

达达集团 (DADA)

即时零售的先行者，再造本地化的京东

核心观点:

*如非特殊说明，本报告货币为人民币

- **即时零售是线下零售场景的延伸，生鲜果蔬和商超到家是增长最快的两大品类。**据艾瑞咨询，2019年中国本地即时零售商超品类 GMV 约 467 亿元，线上渗透率仅为 1.4%，预计 2023 年体量及渗透率有望提升 7~8 倍。商超即时零售对于商品丰富性、配送时效性的要求更高，其复杂程度超越传统电商、前置仓以及外卖场景。我们认为流量之争在初期尤为重要，但主要玩家已清晰显现，未来的竞争将围绕供应链效率这一长期竞争壁垒展开。
- **达达集团是即时零售市场的先驱，深耕商超品类的平台型综合服务商。**达达集团前身为达达平台，2016 年与京东到家合并后以众包物流的业务模式进入本地即时零售市场，2019 年京东到家 GMV 为 122 亿元。公司继承京东强零售基因，通过京东到家平台与达达快送运力形成生态闭环，从平台运营、商家赋能、供应链提效、运力保障等方面构筑护城河，截止 2020 年 9 月，公司在商超到家市场以及社会化即时配送市占率双双第一。除了实体商超外，达达集团加速拓展各类专业连锁业态（如药店、化妆品 CS 店、3C 连锁等）以及品牌商（如百事中国、雀巢、悦诗风吟等），逐步打造本地化的京东商城。
- **盈利预测与投资建议。**分拆达达快送与京东到家两个业务模块做预测，预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 57.0/90.0/133.4 亿元，同比增长 84%/58%/48%，Non-GAAP 归母净利润分别为-19.2/-10.0/0.7 亿元。考虑达达快送与京东到家的业务属性，采用分部估值，给予达达快送 2021 年 2.0x PS，京东到家 2021 年 1.6x P/GMV，对应合理价值 51.59 美元/ADS。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**到家业务需求不及预期；供应链提效不及预期，成本难控制；外卖等平台突破商超运营壁垒，行业竞争向恶性化方向发展；低线城市商户渗透不及预期。

盈利预测:

单位: 人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,922	3,100	5,702	8,998	13,337
增长率(%)	57.8	61.3	83.9	57.8	48.2
non-GAAP 归母净利润(百万元)	-2,165	-2,215	-1,924	-998	71
增长率(%)	-37.6	-2.3	13.2	48.1	107.1
non-GAAP EPS (元/ADS)	-24.05	-24.43	-8.49	-4.14	0.30
P/GMV	-	-	2.3	1.4	0.8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (1 美元按 6.464 人民币换算)

公司评级

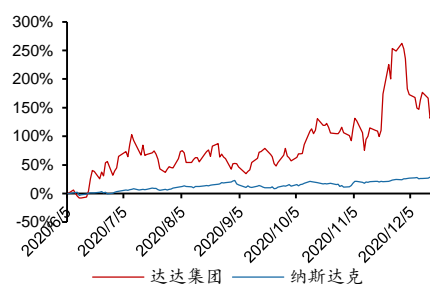
买入

当前价格	38.64 美元
合理价值	51.59 美元
报告日期	2021-01-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	934.43/934.43
总市值/流通市值 (百万美元)	8198.16/8198.16
一年内最高/最低 (美元)	61.27/14.60
30 日日均成交量/成交额 (百万)	3.61/149.37
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	38.36/128.27

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

达达集团: 背靠京东、沃尔玛, 2020-06-29
打造本地即时零售配送平台

联系人:

李靖 021-38003647

shlijing@gf.com.cn

目录索引

投资聚焦	5
一、即时零售：供应链效率为王的红利赛道	6
（一）外卖以外的更大蓝海，即时零售赛道竞争者环伺	6
（二）用户线上消费习惯加速培养，倒逼传统商超开启数字化革命	9
（三）平台模式主导商超到家，长期比拼供应链效率	12
二、达达集团：高效运力+深度赋能，以平台模式深耕商超到家	15
（一）即时零售先驱，深耕商超领域的平台型综合服务商	15
（二）京东到家+达达快送：商家赋能与运力保障，打造高效生态闭环	18
（三）长期创造价值的可持续性：基于深度供应链优化的运营能力	20
三、盈利预测与投资建议	28
四、风险提示	30

图表索引

图 1: 即时配送细分品类订单占比变化.....	6
图 2: 中国本地即时零售商超品类 GMV 及线上渗透率	7
图 3: 中国即时配送订单量规模及同比	7
图 4: 中国即时配送用户规模及同比	7
图 5: 全网整体用户呈上升趋势	9
图 6: 移动互联网月人均使用时长呈上升趋势	9
图 7: 中国网民年龄结构 (截止 2020 年 3 月)	10
图 8: 消费者对到家服务商品的溢价接受情况	10
图 9: 2019 年尝试线上模式的消费者占比增加	10
图 10: Top30 商超 APP 及小程序上线情况	12
图 11: 即时配送供应链拆解: 全渠道履约最为复杂	14
图 12: 商超到家单客盈利模型拆解: 降低配送与分拣成本是盈利提升的关键 ...	15
图 13: 达达集团发展历程	16
图 14: 达达集团营业收入 (百万元, 左) 及 YoY (右)	16
图 15: 达达集团净利润 (百万元, 左) 及净利率 (右)	16
图 16: 达达快送订单量 (百万单, 左) 及 YoY (右)	16
图 17: 京东到家 GMV (百万元, 左) 及 YoY (右)	16
图 18: 达达集团成本费用拆分 (百万元, 左) 及期间费用率 (右)	17
图 19: 达达集团核心业务拆解	18
图 20: 达达集团业务收入拆分 (百万元)	19
图 21: 达达集团业务收入增速对比	19
图 22: 京东到家与达达快送在细分赛道市占率情况	19
图 23: 中国商超零售及商超到家市场空间	20
图 24: 中国即时配送市场空间	20
图 25: 达达集团核心技术平台	21
图 26: 商超到家各运营场景赋能过程	22
图 27: 达达快送智能派单系统	23
图 28: 达达集团大客户收入占比 (%)	25
图 29: 达达集团大客户收入体量 (百万元)	25
图 30: 沃尔玛中国营收 (百万美元, 左) 及 YoY (右)	25
图 31: 沃尔玛与京东到家合作门店数量	25
表 1: 即时配送主要运力比较	8
表 2: 2019 年中国销售额前三十名商超到家业务线上运营情况	11
表 3: 主要到家平台及自营 APP 月活跃用户数比较	13
表 4: 典型商超卖场 SKU 规模	14
表 5: 达达集团主要股东情况 (截止 2020 年 12 月)	17
表 6: 京东到家主要零售赋能项目汇总	20

表 7: 达达集团部分在审专利汇总	24
表 8: 达达快送骑手培训要求	24
表 9: 主要本地生活平台合作商户情况 (截止 2020 年 9 月)	26
表 10: 达达集团与各类品牌、品类用户合作情况	26
表 11: 达达集团盈利预测摘要	28
表 12: 达达快送可比公司估值	30
表 13: 京东到家可比公司估值	30

投资聚焦

即时零售是未来电商领域无法忽视的赛道之一。回顾零售业态发展历程，从国有到民营、从单店到连锁、从线下到线上，几乎每一次变革都沿着更高效率、更低成本的方向进化。即时零售作为线下零售场景的延伸，满足了用户新的消费需求，也是巨头在传统电商流量困局下的转型抓手，而成熟的短途配送体系为这一新场景提供了基础设施。相比外卖，商超品类的供应链体系更为复杂，我们认为攻城略地的流量争夺只是开始，供应链效率的持续优化才是这一红利赛道最终胜出的关键。

据艾瑞咨询测算，2019年中国本地即时零售商超GMV约467亿元，线上渗透率仅为1.4%，GMV体量至2023年预计接近4000亿元，线上渗透率将超过10%，四年内体量及渗透率的提升空间接近7~8倍。消费者对更快捷方便与优质服务的追求、平台线上流量的加速汇聚与即时运力的精准匹配、商家全渠道转型的提速及对差异化竞争的重视，均给予即时零售赛道未来更广阔的发展空间。

当下即时零售赛道的竞争仍然围绕流量展开，规模足够大的用户群体既是订单量的来源，也是降低配送成本的关键。但随着龙头公司拉开差距之后，供应链效率才是即时零售寡头的长期竞争壁垒。和外卖场景比较，商超SKU数量繁多，配送流程需考虑仓储和分拣步骤联动，往往涉及拆单与并单，且常有粮油米面、个护家清等大件笨重物品；和传统电商比较，即时零售需满足当日达、小时达、甚至半小时达，对配送时效性有着更高的要求。因此基于实体商超门店的到家业务兼顾商品丰富性和履约时效性，是更为复杂的体系。

数字化和线上化是传统商超变革的必然选择，龙头公司或选择自营，或通过合作模式实现转型，但商超自建运力团队成本过高，业内与第三方运营服务商、运力提供商合作的案例越来越普遍。相比超市自营的到家模式，我们认为基于实体门店的商品资源和网点布局而搭建的平台模式是更优选择，这需要平台与商超之间建立更紧密更开放的供应链合作关系。

达达集团正是从最复杂的商超到家切入即时零售市场，与沃尔玛、永辉、华润万家等KA商家建立战略合作关系，京东到家研发“物竞天择”、“海博”、“盘古”等系统解决客户的进销存对接、数字化营销，而达达快送则依托智慧物流系统和“苍穹”大数据平台，在订单指派、路径规划、动态定价等方面进行算法实践。两个业务模块形成生态闭环，围绕传统商超到家业务的痛点，从平台运营、商家赋能、供应链提效、运力保障等方面逐步培养起自身核心竞争力。当然，达达的野心远不止商超品类，而是再造本地化的京东商城，为此公司正加速拓展各类品牌客户及专业连锁业态，如药店、化妆品CS店、3C连锁、百事中国、雀巢等，未来值得期待。

风险提示：到家业务需求不及预期；供应链提效不及预期，成本难控；外卖等平台突破商超运营壁垒，行业竞争向恶性化方向发展；低线城市商户渗透不及预期。

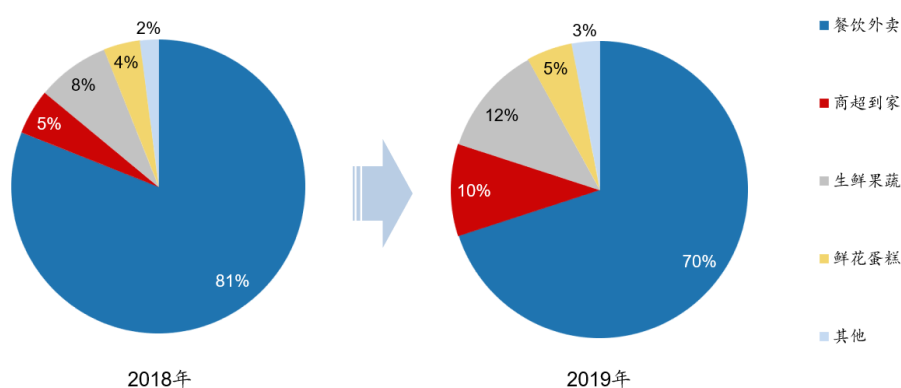
一、即时零售：供应链效率为王的红利赛道

（一）外卖以外的更大蓝海，即时零售赛道竞争者环伺

即时零售业态看似外卖品类的拓展，实则线下零售场景的延伸。根据中国物流与采购联合会及罗戈研究等机构统计，2019年中国即时配送市场细分品类订单格局中，外卖类订单占比较上年同期已下降11pct，而生鲜果蔬订单占比从8%上升至12%，商超到家相关订单占比从5%上升至10%，成为增长最快的两个品类。

即时配送品类重心偏移的背后并非订单量的此消彼长，外卖配送服务对象以长尾餐饮商户居多，提升的是餐饮市场“最后一公里”供应效率；一旦涉及粮油米面、生鲜果蔬、日化杂货、个护家清等快消品类，无论是平台、运力还是商家终究绕不开“人、货、场”的规则。回顾零售业态发展历程，从国有到民营、从单店到连锁、从线下到线上，几乎每一次变革都沿着更高效率、更低成本的方向进化。即时零售作为线下零售场景的延伸，满足了用户新的消费需求，也是巨头在传统电商流量困局下的转型抓手，而成熟的短途配送体系为这一新场景提供了基础设施。相比外卖，商超品类的供应链体系更为复杂，我们认为攻城略地的流量争夺只是开始，供应链效率的持续优化才是这一红利赛道最终胜出的关键。

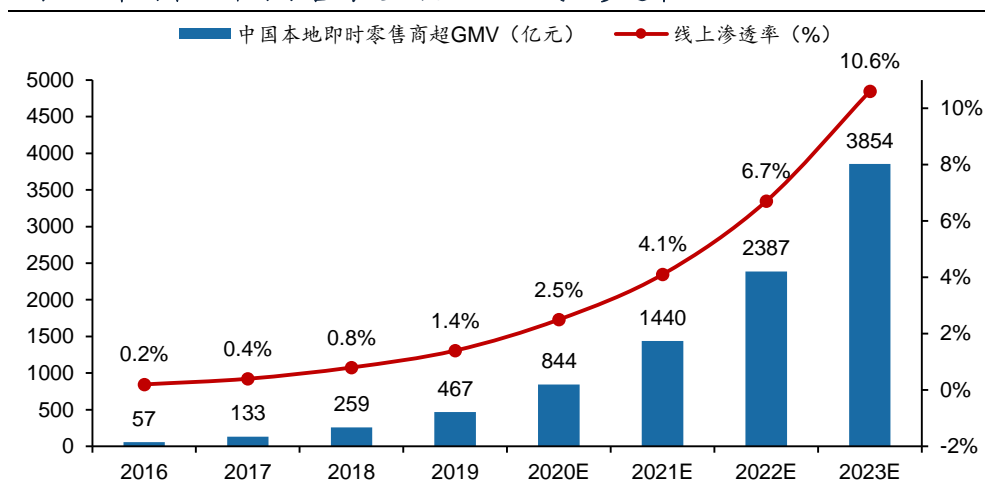
图 1：即时配送细分品类订单占比变化



数据来源：中国物流与采购联合会，罗戈研究，广发证券发展研究中心

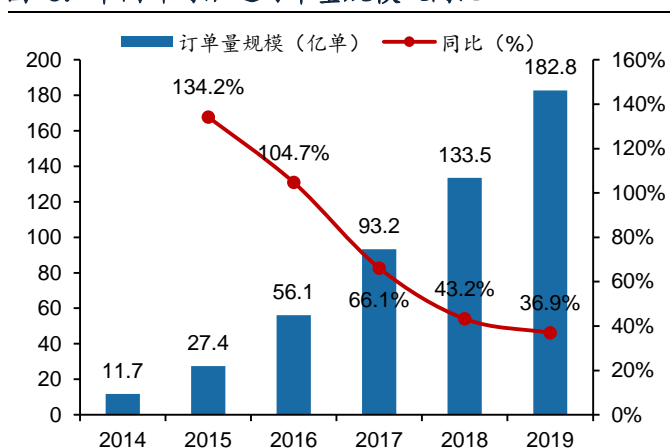
快速增长的蓝海市场，即时零售赛道竞争者环伺。据艾瑞咨询测算，2019年中国本地即时零售市场商超品类GMV约467亿元，线上渗透率仅为1.4%，预计2023年有望接近4000亿元，线上渗透率超过10%，这意味着四年时间行业规模及渗透率的提升空间接近7~8倍。从订单量及用户规模来看同样如此，2019年中国即时零售订单量达183亿单，同比增长36.9%；用户规模达4.2亿人次，同比增长17.6%，预计2020年用户规模将达到4.8亿人次。消费者对便捷优质服务的追求、线下商家全渠道转型的迫切需求、平台线上流量与即时运力的精准匹配，共同推动即时零售赛道未来更为广阔的发展空间。

图 2：中国本地即时零售商超品类GMV及线上渗透率



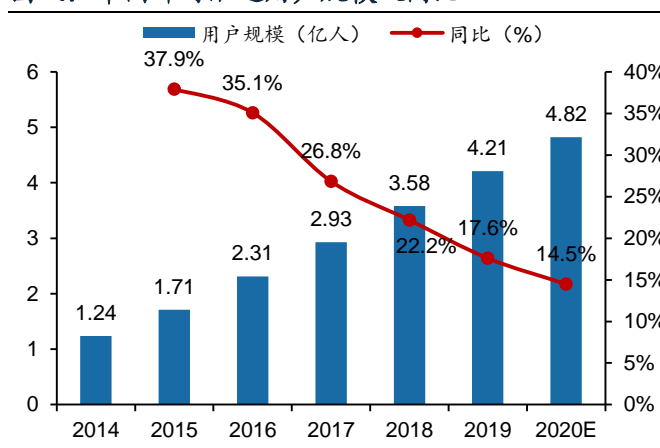
数据来源：艾瑞咨询，达达集团招股书，广发证券发展研究中心

图 3：中国即时配送订单量规模及同比



数据来源：中国物流与采购联合会，广发证券发展研究中心

图 4：中国即时配送用户规模及同比



数据来源：中国物流与采购联合会，广发证券发展研究中心

赛道竞争者环伺，核心运力资源被互联网巨头掌握。到家服务的消费习惯正被加速培养，互联网巨头和专业即时配送运力，甚至传统快递运力纷纷入局，寄希望于在即时零售的蓝海市场中抢占用户心智。

（1）互联网平台运力：以美团、阿里、京东为代表的三巨头是即时配送运力的早期入局者，也是核心运力资源的掌控者。其中美团、阿里从外卖市场的厮杀中脱颖而出，分别手握美团配送、蜂鸟即配两张运力王牌；京东则专注商超到家服务，2016年京东到家与达达合并打造生态闭环，巩固自身运力体系。

（2）专业即时配送运力：早期多从个人急送、同城快送细分领域切入，服务个人即时配送需求起家，例如闪送、点我达、UU跑腿等。此类平台均以众包形式组织运力以控制成本并实现规模提速和灵活用工，其中点我达已被菜鸟全资控股。

（3）传统物流运力：可以说即时配送领域的运力门槛对于顺丰及“三通一达”等物流巨头几乎不存在，是否加入竞争多取决于企业战略。这不仅涉及业务贡献程度、资源调配难度、跨界转型力度，更关乎企业市场定位及未来方向。目前仅顺丰

同城急送涉足较深，其次为韵达云配递。圆通、申通、中通等的即时配送服务或不是核心业务，或未见主要布局，传统物流运力在即时配送赛道并无先发优势。

表 1：即时配送主要运力比较

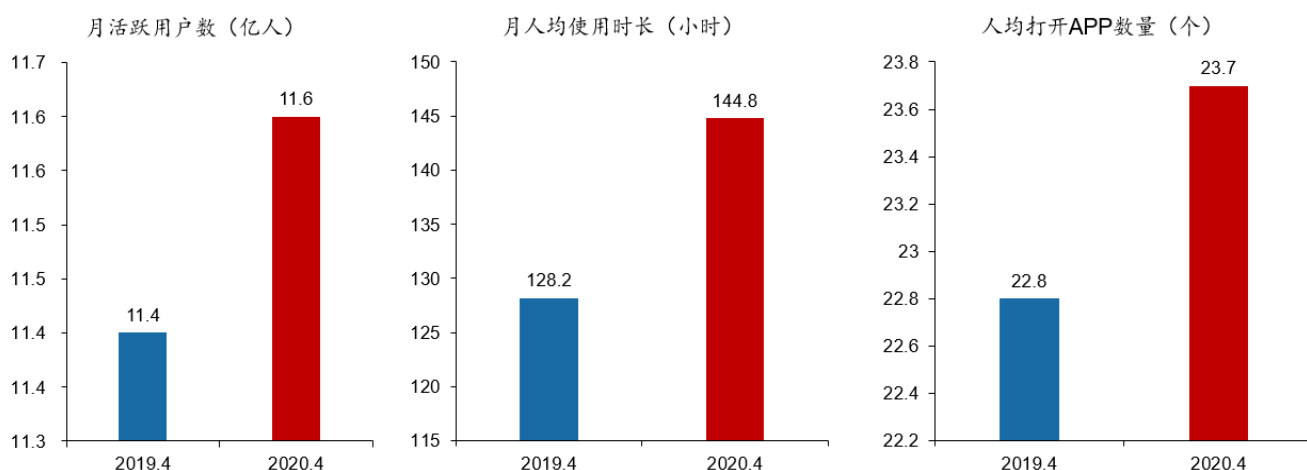
分类	公司	即时运力	模式	发展历程	运力规模	覆盖范围
互联网平台运力	美团	美团配送、美团跑腿	专职+众包	2015 年美团开始自建配送团队，推出专送产品，2019 年发布“美团配送”品牌	骑手规模约 400 万人，美团配送日均活跃骑手逾 70 万人，日均完成订单突破 3000 万(美团跑腿约 40 万+骑手)	2800 个县市(美团跑腿已覆盖 80 座城市)，已合作 360 多万家商户
	阿里	蜂鸟即配	专职+众包	2015 年蜂鸟系统上线，饿了么开放物流平台，2018 年蜂鸟融入阿里生态系统，2019 年升级为独立品牌“蜂鸟即配”	骑手规模 300 万人，日均配送订单 450 万单	2000 个县市；已合作 350 万家商户
	京东	达达集团	专职+众包	2016 年达达与京东到家合并，2017 年进军同城速递业务，2019 年接入个人跨城快递服务	达达快送活跃骑手数达 63 万+，日均订单量峰值超过 920 万件	达达快送覆盖 2400 个县市，京东到家覆盖超过 700 个县市
专业即时配送运力		闪送	众包	2014 年获天使轮融资，2019 年正式签约周杰伦为品牌代言人	100 万+闪送员	已开通 222 个城市服务，已为 1 亿用户解决紧急递送难题
		点我达	众包	2012 年获 A 轮融资，2015 年“点我达”正式上线，2018 年获菜鸟网络 2.9 亿美金战略投资，目前菜鸟已全资控股点我达	平台注册骑手超过 400 万	覆盖 350 多个城市，为 250 万商家和 1.5 亿消费者提供即时配送服务
		UU 跑腿	众包	2016 年 UU 跑腿平台正式上线运营，2018 年覆盖百城	平台合作跑男超过 200 万	覆盖超过 170 座城市，为数千万人提供即时跑腿服务
传统物流运力	顺丰	顺丰同城急送	专职+外包	顺丰同城业务自 2016 年起步，2018 年正式上线北上广深杭，2019 年 3 月独立公司化运作，正式发布“顺丰同城急送”品牌	公司拥有各种用工模式收派员超过 32 万人	完成全国 200+城市的弹性网络全覆盖，服务超过 10 万中小商家和 2000 万个人用户
	韵达	云递配	专职+众包	云递配是韵达集团打造的同城直送业务，2018 年正式上线，支持个人帮取送、商家店配、运力众包等业务	公司全网快递员数量约 17 万人	同城/跨城当日达业务合计 47 条路线，全国 200+城市全线开通
	圆通	承诺达	加盟网点提供运力	2018 年圆通承诺达特快对外发布，开展同城快件即日达、次日达等业务；截止 2020 年 9 月，阿里巴巴集团合计持有圆通速递总股本的 22.5%	公司拥有加盟商超过 4000 家，末端网点超过 3 万个	圆通速递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，县级以上城市基本全覆盖

数据来源：各公司官网，联商网，广发证券发展研究中心（注：传统物流运力中的中通、申通在即时配送领域并无主要布局）

(二) 用户线上消费习惯加速培养，倒逼传统商超开启数字化革命

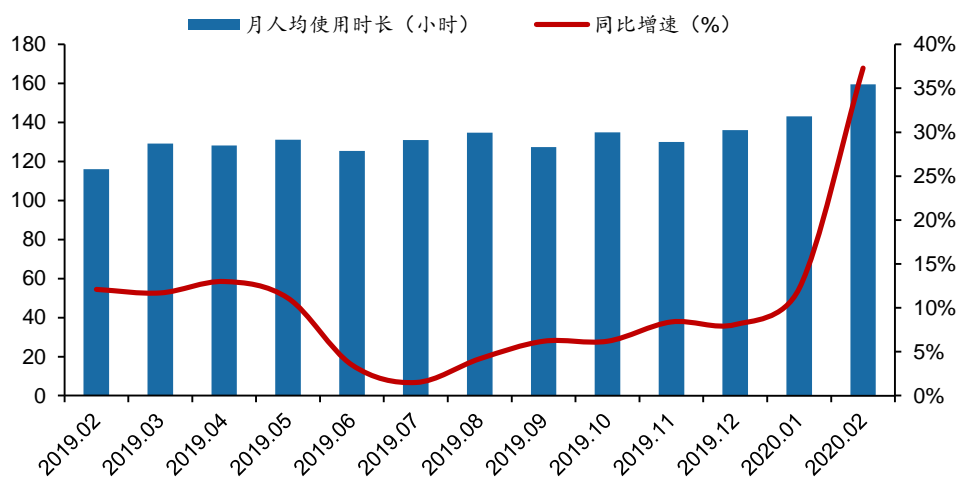
宏观层面，线上用户规模及使用时长稳步增长。疫情加速培育了用户线上消费习惯，而长期来看消费者对更便捷更优质的商品和服务的追求将推动商超到家业务不可逆的发展。参考QM数据，全国网民移动互联网规模近年来保持增长态势，以2020年4月为例，相较去年同期，全网移动互联网活跃用户数从11.4亿人次增长至11.6亿人次；月人均使用时长从128.2小时增长至144.8小时；人均打开APP数量从22.8个增长至23.7个。整体来看用户触网的广度和深度均在拓展。

图 5：全网整体用户呈上升趋势



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

图 6：移动互联网月人均使用时长呈上升趋势

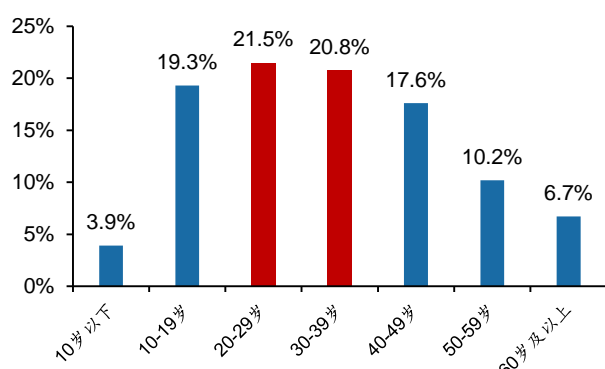


数据来源：QM，广发证券发展研究中心

微观层面，80、90后互联网原住民逐步成为消费主力。参考CNNIC统计数据，截止2020年3月，90后已经超越80后成为规模最大的网民群体，其中20-29岁、30-39岁的网民占比分别为21.5%、20.8%，00后规模位居第三，10-19岁的网民群体占比为19.3%。此外，40-49岁的网民群体占比为17.6%，50岁及以上网民群体占比为16.9%，互联网持续向中高年龄人群渗透。

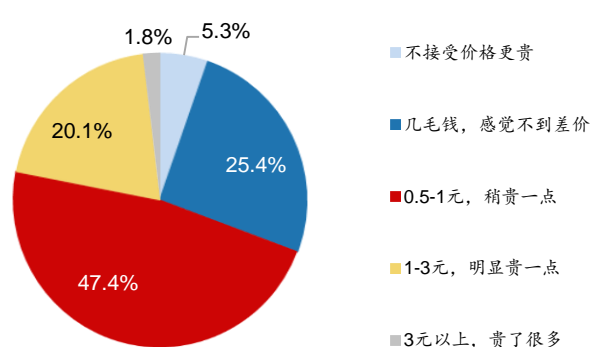
根据2020年7月QM的市场研究数据，消费者整体意识形态已经发生改变，为获取便利性体验，用户愿意为社区消费、到家服务等支付额外的溢价费用。参考麦肯锡及贝恩的统计结果，2019年O2O零售额占快消品总零售额比例达4.3%，并呈现上升趋势；相比于2017年，2019年尝试过线上模式的消费者占比从17%提升至43%，比例增长近2.5倍。

图 7：中国网民年龄结构（截止2020年3月）



数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

图 8：消费者对到家服务商品的溢价接受情况



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

图 9：2019年尝试线上模式的消费者占比增加



数据来源：麦肯锡，贝恩，广发证券发展研究中心

用户消费习惯的培育倒逼传统实体商超开启数字化转型升级。企业数字化变革的直观表现包括上线或入驻平台APP提供到家服务、开启微信小程序入口、运营线

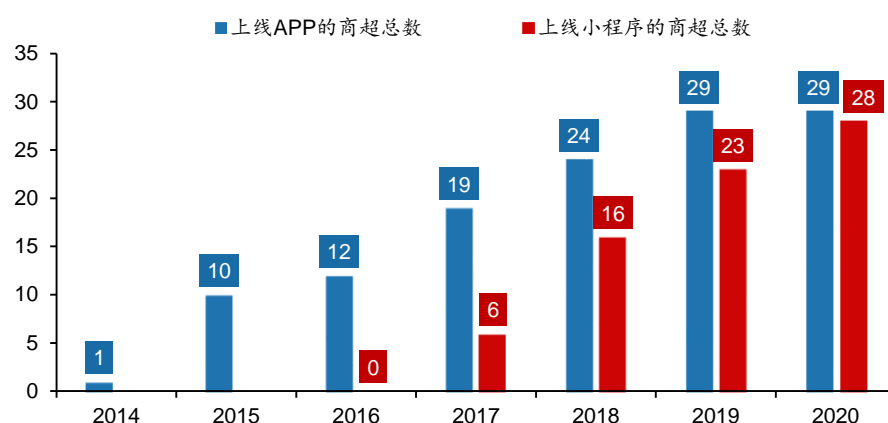
上会员系统、升级门店自助收银设施等。我们梳理了2019年CCFA口径国内销售额前三十名超市的到家业务线上运营情况，其中仅有2家尚未开启线上业务，其余28家商超中，24家拥有自营APP，27家上线微信小程序。

表 2：2019年中国销售额前三十名商超到家业务线上运营情况

排名	商超	APP 名称	App 首次上线时间	微信小程序注册时间
1	华润万家	华润万家-美好生活在万家	2018 年 12 月	2018 年 4 月
2	大润发	大润发优鲜-优品质 鲜生活	2017 年 7 月	2017 年 8 月
3	永辉	永辉生活-品质生鲜，买菜到家	2015 年 12 月	2017 年 8 月
4	沃尔玛	沃尔玛 山姆会员商店	2015 年 5 月 2014 年 2 月	2017 年 6 月
5	联华	联华鲸选	2017 年 6 月	2018 年 10 月
6	盒马鲜生	盒马 - 鲜美生活	2016 年 1 月	-
7	物美	多点	2015 年 6 月	2018 年 11 月
8	家乐福	苏宁小店	2016 年 2 月	2019 年 1 月
9	家家悦	家家悦优鲜	2019 年 2 月	2020 年 2 月
10	步步高	步步高中国超市	2019 年 5 月	2017 年 9 月
11	麦德龙	2018 年起与多点 Dmall 合作，2019 年物美集团收购麦德龙		2019 年 4 月
12	中百仓储	2017 年起与多点 Dmall 合作，上线多点平台		2017 年 10 月
13	世纪华联	-	-	-
14	欧尚	欧尚-随点随送 1 小时到家	2018 年 2 月	2018 年 12 月
15	红旗	红旗连锁	2015 年 10 月	2019 年 5 月
16	永旺	永旺	2019 年 12 月	2019 年 10 月
17	北京华联	2019 年“618”开始与京东到家平台合作		2019 年 1 月
18	武商超市	武商网 - 武商集团官方购物 APP	2015 年 1 月	2018 年 8 月
19	卜蜂莲花	莲花 GO	2015 年 5 月	2020 年 4 月
20	丹尼斯	丹尼斯	2017 年 1 月	2019 年 6 月
21	重百超市	重百优选	2018 年 11 月	2019 年 7 月
22	欧亚	MY EUShop	2017 年 12 月	2018 年 8 月
23	北国超市	掌尚北国	2019 年 9 月	2020 年 4 月
24	美特好	美特好	2017 年 7 月	2020 年 4 月
25	天虹超市	天虹官方 APP	2015 年 5 月	2020 年 7 月
26	人人乐	人人乐园 2018 年起与多点 Dmall 合作，上线多点平台	2015 年 11 月	2018 年 3 月
27	中百超市	2017 年起与多点 Dmall 合作，上线多点平台		2017 年 10 月
28	佳惠	-	-	-
29	大张惠利 佳	大张同城	2015 年 6 月	2018 年 12 月
30	伊藤洋华 堂	伊藤电商	2018 年 7 月	2018 年 8 月

数据来源：CCFA，七麦，微信小程序，广发证券发展研究中心

图 10: Top30商超APP及小程序上线情况



数据来源: CCFA, 七麦, 微信小程序, 广发证券发展研究中心

传统零售触网节奏加速，到家业务上升至战略高度。从头部商超线上化进程来看，近五年是传统零售商数字化转型的加速期。2014年前三十名超市中仅有一家（沃尔玛山姆会员店）上线APP，如今APP或小程序几乎成为标配。头部商超企业的战略重心愈发明确：永辉发力线上业务，加速全渠道业务战略转型，据公司财报，永辉超市2020年前三季度到家业务销售额占主营收入比重达9.7%，其中永辉生活APP占到家业务比重达50.7%；天虹持续优化超市数字化及“天虹到家”平台发展，全面推动百货专柜到家服务，升级实体门店为数字化门店+体验和深度服务中心，据天虹超市总经理王涛先生在2020年第三届中国生鲜零售大会分享，2020年10月以来，天虹超市到家业务已经达到20%占比；家家悦、红旗连锁、步步高等企业也积极推进数字化转型，加速线上线下融合，逐步将经营重点从传统商品运营向用户运营转变，强化线上线下联动和到店到家服务，据步步高财报，2020年前三季度线上销售额占总销售额比例为12.7%，其中第三季度线上销售额占总销售额比例达17.0%。

（三）平台模式主导商超到家，长期比拼供应链效率

即时零售围绕“人、货、场”，核心竞争要素仍然是流量和供应链效率。相比超市自营的到家模式，我们认为基于实体门店的商品资源和网点布局而搭建的平台模式是更优选择。现阶段仍处于流量争夺阶段，快速抢占用户心智是首要任务，但相比传统电商，即时零售对于商品丰富性、配送时效性、库存准确性的要求更高，这也意味着平台与商超之间需要建立更紧密更开放的供应链合作关系。

参考QM统计数据，主要外卖平台基于早期积累，月活跃用户数规模遥遥领先。以京东到家和多点为代表的商超到家平台月活跃用户数也比较可观，且从今年3月以来保持快速增长态势，其中京东到家用户规模3~8月累计增速达35.7%，多点为19.4%。相比之下，传统商超自营APP用户规模则逊色不少，龙头企业如华润万家、大润发、永辉超市等均停留在百万级别，其余玩家如沃尔玛、红旗连锁、人人乐等不到十万。不同公司用户数量级的差异，意味着商超到家的主要玩家已经比较清晰。

表 3：主要到家平台及自营APP月活跃用户数比较

MAU (万人)	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08
美团外卖	4711	4856	5217	5398	6003	6296
饿了么	3875	4108	4485	4530	4982	5517
京东到家	737	833	882	918	900	1000
多点	1465	1492	1655	1640	1623	1749
华润万家	39	36	43	41	78	134
大润发优鲜	183	159	164	160	170	186
永辉生活	362	395	355	341	306	315
沃尔玛	16	12	9	7	7	7
联华鲸选	24	24	22	25	24	26
红旗连锁	3	2	3	3	4	2
莲花 go	8	9	8	7	7	6
丹尼斯	17	18	19	18	18	24
掌尚北国	14	15	14	16	17	18
人人乐园	1	1	1	1	1	1
伊藤电商	2	2	1	1	1	1

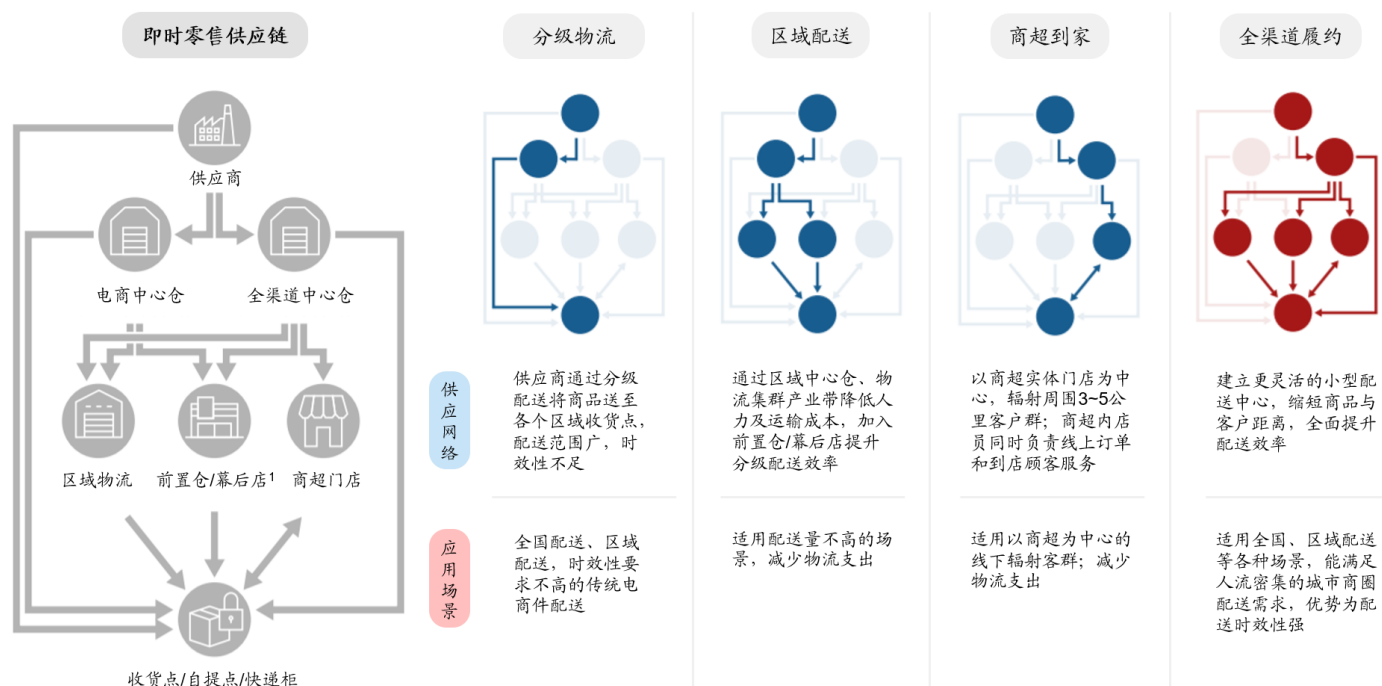
数据来源：QM，广发证券发展研究中心

流量之争在初期尤为重要，但龙头公司拉开差距之后，供应链效率才是即时零售寡头的长期核心竞争力。我们此处讨论的供应链，指的是以零售商超端为起点，包括仓储、库存、汰换、分拣、配送一系列流程在内的综合服务，这些服务的质量和成本控制，决定了流量的长期转化与留存表现。

基于全渠道履约的即时配送供应体系，其复杂度大大超越传统电商。对比几种主要履约形式，传统电商品类丰富，供应网络覆盖全国，一般通过多级物流展开布局，但时效性不强，履约时间往往以天计算。前置仓模式在提升时效的要求下通过合理选址，广泛布局小型仓配网点提高配送便捷性与灵活性，时效性得到改善但商品丰富度有所牺牲。而基于传统商超门店的即时配送业务则兼顾了商品丰富性和履约时效性，是更为复杂的体系。一方面，单个超市成为商品仓拣配中心，承担了部分前置仓功能，配送效率能实现当日达、小时达、甚至半小时达；另一方面，商超品类齐全多样，包含满足居民日常消费的各类快消品及普货。根据沃尔玛官网，在其三种主要店铺中，规模最小的山姆会员店SKU数超过4000个，最大的沃尔玛购物广场SKU数则通常超过20000个。商超到家的复杂性也体现于此，其配送流程需考虑仓储和分拣步骤联动，往往涉及拆单与并单；此外粮油米面、个护家清等大件、笨重物品，对配送的灵活性与便捷程度又提出更高要求。

达达集团正是从最复杂的商超到家体系切入即时零售，公司与各类品牌商、零售商深度合作，比如涉足超市内部仓储、库存、分拣步骤的运营优化，基于品类丰富多样、订单量规模与商品组合提供个性化解决方案。达达集团两类主要订单为来自京东集团的电商件落地配和即时零售中各类同城配，公司从最复杂体系切入零售供应链，深挖护城河，逐步建立全渠道履约核心竞争力。

图 11：即时配送供应链拆解：全渠道履约最为复杂



数据来源：麦肯锡，广发证券发展研究中心（注：1、国外大超市在各地开设的小型分店，此类分店专为网购顾客配货且不对外开放，名为“Dark Store”，功能类似前置仓）

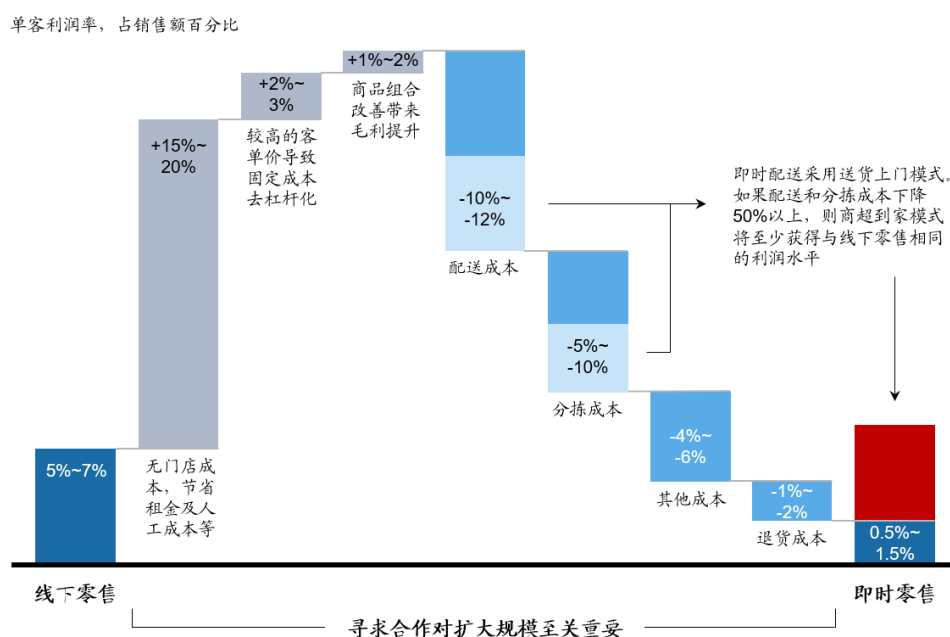
表 4：典型商超卖场SKU规模

商超	门店面积（平方米）	SKU 数量
沃尔玛购物广场	5000~10000+	20000+
山姆会员店	~20000	4000+
沃尔玛惠选超市	~1200	8000+
Costco	几千至上万	4000~5000+
华润万家	几千至上万	15000+

数据来源：沃尔玛官网，《中美超市经营差异比较》（潘渝棱），广发证券发展研究中心

商超到家长期盈利的关键来自成本控制与客单价提升。参考麦肯锡调查数据，结合行业平均水平，我们对商超到家单客盈利模型进行拆解。从单客利润率组成来看，在实体零售线上化的过程中，成本节约项来自租金、人力、客单价潜在的提升空间以及商品组合带来的毛利改善，而配送与分拣是主要成本来源，分别占单客销售额的10%~12%及5%~10%，使得目前到家业务利润率与线下业态仍有不小差距。若配送与分拣成本能随着规模增长有效降低，该部分效率改善将直接转化为商超到家模式利润，使其有望达到甚至超过线下业态的盈利水平。

图 12：商超到家单客盈利模型拆解：降低配送与分拣成本是盈利提升的关键



数据来源：麦肯锡，广发证券发展研究中心（注：其他成本包括 IT、交易手续费、营销相关费用等）

二、达达集团：高效运力+深度赋能，以平台模式深耕商超到家

（一）即时零售先驱，深耕商超领域的平台型综合服务商

达达集团前身为达达平台，2016年与京东到家合并后以众包物流的业务模式进入本地即时零售市场。达达集团继承京东强零售基因，以优质服务和性价比树立行业标杆，已与沃尔玛、永辉超市、华润万家、联华超市等多家商超龙头建立深度战略合作关系，是兼具商超运营与运力供给能力的平台型综合服务商。

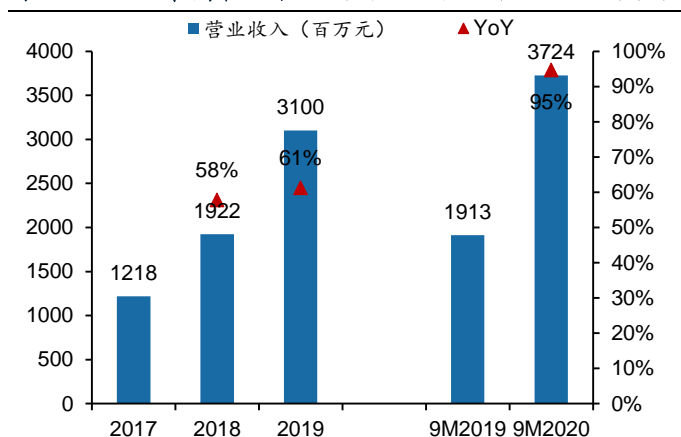
据公司财报，2019年达达营收规模31.0亿元，核心业务包括京东到家和达达快送，其中京东到家GMV为122.1亿元，活跃用户数2440万人，活跃商家数超过8.9万家；达达快送活跃骑手数63.4万人，订单量7.5亿件，日均订单量峰值超过920万件。3Q2020达达集团实现营收13.0亿元，同比增长86%，Non-GAAP净利润-3.2亿元，同比亏损收窄0.87亿元，营收保持高增速，业绩趋势持续向好。

图 13: 达达集团发展历程



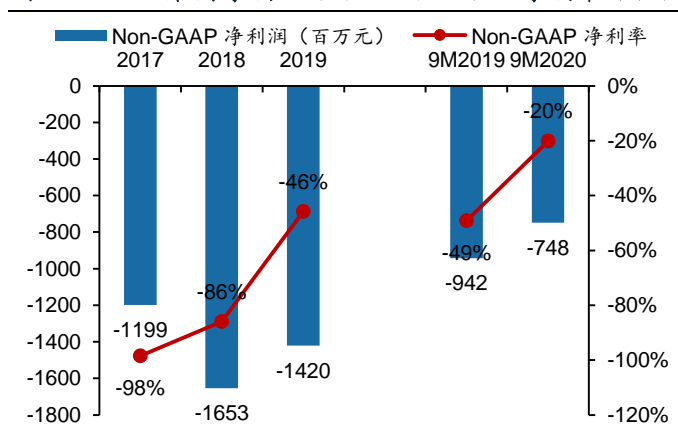
数据来源：公司招股书，公司官网，广发证券发展研究中心

图 14: 达达集团营业收入（百万元，左）及YoY（右）



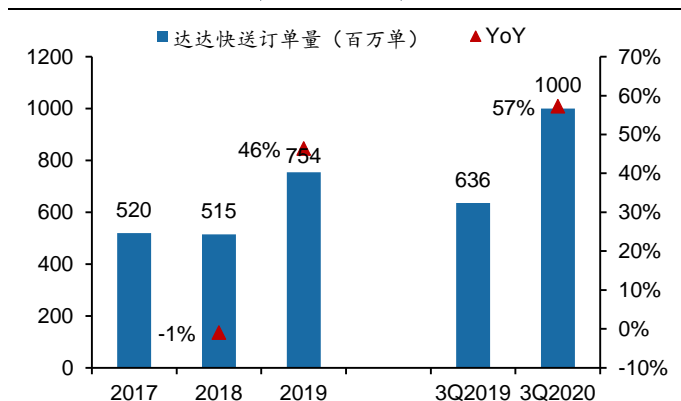
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 达达集团净利润（百万元，左）及净利率（右）



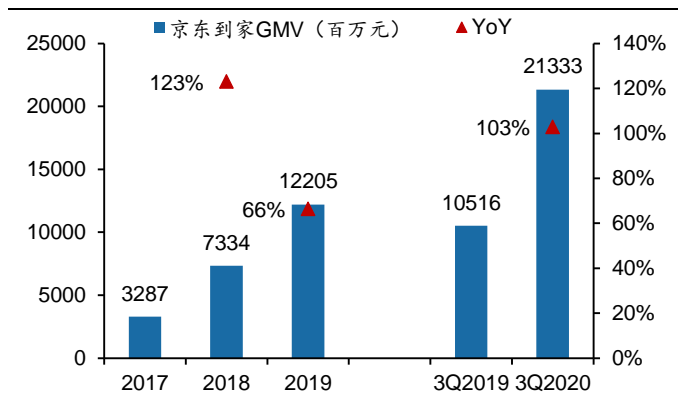
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16: 达达快送订单量（百万单，左）及YoY（右）



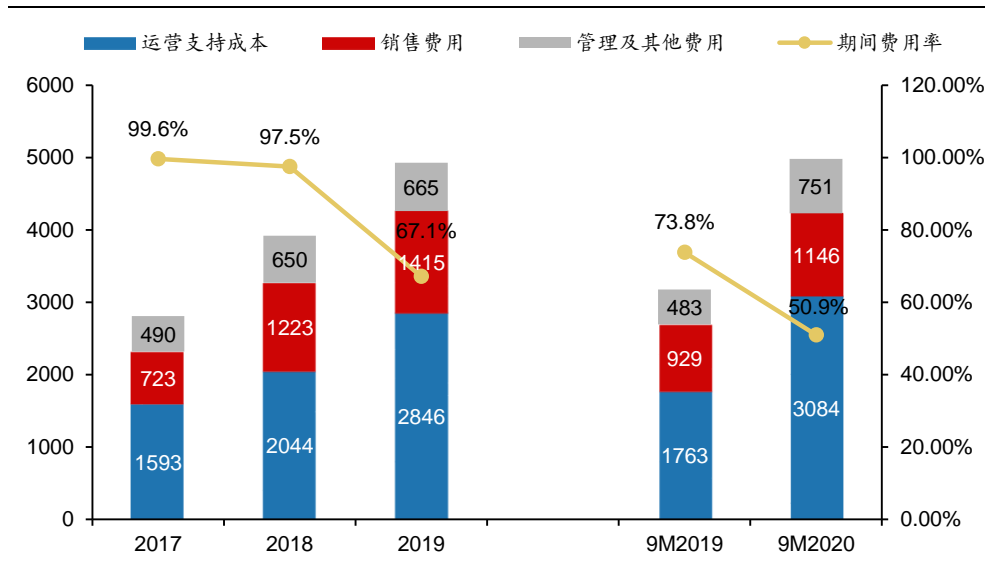
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（注：3Q 数据为过去十二个月截止至统计时点）

图 17: 京东到家GMV（百万元，左）及YoY（右）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（注：3Q 数据为过去十二个月截止至统计时点）

图 18: 达达集团成本费用拆分 (百万元, 左) 及期间费用率 (右)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司高管团队履历丰富, 京东、沃尔玛、红杉多人进入董事会。公司于2020年6月5日登陆纳斯达克, 截止12月, 京东和沃尔玛两大零售巨头分别持有公司46.5%和10.2%股权, 位列前两大股东。此外, 红杉资本及DST Global均为重要股东, 分别持有公司9.8%和8.1%的股权。

达达集团董事会主席、CEO兼创始人蒯佳祺先生拥有美国麻省理工物流工程硕士, 于2014年创立达达, 带领公司成功捕捉本地即时配送风口。CTO杨骏先生获卡耐基梅隆大学博士学位, 拥有多年Google、Facebook工作经验。CFO陈兆明先生曾任宝尊电商、拉手网财务总监。其余董事会成员中, 3位来自京东集团, 分别为京东零售集团CEO徐雷、京东物流CEO王振辉、京东零售CFO许冉; 1位来自沃尔玛, 为沃尔玛中国CEO朱晓静; 1位来自红杉, 为红杉资本中国基金合伙人周奎。

表 5: 达达集团主要股东情况 (截止2020年12月)

主要股东	持股数量 (股)	持股比例
JD Sunflower Investment Limited ¹	43410 万	46.5%
Walmart Entities ²	9498 万	10.2%
Investment funds affiliated with Sequoia Capital China (红杉资本中国基金)	9192 万	9.8%
Investment funds affiliated with DST	7608 万	8.1%
Philip Jiaqi Kuai	7278 万	7.7%
Total	76986 万	82.3%

数据来源: 公司招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

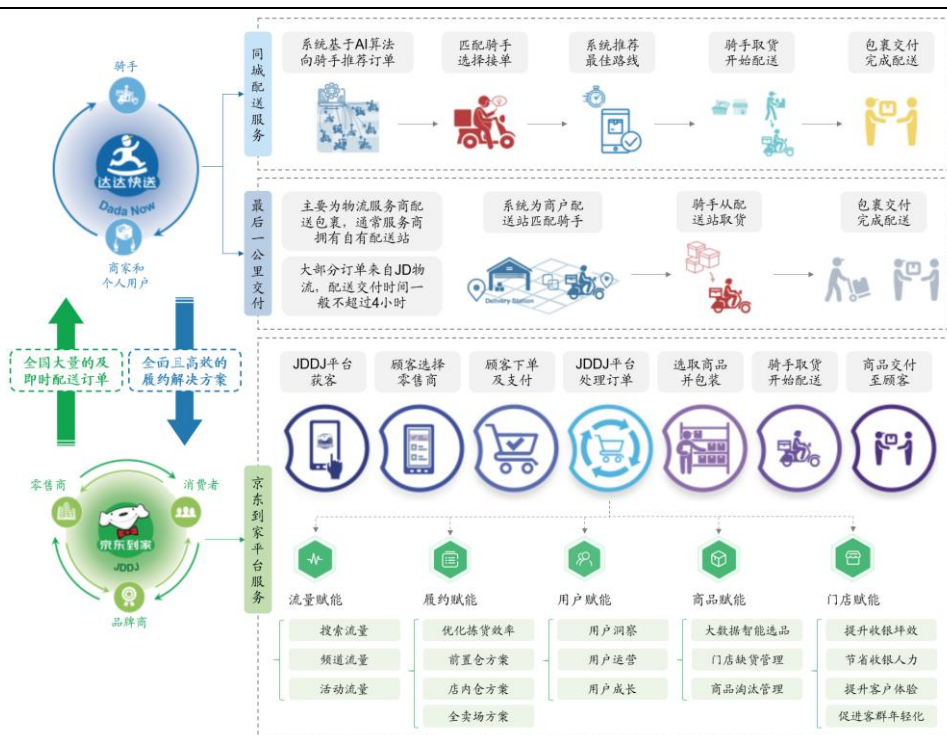
(二) 京东到家+达达快送：商家赋能与运力保障，打造高效生态闭环

京东到家与达达快送业务互补，联手打造即时配送供应链闭环。公司两大核心业务为京东到家与达达快送，分别侧重商户赋能与运力保障，解决实体商超企业自营到家业务的痛点，形成优势互补的生态闭环。

(1) 京东到家：本地即时零售平台，主要面向消费者、零售商及品牌商提供交易平台服务。根据公司招股说明书披露，2018-2019年，京东到家GMV从73.34亿元增长至122.05亿元，同比增长66.4%，截止2020年第一季度，京东到家已经覆盖中国700多个县市，消费者可通过京东到家网站或APP下单。对于零售商，京东到家通过提供线上交易的基础设施及基础技术服务帮助零售商实现数字化转型，并按交易订单收取佣金。截止2020年第一季度，京东到家平台拥有超过8.9万家活跃商店，比2017年约4.3万家增长107%。对于品牌商，京东到家平台提供广告营销等服务，为其提升推广效率助力引流，并收取广告佣金。

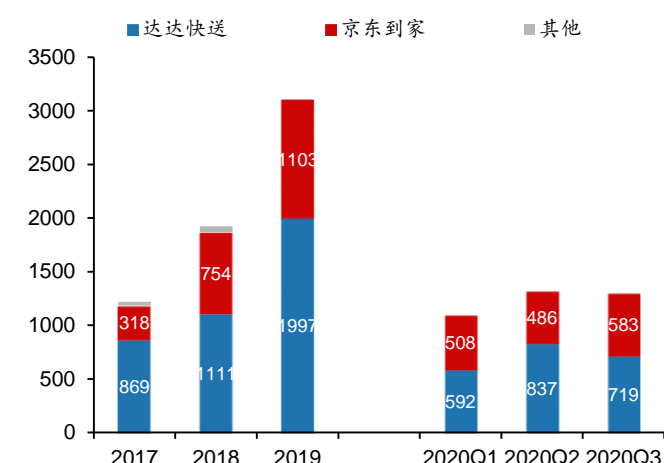
(2) 达达快送：开放式本地即时配送平台，主要提供同城配送和最后一公里交付服务。据公司官网，截止2020年第一季度，同城配送服务已经覆盖中国700多个县市，最后一公里配送服务已经覆盖中国2400多个县市。两项服务均覆盖所有一级和二级城市，未来达达快送业务将继续向低线城市渗透，实现更广阔的覆盖网络。根据公司招股说明书披露，截止2020年第一季度，达达快送共有63.4万活跃骑手，总共交付了8.22亿份订单。在2018年和2019年，达达快送最大日交付订单分别达到639万单和920万单。达达快送收入来源以配送费为主。

图 19：达达集团核心业务拆解



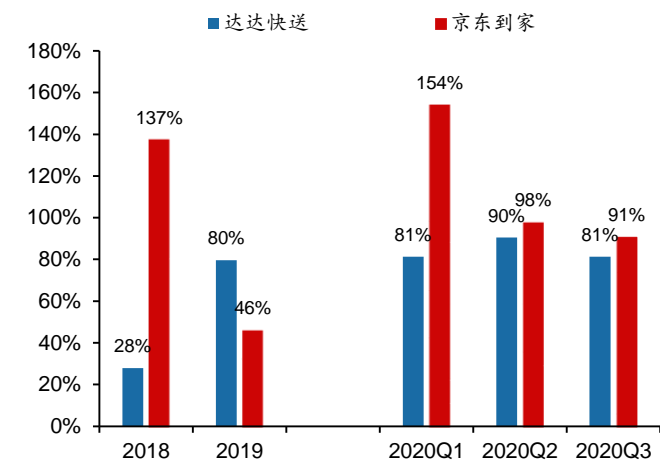
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 20: 达达集团业务收入拆分 (百万元)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

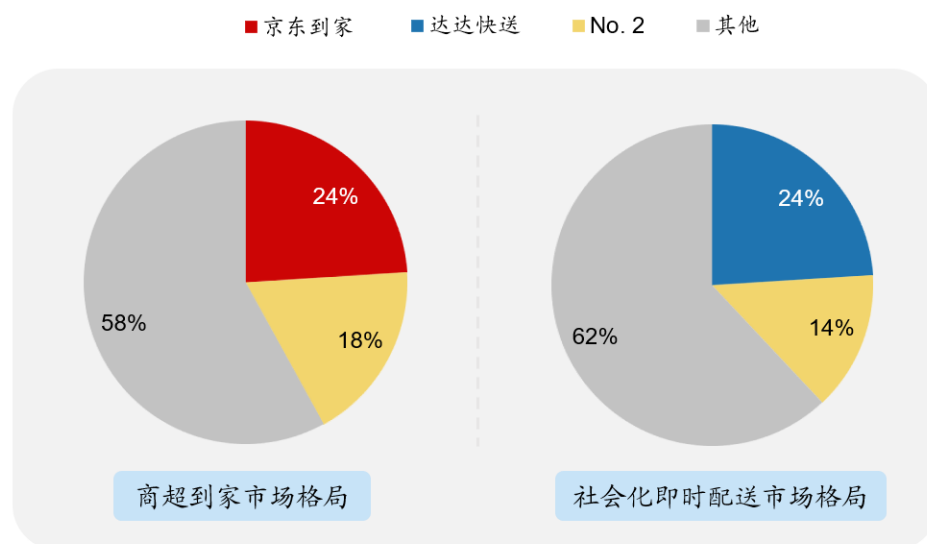
图 21: 达达集团业务收入增速对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

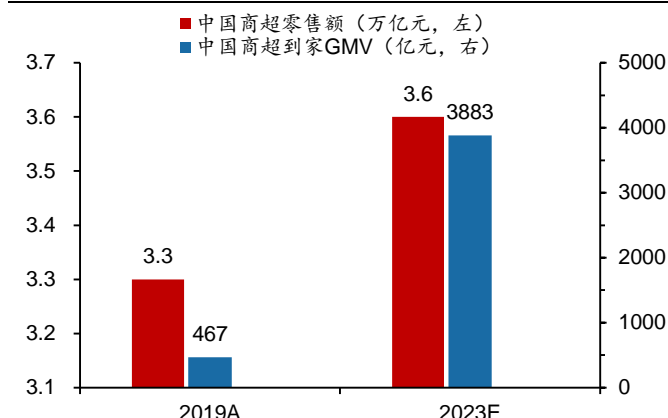
深耕商超到家细分领域，京东到家与达达快送市占率双双第一。 京东到家从成立之初就继承京东集团强大的零售基因，与达达联手之后在商超到家领域持续打造竞争壁垒。据公司官网，截止 2020 年 9 月，中国商超到家平台市场格局（GMV 口径）中，京东到家平台市占率达 24%，超出第二名 6 个百分点；**社会化本地即时配送市场格局（日均订单量口径）**中，达达快送平台市占率达 24%，超出第二名 10 个百分点。公司在商超细分领域的先发优势，有望随合作商户和用户数的扩大而延续。

图 22: 京东到家与达达快送在细分赛道市占率情况



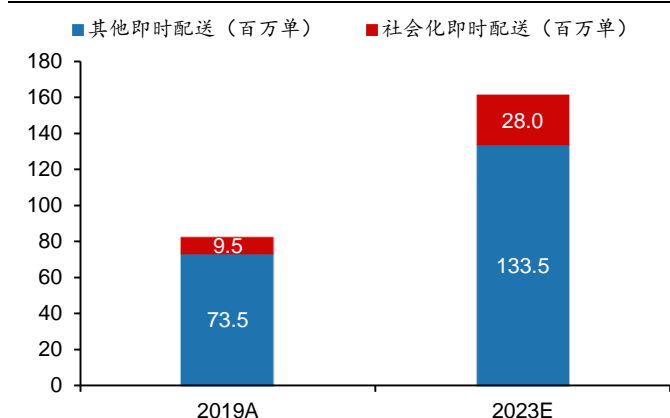
数据来源：公司官网，公司招股书，广发证券发展研究中心（注：时间截止 2020 年 9 月，商超到家市占率口径为 GMV，社会化即时配送市占率口径为日均单量）

图 23：中国商超零售及商超到家市场空间



数据来源：公司官网，公司招股书，广发证券发展研究中心

图 24：中国即时配送市场空间



数据来源：公司官网，公司招股书，广发证券发展研究中心

我们在前文已经阐述，数字化和线上化是传统商超变革的必然选择，龙头公司或选择自营，或通过合作模式实现转型，但商超自建运力团队成本过高，业内与第三方运营服务商、运力提供商合作的案例越来越普遍。在为数不多的合作伙伴中，达达集团背靠京东，通过京东到家平台与达达快送运力形成生态闭环，围绕传统商超企业到家业务的痛点，从平台运营、商家赋能、供应链提效、运力保障等方面逐步培养起自身核心竞争力。

（三）长期创造价值的可持续性：基于深度供应链优化的运营能力

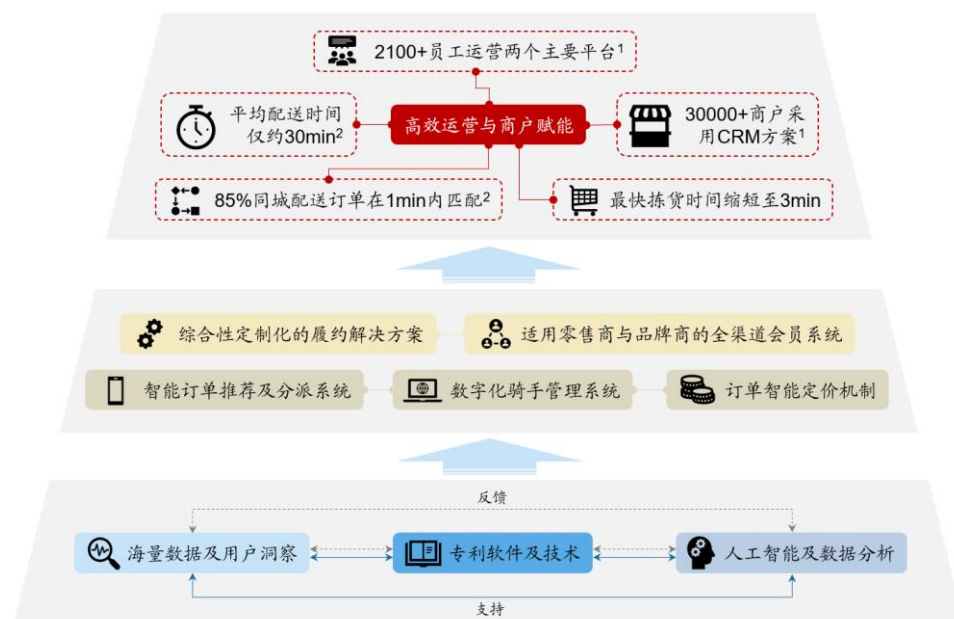
达达集团通过深入供应链全环节构筑商超到家的竞争壁垒，背后支持来自强大科技实力。公司从底层搭建科技树，具备多项核心专利技术，自成立以来对本地零售不同行业商家开放配送履约服务，沉淀了全场景、多元化、定制化的履约服务能力。同时平台拥有各类专业骑手，可充分满足京东到家平台全业态配送需求。分平台来看，京东到家主要提供：①综合性定制化的履约解决方案和②适用于零售商和品牌商的全渠道会员系统；达达快送主要提供：①智能订单推荐及分派系统、②数字化骑手管理系统及③订单智能定价机制。基于各类服务协同赋能，达达集团在与商户合作的过程中深入供应链各个环节提升运营效率，不断构筑核心竞争壁垒。

表 6：京东到家主要零售赋能项目汇总

项目	物竞天择	海博系统	盘古系统
功能	面向零售业态开放供应链和数字化能力，通过社会化的履约解决最后一公里配送问题	提供集商品管理、用户运营、活动营销、履约优化、数据看板于一体的全渠道数字化解决方案	提供“精准获客+多渠道触达”营销方案和玩法
目标	保证在不同场景间形成协同效应，满足消费者全渠道、场景融合的消费需求，与品牌商、渠道商携手共建共生共赢的零售生态	帮助零售商数字化降本增效同时，助力线上销售额最大化	实现对用户与会员的精准营销，降低营销费用，提升转化和复购
进展	截至 2020 年 8 月，接入超过 100 万家线下门店，覆盖超过 1700 万个商品，配送范围辐射 216 座城市，在 160 多个城市打造了 2 万个“1 小时生活圈”	截至 2020 年 8 月，目前已上线中百仓储、华冠、永旺等近 30 家大中型连锁超市，部署应用超过 1200 家门店，其中超市百强商家占比四成	已经于多家线下零售商开展合作，未来合作伙伴将持续增加

数据来源：公司官网，亿欧，第三只眼看零售，联商网，广发证券发展研究中心

图 25：达达集团核心技术平台



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心（注：1. 截止 2020 年 6 月；2. 截止 2020 年 3 月）

京东到家以商户为核心，通过数字化实现成本、效率、体验最优解。作为中国领先的本地即时零售平台，京东到家致力于提供全面完善的数字化整体解决方案和系统工具，优化运营、销售、履约效率，通过流量、履约、商品、用户、门店等全面赋能助力零售商和品牌商的全渠道数字化转型。旗下主要合作项目包括“物竞天择”、“海博”系统及“盘古”系统等。

（1）“物竞天择”项目

通过开放多场景、数字化、智能化三大核心能力赋能商家，将大数据、供应链、物流等方面的核心能力开放赋能给合作伙伴，帮助零售商和品牌商降本提效，强调让京东即时配送业务成为品牌商线下渠道的延伸服务，打造共生共赢的零售生态。

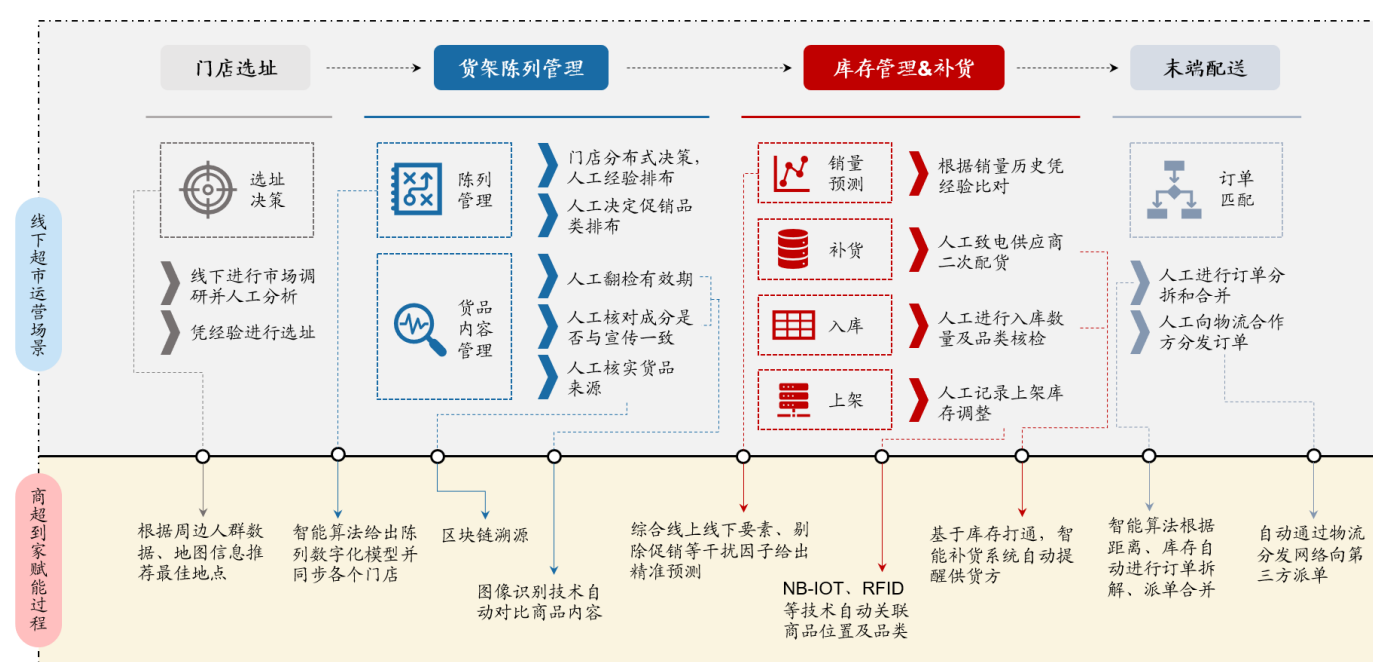
（2）“海博”系统

可提供集商品管理、用户运营、活动营销、履约优化、数据看板于一体的全渠道数字化解决方案。“海博”系统的优势在于支持全渠道，兼有开放性和灵活性，可一套系统一次对接管理商家自有APP、小程序、京东到家平台及其他第三方平台的线上多渠道，也可以整体或分块输出解决方案，满足不同商家定制化需求。

（3）“盘古”系统

“盘古”系统提供以“精准获客+多渠道触达”为核心的营销方案，并向商家提供更丰富的营销线索，不断提升触达效率，实现对用户与会员的精准营销，降低营销费用，提升转化和复购。

图 26: 商超到家各运营场景赋能过程

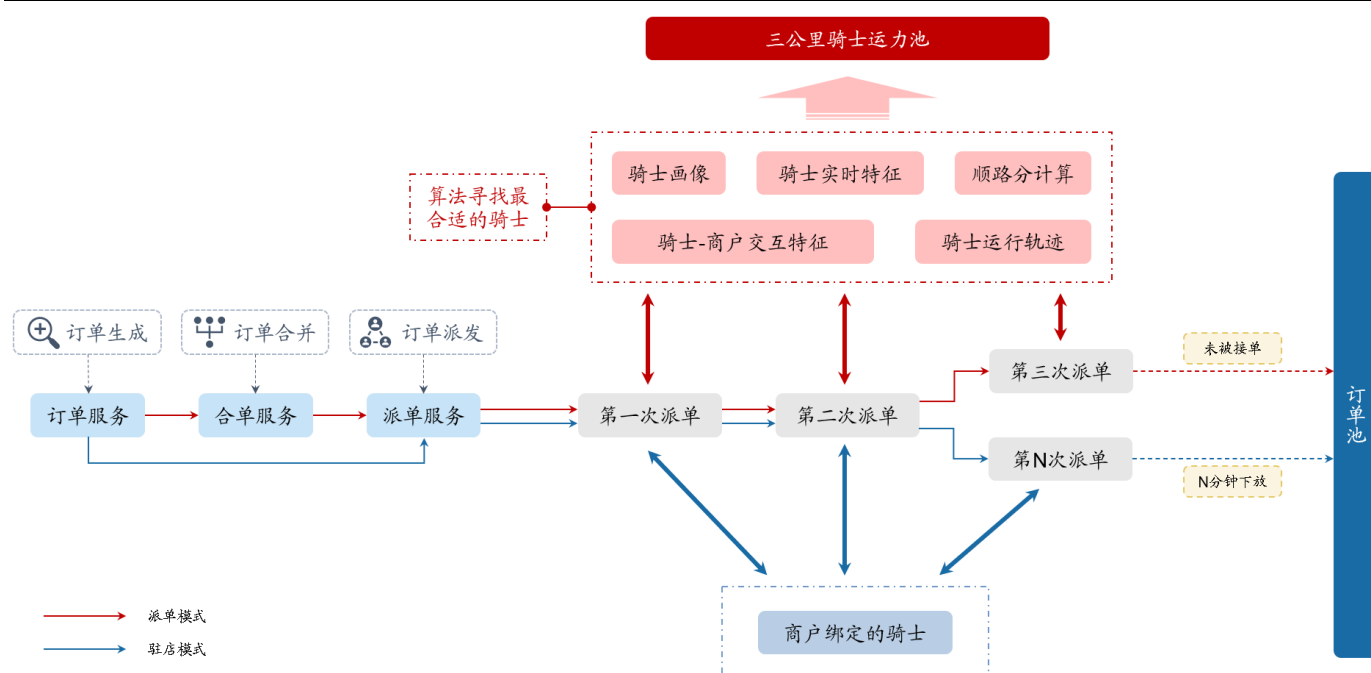


数据来源: 阿里云研究中心, 广发证券发展研究中心

以线下商超为例, 拆解各运营场景可以看出京东到家核心赋能环节正对应实体零售往线上转型的优化空间与痛点所在。实体商超运营主要包括门店选址、货架陈列管理、库存管理&补货、末端配送等, 在转型线上过程中, 各个场景均具备较大提效空间。其中货架陈列管理与库存管理&补货是线下业态较高的成本来源, 各类工作任务涉及人工操作繁杂, 例如人工决定促销品类排布、人工翻检有效期并核实货品来源、人工进行入库数量及品类检验等等, 内部供应效率多受掣肘。

商超到家线上化改革正是京东到家为合作伙伴进行此类关键节点智慧赋能的过程。**履约赋能方面**, 京东到家以提升拣货人效, 降低拣货成本为目标, 通过智能算法和系统自动调整拣货策略来实现最优化拣货效率, 据公司官网, 商户配合拣货仓系统拣货人效可轻松达60件/工时。同时京东到家还提供前置仓、店内仓、全卖场三大定制化履约方案, 帮助门店轻松实现1小时履约。**商品赋能方面**, 京东到家主要通过: ①大数据智能选品, 依托平台全域大数据智能分析为门店提供周期性选品建议, 制定线上最佳商品销售组合; ②门店缺货管理, 实时监控线上商品库存, 提供补货建议减少销售损失; ③商品汰换管理, 通过完善的商品评估管理系统持续提升动销率等三方面布局提供商品优化解决方案, 助力商户完善商品结构以带来可持续的销售增长。

图 27：达达快送智能派单系统



数据来源：达达技术公众号，广发证券发展研究中心

达达快送在订单指派、路径规划、动态定价等方面进行算法实践，迅速成长为中国领先的即时物流信息服务平台。为满足同城配送和电商物流末端配送的需求，达达快送依托智慧物流系统和“苍穹”大数据平台，升级系统实时监控预警工具，持续提升系统稳定性和运力调度效率，同时满足各类型商家个性化配送需求，其作为“最后三公里”物流基础设施的价值进一步凸显。

以订单指派为例，在分派订单的过程中，达达不仅考虑了路径情况、配送效率，也考虑了骑手的接单偏好、配送能力、活跃状况，以及订单分配的公平性等因素。这类复杂的输入和多目标优化问题是线上线下业态结合所必须克服的，也是达达从技术层面构筑护城河的体现。

达达快送订单指派主要有派单模式与驻店模式两种，其中派单模式为常规订单智能分派，该模式会记录商户发单行为、骑士配送日志及路径轨迹等信息，经过数据挖掘和数据分析规划最优路径，并在运力池中匹配最合适骑手。随着业务迭代，达达订单配送逐渐孵化出基于大商户的驻店模式，该模式下系统基于商户维护一批固定的专属骑手，订单只在运力不足时才外发到抢单池中。达达快送满足了商户订单准时送达与骑手高效抢单两方面需求，在适当的时机提升订单定制化曝光率，是其作为即时配送平台的核心竞争力之一。

表 7：达达集团部分在审专利汇总

应用场景	专利名称	公布号
货品陈列	一种 O2O 场景下多门店排序及折叠方法	CN110288427A
	一种 O2O 场景下门店状态的确定方法	CN110288426A
	一种基于门店内商品实时反馈 O2O 实时个性化排序方法	CN110288434A
库存管理	一种基于 LBS 精准定位的场景化 O2O 商品推荐系统	CN110135947A
	一种实时预测更新用户下单概率的方法	CN110148022A
	一种多原子特征组合串行统计规则执行拦截风险订单的方法	CN110288430A
	一种实时销售订单和销售商品数据统计方法	CN110634026A
流量赋能	一种根据用户差评情况识别恶意用户的方法	CN110288431A
	一种门店参与刷单的监测方法	CN110298673A
	一种快速熟悉开放平台商家系统对接的全景脑图	CN110647633A
门店赋能	基于 Incr 原子操作生成门店连续自增订单小号的方法	CN110648193A
	一套完整的商家自助对接系统行业方案	CN110647565A
	一种基于 LBS 定位获取门店附近活动的计算方法	CN110648198A
	一种基于门店近七日生产指标权重计算经营体检分数	CN110648056A
	一种基于商家对订单生产节点超时未操作统一监控方法	CN110599302A
末端配送	一种智能配送派单的方法和装置	CN109508862A
	一种路径确定方法和装置	CN109615133A
	一种对派送地址困难度的识别方法和装置	CN109934529A
	一种基于运单起始位置相似度进行运送任务合并的系统	CN110288292A
	一种价格发布更新引擎	CN110647701A
商品赋能	基于优惠总额和参与商品的拆分优惠方法	CN110648166A
	一种 O2O 场景下的基于门店以及区域合并订单的方法	CN110648197A
	一种定时合并订单的众包下发方法	CN110659956A
用户赋能	一种基于用户访问时段的差异化优惠券发放方法	CN110135899A
	一种基于用户实时浏览行为的自动化营销方法	CN110163670A
	一种促销发布引擎	CN110647708A
	一种满足京东商城领券中心根据定位发放附近优惠券的方法	CN110599251A

数据来源：国家知识产权局，广发证券发展研究中心

表 8：达达快送骑手培训要求

培训方式	培训类目	培训内容
在线培训	基础培训	新手必读、违禁品规定、一般订单
		京东到家订单、个人订单、帮我买订单、京东物流订单
	专项培训	冠状病毒防疫、京东五大红线、虚假妥投
		私自退货、不送货上门、服务态度差、服务质量强化
		私自转投自提、京东仓库培训、预约任务培训
线下培训	技能培训	送达异常上报、服务提升培训、防损货小技巧
		骑士实地培训，骑士接满培训体验单后可参加，完成后才能正常接单
		蛋糕骑士实地培训，达到蛋糕骑士培训条件才能报名参加

京东商城实地培训，骑士想要接落地配订单，绑定要接单的站点并完成此培训

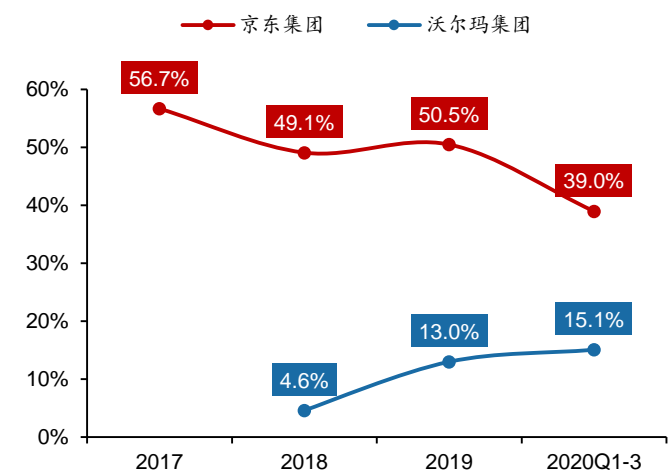
特派员培训，该培训为城市站特派订单骑士开设

京东回炉培训，适用于已被投诉骑士，参加回炉实地培训后可重新接单

数据来源：我是达达公众号，广发证券发展研究中心

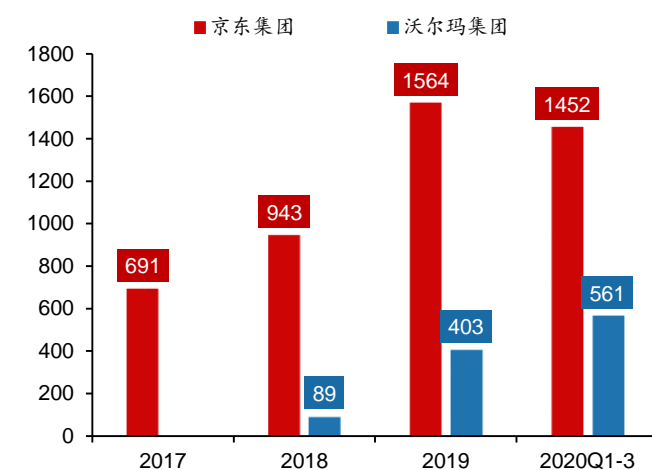
沃尔玛收入占比持续提升，成功案例有望复制。沃尔玛作为达达集团第二大股东，也是与京东合作最密切的商超之一，双方从2017年起实施用户互通、门店互通、库存互通的“三通”战略，借助联合促销打通双方用户群体，促进线上线下无缝对接。合作至今，沃尔玛与京东到家合作门店数逐年上升，据公司财报，沃尔玛大客户收入占比从2018年的4.6%稳步提升至2020年前三季度的15.1%。据沃尔玛财报，沃尔玛中国营收情况从2019年起逐季改善，2020年以来单季营收保持正增长。作为基于即时消费场景融合的典型模式，沃尔玛和京东到家的合作成效显著。其通过门店线上化+云仓的方式有效扩大覆盖范围，为消费者提供更好的购物体验，成功经验有望复制。

图 28：达达集团大客户收入占比（%）



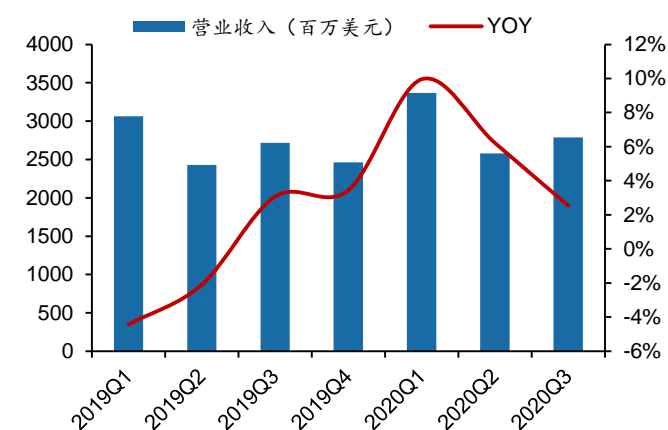
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 29：达达集团大客户收入体量（百万元）



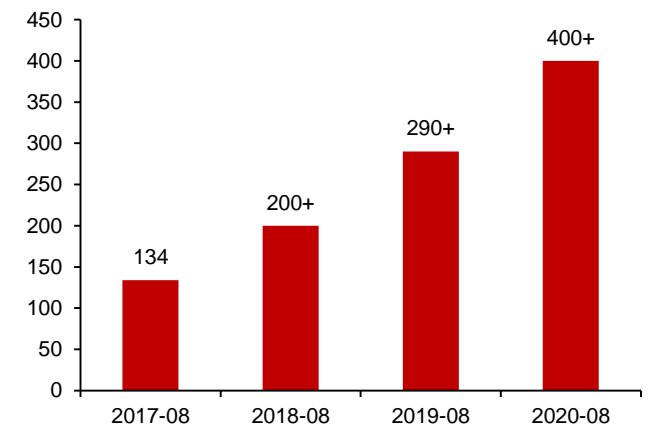
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：沃尔玛中国营收（百万美元，左）及YoY（右）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 31：沃尔玛与京东到家合作门店数量



数据来源：亿欧，亿邦动力网，36Kr，经济日报，广发证券发展研究中心

表 9：主要本地生活平台合作商户情况（截止2020年9月）

平台	主要合作商户
淘鲜达	大润发、欧尚、新华都、中百、三江、卜蜂莲花、绿地优鲜、盒马鲜生、菜老包、钱大妈、百果园、鲜丰水果、良品铺子等
京东到家	沃尔玛、永辉超市、华润万家、步步高、家家悦、世纪华联、振华超市、三和超市、浙北超市、贵和超市、四方街、好邻居、良友等
多点	物美、麦德龙、人人乐、新华百货、重庆百货、广东嘉荣、中百集团、美食林、欢乐买、阜阳华联、昆仑好客、可好、易捷等
美团	华润万家、百联集团、美宜佳、屈臣氏、名创优品、全家、711、百果园、来伊份、喜士多、家乐福、永辉超市、大润发、物美等
饿了么	大润发、华润万家、家乐福、百联集团、全家、物美、卜蜂莲花、好德、可的便利、百果园、鲜丰水果、每日优鲜、良品铺子、来伊份、杏花楼、名创优品等

数据来源：淘鲜达，京东到家，多点，美团，饿了么，广发证券发展研究中心

公司从商超品类切入即时零售赛道，重视KA商家的深度合作，并以此为起点逐步打造本地化的京东商城。除了商超客户外，达达集团加速拓展各类品牌客户及专业连锁业态，据官方披露，目前公司已与医药连锁企业（大参林、一心堂等）、美妆个护品牌及连锁业态（万宁中国、屈臣氏、京东美妆、Innisfree悦诗风吟等）、蛋糕连锁企业（元祖食品等）、数码3C连锁门店（联想来酷、华为体验店、Apple授权经销商等）、宠物用品企业（新瑞鹏集团），以及各类知名零售品牌（百事中国、雀巢、蒙牛、伊利、玛氏箭牌等）均建立战略合作关系。随着合作伙伴及品类不断拓展，达达集团正在重新定义即时零售，再造本地化的京东商城。

表 10：达达集团与各类品牌、品类用户合作情况

时间	合作对象	合作情况
2018年7月	大参林、一心堂等	京东到家已为北京、上海、武汉、成都等近 40 座城市的消费者提供药品上门服务。京东到家平台上的药店数量已超过 1.5 万家，超过 90% 的全国头部连锁医药商家与其达成战略合作。90% 的药品即时达订单可实现 30 分钟送达，京东到家医药门店线上平均 SKU 超过 2000。
2018年7月	贵阳合力超市、首杨水果等	2018 年 8 月底前连开贵阳、南宁、嘉兴、济南、扬州、镇江、南通、湘潭、惠州、太原十城。
2018年8月	万宁中国	通过与万宁中国合作，新增个护美妆品类，此次合作涉及门店的约 1100 个 SKU 实现线上同步，包括护肤、美妆、个护、母婴、健康等多种类别。
2018年9月	华润万家	华润万家和京东到家继续深化合作，2018 年底前合作上线全业态 1000 家门店。
2018年10月	家乐福	家乐福与京东到家达成强强合作，截止 2018 年 9 月已有 158 家家乐福门店上线京东到家，2018 年内将有近 200 家门店入驻。
2018年12月	屈臣氏	屈臣氏上线京东到家，两强联手发力即时美妆消费。截止 2018 年 12 月，屈臣氏在全国 48 个重点城市的超过 1200 家门店已经上线京东到家。2018 年 9 月 20 日，屈臣氏首次入驻京东到家，此次屈臣氏超过 1600 个 SKU 上线，包含超过 230 个品牌，主要包括个护、日化、美妆和饮料零食等。

2019 年 12 月	百联集团、家家悦等	数十家连锁百强和区域龙头超市与达达集团达成合作，红旗连锁、新天地超市等将于 2020 年上线京东到家。截止 2019 年底，达达集团已与 200 多家致命连锁商超达成合作，京东到家业务覆盖全国超过 600 个县市区。
2020 年 7 月	华润万家	达达集团与华润万家将在全渠道履约、商品管理、用户、营销等多个领域全方面加深合作。
2020 年 7 月	泉源堂	达达集团为泉源堂定制“全城送”送药服务，有针对性地解决远距离配送难题，提升远距离订单履约效率。
2020 年 8 月	联想来酷	达达集团与联想来酷正式达成合作，全国近千家联想来酷直营及加盟门店将陆续上线达达集团旗下的本地即时零售平台京东到家。
2020 年 8 月	百事公司	百事公司与达达集团深化战略合作，探索零食品牌即时零售新模式。2017 年 10 月，百事公司已与达达集团达成合作。目前百事公司旗下乐事、奇多、多力多滋、一口阳光、桂格等多个品牌均已上线京东到家。
2020 年 9 月	京东、运营宝	达达集团与京东、运营宝达成战略合作，三方将进一步联动优势共享，共同布局电脑等 3C 数码品类即时零售业务，合力打造即时消费生态闭环，为消费者带来更加便利、快捷的消费服务体验。
2020 年 9 月	新瑞鹏集团	京东到家携手宠物行业龙头企业新瑞鹏集团打造“爱宠狂欢节”，新瑞鹏集团在京东到家平台上的近 1000 家门店将全面参与本次狂欢节。目前京东到家已经覆盖宠物食品、宠物玩具、宠物健康、宠物洗护等多个品类的商品。
2020 年 9 月	雀巢	达达集团与雀巢深化战略合作。雀巢咖啡、奶品、婴儿营养、谷物早餐、糖果威化、冰淇淋等众多品类，以及太太乐、徐福记等众多旗下子品牌均与京东到家达成合作。
2020 年 9 月	蒙牛	达达集团与蒙牛战略合作升级，全面助力蒙牛进行产品创新与销售提升，
2020 年 9 月	伊利集团	达达集团与伊利集团战略合作升级，伊利液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、健康饮品、奶酪六大事业部负责人共同参与签约
2020 年 9 月	玛氏箭牌	玛氏公司旗下全球休闲食品巨头玛氏箭牌与达达集团深化战略合作，达达集团已经成为玛氏箭牌在本地即时零售市场的核心合作伙伴
2020 年 10 月	Apple 授权经销商	2020 年 9 月，京东到家与全国数十家 Apple 授权经销商门店陆续独家上线京东到家平台，截止 10 月中旬已有约 500 家门店完成上线。
2020 年 10 月	金佰利	达达集团与金佰利深化战略合作，共创卫健护理品牌即时零售新模式。
2020 年 10 月	华为体验店	京东到家携 2400+门店开启首发预约，华为 Mate 40 系列发货后 1 小时送达。
2020 年 10 月	欧亚、振华超市等	达达集团近期签约百强及区域龙头超市已超过 20 家，包括欧亚、振华超市、三和超市、浙北超市、贵和超市、四方街、好邻居。
2020 年 10 月	百果园	达达快送全心达已服务百果园 500 多家门店，全渠道订单 20 分钟完成履约。
2020 年 11 月	旺中旺超市	达达集团与江西区域龙头旺中旺超市升级战略合作，共同提升精细化运营水平。
2020 年 11 月	元祖食品等	截止 2020 年 11 月，达达快送已与数十个蛋糕连锁品牌达成合作，服务的蛋糕门店数同比去年近翻倍增长，日均配送单量同比增长 144%以上。
2020 年 12 月	京东美妆、Innisfree 悦诗风吟	达达集团与京东美妆、韩国自然主义品牌 Innisfree 悦诗风吟正式达成战略合作，为消费者提供优质美妆商品 1 小时送到家的服务体验。目前悦诗风吟全国线下门店已有 230 家入驻京东到家，悦诗风吟品牌商品还将通过京东到家接入京东平台。

数据来源：达达集团公众号，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

我们分拆达达集团两大业务模块进行盈利预测，预计2020-2022年公司营业收入分别为57.0/90.0/133.4亿元，同比增长84%/58%/48%，Non-GAAP归母净利润分别为-19.2/-10.0/0.7亿元，Non-GAAP归母净利率分别为-33.7%/-11.1%/0.5%。

表 11：达达集团盈利预测摘要

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1922	3100	5702	8998	13337
YoY	57.8%	61.3%	83.9%	57.8%	48.2%
达达快送	1111	1997	3419	4981	6679
YoY	27.9%	79.7%	71.2%	45.7%	34.1%
京东到家	754	1103	2282	4017	6658
YoY	137.5%	46.2%	106.9%	76.0%	65.8%
营业成本	2044	2846	5050	7428	10711
骑手薪酬与激励	1918	2679	4833	7150	10361
%/收入	99.8%	86.4%	84.8%	79.5%	77.7%
毛利润	-122	254	651	1570	2626
综合毛利率	-6.4%	8.2%	11.4%	17.4%	19.7%
营销费用	1223	1415	1994	2081	2147
营销费用率	63.6%	45.6%	35.0%	23.1%	16.1%
京东到家补贴/GMV	10.7%	7.7%	5.8%	3.6%	2.2%
品宣费用/收入	6.2%	4.3%	3.5%	2.5%	1.5%
管理费用	283	281	371	396	267
管理费用率	14.7%	9.1%	6.5%	4.4%	2.0%
研发费用	270	334	428	495	600
研发费用率	14.1%	10.8%	7.5%	5.5%	4.5%
Non-GAAP 归母净利润	-2165	-2215	-1924	-998	71
Non-GAAP 归母净利率	-112.6%	-71.5%	-33.7%	-11.1%	0.5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

核心假设如下：

1. 达达快送

该部分业务模式本质为配送服务，主要配送三类订单：

(1) 京东物流落地配订单，为达达快送订单主要来源，采用成本加成定价，预计后续毛利平稳。未来三年随着达达快送与京东物流合作更加紧密，内部成本预计逐渐小幅下降，同时合作订单量预计增速保持高位，该部分收入预计保持高增长。

(2) 连锁商户及KA业务订单，主要来自商超到家、部分餐饮外卖等。前文已提及，线上消费习惯正在加速养成，线下零售商数字化改革进程预计持续推进，到家业务预计未来发展力度不减。据公司2Q20业绩交流会，单二季度该部分订单收入同比增速为500%+，预计未来三年收入保持高增，且未来随KA订单规模增加，毛利率预计有所提高；

(3) SME&C2C订单。该部分订单主要为中小商户订单及个人件业务，以净额法确认收入，预计后续将稳步增长。

达达快送收入预计未来三年分别为34.2/49.8/66.8亿元，同比增速分别为71%/46%/34%。

2. 京东到家

京东到家为即时零售平台，收入来源由提供运力收取的配送费、商户交易扣点、品牌商支付的品宣费用三部分佣金组成。线上消费习惯变迁的大背景下，到家业务模式持续渗透，全渠道履约成为行业共识，未来京东到家业绩增长动力充足：

(1) 公司基于深耕商超领域的先发优势以及沃尔玛等典型合作伙伴的成功经验，将持续拓展合作商家和品类，加速渗透下沉市场，商户增长来源一方面是新覆盖已入驻核心商户的区域门店，另一方面是与新区域龙头开拓标杆式合作。据公司业绩会，截止2020年二季度，公司已与中国Top10零售商超中的7位、Top100零售商超中的60位达成合作，截止2020年三季度，公司已与Top100连锁药店中的70位建立合作关系，沃尔玛、联合利华、永辉、华润万家等龙头均为其核心商户。

(2) 未来将持续在技术驱动下为门店营销赋能，上线SKU数量增加，伴随品类扩张，组货、选品、促销策略持续迭代，平台从传统线下一站式购物场景切入商超到家业态，围绕品类逐步拓展商户与客群，客单价有望继续上行。

(3) 随着合作商户数增加及低线市场不断开拓，线下地推引流成效将进一步显现；同时未来京东本部入口打通将实现流量持续加持；叠加疫情加速培养线上消费习惯，预计未来京东到家活跃用户数将保持高增长趋势。

考虑到京东到家处于用户拓展期，预计未来三年配送费货币化率保持平稳，交易佣金及品宣费用货币化率小幅上行。我们预计2020-2022年京东到家GMV分别为250.2/425.5/748.1亿元，营业收入分别为22.8/40.2/66.6亿元。随收入增长及用户习惯培养，未来补贴率有望持续降低，预计公司2022年Non-GAAP归母净利润转正。

考虑达达快送的物流属性与京东到家的平台属性，两类业务商业模式和盈利驱动因素均有所差异，我们采用SOTP方法对其进行估值。

达达快送：不断迭代升级技术能力，基于众包运力网络灵活性和可拓展性搭建起一套由落地配、即时配等组成的配送服务体系，为各类商家和个人用户提供专业高效的本地即时配送服务。对标四家快递公司，考虑即时配送领域仍为蓝海市场，达达快送未来收入有望保持高增长，给予达达快送2021年2.0x PS，对应合理价值99亿元。

京东到家：作为中国最大即时零售平台，京东到家持续为品牌商、零售商和消费者创造价值，其盈利模式与主要电商平台、外卖平台类似。参考阿里、美团及海外外卖平台公司估值，给予京东到家2021年1.6x P/GMV，对应合理价值681亿元。

即时零售体系是线下零售的延伸，达达集团继承京东强零售基因，通过京东到家平台与达达快送运力形成生态闭环，从平台运营、商家赋能、供应链提效、运力保障等方面构筑护城河。公司只合作、不竞争，只赋能、不碰货，坚持长期主义，

未来将在地域和品类上持续拓展，加速下沉市场开拓。目前达达快送已实现盈利，京东到家处于高速成长期，亏损率持续收窄。我们给予公司2021年合理价值51.59美元/ADS，对应市值约780亿元人民币，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 达达快送可比公司估值

公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
顺丰控股	4020	1122	1526	1876	3.6	2.6	2.1
韵达股份	455	344	358	437	1.3	1.3	1.0
申通快递	154	231	239	281	0.7	0.6	0.5
圆通速递	363	312	352	416	1.2	1.0	0.9
平均值					1.7	1.4	1.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (注: 数据截止 2020 年 12 月 31 日)

表 13: 京东到家可比公司估值

公司	市值 (亿)	GMV (亿)			P/GMV		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
阿里巴巴	RMB 42015	65890	75411	84724	0.6	0.6	0.5
美团-W	RMB 14589	6821	7708	10981	2.1	1.9	1.3
Grubhub	USD 69	58	85	95	1.2	0.8	0.7
Delivery Hero	EUR 240	74	122	249	3.2	2.0	1.0
平均值					1.8	1.3	0.9

数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心 (注: 数据截止 2020 年 12 月 31 日)

四、风险提示

1. 到家业务需求不及预期
2. 供应链提效不及预期，成本难控制
3. 外卖等平台突破商超运营壁垒，行业竞争向恶性化方向发展
4. 低线城市商户渗透不及预期

资产负债表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,760	2,565	3,400	4,267	5,808
现金及现金等价物	2,744	1,155	1,076	1,106	1,574
其他短期投资	721	957	1,457	1,857	2,257
应收款项合计	30	38	102	129	236
存货	8	4	18	14	32
其他流动资产	256	411	747	1,160	1,709
非流动资产	1,887	1,721	1,555	1,413	1,297
固定资产	23	42	76	130	210
权益性投资	-	-	-	-	-
商誉及无形资产	1,858	1,673	1,473	1,273	1,073
其他长期资产	6	6	6	9	13
资产总计	5,647	4,286	4,955	5,680	7,105
流动负债	573	840	1,454	2,151	3,114
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	289	391	700	1,026	1,482
其他流动负债	284	449	754	1,125	1,632
非流动负债	53	44	51	52	54
负债合计	626	884	1,504	2,203	3,167
归属母公司股东权益	-4,777	-7,191	3,451	3,475	3,948
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	5,021	3,402	3,451	3,475	3,948
负债和股东权益	5,647	4,286	4,955	5,680	7,105

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,922	3,100	5,702	8,998	13,337
销售成本	2,044	2,846	5,050	7,428	10,711
销售费用	1,223	1,415	1,994	2,081	2,147
管理费用	283	281	371	396	267
研发费用	270	334	428	495	600
其他费用	97	50	57	54	27
营业利润	-1,976	-1,750	-2,118	-1,376	-334
营业外收支	71	71	6	0	2
利息收入	53	84	12	11	11
税前利润	-1,906	-1,679	-2,111	-1,376	-332
所得税	27	9	17	18	15
净利润	-1,878	-1,670	-2,094	-1,358	-317
少数股东损益	-	-	-	-	-
归母净利润	-1,878	-1,670	-2,094	-1,358	-317
non-GAAP 净利润	-2,165	-2,215	-1,924	-998	71
non-GAAP EBITDA	-1,511	-1,275	-1,315	-730	380

现金流量表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,819	-1,298	-1,285	-657	480
净利润	-1,878	-1,670	-2,094	-1,358	-317
折旧摊销	212	216	228	241	258
营运资金变动	-203	93	205	259	287
其他	50	63	367	192	244
投资活动现金流	-415	-267	-557	-490	-533
资本支出	-33	-32	-57	-90	-133
投资变动	-419	-236	-500	-400	-400
其他	37	0	0	0	0
筹资活动现金流	3,048	0	1,790	1,191	542
债务变动	-354	-	-	-	-
权益变动与股利	3,403	0	1,800	1,200	550
其他	0	0	10	9	8
现金净增加额	813	-1,565	-52	44	489
期初现金余额	1,919	2,744	1,156	1,076	1,106
期末现金余额	2,744	1,156	1,076	1,106	1,574

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	57.8%	61.3%	83.9%	57.8%	48.2%
营业利润增长	-24.6%	11.5%	-21.0%	35.0%	75.7%
净利润增长	-29.6%	11.1%	-25.4%	35.2%	76.7%
获利能力					
毛利率	-6.4%	8.2%	11.4%	17.4%	19.7%
净利率	-97.7%	-53.9%	-36.7%	-15.1%	-2.4%
ROE	-	-	-55.7%	-28.7%	1.8%
ROIC	-37.1%	-46.2%	-51.8%	-31.1%	-6.1%
偿债能力					
资产负债率	11.1%	20.6%	30.4%	38.8%	44.6%
流动比率	656.2%	305.2%	233.9%	198.4%	186.5%
速动比率	654.8%	304.7%	232.7%	197.7%	185.5%
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.41	1.23	1.69	2.09
存货周转率	296.83	483.46	467.95	467.95	467.95
应收账款周转率	103.08	90.40	81.11	77.66	73.00
每 ADS 指标 (元)					
每 ADS 收益	-24.05	-24.43	-8.49	-4.14	0.30
每 ADS 经营现金流	-20.21	-14.32	-5.67	-2.72	1.99
每 ADS 净资产	55.79	37.53	15.24	14.40	16.36
估值比率					
P/GMV	-	-	2.3	1.4	0.8

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。

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。

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。

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。