

万物到家时代来临，达达崛起

即时配送行业发展迅速，万物到家时代来临。非餐订单占比快速提升，即时零售发展空间巨大

2019 年即时配送总订单中外卖占比 70%，占比持续下降。非餐订单迅猛增长，订单占比从 2018 年的 19% 上升至 2019 年的 30%，我们预计该占比有望 2022 年达到 40% 左右。高线上购物渗透率为到家业务建立较高的行业天花板，即时零售发展空间大。

达达集团即时零售业务和即时配送业务发展空间巨大，有望商超到家领域率先盈利。

达达是国内领先的本地即时零售和即时配送平台，强大的即时配送基础设施已经成为本地零售不可或缺的组成部分，而最后一公里配送提升了末端物流的效率。按 GMV 计算，京东到家成为中国最大的本地即时零售平台。截至 2020Q2 前的 12 个月，京东到家 GMV 达到 183 亿元，活跃用户数 3230 万，达达快送和京东到家订单总量达到 9.256 亿件。2020Q1 借助疫情推动，京东到家客单价达到 149.5 元，同比增长 36.92%；Q2 疫情好转，京东到家客单价有所回落，但受益于活跃用户的沉淀和疫情期间的市场下沉，达达总收入同比仍增长 93.1%，达到 13.23 亿元。

广泛的流量入口和与大型商超的紧密合作是其独特的竞争优势。 京东到家产生的订单均由达达快送承担配送，与达达快送业务相辅相成。京东到家和竞争对手相比，与大型超市有更广泛的合作。当前前 100 大商超连锁品牌，京东到家合作了 60 家；相对于单一的大型零售商，京东到家平台提供给消费者更多的商品选择，满足了消费者一站式购物的需求。相比与其他即时零售平台，京东到家拥有更广泛的流量入口和更多的大型连锁商超资源。

盈利预测与估值：我们预计公司 2020 年-2022 年收入分别为 57.69、89.34、132.35 亿元，同比分别增长 86.1%、54.9%、48.1%。预计公司 Non-GAAP 归属净利润分别为-12.97 亿元、-8.0 亿元、4.1 亿元，对应 Non-GAAP 净利率分别-22.5%、-9.0%、3.1%，净利率提升明显。我们预计 2022 年公司有望实现整体盈利，京东到家明年盈利能力有望继续大幅改善。综上所述，按照 DCF 估值，我们给予达达集团 6 个月目标价为 39 美元/ADS，首次覆盖，给予“买入”评级。**风险提示：**行业竞争加剧、消费恢复缓慢、成本优化不及预期等。

海外研究

达达集团 (DADA)

首次评级

买入

孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

021-68821600-861

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

刘凯

liukaizgs@csc.com.cn

-18611509840

SAC 执证编号：S1440518100003

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440519110001

发布日期：2020 年 09 月 22 日

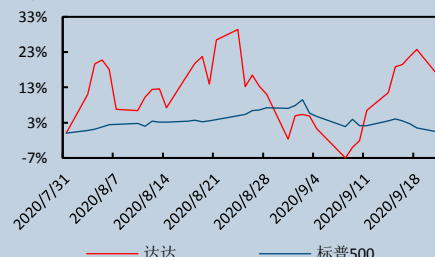
当前股价：26.92 美元

目标价格 6 个月：39 美元

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.0/-3.79	15.83/10.78	15.83/7.07
12 月最高/最低价 (美元)		31.45/21.48
总股本 (万股)		88,893.7
流通股本 (万股)		-
总市值 (亿美元)		60.46
流通市值 (亿美元)		-
近 3 月日均成交量 (万)		87.32
主要股东		%

股价表现



目录

一、行业角度拆解万物到家的内在逻辑	1
1.1 到家业务的发展历史及背景	1
1.1.1 即时配送行业的发展阶段	1
1.1.2 即时配送行业产业链	2
1.1.3 即时配送行业竞争格局：头部集中度高，高度依赖外卖和零售平台订单	2
1.1.4 即时配送子行业及即时零售发展状况	5
1.2 商家端和用户端角度看万物到家的必然趋势	7
1.2.1 商家端	7
1.2.2 用户端	9
1.3 万物到家的发展空间	14
二、达达——即时零售+即时物流：形成商流和物流的闭环，带动双平台业务共同发展	19
2.1 新零售+新物流：打通本地生活服务产业闭环	19
2.1.1 达达快送——专业化、独立的即时配送平台	19
2.1.2 京东到家——零售赋能：打造一体化数字化解决方案	21
2.2 平台化的轻商业模式，为盈利创造空间	22
2.2.1 收入端：依靠规模效应的低毛利盈利模式	22
2.2.2 关联方收入	25
2.2.3 轻资产的运营模式帮助达达快速扩大规模	26
2.2.4 骑手供给端：众包+抢单模式和动态定价充分调动社会运力	27
2.2.5 连接商家和终端消费者，通过规模化加强话语权	28
2.3 竞品分析和竞争优势	29
2.3.1 达达快送的竞品分析及其优势	29
2.3.2 京东到家的竞品分析及其优势	30
2.4 技术驱动和规模效应提升未来盈利空间	32
2.4.1 技术降低成本提升未来盈利空间	32
2.4.2 产业上下游信任度增强带动市场规模发展	32
盈利预测与估值	33

图表目录

图表 1:	2014-2019 年中国即时物流行业订单规模 (亿单)	1
图表 2:	2013-2019 年中国即时物流行业规模 (亿元)	1
图表 3:	2019 年中国即时配送产业链图谱	2
图表 4:	即时配送行业玩家类型	3
图表 5:	2019 年主要即时配送平台日均单量 (万单)	3
图表 6:	2019 年即时配送行业订单市占率	3
图表 7:	即时配送行业主要融资事件	4
图表 8:	2018 中国即时配送市场细分品类订单占比	6
图表 9:	2019 中国即时配送市场细分品类订单占比	6
图表 10:	全国零售市场规模及增速	6
图表 11:	13-19 年商超宅配 O2O 市场交易规模及增速	6
图表 12:	本地商家线上化、数字化意愿加强	8
图表 13:	2011-2019 年中国城镇化率及流动人口数量	8
图表 14:	骑手对即时配送工作最看重的点	9
图表 15:	从事骑手工作前职业分布	9
图表 16:	2019 年我国人口年龄结构	9
图表 17:	2019 年春节期间生鲜电商消费人群年龄分布	10
图表 18:	不同品类线上化率	11
图表 19:	疫情期间部分商家营业状况	11
图表 20:	生鲜电商典型 APP 日均活跃用户规模 (万)	12
图表 21:	超市到家典型 APP 日均活跃用户规模 (万)	12
图表 22:	生鲜购物者会增加使用频率的渠道	13
图表 23:	按人口密度划分四大区域	13
图表 24:	即时配送订单量城际分布	14
图表 25:	网络购物用户规模及渗透率 (万人)	14
图表 26:	实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比例	15
图表 27:	2016-2023 年中国即时物流订单规模 (亿单)	16
图表 28:	2013-2020 年中国即时物流行业规模 (亿元)	16
图表 29:	本地配送日订单量 (百万)	16
图表 30:	开放型本地即时配送日均订单量 (百万)	16
图表 31:	本地即时零售 GMV 超市业务部分预测 (十亿美元)	17
图表 32:	生鲜电商行业城际分布	17
图表 33:	生鲜电商线上消费能力	17
图表 34:	生鲜电商年龄分布	18
图表 35:	达达快送配送流程	19
图表 36:	线下零售额及占社会零售总额比重	20
图表 37:	最后一公里业务流程	21
图表 38:	京东到家业务流程	22
图表 39:	达达快送两项收入占比	23

图表 40: 骑手成本及占总收入比重	23
图表 41: 京东为传统零售商多角度赋能	23
图表 42: 达达集团订单量及增速	24
图表 43: 京东到家 GMV 及增速	24
图表 44: 京东到家收入来源	25
图表 45: 营销费用及占总收入比重	25
图表 46: 京东到家客单价及增速	25
图表 47: 京东到家活跃用户数及增速	25
图表 48: 关联方收入及增速	26
图表 49: 关联方各方收入占比	26
图表 50: 达达每单毛利及利率计算	26
图表 51: 达达集团固定资产和存货占比	27
图表 52: 达达集团的动态定价模式	28
图表 53: 达达集团骑手激励成本变化	28
图表 54: 达达快送与京东到家净收入同比增长对比	29
图表 55: 2019 年用户选择快递物流平台的因素分布	29
图表 56: 即时配送订单公里数及占比	30
图表 57: 即时配送订单配送时长及占比	30
图表 58: 2018 年大型商超市占率	31
图表 59: 美团闪购和饿了么、京东比较	31
图表 60: 2019 年生鲜电商用户 App 安装数量	31
图表 61: 达达快送与京东到家净收入占比	32
图表 62: 同城门到门即时配送需求分布	32
图表 63: 达达快送收入预测	33
图表 64: 京东到家收入预测	34
图表 65: 运营和支持成本预测	35
图表 66: 营销费用预测	36
图表 67: DCF 估值（单位：百万美元）	36

一、行业角度拆解万物到家的内在逻辑

1.1 到家业务的发展历史及背景

1.1.1 即时配送行业的发展阶段

即时配送指货物不经过仓储和中转而直接性的端到端送达，且送达时效为 1 小时以内的物流配送服务。不同于传统物流，即时配送专注的是无中转环节的点对点服务，且以生活圈为半径、覆盖范围通常在 5 公里以内。即时配送作为最接近消费者的一环，其重要性日益凸显。

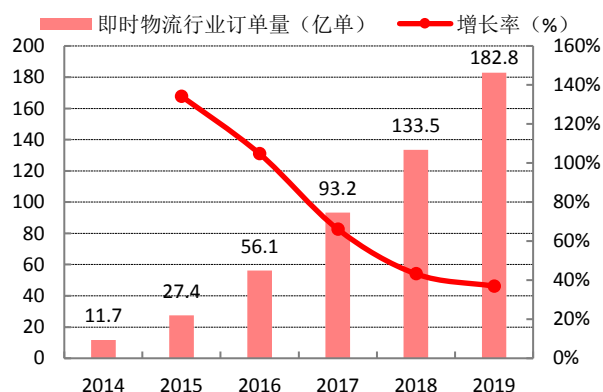
自 2008 年即时配送萌芽以来，其行业发展先后经过三个阶段：

初始阶段（2008 年-2014 年）：即时配送刚刚起步，配送业务主要满足的是同城物流和落地配送需求，整体体量较小，以跑腿业务为主。

第二阶段（2015 年-2017 年）：外卖 O2O 风生水起，与即时配送互相促进，餐饮外卖一举成为到家业务的最大赛道。外卖业务推动行业快速发展也带动了即时配送的爆发式高速增长。当时的三大巨头美团、饿了么、百度外卖纷纷自建物流平台。在此阶段，行业内出现了并购和合作事件，这里以京东到家与达达合并，饿了么与点我达战略合作最为引人瞩目，行业内的整合就此开始，各个参与者发力即时配送，竞争出现白热化。第二阶段的物流订单从 2015 年 27.7 亿单，暴增到 2017 年 93.2 亿单，增幅高达 234%。这个阶段也基本奠定了几大巨头的市场地位。

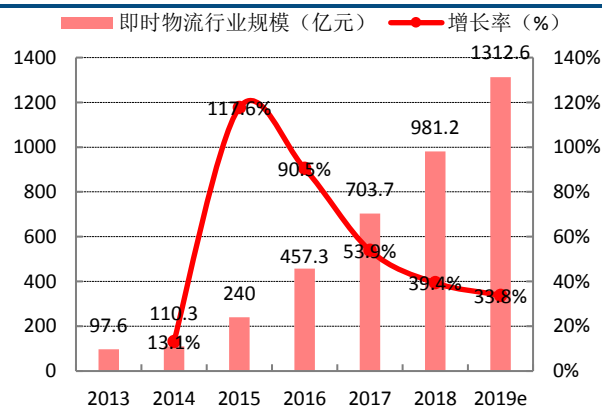
第三阶段（2018 年至今）：行业整体增速呈现稳定快速增长，整体的订单数量、每单盈利也有了显著的提升，竞争格局趋于稳固。个别头部公司每单的利润有望从几毛钱，向每单盈利 1 元的目标迈进。平台整体的利润率开始企稳上升。行业运营模式已经完善，行业竞争格局已经基本定调，寡头竞争基本确立。一个显著的特征是，配送的服务质量的上升和个单的成本的下降。

图表1： 2014-2019 年中国即时物流行业订单规模（亿单）



资料来源：中国物流与采购联合会, 中信建投

图表2： 2013-2019 年中国即时物流行业规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询, 中信建投

1.1.2 即时配送行业产业链

即时配送连接着上游零售平台和下游消费者，其行业的产业链主要由三块构成，分别是需求端、供给端和生态圈。

即时配送行业产业链的需求端主要是给行业提供可配送订单的平台或个人，具体可以按照到家业务的种类分为外卖 O2O 平台、零售 O2O 平台、生鲜 O2O 平台、医药 O2O 平台、B 端电商仓储与快递和 C 端用户，供给端主要是即时配送公司，分为专业即时配送运力、商业平台运力和传统物流，而生态圈主要给供给端提供技术支持并搭建连接供给双方的桥梁，包括提供物理配送装备和大数据、云计算服务支持。

图表3： 2019 年中国即时配送产业链图谱



资料来源：中国物流与采购联合会，中信建投

1.1.3 即时配送行业竞争格局：头部集中度高，高度依赖外卖和零售平台订单

（1）即时配送企业类型

目前即时配送行业的主要玩家分为两大类：第三方配送平台和 O2O 平台自建物流。平台自建物流主要是在外卖和生鲜领域，由于高速发展期的即时配送业务量主要来自餐饮外卖领域，外卖平台两巨头都拥有了自己旗下的配送团队，美团的专送团队和饿了么的蜂鸟配送，两者占据了绝大部分市场份额；考虑到生鲜零售区别于其他商超零售的特殊性，生鲜 O2O 平台通常采取自建即时配送团队的方式，来保证客户的即时性需求，典型代表为盒马生鲜，小象生鲜，叮咚买菜等。目前行业内的第三方配送平台主要包括专业即时配送运力和传统物流，由于第三方平台没有外卖平台持续的订单输入，因此即时配送运力和传统物流都在努力争取 B 端和 C 端两大市场的业务，其中达达成为京东系企业，承接了来自于京东的部分落地配订单，而点我达被阿里控股，补充了阿里在新零售市场对于即时配送的需求，成为阿里的战略布局中的一个重要环节。

图表4： 即时配送行业玩家类型

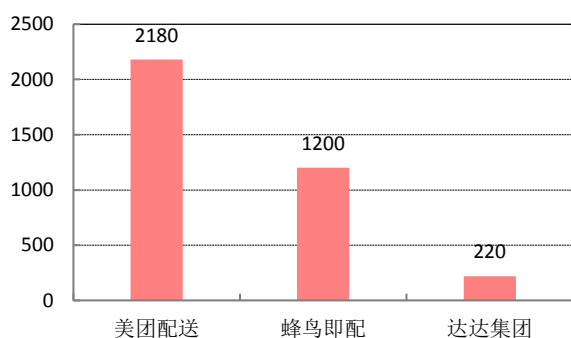


资料来源：艾瑞咨询，中信建投

（2）即时配送行业竞争格局

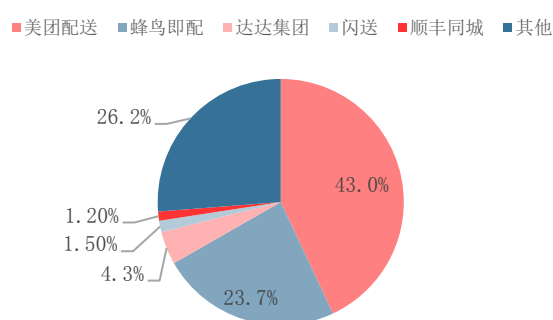
目前中国即时配送市场呈现美团配送、蜂鸟配送双寡头竞争。在 2019 年的即时配送的订单体系中，外卖仍然是最重要的订单来源，美团配送、蜂鸟配送分别依托于美团外卖和饿了么，实现日均 2180 万、1200 万的订单量。达达快送目前最主要的订单来源依然是京东、沃尔玛等，自身也承接包括餐饮外卖商家自主配送订单、生鲜/商超的配送订单以及个人跑腿 C2C 类订单，实现日均 220 万的订单量。从市场占有率来看，美团配送、蜂鸟配送、达达快送分别占即时配送市场份额 43%、24%、4.3%，行业 CR2 市占率为 67%，CR3 市占率为 71%，行业集中度高，呈现寡头竞争格局。

