

## 商业贸易行业

## 叮咚买菜：深耕家庭买菜场景，前置仓精细化运营领跑行业

分析师： 洪涛



SAC 执业证号：S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

## 核心观点：

- **叮咚买菜以前置仓入局即时零售赛道，聚焦家庭买菜场景。**叮咚买菜前身为叮咚小区，后转型家庭买菜业务。2017 年 5 月，“叮咚买菜”APP 正式上线，公司通过产地直采→区域处理中心→前置仓配货为用户提供高品质、多品类的生鲜消费体验。截止 2021 年一季度，叮咚买菜在全国 29 个城市建立超过 950 个前置仓，在 14 个城市运营 40 个区域加工中心。公司深耕四年领跑行业，据招股书披露，2020 年叮咚买菜的市场份额（GMV 口径）占即时零售行业的 10.1%，在长三角区域市场份额排名第一。
- **前置仓业务开启全国扩张，用户认可度不断提升。**公司于 2017 年 5 月首次进入上海，目前已经在 5 个城市实现并保持月 GMV 超亿元。据公司招股书，2020 年叮咚买菜全年总订单量为 1.985 亿单，2021 年一季度总订单量达 6970 万单，整体呈上升趋势。用户规模方面，公司 2021 年一季度平均月交易用户数为 690 万，去年同期为 360 万，同比实现大幅增长。2021 年一季度，公司 22% 的月交易用户为会员用户（约 152 万），GMV 贡献比例达 47.0%，会员用户月均贡献 6.7 单。2019-2020 年，会员用户月均消费额分别为 407 元、478 元，大幅超越所有交易用户平均值。
- **深入布局供应链上游，开发自有品牌产品。**叮咚买菜通过上游直采提供丰富的商品选择，据公司招股书，叮咚买菜 SKU 数量从 2020 年一季度的 5700 多个增加至 2021 年一季度的 12500 多个；2021 年一季度，公司上游供应商超过 1600 家。公司于 2020 年 7 月开始推出自有品牌产品，通过与特定供应商签订独家经销协议降低成本，目前已建立多个自有品牌。据公司招股书，2021 年一季度，公司自有品牌产品 GMV 占比为 3.3%，自有品牌产品在上海的 GMV 占上海总 GMV 比例达 8.1%。
- **营收高增，履约费用增长提速，亏损扩大，现金储备充裕。**据公司招股书，叮咚买菜营业收入从 2019 年的 38.8 亿元增至 2020 年的 113.4 亿元，同比增长 192.2%，2021 年一季度同比增长 46.0%。2020 年及 2021 年一季度，公司营业成本同比增速分别为 183.2%、61.4%，履约费用同比增速分别为 61.4%、76.4%，履约费用增长提速。叮咚买菜亏损额从 2019 年的 18.73 亿元扩大至 2020 年的 31.77 亿元，亏损率从 48% 收窄至 28%，公司正处于市场开拓期，短期或持续增加投入。2019-2020 年及 2021 年一季度，公司现金储备分别为 9.39 亿元、13.76 亿元、44.09 亿元。IPO 募资有助于夯实公司现金储备，为巩固市场地位、提高市场渗透率、开拓新市场奠定坚实基础。叮咚买菜以规模突围，持续深耕供应链是建立长期护城河的关键。
- **风险提示。**前置仓模型规模受限，盈利能力低于预期；上游供应链布局程度低于预期；各业态恶性竞争加剧。

## 相关研究：

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 商业贸易行业:每日优鲜：前置仓模式开创者，迈向社区零售数字化平台    | 2021-06-14 |
| 达达集团（DADA）：1Q21 点评：平台延续高成长，现阶段仍为投入期 | 2021-06-09 |
| 商业贸易行业:社区电商：下沉市场零售创新，重构大快消供应链体系     | 2021-05-04 |

## 重点公司估值和财务分析表

| 股票简称    | 股票代码      | 货币  | 最新<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(元/股) | EPS(元) |       | PE(x) |        | EV/EBITDA(x) |        | ROE(%) |       |
|---------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|--------|--------------|--------|--------|-------|
|         |           |     |           |            |    |               | 2021E  | 2022E | 2021E | 2022E  | 2021E        | 2022E  | 2021E  | 2022E |
| 阿里巴巴    | BABA.N    | USD | 210.06    | 2021/5/17  | 买入 | 308.38        | 68.11  | 79.6  | 20.60 | 17.63  | 19.50        | 18.90  | 15.2   | 12.7  |
| 阿里巴巴-SW | 09988.HK  | HKD | 203.40    | 2021/5/17  | 买入 | 298.89        | 8.51   | 9.95  | 20.65 | 17.67  | 19.50        | 18.90  | 15.2   | 12.7  |
| 京东      | JD.O      | USD | 70.84     | 2021/5/21  | 买入 | 115.86        | 12.10  | 16.98 | 40.42 | 28.80  | 43.16        | 30.08  | 6.7    | 8.4   |
| 京东集团-SW | 09618.HK  | HKD | 273.80    | 2021/5/21  | 买入 | 449.19        | 6.05   | 8.49  | 40.63 | 28.96  | 43.16        | 30.08  | 6.7    | 8.4   |
| 拼多多     | PDD.O     | USD | 121.91    | 2021/5/27  | 买入 | 220.36        | -2.84  | 6.72  | -     | 133.03 | -            | -      | -17.0  | 3.0   |
| 达达集团    | DADA.O    | USD | 29.89     | 2021/6/9   | 买入 | 45.97         | -9.18  | -2.25 | -     | -      | -            | -      | -30.5  | -8.6  |
| 美团-W    | 03690.HK  | HKD | 288.80    | 2021/5/31  | 买入 | 405.10        | -3.20  | 1.16  | -     | 187.60 | -            | 164.60 | -19.09 | 0.62  |
| 永辉超市    | 601933.SH | CNY | 5.14      | 2021/5/1   | 增持 | 6.78          | 0.06   | 0.07  | 95.33 | 81.71  | 12.88        | 11.30  | 2.8    | 3     |
| 家家悦     | 603708.SH | CNY | 17.56     | 2021/5/1   | 增持 | 20.72         | 0.74   | 0.84  | 27.01 | 23.80  | 11.21        | 9.67   | 14.9   | 16.3  |
| 红旗连锁    | 002697.SZ | CNY | 5.60      | 2021/4/16  | 买入 | 7.2           | 0.40   | 0.46  | 14.98 | 13.02  | 9.97         | 9.00   | 13.7   | 13.6  |
| 重庆百货    | 600729.SH | CNY | 25.88     | 2021/4/29  | 买入 | 39.32         | 2.87   | 3.26  | 9.98  | 8.79   | 6.93         | 6.13   | 14.8   | 14.8  |
| 天虹股份    | 002419.SZ | CNY | 6.43      | 2021/4/14  | 买入 | 10.08         | 0.63   | 0.80  | 10.86 | 8.55   | 3.49         | 2.99   | 10.4   | 11.9  |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算。阿里巴巴（BABA.N）收盘价、合理价值单位均为美元/ADS，阿里巴巴-SW（09988.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；京东（JD.O）收盘价、合理价值单位均为美元/ADS，京东集团-SW（09618.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；拼多多（PDD.O）收盘价、合理价值单位均为美元/ADS，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；达达集团（DADA.O）收盘价、合理价值单位均为美元/ADS，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；美团（03690.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股。

## 目录索引

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 一、公司概况：以前置仓入局即时零售赛道，聚焦家庭买菜场景 .....          | 6  |
| （一）由社区服务转型，聚焦家庭买菜场景 .....                   | 6  |
| （二）成立至今备受资本关注，管理团队履历丰富 .....                | 7  |
| （三）产品研发及履约团队超 2300 人，IPO 募资支持扩张及供应链建设 ..... | 9  |
| 二、核心业务：深耕前置仓模式，做深做透供应链发展自有品牌产品 .....        | 11 |
| （一）前置仓业务开启全国扩张，用户认可度不断提升 .....              | 11 |
| （二）深入布局供应链上游，开发自有品牌产品 .....                 | 15 |
| 三、财务分析：营收高增伴随投入扩大，现金储备充裕 .....              | 17 |
| （一）营收呈高增趋势，核心前置仓业务贡献主要收入 .....              | 17 |
| （二）履约费用增长提速，净利润亏损扩大 .....                   | 19 |
| （三）经营性现金流持续流出，现金储备充裕支持未来扩张 .....            | 21 |
| 四、风险提示 .....                                | 22 |

## 图表索引

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 叮咚买菜发展历程                     | 6  |
| 图 2: 叮咚买菜业务模式                     | 6  |
| 图 3: 叮咚买菜股权架构                     | 8  |
| 图 4: 叮咚买菜员工结构 (截止 2021 年 3 月)     | 10 |
| 图 5: 叮咚买菜客单价 (元)                  | 10 |
| 图 6: 中国即时零售市场规模                   | 11 |
| 图 7: 即时零售不同运营模式市场规模 (亿元)          | 12 |
| 图 8: 自营型即时零售不同模式市场规模 (亿元)         | 12 |
| 图 9: 叮咚买菜 GMV (左) 及 YoY (右)       | 12 |
| 图 10: 叮咚买菜 2020 年即时零售行业 GMV 市占率   | 12 |
| 图 11: 叮咚买菜从开城至月 GMV 过亿的时间 (月)     | 13 |
| 图 12: 叮咚买菜新增运营并产生 GMV 的城市数 (个)    | 13 |
| 图 13: 叮咚买菜订单量 (万单)                | 13 |
| 图 14: 叮咚买菜交易用户数 (万)               | 13 |
| 图 15: 叮咚买菜 2021 年一季度会员 GMV 贡献情况   | 14 |
| 图 16: 叮咚买菜会员用户月均消费额 (元)           | 14 |
| 图 17: 叮咚买菜 12 个月及 24 个月用户复购率 (%)  | 14 |
| 图 18: 叮咚买菜老用户 GMV 贡献比例 (%)        | 14 |
| 图 19: 叮咚买菜 SKU 总数 (个)             | 15 |
| 图 20: 叮咚买菜 SKU 结构 (截止 2021 年一季度)  | 15 |
| 图 21: 叮咚买菜分品类采购方式 (截止 2021 年一季度)  | 15 |
| 图 22: 叮咚买菜 2020 年前置仓存货周转天数 (天)    | 15 |
| 图 23: 叮咚买菜 2021 年一季度自有品牌产品 GMV 占比 | 16 |
| 图 24: 叮咚买菜自有品牌案例                  | 16 |
| 图 25: 叮咚买菜全供应链路拆解                 | 17 |
| 图 26: 叮咚买菜总营业收入                   | 18 |
| 图 27: 叮咚买菜各季度营业收入                 | 18 |
| 图 28: 叮咚买菜营收结构按业务拆分               | 18 |
| 图 29: 叮咚买菜营收结构按业务占比               | 18 |
| 图 30: 叮咚买菜毛利润 (左) 及同比 (右)         | 19 |
| 图 31: 叮咚买菜分季度毛利润 (左) 及同比 (右)      | 19 |
| 图 32: 叮咚买菜净利润情况 (亿元)              | 19 |
| 图 33: 叮咚买菜分季度净利润 (左) 及同比 (右)      | 19 |
| 图 34: 叮咚买菜毛利率、履约毛利率及净利率 (%)       | 20 |
| 图 35: 叮咚买菜分季度利润率情况 (%)            | 20 |
| 图 36: 叮咚买菜费用率情况 (%)               | 20 |
| 图 37: 叮咚买菜分季度费用率情况 (%)            | 20 |
| 图 38: 叮咚买菜总费用结构                   | 21 |
| 图 39: 叮咚买菜履约费用结构                  | 21 |

