

达达集团 (DADA)

即时零售迎风而起，万千好物即时可得

买入 (首次)

2022年07月18日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 夏路路

执业证书: S0600121070071

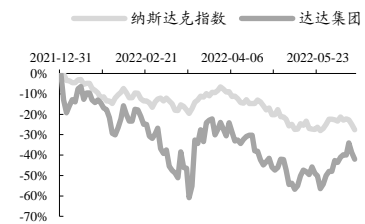
xiall@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6866.26	9882.97	13856.39	18081.96
同比	20%	44%	40%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	-2471.13	-1527.45	523.12	1047.83
同比	-	-	-	100%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-2.37	-1.47	0.50	1.01
P/E (现价最新股本摊薄)	-	-	27.07	13.52

投资要点

- “达达快送+京东到家”，实现万千好物即时可得。**达达集团旗下包括两大平台：达达快送 (DaDa Now) 与京东到家 (JDDJ)。京东到家是中国领先的本地即时零售平台，依托达达快送和零售合作伙伴，为消费者提供超市便利、生鲜果蔬等海量商品约1小时配送到家的即时消费服务体验。达达快送是本地即时配送平台，以众包为核心运力模式，服务于KA、小B及小C用户，满足不同场景的需求。
- 京东到家，中国领先的本地即时零售平台，持续赋能商家保证消费者体验是公司长期竞争力来源。**(1) 即时零售市场空间广阔，平台模式助力传统商超拥抱即时零售。疫情加速消费者习惯转变，即时零售市场空间较大。根据艾瑞咨询测算，预计2025年，即时零售平台交易规模可达11936亿元。平台模式电商可帮助传统商超，触达更多消费者帮助传统商家更经济地实现履约服务，使传统商超更好地实现线上化，开拓即时零售市场。(2) 公司与优质商超合作紧密，截至2021Q4，公司与全国前百强超市中的85家建立了合作关系，其中，沃尔玛是公司的战略投资者。从流量赋能角度看，公司倚靠京东主站庞大流量，帮助传统商超触达更多线上用户。同时，公司旗下的达达快送业务及耕耘多年的底层系统，保证了商超顾客的履约体验，使头部商超愿意长期与公司保持合作。随着商品品类的扩张及业务的下沉，公司营收规模有望持续增长。
- 达达快送，高效同城配送保障京东到家用户体验。**(1) 后疫情时代，即时配送行业迎来发展新机遇。即时配送玩家以移动互联网为基础，为用户提供点对点的配送服务。根据艾瑞咨询，2021年中国即时配送服务订单规模达到279亿单，同比增长33%，预计2022年增至381亿单，未来依然有着较大成长空间。(2) 即时配送市场玩家多，主要客户各有侧重。其中公司旗下的达达快送是中国社会化同城配送市占率最高的即时配送平台，在流量、运力及调度系统等即时配送环节关键领域占据优势。依靠京东商流，达达基本盘稳定，全场景发展有望助力营收增长。
- 盈利预测与投资评级：**基于以上分析，我们预计公司2022-2024年收入实现98.8/138.6/180.8亿元，同比增长43.9%/40.2%/30.5%。考虑到公司盈利能力尚不稳定，我们参考了物流行业及电商行业的PS估值及P/GMV估值，最终给予公司达达快送业务部分2022年0.9倍PS，给予京东到家业务部分2022年0.2倍PGMV，对应2022年市值25亿美元，目标价9.5美元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**监管政策风险，市场竞争加剧风险，业务向低线城市拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	8.07
一年最低/最高价	5.00/13.48
市净率(倍)	6.48
流通市值(百万美元)	1983.31
总市值(百万美元)	1983.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.90
资产负债率(% ,LF)	14.57
总股本(百万股)	1041.11
流通股(百万股)	1041.11

相关研究

内容目录

1. 公司概况：“达达快送+京东到家”，实现万千好物即时可得	5
1.1. 公司深耕零售到家领域多年，具有丰富经验.....	5
1.2. 公司大股东为京东集团，双方合作密切.....	6
1.3. 公司管理层经验丰富，是物流领域的专家.....	7
1.4. 财务状况与运营数据.....	8
2. 京东到家，中国领先的本地即时零售平台	9
2.1. 即时零售市场空间较大，疫情加速消费者习惯转变.....	9
2.2. 即时零售市场玩家众多，平台模式资产轻、扩张快、sku 丰富	10
2.3. 传统商超拥抱即时零售，平台模式解决用户触达及履约痛点.....	12
2.4. 公司与优质 KA 合作紧密，处于市场领先地位.....	13
2.5. 持续赋能商家保证消费者体验是公司长期竞争力来源.....	15
3. 达达快送，高效同城配送保障京东到家用户体验	17
3.1. 即时配送行业规模持续增长，非外卖品比例逐渐上升.....	17
3.2. 即时配送市场玩家多，主要客户各有侧重.....	18
3.3. 依靠京东商流，达达基本盘稳定，全场景发展助力营收增长.....	19
4. 盈利预测和投资评级	23
4.1. 盈利预测.....	23
4.2. 投资评级.....	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	达达集团股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	7
图 3:	达达集团营收持续高速增长.....	8
图 4:	达达集团亏损率逐渐收窄.....	8
图 5:	公司营收主要来自京东到家与达达快送.....	8
图 6:	达达集团毛利率快速上升, 2019 年扭亏为盈.....	8
图 7:	随着营业收入规模上升, 三费比例逐渐下降.....	9
图 8:	达达集团偿债指标保持在健康水平.....	9
图 9:	2020-2025E 中国即时零售平台交易规模.....	9
图 10:	2020 年中国网上零售额占比 30%, 依然较低.....	9
图 11:	2020 年受疫情影响, 线下消费与 2019 年相比大幅下降, 线上消费大幅提升.....	10
图 12:	2020 年疫情期间, 京东到家活跃用户增速较高.....	10
图 13:	即时零售主要玩家及业态.....	11
图 14:	平台模式电商赋能传统商超.....	12
图 15:	中国商超市场规模较为稳定.....	13
图 16:	2020 年中国百强商超前十名销售额占总额 60%	13
图 17:	京东集团及沃尔玛贡献稳定收入.....	14
图 18:	京东到家全方位赋能商家.....	15
图 19:	“小时购”及“附近”为京东到家提供流量	15
图 20:	京东小时购流程示意图.....	15
图 21:	“物竞天择”项目, 以联合利华为例.....	16
图 22:	依托达达快送强大的履约能力, 京东到家助力商家保证消费者良好用户体验.....	16
图 23:	2017-2026 年中国即时配送服务行业订单规模.....	17
图 24:	2014-2022E 年中国即时配送用户规模.....	17
图 25:	达达快送落地配业务.....	20
图 26:	达达快送同城配业务.....	20
图 27:	达达快送订单量及增长率.....	20
图 28:	达达快送 KA 营收同比增长率.....	20
图 29:	达达快送四大即时配送 KA 产品.....	21
图 30:	达达智配三大终端.....	23
图 31:	达达无人配送.....	23
表 1:	达达集团业务概览.....	5
表 2:	达达集团融资历史.....	7
表 3:	专业的公司管理团队.....	8
表 4:	不同即时零售模式对比.....	11
表 5:	2020 年中国超市百强前十名.....	13
表 6:	各平台模式即时电商主要合作商户	14
表 7:	即时配送不同用户特点.....	18
表 8:	2020 年即时配送企业综合排名 TOP10.....	18
表 9:	即时配送行业玩家比较.....	19

表 10:	达达快送 KA 端仓拣配全链路服务.....	21
表 11:	达达快送业务场景解决方案.....	22
表 12:	跑腿服务定价对比（截止 2022 年 6 月 6 日）.....	22
表 13:	达达快送业务可比公司估值情况.....	24
表 14:	京东到家业务可比公司估值情况.....	24

1. 公司概况：“达达快送+京东到家”，实现万千好物即时可得

达达集团（纳斯达克股票代码：DADA）是中国领先的本地即时零售和配送平台，于2014年在上海成立，2020年6月在美国纳斯达克交易所挂牌上市。达达集团旗下包括两大平台：达达快送（DaDa Now）与京东到家（JDDJ）。

达达快送是达达集团旗下中国领先的本地即时配送平台，以众包为核心运力模式，搭建起由即时配、落地配、个人配构成的全场景服务体系，服务于各行业知名企业、中小企业与个人用户。

京东到家是达达集团旗下中国领先的本地即时零售平台，依托达达快送和零售合作伙伴，为消费者提供超市便利、生鲜果蔬、医药健康、3C家电、鲜花绿植、蛋糕美食、服饰运动、家居时尚、个护美妆等海量商品约1小时配送到家的即时消费服务体验。

截至2021年四季度末，达达快送业务覆盖全国2600多个县市区，京东到家业务覆盖全国超1800个县市区。

表1：达达集团业务概览

平台名称	经营业务	收费方式
京东到家	1、通过APP、小程序、网站等入口向消费者提供附近的即时零售商家。	1、向京东到家平台上零售商收取配送服务费。
	2、向京东到家上的零售商提供商品配送服务。	2、向京东到家平台上零售商收取单笔成交额佣金扣点
	3、向京东到家上的商户提供全渠道解决方案，助力零售商实现履约、商品、用户、营销等领域的全渠道一体化管理。	3、向京东到家平台上零售商收取单笔包装服务费。
	4、为京东到家上的品牌商打造全面的数字化营销解决方案。	4、向品牌商收取在线营销服务费。
达达快送	1、同城配送服务，为连锁商户、小商户、个人提供即时包裹配送服务。	1、向京东到家等物流公司收取最后一公里配送服务收费。
	2、承接京东物流的最后一公里配送服务，现扩展到其他物流公司。	2、通过达达快送向连锁商户、小商户、个人收取同城配送服务费。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所整理

1.1. 公司深耕零售到家领域多年，具有丰富经验

2014-2016年：达达配送 2014年成立，是即时配送平台领跑者，为美团、饿了么等头部外卖平台提供运力。 2014年6月达达快送上线，通过“众包模式”提供外卖、生鲜配送业务，承接大量饿了么、美团外送订单。随着美团、饿了么发展自有运力，达达开始寻找新的发展方向。2015年4月，京东到家上线。京东到家是面向O2O市场的一个开放平台，与众多商家、零售店、便利店合作，为消费者提供两小时极速达的O2O超市配送服务。

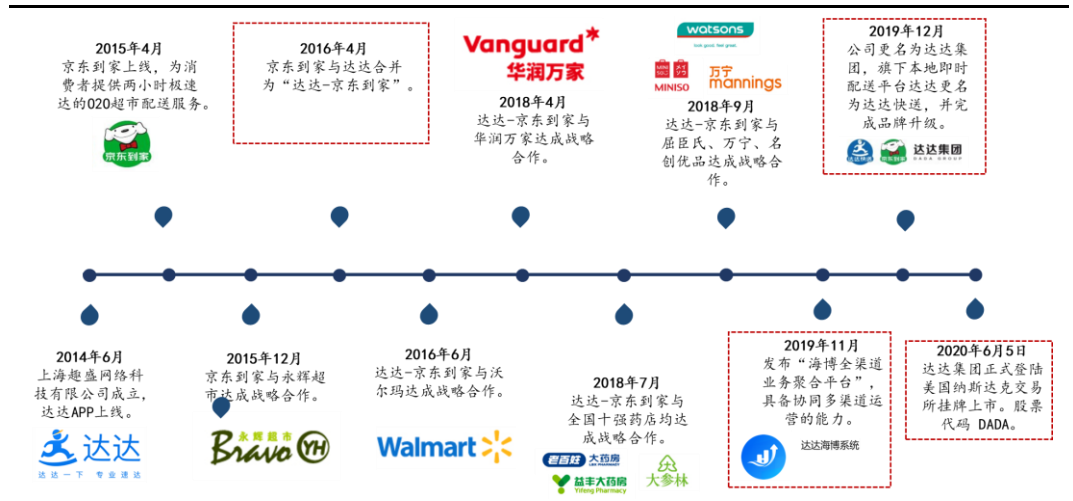
2016-2018年：接受京东注资，与本地即时零售平台京东到家合并，形成业务互补。2016年4月，京东以京东到家业务、京东集团的业务资源以及2亿美元现金换取新公司达达集团的股份并成为大股东。京东到家与达达合并为“达达-京东到家”。公司希望达达快送能为京东到家提供良好履约服务，而京东到家则为达达快送带来稳定商流，形成业务协同。公司与永辉超市、沃尔玛、华润万家等达成战略合作，建立了稳定的合作关系。京东到家与头部零售企业的合作为达达带来充足的单量增长，而达达又通过技术的不断升级迭代，提高京东到家即时配送的履约质量。

2018-2020年：发力下沉市场拓展入驻连锁零售企业品类，提出全渠道解决方案。“达达-京东到家”通过拓展下沉市场，覆盖三、四线城市。同时，进一步丰富合作企业类型，增强商品供给的密度和丰富度。2018年7月-9月期间，公司与全国十强药店及美妆个护零售企业（屈臣氏、万宁、名创优品）达成战略合作。

2019年，“达达-京东到家”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。在赋能零售商方面达达提出商超“全渠道业务聚合平台+全渠道履约系统”解决方案，同时上线拥有一次性对接商家自有APP、小程序、京东到家及第三方平台等多渠道能力的海博系统等。

2020年6月5日，达达集团（DADA.O）登录纳斯达克，发行价为16美元，共计发行8,000万股（2,000万ADS），超额配售行权948万股（237万ADS）。

图1：公司发展历程

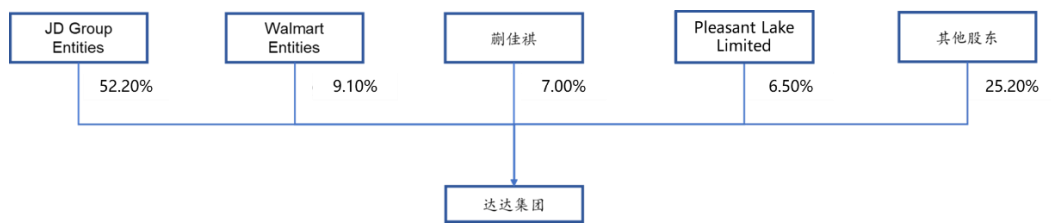


数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制

1.2. 公司大股东为京东集团，双方合作密切

截止2021年3月31日，公司目前最大股东为京东集团，持有公司52.20%的股份，其后为沃尔玛，持有公司9.10%的股份。CEO蒯佳祺持有公司7%的股权。公司前两大股东与公司有着密切的业务来往，强有力的战略投资者为公司基本盘提供坚实支撑。

图2：达达集团股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

红杉中国亦是公司的早期投资者，参与了公司 A 至 D 轮的所有融资。景林投资及 DST Global 分别参与了 B 轮、C 轮及 C 轮、D 轮的投资。2016 年 4 月，京东集团宣布，旗下 O2O 子公司“京东到家”与众包物流平台“达达”合并，京东以京东到家的业务、京东集团的业务资源以及两亿美元现金换取新公司约 47.4% 的股份并成为单一最大股东。在该并购后，新公司又陆续接受了战略合作伙伴，京东集团及沃尔玛的多轮注资，为公司日后发展提供现金支持。

