



即时配送市场是否已成红海

投资要点

- **相对于快递行业，即配行业呈现出高频低价特征。**在成熟的电商生态下，我们根据生产组织形式和对应履约模式将电商物流划分为三类：网络化快递、仓配一体化、即时配送物流。2020年网络化快递和仓配模式下产生的快递营收为8795亿元，快递件量为834亿元。我们测算2020年即配物流行业营收约为1701亿元、是快递行业规模的约19%，产生的订单量为277.6亿单、接近快递行业件量的33%。三种物流履约模式对应上游商流有差异，网络化和仓配一体上游商流主要为阿里系、拼多多以及京东等电商平台，即时配送的上游商流以本地生活平台（美团、饿了么）为主。2020来自阿里、京东及拼多多三家合计贡献GMV达到10.9万亿元，我们测算这三家产生的快递件量约为608亿件，对应的GMV/单量约为180元。2020年美国外卖业务的交易额为0.49万亿元、对应单量为101亿，美团外卖的GMV/单量约为50元。相比于快递业，即时配送行业呈现出高频低价的特征。
- **当下即配物流的需求主力系外卖，未来增量获奖是生鲜电商带来的配送需求，预计2025年即配行业总单量将达到931亿。**即配物流需求端包括四种场景，分别是外卖服务、B2C零售、代买代送、电商相关的落地配。看现在，这四类需求中餐外卖占比约七成，根据美团研究院数据2019年我国餐饮业收入为4.7万亿元，餐饮外卖市场交易额达到6423亿元。向前看，2025年我们测算外卖市场交易额将达到2.2万亿元、外卖订单量将达到467亿单，生鲜电商产生的即配单量将达到370亿单，二者将占据未来即配需求约90%，我们预计2025年中国即时物流总订单规模将达到931亿单。
- **即配行业供给系寡头垄断，巨头高份额+低盈利。**即配物流行业呈现美团配送与阿里系的点我达、蜂鸟的双寡头垄断格局，美团配送市占率为47.2%，蜂鸟+点我达市占率为20.7%，双寡头合计市占率达67.9%。后位玩家中达达市占率约为4.1%、顺丰同城市占率约为1.2%。考虑美团外卖的商业模型，其每单收入为9.3元，每单经营溢利0.4元（经营溢利率4.3%），其中骑手成本6.8元（占比73%）。规模较小的达达，其每单营收为5.4元，其中骑手成本3.9元（占比72%），扣除其他成本后每单毛利0.96元，毛利率为17.7%。低盈利可归咎于即配物流的低规模效应：美团外卖日均单量从1100万单到2800万单的增长过程中，未见到单件配送成本的下降。
- **战略意义高于资产本身盈利能力的同城即配仍系兵家必争之地。**我们测算2021年即配行业增速23%，依然系电商版图中增速最高的一极，而行业脆弱的盈利模型并未降低电商资本入局拼杀的兴趣。我们将行业特征总结为：①即配物流的规模效应低于非近场物流；②行业存在明显的外部性，是支撑近场电商生态的关键，系兵家必争之地。对于3PL而言同城即配的战略意义亦不能低估，不介入商流条件下就能完成末端消费大数据的积累，或成为未来收入的新增长极。
- **风险提示：**人力成本上涨风险，监管风险。

西南证券研究发展中心

分析师：陈照林

执业证号：S1250518110001

电话：13916801840

邮箱：chzh@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	125
行业总市值(亿元)	29,707.32
流通市值(亿元)	27,311.00
行业市盈率 TTM	19.06
沪深300市盈率 TTM	14.5

相关研究

1. 快递行业4月份数据点评：单价降幅收窄，顺丰增速环比回升（2021-05-20）
2. 快递行业2020年及21Q1财报小结：竞争加剧，盈利触底（2021-05-07）
3. 快递行业3月份数据点评：行业集中度CR8环比回升（2021-04-20）
4. 快递行业2月份数据点评：行业集中度CR8跌至79.9%（2021-03-21）
5. 快递行业1月份数据点评：行业低基数高增速，顺丰保持环比增长（2021-02-21）
6. 快递物流研究笔记之一：商流加持的物流巨头：菜鸟VS京东物流（2021-02-03）

目 录

1 即时配送物流：近场物流解决方案的千亿市场	1
1.1 商流决定物流，即配履约模式侧重时效	1
1.2 行业核心特征：高增长+高集中度+低规模效应	3
2 需求端：当下看外卖，未来看新零售	6
2.1 即时配送需求服务流程以配送人员为核心	6
2.2 即时配送需求场景趋向多元化	7
2.3 即配物流行业需求测算：2025 年达到 931 亿单	8
3 供给端：以美团为龙头的寡头垄断竞争格局	9
3.1 竞争格局：“美团配送”与“蜂鸟+点我达”双寡头.....	9
3.2 美团配送：2020 年增长放缓，外卖订单量驱动为主	10
3.3 达达：聚焦配送业务	12
4 同城业务战略意义高于本身的盈利能力	14
4.1 电商平台：同城业务作为面向个人客户的超级流量入口.....	14
4.2 第三方物流服务商：同城业务作为面向 B 端客户的消费数据积累	15
5 总结：兵家必争地、言终局尚早	16
6 风险提示	17

图 目 录

图 1: 主要的物流履约业务模式	1
图 2: 主流电商 GMV 情况 (单位: 十亿元人民币)	2
图 3: 美团外卖交易金额	2
图 4: 即时物流的发展历程	3
图 5: 中国即时配送行业规模	3
图 6: 中国即时配送行业订单量	3
图 7: 全国快递件量	4
图 8: “通达系” 快递公司毛利水平逐年下降 (元/每单)	4
图 9: 快递行业集中度 CR8	4
图 10: 即时配送与快递行业对比	5
图 11: 中通快递单件成本与日均件量 (横轴为日均单量、千万件; 纵轴为单件成本、元/件)	5
图 12: 美团配送单件成本与日均件量 (横轴为日均单量、千万件; 纵轴为单件成本、元/件)	5
图 13: 外卖服务流程	6
图 14: B2C 零售、生鲜宅配及商超的服务流程	6
图 15: 代买代送服务流程	6
图 16: 电商仓储/快递及落地配服务流程	6
图 17: 中国在线餐饮外卖市场交易额	7
图 18: 主要外卖平台交易额占比	7
图 19: 中国生鲜电商行业市场规模 (亿元)	7
图 20: 中国即配发展与外卖行业发展趋势一致	8
图 21: 2018 (左图) 2019 (右图) 即时配送市场品类占比	8
图 22: 2019 各即时配送主体市占率	10
图 23: 主要即时配送平台日均单量 (万单)	10
图 24: 美团外卖订单费用和成本分配 (1P)	11
图 25: 美团外卖交易笔数	12
图 26: 美团外卖货币化率	12
图 27: 2020 美团餐饮外卖业务单笔收入成本拆分 (元/票)	12
图 28: 达达订单量	13
图 29: 京东到家 GMV, 活跃用户数	13
图 30: 达达集团下两大业务收入占比情况	13
图 31: 达达集团配送服务占比 (百万元, %)	13
图 32: 2020 年达达单笔收入成本拆分 (元/单)	14
图 33: 美团扩张逻辑	14
图 34: 美团外卖日均单量	14
图 35: 顺丰构想的未来发展蓝图	15

表 目 录

表 1: 三种履约模式对比	2
表 2: 中国外卖市场交易额预测	8
表 3: 中国生鲜电商行业订单量预测	9
表 4: 中国即时物流市场交易额预测	9
表 5: 主要即时配送公司现状	10
表 6: 美团配送 (1P) 的组织形式	11
表 7: 闪送和达达的融资情况	16

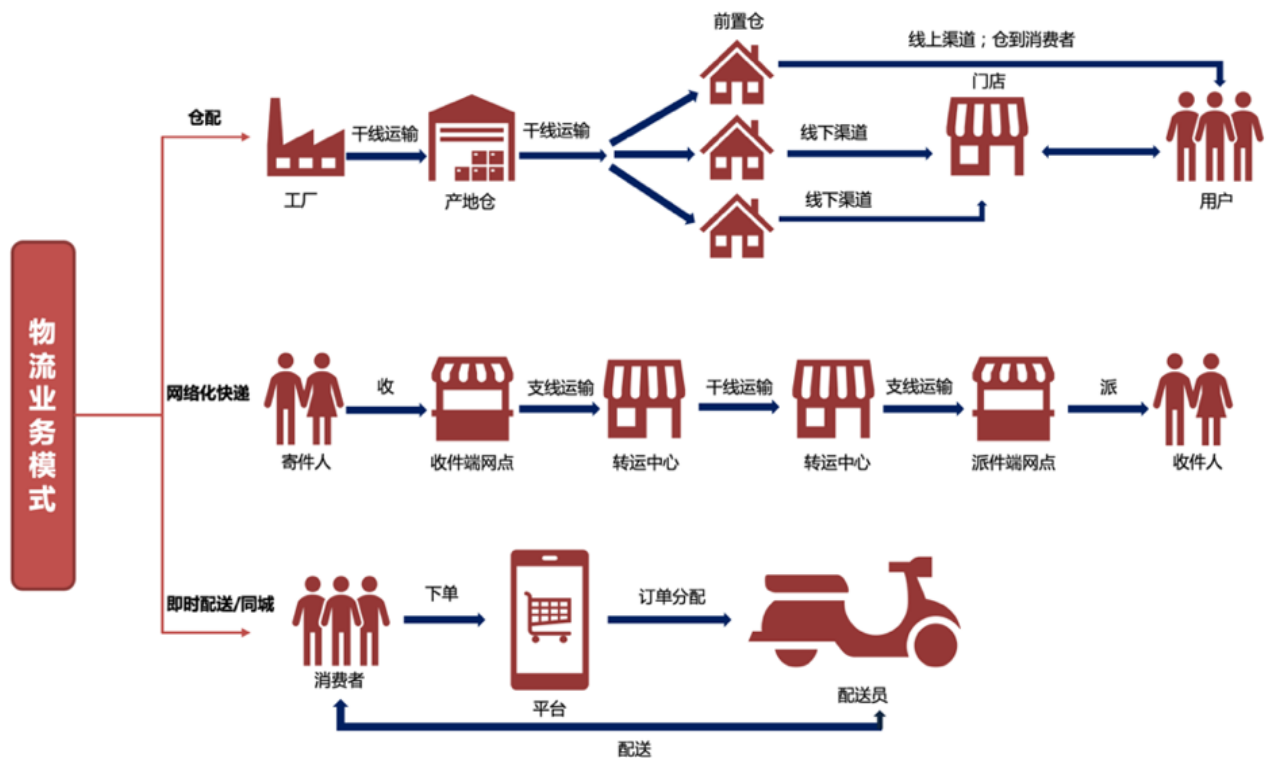
1 即时配送物流：近场物流解决方案的千亿市场

1.1 商流决定物流，即配履约模式侧重时效

即时物流以快速响应实现时效最优。在成熟的电商生态下，我们根据生产组织形式和对履约模式特征将电商物流划分为三类：网络化快递、仓配一体化和即时配送物流。依据物流履约的距离将网络化快递和仓配一体化模式概括为非近场物流，而即时配送则为近场物流。三种履约方式在上游商家、时效履约和资产建设方面存在差异。网络化快递的上游多为小 B 商家，较为分散，仓配一体化更多服务于大 B 商家，运送产品多为便于预测销量的标准品，而即时配送的上游需求多来自同城较为分散化的客户，并且对时效性要求极高。网络化快递主要服务于点对点的物流需求，依赖收、转、运、派四个环节将物品运送至客户手中，代表公司包括：“通达系”快递公司和顺丰；仓配一体化主要依赖将商品提前仓储到中心仓及前置仓，待到用户下单之后直接从仓库运送至用户手中，代表公司包括京东物流和亚马逊自建物流；即时配送应用于距离更近的点对点运输需求，通常情况下不依赖仓储和转运而直接实现点对点送达。

即时物流模式更偏向运输资产的建设。由于业务运营模式不同，三种履约方式的资产建设重点均有各自侧重；仓配模式对仓储设施和后端运输要求高，因此资产建设在仓储设施和运输资产上发力；网络化快递中转运中心和干线运输对其物流履约的影响高，因此这类公司通常侧重转运中心及运输网络的建设；即配侧重于五公里内短途运输，对时效要求高，这类公司通常侧重运输资产的建设。

图 1：主要的物流履约业务模式



数据来源：西南证券整理

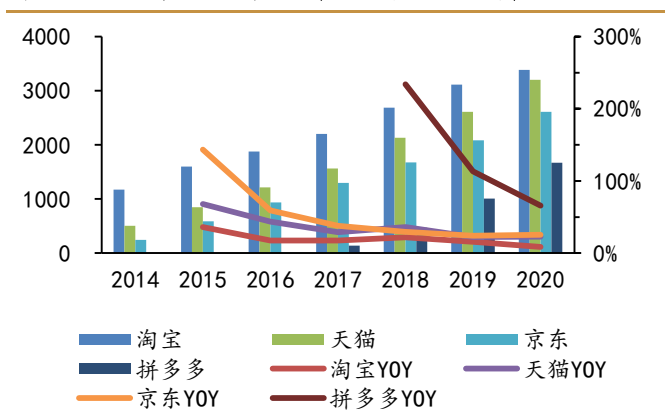
相较于仓配和网络化快递快递，即时配送在运力组织形式和订单配送方式上更加复杂。即时配送的运力组织形式包括众包和自建，订单配送方式包括并单和专人专送。在选择运力组织形式时，由于众包以社会闲散运力为主，因此平台能够更快地通过众包补齐运力，同时实现平台轻量化，但这样也提高了平台的运营难度；相反，自建的运力运营难度会大大降低，同时能有利于平台加强管控力度，提升服务品质，保障服务时效，但这样也加大了平台的运营成本。选择配送方式上，餐饮外卖类的即时物流需求多采用并单配送的方式，有利于提高区域订单配送效率，实现运力利用的最大化，但对订单匹配和路由规划的要求高；物品递送类的即时物流需求更多采用专人专送的模式，这能提高服务质量和履约时效，但是价格较高并且配送效率低。

表 1：三种履约模式对比

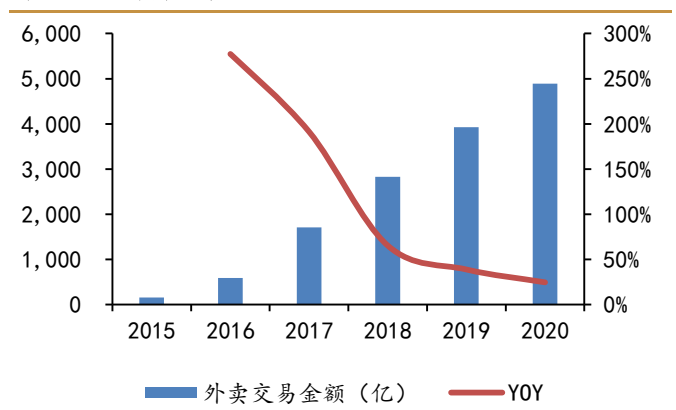
项目	网络化模式	仓配一体化模式	即时配送
时效履约	一般	稍强	强
履约方式	依赖收、转、运、派四环节的点对点运输	依赖前置仓储的集中履约	点对点即时履约
资产建设	重视转运中心和运输资产的建设	重视仓储设施建设	运输资产建设
运力	快递员	快递员	众包和自建
订单配送方式	网点、快递柜、驿站自取和送货上门	网点、快递柜、驿站自取和送货上门	并单配送和专人专送

数据来源：西南证券整理

三种履约模式对应的商流各有差异，但其中仍然有交叉。网络化快递履约和仓配履约对应上游电商以阿里系，拼多多系和京东为主，此外也包括一些垂直电商和直播电商等。2020 财年淘宝 GMV 为 3.4 万亿，同比上升 8.7%，天猫总 GMV 为 3.2 万亿，同比上升 22.6%；2020 年全年京东 GMV 为 2.6 万亿，同比上升 25.3%，拼多多 GMV 在 1.7 万亿，同比上升 65.7%。即时配送的上游商流通常为大型本地生活平台，以美团及饿了么为主。2020 年美团外卖业务交易金额 4888.5 亿元，同比上升 24.5%。

图 2：主流电商 GMV 情况（单位：十亿元人民币）


数据来源：公司公告，西南证券整理；注：淘宝及天猫均为财年数据

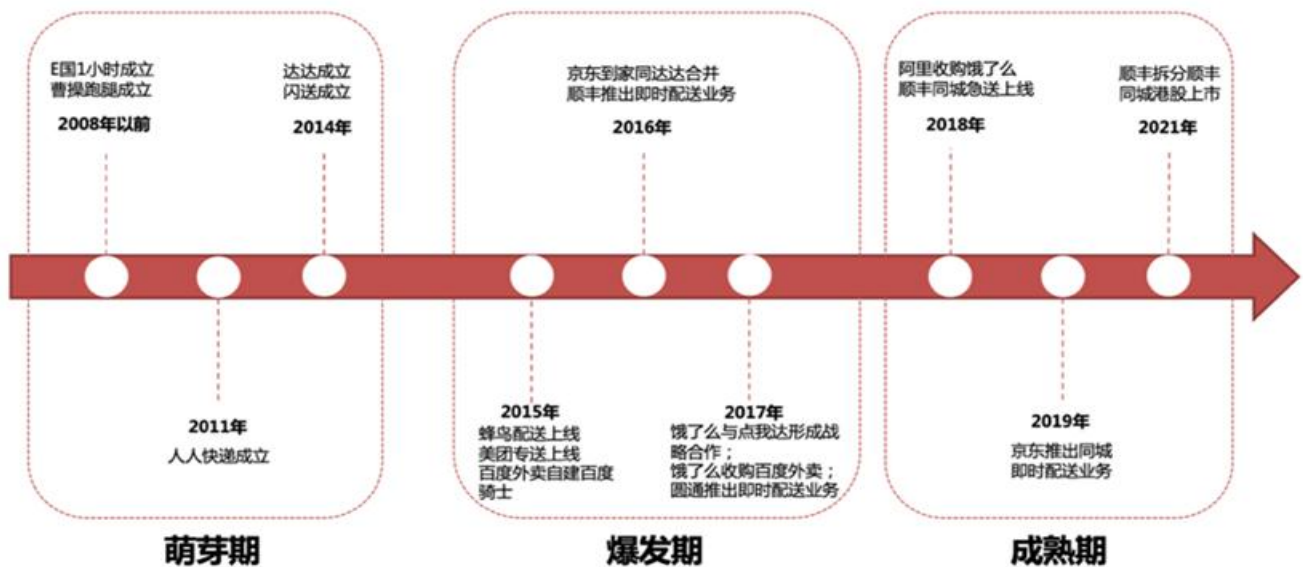
图 3：美团外卖交易金额


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 行业核心特征：高增长+高集中度+低规模效应

我国即时配送物流行业主要经历了萌芽、爆发和成熟三个阶段。2015年，即配的上游需求端如美团及饿了么经历了高速扩张，需求端扩张带动即时配送高速扩展，蜂鸟配送上线，美团也成立了专门的配送队伍，2017年点我达同饿了么展开合作并成为其众包服务的深度合作伙。即配需求急速爆发之后，行业整体进入平稳发展的成熟阶段，2018年阿里收购饿了么，顺丰也上线了同城急送，2021年顺丰拟拆分同城业务赴港股上市。

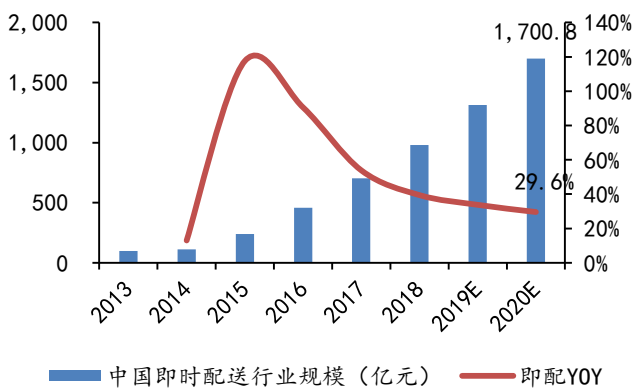
图 4：即时物流的发展历程



数据来源：西南证券整理

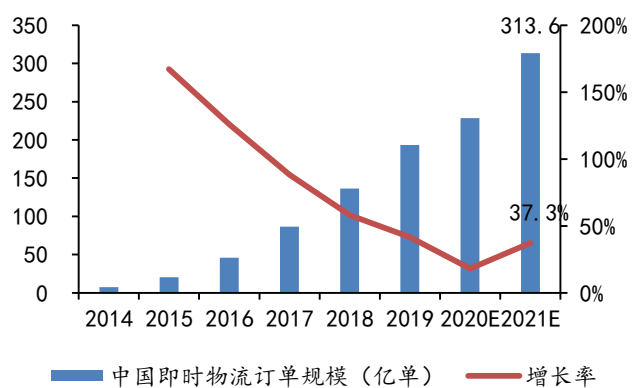
即配物流行业已经进入平稳发展时期，需求空间依然存在。2015年是即配物流爆发元年，据艾瑞咨询统计，2015年我国即时配送行业规模为240亿元，同比增速为117.6%，这一时期即配物流行业伴随需求端急速爆发而高速发展。随着网上实物消费的发展，整体增速有所放缓，行业进入平稳发展阶段，根据艾瑞咨询，预计2020年行业整体将达到1700.8亿元，同比增速为29.6%，到2021年行业订单量将超过300亿件，同比增速37.3%。

图 5：中国即时配送行业规模



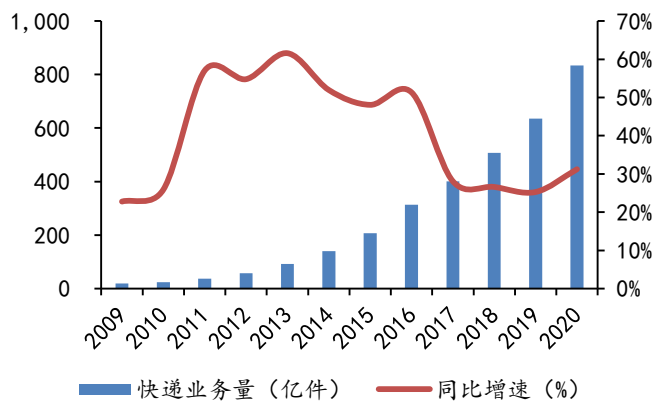
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 6：中国即时配送行业订单量

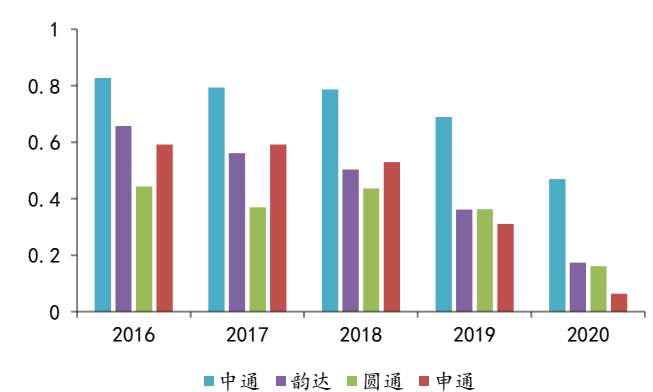


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

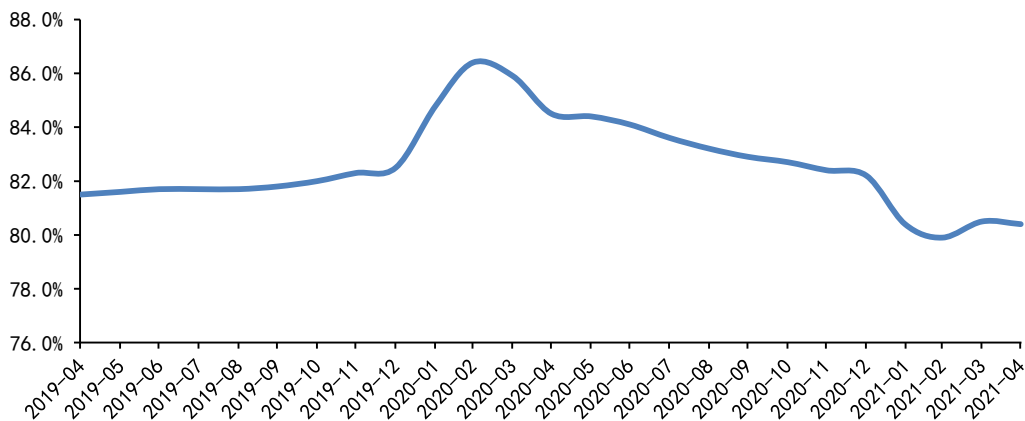
非近场物流的需求端增长保持中高速，供给端竞争激烈，整体盈利状况恶化。2020 年全年实现快递业务量 833.6 亿件，同比上升 31.2%，快递业务收入 8795.4 亿元，同比上升 17.3%，整体保持中高速增长。网络化快递模式下供给端整体体现出竞争激烈，产能过剩，存在强新进入者的胶着状态，激烈的竞争导致企业不断进行价格战以压制对手，快递的单票价格以及公司的盈利水平持续走低，2020 年中通单票毛利下降至 0.47 元，韵达下降至 0.17 元，圆通单票毛利下降至 0.16 元，申通仅为 0.06 元；此外，新进入者极兔速递不断抢夺原有快递公司的市场份额，市场集中度 CR8 整体呈现下降趋势，截至 2021 年 4 月，快递行业集中度 CR8 为 80.4%。

图 7：全国快递业务量


数据来源：国家邮政局，西南证券整理

图 8：“通达系”快递公司毛利水平逐年下降（元/每单）


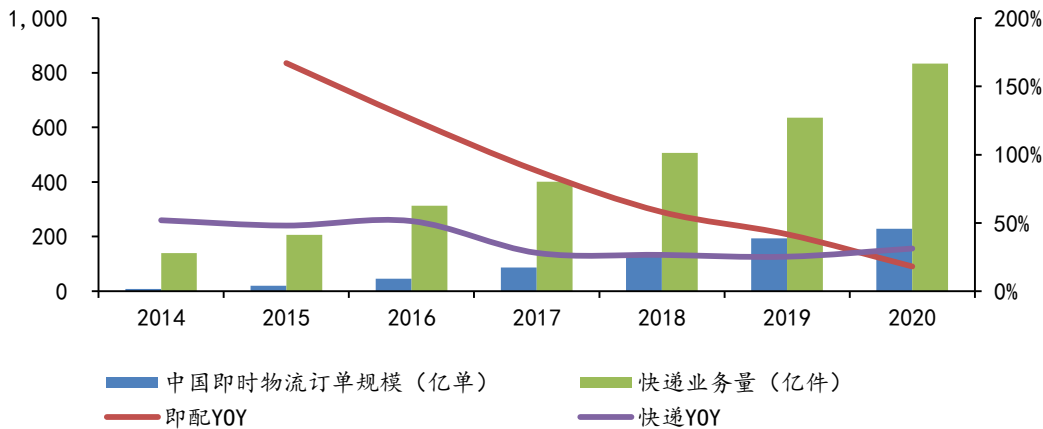
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：快递行业集中度 CR8


数据来源：统计局官网，西南证券整理

即配代表的近场物流规模为快递行业的四分之一左右。同非近场物流所对应的快递需求相比，即配的规模明显小于非近场物流规模，2020 年即配订单量的预计增速为 18.1%，增速亦略低于快递业。

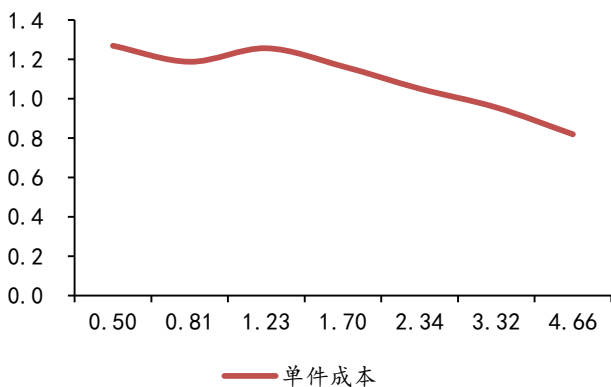
图 10: 即时配送与快递行业对比



数据来源: 艾瑞咨询, 国家邮政局, 西南证券整理

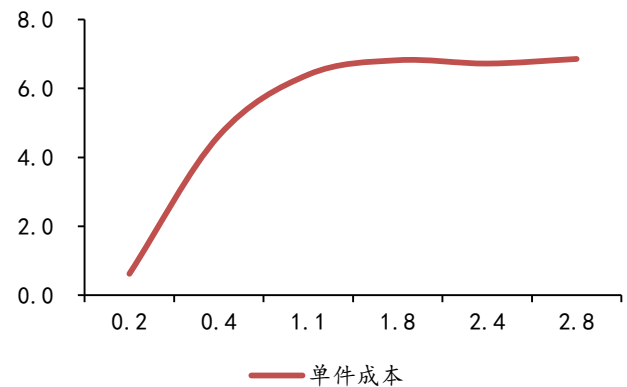
对比快递行业, 即时配送行业规模效应较弱。我们以中通为快递行业代表, 美团配送为即时配送行业代表。随着日均件量的不断提高, 中通快递对应的单件成本逐渐下降, 2020年日均件量在4600亿件, 对应单票成本下降至0.82元。将美团的骑手成本作为单件成本对比, 可以看到美团配送的规模效应弱, 日均件量越高, 单票成本不变甚至走高。

图 11: 中通快递单件成本与日均件量 (横轴为日均单量、千万件; 纵轴为单件成本、元/件)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 美团配送单件成本与日均件量 (横轴为日均单量、千万件; 纵轴为单件成本、元/件)



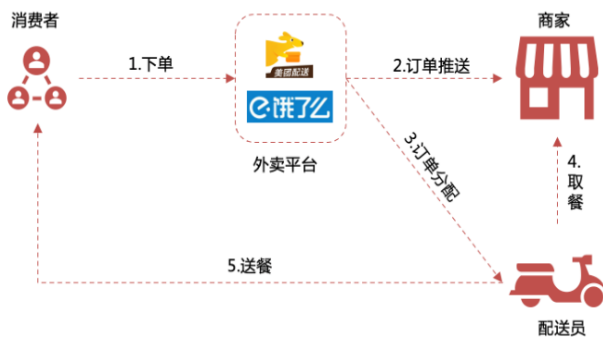
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 需求端：当下看外卖，未来看新零售

2.1 即时配送需求服务流程以配送人员为核心

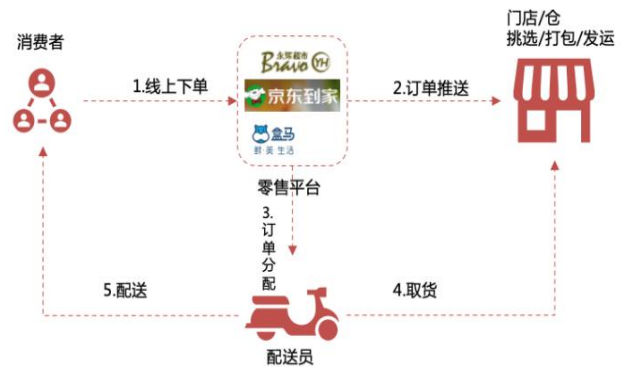
四种需求场景有所差异，但核心仍然在于配送员提供的服务。依据服务流程的差异，可以将需求场景分为 4 类。外卖是非常典型的服务流程场景，消费者下单后外卖平台将处理信息，并将订单推送至商家和分配给配送员，配送员取餐后送餐至消费者。B2C 零售、生鲜宅配以及商超的服务流程有相似性，消费者线上下单后，零售平台将订单推送至门店或仓库并将订单信息分配给配送员，此后配送员完成取货和配送流程。代买代送服务流程和外卖服务流程类似，但是代买代送服务中，运力平台不会同超市直接产生信息沟通，而是分配给配送员并由配送员完成商品购买和配送。电商仓储/快递和落地配的服务流程主要依赖运力平台将订单推送给配送员，而后有配送员完成取货和送货服务。尽管四种主要需求场景在服务流程上有所差异，但是其完成核心都离不开配送员提供服务支持。

图 13：外卖服务流程



数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券整理

图 14：B2C 零售、生鲜宅配及商超的服务流程



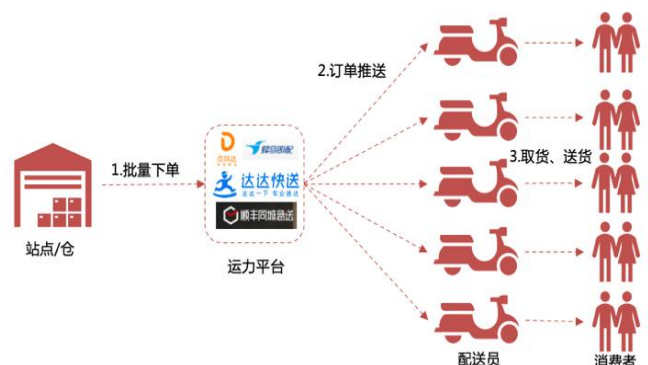
数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券整理

图 15：代买代送服务流程



数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券整理

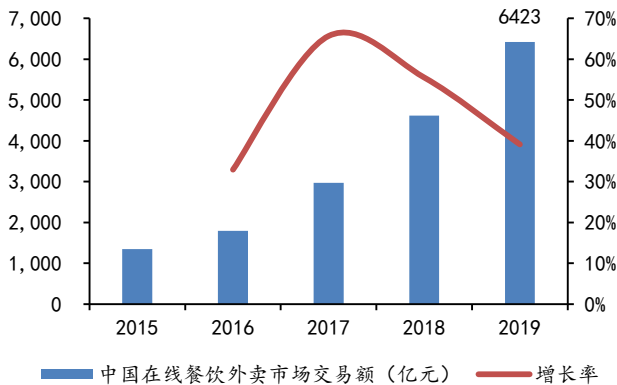
图 16：电商仓储/快递及落地配服务流程



数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券整理

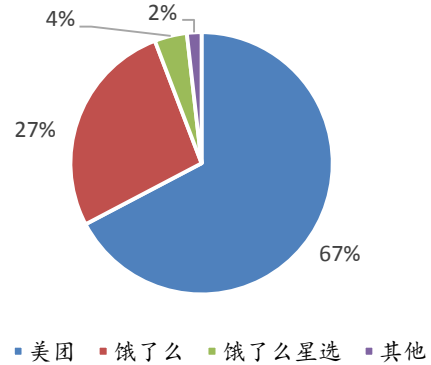
需求服务场景中，餐饮外卖市场最广阔。根据美团研究院披露的数据，2019 年餐饮外卖市场交易额达到 6423 亿元。在主要交易平台中，美团配送占比最大，根据 Trustdata 数据，近年来饿了么的交易额市占率不断下降，截止到 2019Q2，美团的外卖交易额超过饿了么的 2 倍。

图 17: 中国在线餐饮外卖市场交易额



数据来源: 艾瑞咨询, 上市公司年报, 罗戈研究, 西南证券整理

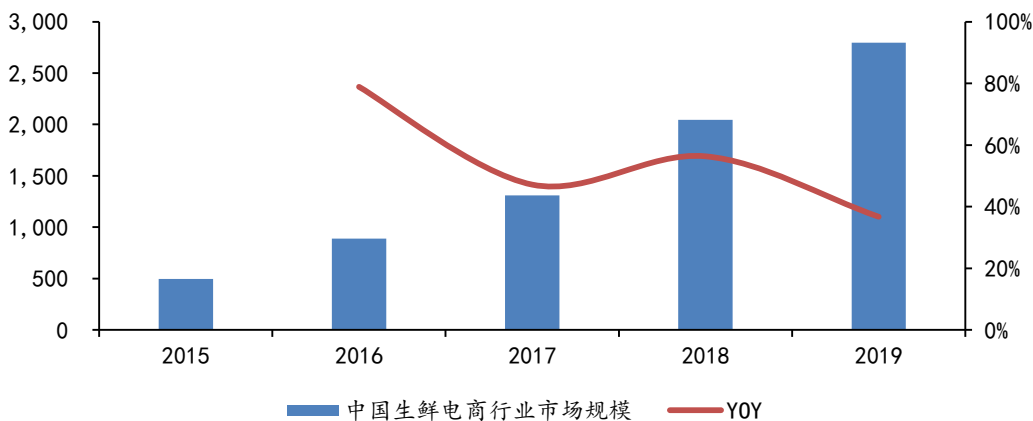
图 18: 主要外卖平台交易额占比



数据来源: Trustdata, 西南证券整理

B2C 零售、生鲜电商的增速更快。生鲜电商领域得益于电商资本布局, 以及居民消费结构的变化, 行业整体增速快, 据艾瑞咨询, 2019 年生鲜电商行业市场规模达到 2796.2 亿元, 同比上升 36.7%。我们预计到 2025 年, 生鲜电商产生的即时配送需求订单量将达到 370.4 亿单。

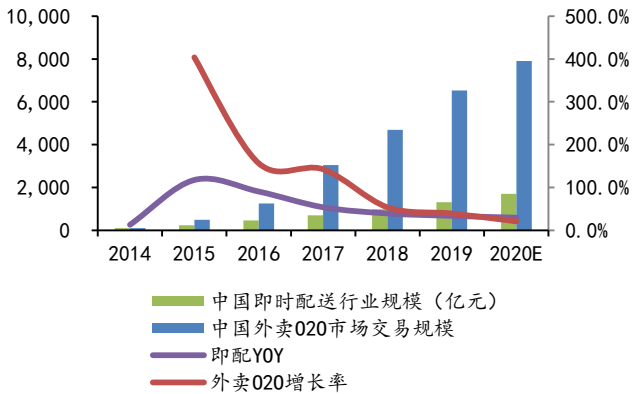
图 19: 中国生鲜电商行业市场规模 (亿元)



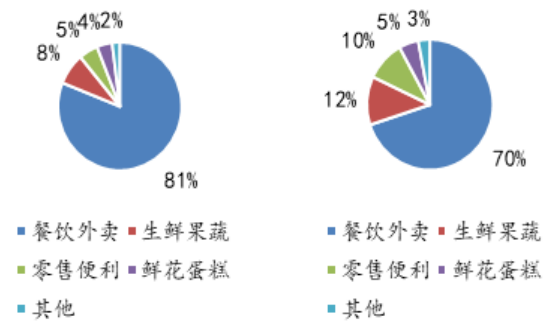
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

2.2 即时配送需求场景趋向多元化

新零售市场的发展拓宽即时物流的边界, 即配的需求场景趋向多元化。伴随着人们消费方式的变化, 网购渗透率不断提高, 即时配送这种物流履约模式诞生并服务于范围在 5 公里内, 点对点无中转的准时达业务, 它面对的需求属性具有即时性、非计划性和多样性; 正如上文的概述, 在 2015 年外卖 O2O 市场爆发的带动下即配物流也增长迅速, 2015 年外卖 O2O 增速达 404%, 同年即时配送增速为 118%, 均出现爆发式增长; 近年来, 商超、生鲜、鲜花等新零售市场逐渐兴起, 2019 年外卖类需求占比降至 79%, 生鲜果蔬类即时配送占比提升至 12%; 此外, 购物节爆仓时产生了电商购物“最后一公里”配送的需求, 即配的需求场景再一次被拓宽, 面对的需求场景更加多元化。

图 20：中国即配发展与外卖行业发展趋势一致


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 21：2018（左图）2019（右图）即时配送市场品类占比


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.3 即配物流行业需求测算：2025 年达到 931 亿单

占比最高的外卖 2025 年将为即配行业带来 467.3 亿的订单需求。即时配送的上游商流需求场景中占比最大的系餐饮外卖业，我们测算 2025 年外卖行业相较于 2020 年末仍有 2.3 倍的空间。人口结构和城镇化率影响外卖的渗透率，从而影响外卖行业的总需求；人口中未婚单身人口数量占比越高，外卖需求越高；同时，城镇化率高也将提高外卖需求。根据预测，到 2025 年我国外卖市场交易额将达到 2.2 万亿元。

关键性假设：

- 1) 2020 年受疫情影响，我国餐饮业收入增速为 0，此后维持 2019 年 9% 的同比增速；
- 2) 外卖渗透率每年提高 2%；
- 3) 单比外卖交易额维持 40 元/单。

表 2：中国外卖市场交易额预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国餐饮业收入 (亿元)	46721.0	50925.9	55509.2	60505.0	65950.5	71886.0	78355.8
YOY	0%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
外卖渗透率	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%
中国外卖市场交易额 (亿元)	7475.4	9166.7	11101.8	13311.1	15828.1	18690.4	21939.6
YOY	16.4%	22.6%	21.1%	19.9%	18.9%	18.1%	17.4%
外卖订单量 (亿单)	135.4	186.9	229.2	277.5	332.8	395.7	467.3

数据来源：国家统计局，艾瑞咨询，美团研究院，西南证券整理

由生鲜果蔬和零售便利需求形成的 B2C 零售和生鲜宅配的增速更高，亦是未来最大增量来源。根据艾瑞咨询，2019 年生鲜果蔬和零售便利需求占比为 22%，测算得到单比交易额为 65 元。我们以此测算得到 2025 年生鲜电商行业订单量为 411.6 亿单，由此贡献的即时配送单量为 370.4 亿单。

关键性假设：

- 1) 生鲜电商行业市场规模 2020 年增速为 50%，未来五年增速如表；
- 2) 单比交易额为 60 元；
- 3) 生鲜电商订单中 10% 依赖即使配送履约。

表 3：中国生鲜电商行业订单量预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国生鲜电商行业市场规模 (亿元)	2796.2	4194.3	6207.6	9001.0	12781.4	17893.9	24693.6
YOY	36.7%	50%	48%	45%	42%	40%	38%
单比交易额	65.7	60	60	60	60	60	60
生鲜电商订单量 (亿单)	42.5	69.9	103.5	150.0	213.0	298.2	411.6
YOY	64.3%	48.0%	45.0%	42.0%	40.0%	38.0%	64.3%
生鲜电商产生的即时配送单量 (亿单)	38.3	62.9	93.1	135.0	191.7	268.4	370.4

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

我们假设未来外卖和生鲜电商产生的即配需求占比达到 90%，我们以此预测 2025 年中国即时物流订单规模达 930.7 亿单，对应 2020 年末的五年期 CAGR 为 27.4%。

表 4：中国即时物流市场交易额预测

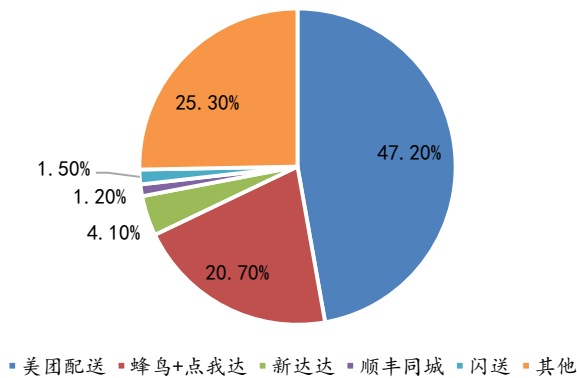
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国在线餐饮外卖市场交易额 (亿元)	6423.0	7475.4	9166.7	11101.8	13311.1	15828.1	18690.4
YOY	39.1%	16.4%	22.6%	21.1%	19.9%	18.9%	18.1%
生鲜电商产生的即时配送单量 (亿单)	38.3	62.9	93.1	135.0	191.7	268.4	370.4
中国即时物流订单规模 (亿单)	193.0	277.6	358.1	458.4	582.8	737.9	930.7
YOY	41.7%	43.5%	29.0%	28.0%	27.1%	26.6%	26.1%

数据来源：国家统计局，艾瑞咨询，美团研究院，西南证券整理

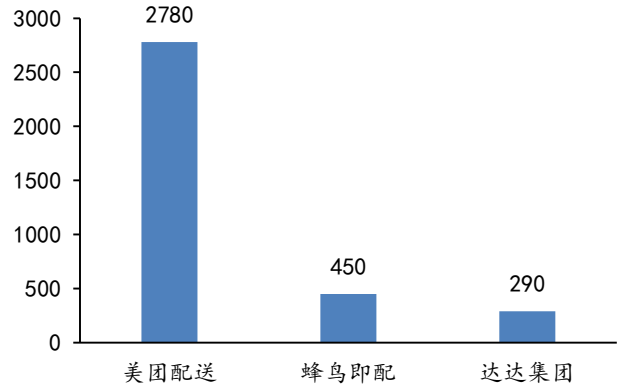
3 供给端：以美团为龙头的寡头垄断竞争格局

3.1 竞争格局：“美团配送”与“蜂鸟+点我达”双寡头

即时配送行业整体竞争格局呈现美团配送及蜂鸟+点我达的双寡头垄断。在即配的需求场景中，餐饮外卖占比最高，借助于美团及饿了么外卖平台而运营的美团配送和蜂鸟+点我达成为即配行业的双寡头，京东到家作为达达集团旗下本地零售平台，不断地向达达输送流量，新达达依此拓宽配送业务。顺丰同城于 2016 年开始聚焦即时配送，根据 2019 年艾瑞咨询的数据，美团配送市占率第一，蜂鸟+点我达第二，美团配送市占率为 47.2%，蜂鸟+点我达市占率为 20.7%，新达达市占率为 4.1%，顺丰同城市占率仅为 1.2%。同快递行业相比，即配市场的寡头垄断程度更高，CR2=70%，CR3=72%。

图 22：2019 各即时配送主体市占率


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 23：主要即时配送平台日均单量（万单）


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

在主要的即配公司中，美团配送、蜂鸟及达达的服务场景较为多元，顺丰拟拆分同城业务于港股上市。美团配送主要服务于外卖、新零售及代买代送的需求，日均订单数 2780 万单，合作商户达到 680 万家，骑手多达 950 万名，覆盖了 2800 个市县；蜂鸟即配依托于饿了么平台，日均订单数达到 450 万单，合作商户超过 350 万家，骑手数达 300 万名，覆盖 2000 个市县；达达快送同京东到家深度绑定，服务于新零售、代买代送同时会在快递高峰期和京东物流合作提供落地配服务，其日均订单数达到 290 万单，骑手数超过 79 万；此外，顺丰同城及闪送也在即时配送市场上占据一定份额，顺丰同城日均订单超过 270 万，闪送日均订单在 27 万左右。2020 年，顺丰拟拆分同城业务于港股上市，2020 年营收 48.4 亿元，净亏损 7.6 亿元。

表 5：主要即时配送公司现状

	美团配送	蜂鸟即配	达达快送	顺丰同城	闪送
服务场景	外卖、新零售、代买代送	外卖、新零售、代买代送	新零售、代买代送、落地配	新零售、代买代送、落地配	新零售、代买代送
日均订单数（万）	2,780	450	290	274	27
合作商户数（万）	680	350+	11	30+	-
骑手数（万）	950	300	70+	200+	100+
覆盖范围	2800 个市县	2000 个市县	2600 个市县	500+ 市县	222 座城市

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 美团配送：2020 年增长放缓，外卖订单量驱动为主

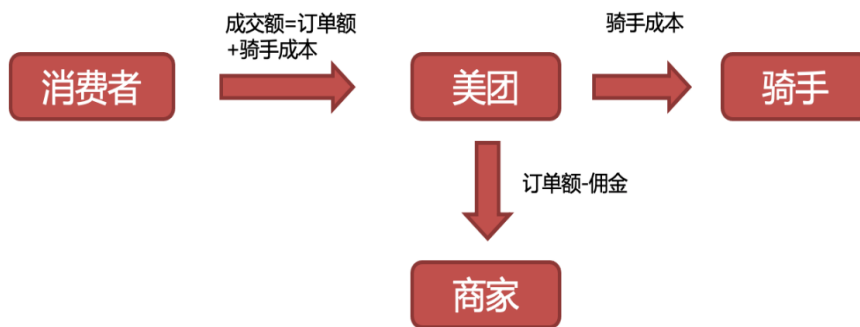
餐饮外卖业务是即时配送行业最主要需求场景，而美团作为本地生活巨头布局餐饮外卖市场，在即时配送行业市占率达到第一。美团业务分为①餐饮外卖②到店、酒店及旅游③新业务三部分。其中餐饮外卖业务营业收入占比最高，达 57%，为其带来巨大流量。到店、酒店及旅游业务虽营业收入不比餐饮外卖业务高，但作为美团这一本地生活平台的传统业务，毛利、净利均为最高，保证盈利，可以为餐饮外卖业务及新业务持续性输血。新业务包括跑腿（属于小部分即时配送业务）、单车、票务、金融支付等，虽然处于净亏损期，但是我们认为美团整体战略为大平台战略，即努力开拓新业务做大平台，吸引更多流量，新业务正是协同美团大平台战略。

美团的即配业务主要服务于美团外卖。外卖业务通常会以 1P（供应商）和 3P（自营）两种模式配送模式，由于 3P 模式下配送费未计入收入，我们主要分析 1P 模式下美团配送的商业模型。在美团配送的 1P 服务中，主要包括三种配送形式：专送、快送和众包。对比来看，美团专送形式的配送范围较小且成本稍高，但是整体配送人员正规，且配送速度更快。美团快送配送范围较专送更广，通常在 5 公里左右，并且费用低于专送 1-2 元/单，但是速度较专送慢。美团众包收费最低，但其服务和时效较专送和快送更次。在 1P 模式下，消费者支付的费用中包括订单额和配送费两项，美团扣除佣金后将余额支付给商家，同时，支付给骑手的费用作为骑手成本计入外卖业务成本中。

表 6：美团配送（1P）的组织形式

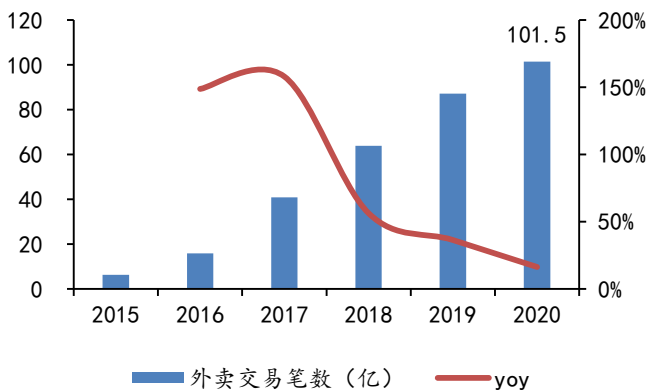
	美团专送	美团快送	美团众包
配送范围	3 公里	不超过 5 公里	不超过 5 公里
组织形式	全职	兼职	兼职
优点	配送人员正规化 保障接单率 配送速度最快	比专送配送范围大且成本低于专送 针对用户端收费低于专送 1-2 元	相对专送配送范围大 成本较低
缺点	成本稍高 配送时间和区域有限制	配送速度要慢于专送	配送速度和配送人员整体服务要慢于专送、快送
收费模式	商家提成+顾客配送费	商家提成+顾客配送费	保持按照距离收费

数据来源：外卖第一课，公司官网，西南证券整理

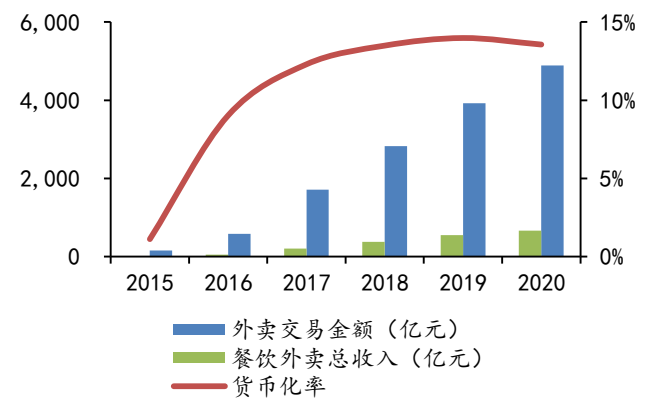
图 24：美团外卖订单费用和成本分配（1P）


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

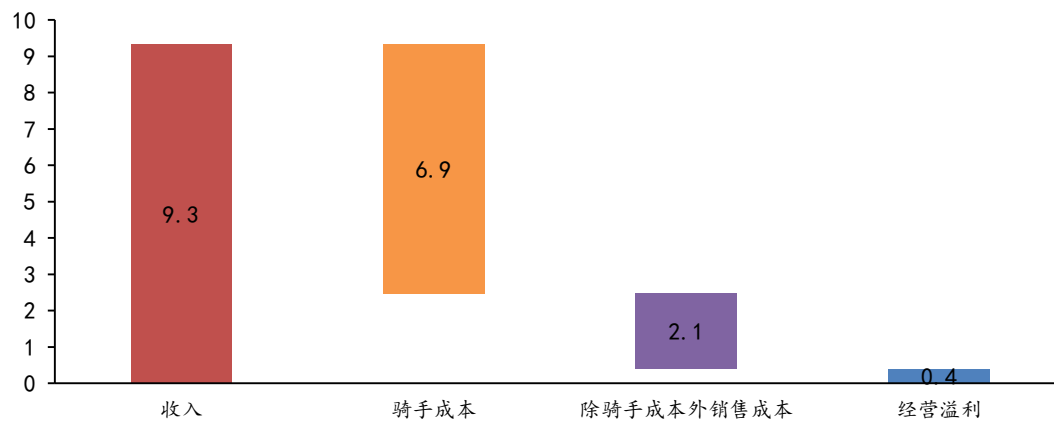
2015-2016 年美团外卖业务极速爆发，2020 年整体业务增速趋缓。2016 年美团外卖交易笔数同比上升 148.8%，到 2018 年增速趋缓，2020 年全年，美团完成外卖交易数 101.5 亿单，同比增长 16.3%，2020 年美团外卖的货币化率在 14%左右。我们对其 2020 年的单票收入拆分，平均每单快递收入为 9.3 元，其中骑手成本为 6.9 元，其他成本为 2.1 元，最后得到每单的经营溢利为 0.4 元，经营溢利率为 4.3%。

图 25: 美团外卖交易笔数


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26: 美团外卖货币化率


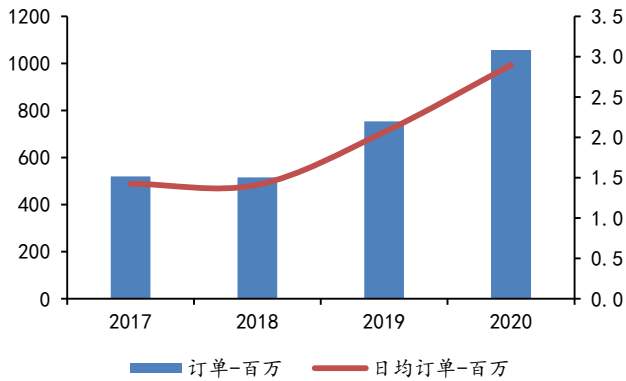
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27: 2020 美团餐饮外卖业务单笔收入成本拆分 (元/票)


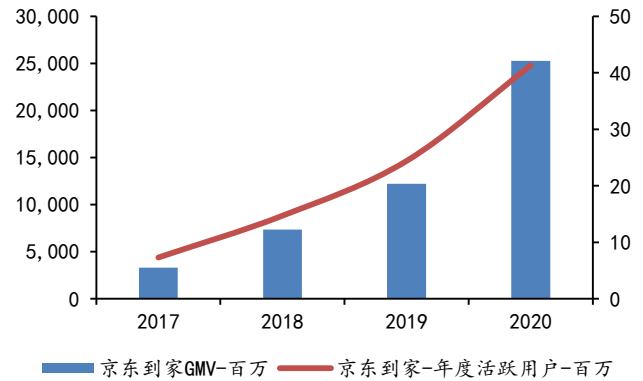
数据来源：公司公告，西南证券整理，计算单票骑手成本时假设使用 1P 服务的订单占 70%

3.3 达达：聚焦配送业务

瞄准新零售领域，达达成为即时配送第一股。即时配送企业达达于 2014 年 7 月成立，2015 年 4 月京东到家上线，2016 年 4 月，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 6 月 5 日，正式赴美上市，成为即时配送第一股。达达业务规模不断扩大，2020 年全年订单量接近 11 亿单，京东到家 GMV 达到 252.6 亿元，活跃用户数达到 4 千万。

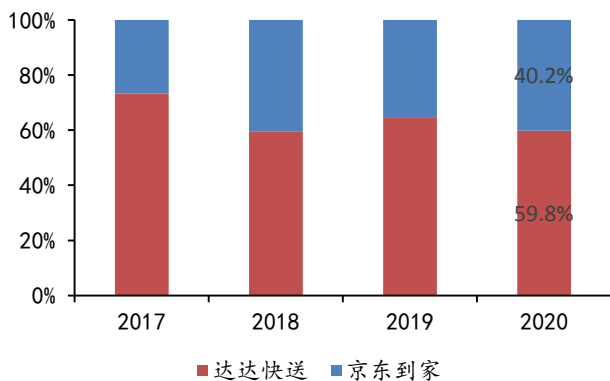
图 28: 达达订单量


数据来源：公司公告，西南证券整理

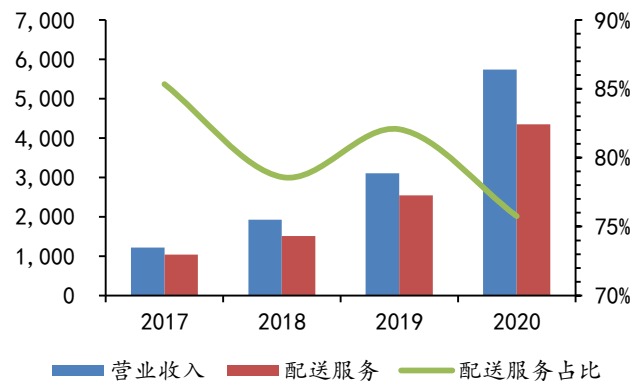
图 29: 京东到家 GMV, 活跃用户数


数据来源：公司公告，西南证券整理

达达业务收入主要来源于达达快送，配送服务贡献主要收入。达达快送是达达集团旗下中国领先的本地即时配送平台，通过众包模式，为即时配送合理匹配运力。京东到家是达达集团旗下中国最大的本地即时零售平台之一，所占比重逐步增大。达达快送收入主要分为配送及商品售卖；京东到家收入包括为商家提供运送服务、佣金、以及其他收入。达达快送业务的收入占比始终高于京东到家，2020 年达达快送收入占比达 59.8%，京东到家占比为 40.2%。达达快送的配送服务及京东到家的运送服务统一为达达集团的配送服务，2020 年配送服务产生的收入占比达到 75.8%。公司单笔营收 5.43 元，骑手成本 3.92，占比为 72.3%，单笔毛利 0.96 元，毛利率为 17.7%。

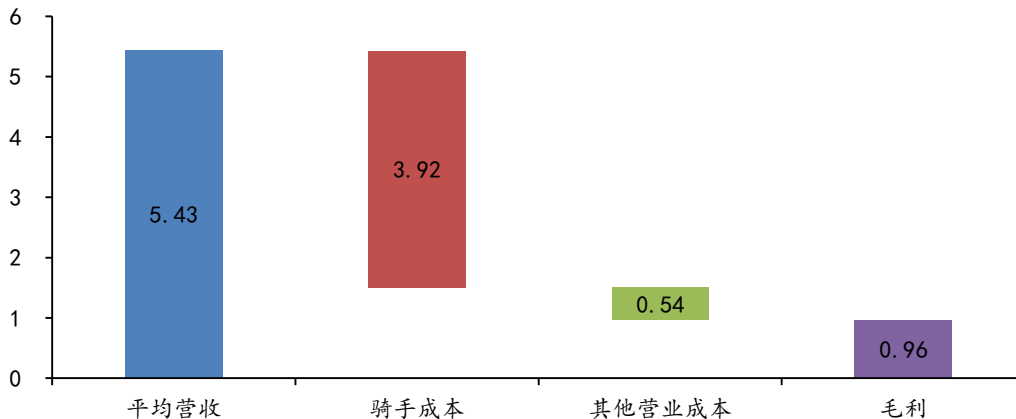
图 30: 达达集团旗下两大业务收入占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31: 达达集团配送服务占比（百万元，%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：2020 年达达单笔收入成本拆分（元/单）



数据来源：公司公告，西南证券整理

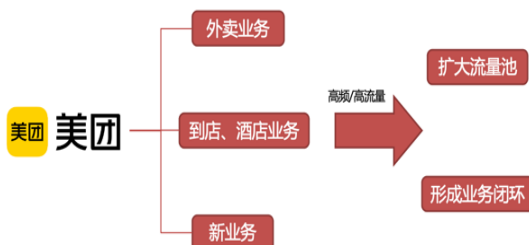
4 同城业务战略意义高于本身的盈利能力

4.1 电商平台：同城业务作为面向个人客户的超级流量入口

超级平台战略助力美团成为本地生活服务的基础设施平台。理解美团的业务，如果单从营收贡献力度大的外卖业务和到店酒旅业务入手，将会陷入误区，低估外卖业务和即配业务对于美团的意义。美团的终极目标是成为本地生活服务的基础设施平台，公司也以此为核心目标，发展其最重要的超级平台战略。超级平台战略的核心是流量池的扩大和形成闭环，从而控制本地生活服务相关的流量分发，从而对内以低获客成本反哺新业务，对外形成壁垒对单一业务线公司形成降维打击。

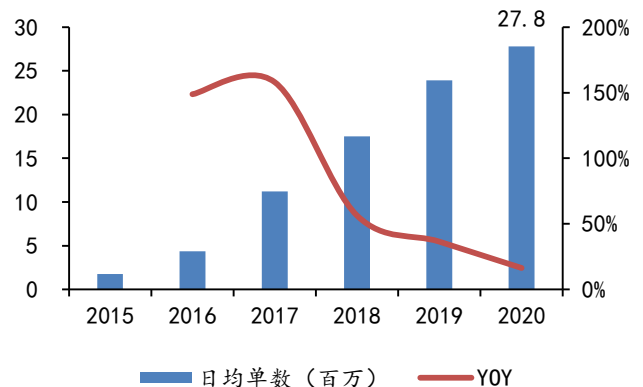
从战略中窥见即配和外卖业务剑指巨量潜在流量。在超级平台战略中，外卖业务以高频流量成为战略逻辑中的核心之一，即时配送也能提供巨大的潜在流量。当前美团外卖日均单量为 2780 万单，每位用户年均交易笔数在 28.1 笔，美团的外卖业务及即配业务都为美团提供了巨量的高频的流量入口。

图 33：美团扩张逻辑



数据来源：西南证券整理

图 34：美团外卖日均单量



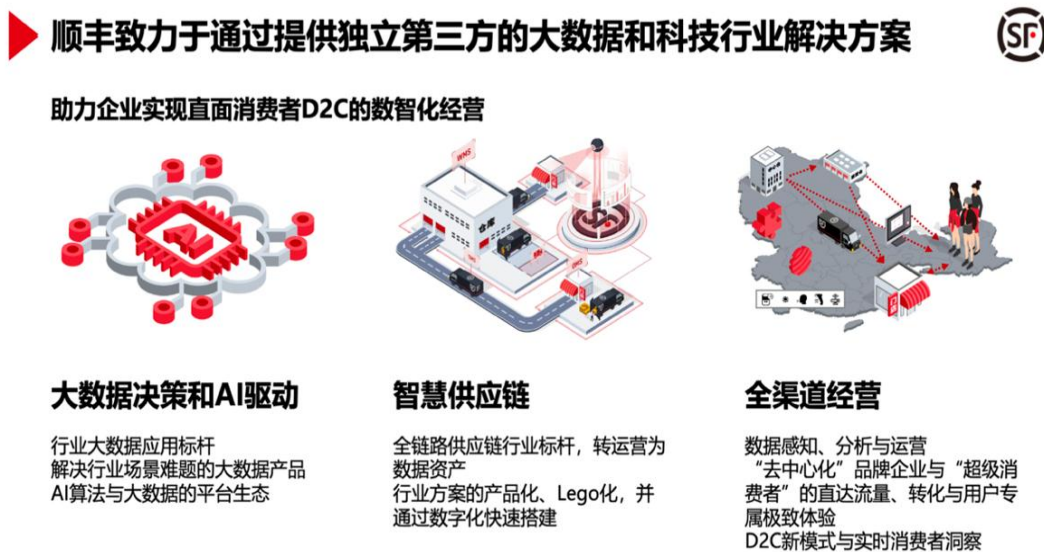
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 第三方物流服务商：同城业务作为面向 B 端客户的消费数据积累

从战略地位理解顺丰的同城业务。顺丰同城自 2016 年开始聚焦即时配送领域，顺丰同城急送业务以品牌产品、时效产品和经济产品三项形成覆盖多种需求的产品矩阵，为商户提供从履约到运营的优质服务，2020 年营收 48.4 亿元，净亏损 7.6 亿元，并于 2021 年计划拆分上市，同城业务的战略地位在于这是顺丰成为供应链平台基础设施提供商中的关键一环。

同城业务的流量搭建和用户数据运营能力助力公司实现成为供应链平台的基础设施蓝图。在顺丰的发展蓝图中，公司对企业的最终构想是立足标准化，数字化，产品化的基础，打造科技解决方案，成为第三方物流平台基础设施。公司为了助力企业实现直面消费者的数据化和智能化经营，将依赖大数据决策、智慧供应链和全渠道经营三种措施。在顺丰同城业务的履行中，公司收集商户和消费者之间的交易信息，并且利用其第三方物流地位协助商户搭建多种流量闭环，实现线上流量筛选和线下服务质量精准对接，推动流量变现，同时利用用户数据整合全渠道订单数据，协助品牌构建完整用户画像，助力多场景营销、精细化管理，完善顺丰整个发展蓝图中的数据化、智能化和标准化经营方案。

图 35：顺丰构想的未来发展蓝图



数据来源：公司官网，西南证券整理

5 总结：兵家必争地、言终局尚早

1) 电商图谱中增速最高的一极

在电商整体 GMV 从传统形态迁移至以社区团购为代表的近场电商的历程中，即时配送市场对应的电商商流增速更高，叠加即配订单高频低价的特征，即配物流件量增速将被放大。从数据来看，2020 年美团外卖业务交易金额 4888.5 亿元，同比上升 24.5%，非近场物流对应的阿里系、京东及拼多多的合计 GMV 增速为 23.2%。我们预计 2025 年外卖市场产生的订单需求 467 亿件，由生鲜电商为代表的 22C 近场电商产生的即时配送需求为 370 亿单，2025 年行业总订单数超 930 亿单，对应 2020 年末的五年期 CAGR 为 27.4%。

2) 商业模式脆弱，规模效应低

在美团和达达的即配物流商业模式中，骑手成本占比达到单票收入 72-74% 的水平，2020 年美团每单外卖业务收入为 9.33 元，单笔外卖经营溢利 0.4 元、外卖业务经营溢利仅 4.3%。达达每单毛利 0.96 元，毛利率 17.7%。对比快递领域，中通的单票毛利为 0.47 元，毛利率 23.2%。规模效益方面，快递龙头中通在日均单量从 1000 万/天爬升至 4700 万/天过程中，中转运成本从 1.2 元/单下降至 0.8 元/单，降幅近 50%；而美团外卖日均单量从 1100 万单/天增长到 2800 万单/天的过程中，单件配送成本并未下降。虽然快递业因为竞争格局恶化、企业未能将规模效益转化为股东回报，但竞争同样白热化的即时配送企业长期盈利更不乐观。

3) 产业链意义高，资本必争之地

行业脆弱的盈利模型并未降低电商资本入局拼杀的兴趣，行业存在明显的外部性：即时配送业务是支撑近场电商生态的关键。

对于美团这种本地生活平台而言，外卖配送系高频业务、可以积累巨大的流量池，是美团实施超级平台战略的基础，协助美团掌握流量分发权，从而对内哺育新业务和对外对单一业务线的公司进行降维打击。

对于顺丰这种综合物流模块齐备的 3PL 而言，同城配送业务能够帮助顺丰在不介入商流条件下完成末端消费数据的积累，从而汇聚可以服务 B 端客户的大数据体系、或成为未来收入的新增长极，是其成为第三方物流科技服务提供商中不可或缺的一环。

表 7：闪送和达达的融资情况

公司	时间	轮次	主要投资方	融资金额
闪送	2014 年 3 月	天使轮	经纬中国	-
	2014 年 6 月	A 轮	鼎晖投资、经纬中国	-
	2015 年 7 月	B 轮	九鼎投资、光源资本	5000 万美元
	2016 年 8 月	B+轮	天图投资	1000 万美元
	2017 年 2 月	C 轮	SIG、执一资本、慧思资本、光源资本	5000 万美元
	2017 年 8 月	战略投资	华山资本	-
	2018 年 8 月	D 轮	海松资本、五岳资本、源量资本	6000 万美元
	2021 年 3 月	D2 轮	顺为资本、五岳资本、SIG 海纳亚洲、天图投资、海松资本、Alpha Square Group、Axiom Asia Private Capital、千山资本及中财荟兴资本	1.25 亿美元

公司	时间	轮次	主要投资方	融资金额
达达-京东到家	2014年7月	A轮	红杉资本中国	-
	2015年6月	C轮	DST、红杉资本中国、景林投资	1亿美元
	2015年12月	D轮	DST、红杉资本中国	3亿美元
	2016年4月	并购	京东	2亿美元
	2016年10月	战略投资	沃尔玛	3.36亿人民币
	2018年8月	战略投资	沃尔玛、京东	5亿美元
	2020年5月	IPO	美股上市	1亿美元

数据来源：公司官网，西南证券整理

6 风险提示

1) 人力成本上涨风险。骑手成本占即时配送物流总成本超过七成，现有企业解决方案中外包运力方式可能低估了实际人力成本，随着用工政策规范及劳动力人口结构变化，人力成本存在上涨风险。

2) 监管风险。即时配送上游近场电商对供应链的改造深入基层社区，可能会受到强于传统电商的政策监管。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn