

## 如何看“宅经济”下的超市到家

线上线下融合的超市到家是消费升级下的产物，利好消费者、电商平台和实体商超。新冠病毒疫情突发，全民宅家隔离防疫，商超到家业务需求井喷，有望加快生鲜的线上化速度。2020年我国生鲜电商交易规模预计将超过3000亿元。用户流量和资本投入向头部靠拢的趋势明显，生鲜到家行业竞争格局逐步形成，多点、每日优鲜和京东到家的用户规模稳居前三名。

**需求端看**，在懒宅经济、家庭小型化、消费者代际切换、女性职业化等多重背景下，消费者对到家模式的需求真实存在。①到家的用户画像主要是发达一二线城市的年轻“忙”女性消费者，对时间敏感度高、对价格敏感度低，愿意为便捷服务和高效配送支付溢价，推动商超向线上变革提效；②商超到家满足“懒”、“宅”和碎片化的购物习惯；③家庭小型化使大量采购效益低，商超到家匹配小批量多批次需求。

**供应端看**，到家业务痛点持续获解决。①我国移动互联网普及率高，使得消费呈现碎片化和线上化特征，为移动支付提供极丰富场景，80%的用户每天使用移动支付。②我国物流配送体系日趋完善，众包物流成为对传统物流的有益补充，即时配送满足生鲜、餐饮等对时效性要求较高的品类，带来商品流通的成本更低、效率更高、渠道下沉、品类扩充。③商超到家模式能够替代实体门店的缺口，满足消费者对于商品的购买便捷性需求。

**经营模式**：随着资本涌入和龙头不断创新，生鲜品类的经营模式加速迭代。一是以每日优鲜、叮咚买菜为代表的前置仓模式，前置仓需要资金投入来提高仓的密集度，再加自建配送运维团队的成本高昂；二是接入第三方平台的到家模式，包括外卖平台饿了么和美团以及京东到家和淘鲜达，具有流量和技术优势；三是店仓一体化模式，如盒马、永辉等，供应链和品牌优势强。

**盈利角度**：到家增加从门店或前置仓配送到消费者的业务环节，进而在人力、线上流量来源、数字化系统、分拣物流效率等方面增加了线上成本，这恰巧与生鲜品类的低毛利率特征相矛盾。企业布局到家业务的前提是平衡毛利额与成本效率的问题，核心指标看订单密度、毛利率和客单价，因此生鲜到家若想盈利需不断扩大规模、优化供应链效率和降低履约成本。

**投资策略**：生鲜零售不是模式之争，胜负在于组织执行力、精细化运营力和生鲜供应链能力。在生鲜赛道，用户流量和资本投入集中趋势明显，能够突破解决“流量、物流、供应链”三大困局的玩家将会率先突围，企业胜负最终拼的是执行效率和组织能力，这也是生鲜强运营属性所决定的。**重点推荐永辉超市、苏宁易购、家家悦，关注高鑫零售、步步高、红旗连锁。**

## 商业贸易

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

香港牌照：BPD410

发布日期：2020年02月18日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 目录

一、超市到家	1
(一) “宅”催生到家需求井喷	1
(二) 资本助推到家布局兴盛	1
(三) 到家是消费升级的产物	3
二、从供需两端看超市到家	4
(一) 需求端顺应消费变迁	4
(二) 供给端解决到家痛点	7
三、超市到家的经营模式	12
(一) 前置仓模式	13
(二) 接入第三方平台模式	14
(三) 店仓一体化的到家模式	16
四、超市到家的盈利指标	17
(一) 订单密度	17
(二) 毛利额	18
(三) 履约成本	19
五、投资逻辑	20
六、风险提示	21

## 图目录

图 1: 我国电商中各品类的渗透率对比	2
图 2: 2016 年生鲜电商企业中只有 1% 实现盈利	2
图 3: 各方资本布局到家业务梳理	2
图 4: 传统电商的商业模式	4
图 5: 超市到家的商业模式	4
图 6: 2018 我国生鲜电商 MAU 城市分布	4
图 7: 中高端消费用户是我国生鲜到家的消费主力	4
图 8: 消费者月收入越高在线购买生鲜的频次越高	5
图 9: 2019 年用户网购生鲜最看重的因素	5
图 10: 年龄 30 岁以下是我国生鲜网购的消费主力	5
图 11: 京东到家和每日优鲜的用户均以女性为主	5
图 12: 2015-2017 年中国“懒”人群规模情况	6
图 13: 被调查居民购物地评价因子指数	6
图 14: 我国少子化和老龄化趋势	6
图 15: 全国与北上广家庭户均人口	6
图 16: 2002-2018 年我国的家庭规模结构	7
图 17: 我国 20-34 岁单身人口的占比逐步提升	7
图 18: 中国互联网和手机网民数量及渗透率	7
图 19: 我国网购和手机网购用户数量及渗透率	7
图 20: 2013-2020 年我国第三方支付的交易规模结构	8

图 21: 我国移动支付用户的使用频次比例 .....	8
图 22: 我国移动支付用户使用的主要原因 .....	8
图 23: 我国用户使用移动支付的主要场景 .....	8
图 24: 2018 年即时配送订单量平台分布 .....	9
图 25: 2013-2020 年即时物流行业订单量及增速 .....	10
图 26: 我国同城快递每单价格保持在 8 元左右 .....	10
图 27: 2014-2020 年我国即时配送用户规模及增速 .....	10
图 28: 2018 年配送服务使用频率有望提升 .....	10
图 29: 2016-2017 年餐饮外卖平台的用户区域分布 .....	11
图 30: 2017 年同城即时配送的细分领域结构 .....	11
图 31: 距离近是用户选择便利店的最主要原因 .....	11
图 32: 7-11 消费者的到店时间构成 .....	11
图 33: 日本便利店商品相比中国的食品类占比高 .....	12
图 34: 2015-2019 年中国便利店规模占社零比重 .....	12

## 表目录

表 1: 春节期间线上商超订单增长情况 .....	1
表 2: 2019 年 8 月我国生鲜电商 APP 榜单 .....	3
表 3: 2019H2 部分关停生鲜到家 APP .....	3
表 4: 同城配送公司对比 .....	9
表 5: 便利店行业的相关政策 .....	12
表 6: 三种商超到家模式对比 .....	13
表 7: 易果生鲜与每日优鲜融资轮次对比 .....	14
表 8: 每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市的模式对比 .....	14
表 9: 美团外卖、饿了么和京东到家的融资历史 .....	15
表 10: 以线下为中心的到家模式对比表 .....	17
表 11: 生鲜供应链的痛点与破局方法 .....	19
表 12: 相关公司数据（截止 2020 年 2 月 17 日数据，单位：人民币） .....	21

## 一、超市到家

### （一）“宅”催生到家需求井喷

新冠病毒系统性公共卫生事件突发，采取多地封城、延长春节假期等措施，全民宅家隔离防疫，生鲜食品作为民生必需品，消费者购买从线下向线上转移，带来超市线上需求激增，同时消费者囤货多品类购物使得客单价提高。每日优鲜、叮咚买菜等前置仓模式的生鲜电商迎来新的发展，实体超市紧抓时机入驻平台向线上拓展，京东到家、多点等第三方服务平台顺势增长，线上线下全渠道布局的实体商超也得以崭露头角。

在这场全民防疫的阶段，商超到家服务的这三种主要模式大放异彩，成为了全民购物的主流消费方式，也为保供发挥了巨大作用。回顾历史，2003年的非典催生了和促进了淘宝和京东的快速发展，这种观点不无道理，电商成为了非典疫情期间满足消费者需求的重要通路。反观这次新冠疫情，不同于电商平台，**超市到家的服务模式在疫情的突发事件考验下挑战的是生鲜供应链能力，供应链能否快速反应是保障供应充足的核心。**

表 1：春节期间线上商超订单增长情况

类型	企业	春节期间订单情况
外卖平台	美团买菜 饿了么	全国覆盖“无接触配送”，美团买菜北京地区的日均订单量为节前的 2-3 倍，并呈现持续上涨趋势。春节期间，北京外卖买菜订单量同比增长 9 倍，商超订单也同比增长超 2 倍。
生鲜到家	每日优鲜 叮咚买菜 朴朴超市 盒马鲜生	除夕至正月初四，平台实收交易额较去年同期增长 321%，预计春节七天总销量将突破 4000 万件。春节期间每日订单量同比上月增长超过 300%，预计今年春节 7 天市民下单量将突破 400 万单。春节期间，朴朴和供应商的大米储备在一万吨以上，每日蔬菜储备都在 50 万份-70 万份，北京 29 家盒马门店蔬菜相比平日 3 倍补货。
第三方服务平台	京东到家 多点 海鲜达	接入沃尔玛、家乐福、步步高、京客隆等商超。2020 年除夕至正月初三期间，京东到家全平台销售额同比增长 540%，超市商品销售额同比增长 600%。接入物美、新华百货、步步高、重庆百货、中百集团等。接入盒马、大润发、欧尚、新华都、卜蜂莲花等商超。在全国 29 省 165 城 570 家超市上线“无接触配送”服务。
上市公司	永辉超市 高鑫零售 苏宁易购 步步高 红旗连锁 家家悦 天虹股份	永辉生活 APP 到家粮油储备是平时的 3 倍供应量，饮水是平时的 2.5 倍，民生肉类是平时的 5 倍，奶类商品是平时的 2-3 倍，蔬菜是平时的 3 倍。据大润发统计，为了保障持续供应，春节期间门店商品采购量同比增长 4-5 倍。2 月 7 日家乐福到家订单量同比增长 3.5 倍。目前，只要消费者家附近三公里范围内有家乐福门店，登录苏宁易购 APP，就能在首页首页看到家乐福入口。2020 年 1 月步步高超市销售收入同比增长 43%，线上到家业务环比增长 3 倍，平均客单价超过 120 元。其中，大年初一到初八线上订单销售占比超 10%，大年初六正式上线“小步到家”服务。2019 年 11 月与美团、饿了么合作，开展到家业务。顾客线上订单量较疫情之前有大幅增长。2 月 5 日当天，天虹到家深圳订单近 2 万单，全国单店最高超 1000 单，总订单翻了 6 倍。

资料来源：联商网，《商业观察家》，中信建投研究发展部

### （二）资本助推到家布局兴盛

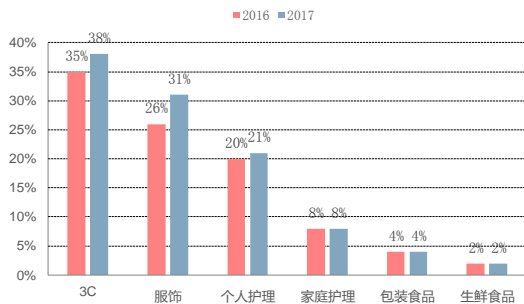
随着阿里，京东等互联网电商的崛起，我国电商的整体渗透率全球领先，但生鲜食品类渗透率明显很低，这是由于不同品类适用不同的经营模式所致。

