

2021 年 06 月 16 日

每日优鲜、叮咚买菜双双赴美上市，探究生鲜电商模式发展如何？

■写在前面：近期叮咚买菜、每日优鲜向美国证券交易委员会提交了 IPO 招股书，分别将于纽约证券交易所和纳斯达克挂牌上市。我们将深入分析两家公司，并对于目前生鲜电商模式进行剖析。

■前置仓模式行业平均利润率为-30%，收入盈利转化需提升复购率和客单价：现阶段生鲜电商行业处于多种商业模式共存的局面，其中前置仓、店仓一体化主要布局在一二线城市，消费人群主要以一二线城市白领为主；而社区团购模式主要满足下沉市场用户需求。前置仓相较于中心仓，在产品品质和配送方面具备优势，然后对于需求预测以及早期投入压力较大；**履约能力、库存管理、供应链能力成关键要素**。目前行业整体均为亏损状态、净利率在-30%左右。其中：1) 毛利率：不足 20%，仅为 15%左右，整体毛利率在不断提升；按照超市大卖场毛利率，行业毛利率上限在 30%；2) 履约成本：收入占比在 30%左右，其中前置仓储和配送成本占比达到 50%；3) 销售费用率：在 10%左右，广告费用占比 50%左右。

■二者均为亏损状态、且亏损扩大，每日优鲜用户价值略高：对于前置仓模式下，需重点关注履约成本、毛利率、客单价等核心指标。对比分析两家公司，其中：1) 叮咚买菜营收从 2019 年仅为每日优鲜的六成，上升为今年第一季度的 38 亿元，对应每日优鲜的 2.5 倍；叮咚买菜的亏损大约是每日优鲜的两倍。2) 2020 年叮咚买菜的 GMV 是每日优鲜的不到两倍。2020 年叮咚买菜的订单数约为每日优鲜的两倍多；从每单收入来看，每日优鲜约为叮咚买菜的 1.6 倍，客单价也更高、接近百元。3) 行业整体议价能力提升、毛利率近 20%，净利率达到-30%。叮咚买菜仍积极扩张，每日优鲜从 C 端拓至 B 端。叮咚买菜市值高达 376 亿元，每日优鲜估值 30 亿美元+。

■每日优鲜前置仓即时零售排名第二（市占 28%），社区零售多维布局：公司首创前置仓即时零售业务，(A+B) xN 的社区零售多维布局，通过高效的运营体系，90%的生鲜实现产地直采，极速达业务提供 4300+SKU、次日达业务提供 20000+SKU。生鲜产品平均周转天数为 1.8 天，2.5%库存平均损耗率，94%的 SKU 在 5 点晚高峰之后仍在售，退款率仅有 0.6%。公司 GMV2020 年排名第二；同时，2020 年每日优鲜在中国前置仓即时零售行业的市场份额为 28%。2020 年营收达 61 亿元，净亏损区间缩窄、盈利能力提升，2018-2020 年营收 CAGR 达到 31.47%。公司从 C 端拓展至 B 端，定位社区零售数字化平台，智慧菜场业务已成为每日优鲜颇具竞争力和变现力的新赛道。

■叮咚买菜主打生鲜食材、前置仓超过 1000 个，营业额成倍增、2020

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

黄杨璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070002

huangyl1@essence.com.cn

021-35082077

相关报告

IPO 观察：精选层迎来第

54 家公司，新三板转板最新2021-06-13

平均收益 455%-756%

建邦股份：专注汽车后市

场，打造中高端车型卓越零2021-06-13

部件

连锁口腔医院专题系列三：

中等规模更安全，或与医美2021-06-13

同乘东风

全市场科技产业策略报告第

113 期2021-06-08

精选层转板预期升温，部分

个股创新高2021-06-08

年超百亿元：公司深耕社区线上零售，2021Q1 拥有 150 万会员，已成功地将业务扩展到全国 29 个城市，其中 5 个城市已实现并保持了每月超过 1 亿元的 GMV。营业额成倍增长、2021Q1 营收 38 亿元，净亏损同步扩大，2021Q1 公司的净亏损为 13.85 亿元。公司在长三角大都市排名第一，2020 年叮咚买菜市场份额为 10.1%；运营具有成功扩张的高度可复制性。

■社区零售线上渗透率达到 20.9%，前置仓模式 2025 年市场规模有望达到 3068 亿元：2020 年我国社区零售市场规模达到 11.9 万亿元，其中生鲜 5.0 万亿元，快消品 6.9 万亿元，预计 2025 年达到 15.7 万亿元、CAGR 为 5.74%。食品为最大的产品类别、2020 年市场份额 33.1%，超市（占比 37.4%）和生鲜市场份额领先。移动互联网的渗透和发展下，线上渗透率达到 20.9%，我国线上社区零售后续增速可达 20% 以上。伴随着目标消费群体的消费能力和品质支付意愿不断增强，前置仓市场后续增速可期，预计 2020-2023 年 CAGR 达到 59.5%、2025 年市场规模有望达到 3068 亿元。

■风险提示：行业竞争加剧，消费者认知转变风险，监管政策风险

内容目录

1. 写在前面：每日优鲜、叮咚买菜双双赴美上市，探生鲜电商模式.....	6
2. 每日优鲜：前置仓即时零售第二（市占 28%），社区零售多维布局.....	6
2.1. 公司定位：首创前置仓即时零售业务，(A+B) xN 的社区零售多维布局	6
2.2. 业务模式：前置仓即时零售第二（市占 28%），有效用户持续增长、达到 790 万名....	7
2.3. 业绩表现：2020 年营收达 61 亿元，净亏损区间缩窄、盈利能力提升.....	8
2.4. 看点：从 C 端拓展至 B 端，定位社区零售数字化平台.....	9
2.4.1. 前置仓业务实现全品类生鲜一站式购齐，供应-物流-营销打通闭环	9
2.4.2. 智能化技术运用，智慧零售网络提供卓越的用户体验和运营效率.....	11
2.4.3. C 端拓展至 B 端，菜场云零售模式下实现多维布局战略.....	12
3. 叮咚买菜：主打生鲜食材、前置仓超过 1000 个，营业额成倍增、2020 年超百亿元.....	14
3.1. 公司简介：深耕社区线上零售，2021Q1 拥有 150 万会员	14
3.2. 业务模式：主打生鲜食材、前置仓超过 1000 个，月均交易用户人数达 690 万	15
3.3. 业绩分析：营业额成倍增长、2021Q1 营收 38 亿元，净亏损同步扩大.....	17
3.4. 长三角大都市排名第一，运营具有成功扩张的高度可复制性.....	18
4. 行业总览：线上渗透率达到 20.9%，前置仓模式 2025 年市场规模有望达到 3068 亿元.....	21
4.1. 我国生鲜零售达到 5 万亿，线上渗透率提升、前置仓模式后续增速达到 60%.....	21
4.1.1. 2020 年我国社区零售市场规模达到 11.9 万亿元，生鲜零售达到 5.0 万亿元	21
4.1.2. 线上渗透率达到 20.9%，我国线上社区零售后续增速可达 20%以上.....	22
4.1.3. 前置仓模式集中在中高线城市，2025 年市场规模有望达到 3068 亿元.....	23
4.2. 产业链：巨头多点布局，多种商业模式并存.....	24
4.3. 智慧生鲜市场：菜市场数字化渗透率将快速提升，线下零售门店数字化转型深化.....	25
5. 产业特征：收入盈利转化需提升复购率和客单价.....	27
5.1. 行业竞争：履约能力、库存管理、供应链能力成关键要素.....	27
5.2. 模型测算：行业利润率为-30%，需提升客单价、复购率以实现规模效应.....	27
5.3. 模式对比：前置仓模式在产品品质和配送方面具备优势，重资产、重运营的劳动密集 型行业模式.....	28
6. 公司对比：均为亏损状态、净利率-30%，每日优鲜用户价值显著.....	30
6.1. 财务对比：叮咚买菜营收百亿级别，行业整体议价能力提升、毛利率近 20%，净利率 达到-30%.....	30
6.1.1. 规模体量：叮咚买菜营收百亿级别，二者亏损均扩大.....	30
6.1.2. 盈利能力：行业整体议价能力提升、毛利率近 20%，净利率达到-30%.....	30
6.1.3. 费用构成：智慧零售网络助力每日优鲜履约成本优势，二者费用率逐步下降...	31
6.2. 用户价值：每日优鲜用户数近千万人，客单价领先、接近百元.....	32
6.3. 发展路线：叮咚买菜仍积极扩张，每日优鲜从 C 端拓至 B 端.....	32
6.4. 投资机构：叮咚买菜估值高达 376 亿元，每日优鲜估值 30 亿美元+.....	33

图表目录

图 1：每日优鲜旗下三大业务.....	6
图 2：每日优鲜智慧菜场业务.....	7
图 3：每日优鲜零售云业务.....	7
图 4：每日优鲜股权结构.....	7
图 5：每日优鲜核心运营指标.....	8
图 6：每日优鲜营收及增速.....	9

图 7: 每日优鲜净利润.....	9
图 8: 每日优鲜盈利能力.....	9
图 9: 每日优鲜费用率水平.....	9
图 10: 每日优鲜核心数据.....	10
图 11: 每日优鲜线下前置仓布局.....	11
图 12: 每日优鲜配送体系.....	11
图 13: 每日优鲜智慧零售网络平台.....	12
图 14: 每日优鲜具体模式.....	13
图 15: 叮咚买菜主要分类.....	14
图 16: 叮咚买菜 app 界面.....	14
图 17: 叮咚买菜股权结构.....	15
图 18: 公司的商业模式.....	16
图 19: 叮咚买菜运营数据.....	17
图 20: 叮咚买菜营收及增速.....	17
图 21: 叮咚买菜净利润.....	17
图 22: 叮咚买菜盈利能力.....	18
图 23: 叮咚买菜费用率.....	18
图 24: 叮咚买菜从农场到用户餐桌的数字化运营步骤.....	18
图 25: 叮咚日日鲜猪肉.....	19
图 26: 叮咚买菜全流程.....	20
图 27: 我国社区零售市场具体构成.....	21
图 28: 前置仓、团购、生鲜市场市场份额逐步提升.....	21
图 29: 我国社区零售市场不同层级城市具体市场构成 (2020 年数据, 十亿元)	22
图 30: 我国社区零售市场网点数量 (个)	22
图 31: 我国在线社区零售市场规模及增速.....	22
图 32: 2019 年 11 月-2021 年 2 月中国生鲜电商用户月度使.....	23
图 33: 2020 年中国生鲜电商用户在疫情前中后购买生鲜.....	23
图 34: 我国前置仓即时零售市场规模情况.....	23
图 35: 我国生鲜电商发展历程.....	24
图 36: 生鲜电商模式以及参与主体一览.....	25
图 37: 我国智慧生鲜市场规模及增速.....	25
图 38: 我国超市零售云市场规模及增速.....	25
图 39: 传统生鲜产业链一览.....	26
图 40: 六大要素.....	27
图 41: 前置仓模式财务模型一览.....	28
图 42: 前置仓模式 VS 中心仓.....	29
图 43: 营收对比分析 (亿元)	30
图 44: 净利润对比分析 (亿元)	30
图 45: 毛利率对比.....	31
图 46: 净利率对比.....	31
图 47: 履约成本占比.....	31
图 48: 销售费用率对比.....	31
图 49: 用户运营数据对比.....	32
表 1: 生鲜电商新型商业模式分类.....	28

表 2：每日优鲜融资情况.....	33
表 3：叮咚买菜融资历程.....	34

1. 写在前面：每日优鲜、叮咚买菜双双赴美上市，探生鲜电商模式

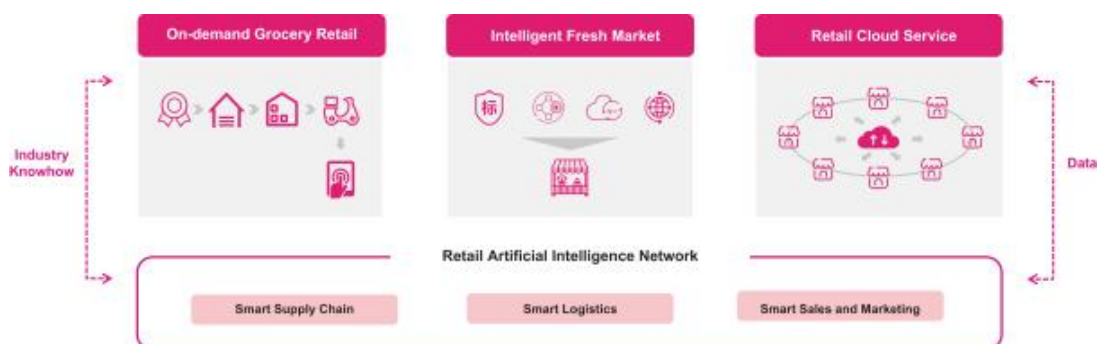
6月9日，叮咚买菜、每日优鲜均向美国证券交易委员会(SEC)提交了IPO招股书，分别将于纽约证券交易所和纳斯达克挂牌上市。此次上市中，叮咚买菜的股票代码为“DDL”，承销商包括摩根士丹利、美银证券、瑞信。每日优鲜的股票代码为“MF”，承销商包括摩根大通、花旗集团、中金公司、华兴资本等。我们将深入分析两家公司，并对于目前生鲜电商模式进行剖析。

2. 每日优鲜：前置仓即时零售第二（市占28%），社区零售多维布局

2.1. 公司定位：首创前置仓即时零售业务，(A+B) xN 的社区零售多维布局

每日优鲜成立于2014年10月，于2015年在国内首创前置仓即时零售业务，截至2021年3月31日，每日优鲜已在中国16个城市（4座一线城市以及12座二线城市）建立了631个前置仓，累计交易用户超3100万。2021年3月，每日优鲜宣布多业态布局战略，希望打造成“中国最大的社区零售数字化平台”。旗下超4300款极速达商品平均39分钟送达，满足消费者对即时、优质的生鲜及快消产品的消费需求。

