

即时零售：万亿赛道，以“快”为先

——行业深度报告

✉ : 谢晨 执业证书编号：S1230521070004
 ☎ :
 ✉ : xiechen@stocke.com.cn

行业评级

互联网传媒

看好

报告导读

我们测算 2025 即时零售规模超 7 千亿，4 年 CAGR 达 28%，以便利店在日本零售中渗透率类比，测算远期规模达 1.1 万亿。其中平台模式全国性拓展、全品类经营，规模空间更大、盈利能力优。美团闪购复用外卖履约和用户，履约成本&速度、用户规模&质量明显优于同行，预计将成为行业龙头占据约 60% 份额。

投资要点

□ 即时零售：远期规模至万亿，实物电商渗透率仅 2.4%

即时零售为主要满足消费者即时性需求（“快”），配送时效在一小时内，主要品类为生鲜、餐饮快消等品类的零售模式。**用户：**从核心用户角度看，目前主要客群为一二线城市 80&90 后。从泛化用户角度看，外卖用户均为即时零售潜客，预计规模达 5 亿。**品类：**我们认为消费者对商品速度敏感性以及消费频率决定品类的需求强弱，品类的客单价和毛利率决定供给难易，其中需求决定核心品类（供给虽难但可通过融资、战略亏损解决），预计高频、即时性需求强的生鲜餐饮是核心品类，3C 家电难成主品类。**规模：**预计 2025 年即时零售规模 7000 亿，4 年 CAGR 达 28%。我们通过需求侧（用户、频率、客单价）和供给侧（主要品类规模、即时零售渗透率）测算即时零售规模在 7000 亿以上。以便利店在日本零售中渗透率类比，测算远期规模达 1.1 万亿。

□ 商业模式：履约是竞争关键，平台模式更优

a) 竞争要素：1) **履约端**是竞争最关键要素，履约成本决定盈利能力和业务持续性，履约速度决定消费者购物体验；2) **用户：**超级 APP 流量明显优于新建独立 APP，用户心智决定超级 APP 流量复用效果。3) **供给端：**平台型看商家资源，数量和种类均重要。自营看商品力，尤其是生鲜品类和自有品牌商品。

b) 模式对比：平台模式更优，我们测算平台型和自营型市占率将从 2021 年的 64%/36%，变为 2025 年的 80%/20%。**1) 平台模式**是全国性业务且全品类经营，扩张更快、规模空间更大。履约端可以与商家共同承担（自营需承担干线和最后一公里履约费用），外卖平台可复用餐饮运力，因此盈利能力更强。**2) 自营模式**区域性较强，拓展需要资本开支且局限于高线城市。相比平台型，优质生鲜及自有品牌商品是独特优势。

□ 竞争格局：预计美团闪购市占率持续提升

平台模式更优、美团闪购优势明显，我们测算美团系/阿里系/京东系市占率将从 2021 年的 40%/32%/16%，变为 2025 年的 60%/24%/11%。**1) 美团：**闪购大幅领先，买菜后起追赶。闪购能复用外卖履约，成本、速度明显低于同行。同时用户由高频外卖用户转化，规模和质量均为最强。美团买菜起步晚于竞对，履约、商品等资源复用美团原有禀赋较少，目前聚焦一线城市发展。**2) 阿里：**非餐复用外卖基建，自营能力领先。饿了么非餐亦能复用外卖履约和用户，促进订单规模提升，有益于优化饿了么整体 UE 表现。阿里旗下盒马在商品力方面、大润发在商超数字化及快消供应链方面领先行业。**3) 京东：**强于商超资

相关报告

报告撰写人：谢晨
 联系人：陈相合

源，小时购发力带电品类。履约侧，众包模式不稳定，订单小履约成本高。用户侧，主要从京东主站获得电商流量，流量匹配度略低。商家侧，商超资源丰富，带电品类发展迅速，提高客单价拉升 GMV。

□ 投资建议

看好美团闪购长期发展。即时零售发展空间大，目前渗透率极低，2021 年即时零售占实物电商渗透率仅 2.4%，我们测算 2025 年即时零售规模将超 7000 亿。我们认为履约、用户、商家供给为即时零售三大竞争要素，看好美团闪购在即时零售领域的竞争力（成本最低&速度最快的履约、规模最大&最匹配的用户基础）。此外，我们也看好饿了么非餐业务的发展，相关增量订单能帮助降低饿了么整体履约成本，进而改善整体 UE，促使阿里本地生活业务板块获得可持续发展的能力。

□ 风险提示

- 1) **居民收入提升速度弱于预期风险，可能造成即时零售渗透率提升不如预期。**即时零售本质是消费者用货币兑换自身时间价值，居民收入水平影响即时零售的消费能力，若收入增速趋缓或预期转弱会对即时零售需求产生负面影响。
- 2) **半日达、次日达等其他电商业态的竞争风险，对即时零售部分品类产生负面影响。**食品饮料是即时零售重要品类，这一品类标准化程度较高但即时性需求不如生鲜强，因此半日达、次日达电商亦是这一品类重要渠道之一，竞争会对食品饮料等品类在即时零售渠道销售产生负面影响。
- 3) **人工成本上升风险，对履约成本造成负面影响。**履约是即时零售重要成本项，人工成本上升、社保规范会对履约成本有负面影响。

正文目录

1. 即时零售：七千亿赛道，实物电商渗透率仅 2.4%	5
1.1. 用户：外卖用户为即时零售潜客，预计规模达 5 亿	5
1.2. 品类：预计生鲜食饮是核心品类，3C 家电难成主品类	6
1.3. 类型：预计平台型为主要类别	7
1.4. 规模：预计 2025 年即时零售规模 7000 亿	8
1.5. 竞争格局：预计平台模式市占率加速提升，美团闪购为龙头	10
2. 商业模式：履约是竞争关键，平台模式更优	10
2.1. 履约是竞争关键，流量、供给为次要因素	10
2.2. 模式对比：平台模式更好，盈利强规模大	13
3. 竞争格局：预计美团将占据 60%市场份额	15
3.1. 美团：闪购大幅领先，买菜后起追赶	16
3.2. 阿里：饿了么复用外卖基建，自营能力领先	17
3.3. 京东：强于商超资源，小时购发力带电品类	19
3.4. 叮咚买菜：战略收缩，亏损收窄	21
4. 投资建议	22
5. 风险提示	22

图目录

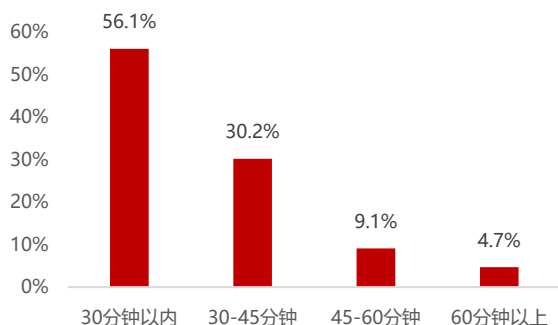
图 1：美团闪购 2021 年订单配送时间分布	5
图 2：美团闪购 2021 年订单配送距离分布	5
图 3：使用即时零售原因的调查问卷	5
图 4：美团闪购用户年龄结构	6
图 5：盒马常客（月消费 4 次）数量及消费金额贡献	6
图 6：2021 年美团闪购品类结构	6
图 7：2020-2021 年饿了么各类非餐饮外卖订单占比变化	6
图 8：各品类 2021 年线上渗透率	7
图 9：即时零售优势品类四象限图	7
图 10：即时零售包括平台模式和自营模式	8
图 11：美团外卖、叮咚买菜、京东到家单均履约成本对比	11
图 12：即时零售类 APP 月活对比	12
图 13：即时零售类 APP 日活对比	12
图 14：美团闪购合作的不同品牌	12
图 15：7-11 食品类商品毛利率高达 39.4%	13

图 16: 美团外卖、京东到家变现率对比	14
图 17: 京东到家变现结构	14
图 18: 单个前置仓基本配置图	14
图 19: 叮咚买菜、每日优鲜成熟仓和平均仓效率对比	14
图 20: 京东到家、叮咚买菜、高鑫零售线上业务 UE 模型对比	15
图 21: 阿里本地生活收入及增速	17
图 22: 阿里本地生活经调整 EBITA	17
图 23: 20M6 盒马线上订单占比达 65%	18
图 24: 盒马线下笔单价明显高于线上订单	18
图 25: 盒马自有品牌商品类别	18
图 26: 高鑫零售战略图谱	19
图 27: 高鑫零售收入、利润表现	19
图 28: 京东到家 DAU 及 MAU 对比	20
图 29: 达达集团毛利率、销售费用率及利润率表现	20
图 30: 达达集团合作的大型商超公司	21
图 31: 京东 APP 新增“附近”入口	21
图 32: 叮咚买菜 GMV	21
图 33: 叮咚买菜 UE 模型	21
图 34: 叮咚买菜亏损率逐步收窄	22
图 35: 叮咚买菜毛利率、履约费用率、销售费率表现	22
图 36: 21Q4 叮咚买菜上海区域实现盈利	22
图 37: 叮咚买菜商品力表现良好	22
表 1: 按供需强弱划分的品类	7
表 2: 需求侧测算 2025 年即时零售规模达 7065 亿	9
表 3: 供给侧测算 2025 年即时零售规模达 7696 亿	9
表 4: 即时零售竞争格局测算	10
表 5: 美团、饿了么、京东到家骑手规模对比	10
表 6: 2021 年各类即时零售公司规模、成长性、盈利能力对比	16
表 7: 京东到家 GMV、单量、收入数据对比	20

1. 即时零售：七千亿赛道，实物电商渗透率仅 2.4%

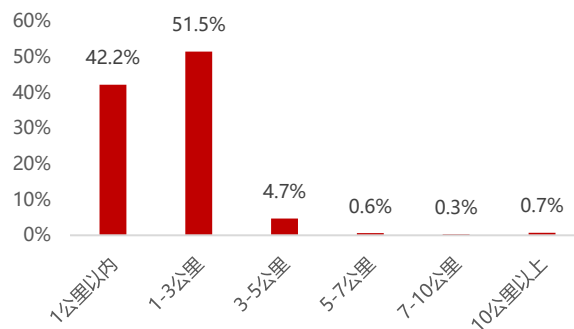
我们定义即时零售为主要满足消费者即时性需求（“快”），配送时效在一小时内（多数场景时效在半小时左右），主要品类为生鲜、食品饮料等品类的线上线下融合的零售模式。目前即时零售的发展实际是外卖的品类拓展。与外卖类似，即时零售本质是消费者货币价值兑换骑手时间价值，与外卖有所不同的是，即时零售可选消费属性略高。

图 1：美团闪购 2021 年订单配送时间分布



资料来源：美团研究院，浙商证券研究所

图 2：美团闪购 2021 年订单配送距离分布



资料来源：美团研究院，浙商证券研究所

图 3：使用即时零售原因的调查问卷



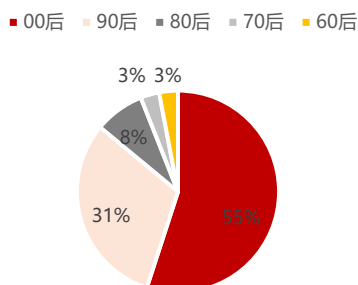
资料来源：艾瑞，浙商证券研究所

1.1. 用户：外卖用户为即时零售潜客，预计规模达 5 亿

外卖用户为即时零售潜客，预计规模达 5 亿。1) 从核心用户角度看，目前即时零售主要客群为一二线城市 80 及 90 后。根据美团闪购数据，即时零售用户中 80、90 后占比之和高达 86%。根据京东到家数据，京东“小时达”用户一二线城市电商渗透率是低线城市的 3.3 倍。即时零售与外卖类似，核心用户贡献绝大多数订单。根据阿里投资者日数据，盒马核心用户（月消费 4 次及以上用户）占比 31%，贡献 67% 的 GMV。2) 从泛化用户角度看，即时零售仍有年龄拓展（00 后成长、银发进一步触网）、区域泛化的潜力，外卖用户均为即时零售潜客。以美团外卖为例，2019 年一二线城市外卖订单占比为 64.7%，但 2019、2020 两年用户增长驱动力主要来自低线城市。2021 年，美团外卖 ATU 达 4.4 亿，

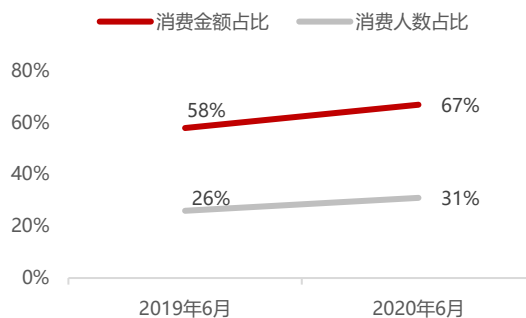
美团闪购 ATU 为 2 亿，渗透率不足 50%。我们认为外卖用户均为即时零售潜在客户（货币价值换时间价值、品类拓展），中长期看即时零售用户规模有望达到 5 亿。

图 4：美团闪购用户年龄结构



资料来源：美团研究院，浙商证券研究所

图 5：盒马常客（月消费 4 次）数量及消费金额贡献

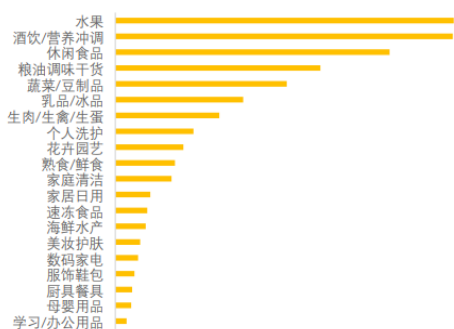


资料来源：阿里投资者日 ppt，浙商证券研究所

1.2. 品类：预计生鲜食饮是核心品类，3C 家电难成主品类

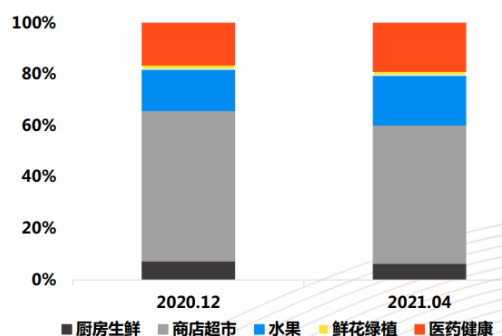
目前生鲜（含水果、鲜花）、食品、酒饮、医药为核心品类。根据美团闪购数据，水果、酒饮、食品、粮油、蔬菜等为订单占比靠前品类。饿了么数据显示同样信息，其非餐订单中，超市（食饮等）、水果、医药、生鲜、鲜花为主要品类。即时零售主要品类是电商总体渗透率较低的品类，比如食饮、生鲜等，我们认为这主要是因为传统电商配送时长无法满足消费者对这些品类的即时性需求，同时这些品类偏标品（包装生鲜亦为散装生鲜的标品化）、客单价低，消费者决策成本较低不依赖线下体验。

图 6：2021 年美团闪购品类结构



资料来源：美团研究院，浙商证券研究所

图 7：2020-2021 年饿了么各类非餐饮外卖订单占比变化

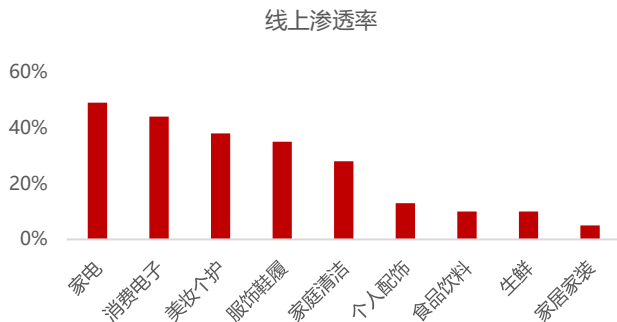


资料来源：饿了么《2020-2021 年中国外卖行业发展研究报告》，浙商证券研究所

预计未来生鲜食饮依旧为核心品类，3C 家电难成主品类。我们认为消费者对商品速度敏感性以及消费频率决定品类的需求强弱，品类的客单价和毛利率决定供给难易（毛利需要覆盖履约成本）。判断是否为核心品类主要看需求，因为即便履约较难亦有各类企业不断提供供给（小厂靠融资、大厂战略性亏损）。需求越强、供给难度弱的品类会

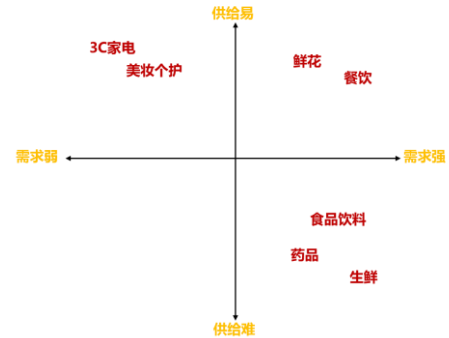
率先成为即时零售大品类，最显著的例子就是餐饮外卖的率先爆发。生鲜需求强劲（高频、即时性需求高），虽然供给最难但仍有众多生鲜电商（前置仓、盒马）亏损提供供给，生鲜品类占比仍高。3C 家电速度敏感性、购买频率低同时传统电商渗透率高，因此即使供给较容易，我们认为未来也不会成为即时零售平台主要品类。

