



中信证券研究部

核心观点



姜娅  
消费产业首席  
分析师  
S1010510120056



杨清朴  
新零售行业首席  
分析师  
S1010518070001



常欣仪  
社会服务分析师  
S1010523020003



联系人：单竹岭

本篇报告作为即时零售系列研究之二，进一步剖析行业内不同模式（自营、平台）的特点、主要玩家的现状，并对不同模式竞争路径进行展望。我们预计平台模式份额有望进一步提升，自营模式走向深耕。我们看好平台模式领先玩家美团闪购、京东到家等保持竞争优势、共享赛道红利；关注自营模式领先玩家盒马、叮咚买菜夯实供应链、打磨盈利模型。

■ **平台模式大而全，自营模式精而深。**自营与平台模式两类玩家中，自营模式需搭建供应链体系、进行获客与履约；平台模式则借力线下零售生态，构建近场货架、提供履约支持。我们预计平台模式将享受规模经济红利，集中度有望走高。

✓ **平台模式：**我们测算 2022 年该模式企业市占率 63.5%，其中美团闪购/京东到家/饿了么分别占 37.4%/16.8%/9.3%。平台模式对玩家在用户获取、心智迁移、商家拓展与赋能、履约配送等多个维度均提出较高的要求，头部玩家在供、需、配维度均无明显短板，并与互联网巨头深度绑定。目前格局中，美团闪购、京东到家具备规模优势，且在用户心智和商家供给间错位竞争。

✓ **自营模式：**我们测算 2022 年该模式企业市占率 36.5%，其中前置仓占比 17.8%，典型公司叮咚买菜、朴朴超市；店仓一体占比 18.7%，典型代表盒马。自营模式是即时零售探索先行者，以每日优鲜为代表的公司在快速建仓、大额补贴后，受限于运营成本高企，盈利模型难以跑通。22H2 以来，叮咚买菜、盒马相继实现扭亏，逐步验证商业模式持续性。

■ **预计平台模式份额进一步提升，自营模式提供确定供给。**结合自营与平台模式参与者实力、市场空间及对于线下零售的赋能力度，我们预计平台模式将继续引领行业发展，2025 年 GMV 占比将达到 71.7%。主要参与者中，我们预计：

✓ **平台模式：**美团闪购有望凭借美团长期积累的海量资源与商务 BD 经验，及“外卖+闪购”的生态协同，夯实行业龙头地位；京东到家有望受益于京东平台的用户资源和心智、以及达达的运力支持，在商超、数码等场景保持领先地位。我们预计稳态情景下，即时零售平台 GMV 口径 take rate 9%~10%，低于美团餐饮外卖（~15%），但高 AOV 或驱动单均 OP 超过外卖。

✓ **自营模式：**盒马、叮咚买菜有望依托线下门店或仓储，深耕供应链、提供确定性、差异化供给，逐步优化盈利模型。考虑到线下运营的刚性成本，长期看自营模式利润率空间或向传统线下零售商（2~3pcts）趋近。

■ **风险因素：**国内消费市场复苏进度不及预期；即时零售渗透率提升速度不及预期；即时零售市场竞争格局恶化超出预期；部分即时零售参与者现金流断裂风险；互联网平台监管趋严风险

■ **投资建议：**我们预计即时零售自营模式将走向精而深的耕耘，而平台模式则走向大而全的拓展，我们看好平台模式成为即时零售行业的主导模式，预计 2025 年 GMV 占比有望达到 71.7%。平台模式中，我们看好美团闪购对于美团到家生态的战略意义，以及京东到家对于提升京东履约时效心智的重要价值；自营模式中，头部玩家将深耕供应链、提供确定性供给。估值层面，考虑到目前主要玩家均未实现大规模盈利，建议以 PGMV 对业务价值进行评估。参考叮咚买菜 2023E 估值水平 0.2x PGMV（彭博一致预期），我们预计头部玩家美团闪购、京东到家有望匹配 2023E~0.3x PGMV 估值水平。美团闪购作为行业龙头，随着盈利模型好转、扭亏路径清晰，有望被市场独立定价。推荐即时零售赛道领先标的美团-W(03690.HK)、达达集团(DADA.O)、京东(JD.O)、京东集团-SW(09618.HK)；建议关注盒马（未上市）、叮咚买菜（DDL.N）、顺丰同城（09699.HK）

新零售行业

评级

强于大市（维持）

**重点公司盈利预测及投资评级**

简称	代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	
美团-W	3690.HK	144.70	0.45	4.03	5.51	292	33	24	买入
达达集团	DADA.O	5.93	-1.29	0.11	0.72	N/A	94	15	买入
京东	JD.O	38.91	8.88	10.69	12.18	16	13	12	买入
京东集团-SW	9618.HK	155.20	8.88	10.69	12.18	16	13	12	买入
叮咚买菜	DDL.N	2.58	-1.63	0.35	1.67	N/A	35	7	-
顺丰同城	9699.HK	9.81	-0.31	-0.01	0.13	N/A	N/A	67	-

资料来源：彭博，中信证券研究部预测 注：美团-W、达达集团、京东、京东集团-SW EPS 预测来自中信证券研究部，叮咚买菜、顺丰同城盈利预测来自彭博一致预期；股价为 2023/08/07 日收盘价，美/港股公司收盘价分别为美元/港元，EPS 单位为人民币，美元兑人民币汇率为 7.14，港元兑人民币汇率为 0.91

## 目录

投资聚焦 .....	6
玩家盘点：即时零售战况如何? .....	7
自营模式：强于品控，慢于规模 .....	8
平台模式：巨头搭台，商家供给 .....	12
玩家梳理：巨头鏖战中，垂类打磨时 .....	15
沙盘推演：即时零售格局如何演绎? .....	24
格局展望：平台或占主流，自营价值独特 .....	24
渠道演绎：乘线上化东风，重塑消费体验 .....	29
风险因素 .....	30
投资建议 .....	31

## 插图目录

图 1：即时零售不同模式下的代表性公司 .....	6
图 2：前置仓模式的货品流一览 .....	7
图 3：2016~2020 年即时零售市场分模式份额 .....	8
图 4：2022 年即时零售市场分模式份额 .....	8
图 5：前置仓模式主要玩家的融资梳理 .....	8
图 6：叮咚买菜提出的前置仓模式“三大确定性” .....	9
图 7：自营模式下典型的即时零售商业模式飞轮路径 .....	9
图 8：典型的线下零售品牌与前置仓品牌的单店在架商品数（个）抽样对比 .....	9
图 9：前置仓模式典型公司叮咚买菜的品类供给一览 .....	10
图 10：前置仓即时零售平台与其他线下零售商自有产品销售额占比 .....	10
图 11：零售商开发自有品牌目的一览 .....	10
图 12：各自营即时零售平台的运力来源 .....	11
图 13：陆家嘴地区两个前置仓的运力配置及典型参数 .....	11
图 14：自营模式 UE 模型，以叮咚买菜为例（2022 年） .....	12
图 15：自营模式 UE 模型，以每日优鲜为例（2021 年） .....	12
图 16：每日优鲜营业收入及 GMV 趋势 .....	12
图 17：每日优鲜毛利率及费用率趋势 .....	12
图 18：每日优鲜净利润及净利率趋势 .....	12
图 19：消费互联网龙头在各个维度的电商市场的布局 .....	13
图 20：美团闪购与京东到家的生态延展度对比 .....	14
图 21：2021 年头部即时零售平台分渠道销售情况（亿元） .....	14
图 22：平台模式 UE 模型，以美团闪购为例（2022 年） .....	15
图 23：平台模式 UE 模型，以京东到家为例（2022 年） .....	15
图 24：美团闪购的入口及典型场景一览 .....	16
图 25：美团闪购 GMV 规模（亿元）及增长趋势 .....	16
图 26：美团闪购日均单量规模（百万）及增长趋势 .....	16
图 27：美团闪购与美团外卖订单下单时间分布 .....	17
图 28：美团闪购品类供给丰富，打造近场线上零售生态 .....	18
图 29：京东到家在京东主 App 的入口及场景一览 .....	19
图 30：京东到家 GMV 规模（亿元）及增长趋势 .....	19
图 31：京东到家日均单量规模（万）及增长趋势 .....	19
图 32：京东到家上线门店数（万家）及增长趋势 .....	20
图 33：京东到家 AAC 规模（百万）及增长趋势 .....	20
图 34：京东到家覆盖全国百强超市连锁比例 .....	20
图 35：京东到家在超市渠道 O2O 销售额中占比第一 .....	20
图 36：阿里旗下即时零售平台的主要入口及典型场景一览 .....	21
图 37：阿里巴巴本地生活服务收入及增速 .....	21
图 38：阿里巴巴本地生活服务 EBITA 及利润率 .....	21
图 39：叮咚买菜营业收入及 GMV 变化趋势 .....	22
图 40：叮咚买菜客单价（元）趋势 .....	22
图 41：叮咚买菜各项成本与费用占收入比重 .....	23
图 42：叮咚买菜 Non-GAAP 净利润及净利率走势 .....	23

图 43: 朴朴超市品类一览及营销方式.....	23
图 44: 盒马鲜生发展重要节点.....	24
图 45: 盒马鲜生门店数变化趋势.....	24
图 46: 不同模式即时零售平台的份额演变趋势预测.....	25
图 47: 主要的自营模式即时零售公司在全国的分布情况（截至 2023/04/20）.....	26
图 48: 美团与京东在公司层面的总体用户数体量.....	27
图 49: 美团和饿了么已经将外卖生态和即时零售生态深度融合.....	28
图 50: 即时零售市场各玩家粗口径 GMV 占比趋势展望.....	29
图 51: 中国不同零售渠道规模市场份额逐年变化幅度.....	30
图 52: 各在线 B2C 商品交易平台 GMV（亿元）趋势.....	30

## 表格目录

表 1: 头部的即时零售平台的供给、履约和用户三维度对比.....	13
表 2: 美团配送体系内不同模式的服务一览.....	17
表 3: 盒马目前各类业务模式特点一览.....	24
表 4: 主要的自营模式即时零售公司进入的城市对比.....	27
表 5: 重点公司盈利预测、估值及投资评级.....	32

## 投资聚焦

本篇报告作为即时零售行业系列研究之二，暨首篇报告对即时零售行业的需求场景、产业环节、空间测算等各维度进行了深度梳理后，我们进一步深入行业玩家经营肌理，剖析不同模式的玩家的特点以及发展的关键竞争要素；最后，我们就不同模式的发展空间进行展望，对头部玩家的竞争格局进行探讨。

在平台与自营模式之间，我们认为平台模式有望推动即时零售走向更加丰富的供给、更下沉的市场、更多消费者的家中，更为深刻地改造线下零售渠道，乃至影响零售行业的格局；而自营模式将转向高线城市的精耕细作，深挖生鲜品类价值，服务核心客群，或最终演化为平台模式下的优质供给。

图 1：即时零售不同模式下的代表性公司

	平台模式			自营模式				
	 美团闪购	 京东到家	 饿了么&淘鲜达	平台	 美团买菜	 盒马鲜生	 叮咚买菜	 朴朴超市
平台	美团闪购	京东到家	饿了么&淘鲜达	平台	美团买菜	盒马鲜生	叮咚买菜	朴朴超市
流量依托	美团	京东	饿了么、淘宝	模式	前置仓，融于美团生态	店仓一体，融于淘宝生态	前置仓，相对独立	前置仓，相对独立
运力资源	美团骑手	达达	蜂鸟快递	目前重点区域	一线城市	一线城市	华东	华南
2022 日均订单 (万)	400~500	80~100	120~150	前置仓面积	大~700m <sup>2</sup> ，小~300m <sup>2</sup>	大3,000m <sup>2</sup> +, 小~400m <sup>2</sup>	小仓为主 (250~300m <sup>2</sup> )	大仓为主 (800~900m <sup>2</sup> )
重点品类	超市便利、水果果切、医药健康	商超、3C数码	超市便利、水果	单仓SKU	大4,000~5,000，小~1,500	大10,000+, 中~5,000，小1,000~3,000	2,000~2,500	3,500~4,000

资料来源：各公司官网，各公司财报，晚点 Latepost，第三只眼看零售，中信证券研究部

我们预计在目前即时零售开放平台主要参与者中，美团闪购有望凭借美团多年来通过外卖与到店积累的海量资源与 BD 经验，以及“外卖+闪购”的生态协同，夯实行业龙头地位；京东到家有望受益于京东平台的用户资源和心智，以及达达的运力支持，在商超、数码等场景保持领先地位。而各类前置仓或店仓一体的自营模式玩家，则需要兼顾线下拓展的规模与效率，深耕供应链，打造货品端质量与成本的优势。