图1：每日优鲜旗下三大业务



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

每日优鲜将它的业务模式分成三块：前置仓即时零售、智慧菜场和零售云。每日优鲜将它的业务模式分成三块：前置仓即时零售、智慧菜场和零售云。

➤ 前置仓（DMW）即时销售模式

在一二线城市，每日优鲜首创“前置仓”模式，为16个城市的数千万家庭提供了“超4000款商品，最快30分钟达”服务；

➤ 智慧菜场业务

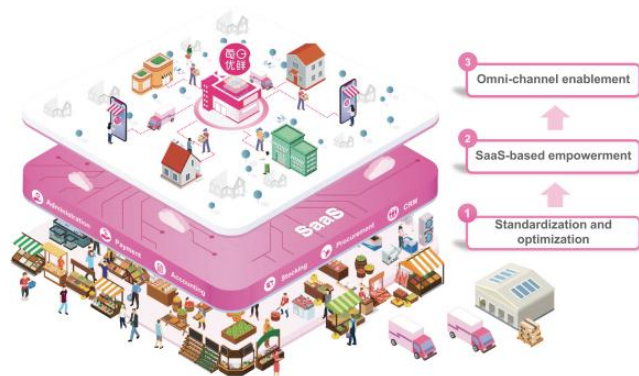
2020年下半年，每日优鲜推出智慧菜场业务，主要模式是获取菜市场经营权，通过改造场地布局、优化商户组合并引入新业态，为商户提供包括电子支付、在线营销、CRM工具和业务规划在内的SaaS服务包，以此帮助智慧菜场的商户将线下顾客转化为线上私域流量，通过线上交易平台，实现进一步电商业务增收。

➤ 零售云业务

于2021年启动了零售云业务，用在垂直零售领域积累的核心技术能力，来进一步赋能社区零售行业参与者尤其是线下商超实现数字化升级。其主要目标客户是长尾中小型商超，这

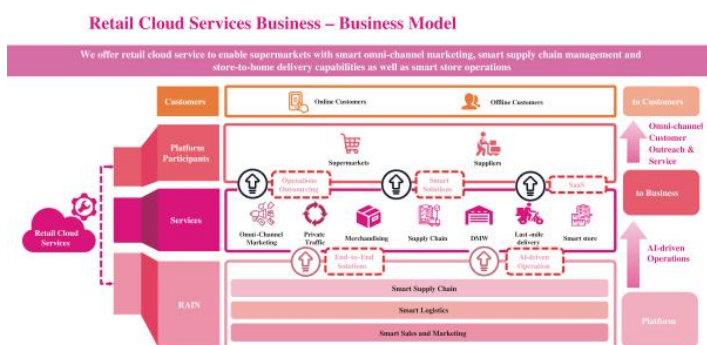
些企业占到了中国超市行业 80%以上的市场份额。

图 2：每日优鲜智慧菜场业务



资料来源：每日优鲜招股书，安信证券研究中心

图 3：每日优鲜零售云业务



资料来源：每日优鲜招股书，安信证券研究中心

IPO 前，管理层持股比例 20.2%，拥有投票权 75.6%；其中，创始人兼 CEO 徐正持股 15.3%，拥有投票权 74.1%。老虎环球基金持股为 12.4%，拥有 3.8%的投票权；国信金控持股 8.7%，拥有投票权 2.7%；腾讯持股为 8.1%，拥有 2.5%的投票权。

图 4：每日优鲜股权结构

	Ordinary Shares Beneficially Owned Prior to This Offering				[Class B Ordinary Shares Being Sold in This Offering]	Ordinary Shares Beneficially Owned Immediately After This Offering			
	Class A Ordinary Shares	Class B Ordinary Shares	% of Total Ordinary Shares on an As-converted Basis	% of Aggregate Voting Power [†]		Class A Ordinary Shares	Class B Ordinary Shares	% of Total Ordinary Shares on an As-converted Basis	% of Aggregate Voting Power [†]
Directors and Executive Officers^{††}:									
Zheng Xu (1)	75,555,520	21,668,178	15.3	74.1					
Jun Wang (2)	—	14,039,242	2.2	0.7					
Yuan Sun (3)	—	8,022,424	1.3	0.4					
Zhaohui Li (4)	—	—	—	—					
Yang Li (5)	—	8,978,872	1.4	0.4					
Hansong Zhu ***	—	—	—	—					
All Directors and Executive Officers as a Group	75,555,520	52,708,716	20.2	75.6					
Principal [and Selling] Shareholders:									
Internet Fund IV Pte. Ltd. (6)	—	78,384,462	12.4	3.8					
Freshking Limited (1)	47,222,240	21,668,178	10.9	46.7					
Xiamen Missfresh Equity Investment Partnership (Limited Partnership) (7)	—	54,994,026	8.7	2.7					
Image Frame Investment (HK) Limited (8)	—	51,078,319	8.1	2.5					
Genesis Entities (9)	—	45,429,820	7.2	2.2					
Tigerteeth Entity Limited (10)	28,333,280	6,652,231	5.5	0.3					

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.2. 业务模式：前置仓即时零售第二（市占 28%），有效用户持续增长、达到 790 万名

根据艾瑞咨询的数据，从 GMV 来看，每日优鲜于 2018 年和 2019 年在中国前置仓即时零售行业中排名第一，2020 年排名第二；同时，2020 年每日优鲜在中国前置仓即时零售行业的市场份额为 28%。

有效用户（毛利为正）达到 790 万名，重复购买率达到 70%以上，核心用户（至少一个月下单 4 次及 4 次以上的用户）数量占比达到 20%以上。每日优鲜整体用户数量、订单量以及销售额均保持稳定的增长，每日优鲜前置仓即时零售的平均客单价为 94.6 元。其中：

➤ 用户规模

2018 年~2020 年以及截至 2021 年 3 月 31 日的 12 个月，分别拥有 510 万、720 万、870 万和 790 万名有效用户。截至 2021 年 3 月 31 日止三个月，公司用户 12 个月和 24 个月的重复购买率分别为 71.1%和 76.0%。

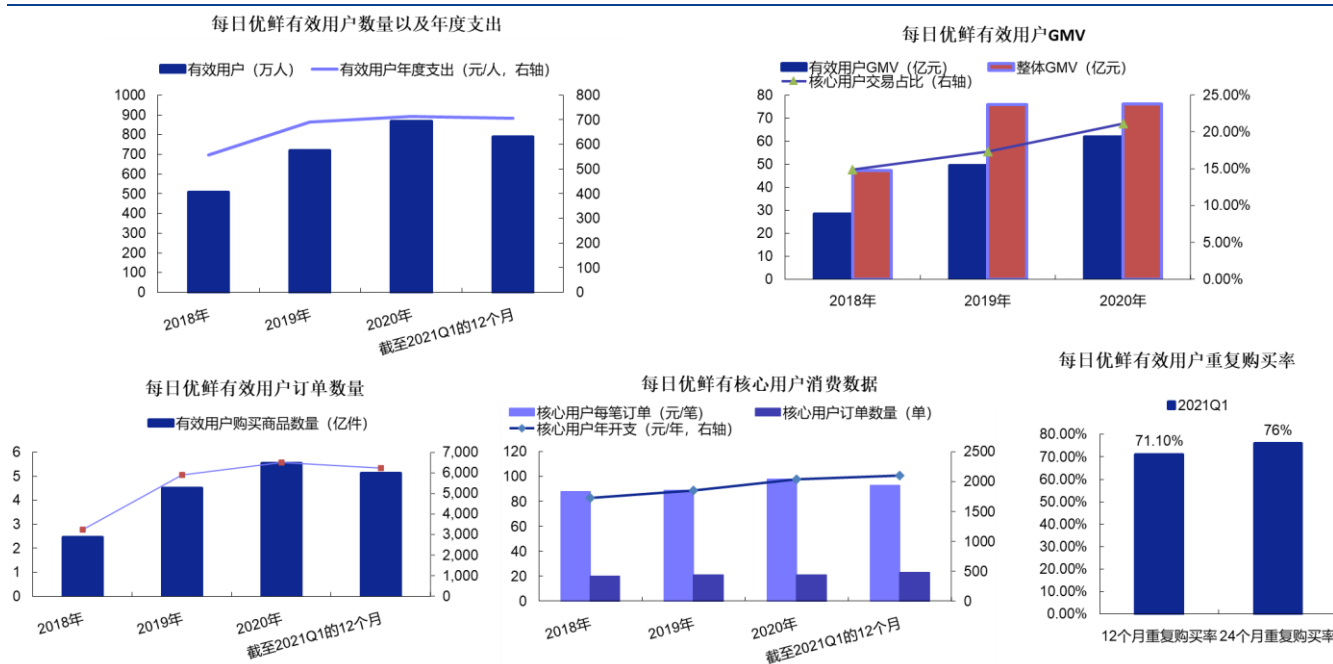
➤ 客单价水平

截至 2021 年 3 月 31 日止十二个月，每位有效用户的年度支出从 2018 年的 558.0 元增加到 2019 年的 690.4 元、2020 年的 712.8 元和 705.8 元。公司共计销售了 2.453 亿、4.504 亿、5.549 亿件商品。其 GMV 从 2018 年的 47.259 亿元增长到 2020 年的 76.147 亿元（11.622 亿美元），复合年增长率为 26.9%。有效用户应占 GMV 从 2018 年的 28.360 亿元增至 2019 年的 49.519 亿元、2020 年的 61.840 亿元（9.439 亿美元）。每日生鲜前置仓即时零售的平均客单价为 94.6 元。

➤ 核心消费群体壮大

公司核心用户数量占交易用户的百分比从 2018 年的约 14.9%增加到 2019 年的 17.3%，进一步增加到 2020 年的 21.1%。截止 2021 年 3 月 31 日的 12 个月，每日生鲜核心用户（期间至少一个月下单 4 次及 4 次以上的用户）年贡献营收高达 2106 元。

图 5：每日生鲜核心运营指标



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

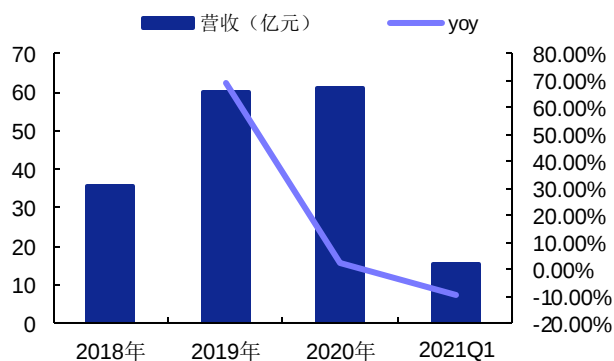
2.3. 业绩表现：2020 年营收达 61 亿元，净亏损区间缩窄、盈利能力提升

2018-2020 年营收 CAGR 达到 31.47%，2021 年 Q1 实现 15.302 亿元。每日生鲜 2018 年~2020 年营业收入分别为 35.47/60.01/61.30 亿元；2021 年一季度为 15.30 亿元，对比上年同期则为 16.9 亿元。

2020 年净亏损区间有所收窄，2018 年每日生鲜净亏损 22.316 亿元，2019 年和 2020 年亏损分别为 29.094 亿元、16.492 亿元。截止 2021 年 3 月 31 日的一个季度，每日生鲜净亏损 6.103 亿元。2018 年、2019 年和 2020 年，每日生鲜的调整后净亏损（非 GAAP 标准）分别为 22.159 亿元、27.77 亿元、15.897 亿元，三年累计净亏损 65.826 亿元。截止 2021

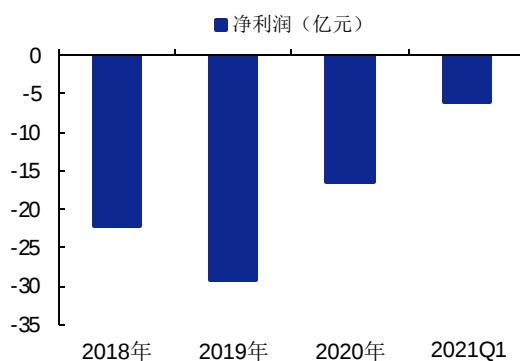
年 3 月 31 日的一个季度，每日优鲜调整后净亏损为 5.984 亿元。

图 6：每日优鲜营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：每日优鲜净利润

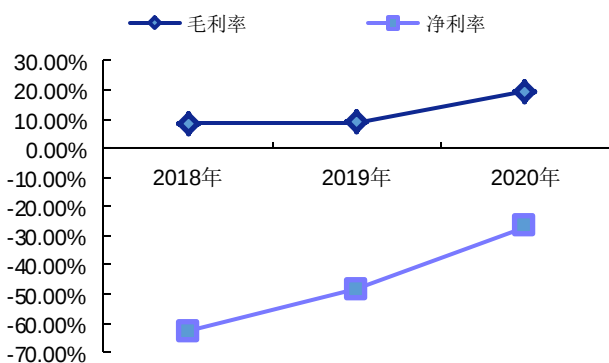


资料来源：wind，安信证券研究中心

盈利能力逐步提升，2020 年毛利率上升至 19.42%。每日优鲜 2018 年和 2019 年毛利润分别为 3.04 亿元和 5.21 亿元，2020 年增长 128.5%，达到 11.904 亿元。截止 2021 年 3 月 31 日的三个月，每日优鲜的毛利为 1.89 亿元。毛利率水平从 2018 年的 8.57% 上升至 2020 年的 19.42%。

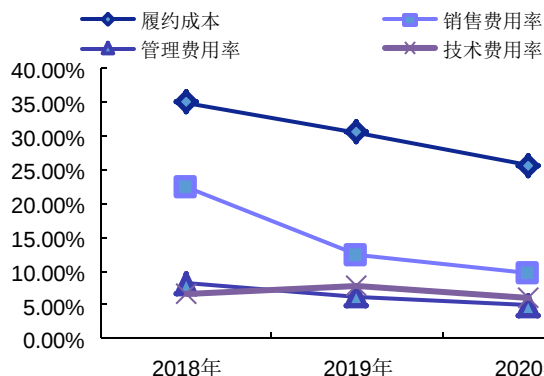
费用管控得当，履约成本 (25.72%)、销售费用率 (9.61%) 逐步下降。造成两家公司亏损的主要原因都在于履约成本过高。每日优鲜 2018 年~2020 年履约成本分别为 12.393 亿元、18.330 亿元、15.769 亿元，每日优鲜的履约费用率（履约成本占净营收比）逐年降低，从 2018 年的 34.9% 持续降至 2020 年的 25.7%。除此之外，销售费用主要系广告、营销推广等，2018 年~2020 年及 2021 年一季度，每日优鲜在销售费用方面的支出分别为 7.955 亿元、7.4 亿元、5.892 亿元以及 1.676 亿元，占当期营业收入的比例分别为 22.4%、12.3%、9.6% 以及 10.9%。

图 8：每日优鲜盈利能力



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：每日优鲜费用率水平



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.4. 看点：从 C 端拓展至 B 端，定位社区零售数字化平台

2.4.1. 前置仓业务实现全品类生鲜一站式购齐，供应-物流-营销打通闭环

前置仓业务主要集中在人口密度较高的中高线城市。与传统电商平台相比，前置仓模式提供更便捷的体验、更好的产品新鲜度和更好的供应链质量控制。它与上游供应链合作伙伴

密切合作，通过标准化增加直接采购并提高产品质量。同时它还拥有自己的用户获取渠道和售后服务，确保为用户提供最好的产品和服务。一个成功的前置仓模式背后有强大的后端供应链采购和包装能力以及大量的前期资本投资。

每日优鲜在 2015 年 5 月首创前置仓模式，并通过便利的前置仓选址和技术驱动的前置仓管理，经营线上线下一体化的即时社区零售业务，提供以大众、刚需、高频为特点的生鲜和快消品即时到家服务。其中各个前置仓具备保温、和冷藏存储功能，每个网络可覆盖方圆三公里范围内的社区，所有的前置仓均由公司集中管理，采用专有物流和库存管理技术和系统。

图 10：每日优鲜核心数据



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

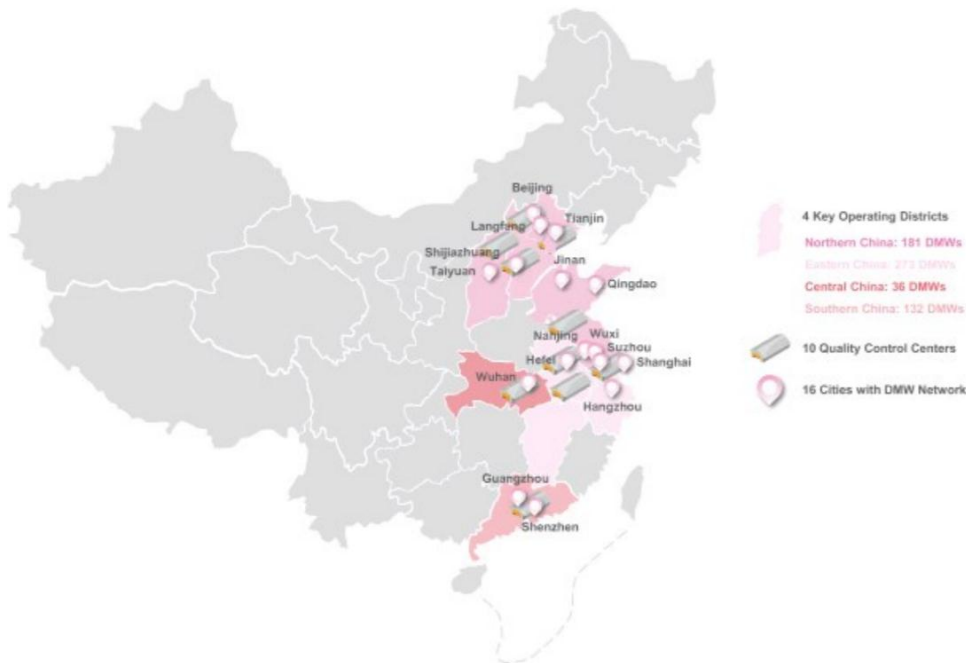
产品端看，目前超 4000 款精选 SKU 涵盖 12 大品类，可实现全品类生鲜一站式购齐。具体包括水果、蔬菜、肉蛋、水产、乳品、零食、酒饮、熟食、轻食、速食、粮油、日百等。目前每日优鲜已将 SKU 从 2018 年的 2,200 多个扩展到 2020 年的 4,000 多个，且提供了超过 20,000 个 SKUs 的更广泛范围，直至次日交货。在用户下单后，平均可在 39 分钟内交付。

供应链方面为产地直采。每日优鲜目前已实现超 80% 的商品直接采购自生产商，高于行业 55% 的平均直采率，生鲜产品产地直采比例则超 90%，2020 年对接供应商超过 2300 家，在为用户提供丰富产品、稳定供应的同时，进一步实现成本优化。此外每日优鲜建立了从产地、大仓、前置仓到消费者的全程可追溯质检体系，确保产品的高质量和稳定的消费者体验。

库存端：公司成功地确保了 94% 的 SKUs 仍可在晚上 5 点（晚高峰时段）提供，同时平均库存损失率保持在 2.5%。前置仓库存周转天数总体上已从 6.1 天减少到 3.8 天。例如，蔬菜的库存周转天数从 2.4 天下降到 1.3 天，肉类和家禽的库存周转天数从 6.0 天下降到 2.3 天。

在配送交付阶段，公司系统会为配送员提供最佳的交付路线。2020 年，系统会自动将 100% 的订单分配给配送员，超过 80% 的订单在收到订单后 10 分钟内离开前置仓。根据艾瑞咨询的数据，公司送货员平均每天交付 50 个订单，高于前置仓零售行业的平均水平。

图 11：每日生鲜线下前置仓布局



资料来源：招股书，安信证券研究中心

且公司建立了一个完全链接和可追溯的质量控制系统，涵盖从产地到质量控制中心和前置仓，最后覆盖整个社区零售价值链，最后覆盖消费者。2020 年，用户退款率非常低，为 0.6%，同时，如果用户对交付的产品质量不满意，则向用户提供无条件退款政策。得益于前述商品、服务和以及基于腾讯生态体系的社交获客策略，2018 年至 2020 年，每日生鲜手机 App 及小程序有效用户（支付款项超过销售产品相关成本的交易用户）数量逐年提升，分别为 510 万、720 万与 870 万，其带来的平均消费额逐年上涨，向有效用户销售的商品总数也从 2018 年的 2.453 亿件提升至 2020 年的 5.549 亿件。

图 12：每日生鲜配送体系



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.4.2. 智能化技术运用，智慧零售网络提供卓越的用户体验和运营效率

竞争的关键是供应链和运营能力的比拼，产地直采、存货管理邮寄配送控品等背后，是每日优鲜建立的一个端到端全面覆盖的数字化供应链，这背后依靠的是其自主开发的技术平台-智慧零售网络(RAIN)。每日优鲜在新鲜农产品管理方面的专利中排名第一，在技术团队规模上排名第一。

智慧供应链、智慧物流和智慧营销是组成智慧零售网络(RAIN)的三大模块。在供应链、物流和营销流程的许多方面实现了接近 100%数据驱动和基于人工智能的决策。在供应链环节，RAIN 能够进行智能采购和补货，每日优鲜有 98%的库存补货决策、97%的采购决策和 85%的库存周转管理决策由系统自动完成，因为预估足够准确，不仅前置仓的生鲜平均周转时间仅为 1.8 天，损耗低达 2.5%，并且晚高峰售罄率只有 6%，实现了高运营效率和极致客户消费体验的平衡，并且也可以帮助供应商做出更精准的排产计划，从而优化成本。

且还在质量控制中心和前置仓可处理所有分拣和包装任务，并管理所有订单的发送。在应用方面，前置仓可以自动为消费者选择所有促销产品，并填充 99%的虚拟摊位货架，每天转化为超过 1100 万条定制推荐。系统可以自动设置 85%的促销价格。

如今，每日优鲜将业务模式和智慧零售网络(RAIN)进行平台化，通过智能线上线下全渠道营销、智能供应链管理和门店到家能力，赋能社区零售参与者，帮助他们快速启动并高效数字化运营业务。

图 13：每日优鲜智慧零售网络平台



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.4.3. C 端拓展至 B 端，菜场云零售模式下实现多维布局战略

每日优鲜的业务可以概括为“(A+B) xN”的社区零售多维布局战略。其中 A 代表前置仓即时零售，除此之外，每日优鲜在 2020 年和 2021 年分别进入了智慧菜场 (B) 和零售云 (N) 领域，公司的愿景也在今年 3 月升级为“成为中国最大的社区零售数字化平台”。

图 14：每日优鲜具体模式



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

每日优鲜将首先获取菜市场经营权，并分三步改造传统菜市场，包括：1）改造场地布局、优化商户组合并引入新业态；2）为商户提供包括电子支付、在线营销、CRM 工具和业务规划在内的 SaaS 服务包；3）帮助智慧菜场的商户将线下顾客转化为线上私域流量，通过线上交易平台，实现进一步电商业务增收。

每日优鲜整体收益则来自向个体商户收取的租金、SaaS 产品年费以及按照商户电商业务 GMV 收取佣金。截止到 2021 年 5 月 31 日，每日优鲜已与 14 个城市的 54 家菜市场签订运营协议，并已在 10 个城市的 33 家菜市场开展运营。预计通过技术能力的加持和专业运营经验，智慧菜场将成为每日优鲜在社区零售领域长期发展的第二曲线。

在智慧零售网络（RAIN）技术对前置仓、菜市场业务的支撑外，每日优鲜还选择了将其平台化输出，以零售云业务触达更为庞大的中国社区零售行业。该业务通过智能全渠道营销、智能供应链管理和门店到家能力，赋能海量商超，帮助他们以数字化方式快速启动并高效运营自身业务，拥抱消费线上化趋势。

3. 叮咚买菜：主打生鲜食材、前置仓超过 1000 个，营业额成倍增、2020 年超百亿元

3.1. 公司简介：深耕社区线上零售，2021Q1 拥有 150 万会员

2014 年 3 月，叮咚买菜的前身叮咚小区 APP 上线。2017 年 5 月，公司转型生鲜电商业务，正式更名为叮咚买菜。致力于通过产地直采、前置仓配货和最快 29 分钟配送到家的服务模式，通过技术驱动产业链升级，为用户提供品质确定、时间确定、品类确定的生鲜消费体验。服务范围覆盖上海、北京、深圳、杭州、苏州等城市，已成功地将业务扩展到全国 29 个城市，其中 5 个城市已实现并保持了每月超过 1 亿元的 GMV。

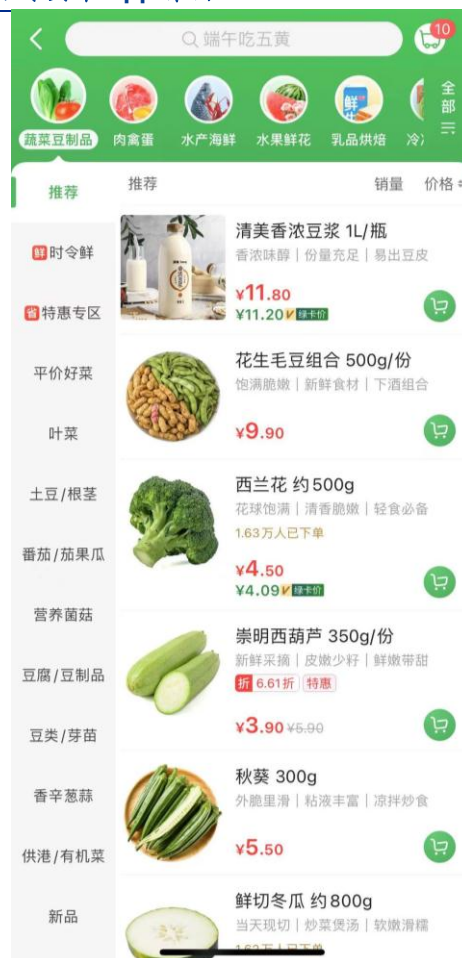
公司提供各种各样的新鲜果蔬、杂货和日用品。新鲜杂货包括蔬菜、肉类和鸡蛋、水果、海鲜等。日用品包括乳制品类别、面包、油料和调味料、预制餐食、大米、面条和其他小麦制品、预包装食品、饮料和酒类、鲜花和绿色植物、家庭护理和个人护理产品。通过广泛的自助式一线满足网格支持，通过便捷、出色的购物体验，直接为用户和家庭提供新鲜农产品、肉类和海鲜等日用品。

每个类别进一步分为多个子类别，以方便方便浏览。叮咚买菜提供的 SKUS 数量从 2020 年第一季度的 5700 多个增加到 2021 年第一季度的 12500 多个。

图 15：叮咚买菜主要分类



图 16：叮咚买菜 app 界面



资料来源：叮咚买菜 app，安信证券研究中心

资料来源：叮咚买菜 app，安信证券研究中心

目前公司建立了优质的叮咚会员计划，以培养客户忠诚度，并鼓励客户重复购买。目前，允许用户灵活选择各种订阅选项，包括：（一）以每年 88 元自动续订年度会员，（二）每年 108 元的定期年度会员，（三）每季度 30 元人民币自动续订季度会员，（四）每季度 45 元季度会员资格。叮咚会员享受各种特殊福利。例如，对于超过一定值的订单，他们每天可以获得一个免费物品。还有权每周获得四张会员专用优惠券，这使他们能够享受超过一定价值的订单购买的额外折扣。此外，他们每周五可以以会员折扣价格（目前约 12% 的折扣）购买选定的产品，并享受 VIP 级客户服务和会员专用促销活动。还可以享受免费送货的订单每月几次。

叮咚买菜的持股信息披露显示，梁昌霖持有 30.3% 的股份，董事会成员合计持股 31.6%，其他核心高管每个人的持股未超过 1%；叮咚买菜的员工持股平台 EatBetter Holding Limited 持股 11.6%；老虎基金通过 Internet Fund V Pte. Ltd 持股 5.7%；泛大西洋资本持股 5.6%；软银集团通过 SVF II Cortex Subco (DE) LLC 持股 5.6%；黎瑞刚创办的 CMC 资本持股 5.3%；徐新的今日资本通过 CTG Evergreen Investment C Limited 持股 5.1%；尤里·米尔纳创办的 DST 资本通过 DST Asia Entities 持股 5.1%。

图 17：叮咚买菜股权结构

	Ordinary Shares Beneficially Owned Prior to This Offering			Ordinary Shares Beneficially Owned Immediately After This Offering			
	Number	% of Beneficial Ownership†	% of Aggregate Voting Power††	Class A Ordinary Shares	Class B Ordinary Shares	% of Beneficial Ownership†	% of Aggregate Voting Power††
Directors and Executive Officers**:							
Changlin Liang(1)	105,502,250	30.3%	30.3%				
Le Yu	*	*	*				
Yi Ding	*	*	*				
Eric Chi Zhang	—	—	—				
Philip Wai Lap Leung***	—	—	—				
Weili Hong***	—	—	—				
Xu Jiang	—	—	—				
Ping Yang	*	*	*				
Zhijian Xu	*	*	*				
All Directors and Executive Officers as a Group	109,868,169	31.6%	31.6%				
Principal Shareholders:							
DDL Group Limited(2)	54,543,800	15.7%	15.7%				
EatBetter Holding Limited(3)	40,181,400	11.6%	11.6%				
Internet Fund V Pte. Ltd.(4)	19,749,750	5.7%	5.7%				
General Atlantic Singapore DD Pte. Ltd.(5)	19,514,350	5.6%	5.6%				
SVF II Cortex Subco (DE) LLC(6)	19,331,600	5.6%	5.6%				
CMC Entities(7)	18,399,900	5.3%	5.3%				
CTG Evergreen Investment C Limited(8)	17,819,000	5.1%	5.1%				
DST Asia Entities(9)	17,574,200	5.1%	5.1%				

资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. 业务模式：主打生鲜食材、前置仓超过 1000 个，月均交易用户人数达 690 万

目前，叮咚买菜服务范围已覆盖上海、北京、深圳、广州、杭州等 31 个城市，前置仓数量超过 1000 个。前置仓建立在离消费者最近的地方，辐射周边 3 公里区域，根据消费者需求，生鲜商品在总仓加工后配货至前置仓，用户手机下单后最快 29 分钟即时送货到家。

图 18: 公司的商业模式



资料来源：公开招股说明书，安信证券研究中心

➤ 用户数

2021 年第一季度，叮咚买菜月均交易用户人数达 690 万。公司平均每月交易用户从 2018 年的约 40 万增加到 2019 年的 260 万和 2020 年的 460 万。2021 年第一季度，公司的平均每月交易用户进一步达到 690 万。公司建立了越来越忠诚和活跃的用户群。

➤ GMV

除了新交易用户的稳步增长之外，在上一季度有过交易记录的现有用户在 GMV 中的占比从 2018 年第一季度的 51.9%持续增加到 2021 年第一季度的 81.6%。叮咚买菜 GMV 从 2019 年的 47.097 亿元增长到 2020 年的 130.322 亿元（19.891 亿美元）。

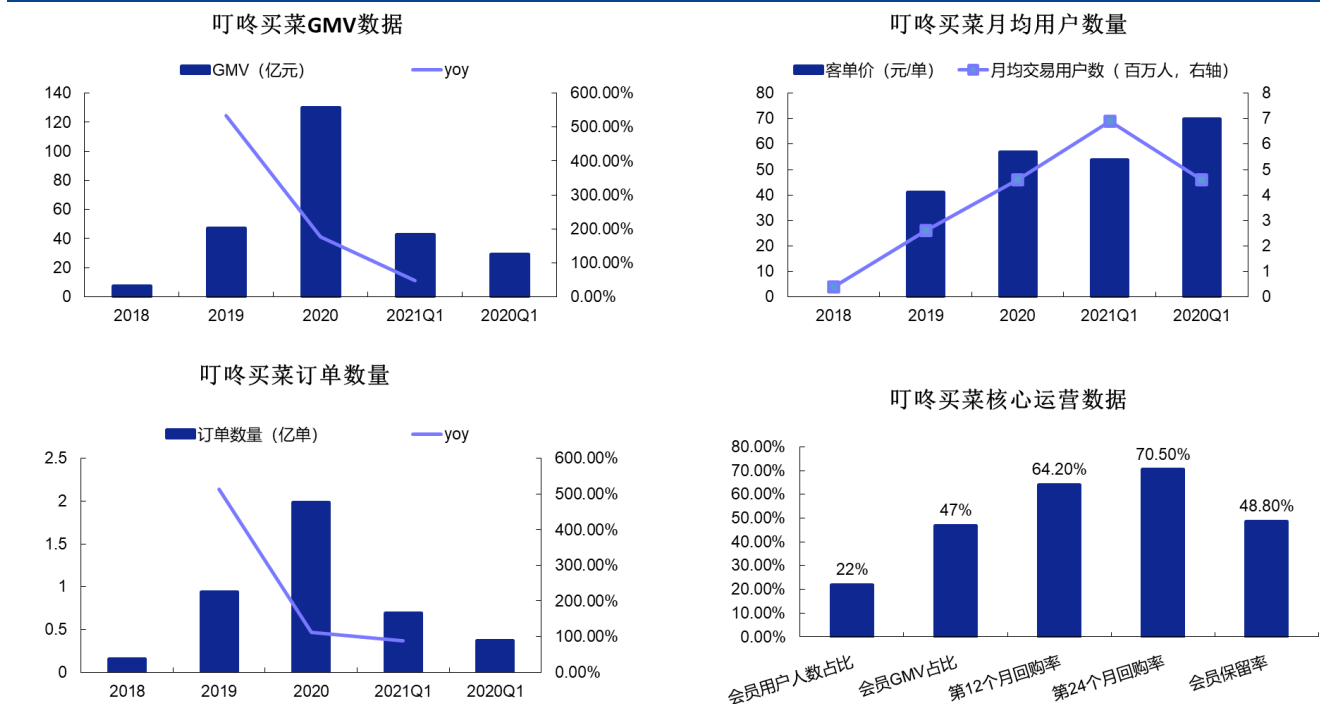
自 2018 年第二季度推出会员计划以来，公司平均每月交易会员于 2021 年第一季度增长至超过 150 万，占总交易用户的 22.0%，在同期总 GMV 中占比 47.0%。

➤ 付费用户

2021 年第一季度拥有约 150 万平均每月交易会员，占每月交易用户的 22.0%，但占 GMV 总数的 47.0%，在此期间平均每月完成 6.7 个订单。2019 年每个月交易会员平均花费约 407 元，2020 年每月花费 478 元，大大超过所有交易用户相应的平均支出。

自成立以来，购买叮咚会员的用户的第 12 个月和第 24 个月的回购率分别为 64.2%和 70.5%。截至 2021 年 3 月 31 日，自公司推出会员计划以来，会员保留率为 48.8%。数据显示，每个月交易会员每月在叮咚生鲜上的平均消费约为 2019 年的 407 元人民币和 2020 年的 478 元人民币，大大超过相应的所有交易用户的平均消费额。

图 19：叮咚买菜运营数据

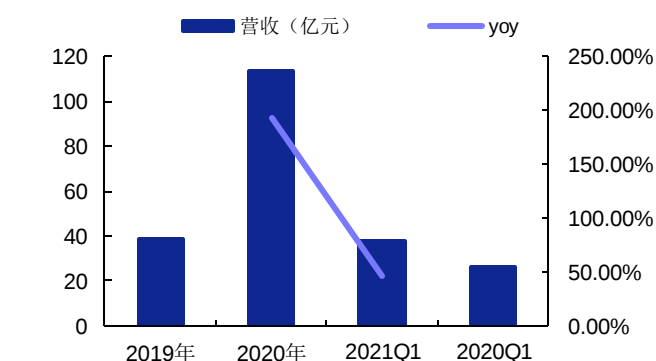


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

3.3. 业绩分析：营业额成倍增长、2021Q1 营收 38 亿元，净亏损同步扩大

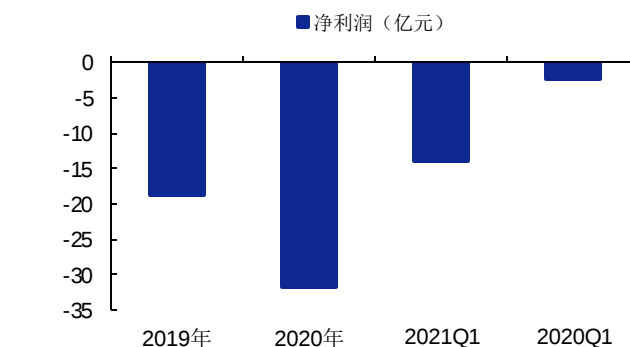
营业额成倍增长、2020 年超百亿元，净亏损也在同步扩大。叮咚买菜在 2019 年、2020 年营业收入分别为 38.80 亿元、113.36 亿元；2021 年一季度公司实现营业收入 38.02 亿元，而上年同期为 26.04 亿元。2019 年~2020 年，叮咚买菜的净亏损分别为 18.734 亿元、31.769 亿元；2021 年一季度，公司的净亏损为 13.85 亿元，而上年同期亏损额为 2.45 亿元。

图 20：叮咚买菜营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

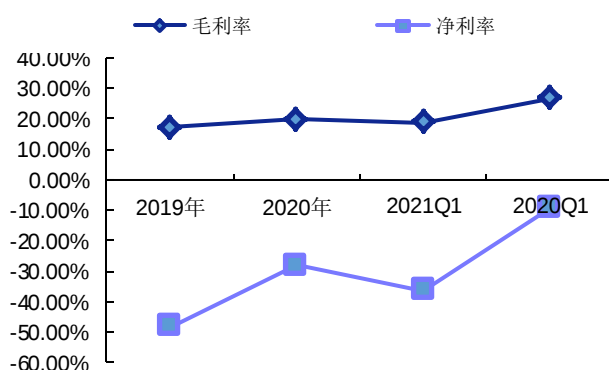
图 21：叮咚买菜净利润



资料来源：wind，安信证券研究中心

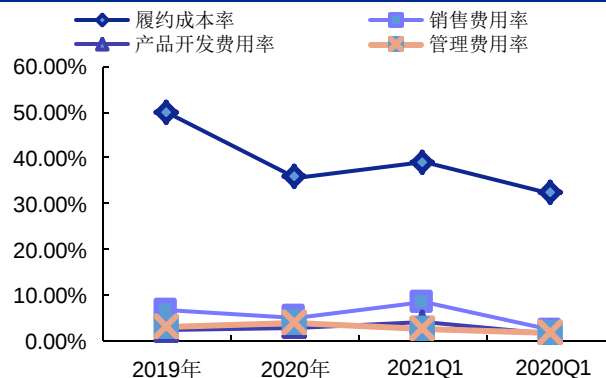
核心亏损原因在于叮咚买菜扩张较快、前置仓整体流量和复购率尚未实现盈利，叮咚买菜 2019 年~2020 年履约成本分别为 19.369 亿元、40.442 亿元，占公司当期营业收入的比例分别为 49.9%、35.7%。2019 年~2020 年及 2021 年一季度，叮咚买菜在销售费用方面的支出分别为 2.604 亿元、5.687 亿元以及 3.183 亿元，占当期营业收入的比例分别为 6.7%、5%以及 8.4%。净亏损率从 2020Q1 的 9.4% 上升至 2021 年一季度的 36.4%。

图 22：叮咚买菜盈利能力



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：叮咚买菜费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4. 长三角大都市排名第一，运营具有成功扩张的高度可复制性

根据 CIC 的数据，按 GMV 衡量，2020 年叮咚买菜市场份额为 10.1%；以 GMV 为衡量的 GMV 总收入从 2018 年的 7.417 亿元增长到 2020 年的 130.322 亿元（合 19.891 亿美元），复合年均增长率为 319.2%。这一增长率位居电子商务平台之首，明显超过同期 114.6% 的整体市场规模增长率。此外，2020 年，在长三角大都市中，GMV 在竞争对手中排名第一。

运营具有成功扩张记录的高度可扩展业务模型，叮咚买菜服务范围已覆盖上海、北京、深圳、广州、杭州等 31 个城市，前置仓数量超过 1000 个。自成立以来，公司获得了一整套强大的核心能力和标准操作程序，用于上游采购、配送和履行站的设置和运营、供应链管理、履行和交付、数据分析和技术基础设施。基于算法的销量预测、智能调拨和前端推荐系统，被运用到前置仓选址、选品、采购、物流、销售等多个环节，降低了采购成本，提升采销效率。

图 24：叮咚买菜从农场到用户餐桌的数字化运营步骤



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

➤ 采购

与上游供应商的紧密联系使公司能够在降低采购成本的同时保持稳定的优质产品供应，2021Q1 从 1600 多家供应商采购了超过 12500 个 SKUs，包括新鲜农产品、肉类和海鲜及其他日用品。其中 1) 新鲜杂货：2021 年第一季度，叮咚生鲜有超过 5700 个新鲜农产品、

肉类和海鲜的 SKU。2021 年第一季度，公司从直接来源或直接生产者和基地合作社采购的生鲜杂货的采购成本比例超过 75%。同时，从 2019 年到 2021 年第一季度，公司产品的负面反馈率一直低于 0.1%。2) 日用品采购：2021Q1 日用品供应量超过 6700 个，其中约一半是制造商，一半是分销商。随着向鲜花和小吃等新型日用品的扩展已取得广泛成功，特别是在年轻消费者中将越来越注重探索满足新兴消费需求的新产品类别。3) 自有品牌：已与某些分销商就某些带有商标的产品签订独家分销协议，并建立了若干自有品牌产品，特别是在新鲜杂货类别中，包括每日新鲜猪肉、叮咚大满贯火锅和面条、拳击小龙虾等新鲜食品。自 2020 年 7 月推出自有品牌产品以来，2021Q1 自有品牌产品的 GMV 占 GMV 总量的 3.3%。特别是同期上海自有品牌产品的 GMV 占上海 GMV 总量的 8.1%。

图 25：叮咚日日鲜猪肉



资料来源：招股书，安信证券研究中心

➤ 仓储

2020 年，公司的生鲜杂货和所有产品的一线履行站库存周转期分别为 2.2 天和 3.9 天。据 CIC 称，在同一时期，公司的生鲜食品 and 所有产品的损失率远低于行业平均水平。截至 2021 年 3 月 31 日，公司在中国 14 个城市运营了 40 个区域加工中心，在将原材料配送到一线配送站之前进行分类、包装、标签和存储。

此外，叮咚买菜也一直发挥互联网企业的技术创新优势，不断打磨更精细高效的数字化运营能力。目前，叮咚买菜销量预测整体准确率达到 90% 以上，热门单品预测准确率达到 95% 以上，而滞销损耗率只有 1%。

➤ 交货

对于截至 2020 年 12 月 31 日运营两年以上的成熟一线配送站，公司 2021 年第一季度的平均每日交付订单数、每个前线包装人员的每日处理订单数和每位骑手的每日交付订单数增长了 92.9%，分别比 2019 年同期增长 79.1% 和 65.4%。公司还保持了非常高的交付服务准时交付率和低负面评论率，在 2021 年第一季度分别约为 95.2% 和 0.05%。

据 CIC 称，在 2021 年第一季度，公司是所有按需电子商务和食品配送平台中交付效率最高的之一，截至 2020 年 12 月 31 日运营两年以上的成熟前线履送货站，在 2021 年第一季度，每位骑手平均每天交付 85 个订单。

➤ 配送

公司通过来自第三方交付合作伙伴的交付骑手向公司的用户交付产品。公司与公司的交付合作伙伴达成协议，他们将交付骑手作为承包商。每个送货骑手都被指定到一个特定的前线履行站，并覆盖相关社区。截至 2021 年 3 月 31 日，公司有超过 16,000 名送货员。公司要求公司的送货员和合作伙伴遵守公司指定的操作标准。由于公司的用户与送货员有直接的互动，公司非常重视为公司的送货合作伙伴提供高质量的支持和资源，并通过公司的

送货合作伙伴培训送货员。

直接采购模式和区域加工中心使得快速扩展到新的市场，而无需花费大量精力寻找能够可靠地提供标准化新鲜杂货的本地供应商。例如，在上海首次推出并完善了业务模式后，从 2019 年开始向其他城市扩张，并在 2020 年下半年加速了此类扩张。2019 年和 2020 年，分别在 5 个和 21 个新城市开始运营并生产 GMV。截至 2021 年 3 月 31 日，杭州已有 5 个城市月度 GMV 超过 1 亿元，月均 GMV 达到 1 亿元的时间从上海的 17 个月（2017 年 5 月推出）缩短至杭州的 13 个月（2019 年 1 月推出），深圳从 2019 年 8 月启动缩短至 6 个月。

此外，截至 2021 年 3 月 31 日，业务也扩展到低端城市，以抓住中国加速城市化和消费升级所带来的巨大机遇，所有这些城市都拥有快速的坡度。例如，2020 年 9 月下旬进入马鞍山市场（中国一个核心城市人口约 70 万，2019 年人均支出约 31400 元人民币），并取得了比上海等成熟市场更快的提速速度。

图 26：叮咚买菜全流程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

4. 行业总览：线上渗透率达到 20.9%，前置仓模式 2025 年市场规模有望达到 3068 亿元

我国社区零售市场在 10 万亿级别以上，其中生鲜零售行业规模有着万亿级别的市场体量，近年来，中国生鲜零售市场保持稳步增长，2020 年中国生鲜零售市场规模超 5 万亿元。从生鲜零售渠道来看，超市、菜市场等线下零售渠道是主要的生鲜零售渠道，虽然中国生鲜线上渗透率仍然较低，但增速迅猛。

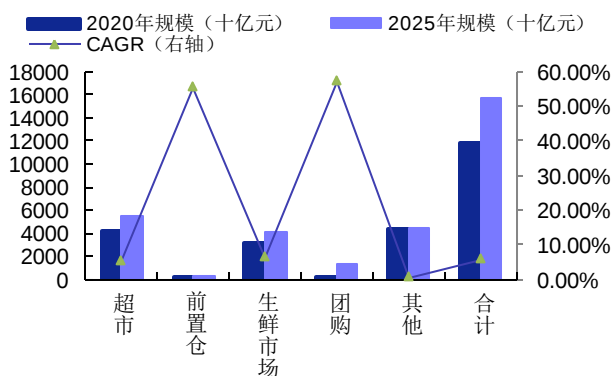
4.1. 我国生鲜零售达到 5 万亿，线上渗透率提升、前置仓模式后续增速达到 60%

4.1.1. 2020 年我国社区零售市场规模达到 11.9 万亿元，生鲜零售达到 5.0 万亿元

2020 年我国社区零售市场规模达到 11.9 万亿元，其中生鲜 5.0 万亿元，快消品 6.9 万亿元，预计 2025 年达到 15.7 万亿元、CAGR 为 5.74%。社区零售是每个人日常生活中不可或缺的一部分，主要是提供高频、即时性需求产品，主要是新鲜农产品和快速消费品。

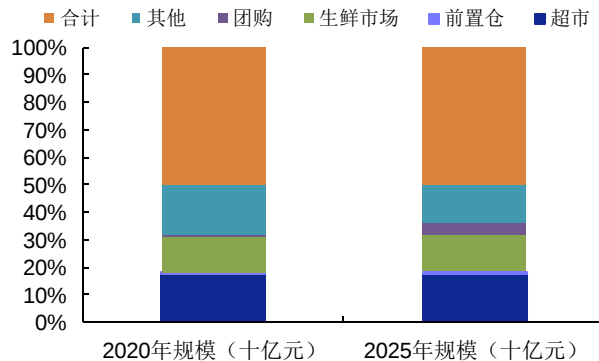
食品为最大的产品类别、2020 年市场份额 33.1%，超市（占比 37.4%）和生鲜市场份额领先。超市和生鲜市场是社区零售市场的主要细分市场，超市细分市场 2020 年的贡献率为 37.4%、排名第一，生鲜市场是第二大销售渠道，占 2020 年总市场规模的 25.9%。伴随着前置仓模式正在兴起，其市场份额预计将从 2020 年的 0.3% 增加到 2025 年的 2.3%。

图 27：我国社区零售市场具体构成



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

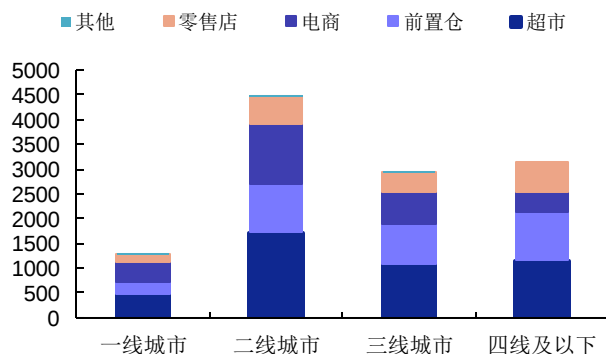
图 28：前置仓、团购、生鲜市场市场份额逐步提升



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

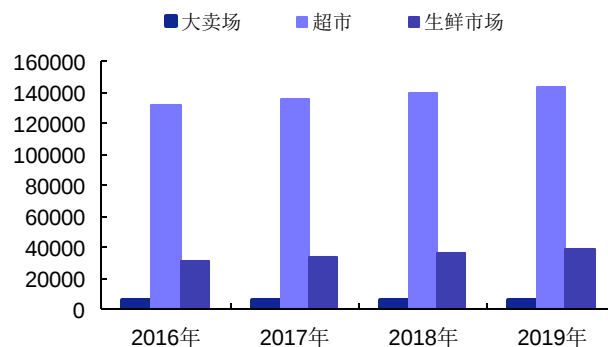
2020 年一二线城市社区零售市场规模为 5.8 万亿，三、四线城市分别为 2.9 万亿元和 3.1 万亿元。销售渠道存在显著的区域差异，主要是由于城市化进程的差异。其中一二线城市销售额以超市为主，占比达到 35% 以上；三线及低线城市中生鲜超市贡献较大。其中一二线城市中，超市等结构化零售业态占 2020 年总销售额的 38.2%。生鲜市场作为主要渠道，对一二线城市的总销售额贡献分别为 18.0% 和 21.8%，2020 年在三线和低线城市的市场份额分别达到 26.8% 和 31.8%。

图 29：我国社区零售市场不同层级城市具体市场构成（2020 年数据，十亿元）



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 30：我国社区零售市场网点数量（个）



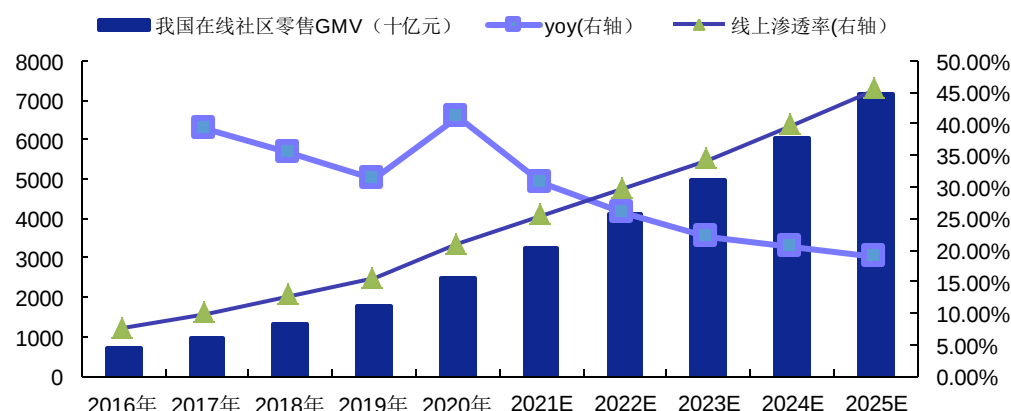
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

4.1.2. 线上渗透率达到 20.9%，我国线上社区零售后续增速可达 20%以上

移动互联网的渗透和发展下，推动了中国线上社区零售快速增长，且新的电子商务和 O2O 商业模式的出现颠覆了传统的销售渠道，线上渗透率强劲增长，2020 年我国线上社区零售渗透率达到 20.9%。我国线上社区零售行业市场规模从 2016 年的 7,137 亿元增长至 2020 年的 24,880 亿元，按 GMV 计算，复合年增长率为 36.6%，预计 2025 年将继续增长至 71,649 亿元，复合年增长率为 23.6%，而在线渗透率预计将从 2020 年的 20.9% 增加到 2025 年的 45.5%。

目前中国消费者越来越倾向于在线购买可即时获得的杂货，其中 COVID-19 大流行导致封锁，推动了线上渗透率提升，COVID-19 大流行之后，在线购买新鲜农产品的用户比例增加了 27.6%（艾瑞咨询）。除此之外，数字化正在彻底改变线下零售店与消费者互动的方式并提高生产力，通过微信小程序、APP 等工具，让手机买菜更方便，是扩大用户群、低成本留住用户的有效渠道。

图 31：我国在线社区零售市场规模及增速



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

疫情加速生鲜线上渗透，疫情变缓后用户线上生鲜消费依然强劲。2020 年的新冠疫情加速了生鲜的线上渗透，艾瑞监测数据显示，2020 年初疫情发生期间，消费者使用生鲜电商 APP 的次数显著上升，在疫情平缓后，消费者使用生鲜电商 APP 的次数略有回落，但仍远

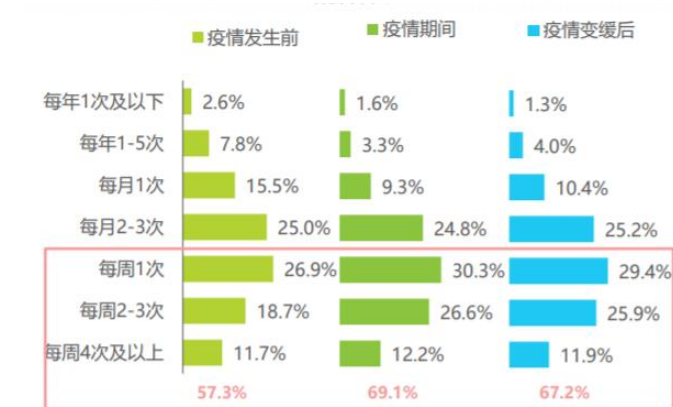
高于疫情发生前。根据艾瑞调研数据来看，疫情变缓后生鲜电商用户的购买频次显著高于疫情发生前，由此可见，疫情培养了用户使用生鲜电商平台消费的习惯。

图 32：2019 年 11 月-2021 年 2 月中国生鲜电商用户月度使用生鲜电商 APP 的总次数变化情况



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 33：2020 年中国生鲜电商用户在疫情前中后购买生鲜的频次



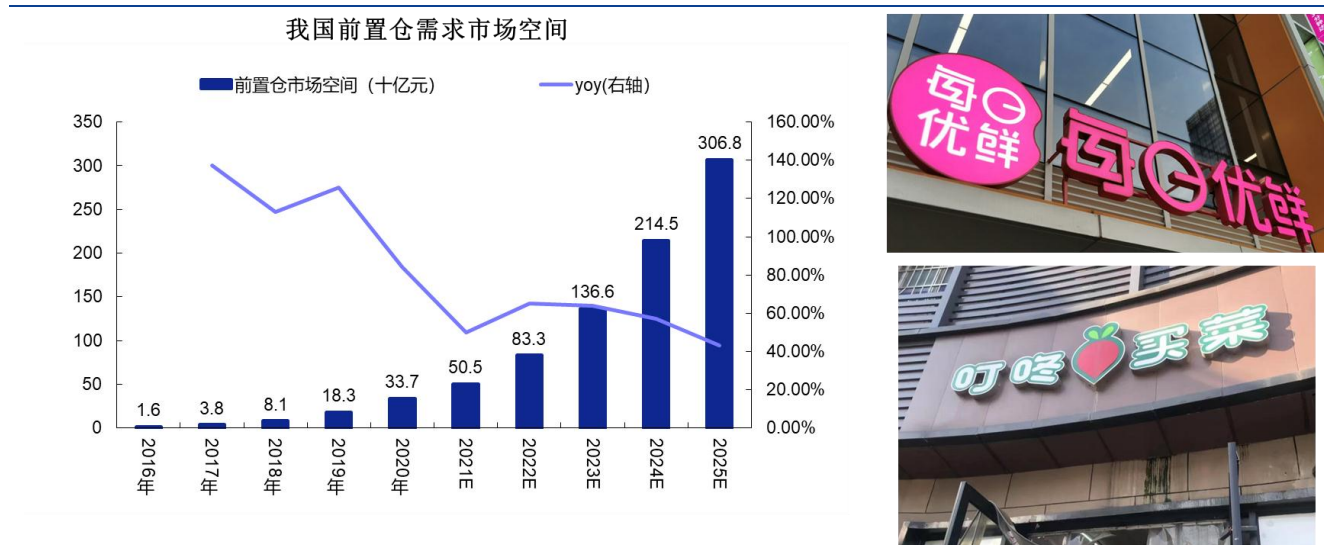
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

4.1.3. 前置仓模式集中在中高线城市，2025 年市场规模有望达到 3068 亿元

前置仓是每日优鲜在 2015 年首创，主要指的是利用技术创新，满足消费者对于高质量产品和及时交付日益增长的需求，通过低成本快速复制形成规模效应+满足一部分用户送货上门的需求。其中前置仓一般位于居民小区或写字楼附近，作为中小型仓储配送中心，配备多个温区，用于冷藏、冷冻、再加热等生鲜食品加工。用户可通过手机 APP 和电商平台下单，在线订单通过智能系统下达就近前置仓，产品将在 1 小时内送达消费者手中，大大提高了配送时效，节省了最后一公里运输成本。

伴随着目标消费群体的消费能力和品质支付意愿不断增强，前置仓市场后续增速可期，预计 2020-2023 年 CAGR 达到 59.5%，2025 年市场规模有望达到 3068 亿元。2020 年中国前置仓模式零售行业市场规模为 337 亿元，2016-2020 年复合增速为 114.4%，预计 2020-2023 年复合年增长率为 59.5%。后续有望成为社区零售业的关键驱动因素，并对整体市场规模做出越来越大的贡献。

图 34：我国前置仓即时零售市场规模情况



资料来源：公司招股书，大众点评，安信证券研究中心整理

4.2. 产业链：巨头多点布局，多种商业模式并存

我国社区零售共经历 3 个阶段，其中 1) 第一阶段（2016—2020）：商业模式创新，主要是创新商业模式应运而生，满足消费者需求，市场参与者主要争夺消费者和 GMV 增长；2) 第二阶段（2020—2023 年）：质量规模扩张，其中多种商业模式并存，龙头企业开始优化运营扩张；3) 第三阶段（2023 年及以后）：技术创新驱动平台化，即利用领先企业积累的成熟技术体系和行业知识，赋能生鲜市场等线下零售商，加速社区零售数字化转型。

图 35：我国生鲜电商发展历程

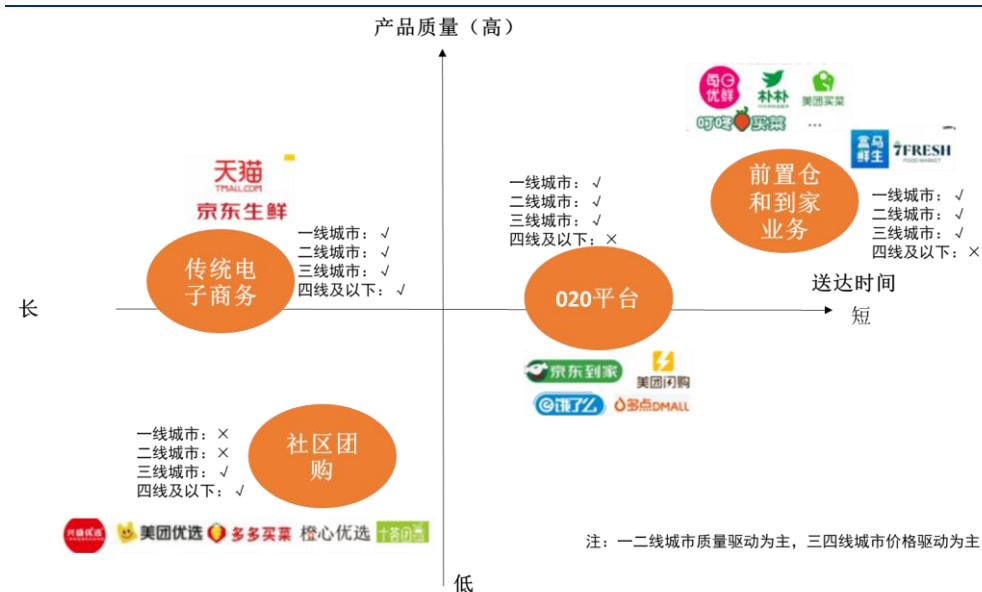


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

生鲜具有高频刚需的特点，是具有即时性需求的非标品，目前生鲜电商已经进入经济模型优化与规模增长并重的阶段。相对于美妆、服装等品类来说，生鲜电商线上渗透率水平较低。生鲜电商作为电商品类中的后起之秀，众多资本巨头纷纷进入生鲜电商行业。结合城市布局、业务模式来看，其中目前生鲜类平台可分为传统电子商务、前置仓和到家、O2O 平台以及社区团购四大类。其中传统电子商务主要系配送时间较长，如天猫、京东生鲜等；前置仓主要是每日优鲜和叮咚买菜为代表的，兼具产品质量高以及配送时间快（1 小时内）的特点，主要适用于一二三线城市；O2O 平台主要是淘鲜达及饿了么等，以一二三线城市为主；而社区团购多以三四线城市为主，如多多买菜等。

从当下布局来看，阿里布局了 O2O 平台模式的淘鲜达及饿了么新零售，店仓一体化模式的盒马鲜生，并持续投资社区团购平台十荟团布局下沉市场；京东除自营京东生鲜外，布局了 O2O 平台模式的京东到家、店仓一体化模式的 7fresh 以及战略投资了头部社区团购平台兴盛优选；美团则拥有 O2O 模式的美团闪购、前置仓模式的美团买菜及社区团购模式的美团优选。此外拼多多、滴滴也涌入社区团购赛道，加之初创公司每日优鲜、多点、叮咚买菜等头部生鲜电商平台持续受资本青睐，生鲜电商行业玩家众多。

图 36：生鲜电商模式以及参与主体一览



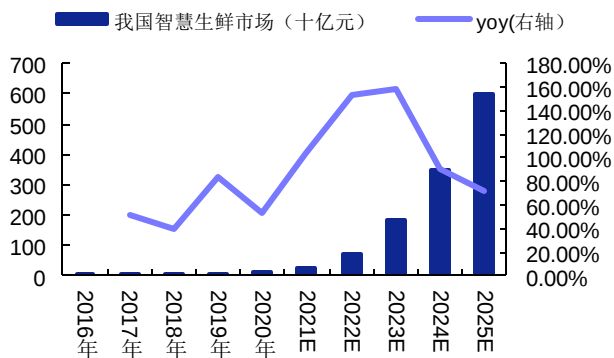
资料来源：安信证券研究中心整理

4.3. 智慧生鲜市场：菜市场数字化渗透率将快速提升，线下零售门店数字化转型深化

2020 年我国生鲜市场销售总额超过 3.0 万亿元，生鲜市场还通过为社区居民提供必要的社交互动而具有巨大的价值。截至 2019 年底，中国生鲜市场约 4 万个，其中营收过亿元及以上的仅 3.5%、1430 个，连锁经营占比较低。2020 年中国菜市场生鲜零售占整体生鲜零售的 56.0%，零售规模已超 3 万亿元。此外，生鲜市场在环境清洁度、食品安全和服务标准等方面的管控明显不健全，部分产品没有明确的产地来源或正确的品牌证书，导致卫生和食品安全问题。此外，商户普遍独立运营，没有标准化、数字化的 SaaS 系统，也没有支付、金融、供应链、消费者管理、全渠道能力等增值服务支持。

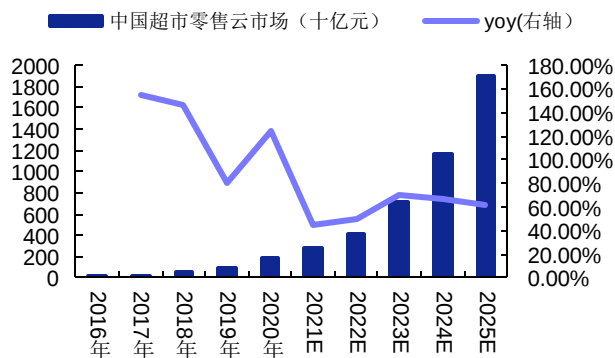
我国中国智慧生鲜市场增长潜力大，2020 年中国智慧生鲜市场包括线上线下 GMV 在内的总市场规模为 138 亿元，预计到 2025 年数字化转型的生鲜市场占比将达到 14.6%，带动整个市场的增长，2025 年规模达到 6,004 亿元，复合年增长率为 112.5%。

图 37：我国智慧生鲜市场规模及增速



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 38：我国超市零售云市场规模及增速

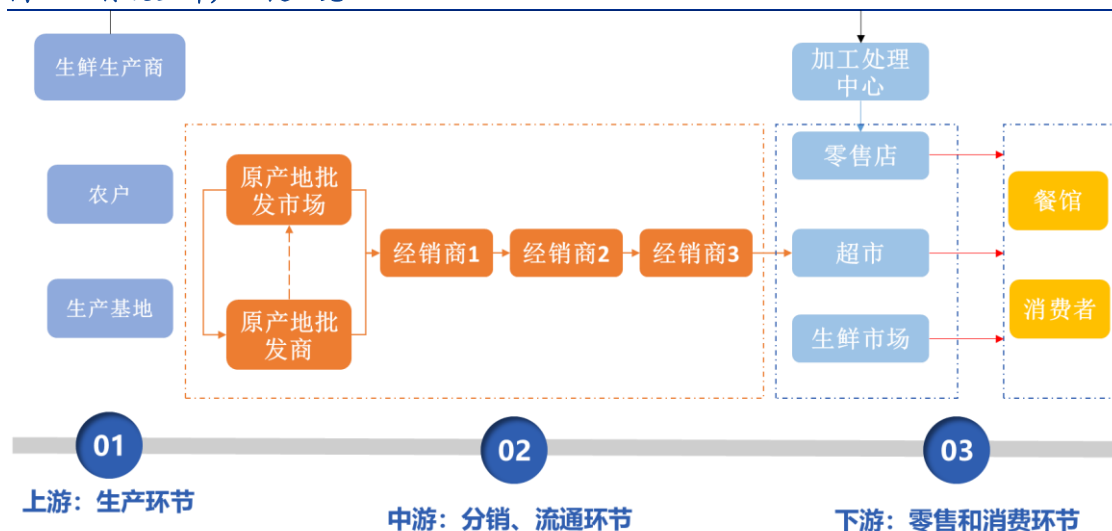


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

除此之外，我国社区零售仍以众多高度分散、独立的线下销售渠道为主，经营规模小，数字化水平低，经营效率低。2019 年中国超市超过 14.3 万家。传统超市虽然具备线上运营能力，但缺乏 SaaS 能力来满足消费者不断变化的需求并实现规模化增长。2020 年中国社区零售市场规模达到 11.9 万亿元，超市是最大的销售渠道。

随着线下零售门店数字化转型的持续加速以及深度提升效率的需求不断增长，消费者对菜市场整洁、便利性及智慧化升级需求强劲。艾瑞咨询预计，以 GMV 计算的超市零售云市场规模将从 2020 年的 1,907 亿元增加到 2025 年的 18,932 亿元，复合年增长率为 58.3%。

图 39：传统生鲜产业链一览



资料来源：安信证券研究中心整理

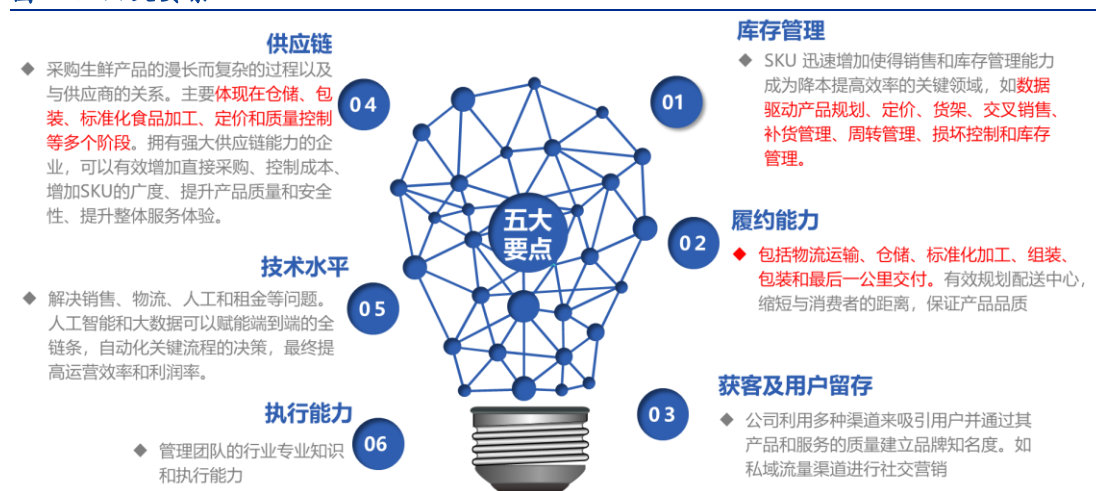
5. 产业特征：收入盈利转化需提升复购率和客单价

5.1. 行业竞争：履约能力、库存管理、供应链能力成关键要素

我们对于目前社区零售不同模式进行分析，其中需具备六大核心要素，即：

- 1) **销售和库存管理能力**：鉴于消费者对产品多样性的需求不断增长和产品周转周期越来越短，SKU 迅速增加，这使得销售和库存管理能力成为实施技术创新以达到更高的成本效率水平的关键领域，例如数据驱动产品规划、定价、货架、交叉销售、补货管理、周转管理、损坏控制和库存管理。
- 2) **履约能力**：零售履行是一个复杂的过程，包括物流运输、仓储、标准化加工、组装、包装和最后一英里交付。履行能力因物流和交付网络的规模、速度、服务质量和底层技术基础设施而异。有效规划配送中心，缩短与消费者的距离，结合拣货配送路线规划和订单捆绑技术，可以有效提高配送时效，减少产品损失，从而带来更好的体验和消费者留存。
- 3) **用户获取和保留**：公司利用多种渠道来吸引用户并通过其产品和服务的质量建立品牌知名度。通过私人流量渠道进行社交营销是以经济高效的方式扩大用户范围的关键。同时，可以利用私人流量和会员服务来提高留存率和用户粘性。一个值得信赖的全渠道邻里零售商，按需履行，保证产品质量，将成为消费者日常购买的首选，不断吸引和留住更多消费者。
- 4) **供应链能力**：供应链是指采购生鲜产品的漫长而复杂的过程以及与供应商的关系。其管理能力存在于仓储、包装、标准化食品加工、定价和质量控制等多个阶段，短期内无法建立，其深度和规模高度依赖于行业知识。拥有强大供应链能力的企业，可以有效增加直接采购、控制成本、增加 SKU 的广度、提升产品质量和安全性、提升整体服务体验。
- 5) **技术能力**：技术是解决消费者对质量和便利性日益增长的需求与包括商品、物流等问题。
- 6) **执行能力**：主要指管理团队的行业专业知识和执行能力。

图 40：六大要素



资料来源：安信证券研究中心整理

5.2. 模型测算：行业利润率为-30%，需提升客单价、复购率以实现规模效应

我们以叮咚买菜和每日优鲜为例，对于前置仓模式进行拆解，目前行业整体均为亏损状态、净利率在-30%左右。其中：

- 1) 毛利率：不足 20%，仅为 15%左右，但行业整体毛利率在不断提升；按照超市大卖场毛利率，行业毛利率上限在 30%；
- 2) 履约成本：收入占比在 30%左右，其中前置仓储和配送成本占比达到 50%；履约成本主要由仓库租金、配送员工资等要素构成。
- 3) 销售费用率：在 10%左右，广告费用占比 50%左右。

根据叮咚买菜创始人梁昌霖模型预测，公司经营一年以上的前置仓，日均单量在 1000 单左右，客单价达到 65 元的情况下，有望才能实现盈利。2019 年至 2020 年，叮咚买菜的客单价从 41 元增至 57 元。

图 41：前置仓模式财务模型一览



资料来源：安信证券研究中心整理

5.3. 模式对比：前置仓模式在产品品质和配送方面具备优势，重资产、重运营的劳动密集型行业模式

现阶段生鲜电商行业处于多种商业模式共存的局面，其中前置仓（如每日优鲜、叮咚买菜）、店仓一体化（如盒马鲜生、大润发优鲜等）主要布局在一二线城市，消费人群主要以一二线城市白领为主；而社区团购模式（如兴盛优选、多多买菜等）则主要满足下沉市场用户需求，不同商业模式的生鲜电商满足不同层级消费者的消费需求。

表 1：生鲜电商新型商业模式分类

类型	具体内容	代表企业	配送时间	布局城市	覆盖范围	产品品质
传统生鲜电商	利用互联网将生鲜产品通过电商大仓和分仓等传统快递方式配送给消费者，一般为用户下单后，1~2 天送达	例如天猫生鲜、京东生鲜等。	长，1-2 天	一二三四线	全覆盖	较好
到家模式	通过在社区周边设置前置仓或者与线下商超、零售店和便利店等合作，覆盖周边 1-3 公里内的消费者，消费 APP 下单后，通过物流配送，在 1 小时内快速把生鲜产品配送给消费者	每日优鲜、京东到家、叮咚买菜	短(1 小时内)	一二三线	1-3km	高
“到店+到家”模式	生鲜电商在社区周边开设门店，以门店为中心服务周边 1-3 公里的用户，用户既可以到店消费，也可以在 APP 下单后，平台提供 1 小时内送货上门服务，平台所开设的门店既开门营业，又承担线上仓储配送功能	盒马鲜生、7 Fresh	短(1 小时内)	一二	1-3km	高
社区团购模式	以社区为核心，消费者通过团长（一般为社区夫妻店）推荐或自行在电商 APP/小程序下单，次日在团长处自提的模式	兴盛优选、十荟团、美团优选、多多买菜、橙心优选	长（次日）	二三四五线城市	500 米-1km	较好

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心整理

其中社区团购是用户在手机上下单后，由平台统一向供应商下单，送到地区中心仓后再发给服务站，服务站再将商品分给每个社区店，生鲜产品将在次日送到消费者手中。由于生鲜商品对于食物的新鲜程度有很高的要求，所以同向对比差距十分明显。

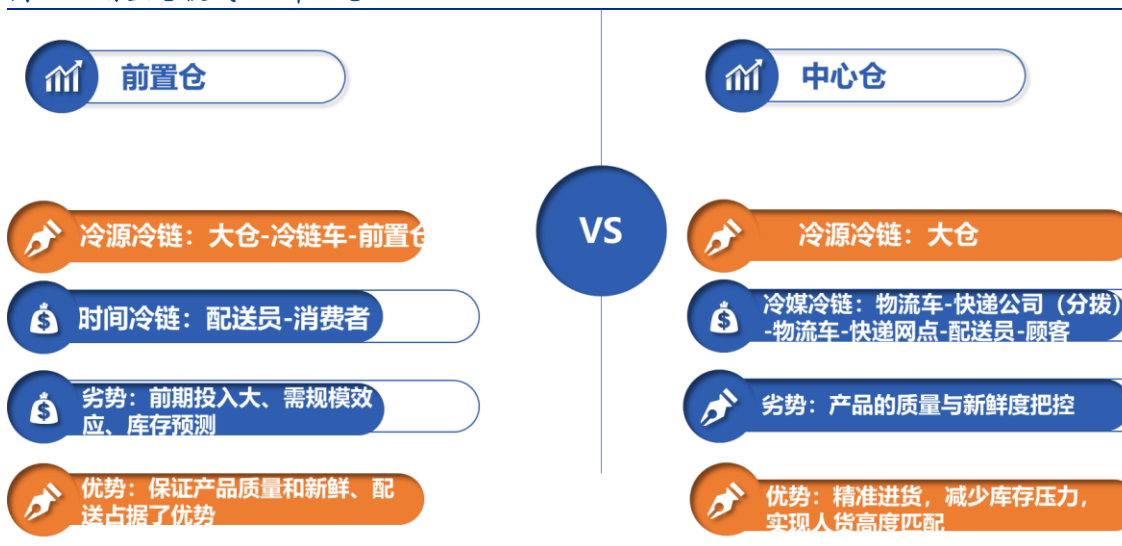
前置仓相较于中心仓，在产品品质和配送方面具备优势，然后对于需求预测以及早期投入压力较大。前置仓模式是在距离用户最近的地方布局仓储、分拣和配送一体的仓储点，直采能最大程度的保证产品质量和新鲜，在配送方面也占据了优势；然而前置仓前期投入高昂，需要大量资金来布局前置仓和研发的模式，决定了前置仓只适用于人口密度大、客群年轻稳定的一二线城市，在下沉市场行不通。目前叮咚买菜和每日优鲜服务范围只覆盖上海、北京等一二线城市，而其自建配送体系也拖慢了其扩张速度。

每日优鲜 1.0 版前置仓的面积大约在 100-150 m²，SKU 数量为 1000+。2.0 版前置仓的面积扩大到 300-400 m²，SKU 数量到 3000+。同时，2.0 版前置仓划分了常温区、冷藏区、冷冻区、餐食区、咖啡区、活鲜区等独立区域，为用户提供多场景、全方位的商品服务。未来，2.0 版前置仓还会升级到 3.0 版本，将实现少人化、模块化、智能化的技术，利用机械臂实现分拣的无人化。（亿欧网）

且相较于中心仓模式，前置仓需要用规模效应来摊平成本，整体运营模式更重；前置仓模式对于消费者的需求预测较高，如何对于库存进行预测和把控较为关键。

而中心仓模式下，大多为统一订购，在产品的质量与新鲜度上也许难以把控。但能根据用户订单实现精准进货，减少库存压力，实现人货高度匹配，保证平台的盈利点。

图 42：前置仓模式 VS 中心仓



资料来源：安信证券研究中心整理

6. 公司对比：均为亏损状态、净利率-30%，每日优鲜用户价值显著

6.1. 财务对比：叮咚买菜营收百亿级别，行业整体议价能力提升、毛利率近20%，净利率达到-30%

对于前置仓模式下，需重点关注履约成本、毛利率、客单价等核心指标。对比分析两家公司，其中：

1) 叮咚买菜营收从2019年仅为每日优鲜的六成，上升为今年第一季度的38亿元，对应每日优鲜的2.5倍；叮咚买菜的亏损大约是每日优鲜的两倍。

2) 从GMV看，2020年，叮咚买菜的GMV是每日优鲜的不到两倍。从订单数看，2020年，叮咚买菜的订单数约为每日优鲜的两倍多；从每单收入来看，每日优鲜约为叮咚买菜的1.6倍，客单价也更高、接近百元。

3) 行业整体议价能力提升、毛利率近20%，净利率达到-30%。

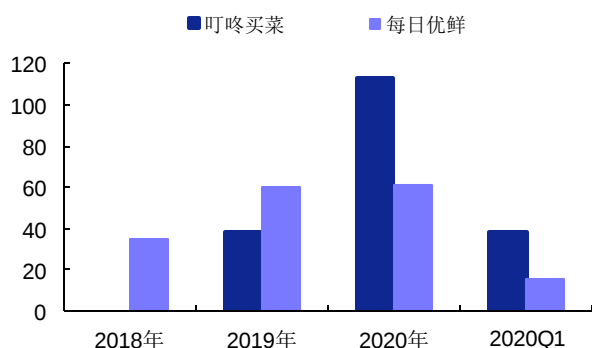
6.1.1. 规模体量：叮咚买菜营收百亿级别，二者亏损均扩大

叮咚买菜营收达到100亿元以上，然而两家公司收入和GMV增长停滞，叮咚买菜营收从2019年仅为每日优鲜的六成，上升为今年第一季度的38亿元，约为每日优鲜的2.5倍。

每日优鲜2020年全年和2021年Q1的收入仅为叮咚买菜的54%和40%，2020年的GMV为叮咚买菜的58%。

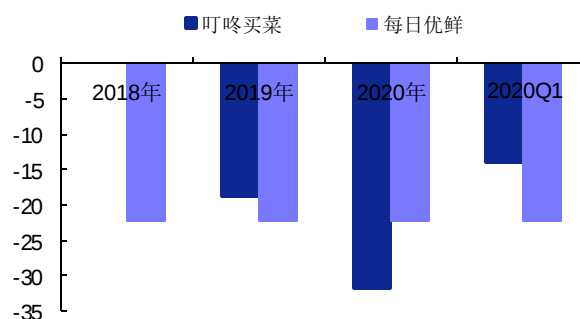
叮咚买菜的亏损主要是由于扩张加速、规模扩大，从2020年开始净亏损一直约是每日优鲜的两倍。每日优鲜的净亏损从2018年的22.32亿元增至2019年的29.09亿元，2020年收窄至16.49亿元。净亏损2021Q1扩大，从去年同期的1.95亿元增加至6.10亿元。叮咚买菜净亏损从2019年的18.73亿元增长到2020年的31.77亿元，2021Q1净亏损从去年同期的2.45亿元增至13.85亿元。

图 43：营收对比分析（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 44：净利润对比分析（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

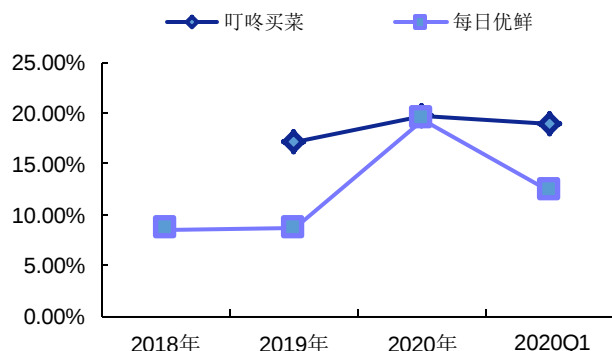
6.1.2. 盈利能力：行业整体议价能力提升、毛利率近20%，净利率达到-30%

二者毛利率逐步提升，目前毛利率达到近20%。在保持高客单价的同时，每日优鲜的毛利

率不断提升，从 2018 年的 8.6%和 2019 年的 8.7%，提高到 2020 年的 19.42%，截至 2021 年 3 月 31 日，毛利率达 12.3%。叮咚买菜的毛利率从 2019 年的 17.1%提高到 2020 年的 19.7%。

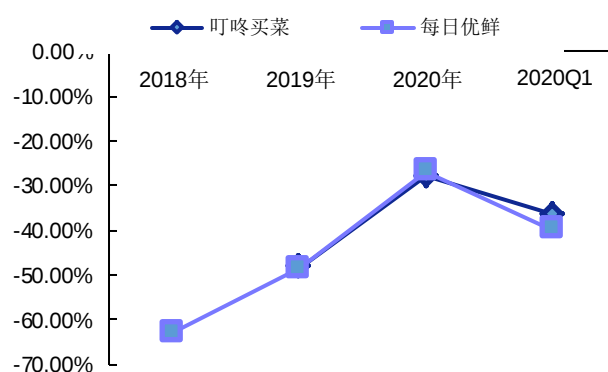
根据招股书，2018 年到 2020 年，每日优鲜调整后净亏损率分别为 62.5%、46.3%、25.9%；另一边，2019 年到 2020 年，叮咚买菜的净亏损分别为 18.7 亿元、31.8 亿元，净亏损率分别为 48.3%和 28.0%。

图 45：毛利率对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 46：净利率对比



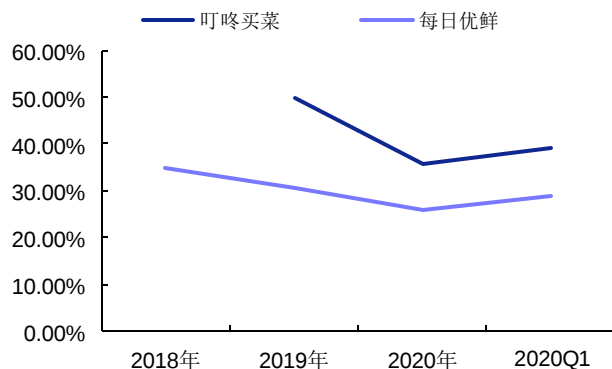
资料来源：wind，安信证券研究中心

6.1.3. 费用构成：智慧零售网络助力每日优鲜履约成本优势，二者费用率逐步下降

从运营成本来看，主要由采购成本、履约费用（包括前置仓的人工成本、租赁费用和物流费用）、营销费用、产品开发费用和一般行政开支等 5 部分构成。以近两年的数据来看，每日优鲜的各项运营开支占比保持稳定，而叮咚买菜的履约费用下降较为明显。

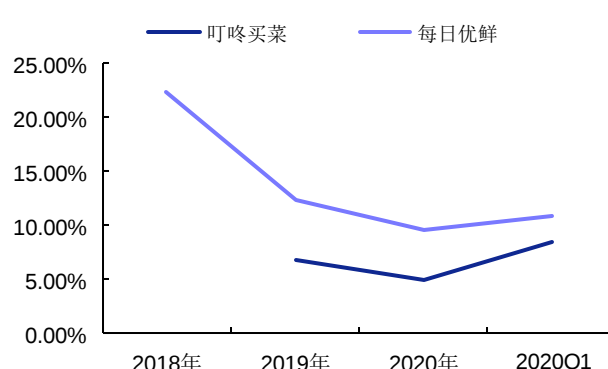
履约费用主要包括送货员和工人的外包费用、仓库租赁以及运输和物流费用。招股书显示，每日优鲜履约成本降低的原因是采用了智慧零售网络提高了运营效率，使产品交付和仓库运营相关费用从 2019 年的 11.7 亿元降至 2020 年的 9.4 亿元。其 2021 第一季度的履约费用控制在 4 亿元左右。而叮咚买菜的履约费用从 2019 年的 19.4 亿元增加到 2020 年的 40.4 亿元，履约费用占总收入的百分比虽从 2019 年的 49.9%下降到 2020 年的 35.7%，但这一数据（履约费用占总收入的比例）依旧高于每日优鲜。

图 47：履约成本占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 48：销售费用率对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

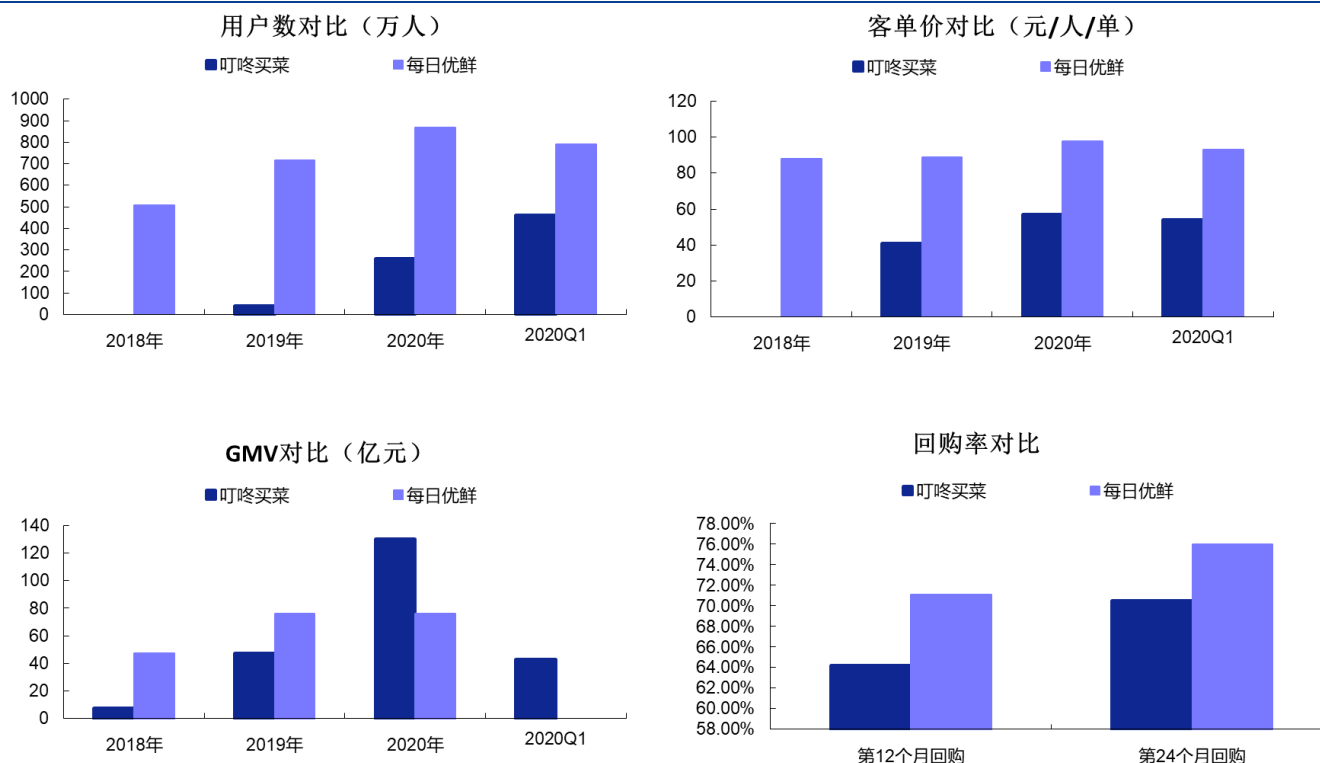
6.2. 用户价值：每日优鲜用户数近千万人，客单价领先、接近百元

聚焦用户数量，其中每日优鲜（800 万+）>叮咚买菜，叮咚买菜今年第一季度平均月交易用户同比增长 92%达 690 万，其中，平均每月交易会员在同期增长至超过 150 万，占总交易用户的 22%，并贡献了总 GMV 的 47%。每日优鲜核心关注“有效用户数”，即支付款项超过销售产品相关成本的交易用户。其中 2018 年至 2020 年，每日优鲜的有效用户数分别为 508 万、717 万、868 万，今年一季度回落到 790 万，这一数据相比叮咚买菜的平均月交易用户，略有优势。

客单价方面，每日优鲜明显高于叮咚买菜。叮咚买菜的客单价从 2019 年的 41 元，增长至 2020 年的 57 元，今年第一季度的客单价为 54 元；而每日优鲜的客单价则为 94.6 元，保持在接近百元区间。

GMV 看，2020 年叮咚买菜的 GMV 是每日优鲜的不到两倍；2020 年叮咚买菜的订单数约为每日优鲜的两倍多。每日优鲜的核心用户（年内至少一个月购买四次或四次以上）在交易用户中的占比从 2018 年的约 14.9%持续增至 2020 年的 21.1%，消费额也持续稳步增长。截至 2021 年 3 月 31 日，每日优鲜核心用户年消费额为 2106 元。叮咚买菜每个月交易会员在 2019 年和 2020 年的平均消费分别约为 407 元和 478 元。自成立以来，购买叮咚会员的用户第 12 个月和第 24 个月的回购率分别为 64.2%和 70.5%。截至 2021 年 3 月 31 日，会员保留率为 48.8%。

图 49：用户运营数据对比



资料来源：招股书，安信证券研究中心

6.3. 发展路线：叮咚买菜仍积极扩张，每日优鲜从 C 端拓至 B 端

叮咚买菜大力扩张前置仓模式，目前进驻 29 个城市、共计 950 多个前置仓。从分布区域上来看，截至 2021 年一季度，以上海为大本营的叮咚买菜在全国 29 个城市建立了 950 多个

前置仓，其中 21 个城市为 2020 年新进入，叮咚买菜处在铺设前置仓、扩大规模的阶段；而以华东地区为根据地的每日优鲜共在 16 个城市开设了 631 个前置仓（其中每日优鲜在 2019 年底公布的数字还是 20 个城市和 1500 个前置仓）。

除此之外，2021 年起，叮咚买菜推出“快手菜”业务，增加毛利较高的预制菜品，提高客单价。作为配套设备，叮咚买菜的线下鲜食店也在试点中，后续熟食、热食等毛利更高的新 SKU，有望提升毛利率、改进盈利空间。

而每日优鲜逐步拓展智能生鲜市场业务和零售云业务计划。据招股书数据，截至 2021 年 5 月 31 日，每日优鲜已与 14 个城市的 54 家菜市场签订运营协议，并已在 10 个城市的 33 家菜市场开展运营。智慧菜场业务已成为每日优鲜颇具竞争力和变现力的新赛道。

6.4. 投资机构：叮咚买菜估值高达 376 亿元，每日优鲜估值 30 亿美元+

腾讯连续投资 5 轮，每日优鲜的股东包括工银国际、中金资本、高盛集团等。同时，苏州常熟政府产业基金、青岛国信、青岛市政府引导基金等地方政府基金等国资也出现在投资人名单中。每日优鲜最新一轮融资于 2020 年 12 月完成，由青岛国信、青岛市政府引导基金阳光创投投资。

表 2：每日优鲜融资情况

序号	日期	产品名称	融资轮次	估值金额	融资金额	投资机构
1	2020-12-09	每日优鲜	战略投资	-	20 亿人民币	青岛国信，青岛市政府引导基金，阳光创投
2	2020-07-23	每日优鲜	战略投资	-	4.95 亿美元	工银国际，中金资本，阿布扎比资本集团，Tiger Global Management，腾讯投资，高盛集团，苏州常熟政府产业基金
3	2020-05-21	每日优鲜	战略投资	30 亿美元	金额未知	中金资本
4	2018-09-06	每日优鲜	E 轮及以后	-	4.5 亿美元	保利资本，时代资本，华兴新经济基金，Tiger Global Management，Glade Brook Capital，Davis Selected Advisers，腾讯投资，高盛集团，Sofina
5	2017-12-24	每日优鲜	D 轮	-	5 亿美元	投资方未知
6	2017-03-01	每日优鲜	C+ 轮	-	2.3 亿美元	时代资本，Tiger Global Management，元生资本
7	2017-01-20	每日优鲜	C 轮	-	1 亿美元	联想创投，华创资本，浙商创投旗下管理基金，韩国 KTB，腾讯投资，远翼
8	2016-04-28	每日优鲜	B+ 轮	-	2.3 亿人民币	华创资本，远翼投资
9	2015-11-12	每日优鲜	B 轮	-	2 亿人民币	浙商创投，腾讯投资
10	2015-05-23	每日优鲜	A 轮	-	1000 万美元	腾讯投资，光信资本
11	2014-12-19	每日优鲜	天使轮	-	500 万美元	元璟资本，光信资本

资料来源：企查查，安信证券研究中心

截至目前，公司已经迎来了超 10 轮融资，高榕资本、老虎基金、弘毅资本、红杉资本、CMC 资本方云集，还吸引了龙湖、红星美凯龙等地产方。日前，叮咚买菜宣布完成了 3.3 亿美元 D+ 轮融资，该轮融资由软银愿景基金领投。

根据招股书，叮咚买菜员工通过 Eatbetter Limited 持股 11.6%，环球老虎基金持有 5.7% 股

份，按软银资本持股 5.6%，D+轮独家投资 3.3 亿美元，推算叮咚买菜估值达 376 亿元。

表 3：叮咚买菜融资历程

序号	日期	融资轮次	融资金额	投资机构
1	2021-05-12	D+轮	3.3 亿美元	软银集团 弘毅投资, 今日资本, CMC 资本, 美国泛大西洋投资集团, Aspex Management, 红杉资本, Coatue, APlus Partners, 高鹄资本, DST Global, 3W Fund, 鹧翎投资, Tiger Global Management, Mass Ave Global
2	2021-04-06	D 轮	7 亿美元	星界资本, CMC 资本, 启明创投, 贝塔斯曼亚洲投资基金, 龙湖资本
3	2019-07-24	B+++轮	金额未知	今日资本, CMC 资本, 鹧翎投资
4	2019-03-20	B++轮	金额未知	红杉资本
5	2018-11-21	B+轮	金额未知	高榕资本, Tiger Global Management, 琥珀资本
6	2018-10-25	B 轮	金额未知	高榕资本
7	2018-09-21	A+轮	金额未知	达晨创投, 红星美凯龙
8	2018-07-19	A 轮	金额未知	高榕资本
9	2018-05-16	Pre-A 轮	金额未知	好未来集团, 涌铎投资
10	2014-05-14	天使轮	金额未知	

资料来源：企查查，安信证券研究中心

■ 分析师声明

诸海滨、黄杨璐声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会

因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034