图 8：各品类 2021 年线上渗透率



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 9：即时零售优势品类四象限图



资料来源：浙商证券研究所绘制

表 1：按供需强弱划分的品类

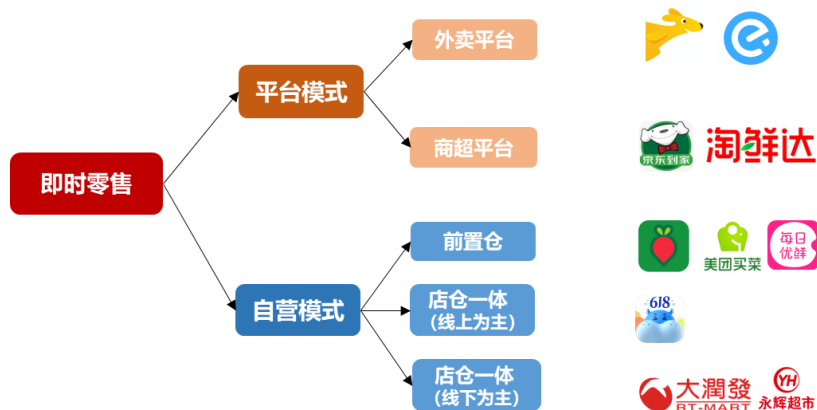
	需求强弱	速度敏感性	频率	供给难易	客单价	毛利率
餐饮	高	高	高	中等	低	高
生鲜	高	高	高	难	低	低
食品饮料	中高	高	中等	中等	中等	中等
医药	中等	高	低	难	中等	低
鲜花	中等	中	中等	易	高	高
美妆个护	中低	中	低	易	中高	高
3C 家电	弱	弱	低	易	最高	中

资料来源：浙商证券研究所制作

1.3. 类型：预计平台型为主要类别

平台型占主要类别。我们将即时零售分为平台型和自营型，其中平台型包括：1）全品类经营的平台，如美团闪购、饿了么新零售；2）主要服务商超数字化的平台，如京东到家、淘鲜达。我们按照线上销售占比将自营型分为三类：1）100%线上销售的前置仓模式，比如叮咚买菜、美团买菜等；2）线上销售占比更高的店仓一体模式，比如线上占比约 70%的盒马；3）线上销售占比在 10-20%的传统超市，比如高鑫零售、永辉超市等。

图 10：即时零售包括平台模式和自营模式



资料来源：浙商证券研究所绘制

1.4. 规模：预计 2025 年即时零售规模 7000 亿

预计 2025 年即时零售规模 7000 亿，4 年 CAGR 达 28%。我们测算 2021 年即时零售规模约 2600 亿（其中平台型约 1700 亿，占比 65%），占实物网上商品销售额的 2.4%（占社零比例 0.59%），渗透率极低。我们通过需求侧、供给侧、远期对比法三种方式测算即时零售规模。

1) 需求侧：如上分析我们认为外卖用户均为即时零售潜在客户，假设总年交易用户 5 亿、年消费频率 20 次、客单价 72 元，我们测算 2025 年即时零售规模 7065 亿。此外，我们判断即时零售规模主要由核心用户驱动，我们测算核心用户（一、新一、二线城市 80、90 后）约 1.57 亿，假设月消费频率为 4 次、客单价 75 元，核心用户 GMV 占比达 80%。

2) 供给侧：如上分析我们认为生鲜、食品、酒饮为即时零售主要品类，根据欧睿全品类规模，我们假设 2025 年这些品类线上化率接近外卖水平，测算 2025 年即时零售规模达 7696 亿元。

3) 远期对比法：我们认为即时零售主要是满足消费者便捷的需求，与便利店在日本零售行业中扮演的角色类似，日本便利店占日本社零规模约 2.5%，假设即时零售占中国社零规模达到此比例，远期中国即时零售规模有望达到 1.1 万亿。

表 2：需求侧测算 2025 年即时零售规模达 7065 亿

序号	指标	2025E	测算依据
整体用户			
①	年交易用户：亿	5	2021 年美团外卖 ATU 达 4.4 亿，预计外卖用户均为即时零售潜在客户。
②	年消费频率：次	20	2021 年外卖 ATU 的频次为 33 次，即时零售覆盖品类的消费频率低于餐饮外卖。
③	客单价：元	72	2021 年叮咚买菜（生鲜占比高）、美团闪购（品类较均衡）、京东到家（3C 占比高）客单价分别为 59、~70、192 元。
④	总 GMV 规模：亿	7065	④=①*②*③
核心用户			
⑤	年交易用户：亿	1.57	1) 测算一二线城市 25-35 岁人群规模达 1.57 亿； 2) 美团外卖 18 年底 MTU（月交易用户）达 1.2 亿，2021 年底 MTU 达 2 亿。假设月均消费 4 次，一年共 48 次。
⑥	年消费频率：次	48	1) 美团外卖 18 年底月交易频率 4.9 次，2021 年底月交易频率 6.4 次； 2) 21Q1 叮咚买菜用户月交易频率 3.4 次，会员月交易频率 6.7 次。
⑦	客单价：元	75	假设核心用户客单价略高于整体水平
⑧	核心用户 GMV 规模：亿	5652	⑧=⑤*⑥*⑦
	核心用户 GMV 占比	80%	
非核心用户			
⑨	非核心年交易用户：亿	3.43	总交易用户减核心用户。
⑩	年消费频率：次	6	即时零售业务特点为核心用户频率驱动总体单量提升，假设非核心用户年交易频率较低。
⑪	客单价：元	70	假设非核心用户客单价略低于整体水平。
⑫	非核心用户 GMV 规模：亿	1413	⑫=⑨*⑩*⑪
	非核心用户 GMV 占比	20%	

资料来源：国家统计局，叮咚买菜、达达集团财报，美团财报会议纪要，浙商证券研究所测算

表 3：供给侧测算 2025 年即时零售规模达 7696 亿

大品类	品类	2021 线上占比	2021 线下占比	2025E 总规模：亿	2025E 线下规模	2025E 即时零售对线下渗透率	2025E 即时零售规模	2025E 各品类结构占比
生鲜	水果	10%	90%	11,709	10,538	12%	1,265	16%
	肉、蔬菜等其他生鲜	10%	90%	40,402	36,362	5%	1,818	24%
食品	零食	15%	85%	5,644	4,798	15%	720	9%
	主食	12%	88%	9,064	7,977	10%	798	10%
	乳制品	15%	85%	7,632	6,487	12%	778	10%
	烹饪原料和膳食	5%	95%	3,756	3,568	12%	428	6%
酒饮	有酒精的饮品	11%	89%	14,262	12,693	6%	762	10%
	热饮	12%	88%	1,679	1,478	10%	148	2%
	软饮料	3%	97%	6,141	5,957	12%	715	9%
美护	美容和个人护理	39%	61%	7,654	4,669	3%	140	2%
3C 家电	电器	53%	47%	10,499	4,935	1%	49	1%
	消费电子	50%	50%	15,093	7,546	1%	75	1%
合计							7,696	

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所测算

注：由前文所述，我们认为生鲜、食品、酒饮为即时零售主要品类，而 3C 家电难成主要品类。我们预计生鲜食饮等品类线上渗透率将接近外卖线上化率（2021 年~20%），因此赋予 2025 年生鲜食饮等品类对线下 10%左右渗透率的假设。

1.5. 竞争格局：预计平台模式市占率加速提升，美团闪购为龙头

1) 2021 年：我们测算 2021 年即时零售规模约 2600 亿（其中平台型约 1700 亿，占比 64%）。**分类型：**平台模式中，美团闪购/京东到家/饿了么市占率分别为 37.9%/16.4%/9.7%。自营型中，盒马/叮咚买菜/高鑫零售/永辉超市市占率分别为 12.4%/8.6%/10.1%/5%。**分公司：**2021 年美团系市占率最高，阿里系次之但自营能力较强。美团凭借美团闪购在平台模式下的绝对优势，占整体即时零售份额约 38%。阿里拥有饿了么非餐+盒马+高鑫市场份额约 32%，其中盒马+高鑫（合计份额约 22%）在自营领域有较大优势。**2) 远期 2025 年：**预计平台模式市占率将加速提升，美团闪购为龙头。自营型受制于用户及品类拓展的难度以及成本端在下沉市场更大的劣势，预计未来增长主要依靠在高线城市的单店/仓增长，因此增长空间有限。平台型受益于全品类经营、更低的成本得以下沉，预计将成为即时零售主流业态，预计 2025 年平台型占比将提升至 80%，规模达到 5687 亿元。

表 4：即时零售竞争格局测算

	2021	2022	2025E	备注
平台型：亿	948	1683	5,687	
增长率		77%	36%	平台型增长强劲，4 年复合增长率 36%，假设美团闪购复合增长 42%、饿了么 35%、京东到家 16%
% 整体	57%	64%	80%	
自营型：亿	705	948	1,378	
增长率		34%	10%	自营型主要依靠单店/仓增长，4 年复合增长率 10%，假设盒马复合增长率 12%、叮咚 11%、高鑫零售 7%、永辉超市 6%
% 整体	43%	36%	20%	
整体：亿	1653	2630	7,065	
增长率		59%	28%	整体 4 年复合增速 28%

资料来源：美团、阿里、叮咚买菜、达达集团、高鑫、永辉财报，浙商证券研究所测算

2. 商业模式：履约是竞争关键，平台模式更优

2.1. 履约是竞争关键，流量、供给为次要因素

1) 履约端是竞争最关键要素

履约端的竞争主要包括两方面，即：1) 履约成本，2) 履约速度，履约成本决定盈利能力和业务持续性，履约速度决定消费者购物体验，在这两方面美团均遥遥领先同业。

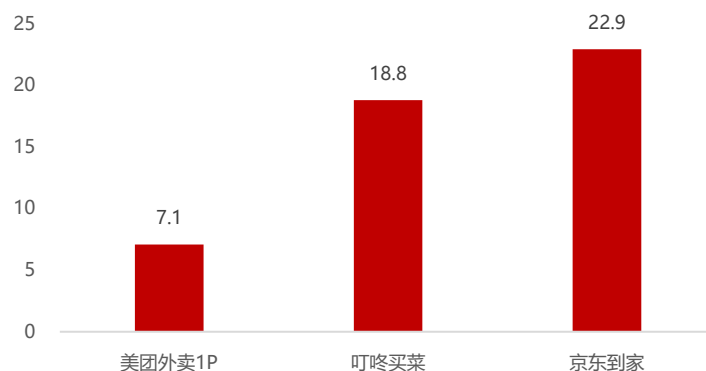
表 5：美团、饿了么、京东到家骑手规模对比

	美团	饿了么	京东到家
日活骑手	2021 年日活骑手超 100 万	-	-
总骑手	近 400 万；2019 年 398.7 万骑手从美团获得收入。	共 300 万；2021 年 114 万骑手获得稳定收入，21M9 月活骑手超 110 万	20Q1-TTM 活跃骑手超 63 万
覆盖区域	2800 个市县		京东到家覆盖 1800 个市县

资料来源：《2021 年度美团骑手权益保障社会责任报告》、《美团 2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》、美团配送、蜂鸟配送官网、达达财报、阿里投资者日 ppt，浙商证券研究所

履约成本决定盈利能力和业务持续性。即时零售业务与外卖类似，属于低毛利业务，高履约成本直接侵蚀利润，使得业务只能依靠外部融资或战略亏损才能继续。**履约成本由订单规模决定**，以美团外卖为例，美团外卖在 19Q2 首次实现盈利，彼时日均订单量为 2290 万，单均骑手成本为 7.5 元/单。根据美团、叮咚、达达财报，我们测算 2021 年美团 1P、叮咚、京东到家配送成本分别为 7.1、18.8、22.9 元/单，美团履约成本优势遥遥领先。由于配送重量及距离原因美团闪购履约费用略高于美团外卖（即时零售的运货量较外卖更大，平均配送距离较外卖更远，更需要外卖员更高的补贴），同时叮咚买菜财报履约成本还包括数据中心仓到前置仓的履约成本、京东到家履约成本还包括达达落地配成本，因此从实践看，美团闪购确实有履约成本优势，但差距没有财报数据体现的这么大。

图 11：美团外卖、叮咚买菜、京东到家单均履约成本对比



资料来源：美团、叮咚买菜、达达财报，浙商证券研究所

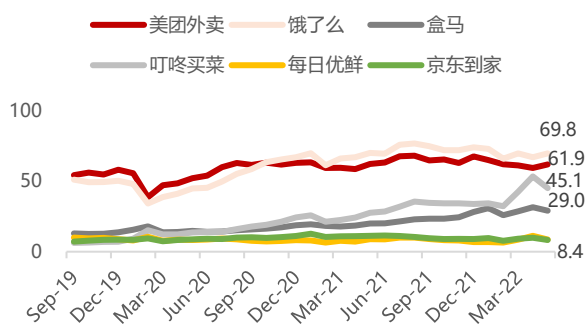
注：叮咚买菜履约成本包括中心仓到前置仓履约成本及最后一公里配送成本；京东到家履约成本还包括 21Q1 达达落地配成本（21Q1 后不再包含）

履约速度决定消费者购物体验。我们认为“快”是消费者使用即时零售的第一需求，因此配送速度至关重要。**骑手规模、即时配送系统先进性影响配送速度。**在即时零售领域，美团闪购业务可以复用外卖的运力（饿了么类似），而京东到家并没有外卖业务做支撑，运力只服务于京东到家业务，且京东到家骑手多为众包骑手，稳定性与美团专职外卖骑手相差甚远。根据美团、达达集团财报，美团日活跃骑手规模高达 100 万（总骑手 400 万），而达达骑手总规模仅 63 万。

2) 用户端：用户规模和用户心智同样重要

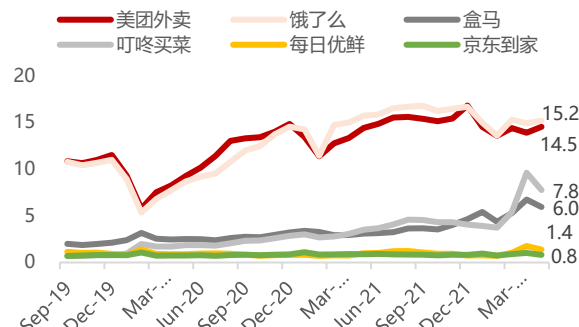
超级 APP 流量明显优于新建独立 APP。即时零售的流量来源一般分两种，一种是复用超级 APP 流量，比如美团闪购复用美团 APP 流量，另一种是自建独立的 APP，比如叮咚买菜、京东到家 APP。从用户规模看，超级 APP 明显优于独立 APP。根据 QM 数据，2022 年 5 月美团/京东/饿了么/美团外卖/叮咚买菜/盒马/京东到家的 DAU 分别为 8210/9640/1520/1450/780/600/140/80。此外，由于品类特性导致自身 APP 使用频率不强的公司（如食品饮料类频率弱于生鲜），会额外增加销售费用。比如，比叮咚客单价高、频率明显低的每日优鲜 2020 销售费用率高达 10%（vs.叮咚同期 5%）。

图 12：即时零售类 APP 月活对比



资料来源：Questmobile，浙商证券研究所

图 13：即时零售类 APP 日活对比



资料来源：Questmobile，浙商证券研究所

用户心智决定超级 APP 流量复用效果。我们认为即时零售的第一心智是“快”，美团在外卖领域带来的“30 分钟送达”的心智较京东“当日/次日达”的心智更显著。从品类看，即时零售里生鲜品类与美团外卖的餐饮品类，同属于“吃”，品类拓展较京东的超市&家电品类更顺畅。从使用频率看，外卖相比于电商更为高频，根据 QM 数据，21M5 美团 DAU/MAU 为 24.4%，而京东 APP 为 23.9%。因此，我们认为虽然美团和京东都是超级 APP，但美团闪购在流量复用方面强于京东到家。

3) 供给端：平台型看商家资源，自营看商品力

平台型看商家资源，数量和种类均重要。商户数量直接影响消费者时效体验，只有消费者周边商户数够多，配送时效才够快。商家种类丰富度同样重要，不仅包括大商超还包括小便利店、连锁药店、水果店以及夫妻老婆店，其中大型商超 SKU 多能满足一站式购物，但配送时效慢（需拣货）。当前美团闪购商户数量明显占优，美团闪购商户数达到 70 万+，而 2021 年京东到家活跃商家数仅 14.7 万。京东到家强于大型商超资源，但美团闪购中小商家资源占优。由于单量对盈利影响较大，长期看，多数商家倾向于多端接入（仅少数和平台有大比例股权关系的商超或例外），各平台供给端趋向于均衡。

图 14：美团闪购合作的不同品牌

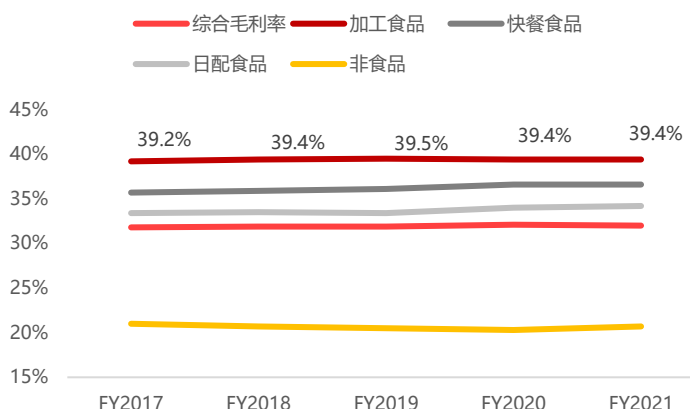


资料来源：美团闪购官网，浙商证券研究所

自营模式看商品力，自有品牌是重点。自营模式盈利能力较弱，商品力是提升毛利的关键，主要通过发展自有品牌商品和加强供应链建设两大途径。预制半成品（3R 食品）

是重要的自有品牌商品，以日本 7-11 为例，FY 2021 其加工食品毛利率高达 39.4%，远高于生鲜品类。加强供应链建设有利于降本增效，主要体现于加强源头商品直采以及物流基础能力。我们认为自营模式的商品力不仅提升盈利能力而且能提供独特优质的商品供给，是自营相对于平台型的差异化竞争点。如果商品缺乏差异性，消费者只需要“快”，则美团闪购优势明显，只有提供优质、差异化商品（比如品质生鲜、自有品牌商品），才能满足“快”的同时满足“好”，进而增强竞争力。