图表5： 2019 年主要即时配送平台日均单量（万单）



资料来源：美团，达达，中信建投

图表6： 2019 年即时配送行业订单市占率



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

融资速度明显放缓，新进入者减少，头部化趋势明显。从融资历程来看，即时配送行业在 2014-2016 年经历融资热潮，2019 年至今投融资节奏明显放缓。主要原因在于投资市场越来越谨慎地看待即时配送行业的格局变化，头部企业在近两年均在不断完善自我配送网络，提升管理品质，因为他们需要向市场证明即时配送行业未来的发展潜力、并进一步提升自己的盈利空间。并且由于头部企业的融资轮次和金额均相对可观，市场一定

程度上认可即时配送行业的潜力，且未来头部企业和尾部企业的差距可能会进一步拉大。

图表7： 即时配送行业主要融资事件

融资时间	企业	轮次	融资金额	成立时间	主要投资方
2015 年 7 月	闪送	B 轮	5000 万美元	2013 年 8 月	九鼎投资、光源资本
2015 年 7 月	UU 跑腿	天使轮	1000 万美元	2015 年 4 月	启赋资本
2015 年 8 月	邻趣	B 轮	1000 万美元	2014 年 7 月	启明创投、IDG 资本、有成资本
2015 年 9 月	点我达	C 轮	1 亿人民币	2015 年 6 月	蚂蚁金服
2015 年 10 月	风先生	B 轮	1600 万美元	2014 年 4 月	光速中国、经纬中国、道生资本
2015 年 10 月	点我达	C+轮	数千万人民币	2015 年 6 月	创新工场
2015 年 12 月	达达-京东到家	D 轮	3 亿美元	2014 年 6 月	DST、红杉资本中国
2016 年 4 月	达达-京东到家	并购	2 亿美元	2014 年 6 月	京东
2016 年 4 月	人人快送	B 轮	5000 万美元	2013 年 1 月	未透露
2016 年 7 月	点我达	D 轮	1.5 亿美元	2015 年 6 月	阿里巴巴
2016 年 8 月	闪送	B+轮	1000 万美元	2013 年 8 月	天图投资
2016 年 10 月	达达-京东到家	战略投资	3.36 亿人民币	2014 年 6 月	沃尔玛
2017 年 1 月	UU 跑腿	A 轮	9600 万人民币	2015 年 4 月	天明集团、锐旗资本
2017 年 1 月	快服务	Pre-A 轮	数千万人民币	2015 年 1 月	峰瑞资本、福源精益、百度众筹
2017 年 2 月	闪送	C 轮	5000 万美元	2013 年 8 月	SIG、执一资本、慧思资本、光源资本
2017 年 4 月	快牛配送	A 轮	数千万人民币	2004 年 12 月	贵格天使（领投）、Cherubic Ventures 心元资本
2017 年 6 月	UU 跑腿	A+轮	1 亿人民币	2015 年 4 月	启赋资本、天明集团
2017 年 8 月	闪送	战略投资	未透露	2013 年 8 月	华山资本
2018 年 1 月	快先森	天使轮	数千万人民币	2015 年 1 月	原链资本
2018 年 3 月	点我达	战略投资	未透露	2015 年 6 月	圆通速递
2018 年 7 月	点我达	战略投资	2.9 亿美元	2015 年 6 月	菜鸟网络
2018 年 8 月	达达-京东到家	战略投资	5 亿美元	2014 年 6 月	沃尔玛、京东
2018 年 8 月	闪送	D 轮	6000 万美元	2013 年 8 月	海松资本、五岳资本、源量资本
2018 年 8 月	UU 跑腿	B 轮	9600 万人民币	2015 年 4 月	东方汇富、汇德丰资本、因诺资本
2019 年 7 月	快先森	Pre-A 轮	数千万人民币	2015 年 1 月	英诺天使基金、梅花创投
2020 年 5 月	达达集团	IPO	1 亿美元	2014 年 6 月	纳斯达克

资料来源：IT 桔子，中信建投

即时配送的行业发展主要受消费者的订单需求驱动，需求端按照用户类型可以分为 C 端和 B 端，C 端订单

主要是跑腿类订单和代购类订单等，B 端订单包括商超和餐饮类、生鲜类订单等，且 B 端订单行业占比大。即时配送行业双巨头美团配送、蜂鸟配送的迅猛发展，均离不开自身绑定的外卖平台美团和饿了么。虽然外卖订单占总即时配送订单的比例呈下降趋势，但 2019 年目前该比例仍为 70%，这也使得行业 CR2 能保持在 67% 左右。而同样依靠外卖订单崛起的达达，在 2015 年年末受到来自美团外卖、饿了么和百度外卖的围剿后，2016 年 3 月份的日均订单量从 2015 年 12 月的 150 多万骤降至 100 多万单，而达达在 2016 年 4 月和京东达成战略合作后，同年 8 月日均订单数已经达到了 200 多万单。由此可见，能否依赖 B 端商超类平台订单对即时配送企业的发展非常重要。除了头部三家企业之外，闪送、UU 跑腿等专注于 C 端用户的企业，虽然经过长期的经营，已积攒一定数额的忠实用户，且部分企业已经实现盈利，但由于订单均价较高，市场份额占比非常小，2019 年市占率均低于 2%。

在物流基础设施相当的情况下，2B 类企业拓展 2C 类业务的困难程度远小于 2C 类企业拓展 2B 类业务，因为 B 端商家不仅仅需要考虑 C 端流量问题，还需要基于自身经营利益和战略发展考虑。而 C 端业务的门槛相对较低，客户关注的因素主要是价格和时效，在时效越来越趋同的情况下，客户的黏性受价格的影响较大，考虑到即时配送行业的头部企业更容易融资，未来行业在 C 端一旦出现价格战，小企业的劣势被凸显，其市场份额可能被头部企业进一步挤占。未来行业的市场格局，达达则有望在商超到家上抢占先机，而专做 C 端订单的其他中小配送平台可能规模提升有限。

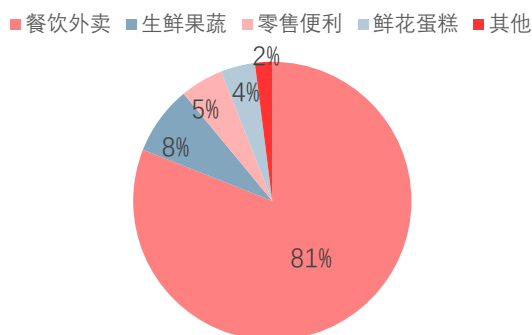
1.1.4 即时配送子行业及即时零售发展状况

依据需求端到家业务的种类，即时配送行业大致拥有五个子行业：

1. 餐饮外卖：主要从餐饮外卖商户配送到消费者手中。
2. 生鲜到家：从前置仓、前店后仓、店仓一体等多种类型的商业形态仓库，配送到消费者手中。
3. 即时商超零售：传统零售门店进行线上销售并配送到家，以及盒马等新兴零售形态配送服务。
4. 医药配送：医药门店、前置仓到消费者手中的配送。
5. 跑腿服务：包括文件、个人用品、电子产品、食品、鲜花等各种类型的跑腿服务。

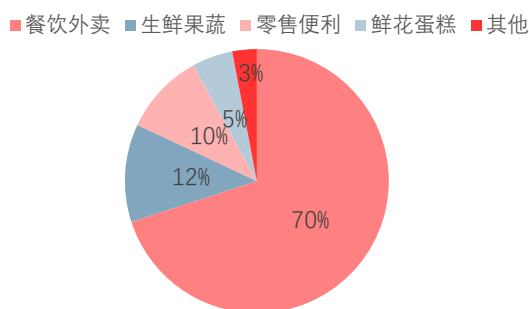
2019 年，这五大类中餐饮外卖的占比最大，占据约 70% 的市场份额，生鲜电商业务位列第二，占比为 12%，商超到家占比 10%，位列第三。近年来，一个明显的趋势是非餐占比快速上升，尤其是生鲜和商超两大业务未来发展空间较大。

图表8： 2018 中国即时配送市场细分品类订单占比



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图表9： 2019 中国即时配送市场细分品类订单占比

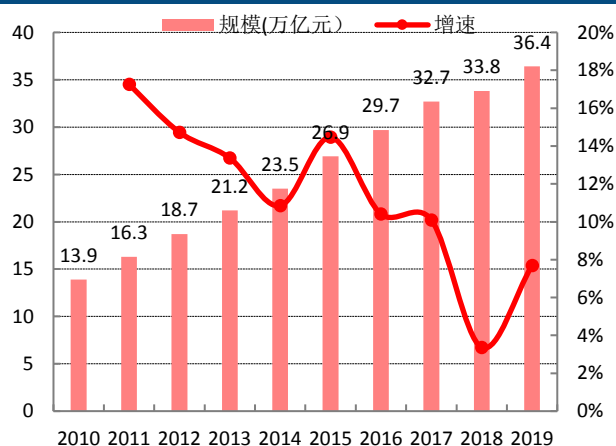


资料来源：艾瑞咨询，中信建投

商超一直是中国本地零售市场上占比最大的部分，在 2019 年贡献了约本地零售额的 23%。2013 年前后，提到商超零售人们首先会想到逛超市，而消费者的商超需求主要也是通过单一的线下渠道满足。尽管线下超市距离末端消费者更近，未来商超部门的大部分零售额仍然会源于线下店，但近年来，消费者还是见证了即时零售的快速发展，这是因为即使零售给需求和供给两端带来的好处。从消费端来看，消费者可以通过超市的线上渠道浏览、比较和购买商品，省去了交通和线下逛超市的时间，且即时物流的快速发展满足了消费者的商品即时性需求。对于供给端的商家而言，线上渠道拓展了线下商超的消费半径约 3-5 公里，这意味着商超拥有了更多的潜在消费人群。此外，尽管超市部门具有非周期性，但许多线下零售商的成长却受到传统的、效率低下的关键活动的阻碍，如产品拣选和库存管理等，而线上零售平台给商家提供了数字化解决方案，改善了这些问题从而进一步提高了商超的运营效率。

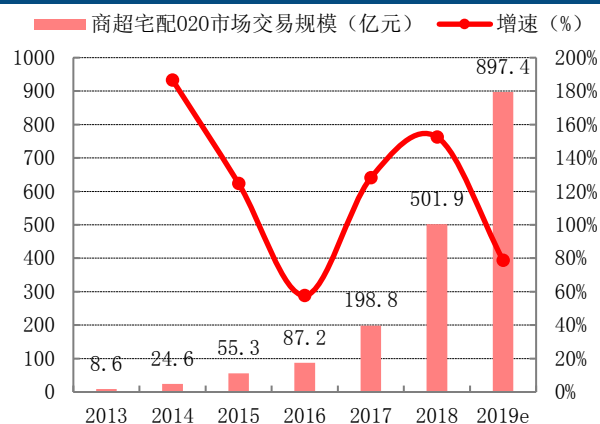
2019 年，全国零售市场销售规模平稳增长，增速有所回落。数据显示，全国商品零售额 36.4 万亿元，同比增长 7.7%，增速较上年同期回落 1.2 个百分点，但与其他国家相比，仍处于较高水平。而 13-19 年商超宅配 O2O 市场交易规模增长更是展示出商超宅配广阔的市场空间，交易规模从 2013 的 8.6 亿元增长到了 2019 年的 897.4 亿元，年复合增速达到了 117%。

图表10： 全国零售市场规模及增速



资料来源：国家统计局，中信建投

图表11： 13-19 年商超宅配 O2O 市场交易规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

未来即时商超零售的发展潜力巨大。根据艾瑞咨询，中国商超零售的线上渗透率有望从 2019 年的 1.4% 快速上升至 2023 年的 10.6%，本地即时商超零售 GMV 在 2019-2023 年有望达到 69.5% 的复合增速。高速增长源于多方共同的努力。对于消费者而言，消费者愿意付费以获得更好的体验，包括便利性，更广泛的选择性和订单履约的即时性。对于商超而言，商超需要提升在线化的意愿，明白线上渠道的拓展不仅有利于对潜在消费人群的拓展，也有利于优化商超库存水平和 SKU 选择，从而加速库存周转并减少零售商的易腐品损失；同时，商超还要努力做到供应链上游到商品结构数字化，将所有的数据采集、系统打通、会员打通、支付打通都逐渐完善。对于即时配送平台而言，进一步提高配送时效并通过规模效应等途径降低成本，从而加强与零售商的合作。

以达达集团为例，达达拥有即时配送平台和即时零售平台。达达的同城速递信息平台拥有 7000 万+个人客户，120 万+服务商户，覆盖 450+主流城市，日订单量峰值达千万级。达达的本地即时零售平台京东到家是中国最大的本地线上超市零售平台，目前注册用户 7400 万+，合作商户超过 10 万家，95% 的订单一小时达，已覆盖超过 100 个主流城市，平台上的合作业态众多，生鲜、商超、医药、美妆、数码等多品类均有销售合作。同时，由于京东到家以流量赋能、履约赋能、用户赋能、商品赋能、门店赋能为核心，为传统零售商提供线上线下融合的一体化解决方案，帮助零售商快速实现数字化的转型。自收购以来，京东到家取得了显著的增长，截止 2020 年 3 月 31 日，GMV 同比增长 92.0%，达到 157.24 亿元人民币，由 2760 万活跃消费者产生 1.347 亿笔订单。未来，我们预计京东到家仍然会进一步快速发展。

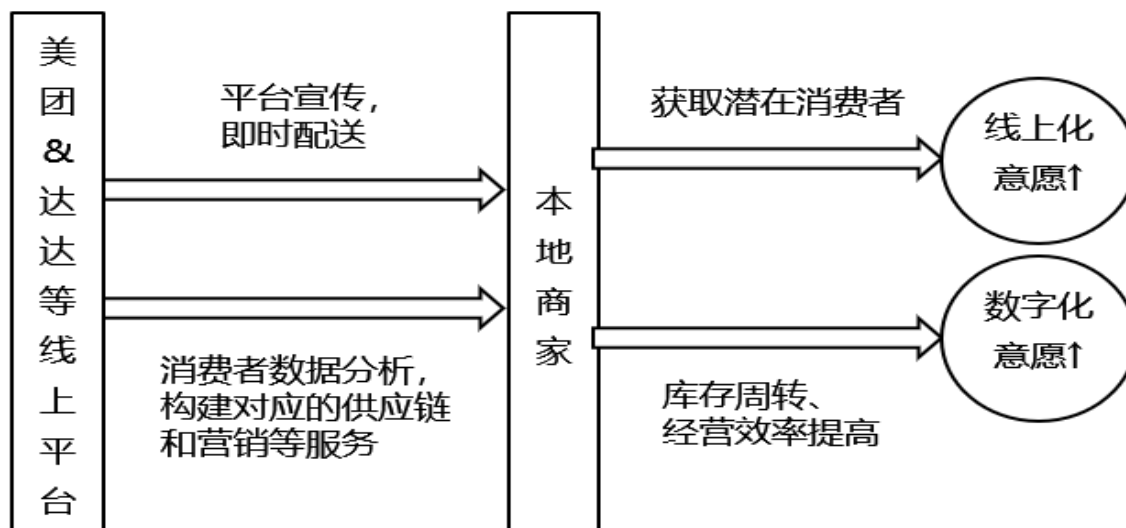
1.2 商家端和用户端角度看万物到家的必然趋势

1.2.1 商家端

从万物到家的供给端层面来看，万物到家提升了本地零售商的服务半径，扩大了本地覆盖人群的范围，能够为其现有业务提供增量，本地零售商有意愿进行线上化和数字化。作为实体店的本地零售商一般的服务半径有限，超出一定距离的人群往往难以覆盖，即便能够覆盖，往往消费频率也极低；通过线上化，实体店能够覆盖的范围能够达到更大的辐射面积，大大拓宽了能够服务的人群。此外，当本地实体店线上化服务的范围扩大时，同种品类的实体店可能面临着竞争加剧的风险，一旦此类店铺有一家进行线上化，必然会抢占未线上化店铺的市场空间，这时对于未线上化的店铺最优的选择就是也进行线上化，这种相互竞争的趋势下，实体店店铺的线上化率必然越来越高。