从参与方盈利能力来看，我们预计：1) 平台模式在稳态情景下，GMV 口径 take rate 有望达到 9%~10%，低于美团餐饮外卖 (~15%)，但考虑到即时零售 AOV 更高（我们预计 2022 年美团外卖 AOV 49 元，美团闪购 AOV 79 元），平台单均 OP 空间有望高于外卖业务；2) 自营模式在稳态情景下，盈利模型有望朝线下零售商靠近（参考全球领先的零售商沃尔玛、Costco，稳态净利率水平 2~3pcts）。

## ■ 玩家盘点：即时零售战况如何？

平台模式大而全，自营模式精而深。即时零售作为满足了消费者便捷性、及时性、丰富性的消费渠道，消费链路依次为“货品供应→平台撮合→履约配送→消费者收货”，其中核心环节为连接 C 端消费者与 B 端商家的平台。平台商业模式主要可以分为开放平台与自营两种，对应的主要参与者以及典型业务参数如下：

- 1) **自营模式：**自营模式的即时零售平台一方面需要搭建供应链体系（货、仓、配），另一方面需要进行线上的获客。自营模式分为两类：
  - a) **线下头部的 KA 商超连锁建立的自营渠道：**消费者在下单后，由商超拣货后送货上门，例如大润发的“大润发优鲜”、沃尔玛的“沃尔玛到家”，但是由于国内的线下商超连锁行业集中度较为分散，单一连锁难以高密度覆盖主流消费者需求，单一超市也难以满足消费者的多元化需求，因此这一类商业探索整体进展缓慢；
  - b) **前置仓或店仓一体：**通过建设距离消费者 3~5km 内的高密度仓库，为消费者提供即时零售服务。前置仓模式不面向线下消费者，仓库可以选择不临街的路边，降低部分仓储成本，同时商品动线为拣货而非 2C 购物而设计，可以加快履约速度。店仓一体模式门店设计上兼顾线下消费动线与线上拣货需求，并前置智能化拣货链路（以盒马为例），加快拣货速度。但由于商业模式较重，难以在供应链角度兼顾所有长尾品类，因此前置仓或店仓一体模式在 SKU 角度主攻即时零售渠道最为核心的生鲜品类，我们从“叮咚买菜”、“每日优鲜”、“盒马鲜生”等自营平台的名称中即可见一斑。前置仓模式下诞生了叮咚买菜等上市公司，我们在后续讨论中对于自营模式的探讨主要针对这一类型。

图 2：前置仓模式的货品流一览

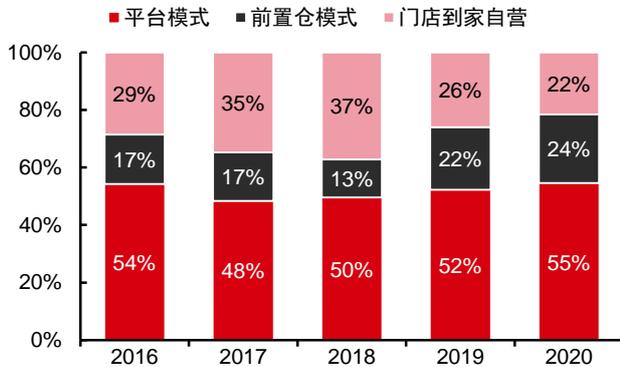


资料来源：上观新闻微信视频号，创业邦微信公众号，第一财经微信公众号，中信证券研究部

- 2) **平台模式：**平台主要扮演撮合交易的角色，在平台上展示线下零售商或者其他自营模式的前置仓零售商，并承担配送履约的附加服务。平台模式的定位与传统电商平台具有相似之处，平台利用初期的用户或商户优势，打造“更多用户→更多

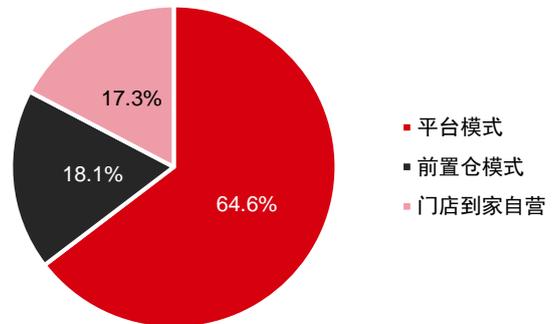
需求→更多商户→更多供给”飞轮效应，构建流量端的壁垒。由于即时配送市场的行业基建能力尚未达到快递市场的水平，因此即时零售平台通常为平台商户提供履约端的附加服务。

图 3：2016~2020 年即时零售市场分模式份额



资料来源：灼识咨询（转引自叮咚买菜招股书），中信证券研究部

图 4：2022 年即时零售市场分模式份额

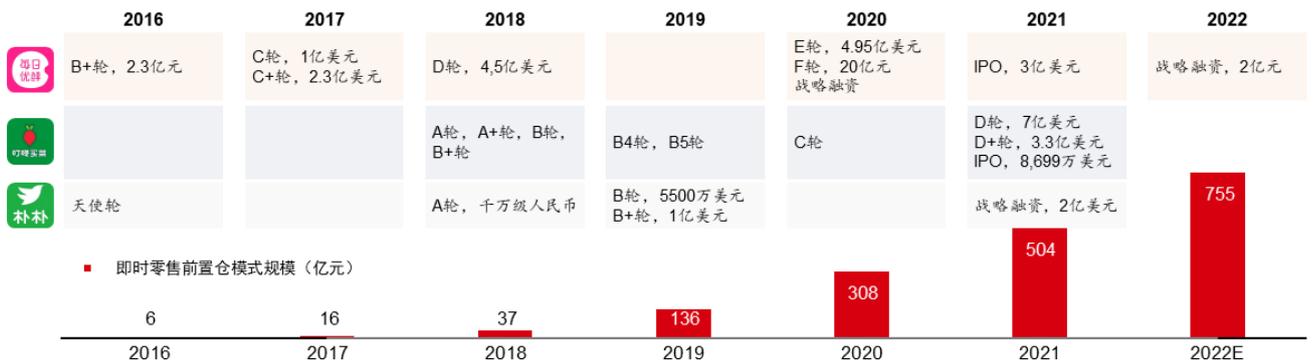


资料来源：叮咚买菜财报，达达集团财报，晚点 LatePost，《第三眼看零售》，中信证券研究部测算

### 自营模式：强于品控，慢于规模

自营模式是即时零售行业中较早的探索方式，在融资催熟下迅速扩张。2014 年起每日优鲜即开始探索这一模式，2015 年盒马鲜生上线，2016 年朴朴超市上线，2017 年叮咚买菜上线，2019 年美团买菜上线，至此即时零售行业主要玩家均已现身。2016~2021 年期间，前置仓模式获得风险投资机构青睐，每日优鲜、叮咚买菜等进行多轮融资，并在资金支持下进行快速建仓及高额的用户补贴，市场规模迅速扩张。

图 5：前置仓模式主要玩家的融资梳理



资料来源：天眼查，36 氪，灼识咨询（转引自叮咚买菜招股书，含预测），中信证券研究部

理想情形下，前置仓模式有望实现“规模→效率→规模”的成长飞轮。根据叮咚买菜招股书，通过高品质的自营生鲜商品培育购买习惯、形成高复购率，积累足够订单密度后，一方面可以摊薄运营成本与配送成本（运营端），另一方面可以反向溯源至供应链上游，以较高的议价权获得更具性价比产品或定制更多渠道专属产品（供应链端）。通过更丰富

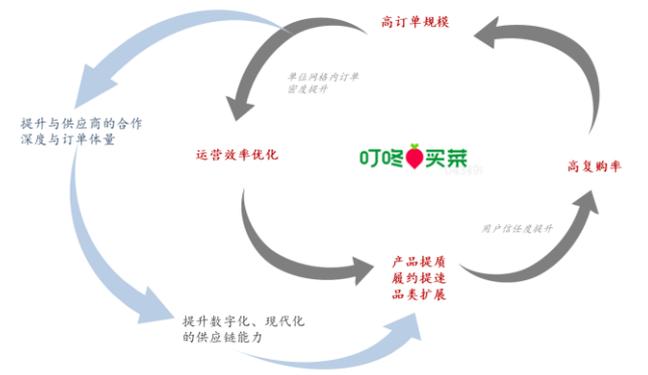
优质的产品供给，以及更高的营运效率，前置仓平台有望进一步吸引更多用户，形成商业飞轮。

图 6：叮咚买菜提出的前置仓模式“三大确定性”



资料来源：叮咚买菜官网，中信证券研究部

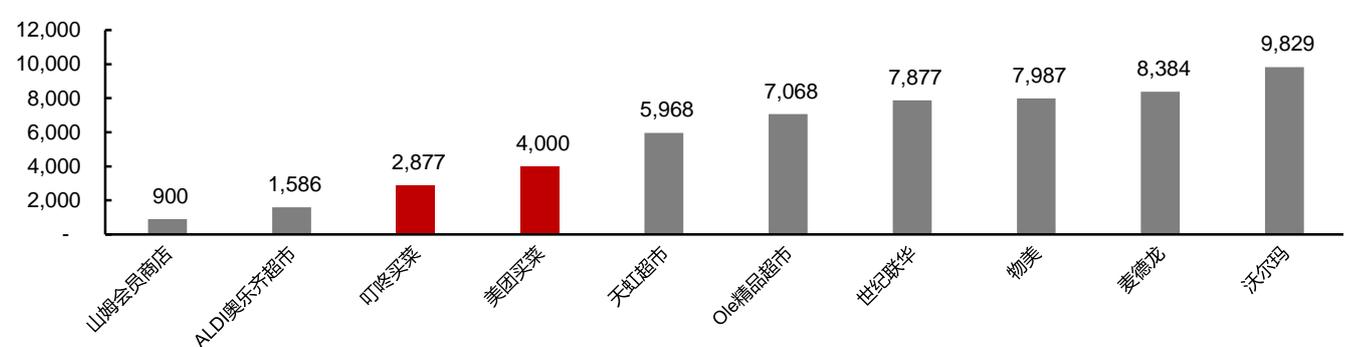
图 7：自营模式下典型的即时零售商业模式飞轮路径



资料来源：叮咚买菜招股书，中信证券研究部

**前置仓模式单仓面积及 SKU 数量有限，品类通常集中在生鲜等周转速度较高的类目。**前置仓模式下，自营商家为了加强商品的周转效率，通常控制单仓面积保持在中小规模（常见的小仓面积 200~300 m<sup>2</sup>，大仓面积 700~800 m<sup>2</sup>）、控制单仓 SKU 数量在 2,000~4,000 之间水平，主要供给消费者高频需求的生鲜、乳饮、酒水、鲜花等类目，与我们此前在行业空间章节探讨的逻辑相一致。

图 8：典型的线下零售品牌与前置仓品牌的单店在架商品数（个）抽样对比



资料来源：京东 App，美团 App，中信证券研究部 注：以上单个门店商品数为随机抽样抽取，选取范围为北京、上海、深圳的市区门店，抽样时间为 2023/04/22

**自营模式即时零售玩家之间的竞争核心在于供应链。**对于自营模式玩家而言，能否为消费者提供优质的、差异化的商品供给是平台竞争力所在，因此各自营玩家均向各个品类供应链上游进行源头直采。根据美团买菜 2023 年零售+科技的供应链峰会披露的信息，美团买菜已经打通 450 家直采供应商、近 400 家直通基地、超过 100 家数字化生态产地；根据叮咚买菜 22Q2 业绩交流电话会，2022 年 6 月公司合作直采基地超过 350 家，22Q2 销售额中“产地直采率”达到 80.6%；根据零售星球微信公众号 2022 年 7 月报道，盒马已签约 550 余个农业直采基地。我们预计，更高的直采产品占比、定制化产品占比、自

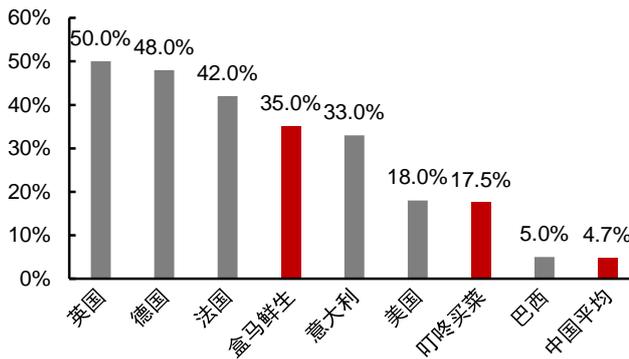
有品牌产品占比，一方面将有助于自营即时零售平台形成供给端对消费者的吸引力，另一方面有望提升毛利率水平。

图 9：前置仓模式典型公司叮咚买菜、盒马、朴朴超市的品类供给一览



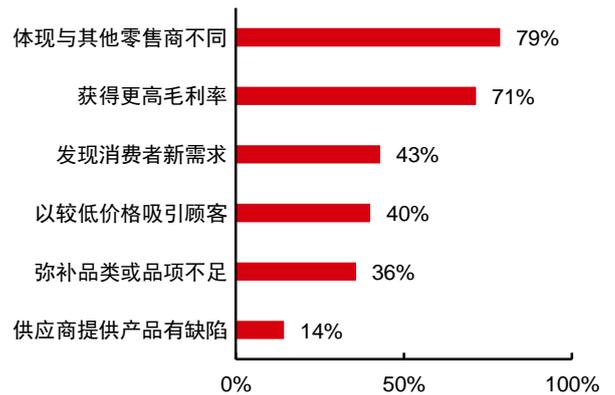
资料来源：叮咚买菜 App，盒马 App，朴朴超市 App，中信证券研究部 注：红圈内品类为自有品牌或定制特色品类

图 10：前置仓即时零售平台与其他线下零售商自有产品销售额占比



资料来源：BCG&中国连锁经营协会，叮咚买菜财报，36 氪，中信证券研究部

图 11：零售商开发自有品牌目的一览



资料来源：自有品牌产业研究院《中国自有品牌产业研究报告（2021）》，中信证券研究部

**自营模式下，履约端运力通常为专送骑手。**为了保证自营模式下的配送时效，自营模式即时零售平台通常采用自建配送体系的方式（参考叮咚买菜招股书，骑手人事隶属在第三方劳务公司），例如叮咚买菜、盒马鲜生、朴朴超市均通过 Boss 直聘、劳务介绍等渠道进行专送骑手的招聘。自营模式下，以骑手为主的末端履约环节，一方面是消费者体验的核心影响因素（时效性），另一方面也是自营平台盈利与否的核心掣肘（履约成本占比较高）。以永辉超市为代表的多数线下零售连锁，在自建即时零售服务的尝试中，由于配送端单量受限难以形成规模经济，造成其 O2O 业态难以扭亏、进而影响投入力度。而以叮咚买菜、盒马为代表的新零售公司，通常在创立后亏损周期在 5~6 年，期间需要持续资本投入以孵化单量规模，才得以实现盈亏平衡。

图 12: 各自营即时零售平台的运力来源



资料来源: 美团 App, Boss 直聘 App, 中信证券研究部

根据我们的草根走访,以上海陆家嘴区域一个高效运转的 300 m<sup>2</sup> 的小规格前置仓为例,通过对骑手的草根访谈,正常运转下通常需要 30~35 名左右的骑手(低于 25 人运力会出现超负荷运作,履约时效会较难保障;超过 40 人后人均单量不足,会出现骑手流失),人均日配送 50~60 单(据骑手草根访谈反馈,新手骑手 30~40 单/天,熟练骑手 70~80 单/天),对应单仓日订单数 1,500~2,000 单;而对于 700~800 m<sup>2</sup> 的大规格前置仓(可覆盖 10 万人)正常运转下通常需要 50 名左右的骑手。

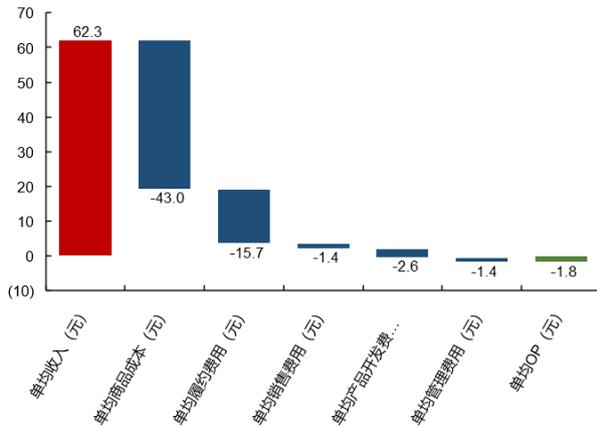
图 13: 陆家嘴地区两个前置仓的运力配置及典型参数

前置仓规模	站点骑手数 (人)	人均日出车趟数 (次/人) × 每趟携带订单数 (个/次)	每单平均收入 (元/单)	骑手月薪 (元)	
100~150m <sup>2</sup>	15~20	12~14	3-7 (根据熟练程度, 熟练骑手、高密度订单10单)	4-5元 (底薪3,000元, 提成3元/单)	1~1.3万元 (考虑每月休息2~3天)
~300m <sup>2</sup>	30~35	10~14	3-6 (根据熟练程度, 熟练骑手、高密度订单10单)	5元 (无保底)	

资料来源: 草根走访, 中信证券研究部 注: 走访数据来自上海陆家嘴区域两个前置仓(分属不同平台)的骑手访谈(2023/04), 考虑到城市线级、区域分布、骑手经验, 上述数据仅反映特定场景下的业务观察

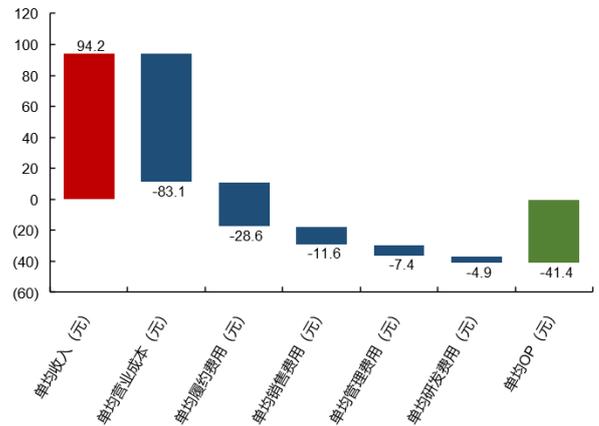
UE 角度来看, 商品成本是前置仓玩家主要支出, 预计长期看前置仓模式净利率天花板与线下零售接近。根据我们的草根走访, 前置仓模式的典型品类毛利率为生鲜品类 15%~20% (其中肉禽蛋相对更低, 水果、冷冻食品相对更高), 预制菜~35%, 休闲食品、酒水饮料 20%~25%, 相较于传统线下零售商毛利率难以形成明显的价格优势。在较低的毛利率约束下, 前置仓平台需要对履约、获客等环节实现较好的成本控制, 以实现盈利。而由于前置仓模式通常采用专有骑手配送, 若无法以足够高的订单密度摊薄成本, 单均履约成本难以有效降低。2022 年叮咚买菜单均履约成本 15.7 元, 是美团外卖同期两倍以上。长期看, 参考海外成熟市场线下零售商沃尔玛、开市客等利润率水平 2%~3% (公司财报), 我们预计前置仓模式利润率天花板与这一水平接近。

图 14：自营模式 UE 模型，以叮咚买菜为例（2022 年）



资料来源：叮咚买菜财报，中信证券研究部

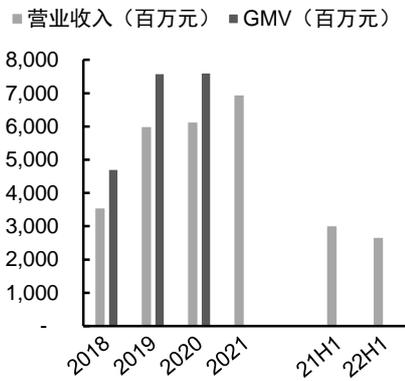
图 15：自营模式 UE 模型，以每日优鲜为例（2021 年）



资料来源：每日优鲜财报，中信证券研究部

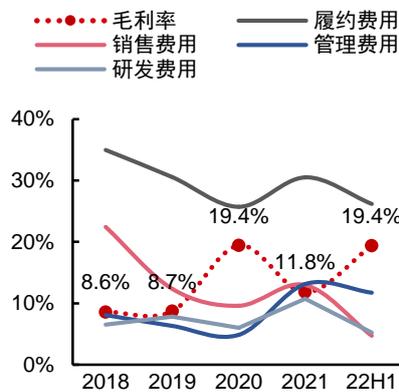
**前置仓模式对公司的精益运营提出较高要求，相关玩家需要向传统零售商取经。**前置仓模式的先行玩家每日优鲜创立于 2014 年，但在经营中对产品结构等方面把控不足，毛利率水平长期处于较低水平（2019/2020/2021 年毛利率分别为 8.7%/19.4%/11.8%），叠加履约端单均配送成本高企，造成公司较高亏损难以得到实质性改善，2019/20/21 年 GAAP 口径亏损率分别为-48.5%/-26.9%/-55.4%。2022 年开始公司出现现金流与经营危机并于 2022 年 7 月关闭前置仓业务，退出即时零售市场。

图 16：每日优鲜营业收入及 GMV 趋势



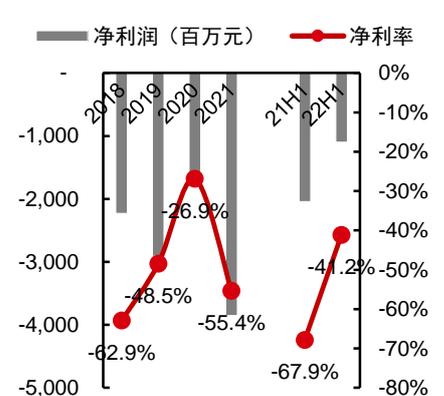
资料来源：每日优鲜财报，中信证券研究部

图 17：每日优鲜毛利率及费用率趋势



资料来源：每日优鲜财报，中信证券研究部

图 18：每日优鲜净利润及净利率趋势



资料来源：每日优鲜财报，中信证券研究部

## 平台模式：巨头搭台，商家供给

**平台模式是互联网巨头的战场，美团、京东、阿里是主要玩家。**平台型即时零售玩家扮演交易撮合角色，类似于电商 3P 模式。平台模式天然地具备规模效应（虽然由于配送半径限制，规模效应低于传统电商），形成消费者与商家之间的正向循环，因此容易形成马太效应，诞生寡头格局。由于即时零售的扩容期处于电商及本地生活市场已经诞生出龙

头（阿里巴巴、美团、京东）的时代，这一批公司在用户心智、商家资源、数字化能力、履约能力端均显著占优，因此平台模式的竞争主要在消费互联网巨头之间展开。

图 19：消费互联网龙头在各个维度的电商市场的布局



资料来源：各公司官网、APP，中信证券研究部 注：Logo 来自各公司官网

**美团闪购运力与商家资源领先，京东到家、饿了么位列其后。**从目前平台模式即时零售公司的禀赋来看，本地生活龙头美团具备行业领先的即时配送运力（2022 年活跃骑手数 624 万人）、强大的线下 BD 能力（2022 年平台活跃商家数 930 万，覆盖全国 2,800 个市县区），在即时零售市场中处于优势地位。并且美团的核心理主业务餐饮外卖与即时零售的消费场景具备较强的交叉属性，在用户心智端可以自然衍生。京东到家是电商头部公司京东的近场业务布局，运力端与第三方即时配送平台达达快送的深度绑定，商家端主攻大卖场及超市渠道，与京东平台的用户心智相一致。饿了么即时零售业务与美团闪购的发展思路较为相似，同样由餐饮外卖业务衍生而出，我们预计目前体量仅次于京东到家。

表 1：头部的即时零售平台的供给、履约和用户三维度对比

平台	供给-商家	履约	需求-用户/心智
美团闪购	覆盖 2,800 个市县区	复用美团外卖运力，2022 年活跃骑手数 624 万人	美团平台的餐饮到家心智
京东到家	覆盖 1,800 个市县区	达达运力，2022 年活跃骑手数 100 万	京东平台的品质商品次日达心智
饿了么	覆盖 2,000 个市县区	复用蜂鸟即配运力，骑手总数 300 万人	饿了么的餐饮到家心智

资料来源：美团闪购商家中心，蜂鸟即配官网，达达集团黑板报微信公众号，中信证券研究部

**头部平台存在差异化，预计错位竞争是发展方向。**目前即时零售两个主要的平台美团闪购与京东到家之间的用户心智、用户画像、商家供给等存在差异化，预计未来三年将共享行业扩容红利。

- 1) **用户心智：**美团闪购从美团外卖生态延伸而出，从餐饮到泛餐饮（水果、蛋糕面包）、多元食品种类（零食酒水、生鲜）、再到日用百货的拓展脉络较为自然。对于美团闪购消费者而言，对于这一消费场景天然带有“小时达”期待，因此美团闪购在满足消费者即时性需求方面的优势较为明显（如美团闪购的便利店、药店场景销售规模显著高于京东到家）。京东到家从京东传统强势的次日达生态延伸而出，对于京东到家的消费者而言，配送时长的缩短是较为明显的体验改善，而在品类端的拓展或并不明显（京东到家的优势场景是商超品类，与京东超市供给

相似)。消费者对于两个平台的差异化心智，造成了平台在对消费者不同需求的满足方面的差异，美团闪购对于即时性、便利性的需求的满足优势明显，而京东到家在日常的商超采买方面的优势则较为突出。

图 20：美团闪购与京东到家的生态延展度对比

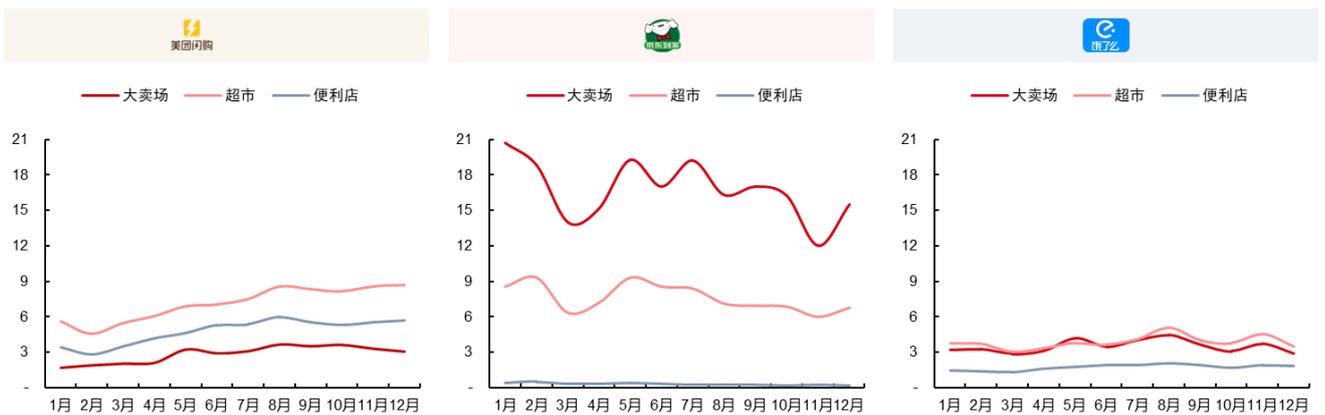


资料来源：中信证券研究部绘制

注：Logo 来自各公司官网

- 2) **商家供给**；美团闪购、京东到家、饿了么在线下门店的开发方面均进行了大规模投入。根据“达达集团黑板报”微信公众号，截至 2023 年 4 月京东到家平台线下门店数超过 30 万家，我们判断美团闪购平台同期商家数体量处于更高水平。从不同品类的商家供给的结构差异来看，美团闪购、饿了么在商超、便利店、生鲜店的供给均较为丰富，而京东到家在商超、3C 数码等业态的供给则更为多元。从各平台独占的 KA 商家来看，美团闪购独家拥有美团买菜、苏宁易购供给，饿了么独家拥有盒马鲜生、大润发供给，京东到家独家拥有沃尔玛供给。

图 21：2021 年头部即时零售平台分渠道销售情况（亿元）



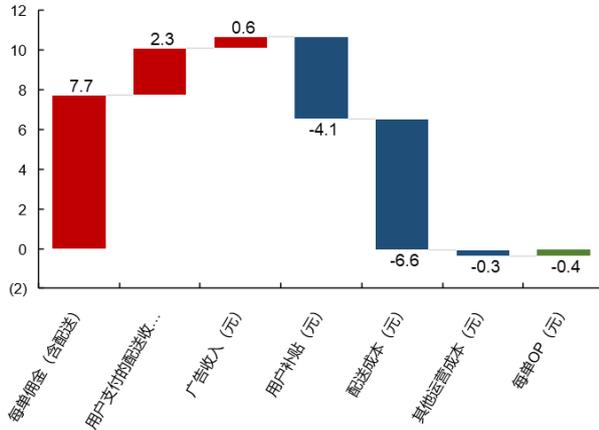
资料来源：O2O Mind，中信证券研究部

注：Logo 来自各公司官网

**UE 模型角度**，我们预计美团闪购、京东到家均处于亏损状态，美团闪购单均亏损幅度更窄。根据我们测算的 2022 年美团闪购与京东到家 UE 模式，我们测算 2022 年美团闪购/京东到家单均收入分别为 10.7/19.6 元（我们预计由两平台 AOV 之间的差异导致），单均配送成本 6.6/9.2 元（我们预计美团配送成本更低），单均营销活补贴费用 4.1/11.9 元（我

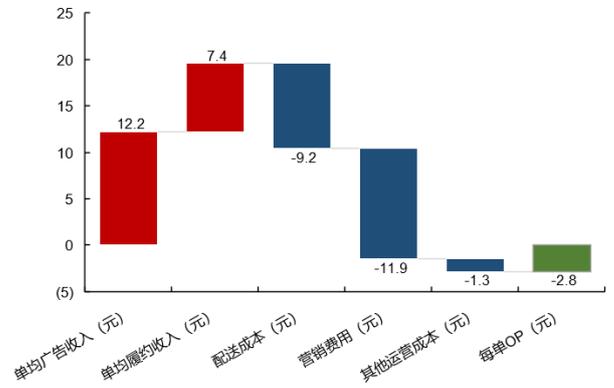
们预计京东到家目前的补贴额度更大)，单均 OP -0.4/-2.8 元（我们预计美团 2022 年单均亏损幅度更窄）。

图 22：平台模式 UE 模型，以美团闪购为例（2022 年）



资料来源：美团财报，中信证券研究部测算

图 23：平台模式 UE 模型，以京东到家为例（2022 年）



资料来源：达达集团财报，中信证券研究部测算

## 玩家梳理：巨头鏖战中，垂类打磨时

基于对平台和自营两类模式的理解，我们接下来对目前行业内主要玩家的业务特点及布局进行梳理。我们主要介绍平台模式下三个主要玩家：美团闪购、京东到家和饿了么，以及自营模式下两个主要玩家：叮咚买菜和盒马。

### 平台模式——美团闪购：即时零售龙头，与外卖并驾齐驱

美团闪购 2018 年开始作为独立品牌运作，满足美团用户在餐饮外卖之外的即时零售需求，同时也是美团发展近场电商的重要抓手。美团闪购在美团主 App 及美团外卖 App 首页均处于核心位置，覆盖了 14 个核心的消费场景或消费类目，满足消费者多元的即时购物需求。

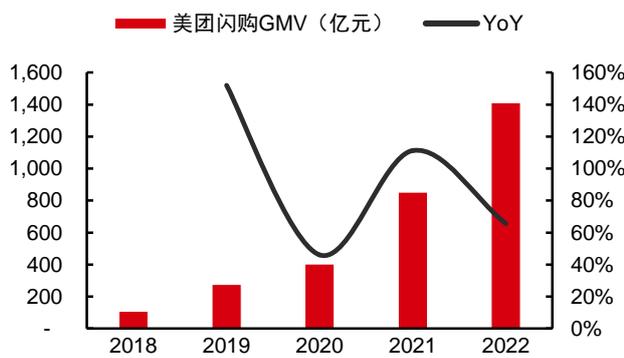
图 24：美团闪购的入口及典型场景一览



资料来源：美团 App，美团外卖 App，中信证券研究部

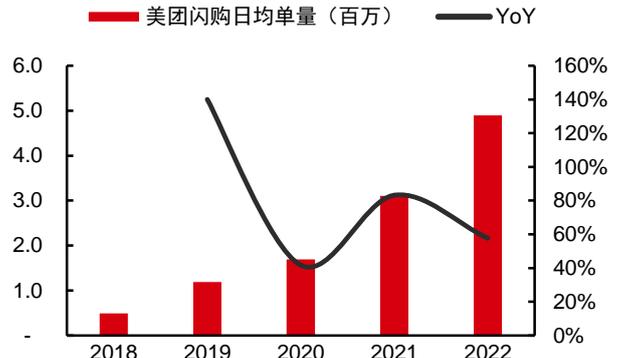
美团闪购活跃用户数、活跃商家数和交易额均保持快速增长。根据美团财报，2022 年美团闪购年交易用户和年活跃商家均同比增长 30%左右，22Q2 日均订单量达到 430 万单，22Q3/22Q4 单日订单量峰值分别达 70/1,100 万单。我们测算 2022 年美团闪购 GMV 约 1,400 亿元，占美团外卖 GTV 比例达到 18.0% (YoY+5.9pcts)，并有望在 GTV 增速端持续领先于外卖 GTV，成为美团近场交易增长的重要驱动力。

图 25：美团闪购 GMV 规模（亿元）及增长趋势



资料来源：美团财报，中信证券研究部测算

图 26：美团闪购日均单量规模（百万）及增长趋势



资料来源：美团财报，中信证券研究部测算

美团拥有国内最充足的骑手运力，以及领先的调度能力。即时零售的运力组织形式包括自营、代理、加盟、众包、驻店等，美团配送模式丰富多元，可以满足各个场景下的运力需求。美团专送、众包、快送等多种运力组织形式不仅提高了骑手调度灵活性、提升配送效率，同时也可以为不同需求的骑手提供了个性化任务、提升骑手粘性。

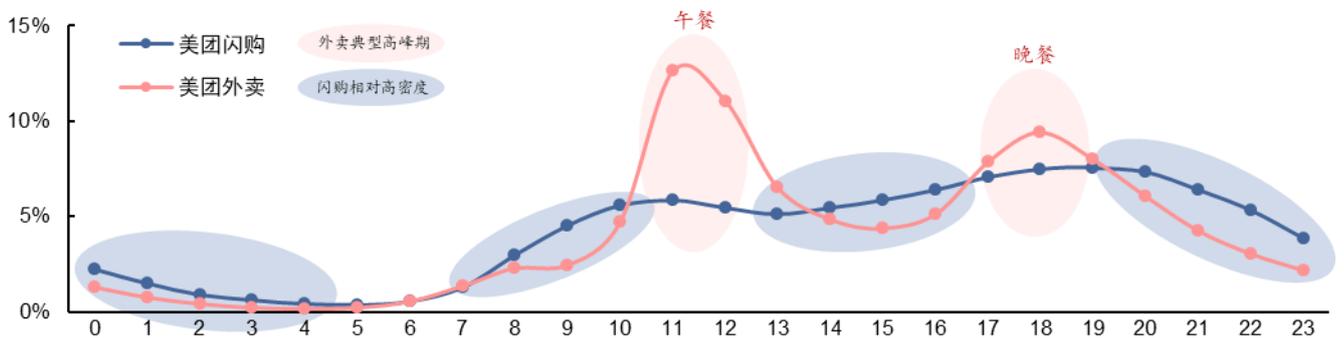
表 2：美团配送体系内不同模式的服务一览

	美团专送	美团众包（快送）	混合送	美团跑腿	全城送
配送范围	3km	≤5km	≤5km	≤10km	8-15km
组织形式	全职	兼职	≤3km 专送 3-5km 快送	兼职	兼职
派单模式	平台派单	骑手抢单	骑手抢单	骑手抢单	骑手抢单
接单时间	站长排单，固定时段	24 小时	24 小时	24 小时	24 小时
特点	骑手规范管理，保障服务质量与接单率，配送速度最快，在美团 App 筛选界面独立显示	配送范围大，骑手合作模式更加灵活	专职骑手和兼职骑手混合配送	配送时间平均 40 分钟，适合高单价的零售商家	由美团跑腿承接，只对美食商家开放

资料来源：美团跑腿商家端 App，美团骑手微信公众号，易旨语餐饮课堂微信公众号，美团外卖骑手草根访谈，中信证券研究部

**闪购与外卖相辅相成，形成“削峰填谷”效应。**外卖订单时间呈现明显有波峰与波谷，根据美团研究院，美团外卖主要下单的高峰时间段为 10:00~14:00(午餐)以及 16:00~20:00(晚餐)，其他时间端下单需求则较为分散；对比之下，美团闪购主要下单时间在一天内则相对平稳，尤其在上午 8:00~10:00、14:00~16:00、20:00~23:00 等外卖运力的低需求时间段，可以较好地与外卖的低需求实现对冲，提升骑手运力利用效率。更平稳的订单流，则能为骑手提供相对饱和的业务量、支撑更多常驻骑手。我们认为，美团外卖与闪购的消费生态和运力体系之间的协同性，是美团闪购可持续增长的重要支撑。

图 27：美团闪购与美团外卖订单下单时间分布



资料来源：美团研究院，中信证券研究部 注：美团闪购时间分布统计时间为 2021 年，美团外卖时间分布统计时间为 2020H1

**以闪购为锚，即时零售对美团具有战略意义。**我们认为，闪购对于美团而言，不仅是对于其擅长的服务性消费（餐饮、酒旅等）的自然拓展，更承担着其向商品零售拓展的战略角色。美团作为消费互联网的头部公司，定位于“零售+科技”战略，但长期以来美团强于服务性消费的 O2O 业务，对于电商业务涉足不深。我们认为，传统的货架电商已是红海战场，直播电商对于平台的内容禀赋要求较高，而即时零售所代表的近场电商形态，与美团的核心外卖业务高度契合，是美团发力零售业务的必争高地。

**从品类拓展上来看，生鲜、药品、零食等均是美团优势品类，全品类货架矩阵初步建成。**美团闪购已构建了“买菜、超市便利、百货、买药”四个核心场景，满足消费者日常购物需求的各个维度，实现消费者周边 3~5 公里的线下门店的“数字孪生”。结合我们在《新零售行业即时零售专题研究之一——拥抱数字化变革，迎接零售新常态》(2023/07/28)中进行的分品类测算，我们预计美团闪购在生鲜、酒水、医药、个护等即时零售核心品类中占有重要市场份额，并拓展至数码电器、服饰等多元长尾品类。长期来看，品类矩阵拓

展一方面可以带来单量提升，并带来拉动客单价上行。

图 28：美团闪购品类供给丰富，打造近场线上零售生态



资料来源：美团 App，中信证券研究部

### 平台模式——京东到家：携手达达，商超到家的头部玩家

京东到家于 2015 年正式上线，早期提供 2 小时送达服务；2016 年京东以京东到家业务、京东业务资源以及两亿美元现金置换达达约 47.4% 的股份成为达达集团最大股东，后进一步认购达达集团新发的 8 亿美元普通股，成为公司控股股东。截至 2023/02/10，京东集团持股占比 53.14%，沃尔玛持股占比 9.29%，分别是达达集团的第一、第二大股东。京东到家入口包括独立 App 以及京东主 App 的重要流量扶持，京东首页一级 tab “附近/城市” 中聚合了到店与到家的 O2O 服务，此外首页中还设有独立的“京东到家”窗口。根据达达集团投资者演示材料，截至 22Q4 京东到家已与 90 家中国连锁百强商超建立合作，拥有丰富的线下商超资源。

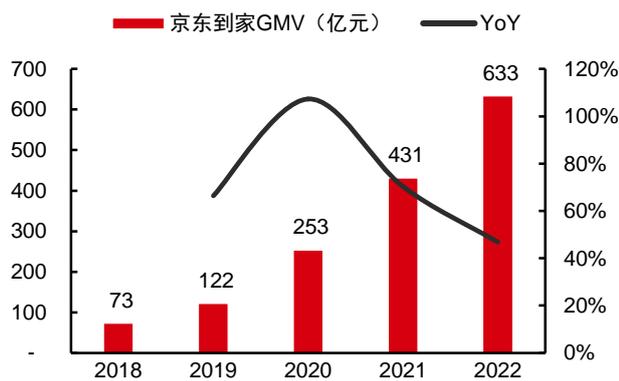
图 29：京东到家在京东主 App 的入口及场景一览



资料来源：京东 App，中信证券研究部

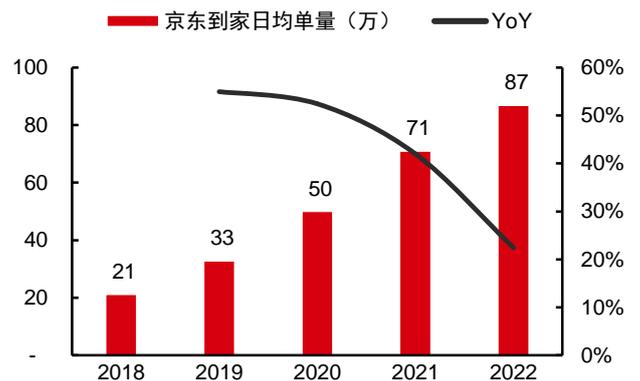
**京东到家用户数和 GMV 处于快速增长通道。**2022 年京东到家实现 GMV 633 亿元/YoY+46.9%，活跃用户数 7,860 万人/YoY+26.2%，对应 ARPU 805 元/YoY+16.4%，京东到家处于快速成长阶段。从财务收入口径来看，23Q1 京东到家佣金及广告收入 11.4 亿元/YoY+31.8%，履约服务收入 6.9 亿元/YoY+27.8%，疫情扰动背景下，品牌广告投放意愿仍较为强劲。UE 层面，规模效应带动履约成本下行，叠加流量成本&用户补贴进一步优化，盈利模型持续改善。我们预计京东到家有望继续享受即时零售市场扩容的红利，平台商超到家业务有望继续增长，数码 3C 到家场景有望维持领先定位。

图 30：京东到家 GMV 规模（亿元）及增长趋势



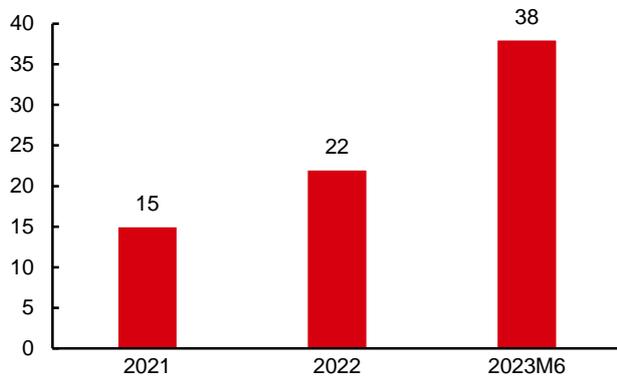
资料来源：达达集团财报，中信证券研究部

图 31：京东到家日均单量规模（万）及增长趋势



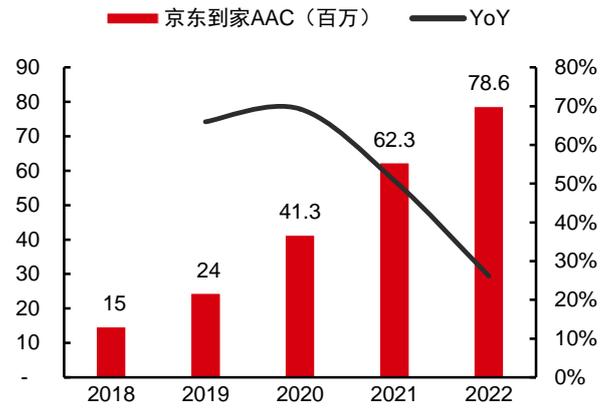
资料来源：达达集团财报，中信证券研究部测算

图 32：京东到家上线门店数（万家）及增长趋势



资料来源：达达集团财报，达达集团黑板报官方微信公众号，中信证券研究部

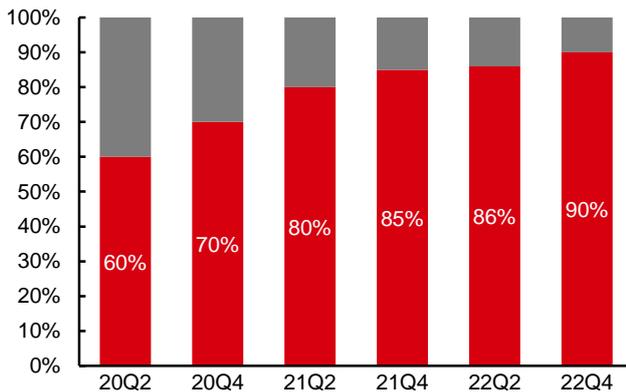
图 33：京东到家 AAC 规模（百万）及增长趋势



资料来源：达达集团财报，中信证券研究部

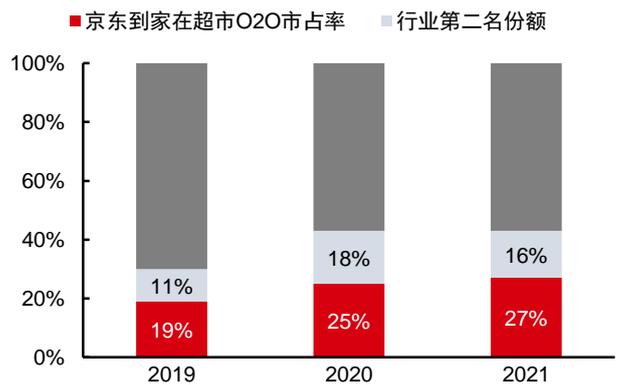
**京东到家在超市渠道具有较强的用户心智与渠道覆盖率，优势有望延续。**根据达达集团投资者演示资料，20Q2~22Q4，京东到家对全国百强连锁超市的覆盖率从 60%提升至 90%；并在超市渠道 O2O 销售中位列首位，2022 年市场份额 27%。我们认为，京东到家作为京东消费生态的组成部分，满足了京东平台消费者在日常采买中对于便捷性的要求，这类需求与 SKU 更为丰富的超市匹配度更高。结合我们在《新零售行业即时零售专题研究之一——拥抱数字化变革，迎接零售新常态》（2023/07/28）中进行的分渠道测算，超市是即时零售中份额最高的线下渠道，京东到家在超市渠道中的优势地位，有望夯实其在即时零售市场中的领先份额。

图 34：京东到家覆盖全国百强超市连锁比例



资料来源：达达集团财报投资者演示资料，中信证券研究部

图 35：京东到家在超市渠道 O2O 销售额中占比第一



资料来源：达达集团财报投资者演示资料，中信证券研究部

### 平台模式——饿了么：完善到家品类生态，配合运力体系

阿里旗下的即时零售平台主要为饿了么和淘鲜达，我们预计饿了么贡献主要 GMV 和收入，淘鲜达体量较小。饿了么 2020 年 7 月宣布从餐饮外卖拓展至即时零售，提供生活

用品、药品、鲜花、生鲜、代买跑腿等各类到家服务；淘鲜达定位与京东到家较为相似，主要针对商超场景，但在阿里生态内的定位于饿了么存在重叠，或存在相互分流现象。

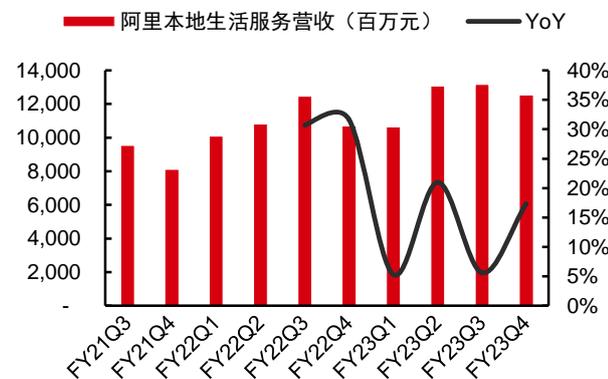
图 36: 阿里旗下即时零售平台的主要入口及典型场景一览



资料来源: 淘宝 App, 饿了么 App, 中信证券研究部

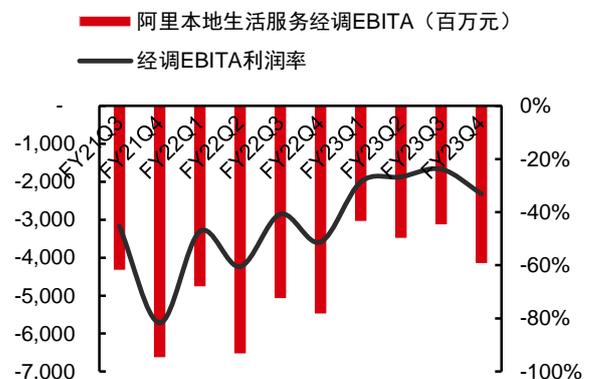
饿了么骑手运力丰富，但对于商家端赋能弱于美团闪购和京东到家。阿里旗下的蜂鸟即配是饿了么主要运力系统，根据公司官网，目前骑手总数 300 万人，覆盖 2,000 个市县区，运力相对充裕。但是对比饿了么与美团闪购、京东到家对线下零售商的赋能，相较于后者自研的“牵牛花”、“海博系统”等即时零售数字化解决方案，饿了么目前主要是作为撮合平台对接线下商家和第三方服务供应商，对于商家端的赋能相较于美团闪购、京东到家稍弱。从规模体量来看，根据阿里巴巴财报，23Q1（对应阿里财季 FY23Q4）饿了么非餐配送占比持续提升并推动客单价增长，运营效率进一步提升。饿了么所在的本地生活分部（包括“到家”饿了么，“到目的地”高德、飞猪）23Q1 实现营收 125.5 亿元/YoY+17.3%，实现经调整 EBITA -41.5 亿元，对应 EBITA 亏损率-33.1%，同比收窄 18.2pcts。

图 37: 阿里巴巴本地生活服务收入及增速



资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

图 38: 阿里巴巴本地生活服务 EBITA 及利润率



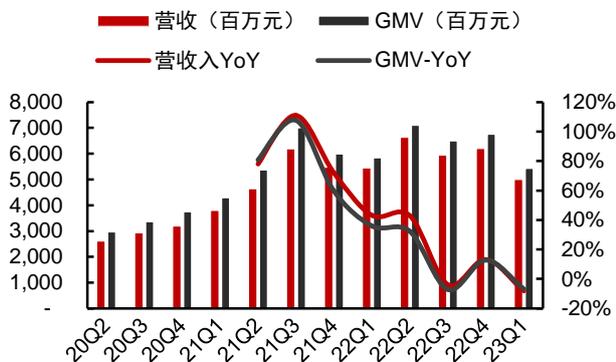
资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

阿里启动“1+6+N”组织变革，饿了么所在的本地生活业务线盈利压力或提前，关注盈利能力与市场份额间的权衡。2023年3月28日，阿里巴巴宣布启动新一轮公司治理变革，形成“1+6+N”组织架构。饿了么所在本地生活业务线，作为阿里巴巴旗下的“6”大业务集团的一员，未来将走向独立融资和上市的可能路径。考虑到本地生活业务线目前仍处于较大亏损阶段，随着各业务走向独立运作，包括饿了么在内的各子业务盈利压力或提前到来。在这一背景下，饿了么或面临增长与盈利之间的优先权衡，持续关注后续其扩张战略的打法与投入。

### 前置仓——叮咚买菜：深耕前置仓，冷静增长打磨效率

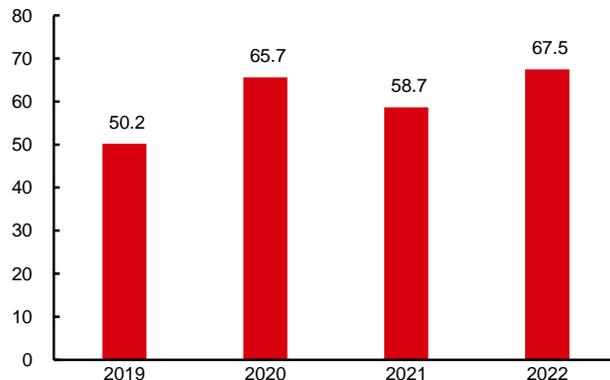
前置仓模式典型代表，冷静增长平衡规模与效率。叮咚买菜2017年进军生鲜电商领域，2021年6月在纽交所上市，是国内目前最大的前置仓即时零售玩家。2021年8月以来叮咚买菜践行“效率优先，兼顾规模”战略，布局的城市数量从2021年的36个下降至2022年底的27个。但是核心城市的用户购买习惯的养成，一定程度对冲了闭仓的负面影响，2022年公司实现GMV 262.5亿元/YoY+15.6%，营收242.2亿元/YoY+20.4%，同比仍实现增长。23Q1公司GMV 54.5亿元/YoY-6.8%，营收50.0亿元/YoY-8.2%，在22Q1的高基数及公司退出部分盈利能力较弱的城市的背景下，GMV与收入出现一定程度下滑。

图 39：叮咚买菜营业收入及 GMV 变化趋势



资料来源：叮咚买菜财报，中信证券研究部

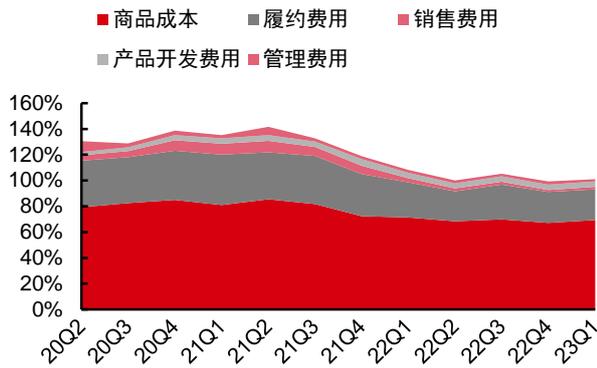
图 40：叮咚买菜客单价（元）趋势



资料来源：叮咚买菜财报，中信证券研究部

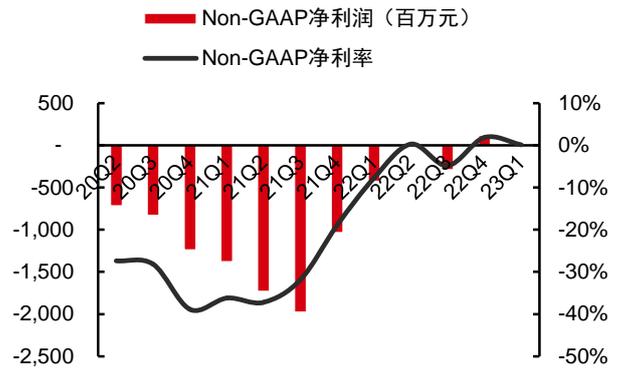
强化各环节成本管控，实现季度盈利。自21Q3转变战略起，叮咚买菜积极推动各个环节的利润率优化、费用率改善。公司22Q2公司首次实现单季度 Non-GAAP 层面扭亏，22Q4/23Q1 公司再次实现 Non-GAAP 净利润层面盈利，净利率分别为 1.9%/0.1%，验证商业模式可持续能力。

图 41：叮咚买菜各项成本与费用占收入比重



资料来源：叮咚买菜财报，中信证券研究部

图 42：叮咚买菜 Non-GAAP 净利润及净利率走势



资料来源：叮咚买菜财报，中信证券研究部

### 前置仓——朴朴超市：深耕华南，精细化运营提升效率

**区域深耕，前置仓模式升级消费者体验。**朴朴超市成立于 2016 年，主要业务集中于福州、厦门、深圳、广州、武汉、成都等城市。根据我们的草根访谈，朴朴超市单个前置仓面积在 800 平方米左右，超过常规生鲜前置仓的 200~300 平方米。更大的面积支持容纳更多的 SKU，从而实现生鲜、日用等品类的一站式购齐，提升消费者体验与客单价。在较大单仓的 SKU 支持下，朴朴超市的生鲜、非生鲜供给较为平衡，毛利率较高的母婴、美妆、宠物等非生鲜标品有望带动整体利润率提高。

图 43：朴朴超市品类一览及营销方式



资料来源：朴朴超市 App，朴朴超市官方微信视频号，朴朴超市抖音官方号，朴朴超市小红书官方号，第三只眼看零售，中信证券研究部

**理性扩张，区域集中策略提升运营效率。**与其他头部的前置仓玩家快速扩城、抢占市场思路不同，朴朴超市深耕竞争对手未覆盖或覆盖不深城市，形成集约化优势。根据《第三只眼看零售》报道，朴朴超市综合履约费用约占销售额 20%，2022 年已有超 70% 的店铺实现盈利，运营效率在前置仓玩家中处于领先地位。

## 店仓一体——盒马鲜生：开创店仓一体，多模态持续探索

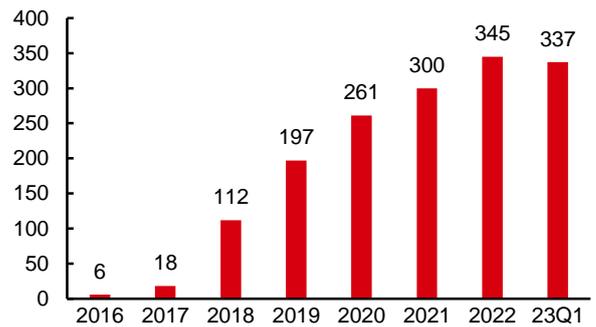
店仓一体模式探索者，动态调整捕捉需求。2016 年阿里旗下的盒马鲜生首店在上海落地，开创了“即时零售+超市+餐饮”的零售新模式，2017~2020 年盒马鲜生持续扩店，门店数从 18 家增至 261 家。2021 年盒马从阿里事业群中独立，对减亏投入更大关注力度；2022 年盒马确立了“向上走、向下走、向外走”战略，针对不同消费场景推出多样化的门店模式供给。

图 44：盒马鲜生发展重要节点

时间	事件
2016年	盒马鲜生首家门店在上海金桥开业
2016年	盒马A轮融资，阿里投资1.5亿美元
2018年	全年新设门店达94家，亏损问题显现
2020年	总裁侯毅称“盒马进入新零售2.0时代”
2021年	盒马从事业群独立
2022年	盒马确定“向上走、向下走、向外走”战略
2023年	主业态盒马鲜生实现盈利

资料来源：天眼查，36 氪，友数连锁，第三只眼看零售，中信证券研究部

图 45：盒马鲜生门店数变化趋势



资料来源：36 氪，中国食品网，盒马官网，中信证券研究部

**多模式、精细化运营探索盈利之路。**近年来，盒马通过不同类型门店的孵化，探索对于不同消费场景需求的差异化满足，提升门店端的运营效率，先后推出盒马 F2、盒马菜市、盒马 Mini、盒马小店等业态。2022 年盒马鲜生通过精简人员、自有品牌、全球化直采等方法，持续优化成本结构、提升单店订单量。根据《零售氪星球》2023 年 4 月对盒马 CEO 侯毅的专访，2022 年盒马实现主力业态盈利，2023 年起盒马所有新业务模式均有望在上海地区跑通盈利模型。

表 3：盒马目前各类业务模式特点一览

模式	模式特征	SKU	门店面积 (m <sup>2</sup> )	目标客群	定位
盒马鲜生店	单件商品量小。品类丰富，包含生鲜、熟食、日用等	10,000+	2,000~5,000	中等消费力	超市+餐食
盒马 X 会员店	单件商品量大，主打极致性价比	3,000+	>17,000	会员	仓储超市
盒马 MINI	生鲜产品为主，服务周围 1.5km	4,000+	300~1,000	中高消费力	前置仓+便利店
盒马奥莱店	以临期、特价商品为主	由临期商品决定	300~500	中低消费力	折扣店
盒马邻里	专做线上 N+1，店铺位置多于城乡近郊，服务 500m 内社区	20,000+ (线上 SKU 总数)	<100	社区客群	社区电商

资料来源：36 氪，第三只眼看零售，中信证券研究部

## ■ 沙盘推演：即时零售格局如何演绎？

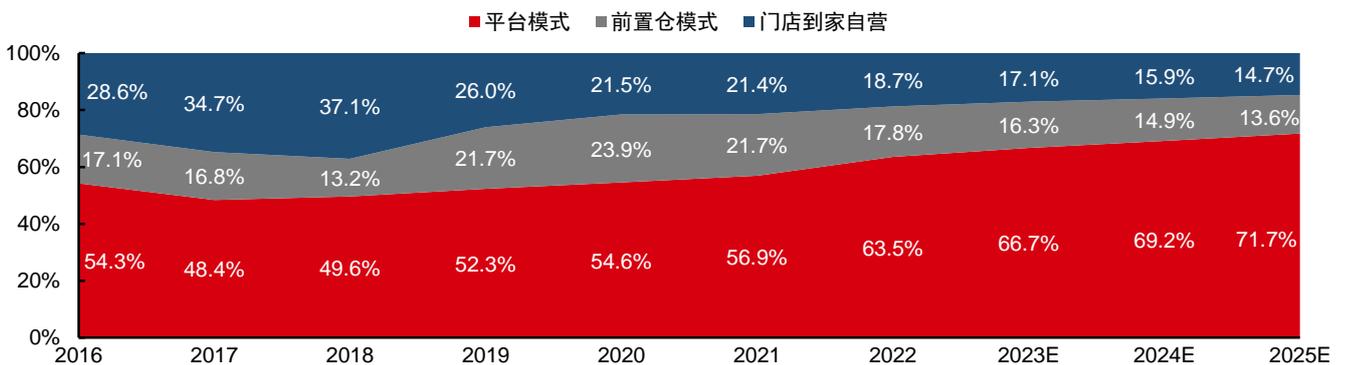
格局展望：平台或占主流，自营价值独特

即时零售平台站在规模扩容与盈利改善的双重利好时期，在这一背景下，我们预计平台模式和自营模式玩家将走上差异化的发展路径。不同的路径对于玩家的实力及方向提出不同的要求，我们认为具备相关禀赋并提早开启布局的公司将有望在竞争中把握主动性。

- ✓ **平台模式：**我们预计核心玩家将在供给端继续深耕线下商家的拓展、完善平台的产品供给；服务端与线下零售商通过数字化系统建立更强的合作关系，打通后台体系，赋能商家；履约端为商家提供更为灵活、快捷的拣货和配送支持。长期来看，即时零售开放平台有望在近场领域重构一个电商行业的“淘宝/天猫”，链接区域内主要的线下商家。
- ✓ **自营模式：**货的角度，我们预计主要玩家将继续在供应链维度深耕，通过更高比例的原产地直采、定制化产品、自有品牌产品等方式，为消费者提供品牌化的、差异化的高品质产品，在高复购品类实现消费者的高粘性。渠道的角度，我们预计随着开放平台模式下更多线下零售商接入，或将对于自营模式即时零售玩家造成一定的分流。我们预计自营即时零售公司或将更加重视开放平台的流量占比，并有望凭借供应链层面的实力，全面参与到平台的流量竞争之中。参考电商行业中，早期行业内的垂类平台如当当网、苏宁易购等，在竞争处于弱势阶段时，均成为京东、天猫等平台的 KA 卖家，并凭借在特定品类供应链层面的强项，在平台特定品类中具备较强的竞争实力。

我们预计未来三年，平台模式增速将领先于自营模式（包括前置仓与门店到家两种），预计 2025 年市占率将接近 72%。结合两种模式的参与者实力、市场空间以及对于整个线下零售市场的变革力度，我们预计未来三年平台模式将继续引领即时零售行业发展，GMV 维度的市占率将从 2022 年的 63.5% 进一步提升至 2025 年的 71.7% 左右，同期前置仓/门店到家模式的 GMV 份额预计将分别从 2022 年 17.8%/18.7% 降至 2025 年 13.6%/14.7%。

图 46：不同模式即时零售平台的份额演变趋势预测

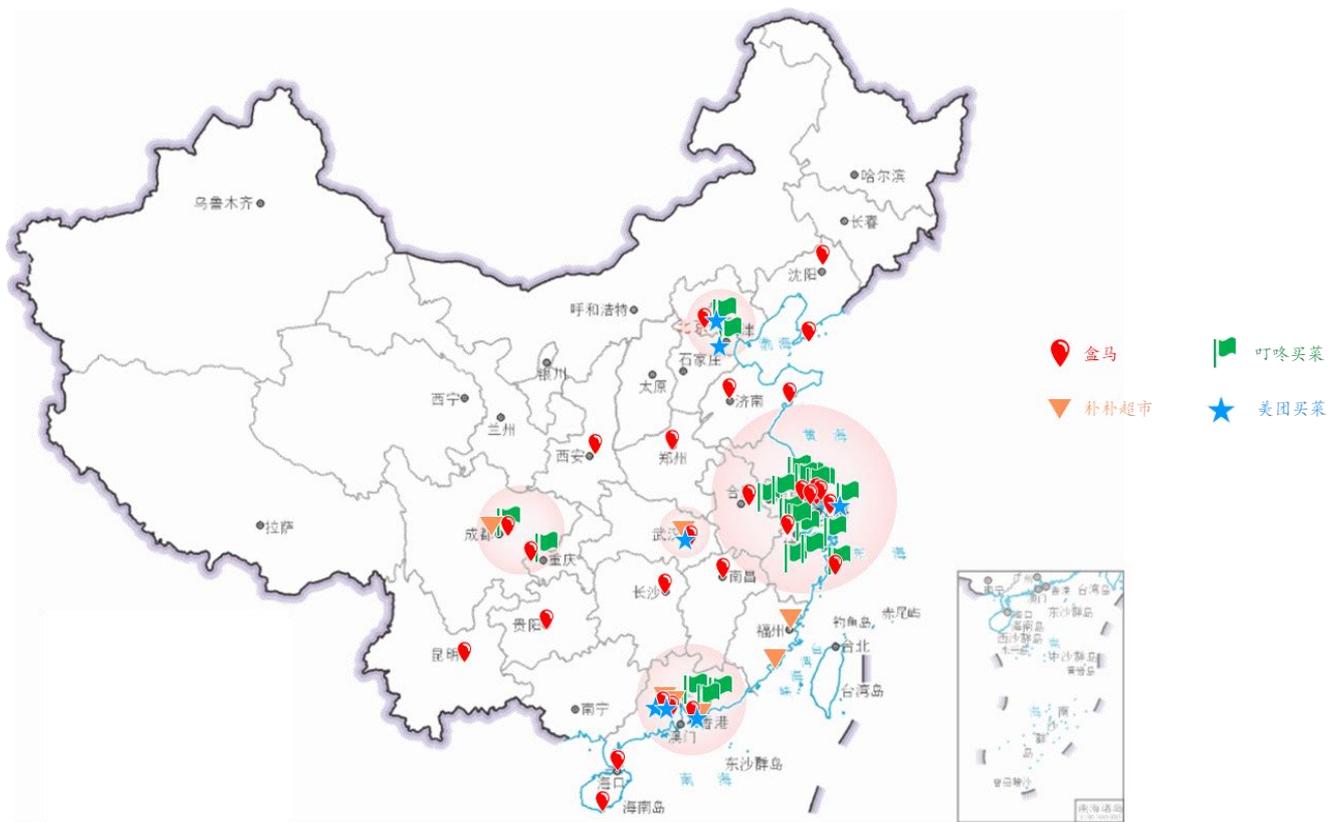


资料来源：灼识咨询（转引自叮咚买菜招股书），中信证券研究部；注：2016~2020 年市场份额测算来自灼识咨询，2021~2022 年市场份额测算、2023E~2025E 市场份额预测均来自中信证券研究部，盒马市场份额划分在门店到家自营模式中

### 自营模式：竞争围绕高线，绑定平台打开流量瓶颈

自营模式集中在一二线城市，长三角、珠三角战况焦灼。根据我们对各即时零售平台官网及 App 的统计，截至 2023/04/20，盒马与叮咚买菜覆盖的城市数处于同一梯队，分别为 28/26 个；朴朴超市和美团买菜均为 7 个。从地理分布来看，多数点位位于一、二线城市，其中长三角地区（盒马与叮咚买菜均起家于上海）玩家数量最多，城市分布上最为密集（盒马覆盖江浙沪 8 个城市，叮咚买菜覆盖 19 个）；珠三角地区中广深地区竞争同样较为激烈，其中广州、深圳、佛山是仅有的 4 个平台均进入的城市，战况焦灼。而在除上述区域外的其他一二线城市，自营即时零售公司竞争程度则相对较弱，多个省会级城市仅有 1~2 个平台进入尝试。

图 47：主要的自营模式即时零售公司在全国的分布情况（截至 2023/04/20）



资料来源：盒马官网，叮咚买菜 App，朴朴超市 App，美团买菜 App，中信证券研究部绘制

**展望自营模式即时零售公司发展趋势，我们预计一二线城市仍是竞争的主阵地，我们相对较为看好与平台模式强绑定的自营玩家发展趋势。**考虑自营即时零售公司在选品或配送端的特色对于低线城市用户的吸引力或较为有限，我们预计未来这一模式内的竞争仍将集中在一二线城市。考虑到自营模式下，独立 App 的获客成本相对较高，叠加我们对于自营/平台模式市场份额的预判，我们更看好与平台存在较强绑定关系的自营玩家，例如美团买菜&美团闪购、盒马&饿了么，这一类公司更容易伴随平台获得增长红利。而独立玩家在资金、流量等约束下，我们以及较难支撑全国性大规模布局，或存在区域性占优的机会。

表 4：主要的自营模式即时零售公司进入的城市对比

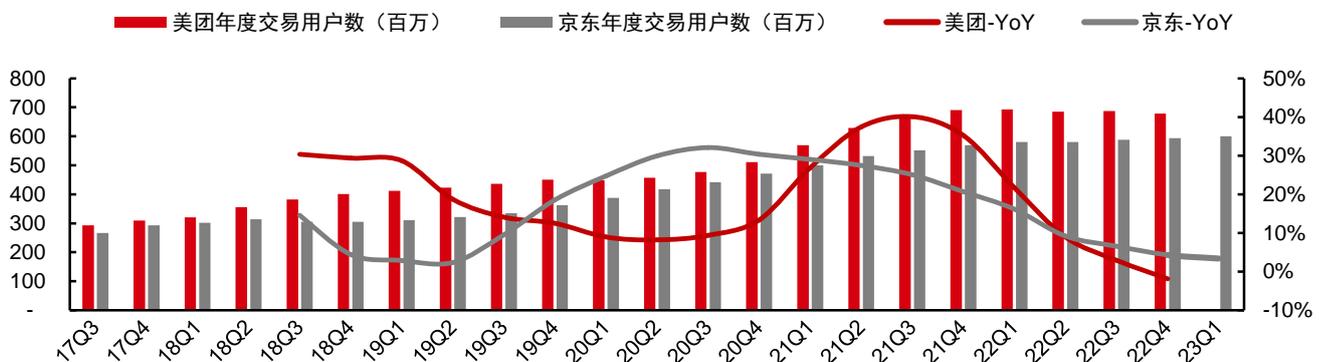
	盒马	叮咚买菜	朴朴超市	美团买菜
一线城市	上海	√		√
	北京	√		√
	深圳	√		√
	广州	√		√
长三角	南京	√		
	苏州	√		
	南通	√		
	杭州	√	√	
	宁波	√	√	
	无锡	√	√	
	其他	昆山	常州、湖州、惠州、嘉兴、金华、马鞍山、绍兴、台州、温州、芜湖、扬州、镇江	
西南	成都	√		
	重庆	√	√	
	其他	贵阳、昆明		
珠三角	佛山	√	√	√
	东莞		√	
其他	武汉	√		√
	廊坊		√	√
	其他	长沙、海口、三亚、青岛、大连、沈阳、郑州、合肥、南昌、济南、西安		福州、厦门

资料来源：盒马官网，叮咚买菜 App，朴朴超市 App，美团买菜 App，中信证券研究部 注：统计时间截至 2023/04/20

### 平台模式：供需配缺一不可，格局有望延续

对于市场上已出现的三家平台模式即时零售玩家而言，供（足够体量的线下零售商资源）、需（较大体量的基础用户规模，以及较为顺滑的用户心智迁移）、配（充足的即时配送运力支持）三个维度均无明显短板，竞争门槛较高，我们预计短期内难以看到新的竞争者，未来三年平台模式之间的竞争仍主要围绕美团闪购、京东到家和饿了么之间展开。

图 48：美团与京东在公司层面的总体用户数体量



资料来源：各公司财报，中信证券研究部测算

展望平台模式未来的格局演变，我们预计美团闪购仍将具备显著的竞争优势，京东到家有望继续深耕商超到家市场。结合我们在行业模式梳理章节的讨论，美团闪购与京东到家在用户心智及商家供给方面存在差异，预计二者之间将存在一定错位竞争。我们看好京东到家在商超到家业务中的核心优势，但是在生鲜以及多元长尾的即时配送，我们预计美团闪购将继续占优。

外卖业务与闪购业务之间的深度协同，有望助力美团闪购份额持续提升，进一步夯实其在 O2O 到家业务的领先地位。根据实际使用体验，美团生态体系内已经全面打通了外卖与闪购在信息流分发中的位置，在非餐饮高峰期，推荐流中餐饮、超市、茶饮、前置仓等多业态均面向消费者进行推荐。2022 年美团总体交易用户数 6.8 亿（美团财报），同期美团闪购活跃用户 2.3 亿（美团闪购商家中心微信公众号），闪购在美团总体用户中渗透率达到 33.9%。我们预计外卖生态与闪购生态的打通，有望带动闪购业务在美团体系内的渗透率持续提升。饿了么到家与外卖业务间的协同与美团较为相似，但考虑到饿了么在外卖市场的市场份额远低于美团，其到家业务与外卖业务之间的协同杠杆或同样弱于美团。

图 49：美团和饿了么已经将外卖生态和即时零售生态深度融合



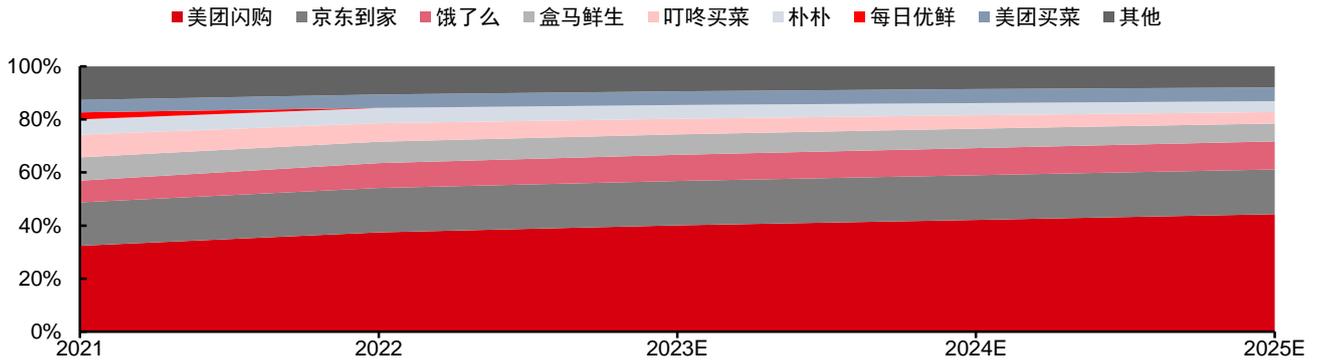
资料来源：美团外卖 App，饿了么 App，中信证券研究部 注：浅色色块代表餐饮外卖典型商家，次深色块代表茶饮咖啡、面包蛋糕等泛外卖商家，深色色块代表商超、便利店等即时零售商家

**即时零售货币化率天花板预计低于餐饮外卖，但是 AOV 有望拉高平台单均净收入。**

考虑到即时零售核心的商超等零售渠道毛利率通常比餐饮更低（以餐饮连锁奈雪的茶/海底捞为例，2022 年毛利率分别为 67.0%/58.4%；以零售连锁永辉超市/百联股份为例，2022 年毛利率分别为 19.7%/24.9%），我们预计即时零售平台货币化率天花板将同样低于餐饮外卖业务。我们预计即时零售长期变现率在 9%~10%左右，低于美团外卖业务 15%左右的变现率空间。但是考虑到即时零售单均价值更高（我们测算 2022 年美团外卖 AOV 49 元，美团闪购 AOV 79 元），对于平台而言，即时零售的单均净收入天花板有望高于外卖业务（仅考虑美团与饿了么平台，不考虑京东到家）。

美团履约成本优势有望保障闪购长期盈利空间，京东到家单均收入预计更高。美团凭借行业内最充足的运力、订单体量及调度能力，实现了餐饮外卖行业最低的配送成本，但考虑到美团闪购与京东到家在消费场景端的差异性，京东到家的 AOV 显著高于美团闪购（我们测算 2022 年京东到家 AOV 200 元），因此京东到家平台单均净收入相较于美团闪购与饿了么更高。综合收入端的单均净收入差异，以及履约及补贴端的效率差异，我们预计长期看京东到家单均 OP 天花板将高于美团闪购，但单量及 GMV 体量将相对受限。

图 50：即时零售市场各玩家粗口径 GMV 占比趋势展望



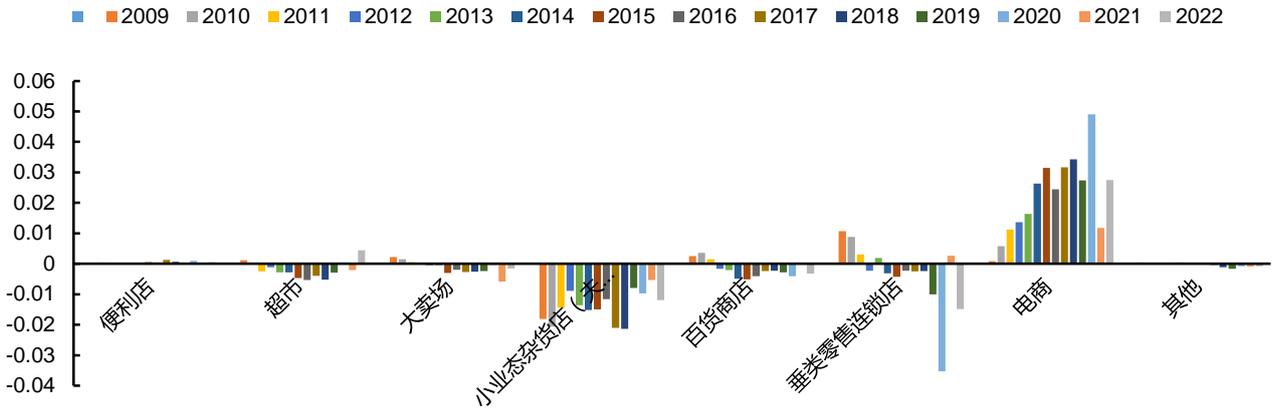
资料来源：各公司财报，中信证券研究部预测 注：考虑到自营即时零售也会在开放平台上销售，因此 GMV 层面存在一定重叠，上述 GMV 占比测算未考虑重叠比例

### 渠道演绎：乘线上化东风，重塑消费体验

回顾零售行业的渠道演变趋势，核心在于对消费者需求的持续精益满足，其中包括消费者对“多、快、好、省”商品本身的需求，以及对于消费体验（更精准的匹配、更有趣的探索）的追求。在不同的时期，供给端能够给消费者提供的满足存在差异，例如 2015 年之前难以从运力端系统性地满足消费者超市到家的需求，即时零售行业内的诸多探索均难言成功。但是随着餐饮外卖的高频需求催生的巨大市场带动的大规模即时配送运力，以及近年来线下商家数字化能力的提升，消费者对于即时消费、送货上门的需求得以有效释放，推动这一市场迎来快速扩容。

展望线下零售、即时零售与在线购物这三个渠道之间的关系，我们认为对于线下零售商而言，即时零售带来的销售增量将大于其对门店的分流，并有望成线下零售商与电商渠道博弈的重要抓手。线下实体零售在近年来的发展中，面临着线下流量衰减、自建运力成本过高、触达用户面窄等困难，造成其与线上渠道的竞争中处于下风，近年来市场份额走弱。但我们认为，线下零售渠道距离消费者足够近这一壁垒仍具有极强的价值，门店的角色一方面可以作为即时零售的驻点，同时也是体验性、社交性消费的发生场所。

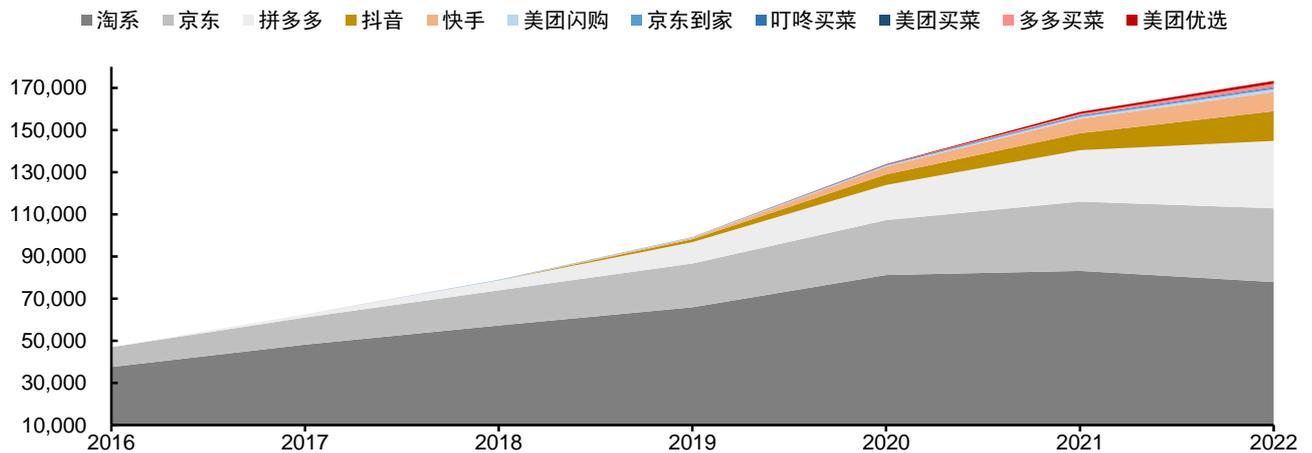
图 51：中国不同零售渠道规模市场份额逐年变化幅度



资料来源：欧睿，中信证券研究部

即时零售作为融合了线上购物便利性与线下配送即时性的近场电商新渠道，释放的是消费者对于便利性、即时性的长期需求，重塑消费者的购物体验。我们认为约束即时零售发展的供给端、履约端限制均已降至较低水平，而随着消费习惯的养成，这一市场有望在未来三年奔向万亿规模，成为消费者购物选择中的重要一环。随着传统电商的渗透率已达到较高水平，我们看好即时零售通过消费场景创新、消费体验优化，推动中国消费线上化率进一步提升。我们看好美团闪购、京东到家等巨头持续赋能线下零售商，完善近场电商的体验、规模与效率。

图 52：各在线 B2C 商品交易平台 GMV (亿元) 趋势



资料来源：各公司财报（阿里巴巴，京东，拼多多，快手，美团，达达集团，叮咚买菜），晚点 LatePost，中信证券研究部测算

## ■ 风险因素

国内消费市场复苏进度不及预期。2022 年 11 月以来国内防疫政策迎来转向，2023

年是疫情政策较大复苏调整的首年。考虑到消费复苏的力度仍需宏观数据验证，消费者购买力复苏进度仍需时日观察，存在不及预期风险。

**即时零售渗透率提升速度不及预期。**目前即时零售在居民日常消费中占比仍处于较低水平，我们对于行业未来三年空间的预测基于对即时零售在各个细分品类及渠道渗透率的预测，若即时零售渗透率提升速度不及预期，可能造成行业及头部公司层面未来三年规模及盈利增速不及预期。

**即时零售市场竞争格局恶化超出预期。**目前即时零售平台间的竞争强度处于合理水平，若行业内部分玩家通过大幅调低佣金率等方式进行竞争，可能会对行业整体的盈利能力及扭亏的节奏造成超预期的影响。

**部分即时零售参与者现金流断裂风险。**即时零售行业内的部分垂类玩家资金储备水平一般，若行业竞争加剧或运营效率难以有效提升，或造成难以实现有效盈利或现金流断裂的风险。

**互联网平台监管再度趋严风险。**2021年以来监管侧加强对于互联网、平台经济等领域的监管力度，2022年以来随着监管逐步落地，边际维度风险趋缓。若监管侧对于平台经济、消费者保护等层面监管再度趋严，可能对相关公司短期业绩造成扰动。

## ■ 投资建议

我们认为，即时零售作为连接了线上流量与线下渠道的近场零售业态，本质上是对消费者即时性、便利性购物需求的满足。即时零售自营与平台两种模式下，自营走向精而深的耕耘，而平台则走向大而全的拓展，我们看好平台模式成为即时零售行业的主导模式，预计2025年GMV占比有望达到约72%。平台模式下，对于参与者在用户获取、心智迁移、商家拓展、商家赋能、履约配送等多个维度均提出较高的要求，我们预计目前行业内的头部玩家美团闪购、京东到家有望保持头部地位，并推动行业持续扩容、自身盈利情况好转。

估值维度来看，考虑到目前平台模式玩家与自营模式玩家均未实现大规模盈利，参考电商行业在稳定盈利前的常见估值方式，我们建议以PGMV或PS对业务价值进行评估。以典型的前置仓模式上市公司叮咚买菜为例，截至2023/06/08，叮咚买菜2023E PGMV 0.2x，PS 0.2x（彭博一致预期）。

头部平台企业中，美团闪购作为当前即时零售市场中较快跑通规模与盈利限制的平台，我们对其长期价值进行展望：预计2025年美团闪购有望实现GMV 3,840亿元，对应AOV 100元、日均单量约1,050万单。我们预计稳态情景下，美团闪购GMV口径take rate 9%~10%，变现率低于餐饮外卖，但单均OP预计将超过外卖。中性预期下，参考叮咚买菜估值水平，给予美团闪购业务0.3x P/GMV估值倍数，我们预计该业务价值空间有望达到1,100~1,200亿元。考虑到美团闪购UE模型持续好转，随着盈利路径趋于清晰，有望

被市场独立定价。

从投资标的的维度来看，我们看好美团闪购对于美团到家生态的战略意义，以及京东到家对于提升京东履约时效心智的重要价值。推荐即时零售赛道领先标的美团-W（03690.HK）、达达集团（DADA.O）、京东（JD.O）、京东集团-SW（09618.HK）；建议关注盒马（未上市）、叮咚买菜（DDL.N）、顺丰同城（09699.HK）。

表 5：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价（元）	EPS（元）			PE			PS			评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	
美团-W	03690.HK	144.70	0.45	4.03	5.51	292	33	24	3.8	3.0	2.4	买入
达达集团	DADA.O	5.93	-1.29	0.11	0.72	N/A	94	15	1.2	0.9	0.7	买入
京东	JD.O	38.91	8.88	10.69	12.18	16	13	12	0.4	0.4	0.4	买入
京东集团-SW	09618.HK	155.20	8.88	10.69	12.18	16	13	12	0.4	0.4	0.4	买入
叮咚买菜	DDL.N	2.58	-1.63	0.35	1.67	N/A	35	7	0.2	0.2	0.2	-
顺丰同城	09699.HK	9.81	-0.31	-0.01	0.13	N/A	N/A	67	0.8	0.6	0.5	-

资料来源：彭博，中信证券研究部预测 注：美团-W、达达集团、京东、京东集团-SW EPS 预测来自中信证券研究部，叮咚买菜、顺丰同城盈利预测来自彭博一致预期；股价为 2023/08/07 日收盘价，美/港股公司收盘价分别为美元/港元，EPS 单位为人民币，美元兑人民币汇率为 7.14，港元兑人民币汇率为 0.91

## ■ 相关研究

- 新零售行业即时零售专题研究之一——拥抱数字化变革，迎接零售新常态 (2023-07-28)
- 电商行业 23Q2 业绩前瞻—复苏更进一步，前沿技术领航 (2023-07-21)
- 电商行业 2023 年 618 专题报告—大促符合预期，关注竞争加码、复苏演进 (2023-06-21)
- 电商行业 23Q1 财报总结暨 618 前瞻—温和复苏途中，关注大促带动消费情绪 (2023-06-01)
- 电商行业 22Q4 财报总结暨 23Q1 展望—需求蓄力，动态竞争 (2023-03-29)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。**