图 15：7-11 食品类商品毛利率高达 39.4%



资料来源：7-11 财报，浙商证券研究所

2.2. 模式对比：平台模式更好，盈利强规模大

平台模式规模空间更大，盈利能力更强。规模方面，平台模式是全国性业务且全品类经营，扩张更快、规模空间更大。自营模式区域性较强（只能辐射仓/店周围、只经营高线城市），品类以生鲜食饮等超市品类为主，一般不经营医药、3C 家电等。盈利方面，平台模式的履约端可以与商家共同承担，此外美团饿了么可复用餐饮运力，因此盈利能力更强。自营模式需要承担干线和最后一公里履约费用，盈利能力明显偏弱，其中店仓一体模式由于具备线下高客单订单，盈利能力强于前置仓模式。

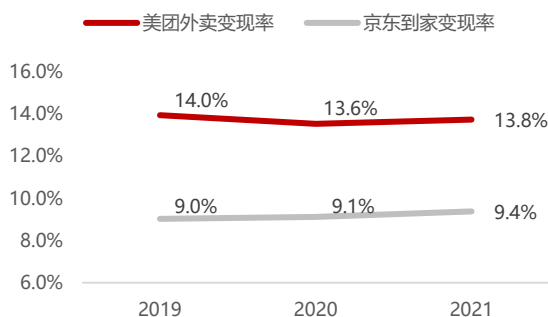
1) 平台：规模空间大，盈利能力较强

平台型拥有更广大发展空间，体现在全国性拓展以及全品类经营。1) 全国性经营：平台型即时零售公司一般复用外卖的骑手和用户，只需通过 BD 将非餐品类商家线上化即可实现全国拓展，根据美团闪购数据，目前已在全国 2800 个市县开展闪购业务。2) 全品类经营：目前即时零售以生鲜、食饮为主要品类，这些品类是消费者对即时性需求最高的品类，因此最先发展而来。随着消费者对即时零售接受度和依赖度逐渐提升，品类逐渐会拓展至医药、鲜花，甚至是化妆品、个护等品类。品类渗透率的提升能极大的提升即时零售发展空间，而平台型无疑拥有比自营型更多的商品（商家）供给资源，其中以美团、饿了么为代表的平台比京东到家、淘鲜达等商超类平台更有发展空间。

平台型即时零售具备类外卖的盈利潜力。平台模式收入取决于 GMV 和变现率(包括佣金&广告收入、配送收入)，主要的成本项为履约费用（最后一公里履约）。商家种类丰富度决定平台总体客单、take rate，比如商超类客单价和 take rate 较低、鲜花类商家客单价和 take rate 均较高。与餐饮外卖相比，即时零售的客单价较高但 take rate 较低，履约

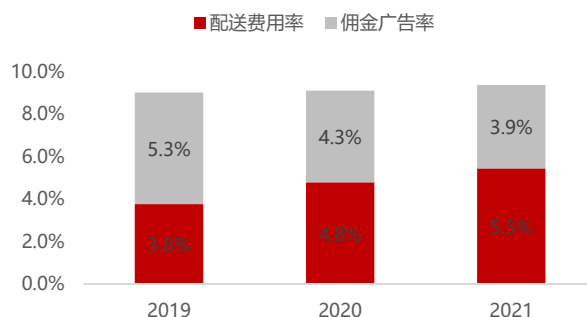
成本略高于外卖（重量、距离），在稳态情况下（不再超额补贴），预计平台型即时零售具备与外卖类似的盈利能力。

图 16：美团外卖、京东到家变现率对比



资料来源：美团、达达集团财报，浙商证券研究所

图 17：京东到家变现结构



资料来源：达达集团财报，浙商证券研究所

2) 自营：前置仓体验好但盈利弱，店仓一体较为均衡

规模取决于仓/店数量及单仓/店订单量。仓/店数量拓展受城市经济发展水平影响，适配城市有限。总体来看，无论是前置仓还是盒马其主要目标客群均为一二线城市用户，因此注定其无法做成全国性业务，叮咚买菜 APP 显示，目前叮咚开仓城市 28 个（趋势还在收缩），盒马 APP 显示目前盒马开店城市 26 个（均为省会及高线城市）。单仓订单量影响履约成本。以叮咚买菜为例，根据招股书，其成熟仓日均订单量 2000 单，而单仓平均值只有 815 单，订单规模严重影响配送员效率，成熟仓每个骑手日均配送 85 单，而平均值只有 48 单。骑手配送订单量较少会导致单均配送成本明显偏高，第一在于同时配送的单量少，缺乏规模效应，第二在于配送员工资很多时候有最低保障。

图 18：单个前置仓基本配置图



资料来源：叮咚买菜、每日优鲜招股说明书，浙商证券研究所

图 19：叮咚买菜、每日优鲜成熟仓和平均仓效率对比

	每日优鲜		叮咚买菜	
	成熟仓	平均仓	成熟仓	平均仓
单仓面积:平方米	438	-	-	-
日均GMV: 元	183333	32178	-	50333
日均订单量: 单	1674	360	2000	815
客单价: 元	110	89	-	62
每个骑手配送数量: 单	84	50	85	48
经理	-	1人	-	-
分拣员	-	5-10人	-	-
配送员	20	10-20人	24	17
夜间工作人员	-	1-3人	-	-

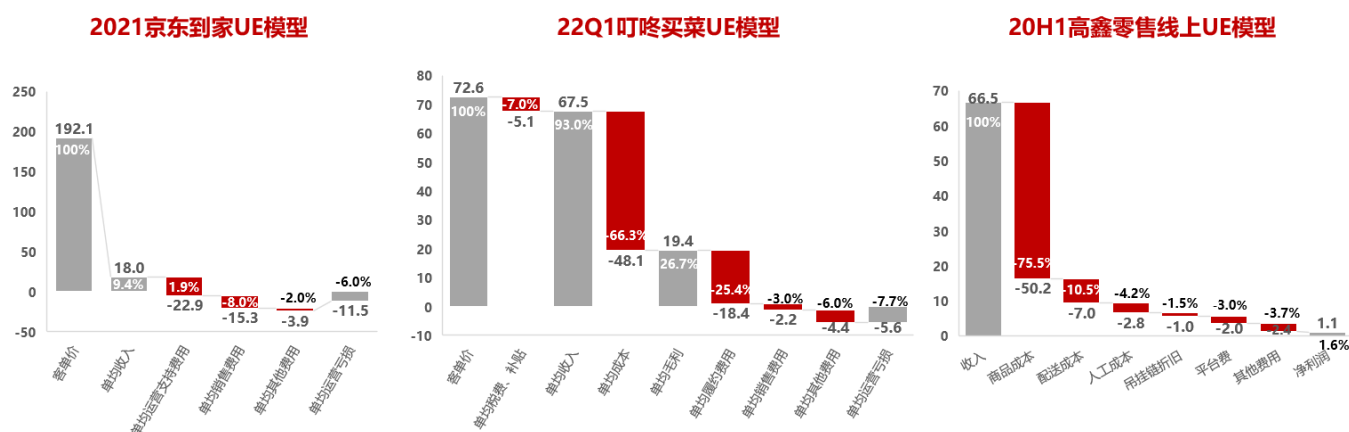
资料来源：叮咚买菜、每日优鲜招股说明书，浙商证券研究所

盈利关键在于毛利需覆盖履约成本，客单价、毛利率、单均履约成本是关键。自营模式通过销售商品获得收入，收入取决于客单价和毛利率，主要的成本项为履约费用（包括干线履约和最后一公里履约）。客单价和毛利率取决于商品品类及 SKU 数量。生鲜品类客单价、毛利率较低，自有品牌商品、预制菜等具有较高毛利率，是各家发力重点。前置仓面积小于店仓一体，SKU 少于店仓一体，因此客单价偏低。履约费用取决于单仓/

店订单量，根据叮咚买菜招股书，成熟的单仓订单量为 2000，而其平均单仓订单量仅为 815，由于骑手保底收入的存在，单仓订单量较低将大幅提升每单的履约成本。根据高鑫零售数据，大润发单店日均订单量在 1250 单时实现线上业务 0-1% 的利润率。

前置仓体验好但盈利弱，店仓一体较为均衡。前置仓和店仓一体为自营的两大模式，前置仓收入 100% 来自线上，而店仓一体有一部分来自线下，根据阿里投资者日和高鑫零售财报，盒马~30% 收入来自线下、大润发~80% 收入来自线下。线下消费，客单价明显高于线上，同时节省履约成本，因此店仓一体拥有更好的盈利模型。前置仓由于较低的客单价以及较高的履约成本，盈利能力较弱，以叮咚买菜为例，2021 年 non-gaap 亏损率高达 30%。但是前置仓单仓面积较小，分拣速度快于店仓一体，配送体验优于店仓一体。

图 20：京东到家、叮咚买菜、高鑫零售线上业务 UE 模型对比



资料来源：达达集团、叮咚买菜财报，高鑫零售公开业绩会，浙商证券研究所

3. 竞争格局：预计美团将占据 60% 市场份额

我们测算美团系/阿里系/京东系市占率 (GMV) 将从 2021 年的 40%/32%/16%，变为 2025 年的 60%/24%/11%。我们判断美团将占据 60% 市场份额，主要依据：1) 平台型将成为主流 (全国 & 全品类经营，规模空间更大)；2) 美团闪购竞争优势明显 (履约和用户体验明显优势)。我们判断阿里市场份额将有所下降，但仍位居第二，主要依据：1) 饿了么非餐业务将成为平台模式市占率第二的公司 (复用履约和用户)。2) 自营模式 (盒马、大润发) 增速下滑 (开店空间有限、依靠单店增长)。我们判断京东市场份额将有所下滑，主要依据是京东到家面对美团闪购、饿了么非餐缺乏竞争优势 (缺乏高频外卖品类引流、履约成本劣势明显、通过 3C 家电拉高 GMV 不符合即时零售的价值主张)。从盈利角度看，我们认为美团盈利能力领先 (履约成本低、拥有高频品类无需大幅补贴)，阿里具备盈利的可能 (饿了么非餐提升单量，摊薄整体履约成本)，京东到家盈利能力较弱 (缺乏单量履约成本高、缺乏频率需补贴)。

表 6：2021 年各类即时零售公司规模、成长性、盈利能力对比

	美团闪购	京东到家	饿了么非餐	叮咚买菜	美团买菜	盒马	高鑫零售	永辉超市
规模及成长性	规模最大，成长最快	规模中等，成长快	规模中等，成长快	规模较小，成长快	规模小，成长快	规模中等，成长较慢	规模较小，成长慢	规模小，成长慢
GMV: 亿	996	431	256	227	总体经营可对比叮咚。目前叮咚在 28 个城市经营，美团主要聚焦 4 大一线城市，22Q1 美团买菜订单量同增近 120%。	~500(线上+线下)	264	131
yoy	80%	71%		74%			13%	26%
客单价	70	192	70	59			69	82
yoy		26%		-11%				
日均订单量: 万	390	61	100				75.25	
yoy	70%	36%						
订单量: 百万	1,424	224		387			275	160
yoy		36%		95%				
take rate		9.4%		-				
收入: 百万		4,046		20,121				
yoy				78%				
盈利能力	盈亏接近平衡，预计未来具备盈利能力	差	预计长期具备盈利可能性	差	差	预计长期具备盈利可能性	线上盈利	
毛利率		25%		20%				
履约费用率		75%		36%				
销售费用率		50%		8%				
净利率		-31%		-30%			0-1%	

资料来源：各公司财报、财报会议纪要，浙商证券研究所测算

3.1. 美团：闪购大幅领先，买菜后起追赶

1) 美团闪购：履约、用户、商家供给全面领先

履约：外卖复用，成本、速度明显优于同行。美团闪购和餐饮外卖的履约网络可复用，履约端受益于美团外卖强大的履约网络。截止 2021 年，美团外卖拥有日活骑手 100 万，美团餐饮外卖 1P 单均履约费用约 7 元/单，在骑手规模和履约成本方面遥遥领先同行。此外，在外卖领域美团就努力打造“30 分钟”送达的用户心智，在更多骑手、更强算法能力加持下，美团闪购在配送时效方面亦拥有明显优势，根据美团研究院报告，56%的闪购订单能在 30 分钟内送达。

用户：高频外卖用户转化，规模和质量均为最强。餐饮外卖业务主要依靠高频熟客贡献主要订单量，20%外卖用户贡献 80%外卖单量，而美团闪购本质上是外卖业务的增加可选属性的品类拓展，因此拥有规模最大、最高质量外卖用户能为闪购提供了充足高质的用户源。截至 2021 年底，美团外卖 MTU 达 2 亿、ATU 达 4.4 亿，目前美团闪购 ATU 达 2 亿，渗透率仍有较大提升空间。

商家供给：数量多，品类全。根据美团财报，截止 22Q1 美团拥有 900 万活跃商家，其中美团闪购商家数约 70 万，远超其他竞对。得益于强大的地推团队，美团闪购不仅拥有领先的商家禀赋，更拥有领先的新店拓展能力，能够持续在供给端保持优势。从商家类型看，美团闪购不仅有大商超，还拥有大量便利店、夫妻老婆店等小型店铺，这类小型店铺在配送生鲜快消商品时速度更快（距离近、拣货时间快）。除了商超便利类，美

团闪购还拥有医药、鲜花、化妆品等类商家，其中对即时性需求越高的品类美团越有优势，比如医药品类。

2) 美团买菜：后起而追赶，禀赋资源复用较少

后起而追赶，聚焦一线城市。美团买菜始于 2019 年初上线，起步晚于叮咚、盒马。目前主要覆盖 4 个一线城市，覆盖区域远低于叮咚、盒马，主要为了聚焦核心用户，降低非必要拓城成本。经历 20 年、22 年疫情的历练，美团买菜在一线城市市占率逐渐提升，在北京、深圳份额超过叮咚买菜，22Q1 美团买菜订单量同比增长近 120%。

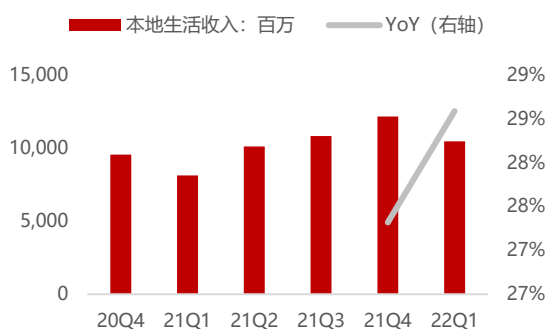
禀赋资源复用较少。流量端可部分复用，包括美团、美团外卖的导流；履约端不可复用，主要由于自营模式下骑手主要为“驻店”模式，无法复用美团外卖平台的骑手资源。商品端，由于美团原外卖、到店为平台性业务，美团买菜的生鲜食饮等品类采销能力基本从 0 做起。

3.2. 阿里：饿了么复用外卖基建，自营能力领先

1) 饿了么：复用餐饮外卖基建，提升订单规模

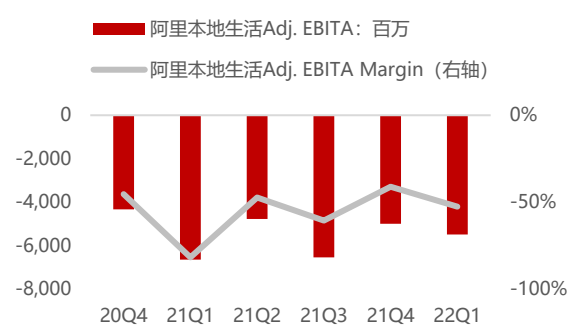
整体而言，饿了么非餐与美团闪购有同样逻辑，即从餐饮向非餐的品类拓展，用户、履约均可复用。此外，非餐订单能够提升饿了么整体订单量，有利于加密单个骑手订单，降低整体履约成本。美团外卖在 19Q1-Q2 实现盈利（OPM 从-1.4%到 5.6%），季度日均订单量在 1850-2290 万之间，假设目前饿了么订单份额为 28%（21Q3 按收入计饿了么份额 26%，由于补贴较高预计订单份额略高，假设份额不变），饿了么订单规模在 1700 万左右，接近彼时美团外卖盈亏平衡点的订单规模，22Q1 阿里业绩亦会透露饿了么 UE 接近盈亏平衡（财务口径亏损还是较大）。此外，从商家供给角度看，非餐品类商家供给劣势较外卖领域有所缓解（美团外卖有大众点评以及餐饮到店供给优势），淘鲜达与较多大商超亦有良好合作。但考虑到平台型即时零售市场参与者较外卖行业更多，预计饿了么市场份额较外卖行业有所降低。根据阿里投资者日数据，21Q3 饿了么非餐订单量同比增长 79%，酒饮店、药店订单量同比增长超 100%。