线上化和数字化互为一体，没有线上化，也没有数字化。对于商超而言，“以顾客为中心”的口号变为现实，供应链、物流、营销和服务将依照消费数据、围绕新的消费习惯而构建。目前，随着线上消费的渗透率越来越高，京东到家、口碑饿了么等平台不断赋能商户，在提供即时配送的同时，提供数字化营销、优化经营管理效率，促进了线上线下消费生态体系的进一步融合。

图表12：本地商家线上化、数字化意愿加强



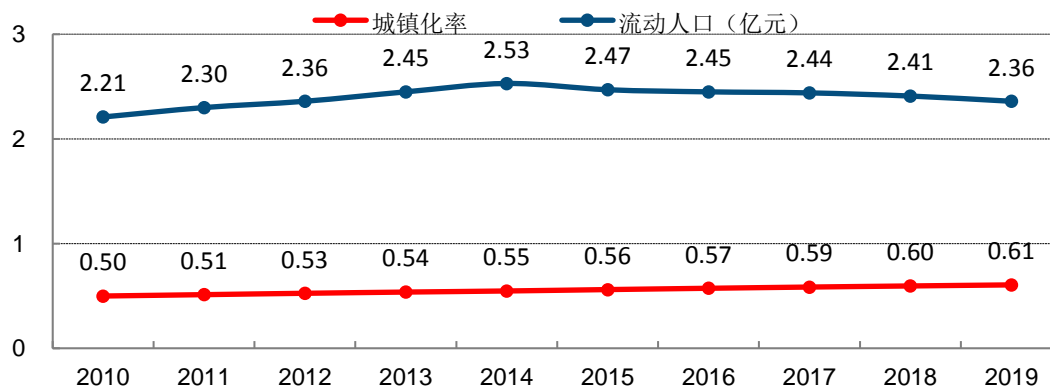
资料来源：中信建投

骑手供给充足，成本总体平稳，为即时配送提供了充足运力。中国城市化率从 1990 年的 26.44% 持续上升到 2019 年的 60.60%，与发达国家还有一定距离，但远超同期印度水平。未来几年中国城镇化率将持续增长，城镇化的速度将继续平稳下降，预计到 2035 年，中国城镇化比例将达到 70% 以上。2019 年我国城镇常住人口 84843 万人，比上年末增加 1706 万人；乡村常住人口 55162 万人，减少 1239 万人。

大量的年轻人涌向城市，为城市输送了源源不断的优质劳动力，也为即时配送行业带去了“新鲜的血液”。数量巨大的低成本，高业务素质的配送骑士是保证即时配送平台高速发展的重要因素。

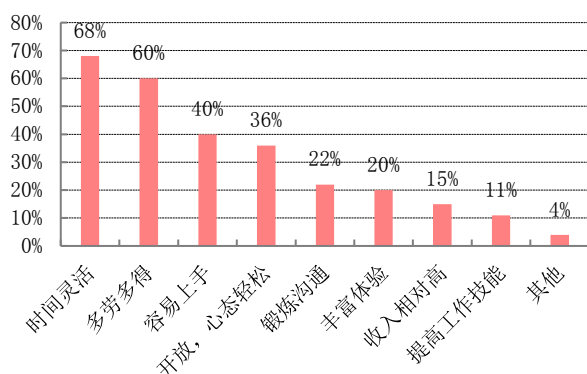
城镇化的持续推进，城镇化率随之提高，中国的流动人口数量也随之提高，并于 2014 年达到峰值 2.53 亿人，随后开始缓慢回落，于 2019 年达到 2.36 亿人次。

图表13：2011-2019 年中国城镇化率及流动人口数量



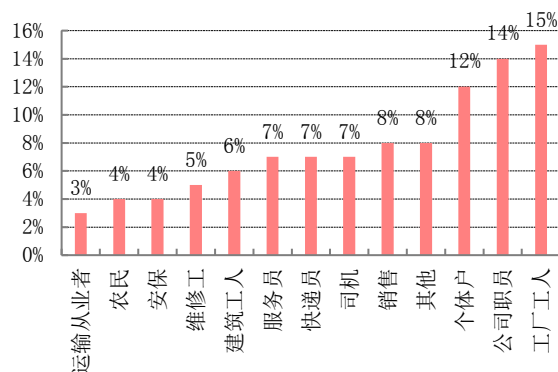
资料来源：国家统计局，中信建投

图表14： 骑手对即时配送工作最看重的点



资料来源：美团骑手就业报告，中信建投

图表15： 从事骑手工作前职业分布



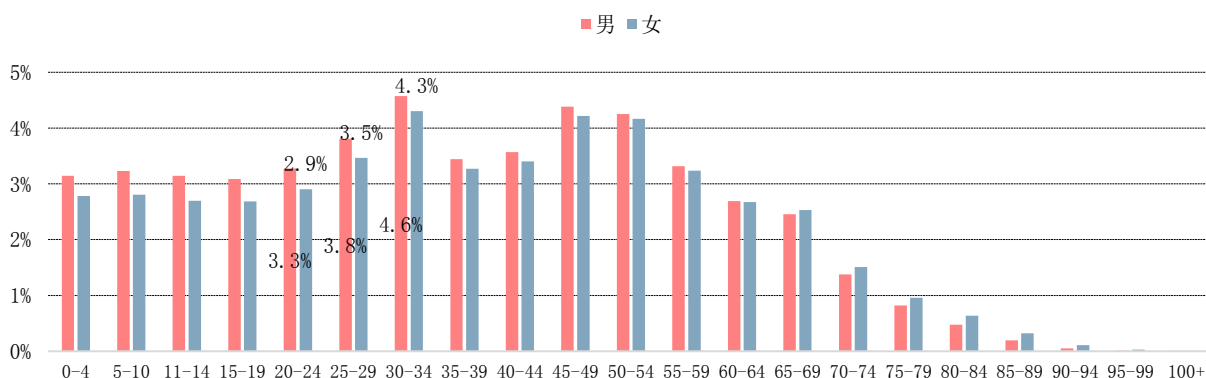
资料来源：2020 饿了么蓝骑士群体画像，中信建投

1.2.2 用户端

从需求角度来看，即时性需求大幅提升，是促进即时配送平台发展的一大关键。

中青年消费群体成为人群消费的主力，习惯于“想要即达”的消费行为，愿意为便利付费。从我国目前人口年龄结构可以看出，当前 30-34 岁人口占比最高，男女合计高达 8.9%，其中年龄段在 20-35 岁之间人口占比高达 22.3%，达到总人口数的四分之一。这一部分人口目前是我国市场的消费主力，他们的消费能力较强，对新事物的接受能力较高，同时在移动互联网爆发的阶段中成长起来，对线上购物、线上点外卖、线上订住宿、线上订票等行为习以为常，同时在线上消费过程中往往对快速送达有着较高的要求，愿意为此付费。我们以生鲜电商消费人群为例，2019 年生鲜电商 20-35 岁消费人群占比高达 66.3%，成为生鲜到家消费的绝对主力。这种消费习惯的形成成为万物到家提供了需求侧的基础。

图表16： 2019 年我国人口年龄结构



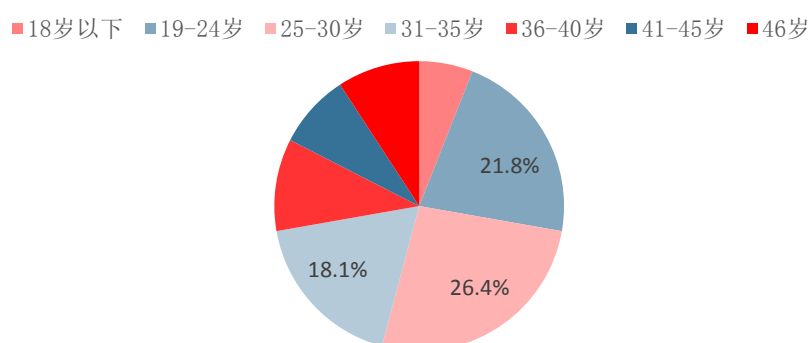
资料来源：populationpyramid，中信建投

年轻化、中产化、都市化的群体也是“懒”人群体的主要构成部分；即时零售和即时配送业务扩大了配送范围和商品种类，满足了更多“懒”人群体的消费需求。本地零售和即时配送为消费者提供了本地购物、短时

间内送达的服务，满足了消费者对生鲜、商超、鲜花蛋糕和医药类等时效性要求较高商品的需求，也满足了消费者对同城配送更高的速度要求。即时配送平台为消费者提供帮代买服务，距离扩大到同城范围，让消费者足不出户就能购买到所需要的任何商品。此外，即时配送的时间一般在三个小时以内，弥补了传统快递时间长、不易运输生鲜商品的缺点。

相对于传统电商，即时零售和即时配送服务提供了更高的品质保障。即时零售平台上大部分商家为本地大型商超，生鲜便利店，生活在同一城市的消费者能够根据线下消费的经历来判断线上商品的质量。

图表17： 2019 年春节期间生鲜电商消费人群年龄分布

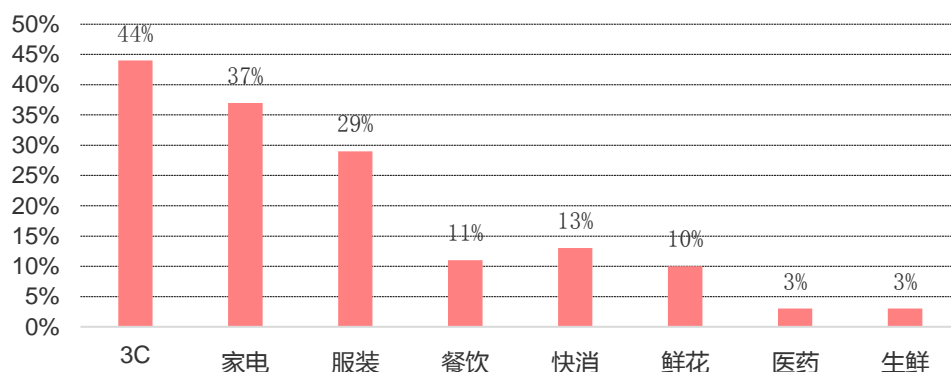


资料来源：Questmobile，中信建投

零售市场规模巨大，线上化率仍然较低，未来市场空间巨大。我们以零售市场中的超市部门为例，当前超市业务在2019年占本土零售销售额约23%，这一市场由三部分构成（1）沃尔玛、永辉、华润万家等全国性大型连锁超市；（2）规模较小的区域性商家；（3）只服务于本地区的小型本地商家组成。在2019年商超线上交易规模为467亿元，线上化率为1.4%，相比于中国零售市场整体交易规模，这一占比仍然较低，未来线上化率有很大的提升空间。

餐饮外卖行业线上化的成功为其他消费品类线上化提供可借鉴的经验，未来想象空间巨大。从下图可以看出，3C、家电和服装品类的线上化率相对较高，餐饮通过外卖这种方式多年的发展，已经达到了11%的线上化率，相比于五年前1%-2%提升了约10倍。但是对于生鲜和医药类，线上化率仍然较低仅为3%，快速消费品的线上化率为13%，鲜花为10%，它们和餐饮外卖相比均具有相同的特征，如消费额度不大和时效性。因此，餐饮外卖多年线上化积累的实践经验能够复制到其他零售的品类，为其他品类线上化提供了巨大的空间。

图表18：不同品类线上化率



资料来源：《万物到家，从餐饮到零售》，中信建投

疫情大大加速了消费者教育进程，订单数量出现爆发式增长。以生鲜到家和超市到家为例，疫情之前，生鲜到家和超市到家业务消费者规模较小，尽管经过了多年的发展，但生鲜电商仍未实现较大的突破。而此次疫情发生后，由于居家隔离，线下商超和卖场受到了较大的影响，超市和生鲜到家成为消费者的首选，生鲜平台和商超线上平台订单激增，到家业务出现了前所未有的井喷式发展，不同的到家业务平台较去年同期均实现了较大的增长，订单量翻倍成为普遍的现象。

图表19：疫情期间部分商家营业状况

公司名称	疫情期间订单变化情况
每日优鲜	除夕至正月初四，平台实收交易额较去年同期增长 321%，春节七天总销量突破 4000 万件
叮咚买菜	春节期间每日订单量同比上月增长超过 300%，2020 年春节 7 天市民下单量突破 400 万单
美团买菜	北京地区的日订单量达到了节前单量的 2-3 倍
多点	到店到家全渠道单量同比 2019 年同期增长 89%，整体销售额达到 42 亿元，同比增长 132%
京东到家	1 月 27 日-2 月 13 日，京东到家总销售额同比增长 450%，粮油副食同比增长 540%、肉类同比增长 1080%、休闲食品增长 420%、蔬菜增长 800%、水果增长 350%，超市商品销售额同比去年春节增长 600%，医药产品增长 430%
拼多多	自 1 月以来，拼多多平台的食品生鲜需求持续旺盛。以苹果、脐橙、草莓、樱桃、猕猴桃为代表的水果订单量较去年同期涨幅超过 120%，米面粮油、肉禽蛋类和新鲜蔬菜的订单量，则均较去年同期上涨超 140%

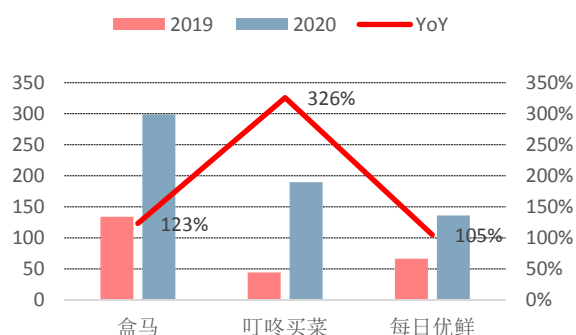
有赞

生鲜果蔬类目商家在 1-2 月份期间的交易额持续保持上涨趋势，相比去年同期同比上涨 65.9%

资料来源：人民网新电商研究院，中信建投

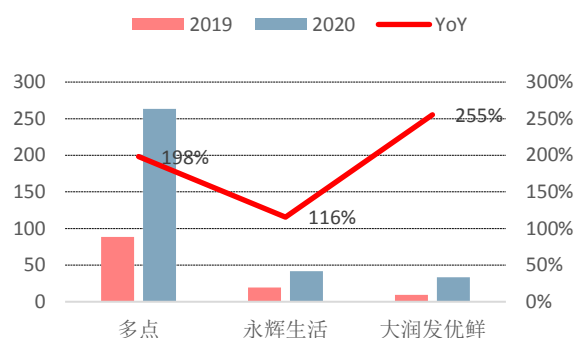
在消费者习惯层面，消费者改变消费习惯通常是一个缓慢的过程，往往需要通过多年的教育才能形成新的消费习惯，但是这次疫情的来临却大大加速了消费者教育进程。虽然线下零售消费受到了疫情的严重冲击，但是危中有机，到家业务实现了用户规模的快速增长。生鲜电商和超市到家 APP 春节期间用户规模均实现了 100% 以上的用户规模同比上升，大大拓展了到家业务覆盖的人群。尽管疫情过后，到家业务订单规模肯定会出现一定程度的萎缩，但是一定会沉淀一部分，从长期来看，“线上下单快速配送到家”消费习惯将会逐渐性形成，从而拉动到家业务未来的发展。

图表20： 生鲜电商典型 APP 日均活跃用户规模（万）



资料来源：Questmobile，中信建投

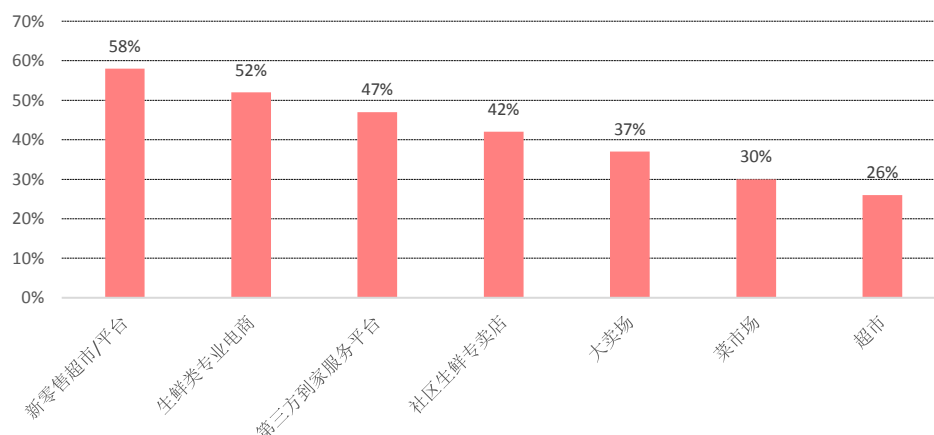
图表21： 超市到家典型 APP 日均活跃用户规模（万）



资料来源：Questmobile，中信建投

过半的消费者表示会增加对线上新兴渠道的使用频率，未来新兴渠道的发展前景十分广阔。以生鲜为例，根据尼尔森的研究显示，新兴渠道如新零售、O2O 平台、社区生鲜等凭借着购物便捷，体验良好以及到家服务等因素，在快速推进市场渗透的同时收获一批忠诚的消费者，过半的消费者表示会增加线上平台的使用频率。未来线上平台发展强劲且优势日益凸显，万物到家未来可期。

图表22： 生鲜购物者会增加使用频率的渠道



资料来源：尼尔森，中信建投

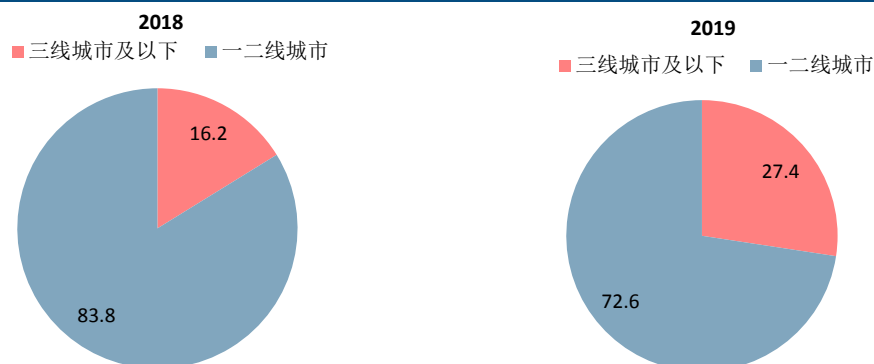
到家业务遵循需求高密度到需求低密度的规律。我们观察到经济发达程度和人口稠密程度成正相关关系，人口越稠密，经济越发达，人们的消费能力和可支配收入越高。2019 年我国即时配送订单量一、二线城市的市占率为 72.6%，三线城市及以下只有 27.4%，行业订单高度集中在高线城市。因此到家业务会整体持续从一二线城市蔓延至三线及以下城市持续发展。

图表23： 按人口密度划分四大区域

区域划分	区域简介
非常稠密区	每平方公里人口在 400 人以上，包括沪、京、津、苏、鲁、豫、粤、浙、皖等 6 省 3 市。本区土地面积较少，为 89.1 万平方公里，仅占全国土地总面积的 9.4%。而人口却达到 4.91 亿，占全国总人口的 38.8%，平均每平方公里高达 552 人。
稠密区	每平方公里人口在 200—400 人之间，包括渝、冀、鄂、湘、辽、闽、赣、琼、晋、黔等 10 省市。本区土地面积为 147.56 万平方公里，占全国土地总面积的 15.5%，人口 4.18 亿，占全国总人口的 33%，平均每平方公里 283 人，高于全国平均人口密度的 1.13 倍。
较稠密区	每平方公里人口在 100—200 人之间，包括桂、陕、川、吉、云、宁等 6 省（区）。本区土地面积为 155.36 万平方公里，占全国土地总面积的 16.3%，人口 2.4 亿，占全国总人口的 19.4%，平均每平方公里 155 人，高于全国平均人口密度。
稀少区	每平方公里人口在 100 人以下，包括黑、甘、蒙、新、青、藏等 6 个省（区）。本区地域辽阔，土地面积为 559 万平方公里，占全国土地总面积的 59%，人口 1.13 亿人，只占全国总人口的 9%，平均每平方公里 20 人，远远低于全国平均的人口密度。

资料来源：中国经济和信息化研究中心，中信建投

图表24： 即时配送订单量城际分布

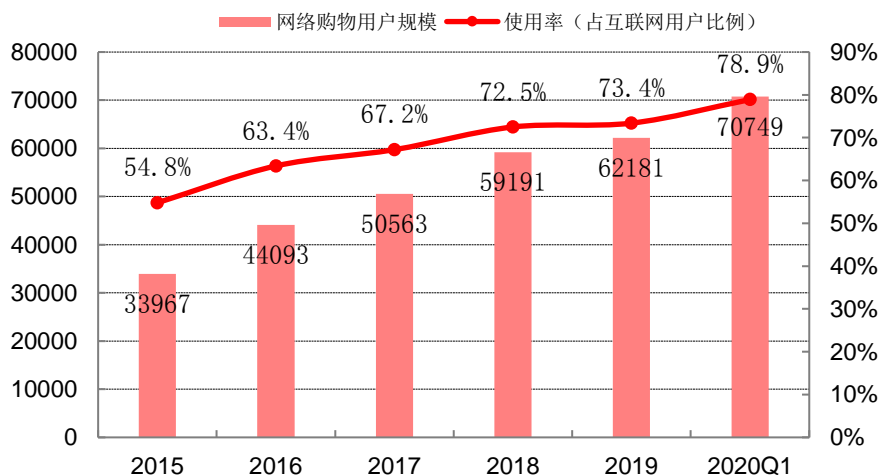


资料来源：艾媒北极星互联网产品分析系统，中信建投

1.3 万物到家的发展空间

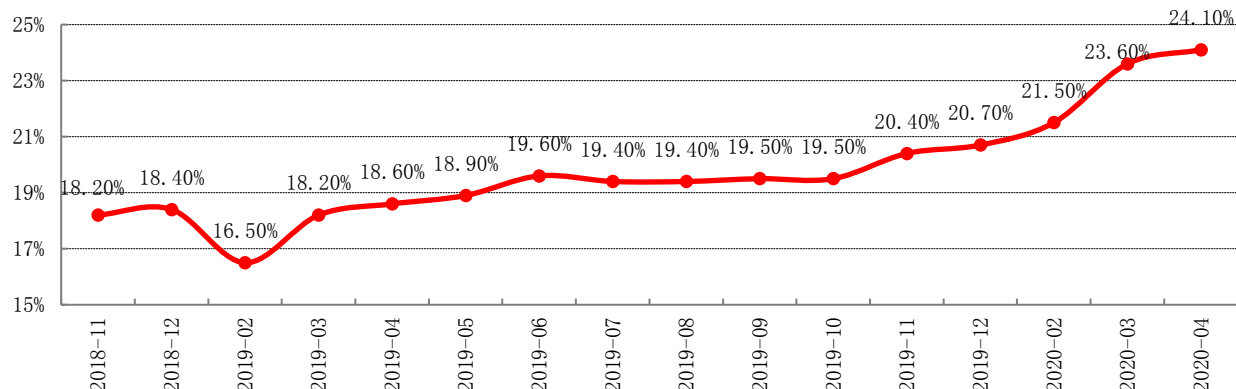
高线上购物渗透率为到家业务建立了较高的行业天花板，疫情导致线上渗透率的进一步提升。据中国互联网络信息中心数据显示，截止 2020 年第一季度，我国网络购物用户达到 7.1 亿人，占互联网用户的 78.9%，逐年增长的网购渗透率表明，互联网用户越来越倾向于线上购物和配送到家的模式，网购用户群体将成为未来本地零售和即时配送的潜在消费者。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比例在 2020 年前三个月突飞猛进，1-2 月份为 21.5%，4 月份更是飙升到 24.1%，比 2019 年底的 20.7% 高出 3.4 个百分点。

图表25： 网络购物用户规模及渗透率 （万人）



资料来源：中国互联网络信息中心，中信建投

图表26： 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比例



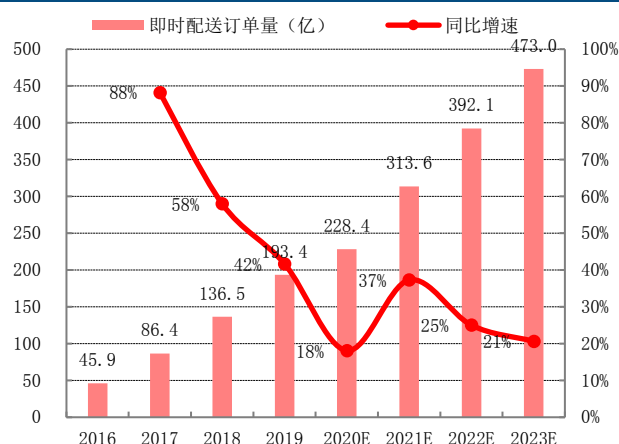
资料来源：国家统计局，中信建投

即时配送提高了社会劳动分配效率，为消费者节约时间的同时提供了更广泛的购物选择。随着当下社会中人们的生活节奏加快，越来越多的消费者缺少每周或每月逛超市和商场的机会，而更倾向于将这些时间用来工作。即时配送的出现使消费者有更多的工作和休息时间，创造更多社会价值；同时即时配送行业为低学历群体提供了大量的就业岗位，增加了社会就业率。其次，即使零售和配送提高了消费者的购物效率。消费者线下购物时，需要在多个地点和商家才能买全的商品，通过即时配送平台可以一站式购齐，平台不仅帮助消费者节约了时间，也丰富了消费者的选择。而在成本端，消费者通过即时配送购物的成本与线下购物的成本相近，甚至更低。由于即时配送的用户群体趋于年轻化、中产化、都市化，线下购物所需要的成本还包括路费、停车费等；在大城市中，相同距离的打车费则可能超过即时配送所需的运费。

即时配送行业订单量有望在 2023 年达到 473 亿单。达达集团招股书中数据显示，2019 年本地配送服务（包括即时配送和快递配送业务）日均订单量达到了 8300 万，预计到 2023 年日均订单量将达到 1.6 亿单，即全年订单量达 589 亿单。根据艾瑞咨询，19 年和 20 年即时物流行业订单分别达到 193 亿和 228 亿，即时配送订单占本地配送订单占比分别为 70%和 76%。未来我们预测快递配送的最后一公里订单占比会进一步下降，因此我们给予该占比年 2%的降幅。据此，2023 年的即时物流订单规模有望达到 473 亿单。

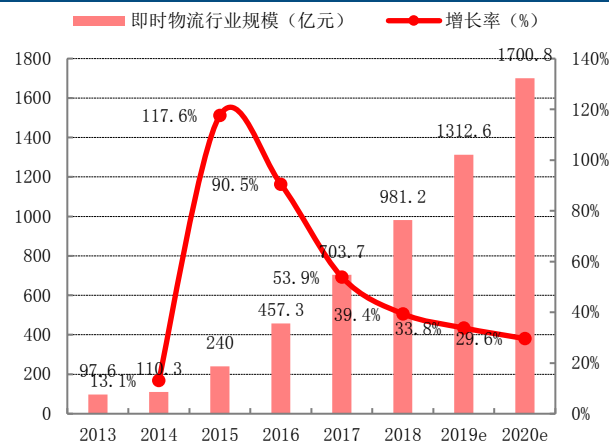
非餐业务订单，包括门到门同城配送的市场规模有望在 2023 年超过 189 亿单。根据艾瑞咨询数据显示，即时配送订单非餐业务占比逐年增加，2019 年中国即时配送非餐饮外卖订单量由 2018 年的 19%上升至 30%。由于疫情发展，2020 年春节期间，消费者对配送商品的需求大量拓展到生鲜食品、日常消费品、和医药等类别。根据美团《餐饮外卖复工消费报告》数据，节前两周，美团订单中非餐饮订单占比仅为 12.72%，此后，在疫情的助推下，美团非餐饮订单占比逐渐提升，在复工后第一周达到了 25.38%，增幅高达 77.08%。疫情期间，用户通过外卖平台下单购买生鲜果蔬、日常用品和药品等生活必需品，促使人们逐渐形成了新的生活方式和消费习惯，疫情过后虽然订单数量会出现一定的回落，但是随着消费者习惯的形成仍有一部分用户会沉淀下来。我们预测，在 2020 年疫情过后，随着用户数量和用户粘性增加，中国即时配送非餐饮外卖订单占比有望在 2022 年达到 40%左右，非餐业务即时配送市场订单量则相应达到 189 亿单。

图表27： 2016-2023 年中国即时物流订单规模 （亿单）



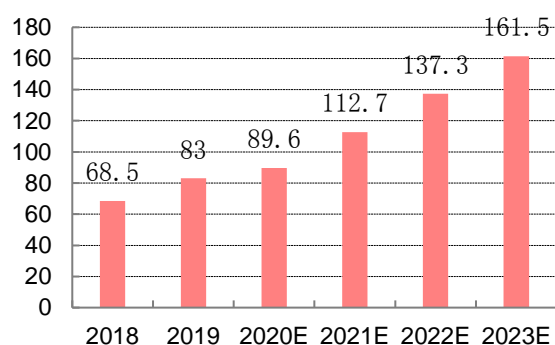
资料来源：艾瑞咨询, 中信建投

图表28： 2013-2020 年中国即时物流行业规模 （亿元）



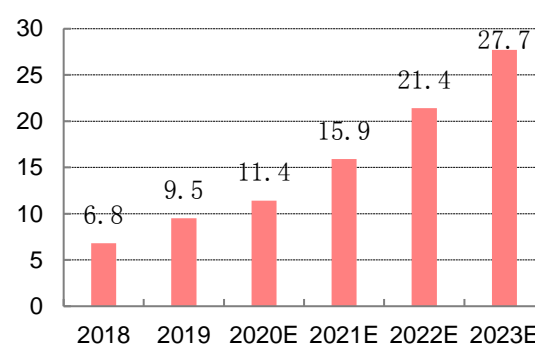
资料来源：艾瑞咨询, 中信建投

图表29： 本地配送日订单量 （百万）



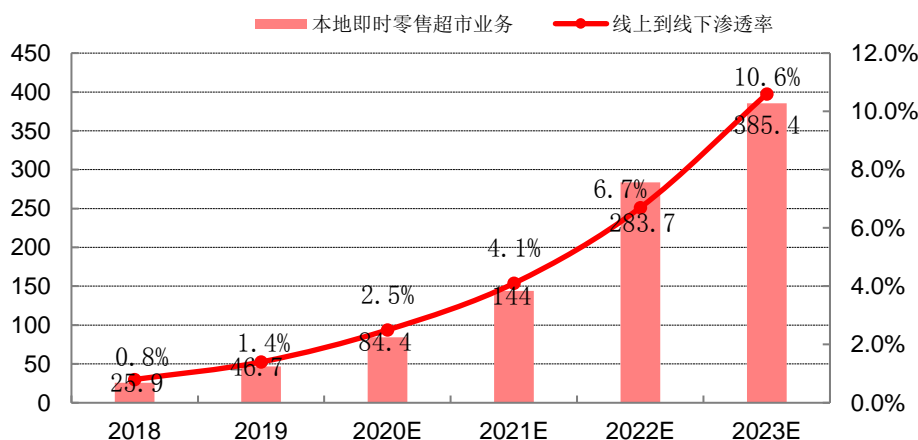
资料来源：达达集团招股书, 中信建投

图表30： 开放型本地即时配送日均订单量 （百万）



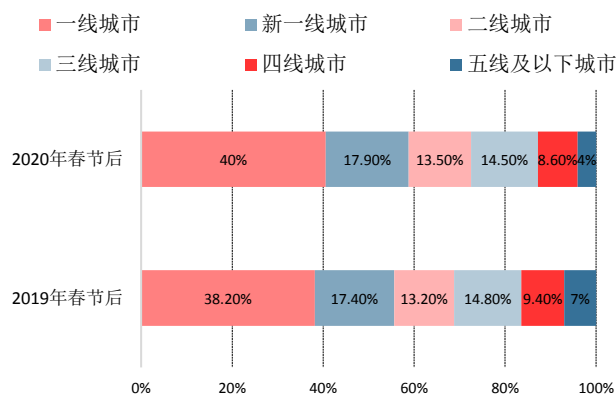
资料来源：达达集团招股书, 中信建投

中国商超到家行业市场规模距成熟市场仍有较大空间，预计 2023 年超市零售线上渗透率有望达到 10.6%，GMV 将达到 3854 亿元。而在即时零售发展成熟期，线上渗透率则有望超过 30%。根据达达集团招股书和艾瑞咨询数据，中国商超到家业务 GMV 在 2023 年 O2O 渗透率将达到 10.6%，在 2023 年增长率依然呈上升趋势，距离产业成熟期有一定距离。与发达国家成熟市场相比，我国生鲜电商有较大上升空间。美国线上超市业务趋于成熟，其中，沃尔玛占美国零售市场的绝对主导地位，其线上 GMV 占比已经接近 10%，用户数超过美国最大即时配送平台 Instacart 62%。而由于我国配送物流和人力成本较低，人口和超市、商家分布集中，对即时零售行业需求将大于发达国家消费者需求，我们预测中国超市到家业务在 2023 年后将继续发展，O2O 渗透率在将来有望赶超发达国家。

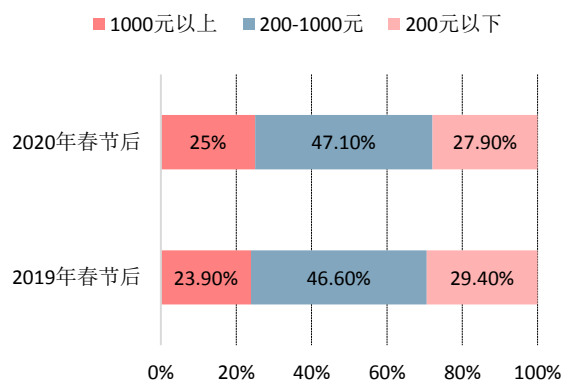
图表31： 本地即时零售 GMV 超市业务部分预测 （十亿美元）


资料来源：达达集团招股书，中信建投

疫情驱动更多二三线及以下城市消费者在线上消费，推动即时配送市场下沉。随着国民经济发展，国家人均 GDP 稳定增长，中低收入群体个人可支配收入相对提高，消费能力增强，由于疫情推动更多消费者群体使用线上购物，三线及以下城市即时配送市场扩大。但上文提到，即时配送的下沉更多的还是在外卖领域，其他方面的下沉难度较大，比如生鲜领域，根据 Questmobile 数据显示，2020 年春节后三四线城市的生鲜电商占比均有不同程度的下降。

图表32： 生鲜电商行业城际分布


资料来源：Questmobile，中信建投

图表33： 生鲜电商线上消费能力


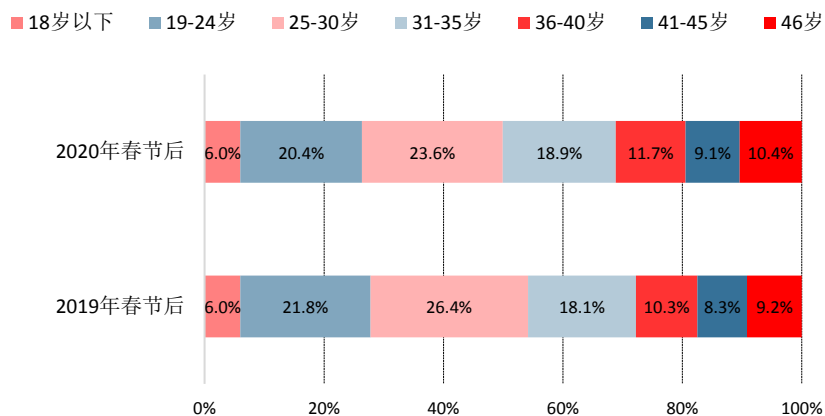
资料来源：Questmobile，中信建投

即时配送行业有望向高龄消费者发展。生鲜和商超消费群体中，中老年消费者占比较高，这些消费者对线上购物等新事物接受程度更低，生鲜电商在高龄消费者中渗透率较低；而 2020 疫情期间，大部分消费者居家隔离，推动 30 岁以上消费者使用生鲜电商；这些消费者为未来生鲜电商和商超到家平台提供更多流量，帮助企业完成客流量的增加，提高未来的销量和盈利空间。

即时配送行业用户特征趋向于中产化、都市化，未来即时配送领域将有更多高品质商家，为即时配送行业供给端提供拓展空间。根据美团第一季度财报会议 CEO 发言，更多商家在疫情期间线下消费收入大量减少，为

保障收入，与即时配送平台合作完成了数字化转型，并会在未来加大对线上业务的投入。其中，在美团点评排行中，疫情前只有 30% 的高品质商家开展了外卖业务，但由于疫情影响，到店餐饮行业损失严重，截止 2020 第一季度，超过 50% 的高品质餐厅开展了外卖业务。这些商家的线上业务发展和中小型商家的数字化转型，为即时配送行业供给端向高品质发展提供空间。

图表34： 生鲜电商年龄分布



资料来源: Questmobile, 中信建投

二、达达——即时零售+即时物流：形成商流和物流的闭环，带动双平台业务共同发展

达达集团是国内领先的本地即时零售和即时配送平台，由达达快送和京东到家两部分构成。其中达达快送于 2014 年 6 月上线，据艾瑞咨询报告，2019 年达达快送已成为全国领先的即时配送平台，其主营业务包括最后一公里服务业务和同城配送服务，同时包含部分配送装备销售。京东到家经营即时零售业务，达达集团于 2016 年向京东集团收购了京东到家全部业务，根据艾瑞咨询报告显示，2019 年京东到家已成为全国 GMV 最高的即时零售平台。

2.1 新零售+新物流：打通本地生活服务产业闭环

2.1.1 达达快送——专业化、独立的即时配送平台

达达快送主要包括同城送货服务和最后一公里配送服务两大业务板块，其中同城配送业务的上游是连锁商超、中小型企业和个人发件人，而最后一公里服务则对接各大快递公司，成为其运力补充。截至 2020 年 6 月 30 日的 12 个月，超过 63 万个活跃骑手累计配送了 9.26 亿订单，达达快送的同城配送服务覆盖中国 700 多个城市、县，其最后一公里送货服务则覆盖中国 2400 多个城市、县。

(1) 同城配送和个人帮代买业务

达达快送为连锁店、中小型企业商家和个人发件人提供专业、易操作的同城配送服务。达达快送 App 向餐饮美食、超市便利、文件文印等覆盖本地生活的 8 种企业提供同城配送服务，企业可以使用达达快送企业版完成订单配送，或将订单直接发送到达达快送平台。达达快送向个人用户提供同城配送、帮代买、代排队等服务。达达快送 App 个人用户界面简洁易操作，用户仅需要选择取件或寄件的地点，智能订单推荐和调度系统与众包平台上的骑手将实时自动匹配订单。三公里半径以内的同城送货服务，通常会在下订单后一小时内交付，超出 3 公里半径的订单可能需要更长的时间完成。企业可通过达达快送 App 注册企业版，根据企业和个人不同的需求，可以选择专属骑手，例如达达鲜花骑士为用户专门负责鲜花配送服务，保证更好的服务质量。达达还同时为企业 提供指导和解决问题，帮助企业更好地使用达达快送。

图表35：达达快送配送流程

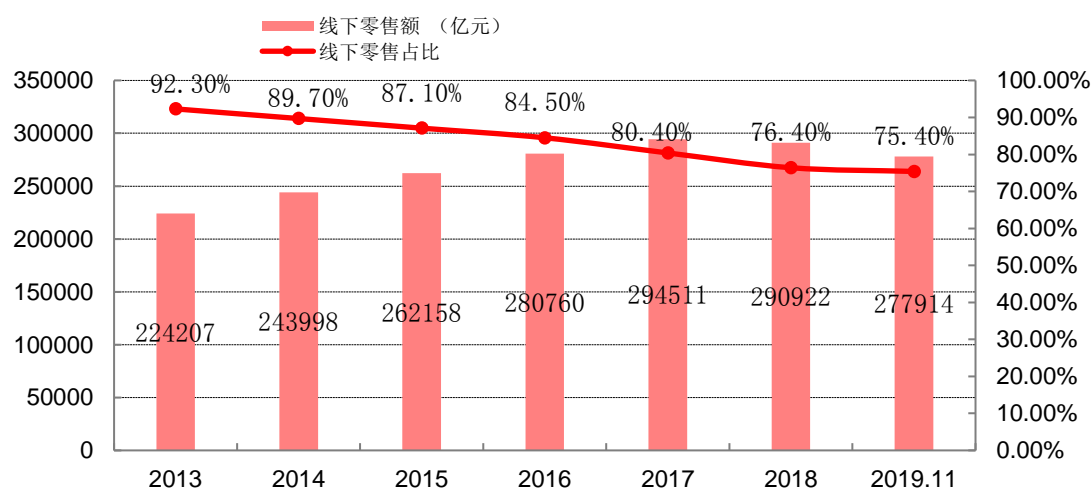


资料来源：智研咨询，中信建投

为了顺应消费者习惯和市场变化，达达集团在 2014 年上市了达达 App，利用先进的专有技术和对末端物流的洞察，为消费者提供按需即达的服务。2016 年 4 月，达达集团收购京东到家，合并为达达-京东到家，承接了京东到家的全部配送业务。自此达达日单量显著提升，2017 年达达日单量突破 800 万单，2018 年 618 期间日单量突破千万级。2019 年 12 月，公司更名为达达集团，旗下本地即时配送平台达达更名为达达快送并完成品牌升级。目前达达集团通过和京东、沃尔玛的战略合作，获取融资的同时也保证了自身的订单来源。

零售企业逐渐向数字化转型，强大的即时配送基础设施已经成为本地零售不可或缺的组成部分。强大的即时配送网络为商家提供了运力保证。随着网购和懒人经济的普及，越来越多的消费者倾向于选择线上购物，且随着即时物流行业的发展成熟，线上购物的选择也覆盖到更广泛的零售商品。根据智研咨询整理的数

图表36： 线下零售额及占社会零售总额比重



资料来源：智研咨询，中信建投

同城配送和帮代买业务扩大了消费品的配送范围和商品种类，满足了更多“懒”人群体的消费需求。本地零售和即时配送为消费者提供了本地购物、短时间内送达的服务，满足了消费者对生鲜、商超、鲜花蛋糕、和医药类等时效性要求较高商品的需求，也满足了消费者对同城配送更高的速度要求。即时配送平台为消费者提供帮代买服务，距离扩大到同城范围，让消费者足不出户就能购买到所需要的任何商品；此外，即时配送的时间一般在三个小时以内，弥补了传统快递时间长、不易运输生鲜商品的缺点。

同城门到门配送削减了传统物流的复杂流程，大幅度提高了同城快递的配送效率，满足个人发件人的应急需求，也为消费者创造更多业余时间。个人发件人通过达达快送 app，可以实现点对点、无中间环节的按需即送，无需等待快递公司揽件、发货、派件等在同一城市中不必要的流程，提升近距离快递的配送效率；相对于自己打车或开车送件，同城配送的成本提升较小，减少了不必要的返程的时间，且受交通拥堵的影响更小。随着当下社会中人们的生活节奏加快，越来越多的消费者缺少每周或每月逛超市和商场的

(2) 最后一公里配送业务

最后一公里配送承接快递公司的末端物流，将包裹从快递站配送到最终目的地，配送时间通常小于四小时。系统将骑手与快递站匹配，骑手从快递站收集包裹并将其运送到指定的收件人，由系统向骑手分配订单。骑手为匹配的快递站配送包裹，快递站的主管对骑手的配送区域和能力做出评估，进而能够更有效地分配骑手和配送区域，实现最佳的送货效率。

图表37： 最后一公里业务流程



资料来源：达达集团招股书，中信建投

提升了末端物流的效率，实现快递公司、达达集团和消费者的双赢。快递公司的最末端物流配送主要由快递公司的固定派件员负责，通常按照固定的上班和休息时间来完成取件派件，有时周末缺少派件人员工作。随着消费者对时效性的需求越来越高，传统的末端物流缺少大量的运力来完成订单派送，同时，在智能规划配送路线和匹配派件员等方面，也面临着巨大的技术挑战。达达快送的最后一公里配送服务通过调动达达快送的众包骑手，有效地为物流公司补充了运力。例如，达达快送承接了京东物流 30% 的最后一公里配送服务，尤其在 618、双十一等网购高峰期，达达快送的众包骑手能够帮助快递公司保证包裹配送的时效性，提高用户体验。

达达快送通过大数据和先进的智能技术，为最后一公里配送提供更合理的骑手分配方案和配送路线，达达快送根据骑手日常配送区域和速度分发包裹，节约了配送时间和骑手成本，提高了末端物流的效率。据达达集团招股书披露，达达快送的最后一公里配送业务配送时间基本在 4 小时内，有效减少了传统派件的时长，避免了周末和节假日缺少派件员的问题。另外，快递公司也在积极探索最后一公里业务中第三方平台的加盟。例如，例如韵达快递在 2018 年的年报中披露，将改变末端物流的运营模式，引入第三方平台加盟，从而减少成本、提高效率。

2.1.2 京东到家——零售赋能：打造一体化数字化解决方案

京东到家成为中国最大的本地即时零售平台。2016 年，达达通过收购京东到家，将达达的核心能力从本地即时配送扩展到本地即时零售。京东到家通过与沃尔玛、永辉和华润万家等大型零售商合作，向零售商和品牌所有者提供一流的服务，并为消费者提供高质量的即时零售体验。此外，2016 年 10 月，京东到家获得沃尔玛 5000 万美元融资，沃尔玛中国实体店接入京东到家，线上订单由达达完成配送。作为全球声誉最好的零售连锁巨头之一，沃尔玛集团通过在美国的多次投资和两家公司的全面战略合作，向达达提供了信任和支持。艾瑞咨询报告显示，2019 年，按 GMV 计算，京东到家是最大的本地即时零售平台。自收购以来，京东到家取得了显著的增长，截止 2020 年 3 月 31 日，GMV 同比增长 92.0%，单季度 GMV55.62 亿元；截止 2020 年 6 月 30 日 12 个月，GMV 滚动合计 183 亿元。

京东到家的消费者可以通过微信公众号、小程序或第三方操作入口点直接访问京东到家平台。通过与京东的合作，京东到家也在京东 App、京东微信小程序和京东官网中获得了流量入口。消费者进入平台后可以选择相应的零售商，零售商的类别包括超市、新鲜农产品市场、药房、花店、面包店、时尚商店等。下单完成后，依托达达快送的即时配送服务及时配送订单。订单完成后，京东到家会及时跟进新消费者。向新消费者提供优惠券等奖励措施，以鼓励重复购买。邀请消费者加入社区，基于社区的营销和鼓励重复购买来增强参与度，利用基于消费者行为分析，在与不同类型的消费者互动时采用不同的方法。

图表38： 京东到家业务流程



资料来源：达达集团招股书，中信建投

京东到家的出现和发展提高了消费者的购物效率。消费者线下购物时，需要在多个地点和商家才能全部买到的商品，通过即时京东到家平台可以一站式购齐。平台不仅帮助消费者节约了时间，也丰富了消费者的选择。而在成本端，消费者通过即时配送购物的成本与线下购物的成本相近，甚至更低。由于即时配送的用户群体趋于年轻化、中产化、都市化，线下购物所需要的成本还包括路费、停车费等；在大城市中，相同距离的打车费则可能超过即时配送所需的运费。

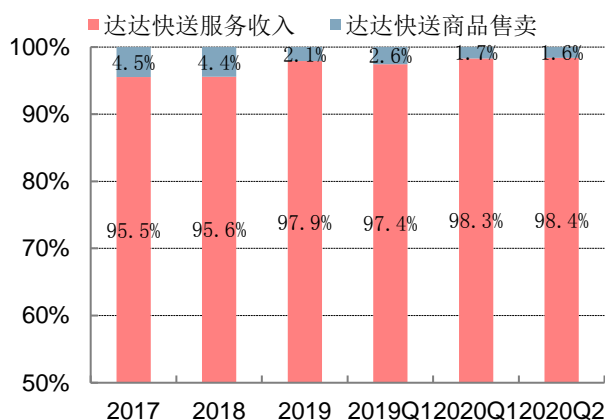
2.2 平台化的轻商业模式，为盈利创造空间

2.2.1 收入端：依靠规模效应的低毛利盈利模式

(1) 达达快送的盈利方式

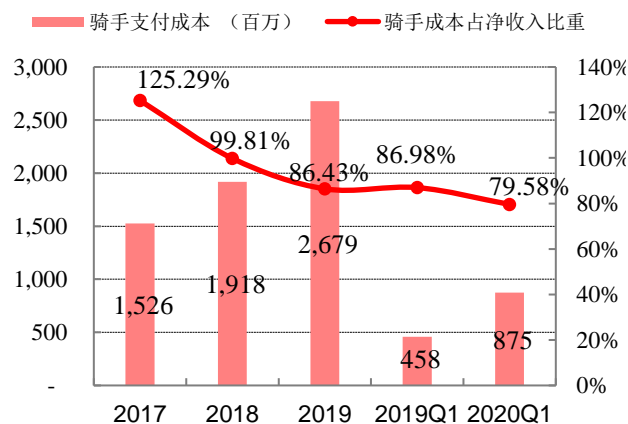
达达快送平台向本地零售企业、个人发件人、和京东物流提供配送服务，根据不同的定价模式，向各方收取配送费用。2017 年以来，达达快送的收入端 95% 以上来源于配送服务，是达达集团净收入的主要来源。另外，达达快送的骑手要求购买和定期更换达达快送的定制配送装备，装备销售的收入在业务逐渐稳定后，收入占比将逐渐趋于稳定，2020 年第一季度占达达快送业务总收入的 1.7%，第二季度继续减少至 1.6%。随着未来达达活跃骑手数达到峰值，装备销售收入将不再增涨，超过 98% 的收入来源于用户支付的配送费用。

图表39：达达快送两项收入占比



资料来源：达达集团招股书，公司财报，中信建投

图表40：骑手成本及占总收入比重



资料来源：达达集团招股书，中信建投

(2) 京东到家的盈利方式

京东到家以流量赋能、履约赋能、用户赋能、商品赋能、门店赋能为核心，为传统零售商提供线上线下融合的一体化解决方案，帮助零售商快速实现数字化的转型。使实体门店具备线上履约能力，大幅提升坪效与人效，获得长足的线上业绩增长。自收购以来，京东到家取得了显著的增长，截止 2020 年 6 月 30 日的 12 个月，GMV 达到 183 亿元人民币，较去年同期计算增长 98.2%，活跃用户数达到 3230 万，达达快送和京东到家订单总量达到 9.256 亿件。

图表41：京东为传统零售商多角度赋能



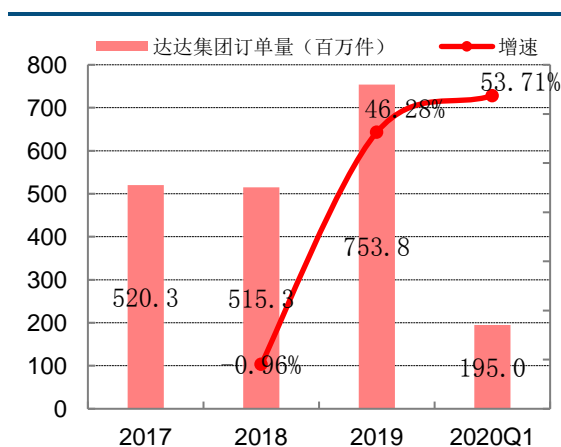
资料来源：京东到家官网，中信建投

京东到家能够为线下零售商带来海量的线上流量。截至 2020 年 Q2，京东到家 GMV 达到 183 亿元，活跃用户达到 3230 万。除了京东到家的微信公众号，小程序以及第三方操作入口，消费者也可以从京东 App，京东微信小程序或京东官网进入京东到家的平台。2020 年，与京东的合作，为京东到家带来超过 30% 的用户流量，另外 70% 来自京东到家的自有 app 与小程序。与京东零售合作的 O2O 创新项目“物竞天择”如果能够顺利推进的话，京东到家就能够从京东平台获得更多的线上流量。

京东到家协力零售商挑选“上线商品”，并建造好相应的仓储物流管理系统。因为一般的商超门店所拥有的 sku 数目至少为几千，所以靠商超的能力想从几千 sku 中挑选出适合上线的商品是十分困难的。借由达达“海博系统”的大数据分析，京东到家能够准确定位线上销量最好的产品，并建议零售商将他们上线。同时，还能够根据零售商已有的选品方案，提供定制化的改进建议，全力保证零售商的线上销量。选品上线后，京东到家会协助零售商建立一套管理系统，保持线上线下的货品信息一致性，以及迅速将所有的线下促销活动也搬到线上去，从而保证了对线上线下顾客的公正。

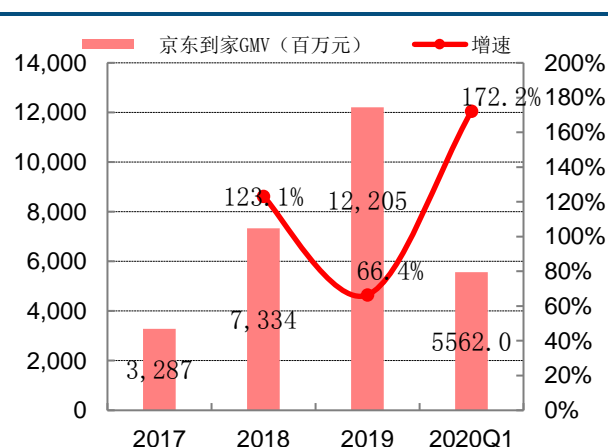
京东到家为零售商“建仓”减少拣货时间，实现最快配送。不同于餐饮品牌，很多商超门店面积巨大，大大增加了配送员拣货的难度，从而浪费了配送时间。为解决这一问题，提供更优质快捷的配送服务，京东到家会结合商超门店实际情况，定制化线下店内仓的解决方案。相比于将 sku 分布在整个门店里面，京东到家会建议零售商将上线商品，尤其是那些线上周转率高的商品，率先入仓。这样能够有效缩短拣货时间至 2-3 分钟，提升配送速度，实现 1 小时内履约，从而节省人力成本，以及为消费者提供更舒心的购物体验。京东到家会员通（CRM 系统）助力商家打造了线上会员体系。通过专属会员权益和会员日活动等多种形式，提高商家与会员的联系，激励会员多次复购。并通过 CRM 管理系统帮助商家实现精细化的运营和营销，目前已对接超过 3w 家零售商门店。

图表42：达达集团订单量及增速



资料来源：达达集团招股书，中信建投

图表43：京东到家 GMV 及增速

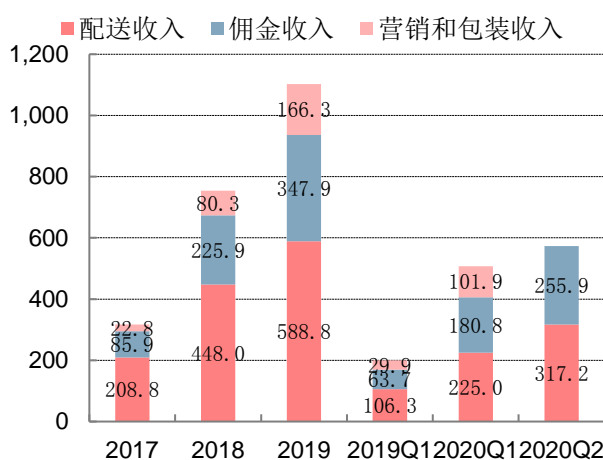


资料来源：达达集团招股书，中信建投

京东到家的收入来源更加多元，主要包括（i）向零售商客户提供的同城配送务；（ii）使用京东到家平台向零售商收取的佣金；京东到家平台根据成交额向零售商家抽取佣金，根据 2017 年以来的成交额和佣金收入分析，京东到家平均抽取 3% 左右的成交额作为佣金收入。（iii）向品牌所有者的在线营销服务；（iv）向零售商提供包装服务。其中，向零售商客户提供的同城配送务和收取的佣金收入平均超过京东到家总收入的 80%，这些商家线上的订单也由达达快送完成履约配送。

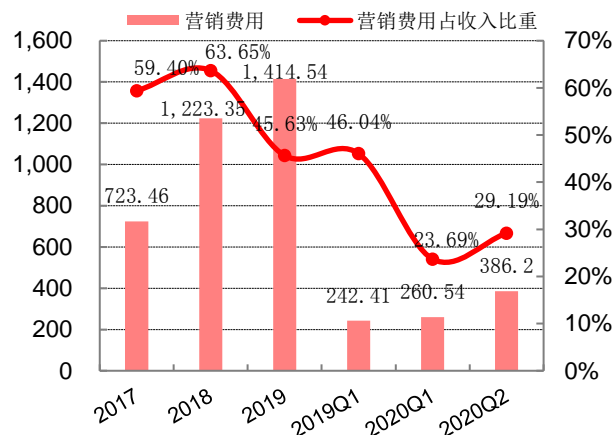
而在成本和费用端，营销成本有望继续下降。京东到家的成本除了主要的配送成本外，营销成本占比较大，在推出平台前期，京东到家投入了大量成本进行用户补贴和广告营销，从而提升活跃用户数，增加市场份额。但随着商家端供给稳定、需求下沉、活跃用户稳定增长，营销费用逐年下降，2020 年第一季度下降至 23.69%，同比减少 11 个百分点。

图表44： 京东到家收入来源



资料来源：达达集团招股书，公司财报，中信建投

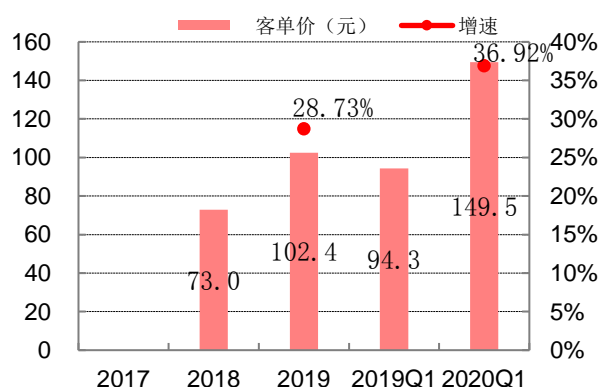
图表45： 营销费用及占总收入比重



资料来源：达达集团招股书，公司财报，中信建投

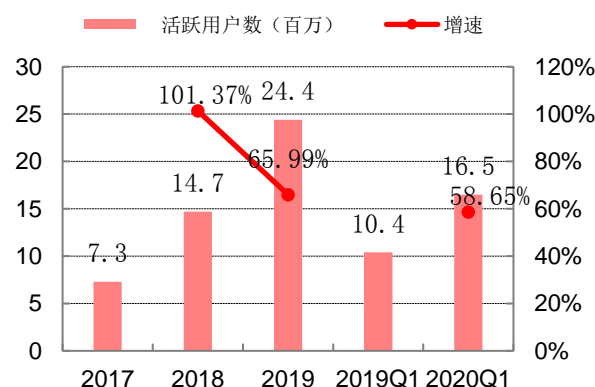
京东到家的订单规模增长取决于用户数和客单价的增长。自2017年以来，京东到家的活跃用户数增长幅度较大，截止2020年6月30日的12个月，京东到家活跃用户数累计共3230万，较去年同期增加1350万。随着消费者在即时零售平台购买的商品种类和数目增加，客单也价稳步上涨。2019年平均客单价超过100元，而在2020第一季度，由于大部分消费者居家隔离，对即时零售的需求大量增加，平均客单价提升至149.5元，同比增速达到36.92%。2020年第二季度，随着疫情好转，线下购物恢复，京东到家客单价可能有一定回落，但同比预计依然有所增长。客单价的提升主要受益于品牌商家的入驻，在2020年618期间，京东到家合作品牌整体销售额同比增长近3倍。同时，大量品牌商的入驻促进了品牌间的竞争，推动品牌商加大在京东到家平台的广告投入，第二季度，来自品牌商的广告投入同比增长超过500%。

图表46： 京东到家客单价及增速



资料来源：达达集团招股书，中信建投

图表47： 京东到家活跃用户数及增速

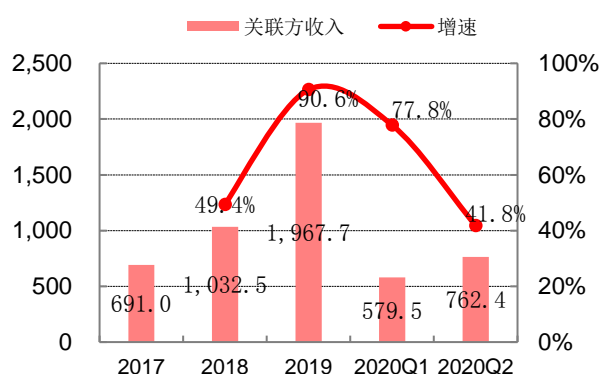


资料来源：达达集团招股书，中信建投

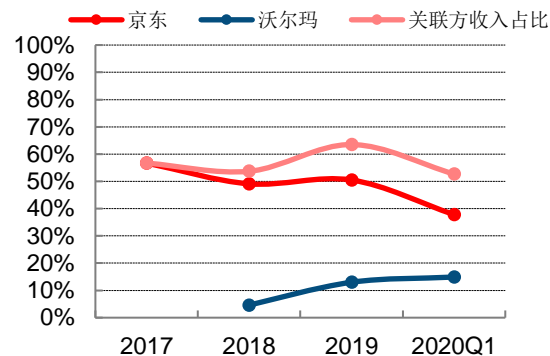
2.2.3 关联方收入

京东和沃尔玛作为达达最大的战略合作伙伴和股东，2018年，达达集团净收入的60%以上来源于沃尔玛的

京东集团的关联收入；近年来，关联收入占比有所下降，达达集团的净收入来源趋于多元化。2016年4月，京东到家与达达合并为达达-京东到家。达达与京东集团建立合作关系，京东集团成为达达的战略投资者之一。达达与京东集团达成了业务合作协议，收购了京东到家的全部业务，并获得了2亿美元现金。据达达集团招股书数据，2017年、2018年、2019年和截至2020年3月31日的三个月，达达集团的净收入分别有56.7%、49.1%、50.5%和37.8%来自为京东集团提供的服务。沃尔玛集团于2018年8月成为达达集团的关联方，在2018年、2019年和截至2020年3月31日的三个月，达达集团的净收益的4.6%、13.0%和14.9%分别来自于沃尔玛集团成为达达集团的关联方后所提供的服务。2020年第二季度，达达集团净收入和关联方收入同步上升，关联方收入达到762.35百万元，同比下降7.2个百分点。从增速来看，自2020年以来，达达集团来源于关联方的收入增速放缓，随着达达集团合作商家增加，我们预计相关关联收入有望占比进一步下降。

图表48： 关联方收入及增速


资料来源：达达集团招股书，公司财报，中信建投

图表49： 关联方各方收入占比


资料来源：达达集团招股书，中信建投

2.2.4 轻资产的运营模式帮助达达快速扩大规模

较低的毛利率决定了达达需要通过渠道下沉、扩大用户规模和订单量、来提高收入，同时通过提高骑手每趟配送单量，规划最优路线来降低成本，从而提高盈利。根据达达财报披露的数据计算，截止2020年第一季度，达达每单毛利小于1元，毛利率上涨到12.18%。自2017年来，毛利率有所上升，但即时配送的商业模式无法大幅度提高每单价格和收入，在未来达达依然会保持低毛利的盈利模式。

图表50： 达达每单毛利及利率计算

	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
公司整体净收入	1,217.97	1,922.02	3,099.70	526.47	1,099.62
平均每单净收入	2.34	3.73	4.11	4.15	5.64
订单量 (百万件)	520.30	515.30	753.80	126.86	195.00
每单配送成本 (元)	3.06	3.97	3.78	3.86	4.95
骑手支付成本	1,526.00	1,918.30	2,679.10	457.90	875.10

每单骑手成本（元）	2.93	3.72	3.55	3.61	4.49
每单骑手成本占比	95.81%	93.84%	94.14%	93.53%	90.62%
每单毛利	-0.72	-0.24	0.34	0.29	0.69
每单毛利率	-30.76%	-6.35%	8.19%	7.01%	12.18%

资料来源：达达集团招股书，中信建投

个人发件人即时现金付款与企业及京东物流的合作保证，为达达快送的运营提供了稳定的现金流，信贷风险较低。达达快送对个人发件人和部分企业用户提供先直接付款后履约配送的服务，且每次订单单独收款，价格远低于在个人和商家的消费上限。此外，达达从京东物流承接的最后一公里订单收入直接来源于京东集团，和京东的战略合作也保证了达达的现金收入。据达达的财报数据显示，2018、2019、和2020年第一季度达达集团的平均应收账款周转天数为6天，与达达合作、确定既定合约价格的商家也能够短期内支付账款。

平台化的运营和众包骑手的配送模式使达达能够保持极低的固定资产和存货量，缩短投资回报时间。达达快送采用轻商业模式的即时配送平台，向零售商家和个人用户按需提供即时配送的服务，而达达作为第三方平台，不产生原材料和存货，也不需要大量固定资产支撑业务发展。在骑手端，达达采取众包骑手和固定骑手结合的模式，通过骑手抢单来分配运力，不设置固定员工，也因此避免了骑手底薪的支付成本。众包骑手模式顺应了按需配送的市场，能够根据市场需求及时调整骑手成本。

图表51： 达达集团固定资产和存货占比

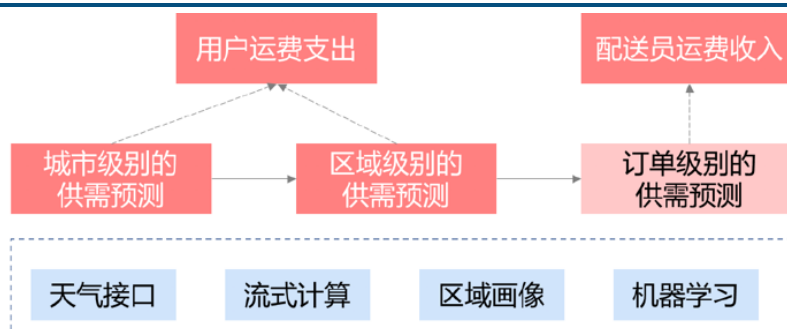
	2017	2018	2019
固定资产	12,863	22,545	42,044
固定资产占比	0.29%	0.40%	0.98%
存货	5,886	7,887	3,886
存货占比	0.13%	0.14%	0.09%
总资产	4,412,064	5,646,857	4,286,115

资料来源：达达集团招股书，中信建投

2.2.5 骑手供给端：众包+抢单模式和动态定价充分调动社会运力

达达快送通过众包模式+固定骑手，为即时配送中订单的频繁波动合理匹配运力，高效应对全年中各个订单量峰值。用户在达达快送或京东到家下单后，达达的骑手在平台抢单，先到先得；在骑手分布较少的区域，由达达分配固定骑手接单。在众包模式下，任何人都可以注册成为达达骑手，前期训练流程简单易懂，骑手只需要完成在线学习，购买装备就可以开始配送。较低的门槛吸引了社会上分散的运力，有效调动了各区域骑手。在成本端，众包骑手避免了达达的底薪成本支出，帮助达达顺应市场需求的波动。价格方面，达达采用动态定价模式，作为一个信息平台，达达一端连接配送需求，一端连接运力供应，平台的高效运转取决于平台对供需平衡的调控能力，供需不平衡可能从空间、时间与订单等维度出现，达达通过多因素建模进行动态定价，以调节运力供需平衡，达到用户体验与资源利用的平衡点。

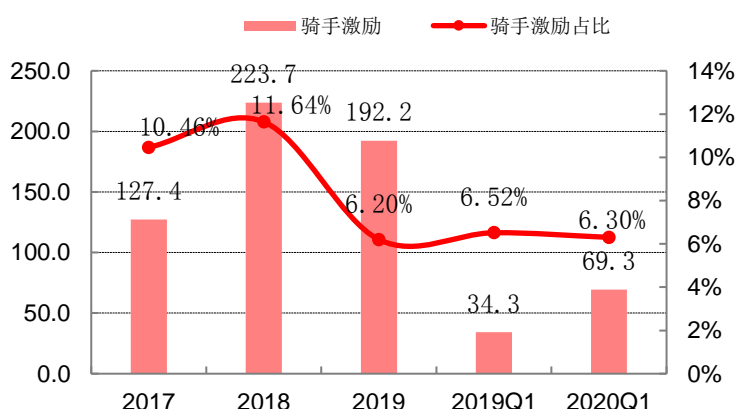
图表52： 达达集团的动态定价模式



资料来源：公司官网，罗戈研究院，中信建投

达达快送相对于快递末端的派件员工作，向骑手提供了更具有吸引力的薪资和工作环境。从工作时间上来看，派件员按正常工作日和上班时间进行配送，缺乏对配送时间和地点的自主选择。从薪资构成上来看，派件员底薪之外，每一单可以提成 2-3 元，按月结算，无动态定价。而骑手提成比派件每单高出 2 元左右，骑手可以按需提现，除了快递最后一公里订单，骑手也可以选择同城门到门配送和非餐外卖订单，员工有更广泛的订单和区域选择。达达的骑手模式提升了薪资空间和工作体验。近年来，达达的骑手供应逐渐稳定，依靠补贴吸引骑手加盟的成本不断下降。

图表53： 达达集团骑手激励成本变化



资料来源：达达集团招股书，中信建投

2.2.6 连接商家和终端消费者，通过规模化加强话语权

京东到家和达达快送的产业链上游承接本地零售商家、个人发件人和物流公司产生的线上销售和订单配送需求，下游对接 C 端消费者。

在商家端，京东到家+达达快送的模式为零售商带来大量线上流量，形成大规模的线上零售平台。提供线上平台，商家提交基本信息，审核后即可开始线上销售；达达快送为京东到家平台的零售商完成商品配送环节。商家可以通过京东到家和达达快送快速开始线上业务，解决了零售商本身没有能力开展线上平台的难题。在网购越来越普及的时代，商家线下的流量逐渐减少，零售商通过入驻线上平台进行数字化改革势在必行。京东到

家简单的操作方式使几乎所有的本地零售商都可以在京东到家开展线上销售业务，在即时零售行业的成长期，商家的技术水平难以支持自营电商和配送，京东到家和达达快送的发展为广大的本地零售商带来大规模的线上流量，整合了多种类别的零售供应，提高其在供给端的话语权，有望形成更大规模的市场。

规模化的市场有利于带动产品复用和提高的用户粘性。在消费者选择线上购物的因素中，品类丰富成为最重要的影响因素之一，倾向于一站式品类丰富的平台。京东到家通过吸引大规模数量和种类的商家，帮助平台提高购买用户数，通过对商家种类的扩展，京东到家向消费者提供更多的购物选择，实现到家平台广泛用户群体的产品复用，有利于提高达达在终端消费者的话语权。

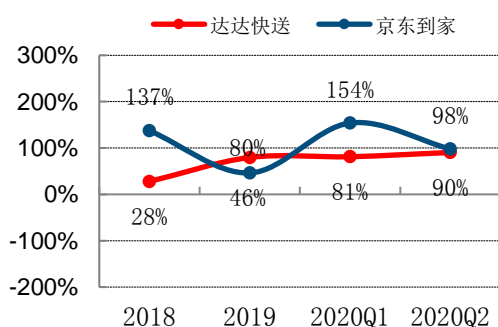
2.3 竞品分析和竞争优势

2.3.1 达达快送的竞品分析及其优势

(1) 达达快送的竞争优势

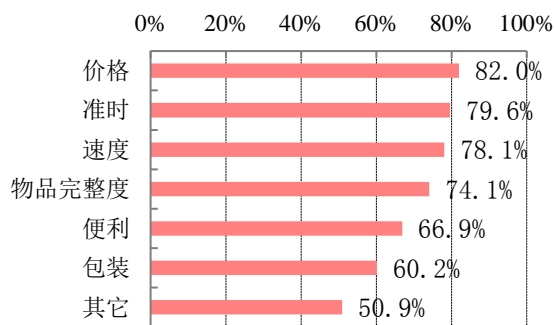
依靠京东和第三方平台，流量入口布局广泛。京东到家产生的订单均由达达快送承担配送，为达达快送平台提供了稳定的订单量，与达达快送本身业务相辅相成。2018 和 2019 年中，达达快送的单量有超过 1 亿单量来自京东到家平台。达达快送为京东到家平台的合作方例如大型商超，如沃尔玛、永辉和华润万家等，连锁经营模式下的药房、饭店和鲜货市场提供配送服务，保证了达达快送的商流。

图表54： 达达快送与京东到家净收入同比增长对比



资料来源：达达集团招股书，公司财报，中信建投

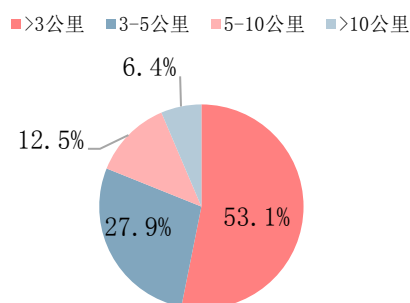
图表55： 2019 年用户选择快递物流平台的因素分布



资料来源：比达咨询，中信建投

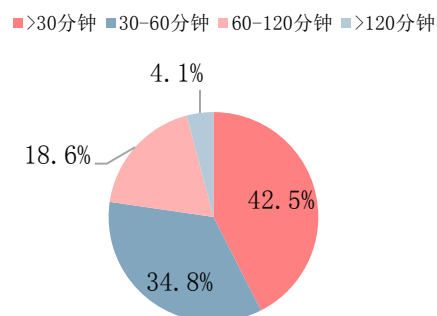
达达快送在同城门到门配送中较低的价格有利于增加未来的活跃用户数量。根据比达咨询调查显示，在选择快递物流平台时，价格、准时、和速度为用户最关注的三个因素。而独立的即时配送平台中，在配送 25 公斤以下的物品，距离在 18 公里以内时，达达快送的价格最低；据 Fastdata 统计，25 公斤、18 公里的参数满足了 90% 以上的同城门到门配送个人用户的需求，在配送总体时间和其他平台相似的情况下，相对较低的价格有利于达达快送增加市场份额。

图表56： 即时配送订单公里数及占比



资料来源：Fastdata 极数，中信建投

图表57： 即时配送订单配送时长及占比



资料来源：Fastdata 极数，中信建投

众包模式骑手成本更低，依靠京东物流的最后一公里，拥有更广泛的订单来源。即时配送骑手的薪资构成一般为底薪加按单量提成，其中达达快送的骑手为众包骑手，薪资不包含底薪，全部由配送量来决定。其次，各个平台的骑手在开始接单前需要购买配送装备、接受培训等，在配送设备和服装不方便经常更换的情况下，选择订单量集中的平台可以一趟完成多个订单，减少骑手时间和配送成本，提高收入。因此骑手倾向于选择订单量多且集中的平台。达达快送还包括京东物流的最后一公里配送订单，拥有更广泛的订单来源，从而能够吸引更多的骑手供给，保证平台的运力和配送的时效性，提升用户满意度。

2.3.2 京东到家的竞品分析及其优势

（1） 新零售领域的竞争格局

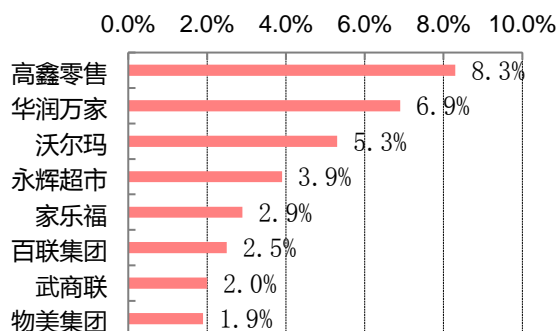
商超到家市场目前形成了由（i）美团等外卖平台，（ii）多点、盒马鲜生等生鲜商超电商平台，和（iii）大润发优鲜等大型零售商建立的自营即时配送网络三种模式的竞争格局。京东到家融合了生鲜电商和零售商自营平台，既包含了蔬菜水果销售，也提供了商超、鲜花蛋糕、医药等覆盖本地零售的多种服务。

（2） 京东到家的竞争优势

和美团配送，饿了么等竞争对手相比，京东到家平台与大型超市有更广泛的合作。尽管美团、饿了么的餐饮外卖业务发展成熟，有大量用户基础来实现交叉销售，京东到家作为生鲜商超 O2O 的先行者，和华润万家、沃尔玛、永辉超市等市占率高的商超建立了稳定的合作关系，比外卖平台更早一步抢占市场先机。当前前 100 大商超连锁品牌，京东到家合作了 60 家；前 10 大商超连锁品牌，京东到家合作了 10 家。就合作的广泛性和深度就比竞争对手要强。此外医药到家领域，京东到家持续发力医药健康品类，已与 70 多家连锁药店百强达成合作，TOP50 中 90% 已上线京东到家，前十强全覆盖。此外，达达坚持独立的第三方平台定位，不与线下商超竞争，有利于进一步扩展与头部商超合作的深度和广泛性。

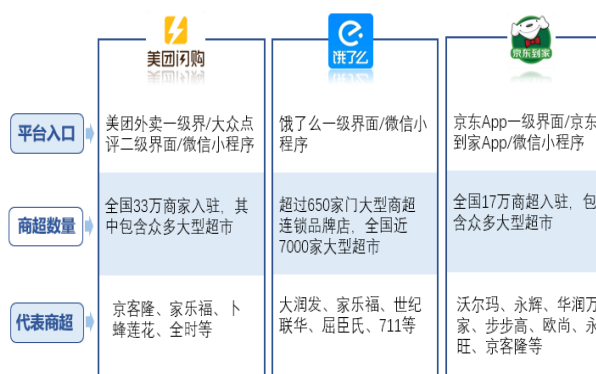
相对于盒马鲜生、多点等即时零售平台，京东到家拥有更广泛的流量入口。用户在使用京东到家时，除了京东到家 App 外，还可以通过京东 App 一级页面和微信小程序进入京东到家平台下单。根据个推大数据统计显示，生鲜电商用户倾向于下载更少量的 App 来满足尽可能多的消费需求，京东到家在广泛的平台拥有流量入口，将更具竞争力。

图表58： 2018 年大型商超市占率



资料来源：智研咨询，中信建投

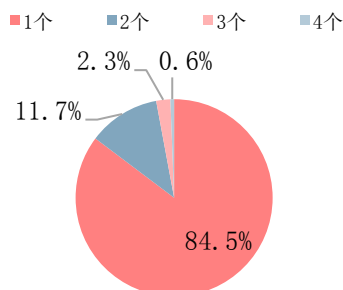
图表59： 美团闪购和饿了么、京东比较



资料来源：中商产业研究院，中信建投

京东到家整合了大型连锁商超资源，拥有零售商自营线上平台不具备的规模化竞争力。目前京东到家已和多个大型商超建立起合作关系，融合了多种零售企业，且已存在较多大型超市；相对于单一的大型零售商，京东到家平台提供给消费者更多的商品选择，满足了消费者一站式购物的需求。对于商超零售提供的快速消费品来说，替代品较多，消费者对大型超市和生鲜的品牌忠诚度低，未来京东到家平台将进一步发展，逐渐替代大型商超单独建立的线上平台。另外，京东到家结合了包括生鲜在内的多种零售企业，为消费者提供了一站式购买本地所有消费品种类的服务，更有利于维持用户粘性。

图表60： 2019 年生鲜电商用户 App 安装数量



资料来源：个推大数据，中信建投

(3) 注重与零售商的协同效应，建立长期心来的合作关系

京东到家平台专注于对零售商赋能，不与零售商竞争，无自营业务。京东到家在提供 O2O 平台外，研发推广海博系统，为零售商提供商品管理、用户运营、活动营销等于一体的全渠道数字化解决方案，帮助零售商数字化转型降本增效，助力线上销售额高速增长。京东到家的独特定位有利于与零售商建立广泛而深度合作。截止六月底，京东到家已与近 60 家百强超市合作，合作超市的销售规模占百强超市 2/3。随着我国超市行业规模加速增长，和京东到家的规模化效应逐渐凸显，大型商超 GMV 的提升将直接促进京东到家的总收入和客单价的增长，提升配送效率，降低总体配送成本。

(4) 达达集团面临的挑战和问题

(i) 众包+抢单模式缺乏稳定性, 相对于点我达的智能派单模式, 众包模式难以保证骑手供给的稳定性。(ii) 达达快送的订单来源过于依赖京东集团, 收入多元化还有待加强。(iii) 相对于美团跑腿、饿了么等外卖配送平台, 活跃用户数较少, 随着外卖平台向非餐行业扩张, 京东到家也面临着更强大的竞争。

2.4 技术驱动和规模效应提升未来盈利空间

2.4.1 技术降低成本提升未来盈利空间

达达快送和京东到家的业务将通过科技驱动提升解释配送效率和用户体验。未来更多的人工智能和大数据技术能够被广泛地应用在需求预测、规划路线、完善监控环境等。通过大数据超前预测各个区域的需求, 更有效地分配骑手; 随着订单量的增多, 骑手可以通过最优路线同时配送多个订单, 提升骑手收入的同时, 更大幅度提升达达的利润空间。消费者对快递配送的私密性和个人信息安全性的要求与日俱增, 更透明化的监管环境能够给消费者提供有效保护, 提升用户体验。

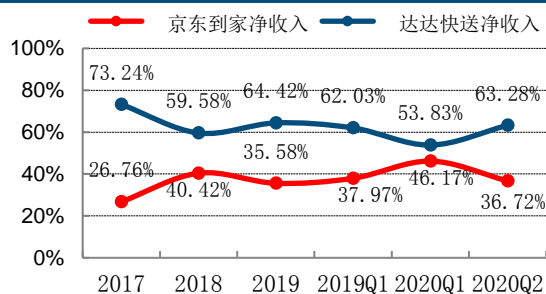
即时配送领域有望迎来无人配送业务的第二发展曲线。在达达快送的成本端, 占比最重的是骑手成本。加上龙头企业对智能末端物流的探索, 未来最后一公里配送服务将向高效率的无人配送模式发展, 进一步减少人力成本, 也满足消费者减少社交的需求。无人配送可将订单根据小区或写字楼划分, 将包裹统一通过无人车配送到指定区域, 同时通过人机协同的配送模式, 一部分送货上门, 一部分交由取件点, 保证配送速度和效率。

2.4.2 产业上下游信任度增强带动市场规模发展

京东到家通过简易的入驻方式, 帮助本地零售商家完成数字化转型, 赢得了与大量零售商合作的机会和企业的信任度。随着即时物流发展成熟, 达达快送的配送能力逐渐提高, 京东到家拥有了大规模的配送运力, 向商家提供了稳定的运力保证。零售商对京东到家的信任度增强有利于提升京东到家的品牌知名度和口碑, 吸引更多商家入驻。同时零售商的数字化需求也给京东到家提供了新的业务发展空间。

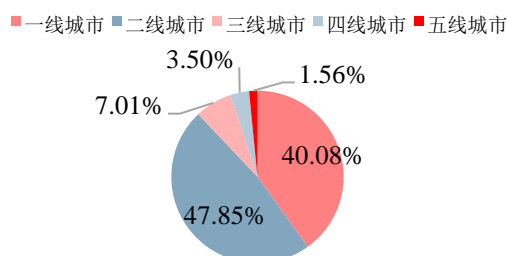
京东到家净收入有望持续增长, 占比在未来将有望超过达达快送业务的收入。同城门到门配送需求订单来源为零售商家和个人发件人, 单量天花板较低, 仅仅依靠个人寄件和帮代买业务, 很难有更广的发展空间。京东到家业务的完善能够创造更多的消费者需求, 随着京东到家整合更多本地生活服务资源、完善配送网络和时效性, 越来越多的消费者将随之选择京东到家平台购买更广泛的本地零售品, 收入占比也有望超过达达快送。

图表61: 达达快送与京东到家净收入占比



资料来源: 达达集团招股书, 公司财报, 中信建投

图表62: 同城门到门即时配送需求分布



资料来源: Fastdata, 中信建投

盈利预测与估值

达达集团的收入主要来源于主营即时配送的达达快送和主营即时零售的京东到家（2019 年已剥离其他业务收入），由于业务性质不同，我们对两部分业务分开进行预测。

达达快送

达达快送的收入主要来源于即时配送服务，小部分来源于向骑手售卖装备。

达达配送服务收入可以拆分为：订单量*每单配送收入。根据招股书披露的艾瑞咨询对第三方即时配送平台平均日订单数量预测，算出 2020 年至 2025 年第三方即时配送平台年订单量。2019 年，达达快送分部的配送订单量为 6.35 亿单，占行业总订单 34.68 亿单的约 18.3%。考虑到目前行业格局基本稳定，公司未来在商超领域持续发力，订单市占率有望稳中有升，预测 2020 年至 2025 年达达的订单市占率于 23%-26% 区间波动，最终稳定在 23%，并进一步计算出达达快送分部的后续 6 年订单量。每单配送收入近年来呈现 20% 以上的增幅，我们预计未来五年每单配送收入的年增速会波动性放缓，逐渐稳定在 2025 年的 2%。由此我们预测出达达配送服务未来 6 年的收入。对于商品售卖的收入，考虑到骑手未来数量还有上升的空间，且骑手的设备需要定期换新，我们给予后续 6 年分别 5%、3%、3%、3%、3% 和 2% 的增速。

达达快送的收入预测如下所示：

图表63： 达达快送收入预测

达达快送	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	3,416	4,759	6,158	8,159	10,435	12,829
YoY	71.1%	39.3%	29.4%	32.5%	27.9%	22.9%
驱动因素：						
第三方即时配送平台日均订单	11.4	15.9	21.4	27.7	34.6	41.6
YoY	20.0%	39.5%	34.6%	29.4%	25%	20%
第三方即时配送平台年订单量	4161	5803.5	7811	10111	12638	15166
达达快送订单量（百万）	1,040	1,509	1,875	2,325	2,900	3,473
市场占有率	25%	26%	24%	23%	23%	23%
每单配送收入（元）	3.58	3.46	3.60	3.77	3.83	3.90
YoY	16%	-3%	4%	5%	2%	2%
商品售卖	44.0	45.4	46.7	48.1	49.6	50.6
YoY	5%	3%	3%	3%	3%	2%
配送收入	3,372	4,713	6,111	8,111	10,386	12,778
商品售卖收入	64	45	47	48	50	51

➤ 资料来源：中信建投

京东到家

京东到家的收入主要来源于抽取零售商的佣金、为零售商提供的配送服务收入，以及小部分为线下商店提供的其他服务，如品牌商在线营销和商家的打包服务。

源于零售商的佣金收入可以拆分为：京东到家 GMV*佣金率。2019 年京东到家在本地即时商超零售中市占率最大为 26.1%，目前商超零售市场竞争日趋激烈，美团、饿了么等餐饮外卖巨头先后入局，我们预测 2020 年至 2025 年京东到家市占率将稳步增长，2025 年预计达到 28.5%。根据招股书披露的艾瑞咨询对未来 6 年本地即时商超零售 GMV 的预测，我们进一步测算得到京东到家业务的 GMV。佣金率方面，由于京东到家目前在本地即时商超零售中规模最大，未来随着规模的继续扩大，对上游 B 端零售商家的议价权会不断上升，2018 年和 2019 年的佣金率分别为 3.08% 和 2.85%，我们预测未来佣金率会稳步上升，并在 2025 年达到 4.2%。

为零售商提供的配送服务收入可以拆分为：订单量*每单配送收入。订单量的预测主要依赖于对客单价的预测。由于品类的不断拓展，2019 年京东到家的客单价较前年增长 40% 达到 102 元，我们预测 2020 年客单价有望达到 130 元并后续稳中有升，2025 年预计能达到 157.5 元。根据上文计算的京东到家 GMV 预测数据，我们可以进一步得出京东到家的订单配送量。

其他业务的规模相对较小，但增长较为可观，我们预计 2020 年 220% 的增速，逐年放缓至 40%。

京东到家的收入预测如下所示：

图表64： 京东到家收入预测

京东到家	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	2,353	4,175	7,077	11,526	16,807	22,729
YoY	113.4%	77.4%	69.5%	62.9%	45.8%	35.2%
驱动因素：						
本地即时商超零售 GMV	84400	144000	238700	385400	539,560	701,428
YoY	80.7%	70.6%	65.8%	61.5%	40%	30%
京东到家 GMV	23,009	39,956	66,035	106,925	151,336	200,243
京东到家市占率	23%	24%	25%	25%	26%	26%
客单价（元）	130	140	147	152	155	157.5
订单量（百万）	177	285	449	703	976	1,271
佣金抽成	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.2%
每单配送收入（元）	6.0	6.0	6.1	6.1	6.2	6.2
YoY	21%	0%	1%	1%	1%	1%
京东到家其他收入	532	1064	1916	3065	4598	6437

YoY	220%	100%	80%	60%	50%	40%
佣金收入	759	1,398	2,443	4,170	6,205	8,410
配送收入	1,062	1,712	2,718	4,291	6,005	7,883
京东到家其他收入	532	1,064	1,916	3,065	4,598	6,437

➤ 资料来源：中信建投

运营和支持成本

公司的运营和支持成本的组成成分较多，包括骑手的薪酬和激励措施，部分配送服务外包的费用，第三方支付平台收取的交易费用，以及包装成本以及其他运营和支持成本等。由于骑手的薪酬和激励占运营和支持成本的比例达到约 83%，因此我们分两部分预测成本——骑手成本和其他成本。

骑手成本可拆分为订单量*每单骑手成本。由于达达快送和京东到家的配送团队相同，总订单量即为达达快送订单量与京东到家订单量之和。2019 年每单骑手成本达到 4.07 元，未来随着配送行业竞争日趋激烈，骑手成本预计会进一步上涨，我们结合 19 年的同比增速 9%，给出 2020 年的预期增速 3%，后续几年增速在-4%-7%之间波动。

其他成本规模和占比均较小，我们假设 20 年增速为 15%，逐年下降至 5%。

运营和支持成本的预测如下所示：

图表65：运营和支持成本预测

运营和支持成本	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
配送成本	4,464	6,174	8,503	12,038	15,926	19,972
YoY	38.1%	38.3%	37.7%	41.6%	32.3%	25.4%
驱动因素：						
订单量（百万）	1217.2	1794.3	2323.9	3028.9	3876.8	4744.3
YoY	61%	47%	30%	30%	28%	22%
每单骑手成本（元）	4.19	4.01	4.30	4.59	4.75	4.86
YoY	3%	-4%	7%	7%	3%	2%
其他成本	192	211	228	244	258	271
YoY	15%	10%	8%	7%	6%	5%
配送成本（百万元）	4,464	6,174	8,503	1,2038	1,5926	1,9972

➤ 资料来源：中信建投

营销费用

营销费用主要包括三类，针对京东到家的消费者优惠和激励措施，广告和营销支出和其他营销费用。

消费者优惠措施可以拆分京东到家订单量*每单消费者优惠措施。2019 年每单消费者优惠措施为 7.87 元，较前一年基本持平，未来公司的优惠措施预计呈下降趋势。考虑到目前行业竞争激烈，公司仍在积极的开拓市场，预计未来的广告和营销支出仍会上升，我们对后续 6 年分别给予 30%、20%、10%、8%、8% 和 5% 的增速预期。其他营销费用包括销售人员的工资等，我们给予 2020 年 15% 的增速预期，后续逐渐降至 5%。

营销费用的预测如下所示：

图表66： 营销费用预测

营销费用	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营销费用	1,613	2,094	2,632	3,398	4,099	4,921
YoY	14.0%	29.8%	25.7%	29.1%	20.6%	20.0%

资料来源：中信建投

估值

公司尚未形成完整盈利周期，我们预计公司整体有望 2022 年实现盈利或者盈亏平衡，但短期 1-2 年内盈利仍有不确定性，为了能够较好衡量公司核心业务长期发展潜力和盈利能力，故采用 DCF 模型预测公司未来五年的现金流，结合终值对公司价值进行评估。

基本假设方面，对于 WACC 的计算，我们选择美国十年期国债收益率 3.00% 作为无风险利率，选择纳斯达克精选市场的 PE 倒数作为市场收益率，市场风险溢价为市场收益率与无风险利率差值 3.71%。根据当前资本结构，我们按照折现率 WACC 为 10%。假设公司的永续增长为 2.5%，DCF 模型计算得公司企业价值 594.8 亿美元，对应目标每股股价 39 美元。

图表67： DCF 估值（单位：百万美元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
DCF						
EBIT	-1,385	-866	323	2,160	4,296	7,057
减：所得税	13	8	-4	-23	-46	-75
加：折旧	24	40	64	97	143	200
加：摊销	187	186	186	84	36	36
减：运营资本变化	-325	-43	-92	-143	-130	-81
减：资本开支	-87	-134	-199	-295	-409	-533
自由现金流	-1,573	-808	279	1,879	3,891	6,604
终值						90,249

	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5
折现因子	0.95	0.87	0.79	0.72	0.65	0.59
现值	-1,500	-700	220	1,346	2,534	57,339
折现率	10.0%					
永续增长率	2.5%					
FCF 乘数	13.3					
现值合计(EV)	59,478					
净现金	1,966					
债务价值	100					
股权价值 (RMB)	61,106					
美元兑人民币汇率	7.065					
股权价值 (美元)	8,649					
最新股数 (百万)	888.9					
ADS 数量 (百万)	222.2					
股价(基于 ADS)	39					

资料来源：中信建投

盈利预测与估值：我们预计公司 2020 年-2022 年收入分别为 57.69、89.34、132.35 亿元，同比分别增长 86.1%、54.9%、48.1%。预计公司 Non-GAAP 归属净利润分别为-12.97 亿元、-8.0 亿元、4.1 亿元，对应 Non-GAAP 净利率分别-22.5%、-9.0%、3.1%，净利率提升明显。我们预计 2022 年公司有望实现整体盈利，京东到家明年盈利能力有望继续大幅改善。

综上所述，按照 DCF 估值，我们给予达达集团 6 个月目标价为 39 美元/ADS，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、消费恢复缓慢、成本优化不及预期等。

分析师介绍

孙晓磊：北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 4 年复合从业经历。专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。

刘凯：南开大学国际商务硕士，海外前瞻团队分析师。2016 年加入中信建投研究发展部。专注于覆盖互联网、传媒、消费等领域，2019 年新财富最佳海外研究团队入围。

韩军：交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项，参与撰写并出版《2030 年中国航运发展展望》。3 年交通运输行业证券研究经验，擅长把握周期性和政策性投资机会，2019 年 10 月加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk