

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：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。)

相关研究

- 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
- 海外周报：教培行业政策稳定，财报验证景气度-2024/08/12
- 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
- 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
- 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

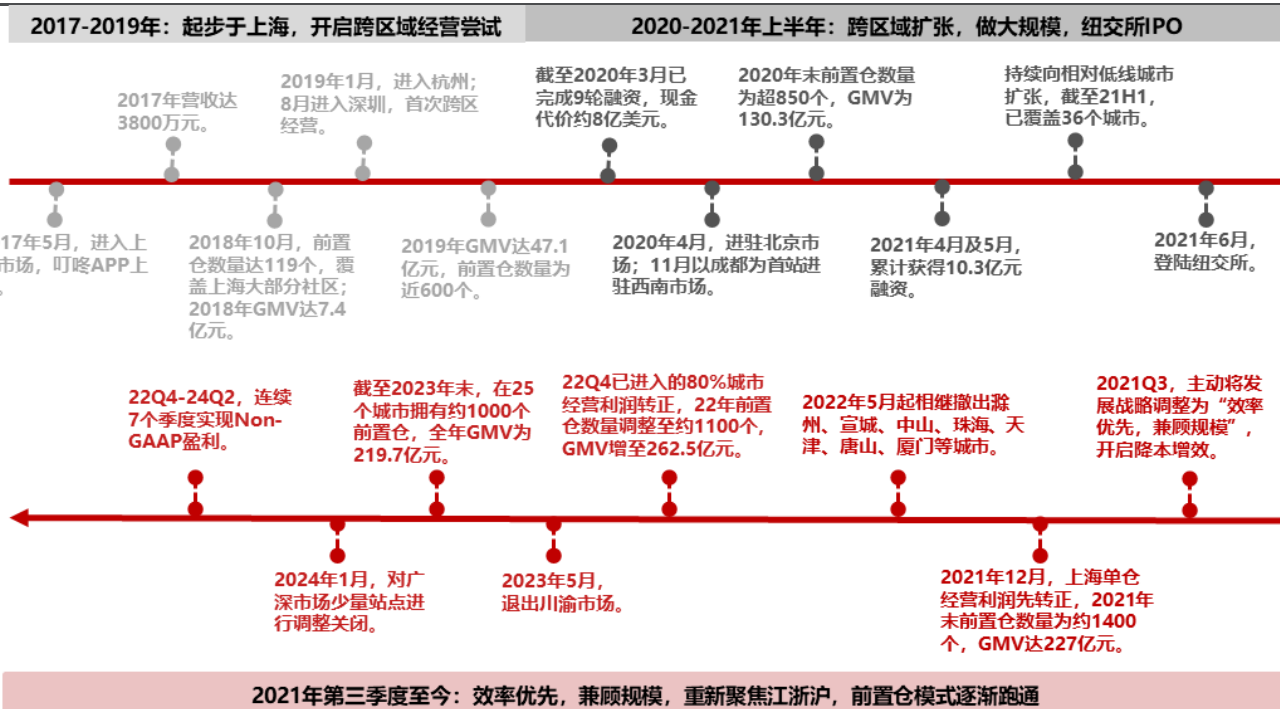
叮咚买菜是深耕前置仓模式的生鲜电商头部玩家。叮咚买菜专注生鲜即时零售，2017 年 5 月创立，随即于 6 月确定“总仓+前置仓”模式。通过布局自营前置仓网络，在线下端连接起规模庞大的社区用户群体，提供以蔬果、肉类和水产等生活必需品为主的产品。叮咚买菜致力于保障品质、时间、品类的确定性，完备的品控流程、高效的即时配送体验、生鲜食材全品类稳定供应强化了其市场竞争力。自创立以来叮咚买菜大致经历了四个发展阶段：

