



## 互联网传媒

优于大市（维持）

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

### 联系人

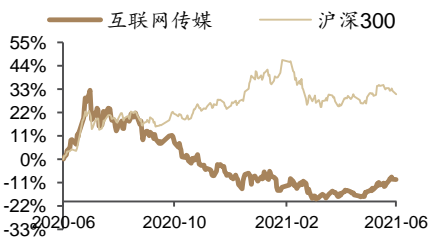
崔世峰

邮箱：cuishf@tebon.com.cn

许悦

邮箱：xuyue@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

1. 《政策视角：教培行业政策对教培机构的影响》，2021.5.30
2. 《教培行业点评：《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》解读》，2021.5.22
3. 《《民促法实施条例》修订落地：职教、高教并购风险解除，在线教育准入趋严》，2021.5.17
4. 《社区电商专题（一）：从兴盛优选看社区电商的未来》，2021.5.6
5. 《电商行业：复盘拼多多崛起之路——兼论社交电商崛起的逻辑》，2021.4.8

# 社区电商专题（二）：每日优鲜、叮咚买菜 UE 拆分及对社区电商的启示

## 投资要点：

- 2021年6月10日，每日优鲜、叮咚买菜向 SEC 递交招股说明书并披露财务、运营数据，我们基于公开信息对前述前置仓模型进行数据更新及假设修正，并对比分析叮咚买菜、每日优鲜的模式差异及其对社区电商模式发展的启示。
- 当前每日优鲜、叮咚买菜前置仓到家业务均处于亏损状态，亏损主要由于履约成本较高，未来日均订单提升/提升分拣人效有望降低履约成本率，综合考虑毛利率提升后整体 OPM 有望转正。以叮咚买菜为例，在日均订单 580 件/天的情况下，总体履约成本率为 36%（当期估计亏损率为 28%），若日均订单提升至 1600 件/天，履约成本率下降至 23%。此外，生鲜的低分拣效率主要由于产品非标属性较强，且平台 SKU 数量较大。一般而言，分拣难度与 SKU 数量正相关。若参考 Ocado 等公司的智能分拣系统，我们以单均分拣时长 0.4 分钟/单为假设，在远期日均订单 1600 件的情况下，单均仓储成本有望下降至 0.56 元/单，整体履约费用率下降至 14%，整体净利率达-5%，较引入分拣系统前收窄 5%。综合考虑直采比例/产品结构改善，整体 OPM 有望转正。
- 我们对叮咚买菜与每日优鲜，二者主要差异在于 1) 毛利率；2) 费用率；3) 折旧。毛利率方面，叮咚买菜肉类和海鲜类 SKU 超 5700 款，占比 45.6%，日化用品超 6700 款，占比 53.6%。每日优鲜生鲜占比接近 80%。我们认为产品结构的差异导致不同平台毛利率的差异，并且产品结构的差异能够解释毛利率的波动情况；费用率方面，不同客单价下获客门槛不同，高客单价对应消费能力更高的群体，因此每日优鲜 95 元客单价对应的潜在用户群体可能比叮咚买菜 57 元对应的用户群体规模更小，因此导致不同平台费用率有所差异。此外，人员的平均薪酬差异也造成平台间的费用率差异；折旧方面，叮咚买菜仓库的折旧年限为 4-5 年，每日优鲜仓库的折旧年限为 2-5 年，每日优鲜的会计估计相对叮咚买菜更保守，因此当期折旧率更高。
- 前置仓到家业务处于亏损换成长的阶段，未来扩张预计主要靠一二线城市覆盖度提升。依靠补贴吸引用户，进而扩大规模，但时效性业务本质上是用户用钱买时间，当用户的时间价值不断提升，时效性业务的需求就会逐步提升，这一逻辑对一二线城市用户是成立的。而广大下沉市场用户的闲暇时间较为充裕，或用户时间价值较低，短期通过补贴能够吸引用户下单，但由于中国不同收入群体收入增速存在较为明显的差距，即收入越高的群体收入增长越快，因此下沉市场拥有较大的用户规模，但有效用户甚至可能少于一二线城市。
- 从模型的扩展性来看，前置仓业务由于高履约成本，客单价门槛明显高于社区团购。在专题一报告中，我们回顾了 B2C 生鲜电商、前置仓到家模式，均通过自建履约链条完成线下履约，差别在于自建的方式（即分布式仓储），但自建模式下履约成本最终落在仓储租金/折旧/员工薪资，且规模效应相对有限。相比之下，社区电商通过最后一公里交付给团长，并以可变价（佣金率）结算，商业模式上的创新大幅降低客单价的门槛。据 36kr，社区团购平台单均履约成本在 1 元以下，远期客单价提升到 10 元以上，费控进一步优化，产品结构改善后，社区电商 UE 模型有望实现正 OPM，更重要的是，社区电商的模式可复制性较大，10 元客单价门槛对于用户而言接受难度较小。
- 风险提示：市场竞争加剧，政策监管趋严，新业务发展不及预期。



## 内容目录

1. 前置仓到家 UE 模型拆分——叮咚买菜与每日优鲜.....	4
1.1. 叮咚买菜 UE 模型：高毛利低费用率，远期有望实现盈亏平衡 .....	4
1.2. 每日优鲜：生鲜占比较高高压低毛利，整体亏损率高于叮咚买菜 .....	6
1.3. 毛利率：差异来自 SKU 结构 .....	8
1.4. 费用率：差异来自客单价、人员薪酬 .....	9
1.5. 履约成本率：差异主要来自折旧年限 .....	11
2. 前置仓到家与社区团购：核心差异是履约成本 .....	11
3. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 叮咚买菜、每日优鲜的毛利率情况 (单位: %)	8
图 2: 叮咚买菜、每日优鲜三项费率情况 (单位: %)	8
图 3: 生鲜类 SKU 占比较高的每日优鲜与农产品生产价格指数走势较为趋近 (单位: %)	8
图 4: 经客单价调整后, 叮咚买菜、每日优鲜的费用率差距收窄, 但仍存在一定差距	9
图 5: 每日优鲜 1Q19-1Q21 管理费用率平均高于叮咚买菜 0.56 pct (单位: %)	9
图 6: 每日优鲜管理、行政岗薪酬相比叮咚买菜整体溢价近 30%	10
图 7: 每日优鲜 1Q19-1Q21 销售费用率平均高于叮咚买菜 0.43 pct (单位: %)	10
图 8: 每日优鲜 1Q19-1Q21 研发费用率平均高于叮咚买菜 1.41 pct (单位: %)	10
图 9: 每日优鲜研发费用中人员薪酬、维护成本占比较高 (单位: %)	11
图 10: 截止 1Q21 每日优鲜专利数量高于叮咚买菜 (单位: 个)	11
图 11: 经客单价调整后, 叮咚买菜、每日优鲜履约成本率基本接近 (单位: %)	11
表 1: 叮咚买菜的前置仓 UE 模型	5
表 2: 叮咚买菜成熟地区前置仓 UE 模型	6
表 3: 每日优鲜前置仓 UE 模型	7
表 4: 每日优鲜与叮咚买菜的折旧年限情况	11

## 1. 前置仓到家 UE 模型拆分——叮咚买菜与每日优鲜

在《社区电商专题（一）：从兴盛优选看社区电商的未来》中，我们通过 UE 模型分析了生鲜电商、前置仓、社区电商三种零售业态 UE 模型的演进。2021 年 6 月 10 日，每日优鲜、叮咚买菜向 SEC 递交招股说明书并披露财务、运营数据，我们基于公开信息对前述前置仓模型进行数据更新及假设修正，并对比分析叮咚买菜、每日优鲜的模式差异及其对社区电商模式发展的启示。

### 1.1. 叮咚买菜 UE 模型：高毛利低费用率，远期有望实现盈亏平衡

我们对叮咚买菜前置仓进行 UE 测算，数据主要基于招股说明书披露，并结合公开的新闻报道综合判断，对专题一的 UE 模型进行数据更新及修正。

**(1) 仓库面积：**我们维持专题一报告中基于《第三只看零售》对叮咚买菜前置仓平均面积为 300 平米的假设。

**(2) 仓库租金：**根据物流云仓，一二线城市 300 平米以上的仓库租金在 0.8~2.5 元/平米/天，我们假设仓库平均租金在 1.5 元/平米/天。

**(3) 日均订单及件单价：**在专题一报告中，我们基于中国经济网假设叮咚买菜单仓日均订单为 1000 件，平均件单价（每订单）为 58.8 元。根据招股说明书，2020 年全年叮咚买菜订单单价为 57 元，全年订单 1.985 亿，按照 950 个前置仓，全年 360 天计算，2020 年叮咚买菜的单仓日均订单为 580 件，低于此前假设。因此，我们将件单价假设由 58.8 元下调至 57 元，单仓日均订单数量由 1000 件下调至 580 件。

**(4) 员工薪资：**在专题一报告中，我们基于智联招聘的招聘启示假设配送员工月薪为 8000 元/月，且月休 4 天。我们参考了近期 Boss 直聘、前程无忧等招聘网站的相关招聘公告，将配送员工平均月薪的假设上调至 10000 元/月。

**(5) 毛利率：**在专题一报告中，我们基于腾讯网的报道假设叮咚买菜标准前置仓商品的综合毛利率为 32%，据招股说明书披露，公司 2020 年全年毛利率为 20%，我们将毛利率假设由 32% 下调至 20%。

**(6) 人效：**我们维持专题一报告中的假设。结合公开招聘信息，仓储人员单日有效工作时长为 8 小时，其中 4 小时用于拣货打包，其他时间用于收货，商品管理等。假设单均拣货时长 5 分钟，每小时休息 5 分钟，则单仓分拣人员为：

$$\text{单仓人员} = \frac{\text{日均订单} \times \text{单均拣货时长} 5 \text{ 分钟} \times 2 \text{ 班倒/天} \times 12}{60 \text{ 分钟/小时} \times 8 \text{ 小时/天} \times 11}$$

**(7) 折旧摊销：**我们基于招股说明书的折旧摊销等数据进行假设，叮咚买菜单仓单日折旧摊销 337.4 元，对应单月 1.01 万元，较专题一报告中折旧摊销假设 1.97 万元有所下调。

**(8) 损耗率：**参考叮咚买菜副总裁丁懿的公开演讲，2020 年叮咚买菜通过“智能大脑”对销量进行预测，将生鲜损耗率下降至 1%。

基于以上假设,我们测算不同单仓日均订单假设下叮咚买菜的单仓 UE 模型。与专题一报告中叮咚买菜的 UE 模型相比,本次测算基于招股说明书补充了管理费用、销售费用、研发费用以及折旧摊销等数据,提升了模型的完整性。

**表 1: 叮咚买菜的前置仓 UE 模型**

叮咚买菜 UE 模型						
日均单量 (订单≠商品)	580	800	1000	1200	1400	1600
单仓面积 (平米)	300	300	300	300	300	300
平均租金 (元/平米/天)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
订单均价 (元/单)	57	57	57	57	57	57
毛利率%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
日销售额 (元, 含税)	33060	45600	57000	68400	79800	91200
坪效 (万元/平米)	4.0	5.5	6.8	8.2	9.6	10.9
单均毛利 (元)	11.40	11.40	11.40	11.40	11.40	11.40
仓库人数 (每小时休息 5 分钟)	13	16	18	19	19	18
员工日薪 (元/天)	308	308	308	308	308	308
单均仓储成本 (元, 考虑轮休)	6.99	6.29	5.59	4.90	4.20	3.50
单仓配送人数 (人)	17	20	22	24	25	27
单均配送成本 (元)	10.99	9.62	8.55	7.69	6.99	6.41
租金 (元/单)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
水电 (元/单)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
折旧摊销与其他 (元/单)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
损耗 (元/单)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
损耗率%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
单均其他成本 (元)	2.44	1.93	1.66	1.48	1.35	1.25
单均履约成本 (元)	20.43	17.84	15.80	14.06	12.54	11.16
单均履约费用率%	36%	32%	29%	27%	25%	23%
单均管理费用 (元)	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
单均销售费用 (元)	2.9	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
单均研发费用 (元)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
单均净利润 (元/单)	(15.9)	(12.9)	(10.6)	(8.6)	(7.1)	(5.7)
单均净利润率 (%)	-28%	-23%	-19%	-15%	-12%	-10%
单仓净利润 (万元)	(27.6)	(31.0)	(31.7)	(31.1)	(29.9)	(27.6)

资料来源: 叮咚买菜招股说明书, Boss 直聘, 物流云仓, 南方都市报《零售 O2O 心法、招法与实践》张陈勇, 德邦研究所测算

通过 UE 模型分析,我们认为叮咚买菜当期净亏损主要由于履约成本较高。在日均订单 580 件/天的情况下,总体履约成本率为 36%,若日均订单提升至 1600 件/天的情况下,单均履约成本预计下降至 11.16 元/单,履约成本率下降至 23%。

制约履约成本进一步下降的原因在于分拣效率较低,导致分拣环节的规模效益较弱,若引入智能分拣系统,UE 模型进一步改善。分拣效率主要由于生鲜类产品的非标属性较强,且平台 SKU 数量较大,2020 年 SKU 数量达 4300 个。一般而言,分拣难度与 SKU 数量正相关,根据 Boss 直聘的招聘启示,我们预计当前叮咚买菜仍以“人找货”的模式进行分拣,即将货品分类分区摆放,分拣员根据订单前往不同分区提取货品并最终汇总打包。当前模式下由于仓库面积较大,每个订单包含 SKU 数量较多,人力搜寻的效率整体较低。参考 Ocado 等公司的智能分拣系统,2017 年 Ocado 的物流中心单位工人单位工时处理订单量达 155 单,我们以单均分拣时长 0.4 分钟/单为假设,在远期日均订单 1600 件的情况下,单均仓储成本有望下降至 0.56 元/单,整体履约费用率下降至 14%,整体净利率达-5%,较引入分拣系统前收窄 5%。

此外,配送环节优化未来预计也能进一步提升叮咚买菜的 OPM。基于智能分拣系统的引入假设,若未来配送效率提升,配送成本下降,而直采比例提升带动毛利率提升,预计整体 UE 模型 OPM 可以转正。

修订后假设：日均配送 80-130 单/天，配送员工薪资下降至 8000 元/月，引入智能分拣系统后单均分拣时长下降至 0.4 分钟/单。

修订后 OPM：日均订单达 1000 单后 OPM 转正，随订单量提升利润率持续提升。根据 36kr，叮咚买菜 2021 年在上海地区实现盈利。北京、深圳、广州等地区人均收入水平较高，这些地区的前置仓预计也有望随订单量提升、UE 效率优化而实现 OPM 转正。我们认为公司目前的亏损主要由于业务快速扩张，在新城市拓展初期，订单量较低，分拣等履约环节效率尚未优化的情况下，短期亏损率较大，未来预计随着用户习惯的培养，履约环节效率提升，整体亏损率能够快速收窄。

表 2：叮咚买菜成熟地区前置仓 UE 模型

叮咚买菜成熟地区 UE 模型						
日均单量 (订单≠商品)	580	800	1000	1200	1400	1600
单仓面积 (平米)	300	300	300	300	300	300
平均租金 (元/平米/天)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
订单均价 (元/单)	57	57	57	57	57	57
毛利率%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
日销售额 (元, 含税)	33060	45600	57000	68400	79800	91200
坪效 (万元/平米)	4.0	5.5	6.8	8.2	9.6	10.9
单均毛利 (元)	11.40	11.40	11.40	11.40	11.40	11.40
仓库人数 (每小时休息 5 分钟)	1	1	2	2	3	3
员工日薪 (元/天)	308	308	308	308	308	308
单均仓储成本 (元, 考虑轮休)	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
单仓配送人数 (人)	7	9	10	11	12	12
单均配送成本 (元)	3.85	3.42	3.08	2.80	2.56	2.37
租金 (元/单)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
水电 (元/单)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
折旧摊销与其他 (元/单)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
损耗 (元/单)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
损耗率%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
单均其他成本 (元)	2.44	1.93	1.66	1.48	1.35	1.25
单均履约成本 (元)	6.85	5.91	5.29	4.83	4.47	4.18
单均履约费用率%	12%	10%	9%	8%	8%	7%
单均管理费用 (元)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
单均销售费用 (元)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
单均研发费用 (元)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
单均净利润 (元/单)	(1.4)	(0.5)	0.1	0.6	0.9	1.2
单均净利润率 (%)	-3%	-1%	0%	1%	2%	2%
单仓净利润 (万元)	(2.5)	(1.2)	0.4	2.1	4.0	5.9

资料来源：叮咚买菜招股说明书，Boss 直聘，物流云仓，南方都市报《零售 O2O 心法、招法与实践》张陈勇，德邦研究所测算

## 1.2. 每日优鲜：生鲜占比较高压低毛利，整体亏损率高于叮咚买菜

我们对每日优鲜前置仓进行 UE 测算，数据主要基于招股说明书披露。我们在仓库租金、人员薪资、人效方面维持与叮咚买菜相同的假设。

**(1) 仓库面积：**根据招股说明书，1Q21 每日优鲜总仓储面积除以前置仓数量对应单仓平均面积为 324.88 平方米。

**(2) 日均订单及件单价：**根据招股说明书披露，公司 1Q21 件单价为 94.6 元，我们假设公司件单价为 95 元/单。此外，2020 年每日优鲜订单量达 0.65 亿，

截止 1Q21 前置仓梳理为 631 个，据此计算日均单仓订单为 286.41 单/天。

**(3) 毛利率：**据招股说明书披露，公司 2020 年全年毛利率为 12.35%，我们假设毛利率为 12%。

**(4) 折旧摊销：**我们基于招股说明书的折旧摊销等数据进行假设，每日优鲜单仓单月折旧摊销为 6.46 万元。

**(5) 损耗率：**据招股说明书披露，公司 2020 年存货损耗率为 2.5%。

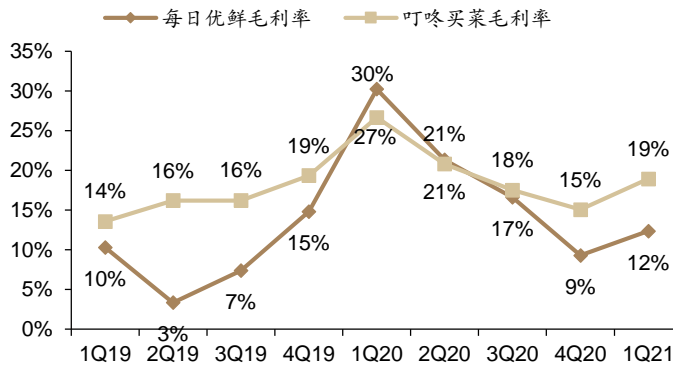
表 3：每日优鲜前置仓 UE 模型

每日优鲜前置仓 UE 模型						
日均单量 (订单≠商品)	290	500	1000	1200	1400	1600
单仓面积 (平米)	325	325	325	325	325	325
平均租金 (元/平米/天)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
订单均价 (元/单)	95	95	95	95	95	95
毛利率%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
日销售额 (元, 含税)	27550	47500	95000	114000	133000	152000
坪效 (万元/平米)	3.1	5.3	10.5	12.6	14.7	16.8
单均毛利 (元)	11.40	11.40	11.40	11.40	11.40	11.40
仓库人数 (每小时休息 5 分钟)	7	10	18	19	19	18
员工日薪 (元/天)	308	308	308	308	308	308
单均仓储成本 (元, 考虑轮休)	6.99	6.29	5.59	4.90	4.20	3.50
单仓配送人数 (人)	6	9	17	18	20	21
单均配送成本 (元)	6.92	6.29	5.77	5.33	4.95	4.62
租金 (元/单)	1.7	1.0	0.5	0.4	0.3	0.3
水电 (元/单)	1.0	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
折旧摊销与其他 (元/单)	7.4	4.3	2.2	1.8	1.5	1.3
损耗 (元/单)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
损耗率%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
单均其他成本 (元)	12.99	8.73	5.79	5.30	4.95	4.69
单均履约成本 (元)	26.90	21.32	17.15	15.52	14.09	12.80
单均履约费用率%	28%	22%	18%	16%	15%	13%
单均管理费用 (元)	5.4	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5
单均销售费用 (元)	10.4	8.6	7.6	7.1	6.7	6.7
单均研发费用 (元)	5.9	5.7	5.5	5.5	5.5	5.5
单均净利润 (元/单)	(37.2)	(28.9)	(23.4)	(21.3)	(19.4)	(18.1)
单均净利润率 (%)	-39%	-30%	-25%	-22%	-20%	-19%
单仓净利润 (万元)	(32.4)	(43.4)	(70.1)	(76.6)	(81.3)	(86.7)

资料来源：每日优鲜招股说明书，Boss 直聘，物流云仓，南方都市报《零售 O2O 心法、招法与实践》张陈勇，德邦研究所测算

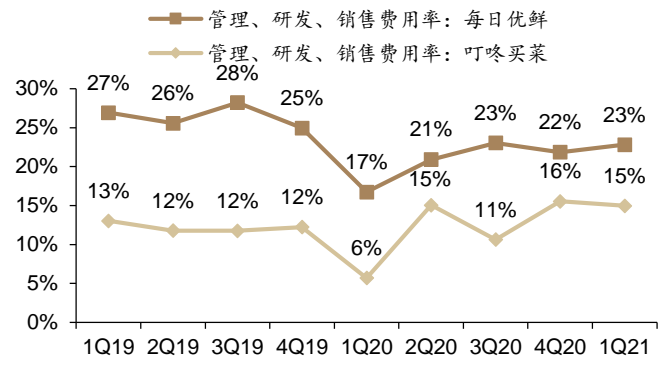
我们注意到与叮咚买菜相比，每日优鲜的净利率更低，主要由于 1) 高客单价并未带来高毛利，毛利率相比叮咚买菜更低；2) 管理、销售、研发费用率较高；3) 履约成本中折旧摊销额较高。

图 1：叮咚买菜、每日优鲜的毛利率情况（单位：%）



资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，德邦研究所

图 2：叮咚买菜、每日优鲜三项费率情况（单位：%）



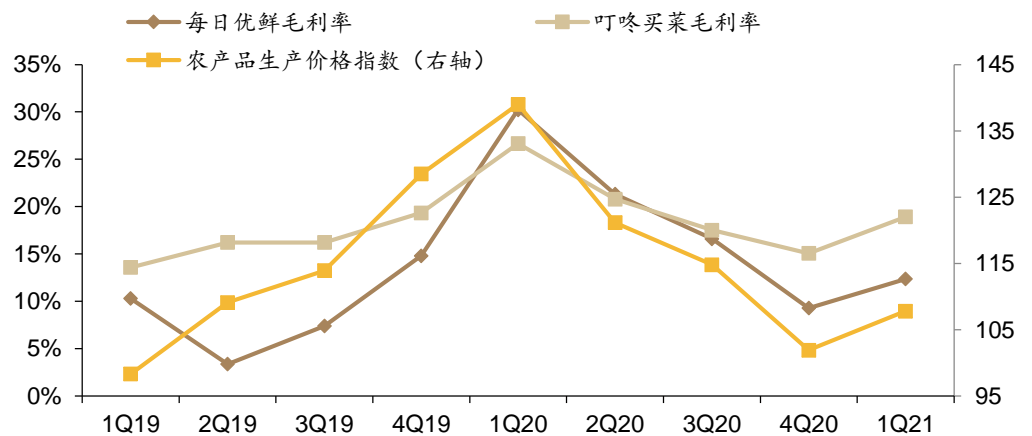
资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，德邦研究所

### 1.3. 毛利率：差异来自 SKU 结构

**毛利率主要受产品结构影响。**据招股书披露，叮咚买菜肉类和海鲜类 SKU 超 5700 款，占比 45.6%，日化用品超 6700 款，占比 53.6%。据 36kr 报道，1Q20 每日优鲜的肉禽蛋占比 20%+，蔬菜豆制品占比 20%+，水果占比 10%+，水产海鲜占比 10%+，其他包括米面粮油、乳品烘焙、方便速食、酒饮零食等，共计占比 20%+。我们认为产品结构的差异导致不同平台毛利率的差异，并且产品结构的差异能够解释毛利率的波动情况。

根据国家统计局，农产品生产价格是指农产品生产者第一手（直接）出售其产品时实际获得的单位产品价格。由于每日优鲜、叮咚买菜直接采购的比例较高，而传统渠道农产品定价逐层加价，每日优鲜、叮咚买菜较传统渠道定价稍低，因此每日优鲜、叮咚买菜的毛利率与农产品生产价格指数走势同步。进一步看，每日优鲜、叮咚买菜毛利率的差异主要在生鲜 SKU 占比的差异，每日优鲜生鲜产品占比较高，因此与农产品生产价格指数走势更趋近，叮咚买菜 SKU 中日化用品占比更高，因此高毛利的日化用品为平台毛利提供类似“安全垫”的效果，但在 1Q21 农产品生产价格指数提升时毛利提升也相对缓和，不及每日优鲜毛利的改善幅度。

图 3：生鲜类 SKU 占比较高的每日优鲜与农产品生产价格指数走势较为趋近（单位：%）



资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，国家统计局，德邦研究所

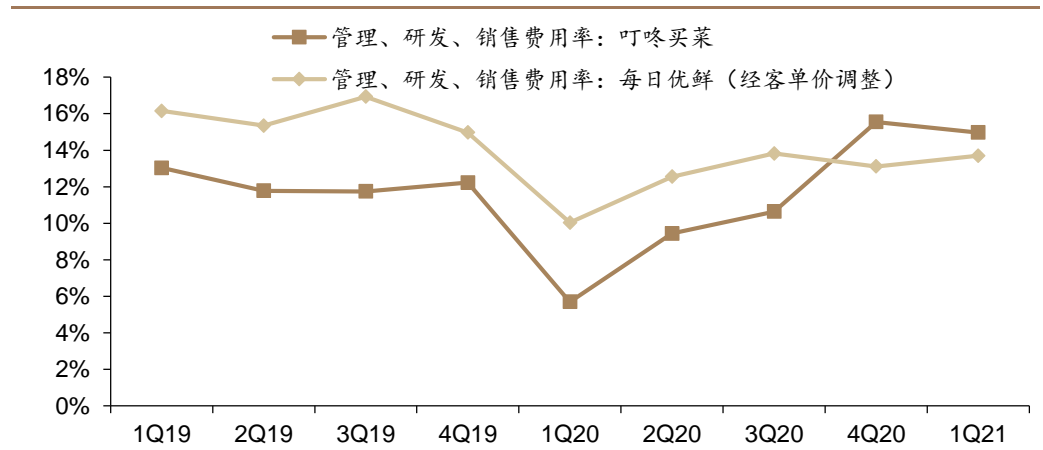


#### 1.4. 费用率：差异来自客单价、人员薪酬

由于每日优鲜除前置仓外还经营智慧超市等业务，因此按总费用/前置仓业务收入计算的费用率可能略有高估，但其他业务体量整体较小，排除其他业务因素影响后，每日优鲜的费用率整体预计仍然高于叮咚买菜。

**影响因素一：客单价。**由于不同客单价下获客门槛不同，高客单价对应消费能力更高的群体，因此每日优鲜 95 元客单价对应的潜在用户群体可能比叮咚买菜 57 元对应的用户群体规模更小。若排除这一因素，我们注意到平台间的费用率差距明显收窄，但过往几个季度仍然存在实质性差距。

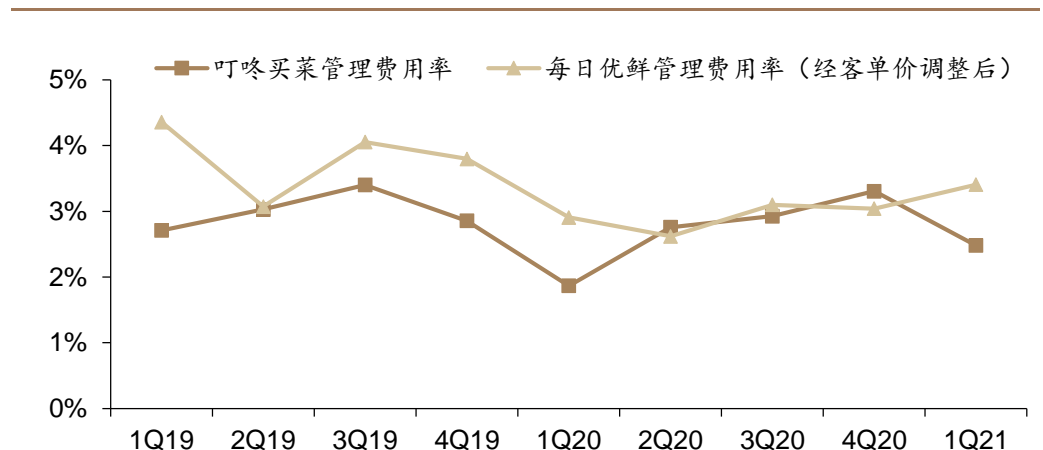
图 4：经客单价调整后，叮咚买菜、每日优鲜的费用率差距收窄，但仍存在一定差距



资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，德邦研究所

**影响因素二：人员薪酬。**根据招股书披露，每日优鲜的管理及行政员工人数占比（14.98%）与叮咚买菜（13.17%）接近，但总体管理费用率更高。结合看准网、BOSS 直聘等网站的薪酬数据，我们预计每日优鲜的管理费用率较高主要是员工平均薪酬较高。

图 5：每日优鲜 1Q19-1Q21 管理费用率平均高于叮咚买菜 0.56 pct（单位：%）



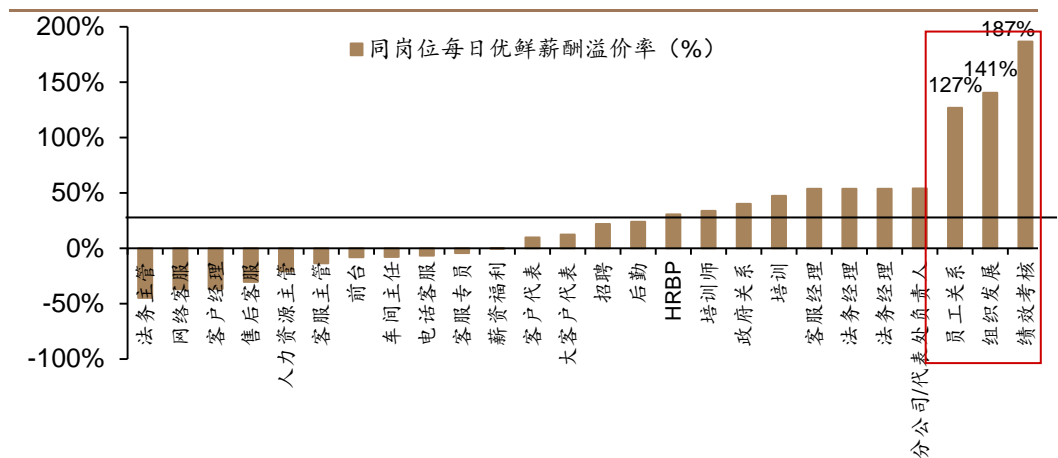
资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，德邦研究所

注：叮咚买菜 2Q20 管理费用率剔除了股权激励的影响。0.56 pct 对应近 20% 的费用溢价。

根据看准网统计，每日优鲜的行政、管理岗与叮咚买菜薪酬整体存在一定溢价，其中法务、客服、人力资源主管等岗位叮咚买菜的平均薪酬（11907 元/月）更高，每日优鲜这些岗位的平均薪酬为 9401 元/月。在绩效考核、组织发展、员工关系岗位方面，每日优鲜岗位溢价明显高于叮咚买菜，溢价率超过 100%，叮

叮咚买菜这三个岗位的平均薪酬为 13196 元/月，每日优鲜则为 32746 元/月。我们认为部分岗位的平均薪酬较高至少部分地导致每日优鲜整体管理费用率高于叮咚买菜。

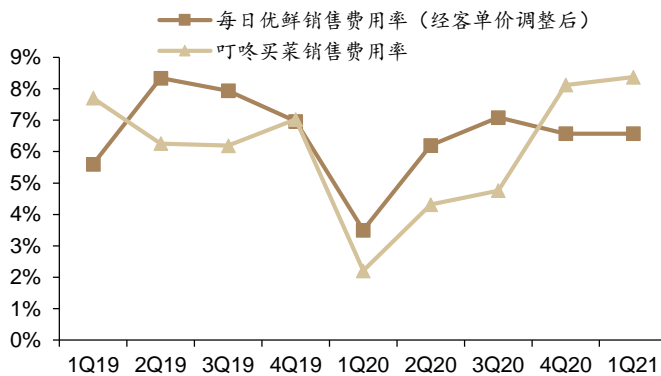
图 6：每日优鲜管理、行政岗薪酬相比叮咚买菜整体溢价近 30%



资料来源：看准网，德邦研究所

注：数据来自看准网，据看准用户发布，数据取自最近 1 年，可能存在岗位统计遗漏，发布数据与真实数据存在误差等问题。溢价率=每日优鲜岗位平均薪酬/叮咚买菜岗位平均薪酬-1

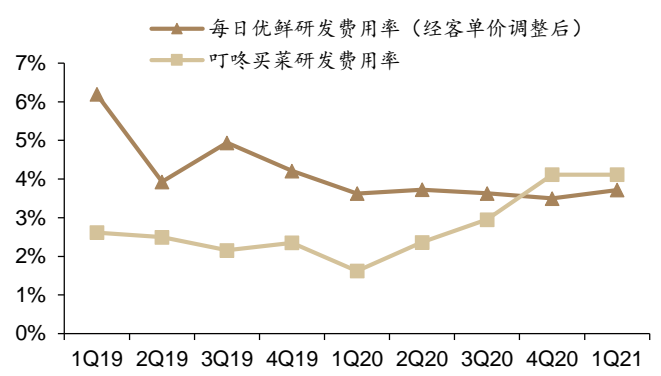
图 7：每日优鲜 1Q19-1Q21 销售费用率平均高于叮咚买菜 0.43 pct (单位：%)



资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，德邦研究所

注：0.43 pct 对应近 7% 的费用溢价，我们认为这一溢价属于合理范围内。

图 8：每日优鲜 1Q19-1Q21 研发费用率平均高于叮咚买菜 1.41 pct (单位：%)

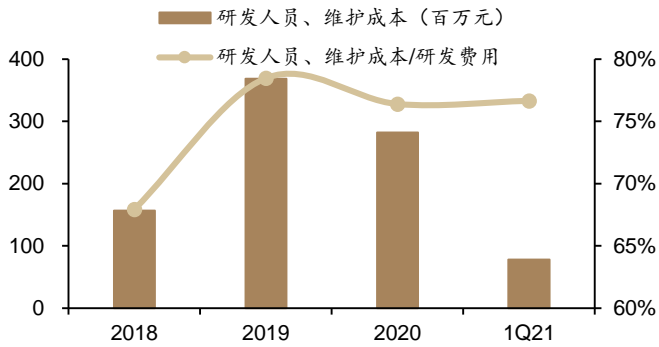


资料来源：每日优鲜及叮咚买菜招股说明书，德邦研究所

注：1.41 pct 对应 51% 的费用溢价。

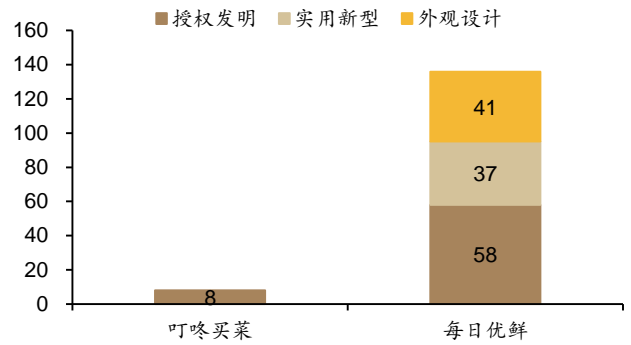
根据招股书披露，2019 年来每日优鲜研发费用中人员薪酬、平台维护成本占比超 70%，因此人员薪酬预计是平台研发费用的主要项目。1Q21 每日优鲜的研发员工占比 (31.07%) 低于叮咚买菜 (42.61%)，但总体研发费用率更高。从授权专利数量来看，我们注意到每日优鲜的专利数量高于叮咚买菜，若考虑研发效率，每日优鲜的高研发费用可以得到解释。

图 9: 每日优鲜研发费用中人员薪酬、维护成本占比较高(单位:%)



资料来源: 每日优鲜招股说明书, 德邦研究所

图 10: 截止 1Q21 每日优鲜专利数量高于叮咚买菜 (单位: 个)

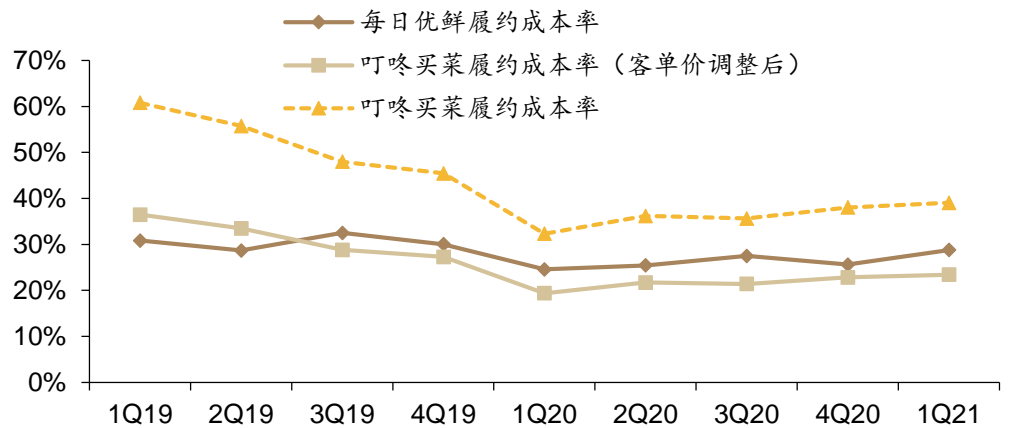


资料来源: 每日优鲜及叮咚买菜招股说明书, 德邦研究所  
注: 叮咚买菜未披露专利结构, 发明、实用新型、外观设计共 8 项。

### 1.5. 履约成本率: 差异主要来自折旧年限

经客单价调整后, 1Q19-21 叮咚买菜、每日优鲜履约成本率平均差距在 2.13%。我们注意到叮咚买菜的仓库折旧年限长于每日优鲜, 因此折旧率较高可能导致每日优鲜履约成本率在调整后仍高于叮咚买菜。

图 11: 经客单价调整后, 叮咚买菜、每日优鲜履约成本率基本接近 (单位: %)



资料来源: 每日优鲜及叮咚买菜招股说明书, 德邦研究所

表 4: 每日优鲜与叮咚买菜的折旧年限情况

折旧年限	叮咚买菜	每日优鲜
家具、固定设备、仓库	4-5 年	2-5 年
电子软件	3-5 年	3-5 年
租金	按租期估计	按租期估计

资料来源: 每日优鲜及叮咚买菜招股说明书, 德邦研究所

## 2. 前置仓到家与社区团购: 核心差异是履约成本

回到零售公式, 最低客单价=履约成本/毛利率, 前置仓到家业务更多地通过分布式仓储降低履约成本, 但前置仓的面积也同时制约了 SKU 及日均单量的提升空间。每日优鲜通过提供更多的生鲜类商品满足用户的需求, 但也降低了毛利率, 导致盈亏平衡所要求的客单价水平更高, 进而限制潜在客户群体。此外, 除履约

成本外，销售、管理、研发费用率水平也不低，参考叮咚买菜、每日优鲜，当前三项费率合计占比也在 10% 以上，若要达到盈亏平衡点，我们按照 20% 毛利率，4 元履约成本（引入智能分拣机等）算，最低客单价至少高于 40 元。

总结来看，前置仓到家业务属于亏损换成长的阶段，依靠补贴吸引用户，进而扩大规模，但时效性业务本质上是用户用钱买时间，当用户的时间价值不断提升，时效性业务的需求就会逐步提升，因此，这一逻辑针对一二线城市用户是成立的，但广大下沉市场闲暇时间较为充裕，或用户时间价值较低，短期通过补贴能够吸引用户下单，但由于中国不同收入群体收入增速存在较为明显的差距，即收入越高的群体收入增长越快，因此下沉市场拥有较大的用户规模，但有效用户甚至可能少于一二线城市。

在专题一报告中，我们回顾了 B2C 生鲜电商、前置仓到家模式，均通过自建履约链条完成线下履约，差别在于自建的方式（即分布式仓储），但自建模式下履约成本最终落在仓储租金/折旧/员工薪资，且规模效应相对有限。相比之下，社区电商通过最后一公里交付给团长，并以可变价（佣金率）结算，商业模式上的创新大幅降低客单价的门槛。据 36kr，社区团购平台单均履约成本在 1 元以下，远期客单价提升到 10 元以上，费控进一步优化，产品结构改善后，社区电商 UE 模型有望实现正 OPM，更重要的是，社区电商的模式可复制性较大，10 元客单价门槛对于用户而言接受难度较小。

### 3. 风险提示

**市场竞争加剧：**当前各平台商业模式同质化较高，随着主要竞争对手拓城进程追赶，后期业务发展存在较大不确定性。

**业务拓展不及预期：**单城市的成长周期长度可能低于预期，随城市开拓基本完成，未来整体业务增长速度可能放缓。

**政策监管趋严：**社区团购部分补贴行为存在违反九不得中“低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈”等潜在可能性。

# 信息披露

## 分析师与联系人简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

许悦，南洋理工大学硕士，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级	买入		相对强于市场表现 20%以上；
	增持		相对强于市场表现 5%~20%；
	中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持		相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。