- 针对家电 3C、日用化妆品、服装、日用百货等品类，具有高标准化、高毛利率、高客单价、低频次等特征中至少一项，电商相比于超市渠道具有明显的成本和效率优势，纯电商的经营模式是从中心仓快递配送，

这更加适合经营线下购物成本高的商品或长尾商品。

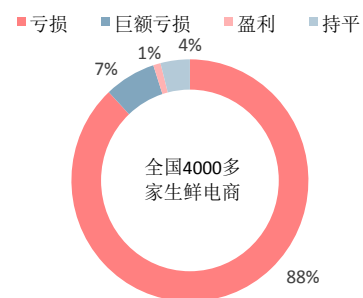
- 生鲜供应链条长、非标、利润低、运营复杂，生鲜具有高频、SKU 众多、客单价低、毛利率低、损耗率高、配送时效差、仓储物流成本高、货品不够集中、采购效率较低等特征。传统电商模式难以实现规模化、盈利模式难找、用户体验也不好，导致生鲜食品的电商渗透率一直显著低于平均水平。2016 年国内 4000 多家生鲜电商企业仅 1% 盈利、面临倒闭和行业洗牌，传统的生鲜电商模式并不是最佳选择。

图 1：我国电商中各品类的渗透率对比



资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

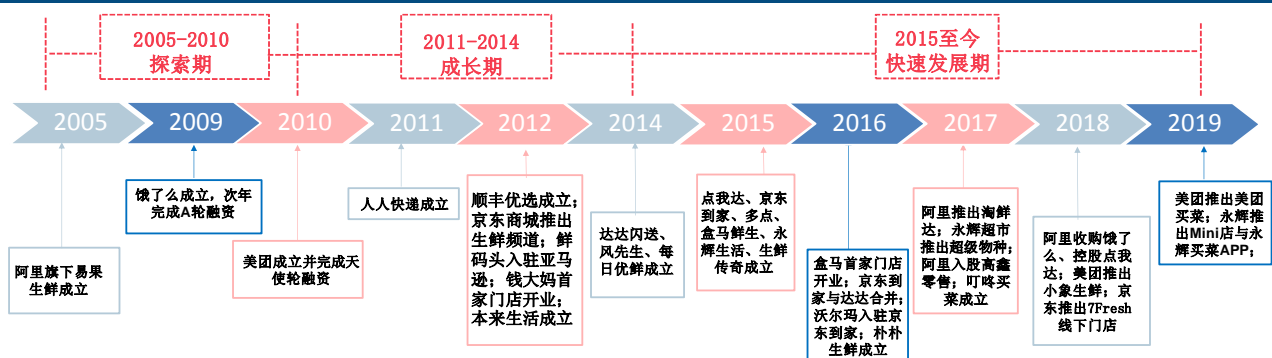
图 2：2016 年生鲜电商企业中只有 1% 实现盈利



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投研究发展部

伴随着移动互联网的发展，以及物流、数据和定位等基础设施的成熟，国内的到家业务开始爆发，最初从餐饮外卖起步，并逐步拓展至生鲜全品类，生鲜电商行业迎来高速发展。根据艾瑞预测，2020 年我国生鲜电商交易规模将超过 3000 亿元。阿里收购饿了么且入股点我达，京东收购达达，外卖双雄称霸的美团和饿了么，电商巨头均纷纷试水超市到家；而永辉、沃尔玛、高鑫、物美等传统商超为缓解电商分流影响也纷纷拥抱互联网。线上线下融合的超市到家，成为生鲜品类的新零售模式快速发展，在降低购物成本的同时优化体验，正处于快速抢占市场以及用户培育的阶段，有望加快生鲜的线上化速度。

图 3：各方资本布局到家业务梳理



资料来源：公司官网，36 氪，亿欧，中信建投研究发展部

到家用户流量和资本投入向头部靠拢的趋势明显，行业竞争格局逐步形成。根据易观千帆榜单，多点、每日优鲜和京东到家的用户规模稳居前三名。自 2019 年以来，呆萝卜、秒生活、鲜来多、吉及鲜、我厨等生鲜电商平台陆续出现融资失败和关停的现象，通过资本烧钱补贴能够实现暂时的引流，但是能否沉淀留存用户流量的核心在于生鲜供应链能力是否匹配发展，供应链能力强的企业大多采用基地建设和基地直采，来缩短供应链环节和降低生鲜损耗，但生鲜供应链需要长期深耕和精细化运营，即使资本推动在短期也很难实现。

**表 2：2019 年 8 月我国生鲜电商 APP 榜单**

排名	APP	月活跃人数（万）	排名	APP	月活跃人数（万）
1	多点	1268	6	叮咚买菜	137
2	每日优鲜	433	7	食行生鲜	80
3	京东到家	357	8	中粮我买网	33
4	盒马	247	9	百果园	14
5	永辉生活	192	10	本来生活	7

资料来源：易观千帆，中信建投研究发展部

**表 3：2019H2 部分关停生鲜到家 APP**

名称	成立时间	关停时间	融资轮次/规模	关停原因
鲜生友请	2017.3	2019.7	注册资本 1 亿元， 2018 年门店数 130 多家	资金断链并涉嫌非法吸收公众存款
爱鲜蜂	2014.5	2019.9	2014-17 年先后获得 6 轮融资，包括 清流资本、红杉资本、美团点评等	低毛利的高速扩张路线，对资本支撑要求高。最终资金 链断裂
鲜来多	2018.1	2019.11	数轮融资，包括启明创投、 IDG、高瓴资本等	资金链断裂
妙生活	2015.10	2019.11	B 轮融资 2 亿元人民币， 领投方为今日资本	线上+线下+自建物流，重资产模式下过快扩张导致运营 成本高，人员分散难以管理，产品质量、售后服务等问 题突出
迷你生鲜	2017.11	2019.11	/	补贴型互联网生鲜平台，后期资金难以为继，涉嫌非法 营销，相关部门已介入
呆萝卜	2015.10	2019.11（部分 恢复运营）	天使轮 1000 万，A 轮数亿元	低价补贴、过度扩张，导致资金流断裂
我厨	2014.12	2019.12	B 轮融资数千万美元	产业链长、损耗大、渠道布局失误，高成本粗放式引流
吉及鲜	2018.10	2019.12	B 轮融资 2000 万美元， 估值 800 万美元	融资失败，资金链断裂，大量裁员、关仓

资料来源：36 氪，亿欧网，天眼查，中信建投研究发展部

### （三）到家是消费升级的产物

超市到家业务是指通过线上选购下单和在线支付，从门店或前置仓发货，由配送人员将商品即时配送到家，经营品类主要是生鲜、食品及日用百货等高频消费品，聚焦于服务周边三公里内消费者，一般情况下配送时长不超过 2 小时。超市到家业务的本质是线上线下相结合，是消费升级下的产物。

- **对消费者而言，顺应新时代消费者的需求升级变化的大趋势。**一方面在线浏览商品下单，节省了排队选购与支付时间，并且解放单人购买限制，满足了当今“懒”人消费习惯，尤其是一二线城市年轻消费者的价格与时间敏感度较低，到家商品丰富度高且配送体验好；强大的便捷性增强了用户黏性，再加一站式全品类即时购物送达，消费者的购物满意度和复购率提升。
- **对于电商而言，到家模式能够解决生鲜纯电商模式下的高损耗、履约成本高的问题，带来的购物体验、商品流通成本效率更高，有效拓展了电商的经营范围。**生鲜属于非标品，配送需要泡沫箱、冰袋等包装物，且不同品类需区别包装，运输过程往往会带来磕碰、挤压、自然腐烂等损耗。因此到家业务使得生鲜品质与用户服务体验提升了，到家是电商的升级模式，从纯电商的隔日达配送方式，升级到到家更快速的 2 小时达配送服务。
- **对商超而言，到家平台在流量、技术、物流等全方面赋能实体商超或自建线上业务，能够有效打破门**

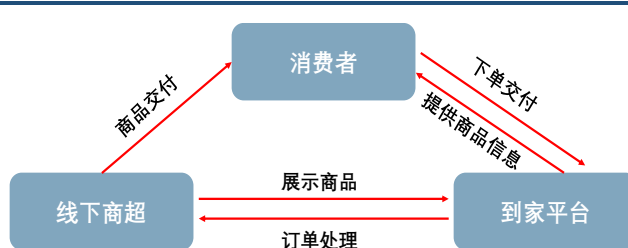
店坪效增长瓶颈，满足消费者便携性需求。一方面到家平台能够削弱传统商超的地理位置壁垒，拓宽线上客流量，加快行业集中度提升；另一方面大数据分析，优化商品结构，精准营销，提升运营效益。

图 4：传统电商的商业模式



资料来源：中信建投研究发展部

图 5：超市到家的商业模式



资料来源：中信建投研究发展部

## 二、从供需两端看超市到家

在懒宅经济、家庭小型化、消费者代际切换、女性职业化等多重背景下，消费者对到家模式的需求真实存在。从供给端来看，正是因为技术在技术、支付、物流、渠道等多方面持续进行改善升级，才能解决到家业务的痛点，更好地满足消费者便捷需求的服务场景。

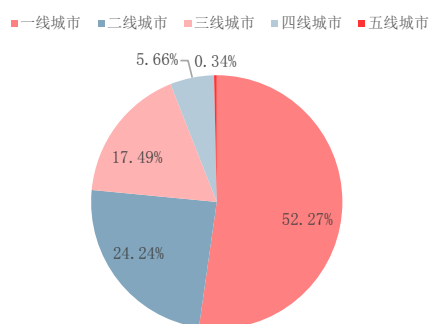
### （一）需求端顺应消费变迁

#### 1、一二线中高端年轻女性成为消费主力，推动商超向线上变革提效

到家模式的画像主要是发达一二线城市、对时间敏感度高、对价格敏感度低的年轻“忙”女性消费者。

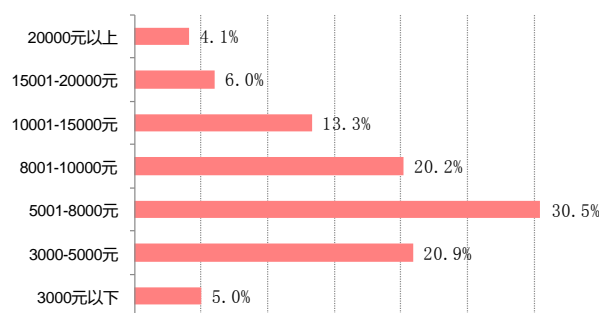
- 2018Q1 我国生鲜电商一二线 MAU 占比分别为 52.27%/24.24%，活跃用户以一二线城市为主；我国生鲜网购用户中月收入 5000 元以上的中高端用户占比 74.1%；随着收入的提高，在线购买生鲜食品的频次就越高，当收入超过 10000 元以后，每周购买一次以上的消费者占比超过 60%。伴随着城镇化进程加快与收入增长带来的消费升级，年轻消费者的消费实力日渐积累，他们崇尚差异化消费，对便利性的看重程度也越来越多，需要提供快速送货上门服务，超市到家能够更好地迎合便利购物需求。

图 6：2018 我国生鲜电商 MAU 城市分布



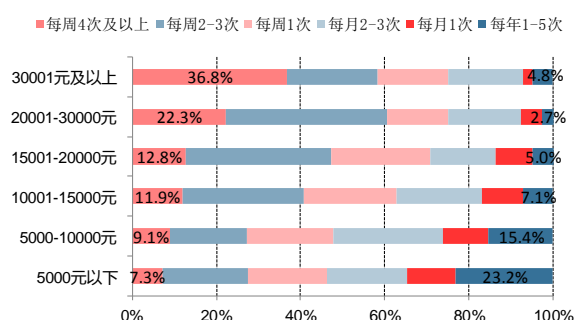
资料来源：比达咨询，中信建投研究发展部

图 7：中高端消费用户是我国生鲜到家的消费主力



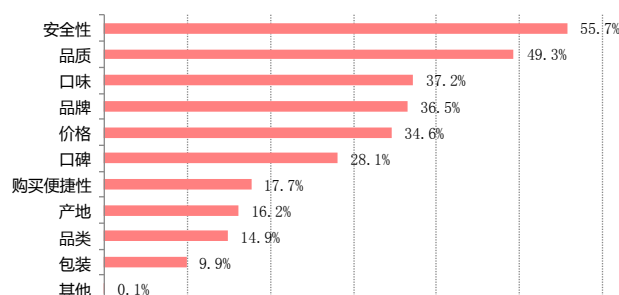
资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

图 8：消费者月收入越高在线购买生鲜的频次越高



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

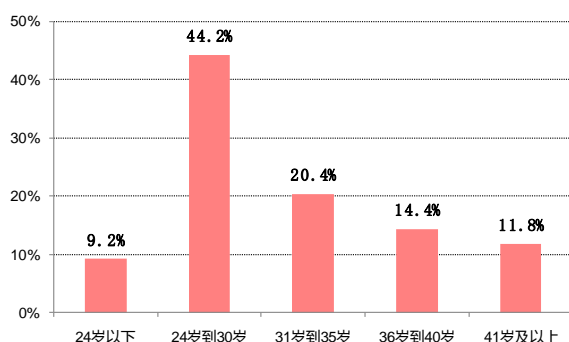
图 9：2019 年用户网购生鲜最看重的因素



资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

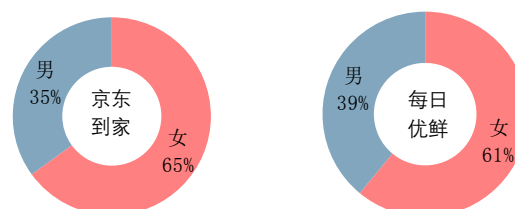
- 2017 年我国生鲜网购的主要用户群体是 80/90 后，30 岁以下的用户占比为 53.4%。在消费主体向新兴群体的代际切换下，80/90 后成为消费的中坚力量，他们的消费理念与方式正逐步变化，更注重品质、追求个性。京东到家/每日优鲜平台的主流客户是女性(65%/61%)。80-90 后女性逐渐迈入家庭，她们成长于经济快速增长、互联网普及等环境之下，且大部分为独生子女家庭，她们追求个性差异和品质品牌，注重体验和便利，对价格的敏感度降低，愿意为服务和效率支付溢价。

图 10：年龄 30 岁以下是我国生鲜网购的消费主力



资料来源：易观千帆，中信建投研究发展部

图 11：京东到家和每日优鲜的用户均以女性为主



资料来源：易观千帆，中信建投研究发展部

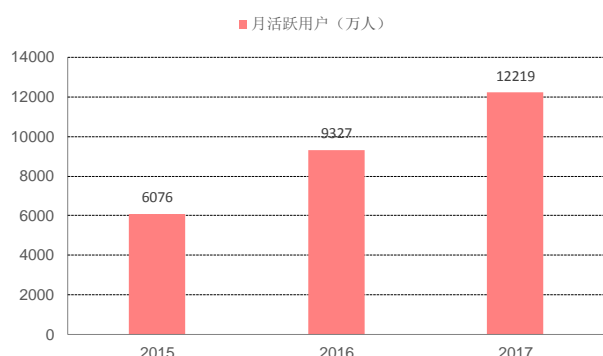
## 2、商超到家即时配送服务，满足“懒”、“宅”“碎片化”购物习惯

从消费渠道来看，移动端订单量占有所有电商消费的八成以上，在购买方式上处于主导地位。2018 年中国移动购物市场交易规模预计同比增长 26%至 62221 亿元，在网购交易规模中的占比为 82.5%。随着智能手机等移动终端设备普及，移动支付发展使得线上付款方便快捷。互联网潜默化使得年轻一代的懒人数量攀升，越来越追求便捷、即时性服务，网购呈现向移动端转移的趋势，以满足消费者碎片化购买习惯。

按消费品类划分，日常高频次采购的食品生鲜，消费者对于时间成本的看重远远高于其他品类商品。根据《上海居民购物行为的时空特征及其影响因素》：居民对于蔬菜食品类的购物地点选择，其时间成本因子最高为 0.778，而日常用品为 0.635，大型家电为 0.457，高档服装为 0.302。在所有品类中，日常食品生鲜采购的服务体验性最差，对该品类的购物时间持续降低，并对购买时间和效率要求不断提升，同时年轻一代也愿意为了节省购物时间、享受到家增值服务而支付更高溢价，从而对碎片时间超市到家的购买需求正相应增加。

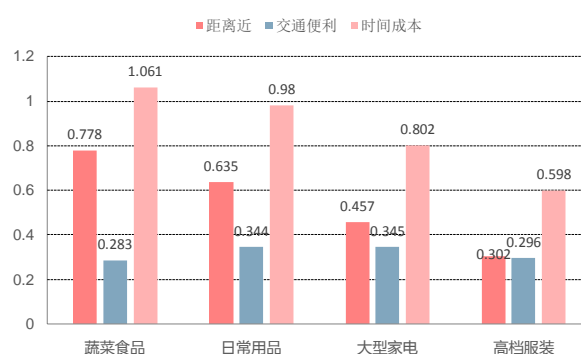


图 12: 2015-2017 年中国“懒”人群规模情况



资料来源: 中商产业研究院, 中信建投研究发展部

图 13: 被调查居民购物地评价因子指数



资料来源: 《上海居民购物行为的时空特征及其影响因素》, 中信建投研究发展部

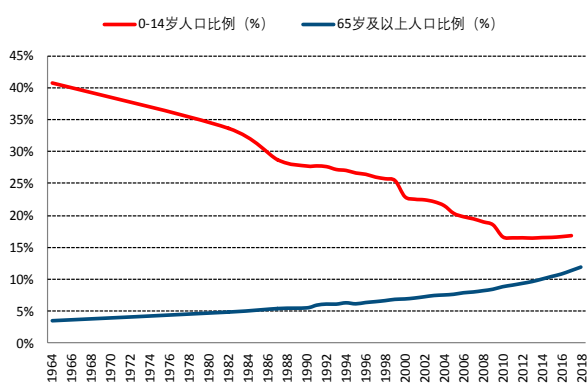
### 3、家庭小型化使大量采购效益低, 商超到家匹配小批量多批次需求

在老龄化与少子化背景下, 我国户均人口下降, 家庭呈现小型化趋势 (尤其是一线城市), 年轻单身人口占比提升明显。我国户均人口从 1978 年的 4.66 人下降至 2017 年的 3.05 人。按照户籍人口数与户数测算, 2016 年北京/上海/广州的户均人口为 2.53 人/2.68 人/3.03 人, 均低于全国水平。2002-2018 年我国 1-2 人户家庭占比从 25% 增加 18 pct 至 43%。从人口结构来看, 《中国人口和就业统计年鉴》数据显示 2017 年我国 20-34 岁单身人口数量达 1.1 亿。2007-2018 年, 我国 20-34 岁单身人口占该年龄段总人口比重提升 3.4 pct 至 11.1%,

复盘日本消费变迁史: 在 1974-1995 年的第三消费阶段, 城镇化进程加快, 新一代成为消费主力, 女性职业化和单身比例攀升, 消费由量向质转变, 小量品质化商品颇受欢迎, 满足便捷需求的便利店业态渐成主流消费场景, 1985-1995 年日本便利店行业 CAGR 为 21.4%, 开始取代商超业态。

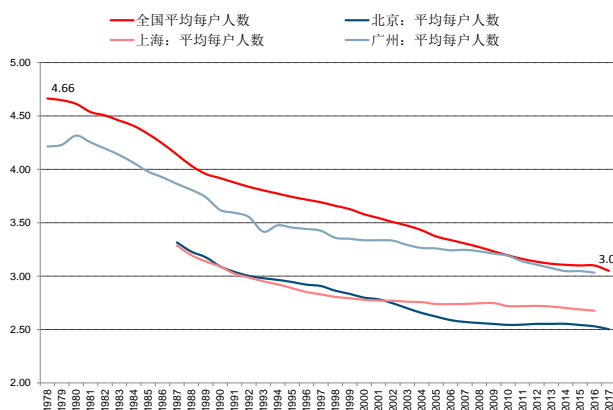
反观中国, 随着家庭小型化与单身人口的持续增加, 单次采购所需食材的丰富程度下降, 居民前往大型超市或菜市场进行一次大规模、长耗时的采购, 所产生的效益将会降低, 而大超市或菜市场往往距离社区比较远, 便利店虽近但经营品类有限且覆盖密度不足, 基于我国的物流基础设施, 超市到家成为购买生鲜食品最便利的方式。

图 14: 我国少子化和老龄化趋势



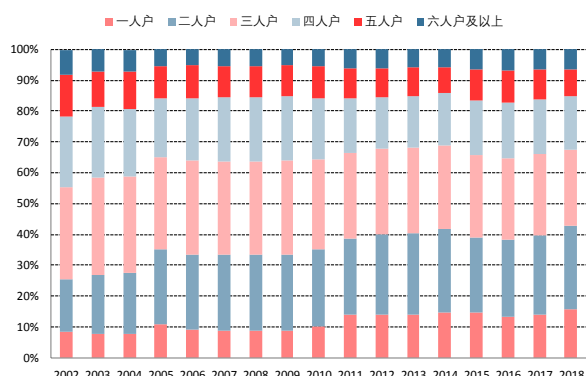
资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

图 15: 全国与北上广家庭户均人口



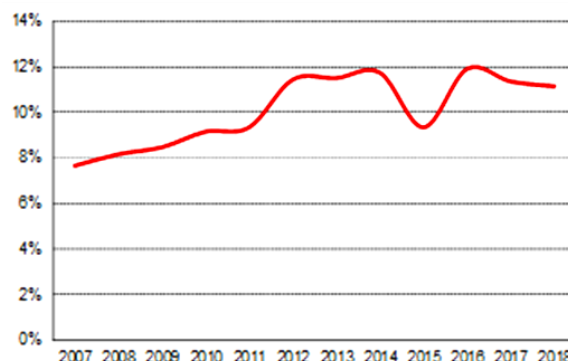
资料来源: 《2017 年人口和就业统计年鉴》, 中信建投研究发展部

图 16：2002-2018 年我国的家庭规模结构



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 17：我国 20-34 岁单身人口的占比逐步提升



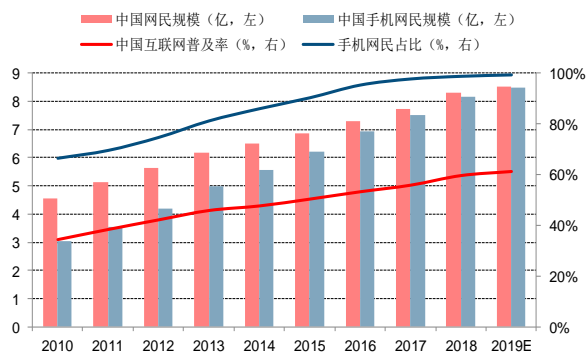
资料来源：《人口和就业统计年鉴》，中信建投研究发展部

## （二）供给端解决到家痛点

### 1、移动互联网和设备普及，是移动支付的沃土

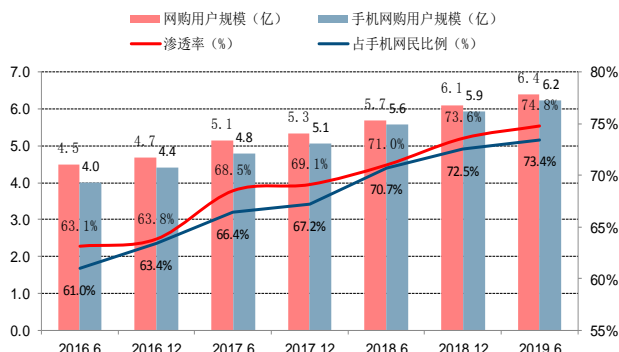
我国移动互联网普及率高，使得消费呈现碎片化和线上化特征，这为移动支付提供了极丰富的场景。截至 2018 年 12 月底，中国网民数量达 8.54 亿，互联网普及率为 61.2%，全球排名第一；手机网民规模 8.47 亿，手机网民占整体网民的比例高达 99.1%。截至 2019 年 6 月，我国网络购物用户规模达 6.39 亿，占整体网民的比例达到 74.8%；手机网购用户规模达 6.2 亿，移动网购用户占整体网民的 73.4%。

图 18：中国互联网和手机网民数量及渗透率



资料来源：CNNIC，中信建投研究发展部

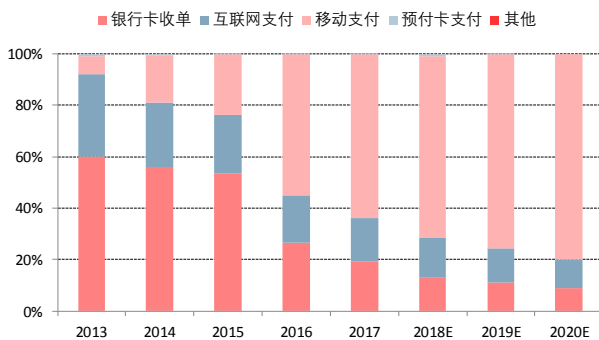
图 19：我国网购和手机网购用户数量及渗透率



资料来源：CNNIC，中信建投研究发展部

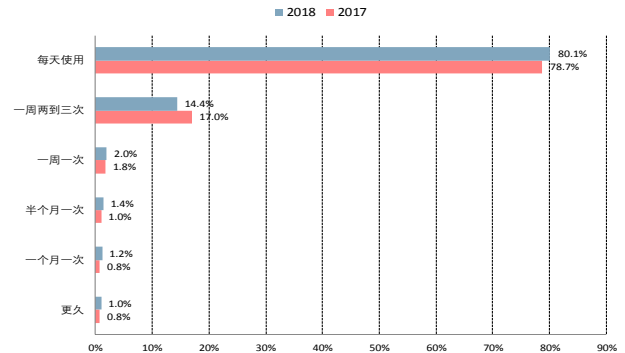
随着移动设备的普及和移动互联网技术的提升，2013 年支付宝、微信支付等第三方移动支付平台崛起，移动支付因其安全性和便捷性蓬勃发展。根据《2018 年移动支付用户调研报告》，80.1% 的用户每天使用移动支付，每周使用的用户达 96.5%。移动支付的方式与应用场景越来越丰富。与传统支付方式相比，移动支付具有随时、随地、随身的特点，多应用于小额、快捷、便民等支付领域。超市到家离不开移动支付，能实现随时随地下单，对于很多超市或菜场距离比较远的社区消费者，生鲜商品到家是最为便利的购物形式。

图 20：2013-2020 年我国第三方支付的交易规模结构



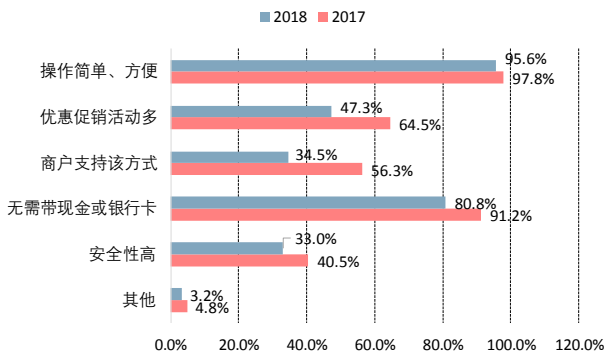
资料来源：《2018 年移动支付用户调研报告》，中信建投研究发展部

图 21：我国移动支付用户的使用频次比例



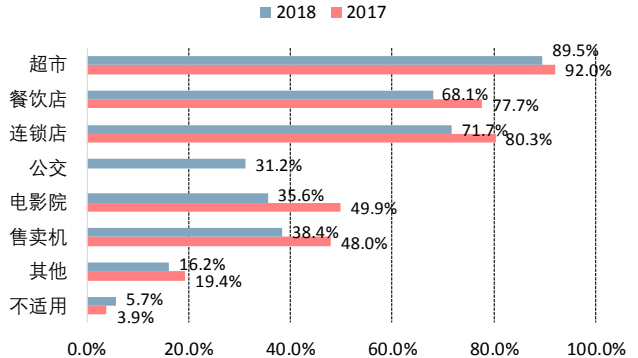
资料来源：《2018 年移动支付用户调研报告》中，中信建投研究发展部

图 22：我国移动支付用户使用的主要原因



资料来源：《2018 年移动支付用户调研报告》，中信建投研究发展部

图 23：我国用户使用移动支付的主要场景



资料来源：《2018 年移动支付用户调研报告》中，中信建投研究发展部

## 2、搭建基础设施，保证即时配送时效

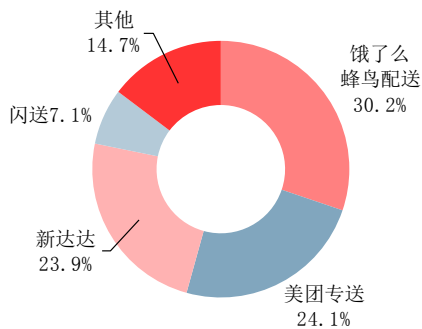
我国专业的物流公司以四通一达、顺丰等为主，伴随着电商快速发展而衍生出巨大的物流配送需求，以人人快递和达达物流为代表的众包物流出现，配送不再由专业人员完成，而是利用社会闲散资源扩充配送力量，有效完成同城即时配送时效。我国物流配送体系日趋完善，众包物流已成为对传统物流的有益补充，即时配送满足生鲜、餐饮等对时效性要求较高的品类，带来商品流通的成本更低、效率更高、渠道下沉、品类扩充。

- 从市场格局看，蜂鸟、美团和达达分别占即时配送市场份额的 30.2%、24.1% 和 23.9%。目前布局即时配送的企业主要有四类：一是外卖源于外卖模式的即时配送，如饿了么的蜂鸟配送、美团的美团专送、京东到家的新达达；二是以点我达、闪送、UU 跑腿等为代表的新兴企业；三传统物流企业旗下，包括顺丰的即刻送、圆通的计时达、韵达的云递配等；四是以苏宁、天猫、京东等电商平台推出服务。

**表 4：同城配送公司对比**

项目	蜂鸟	美团	达达	点我达	闪送	顺丰
创立时间	2014 年	2013 年成立“美团外卖”；2018 年成立“美团闪购”	2014 年“达达”成立；2018 年，“京东到家”与“达达”合并成立“达达-京东到家”	2015 年	2014 年	2016 年推出“即刻送”；2018 年推出“同城急送”
业务模式	同城 B2C/C2C	同城 B2C/C2C	同城 B2C/C2C	同城 B2C/C2C	同城 C2C	同城 C2C
投资方	阿里巴巴	红杉资本等	京东、沃尔玛	阿里巴巴	鼎晖投资等	元禾控股 招商局集团等
主要流量入口	饿了么 APP 蜂鸟跑腿 APP	美团/美团外卖 大众点评 APP	新达达 APP	饿了么 APP 点我达 APP	闪送 APP	同城急送 APP 微信公众号
覆盖区域	1400 个城市	2500 多个市县	360 个重要城市	350 多个城市	222 个城市	全国主要大中型城市
配送员数量	300 万人	50 万活跃	450 万人	300 万	56 万	-
合作商户	100 万家	200 万家	80 万家	150 万家	-	-
配送服务	准时达服务， 订单控制在 30 分钟内	提供 <b>即时配送、同城配送、跑腿配送</b> 三项服务； 平均每单配送 时长 30 分钟	<b>一小时达</b> ：60 分钟送 达全城；7*24 小时无 间断服务； <b>四小时达</b> ： 15 分钟上门取件	提供 <b>末端及时物流</b> 服务	10 分钟上门 取件，1 小时 同城速递	<b>即刻送</b> ：面向部分行业 的配送服务； <b>同城急送</b> ： 3 公里 30 分钟，5 公里 60 分钟；10 公里 90 分钟送达
日均订单量	450 万单	2100 万单	450 万单	300 万	25 万单	-
优势	阿里智能 ET 深 度引擎，优化 骑手调配及订 单处理	多平台的大流 量优势；“美团 云”的人工智能 技术	借势京东物流优势；B 端和 C 端同时处于行 业领先	智能化派单、无分 区技术、压力体 系，对派单及骑手 进行优化调节	前期已抢占 较多市场份 额	顺丰的口碑及成熟的 物流体系