图 21：阿里本地生活收入及增速



资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

图 22：阿里本地生活经调整 EBITA

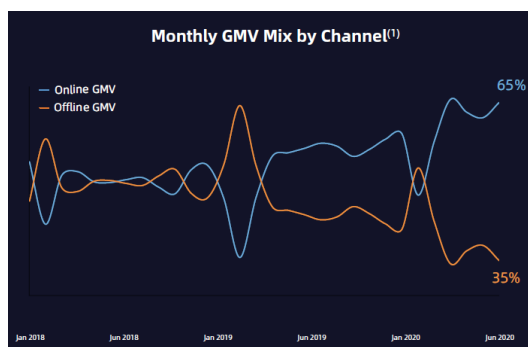


资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

2) 盒马：商品力领先，加强线下经营能力

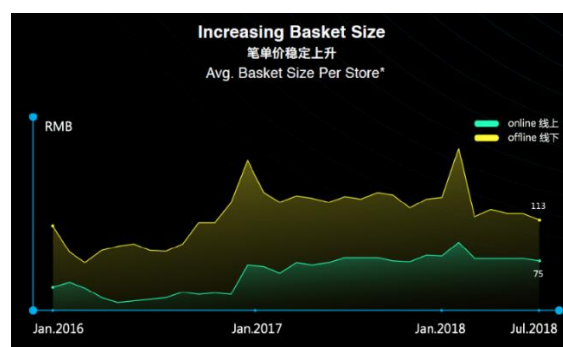
线上占比近7成，加强线下经营能力。根据阿里财报数据，22Q1 盒马自营门店达 273 家（去年同期 257），盒马 APP 显示盒马覆盖城市共 26 个（均为省会及高线城市）。店仓一体模式的盒马线上订单占比更高，22 年 6 月 CEO 侯毅表示盒马线上占比达 70%（阿里投资者日数据亦显示 20H1 盒马线上 GMV 占比达 65%），但近期侯毅表示加强线下经营能力，力争将线下销售占比达到 50%。我们认为此举旨在提升盈利能力，因为线下客单价高且无需配送费用。履约方面，盒马依靠自有运力，由于店铺面积较大拣货时间长，配送速度慢于前置仓模式。

图 23：20M6 盒马线上订单占比达 65%



资料来源：阿里投资者日 ppt，浙商证券研究所

图 24：盒马线下笔单价明显高于线上订单



资料来源：阿里投资者日 ppt，浙商证券研究所

商品能力强，自有品牌商品占比高。盒马商品能力强，体现在两方面：1) 产品研发能力强，能迅速推出新品。盒马 3R 商品中心采购总监张千透露，盒马 80%-90% 预制菜都是自主研发，总体产品研发周期是 4 周，目前冷冻预制菜 SKU200 个左右，冷藏预制菜货柜保持在 150 个 SKU，几乎覆盖了用户用餐需求。根据阿里投资者日数据，21Q3 盒马自有品牌商品收入贡献占比约 17%，远超同行。2) 生鲜类供应链能力强，包括生鲜源头基地及物流能力。截止 20 年 6 月底，盒马拥有 555 个直采基地、3 个产地冷链仓、41 个销地常温及冷链仓、6 个销地生鲜暂养仓、16 个销地加工中心。22 年 6 月，盒马在成都、武汉的两个中央厨房已正式投产。

图 25：盒马自有品牌商品类别



资料来源：浙商证券研究所绘制

3) 高鑫零售：商超数字化领先者，但经营仍受冲击

商超数字化、线上订单占比行业领先。早在 2019 年高鑫零售率先进行数字化升级，包括线下门店改造（快拣仓、系统数字化）以及发展到家业务。目前高鑫零售 600 多家门店 80% 已拥有自动化悬挂设备。线上业务方面，2022 财年（21Q2-22Q1 自然年）B2C 到家业务单店日均单量 1250 单，同比增长 12.5%，按 602 家门店（含中小业态）计算，合计日均 75.25 万单/天，B2C 营收占比达 21.5%。受益于单店订单规模（1000 单为盈亏点）、客单价（70 元左右）以及毛利率（线上 21-22%），高鑫零售到家业务已实现盈利，根据公开业绩会数据，B2C 到家业务利润率在 0-1% 之间。目前策略为针对上班族将门店作为“线上履约中心”，针对老人&带娃一族将门店打造为“线下体验中心”。

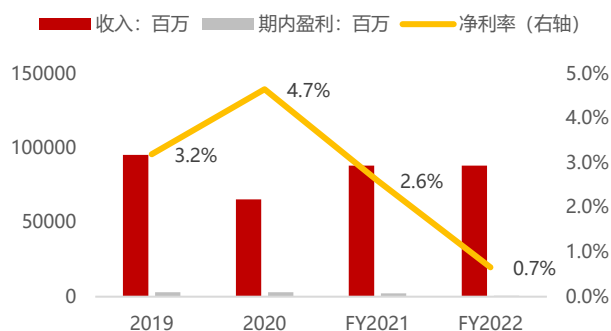
整体经营仍受冲击。虽然高鑫零售率先完成商超数字化升级，但大卖场模式在各类新兴业态（社区团购、即时零售）冲击下仍面临较大业绩压力。在收入端，主要压力在于大卖场客流下降（距离远、消费习惯改变）导致 FY22 同店收入同比降低 7.7%。在利润端，由于大卖场原商业模式中需要通过线下客流吸引招租，当前线下客流减少对重要利润来源的租金收入产生较大负面影响，FY22 高鑫净利率降至 0.7%（已剔除 14.06 亿拨备影响）。从中长期看，线上业务利润率低于线下（线下 3% 利润率），随着线上收入占比提升，整体利润率将承压。

图 26：高鑫零售战略图谱



资料来源：高鑫零售财报、公开业绩会 ppt，浙商证券研究所

图 27：高鑫零售收入、利润表现



资料来源：高鑫零售财报、公开业绩会 ppt，浙商证券研究所

3.3. 京东：强于商超资源，小时购发力带品类

GMV 由客单价拉动。2018-2021 年京东到家 GMV 复合增长 80%，其中客单价复合增长 39%、订单量复合增长 30%，主要由客单价拉动。2021 年京东到家客单价 192 元，明显高于其他即时零售平台，主要是因为带品类 GMV 占比较高。如前文所述，我们认为即时零售增长主要依靠量（特别是复购和高频提升带来的量增），价格驱动的 GMV 增长与即时零售的价值主张不符，缺乏购买频率体现在京东到家销售费用率高企（需要提醒、唤醒用户购买）。

表 7：京东到家 GMV、单量、收入数据对比

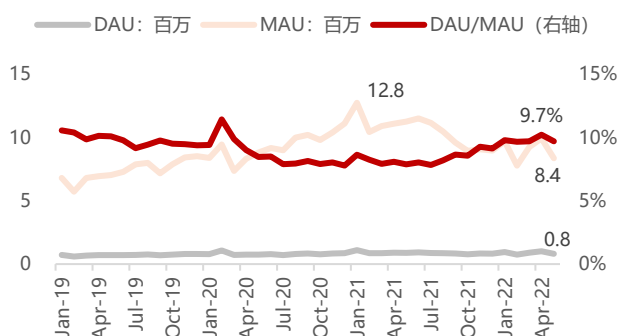
	2019	2020	2021
GMV: 百万	12,205	25,262	43,079
yoy	66%	107%	71%
AOV: 元	102	153	192
yoy	42%	50%	25.6%
订单量: 百万	120	165	224
yoy	17%	38%	35.8%
日均订单量: 万	32.78	45.11	61.43
yoy	17%	38%	36%
收入: 百万	1,103	2,305	4,046
配送费收入	460	1,212	2,351
佣金及广告费	643	1,094	1,695
take rate	9.0%	9.1%	9.4%
配送费用率	3.8%	4.8%	5.5%
佣金率	5.3%	4.3%	3.9%
每单收入: 元	9.3	13.9	18.0
每单配送收入	3.9	7.3	10.5
每单佣金及广告收入	5.4	6.6	7.6
每单履约成本: 元	23.8	28.6	22.9

资料来源：达达集团财报，浙商证券研究所

履约：众包模式不稳定，订单小履约成本高。京东到家的运力（即达达）与美团饿了么运力有所不同，美团饿了么大部分为专送骑手，而京东到家运力为众包模式，即“兼职”的模式，这导致其运力不稳定影响配送时效。此外，京东到家目前订单规模仍较小，直接导致单均配送成本较高，2021 年京东到家日均订单量 61.4 万单，单均配送成本高达 22.9 元（运营与支持成本/订单量，21Q1 季度包含达达最后一公里配送费）。

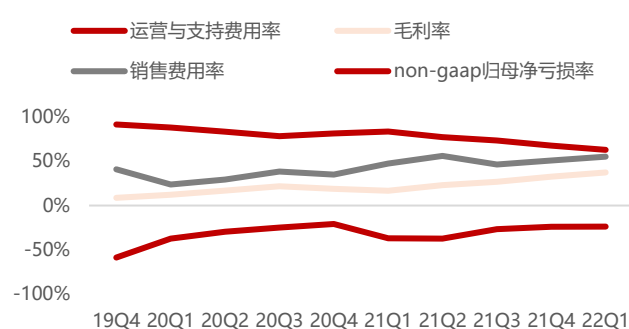
用户：从京东主站获得电商流量，流量匹配度略低。京东到家的流量入口主要包括京东到家 APP 和京东主站电商的导流，目前增量流量依靠京东主站进行导流（QM 数据显示京东到家 APP 月活开始下滑）。但由于主站是“电商”心智，而即时零售偏“本地生活”心智，导流效果偏弱，需要辅以一定补贴来培养用户习惯，因此销售费用率持续保持高位，22Q1 达达集团整体销售费用率高达 55%。此外，我们认为销售费用率高企与品类亦有关。我们认为即时零售需要高频生鲜品类引流（超市快消频率明显弱于生鲜），而京东到家品类发展策略更偏好于带电等高客单品类。

