提升广告货币化率每年提升0.05pct
配送服务收入	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	单均配送收入近几年变化较小，因此我们假设长期也保持稳定
成本	8.7	8.8	9.2	9.0	8.9	8.9	8.8	8.8	
配送成本	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	当前美团的运力体系已较为丰富，单均配送成本进一步优化空间有限
补贴	2.2	2.3	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	25年单均补贴有较大幅度增长，26年竞争趋缓后逐渐回落，假设最终回到23/24年竞争加剧前水平
其他	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
利润	0.2	0.3	0.0	0.3	0.5	0.8	1.3	1.6	

1) 25年因为补贴导致客单价下降，26年起伴随补贴力度减弱、3C/服饰等品类的增加、品牌商品的占比提升，客单价持续增长。  
2) 远期客单价预测：2030年3400万单，我们认为27年即时性需求渗透见顶，因此约2600万单为即时性场景的低客单价（假设80元），800万单为替代电商场景的高客单价（假设150元），平均客单价为95元

25-27年是即时性需求见顶的最后阶段，这代表GMV的增长依旧是单量驱动，28-30则进入供应链发展的深层阶段，传统电商更高客单价的商品占比将提升，例如服饰、3C、美妆等，购频相对较低，但客单较高，所以28-30年为客单驱动。

佣金率相对稳定，核心品类的佣金率均为4%左右

假设随着单量提升广告货币化率每年提升0.05pct

单均配送收入近几年变化较小，因此我们假设长期也保持稳定

当前美团的运力体系已较为丰富，单均配送成本进一步优化空间有限

25年单均补贴有较大幅度增长，26年竞争趋缓后逐渐回落，假设最终回到23/24年竞争加剧前水平

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理测算（注：1）客单价为扣除活动补贴前；2）未考虑社保对骑手成本影响）

图：闪购投入对阿里业绩影响测算

- 闪购的投入将为阿里带来即时零售和外卖的增长以及电商的交叉销售。考虑到淘系庞大的用户基数，虽然外卖拉新能够带动主站DAU，但较难带来增量新用户，主要起到提升用户购物频次的作用。即时零售和外卖业务的增长测算如下：
- 假设1：**闪购驱动DAU提升，据qm数据，5月淘宝dau同比增长约1700万，对应510万dau增量，增速为1.3%，为简化测算，我们假设GMV与DAU增速相同；
- 假设2：**即时零售客单价从24年的60元，提升至2030年的75元。（主要受3C、服饰等高客单商品占比提升带动）。即时零售单量在25-27年受益于阿里系的流量优势快速增长，28-30年在高频品类渗透见顶后增速回落，单均UE逐步从-4到实现扭亏；
- 假设3：**外卖日单量后续保持3100万单，单均UE逐步从今年的-2.5元转正。
- 闪购对阿里利润帮助有限，核心目标为确保GMV的增长。**根据我们测算，2030年闪购的持续投入将为阿里带来4000亿+的即时零售GMV、5000亿+的餐饮外卖GMV以及1000亿的交叉销售GMV，但贡献利润相对有限，核心目的是保证阿里在零售的市场份额。

阿里巴巴	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	具体假设
近期DAU增量（万）		1700	1700	1700	1700	1700	1700	据qm数据，5月淘宝dau同比增长约1700万，对应510万dau增量，增速为1.3%
留存率		30%	30%	30%	30%	30%	30%	假设留存率为30%
最终DAU增量		510	510	510	510	510	510	
DAU增速		1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	据qm，淘宝DAU约为4亿
购频增长率		0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1) DAU增长带动单用户日均购物频次增长，但二者之间并非线性关系，为简化测算，我们假设购频增长幅度与DAU一致，因此GMV增长幅度也与DAU增长幅度一致。 2) 假设dau增长后，购频的增长有爬坡期
增量GMV（亿元）		320	560	800	1040	1040	1040	GMV=AAC x 购频 x 客单价，假设AAC和客单价不变
GMV利润率		2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	参考FY24海天经调EBIT A/GMV=2.3%
利润增量		7.4	12.9	18.4	23.9	23.9	23.9	
即时零售GMV（亿元）	657	1183	1807	2562	3192	3782	4254	1) 25年因为补贴导致客单价下降，26年起伴随补贴力度减弱、3C/服饰等品类的增加、品牌商品的占比提升，客单价持续增长。 2) 远期客单价预测：2030年1500万单，我们认为27年即时性需求渗透见顶，因此约1200万单为即时性场景的低客单价（假设60元），300万单为替代电商场景的高客单价（假设135元），平均客单价为75元
客单价（元）	60	54	55	60	65	70	75	
即时零售日均单量（万）	300	600	900	1170	1346	1480	1554	
YoY		100%	50%	30%	15%	10%	5%	假设25-27年单量的持续快速提升主要得益于补贴和阿里的流量优势（支付宝、咸鱼等）
即时零售UE（元）		-4	-2.5	-1.5	-0.5	0	0.2	1) 前文中分析，即时零售未来存在ue追赶餐饮外卖的可能 2) 美团在24年日均1000万单时即可做到单均UE盈亏平衡 3) 由于淘宝闪购较美团客单价更低，佣金收入比美团低0.9元左右，此外单量差距造成广告收入差距，因此我们假设2030年单均UE较美团低1.4元。
即时零售利润（亿元）		-88	-82	-64	-25	0	11	
外卖日均单量（万）		3200	3100	3100	3100	3100	3100	假设随着补贴收缩，淘宝闪购餐饮外卖单量维持在日均3100万单，较24年饿了么日均2000万单增长50%，主要是由于淘宝入口以及对用户心智的养成后，获得更多流量
外卖UE		-2.5	-1.5	-0.5	0	0.2	0.2	据晚点latepost，饿了么24年餐饮外卖日均约2000万单，但尚未完全实现盈利，随着未来单量达到3000万，单均广告收入和单均配送成本都有进一步改善的空间，假设ue达到0.2元相对合理
外卖利润（亿元）		-292	-170	-57	0	22.63	22.63	
总利润（亿元）		-372	-239	-102	-1	47	58	

资料来源：公司财报、晚点、Questmobile国信证券经济研究所整理测算（注：1）客单价为扣除活动补贴前；2）未考虑社保对骑手成本影响）

# 京东：远期外卖、即时零售、远场电商交叉销售和供应链有望实现整体盈利



图：京东秒送投入/亏损以及带来增量测算

- 秒送投入将对京东带来三方面影响：1) 即时零售和外卖的收入增长，同时造成较大的亏损；2) 主站电商用户的转化，GMV和利润贡献；3) 供应链相关布局的收入和利润增量

- 假设1：根据QM，5月新增5000万MAU。假设转化为电商用户的转化率为40%，留存率为30%，则最终为电商带来600万用户，电商用户的稳态ARPU约4000元，假设新用户初始为1000元，4年爬坡期；增量GMV远期大约240亿元；

- 假设2：即时零售业务伴随3C等品类的占比提升，客单价逐渐上涨，但自营模式下单量增长速度相对较缓，预计UE逐步收窄，2030年有望实现盈亏平衡；

- 假设3：京东外卖UE逐年优化，从亏5元左右，提升至稳态单均亏1元。（主要参考饿了么2000万单时尚未盈利，且迫于市场竞争压力要维持1500万单，需要持续补贴投入）。