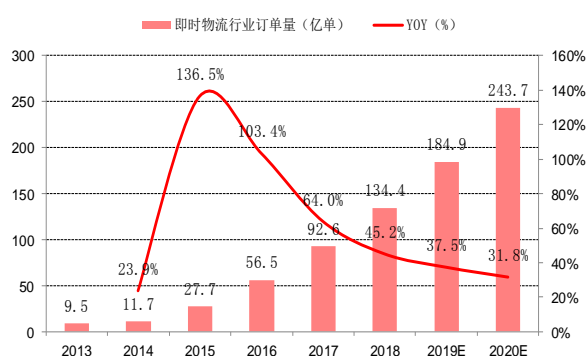
资料来源：公司官网，亿欧网，艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

**图 24：2018 年即时配送订单量平台分布**


资料来源：前瞻产业研究院，中信建投研究发展部

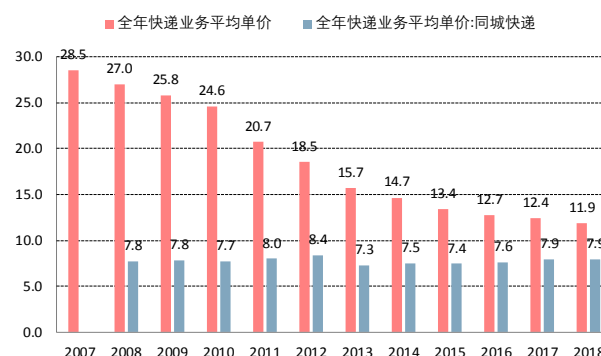
● **量价拆分看**，随着城市化进程的不断推进和城市交通网络的逐步完善，我国物流企业通过规模化运力，同城快递业务快速发展。根据艾瑞数据：2018 年我国即时物流行业订单量同比增长 45.2%至 134.4 亿单，预计未来两年仍将保持 30%以上的高速增长，同城速递是物流行业增速最快的子行业。我国同城快递每单价格保持约 8 元，低于全国快递业务的平均单价。

图 25：2013-2020 年即时物流行业订单量及增速



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

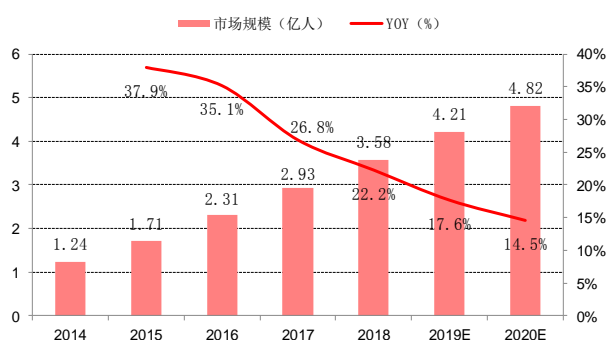
图 26：我国同城快递每单价格保持在 8 元左右



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

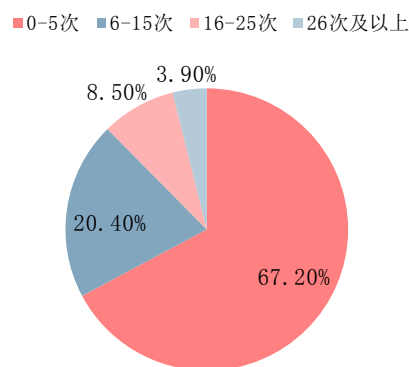
- 从用户看，2019 年我国即时配送用户规模将达 4.21 亿人，预计 2020 年增长至 4.82 亿人，相对于移动网购用户的渗透率近 70%；2018 年 67.2% 的受访网民表示每月使用 0-5 次的即时配送服务。到家离不开物流，随着物流向热工智能和大数据等智慧物流转型，配送服务的质量和效率得以提升，带来更好的用户体验，促进消费者逐步养成即时配送的习惯。

图 27：2014-2020 年我国即时配送用户规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

图 28：2018 年配送服务使用频率有望提升

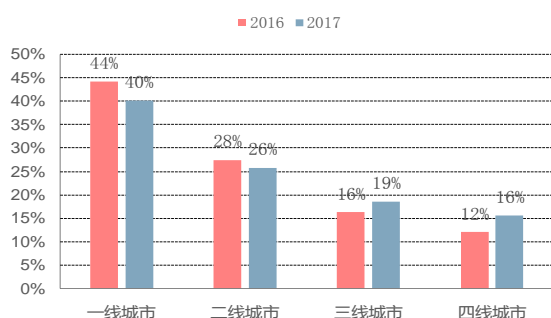


资料来源：艾媒咨询，中信建投研究发展部

- 从区域看，2017 年餐饮外卖平台的一二线城市占比近 70%，但三四线城市用户占比明显提升。伴随着用户消费习惯的传导、平台功能与服务提升、配送与运营模式优化，覆盖区域有望进一步下沉。

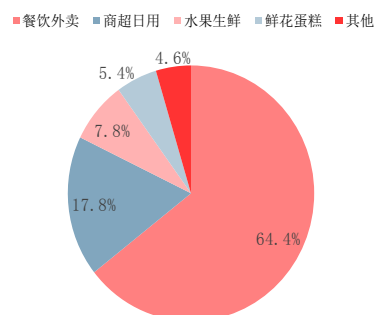
- 从品类看，2017 年同城餐饮外卖的市场份额为 65.4%，仍为主导品类。伴随着生鲜配送、商超配送和跑腿服务的市场需求增加，近年来经过餐饮外卖平台积累的配送运力人员（骑手），未来配送品类的服务范围将会不断扩大，多元品类的即时错峰配送有望加快，也可以将骑手的闲置时间有效利用。

图 29：2016-2017 年餐饮外卖平台的用户区域分布



资料来源：比达咨询，中信建投研究发展部

图 30：2017 年同城即时配送的细分领域结构



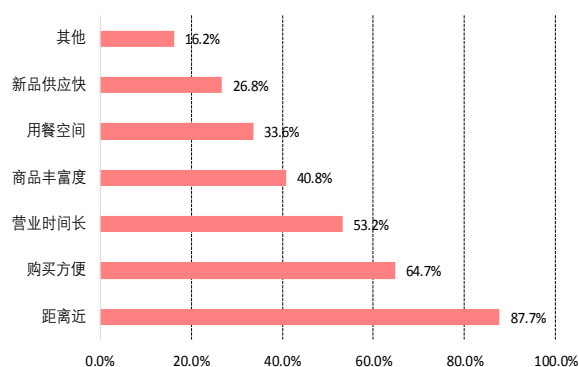
资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

### 3、商超到家便捷性强，弥补门店供给不足

2019 年我国用户选择便利店的最主要原因是距离近，占比 87.3%。86.8% 的 7-11 调研顾客能够在 10 分钟内到店购买，反应出便利店在提供便捷服务的同时满足了消费者的及时性需求。与日本相比，我国便利店行业的渗透率和销售商品结构存在较大差距，2019 年我国便利店规模占社零的比重仅 2.34%，食品类占比较低。

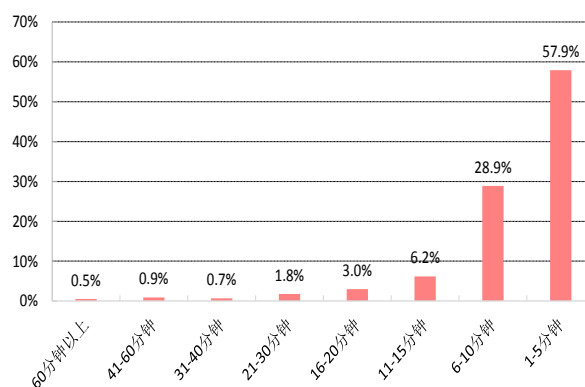
根据日本农产省的定义，家庭距离食品零售店 500 米以上，被视为食品采购比较困难，而按照综合超市覆盖 2-3 公里的范围，大部分居民被视为食品采购困难者。我国政策助力为便利店行业的快速发展提供了重要支撑。但现阶段，商超到家模式能够替代实体门店的缺口，来满足消费者对于商品的购买便捷性需求。

图 31：距离近是用户选择便利店的最主要原因



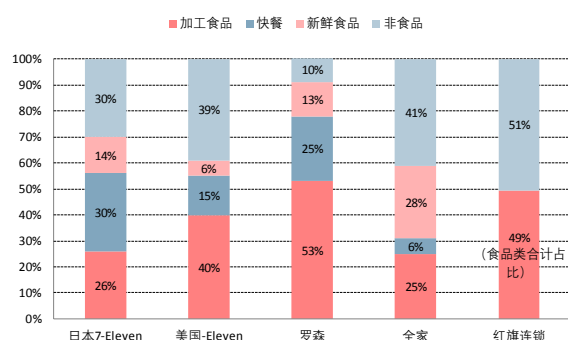
资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

图 32：7-11 消费者的到店时间构成



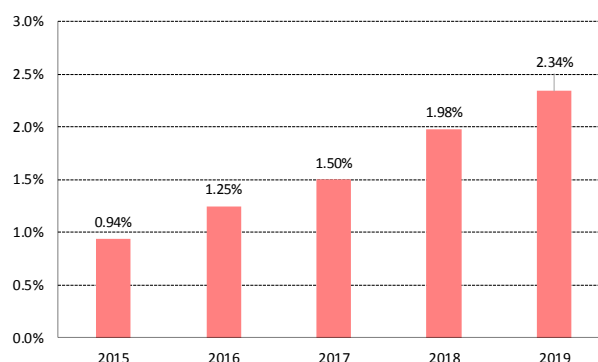
资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

图 33：日本便利店商品相比中国的食品类占比高



资料来源：公司财报，中信建投研究发展部

图 34：2015-2019 年中国便利店规模占社零比重



资料来源：中国产业信息网，中信建投研究发展部

表 5：便利店行业的相关政策

时间	政策	主要内容
2019 年	《商务部办公厅关于推动便利店品牌化连锁化发展的工作通知》	高度重视品牌连锁便利店发展工作；结合实际确定重点推进城市；抓紧制定品牌连锁便利店发展工作方案；完善支持品牌连锁便利店发展的政策体系；加强组织保障。
2019 年	《国务院关于加快发展流通促进商业消费的意见》	深化“放管服”改革，探索进一步优化食品经营许可条件；将智能化、品牌化连锁便利店纳入城市公共服务基础设施体系建设。支持地方探索对符合条件的品牌连锁企业试行“一照多址”登记。简化烟草、乙类非处方药经营审批手续试点。
2018 年	《北京市街区商业生态配置标准指导意见》	到 2020 年前，实现“保基本”配置标准，即每个社区蔬菜零售店不少于 2 家、便利店不少于 1 个，作为居住配套设施服务半径在 500 米以下。
2017 年	同城物流工作组成立	工作组旨在为同城物流企业提供针对性的会员服务，帮助会员企业解决行业共性问题，促进同城物流规范发展，包括人人快递、点我达、菜鸟网络、美团外卖、百度外卖等。
2016 年	《北京市连锁便利店行业规范》	北京将建立一批标准店和示范店，并将加大对便利店的资金补贴和政策松绑，方便便利店搭载更多服务功能。后续对便利店餐饮进行了政策性放宽，方便便利店经营餐饮。
2015 年	《关于加快建设社区连锁便利店的实施方案》	2015-2016 年两年时间，在南昌市中心城区新设或改造符合布局规划的便民社区连锁便利店 300 家以上，力争完成 500 家。
2015 年	2015 年扶持民生商贸发展的政策实施细则	宁波市鼓励开设品牌连锁便利店，按其规模给予 2 万元以内的一次性奖励。
2015 年	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	大力发展社区商业，引导便利店等业态进社区，规范和拓展代收、代收等便民服务。

资料来源：相关部门网站，中信建投证券研究发展部

### 三、超市到家的经营模式

随着资本涌入和龙头不断创新，生鲜品类的经营模式加速迭代。根据消费场景不同，商超到家的主流模式划分为三类：一是以每日优鲜、叮咚买菜为代表的前置仓到家模式；二是以线上平台为主导，包括外卖平台饿了么和美团、以及第三方平台京东到家和淘鲜达；三是以线下商超为中心的店仓一体化模式，如盒马、永辉等。

**表 6：三种商超到家模式对比**

模式	前置仓模式	接入第三方平台模式		店仓一体化模式
代表	每日优鲜、易果生鲜 叮咚买菜、朴朴超市	饿了么 美团外卖	京东到家 淘鲜达	永辉买菜/生活、盒马鲜生
优势	资本助推、高密度仓订单反应速度快 自建物流配送时效高	流量优势、物流配送范围广 大数据分析技术优势		场景体验好、供应链优势、品牌优势
劣势	供应链效率、流量获取、前置仓成本 缺乏体验	供应链管控力度弱、缺乏体验		配送半径有限、线上订单量不足 付出改造成本

资料来源：中信建投证券研究发展部

## （一）前置仓模式

生鲜电商：易果生鲜创立最早，但已转型 B2B；每日优鲜、叮咚买菜和朴朴超市均是生鲜前置仓模式，前置仓仅作为终端仓配功能，能够解决生鲜 B2C 模式存在的生鲜及时配送和质量保障问题。但前置仓需要资金投入来提高仓的密集度，再加自建配送运维团队的成本高昂。

- 易果生鲜：阿里投资的国内首家生鲜电商平台，采取全品类覆盖、全渠道布局模式，自建安鲜达冷链物流运输。2018 年底阿里内部梳理后，易果专注 2B，盒马专注 2C。
- 每日优鲜：创始人徐正和曾斌曾任职于联想佳沃集团，拥有丰富的生鲜供应链运营经验。每日优鲜能够成为后起之秀的原因包括：全球范围全品类精选 SKU、搭建前置仓降本提效、通过会员制沉淀用户增强粘性、社交分享以低成本获客拉新。
- 叮咚买菜：利用前置仓模式主要服务上海等华东市场，以蔬菜为主，涵盖水果、海鲜水产等生鲜全品类，专注社区周围 1 公里内，下单后 29 分钟达。
- 朴朴超市：主要覆盖福州和厦门地区，全品类 SKU 经营，通过居民小区附近的前置仓，实现 1.5 公里范围内的及时配送。坚持“区域领先”策略，首批开仓量均为 30 个，以此提升订单密度。



**表 7：易果生鲜与每日优鲜融资轮次对比**

模式	易果生鲜	每日优鲜
创立时间	2005 年	2014 年 11 月
业务模式	由 2C 转向 2B	2C
融资情况	共五轮融资，阿里领投，总额约 9 亿美元	共八轮融资，腾讯领投，总额 9 亿美元以上
2013.8	A 轮 阿里巴巴、小村资本数千万人民币	2014.12 天使 光信资本、元璟资本 500 万美元
2014.3	B 轮 阿里巴巴数千万人民币	2015.5 A 轮 光信资本、腾讯 1000 万美元
2016.3	C 轮 阿里巴巴、KKR2.6 亿美元	2015.11 B 轮 腾讯、浙商创投 2 亿美元
2016.11	C+轮 苏宁、高盛、中银国际、富达投资 晟道投资等 5 亿美元	2016.4 B+轮 远翼资本、华创资本 2.3 亿美元
2017.8	D 轮 天猫 3 亿美元	2017.1 C 轮 联想、浙商创投领投，腾讯、韩国 KTB、远翼 资本、华创资本跟投 1 亿美元
		2017.3 C+轮 老虎基金、元生资本领投，时代资本 联合投资 2.3 亿美元
		2018.9 D 轮 高盛、腾讯、时代资本、Davis Selected Advisers 领投，老虎基金跟投，融资 4.5 亿美元

资料来源：投资界，虎嗅网，公司官网，中信建投证券研究发展部

**表 8：每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市的模式对比**

	每日优鲜	叮咚买菜	朴朴超市
创立时间	2014 年 11 月	2017 年 5 月	2016 年 6 月
累计融资	共 8 轮，腾讯、老虎基金、高盛等	共 6 轮，星界资本、今日资本等	共 4 轮，泰禾资本、高榕资本等
创始团队	创始人曾在联想佳沃，具有生鲜供应链经验	创始人具有软件开发、社区服务经验	创始人具有传媒经验
GMV	2018 年 GMV 百亿，目标 2021 年达到 1000 亿	2019 年 GMV 突破 50 亿元	-
MAU	2019Q3 超千万	-	-
前置仓数量	1500+，合伙人加盟模式异地扩张	550 个，全自营前置仓	50 个
日订单量	-	50 万单	-
流量入口	每日优鲜 APP、微信小程序 美团、饿了么	叮咚买菜 APP、微信小程序 美团、饿了么	朴朴超市 APP、微信小程序
城市范围	全国 20 多个主要一二线城市	上海、杭州、苏州、无锡、深圳、宁波	福州和厦门为主、拓展深圳
供应链	70% 直采	城批采购，开始直采	供应商采购与部分直采
覆盖品类	水果、蔬菜、肉蛋、水产全品类	蔬菜和水产为主的全品类	生鲜食品为主
SKU 数量	2000-3000 个	1700 多个	3600 个
配送方式	自建“城市分选中心+社区前置仓”分布式仓储	自建配送团队	自建配送中心和配送团队
配送时效	覆盖 3 公里，最快 36 分钟达	覆盖 1 公里，最快 29 分钟达	覆盖 1.5 公里，平均 24 分钟达
盈利情况	一线城市实现盈利	1 年以上的前置仓已经可以实现盈利	-
核心优势	深耕供应链、算法和先发优势	自建配送时效性强的优势	自建配送体系的口碑效应

资料来源：Trustdata，36 氪，天眼查，亿邦动力，投资界，公司官网，中信建投证券研究发展部

## （二）接入第三方平台模式

阿里、腾讯、京东等电商巨头积极拥抱线下商超，目前已形成阿里系与腾讯系两大阵营。旗下本地生活服

务平台饿了么与美团不断延伸品类经营范围，并且淘鲜达与京东到家与线下实体门店深度合作到家业务。

- **美团外卖：**从团购到餐饮外卖，再到酒店、打车、门票等生活服务品类全覆盖，由餐饮外卖高频交易获客，再通过低频业务变现，新业务开拓的边际成本低。2019Q3 单季度美团 GMV 为 1946 亿元（+33.6%），年交易用户数 4.4 亿，活跃商户数 590 万。根据 Trustdata 数据，美团二三线市场订单占比超 80%，采用美团专送与众包骑手配送，单笔骑手配送成本约 7 元，盈利模式为佣金和营销，货币化率持续提升。
- **饿了么：**2017 年 4 月被阿里收购，同年 8 月与百度外卖合并，2018 年 7 月与口碑合并。2018 年获得阿里体系的生态流量，与阿里的会员体系打通，接入后从阿里获得的订单量占比已超 1/3。饿了么采用蜂鸟配送系统。
- **京东到家：**2015 年 4 月京东到家成立，2016 年正式与京东到家合并为达达-京东到家，依托于沃尔玛、永辉、华润万家等 100 万商超和大大物流来实现周围 3 公里 1 小时达。京东到家搭建了融合多渠道订单的智能履约中台和智慧物流系统，定制开发了拣货助手 app 与 WMS 库存管理系统，提升履约效率与用户体验；提供给零售伙伴“履约配送、交易平台、科技赋能”三大核心能力。
- **淘鲜达：**2017 年由淘宝便利店更名，以淘宝首页为一级入口，2018 年 11 月阿里成立天猫超市事业群，整合原天猫超市和淘鲜达。目前已帮助全国大润发、欧尚、新华都、三江购物等 23 个零售商超的 800 多家完成基础数字化改造，核心竞争力是对商超从商品、供应链、店仓改造到履约体系的深度改造，以提升门店经营效率。

**表 9：美团外卖、饿了么和京东到家的融资历史**

时间	轮次	美团 投资方	时间	轮次	饿了么 投资方	时间	轮次	京东到家 投资方
2010.9	A 轮	红杉资本 1200 万美元	2011.3	A 轮	金沙江创投数百万美元	2014.6	A 轮	红杉资本
2011.7	B 轮	阿里领投，北极光、华登国际及红杉资本 5000 万美元	2013.1	B 轮	经纬中国、金沙江创投数百万美元	2015.4	B 轮	红杉资本、景林资产
2014.5	C 轮	泛大西洋资本领投，红杉资本与阿里 2.5 亿美元	2013.11	C 轮	红杉资本中国、经纬中国、金沙江创投 2500 万美元	2015.6	C 轮	DST、红杉资本、景林资产、昆仑万维等 1 亿美元
2014.12	D 轮	融资 7 亿美元	2014.5	D 轮	大众点评网 8000 万美元	2015.12	D 轮	DST、红杉资本 3 亿美元
2016.1	E 轮	腾讯、红杉资本、挚信资本、高瓴资本、今日资本、中金等 31 亿美元	2015.1	E 轮	中信产业基金、腾讯、京东、大众点评网、红杉资本中国 3.5 亿美元	2016.4	并购	达达
2017.10	战投	腾讯领投，The Priceline Group、Sequoia Capital、挚信资本、老虎基金等跟投 41 亿美元	2015.8	F 轮	华联股份、中信产业基金、华人文化产业基金、腾讯、京东、红杉资本 6.3 亿美元	2016.10	战投	沃尔玛中国 3.36 亿人民币
2018.9	上市	69 港元发行价募资约 330 亿港元，估值约 4000 亿港元。	2015.11	战投	滴滴出行	2017.5	战投	京东数科
2019.12	市值	截至 2019 年末，美团总市值约 6000 亿港元。	2016.3	战投	阿里巴巴集团、蚂蚁金服 12.5 亿美元	2018.8	战投	京东 5 亿美元
			2017.4	战投	阿里巴巴、蚂蚁金服、其他股东 10 亿美元	2020	拟上市	欲赴美上市融资 5-10 亿美元
			2018.4	战投	阿里巴巴联合蚂蚁金服全资收购饿了么 95 亿美元			

资料来源：公司官网，投资界，天眼查，中信建投研究发展部

### （三）店仓一体化的到家模式

在到家模式双线融合的过程中，既有线上巨头向线下扩展的模式，又有以线下商超为中心自建 APP 或接通线上资源全面提效的模式。实体商超在门店营业的同时满足仓配需求，以门店为中心服务周边 3 公里的用户，享受实体深耕供应链带来的商品丰富度优势，但会带来系统升级和改造成本。

- **盒马鲜生：**据媒体报道：线上销售占 60% 以上，单店坪效超 5 万元。盒马的高坪效得益于店仓一体化体系实现周边三公里配送，打破门店覆盖半径；生鲜包装标准化和发展自有品牌，提高产品溢价；依托阿里大数据技术支撑，提高运营效率。淘鲜达与盒马相比，主打品类交错（盒马是海鲜，淘鲜达是生鲜百货），扩张模式不同（盒马重资产自建门店，淘鲜达轻资产改造实体店）。
- **永辉超市：**在 2015 年 8 月战投引入京东后与京东到家合作，后永辉云创开发永辉生活 APP，2019 年上市公司开发永辉买菜 APP，依托于快速扩张的 mini 店发展到家，mini 店与大店形成“子母店”，其中 mini 店定位面积 500 平米左右的社区生鲜店，采用店仓一体化模式，引入合伙人机制拓展。
- **高鑫零售：**2017 年 11 月阿里入股，2018 年底所有门店接入淘鲜达，2019 年到家模式跑通，配送半径从 3 公里扩大到 5 公里，截至 2019 年 6 月的门店日均单量已达 700 单，提供约 1.8 万种单品，不断加强研发 3R 商品（即烧、即热、即食），来增强顾客黏性和门店差异化。
- **步步高：**步步高与多点、京东到家合作布局到家，并设置大型前置仓以提高拣货配送效率。平台将线下门店升级为店仓一体化，打通线上线下会员和营销体系等，利用大数据优势对传统零售门店进行流程改造、优化商品结构。2020 年春节，推出“小步到家”，完成三个波段的配送。
- **苏宁易购：**2016 年在南京首推苏宁小店，2018 年初全国推开，定位于 200 平米以下的社区店，配备独立 APP 推进到家模式，并与家乐福、文创、体育、物流、科技、金融等板块融合，提供生鲜商品等商品销售以及金融理财、快递代收发、观看球赛、育儿讲座等个性化服务。

**表 10：以线下为中心的到家模式对比表**

公司	盒马鲜生	高鑫零售	永辉超市	步步高	苏宁易购（苏宁小店）
到家时间	2015.3	2017.7	2015.12	2018.1 与多点合作	2018 年加速拓展到家业务
流量入口	线上盒马鲜生 APP、淘鲜达、饿了么 线下盒马门店	线上切入淘鲜达 线下大润发、欧尚等	京东到家、永辉买菜/生活 APP、微信小程序、 线下实体门店	线上多点 APP、自有小程序、 线下门店	苏宁小店门店、APP、微信小程序等
覆盖区域	上海等 22 个城市	全国	全国 28 省 533 个市	湖南、广西、江西等地	全国 80+ 城市，目前在南京、广州、北京、上海主力铺开
门店数量	2019Q1 共 138 家	2019H1 共 485 家	Mini 店 600 家 大店 900 多家	2019H1 超市 329 家	2018 年末 4177 家
平均面积	4000 平米	26000 平米	Mini 店 300-500 大店 7000 左右	约 7000 平米	100-300 平米
估算 SKU	1 万以上	1 万以上	Mini 店 2000-3000 大店 1 万以上	1 万以上	3000 左右
支付方式	支付宝	支付宝等	微信、支付宝、银行卡、 现金等	微信、银行卡、现金等	微信、支付宝、现金等
物流中心	48 个多温层仓库(33 个常温 和低温仓、11 个加工中心、 4 个海鲜中心)	覆盖全国五大区、 200 余城市的供应链网络， 与天猫供应链合作	17 个常温配送中心，9 个 定温配送中心，覆盖全国 18 省市，总运作面积约 45 万平方米	湖南等四大省级中央园 区，29 个常温、保鲜、冷 冻等各类仓库，总面积 约为 34 万平方米	2019H1 苏宁物流共投入使用 冷链仓 46 个，覆盖 218 个 城市。
到家物流	接入蜂鸟配送	接入蜂鸟配送	京东到家等平台 and 自建	多点或超市店员完成	到店自提为主，苏宁自有物流 /美团
配送时长	30 分钟	60 分钟	30 分钟	2 小时	1 小时（家乐福）
配送半径	3 公里	5 公里	3 公里	3 公里	3 公里（家乐福）
配送费用	每日首单免配送费， 第二单及以上 5 元	满 39 元免配送费， 39 元以下 6 元配送费	6 元，单笔订单满 28 元即免	运费 4 元，满 49 免运费	小店以到店自提为主，打通家 乐福到家入口，家乐福配送费 10 元，满 129 免运费

资料来源：公司官网与 APP，公司公告，亿邦动力，虎嗅网，中信建投证券研究发展部

## 四、超市到家的盈利指标

为满足消费者便捷性需求，到家业务增加了从门店或前置仓配送到消费者的业务环节，进而在人力、线上流量来源、数字化系统、分拣物流效率等方面增加了线上成本，这恰巧与生鲜品类的低毛利率特征产生矛盾。我们认为，企业布局到家业务的前提是平衡毛利额与成本效率的问题，核心指标是看订单密度、毛利率、客单价，因此企业布局到家业务能否盈利的核心在于扩大规模、优化供应链和提高效率。

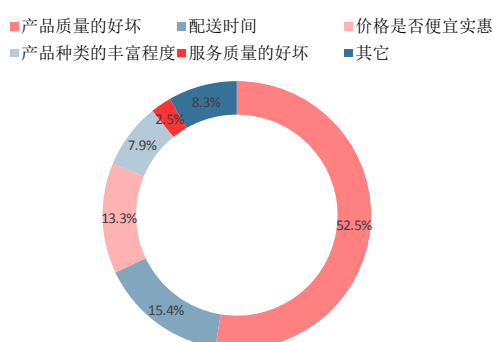
### （一）订单密度

建设生态流量，拓宽业务边界，扩张用户规模。在电商人口红利消退的背景下，线上平台通过社交内容营销，建设生态流量；而线下商超通过高频生鲜特性，引入线上流量，来拓宽传统门店的客群覆盖范围，以实现零售规模的有机增长；扩大规模意味着上游更强的议价能力，并且形成用户流量数据的积累，为商品结构调整和分拣配送时效提供科学依据。以此同时，持续的流量获取和较高用户粘性才能良性循环。

- **线上平台：建设生态流量，低成本地推拉新。**随着互联网人口红利的逐渐消退，饿了么通过手机淘宝、支付宝等引入新用户，百度外卖通过百度地图、糯米等带来用户，京东到家通过线下商超的地推流量，各大平台通过生态流量建设，以触达更广阔的消费客群。淘鲜达与京东到家则分别背靠阿里、腾讯&京东的流量支持，以及饿了么&蜂鸟、京东&达达的物流支撑，打造规模化的即时配送体系。

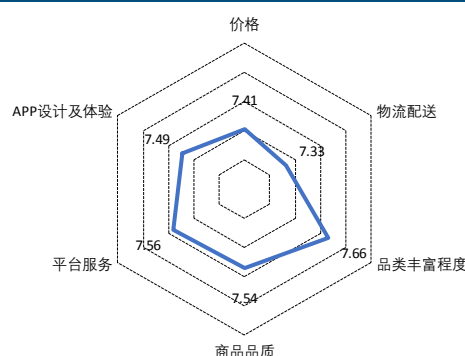
- **实体商超：加强渠道密度，拓展线上渠道。** 在线上流量中心化和实体零售区域分割的背景下，实体商超初期自建线上渠道的方式存在引流成本过高的问题，而与线上平台的深度合作模式已达成共识，通过高频生鲜和高密度门店布局，以获取线上的客流量，提升订单量，抢占更多的市场份额，打破坪效增长瓶颈。
- **社交低成本获取流量和老客唤醒。** 在互联网流量红利消失和生鲜赛道愈发拥挤的背景下，流量成本不断攀升。生鲜低毛利和弱体验属性，产品具有强同质化和替代性，品牌很难建立，注定薄利多销，决不能像高毛利美妆引流。社交电商具有成本低、信任度与转化度高、用户体验好等优势，通过优质内容能够刺激用户的消费需求。
- **供应链管理是保证产品质量、降本提效的关键，也是决定次月留存率、衡量用户粘性的重要指标。** 次月留存率反映出用户对平台各要素的满意度，也是衡量引流效率的重要指标。资本补贴烧钱拉新流量如果不能留存即是无效的。在经过一个周期的各种方式引流拉新后，影响用户体验的因素按照重要程度来分，依次为品类丰富度、商品品质、平台或 APP 设计体验、商品价格和物流配送，如果消费者在第一次购买后能够产生良好的口碑，将会影响此前拉新流量的留存率和复购率。

图 1：影响消费者线上生鲜采购决策因素



资料来源：易观数据，中信建投证券研究发展部

图 2：2017 年生鲜网购用户对整体生鲜平台各要素满意度



资料来源：易观数据，中信建投证券研究发展部

## （二）毛利额

毛利额是毛利率与客单价的乘数，依靠商品供应链深耕和数字化改革，发展高毛利鲜食、形成高频蔬菜引流和百货拉动毛利的全品类，从而提高企业的毛利空间。通过大数据分析能力，来增强门店的数字化程度，优化商品结构与促销组合，实现精准营销；深耕生鲜供应链，在全品类集采的同时控制采购成本、实现生鲜品类的标准化经营；通过打造自有品牌商品实现差异化，以及增加毛利率较高的半加工生鲜食品。

- **全品类的数字化运营提高客单价。** 全品类运营以满足不同用户的购买偏好，减少用户流失；利用技术手段对用户、商户、骑手等数据处理将线上线下数据打通，提高商品汰换率，更精准把握消费偏好；通过加工鲜食、自有品牌、生鲜标准化，突出商品的差异化程度。当消费者的需求被及时充分满足后，毛利率和客单价会自然提升。倒逼在商品价格、配送成本、SKU 数量、特色商品等方面不具备优势的小超市加速淘汰，头部商超的集中度进一步提升。随着市场竞争趋于理性后，毛利率也有提升空间。
- **规模直采和自有品牌提高毛利率。** 通过规模扩大带来的商品采购价格优势来提升毛利率，同时平台订单数量提升能够摊薄运营成本；采用产地直采或基地自建模式来进行供应链去中间化变革，对供货商的议价能

力和把控能力强，降低进货成本；制定产品标准化方案，建立自有品牌，避开价格战，降低商品采购成本。

- **精细化管理和高周转降低损耗率。**通过单品的标准化和精细化管理推动供应链效率提升，直采模式和自有物流能够控制产品的标准化质量，包装好控制运输过程中的损耗，提高后期分拣打包效率，降低损耗率；通过人工智能算法、补货系统能够预测消费需求，从而精准备货和提高周转率，减少损耗。通过科学高效的管理提高基层员工的执行效率，把损耗作为考核指标。

**表 11：生鲜供应链的痛点与破局方法**

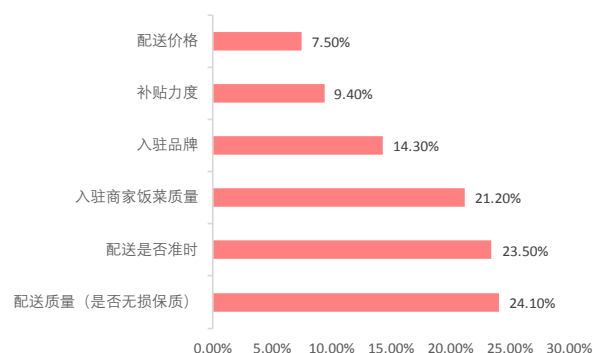
	源头环节	流通环节	运营环节
<b>痛点</b>	1、农产品标准化难 2、农产品附加值低	1、生鲜品类损耗率高 2、冷链物流投入成本巨大	1、SKU、品质保障不及线下 2、渗透率低难盈利
<b>破局方法</b>	1、买手制保障生鲜质量 2、自建基地形成差异化壁垒优势 3、引入加工成品提高生鲜毛利率	干线冷链+区域落地配送，采用社区门店/前置仓/团主进行末端履约	把握消费者及时性需求，加强线下场景打造，提升用户全渠道消费体验

资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

### （三）履约成本

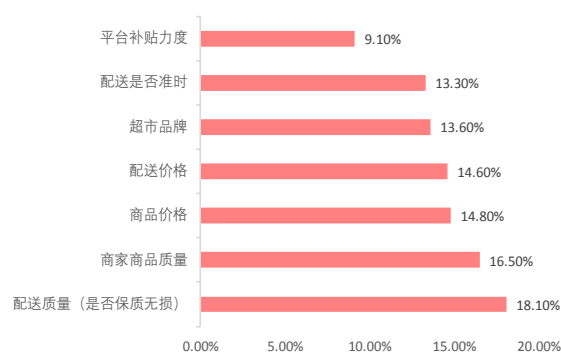
在即时配送服务中，用户最关注的是配送质量和准时率。根据比达咨询的数据：白领用户选择外卖平台时，配送质量与配送准时水平是两大首要因素，分别受到 24.1%/23.5%用户的关注。社区用户选择超市平台时，配送质量影响最大占 18.1%，商家商品质量和商品价格因素。**超市到家能否留住客户的核心在于商品供应链，以及降低配送成本的同时提高时效，保障商品质量。超市消费具有一定的地理半径限制，满足即时需求及时配送的优质服务，能够提高用户的满意度和忠诚度，进而更好的留着老客户和吸引新客户。**

**图 3：2017 年 Q2 即时配送白领用户选择平台的因素**



资料来源：比达咨询，中信建投证券研究发展部

**图 4：2017Q2 即时配送社区用户选择平台的因素**



资料来源：比达咨询，中信建投证券研究发展部

拣货、打包、配送形成的履约成本必须低于毛利收入才有利润，因此如何降低履约成本始终是决定生鲜到家能否盈利的关键。规模效应摊薄履约成本，升级技术进行科学化管理降本提效，随着用户到家消费习惯的逐步养成，可以让消费者承担一定配送成本。

- 配送带来的人力成本刚性上涨，能否通过更高密度订单量和高毛利所产生的规模效应来降低履约成本至关重要。配送费用可通过最大化，仓储物流是基础设施，但物流降本提效需要时间。
- 投入资金于高科技和智能化机器，协助工作人员提高接收、检查、挑选、包装等各环节的自动化效率。

由于配送、拣货成本刚性，基于人工智能技术的智能调度，智能送餐车、无人机配送等，降低人力成本的同时提升配送时效，提高产品标准化程度，提升配送准点率和时效，增强用户满意度。美团无人配送团队在无人车和无人机领域已经完成多轮研发迭代。

- 商品分拣环节，打通各类平台与商超的系统，以及线上线下的商品库存和实时价格等数据，以共享门店库存，解决库存缺货与商品拣货慢的问题，实现全渠道融合与数字化运营；开发智能分拣 APP 接收订单、运用自动分拣技术，提升拣货人效，降低人工成本的同时提升用户体验。
- 物流配送环节，平台与实体连锁企业合作，设置门店内分拣区，实现店仓一体化，能够有效降低物流成本，实现即时配送，提升用户体验；在没有实体门店覆盖的区域，打造靠近用户的前置云仓，加快订单分拣速度，且有效弥补店仓一体化模式中 SKU 不足的问题；基于规模效应下的社会物流支撑，集约配送与错峰配能够控制配送成本，针对家具家电等低频消费品实行次日达；依靠高科技的管理系统和研发现代化的供应链物流，改善业务流程和配送路径。

## 五、投资逻辑

在供需的共同变革下，商超到家快速发展。从需求端，生活节奏加快及懒宅的盛行，消费者的价格敏感度低而时间成本高，即时配送的服务需求攀升，超市到家满足消费升级用户。到家所取代的是服务和效率低的农贸市场，而全渠道商超将会打破地理优势构建的壁垒，将加速行业集中度提升。从供给端，即时配送物流、移动支付等基础设施已成熟，商超品类正在加速即时配送化。

目前商超到家模式分为三类：前置仓生鲜电商，线上平台主导和实体商超主导。我国生鲜行业是万亿级规模，多种模式都有机会并存。在疫情的突发事件考验下，不同的超市到家服务模式殊途同归，**生鲜零售不是模式之争，胜负在于组织执行力、精细化运营力和生鲜供应链能力**，供应链能否快速反应是保障供应充足的核心。生鲜食品作为即时消费性强的标品，主要靠产品和供应链来获取流量，因此比流量更重要的是复购率，而用户复购率来源于“全品类供应+品质保障+配送质效”。因此具备供应链优势，打造流量生态，保证配送低价高效的企业将在规模效应下形成良性生态闭环，市占率提升空间巨大。

疫情之下部分农贸市场暂停营业，消费者转向经营管理与供应链能力突出的超市购买，能否抓住溢出需求的关键是供应链能力。这次突发公共卫生事件使得我国重视农贸市场的食品安全问题，渠道连锁化和品牌化建设刻不容缓，不排除后续政府出台相关政策，来加快行业的农改超进度。相比于欧美等发达国家，我国生鲜产品在商超渠道的销售市占率仅 20%+，未来对于农贸市场的替代仍有较大提升空间。

**在生鲜赛道，用户流量和资本投入集中趋势明显，能够突破解决“流量、物流、供应链”三大困局的玩家将会率先突围，企业胜负最终拼的是执行效率和组织能力，这也是生鲜低毛利和强运营属性早已决定的。重点推荐永辉超市、苏宁易购、家家悦，关注高鑫零售、步步高、红旗连锁。**

- **永辉超市**：全国生鲜超市龙头，生鲜供应链能力领先，聚焦云超主业成效显著。根据官网数据，目前门店总数 926 家（不含 Mini 店），已接入京东到家等平台，同时推广自有 APP “永辉买菜” 布局到家；2019 年起公司开始探索 Mini 小业态布局社区级零售赛道，并推动门店模型快速迭代升级。预计 19-20 年归母净利润为 22.4、26.4 亿，对应 PE 为 40X、33X，维持“买入”评级。
- **苏宁易购**：家乐福中国已在 19Q4 扭亏为盈，预计 20 年至今家乐福收入端有望获得明显增长，家乐福与小店供应链协同效应将持续释放。易购主站春节期间活跃用户数大幅增长，有利于公司电商平台价格与毛利率水平的回升。全渠道、全品类加速融合下，2020 年有望迎来扣非净利润转正拐点，预计 19-20 年归母净

利润为 111.0、14.4 亿元，PB 约 1 倍，安全边际高，维持“买入”评级。

- **家家悦：**深耕山东胶东区域的生鲜龙头，加快向山东省西部地区拓展，并通过收购方式实现跨区域扩张，先后收购青岛维客、张家口福悦祥超市、淮北真棒超市，跨区域扩张能力得到持续验证，生活港新业态探索布局到家业务。我们预计公司 19-20 年公司归母净利润分别为 4.9、5.8 亿，EPS 为 0.81、0.95 元/股，对应 PE 为 31X、26X，维持“买入”评级。

表 12：相关公司数据（截止 2020 年 2 月 17 日数据，单位：人民币）

股票代码	公司	评级	EPS			PE			PS (LYR)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601933.SH	永辉超市	买入	0.15	0.23	0.28	61	40	33	1.3
002024.SZ	苏宁易购	买入	1.44	1.19	0.15	7	8	65	0.4
603708.SH	家家悦	买入	0.71	0.81	0.95	35	31	26	1.3
002697.SZ	红旗连锁	增持	0.24	0.33	0.38	34	25	21	1.6
6808.HK	高鑫零售	增持	0.27	0.29	0.32	34	31	29	0.8
002251.SZ	步步高	增持	0.18	0.27	0.37	47	32	23	0.4
000759.SZ	中百集团	-	0.63	0.1	0.16	11	69	43	0.3

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部，注：中百集团、高鑫零售 EPS 为 Wind 一致预期

## 六、风险提示

宏观经济增速放缓、行业竞争加剧、CPI 下行；新业态发展不及预期等风险。



## 分析师介绍

**史琨:** CFA, 金融学硕士, 2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队, 2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。2018 年获评“Wind 金牌分析师” 纺服行业第二名; 2019 年获评“Wind 金牌分析师” 零售行业第二名、纺服行业第三名; 2019 年获评新浪金麒麟新锐分析师纺织服装行业第三名。

## 研究助理

**周博文** 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

## 报告贡献人

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859