图 28：京东到家 DAU 及 MAU 对比



资料来源：Questmobile，浙商证券研究所

图 29：达达集团毛利率、销售费用率及利润率表现



资料来源：达达集团财报，浙商证券研究所

商家供给：商超资源丰富，拓展带电品类。京东到家与中国前 100 商超中的 80 家达成战略合作，同时京东集团战略投资沃尔玛、永辉超市。我们认为京东在大商超的供给资源有一定先发优势，但是从商业角度看，单店单量对即时零售业务 UE 影响较大，大商超倾向于多平台经营（比如腾讯投资的每日优鲜会上阿里的淘鲜达），从反垄断大背景看“签独家”亦不持久，因此预计京东到家与商超的战略合作并不能保证商超资源的独占性。

图 30：达达集团合作的大型商超公司



资料来源：达达业绩会 ppt，浙商证券研究所

图 31：京东 APP 新增“附近”入口

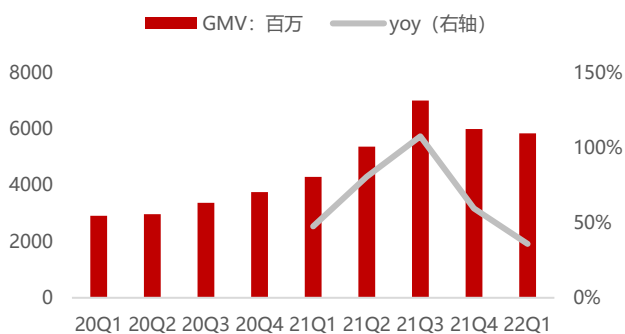


资料来源：京东 APP，浙商证券研究所

3.4. 叮咚买菜：战略收缩，亏损收窄

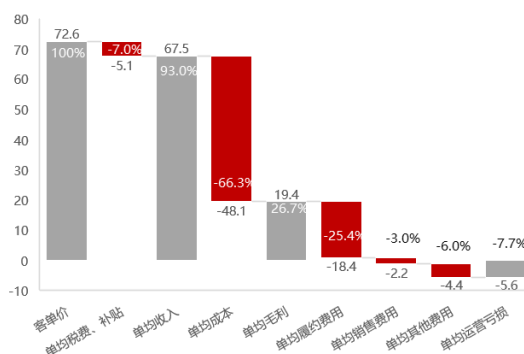
收缩城市，增速放缓。叮咚买菜从 21 年 8 月开始战略从“规模优先”转为“效率优先”，通过退出“低效”城市，提升盈利能力。根据叮咚买菜 APP，目前叮咚买菜经营城市 28 个，较 21Q2 财报透露的 36 个城市减少 8 个。随着城市的收缩，叮咚买菜业绩增长只能依靠单仓收入的提升，而单仓收入有明显天花板，这就使得叮咚买菜 GMV、单量增速开始明显降速。GMV 增速由 21Q2 的 80% 降至 22Q1 的 36%，单量增速 22Q1 更是降至 16%。

图 32: 叮咚买菜 GMV



资料来源：叮咚买菜财报，浙商证券研究所

图 33: 叮咚买菜 UE 模型

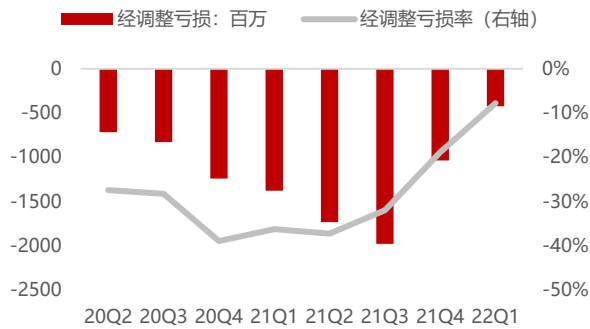


资料来源：叮咚买菜财报，浙商证券研究所

上海区域盈利，总体亏损收窄。21Q4 上海区域已实现经营利润转正，这体现前置业态在高线城市的盈利能力。从总体看，通过退出“低效城市”、降低补贴、提升单仓效率，叮咚买菜盈利能力明显提升。经调整亏损率从 21Q2 的-46%降至 22Q1 的-9%，主要是由于毛利率的提升和履约费用率的下降，同期，毛利率由 14.6%提升至 28.7%，履约费用率

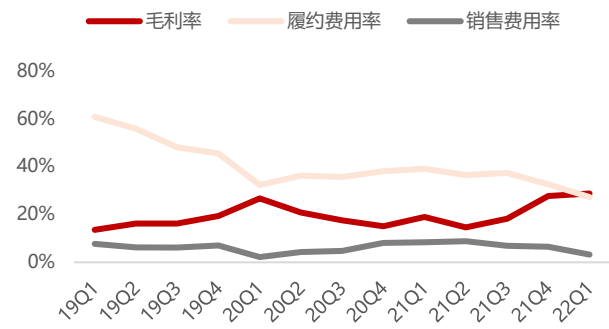
由 36.5% 降至 27.3%。毛利率提升主要是降低补贴（收入/GMV 从 21Q2 的 88.3% 提升至 22Q1 的 93.0%）、自有品牌商品占比提升（21Q4 占比达 10.2%）、高毛利预制菜品类提升（21Q4 占比达 14.9%）。履约费用率降低主要是收缩了低效城市和低效前置仓，使得单仓履约费率优化。

图 34：叮咚买菜亏损率逐步收窄



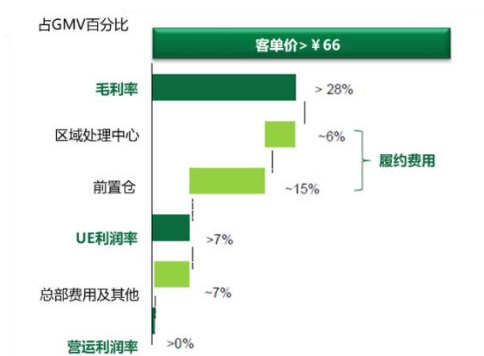
资料来源：叮咚买菜财报，浙商证券研究所

图 35：叮咚买菜毛利率、履约费用率、销售费率表现



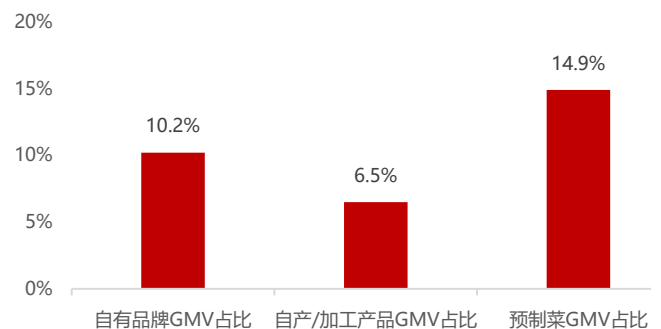
资料来源：叮咚买菜财报，浙商证券研究所

图 36：21Q4 叮咚买菜上海区域实现盈利



资料来源：叮咚买菜业绩会 ppt，浙商证券研究所

图 37：叮咚买菜商品力表现良好



资料来源：叮咚买菜业绩会 ppt，浙商证券研究所

4. 投资建议

看好美团闪购长期发展。即时零售发展空间大，目前渗透率极低，2021 年即时零售占实物电商渗透率仅 2.4%，我们测算 2025 年即时零售规模将超 7000 亿。我们认为履约、用户、商家供给为即时零售三大竞争要素，看好美团闪购在即时零售领域的竞争力（成本最低&速度最快的履约、规模最大&最匹配的用户基础）。此外，我们也看好饿了么非餐业务的发展，相关增量订单能帮助降低饿了么整体履约成本，进而改善整体 UE，促使阿里本地生活业务板块获得可持续发展的能力。

5. 风险提示

1) 居民收入提升速度弱于预期风险，可能造成即时零售渗透率提升不如预期。即时零售本质是消费者用货币兑换自身时间价值，居民收入水平影响即时零售的消费能力，若收入增速趋缓或预期转弱会对即时零售需求产生负面影响。

2) 半日达、次日达等其他电商业态的竞争风险，对即时零售部分品类产生负面影响。食品饮料是即时零售重要品类，这一品类标准化程度较高但即时性需求不如生鲜强，因此半日达、次日达电商亦是这一品类重要渠道之一，竞争会对餐饮等品类在即时零售渠道销售产生负面影响。

3) 人工成本上升风险，对履约成本造成负面影响。履约是即时零售重要成本项，人工成本上升、社保规范会对履约成本有负面影响。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn