

2020 年 05 月 17 日

物流

# 快递物流系列研究笔记之九：未来“同城为王”？——同城即时物流市场解析

前言：我们前期在《疫情后，中国快递业十大猜想》报告中预测“疫情将推动同城即时物流市场发展”，而近期阿里旗下菜鸟网络全资收购点我达，顺丰试水团餐外卖，达达赴美提交 IPO 招股书，即时物流市场再次受到市场高度关注，本篇报告，我们将探讨：同城即时物流行业需求、竞争格局以及给传统快递企业带来的思考与启发。

即时物流市场规模超千亿，行业保持快速增长。随着消费者线上购物习惯的养成，餐饮外卖和新零售构成了即时配送的主要需求，占比约 74%；另外，随着传统快递“最后一公里”配送方式的升级（前置仓、落地配），即时配送需求也被挖掘，占比约 16%。即时配送模式主要分为自营模式与众包两种模式。据艾瑞咨询统计，2019 年即时物流订单量约 185 亿单，同比增长 37.6%，过去 5 年年均复合增速达 73.7%；行业规模约 1313 亿元，同比增长 33.8%，仍保持较快增长。

行业集中度高，“美团”+“蜂鸟”双寡头占据 68%市场份额。当前外卖平台自建的即时物流占据市场主要份额。我们测算美团/蜂鸟（含点我达）/新达达的市占率分别为 47.2%/20.7%/4.1%，行业 CR2/CR3 达到 68%/72%，龙头集中度较高。未来随着新零售的不断发展，需求品类的扩张有望引发行业更多变局（快递企业入局、生鲜商超自建物流等），头部企业在近两年均处于完善自我配送网络，提升管理品质的阶段，行业将进入新一轮竞争期。

即时配送价格高于普通快递派费，头部企业规模效应显现。传统电商快递末端派送费大约在 1.4-1.7 元/单；而即时配送由于及时响应、快速配送，一般由专人专送，因此配送价格较高，以美团外卖为例，2019 年单票配送成本约 7.3 元，我们发现随着订单量的快速增长，其规模效应明显，美团外卖业务毛利在 2017 年开始转正，近年持续好转，2017-2019 年外卖业务毛利额为 17、52.7、102.3 亿元。

对国内快递企业的启发：总体来说，尽管互联网平台的即时配送业务会给传统同城快递业务带来一定冲击，但我们也应该看到本地生活服务领域庞大的即时物流需求将给快递物流企业带来新的机遇。当前，自带商流的美团、阿里（饿了么）、京东（达达）占据绝大部分市场份额，商流端不具优势的快递企业仍可充分发挥其在快递末端及运力覆盖、云仓仓储、订单管理以及供应链协同等方面的优势，赋能商家，

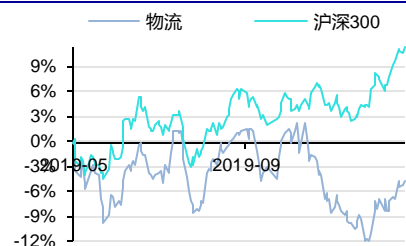
## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票 目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.82	-9.03	-25.02
绝对收益	-2.78	-10.91	-20.04

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004  
mingxing@essence.com.cn

孙延

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004  
sunyan1@essence.com.cn

### 相关报告

- 4 月份快递数据点评：需求回归高增长，价格竞争持续 2020-05-14
- 丰巢合并中邮速递易，关注快递柜产业链投资机会 2020-05-06
- 快递物流系列研究笔记之八：京东物流的星辰大海 2020-04-19
- 3 月份快递数据点评：件量增速回升超预期，价格竞争持续 2020-04-13
- 快递物流系列研究笔记之七：菜鸟的物流江湖 2020-04-07

进行同城业务布局；顺丰同城业务经历了 3 年多的探索，已经从单一 KA 大客户向中小 B 端商家、个人急件、大网落地配拓展，成长为第三方即时物流平台，未来在团餐、C 端外卖（更高频需求）的布局亦值得期待。

■风险提示：同城即时配送市场竞争加剧；人力成本大幅增长；新零售市场发展不及预期；快递企业同城即配市场拓展低于预期。

## 内容目录

1. 即时物流行业：传统快递之外的千亿市场.....	5
1.1. 市场规模超千亿，行业仍快速增长.....	5
1.2. 需求以外卖、生鲜即时配送为主.....	7
1.3. 即时配送模式分自营和众包两大类.....	8
2. 即时物流竞争格局：双寡头竞争.....	9
2.1. 行业集中度较高，进入寡头竞争阶段.....	9
2.2. 美团：依托外卖，市占率第一.....	11
2.3. 蜂鸟+点我达：阿里旗下两大即时配送平台.....	14
2.4. 新达达：零售平台+即时配送.....	15
3. 即时配送对快递企业的启发.....	16
4. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：传统快递与即时物流比较.....	5
图 2：即时物流行业发展历程.....	6
图 3：即时物流行业订单量.....	6
图 4：即时物流行业规模.....	6
图 5：即时物流行订单价格走势.....	7
图 6：即时物流的需求场景分布（2019H1）.....	7
图 7：外卖 O2O 市场交易规模.....	8
图 8：商超宅配 O2O 市场交易规模.....	8
图 9：即时物流四类参与方.....	10
图 10：主要即时配送平台日单量（2019 年）.....	10
图 11：即时配送竞争格局（2019 年）.....	10
图 12：美团外卖的主要配送模式.....	12
图 13：美团分季度日均业务量.....	13
图 14：美团外卖年度业务量及增速.....	13
图 15：2019 年美团日均单量与快递企业对比（万单）.....	13
图 16：美团外卖业务 2017 年开始毛利转正.....	14
图 17：美团单票外卖交易金额与单票配送成本.....	14
图 18：主要外卖平台交易额占比.....	15
图 19：达达发展历程.....	15
图 20：达达营业收入及增速.....	16
图 21：达达订单量及增速.....	16
图 22：同城配送品类不断拓展.....	16
图 23：2018 年 7 月，海澜之家入驻美团.....	17
图 24：同城快递业务量增速及占比逐年走低.....	17
图 25：2016-2019 顺丰同城业务收入规模.....	18
图 26：顺丰同城业务布局.....	18
图 27：餐饮市场与团餐市场规模.....	19

表 1: 自营与众包运力组织模式比较.....	8
表 2: 并单配送与专人专送比较.....	9
表 3: 2012~2020 年即配行业融资详情.....	11
表 4: 美团各配送方式对比.....	12
表 5: 即时配送平台比较 (2019 年) .....	16
表 6: 顺丰在同城物流布局 .....	18

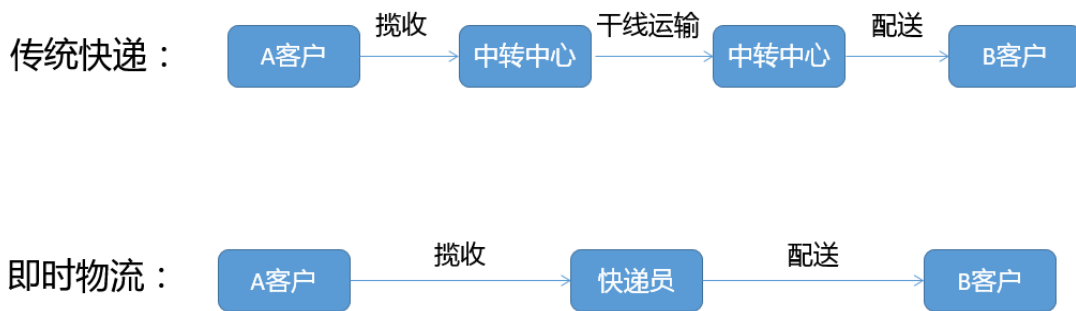
## 1. 即时物流行业：传统快递之外的千亿市场

### 1.1. 市场规模超千亿，行业仍快速增长

即时物流是指服务方对用户不定时提出的物流需求进行快速响应、达成的物流模式，一般不经过仓储、中转而直接实现点对点送达。

相较于传统物流，即时物流有三大特点：即时性、区域性、点对点。（1）配送时效短，即时物流的配送时间基本在 2 个小时之内，部分需精确到分钟级；（2）配送区域小、路程短，即时物流配送范围基本在同城区域内，路程远短于其他物流方式；（3）点对点配送，由于配送距离短，没有仓储、中转需求，配送方式更为直接。

图 1：传统快递与即时物流比较



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

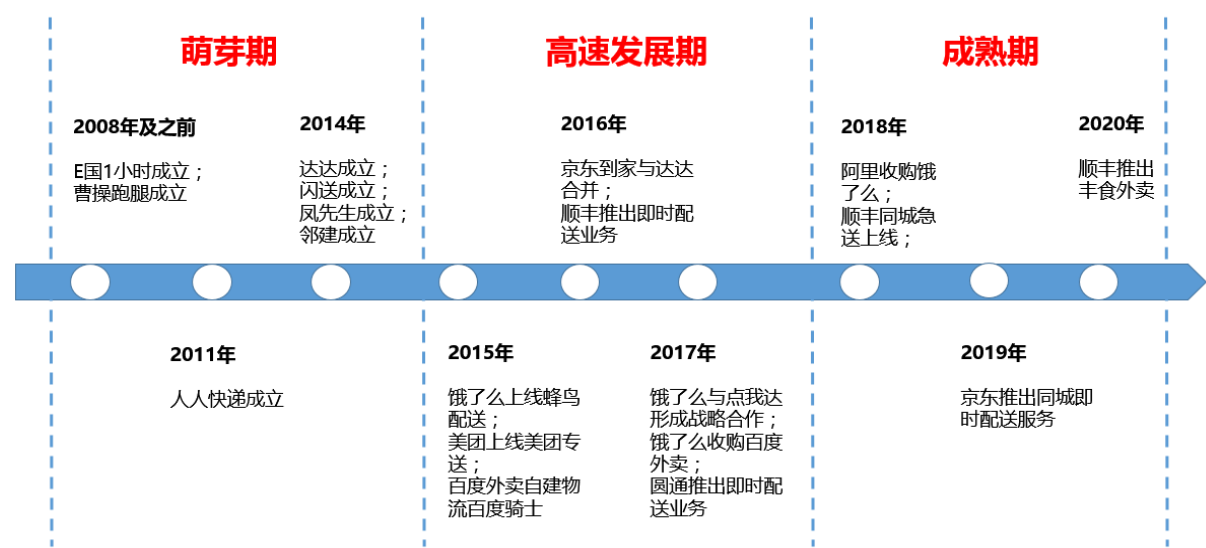
即时物流始于 2008 年左右，目前已进入成熟期。回溯其发展过程，我们将其分为三个阶段：

**萌芽期（2008-2014 年）：**跑腿模式为主、订单规模较小。以 2008 年曹操跑腿为发展起点，而后人人快递、达达、闪送、风先生相继成立。该阶段行业订单量较小，主要服务于同城物流或落地配送需求，以跑腿模式为主，此时的外卖 O2O 订单量较小。

**高速发展期（2015-2017）：**外卖 O2O 推动行业快速发展。2015 年，美团、饿了么和百度外卖三大外卖平台自建物流，餐饮外卖 O2O 与即时配送迎来高速发展阶段。此后，京东到家与达达合并，饿了么与点我达战略合作，顺丰和圆通陆续推出即时物流业务，各参与者进入发力阶段。该时期，即时物流订单量从 2015 年的 27.7 亿单快速增长至 2017 年的 92.5 亿单，2015-2017 订单量 CAGR 达到 82.7%。

**成熟期（2018-2020）：**订单和规模呈现稳定、快速增长态势。2018 年以来，我国即时配送行业的平台运营模式已经较为完善，行业从龙头竞争走向寡头竞争，时效和服务质量得到较高提升，行业已进入成熟阶段。在该阶段，即时物流行业订单和规模仍保持稳定、快速增长。

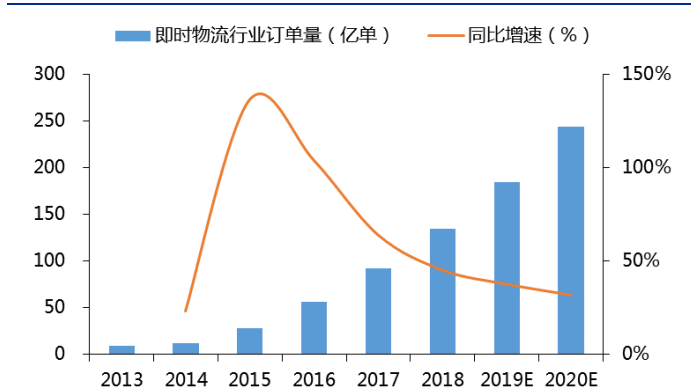
图 2：即时物流行业发展历程



资料来源：百度，安信证券研究中心

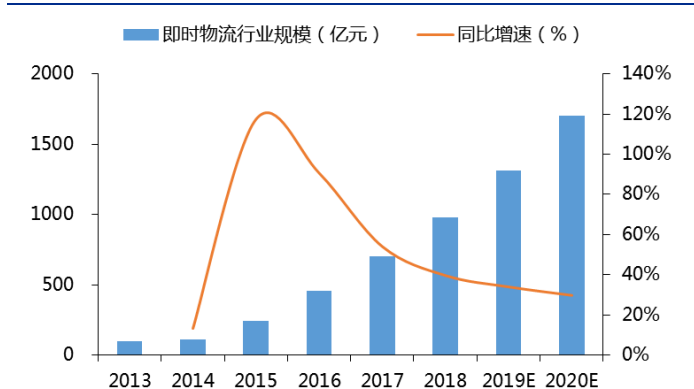
2019 年我国即时物流行业订单量约 185 亿单，市场规模达 1313 亿元，行业仍处于快速增长阶段。随着客户需求向横向（需求品类从外卖向生鲜、商超等延伸）和纵向（需求半径的扩展）的扩张，即时配送行业规模持续增长。据艾瑞咨询统计，2019 年即时物流订单量约 185 亿单，同比增长 37.6%，过去 5 年年均复合增速达 73.7%；行业规模约 1313 亿元，同比增长 33.8%。

图 3：即时物流行业订单量



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

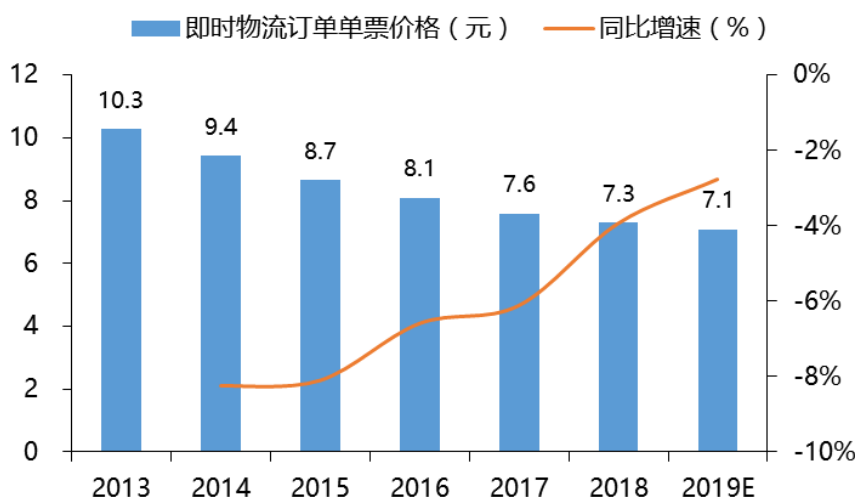
图 4：即时物流行业规模



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

较传统快递而言，即时物流的配送价格较高，主要由于高时效、低订单密度所致。传统快递一般包括“收-转-运-派”等环节，根据快递上市公司披露数据，末端派送费大约在 1.4-1.7 元/单，终端快递员一天平均派送 165 件（韵达、申通 2019 年数据）；而即时配送由于需要及时响应，快速配送，一般由专人专送（单次派送订单密度较低），因此配送价格较高，根据艾瑞咨询数据测算，2019 年即时物流单票配送费用大约 7.1 元。

图 5：即时物流行订单价格走势

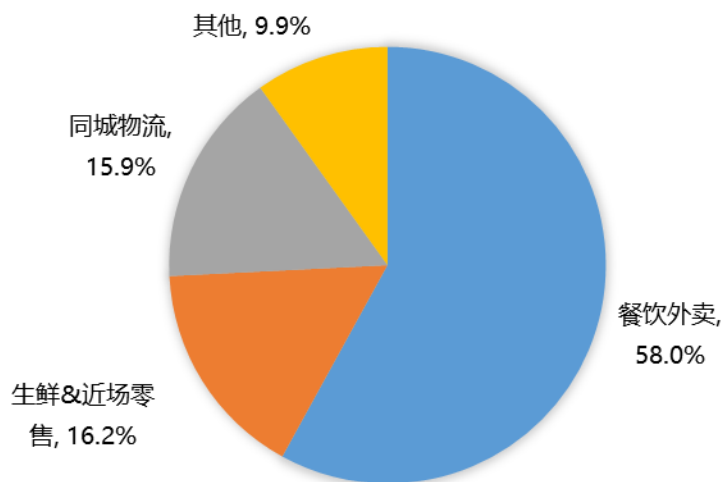


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

## 1.2. 需求以外卖、生鲜即时配送为主

随着消费者线上购物习惯的养成，餐饮外卖和新零售构成了即时配送的主要需求；另外，随着传统快递“最后一公里”配送方式的升级（前置仓、落地配），即时配送需求也被挖掘。根据 Fast data 统计数据，2019 年上半年的即时物流需求中，外卖占比 58%，生鲜和近场零售占比 16.2%，传统同城物流占比 15.9%。

图 6：即时物流的需求场景分布（2019H1）



资料来源：Fast data，安信证券研究中心

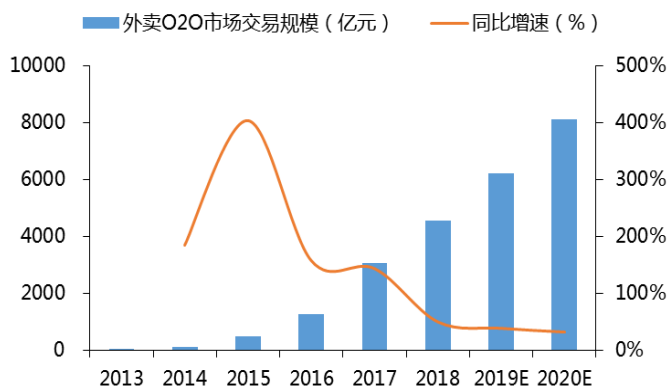
**（1）餐饮外卖：即时物流的主要需求来源。**餐饮外卖配送具有时效短（半个小时左右）、路程短（从商家到买家的距离一般不超过 3 公里）、安全性（食物配送对于安全性要求远高于快递）三大特点，从而产生了对于即时配送的需求。外卖 O2O 与即时物流互为推动力，在即时物流为外卖需求提供保障的同时，外卖订单的高频属性使得即时物流行业获得稳定且巨量的订单流。根据艾媒咨询测算，我国 O2O 外卖市场规模从 2013 年的 34.3 亿元发展到 2019 年的 6216.1 亿元，CAGR 高达 137.9%。



**(2) 新零售：即时配送的新增长点。生鲜市场：**具有保质期短、损耗大的特点，即时物流的配送时效短、配送服务品质高的特点正契合生鲜配送需求。**商超市场：**在需求端即消费者看来，即时物流为其实现了线下商超产品的预订即时送到家中，商品需求的即时性得到满足；在供给端即线下商超看来，即时物流的存在为其扩大了 3-5 公里的消费半径，而这意味着更多的潜在消费人群。

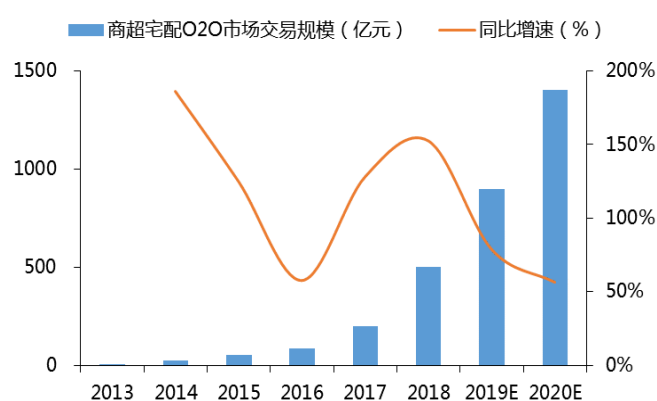
**(3) 传统同城物流：散单+落地配需求。**传统的同城快递主要承接同城跑腿、个人散单业务，或者作为电商快递末端配送的补充，体量小且订单来源不稳定。近年来，随着仓配模式的发展（减少快递中转环节，提升时效），部分落地配即时配送需求有望获得挖掘。

图 7：外卖 O2O 市场交易规模



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

图 8：商超宅配 O2O 市场交易规模



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

### 1.3. 即时配送模式分自营和众包两大类

**运力组织形式：外卖电商以自建为主，众包模式快速发展**

**自营模式：**以自营的形式招募骑手，优势体现为管控力度强，服务品质、服务时效均有保障；

**众包模式：**利用社会闲散运力，主要优势为运力招募迅速，平台化模式轻，实现物流配送劳动力的增加以及配送效率的提升。

从目前的趋势来看，主流外卖、生鲜零售商家为保证时效、服务质量、网络的自主可控性，因此其物流组织方式以自建团队为主；而众包模式的便利性和包容性，能够应对订单波峰压力，将成为良好的运力补充形式。

表 1： 自营与众包运力组织模式比较

	自营模式	众包模式
运力招募方式	自营的形式招募骑手	利用社会闲散运力
薪酬计算方式	底薪+提成	按订单量计算提成
优势	管控力度强，服务品质、服务时效均有保障	运力招募迅速，平台化模式轻
劣势	运营成本高，需要高订单量维持运力规模	运营门槛高，难度大

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心



**订单配送方式：并单配送提升效率，专人专送模式适用于高时效、贵重物品**

**并单模式：**允许配送员同时接多单，并按系统规划顺序逐个配送，主要优势体现为提高了区域订单配送效率，使运力利用最大化；

**专人专送：**指用户下单后，配送员接单并直接递送到用户，这种方式保证了订单配送时效，提升了用户体验。

我们认为，因客户需求的多样性，两种配送方式均有其存在必要性，在即时物流的高速发展阶段中，因外卖配送需求增长快速，该阶段并单配送占据了配送方式的主要地位。

**表 2：并单配送与专人专送比较**

配送模式	并单配送	专人专送
运营模式	配送员同时接多单，按系统规划顺序逐个配送	用户下单后，配送员接单并直接递送到用户
优势	提高区域订单配送效率，运力利用最大化	保证单订单配送时效，提升用户体验
劣势	订单匹配与路线规划的系统门槛高，难度大	价格较高，且配送员效率较低
典型代表需求	餐饮外卖	物品递送

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

## 2. 即时物流竞争格局：双寡头竞争

### 2.1. 行业集中度较高，进入寡头竞争阶段

迅猛发展的即时配送市场吸引了诸多参与方的进入，目前主要的参与者分为四类：

**(1) 外卖 O2O 平台：**主要包括饿了么的蜂鸟配送，美团的专送团队。从即时物流发展历程看，高速发展期的即时配送业务量主要来自餐饮外卖领域，因而靠着外卖平台的大额订单输入，绑定与外卖平台的即时物流发展迅速，逐渐成为主流企业，占据了绝大部分市场份额。值得一提的是，随着消费者对本地生活各方面配送需求的扩大，这些平台也开始将业务从外卖扩展到水果生鲜、药物、日用品等生活消费的方方面面，利用其先发优势继续发展。

**(2) 即时配送物流企业：**包括新达达、点我达、闪送、UU 跑腿。虽然该类企业没有外卖平台持续的订单输入，但是其依然深受资本市场青睐。其中，点我达从成立至今已获得多轮融资，并于 2020 年被阿里旗下菜鸟网购全资收购，成为阿里系在即时物流领域的重要布局。

**(3) 生鲜 O2O 平台：**主要有盒马生鲜、每日优鲜、易果生鲜和百果园。生鲜 O2O 为新零售的重要组成部分，发展前景明朗且发展速度快，因而增加了即时配送的需求；考虑到生鲜配送的特殊性（与一般外卖相比），生鲜 O2O 平台均采取自建即时物流团队的方式，从而生鲜 O2O 平台物流团队是即时物流行业中的有力竞争者。

**(4) 传统物流企业：**主要为顺丰、通达系、丹鸟。传统物流企业对于即时物流的布局始于 2016 年，顺丰推出即刻送业务，主要为餐饮外卖、商超、生鲜、蛋糕、鲜花等类似行业提供围绕店铺周边 3 或 5 公里内的同城专人即拿即送服务；2017 年，圆通推出了“计时达”，该业务包括即时配送、同城限时、省际限时 3 款产品，主要提供针对贵重物品、3C 产品递送以及个性化配送等高质量、高时效服务；2018 年，韵达则推出了“云递配”业务切入即

时配送领域（同城 0-4 小时内的即时配送），中通上线 City Express 同城配业务，主打四小时配送。

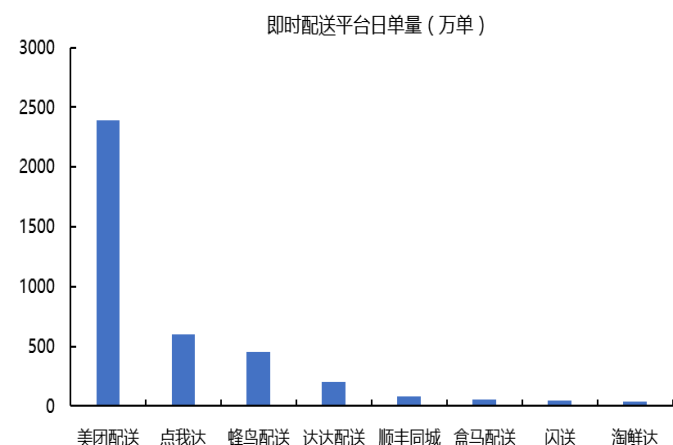
图 9：即时物流四类参与方



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

“美团”+“蜂鸟”占据 68% 市场份额。根据各配送平台披露单量，我们测算 2019 年即时物流行业中的美团配送、蜂鸟配送（含点我达，负责饿了么众包配送）和新达达占据前三席：美团配送日均单量约 2390 万单，市占率为 47.2%，位居首位；蜂鸟+点我达日均单量约 1050 万单，市占率为 20.7%，行业 CR2 市占率为 68%，呈现寡头竞争格局。

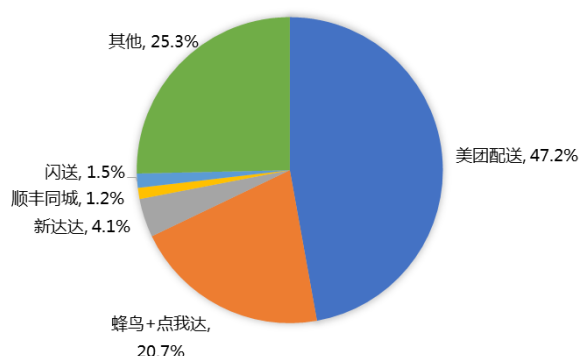
图 10：主要即时配送平台日单量（2019 年）



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

注：美团配送、新达达单量为公司公告披露，其他企业单量为测算值

图 11：即时配送竞争格局（2019 年）



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

注：美团配送、新达达单量为公司公告披露，其他企业单量为测算值

融资速度放缓，新进入者减少，行业进入寡头竞争阶段。从融资历程来看，即时配送行业在 2014-2016 年经历融资热潮，2019 年至今融资速度大幅放缓。头部企业在近两年均处于完善自我配送网络，提升管理品质阶段，其中，美团升级配送平台、发布美团配送品牌，新达达内部整合已完毕、并已于 2020 年提交美股上市申请书，蓄势待发进入新一轮竞争。

**表 3： 2012~2020 年即配行业融资详情**

行业发展阶段	融资时间	企业	轮次	融资金额	主要投资方
萌芽期	2012 年 1 月	点我达	A 轮	200 万美元	戈壁创投
	2014 年 3 月	闪送	天使轮	数百万美元	经纬中国
	2014 年 6 月	闪送	A 轮	数百万美元	鼎晖投资、经纬中国
	2014 年 6 月	风先生	天使轮	数百万美元	天使湾
	2014 年 7 月	点我达	B 轮	1500 万美元	赛富基金、远镜创投
	2014 年 7 月	达达-京东到家	A 轮	数百万美元	红杉资本中国
	2014 年 10 月	风先生	A 轮	数百万美元	经纬中国
	2014 年 11 月	人人快递	A 轮	1500 万美元	腾讯、高榕资本
高速发展期	2015 年 1 月	邻趣	天使轮	数百万美元	IDG 资本、盛大资本
	2015 年 6 月	达达-京东到家	C 轮	1 亿美元	DST、红杉资本中国、景林投资
	2015 年 7 月	闪送	B 轮	5000 万美元	九鼎投资、光源资本
	2015 年 7 月	UU 跑腿	天使轮	1000 万美元	启赋资本
	2015 年 8 月	邻趣	B 轮	1000 万美元	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	蚂蚁金服
	2015 年 10 月	风先生	B 轮	1600 万美元	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	创新工场
	2015 年 12 月	达达-京东到家	D 轮	3 亿美元	DST、红杉资本中国
	2016 年 4 月	达达-京东到家	并购	2 亿美元	京东
	2016 年 4 月	人人快递	B 轮	5000 万美元	未透露
	2016 年 7 月	点我达	D 轮	1.5 亿美元	阿里巴巴
	2016 年 8 月	闪送	B+轮	1000 万美元	天图投资
	2016 年 10 月	达达-京东到家	战略投资	3.36 亿人民币	沃尔玛
	2017 年 1 月	UU 跑腿	A 轮	9600 万人民币	天明集团、锐旗资本
	2017 年 2 月	闪送	C 轮	5000 万美元	SIG、执一资本、慧思资本、光源资本
	2017 年 6 月	UU 跑腿	A+轮	1 亿人民币	启赋资本、天明集团
	2017 年 8 月	闪送	战略投资	未透露	华山资本
	2018 年 3 月	点我达	战略投资	未透露	圆通速递
	2018 年 7 月	点我达	战略投资	2.9 亿美元	菜鸟网络
成熟期	2018 年 8 月	达达-京东到家	战略投资	5 亿美元	沃尔玛、京东
	2018 年 8 月	闪送	D 轮	6000 万美元	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	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	英诺天使基金、梅花创投
	2020 年 5 月	达达集团	IPO	1 亿美元	纳斯达克

资料来源：桔子 IT，安信证券研究中心

## 2.2. 美团：依托外卖，市占率第一

美团点评作为一家聚焦于生活服务的电子商务平台，以到店业务起家，发展为一家覆盖吃、住、行多个服务领域的电子商务巨头。美团业务可以分为四大板块：到店业务、到家业务、旅行和出行，具体包括餐饮、外卖、打车、共享单车、酒店旅游、电影、休闲娱乐等 200 多个品类，业务覆盖全国 2800 个县区市。

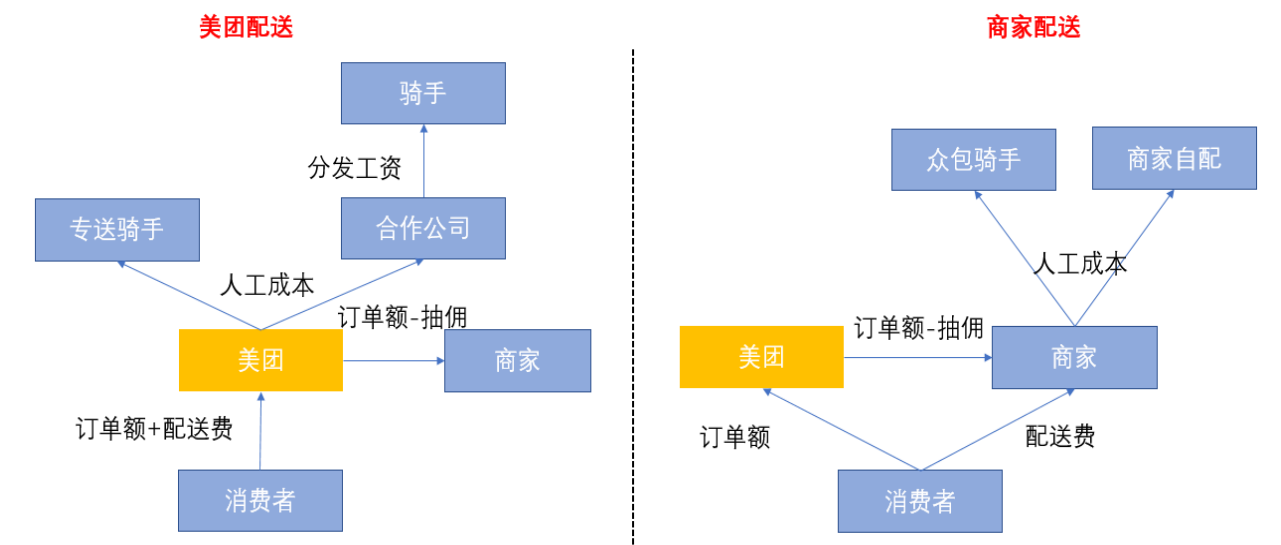
美团依赖其到店业务的庞大流量积累，快速切入到家业务市场，围绕外卖、生鲜、2B 等应用场景，在实时智能调度系统的支持下，构建了美团配送、商家自配两大类配送方式。

**美团配送模式：**骑手为美团自有或合作公司的全职员工，美团对骑手进行激励和监督以确保

选择专送的商家可以享受到最高水平的配送服务，该种模式下骑手人工成本由美团承担，专送模式在订单密度基础上会产生规模经济。

**商家配送模式：**骑手为商家雇员或者众包配送骑手，骑手遵守商家或者劳务公司制定的服务标准，该种模式下骑手人工成本由商家自行支付，消费者线上支付配送费后美团只作为中转账在服务完成后将配送费转给商家。该模式能够补充美团在运力高峰时期的紧缺状况，并减少监督和管理车手网络相关的费用。

图 12：美团外卖的主要配送模式



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

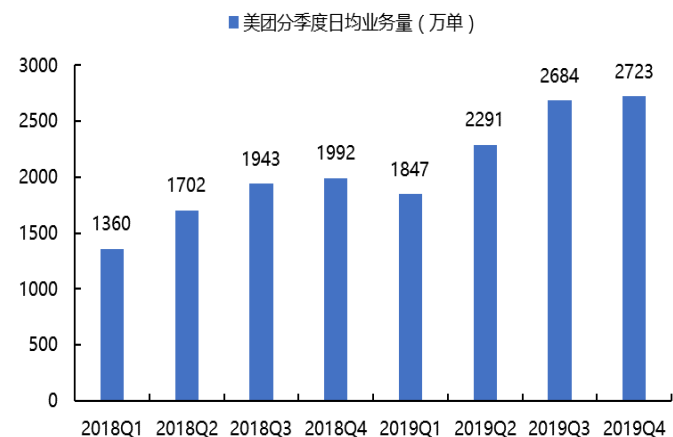
表 4：美团各配送方式对比

	美团专送	美团众包	美团快送	商家自配
定义	自营或加盟人员承接商家所有订单，保障一定的接单率，美团自营全职骑手为主的配送形式	利用社会兼职人员的力量，帮助商家进行配送的形式。	众包里的优质单，配送人员为兼职配送形式，商家发单后众包骑手抢单，有时存在溢价	商家依靠自有运力或者第三方众包运力进行产品配送的形式
优点	配送人员正规化，优质的形象，配送速度最快	相对专送配送范围相对大，成本较低	比专送配送范围大且成本低于专送，特别是针对用户端收费低于专送 1-2 元	区域限制小，时间限制小。自配送的成本，跟店铺单量和单均价有很大关系
缺点	成本稍高，配送时间和区域有限制	配送速度和配送人员整体服务要劣于专送、快送	由于配送范围扩大，配送速度要慢于专送	单量低且分散，成本高，雨雪等恶劣天气很难保证运力，整体配送速度和服务低。
收费模式	商家提成+顾客配送费	按照距离收费	商家提成+顾客配送费	不收配送费

资料来源：搜狐网，安信证券研究中心

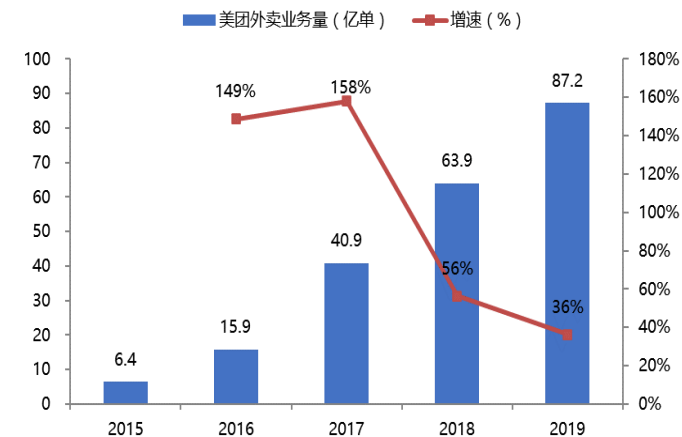
美团配送业务量快速增长，日均单量已达 2700 万单。2019 年美团餐饮外卖业务交易数量达到 87.22 亿单，日均单量为 2389 万单，2015-2019 年复合增长率达到 68.74%。2019Q4 美团外卖日均单量达到 2723 万单，同比增长 36.7%，维持快速增长态势。

图 13：美团分季度日均业务量



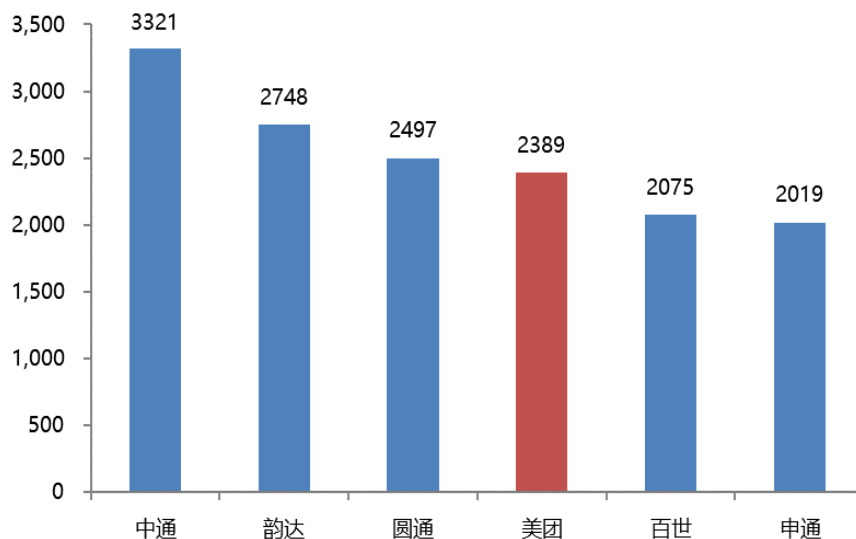
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 14：美团外卖年度业务量及增速



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 15：2019 年美团日均单量与快递企业对比 (万单)

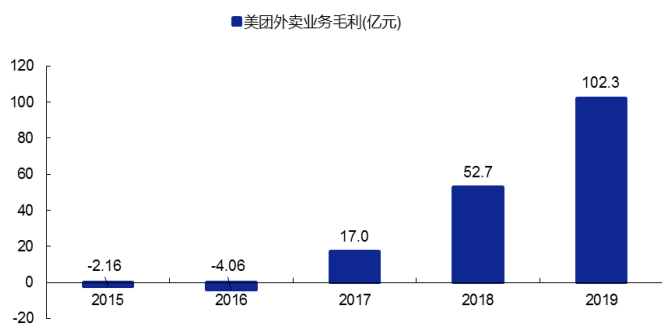


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

骑手成本占美团外卖业务成本的 92%，单票配送成本约 7.3 元。根据公司年报披露，2019 年美团外卖的骑手成本为 410 亿元，占到外卖业务成本的 92%。我们测算 2019 年美团外卖单票交易金额为 45.02 元，假设由美团配送的业务量占总体业务量的 70%（商家自配模式下美团不承担配送成本），测算单票配送成本约 7.3 元；从美团外卖盈利情况看，我们发现随着订单量的快速增长，其规模效应明显，美团外卖业务毛利在 2017 年开始转正，近年持续好转，2017-2019 年外卖业务毛利额为 17、52.7、102.3 亿元。

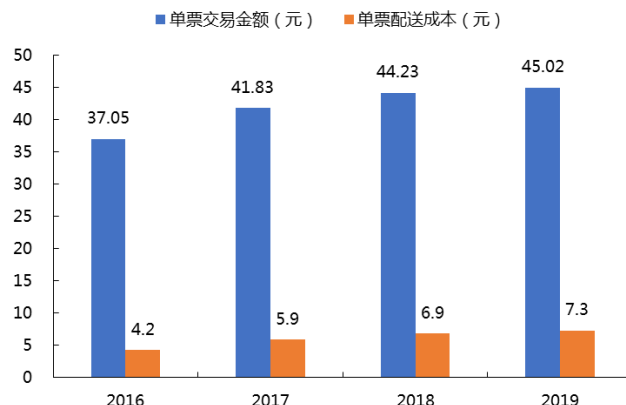


图 16：美团外卖业务 2017 年开始毛利转正



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 17：美团单票外卖交易金额与单票配送成本



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

注：假设 2016-2019 年美团专送占比为 85%、80%、75%、70%，单票配送成本未考虑给予骑手的红包补贴

### 2.3. 蜂鸟+点我达：阿里旗下两大即时配送平台

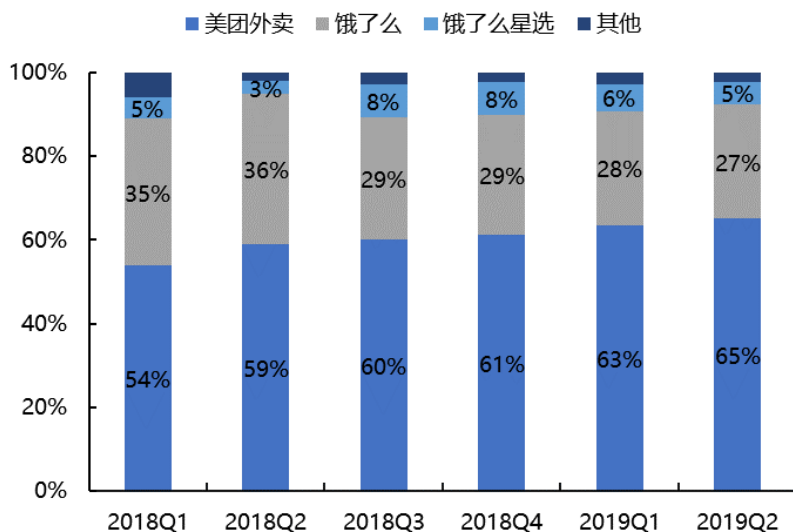
蜂鸟与点我达均是阿里旗下的即时配送平台，共同为外卖和新零售配送服务。2017 年 8 月，点我达与饿了么达成战略合作，点我达成为饿了么唯一的众包物流服务商。2018 年 4 月，阿里巴巴以 95 亿美元收购饿了么，饿了么拥有庞大的即时配送运力(蜂鸟)，成为阿里新零售落地的重要支撑。2018 年 7 月，阿里旗下菜鸟网络以众包业务和其他业务资源及 2.9 亿美元现金战略投资即时物流平台点我达，成为其控股股东；2020 年 3 月，菜鸟网络完成对点我达的全资收购。

蜂鸟主要配送餐饮外卖，目前正向生鲜配送、商超宅配拓展。根据 Trustdata 数据，近年来饿了么的交易额市占率不断下降，截止到 2019Q2，美团的外卖交易额超过饿了么的 2 倍。我们从蜂鸟官网信息了解，其日均单量约 450 万单，由于点我达负责饿了么的众包配送，因此整体饿了么订单日均订单量约在 1000 万单左右（美团单量的 1/2）。考虑到目前蜂鸟融入阿里的新零售体系，未来的订单中生鲜、商超宅配等多样需求的占比将提升。

点我达覆盖面更广，除了承接饿了么的众包订单外，还覆盖面向个人消费者的物品取送、商品代购、快递末端揽派等。点我达采取众包模式，根据公司官网数据，点我达的业务范围已经覆盖全国 350 多个城市，平台注册骑手超过 400 万，为 250 万商家和 1.5 亿消费者提供即时配送服务。点我达与圆通、韵达、EMS、顺丰等快递企业建立了合作关系，进行开导末端揽派，截至 2019 年 11 月，快递业务量已经占点我达总业务总量的 46%。



图 18：主要外卖平台交易额占比



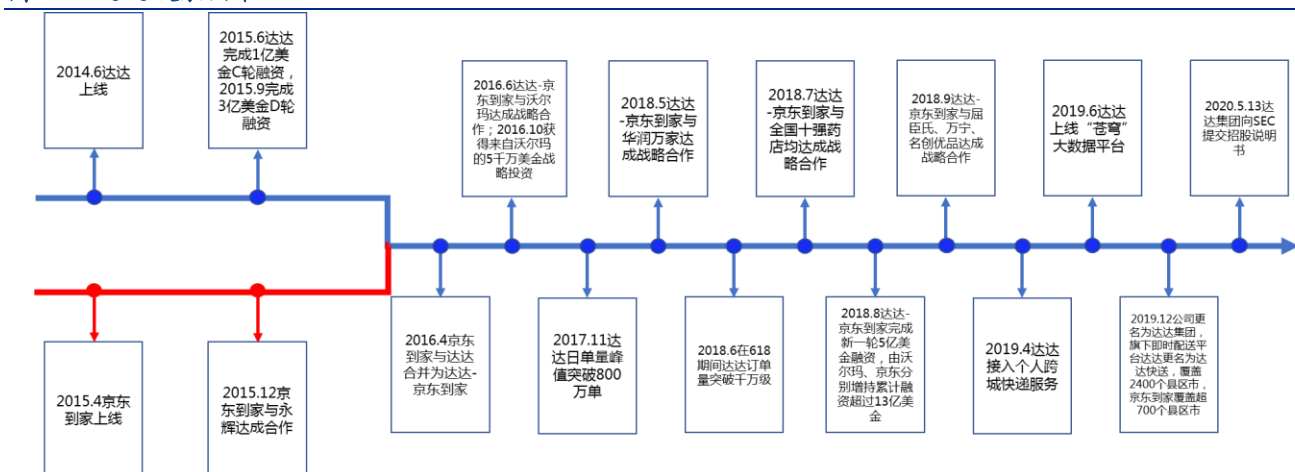
资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

## 2.4. 新达达：零售平台+即时配送

即时配送企业达达于 2014 年 7 月成立，2016 年，达达与京东到家合并，形成零售平台+即时配送两大业务线。2020 年 5 月，达达递交赴美上市申请，有望成为第一家即时配送业务为主的上市企业。

达达快送除了为集团自身业务京东到家服务外，还与京东物流在最后一公里的送货服务上展开合作；在商超零售方面，达达集团与国内虚度领先连锁超市进行合作，包括沃尔玛、永辉、华润万家等，其中沃尔玛是公司的战略投资者。

图 19：达达发展历程

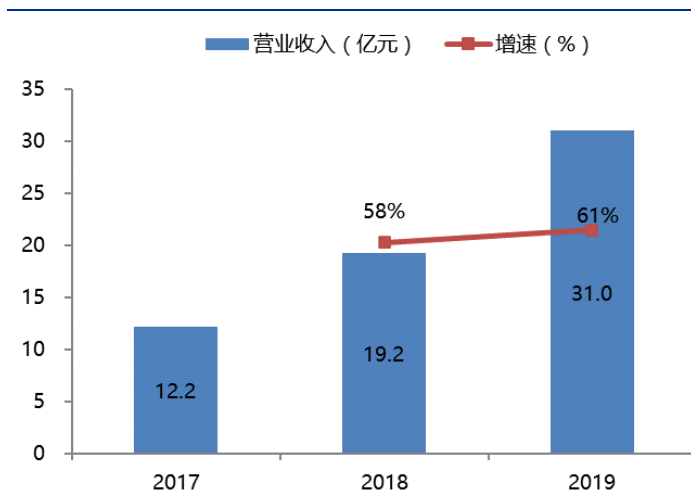


资料来源：公司官网，公司招股说明书，安信证券研究中心

公司采取众包交付网络的形式完成配送。在该种模式下，配送极具开放性和可扩展性，在高峰时段使用更多资源，在非高峰时段减少闲置资源降低固定成本，公司依赖于其先进的技术基础设施和交付能力构建了众包交付网络下行业壁垒。截至 2019 年 12 月 31 日，达达快送

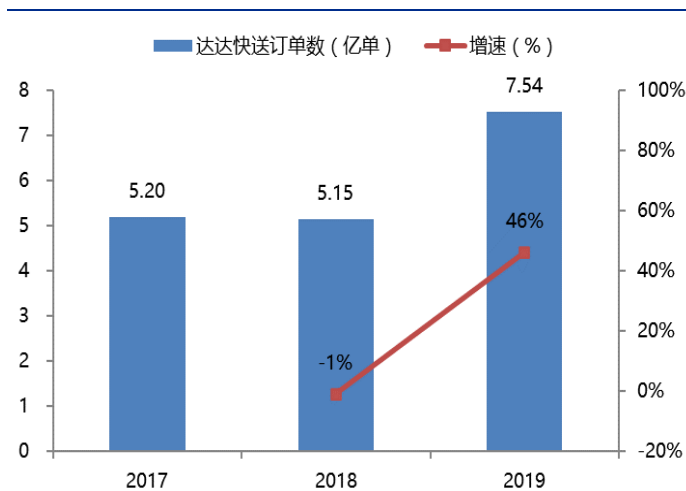
业务覆盖全国 2400 多个县市区，日单量峰值约 1000 万单。

图 20：达达营业收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 21：达达订单量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 5：即时配送平台比较（2019 年）

业务对比	蜂鸟配送	美团	新达达
合作商家数（万家）	350	620	100
配送员数量（万人）	300	398.7	63.4
覆盖城市数量（个）	2000	2800	2400
配送品种	餐饮外卖、鲜花蛋糕、商超、生鲜果蔬	餐饮外卖、鲜花蛋糕、商超、生鲜果蔬	鲜花蛋糕、商超、生鲜果蔬、医药健康
客户定位	高校、白领市场	高校、白领、家庭市场	家庭、白领、女性市场
物流配送	蜂鸟配送及众包、点我达	美团专送、众包	达达、京东物流
入口	饿了么、支付宝口碑、淘宝口碑	美团、微信	达达、京东到家

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

### 3. 即时配送对快递企业的启发

本地生活服务已经成为互联网巨头重要的流量入口，即时配送网络作为本地生活服务、新零售的底层基础设施价值凸显。我们看到美团、饿了么等巨头凭借其打造的即配网络，边界不断拓展，从单一的餐饮外卖延伸到多维度的本地生活服务（包括商超、鲜花、蛋糕、咖啡、生鲜、服装等）。

图 22：同城配送品类不断拓展



资料来源：美团点评，安信证券研究中心

图 23：2018 年 7 月，海澜之家入驻美团

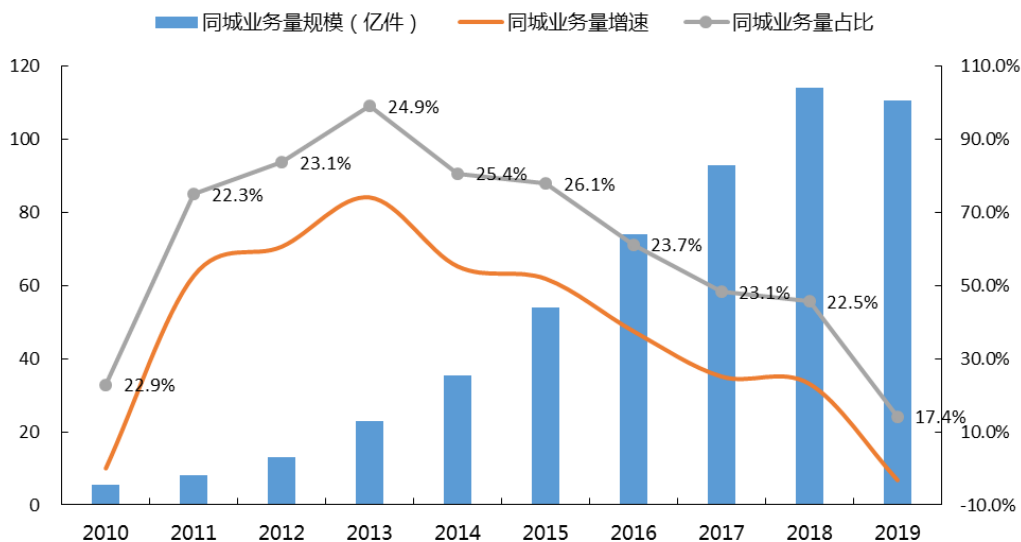


美团服装配送流程示意图

资料来源：美团点评，安信证券研究中心

在互联网企业不断拓展边界的同时，对于快递行业也带来了一定影响，我们看到随着同城即时配送平台的兴起，传统快递同城业务增速有所放缓（当前大部分快递企业传统同城快递业务还难以达到当日达，主要是配送模式差异），根据国家邮政局统计，2019 年同城快递业务量规模 110.4 亿件，同比下滑 3%（行业业务量增速为 25.3%），增速出现首次下滑（亦存在统计口径调整可能），而从近年同城快递业务量行业占比数据看亦呈现下降趋势。

图 24：同城快递业务量增速及占比逐年走低



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

注：国家邮政局同城业务未统计互联网平台同城即时配送业务量

同时，我们也看到庞大本地生活服务物流需求给传统快递物流企业带来了新的机遇。马云曾在 2018 年全球智慧物流峰会上预测，未来 8-10 年以后每一天的包裹量将超过 10 亿个，未来如果实现一天 10 亿个包裹，我们认为除了传统电商包裹外，同城即时物流订单将成为重要的增量来源。按照 2019 年快递+同城即配规模 820 亿单，假设 2028 年达到日均 10 亿单，对应 2019-2028 年包裹的 CAGR 为 18%。

由于即时物流市场更多采取点对点配送，依赖路径算法优化，与传统快递集收散派的模式有较大差异，国内快递企业除顺丰外并未大规模涉入。

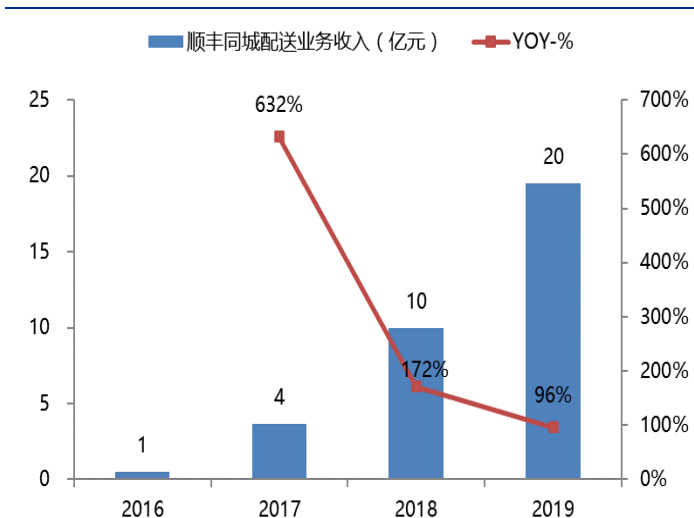
顺丰同城已经率先布局。顺丰同城业务自 2016 年启动，定位为高端品牌客户提供定制化服务以及 2C 端业务。目前顺丰同城已服务餐饮、商超、生鲜、服装等不同行业的众多头部品牌，面向 C 端用户，顺丰同城急送陆续推出“帮我送”和“帮我买”产品，并将在广度上延伸出“帮我办”。针对 B 端商户，顺丰同城提供完善的同城配送解决方案，先后与麦当劳、必胜客、喜茶、天虹、永辉、优衣库等头部品牌建立起深度的合作关系。2019 年同城业务收入实现营收 19.5 亿元，同比增长 96%，2016-2019 年复合增长率达 250%。

表 6：顺丰在同城物流布局

时间	事件
2016 年	顺丰同城业务起步，推出同城配送产品「即刻送」，主要为餐饮外卖、商超、生鲜等 B 端客户提供周边 3-5 公里的同城专人即拿即送服务
2017 年	上线「顺丰专送」，为全国连锁性品牌必胜客、优衣库等客户提供服务
2018 年	顺丰同城业务延伸至个人用户，承诺平均 1 小时送达
2019 年 3 月	顺丰同城实现独立公司化运作，正式发布“顺丰同城急送”品牌
2019 年 11 月	顺丰同城急送跑腿业务「帮我买」正式上线全国 16 个城市
2019 年	同城业务不含税营收 19.52 亿元，同比增长 96.12%，远高于行业平均增速
2020 年 5 月	顺丰上线企业团餐业务「丰食」

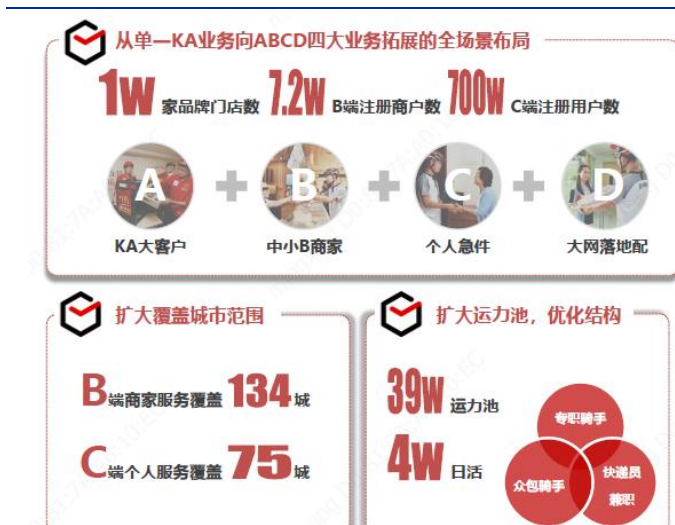
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：2016-2019 顺丰同城业务收入规模



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

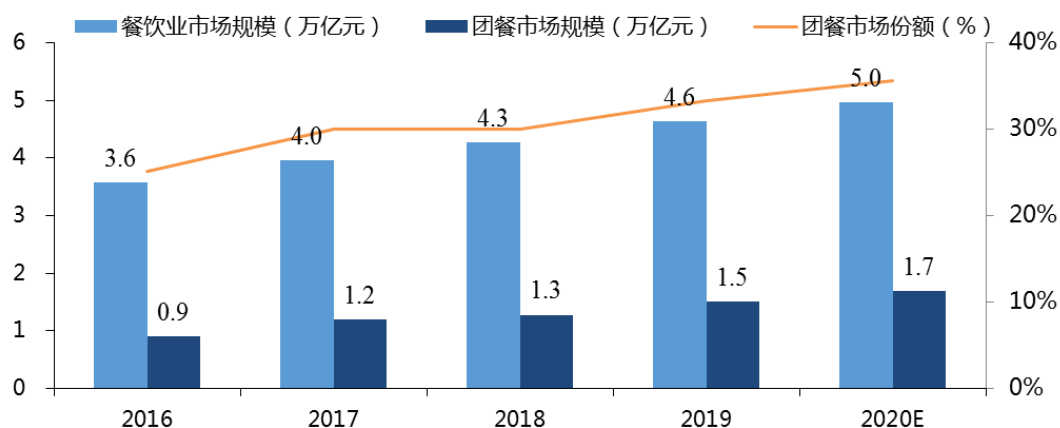
图 26：顺丰同城业务布局



资料来源：顺丰控股投资者推介材料，安信证券研究中心

2020 年 5 月，顺丰试水“丰食”团餐外卖，有望实现对餐饮供应链上游拓展。近期，顺丰旗下公司上线名为“丰食”的小程序，面向企业员工市场的送餐服务，专注于企业团餐，为企业提供专属折扣。我们认为顺丰“丰食”做团餐平台的集中配送是构建面向 B 端和餐饮供应链服务（B 端团餐更具标准化、规模化），同时又为将来面向 C 端的即时配送服务做准备。顺丰在竞争激烈的外卖市场中寻找高附加值的细分领域，这项服务未来有望与顺丰冷链（向餐饮供应链拓展）、顺丰同城寄送产生协同效应，提高订单密度，提升同城业务效率。

图 27：餐饮市场与团餐市场规模



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

对于其他并未大规模进入同城即配市场的快递企业，我们认为其与美团、饿了么等本地生活巨头存在运力共享合作可能，考虑到当前即时物流平台面临的主要问题来自运力的供需不平衡：由于订单需求集中（主要集中在午餐与晚餐时间段）且存在较大波动性（受到异常天气影响），这导致在高峰时段面临运力不足，而在非高峰时间运力资源造成浪费，而对于快递企业，其快递员集中配送时间与外卖需求高峰并非重叠，部分快递员可兼职送外卖（顺丰已有尝试）。另外，对于快递企业其拥有的线下末端网点（包括驿站、快递超市等）可作为同城配送的微型集配站，进一步提升配送效率。

总体来说，尽管互联网平台的即时配送业务会给传统同城快递业务带来一定冲击，同时，我们也应该看到本地生活服务领域庞大的即时物流需求将给快递物流企业带来新的机遇。当前，自带商流的美团、阿里（饿了么）、京东（达达）占据绝大部分市场份额，商流端不具优势的快递企业仍可充分发挥其在快递末端及运力覆盖、云仓仓储、订单管理以及供应链协同等方面的优势，赋能商家，进行同城业务布局；顺丰同城业务经历了 3 年多的探索，已经从单一 KA 大客户向中小 B 端商家、个人急件、大网落地配拓展，成长为第三方即时物流平台，未来在团餐、C 端外卖（更高频需求）的布局亦值得期待。

#### 4. 风险提示

同城即时配送市场竞争加剧；人力成本大幅增长；新零售市场发展不及预期；快递企业同城即配市场拓展低于预期。



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

明兴、孙延声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034