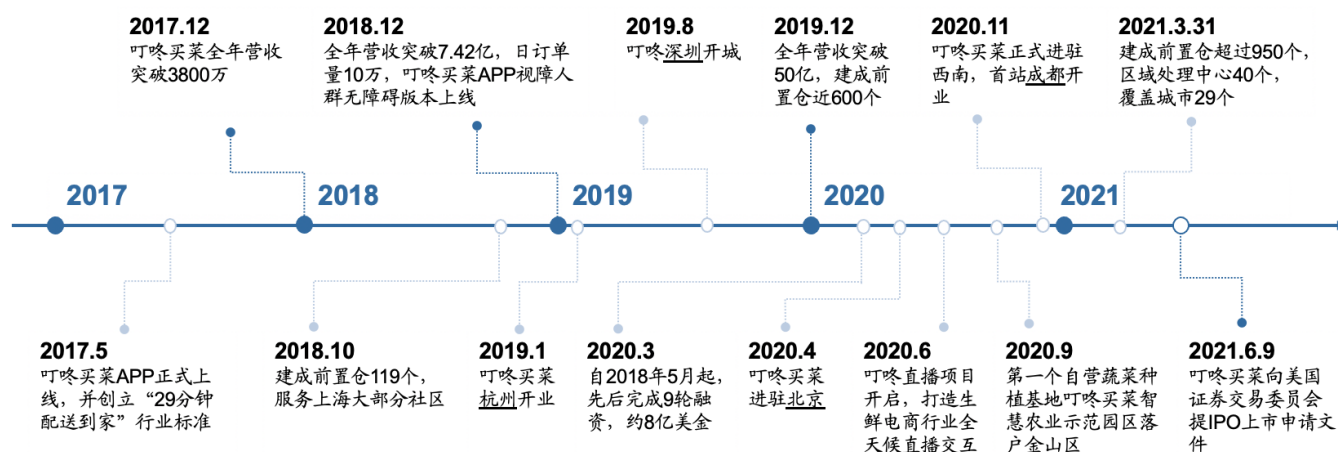
|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 40: 叮咚买菜经营性现金流净额 (亿元) ..... | 21 |
| 图 41: 叮咚买菜现金储备情况 (亿元) .....   | 21 |
|                               |    |
| 表 1: 叮咚买菜融资历史 .....           | 7  |
| 表 2: 叮咚买菜主要股东情况 .....         | 8  |
| 表 3: 叮咚买菜高管团队 .....           | 9  |
| 表 4: 叮咚买菜 IPO 募集资金用途 .....    | 10 |

# 一、公司概况：以前置仓入局即时零售赛道，聚焦家庭买菜场景

## （一）由社区服务转型，聚焦家庭买菜场景

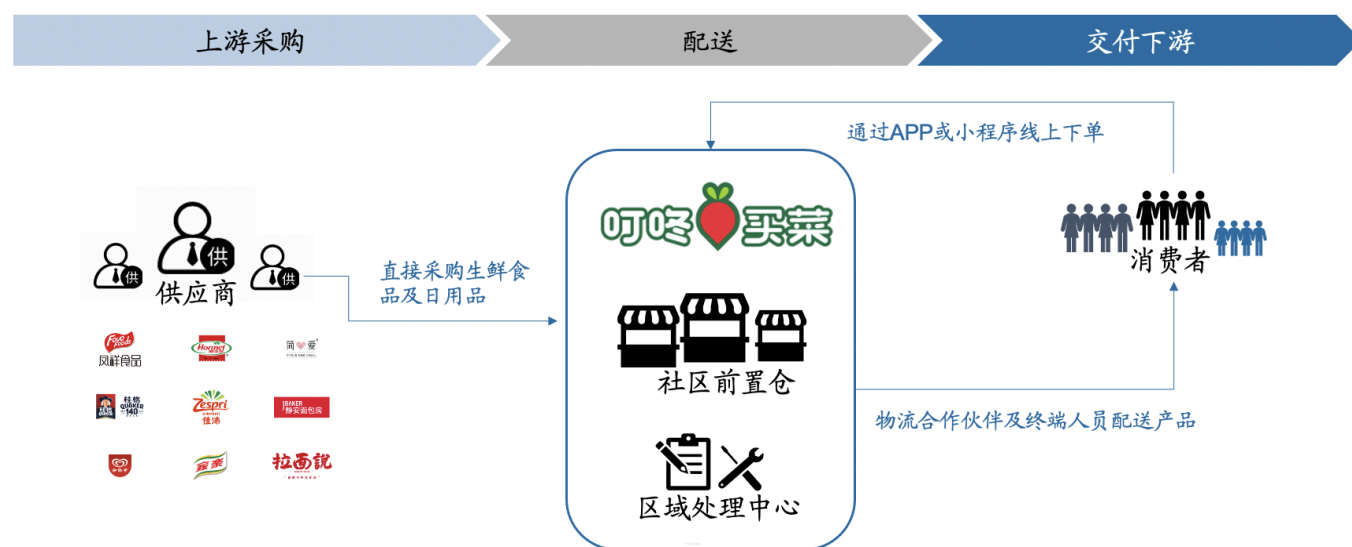
由社区生活服务成功转型，聚焦家庭买菜业务。叮咚买菜前身为叮咚小区，2014年3月，上海壹佰米网络科技有限公司成立，叮咚小区App上线，彼时公司试水社区生活服务业务，建立首个线下服务站，成为中国最早的社区前置仓，提供包括干洗、到家清洁、送早餐、送鲜花、代跑腿一系列服务。由于社区服务体系业务繁杂、成本高、商业化难度大，叮咚小区以失败告终。

图 1：叮咚买菜发展历程



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 2：叮咚买菜业务模式



数据来源：公司官网，公司招股书，广发证券发展研究中心

2017年3月公司转型家庭买菜业务，“叮咚小区”正式更名为“叮咚买菜”，2017年5月，“叮咚买菜”APP正式上线，公司通过产地直采→区域处理中心→前置仓配货为用户提供高品质、多品类的生鲜消费体验。

叮咚买菜自2017年创立之初即制定“29分钟配送到家”的行业标准，并在全国建立前置仓，不断扩大服务范围。据公司招股书，截止2021年一季度，叮咚买菜的前置仓数量已由2018年的119个增加至950个以上，并由40个区域处理中心支持覆盖上海、北京、深圳等29个城市。

## （二）成立至今备受资本关注，管理团队履历丰富

公司成立至今备受资本关注，D轮融资高达7亿美元。叮咚买菜先后进行10次融资，其中获得高榕资本、CMC资本、红杉资本、今日资本等多轮投资。高榕资本参与了Pre-A轮、A+轮、B轮三次融资，CMC资本参与了B++轮至D轮融资，红杉资本、今日资本、Tiger Global Management及鸥翎投资均参与两次融资。

公司融资密集期集中在2018年，生鲜电商赛道对资本的消耗程度较大，叮咚买菜高频融资的背后是持续的扩张节奏与愈发激烈的行业竞争。2021年6月9日，公司向美国证券交易委员会递交IPO申请书，计划在纽交所上市。

表 1：叮咚买菜融资历史

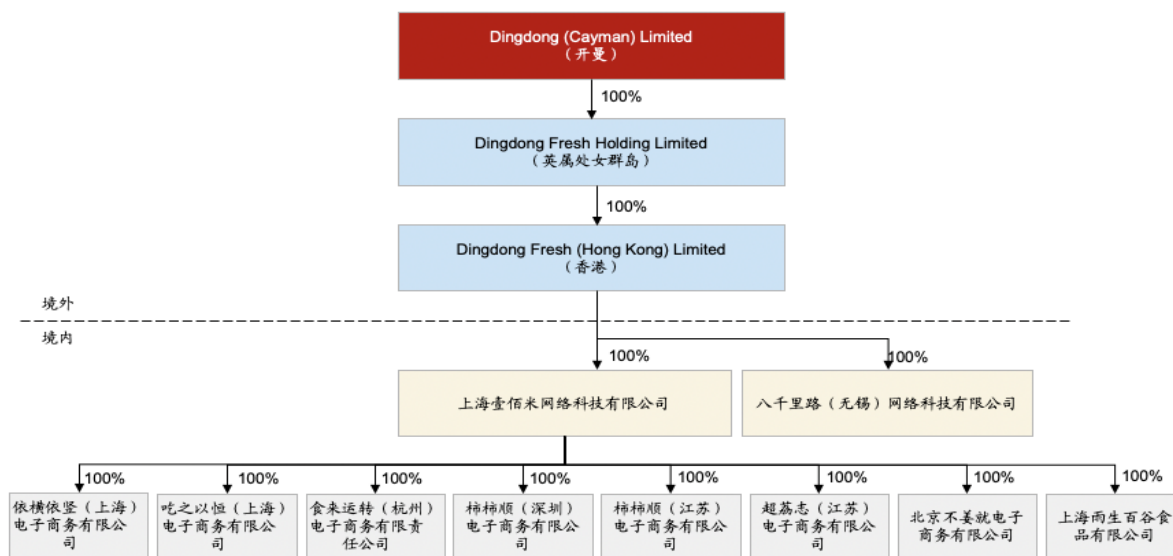
| 序号 | 时间         | 融资轮次    | 金额      | 投资方                                                                                                                                          |
|----|------------|---------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 2014/5/14  | 天使轮     | -       | 好未来集团，涌铎投资                                                                                                                                   |
| 2  | 2018/5/16  | Pre-A 轮 | -       | 高榕资本                                                                                                                                         |
| 3  | 2018/7/19  | A 轮     | -       | 达晨创投，红星美凯龙                                                                                                                                   |
| 4  | 2018/9/21  | A+轮     | -       | 高榕资本                                                                                                                                         |
| 5  | 2018/10/25 | B 轮     | -       | 高榕资本，Tiger Global Management，琥珀资本                                                                                                            |
| 6  | 2018/11/21 | B+轮     | -       | 红杉资本                                                                                                                                         |
| 7  | 2019/3/20  | B++轮    | -       | 今日资本，CMC 资本，鸥翎投资                                                                                                                             |
| 8  | 2019/7/24  | B+++轮   | -       | 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                                                                                                             |
| 9  | 2021/4/6   | D 轮     | 7 亿美元   | 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，鸥翎投资，Tiger Global Management，Mass Ave Global |
| 10 | 2021/5/12  | D+轮     | 3.3 亿美元 | 软银集团                                                                                                                                         |

数据来源：企查查，广发证券发展研究中心

公司股权结构清晰，全体董事及高管持股比例为31.6%。据公司招股书，截止2021年6月，公司所有董事及高管共持有叮咚买菜31.6%股权，共计10987万股。公司创始人兼首席执行官梁昌霖先生持有公司30.3%股权，共计10550万股；公司前两大股东分别是DDL Group Limited、EatBetter Holding Limited，分别持有公司15.7%股权

(5454万股)、11.6%股权 (4018万股)。

图 3: 叮咚买菜股权架构



数据来源: 公司招股书, 天眼查, 广发证券发展研究中心

表 2: 叮咚买菜主要股东情况

|       | 主要股东                                  | 持股数量 (股) | 持股比例  |
|-------|---------------------------------------|----------|-------|
| 董事及高管 | Changlin Liang (梁昌霖)                  | 10550 万  | 30.3% |
|       | Le Yu (俞乐)                            | *        | *     |
|       | Yi Ding (丁懿)                          | *        | *     |
|       | Eric Chi Zhang (张弛)                   | -        | -     |
|       | Weili Hong                            | -        | -     |
|       | Philip Wai Lap Leung                  | -        | -     |
|       | Xu Jiang                              | -        | -     |
|       | Ping Yang                             | *        | *     |
|       | Zhijian Xu                            | *        | *     |
|       | 所有董事及高管                               | 10987 万  | 31.6% |
| 主要股东  | DDL Group Limited                     | 5454 万   | 15.7% |
|       | EatBetter Holding Limited             | 4018 万   | 11.6% |
|       | Internet Fund V Pte. Ltd.             | 1975 万   | 5.7%  |
|       | General Atlantic Singapore DD Pte.Ltd | 1951 万   | 5.6%  |
|       | SVF II Cortex Subco(DE) LLC           | 1933 万   | 5.6%  |
|       | CMC Entities                          | 1840 万   | 5.3%  |
|       | CTG Evergreen Investment C Limited    | 1782 万   | 5.1%  |
|       | DST Asia Entities                     | 1757 万   | 5.1%  |

注: \* 表示持股少于 1%; DDL Group Limited 及 EatBetter Holding Limited 均由梁昌霖控股。

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

创始人延续部队作风，管理团队具备丰富的行业经验。叮咚买菜创始人兼首席执行官梁昌霖曾独立开发世界首个畅销的视频剪辑及合并工具Easy video Joiner & Splitter。在创建叮咚买菜之前，他曾于2003年创立母婴在线平台丫丫网和妈妈帮App，对中国新零售行业有深刻理解和实践经验。公司首席战略官俞乐曾任上海丫丫信息科技有限公司法律总顾问。公司首席技术官蒋旭曾在阿里巴巴负责天猫国际&天猫海外及B2B金融科技的技术开发，拥有上海交大计算机硕士学位，在电商相关技术领域经验丰富。公司首席供应链官杨平曾担任京东副总裁，对供应链有深刻理解。此外公司创始人梁昌霖曾服役多年，员工中也有不少退役军人，整个管理团队延续部队作风，战斗力强，能打生鲜赛道的苦仗硬仗。

表 3: 叮咚买菜高管团队

| 姓名  | 职位           | 年龄 | 主要经历                                                                                                         |
|-----|--------------|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 梁昌霖 | 创始人、董事、首席执行官 | 49 | 独立开发世界首个视频剪辑和合并工具 Easy video Joiner & Splitter; 2003 年创立母婴在线平台丫丫网和妈妈帮 App; 国防科技大学工程学士、兰州大学通信与信息系统硕士          |
| 俞乐  | 董事、首席战略官     | 40 | 曾担任上海丫丫信息科技有限公司法律总顾问; 同济大学法学学士、人民大学经济法硕士                                                                     |
| 丁懿  | 董事、副总裁       | 35 | 曾担任上海丫丫信息科技有限公司 SEO 工程师、互联网营销经理和用户中心经理; 华东师范大学管理学学士                                                          |
| 张弛  | 董事           | 46 | 现担任 General Atlantic 中国业务的董事总经理, 富途控股有限公司及呷哺呷哺的董事会成员; 曾担任 Carlyle Group 全球合伙人及董事总经理并专注于亚洲的投资机会; 上海财经大学经济学硕士  |
| 洪伟力 | 独立董事         | 51 | 现任罗莱生活科技股份有限公司及秦淮数据控股有限公司的独立董事、复旦大学泛海国际金融学院客座教授; 在中国及海外金融机构和资本市场拥有超过 28 年的金融投资经验; 复旦大学经济学学士、经济学博士            |
| 梁伟立 | 独立董事         | 62 | 现任东风汽车集团股份有限公司董事会成员; 曾在安永会计师事务所工作 30 年以上; 香港会计师公会会员、特许公认会计师公会资深会员; 香港理工大学学士                                  |
| 蒋旭  | 首席技术官        | 49 | 曾在阿里巴巴负责天猫国际&天猫海外及 B2B 金融科技的技术开发, 在携程旅行网担任高级总监并领导建立支付平台, 摩根士丹利副总裁, Sybase 高级研发工程师; 上海交通大学物理学和计算机科学学士及计算机科学硕士 |
| 杨平  | 首席供应链官       | 57 | 曾担任京东副总裁, 电子商务平台一号店副总裁; 上海交通大学 EMBA, 复旦大学计算机科学硕士                                                             |
| 徐志坚 | 高级副总裁        | 50 | 曾担任正大联合控股集团有限公司副总裁; 上海交通大学 EMBA                                                                              |

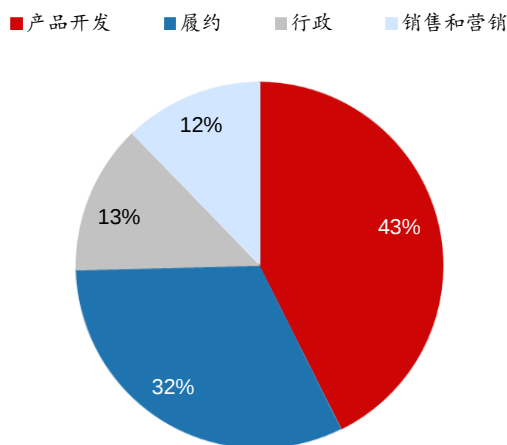
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

### (三) 产品研发及履约团队超 2300 人, IPO 募资支持扩张及供应链建设

叮咚买菜深耕前置仓, 重点建设产品开发及履约团队。截止2021年3月, 公司员工总数达到3098人, 其中1320人为产品开发人员, 占总员工的43%, 为占比最大的员工类别; 履约人员共991人, 占总员工的32%; 其次是行政人员, 共408人, 占比13%; 销售和营销人员为379人, 占比12%。公司极其重视产品开发及履约, 合计员工超2300人。

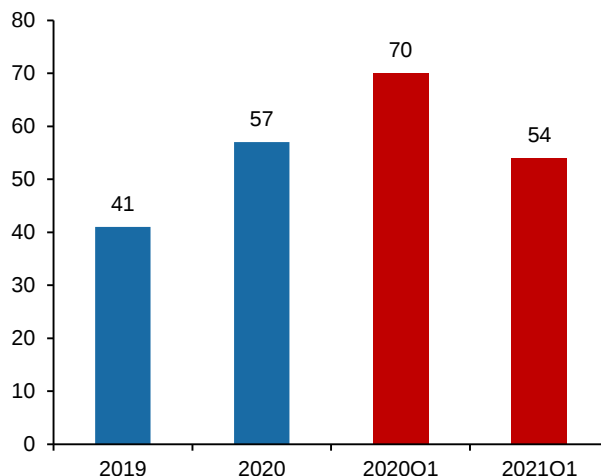
订单量及交易用户数呈上升趋势，公司现阶段处于高速扩张期。叮咚买菜的订单量和交易用户呈大幅上升趋势，据公司招股书，用户年订单量从2019年的0.94亿单大幅上升至2020年的1.99亿单，同比增长111.7%。2018年叮咚买菜平均每月交易用户仅为40万，之后逐年递增，从2019年的260万增至2020年的460万。同时公司平均客单价也呈稳步上升趋势，从2019年的41元提升至57元。由于疫情期间生鲜电商需求大幅增长，2021年一季度客单价较去年同期有所下降，但仍保持在50元以上。公司现阶段处于高速扩张期，用户体量及客单价均有较大提升空间。

图 4：叮咚买菜员工结构（截止2021年3月）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 5：叮咚买菜客单价（元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司现阶段资金需求仍大，IPO募资主要用于业务扩张及支持供应链建设。公司扩张期资金需求仍大，前置仓网络布局、供应链系统完善、产品开发等均需持续投入。据公司招股书，叮咚买菜本次IPO募集资金主要用于提高其现有市场的渗透率，并开拓更多新市场，有利于其巩固市场地位并快速抢占更多市场份额，此部分资金约占总募集资金的50%。除此之外，约30%募资用于增强叮咚买菜在上游的采购能力，约10%募资用于增强其科技及供应链系统，剩余资金将用于公司日常运营。

表 4：叮咚买菜IPO募集资金用途

| 募资比例  | 募资用途             |
|-------|------------------|
| 约 50% | 提高现有市场渗透率，并开拓新市场 |
| 约 30% | 增强上游采购能力         |
| 约 10% | 增强科技及供应链系统       |
| 约 10% | 一般公司需求及营运资金      |

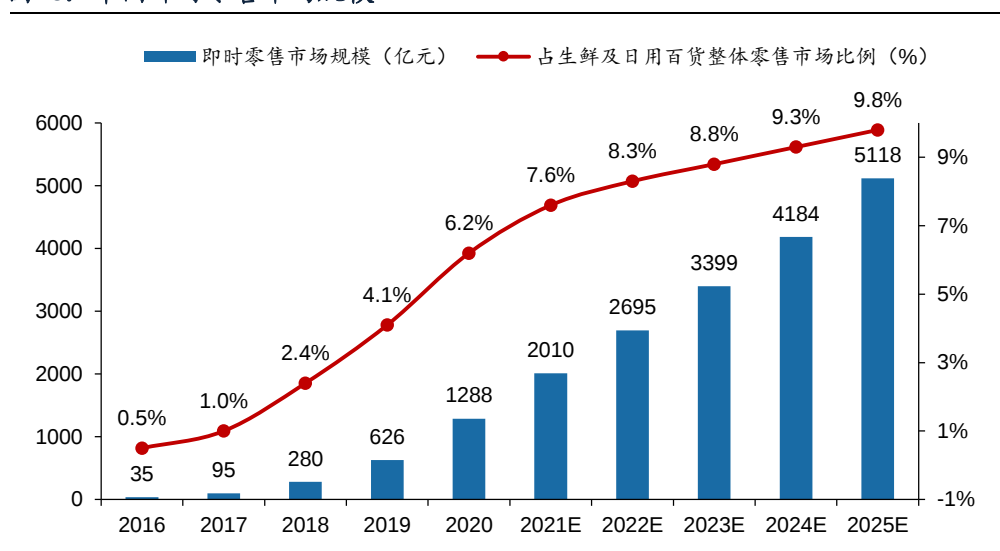
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

## 二、核心业务：深耕前置仓模式，做深做透供应链发展自有品牌产品

### （一）前置仓业务开启全国扩张，用户认可度不断提升

**即时零售市场规模增长迅速。**即时零售业务指在本地零售市场中，提供生鲜及日用百货品类商品下单后3小时送货到家服务的电商模式。据公司招股书，生鲜及日用百货品类即时零售市场近年来发展迅速，2016~2020年，市场规模从35亿元增长至1288亿元，CAGR高达146.7%，预计2020~2025年将以31.8%的复合增速继续增长。

图 6：中国即时零售市场规模



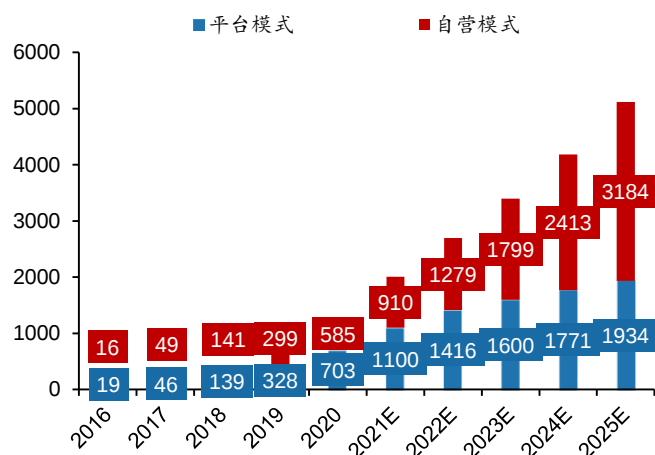
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

市场高速增长的原因，一方面来自人均可支配收入增长和城镇化持续推进的宏观经济趋势影响，另一方面还受到消费者对更加便利购物体验的偏好、冷链物流的完善、人工智能技术的发展等关键因素推动。

**自营型即时零售市场规模有望持续提升。**即时零售业态按运营模式分为自营和平台两种：①自营模式指企业建立自己的供应链系统，直接向上游品牌方、供应商或经销商采购产品，自身需承担库存风险，并通过将产品销售给终端消费者以获取收入。②平台模式则是企业作为中介，为线下零售商提供线上流量、SaaS系统、最后一公里配送等服务，进而促进线下零售商与消费者之间的交易并从中收取交易佣金或其他服务费。平台模式不承担库存风险，往往更依赖线下零售商合作伙伴。

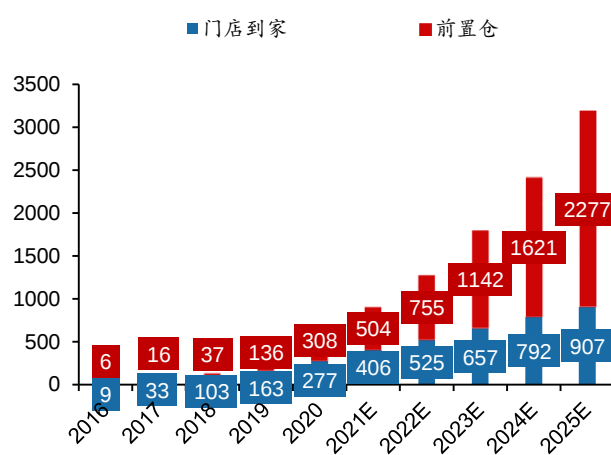
据公司招股书，2016~2020年，即时零售自营模式市场规模CAGR高达147.8%，预计2020~2025年其市场规模将以40.3%的CAGR超越平台模式。对比来看，自营模式能够对供应链有更好的控制，实现更高效的履约，与上游资源建立直接且密切的关系，以及获取更全面的运营数据。

图 7：即时零售不同运营模式市场规模（亿元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 8：自营型即时零售不同模式市场规模（亿元）

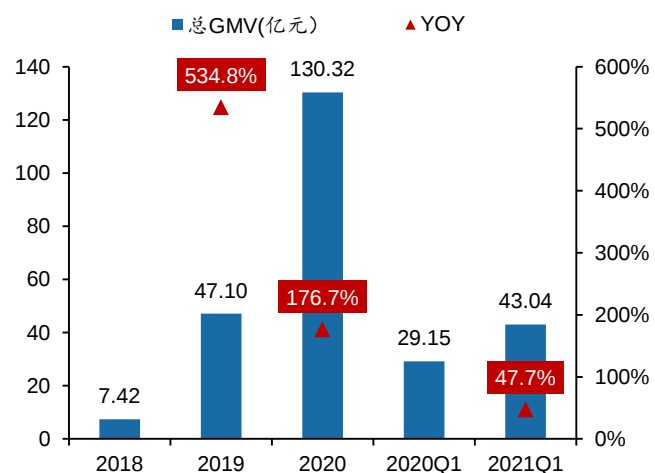


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**前置仓为核心自营模式之一，主要玩家将迎来巨大市场机遇。** 自营模式包括前置仓及门店到家两种：①以叮咚买菜为代表的前置仓玩家通常建立“产地→区域加工中心→前置仓”的供应网络，实现生鲜及日用百货产品的及时交付。②门店到家则依托线下实体零售门店的自营平台，以实现线下运营和线上即时订单履约。据公司招股书，中国自营型即时零售业态中，前置仓模式的市场规模从2016年以167.4%的CAGR增长至2020年的308亿元，预计未来将以49.2%的CAGR增长，并于2025年达到2277亿元，前置仓赛道增长迅速，主要玩家将迎来巨大市场机遇。

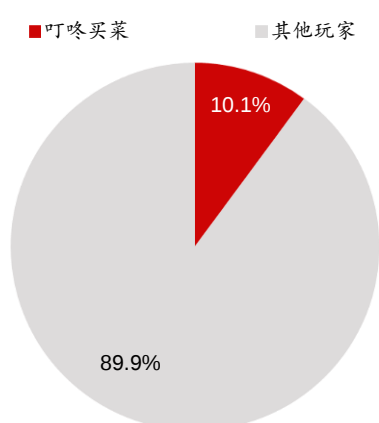
**叮咚买菜深耕前置仓，发展四年快速扩张，2020年长三角区域市场份额排名第一。** 公司2017年转型入局前置仓赛道，深耕四年领跑行业。据公司招股书，2020年叮咚买菜的市场份额（GMV口径）占即时零售行业的10.1%，在长三角区域市场份额排名第一。2018~2020年，叮咚买菜GMV从7.42亿元增长至130.32亿元，CAGR高达319.2%，远超同期整体市场规模增速。在公司GMV强劲增长的推动下，2019~2020年其营收由38.8亿元增至113.4亿元。截至2021年一季度，叮咚买菜已在中国的29个城市运营。

图 9：叮咚买菜GMV（左）及YoY（右）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

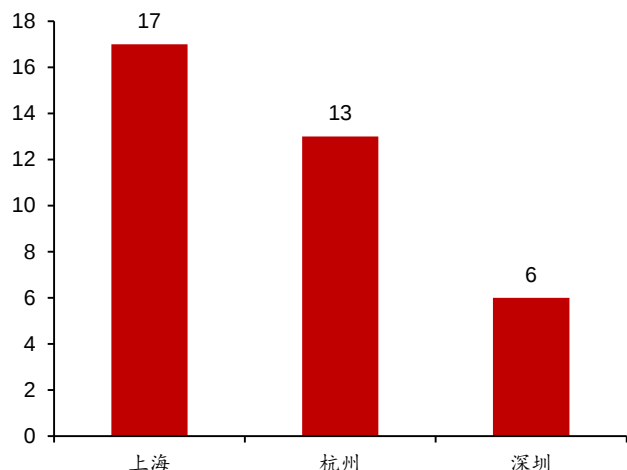
图 10：叮咚买菜2020年即时零售行业GMV市占率



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

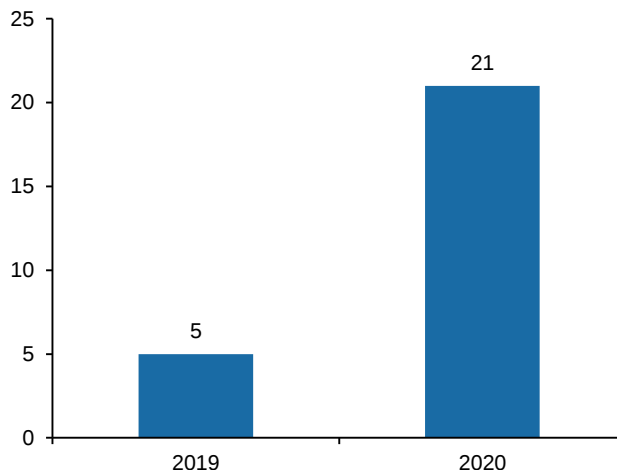
全国扩张迅速，多城市实现并保持月GMV超亿元。据公司招股书，截止2021年一季度，叮咚买菜在全国29个城市建立超过950个前置仓，在14个城市运营40个区域加工中心，全国扩张步伐迅速。公司于2017年5月首次进入上海，目前已经在5个城市实现并保持月GMV超亿元，实现时间不断缩短，例如上海用时17个月（2017年5月开城），杭州用时13个月（2019年1月开城），深圳用时6个月（2019年8月开城）。从扩张速度来看，公司从2019年开始从上海往全国其他城市发展，并在2020年下半年加速扩张，2019年和2020年新增运营并产生GMV的城市数量分别为5个、21个。

图 11: 叮咚买菜从开城至月GMV过亿的时间（月）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

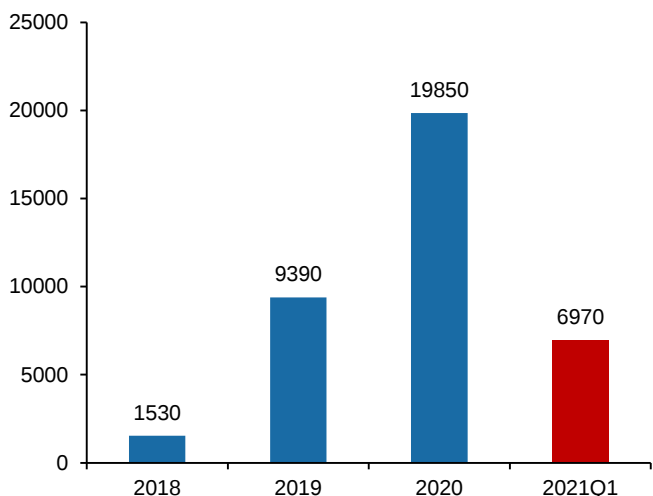
图 12: 叮咚买菜新增运营并产生GMV的城市数（个）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

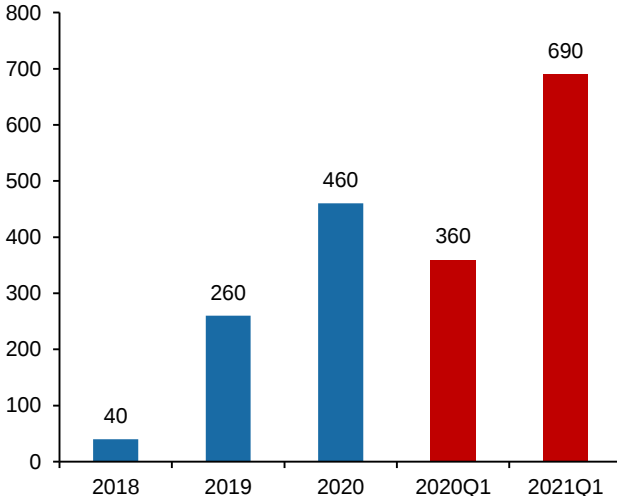
2020年总订单量近两亿单，公司拥有庞大活跃用户群体。叮咚买菜已经在前置仓赛道中实现可观交易规模，据公司招股书，2020年叮咚买菜全年总订单量为1.985亿单，2021年一季度总订单量达6970万单，整体呈上升趋势。用户规模方面，公司2021年一季度平均月交易用户数为690万，去年同期为360万，同比实现大幅增长。

图 13: 叮咚买菜订单量（万单）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 14: 叮咚买菜交易用户数（万）

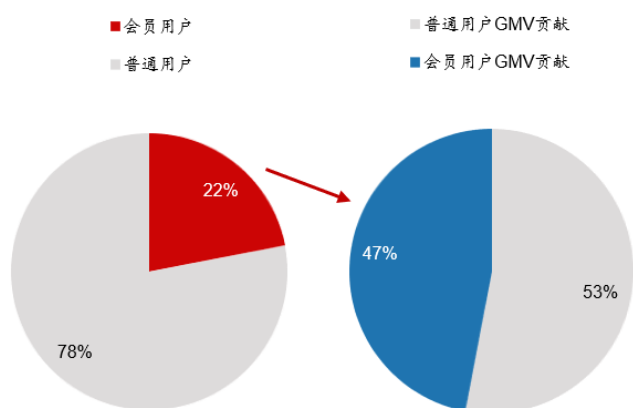


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

叮咚买菜用户认可度不断提升，会员贡献GMV比例较大。据公司招股书，2021年一季度，公司22%的月交易用户为会员用户（约152万），GMV贡献比例达47.0%，会员用户月均贡献6.7单。2019-2020年，会员用户月均消费额分别为407元、478元，大幅超越所有交易用户平均值。自成立以来，公司会员用户12个月和24个月复购率分别为64.2%、70.5%。截止2021年一季度，自公司推出会员计划以来的会员保留率为48.8%。

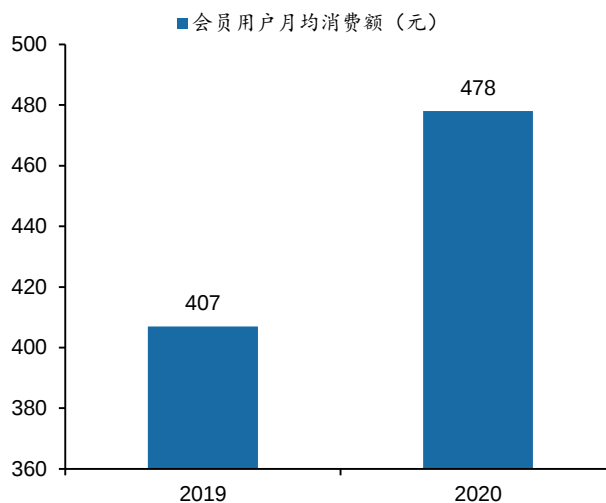
此外，老用户的消费力度也在不断提升，老用户对GMV的贡献比例从2018年一季度的51.9%提升至2021年一季度的81.6%。来自老用户和会员的GMV贡献比例不断增长，公司整体运营效率持续提升。

图 15: 叮咚买菜2021年一季度会员GMV贡献情况



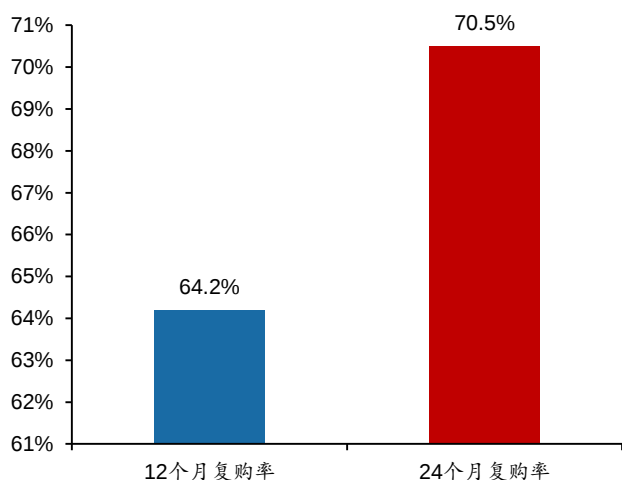
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 16: 叮咚买菜会员用户月均消费额（元）



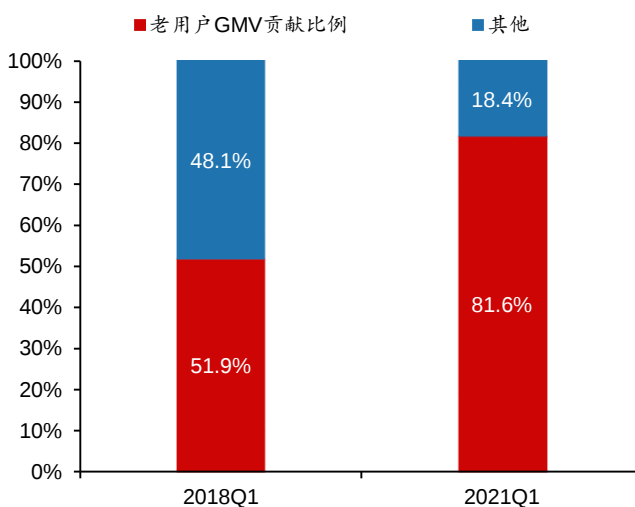
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 17: 叮咚买菜12个月及24个月用户复购率（%）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 18: 叮咚买菜老用户GMV贡献比例（%）



注：老用户指上季度曾发生过购买行为的用户群体

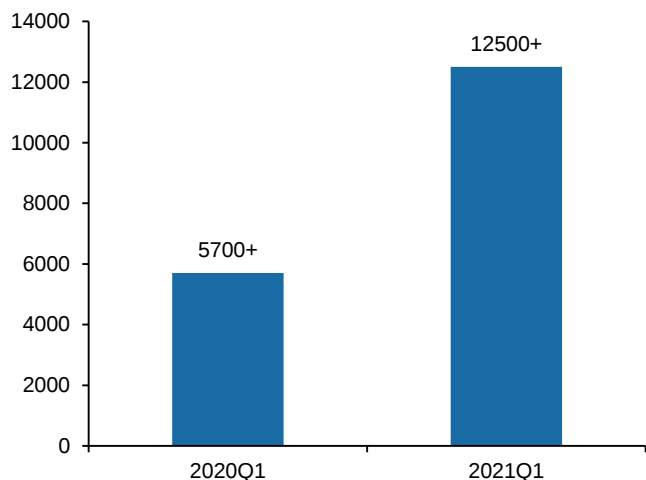
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

## (二) 深入布局供应链上游，开发自有品牌产品

叮咚买菜通过上游直采提供丰富的商品选择，SKU总数超万个。公司商品主要分为三大类：生鲜、日用百货、自有品牌产品。其中生鲜采购方式主要为源头直采，日用百货产品向制造商和分销商采购，自有品牌则主要与供应商或经销商合作推出。据公司招股书，叮咚买菜SKU数量从2020年一季度的5700多个增加至2021年一季度的12500多个；2021年一季度，公司上游供应商数量超过1600家。

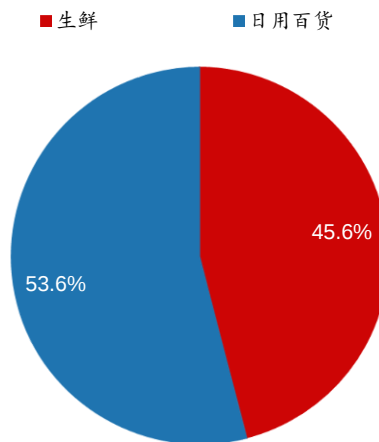
从SKU结构来看，2021年一季度，叮咚买菜生鲜品类SKU超5700个，直采比例超75%；日用百货品类SKU超6700个，采购来源中生产商与经销商各占一半。

图 19: 叮咚买菜SKU总数 (个)



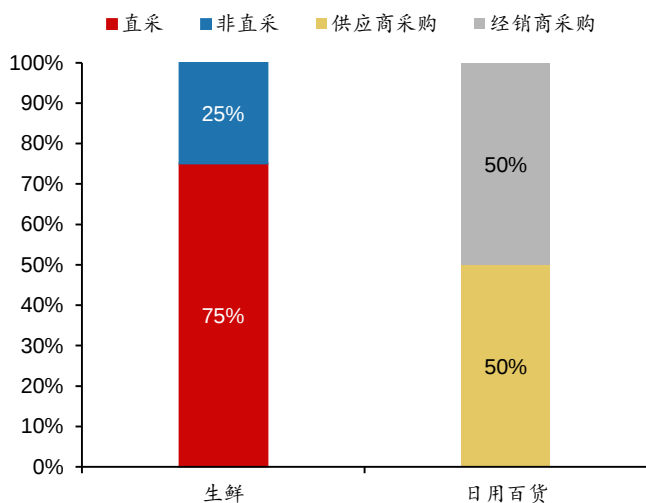
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 20: 叮咚买菜SKU结构 (截止2021年一季度)



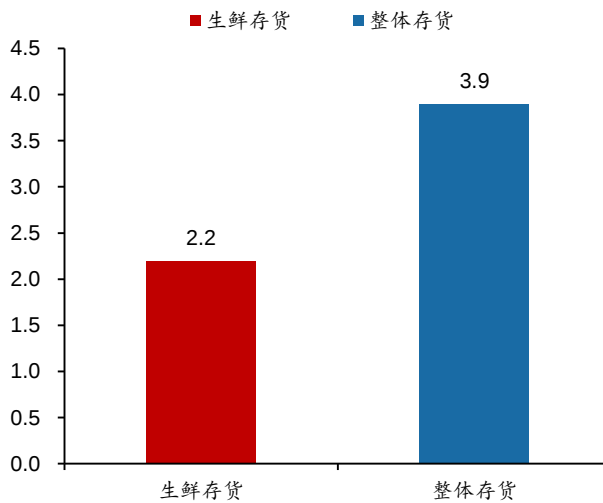
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 21: 叮咚买菜分品类采购方式 (截止2021年一季度)



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 22: 叮咚买菜2020年前置仓存货周转天数 (天)



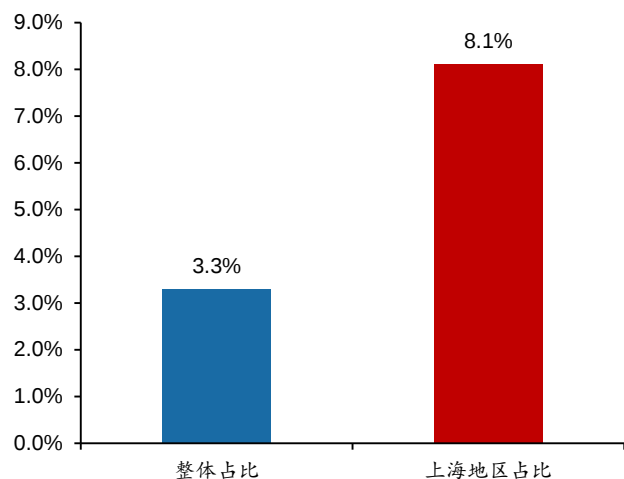
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司致力于生鲜供应链的转型与标准化，成熟前置仓运营效率显著提升。据公司招股书，2020年叮咚买菜前置仓生鲜存货周转天数为2.2天，整体存货周转天数为3.9

天。据CIC，公司生鲜及所有商品的损耗率均远低于行业平均水平。

截止2020年底，对于运营两年以上的成熟前置仓：2021年一季度对于2019年一季度的增长率来看，整体日均交付订单增长92.9%、每位分拣员日均分拣单量增长79.1%、每位骑手日均交付订单量增长65.4%（2021年一季度每位骑手日均交付85单）。2021年一季度，履约准时率为95.2%。随公司供应系统逐步完善，成熟前置仓运营效率不断提升。

图 23: 叮咚买菜2021年一季度自有品牌产品GMV占比



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 24: 叮咚买菜自有品牌案例



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**自有品牌产品开发初见成效，GMV贡献具备较大提升空间。**公司于2020年7月开始推出自有品牌产品，通过与特定供应商签订独家经销协议降低成本，目前已建立多个自有品牌。据公司招股书，2021年一季度，公司自有品牌产品GMV占比为3.3%，自有品牌产品在上海的GMV占上海总GMV比例达8.1%。

公司于2020年7月推出的自有品牌Daily Fresh Pork自上线以来获得较好的用户反馈，**2021年一季度，其销售额占上海叮咚买菜猪肉产品总销售额的40%以上。**自有品牌产品销售额占比总体呈上升趋势，预计公司未来将推出更多新品，GMV贡献具备较大提升空间。

**叮咚买菜已搭建从产地到终端消费者的全链路履约体系。**公司利用大数据实现智能调度，优化全链路配送效率，通过算法调度从大仓到前置仓的运输路线，并自动规划最后一公里配送网络，做到供应链高效流转，实现骑手和分拣员的任务全自动调度，大幅提高仓内分拣和骑手配送订单的效率。

图 25：叮咚买菜全供应链路拆解



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

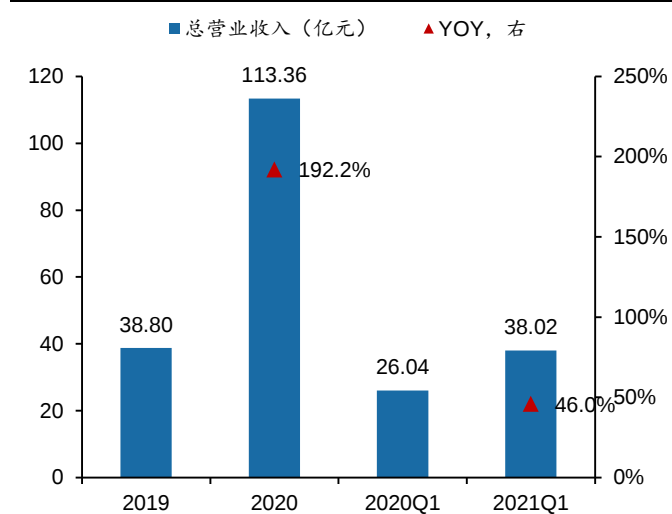
### 三、财务分析：营收高增伴随投入扩大，现金储备充裕

#### （一）营收呈高增趋势，核心前置仓业务贡献主要收入

营业收入高速增长，疫情之后增速有所放缓。根据公司招股书披露，叮咚买菜营业收入从2019年的38.8亿元增至2020年的113.4亿元，同比增长192.2%；2020年一季度及2021年一季度营收分别为26.0亿元、38.0亿元，2021年一季度同比增长46.0%，增速有所放缓。自2019年一季度起9个季度以来，叮咚买菜营业收入持续实现高速

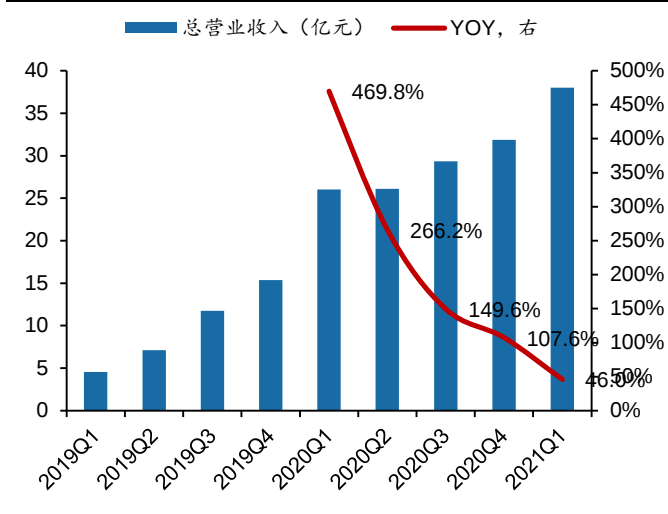
增长，其中2020年一季度高增速主要受疫情影响，生鲜网购需求大幅上升。随后疫情得到控制，营收增速有所放缓但仍维持较高水平。

图 26: 叮咚买菜总营业收入



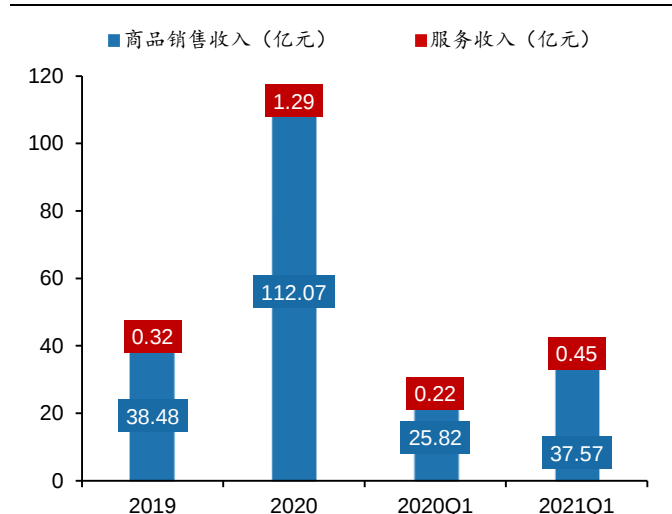
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 27: 叮咚买菜各季度营业收入



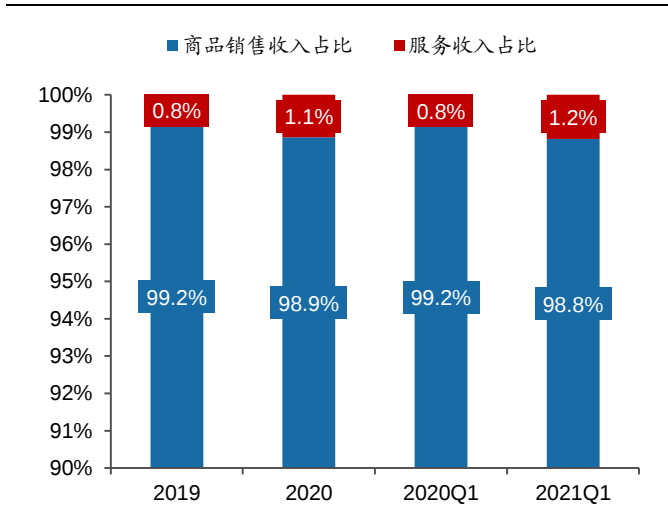
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 28: 叮咚买菜营收结构按业务拆分



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 29: 叮咚买菜营收结构按业务占比



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

收入结构来看，商品销售收入为主要营收来源。叮咚买菜营业收入由商品销售收入和服务收入两部分构成，商品销售收入主要来自于在叮咚买菜APP或小程序上销售产品，服务收入主要来自会员支付的叮咚买菜会员费。据公司招股书，商品销售收入在2019年、2020年、2020年一季度及2021年一季度占比均超过总收入的95%以上，依次为99.2%、98.9%、99.2%、98.8%。

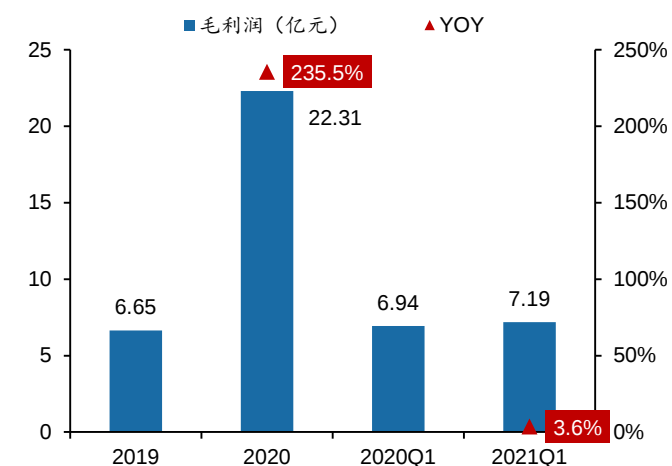
商品销售收入从2019年的38.48亿元增至2020年的112.07亿元，同比增长191.2%，主要系订单数量大幅上升及2020年平均客单价有所增加。2021年一季度商品销售收入由去年同期25.82亿元增至37.57亿元，同比增长45.5%。

服务收入从2019年的0.32亿元增至2020年的1.29亿元，同比增长301.7%，主要系会员费大幅增长，以及公司从2019年下半年开始收取运费所致。2021年一季度，服务收入由去年同期0.22亿元增至0.45亿元，同比增长105.4%，主要受益于会员人数增长。

## （二）履约费用增长提速，净利润亏损扩大

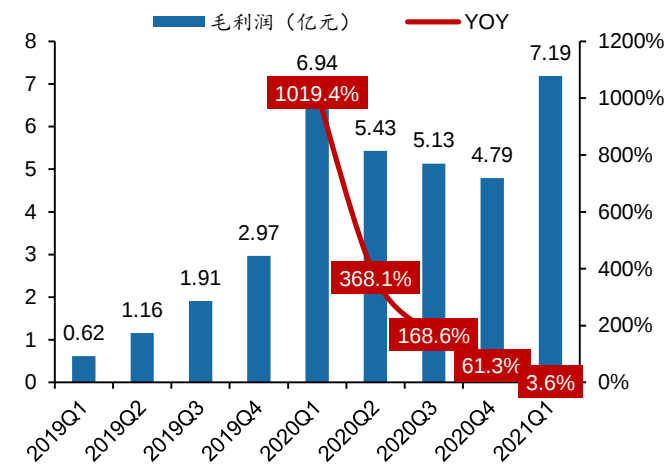
公司毛利润增速从2020年二季度起逐季放缓，整体仍呈上升趋势。据公司招股书，2019-2020年，叮咚买菜毛利润从6.65亿元增长至22.31亿元，同比增长235.5%。自2019年一季度起，各季度毛利润稳步增长，于2020Q1达到峰值6.94亿元（主要系疫情刺激生鲜电商消费需求），增速为1019.4%，之后逐渐回落至2020Q4的4.79亿元。根据招股书，截止2021Q1，毛利润为7.19亿元，同增3.6%。整体来看，公司毛利润呈上升趋势。

图 30：叮咚买菜毛利润（左）及同比（右）



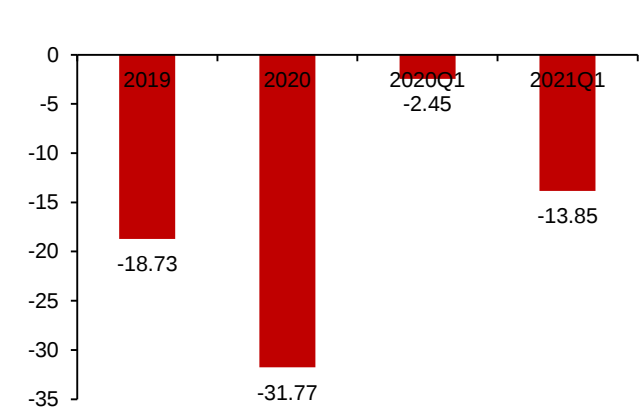
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 31：叮咚买菜分季度毛利润（左）及同比（右）



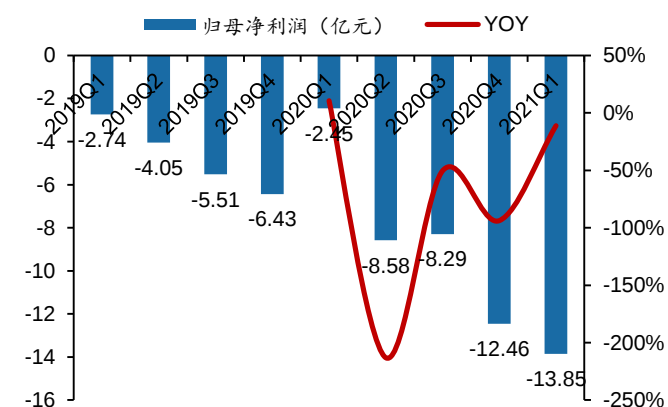
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 32：叮咚买菜净利润情况（亿元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

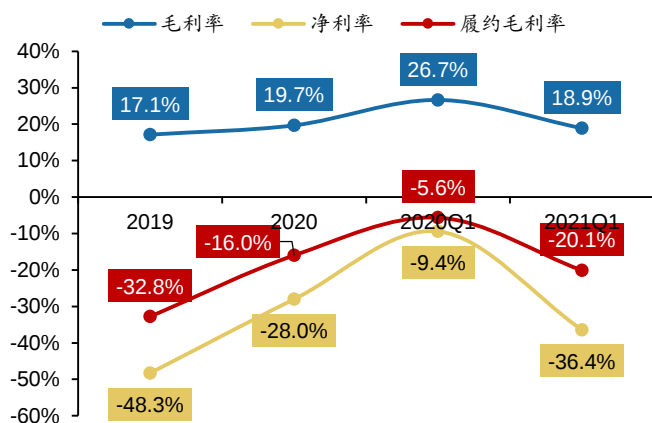
图 33：叮咚买菜分季度净利润（左）及同比（右）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**净利润亏损扩大，公司投入增加。**据公司招股书，叮咚买菜2019年净利润亏损18.73亿元，2020年亏损放大至31.77亿元，亏损率分别为48.3%、28.0%；2020年一季度和2021年一季度，公司净利润亏损分别为2.45亿元、13.85亿元，亏损率分别为9.4%、36.4%。从2019年一季度起，公司各季度净利润逐季小幅下降，2020年一季度亏损收窄原因系疫情影响，随后亏损趋势持续。叮咚买菜正处于市场开拓期，短期或持续增加投入。

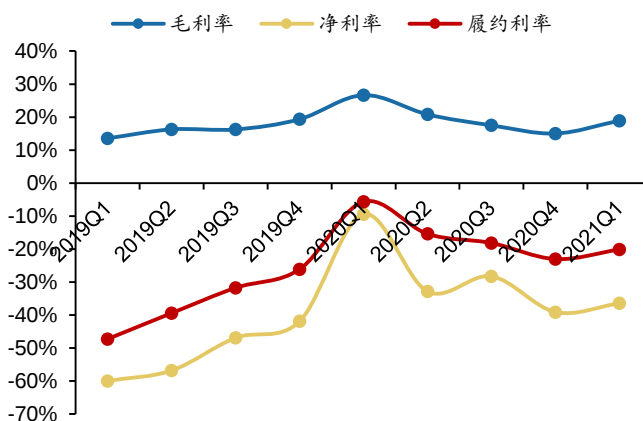
图 34：叮咚买菜毛利率、履约毛利率及净利率（%）



注：履约毛利率为毛利率基础上减去履约费用的利润率

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 35：叮咚买菜分季度利润率情况（%）

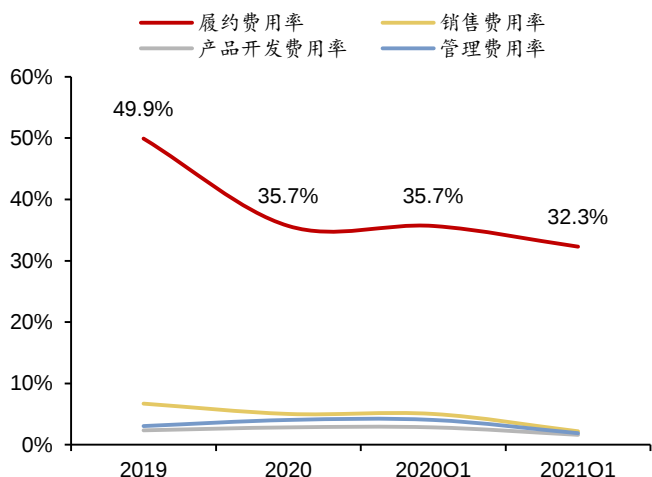


注：履约毛利率为毛利率基础上减去履约费用的利润率

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

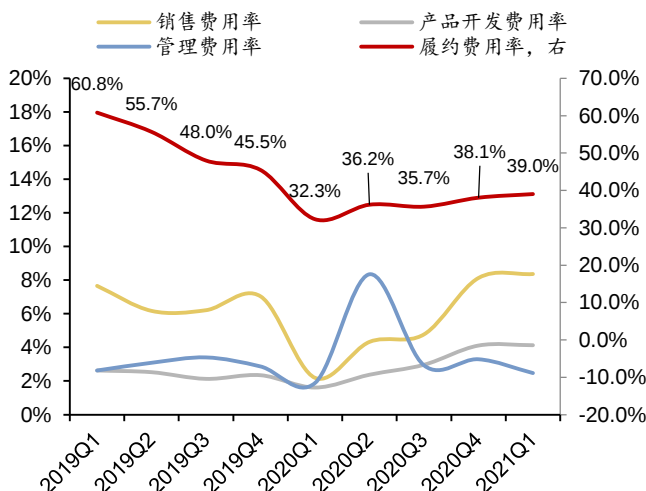
**费用率整体呈下降趋势，履约费用占比最高。**据公司招股书，叮咚买菜2019年至2020年的履约费用率从49.9%降至35.7%，销售费用率从6.7%降至5.0%。分结构来看，履约费用是最主要支出，销售费用次之。

图 36：叮咚买菜费用率情况（%）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 37：叮咚买菜分季度费用率情况（%）

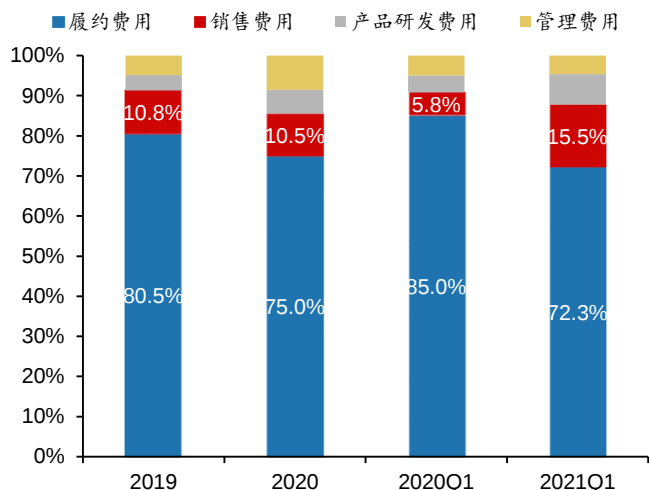


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

履约费用主要包括：①因第三方劳务公司为加工中心、前置仓等提供人力而需支付的外包费用，②加工中心和前置仓的仓库租赁费用，③将产品从加工中心运送至前置仓而需支付给第三方运力的运输及物流费用。从2019年一季度起，履约费用各季

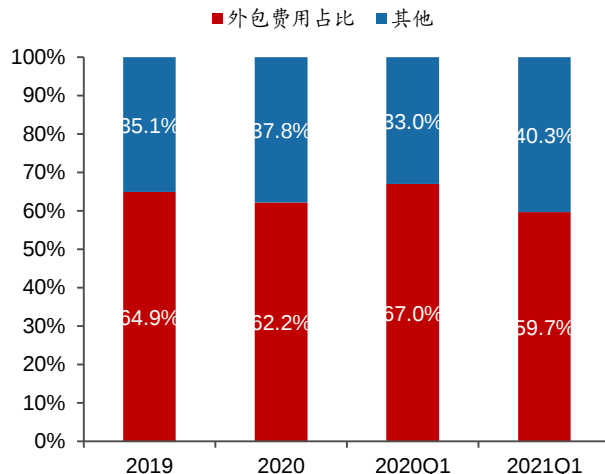
度占比均大于30%，远高其他费用项。据公司招股书，2019-2020年的外包费用分别为12.57亿元、25.15亿元，占总履约费用的64.9%、62.2%。2020年一季度和2021年一季度的外包费用分别为5.64亿元、8.87亿元，分别占总履约费用的67.0%、59.7%。随着公司扩大全国业务、建立基础设施并提高运营效率，预计履约费用规模仍将增加，其占比有望下降。

图 38: 叮咚买菜总费用结构



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 39: 叮咚买菜履约费用结构

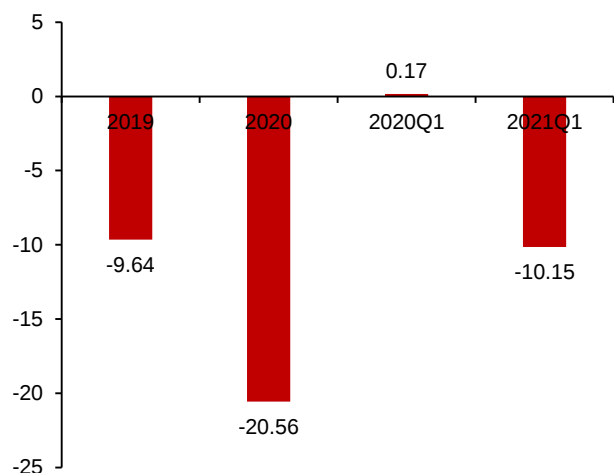


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

### （三）经营性现金流持续流出，现金储备充裕支持未来扩张

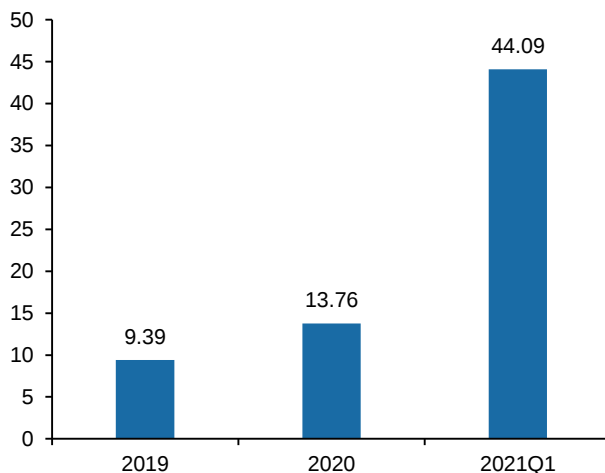
公司经营性现金流持续流出。据公司招股书，每日优鲜经营性现金流净额由2019年的-9.64亿元，降至2020年的-20.56亿元，同期资本开支分别为1.25亿元、2.48亿元。2020年一季度经营性现金流净流入0.17亿元，2021年一季度净流出10.15亿元。

图 40: 叮咚买菜经营性现金流净额（亿元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 41: 叮咚买菜现金储备情况（亿元）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**账面现金储备充裕，支持未来扩张。**据公司招股书，2019-2020年及2021年一季度，公司现金储备分别为9.39亿元、13.76亿元、44.09亿元。此次IPO募资有助于夯实叮咚买菜的现金储备，为巩固市场地位、提高市场渗透率、开拓新市场奠定坚实基础。

**叮咚买菜以规模突围，持续深耕供应链是建立长期护城河的关键。**从商业模式来看，前置仓玩家易陷入同质化竞争，叮咚买菜以规模突围，以精细化运营提升客户口碑，培养客户粘性，聚焦供应链建设。从深入上游、建立处理中心仓库、组建运力网络、严抓品控、发展自有品牌等多方面同时发力，基于零售底层逻辑逐步建立长期护城河。未来公司更有扩张空间，盈利模型有望通过规模效应以及利润品开发（自有品牌产品、预制菜、成品菜等）得到改善，供应链管理和成本控制能力是竞争关键。

## 四、风险提示

1. 前置仓模型规模受限，盈利能力低于预期；
2. 上游供应链布局程度低于预期；
3. 各业态恶性竞争加剧。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020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 | 上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼 | 香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼 |
| 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。