

【广发传媒&海外】美团点评-W (03690.HK)

从生鲜 O2O 更迭探讨美团新业务发展之路

核心观点:

- **O2O 重塑万亿生鲜市场，多元商业模式并存。**生鲜 O2O 从 2014 年兴起到 2016 年完成洗牌，发展至今已形成四种主流商业模式：前置仓模式（叮咚买菜、每日优鲜、美团买菜）、“到店+到家”模式（盒马鲜生、永辉生活）、平台模式（京东到家、美团闪购、饿了么）、社区拼团模式（十荟团），其发展主要围绕：（1）线上和线下并行扩大用户群；（2）精准定位，差异选品，提升客单价；（3）加强履约及供应链能力，优化体验，提升复购率；（4）精细运营，降低成本，改善盈利。综合评估后，我们认为分布式建设的前置仓模式更优，具备规模化扩张潜力。
- **前置仓呈现 U 型盈利模型，整体市场有望加速发展。**前置仓的盈利模式呈现“U”型特征，规模化初期阶段或因运营和供应链的加大投入导致盈利下滑，随后随着规模化再呈现增长，目前部分区域已成功跑通。受疫情驱动，前置仓市场有望加速发展，我们预计未来 3 年将完成一二线城市的覆盖（开城红利，从 0 到 1），随后进行存量加密和低线下沉（下沉红利，从 1 到 N），预计 2025 年总交易额有望突破千亿。
- **“平台+自营”双管齐下，美团积极布局生鲜赛道。**生鲜作为公司“Food”战略的延伸，无论是寻求长期增长，还是防止竞对弯道赶超，其发展具有必然性。公司借助流量体系、配送网络的优势，过去 4 年先后尝试了前店后仓、闪购平台和前置仓等多种模式，19 年各类生鲜业务的总交易规模近 200 亿，占生鲜电商市场 5.65%。闪购平台伴随场景突破和整体单量持续增长，前置仓将为自营模式发展重点，20 年 5 月已在全国铺设 145 个仓，经过加速扩张期后长期有望占据 25% 的市场份额。
- **投资建议：**美团作为本地生活服务龙头，从餐饮向生鲜延伸，不断拓展业务版图。未来将继续加大闪购平台和美团买菜的投入，生鲜营收将在 21 年突破百亿并保持快速增长，分部的远期估值达到千亿级别。预计公司 20~22 年整体调整净利润为 53/141/276 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**线上需求提升低于预期，行业竞争加剧，难以规模化复制。

盈利预测:

除特殊说明外，本文“元”代表人民币

单位 百万元，人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	65227	97529	118063	174441	230522
增长率 (%)	92.25%	49.52%	21.05%	47.75%	32.15%
经调整 EBITDA (百万元)	-4734	7340	8661	17947	34293
Non-GAAP-归母净利润	-8517	4657	5269	14090	27556
Non-GAAP-EPS (元/股)	-1.45	0.80	0.90	2.41	4.71
市销率 (P/E)	-	195.97	173.21	64.76	33.12
ROE (%)	-502.74	2.50	1.97	9.55	18.99
EV/EBITDA	-	125.19	137.69	60.56	30.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；EPS 按最新股本计算。

公司评级	买入
当前价格	170.50 港元
合理价值	159.55 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-23

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】美团点评 2020-05-26

-W (03690.HK): 业绩呈现

高韧性，各业务恢复趋势良

好

联系人:

吴桐 021-60759783

wutong@gf.com.cn

目录索引

序言:	5
一、生鲜电商: O2O 重塑万亿产业链, 挑战与机遇并存.....	6
(一) 市场空间&行业特征: 供给侧大浪淘沙, 疫情下需求增长迅猛.....	6
(二) 主要参与方&竞争格局: 纵横延伸百舸争流, 巨头布局雏形初现.....	14
(三) 发展历程: 从垂直平台到 O2O 融合, 生鲜电商试错前行	15
(四) O2O 生鲜模式完成迭代, 前置仓盈利局部跑通, 具备规模化潜力.....	18
二、“平台+自营”双管齐下, 美团积极布局生鲜赛道	31
(一) 生态协同, 地利人和, 美团发展生鲜业务的必然性.....	31
(二) 美团闪购: 非餐占比持续提升, 平台模式分享生态红利.....	32
(三) 小象生鲜: 自营生鲜初试水, 小店模式暂停投入.....	35
(四) 美团买菜: 完成多城运营积累, 前置仓模式有望加速扩张.....	36
三、前置仓 O2O 市场预测, 美团生鲜业务分部估值	46
(一) 一二线前置仓市场规模预测: 从 0 到 1 的布局阶段.....	46
(二) 全国前置仓市场规模预测: 从 1 到 N 的加密、下沉阶段.....	47
(三) 美团点评的生鲜业务盈利预测和分部估值.....	48
四、投资建议.....	52
五、风险提示.....	55

图表索引

图 1: 美团点评的新业务构成及功能定位.....	5
图 2: 生鲜电商产业链图谱.....	6
图 3: 2018 年中国与发达国家冷链流通率对比 (%)	7
图 4: 国内外生鲜运输损耗率、保鲜率对比 (%)	7
图 5: 2014-2018 年中国冷藏车数量 (万个)	7
图 6: 人均占有冷库容积 (立方米)	7
图 7: 中国农产品地理标志总量 (个) 及增速 (%)	8
图 8: 美国《联邦法规法典》农业篇农产品标准数量.....	8
图 9: 线下商超生鲜品类毛利率 (%)	8
图 10: 中国生鲜市场交易规模 (亿) 增速 (%)	9
图 11: 中国生鲜电商市场交易规模 (亿) 及增速 (%)	9
图 12: 2014 年至今生鲜电商的投融资数量和金额 (亿元, 笔)	10
图 13: 消费者购买食品类产品频次 (次/年)	10
图 14: 2018 年中国生鲜网购用户购买生鲜、蔬菜频次.....	10
图 15: 主要生鲜 APP 的用户年龄结构分布.....	11
图 16: 主要生鲜 APP 的用户性别分布	11
图 17: 各大生鲜电商 MAU 变化	11
图 18: 2019~2020 年春节期间生鲜电商行业活跃用户规模 (万)	12
图 19: 2019~2020 年春节期间生鲜电商行业日使用次数和日使用时长 (分钟)	12
图 20: 生鲜电商市场参与主要玩家.....	14
图 21: 生鲜电商市场竞争格局.....	15
图 22: 生鲜电商行业发展历程.....	16
图 23: 阿里巴巴和腾讯生鲜行业布局	18
图 24: 盒马鲜生线下门店全国分布图	19
图 25: 盒马鲜生“超市+餐饮”模式及门店布局图	20
图 26: 盒马鲜生的营业收入 (百万) 营业利润率 (%)	21
图 27: 永辉生活、大润发优鲜 APP 月活人数 (万)	22
图 28: 永辉超市收入结构	22
图 29: 社区拼团商业模式	23
图 30: 每日优鲜、叮咚买菜适用人群年龄占比 (%)	24
图 31: 每日优鲜、叮咚买菜适用人群性别占比 (%)	24
图 32: 2012-2020 年中国生鲜零售消费品类结构 (百万人民币)	25
图 33: 国内前置仓市场主要玩家的竞争格局演变.....	25
图 34: 每日优鲜前置仓模式.....	26
图 35: 叮咚买菜品类结构 (%)	27
图 36: 叮咚买菜长三角地区分布图.....	27
图 37: 生鲜前置仓的“U 型”盈利模型	29
图 38: O2O 生鲜模式的比较	30
图 39: 美团点评在生鲜领域的业务布局和探索	31
图 40: 美团生鲜业务发展历程.....	32
图 41: 美团配送网络覆盖品类和商家	33

图 42: 不同年龄段的外卖订单品类结构 (%)	33
图 43: 全国各地非餐外卖的日均单量 (万单/天)	33
图 44: 菜大全 APP 介绍	34
图 45: 农贸市场生鲜交易额 (万亿)、占比和增速 (%)	34
图 46: 小象生鲜商业模式图	35
图 47: 小象生鲜 2018~2019 年营业收入 (亿元) 及毛利率 (%)	36
图 48: 美团买菜 APP 功能模块展示	37
图 49: 美团买菜的会员权益	38
图 50: 美团买菜前置仓分布图	38
图 51: 美团买菜 APP 的流量来源	39
图 52: 美团买菜独立流量的 MAU (万人)	39
图 53: 美团和大众点评的流量 MAU (万人)	39
图 54: 美团买菜与叮咚买菜生鲜品类数量比较	40
图 55: 上海各类前置仓数量占比 (%)	46
图 56: 叮咚买菜上海前置仓分布图	46
图 57: 乐观情形下渗透阶段前置仓市场规模 (亿)	48
图 58: 保守情形下渗透阶段前置仓市场规模 (亿)	48
表 1: 2015 年至今生鲜电商行业相关政策	12
表 2: 2016-2019 年主要生鲜电商玩家的负面事件梳理	17
表 3: 盒马基于场景的多形态零售链	21
表 4: O2O 生鲜平台主要公司	24
表 5: 每日优鲜融资历程	错误!未定义书签。
表 6: 叮咚买菜发展历程	27
表 7: 叮咚买菜单仓经济模型 (单日)	28
表 8: 美团买菜与叮咚买菜一篮子生鲜价格比较 (500g 为单位)	41
表 9: 美团买菜前置仓经济模型估计——北京上海深圳模式	42
表 10: 美团买菜前置仓敏感性分析——北京上海深圳模式	43
表 11: 美团买菜前置仓经济模型估计——武汉东莞模式	44
表 12: 美团买菜前置仓敏感性分析——武汉东莞模式	45
表 13: 一二线城市主要平台的前置仓数量 (个) 和 GMV 预估 (亿元)	47
表 14: 渗透阶段——一二线城市前置仓市场规模预测	48
表 15: 小象生鲜未来 5 年盈利预测	49
表 16: 美团买菜未来 5 年盈利预测	49
表 17: 美团买菜未来 5 年仓数 (个) 及 GMV (亿) 预测及其市占率 (%)	50
表 18: 美团闪购生鲜品类未来 5 年盈利预测	50
表 19: 美团生鲜业务的盈利预测 (亿元)	51
表 20: 美团点评的生鲜业务可比估值	51
表 21: 美团点评外卖业务远期利润预期 (亿元) 和增速 (%)	52
表 22: 所属行业其他公司的估值比较	53
表 23: 美团点评分部估值情况	53

序言：

美团点评前两大业务（外卖、到店和酒旅）的竞争力、商业模型和盈利空间已获得市场的一致认可，而对其新业务认知则相对有限，目前部分投资者仍给予新业务零估值，而我们认为部分新业务的价值已经显现，应当予以估值体现。美团点评的新业务看上去多且杂，但实则战略思路清晰，主要分为以下三类：

（1）ToB业务赋能商家，巩固生态粘性。在阿里和美团的巨头竞争时代，商户是构筑本地生活服务竞争壁垒的核心，ToB业务虽然在短期内难以盈利，但能帮助商户实现数字化升级，巩固腰部商户的平台粘性，主要包括RMS（餐饮管理系统）、金融服务（美团小贷、生意贷）、供应链（快驴业务）等。

（2）ToC业务挖掘潜力，提前部署未来增长极。美团在2013年团购预订仍然保持快速增长时期，启动了餐饮外卖业务，奠定了其后10年的增长基础。虽然餐饮外卖仍然是公司未来3~5年的增长动力，但其已经进入中速增长期，作为具有长远战略眼光的美团，也在积极寻找新增长点。生鲜市场具备“规模大、渗透率低、没有完全垄断玩家”的市场特征，O2O生鲜具备较大发展潜力，也是“FOOD”战略的合理延伸，远期能在供应链上实现B端和C端的打通。目前主要包括自营美团买菜、小象生鲜以及闪购平台业务。

（3）出行及其他业务，打造双流量引擎。其发展意义包括：第一，连接各消费场景，为消费者提供一站式服务，真正意义上打通“吃喝玩乐行”；第二，与餐饮外卖业务一样，共享单车和网约车也满足“大众、高频、刚需”的特征，作为第二大流量引擎，可以降低生态整体对餐饮外卖流量依赖度，以提升外卖业务的C端变现能力；第三，减少对外部平台的依赖，提升LBS服务和地图能力。

图1：美团点评的新业务构成及功能定位



数据来源：美团点评官网，美团闪购官网，广发证券发展研究中心

本篇报告主要对新业务中的O2O生鲜业务进行分析，具体内容包括：生鲜电商市场构成、O2O商业模式和竞争格局，前置仓单位经济模型和市场空间预测；美团O2O生鲜业务的模式迭代历程，闪购平台和美团买菜业务的盈利预测和估值分析。

一、生鲜电商：O2O 重塑万亿产业链，挑战与机遇并存

（一）市场空间&行业特征：供给侧大浪淘沙，疫情下需求增长迅猛

1. 传统生鲜产业链环节多且复杂，生鲜电商缩短传统产业链长度。

生鲜电商是指用电子商务的手段在互联网上直接销售生鲜类产品，用户在生鲜电商平台，可以买到果蔬、蛋肉、休闲食品等各式商品。在生鲜电商产业链中，上游生鲜农产品生产者由各类生鲜（蔬菜水果、肉禽蛋类、水产海鲜、牛奶制品、熟食糕点）生产基地、渠道商、供应商组成。电商平台主要通过两种方式从上游获取产品：（1）买手制——向渠道商、供应商或原产地直接采购产品；（2）自建生产基地。

中游为物流供应商，由平台自建物流体系或经由第三方物流配送。冷链配送方式主要有两种：（1）一段式，即生鲜产品从原产地全程冷链运输至用户手中。（2）二段式，生鲜通过干线冷链，从原产地运输至区域仓储中心，再由支线冷链送至用户家门口，或通过干线冷链从原产地运输至分布式仓储中心，再由众包物流完成最后一公里落地配送。一段式配送成本较高，缺乏灵活性与时效性。二段式配合前置仓或社区门店的仓储可以缩短配送时间，配送成本低，更为灵活。

图2：生鲜电商产业链图谱



数据来源：艾瑞咨询，易观咨询，各公司官网，广发证券发展研究中心

2. 生鲜产品特点：损耗率高、标准化程度低、毛利率低

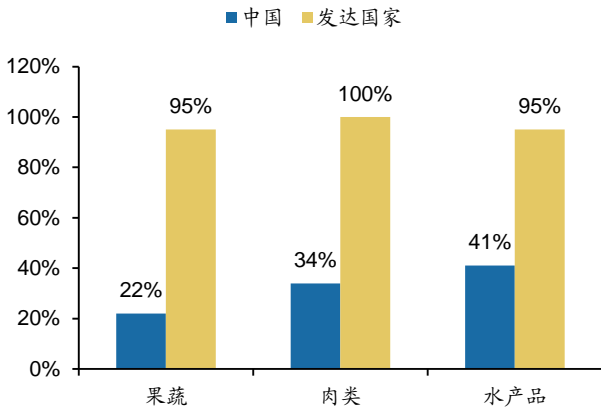
传统的生鲜供应链从生产者到消费者手中，至少要经过产地收购商、产地批发商、物流供应商、销地批发商、零售商，五个环节最终才能到达消费者手中，流通环节过多，生鲜损耗率非常高。

高损耗率：生鲜的损耗来源于四个环节，即自然损耗、分拣损耗、配送损耗、客服损耗。自然损耗发生在产品流通的各个环节，分拣、配送损耗系生鲜流通环节中发生

的损耗。客服损耗系退货或免费赠送生鲜产品的损耗。

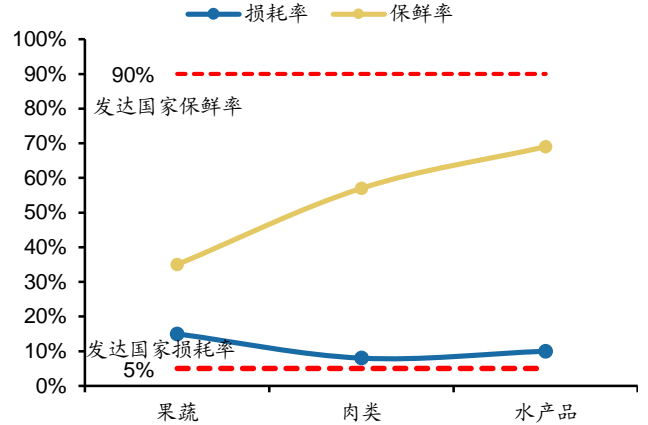
生鲜产品对保存条件要求苛刻，需要保鲜、冷藏、冷冻。我国的冷链运输环节存在明显短板。根据前瞻产业研究院统计，我国果蔬冷链流通率仅为22%，发达国家的果蔬冷链流通率为95%，发达国家的易腐食品综合冷链流通率达85%以上。低冷链流通率导致高损耗率，我国果蔬类损耗率为15%，肉类8%，水产品10%，果蔬保鲜率仅为35%，而国外损耗率平均水平为5%，平均保鲜率为90%。据2018年中国冷藏运输发展座谈会披露，生鲜在运输过程中的年直接经济损失超过700亿元。

图3：2018年中国与发达国家冷链流通率对比（%）



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

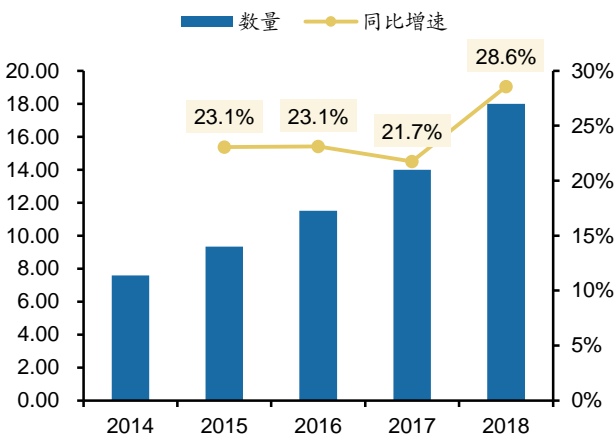
图4：国内外生鲜运输损耗率、保鲜率对比（%）



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

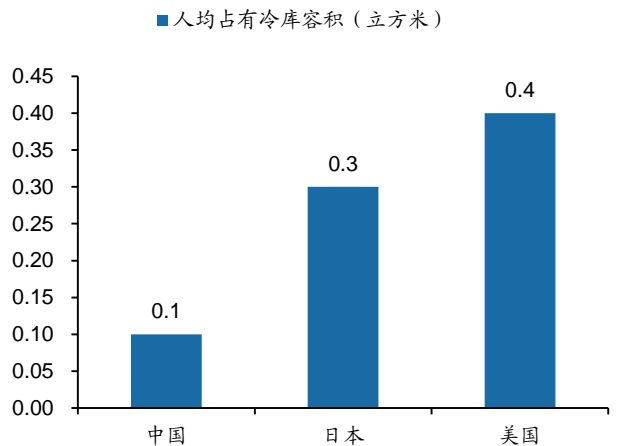
冷链基础设施薄弱是低冷链流通率的主要原因，我国与发达国家之间还存在巨大差距。冷链物流行业最重要的基础设施是冷库（储存）和冷藏车（运输），2018年我国冷库总量达到5238万吨（1.3亿立方米），总量居世界第三，但人均占有冷库容积远低于发达国家，我国为0.1立方米、日本0.3立方米、美国0.4立方米。

图5：2014-2018年中国冷藏车数量（万个）



数据来源：中物联冷链委，广发证券发展研究中心

图6：人均占有冷库容积（立方米）

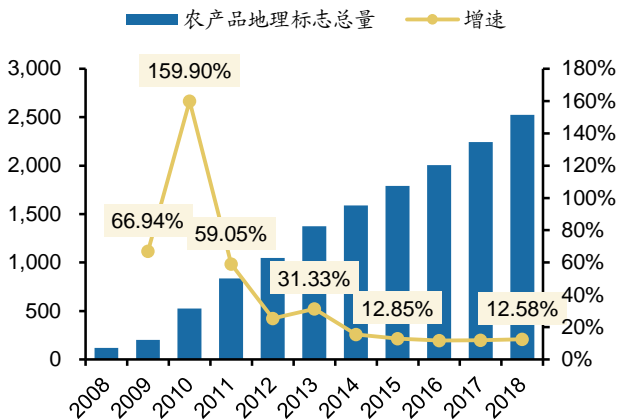


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

冷藏车是冷链运输环节最重要的交通工具，据中物联冷链委统计，截至2018年底，我国冷藏车保有量为18万台，同比增速为28.6%，近五年来保持20%以上的增速，但当前我国人均冷藏车保有量与发达国家也存在差距，仅为日本的1/11。

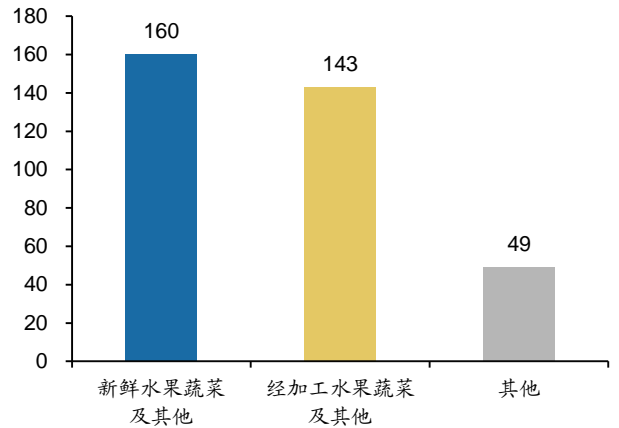
标准化程度低：我国多山地、丘陵地形以及长久以来受小农经济的影响，我国的农业生产以农民个体户生产为主，农业生产集约化程度低，农产品标准化程度低。发达国家则拥有较为成熟、完整的农产品标准体系，涉及播种、收获、上市的全过程。

图7：中国农产品地理标志总量（个）及增速（%）



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

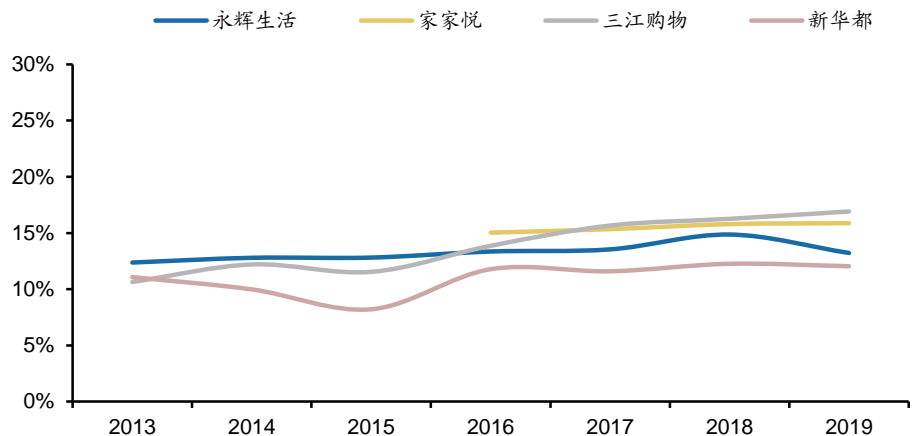
图8：美国《联邦法规法典》农业篇农产品标准数量



数据来源：CNKI，《联邦法规法典》广发证券发展研究中心

毛利率低：由于生鲜属于刚需农产品，且大部分生鲜产品同质化严重，无品质优势，加价空间有限。线下传统商超的生鲜毛利为15%左右，2019年永辉超市生鲜品类毛利率为13.2%，新华都为12%，三江购物和家家悦生鲜品类毛利率较高分别为16.9%和15.9%。

图9：线下商超生鲜品类毛利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

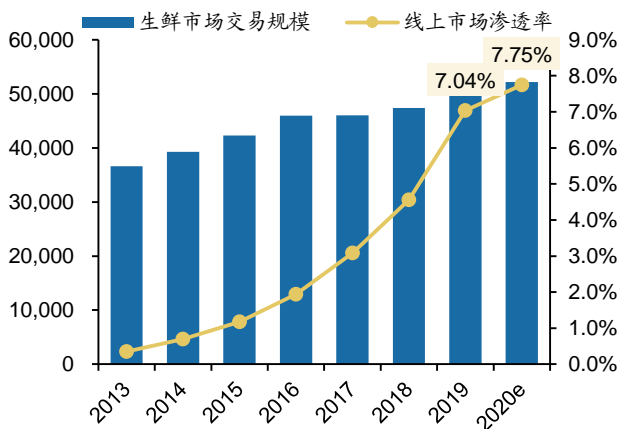
“互联网+”重塑生鲜产业链，O2O实现“货”与“人”的半小时连接。生鲜电商通过B2C平台大大缩短传统供应链长度，包括冷链物流升级，“二段式”（干线运输+落地配）配送，最终通过减少中间流转环节降低损耗率。但“货”与“人”的距离依然远，从原产地发出依然需要多日达才能到达用户，只有高单价的生鲜品类能够覆盖

物流的成本，此时能够线上化的产品种类相对有限，而O2O模式则将“货”与“人”之间的距离拉近在3公里以内，以满足消费者对生鲜的即时性消费需求，另一方面消费端需求的即时反馈也能优化生产、加工、仓储和配送等环节。

3. 生鲜电商市场：线上渗透率仍在低位，极具发展潜力

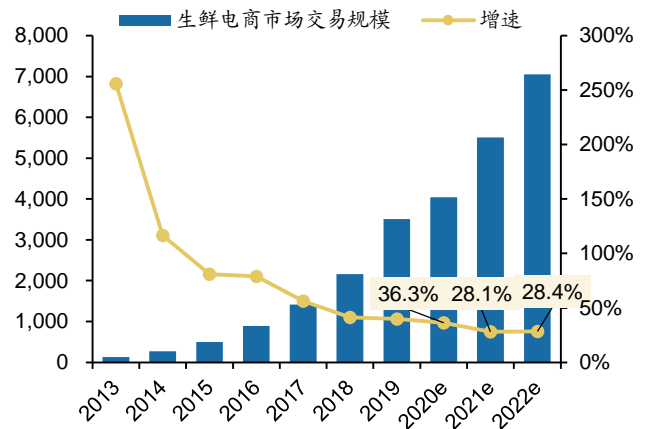
线上渗透率较低，未来有较大提升空间。根据易观数据，中国生鲜市场交易规模在2019年达到4.98万亿元，预计2020年超过5.2万亿，考虑到我国庞大的人口基数与生鲜高频刚需的特性，生鲜行业仍将保持稳定增长，整体市场增速将保持在5%左右。生鲜电商市场在经历了2013~2015年的高速发展阶段以及2016年的倒闭潮之后，市场增速有所放缓。《2019年中国农产品电商发展报告》显示，2019年生鲜电商市场交易规模为3506.08亿元，线上渗透率为7.04%，远低于20年Q1实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重（23.6%），线上生鲜交易渗透率仍有较大提升空间。根据艾瑞《2019年中国生鲜电商行业研究报告》，2020年生鲜电商行业依然会保持高速发展，预计未来三年增长率为36.3%、28.1%、28.4%。

图10：中国生鲜市场交易规模（亿）增速（%）



数据来源：易观咨询，广发证券发展研究中心

图11：中国生鲜电商市场交易规模（亿）及增速（%）

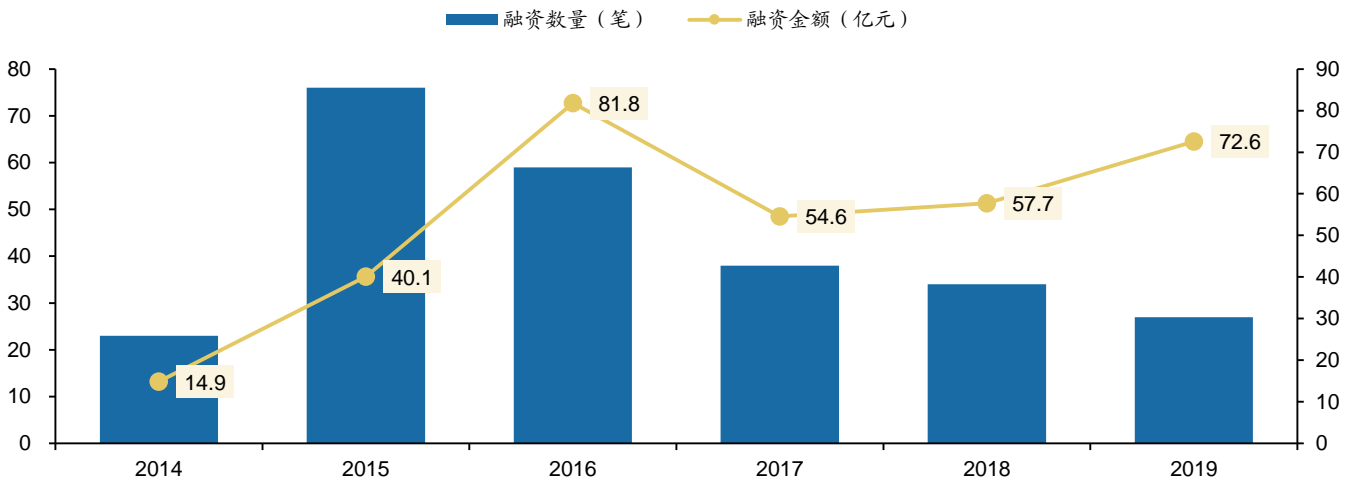


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

从2017年开始，资本的态度趋于谨慎，融资数量和金额双双下降，2017年生鲜电商行业仅实现38笔融资，相比于2016年减少21笔，融资金额为54.6亿元，减少26.5亿元。2018年社区团购平台如雨后春笋般出现，包括十荟团、兴盛优选、食享会、你我您社区购等相继完成融资，带动了融资金额上升，但整体融资数量仍在下降。

经历野蛮生长时期之后，资方对生鲜电商创业公司更为审慎和理性，只有真正优质的项目才能持续得到资本的支持。如每日优鲜在2018年9月获得4.5亿美元战略投资，叮咚买菜在2018年一共获得5轮融资，每轮融资间隔时间不超过2个月，本来生活也在2019年10月获得2亿美元的D轮融资。

图12: 2014年至今生鲜电商的投融资数量和金额(亿元, 笔)

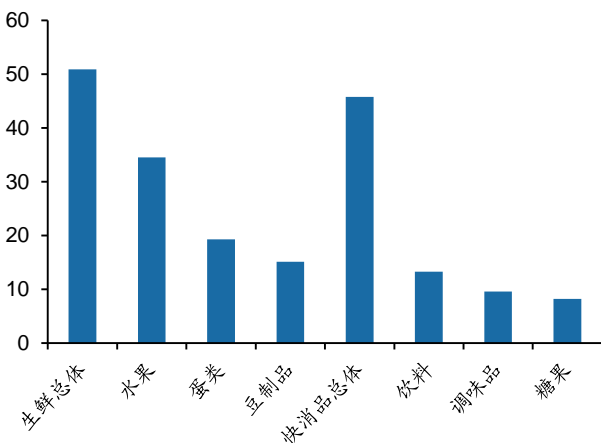


数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

供给端: 农产品市场呈现“供给大于需求”特征, 2019年中国农产品产量为23亿吨, 其中生鲜农产品产量达到13亿吨。国家出台相关政策鼓励农村电子商务的发展, 农产品电商成为2020年“六稳”工作的主要内容之一, 政策支持数字技术与农业产业体系、生产体系、经营体系的融合, 助力生鲜电商的发展。

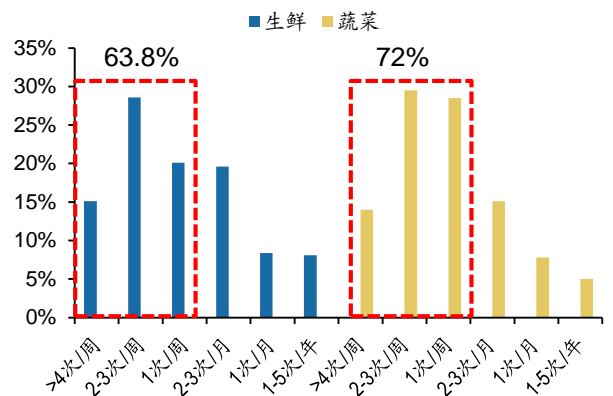
需求端: 生鲜业务高频刚需, 万亿市场可容纳大量玩家。根据中国产业信息网统计, 消费者购买生鲜的总体频次达到50次一年, 高于快消品45.8次一年, 显著高于在线酒店预订、在线旅游半年一次或一年一次的频率, 属于线上渗透率较低的流量入口型业务。生鲜业务无论对于传统线下商超或线上生鲜电商来说, 都是一个优质的高频引流业务。

图13: 消费者购买食品类产品频次(次/年)



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

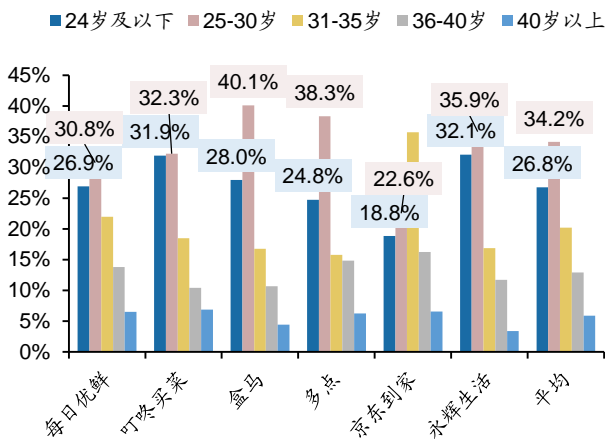
图14: 2018年中国生鲜网购用户购买生鲜、蔬菜频次



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

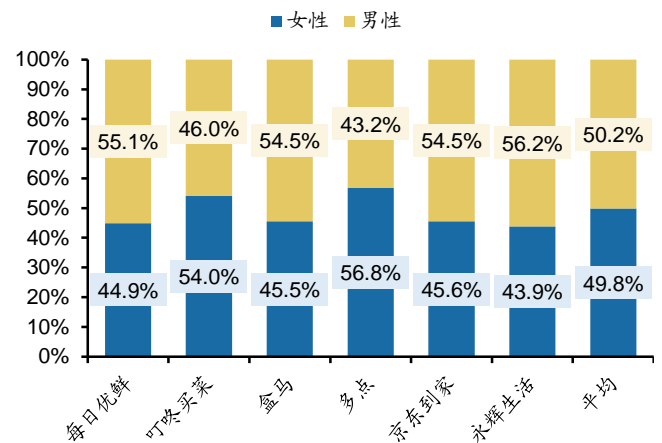
生鲜电商用户特征: 30岁以下年轻人占六成, 男女比例更均衡。根据中国连锁经营协会发布的《2019社区生鲜调研报告》, 主流生鲜消费人群为31-50岁, 占比61%。统计了主流生鲜电商APP的年龄结构和性别比例之后, 我们发现生鲜电商的主要用户为24岁及以下用户和25-30岁用户, 合计占总用户的60.9%。就年龄结构而言, 生鲜电商用户的男女比例相较于主流生鲜消费者的男女比更为均衡, 接近1:1。而主流生鲜消费人群有83%为女性, 这与女性承担较多家务相关。

图15: 主要生鲜APP的用户年龄结构分布



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

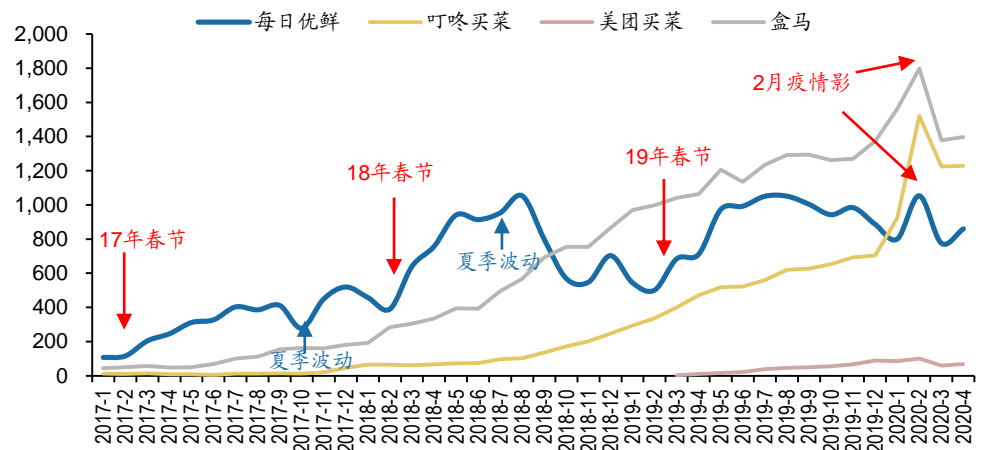
图16: 主要生鲜APP的用户性别分布



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

在疫情影响下，到家需求得到进一步强化。消费者对于生鲜食品的刚需很难通过线下交易完成，因此具有配送服务的生鲜电商就成为解决用户刚需的最佳选择。疫情期间用户在生鲜电商平台购买频率增加，各大APP活跃用户数量上升明显。每日优鲜2月份活数环比上升31.7%，叮咚买菜月活人数环比上升64.8%。疫情也推动生鲜电商进一步触达老年用户，阿里本地生活数据显示，春节期间，“60后”用户线上买菜的订单量翻了四倍；每日优鲜的统计数据显示，春节期间，40岁以上的用户增加了237%，并有90%的中老用户跟儿女学会了下单。疫情培养了部分用户的使用习惯，也使得生鲜电商突破了用户年龄结构的天花板。

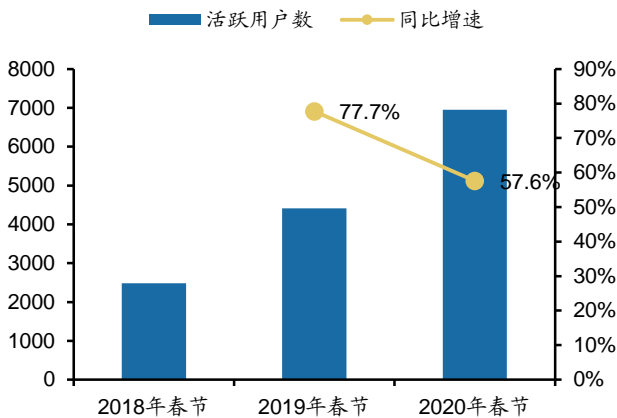
图17: 各大生鲜电商MAU变化



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

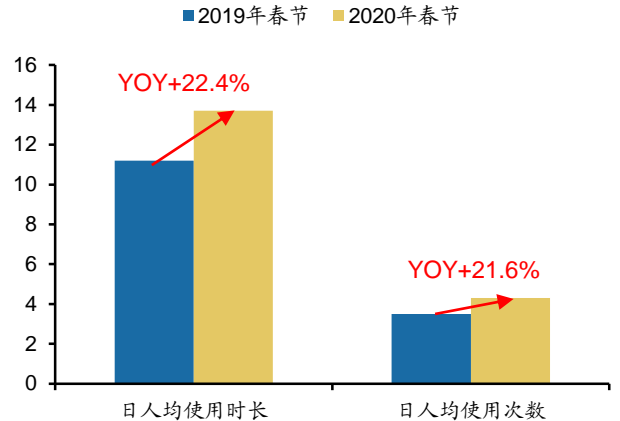
从疫情对生鲜电商的影响来看，根据QuestMobile发布的《2020年到家经济发展研究报告》数据显示，生鲜到家在春节后的一个月MAU接近7000万，去年同期为4400万。同时，日人均使用次数、时长增幅均在20%以上。

图18: 2019~2020年春节期间生鲜电商行业活跃用户规模(万)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图19: 2019~2020年春节期间生鲜电商行业日人均使用次数和日人均使用时长(分钟)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

国家从政策层面大力支持农业及物流发展。近年来,随着国家对农业生产和物流问题的关注,相继出台了推进农村电子商务、农业生产和促进农产品流通的相关政策。

(1) 促进农业品牌体系完善,如2018年7月,农村农业部出台《关于加快推进品牌强农的意见》强调了品牌强农的意义,明确了品牌强农的目标和重要任务。(2) 促进农村电商发展,如2019年5月16日,中共中央办公厅、国务院办公厅出台的《数字乡村发展战略纲要》,对加强农业数字化建设提出指导意见。(3) 促进农村物流发展,2019年1月7日,交通运输部发布《关于推进乡镇服务站建设加快完善农村物流网络节点体系的意见》,提出乡镇运输服务站是农村物流网络节点体系建设的重要内容,加快建设县、乡、村三级农村物流网络节点体系,构建农村物流发展新格局。上游农产品生产以及中游物流环节的改善,也进一步支持了生鲜电商行业的优化与提升。在疫情期间,各地政府都在用直播带货的方式帮助生鲜去库存,截至5月14日,超过180位市县长在拼多多平台进行了100场助农直播,推动农产品加速对接消费者。

表1: 2015年至今生鲜电商行业相关政策

时间	发布单位	政策方向	文件	内容
2015/8/21	商务部等19部委	支持	《关于加快发展农村电子商务的意见》	深化农村流通体制改革,创新农村商业模式,培育和壮大农村电子商务市场主体,发展线上线下融合、覆盖全程、综合配套、安全高效、便捷实惠的现代农村商品流通和服务网络。
2015/9/6	农业部、发改委、商务部	支持	《推进农业电子商务发展行动计划》	提出了发展农业电子商务的指导思想、基本原则、总体目标,并明确了5方面重点任务和20项行动计划
2016/3/17	商务部等6个部门	规范	《全国电子商务物流发展专项规划(2016-2020年)》	为加快电商物流发展,提高流通效率,提出7个主要任务之一:加快中小城市和农村电商物流发展。积极推进电商物流渠道下沉,支持电商物流企业向中小城市和农村延伸服务网络。
2016/11/11	商务部等10个部门	规范	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	提出内贸流通发展目标是现代流通业成为国民经济的战略性支柱产业,并提出9项工作任务和7各方面的保障措施
2016/12/24	商务部、中央网信办、发展改革委	规范	《电子商务“十三五”发展规划》	从电子商务信息基础设施建设、新业态与新市场培育、电子商务要素市场发展和电子商务新秩序建设等四方面共部署了17个专项行动。

2017/4/1	国务院	规范	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	为推动冷链物流行业健康规范发展,保障生鲜农产品和食品消费安全。
2017/9/1	商务部、农业部	支持	《关于深化农商协作大力发展农产品电子商务的的通知》	要求开展农产品出村试点和农产品电子商务标准化试点,加强农产品分等分级、加工包装、物流仓储、冷链等基础设施建设,实施农产品供应链管理。
2017/12/13	商务部等5个部门	支持	《城乡高效配送专项行动计划(2017-2020年)》	通过健全网点、整合资源、应用技术、创新模式,优化工商企业供应链,满足城乡居民的高效物流需求,推动物流配送提质降本增效。
2017/12/22	中共中央办公厅、国务院办公厅	支持	《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略纲要》	深入实施电子商务进农村综合示范,建设具有广泛性的农村电子商务发展基础设施,加快建立健全适应农产品电商发展的标准体系。
2018/1/1	国务院办公厅	支持	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	提出要提高电子商务与快递物流协同发展水平。
2018/5/1	国务院	规范	《快递暂行条例》	旨在促进快递业健康发展,保障快递安全,保护快递用户合法权益,加强对快递业的监督管理。其中,国家鼓励保险公司开发快件损失赔偿责任险种,鼓励经营快递业务的企业投保。
2018/7/1	农村农业部	支持	《关于加快推进品牌强农的意见》	强调了品牌强农的意义,明确了品牌强农的目标和重要任务,为全国农业品牌发展指明了方向。
2019/1/7	交通运输部	支持	《关于推进乡镇服务站建设加快完善农村物流网络节点体系的意见》	乡镇运输服务站是农村物流网络节点体系建设的重要内容,加快建设县、乡、村三级农村物流网络节点体系,构建农村物流发展新格局。
2019/5/16	中共中央办公厅、国务院办公厅	支持	《数字乡村发展战略纲要》	提出数字乡村建设2020年、2025年、2035年、2050年四个阶段的发展目标,催生了中国数字农产品电商时代的到来。
2019/8/27	国务院办公厅	支持	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	提出完善农产品物流体系,加大加工集配设施建设力度,拓宽线上线下销售渠道。
2019/12/26	农业农村部等4部委	支持	《关于实施“互联网+”农产品出村进城工程的指导意见》	农产品电商成为2020年“六稳”工作的主要内容之一,规划在2年时间内,开展100个试点县,“十四五”期间,完成农业县全覆盖。
2020/1/2	中共中央办公厅、国务院办公厅	支持	《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康》	电商扶贫受到社会重视,提升农民收入和奔小康是农业产业升级和转型的必然要求。
2020/1/20	农业农村部等	支持	《数字农业农村发展规划(2019-2025)》	有利支撑数字乡村战略实施,数字技术与农业产业体系、生产体系、经营体系加快融合。
2020/6/1	财政部、商务部、国务院扶贫办	支持	《关于做好2020年电子商务进农村综合示范工作的通知》	促进形成农产品进城和工业品下乡畅通、线上线下融合、涉农商品和服务消费双升级的农产品流通体系和现代农村市场体系,培育一批各具特色、经验可复制推广的示范县。
2020/6/2	发改委、委、交通运输部	支持	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	推动降低物流制度、要素、税费、信息、联运、综合成本

2020/6/5	发改委等 12 个部门	支持	《关于进一步优化发展环境促进生鲜农产品流通的实施意见》	通过破除政策障碍、补齐流通短板，激发市场主体发展活力，促进包括民营企业在内的各类企业提质壮大升级，提高生鲜农产品流通行业健康发展。
----------	-------------	----	-----------------------------	-------------------------------------------------------------------

数据来源：国务院、商务部、农业部等官网，广发证券发展研究中心

（二）主要参与方&竞争格局：纵横延伸百舸争流，巨头布局雏形初现

按公司演变划分，生鲜电商的主要参与玩家包括以下类型：

- （1）传统综合电商业业务延伸，如京东生鲜、天猫生鲜以及阿里孵化的盒马鲜生，因平台积累流量，具有较强品牌和技术优势，但配送成本高，资金投入大；
- （2）垂直生鲜电商创业公司，如传统垂直生鲜电商天天果园、沱沱工社、本来生活，关注细分领域，可精准挖掘客户需求；
- （3）物流公司开展生鲜业务，属于垂直生鲜电商一部分，如顺丰快递的顺丰优选、依托EMS的极速鲜，可利用自身物流资源自建冷链系统，但缺乏电商运营经验、渠道单一、选品数量和种类较少、价格过高；

图20：生鲜电商市场参与主要玩家



数据来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心

- （4）线下商超、社区生鲜店、菜市场的线上化，如永辉生活、大润发优鲜，可利用其积累的供应链把控能力、采购成本规模化以及线下流量的优势，但自建平台线上流量不足；

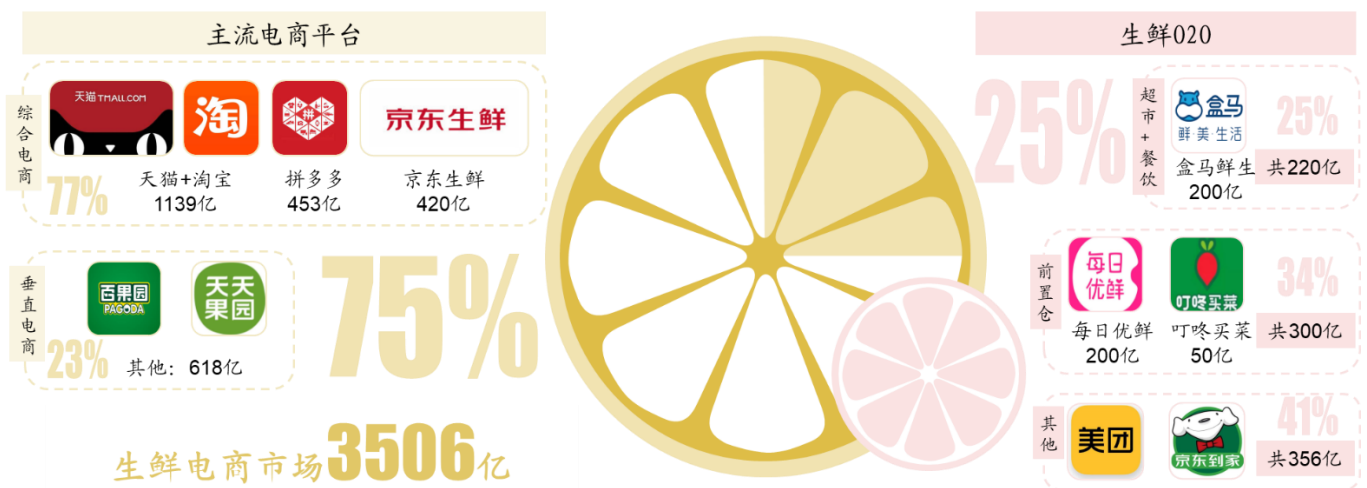
(5) **本地O2O综合服务商**，如美团买菜、京东到家，拥有线上流量的优势，为传统商超提供平台、履约服务、技术赋能，劣势是平台缺少把控能力；

(6) **新型创业公司**，如新型模式下的每日优鲜、叮咚买菜、十荟团、食享会等，优势是克服了传统生鲜电商模式的痛点，缺点是商业模式还处于验证阶段，盈利模式尚未跑通。我们认为，未来的市场将会是各种模式并存，全国性与区域性生鲜电商并存的情况。

市场竞争格局初步确立。根据易观《2020年生鲜电商市场年度分析》，B2C生鲜市场中主流电商平台销售额占比74.8%，生鲜O2O平台销售额占比25.2%。其中综合电商平台淘宝、天猫、京东、拼多多，根据各平台生鲜占总交易额的比重，估算综合电商平台的生鲜交易规模。生鲜O2O的交易规模占生鲜电商市场的25%，其中前置仓模式的交易规模约占生鲜O2O市场的34%，“超市+餐饮”模式约占25%。

生鲜电商行业头部效应逐渐凸显。从需求端来看，头部生鲜电商的品质、服务更稳定，在月活数量、用户粘性方面与腰部玩家逐渐拉开差距。从供给端来看，头部玩家具有持续的供应链打造能力，各项资源也会优先向头部生鲜电商平台倾斜。

图21：生鲜电商市场竞争格局



数据来源：易观咨询，广发证券发展研究中心

(三) 发展历程：从垂直平台到 O2O 融合，生鲜电商试错前行

按照商业模式的演变划分，生鲜电商行业经历了垂直类生鲜电商萌芽期、新模式探索期和O2O模式融合发展期三个阶段。

垂直类生鲜电商萌芽期 (2005-2012)，改变传统生鲜零售。2005年10月诞生了第一个生鲜电商品牌易果网。易果网的上线，标志着生鲜品类首次触网。2008年传统水果连锁店百果园首次登录线上，2010年中粮我买网、天天果园也相继成立。2012年本来生活主打的“褚橙进京”引起轰动，同年顺丰优选、京东生鲜上线，从此生鲜电商逐渐进入人们的视野，因此2012年也被称为生鲜电商发展元年。此时，以水果为主要产品的垂直类生鲜电商还尚未涉及蔬菜、肉禽蛋等品类。

图22: 生鲜电商行业发展历程



数据来源: 艾瑞咨询, 艾媒咨询, 易观咨询, 广发证券发展研究中心

萌芽阶段各垂直类平台商品同质化严重。不同平台售卖的水果, 来自同一产地, 拥有同样品质, 只是名字存在差别。且生鲜电商很难控制上游供应, 难以采购到差异化产品建立竞争壁垒。在萌芽阶段, 生鲜电商市场规模较小, 据测算2009年生鲜电商的总体销售额不超过5000万。该阶段的商业模式为城市中心大仓模式, 即生鲜产品直接从城市中心仓送到最终客户手中, 因此物流配送模式一般是当天下单, 次日到达。由于互联网技术和物流水平的制约, 该阶段发展缓慢。

新模式探索期(2013-2015), 头部电商巨头入局, 新模式百花齐放。2013-2014年, 生鲜电商开始受到资本方的高度关注, 1号店、苏宁开始涉足生鲜电商, 同时阿里、京东等电商巨头纷纷入局。2013年易果生鲜首次获得阿里巴巴数千万美元的战略投资, 2015年5月天天果园获得京东领投的7000万美元C轮融资, 双方达成“战略性的、全天候的”合作。同年11月, 腾讯投资领投每日优鲜2亿元的B轮融资。大型电商平台和资本巨头的入局, 带动了新一轮生鲜电商发展的热潮。

2014-2015年, 受本地生活O2O服务快速发展的影响, 生鲜O2O平台集中诞生, 如爱鲜蜂、社区001、多点Dmall、许鲜等。据统计, 2015年新成立的生鲜电商有260余家。该阶段垂直类生鲜电商的商业模式仍然以城市中心大仓模式为主, 后期出现了以每日优鲜为代表的前置仓模式, 通过“分布式囤货+短半径运输”, 较之以“中心仓囤货+长半径运输”降低近50%的履约成本, 物流配送最快可2小时达。该阶段的品类由水果逐渐扩展到了肉禽蛋、水产海鲜, 品类逐渐丰富, 但仍鲜少涉及蔬菜。

O2O模式融合发展期(2016年至今)。2016年是生鲜电商行业发展的转折点, 大量中小型生鲜电商企业倒闭或被并购。2017-2018年市场又有一批中小生鲜电商如许鲜网、买菜邦等被淘汰出局, 剩下的玩家要么是经历了洗牌依然坚挺被市场所看好, 要么是以新模式、新业态切入这个赛道的新玩家。

2016年至今, 主流生鲜O2O模式包括前置仓模式、平台模式、社区拼团模式、超市到家模式, 以及以盒马鲜生为代表的“超市+餐饮”模式。市场细分明显, 前置仓模式

主要集中于一二线发达城市，覆盖人群对时效性和产品品质要求较高。社区拼团模式布局低线城市，覆盖人群对价格敏感度高，时效性要求低。该阶段的品类也比之前更加丰富，不再局限于农产品，日用品、休闲零食也有覆盖。

表2：2016-2019年主要生鲜电商玩家的负面事件梳理

事件发生时间	公司	成立时间	投资方	经营模式	事件
2016年4月	美味七七	2011/2	亚马逊	垂直生鲜电商	倒闭
2016年5月	拼好货	2015/4	红杉资本 腾讯投资	C2B 模式的水果拼单社交分享电商	刷单和关闭加盟站
2016年6月	本来便利	2012/4	明德投资 高榕资本	到店+线上生鲜电商	APP 被暂停
2016年8月	爱鲜蜂	2014/5	中商惠民网	以共享经济为基础的 1 小时速达掌上便利店	裁员风波
2016年8月	青年菜君	2014/1	策源创投 真格基金	O2O 模式的网上卖菜服务平台	清算
2016年9月	壹桌网	2015/4	锆明投资	高端生鲜电商（江浙沪地区）	倒闭，壹桌 App 重新孵化
2016年12月	一米鲜	2014/9	百果园	水果生鲜电商	被百果园收购
2016年12月	食行生鲜	2009/9	易果生鲜 苏高新创投	线上订购、线下智能冷柜自提	撤离帝都
2017年8月	许鲜网	2014/4	IDG 辰海资本	水果生鲜电商	清算
2017年12月	新味	2013/9	晨兴资本 今日资本	西餐制作、食材配送网站	关闭业务
2018年12月	三刻 321cooking	2016/5	Bits Bites	半成品生鲜配送平台	关闭业务
2019年4月	小象生鲜	2016/4	美团	线下到店+线上电商的 O2O	宣布关闭无锡及常州两地的 5 家门店
2019年5月	鲜生友请	2017/3		线下社区生鲜连锁超市运营商	涉嫌非法吸收公众存款，关闭门店
2019年10月	迷你生鲜	2017/11		会员制水果生鲜电商	经营不善、长期亏损，暂停营业
2019年11月	鲜来多	2018/1	启明创投 高瓴资本	社交电商平台	京东撤资，资金链断裂
2019年11月	妙生活	2015/4	今日资本	水果生鲜电商	集中关店，被曝资金链问题
2019年12月	吉及鲜	2017/5	襄禾资本	O2O 生鲜 30 分钟配送	融资失败，店铺关门
2019年12月	我厨	2014/12	集富亚洲 远景万方	全品类生鲜电商	官网和 APP 暂停服务
2019年12月	易果生鲜	2007/2	阿里巴巴	中高端垂直电商	被列为被执行人，裁员 90%

数据来源：it桔子，广发证券发展研究中心

随着各大资本巨头入局生鲜市场，前置仓、到家+到店、社区拼团等新模式相继出现，物流等基础设施的建设进一步加强，生鲜O2O市场仍处于发展阶段，行业未来仍有很大成长空间，未来或许会出现成熟的盈利模式将改变整个市场。

由于生鲜市场需求极其分散、地域差距大、供应链难以把控的特点，现在还未出现能一口吃下生鲜市场的玩家。我们认为只有巨头能持续性投入，加速生鲜市场数字化推进，才有望吃下市场的头部份额。巨头的入局，也让生鲜供应链布局越来越深，依靠数据驱动提升行业全链条效率，最终摊薄成本，跑通盈利模型成为可能。

阿里加码入局，形成多元零售矩阵。阿里凭借长期积淀的零售基因，以“自营+投资”合作的模式拓展生鲜电商的版图，覆盖日常、中高端、农产品等细分领域：自营有天猫生鲜，定位大众日常生鲜需求；喵生鲜，定位中高端市场，以高品质进口产品为主；淘乡甜，主打国内优质农产品。在生鲜O2O领域主要布局有平台模式的饿了么，打造赋能商户销售能力最大化的横向生态；“到家+到店”模式的盒马鲜生，构建社区生鲜消费的多场景和供应链上下游闭环。阿里在生鲜行业的布局精准定位多个消费群体，满足不同消费者的细分需求，产生阿里生态的联动效应。

腾讯参股投资，快速引入营销流量。与阿里自营打法不同，腾讯不直接自营或接管生鲜电商，而是通过投资的方式进行布局，通过参股投资成为头部玩家的背后支柱。腾讯投资了京东、美团、永辉超市、每日优鲜等公司，覆盖综合电商、本地生活平台、零售商超、生鲜O2O多个领域，输出新零售门店数字化方向的能力，共享QQ、微信APP的海量流量，引流社交及线上流量，输送优质顾客。同时腾讯依靠海量用户资源，为其投资的公司提供全流程产品工具、精准营销等一系列解决方案，帮助洞察用户行为，优化用户消费体验。

图23：阿里巴巴和腾讯生鲜行业布局



数据来源：Wind、IT 桔子，广发证券发展研究中心

(四) O2O 生鲜模式完成迭代，前置仓盈利局部跑通，具备规模化潜力

生鲜O2O模式各有优缺点，都旨在解决传统生鲜电商冷链物流成本过高，配送时间长的问题。

生鲜O2O模式可以分为三大类：到家+到店模式（“超市+餐饮”模式、“超市到家”模式）、社区拼团模式、到家模式（平台模式、前置仓模式）。他们的共同优势都在于更靠近用户，不论是前置仓、前店后仓门店、社区拼团都带来了两个改变：

(1) 实现1小时达或半小时达，保证生鲜的新鲜度和时效性，拉近了人和货的距离。

(2) 通过区域落地配送与分布式仓储的结合，解决生鲜冷链配送问题，大大降低物流成本，使得低毛利蔬菜蛋肉的线上销售成为可能。

1. 到家+到店——“超市+餐饮”模式：线下餐饮服务引流，线上订单突破坪效

“到家+到店”模式是指，用户可以到店消费，同时商户支持线上购物与配送，主要分化出以盒马鲜生为代表的“超市+餐饮”模式，以及传统零售商超的“超市到家”模式。

盒马鲜生首创“超市+餐饮”模式。2015年3月，前京东到家项目负责人的侯毅离开京东以后创办了盒马鲜生，定位中高端年轻用户，以独特的“超市+餐饮”体验开创了一种新兴零售商业模式。

盒马鲜生在城市核心商圈布局门店，并以线下门店为中心，前端设置消费区，后端设置仓储配送区，门店面积多在5000平米左右，同时承载超市、餐饮、物流、体验与粉丝运营五大功能，形成“一店二仓五中心”的功能体系。线下提供餐饮和超市双重体验，门店海鲜为主的餐饮区约占三分之一面积。截至2020年4月，盒马鲜生的门店数量已经达到210家，主要布局在一线城市与新一线城市，其中上海的门店数量最多有39家，北京有26家门店。

图24：盒马鲜生线下门店全国分布图



数据来源：盒马官网，第一财经城线分类，广发证券发展研究中心

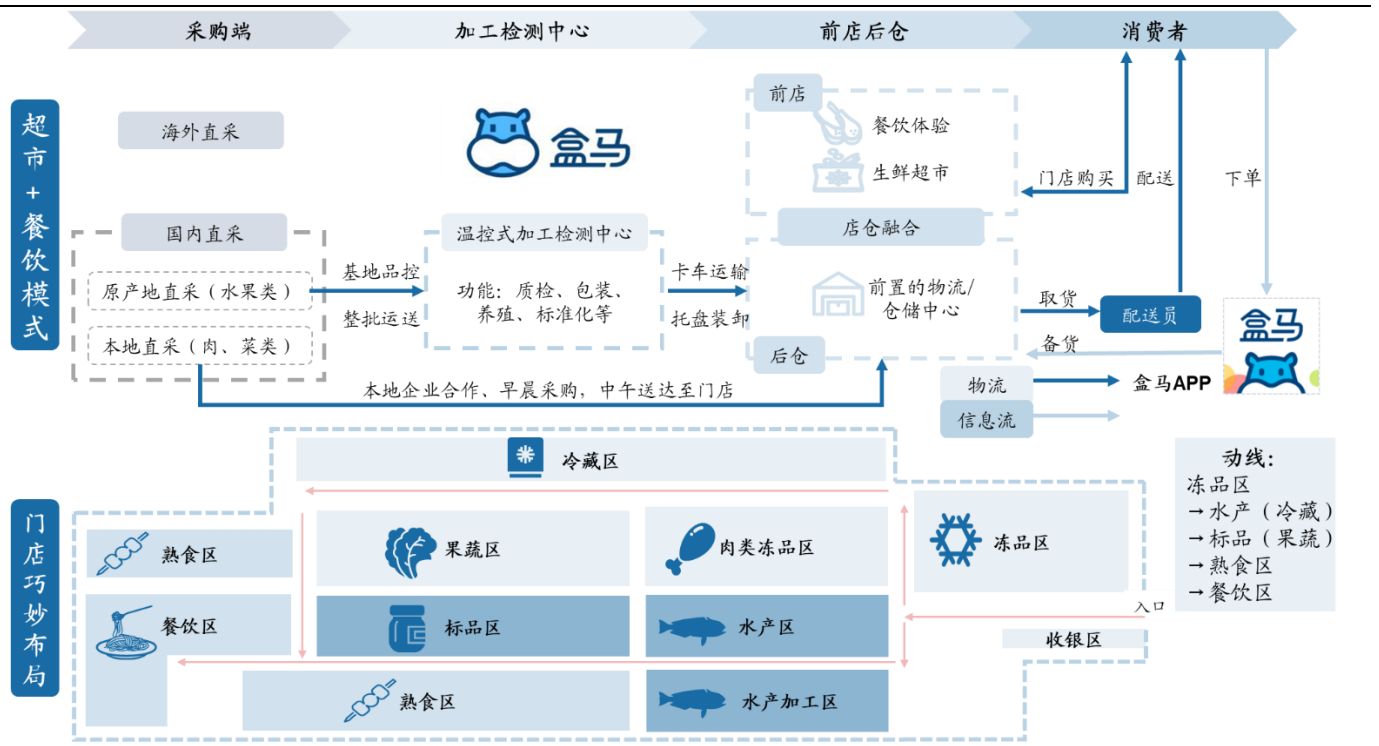
线下门店提供体验消费，为线上引流和品质背书。2019年盒马鲜生的四个经营目标为：线上交易大于线下；线上每天需要实现单店5000单以上；APP能够自己独立生存，不需要其他流量支持；冷链物流成本可控范围内做到30分钟达。作为生鲜O2O的新业态，线下门店以消费体验为主，门店精选高品质海鲜、精致熟食、新鲜果蔬，让用户对商品的品质产生信任，并只接受盒马APP结账，以实现低成本地将线下流量引流至线上的效果。30分钟送达服务可覆盖周边3公里用户。盒马CEO侯毅曾在阿里巴巴2019全球投资者大会上表示，盒马鲜生线上、线下销售占比分别为60%和40%。

阿里生态支持。在产品采购方面，盒马鲜生接管了易果生鲜搭建的供应链系统，可从海内外原产地直采生鲜产品。在大数据分析方面，盒马与淘宝、支付宝账号互通，可获取海量消费数据以及物流数据。另外阿里系本地生活APP矩阵为盒马提供

线上流量：淘宝一级界面、支付宝、饿了么商超便利频道都提供了盒马鲜生入口。
精准流量运营，增加转化率与复购率。盒马线下门店价格定位比一般超市要高，走精品超市路线，增加线下流量的转化率，同时线下服务获得中高端年轻人群的信任后，为其提供线上服务，增加线上复购率。

软硬件升级，降低履约成本。线下门店前店后仓，将门店为中心的3公里半径范围划分为6个配送区域，合单集中配送，骑手按照系统规划的路径与顺序完成配送，保证配送时效。骑手只需配备可循环利用的冰袋、保温箱即可完成全冷链配送，降低“最后一公里”的配送成本。在库存管理上，仓配售一体系统，实现线上线下数据互通，实时显示库存情况，保证线上线下的每一单都不会缺货。在拣货效率上，悬挂链系统与智能化分拣系统、自助扫描系统，使得配货效率大大提升。门店综合效率的提升带动整体履约成本的降低。

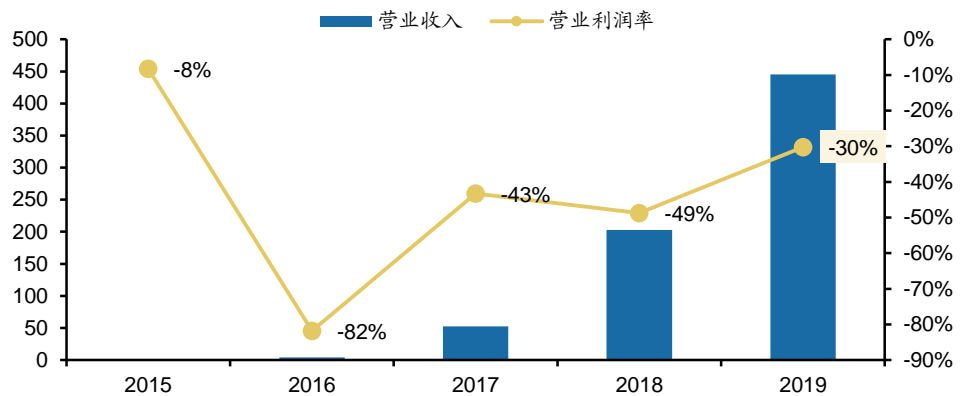
图25：盒马鲜生“超市+餐饮”模式及门店布局图



数据来源：盒马官网、联商网，广发证券发展研究中心

盒马模式重，运营成本高，还未实现盈利。公开资料显示，盒马成熟店铺的线上日订单量为5000单，平均客单价70元，线下日订单量为3000单，平均客单价130元，综合坪效最高可达到6万每平方米。但成熟店铺只能在部分一二线城市实现，还无法在低线城市以及一二线城市郊区批量复制。系盒马模式资产过重，前期需要投入大量的门店建设成本，开店后的固定摊销成本、人工成本高，整体还未实现盈利。根据阿里财报预测，2019年盒马的营业利润率为-30%。

图26: 盒马鲜生的营业收入(百万) 营业利润率(%)



数据来源: 阿里公司财报, 广发证券发展研究中心

探索基于不同消费场景的零售形态, 2016年12月盒马鲜生第二代“盒马集市”在上海八佰伴开业, 定位一站式生活服务中心, 相比于传统的盒马鲜生, 盒马集市的面积更大, 品类更丰富。2017-2018年是盒马快速发展的阶段, 2019年开店速度有所放缓, 并进行了更多形态的尝试, 2019年6月在盒马鲜生的基础上增加盒马mini、盒马小站、盒马F2、盒马菜市, 形成“一大四小”的门店矩阵。2019年年底, 侯毅宣布盒马将重点发展盒马mini, 目标完成全国范围内100家mini店和100家盒马鲜生标准店。相比于盒马鲜生标准店, 盒马mini的门店面积在500-1000平方米, SKU在3000-3500个, 可覆盖更多人口密度较低的商圈, 提供1.5公里内到家配送服务, 满足社区消费者“一日三餐”的需求, 较盒马鲜生门店投入更低, 回报周期也会更短。

表3: 盒马基于场景的多形态零售链

业态	开业时间	特点	场景	目标群体	图示
盒马鲜生	2016年1月	超市+餐饮; 主要业态, 面积5000平方米	核心商圈、CBD	一二线城市中高收入人群	
盒马集市	2016年12月	二代店, 面积大于1万平方米, 产品种类丰富	核心商圈、CBD	一二线城市中高收入人群	
盒马F2	2017年12月	便利店形式, 面积500平方米	办公楼商圈	商务白领	
盒小马	2018年6月	与大润发共同打造, 面积800平方米	城市郊区、村镇	社区居民	
盒马菜市	2019年3月	散装菜品、肉类, 面积2000平方米	城市社区、郊区	社区居民	
盒马小站	2019年5月	前置仓模式, 面积300平方米	城区网络覆盖和补充	城郊居民	
盒马mini	2019年6月	社区超市, 面积500平方米	城市社区、郊区、镇县	社区居民	

数据来源: 36氪、亿欧网、盒马官网, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2. “超市到家”模式：凭借线下积累优势，自建平台开展到家业务

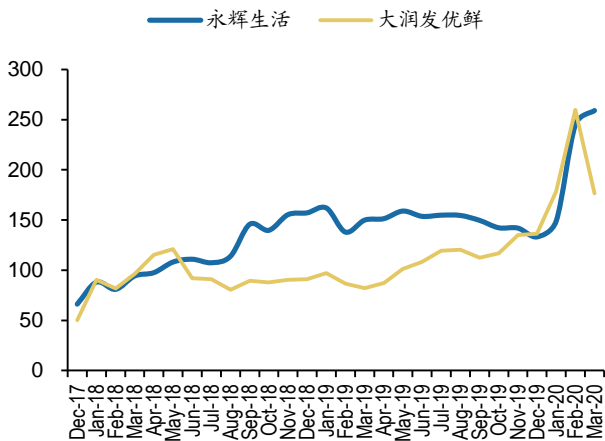
传统零售商超两种模式探索到家业务，在门店基础上，零售商超发展到家业务有两种方式：（1）与第三方平台合作；（2）自建电商平台。前者在后文也会提到，存在平台与商超数据未打通，库存不准确，下单后无货的情况。后者是指传统零售商超自建线上平台，例如“永辉生活”、“大润发优鲜”等APP，由自有人员配送，实现配送范围内30分钟送达或1小时达。从2019年年末开始，商超到家业务开始发力，月活数量增速明显。

生鲜产品具有易损耗、非标准等特点导致互联网公司在供应链、采购、运营等环节存在劣势，但这恰恰是传统生鲜商超的优势。以永辉超市为例，多年源头采购和供应链经营积累下来的经验，形成了生鲜领域的领先优势，2019年生鲜收入占总营收的43.5%，位于上市商超公司首位。同时永辉超市通过与源头供应商达成战略合作，提升公司重点单品差异化竞争力和品类定制化能力，保证生鲜品类的毛利率。受疫情的影响，传统的线下商场也开始加速布局线上业务。春节期间，华润万家线上销售额和订单量同比增长5倍，步步高超市到家业务环比增长3倍，永辉超市到家服务全国订单量春节期间首次突破30万单。

“超市到家”模式优势：（1）SKU数量相比前置仓更丰富；（2）长时间积累的供应链把控能力，具有规模化优势；（3）线下商超门店进行商品展示，本身具备客流优势；（4）可门店自提以降低配送成本。

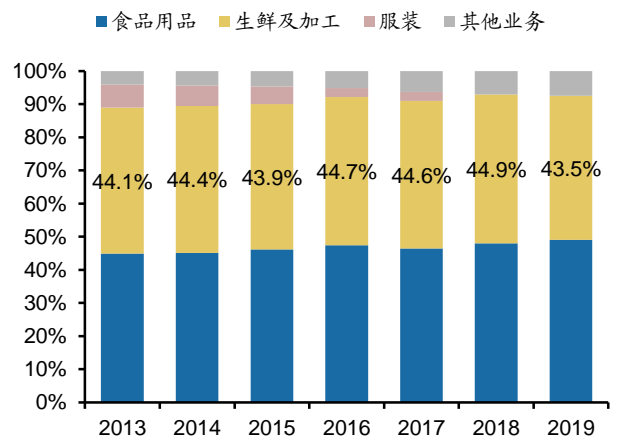
劣势：（1）自建电商平台存在线上流量不足，粘性不足的劣势。

图27：永辉生活、大润发优鲜APP月活人数（万）



数据来源：QuestMolibe，广发证券发展研究中心

图28：永辉超市营业收入结构（%）



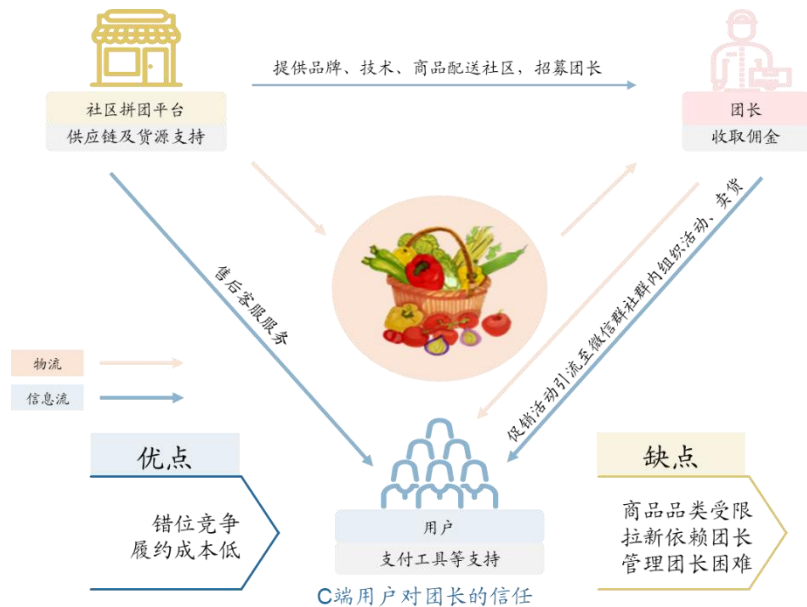
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 社区拼团模式：团长拉新引流，平台供货配送，履约成本具有优势

生鲜电商的社区拼团模式兴起于2018年，因效率高、履约成本低，受到资本的追捧。2018年8月，十荟团、你我您社区购、邻邻壹分别获得了数千万的天使轮融资，2019年8月十荟团与你我您社区购合并，并在2020年1月获得了愉悦资本与阿里巴巴投资的8830万A轮融资。食享会在2019年12月获得了腾讯领投的数千万B+轮融资。在疫情期间因封闭式管理等防控措施的实行，线上下单，以小区为单位收货成为居民购买生活必需品的一种方式。疫情期间，社区拼团商家订单暴涨，这类服务平台也迎来了积累用户的窗口期。

社区拼团是以熟人和轻社交为纽带，依托微信群等社交工具发展而来的新型生鲜电商模式。由于同住一个社区存在信任基础，该模式依靠社区熟人之间的用户裂变获取流量。运行模式为：一个社区招募一名团长，由团长负责社区内的促销、社群管理活动，以佣金的方式对团长进行激励。采用预售模式，由团长在微信群里面分享购买链接，用户通过链接下单后，社区拼团公司根据预售信息完成物流配送环节，将订购的商品配送到社区指定地点，由团长负责最后一公里的配送分发，可实现今日下单，次日到。在前端供应链环节，社区拼团有两种采购模式：自采模式和平台模式，预售生鲜对自采模式的库存优化十分明显。社区拼团成本由三部分组成：上游产品成本、中游仓储运输成本、下游履约成本。据36氪报道，搜农坊履约成本占营收18%左右，其中包括10%团长佣金，8%末端仓储及履约成本。社区拼团模式更适合在三四线城市发展，与前置仓模式形成错位竞争。社区拼团的劣势在于：商品丰富程度受限；销售拉新过于依赖团长，缺乏完善的团长管理经验。

图29：社区拼团商业模式



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

4. 到家—平台模式：中心化流量平台聚合本地生鲜商户

平台模式是指生鲜电商作为一个本地生鲜商户的聚合平台，通过与线下商超、生鲜店和便利店等合作，用户可以在平台购买生鲜、零食、日用品，并由平台为用户提供配送服务的模式。平台模式多在一二线城市，商品品类丰富，SKU数量在上万级，代表平台有：京东到家、美团、饿了么、淘鲜达、多点。京东到家、美团、饿了么作为流量型平台，拥有线上流量的优势，其主要作用在于整合商家资源，以收取佣金和配送费盈利。淘鲜达和多点与商超深度合作，对商超投入商业运营系统并对传统商业门店进行数字化深度整合，以加强对商家的管控。

平台模式优势包括：（1）帮助商户实现数字化升级改造，整体投入小，按照平台撮合交易额抽取佣金，以及收取提供配送服务的分成；

劣势为：（1）平台作为第三方与线下商家合作，无法把控产品质量；（2）对平台流量规模和用户粘性要求较高；（3）服务费率提升难度较大，商户粘性较低。

表4: O2O生鲜平台主要公司

指标	京东到家	饿了么 (商超频道)	美团 (商超频道)	淘鲜达	多点
上线时间	2015年4月	2015年5月	2015年6月	2017年4月	2015年4月
平台入口	App、微信小程序	饿了么一级入口、微信小程序	美团外卖一级入口、美团一级入口、大众点评二级入口、微信小程序	淘宝一级入口	App、微信小程序
接入超市品牌	大小商超: 永辉、沃尔玛、华润万家、步步高、步高等	大小商超: 大润发、欧尚、三江、新华都、中百超市等	大小商超: 世纪联华、家乐福、苏果、乐购、卜蜂莲花等	23个零售商超品牌合作: 大润发、欧尚、新华都、三江购物等	100余家大零售商合作: 物美、世纪联华、步步高、永旺等

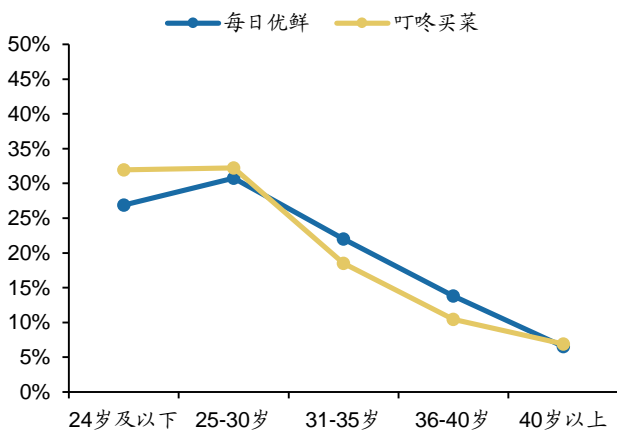
数据来源: 各大公司官网, 广发证券发展研究中心

5. 到家模式—前置仓模式: 二级分布式仓储体系, 降低配送成本

商业模式: “城市分选中心+前置仓”。前置仓模式是在城市中心仓基础上, 在社区周边建立具备冷冻、冷藏功能的“社区前置仓”, 形成二级分布式仓储体系, 每个前置仓可以覆盖半径三公里区域。前置仓一般根据订单密度选址在合适的商圈和社区。商品在城市分选中心仓经过拆包、质检、加工、包装等环节后, 被分配到各个前置仓, 前置仓负责短存、拣货、包装, 并完成最后三公里的配送, 通过干线冷链和落地宅配保证全程冷链运输。

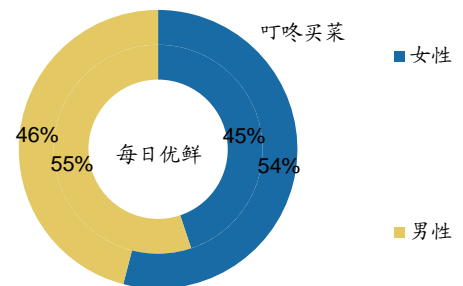
前置仓半小时或一小时达, 提升用户体验。前置仓可覆盖社区3km区域, 将中心仓配送至用户的时间缩短到“半小时达”, 提升配送时效, 在保证生鲜产品质量的基础上, 获得用户信任。中心仓模式下, 如需保证服务品质, ToC的配送往往需要冷库车完成, 成本较高。前置仓模式下, 生鲜产品先由冷库车配送到前置仓, 这一步是点对点的集约化运输, 随后从前置仓到用户, 因为配送距离近, 时间短, 由配送小哥即可完成, 这使得“从城市中心仓到用户家”的配送总成本下降。

图30: 每日优鲜、叮咚买菜适用人群年龄占比 (%)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图31: 每日优鲜、叮咚买菜适用人群性别占比 (%)



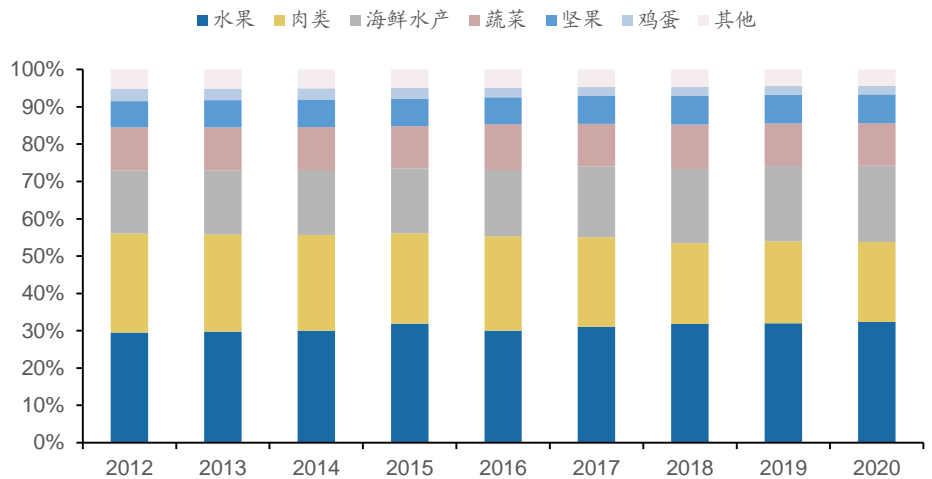
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

前置仓模式的消费主力军为90后, 适合对于便利性要求较高、生活节奏较快的用户群体。生鲜电商用户集中在24-35岁, 以每日优鲜为例, 其定位的目标用户是80、90、00后群体, 这一群体更加注重生活品质, 对价格不敏感, 更追求时效性、便利性。根据艾瑞咨询数据, 每日优鲜24岁及以下用户占比为26.91%, 25-30岁占比30.77%, 叮咚买菜24岁及以下用户占比为31.94%, 25-30岁占比32.25%。叮咚买菜用户中女

性用户占比高于每日优鲜9.15pct，系叮咚买菜定位于提供一日三餐所需食材的线上菜市场，女性用户比例更高。

前置仓市场的代表企业：有每日优鲜、叮咚买菜、美团买菜、朴朴超市，统计数据显示，中国生鲜零售消费品类结构中水果品类占生鲜零售消费总额的30%左右，其次是肉类、海鲜、蔬菜分别占20%、20%以及10%。基于不同品类，不同公司的打法有所不同，每日优鲜以水果为切入点，叮咚买菜和美团买菜以餐桌食材（肉菜蛋奶）为切入点，与比水果相比，消费者购买蔬菜的频次更高。截至2020年5月，叮咚买菜前置仓数量为500+，每日优鲜为1700+，美团买菜为140+。

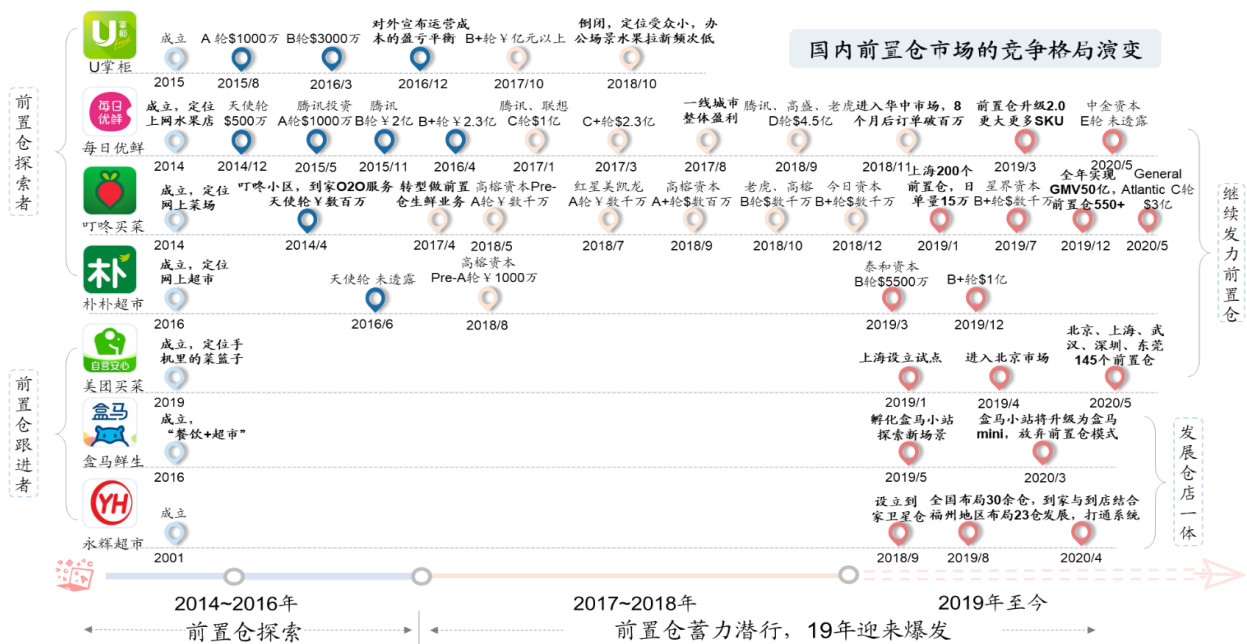
图32：2012-2020年中国生鲜零售消费品类结构（百万人民币）



数据来源：易观咨询，广发证券发展研究中心

美团买菜后期入局，已成为前置仓市场主要玩家之一。2014-2016为前置仓探索期，老牌前置仓玩家有U掌柜、每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市，2018年U掌柜因定位受众小，办公场景水果频次低而倒闭，剩下三个玩家成为前置仓市场的主力。

图33：国内前置仓市场主要玩家的竞争格局演变



数据来源：U掌柜、每日优鲜、叮咚买菜、美团买菜、盒马生鲜官网，广发证券发展研究中心

2017~2018年，前置仓蓄力潜行，19年迎来爆发，19年集中入局前置仓的大型玩家有美团买菜、盒马鲜生、永辉超市，后两者因具有线下门店的优势，未来不会重点发展前置仓模式，而美团买菜则进入前置仓主力阵营。

(1) 每日优鲜：主打高品质水果，前置仓模式的先驱者

作为前置仓模式的先驱每日优鲜成立于2014年11月，由徐正和曾斌创立。2015年获得腾讯A轮1000万美元的融资后，于2015年11月正式在北京望京上线了第一个2小时极速达前置仓。2016年3月，每日优鲜APP正式上线，同年12月每日优鲜MAU位居生鲜电商第一，营收年同比增长527%。2017年11月，每日优鲜将2小时极速达缩短为1小时。2018年，每日优鲜宣布在北京地区实现了盈亏平衡，并且维持了接近一整年的正现金流增长。2019年2月，每日优鲜上线前置仓2.0版本，相比于1.0版本，仓库面积、SKU数量都增加一倍。

作为前置仓扩张速度最快的公司，每日优鲜已在全国21个城市，布局了1700+个前置仓和1300个服务站。我们认为每日优鲜的优势包括：**用户运营能力**：每日优鲜通过与腾讯合作，依靠微信社交营销，通过用户拉新、社群裂变来降低线上流量获取成本，并以会员制、社交化分享来维持用户的稳定性。**供应链能力**：在供应链方面，每日优鲜拥有全国统采供应链，已实现80%商品直采，压缩流通链条，规模化采购获得议价优势，其商品采购相比其他玩家拥有10%-15%的成本优势。**选品能力**：在选品方面，每日优鲜遵循“宽品类、精选品、小规格”的思路，雇佣专业买手团队在全球原产地直采，保证产品品质与多样化。并开发“享安心”、“在家吃饭”、“每日系列”等自有品牌，旨在为用户提供更多高质量差异化选品。后端依靠前置仓的精细化运营，智能补货系统降低损耗率。

图34：每日优鲜的前置仓商业模式和历史融资情况



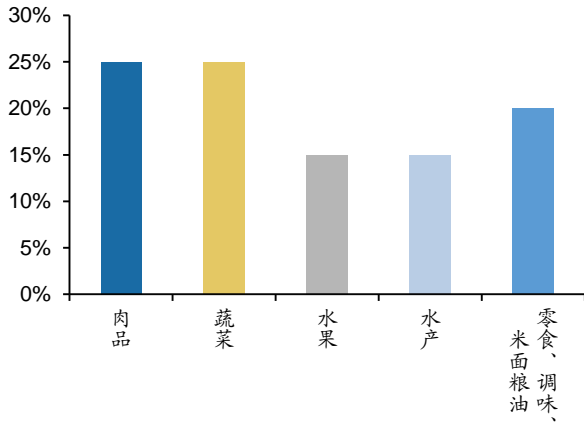
数据来源：每日优鲜官网，广发证券发展研究中心

(2) 叮咚买菜：主打高频叶菜，前置仓模式的后起之秀

叮咚买菜主打“线上菜市场”，前置仓模式有力竞争者。叮咚买菜于2017年5月上线，以蔬菜为切入点，为消费者提供三餐所需生鲜的一站式购物体验。叮咚买菜的选品逻辑是服务大厨房场景下的用户需求，品类结构类似餐桌上的食材结构：肉品和蔬菜各占20%，水果和水产各占10%，零食、调味品、米面粮油占20%+。叮

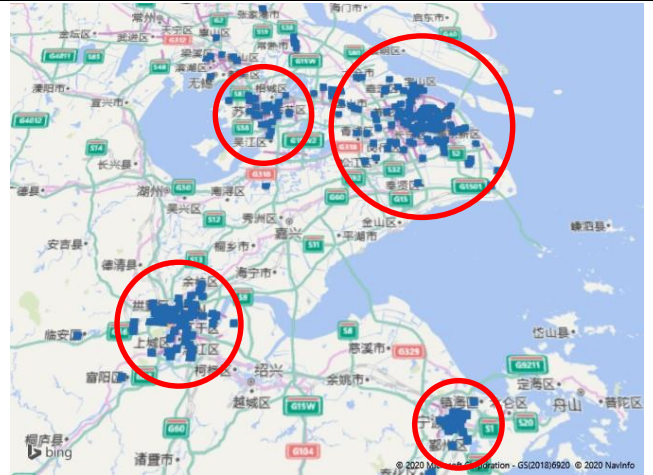
叮咚买菜在上海、杭州、苏州、深圳等市场都深受用户青睐，日订单量超过60万，次月复购率超过60%。截至2019年底，共有550个前置仓，一半在上海，江浙各100多个，深圳40个。2014年成立以来，叮咚买菜一共获得7轮融资，包括今日资本、红杉资本、老虎基金等实力强劲的投资。

图35: 叮咚买菜品类结构 (%)



数据来源: 草根调研, 广发证券发展研究中心

图36: 叮咚买菜长三角地区分布图



数据来源: 叮咚买菜, 百度地图, 广发证券发展研究中心
注: 由百度地图搜索得, 可能不完整

表5: 叮咚买菜的发展历程: 从社区到家服务到生鲜前置仓的扩张

时间	相关事件
2014年3月	上海壹佰米网络科技有限公司成立, 叮咚小区 APP 上线。
2014年4月	获得涌金集团、好未来集团 (NYSE: TAL) 的天使轮投资
2014年7月	首个叮咚线下服务站建在了用户家门口, 在全球率先提出了“即需即达”的快递服务, 也成为中国最早的社区前置仓。
2017年5月	成功转型在家庭买菜业务上, “叮咚小区”更名为“叮咚买菜”, 最快 29 分钟到家。
2018年5月	获得高榕资本领投的 pre-A 轮融资。
2018年7月	获得红星美凯龙、达晨创投的 A 轮融资
2018年9月	获得高榕资本领投的 A+轮融资。
2018年10月	叮咚买菜共 119 个线下服务站, 服务上海大部分社区。 成功获得高榕资本、Tiger 老虎基金(中国)、琥珀资本的 B 轮融资
2018年12月	获得今日资本、红杉资本、鸥翎投资、CMC 资本 B+轮融资
2019年3月	日单量突破 20 万单, 被上海商务委评为 2018-2019 年度电子商务示范企业
2019年5月	叮咚买菜共 345 个线下服务站
2019年7月	获得星界资本 (领投)、CMC 资本 (华人文化产业投资基金)、启明创投、BAI 贝塔斯曼亚洲投资基金、龙湖资本 B+轮融资
2020年3月	叮咚买菜进军北京

数据来源: 叮咚买菜官网, 广发证券发展研究中心

从选品到用户体验叮咚买菜打造“线上菜市场”。从产品的品类构成来看, 叮咚买菜肉、蔬菜占比约50%, 水果水产占比20%, 接近菜市场业态。从用户体验来看, 叮咚买菜在下单时会询问是否需要送葱, 购买活鲜的时候可提供现杀服务, 为消费者提

供传统菜场购物体验。从增值服务来看，叮咚买菜也出售加工后的净菜、半成品，通过包装、清洗产生服务溢价，提升毛利率。叮咚买菜去年毛利率已达到31%+，春节时毛利率在32%左右。

上线两年单月营收达到7亿，成行业发展最快公司。2019年叮咚买菜的GMV为60亿，2020年春节GMV比去年春节增长8~10倍，客单价由60元提升至100元。春节前客单价为60元，毛利率可以达到31%。根据草根调研获悉，单个前置仓日单量达到1000单可实现盈亏平衡，成熟的前置仓年GMV可以达到2000-3000万。根据测算，当日单量1000的情况下，在疫情期间，客单价升至100元左右，每单毛利率31%，每单利润率为12%。

表6: 叮咚买菜的单仓经济模型

单仓财务指标	1000单	1500单	1000单	1500单
客单价(元)	60	60	100	100
营业收入(税后,元)	55046	82569	91000	137615
毛利(元)	17064	26422	28210	44037
毛利率(%)	31%	32%	31%	32%
折扣优惠(%)	5%	5%	3%	3%
履约成本(%)	26%	23%	16%	14%
——大仓和分选中心成本(%)	6%	6%	4%	4%
——前置仓成本(%)	10%	7%	6%	4%
——配送成本(%)	10%	10%	6%	6%
利润(元)	0	3715.6	10920.0	21330.3
利润率(%)	0%	4.50%	12.00%	15.50%

数据来源: 草根调研, 广发证券发展研究中心

从经济模型来看，大仓和分选中心成本、前置仓成本、每单配送成本在单量一定时，客单价越高，利润率越高。大仓在成本一定的情况下承担更多订单量，自动化流水线、干线物流的规划更合理，提高满载率，可进一步降低大仓和分选中心成本占比。前置仓提升配送人效，降低每单配送人力成本，平时配送人效为每日70单，今年春节峰值可达到100单。

精准营销获客，重产品研发运营保证复购率。叮咚买菜通过在“妈妈帮”上投放广告，精准营销获得目标用户，并辅之以红包分享的用户拉新裂变模式获客。大量投入产品的研发运营、保障品质、送达时间以及品类的确定性，从而取得用户信任，提升复购率。据叮咚买菜创始人、CEO梁昌霖透露叮咚买菜的复购率在27个月、28个月后接近50%。

6. 拆解O2O模式盈利公式: 利润=用户数量×客单价×购买频率×毛利率—运营成本, 我们可以梳理O2O模式盈利驱动指标如下:

(1) 获客能力: 用户数量由用户定位决定, 由线上线用户构成。用户定位决定了用户数量的天花板, 转化率决定了目标用户转化为购买用户的比例。我们分别用线上线用户的获客能力来评价用户数量这一指标。

(2) 盈利能力: 客单价= $\sum \text{单价}_i \times \text{SKU}_i$, 单价和SKU数量双因素驱动客单价的提

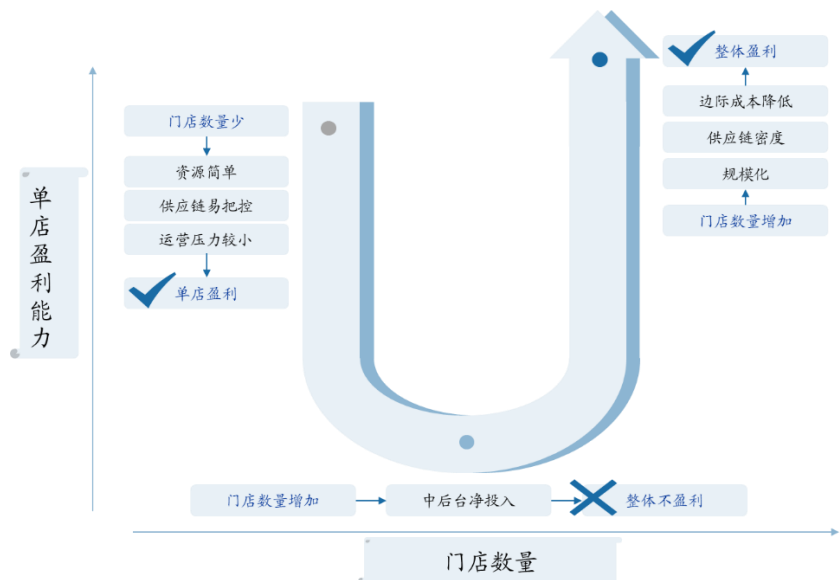
升。单价决定了商品的利润空间，高频低价商品引流，低频高价商品拉高整体单价水平。提供商品的SKU数量越多，用户选择的商品越丰富，可提高用户单次购买商品件数。我们用盈利能力来评价客单价这一指标。

(3) 履约能力：用户购买频率很大程度上是由用户的购买体验决定，服务及产品的体验决定了用户是否会复购，任何一个环节的短板都足以劝退忠诚度不高的生鲜消费者，我们可以用履约能力和供应链能力来评价购买频率这一指标。

(4) 供应链能力：毛利率的高低受采购成本以及定价策略影响。规模化采购可降低产品成本，因此供应链能力对毛利率的提升至关重要。其次，产品定价受营销策略影响，因为在营销拉新过程中产生的销售折让会直接冲减收入，进而拉低毛利率，但是这种行为一般是短期的，与公司推广策略有关，我们不以长期指标来评价短期行为。

(5) 规模化能力：运营成本包括前置仓或门店履约成本、中心仓成本以及总部分摊成本。运营成本具有规模效应，运营和供应链的投入随着规模化而产生边际成本递减的效应。

图37: 生鲜前置仓的“U型”盈利模型



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

O2O模式综合比较：前置仓模式评分更高。我们选取上述获客能力、盈利能力、履约能力、供应链能力以及规模化能力的指标对五种O2O模式进行评估，以坪效衡量单位盈利能力，到店+餐饮模式坪效最高，根据阿里巴巴年报，盒马的坪效为传统超市的5倍。成本方面，轻资产的平台模式与社区拼团模式更具有优势，线上与线下获客能力最强的是超市+餐饮模式，传统商超在供应链上优势无法撼动，小而轻的前置仓更容易实现规模化，综合来看，前置仓模式更具优势。

图38: O2O生鲜模式的比较

	获客能力	盈利能力	履约能力	供应链能力	规模化能力	总计
到家—前置仓模式 自如安心 每日优鲜	★★★★	★★★★★	★★★★★ 即配保障到家服务	★★★★	★★★★★ 开仓成本低	★20
到家到店— “超市+餐饮”模式 盒马 17/618 七鲜 自如安心	★★★★★	★★★★★ 坪效为超市5倍	★★★★★	★★★★★	★	★19
到家到店— “超市+到家”模式 大润发 优鲜 618 618	★★★	★★★★	★★★★	★★★★★ 供应链积累	★★★	★15
到家-平台模式 618 618 美团 安心购鲜月	★★★★★ 平台流量	★★★	★★★★	★	★★★★★	★14
社区拼团模式 十荟团 食享会 叮咚买菜	★	★	★	★★★	★★★★	★8

数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

前置仓模式与“到家+餐饮”模式比较: 暗仓明店, 成本流量之争

前置仓模式优势在于, 开仓难度低于门店, 节省了店面租金、员工成本, 可以快速开仓, 实现区域规模优势, 核心逻辑是在非街边店铺开设低成本前置仓, 舍弃线下流量, 只保留线上流量。与之相对应, 盒马模式则保留了线下门店的两大价值:

- (1) 使消费者快速建立对品牌认知;
- (2) 线下流量成本低。

前置仓模式劣势在于: (1) 缺乏线下门店的引流功能, 完全依靠线上流量, 需要不断地促销、烧钱拉新才能维持一定的销售; (2) 仓库规模受限, 生鲜品类的SKU数量有限, 库存量也相对固定, 导致订单数量的天花板低; (3) 前置仓模式开仓成本低, 并非长期壁垒。盒马模式资产过重, 前期门店投入以及超市运营的人力成本较高, 门店覆盖的人群以及线上扩充的用户能否支撑店铺流转存疑。

前置仓模式发展逻辑:

(1) **以精准的用户定位, 选择合适的商品。** 生鲜业务本质是本地业务, 决定了即便是扩展线上业务, 一个前置仓或一个门店能够覆盖的流量总数是有限的, 且并不是所有人都需要到家服务, 因此需要考虑如何在有限的用户数量里实现数量最大化。无论是纯线上的前置仓模式, 还是盒马模式, 其选址在人口密度较大的一二线城市, 就决定了订单密度是实现高坪效的关键。每日优鲜的做法是, 以精品果蔬吸引80、90后。这样做的优势在于, 以精准的用户定位, 选择适合的产品组合, 不追求SKU的数量, 而追求SKU数量与质量的平衡, 以形成自己独特的优势。

(2) **加强履约、供应链能力, 保障用户体验, 提升复购率。** 生鲜电商的用户普遍忠诚度较低, 商家能否给用户带来高质量的生鲜产品以及稳定的到家服务, 关系到能否有效降低客户流失率。稳定的到家服务与强履约能力相关, 供应链能力则确保了产品的品质。每日优鲜的自有品牌“每日系列”以及盒马鲜生“日日鲜”自有品牌, 用户只能在每日优鲜或盒马上购买到自有品牌的商品, 在其他地方买不到, 一旦商品足够优质, 就可以吸引用户多次重复购买并提升客单价。比如朴朴超市的配送员

主动帮用户倒垃圾，也是一种用户体验的提升。

(3) 以差异化的选品，提升客单价。客单价对能否盈利是十分重要的，根据公开资料，通常完成一单线上配送的履约成本为10-12元，由于生鲜本身是低毛利、高频产品，只卖生鲜客单价上不去，只有利用生鲜的高频，让用户在购买生鲜的同时再购买额外的高毛利产品，提升整体客单价才有盈利的可能。

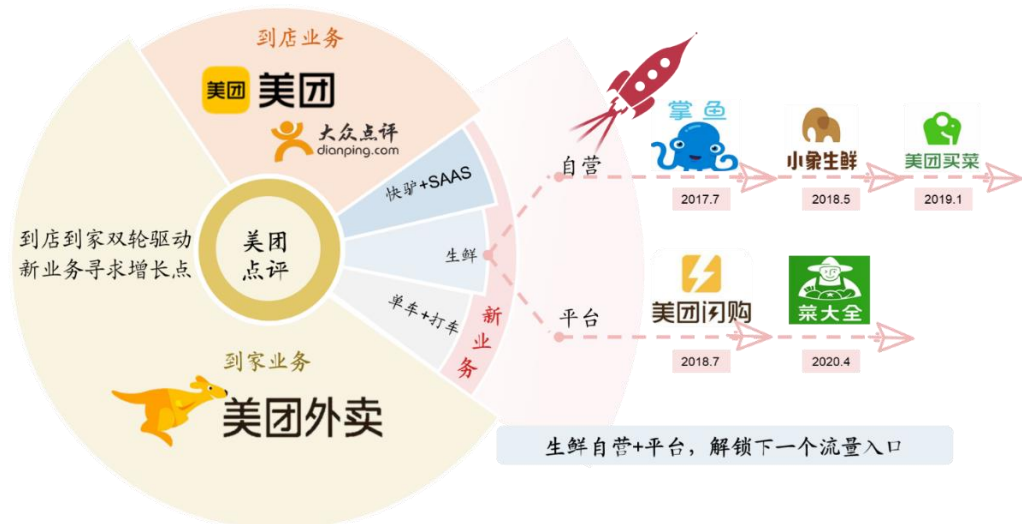
(4) 以精细化的运营，降低成本，提升毛利率。O2O生鲜电商本质还是重线下运营的业务，互联网只是起到赋能零售作用，通过大数据、数字化技术，对生鲜零售的全过程进行升级优化，对线上线下服务体验、现代物流进行深度融合，并带来线上流量。线下的门店管理、采购、配送全环节都是需要精细运营，但是在供应链数字化的搭建、冷链物流体系的建设，都需要大量资金支持，单店依靠门店管理跑通盈利模型，再依靠规模效应摊平供应链、物流成本，最终获得整体盈利。

二、“平台+自营”双管齐下，美团积极布局生鲜赛道

(一) 生态协同，地利人和，美团发展生鲜业务的必然性

“Food”战略的合理延伸，打造全方位的生活服务平台。美团践行“帮助大家吃得更好，生活得更好”的企业使命，全力打造中国领先的本地服务电商平台。生鲜作为“吃”中不可缺少的环节之一，发展美团买菜业务与美团的战略理念契合，从熟食外卖到生鲜，从餐桌到厨房，全方位渗透“Food”产业链。

图39：美团点评在生鲜领域的业务布局 and 探索



数据来源：美团点评官网，美团闪购官网，广发证券发展研究中心

1. 美团入局O2O生鲜业务的发展需求和既有优势

(1) 从发展需求来看，首先，美团的交易用户数量20Q1已达4.5亿，但增速下降至8.9%，距离头部互联网公司用户规模仍有一定差距，生鲜消费是本地生活最重要的场景扩充，不仅可以带来新增用户，同时可提高存量用户的下单频次。其次，从潜在空间来看，生鲜市场的整体规模是餐饮市场的1.5倍，且具有线上化率低、不存在绝对垄断玩家的特征，足以成为美团的增长第三极。最后，从生态评估来看，具备高频、刚需特征的生鲜是竞争对手最可能实现“弯道超车”的赛道，对公司的到家业务

产生威胁。所以，美团发展O2O生鲜无论作为“FOOD”战略的延伸，为长期增长奠定基础，还是巩固既有“到家”生态，防止竞对的赶超，都具有必然性。

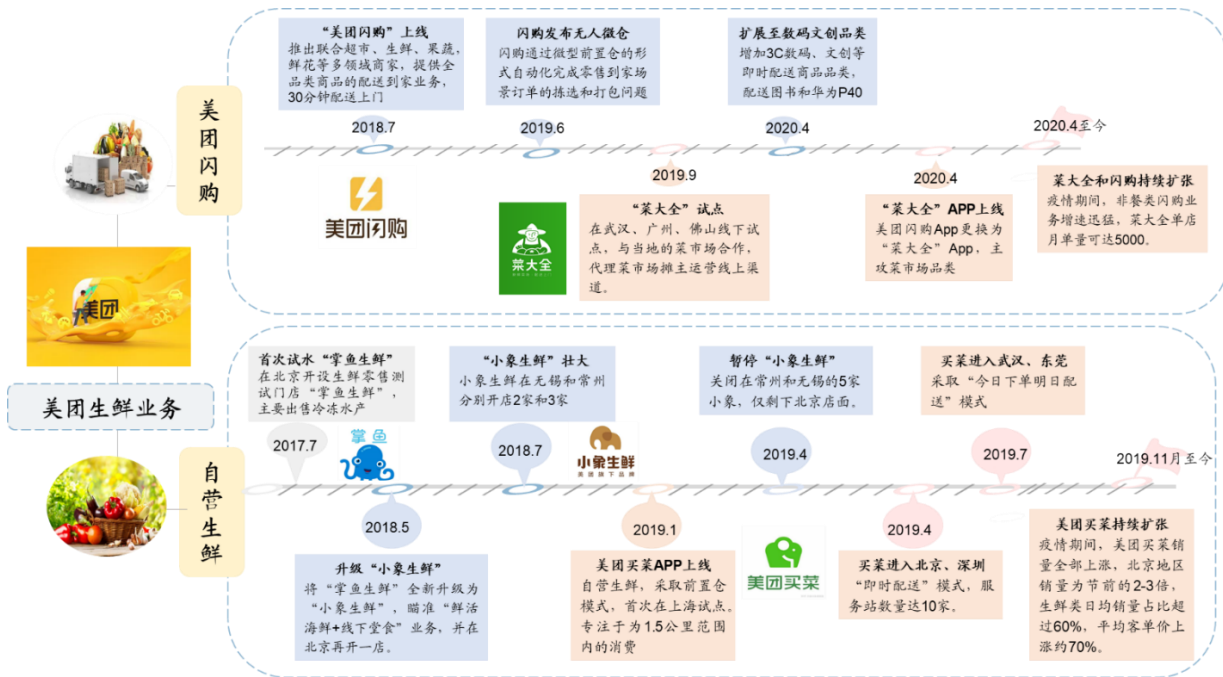
(2)从既有优势来看，首先，美团拥有中国最大的即时配送网络（日活骑手数量超过百万），同时具备智能路径规划技术和调度系统以确保服务准时高效，可以作为下单高峰期的运力补充，保障自营生鲜的履约能力。其次，美团充沛的流量体系可以支撑平台型生鲜业务拓展，同时能有效降低自营生鲜的前期获客成本。最后，在前置仓选址方面，依托美团和大众点评的海量消费数据积累，综合分析各地区周边人群的消费水平、线上下单习惯、口味倾向等，以帮助自营生鲜实现用户精准定位。

2. “自营+平台”探索O2O生鲜业务

(1)自营生鲜：美团在2017年推出掌鱼生鲜，售卖冷冻水产，模仿盒马鲜生“到店+到家”的模式的基础上主打“鲜活海鲜配送+线下堂食+半成品”开启了自营生鲜业务，2018年升级为小象生鲜。运营一年后，因业务ROI低于预期和门店经营成本过高便暂时收缩“小象生鲜”业务。在小象生鲜初次尝试失败以及对O2O生鲜市场深入分析后，2019年初上线自营前置仓模式“美团买菜”，开启布局前置仓。

(2)平台模式：美团在2015年开始与头部便利店、生鲜商家达成合作，并于2018年开启“美团闪购”业务，为线下商铺提供到家配送服务，收取信息服务费和配送费。2020年4月美团闪购APP升级为“菜大全”，主攻菜市场品类，数字化升级传统菜市场。

图40：美团生鲜业务发展历程



数据来源：美团闪购官网、美团小象官网、美团买菜官网、36氪，广发证券发展研究中心

(二) 美团闪购：非餐占比持续提升，平台模式分享生态红利

1. 美团整合非餐饮外送业务，推出“美团闪购”平台

2018年7月，美团正式推出非餐配送业务“美团闪购”，该业务联合超市、生鲜、果蔬、鲜花等多领域商家，提供全品类商品的配送到家业务，力求在30分钟配送上门并实现24小时不间断配送。美团闪购以美团外卖APP和“菜大全”APP(原“美团闪购”APP)

为主要入口。线下配送体系已覆盖全国2500个市县，采用统一配送系统、智能算法结合客户情况进行最短时间的派送。

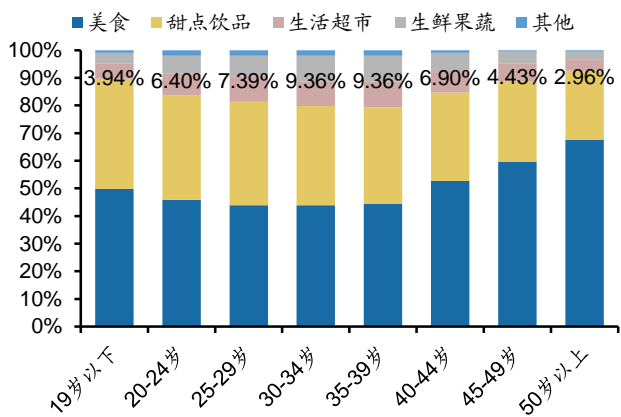
图41：美团配送网络覆盖品类和商家



数据来源：美团点评官网，美团闪购官网，广发证券发展研究中心

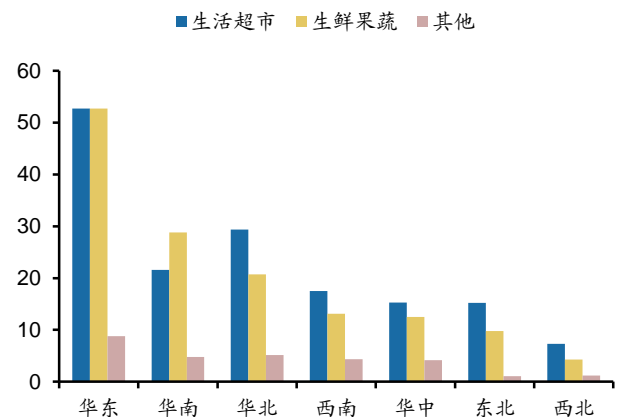
非餐配送品类范围广，生鲜、便利店品类发展迅速。非餐配送是生活消费市场的重要组成部分，美团闪购业务在2015年涉足医药领域，后续与生鲜、便利店头部商家达成深度合作，并在2020年首创配送书籍和3C电子产品。根据美团研究院发布报告显示，2019年前三季度，全国非餐外卖日均单量达到330万单，占总单量的13%。从性别结构来看，女性生鲜品类外送订单量占比为9%，男性占比为6%。从年龄结构来看，30-34岁和35-39岁购买生鲜品类订单量占比最高。20年疫情也加速孵化非餐配送市场。根据美团外卖发布的《无接触配送报告》，2020年1月26日~2月8日期间，闪购平台米面粮油、调味品、生鲜果蔬等品类的商品销售额较去年同比增长400%。

图42：不同年龄段的外卖订单品类结构（%）



数据来源：美团外卖研究院，广发证券发展研究中心

图43：全国各地非餐外卖的日均单量（万单/天）



数据来源：美团外卖研究院，广发证券发展研究中心

2. 菜大全App完成升级，分享菜市场数字化升级红利

2019下半年“菜大全”开始在武汉、广州、佛山线下试点，与当地的菜市场合作，提供线上代运营和即时配送服务，2020年4月7日，美团闪购App升级为“菜大全”App，着力当地传统菜市场线上化升级，根据用户定位，匹配最近距离的菜场和配送服务站，满足其生鲜采购需求。

图44: 菜大全APP介绍

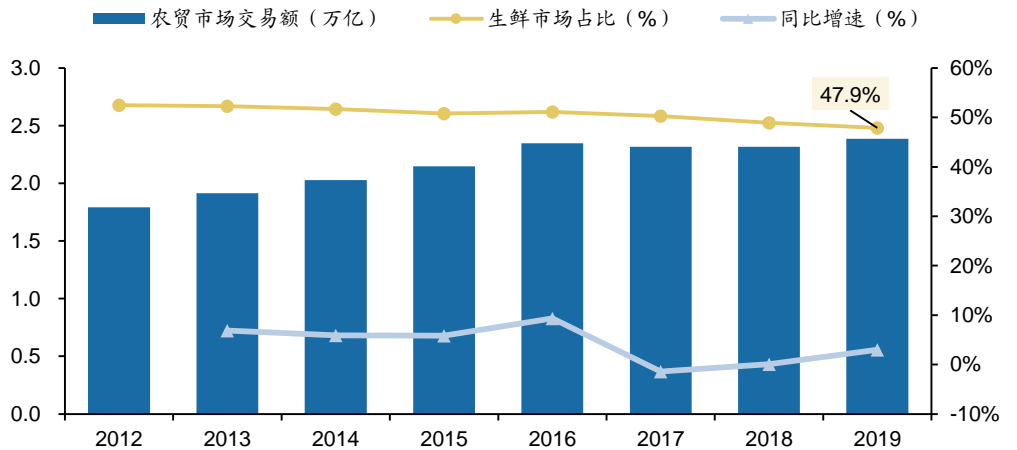


数据来源：菜大全 APP，广发证券发展研究中心

菜市场品类增长突出，积极孵化“菜大全”品牌。2019年美团非餐配送板块中，年增长最突出的商品是菜市场品类，YOY超过200%。“菜大全”主要为线下菜市场商户提供线上运营和配送服务。美团积极扶持“菜大全”品牌，主要原因包括：

(1) 农贸市场交易占生鲜交易的半壁江山，商业化潜力大。根据网经社数据显示，2019年农贸市场的生鲜交易额为2.39万亿，占总生鲜交易额的47.9%，是生鲜最主要的消费场景，若能完成线上化升级，有助于加速生鲜电商规模的增长。

图45: 农贸市场生鲜交易额（万亿）、占比和增速（%）



数据来源：网经社，广发证券发展研究中心

(2) 传统菜市场长尾商户多、数字化程度较低，专业平台迎来机会。传统菜市场存在着大量的中小商户，其自身并不具备数字化和线上经营能力，而“菜大全”可以为其提供品控、打包和配送等服务，扩大其经营范围。对于商户来说，加入线上平台可以为其打开销路，提升收入水平；对于平台来说，传统菜市场的加入可以大幅扩充其商户数量，减少对连锁商超百货的依赖度，以提高平台稳定性和长期变现能力。

3. 非餐配送在前端选品引流、中端商家合作、后端营运提效都面临较多挑战

美团闪购在未来发展应考虑如下方向：

(1) 前端注重选品和引流：生鲜果蔬、商超便利的产品同质化程度更高、SKU繁杂，O2O平台要遵循电商的引流规律，帮助商家区分、梳理引流品和长尾品，同时需按照即时配送的需求特性做出调整，保证用户黏性和复购率。

(2) 中端注重佣金体制设计和优化商家服务：生鲜果蔬、商超便利品类的毛利率远远低于餐饮，超市上市公司永辉超市的生鲜品类毛利率在10%-15%，食品日用品毛利率在15%-20%，低毛利率意味着更低的佣金承受能力和更高的配送成本，这意味着平台方美团需升级佣金体制。

(3) 后端数字化改造拣货和配送环节：非餐配送涉及库存、拣货、打包多个环节，这要求平台及时对接商家的实时库存、拣货、备货信息，帮助商家进行数字化改革，提高平台与商家的协同效应，保证用户体验。

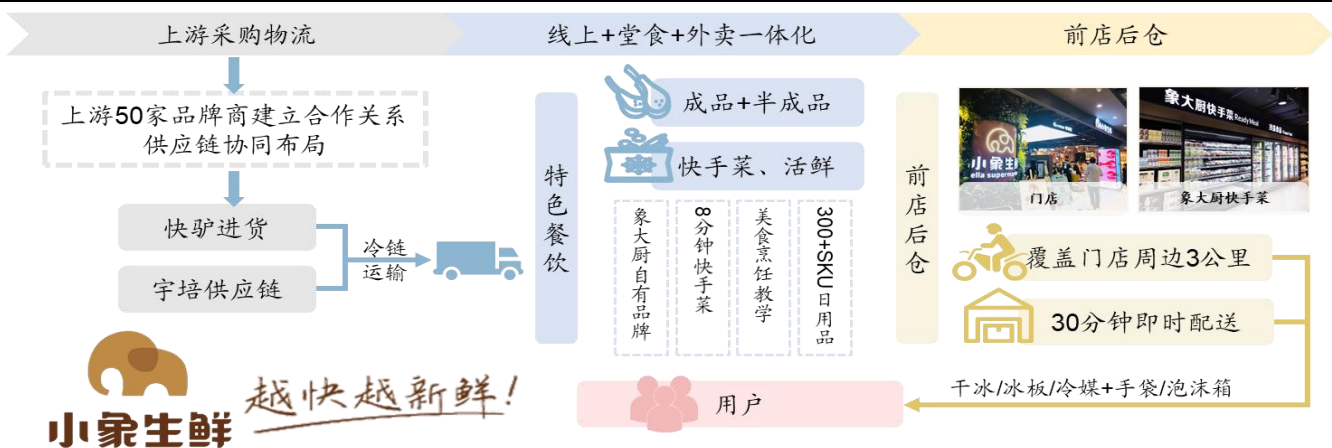
(三) 小象生鲜：自营生鲜初试水，大店模式暂停投入

1. 首次试验自营生鲜，两年后宣告暂停

2017年7月，美团在北京望京首开“超市+餐饮”模式的“掌鱼生鲜”，经过1年试验后，2018年5月升级为“小象生鲜”，并在北京、无锡和常州分别开店，平均面积达4000平。

“线上+堂食+外卖”一体化，兼顾发展半成品和传统零售业务。小象生鲜的选品，50%为生鲜类产品，同时门店的生鲜区面积占比15%~30%，主打活鱼、龙虾等零售和烹饪业务。小象也推出多种风格的堂食烹饪和半成品，主推8分钟快手菜和便当产品，自有品牌包括“象大厨快手菜”、“象大厨铁板烧”、“象大厨中餐”、“象大厨鲜煮”等。传统零售区域，小象覆盖粮油、日化、零食、水果等产品，多为年轻化、电商化品牌。

图46：小象生鲜商业模式图



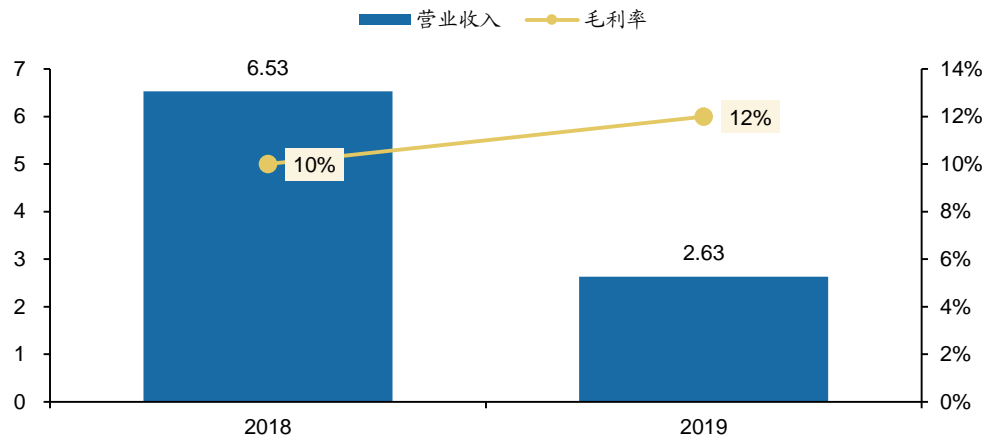
数据来源：美团点评官网，美团闪购官网，广发证券发展研究中心

2. 战略收缩：经营规划和供应链存在欠缺，ROI持续低于预期

2019年4月，美团宣告正式关闭其在常州和无锡的5家店铺，暂时停止该模式的新增

投入，并将专注改善北京地区剩余两家店铺的购物体验及营运效率。

图47：小象生鲜2018~2019年营业收入（亿元）及毛利率（%）



数据来源：美团财报，广发证券发展研究中心

门店运营不完善，用户体验不稳定。小象生鲜门店内的仓储和购物区未清晰划分，超市区存在配送箱堆放、仓储车频繁进出等情况。同时门店购物区域规划不合理，餐饮区占比20%，超市区超过30%，但餐饮区的顾客密度远高于超市区，导致餐饮区顾客扎堆，无法获得舒适的堂食体验。因预测商品周转速度的能力不足，小象餐饮区的食品原料易提前售空，存在顾客食用“商品样品”的情况。另外因配送的覆盖半径较大，配送时间不能稳定控制在30分钟内，相关投诉和售后反馈机制并未完善，导致一部分顾客的流失。

选址二线城市，需求乏力试验失败。小象生鲜并未选择一二线大城市来进行新模式的实验，而是想首先以较低成本入驻二线偏后城市，进行低投入实验。二线城市确实在人力、房租成本等方面存在优势，但二线城市对新消费模式的接纳速度较慢，同时消费者习惯和粘性也较难培养，选址造成了需求端较为乏力的问题。同时，小象生鲜单个店面的覆盖半径达到3公里，店面和仓储面积达到2000~5000平，店面经营的高昂成本也会加重整体盈利的压力。

（四）美团买菜：完成多城运营积累，前置仓模式有望加速扩张

1. 美团买菜，接棒小象生鲜成为生鲜业务主力

美团买菜隶属于小象事业部，定位于“手机菜篮子”，通过“手机APP+便民服务站”模式，在人口稠密的小区开设前置仓，专注于为1.5公里范围内的消费者提供便捷的买菜服务以及家庭烹饪原料等高频核心产品。美团买菜有专业团队对生鲜果蔬的品质进行把控，保证食材优质新鲜支持配送范围内30分钟内送达。

图48: 美团买菜APP功能模块展示



数据来源: 美团买菜 APP, 广发证券发展研究中心

强用户体验, 搭配智能菜谱帮助决策。 美团买菜APP主要分为首页商品推荐模块、分类页商品分类模块、菜谱管理模块以及商品详情模块。美团买菜APP在首页设置活动banner、滚动平价菜场以及十个一级分类入口, 给予用户聚焦式体验, 在首页的第二屏设置促销专区、秒杀、应季新品等活动, 实现对精选商品的引流。在分类页增加四个一级分类(主食面点、火锅世界、品质生活、在家必备), 提供更精确的分类指引。在菜谱页, 由第三方机构向APP提供菜谱, 在菜谱详情页可一键完成食材选购, 对用户选购菜品起到指导作用。在商品详情页, 美团买菜APP通过展示用户评价数量、好评率、用户评价标签来帮助用户进行决策判断, 并在下拉详情页拥有展示食材、推荐菜谱以及相关食材一键加车功能, 缩短用户逐一搜索的购买路径, 辅助用户决策, 实现“搜索—菜谱—下单”的一站式服务。

增值会员服务, 增加用户粘性、提升复购率。 美团买菜为了提高用户的复购率, 在2020年4月10日上线“当家卡”会员功能, 但是目前只在美团买菜生活超市、天通苑2站、三元桥站、大红门站、北苑站、慧忠里站、十里河站等十个北京站点开放。会员可以享受2大特权: 会员专享价, 400+商品优惠价格, 预计每年可省422元; 神鲜券礼包, 每个月可以获得9张优惠券(满39减4、2张满59减6、满69减10、2张满79减8、2张满99减10、满149减15), 预计会员可节省926元/年。首次开通月卡6.9元, 季卡14.9元, 年卡49.9元。实现精准补贴目标用户, 提升用户复购率。

图49: 美团买菜的会员权益



数据来源: 美团买菜 APP, 广发证券发展研究中心

美团于2019年1月开通美团买菜的测试, 2019年4月, 京沪两地的前置仓数量已经达到10家。7月, 美团买菜登录武汉, 首批开出10个站点, 11月, 美团买菜首次进入华南市场, 在深圳开出9个站点, 2020年5月, 美团在东莞城区范围内开设5个站点。截至2020年5月, 根据美团买菜APP上显示的配送站点数量, 美团在全国已经开设145个前置仓, 其中北京总部60个, 上海32个, 武汉27个, 深圳20个, 东莞5个。

从美团前置仓的分布城市来看, 分散呈点状, 与叮咚买菜聚焦局部市场, 强调区域市场密度的策略不同(叮咚买菜以上海为出发点沿南北两条线扩张, 北线扩张路径为上海-苏州-无锡, 南线扩张路径为上海-嘉兴-杭州-宁波), 美团在华东、华北、华中、华南地区都有布局。武汉和东莞的前置仓不同于京沪深半小时达模式, 而是“当天预约, 次日自提”模式。从美团开仓速度来看, 是稳健且缓慢的。相比于叮咚买菜从18年11月到19年5月半年时间内扩张近200个前置仓的速度, 美团买菜开设前置仓的速度就慢了许多, 美团买菜的自营前置仓模式的探索还需要一定时间。

图50: 美团买菜前置仓分布图

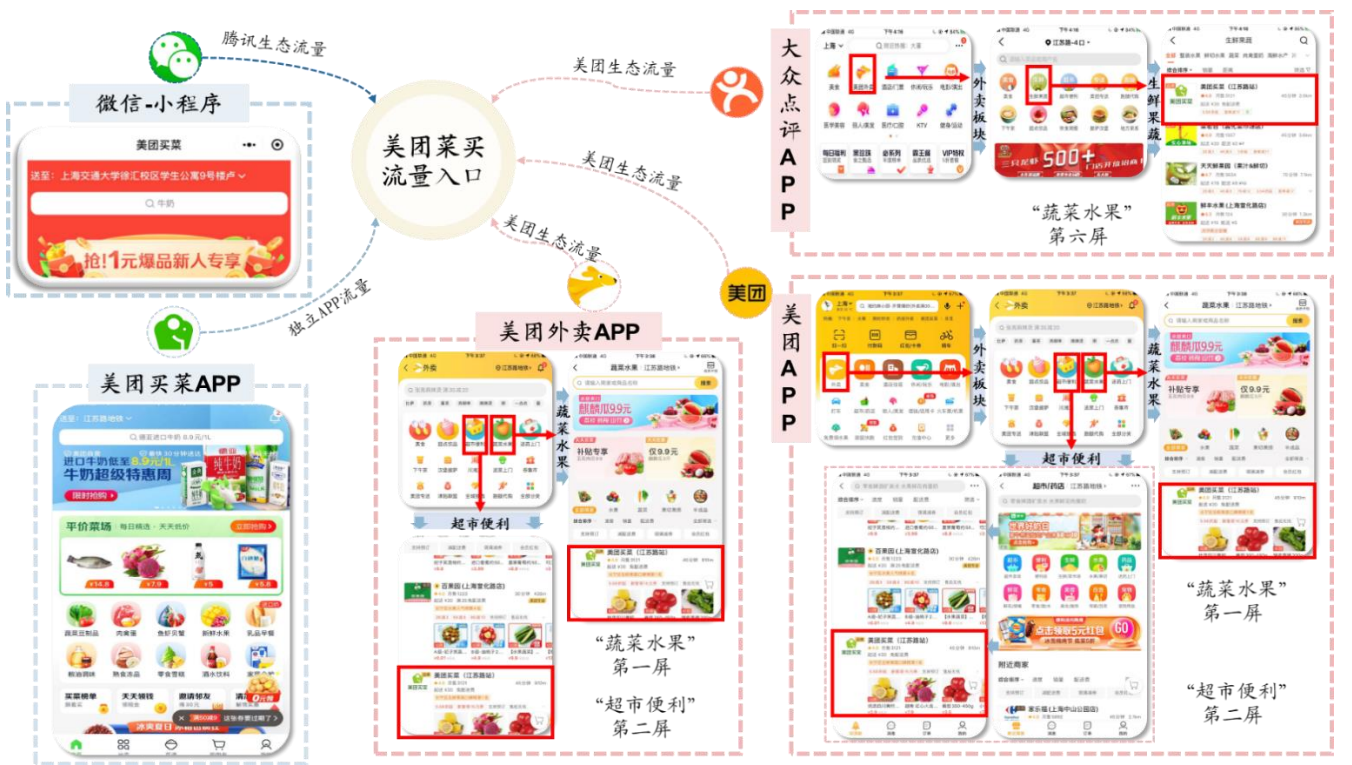


数据来源: 美团买菜 APP, 广发证券发展研究中心

需求端: 独立APP+微信小程序, 美团生态流量支持。前置仓没有线下流量, 而美团买菜背靠美团生态, 在线上引流方面成本较低。从流量入口来看, 一方面, 发布

了“美团买菜”独立APP；另一方面，美团主APP和美团外卖APP在生鲜频道都给予“美团买菜”优先展示和搜索呈现。

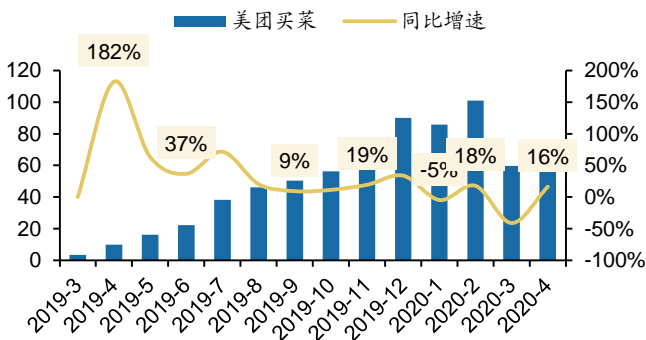
图51：美团买菜APP的流量来源



数据来源：美团APP、大众点评APP，广发证券发展研究中心

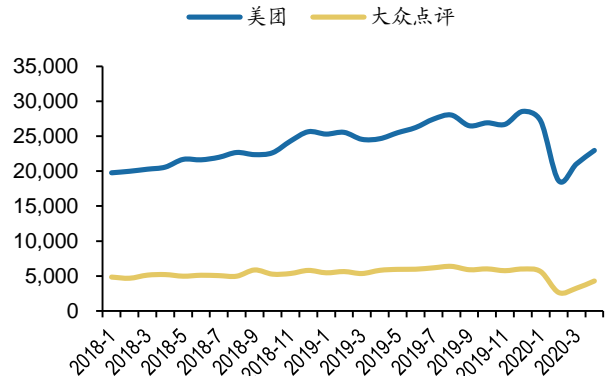
由于美团买菜APP服务范围有限，所以来自本身的流量较少，疫情之前的月活用户为89.93万。主要得益于集团内部其他APP的流量导入，美团APP、大众点评APP、美团外卖APP，在商超和生鲜频道给予优先展示。美团买菜在疫情期间用户数量也大幅度上涨，美团研究院发布的《2020春节宅经济大数据》显示，新冠疫情期间，美团买菜在北京、上海、深圳、武汉4个站点的销量全部上涨，其中北京地区的日销量最高，为节前的2-3倍，粮油副食、水果、肉禽蛋、海鲜水产等品类日均销量占比超过60%，平均客单价上涨约70%，深圳平均客单价甚至上涨节前近2倍。

图52：美团买菜独立流量的MAU（万人）



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

图53：美团和大众点评的流量MAU（万人）



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

供给端：美团买菜仍由小象事业部负责开发，可部分共享小象生鲜供应链资源。美团Tob业务“快驴进货”的供应链还没有接入美团买菜业务，未来供应链可协同整合，

利用快驴在生鲜源头生产商的资源优势，进一步压低上游供应链成本，保证运输质量和降低损耗率。

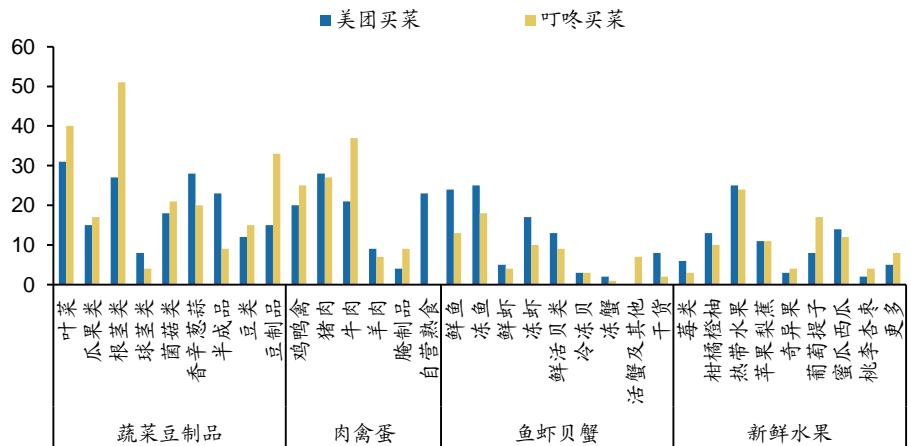
配送端：美团买菜由独立的骑手负责配送，一般一个前置仓会配15名骑手，在高峰时期接入美团的配送网络作为补充。通常买菜高峰期在饭点之前，即外卖的高峰期之前，这段时间存在运力过剩的低谷期。错峰配送，接入美团配送网络，可以对外卖既有运力产生平抑谷峰的作用，也可以将运力效用发挥到最大化。由此可以减少美团买菜独立骑手的数量，发挥美团既有配送网络的规模化优势。

2. 美团买菜的“手机菜篮子”与叮咚买菜的“线上菜市场”比较

我们分别从SKU数量、库存商品供应、价格等方面做出比较，发现美团买菜的供应链能力与叮咚买菜有较大差距，未来需要重点改进

两者均以“叶菜和瓜果”为主品类，但美团SKU数量不及叮咚。叮咚买菜与美团买菜都以蔬菜作为主要产品，美团买菜一级商品目录下设10个类别，包括蔬菜豆制品、肉禽蛋、鱼虾贝蟹、新鲜水果、乳品早餐、粮油调味、熟食冻品、休闲零食、家居个护，比叮咚买菜多家居个护商品类目。就4个生鲜品类的数量来说，对比上海同一地点的美团买菜和叮咚买菜的生鲜品类的数量，发现美团买菜在鱼虾贝蟹类目的品类明显优于叮咚买菜，而在蔬菜豆制品、水果、肉禽蛋品类的丰富程度上不及叮咚。就叶菜而言，叮咚有40个SKU而美团只有31个，其中有9个缺货。到了晚上8点，美团买菜仅仅剩下11种叶菜，相比之下叮咚在晚上八点依然有25种叶菜，包括其他主要蔬菜，美团买菜晚上缺货率为38%，而叮咚买菜为14%。

图54：美团买菜与叮咚买菜生鲜品类数量比较



数据来源：美团买菜 APP、叮咚买菜 APP，广发证券发展研究中心

统计日期：2020年5月31日

美团买菜的主流生鲜品类不具有价格优势。以上海为例，同一时间同一地点，我们分别在美团买菜和叮咚买菜APP上选购同一种类商品，都以500g作为相同规格换算，计算消费者购买一篮子生鲜所花费的金额。在选择39个商品中，美团买菜一篮子商品价格比叮咚买菜高1.56%，其中有21种商品叮咚买菜更加便宜。在蔬菜品类上，美团买菜比叮咚买菜高3.26%，肉禽蛋品类高2.96%，鱼虾贝蟹高0.93%，新鲜水果品类美团买菜便宜3.96%。

表7: 美团买菜与叮咚买菜一篮子生鲜价格比较 (500g为单位)

品类	商品名	美团买菜	叮咚买菜	差价
叶菜	上海青	2.50	2.67	-6.25%
	小青菜	3.71	3.90	-4.76%
	生菜	3.78	4.90	-22.86%
	鸡毛菜	5.67	4.40	28.79%
	菠菜	4.80	4.90	-2.04%
瓜果类	黄瓜	2.95	2.90	1.72%
	冬瓜	1.80	1.80	0.00%
	茄子	4.42	3.50	26.19%
	丝瓜	5.90	6.90	-14.49%
	秋葵	13.75	14.75	-6.78%
根茎类	土豆	3.50	3.50	0.00%
	芦笋	9.98	7.90	26.37%
	茭白	7.90	6.88	14.91%
	胡萝卜	2.60	2.80	-7.14%
球茎类	西蓝花	6.50	5.90	10.17%
	娃娃菜	4.58	3.75	22.22%
	卷心菜	1.91	2.19	-12.73%
肉禽蛋	洋鸡蛋 10 个	9.90	9.90	0.00%
	泰森鸡大胸	24.77	18.90	31.07%
	泰森冷冻鸡爪	29.80	29.80	0.00%
	圣农冷冻鸡腿	16.90	18.90	-10.58%
	五花肉	59.83	45.89	30.39%
	恒都牛肉片	43.00	49.33	-12.84%
	恒都羊肉卷	42.90	45.57	-5.86%
鱼虾贝蟹	活鲈鱼	16.90	12.80	32.03%
	活昂刺鱼	14.90	14.80	0.68%
	活鳊鱼	16.90	19.90	-15.08%
	清水小龙虾	29.90	29.90	0.00%
	花蛤	5.90	4.80	22.92%
	小鲍鱼 4 只	13.50	14.90	-9.40%
新鲜水果	洛川红富士	6.81	6.36	7.16%
	红心火龙果	12.34	13.22	-6.64%
	妃子笑荔枝	12.90	15.90	-18.87%
	伦晚脐橙	9.90	7.79	27.16%
	云南夏黑葡	11.50	12.90	-10.85%
	东方蜜瓜	8.63	8.90	-3.09%
	智利黑布林	17.90	18.50	-3.24%
总计		578.04	569.19	1.56%

数据来源: 美团买菜APP、叮咚买菜APP, 广发证券发展研究中心

统计日期: 2020年5月31日

规模化优势或能一定程度改善前端供应链水平。相比于叮咚买菜在上海254个前置仓的覆盖密度，美团买菜在上海仅32个前置仓，上海城区还存在很多未覆盖区域。由于单个前置仓可辐射的范围为1.5~3公里半径区域，前置仓的数量决定了在一个地区所能获得的订单量的天花板。叮咚买菜上海的开仓策略为：通过增加前置仓密度提升订单密度，可以在半径1.5-3公里内实现区域性垄断，在区域市场积累足够多的需求订单后，再改进前端供应链的能力，以形成规模化的优势，降低成本，达到盈亏平衡。

3. 美团买菜前置仓的经济模型分析

经济模型由收入估计和成本估计组成，我们通过对上海美团买菜前置仓的草根调研，以及部分公开数据作为估算依据。

成本端：前置仓的成本主要由人力成本（配送人员成本、仓库人员成本）以及固定成本（租金、水电、折旧、损耗、分摊的中心仓成本）两个部分构成。（1）人力成本方面，我们调研得知单个前置仓配备16名骑手，结合58同城招聘信息提供的工资情况，骑手薪资由底薪和冲单奖励构成，平均每人每月的工资在6000-7000元，计算得出骑手人均日工资为216元/天，故每日配送人员成本为3467元。根据调研站点的统计，拣货员估算在10人左右，普通店员的月工资为6000元左右，副店长和店长月工资为8000元、10000元，故拣每日仓拣人员成本为2200元，每日人工成本合计5667元。（2）固定成本方面，调研前置仓为临街店铺面积在350平方左右，租金较高，为7.5元/天/m²，每日租金为2625元。参考草根调研对水电、折旧的估计，预计美团前置仓每日水电及折旧成本为300元、473元。在损耗方面，参考叮咚买菜公布的3%损耗率，预计损耗成本为1395元。以上构成前置仓每日摊销的固定成本4793元，另加大仓及分选中心的成本为3720元。

收入端：收入=客单价×订单量，草根调研得出每个骑手配送量为50-60单/天，估计单仓日单量为930单。按照9%的增值税税率计算税后收入，但需提示由于果蔬等品类在流通中免征增值税，所以实际税率将低于9%。

我们算得在不同的毛利率情形下的单仓盈利情况（毛利率包含商品成本和满减优惠）。

情形一：当客单价为50元时，每日税后营业收入可达42661元，由于美团买菜在采购上不具备叮咚买菜的规模优势，且初期有较多菜品优惠活动，销售折让冲减营业收入，所以我们预计毛利率较低，当毛利率为10%时，日毛利额达到4266元，利润率为-22.97%。情形二：当毛利率达到15%时，日毛利额达到6399元，利润率为-17.97%。情形三：当持续经营减少优惠活动力度，毛利率达到25%时，日毛利额达到10665元，利润率为-7.97%。

我们认为经营初期，受各项补贴影响，拉低毛利率水平；经营后期，毛利率水平主要受规模化能力、供应链能力的影响。即单仓处于培育期，毛利率较低的情况下，难以实现盈利。

表8：美团买菜前置仓经济模型估计——北京上海深圳模式

美团买菜（上海）	毛利率 10%	毛利率 15%	毛利率 25%
假设条件			
日订单量（单）	930	930	930
客单价（元/单）	50	50	50

毛利率 (%)	10%	15%	25%
I、人力成本			
捡货员工数量 (个)	10	10	10
仓检人工成本 (元)	2200	2200	2200
配送人员数量 (人)	16	16	16
配送人员成本 (元)	3467	3467	3467
人工成本合计 (元)	5667	5667	5667
II、租金、折旧和其他成本			
门店经营面积 (m ²)	350	350	350
日租金水平	7.5 元/天/m ²	7.5 元/天/m ²	7.5 元/天/m ²
日租金 (元)	2625	2625	2625
日水电成本 (元)	300	300	300
损耗 (元)	1279.82	1279.82	1279.82
折旧及其他 (元)	473	473	473
前置仓店内费用合计 (元)	4677.82	4677.82	4677.82
大仓及分选中心 (元)	3720	3720	3720
III、利润			
税后营业收入 (元)	42660.55	42660.55	42660.55
毛利额 (元)	4266.06	6399.08	10665.14
成本合计 (元)	14064	14064	14064
利润总额 (元)	-9798	-7665	-3399
利润率 (%)	-22.97%	-17.97%	-7.97%

数据来源：美团点评研究院，广发证券发展研究中心

利润：疫情期间客单价上涨明显，但是随着疫情过去，客单价逐渐回归到正常，我们在四种毛利率情况下（10%，15%，20%，25%），分别对订单量和客单价进行敏感性分析。由下表可知，当毛利率为20%，日单量为1100单，客单价为80元或当毛利率为25%，日单量为1100单，客单价为60元时，这两种情况下可以实现盈亏平衡。由于美团买菜定位“手机菜篮子”，蔬菜品类占比高的客单价一般不会非常高，所以我们认为“毛利率为25%，日单量为1100单，客单价为60元”是比较合适的盈亏平衡目标点。

表9：美团买菜前置仓敏感性分析——北京上海深圳模式

毛利率 10%					毛利率 15%						
日单量 (单)	930	1000	1100	1200	日单量 (单)	930	1000	1100	1200		
客单价 (元)	50	-23.0%	-21.5%	-19.7%	-18.2%	客单价 (元)	50	-18%	-16%	-15%	-13%
	60	-18.0%	-16.7%	-15.2%	-14.0%		60	-13%	-12%	-10%	-9%
	80	-11.7%	-10.8%	-9.7%	-8.7%		80	-7%	-6%	-5%	-4%
	100	-8.0%	-7.2%	-6.3%	-5.6%		100	-3%	-2%	-1%	-1%
毛利率 20%					毛利率 25%						
日单量 (单)	930	1000	1100	1200	日单量 (单)	930	1000	1100	1200		
客单价 (元)	50	-13%	-11%	-10%	-8%	客单价 (元)	50	-8%	-6%	-5%	-3%
	60	-8%	-7%	-5%	-4%		60	-3%	-2%	0%	1%
	80	-2%	-1%	0%	1%		80	3%	4%	5%	6%

100	2%	3%	4%	4%	100	7%	8%	9%	9%
-----	----	----	----	----	-----	----	----	----	----

数据来源：美团点评研究院，广发证券发展研究中心

美团买菜在武汉的27个站点以及东莞的5个站点采用“今日手机预订，次日到站自提或配送到家”服务模式。用户可以在早6点到晚10点间通过手机下单，在次日早8点到晚9点间按约定时间前往附近站点自提，或在选定的时间配送到家。预约模式可以实现先集单、后采买的采购方式，减少商品的运输、存储时间，最大程度保证商品的新鲜度，同时减少损耗降低成本，从而使产品更具价格优势。另外，由于服务站设立在社区附近，用户可根据自身需求灵活选择自提或者配送到家，更靠近社区，也使得该模式的自提率高于传统模式。

更小的站点叠加预约的模式使得在前置仓成本方面更具有优势，所以我们预计毛利率高于一线城市的前置仓模式。人工成本方面，站点不专门设置骑手，而是接入美团即时配送平台完成配送。根据我们观察，站点一般设置在小区入口，所以自提率高于非预约前置仓模式，假设自提率达到20%。情形一：当日订单量为400单，客单价为50元，毛利率为15%时，利润率为-11.79%。情形二：当毛利率升至20%时，利润率为-6.79%。情形三：毛利率提升至25%时，利润率为-1.79%。总结：预约模式由于在成本端存在明显的优势，在启动初期的亏损情况好于非预约类前置仓，但预约时效性低，与生鲜即时性需求有悖，所以在订单数量上少于一线城市前置仓的日均单量。

表10：美团买菜前置仓经济模型估计——武汉东莞模式

美团买菜（武汉）	毛利率 15%	毛利率 20%	毛利率 25%
假设条件			
日订单量（单）	400	400	400
客单价（元/单）	50	50	50
自提率	20%	20%	20%
毛利率（%）	15%	20%	25%
I、人力成本			
门店经营面积（m ² ）	50	50	50
捡货员工数量（个）	4	4	4
仓捡人工成本（元）	800	800	800
配送人工成本（元）	1920	1920	1920
人工成本合计（元）	2720	2720	2720
II、租金和其他成本			
日租金（元）	300	300	300
日水电成本（元）	50	50	50
损耗（元）	367	367	367
折旧及其他（元）	78	78	78
前置仓店内费用合计（元）	795	795	795
大仓及分选中心（元）	1400	1400	1400
成本合计（元）	4915	4915	4915
III、营业收入和净利润			
营业收入（元）	18349	18349	18349

毛利额 (元)	2752	3670	4587
利润总额 (元)	-2163	-1245	-328
利润率 (%)	-11.79%	-6.79%	-1.79%

数据来源：美团点评研究院，广发证券发展研究中心

利润：假设自提率为20%，我们分别对武汉东莞预约模式前置仓在四种毛利率情况下（10%，15%，20%，25%）的订单量和客单价进行敏感性分析。由下表可得，出现了3种盈亏平衡点的情况，一，毛利率15%，日单量600，客单价80元；二，毛利率20%，日单量500，客单价60元；三，毛利率25%，日单量400，客单价50元。由于客单价在疫情之后将有所回落，所以第二种情况与第三种情况是比较合适的盈亏平衡目标点。我们还发现，当毛利率达到20%，客单价达到60元，日订单量好于500单时，预约模式下的前置仓实现单仓盈利。

表11：美团买菜前置仓敏感性分析——武汉东莞模式

		毛利率 15%				毛利率 20%			
		400	500	600	700	400	500	600	700
客单价 (元)	50	-10%	-9%	-8%	-7%	-5%	-4%	-3%	-2%
	60	-6%	-5%	-4%	-4%	-1%	0%	1%	1%
	70	-3%	-2%	-2%	-1%	2%	3%	3%	4%
	80	-1%	-0.4%	0%	0.4%	4%	5%	5%	5%
		毛利率 25%				毛利率 30%			
		400	500	600	700	400	500	600	700
客单价 (元)	50	0%	1%	2%	3%	4%	6%	7%	7%
	60	4%	5%	6%	6%	8%	9%	10%	11%
	70	7%	8%	8%	9%	11%	12%	13%	13%
	80	9%	10%	10%	10%	13%	14%	15%	15%

数据来源：美团点评研究院，广发证券发展研究中心

三、前置仓 O2O 市场预测，美团生鲜业务分部估值

前置仓和社区生鲜店一样，其发展路径像是一条“U”型曲线，当门店数量较小时，由于门店运营压力较小，资源比较简单，供应链更容易把控，所以实现盈亏平衡的难度不大。随着门店数量的扩张，单店或许可以实现盈利，但由于后台处于净投入状态，整体上难以实现盈利，此时处于“U”型曲线的谷底阶段。当门店数量持续上升，随着门店密度、供应链密度、物流密度、用户密度、数据密度增大，边际成本得以降低，形成规模化优势，从而实现整体盈利。所以我们判断未来前置仓的发展将经历市场布局阶段以及渗透阶段，最终形成区域高密度、高市占、高粘性的业态，从而实现整体盈利。

根据Trustdata《2020年第一季度中国移动互联网行业发展分析报告》，线上生鲜超市领域用户一二线城市占比超八成，这印证了前置仓主要布局在人口密度较高、人均可支配收入较高的一二线城市，所以我们选取国内前置仓模式较成熟的一线城市和二线城市，测算达到成熟市场既有密度水平的市场空间，并在此基础上测算渗透阶段市场空间的增长情况。

（一）一二线前置仓市场规模预测：从 0 到 1 的布局阶段

1. 密度测算法

由于北京、上海已有三大前置仓玩家入局，市场的教育程度和成熟度在中国生鲜电商O2O市场上位居前列，所以我们选取北京、上海作为一线城市布局生鲜前置仓的国内对标市场，二线城市苏州、杭州的前置仓发展较早，数量较多，将其选为二线城市发展前置仓的对标市场。

根据百度地图统计得到的美团买菜、叮咚买菜和每日优鲜上海地区前置仓的数量(统计软件数量，不代表真实数量)，叮咚买菜的前置仓数量占比为50%，由于前置仓的数量与交易规模成正比，所以我们以前置仓数量作为上海生鲜电商市场市占率的估计参考值。叮咚买菜以上海为中心拓展业务，上海作为其最深耕的大本营，已经历了3年时间的发展，拥有一半数量的前置仓，比其他城市的前置仓发展得更加成熟，所以我们合理预计叮咚买菜2019年实现的50亿GMV中的60%，即30亿来自于上海的前置仓，由此推算出2019年整个上海生鲜电商前置仓的市场规模为约63亿。

图55：上海各类前置仓数量占比 (%)

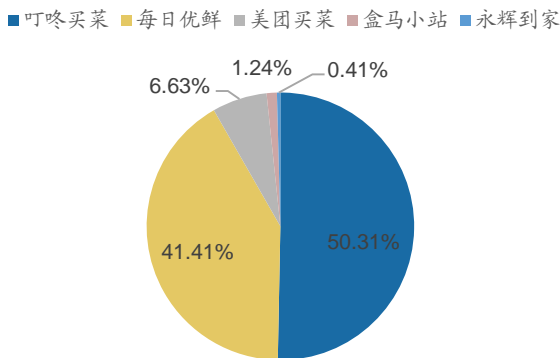
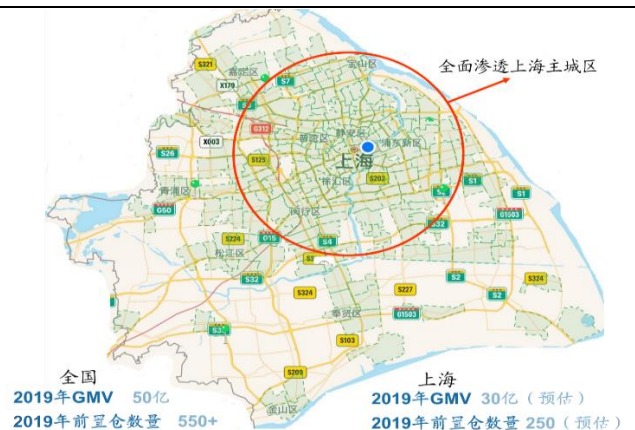


图56：叮咚买菜上海前置仓分布图



数据来源：叮咚买菜，美团买菜APP，广发证券发展研究中心

数据来源：叮咚买菜APP，广发证券发展研究中心

北京是每日优鲜的大本营，据新闻报道在北京已拥有300个左右的前置仓，美团买菜和叮咚买菜在APP上显示的前置仓数量为60个和31个，由于每日优鲜宣布在北京已经实现连续十个月盈利，我们以单仓GMV1500万计算，而叮咚买菜和美团买菜由于较晚进入北京，我们给出单仓GMV1200万和单仓GMV1080万水平，由此测算出北京前置仓市场规模为55亿元。

参考餐饮业在一线、二线城市的单店坪效情况，发现二线城市营业额约为一线城市90%，得出基于此算得苏州和杭州市场规模为12亿元与15亿元。并计算出一线城市前置仓的平均密度为5.23万人/仓，单仓GMV为1357万；二线城市前置仓的平均密度为8.96万人/仓，单仓GMV为1216万。在上述既有市场的数据基础上，我们认为到2022年全国一线城市、32个二线城市将完成前置仓的布局，算得全国前置仓的总市场规模为592亿，前置仓数量为4705个。

表12: 一二线城市主要平台的前置仓数量(个)和GMV预估(亿元)

前置仓平台	上海		北京		杭州		苏州	
	前置仓数量	GMV(亿)	前置仓数量	GMV(亿)	前置仓数量	GMV(亿)	前置仓数量	GMV(亿)
叮咚买菜	243	29.16	31	3.72	76	8.47	69	7.69
每日优鲜	200	30.00	300	45.00	52	7.24	32	4.46
美团买菜	32	4.43	60	6.48				
盒马小站	7							
永辉到家	2							
总计	484	63.59	391	55.20	128	15.71	101	12.14

数据来源: 美团买菜App、叮咚买菜App、百度地图, 广发证券发展研究中心

2. 常住人口系数人均可支配收入系数法

常住人口和人均可支配收入与前置仓规模成正相关关系，算其他一线城市的常住人口与人均可支配收入与上海的常住人口、人均可支配收入相除，得到常住人口系数和人均可支配收入系数，以此作为一线城市估算GMV的参考，同理二线城市以杭州作为参考。最终将上海和杭州的GMV乘以相应的系数获得一线城市和二线城市的市场规模，得出一线和二线市场的规模为525亿。另外，我们按照一线城市（北上广深）单仓GMV为1358万，二线城市单仓GMV为1216万测算，得出全国前置仓的数量为4155个。

综上，我们认为当全国一线城市前置仓数量分别达到北京上海水平、二线城市达到杭州、苏州水平时，前置仓的市场规模为525~592亿，前置仓数量为4155~4705个，取其平均值，得到559亿及4430个的估算值。

(二) 全国前置仓市场规模预测: 从1到N的加密、下沉阶段

在完成初步布局之后，前置仓的市场规模将进一步扩大，叠加消费者逐渐培养的消费习惯，前置仓进入加密渗透和下沉阶段。根据叮咚买菜在上海扩仓速度，2019年年初的前置仓数量为200个，2019年底达到250个左右，增速为25%。单仓GMV与单量、客单价增速相关，根据《零售老板内参》报道，叮咚买菜的日均单量为750单，峰值可达到1000单，我们预计在渗透阶段第一年单量可提升18%，第二年和第三年的增速为16%、10%。就客单价提升而言，我们预计客单价第1年提升6%，之后客单价增速与CPI持平。考虑到单量增速可能不及预期的情况，我们给出保守情

况下单量增速为12%、11%和5%。

表13: 渗透阶段——一二线城市前置仓市场规模预测

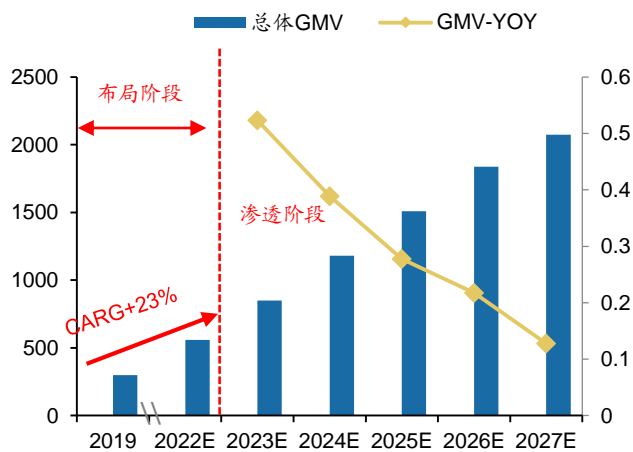
乐观情形						保守情形					
参数假设	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	参数假设	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
前置仓增速	16%	14%	13%	10%	5%	前置仓增速	11%	9%	8%	5%	3%
单仓 GMV 增速	25%	22%	13%	11%	7%	单仓 GMV 增速	19%	17%	8%	6%	5%
单仓单量提升	18%	16%	10%	8%	5%	单仓单量提升	12%	11%	5%	3%	3%
单仓客单价提升	6%	5%	3%	3%	2%	单仓客单价提升	6%	5%	3%	3%	2%

年份	前置仓数量	单仓 GMV	总体 GMV	GMV-YOY	年份	前置仓数量	单仓 GMV	总体 GMV	GMV-YOY
2019	2500	1200.00	300.00	CARG+23%	2019	2500	1200.00	300.00	CARG+23%
2022E	4430	1260.36	558.36		2022E	4430	1260.36	558.36	
2023E	5458	1558.36	850.53	52%	2023E	5223	1479.12	772.48	38%
2024E	6222	1898.09	1180.97	39%	2024E	5693	1723.92	981.36	27%
2025E	7031	2146.36	1509.05	28%	2025E	6148	1860.80	1144.02	17%
2026E	7734	2386.62	1837.57	22%	2026E	6763	2386.62	1268.19	11%
2027E	8121	2563.59	2072.52	13%	2027E	7101	2563.59	1373.69	8%

数据来源: 美团点评研究院, 广发证券发展研究中心

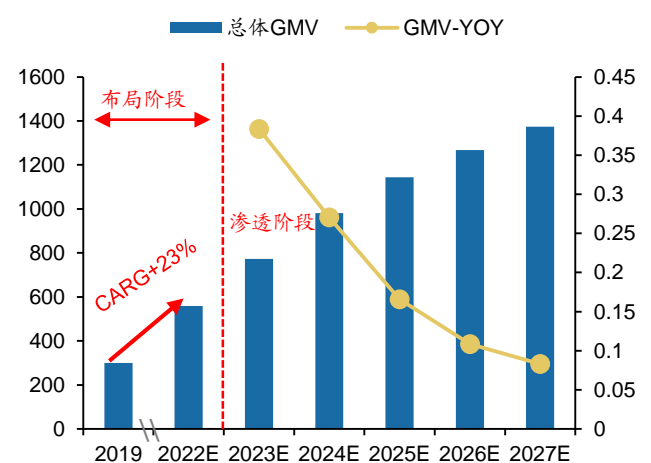
在乐观情形下, 当2019-2022年完成布局阶段, 随后开始加速渗透和下沉阶段, 2023年市场规模将达到851亿, 前置仓数量为5458个; 预计在2027年, 市场规模将达到2073亿, 将容纳8121个前置仓。在保守情况下, 2023年的市场规模将达到772亿, 前置仓数量为5223个; 2027年, 市场规模将达到1374亿, 前置仓的数量为7101个。

图57: 乐观情形下渗透阶段前置仓市场规模 (亿)



数据来源: 美团点评研究院, 广发证券发展研究中心

图58: 保守情形下渗透阶段前置仓市场规模 (亿)



数据来源: 美团点评研究院, 广发证券发展研究中心

(三) 美团点评的生鲜业务盈利预测和分部估值

1. 美团生鲜自营业务

小象生鲜业务采取维持战略。在2019年4月关闭常州和无锡5家门店之后, 当前该业

务仅运营北京的两家门店，我们预计小象生鲜未来维持现有的规模，主要优化北京的两家门店的运营效率，假设坪效会以3%的增速保持增长，所以2020~2022年的营业收入分别为1.67亿，1.72亿和1.77亿。

表14: 小象生鲜未来5年盈利预测

小象盈利预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿)	6.53	2.63	1.67	1.72	1.77	1.82	1.88
YOY		-60%	-37%	3%	3%	3%	3%
门店数量	7	2	2	2	2	2	2
单店营业额(亿)	1.82	0.81	0.83	0.86	0.89	0.91	0.94
门店面积(m ²)	4,050	4,050	4,050	4,050	4,050	4,050	4,050
单店坪效(元/m ² /年)	45,000	20,000	20,200	20,402	20,606	20,812	21,020
成本(亿)	-5.88	-2.32	-1.47	-1.50	-1.54	-1.59	-1.63
成本率(%)	90%	88%	88%	87%	87%	87%	87%
毛利(亿)	0.65	0.32	0.20	0.22	0.23	0.26	0.28
毛利率(%)	10%	12%	12%	13%	13%	14%	15%

数据来源: 美团公司年报, 广发证券发展研究中心

美团买菜成为业绩增长重点。目前, 美团买菜在全国共有112个非预约类的前置仓, 32个预约类前置仓。随着业务运营成熟, 非预约类的前置仓将成为主要建设方向, 并在未来三年跑马圈地阶段保持快速扩张趋势, 预计2020~2022年的营业收入分别为38.4、71.2和113.6亿元, 年复合增速为72%, 但考虑到新仓的毛利率水平较低, 买菜业务的整体盈利将出现缓慢提升的过程, 在2024年实现盈亏平衡。在行业快速发展期, 凭借流量、资金和运力优势, 5年后美团买菜有望占据全国前置仓GMV的四分之一的市场份额。

表15: 美团买菜未来5年盈利预测

美团买菜盈利预测	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
预约类前置仓						
数量(个)	27	32	40	60	80	100
日单量(单)	350	380	420	470	520	540
自提率(%)	20%	20%	23%	25%	26%	27%
毛利率(%)	12%	13%	15%	18%	22%	25%
客单价(元)	50	51	52	54	56	60
日营业收入(万)	43.35	56.90	80.15	139.71	213.72	297.25
年营业收入(亿)	1.58	2.08	2.93	5.10	7.80	10.85
日利润总额(万)	-5.74	-7.12	-8.13	-7.57	-1.71	11.53
年利润总额(亿)	-0.21	-0.26	-0.30	-0.28	-0.06	0.42
非预约类前置仓						
数量(个)	80	250	400	600	800	1000
日单量(单)	750	850	980	1000	1100	1200
毛利率(%)	9%	10%	13%	15%	19%	24%
客单价(元)	50	51	52	54	56	60
日营业收入(万)	275.23	994.27	1870.09	2972.48	4521.10	6605.50

年营业收入 (亿)	10.05	36.29	68.26	108.50	165.02	241.10
日利润总额 (万)	-66.40	-216.10	-303.28	-415.18	-343.13	9.36
年利润总额 (亿)	-2.42	-7.89	-11.07	-15.15	-12.52	0.34
合计						
营业收入 (亿)	11.63	38.37	71.18	113.59	172.82	251.95
利润总额 (亿)	-2.63	-8.15	-11.37	-15.43	-12.59	0.76
利润率 (%)	-22.65%	-21.24%	-15.97%	-13.58%	-7.28%	0.30%

数据来源：美团公司年报，广发证券发展研究中心

表16: 美团买菜前置仓数量 (个) 及GMV (亿) 预测及其市占率 (%)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
美团前置仓数量 (个)	107	282	440	660	880	1100
—— 预约	27	32	40	60	80	100
—— 非预约	80	250	400	600	800	1000
美团前置仓数量市占率 (%)	4.3%	9.4%	12.2%	14.9%	16.5%	18.5%
美团GMV (亿)	11.63	38.37	71.18	113.59	172.82	251.95
美团前置仓GMV市占率 (%)	3.9%	11.0%	16.6%	20.3%	21.3%	23.3%

数据来源：美团公司年报，广发证券发展研究中心

2. 美团生鲜平台业务

根据网经社和美团研究院的数据显示，同城配送订单构成种，餐饮和非餐配送订单比例为7:3。2019年全国非餐配送的总单量为40亿单，美团闪购单量约4亿单（占总非餐市场总单量的10%，占美团外卖单量的5%），其中生鲜品类占非餐配送订单的80%，生鲜单量约为3.3亿单，按照生鲜品类56元的客单价，10%的货币化率，算得19年营业收入贡献为18.4亿。

生鲜闪购业务的业绩受非餐单量占比、客单价、货币化率驱动，长期受益于餐饮用户的交叉导流，线下生鲜场景（商超百货、农贸市场）等数字化升级，预计2020年实现营收35.4亿，2024年达到182.8亿元，年复合增速约为50%，毛利率提升至22%。

表17: 美团闪购生鲜品类未来5年盈利预测

美团闪购生鲜品类盈利预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
生鲜品类单量 (百万)	203	329	536	1,094	1,448	1,665	1,865
生鲜品类客单价 (元)	53	56	60	63	65	67	70
生鲜品类交易额 (亿)	107	184	322	689	941	1,116	1,306
货币化率 (%)	10%	10%	11%	12%	13%	14%	14%
营业收入 (亿)	10.74	18.39	35.40	82.74	122.37	156.22	182.80
成本率 (%)	90%	83%	83%	82%	81%	78%	78%
成本 (亿)	-10	-15	-29	-68	-99	-122	-143
毛利率 (%)	10%	17%	17%	18%	19%	22%	22%
毛利 (亿)	1	3	6	15	24	34	40

数据来源：美团公司年报，广发证券发展研究中心

3. 美团新业务生鲜板块盈利预测小结

我们认为相比其他竞争对手，美团在LBS线下消费数据积累、本地化流量、配送物流等方面具有明显优势，2019年美团生鲜业务的营业收入为32.7亿，折合GMV 198亿元，仅占全年生鲜电商市场规模的5.6%，未来有望凭借“平台+自营”的双轮模式在生鲜市场的线上渗透率提升过程中持续受益。基于前文测算，我们预计2024年美团买菜实现盈亏平衡，各类生鲜业务总营收规模突破400亿元。

生鲜运营需要精耕细作、模式创新，美团有充足的现金流为美团买菜的规模化提供资金支持。再者，凭借既有生态的流量，美团可为生鲜业务发展提供流量扶持，并以到店与到家业务的大数据辅助其精准定位、优化选址，同时美团百万运力的即时配送网络将确保配送的准时与高效。此外，SAAS、快驴等美团新业务的交叉发展将推动改善生鲜供应链的深度与广度。我们看好美团在生鲜业务后发制人的能力，生鲜业务也将成为美团未来流量与营收的新增长极。

表18: 美团生鲜业务的盈利预测 (亿元)

亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
小象生鲜	6.53	2.63	1.67	1.72	1.77	1.82	1.88
美团买菜		11.63	38.37	71.18	113.59	172.82	251.95
美团闪购(生鲜)	10.74	18.39	35.40	82.74	122.37	156.22	182.80
营业收入合计	17.27	32.65	75.44	155.64	237.74	330.86	436.62

数据来源：美团公司年报，广发证券发展研究中心

美团生鲜业务的短期估值来看：（1）小象生鲜未作为重点投入方向，成长性和盈利能力弱，不给予估值；（2）闪购业务模式与餐饮外卖的商业模式相似，参考可比公司估值，给予2020年3.5x的PS估值为124亿元；（3）自营买菜业务选取同样在O2O生鲜领域积极投入的永辉超市、高新零售的PS作为估值参考，同时考虑到“美团买菜”的高成长性，给予2020年2xPS为100.4亿元，对应2021年0.96xPS，与可比公司21年的PS估值水平均值接近。2020年生鲜业务的估值合计224.4亿元。

从远期估值来看，预计到2025年，美团买菜和美团闪购业务的营业收入分别达到350亿、220亿元，假设买菜业务的稳态净利率为10%，给予20x远期PE，生鲜闪购业务的稳态净利率为15%，给予25x远期PE，截至到2025年预计生鲜业务的估值将达到1525亿元。

表19: 美团点评的生鲜业务可比估值

类型	公司名称	当前市值	2020 年预计净利润	2020 预计营收规模	PS			PE		
		(百万美元)	(百万美元)	(百万美元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
平台型	Grubhub	5874.07	-138	1541	4.48	3.81	3.36	—	—	—
	Delivery Hero	9508.00	-791	2512	6.86	3.79	2.37	36.70	—	—
	Just Eat	729.00	96	1587	0.57	0.46	0.38	44.05	7.57	5.07
	Takeaway.com	13375.17	71	1789	28.73	7.47	6.98	—	188.28	188.83
自营型	永辉超市	12618.82	371.6	14800.5	1.05	0.85	0.72	57.22	33.96	26.42
	高鑫零售	15976.66	442.3	14194.6	1.16	1.13	1.08	36.61	36.12	31.72

数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

考虑美团点评餐饮外卖的市占率处于绝对领先地位，盈利模式跑通后将保持高速增长，预计2020~2022年对应单均利润为0.31元/单，0.69元/单和1.2元/单，调整后利润贡献分别为32.35亿元，95.15亿元和211.8亿元。由于疫情影响，2020年的单均利润未能充分体现外卖业务的盈利能力。我们给予2021年经营正常状态下的外卖业务35xPE，算得到合理估值为3330亿元人民币。

从中远期来看，我们按照悲观、中性、乐观三种情形得到餐饮外卖的UE模型如下表所示。在中性情形下，美团点评外卖业务再2022年、2025年的日均单量分别达到4800万单和7500万单（实现1天1亿单总目标，餐饮外卖订单占75%），经调整的单均利润分别为1.2元和2.4元，参考餐饮行业平均估值给予2025年餐饮外卖业务20xPE，算得餐饮外卖业务的远期估值为13011亿元。

表 20: 美团点评外卖业务远期利润预期（亿元）和增速（%）

餐饮外卖的远期预期 相关指标	2022E			2025E		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
日均单量（万笔/天）	4500	4800	5000	7000	7500	8000
三年复合增速（%）	23.31%	25.99%	27.72%	13.40%	16.04%	18.56%
总笔数（亿笔）	164.25	175.2	182.5	255.5	273.75	292
客单价（元/人）	52	53	54	53	55	58
商户型佣金率（%）	11%	12%	13%	12%	13%	14%
商户型广告变现率（%）	2.5%	3.0%	3.5%	3.0%	3.5%	4.0%
C端有效配送费（元，冲减后）	4.0	4.2	4.5	4.5	5	5.5
单均收入（元/单）	8.99	9.96	11.09	10.36	11.78	13.42
单均成本（元/单）	7.50	7.40	7.30	7.80	7.60	7.50
分摊的期间费用率（%）	12%	11%	10%	12%	11%	10%
单均营业利润（元/单）	0.41	1.47	2.68	1.31	2.88	4.58
经调整的单均营业利润（元/单）	0.45	1.61	2.95	1.45	3.17	5.03
经调整的单均净利润（元/单）	0.34	1.21	2.21	1.08	2.38	3.77
预计总利润	55.96	211.81	403.39	276.92	650.57	1102.19

资料来源：美团点评年报，广发证券发展研究中心

到店、酒店和旅游业务已实现盈利，且盈利能力将随着广告收入占比提高而持续提升，按照25%的税率算得到店和酒旅业务20~22年的调整后的净利润分别为68.8、114和140.5亿元。参考2021年实现盈利的全球本地生活服务公司的估值，结合公司的业绩增长，我们给予2021年正常经营下的到店、酒店和旅游业务35xPE，对应合理市值为3990亿元人民币。

新业务主要包括非餐饮外送、商户服务业务和出行业务，其中非餐饮外送业务参考外卖行业的平均PS估值为3.5x，海外商户服务公司的平均PS估值为4.6x，出行业务的参考PS估值为2.2x。考虑到新业务各项营收权重，算得2021年的合理估值倍数为3xPS，对应合理市值为1256亿元人民币。

如下表所示，采用SOTP方法算得美团点评的每股合理价值为160.32港元/股。

表 21: 所属行业其他公司的估值比较 (样本日期: 2020/6/22, 按照 2020 年 6 月 22 日汇率中间价折算)

公司名称	所处行业	总市值 (百万美元)	2020年预计	2020年预计	PS			PE		
			归母净利润 (百万美元)	营收规模 (百万美元)	(其他公司选择彭博一致预期)			(其他公司选择彭博一致预期)		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
美团点评	本地生活	128773	258	16660	9.51	7.86	5.32	195.97	173.21	64.76
Grubhub		5874	-138	1541	4.48	3.81	3.36	—	—	—
Delivery Hero	餐饮外卖	9508	-791	2512	6.86	3.79	2.37	36.70	—	—
Just Eat	行业	729	96	1587	0.57	0.46	0.38	44.05	7.57	5.07
Takeaway.com		13375	71	1789	28.73	7.47	6.98	—	188.28	188.83
餐饮外卖行业平均					10.16	3.88	3.27	40.38	97.93	96.95
Groupon		618	-148	1150	0.28	0.54	0.68	—	—	—
Yelp		1781	-60	819	1.76	2.17	1.90	43.56	—	216.63
ANGI		6204	-38	1339	4.68	4.63	3.67	178.14	—	129.72
Zillow	本地生活	13238	-528	3395	4.83	3.90	2.57	—	—	—
58 同城	服务	8168	317	2216	3.62	3.69	3.08	6.81	25.80	17.71
Uber		56008	-5986	12042	4.34	4.65	3.10	—	—	—
Lyft		10683	-1484	2811	2.95	3.80	2.48	—	—	—
到店服务行业平均					3.21	3.34	2.50	76.17	25.80	121.35
Ctrip.com		15420	-289	3612	2.99	4.27	2.83	15.19	—	22.84
Booking	酒店旅行	66591	47	7644	4.42	8.71	5.35	13.69	1423.49	21.54
Expedia	服务	11569	-776	7148	0.96	1.62	1.11	20.48	—	44.72
TOUR		149	-91	171	0.46	0.87	0.55	—	—	—
TripAdvisor		2438	-137	728	1.56	3.35	2.12	19.35	—	89.87
酒旅 OTA 平台行业平均					2.00	3.65	2.32	16.81	1427.33	44.64
Square		43048	-169	3762	19.12	11.44	8.91	114.66	—	678.56
Wirecard		3420	741	3661	1.16	0.93	0.74	5.97	4.62	3.45
Global Payments	企业服务	52667	1000	6711	7.40	7.85	7.01	122.31	52.66	37.35
Fiserv		66982	1551	14288	4.64	4.69	4.38	75.01	43.17	30.95
Worldpay		42014	0	0	9.83	—	—	102.14	—	—
商户服务行业平均					8.43	6.23	5.26	84.02	33.48	187.58
阿里巴巴		606438	16058	92543	8.58	6.55	5.21	29.26	37.76	27.71
京东	综合电商	103719	1231	99107	1.24	1.05	0.88	58.79	84.26	46.63
拼多多		104888	-850	6402	24.03	16.38	10.75	—	—	249.19
电商竞争者行业平均					9.16	6.51	4.59	31.14	515.17	91.63

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 22: 美团点评分部估值情况

业务类型	餐饮外卖	到店、酒店和旅游	新兴业务
21 年预计营收 (亿元人民币)	1011	315	419
21 年预计净利润 (亿元人民币)	95	114	-73
估值参考	参考 PE 35x	参考 PE 35x	参考 PS 3x
合理估值 (亿元人民币)	3330	3990	1256
20 年合理总市值 (亿元人民币)	8576		

汇率 HKD/CNY	0.9181
20 年合理总市值 (亿港元)	9341
总股本 (百万股)	5,827
每股合理价值 (港元/股)	160.32

资料来源：广发证券发展研究中心

从绝对估值法来看，根据上市以来公司股价收益率和恒生指数收益率测算 β 值为1.4，采用十年期国债收益率作为无风险利率2.96%，算得权益报酬率为9.5%，假设长期增长率为2.5%，采用FCFE模型分别测算得到公司目前合理总市值为6913.7亿港元，按照当前股本折合158.55港元/股。

两种估值方法得到的每股合理价值区间为158.55~160.32港元/股，我们选择估值中枢159.55港元/股作为美团点评的每股合理估值。

表 23: 美团点评权益现金流量和估值情况 (除特殊注明外, 货币单位: 人民币)

FCFE 估值	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
权益现金流 (百万元)	21844	29921	41860	51712	73883	89907	101351	114914	132044
折现率 (%)	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
时间因子	0.60	1.60	2.60	3.60	4.60	5.60	6.60	7.60	8.60
折现因子	0.95	0.87	0.79	0.72	0.66	0.60	0.55	0.50	0.46
PV (百万元)	20694	25890	33084	37331	48716	54148	55754	57740	60601
PV (TV) (百万元)	457,364								
股权价值 (百万元)	390,813								
总股本 (百万股)	5,827								
汇率 (HKD/CNY)	0.9181								
每股价值 (港元/股)	158.55								

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议：疫情期间，美团的餐饮外卖业务成为“战疫血管”，为限行环境的社会正常运转做出了巨大贡献。同时，我们认为疫情不会改变公司的长期价值，外卖业务市占率保持领先，运营效率不断优化，单均盈利持续改善，2019年实现扭亏，商业模式已得到业绩确认。

到店业务上，历经十余年完成“流量+商户+内容”的生态构筑，护城河坚实，同时广告变现能力不断提升，实现“佣金+广告”双轮驱动。新业务上，“新零售+金融”业务受到疫情正面催化，有效抵补了其他业务的损失，同时其他各项业务的盈利情况也得到改善。

新业务长期战略目标清晰：（1）TOB：巩固商户粘性，分享商户数字化升级红利；（2）生鲜和新零售：聚焦“FOOD”领域，多模式掘金生鲜市场；（3）出行：寻找本地生活领域的新流量引擎。

我们认为经过此轮压力测试后，投资者对美团点评的壁垒有更加清晰的认知，将有效提振市场对公司长期价值的信心。

从季报来看，我们认为美团的各项业务抗冲击能力均优于预期，根据QM数据监测，预计20Q2餐饮外卖单量将实现正增长；到店餐饮、酒店供需恢复趋势良好，休闲娱乐、亲子活动等复工提速；美团买菜、新零售配送、金融服务等有望延续高增长。预计20~22年营收分别为1180/1744/2305亿元，NON-GAAP净利润52.7/140.9/275.6

亿元，综合SOTP和DCF得每股合理价值159.55港元/股，维持“买入”评级。

五、风险提示

- (1) 线上渗透率提升低于预期。经济下行叠加疫情将长期影响用户的消费意愿，短期爆发的线上消费需求难以持续，线上消费习惯也没有完全固化，传统线下销售渠道优势依然明显。
- (2) 行业竞争加剧。生鲜O2O市场是本地生活服务市场的重要板块，互联网巨头自营或投资积极布局生鲜市场，线下零售商超开拓线上到家业务以及新兴初创企业深耕部分地区形成区域优势，未来还有新的竞争者或资本进入生鲜O2O市场，行业竞争或将加剧。
- (3) O2O的商业模式难以规模化复制。生鲜具有很强的区域性特征，全国不同地区的饮食习惯、消费结构存在较大差异，全国性生鲜供应链体系搭建仍需时间，因此在特定区域跑通的商业模式或难以在其他地区复制。
- (4) 线下选址风险。O2O模式对选址对覆盖社区人口密度、结构、可支配收入的要求较高，存在选址与目标用户不适配，孵化空白区域时间过长的风险。
- (5) 食品安全事件风险。食品安全是消费者关注的重点，发生食品安全事件或将失去消费者信任，亦或是带来法律诉讼风险。
- (6) 全球疫情的控制时间延长，本地生活业务的影响程度超预期。
- (7) 由于经济持续下行和消费者习惯转变导致餐饮外卖线上渗透率和下单频次的提升速度放缓。经济景气度的下滑也会引起酒店业务的间夜量增长速度低于预期。
- (8) 货币化率提升存在瓶颈，佣金率持续提升会对用户下单的积极性和商户上线意愿产生负面影响，在线营销比重提升会对用户使用体验产生负面影响，难以保证货币化率长期的持续提升。
- (9) 美团新业务培育速度低于预期，可能因为相关领域的业务和管理经验不足导致其业务增速低于预期。
- (10) 行业竞争加剧的风险。2020年3月阿里集团宣布本地生活战略升级，将支付宝打造为本地生活服务平台，行业竞争或有加剧风险。
- (11) 预测部分参考的行业数据来自第三方公司统计，其准确度无法保障；草根调研的限制性因素。草根调研获得的信息，或存在样本偏差，未必能体现全貌。

	单位: 亿元, 人民币				
至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	731	821	1012	1349	1794
货币资金	170	134	332	366	510
应收及预付	95	103	159	235	311
存货	4	3	3	4	5
其他流动资产	461	582	518	743	968
非流动资产	475	499	471	457	445
长期股权投资	83	94	94	94	94
固定资产	40	54	43	37	31
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	339	327	325	317	311
其他长期资产	13	24	8	8	8
资产总计	1207	1320	1483	1806	2239
流动负债	318	366	520	748	964
短期借款	18	36	35	52	69
应付及预收	127	140	281	408	523
其他流动负债	107	121	144	201	257
非流动负债	23	34	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	24	24	24
负债合计	342	400	544	772	989
股本	0	0	0	0	0
资本公积	2525	2559	2520	2520	2520
留存收益	-1660	-1638	-1580	-1486	-1269
归属母公司股东权益	865	921	939	1034	1251
少数股东权益	0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
负债和股东权益	1207	1320	1483	1806	2239

	单位: 亿元, 人民币				
至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	652	975	1181	1744	2305
营业成本	501	652	774	1102	1368
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	159	188	225	309	383
管理费用	58	43	58	87	115
研发费用	71	84	104	143	184
利息支出	2.9	1.7	5.3	7.9	10.4
利息收入	0.4	1.9	2.4	3.5	4.6
公允价值变动收益	-1027	2	-6	-6	-6
投资净收益	7	25	16	16	16
营业利润	-1155	28	26	118	271
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-1155	28	26	118	271
所得税	0	5	8	24	54
净利润	-1155	22	18	94	217
少数股东损益	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.7
GAAP-归母净利润	-85	47	53	141	276
国际准则-EBITDA	-47	73	87	179	343
国际准则 EPS (元)	-1.5	0.8	0.9	2.4	4.7

	单位: 亿元, 人民币				
至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-92	56	198	262	374
净利润	-1155	28	26	118	271
折旧摊销	54	48	33	30	29
营运资金变动	-50	-26	145	135	123
其它	1061	11	2	3	5
投资活动现金流	-234	-102	-1	-241	-242
资本支出	-88	-44	-23	-16	-17
投资变动	-150	-73	22	-226	-224
其他	4	13	0	0	0
筹资活动现金流	293	11	0	13	12
银行借款	12	36	0	17	17
股权融资	276	4	0	0	0
其他	0	0	3	0	0
现金净增加额	-23	-37	198	34	144
期初现金余额	194	170	134	332	366
期末现金余额	170	134	332	366	510

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	92.3	49.5	21.1	47.8	32.1
营业利润增长	-508.3	101.9	-17.9	413.3	130.1
归母净利润增长	-510.5	101.9	-17.9	413.3	130.1
获利能力					
毛利率	36.0	23.2	33.0	35.0	23.2
净利率	-177.1	2.3	1.6	5.4	9.4
ROE	-502.7	2.5	2.0	9.6	19.0
ROIC	-262.8	6.7	3.7	17.0	40.3
偿债能力(%)					
资产负债率	28.3	30.3	36.7	42.8	44.2
净负债比率	39.5	43.4	58.0	74.8	79.1
流动比率	229.8	224.5	194.8	180.3	186.1
速动比率	83.8	65.7	94.5	80.4	85.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	145.1	181.1	96.5	79.5	75.9
存货周转率	205.2	193.1	255.6	303.4	313.8
每股指标(元)					
每股收益	-1.5	0.8	0.9	2.4	4.7
每股经营现金流	-0.6	-0.6	3.4	0.6	2.5
每股净资产	14.8	15.8	16.1	17.7	21.4
估值比率					
P/S	14.0	9.4	7.7	5.2	4.0
P/E	—	196.0	173.2	64.8	33.1
EV/EBITDA	—	125.2	137.7	60.6	30.8

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：高级分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 吴桐：武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。