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。

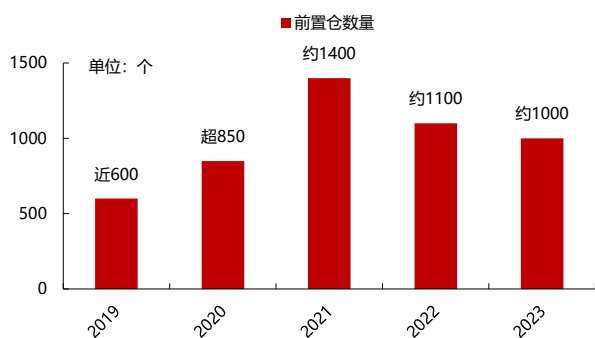
图1：叮咚买菜主要发展历程



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

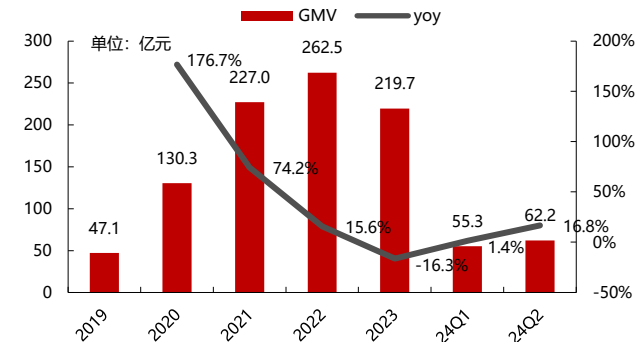
公司自 21Q3 起聚焦效率与盈利能力，近两年利润端显著改善，2023 年 Non-GAAP 口径实现盈利。2019-2021 年叮咚买菜高速扩张，GMV 为 47.1/130.3/227.0 亿元，营业收入为 38.8/113.4/201.2 亿元，2022 年起更加聚焦高质量经营，受到关仓撤城及 22 年高基数效应影响，GMV 由 2022 年的 262.5 亿元降至 2023 年的 219.7 亿元，营收由 2022 年的 242.2 亿元降至 2023 年的 199.7 亿元，但经营质量提升显著，减亏效果明显，2019-2023 年归母净利润分别为 18.7/31.8/64.3/8.1/1.0 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

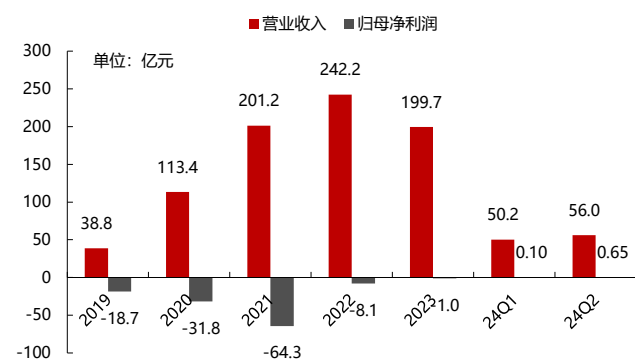


资料来源：公司公告，民生证券研究院

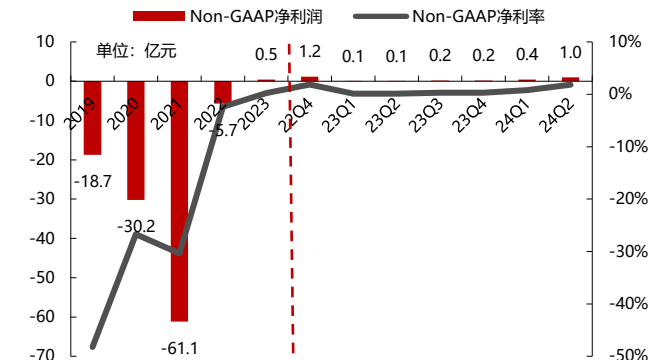
图3：叮咚买菜 GMV 及增速



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：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：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。

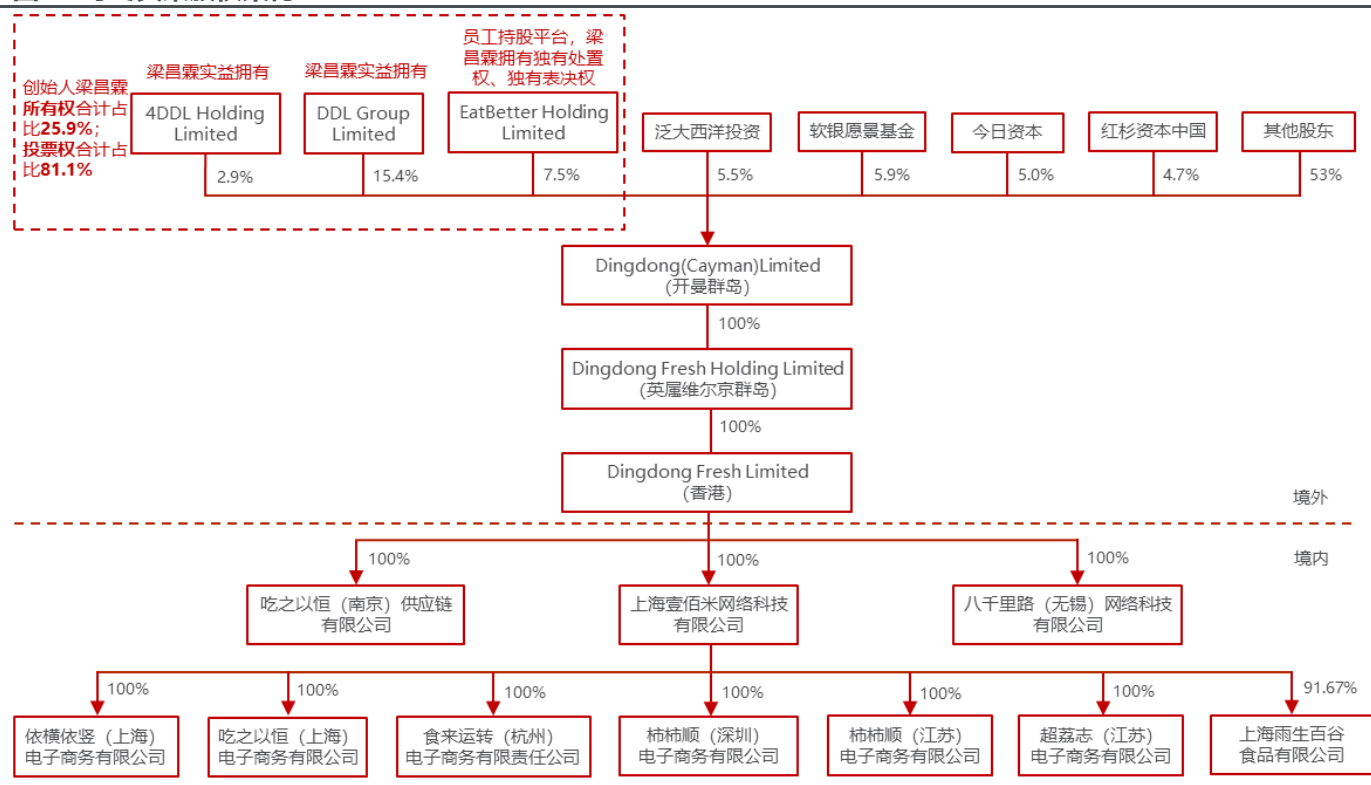
表1：叮咚买菜融资情况

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：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：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、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：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：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于一二级市场较高的投融资热

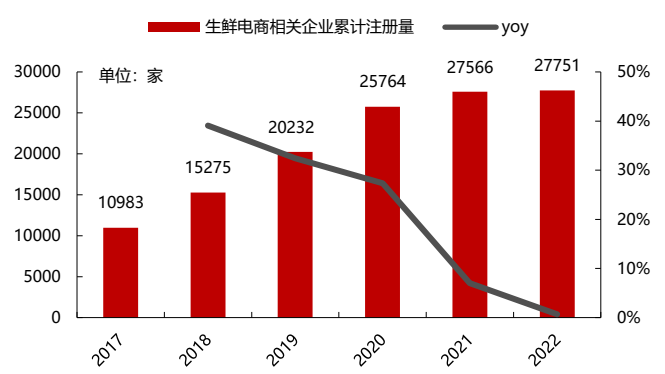
度，在其驱动下，相关企业注册数量高速增长，2017-2020 年每年新增注册量在 4000-5000 家。IT 桔子数据显示，2017 年后投融资数量较顶峰时下降而金额大幅上升，资金更加集中于头部企业，2021 年后整个赛道的投资数量与金额均下降。叠加互联网巨头纷纷紧密布局新业态的影响，部分中小企业出清，行业迎来相对明晰的格局与更高质量的发展。企业注册数量上，2021/2022 年分别新增 1802/185 家，存量维持相对稳定。

图7：中国生鲜电商行业规模及 CAGR



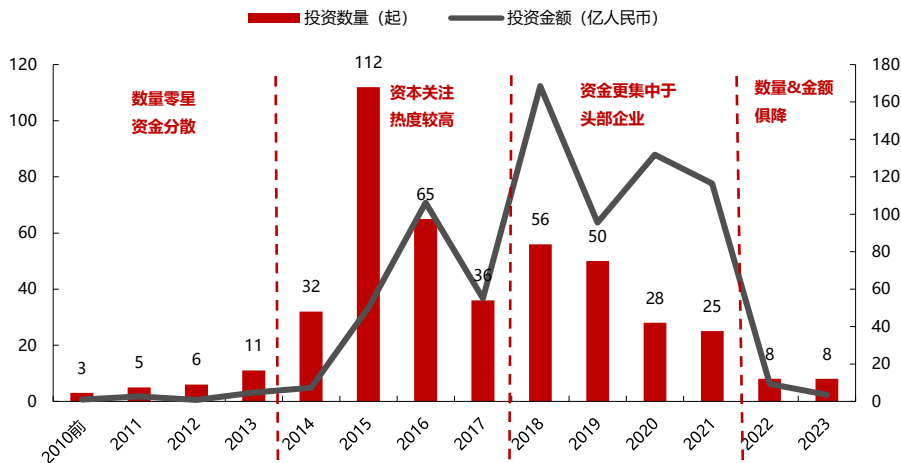
资料：艾媒咨询，民生证券研究院

图8：中国生鲜电商相关企业存量及增速



资料：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：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