- 仅考虑外卖、即时零售、远场电商交叉销售，基于目前相对保守的假设，我们预计到2030年京东仍然存在亏损缺口，但结合供应链布局，四项业务整体有望实现盈利。

京东	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	具体假设
外卖带来新电商用户（万）		600	600	600	600	600	600	根据Questmobile，5月新增5000万MAU，假设均为外卖带来。假设转化为电商用户的转化率为40%，留存率为30%，则最终为电商带来600万用户
新用户电商ARPU（元）		1000	2000	3000	4000	4000	4000	我们测算，京东电商用户平均约为ARPU4000元，假设新用户有爬坡期
电商增量GMV（亿元）		60	120	180	240	240	240	
京东零售OPM		4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	近几年持续提升，24年为4%，假设25年达到4.5%，此后保持稳定
电商利润		3	5	8	11	11	11	
即时零售GMV（亿元）	1168	1460	1840	2216	2549	2925	3200	京东24年的客单价远高于美团和阿里，主要是商超品类居多，后续公司将更多发力自营（利用京东便利店、酒世界等），因此我们预计单量增长不会像阿里美团那样迅速，但自营模式的客单价会保持在高位，并且在3C等品类的占比提升下，客单价还会进一步增长
客单价（元）	200	200	210	220	230	240	250	
即时零售日均单量（万）	160	200	240	276	304	334	351	
YoY		25%	20%	15%	10%	10%	5%	假设日均单量伴随自营模式的拓展，稳定增加
即时零售UE（元）		-8	-5	-3	-2	-1	0	1) 由于高额补贴和单均履约成本（我们预计单均在9元，主要由于客单价较高商品数量较多），我们假设25年京东即时零售业务单均亏损10元 2) 远期来看，京东的自营业态在供给端有一定差异化特点，我们预计面临的竞争会小于餐饮外卖，随着单量增长见顶，单均补贴有更大的下降空间，我们预计23年京东到家UE曾达到-1元，因此远期京东即时零售业务存在实现盈亏平衡的可能。
即时零售利润（亿元）		-58	-44	-30	-22	-12	0	
外卖日均单量（万）		1200	1500	1500	1500	1500	1500	公司25年在补贴投入下峰值突破2500万单，我们假设未来餐饮外卖稳态日均单量维持在1500万单相对合理。
外卖UE		-5.0	-3	-2	-1	-1	-1	1) 据晚点latepost，饿了么24年餐饮外卖日均约2000万单，京东在1500万单的日均单量情况下，相较饿了么的单均履约成本更高，广告收入更低， 2) 但由于外卖市场的竞争压力，京东要维持1500万的日均单量，需要比即时零售更大的补贴投入力度 3) 基于以上2点，我们假设稳态下单均收入和成本比饿了么2000万单时低1元左右，稳态假设单均亏损1元。
外卖利润		-219	-164	-110	-55	-55	-55	
总利润		-275	-203	-132	-66	-56	-44	
实现盈亏平衡需要供应链贡献利润					66	56	44	
对应供应链GMV（假设利润率3%）					2204	1871	1465	

资料来源：公司财报、Questmobile、晚点、国信证券经济研究所整理测算（注：1）客单价为扣除活动补贴前；2）未考虑社保对骑手成本影响

- [ **01** ] 即时零售：本地供给即时履约的零售业态
- [ **02** ] 竞争格局：履约是核心壁垒，短期流量竞争，远期供给竞争
- [ **03** ] 从组织、用户、供给、履约看即时零售平台竞争
- [ **04** ] 远期对美团、阿里、京东利润影响测算
- [ **05** ] 投资建议&风险提示

- 零售的本质是效率的竞争，本篇报告从组织、用户、供给、履约维度分析了即时零售主要平台的优势，但最终市场的竞争将回归各环节的效率比拼，与电商类似，只有能带来效率变革的玩家才拥有颠覆市场格局的能力。美团在组织能力的沉淀、用户精细化运营、供给的闪电仓覆盖数量以及自营业务的规模、配送效率上优势明显，我们看好美团未来在即时零售市场中能够继续保持领先地位。阿里在本轮大战中显示出较以往更强的组织能力，利用其资金优势和用户流量优势，有望重塑淘宝APP的用户心智，但目前尚未在餐饮外卖和即时零售场景推出颠覆性策略打法，需要进一步观察市场份额的变化。京东履约和供给侧尚在建设阶段，但长期来看即时零售、外卖、带来的电商交叉销售以及相应的供应链布局整体有望实现盈利。

一、行业竞争加剧的风险。目前各即时零售平台都在积极补贴投入阶段，若过度投入可能引发主要参与者利润率受到较大冲击，同时可能引发舆论、监管风险。

二、行业需求不及预期的风险。即时零售解决的是用户即时性需求，如果行业没能在“好多省”完成突破，可能导致天花板提前到来。

三、宏观经济下行的风险。即时零售作为一种新型的消费形式，与宏观经济有较强相关性，若消费疲软亦可能表现不佳

四、远期空间假设过于乐观/悲观的风险。目前即时零售的业态还远未成熟，仍存在较多变量，对行业空间、公司UE改善的假设都存在过于乐观/悲观的可能，且随着行业发展，政策、公司管理等因素都有可能导致假设中的变量发生变化。

五、骑手成本变化的风险。随着例如社保和其他骑手保障的持续推行，可能造成单均配送成本持续增长的风险。

六、新业务模式、新技术颠覆市场格局的风险。与电商发展类似，新即时零售商业模式的出现可能颠覆原有市场格局和行业龙头的地位，此外，新技术如AI的发展也可能带来行业内商业模式和格局的变化。

## 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.GSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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