

生鲜电商行业深度研究报告

生鲜电商演替复盘，流量崛起催生行业变局

推荐（维持）

□ **演替复盘：**生鲜电商作为生鲜流通新渠道，发展速度快，成长空间广阔，十多年来多次成为资本风口。但生鲜业务本身存在诸多痛点，导致高损耗同时低毛利率，生鲜电商行业发展跌宕起伏，商业模式不断探索创新，大体可分为三个阶段：

- **1.0 时代（2005-2014）：**行业发展初期，以传统网购思维主导，建立城市中心仓，当日下单，次日送达。不仅未能解决生鲜业务痛点，而且渠道效率低下，产品品质不稳定，消费者体验不佳，大多以失败告终。
- **2.0 时代（2015-2016）：**“每日优鲜”提出前置仓模式，将次日达升级为一小时达，降低 To C 配送成本，提升产品品质。将生鲜 To C 端流通过程拆解，全程冷链，降低损耗，Unit Economy 模型跑通，盈利导向性思维获得阶段性成果。
- **3.0 时代（2017 至今）：**“叮咚买菜”以蔬菜、水产、肉禽蛋为核心品类，极大提升消费者购物频次，拓宽目标人群，充分利用生鲜聚客效应。同时，将生鲜产品预处理加工成包装产品，并辅以半成品、净菜品类，改善业务毛利率低痛点。生鲜电商发展为流量巨大的“线上版菜市场”，接棒外卖成为本地生活第二战场，流量思维迅速觉醒。

□ **当前竞争格局：**生鲜电商现阶段多为商业模式创新，改善偏流通下半段，注重产品运营，极易被模仿。叮咚买菜成立时学习了每日优鲜的前置仓模式，每日优鲜观察到叮咚买菜崛起后，增加了食材类产品品类占比。我们认为，生鲜电商行业核心竞争壁垒尚未形成。因此，行业形成了以每日优鲜、叮咚买菜等为主，新入局者甚多的竞争格局，竞争不止，补贴难停。

□ **未来看点：盈利导向 VS 流量导向**

- **盈利导向：**每日优鲜 Unit Economy 模型跑通，通过精简 SKU 数量，直采比例加大等手段，供应链建设逐步提升核心竞争力。辅以叮咚买菜提出的服务加工模式提升毛利率，行业盈利模型逐渐清晰。
- **流量导向：**流量思维下，不强调生鲜单业务盈利，注重提升消费者购买频次和拓宽用户群体。生鲜品类聚客，以带动高毛利产品销售、广告等多方式变现。
- 二者并不冲突，未来发展重点在于生鲜业务本身盈利能力边际改善同时，以提升消费者便捷性为核心突破口，继续深挖生鲜业务流量入口优势，将生鲜电商从垂直电商渠道升级为平台型电商。

□ **生鲜业务作为平台入口和发展基础，至关重要。商业模式易被模仿，生鲜业务未来核心竞争力终体现为供应链建设所带来的渠道成本降低。流通上半段攻坚在供应链，从源头直采到农批市场信息化改造，过程漫长且艰辛，将成为生鲜电商的最终答案。**

□ **风险提示：流量成本上升，行业发展不及预期，行业竞争加剧。**

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

联系人：王紫洛

电话：021-20572561

邮箱：wangziluo@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	99	2.74
总市值(亿元)	9,742.33	1.56
流通市值(亿元)	6,906.06	1.52

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		1.14	22.44	-2.31
相对表现		-3.97	-0.1	-5.87



相关研究报告

《【华创商社】2019年1-2月社零数据点评：增速8.2%企稳，网络零售增速换挡》

2019-03-14

《电商行业深度报告：阿里巴巴，练就核心商业强大基本盘》

2019-03-26

《【华创商社】3月社零数据点评：社零增速8.7%，消费回暖显著》

2019-04-17

目录

前言.....	5
一、生鲜行业优势与痛点.....	5
(1) 生鲜业务的优势.....	5
1、赛道广阔，替代趋势明显.....	5
2、流量入口型业务.....	6
(2) 生鲜业务的痛点.....	6
1、流通环节多.....	7
2、损耗高.....	7
3、同质化严重.....	8
4、毛利率低.....	8
二、生鲜电商行业演变：精耕细作后的思维拓展.....	8
(1) 生鲜电商 1.0 时代：城市中心仓模式.....	8
1、商业模式：城市中心仓.....	8
2、物流配送：合并订单+次日达.....	9
3、总结：未解决痛点+消费者体验差的 1.0 时代.....	9
(2) 生鲜电商 2.0 时代：前置仓模式.....	10
1、明星高管团队各有所长，融资能力优秀.....	10
2、商业模式：城市中心仓+前置仓.....	12
3、物流配送.....	13
4、总结：显现盈利曙光的 2.0 时代.....	14
(3) 生鲜电商 3.0 时代：线上版菜市场+服务溢价.....	14
1、爆发增长的叮咚买菜.....	15
2、商业模式：线上版菜市场+服务溢价.....	15
3、模式优势：提高购买频次、拓宽覆盖人群.....	18
4、总结：流量导向的生鲜电商 3.0 时代.....	19
三、盈利导向 VS 流量导向下不同的选择.....	20
(1) 盈利导向：生鲜业务的精耕细作.....	20
(2) 流量导向：垂直电商平台化.....	22
(3) 商业模式不具排他性，供应链建设或成最终壁垒.....	24

图表目录

图表 1 18 年生鲜行业规模约 5 万亿.....	6
图表 2 超市、电商渠道替代农贸市场趋势明显.....	6
图表 3 生鲜业务高频、刚需.....	6
图表 4 生鲜业务流通环节众多.....	7
图表 5 我国生鲜损耗率显著高于发达国家.....	7
图表 6 我国生鲜冷链运输比例有待提高.....	7
图表 7 生鲜业务毛利率普遍偏低.....	8
图表 8 生鲜电商 1.0 时代城市中心仓商业模式.....	9
图表 9 不合并订单时的配送情形.....	9
图表 10 合并订单时的配送情形.....	9
图表 11 生鲜电商用户选择平台时最看重食品安全.....	10
图表 12 每日优鲜明星高管团队.....	11
图表 13 每日优鲜融资历程.....	11
图表 14 城市中心仓+前置仓模式.....	12
图表 15 主要生鲜电商配送时效.....	12
图表 16 每日优鲜前置仓单仓年度经营模型.....	13
图表 17 每日优鲜单件配送成本测算.....	13
图表 18 假设情境下的外卖配送模式.....	14
图表 19 叮咚买菜 MAU 增长速度极快.....	15
图表 20 叮咚买菜融资历程.....	15
图表 21 叮咚买菜产品结构.....	16
图表 22 叮咚买菜菜市场思维的服务.....	16
图表 23 世纪联华超市上海仙霞店原材料和包装产品价格对比.....	17
图表 24 叮咚买菜包装蔬菜和净菜的价格对比.....	17
图表 25 叮咚买菜商品损耗情况.....	17
图表 26 各业态损耗率和终端价格对比.....	18
图表 27 叮咚买菜前置仓单仓经营模型.....	18
图表 28 叮咚买菜用户打开 APP 频次远高于每日优鲜.....	19
图表 29 叮咚买菜覆盖年龄段更广.....	19
图表 30 叮咚买菜用户男女比例更均衡.....	19
图表 31 主要生鲜电商 SKU 数量.....	20
图表 32 盒马工坊半成品举例.....	21

图表 33 每日优鲜直采比例行业平均水平	21
图表 34 每日优鲜精简 SKU 数量，提升采购效率	21
图表 35 永辉超市营收增速快于其他超市品牌	22
图表 36 永辉超市生鲜和百货营收存在高度相关性	22
图表 37 叮咚买菜“今天吃啥哟”	23
图表 38 叮咚买菜品牌汇活动	23
图表 39 每日优鲜（左）和叮咚买菜（右）APP 主页面面对比	24
图表 40 每日优鲜 MAU 波动剧烈	25

前言

电商品类中，生鲜一直最被关注，短短十多年发展历程中多次成为资本风口，曾出现过众多“明星企业”，但因为供应链改造复杂、资金需求量大、折耗/腐损难以控制、时效性强、毛利率低和存在一定反规模经济，大多生鲜电商都逐渐淡出视线。我们认为，生鲜电商虽然入局者甚多，但如果从商业模式本质的角度看，到目前为止可以分为三个阶段：

一，以城市中心仓为核心的 1.0 时代

二，以 2015 年每日优鲜推出前置仓模式为标志的 2.0 时代

三，2017 年叮咚买菜的食材品类+消费品化，标志着行业进入 3.0 时代。

在这篇报告中，我们希望回答以下问题：

- 1、各时代生鲜电商商业模式的本质是什么？优缺点是什么？
- 2、为何两次模式创新能够引领行业进入新时代？
- 3、为何生鲜电商行业至今仍缺乏竞争壁垒？
- 4、生鲜电商行业未来发展的关键变量是什么？

一、生鲜行业优势与痛点

在分析生鲜电商行业之前，我们认为有必要指出生鲜电商作为生鲜流通渠道的一种，首先是一门生鲜的生意。因此，生鲜电商也必然具备生鲜业务的优势与痛点。所以在展开生鲜电商分析之前，我们将简明扼要地分析生鲜业务的特点。

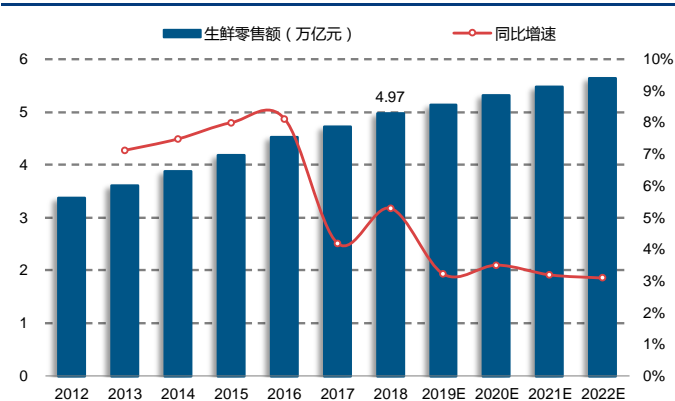
（1）生鲜业务的优势

生鲜赛道规模过万亿，且流通渠道中农贸市场占比超过 50%，新业态替代趋势必然，行业存在变化契机。生鲜业务具有高频、刚需、广覆盖人群特点，是流量入口型业务。

1、赛道广阔，替代趋势明显

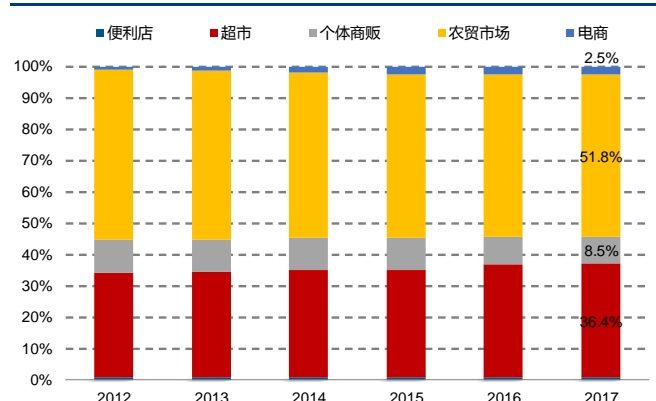
生鲜行业规模 5 万亿，超市、电商渠道替代趋势明显。随着我国人民生活水平的提高，生鲜产品的需求日益增加，根据欧睿数据，2018 年市场规模达到 4.93 万亿，同比增长 5.3%。目前我国生鲜交易仍然以农贸市场为主，渠道份额占比过半。从发展趋势看，农贸市场渠道份额不断萎缩，而 17 年超市和电商渠道份额较 12 年分别提升 3.0 和 1.5pct，后者尽管整体占比仍然不足 3pct，但增速迅猛，替代效应显著。农贸市场渠道流通效率低，购物环境存在较大提升空间，发达国家农贸市场渠道份额普遍仅为 20-30%。随着我国“农改超”政策进一步推进，农贸市场渠道份额持续下降，新渠道加速崛起成为必然。

图表 1 18 年生鲜行业规模约 5 万亿



资料来源：欧睿，华创证券

图表 2 超市、电商渠道替代农贸市场趋势明显

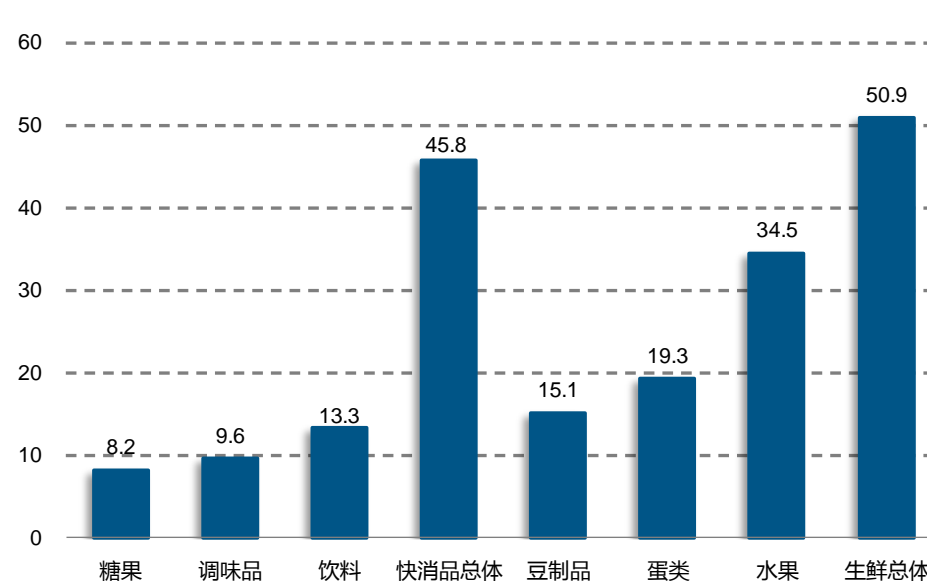


资料来源：欧睿，华创证券

2、流量入口型业务

生鲜具有高频、刚需、全人群覆盖的特点，是优质的流量入口。生鲜产品包括蔬菜、肉禽蛋、水产、水果等，包含人们一日三餐食材需求，因此采购频率高，需求确定，并且虽然不同年龄人群可能选择渠道会有不同，但对于生鲜的需求是不可缺少的。从购买频次看，生鲜整体的购买频次达到 51 次/年，甚至超过快消品总体的消费频次。因为生鲜优秀的聚客效应，无论是对线下的超市还是线上的生鲜电商而言，都具备成为优质流量入口的潜力。

图表 3 生鲜业务高频、刚需



资料来源：中国产业信息网，华创证券

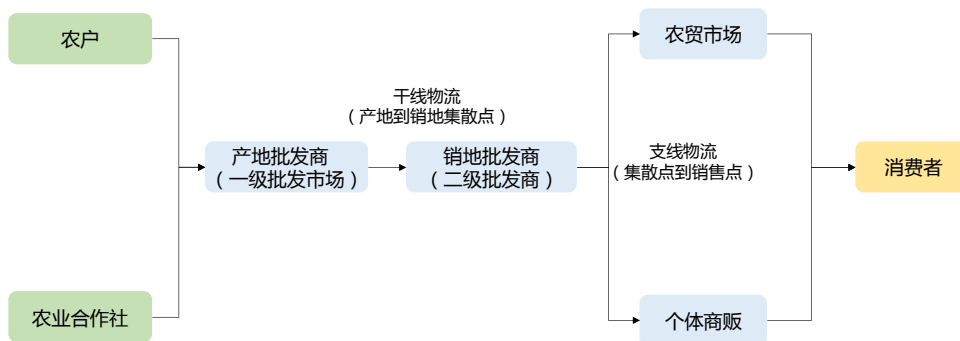
(2) 生鲜业务的痛点

生鲜上游生产高度分散，流通环节众多，层层加价且流转时间长。同时，生鲜产品极易腐损，我国冷链运输发展尚不完善，所以损耗率高。生鲜产品大多为农产品，缺乏品牌，同质化严重。三因素相叠加，使得生鲜零售端毛利率很低。

1、流通环节多

传统生鲜渠道流通环节众多，层层加价且流转时间长。因为我国生鲜上游生产者和下游零售端都高度分散，直接对接耗时耗力。为了降低交易成本，提升交易效率，催生了产地批发商和销地批发商，作为信息和货物的中转中心。同时，因为不同环节之间的运输是割裂的，又有干线物流和支线物流等加入到生鲜流通链中。这样的流通链结构导致了两个结果：（1）每个环节层层加价；（2）整体流转时间变长，效率变低。

图表 4 生鲜业务流通环节众多

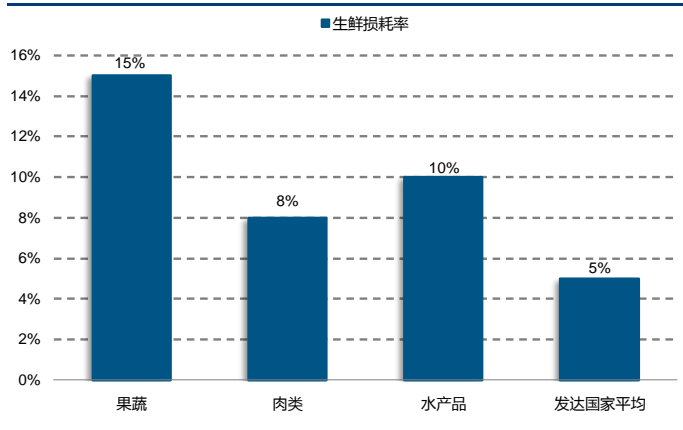


资料来源:华创证券

2、损耗高

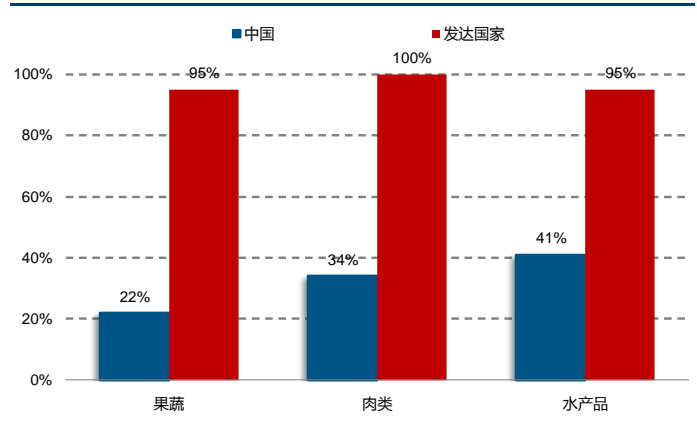
流转时间长，冷链发展不成熟，我国生鲜产品损耗率显著高于发达国家。从行业整体看，我国果蔬、肉类、水产品的损耗率分别为 15%，8%和 10%，均显著高于发达国家平均水平。同时，以永辉为代表的超市，直采比例更高，冷链发展快于行业，所以除去超市渠道外的其他渠道损耗率更高，约为 25%。高损耗的主要原因有二：（1）流通环节多，流转时间长；（2）我国生鲜以鲜活产品为主，欧美以冷冻产品为主；（3）我国生鲜冷链运输比例低。

图表 5 我国生鲜损耗率显著高于发达国家



资料来源: 前瞻产业研究院, 华创证券

图表 6 我国生鲜冷链运输比例有待提高



资料来源: 前瞻产业研究院, 华创证券

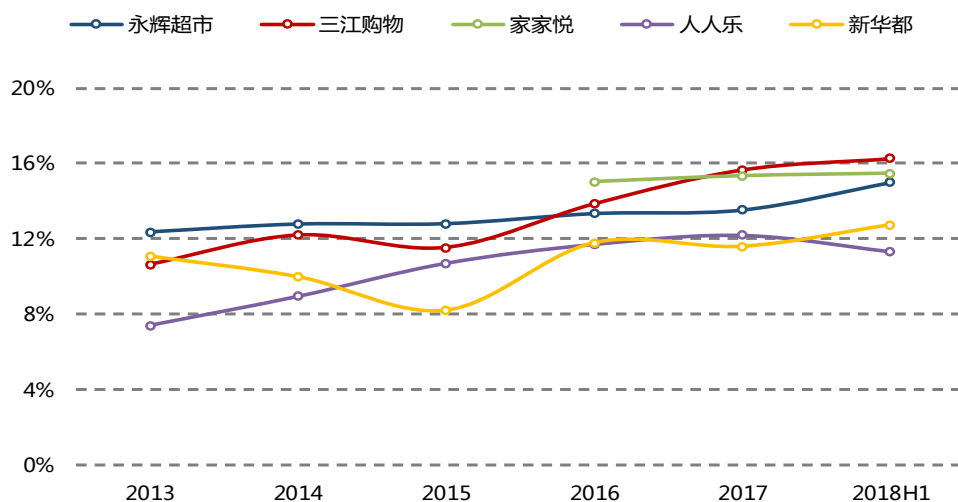
3、同质化严重

生鲜产品缺乏品牌，同质化严重。生鲜作为农产品，不同生产商生产出的商品品质差别极为有限，因此长期以来仍以品类、产地区分为主，缺乏品牌效应，同质化十分严重。值得指出的是，目前超市和生鲜电商推出了众多自有品牌，我们认为其更多的是服务加工层面的品牌而非生鲜产品本身的品牌，更多体现地是渠道的溢价，而非产品。

4、毛利率低

生鲜业务毛利率普遍偏低，不利于渠道和品牌建设。我们以主要上市超市为例，生鲜业务毛利率普遍偏低，大多在20%以下。其主要原因为：（1）生鲜作为农产品，加价空间有限；（2）生鲜产品同质化严重，不同渠道之间主要依靠价格竞争，难以维持高毛利水平；（3）超市将生鲜作为聚客流量入口，会主动控制毛利率，保持价格竞争力。正是因为生鲜业务的低毛利率，除了永辉等少数企业外，大多数企业都无法通过业务盈利，更无法通过业务本身快速积累足够资本完成品牌和上游渠道建设改造。

图表 7 生鲜业务毛利率普遍偏低



资料来源: Wind, 华创证券

二、生鲜电商行业演变：精耕细作后的思维拓展

生鲜电商的发展至今，从商业模式上划分可以分成三个时代。在 1.0 时代，类似于其他品类的网购思维，建立中心仓库，待消费者下单后，次日送达。在 2.0 时代，生鲜电商开始对中端进行改造，革新了物流配送体系。在 3.0 时代，生鲜电商开始对前端进行创新，注重品类搭配和运营方式的优化。

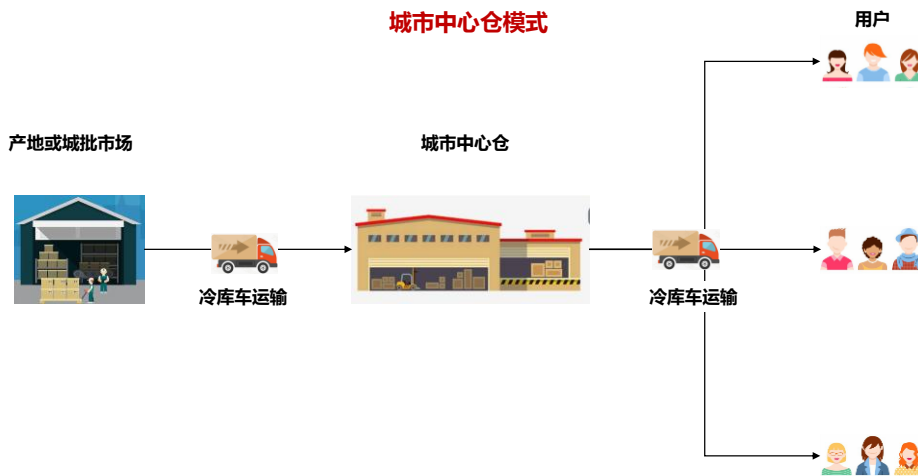
我们认为，无论生鲜电商如何迭代演替，其根本上仍然是生鲜流通渠道的一种，我们将从生鲜业务的特点去分析每个时代的生鲜电商商业模式背后的经营逻辑。

（1）生鲜电商 1.0 时代：城市中心仓模式

1、商业模式：城市中心仓

以本来生活、天天果园、美味七七等为代表的 1.0 生鲜电商，其运营模式为从原产地（或城批市场）进物，运至城市中心仓，待消费者下单后，于次日（或今夜）配送到家。此时的生鲜电商没有优化生鲜流转过程，其效率低于或接近菜市场水平，主要体现在配送时效性差和成本增高。

图表 8 生鲜电商 1.0 时代城市中心仓商业模式

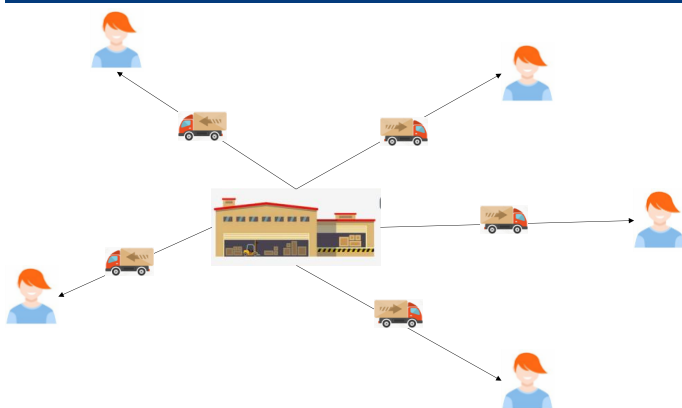


资料来源：华创证券

2、物流配送：合并订单+次日达

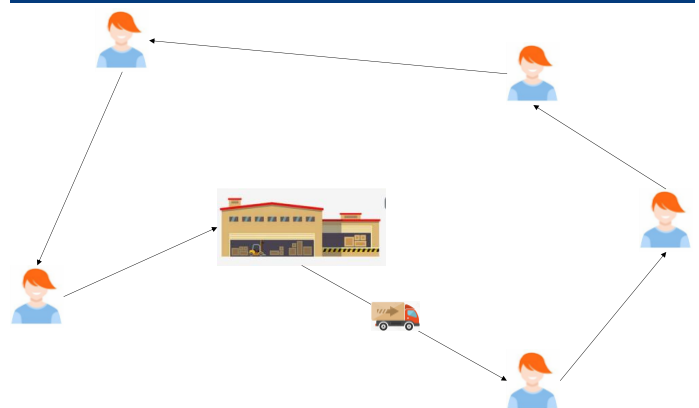
针对 C 端客户的配送过程，单次配送距离远、时间长。生鲜电商在某一城市中只有一个或几个仓库，而消费者的需求分布极其分散，如果每个订单派人配送，人力成本高企，成本高昂。因此生鲜电商大多会将多个订单合并配送，即多个订单统一由同一配送人员完成，其过程类似于现在的快递配送。因此，单次配送距离远、时间长，与其他产品不同，生鲜极易腐损，如不配备冷链环境，会导致较高损耗率和品质不稳定。全程配备冷链环境，则需使用冷库车，成本较高。同时，因为需要合并订单，所以一般都采用当天下单、次日送达的模式。

图表 9 不合并订单时的配送情形



资料来源：华创证券

图表 10 合并订单时的配送情形



资料来源：华创证券

3、总结：未解决痛点+消费者体验差的 1.0 时代

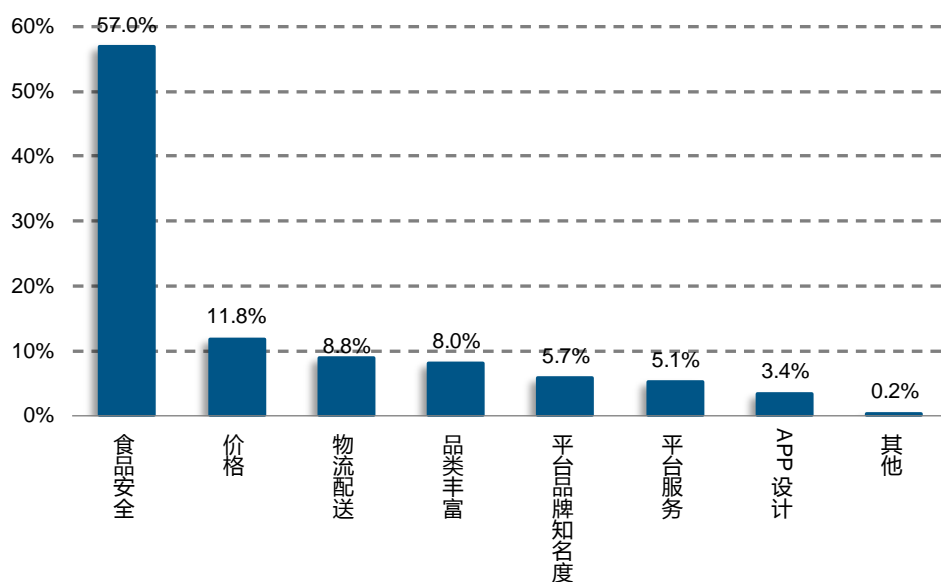
新渠道崛起的关键是管理效率的提升和消费者体验的改善，而生鲜电商 1.0 时代均未做到，失败在所难免。

城市中心仓模式未解决痛点提升效率，同时因为配送、保鲜等问题，成本甚至高于菜市场。正如我们开篇提到的，

菜市场渠道的生鲜业务痛点是明确的。在生鲜电商 1.0 时代，通过城市中心仓的模式并未能解决任何痛点。其次，因为电商业务强调配送到家，最后一公里成本高昂，如果让消费者承担则失去价格竞争力，如自身承担则难以盈利。因此，相较于体系成熟、赚着辛苦钱的菜市场而言，该模式都缺乏必要的竞争力，大多数生鲜电商在融资烧完之后便也逐渐消亡。

城市中心仓模式配送时效低，产品品质不稳定，消费者体验差。首先，生鲜产品与其他日用百货等产品不同，人们往往临时才会决定自己到底想吃什么，所以当生鲜电商只能完成次日送达时，从根本上就是反生鲜购物逻辑的。其次，因为单次配送距离远、时间长，某些商品在出发时可能状态良好，到消费者手中已然变质。消费者在菜市场或超市购物时，如果发现生鲜品质不如自身预期，可以选择购买或者不购买。但是生鲜电商在拿到商品之前都无法对商品有直观感知，收到货物后即使不满意，退换等售后流程也较为繁琐、不易取证。根据艾瑞咨询的调研数据，消费者选择生鲜电商时最注重的是食品安全，而不稳定的产品品质必将使得消费者对于平台信赖度大打折扣。

图表 11 生鲜电商用户选择平台时最看重食品安全



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

(2) 生鲜电商 2.0 时代：前置仓模式

我们认为 1.0 时代的根本症结在于城市中心仓的物流配送模式，所以当每日优鲜大规模推行前置仓模式时，自然而然将行业领入了 2.0 时代。所以我们的分析将围绕每日优鲜进行展开，论述其商业模式，并回答为何是每日优鲜能带领行业进入 2.0 时代。

每日优鲜全国有 6 个大仓，其中华北 2 个、华东 2 个、华南 1 个、华中 1 个，西南地区有一个中仓。全国的前置仓数量超过 1000 个，前置仓面积在 80-150 平之间，分布于极速达覆盖的 16 个城市。其余城市配送业务和京东合作，配送范围即为京东覆盖范围。全国员工数量为 2000 人。生鲜品类中有 20% 为产地直采，其余为城批市场或代理商。所有货物采购后进入总仓，完成加工、包装等，随后运送至前置仓。前置仓会覆盖周围 1-3km 范围，配送到家。每日优鲜创始人兼 CEO 徐正表示，计划将自有品牌商品占比提升至 50%，并推进“百城万仓亿户”计划，覆盖 100 个城市，拓展 10000 个前置仓。

1、明星高管团队各有所长，融资能力优秀

对于创业团队而言，管理团队的战略眼光和执行力至关重要。每日优鲜的创始人为徐正、曾斌，二人分别为原联想

水果事业部联想佳沃常务副总和营销公司总经理，深耕生鲜行业，有专业的行业眼光和丰富的行业资源。CMO 刘澍原为美团外卖大连锁部总经理，对于配送团队搭建、业务运营、市场运作和 LBS 业务商业模式均有深刻的认知和判断。产品负责人相吉磊技术出身，一直担任科技公司的项目经理、产品经理等职位，有专业的互联网产品思维和眼光。因此，每日优鲜高管团队均为细分领域经过市场检验的专业人士，各有所长。同时，高管团队曾任职于联想、美团、阿里等知名企业，行业资源丰富，容易获得资本青睐。

图表 12 每日优鲜明星高管团队

姓名	职位	简介
徐正	创始人&CEO	每日优鲜创始人&CEO。2009 年，任世界五百强事业部总经理（联想笔记本事业部负责人），业务规模超过 300 亿；2012 年，跨界农业，任集团水果事业本部常务副总（联想佳沃），负责业务战略、投资并购及运营管理工作。
曾斌	联合创始人&COO	每日优鲜联合创始人&COO。香港中文大学 MBA，原阿里巴巴前 300 号员工，原联想中国区平板事业部总经理，原联想佳沃集团营销公司总经理。
刘澍	CMO	每日优鲜 CMO&合伙人。前美团外卖大连锁部总经理，现负责每日优鲜便利购的整体市场工作。
相吉磊	新零售产品负责人	本科毕业于南开大学。曾担任北京永新视博集团项目经理；北京醋溜网络科技股份有限公司产品经理。现任北京每日优鲜电子商务有限公司新零售产品负责人；北京粒电科技有限公司产品合伙人。

资料来源：天眼查，华创证券

明星高管团队+优秀商业模式+站队腾讯，每日优鲜融资额显著高于竞争对手。每日优鲜成立于 2014 年 10 月 30 日，天使轮融资即达到 500 万美元，A 轮引入腾讯投资，随后在不到 5 年的时间内融资额接近 60 亿元，显著高于本来生活（约 9 亿）、天天果园（约 15 亿）、U 掌柜（约 4 亿）等其他 B2C 生鲜电商品牌。

图表 13 每日优鲜融资历程

序号	时间	轮次	金额	投资方
1	2018-09-06	D 轮	4.5 亿美元	高盛集团、腾讯产业共赢基金、时代资本、Davis Selected Advisers、领投保利资本、Glade Brook、Capital Partners、LLC 华兴新经济基金、Tiger Global、Management Sofina
2	2017-03-01	C+轮	2.3 亿美元	Tiger Global Management、元生资本领投，时代资本跟投
3	2017-01-20	C 轮	1 亿美元	联想创投、浙商创投、领投腾讯产业共赢基金、KTB 投资集团、远翼投资、华创资本跟投
4	2016-04-28	B+轮	2.3 亿人民币	远翼投资领投，华创资本跟投
5	2015-11-12	B 轮	2 亿人民币	腾讯产业共赢基金领投，浙商创投、元璟资本跟投
6	2015-05-01	A 轮	1000 万美元	腾讯产业共赢基金领投，光信资本跟投
7	2014-12-01	天使轮	500 万美元	光信资本、元璟资本、展博创投

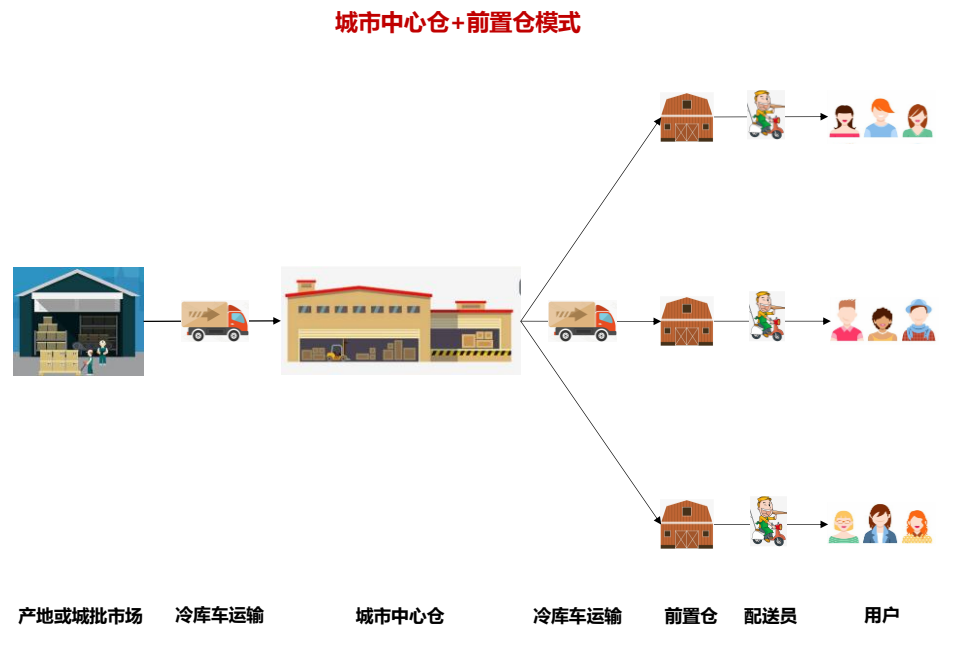
资料来源：天眼查，华创证券

对于生鲜电商而言，融资能力往往决定了生鲜电商的生死。生鲜业务毛利率很低，很难通过业务本身获得大额利润。同时，生鲜电商作为一种新渠道模式，还需要教育消费者、基础设施投资、流程优化探索等投资，融资能力是至关重要的。资本的充裕一方面有利于每日优鲜进行市场补贴抢夺消费者，另一方面也可以加强供应链建设，通过“0 费用、0 退货、0 账期”的三 0 计划锁定优质供应商，为公司构建中长期核心竞争力。

2、商业模式：城市中心仓+前置仓

每日优鲜增设前置仓，覆盖周边 2-3km 范围，实现 1 小时送达。每日优鲜在 1.0 时代城市中心仓模式的基础上增设了前置仓，前置仓与中心仓相比，面积更小，数量更多，只覆盖周边 2-3km 范围。而城市中心仓的角色也发生了变化，从单纯的仓库演变成了具备商品集散和预处理功能的中央厨房仓库。

图表 14 城市中心仓+前置仓模式



资料来源：华创证券

前置仓模式降低损耗，提升品质稳定性。在前置仓模式下，通过集约化方式将产品从城市分选中心配送至前置仓转“冷库”保鲜，再进行 1-3km 短距离配送，将配送时效从“次日达”提升为“1 小时达”，使得线上线下载效性相近。配送员出发前检查产品状况，仅 1 小时的配送过程，产品品质不稳定的困境找到了解决策略，开始赢得消费者信任。

图表 15 主要生鲜电商配送时效

品牌	模式	配送时效
每日优鲜	前置仓	1 小时达
叮咚买菜	前置仓	29 分钟达
本来生活	城市中心仓	今夜达（11 点前下单，18 点后送达）
天天果园	城市中心仓	次日达

资料来源：各品牌 APP，华创证券

根据草根调研数据，我们搭建了前置仓模式下的单仓经营模式。核心假设：每日订单量 200 单，单仓面积 150 平，租金 30 元/月/平米，投资额为 10 万（按 10 年摊销），其中冷库面积 100 平，投资额 8 万，其他硬件及仓库改造投资额 2 万。单仓员工共 7 人，其中配送员 5 人，人均工资为 8700 元/月（每订单均摊配送成本为 7.25 元/单），拣货员 2 人，人均工资 7000 元/月。根据测算，每日优鲜成熟前置仓单仓营运利润率为 4.3%。但值得注意的是，该模型没有包含总仓的成本摊销，从总仓至前置仓的运输成本等，且是经营表现最优秀的成熟单仓，每日优鲜目前尚未实现整体盈利。

图表 16 每日优鲜前置仓单仓年度经营模型

项目 (单位: 万元)	金额	营收占比
单仓面积 (平米)	150	
SKU	1500	
坪效 (万元/年)	3.4	
员工数 (人)	7	
订单量 (单)	73000	
订单均价 (元)	70	
单店收入 (万元)	511.0	
毛利润	153.3	30.0%
配送费	52.2	10.2%
人员工资	16.8	3.3%
租金	5.4	1.1%
折旧摊销	1.0	0.2%
水电费及燃料费	5.0	1.0%
营销费用	51.1	10.0%
营运利润	21.8	4.3%

资料来源: 草根调研, 华创证券

3、物流配送

前置仓模式相较于城市中心仓模式配送成本更低。虽然前置仓模式比城市中心仓模式增设了前置仓, 增加了流通环节, 看似成本更高, 但其实前置仓模式的成本是改善的。改善主要体现两方面: (1) 在城市中心仓模式中, 如需保证服务品质, To C 的配送往往需要冷库车完成, 成本较高。前置仓模式下先由冷库车配送到前置仓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, 所以从城市中心仓到用户家配送总成本下降; (2) 前置仓模式下更容易实现全程冷链, 生鲜损耗率降低, 运营总成本下降。

从前置仓到用户家的配送成本约为 7.25 元/单。我们根据每日优鲜在 58 同城上的招聘广告进行了测算, 其配送员每月固定薪资为 4100 元 (其中底薪 3000 元, 餐补 520 元, 住房补贴 500 元, 话费补贴 80 元), 绩效奖金 1000 元 (假设全部发放), 每单提成为 3 元。因此, 每日优鲜从前置仓至用户家的配送成本计算公式为: 每单配送成本 = (配送员每月固定工资 + 绩效 + 计件提成) / 每人月配送量。根据草根调研数据, 每日优鲜配送员当前每日平均配送单量为 40 单, 则配送员月薪为 8700 元, 平均每单配送成本约为 7.25 元。

图表 17 每日优鲜单件配送成本测算

项目	悲观	中性	乐观
每日配送订单量 (单/日)	30	40	50
每月计件提成 (元/月)	2700	3600	4500
配送员月薪 (元/月)	7800	8700	9600
单件配送成本 (元/件)	8.67	7.25	6.40

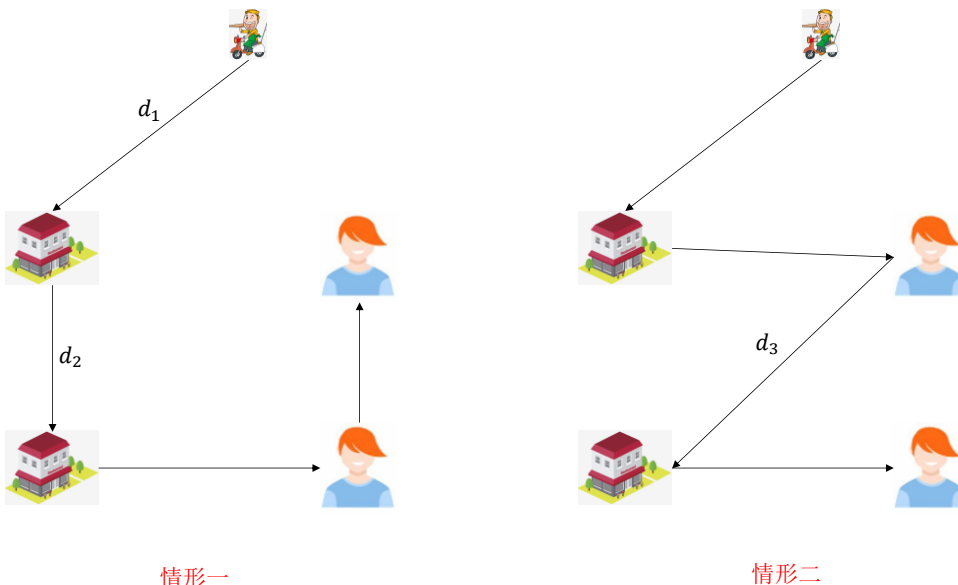
资料来源: 58 同城, 华创证券

因为配送起点固定, 生鲜电商从前置仓到用户家的配送成本低于餐饮外卖配送成本。我们考虑一种最简单的假设情形, 来说明为何配送起点固定可以大幅降低配送成本。假设有 2 位用户先后下达了订单, 需要完成配送。对于餐饮外卖而言, 这两个订单所对应的餐厅往往是不同的。我们考虑两种情形: (1) 在情形一中, 因为 2 家餐厅距离较近,

且消费者订单下单时间接近，平台将订单合并，配送员分布前往 2 个餐厅取餐后依次配送给消费者；（2）在情形二中，配送员需要依次完成订单，前往餐厅 1 取餐送往用户 1，再前往餐厅 2 取餐送往用户 2。

对于生鲜电商而言，因为起点固定，相比情形一，配送员少跑距离为 d_2 ，相比情形二，配送员少跑距离为 d_3 。同时，因为配送起点不固定，外卖配送员不在餐厅附近，需要先跑距离 d_1 。而生鲜电商配送员可以送完单后直接回到前置仓等待。当配送员单次配送订单数量增加时，前置仓模式配送成本优势会更加明显。因此，综合看来，生鲜电商配送员的平均每单配送距离更短，配送时间更短，所以平均每单配送成本理应更低。

图表 18 假设情境下的外卖配送模式



资料来源：华创证券

4、总结：显现盈利曙光的 2.0 时代

我们一直强调，渠道崛起来自于效率提升和消费者体验改善。从效率提升角度而言，前置仓模式降低了配送的成本，精简 SKU，提升直采比例等方式降低了运营成本。因为单仓经营模式已跑通，每日优鲜已有余力开始尝试改造生鲜供应链，随着直采比例进一步提高，冷链运输成本规模效应显现，每日优鲜的渠道成本会逐渐降低，提升行业竞争壁垒。从消费者体验角度而言，前置仓模式提升了配送的时效性和产品品质，实现了与菜市场相同的品质和更便捷的购物过程，因为融资能力优秀，在持续补贴的情况价格端也保持竞争力，从而极大改善了消费者的购物体验。

我们认为每日优鲜的发展与众多互联网产品逻辑类似，通过提出创新的商业模式，在获得资本支持的情况下，通过大额补贴教育消费者，当规模提升时逐渐形成规模效应。跑通模型之后，通过解决行业痛点，逐渐提升行业竞争壁垒，最终迎来盈利。

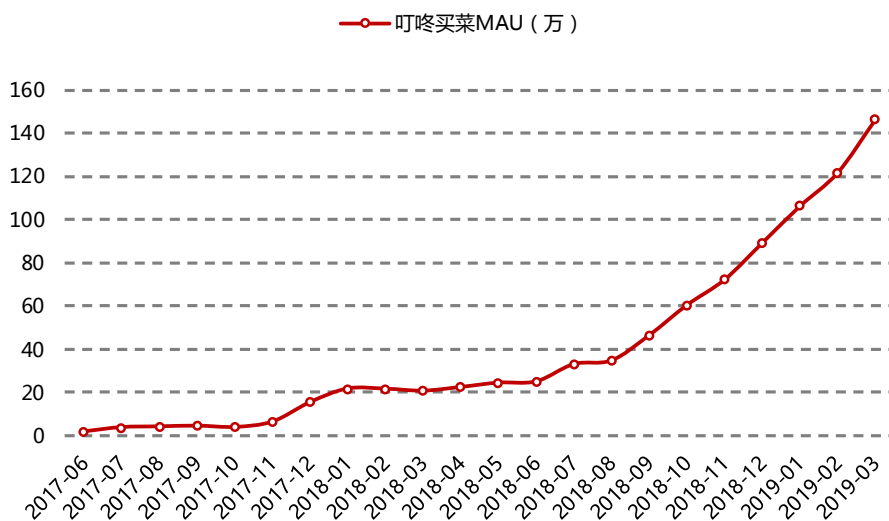
（3）生鲜电商 3.0 时代：线上版菜市场+服务溢价

如果说 2.0 时代是对生鲜电商模式的创新和精细化运营，是“盈利导向”的发展模式，那么叮咚买菜的出现让大家认识到生鲜电商或许还存在“流量导向”的发展模式。叮咚买菜学习了每日优鲜的前置仓模式和精简 SKU 等策略，而外卖的崛起提升消费者对便捷性的追求。当叮咚买菜推出以“线上版菜市场”的模式时，立马迎来了爆发式的增长。

1、爆发增长的叮咚买菜

叮咚买菜的用户和订单数增长速度远超预期。2017年5月由“叮咚小区”正式更名为“叮咚买菜”，转型家庭买菜业务。截至2019年1月，叮咚买菜 MAU 数量首次超过 100 万，耗时 21 个月。每日优鲜成立于 2014 年 11 月，至 2017 年 3 月首次 MAU 数量过百万，耗时 29 个月。作为对比，本来生活和天天果园 19 年 3 月的 MAU 分别为 35.47 万和 5.10 万，差距十分明显。值得注意的是，每日优鲜极速达业务覆盖 16 个城市，而叮咚买菜仍以上海为核心区域，因此叮咚买菜的用户渗透率是远高于每日优鲜的。同时，叮咚买菜的订单数量也呈爆发式增长，18 年 11 月宣布日单量突破 10 万，19 年 1 月破 15 万。

图表 19 叮咚买菜 MAU 增长速度极快



资料来源: Questmobile, 华创证券

叮咚买菜经营数据优异，半年多时间完成五轮融资。截至 2019 年 3 月，叮咚买菜在全国共有 240 个前置仓，其中上海有 200 个前置仓。叮咚买菜共有 1500-1800 个 SKU，每月 GMV 达到 1 亿元，每日订单量为 8-10 万单，员工数量约为 8000 人。会员总数达到 300 万，其中活跃用户约为 150 万，活跃用户平均每周购买 2-3 次。正是因为这样优异的经营表现，叮咚买菜在 18 年 5 月至 12 月期间，完成了五轮融资，引入了如今日资本、红杉资本、老虎基金、高榕资本等实力强劲的投资方。

图表 20 叮咚买菜融资历程

序号	时间	轮次	投资方
1	2018-12-19	B+轮	今日资本
2	2018-10-25	B 轮	老虎基金、红杉资本、中国高榕资本、琥珀资本
3	2018-09-21	A+轮	高榕资本
4	2018-07-19	A 轮	达晨创投、红星美凯龙
5	2018-05-08	Pre-A 轮	高榕资本

资料来源: 天眼查, 华创证券

2、商业模式：线上版菜市场+服务溢价

❖ 线上版菜市场

从产品结构看，叮咚买菜的品类构成更接近菜市场业态。叮咚买菜着眼蔬菜、肉禽蛋等日常做饭所需食材，并极其强调新鲜，以水产为突破，通过活虾、活鱼等差异化产品迅速打开市场提升口碑。其他众多平台仍以冷冻肉为主，而叮咚买菜主推冰鲜猪肉。每日优鲜以水果为主要品类，水果品类 GMV 占比 40%，食品百货 GMV 占比 40%。

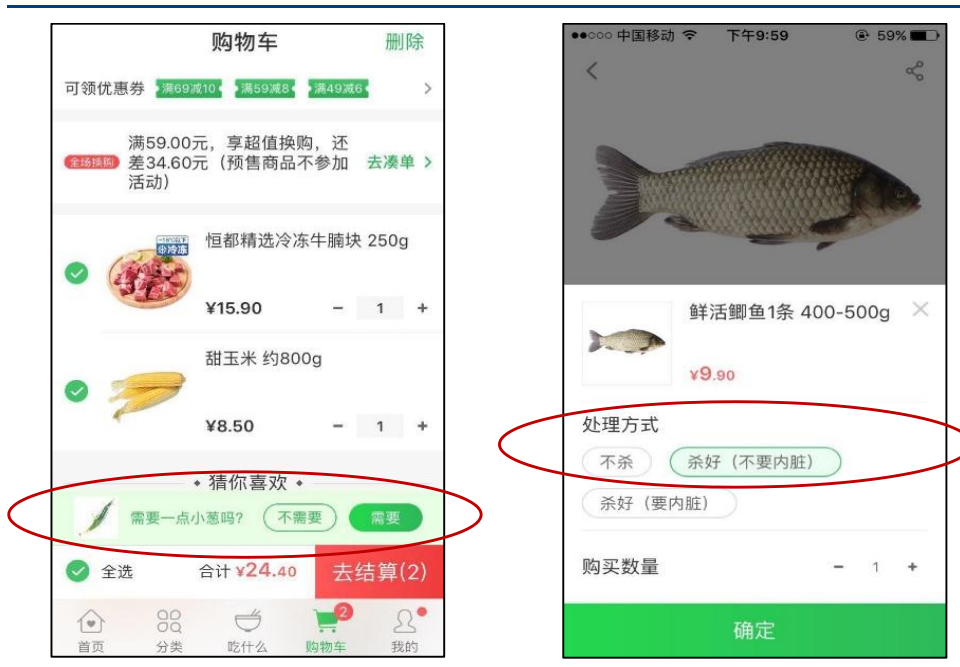
图表 21 叮咚买菜产品结构

品类	GMV 占比	产品举例
蔬菜	25%	时令蔬菜等
肉禽蛋	25%	包装鸡蛋、冰鲜猪肉等
百货	25%	鲜奶，冷冻食品，调味品，厨房用纸等
水产	15%	河鲜、海鲜等
水果	10%	时令水果等

资料来源：草根调研，华创证券

从经营思维上，叮咚买菜有众多菜市场业态 knowhow，增添平台烟火气，抓住消费心智。对于菜市场的近身搏斗，叮咚非常接地气，抛弃了以往传统零售商服务标准化的高冷姿态，尽可能模拟菜市场思维，使消费者体验到菜市场里更人性化的服务：（1）每单送葱：叮咚规定购买蔬菜、肉类、水产类商品即可赠送小葱 20g，虽然标明赠品送完为止，但几乎每个订单都可赠送，消费者可在下单时自主选择是否需要，这一菜市场独有的特色被叮咚搬到线上，成本虽小（正常 sku 香葱 50g 为 0.99 元，20g 小葱 0.4 元），但熨平了消费者心智从菜市场到线上的心智鸿沟。（2）鲜活现杀：叮咚的肉禽类基本是包装肉食，但海鲜水产讲究鲜活现杀，在海鲜水产一级类目下专门设有活鱼活虾、活贝两个鲜活二级类目，并且提供水产初加工的多种选择：例如鱼类提供“杀好（不要内脏）”“杀好（要内脏）”“不杀”多种处理方式选择，切中年轻消费者“杀伐无能”的痛点，不仅提供好产品，更提供更人性化更便捷的服务。

图表 22 叮咚买菜菜市场思维的服务



资料来源：叮咚买菜 APP，华创证券

❖ 服务溢价

叮咚买菜购买原材料自己包装，产生服务溢价。叮咚买菜的运营模式是总仓在城市批发市场完成采购，随后统一进行预处理，完成后送往前置仓，前置仓服务周围 1-3 公里的人群并送货上门。叮咚买菜一般都只购买原材料，自己

完成清洗、摘选、包装等工序。因为原材料的价格相对是透明稳定的，而包装后的产品可以产生更多溢价，完成了从农产品到消费品在转变，解决了生鲜业务同质化严重、毛利率过低的痛点。我们以世纪联华超市上海仙霞店的为例，包装后的蔬菜价格提升幅度超过 50%。

图表 23 世纪联华超市上海仙霞店原材料和包装产品价格对比

品类	原材料 (元/500g)	包装产品 (元/500g)	提价幅度
土豆	3.99	9.9	148%
条茄	9.18	12.8	39%
丝瓜	7.99	12.9	61%
苦瓜	7.99	11.9	49%
鸡蛋	3.99	16.1	304%

资料来源：草根调研，华创证券

发展净菜、半成品，巩固便捷性壁垒，溢价幅度超过 100%。相较于大卖场而言，净菜半成品更符合到家生鲜便捷性的定位，也具有更高的附加值。美国半成品净菜外卖平台 Blue Apron 已于 2017 年 6 月实现 IPO，而国内半成品净菜市场现仍处于培育阶段，较突出的企业属“海底捞”旗下的蜀海供应链、背靠“望湘园”的净菜电商我厨。近期叮咚买菜近期也上线净菜半成品专区，位于安心蔬菜一级入口下，小包装规格且价格适中。随着中央厨房、冷链物流以及农产品加工技术的发展，解决中式菜肴烹饪痛点的净菜品类或大有可为，到家生鲜电商提前布局有助于巩固其便利性和差异化壁垒。我们分析对比了叮咚买菜的净菜和包装产品，溢价幅度达到 100%。

图表 24 叮咚买菜包装蔬菜和净菜的价格对比

	包装 (元/500g)	净菜 (元/500g)	提价幅度
土豆	4.5	8.2	82%
莴笋	5	12.2	144%
玉米	5.3	13.2	149%
藕	5.75	11.5	100%

资料来源：叮咚买菜 APP，华创证券

通过服务溢价，叮咚买菜解决了生鲜业务毛利率过低的痛点。根据草根调研，叮咚买菜的综合毛利率为 32%，该毛利率为去除损耗后的毛利率。叮咚买菜的损耗率如下：

图表 25 叮咚买菜商品损耗情况

损耗类型	损耗率	举例
总仓自然损耗	10%	自然腐坏等
总仓加工损耗	10%-15%	预加工时去除黄叶等，包装时损耗(例如包装标准为 300g，实际重量为 320g，则 20g 记为损耗，免费赠送给消费者)，净菜加工损耗等。
前置仓自然损耗	5%	自然腐坏等
合计	25%-30%	

资料来源：草根调研，华创证券

为了更好的理解去除损耗后的毛利率和终端价格，我们考虑以下案例：假设进货成本为 1 元/斤，进货量为 100 斤，则进货成本为 100 元。叮咚买菜运营过程中损耗合计 25 斤（损耗率 25%）。终端售价为 1.60 元/斤，可供销售货物合计 75 斤，营业收入为 120 元。毛利率为 $(120-100)/100=20\%$ 。根据草根调研，永辉大卖场的毛利率、损耗率分别为 15%，10%（从原产地到完成销售），菜市场的毛利率和损耗率假设为 20% 和 20%。叮咚买菜生鲜类产品毛利率应显著低于百货，故假设生鲜类产品毛利率为 25%。因为永辉为产地直采，假设产品进价为 0.90 元。则我们可得以下运营数据。

图表 26 各业态损耗率和终端价格对比

业态类型	进价	损耗率	终端售价	毛利率
叮咚买菜	1.0	25%	1.67	25%
永辉超市	0.9	10%	1.15	15%
菜市场	1.0	20%	1.50	20%

资料来源：草根调研，华创证券

备注：（1）永辉定价已包含从原产地到大卖场过程中的运费和仓储费。（2）叮咚买菜和菜市场均从城批市场采购，价格受攻击影响，如供给量过剩，可能存在价格倒挂情况，即城批市场价格低于产地价格，但一般情况下，永辉的产地采购价格会低于城批市场价格。（3）该叮咚价格为促销优惠前价格，一般叮咚会给予平均10%的折扣促销，促销价格为1.50元。（4）为了获取流量，叮咚买菜会给予某些产品更大的价格优惠（以亏本价格出售），不在考虑范围内。

叮咚买菜前置仓单仓营运利润率为负，主要因为订单均价较低，配送费占比更高。我们对叮咚买菜前置仓单仓经营模型核心假设：前置仓日订单量为750单/天，均价为35元/单，员工20人，其中8人为仓内人员，12人为配送员。前置仓面积300平米，租金30元/月/平米，投资额为20万（按10年摊销），配送成本为6元/单。叮咚买菜订单密度远高于每日优鲜，人均配送单数约为60单/日（每日优鲜为40单/日），根据之前的测算框架，配送成本约为6元。叮咚买菜因为配送费占营收比例比每日优鲜高7个pct，所以营运利润率为负。

图表 27 叮咚买菜前置仓单仓经营模型

项目（单位：万元）	金额	营收占比
单仓面积（平米）	300	
SKU	1600	
坪效（万元/年）	3.2	
员工数（人）	20	
订单量（单）	273750	
订单均价（元）	35	
单店收入（万元）	958.1	
毛利润	306.6	32.0%
配送费	164.3	17.1%
人员工资	76.8	8.0%
租金	10.8	1.1%
折旧摊销	2.0	0.2%
水电费及燃料费	5.0	0.5%
营销费用	95.8	10.0%
营运利润	-48.1	-5.0%

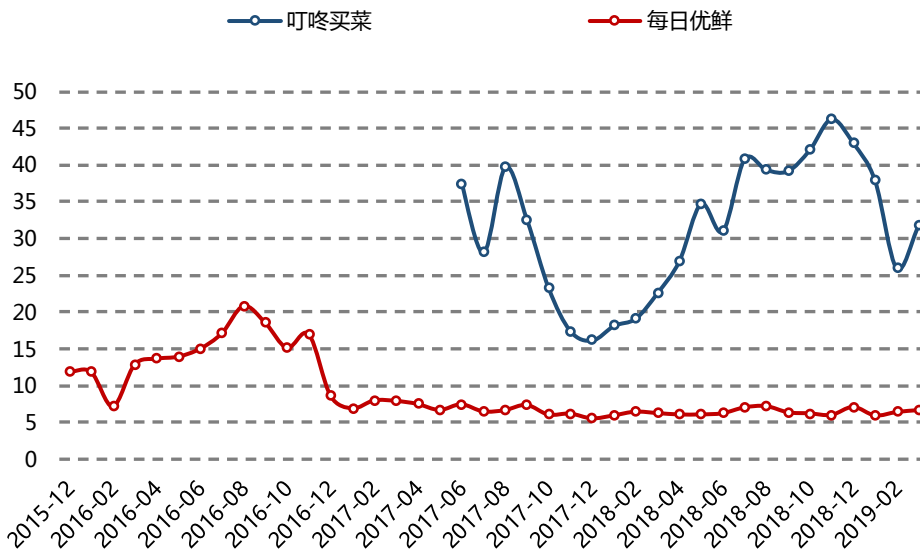
资料来源：草根调研，华创证券

3、模式优势：提高购买频次、拓宽覆盖人群

叮咚买菜以线上版菜市场思维经营，所以可以充分利用生鲜业务的流量入口优点，实现了高频、刚需、广人群覆盖。

叮咚买菜用户黏性显著高于每日优鲜。叮咚买菜用户人均每月打开APP达到31.8次，远高于每日优鲜用户平均每月6.7次，体现出极高的用户粘性。虽然打开APP次数并不等同于订单数量，但仍可以从趋势上判断叮咚买菜的人均订单数远高于每日优鲜。根据我们草根调研的数据，叮咚买菜活跃用户每月订单量达到12单，而每日优鲜仅为4单。

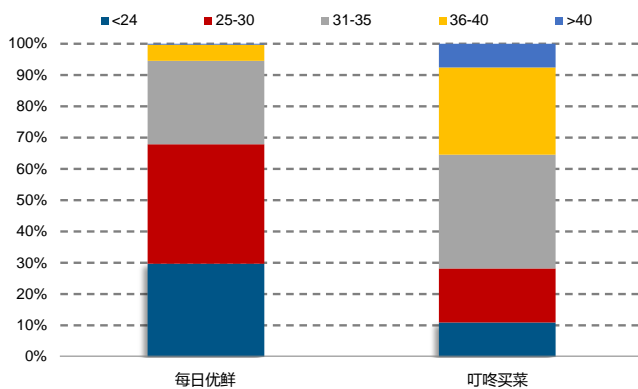
图表 28 叮咚买菜用户打开 APP 频次远高于每日优鲜



资料来源: Questmobile, 华创证券

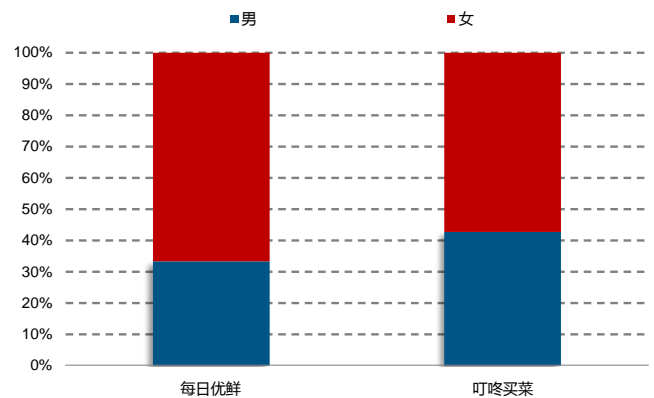
叮咚买菜的覆盖人群更广，生鲜电商不再仅是年轻人的“时髦”。产品结构决定用户结构。以每日优鲜为代表的生鲜电商一直以来以水果为突破口，用户群体偏年轻化，30 岁以下用户占比接近 70%，且女性用户较多（67%）。但是叮咚买菜的品类以蔬菜为主，从而吸引了大批 30-40 岁的用户，占比超过 60%，用户性别比例也更加均衡。该群体可支配收入明显高于 30 岁以下群体，而且大多已成家，对于生活用品的需求高，因此未来存在更多的业务发展可能。

图表 29 叮咚买菜覆盖年龄段更广



资料来源: 艾瑞数据, 华创证券

图表 30 叮咚买菜用户男女比例更均衡



资料来源: 艾瑞数据, 华创证券

4、总结：流量导向的生鲜电商 3.0 时代

叮咚买菜的成功在于：（1）流量思维的觉醒，充分调动生鲜业务聚客优势；（2）服务产生溢价，解决生鲜毛利率低的痛点。

充分发挥生鲜聚客效应，流量崛起令人期待。生鲜电商作为生鲜业务的流通渠道之一，但是一直以来并没有充分利用生鲜的“高频、刚需、广人群覆盖”的聚客能力，其根本原因在于水果的购买频次较低，无法像蔬菜、水产、鲜

肉等品类一样产生聚客效应。食材品类损耗率比水果更高，标准化更难，成本高居不下。但是叮咚买菜通过实践证明，这些品类恰恰是生鲜聚客的根本。当渠道流量不断提升时，其变现的方式可能就不仅仅是业务本身盈利，至少对于流量成本不断上升的“互联网下半场”而言，买菜业务的流量崛起是令人充满期待的。

服务溢价改善生鲜业务本身盈利能力。我们认为，生鲜业务毛利率低的根本原因在于生鲜具有农产品属性，产品之间差异不显著，长期以来一直缺乏品牌。而叮咚买菜通过预加工、净菜加工等方式，本质上是将生鲜从农产品转化为了具有高附加值的消费品。超市渠道虽然早就推出了预处理过的包装产品，但一直发展较慢。这主要是叮咚买菜相对于超市购物的目标人群更偏年轻化、忙碌化，对于便捷性的追求更甚，因此愿意支付产品服务溢价。这与电商逻辑本身是相辅相成的。

2.0 时代 Unit Economy 导向，3.0 时代流量导向。每日优鲜在跑通单仓模型之后，选择建设供应链，以期解决生鲜业务流通环节多，损耗高等痛点。每日优鲜是盈利导向的发展模式，本质上是希望通过精耕生鲜业务，从而使得业务本身盈利，再通过大规模复制，从而成长为大公司。但是叮咚买菜提供了另一种流量导向思维，充分发挥生鲜的聚客优势，形成流量入口，再期以其他方式盈利。

三、盈利导向 VS 流量导向下不同的选择

(1) 盈利导向：生鲜业务的精耕细作

精选 SKU，提升购物体验，降低运营成本。每日优鲜通过买手制，精选 SKU，目前 SKU 总数约为 1500 个，其中生鲜食材 400 个左右，且每周更新其中 10% 的产品。作为对比，如下图所示，大多数生鲜电商品牌 SKU 数量超过 3000 个。买菜、买水果和线上商品购物逻辑不同，消费者以实用、方便为导向，大量 SKU 带来的购物快感较弱。根据 Costco 的成功经验，精选 SKU 优点有三：（1）减少消费者的挑选时间，提升购物效率；（2）减少长尾产品，提升存货周转率；（3）单品采购量提升，增强对供应商议价能力。

图表 31 主要生鲜电商 SKU 数量

品牌	每日优鲜	盒马鲜生	本来生活	7Fresh	天天果园	朴朴超市
SKU 数量	1500	5000	5000	3000	3000	3000

资料来源：36kr，公司官网，华创证券

服务加工比例持续提升，提升毛利率和消费体验。目前叮咚买菜和每日优鲜已经实现绝大部分产品经过预清洗和包装化，并再不断探索消费者所需要的加工服务，例如活鱼宰杀等菜市场 knowhow。叮咚买菜于 19 年 3 月推出净菜品类，但品种较少，仅包含三色粒、土豆丝、莴笋丝、玉米粒、肉丝等，其中部分为总仓加工完成，部分为外包加工完成。正如我们上文所指出的，通过加工的半成品、净菜等，具备更大的服务溢价能力，能有效提升生鲜业务毛利率，并能极大改善消费者体验。但是，净菜和半成品加工需要较强的中央厨房处理能力。以盒马为例，盒马以盒马工坊为依托，提供了时蔬净菜、鲜做半成品、速冻半成品、加热即食菜等，大多数品类已切好、调味，只需简单加热、翻炒处理即可。

图表 32 盒马工坊半成品举例

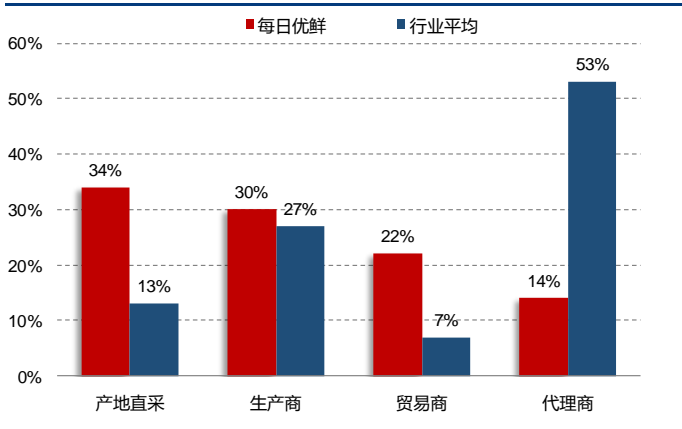


资料来源：盒马鲜生 APP，华创证券

供应链建设持续推进，尝试建立生鲜电商竞争壁垒。根据每日优鲜合伙人兼 CFO 王璐的说法，每日优鲜 D 轮融资 4.5 亿美元将主要用于上游供应链开发、全国冷链物流基础设施建设、智慧零售技术的战略投入。我们认为，前置仓模式的提出并不能让每日优鲜高枕无忧，因为商业模式的学习总是简单的，后续众多品牌例如 U 掌柜，叮咚买菜等

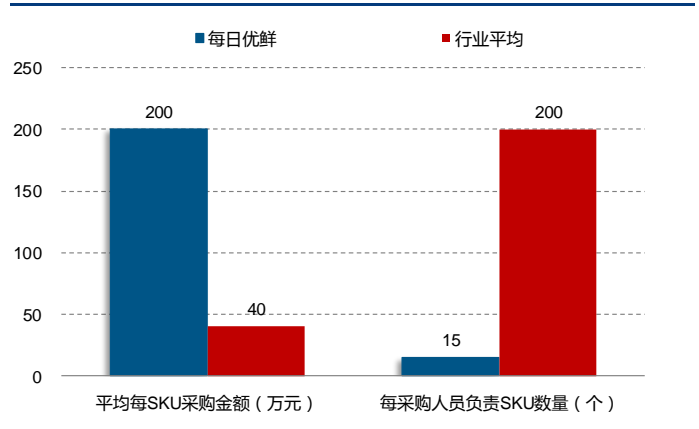
都在学习前置仓模式。前置仓只是解决了 To C 端的配送难题，并没有解决任何我们在一开始提出的生鲜业务的痛点，是流量导向下赔本赚吆喝的生意。因此，当每日优鲜逐步完善前置仓模式的同时，也开始尝试进行生鲜供应链的改造，以期完成流通环节多、损耗高等难题。如果不在上游建设买手团队，搭建自身物流网络体系，是难以完成生鲜直采的。根据每日优鲜战略商品副总裁肖运贵在《做用户需要的生鲜新零售》中的分享，每日优鲜的直采比例已经达到了 34%，高于行业平均 13% 的水平。同时因为精简 SKU，单个 SKU 采购额达到 200 万元，每采购人员负责的 SKU 数量大幅减少，提升了采购的效率。因为供应链建设投资巨大，耗时较长，一旦供应链建设成功，将极大降低自身成本，从而在价格段形成竞争力，并且形成竞争壁垒。

图表 33 每日优鲜直采比例行业平均水平



资料来源：《做用户需要的生鲜新零售》，华创证券

图表 34 每日优鲜精简 SKU 数量，提升采购效率



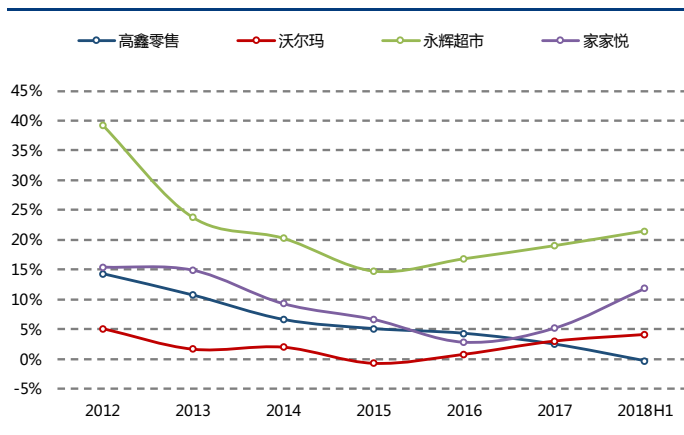
资料来源：《做用户需要的生鲜新零售》，华创证券

(2) 流量导向：垂直电商平台化

叮咚买菜有望实现“生鲜聚客，其它品类变现”的逻辑。叮咚买菜是第一个以蔬菜、水产、冰鲜肉等为核心产品的生鲜电商，天然使得业务具有了高频、刚需、人群全覆盖的特点，其发展潜力从垂直电商提升为平台入口。每日优鲜等生鲜电商虽早就将品类拓宽到日用品，百货等。但是如果消费者的使用频次仅为每月4次，甚至不如淘宝、京东的打开频次高时，难以让消费者放弃可能价格更具竞争力的天猫超市、京东超市等渠道，毕竟没有太多日用品是需要在一小时送到的。但是，叮咚买菜的使用频率达到每月12次甚至更多，消费者有可能养成消费习惯，从而带动其他产品销售的。

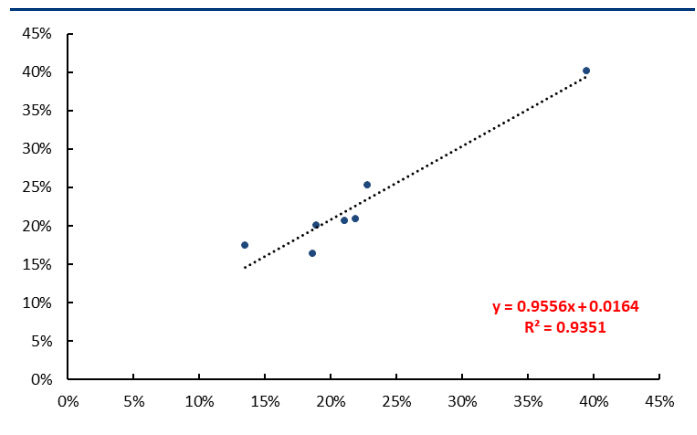
“生鲜聚客，其它品类变现”的逻辑在线下已被永辉验证。与其他超市以包装食品、日用百货等标品销售为主不同，永辉自成立初期便奠定了以生鲜为特色的发展战略，长期以来生鲜业务营收占比保持在高位。近几年，电商渠道快速崛起，超市受冲击明显，营收增速明显放缓。而永辉凭借生鲜业务的独特优势，维持了良好的聚客效应，营收增速明显高于其他品牌。永辉生鲜和食品用品业务营收增速存在高度相关性 ($R^2=0.94$)，因此人们购买生鲜时的确也购买了食品用品。

图表 35 永辉超市营收增速快于其他超市品牌



资料来源：艾瑞数据，华创证券

图表 36 永辉超市生鲜和百货营收存在高度相关性



资料来源：艾瑞数据，华创证券

规模渐大流量优势显现后，品牌广告属性增强。除了自身提高盈利能力，跑平模型外，一旦规模逐渐放大，流量优势形成，对于消费品品牌而言又是一个新渠道，而生鲜电商相当于传统 KA 而言，消费更加高频，更能触到新一代消费群体，渠道的传播属性将增强，对于食品、日用、甚至厨房周边用品等高毛利率品类而言，生鲜电商的广告变现价值凸显。另外，生鲜电商对消费数据的掌握更能帮助品牌精准营销、新品推广以及消费者意见的反馈。

叮咚买菜目前主要有 2 种广告方式：食材推荐和品牌促销。针对消费者的灵魂问题“晚上吃什么？”，叮咚买菜推出“今日吃啥哟”栏目，推荐当日食材，并详细介绍推荐做法，在提升消费者的同时，也有望成为某些农产品的广告渠道。

图表 37 叮咚买菜“今天吃啥哟”



资料来源：叮咚买菜APP，华创证券

其次，叮咚买菜会不定期举办品牌日，推荐消费者购买特定品牌，增强了生鲜食材的品牌效应，未来有望成为生鲜产品的重要广告渠道之一。

图表 38 叮咚买菜品牌汇活动

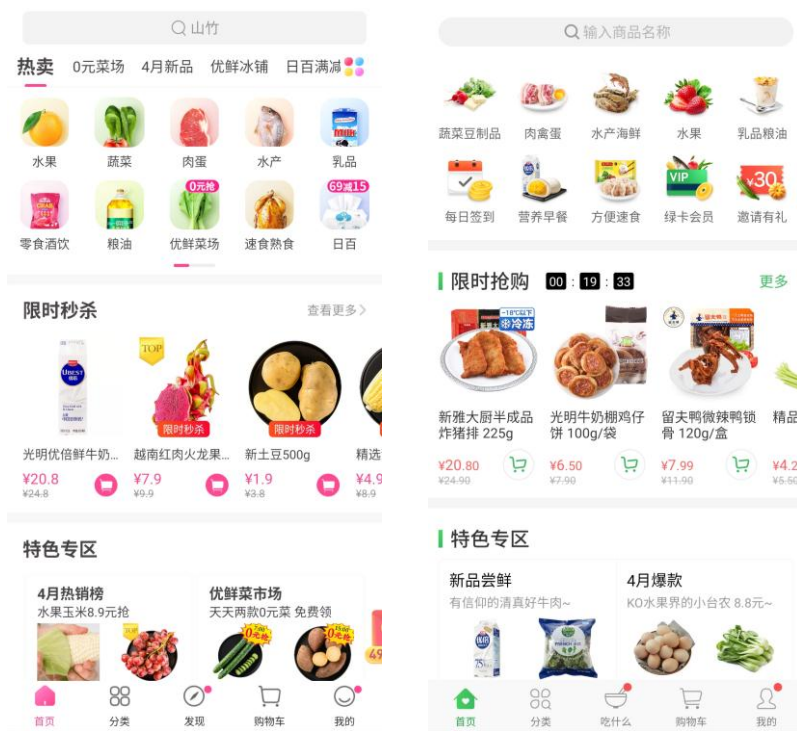


资料来源：叮咚买菜APP，华创证券

(3) 商业模式不具排他性，供应链建设或成最终壁垒

商业模式创新不具有排他性，行业竞争壁垒仍未形成。无论是每日优鲜的前置仓模式，还是叮咚买菜的食材品类和服务加工，本质上都是商业模式的创新和产品运营的改进，并不具备排他性。两个典型的例子便是叮咚买菜借鉴了每日优鲜前置仓的模式，每日优鲜发现叮咚买菜的成功之后增加了食材品类的占比。以至于两个产品除了颜色略有差异，在产品构成和购物体验上都极为相似。因此，我们认为生鲜电商行业发展至今没有形成核心壁垒。壁垒形成之前，补贴很难停止，可能会迎来新巨头的入局。商业模式的创新终总会被模仿，流量崛起或许为唤起生鲜电商发展的新一轮热潮，拓宽发展思路，提升行业天花板，但一定不是最终答案。

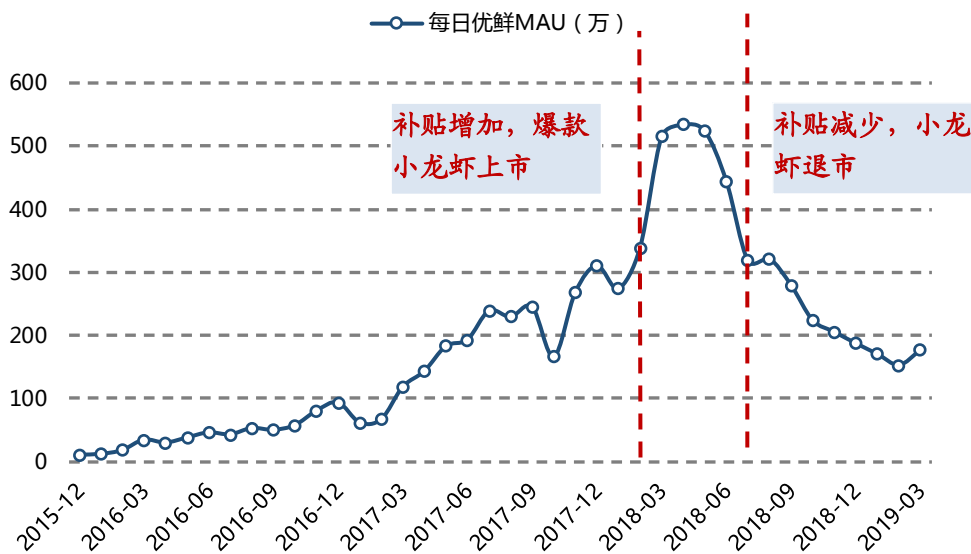
图表 39 每日优鲜（左）和叮咚买菜（右）APP 主页面对比



资料来源：每日优鲜APP，叮咚买菜APP，华创证券

因为供应链端缺乏优势，依靠补贴形成价格竞争力，尚未形成真正的用户黏性。生鲜作为人们日常所需，大家对于价格是非常敏感的，虽然加工服务可以降低人们的敏感度，但人们在意的仍然是产品、服务的综合价格和自身忙碌程度之间的平衡。生鲜不同流通渠道之间比拼的仍然是渠道成本。我们认为，无论最后以什么方式变现，生鲜业务本身都极其重要，而生鲜业务最终竞争力都体现为供应链建设所带来的成本降低。否则，消费者可能在补贴结束之后仍然回归其他渠道。生鲜电商的确可以短月内积聚以百万计的用户数量，但也会在几个月后恢复往常。例如，每日优鲜在 18 年 4 月增大补贴力度，并推出爆款小龙虾，月活数量最多超过 500 万。随后小龙虾逐渐退市，补贴力度下滑，至 18 年 9 月，用户数量回落如初。

图表 40 每日优鲜 MAU 波动剧烈



资料来源: Questmobile, 华创证券

在生鲜电商 3.0 时代, 生鲜聚客效应显现, 大部分业务痛点被逐一破解, 流通下半段改造基本成型。流通上半段攻坚在供应链, 从源头直采到农批市场信息化改造, 过程漫长且艰辛, 将成为生鲜电商的最终答案。就目前而言, 随着流量强势崛起, 生鲜电商也正式成为本地生活的第二战场, 其内在逻辑与外卖类似, 在获客方面的攻坚能力更强, 在流量主导的互联网逻辑下, 生鲜电商有望迎来新一轮发展高潮。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500