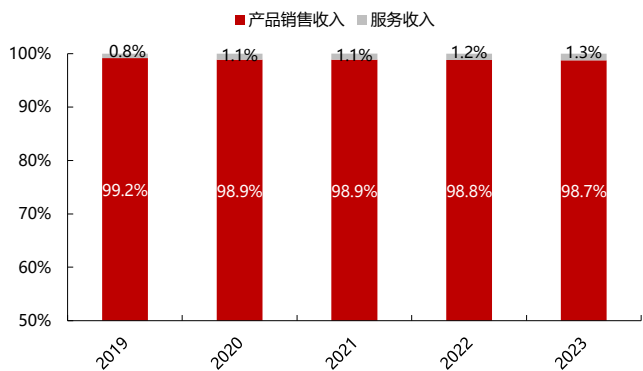
	叮咚买菜	美团买菜 (小象超市)	盒马鲜生	朴朴超市
单仓面积/门店面积	300-400 m ²	最初推广 300 m ² 仓型, 2022 年主流仓型面积转变为 800 m ² , 2023 年底更名小象超市后, 仓库面积达 1000 m ² 以上	定位 “大卖场+餐饮”, 面积在 3000-5000 m ²	最初仓面积在 300-500 m ² , 后增大至 800 m ² 左右
单仓 SKU 数量	3000-4000 个	大仓可容纳约 6000 个 SKU, 小仓可容纳 3000 个 SKU	成立之初 SKU 数量达 8000 个, 后调整为 5000 个, 未来或将保持 2000-3000 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：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

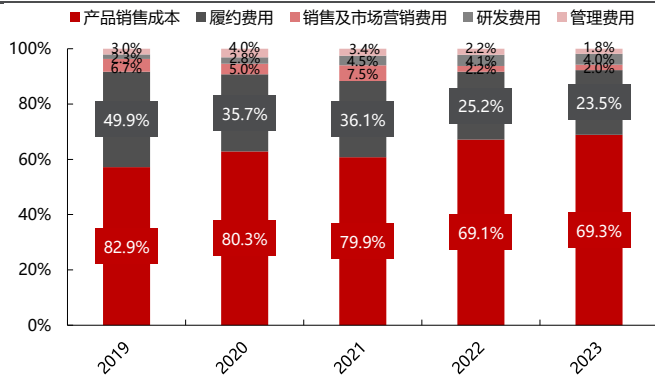
产品销售收入贡献绝大部分营收，24Q1 起营收重回增长。收入及成本构成方面，公司营业收入包括叮咚买菜平台的产品销售收入、收取会员费形成的服务收入，其中产品销售收入占比大致稳定在 99%。公司运营成本和费用包括产品销售成本、履约费用、销售及市场营销费用、研发费用和管理费用，其中产品销售成本最高，2019-2023 年在营收中占比 82.9%/80.3%/79.9%/69.1%/69.3%，履约费用次之。营收变化趋势方面，21Q3 前营收呈逐季度快速增长趋势，21Q3 后经营战略转向高质量经营及盈利、撤城&关闭盈利不佳前置仓，叠加 22 年高基数影响使得公司营收在 21Q3-2023 年有所波动，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



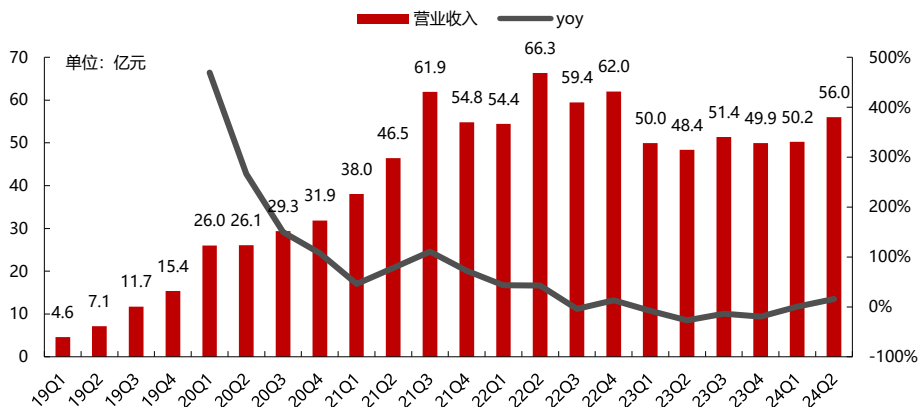
资料：公司公告，民生证券研究院

图11：公司各项运营成本及费用在营收中占比



资料：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：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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/077063035200006143>