表2：达达集团融资历史

披露时间	融资轮次	金额	投资方
2014 年 7 月 2 日	A 轮	数千万美元	红杉中国
2015 年 4 月 20 日	B 轮	数百万美元	红杉中国、景林投资
2015 年 6 月 18 日	C 轮	1 亿美元	红杉中国、景林投资、昆仑万维、DST Global
2015 年 12 月 31 日	D 轮	3 亿美元	红杉中国、DST Global
2016 年 4 月 15 日	并购	2 亿美元	京东到家
2016 年 10 月 21 日	战略融资	5000 万美元	沃尔玛
2017 年 5 月 12 日	战略融资	未披露	京东集团
2018 年 8 月 9 日	战略融资	5 亿美元	京东集团、沃尔玛
2020 年 6 月 5 日	IPO 上市	3.68 亿美元	公开发行
2021 年 3 月 23 日	定向增发	8 亿美元	京东集团

数据来源：天眼查，东吴证券研究所

1.3. 公司管理层经验丰富，是物流领域的专家

达达集团的创始人、董事会主席兼 CEO 蒯佳祺先生具有多年的物流及互联网从业经验。蒯佳祺先生于同济大学获得物流工程学位，后又赴美国麻省理工学院获得物流工程硕士学位，具有扎实的物流行业理论基础。埃森哲、麦肯锡的从业经历，使蒯佳祺先生习得了丰富的实践经验。2007 年至 2014 年期间，蒯佳祺先生先后担任甲骨文、AdChina、Anjuke 的高管职位，培养了对互联网行业的敏锐嗅觉。2014 年，蒯佳祺先生创立达达，成功捕捉本地即时配送风口。

CTO 杨骏先生具有扎实的计算机及互联网行业经验，拥有卡耐基梅隆大学博士学位，在 Google、Facebook、Square 等互联网公司工作多年。CFO 陈兆明先生曾任职于德勤会计师事务所、拉手网、宝尊公司，拥有 15 年财务工作的丰富经验。

表3: 专业的公司管理团队

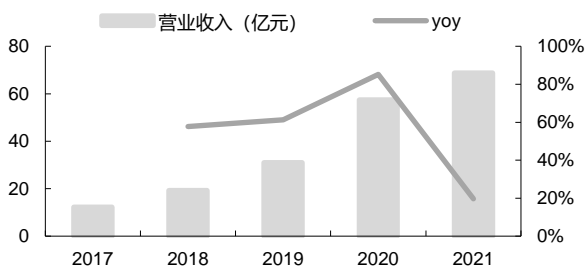
姓名	职位	背景经历
蒯佳祺	创始人、董事会主席兼首席执行官	同济大学物流工程学士，美国麻省理工学院物流工程硕士。 2004年至2005年就职于埃森哲公司；2005年至2006年于麦肯锡公司担任管理顾问；2007年至2009年于甲骨文公司，担任产品经理；2009年至2013年担任中国互联网广告平台 AdChina 的副总裁；2013年至2014年担任中国在线房地产平台 Anjuke.com 的副总裁；2014年创立达达，此后一直担任达达董事会主席兼首席执行官。
杨骏	联合创始人、董事兼首席技术官	浙江大学计算机科学学士、卡内基梅隆大学计算机科学硕士和博士。 2008年至2009年担任谷歌工程师；2010年至2014年担任 Facebook 的工程经理，负责用户增长和广告优化；2014年至2015年担任 Square 的增长团队负责人，负责用户增长策略和实施；2020年6月起担任达达集团公司董事，负责达达集团的技术、产品、数据和公司战略。
陈兆明	首席财务官	复旦大学经济学学士，中国注册会计师和特许金融分析师。 2004年至2011年，任德勤会计师事务所的审计经理；2011年至2012年担任中国在线社交商业公司拉手网的财务总监；2012年至2018年担任宝尊公司的首席财务官；自2018年12月起担任达达集团首席财务官。

数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

1.4. 财务状况与运营数据

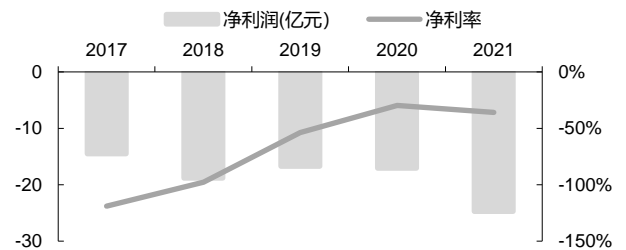
营收稳步增长，疫情培养消费者线上消费习惯。2017年以来公司营收高速增长，由2017年的12.2亿元增长至2021年公司的68.7亿元，疫情加速消费者线上零售需求的增长，培养消费者使用即时零售的消费习惯。公司营收主要来自两部分业务，分别为京东到家及达达快送。其中，京东到家增长较快，四年复合增长89%大于达达快送的34%。

图3: 达达集团营收持续高速增长



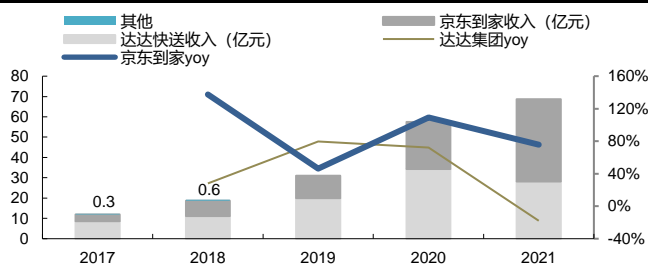
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 达达集团亏损率逐渐收窄



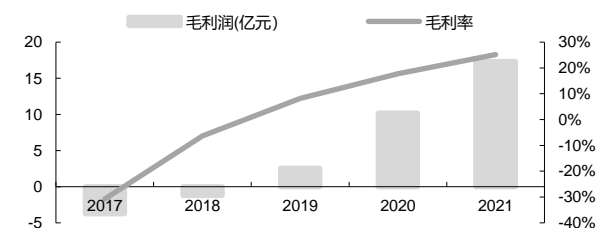
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: 公司营收主要来自京东到家与达达快送



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6: 达达集团毛利率快速上升，2019年扭亏为盈

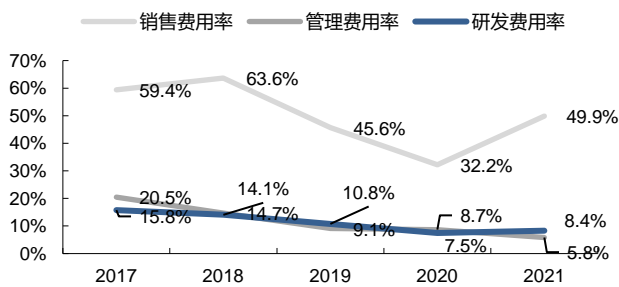


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司毛利持续上升，亏损逐渐收窄。随着公司营业收入的增加，公司亏损率逐渐收窄，由2017年净利率-119%收窄至2021年净利率-36.0%。公司2019年实现毛利润2.5亿元，首次为正，毛利率持续上升，2021年达到25.2%。

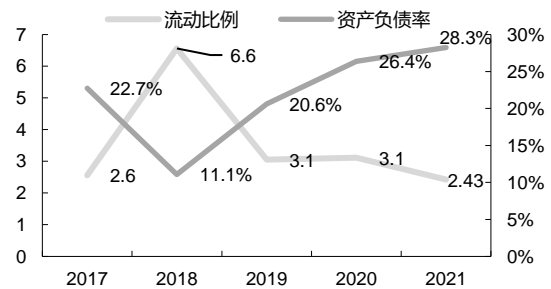
三费大幅下降，规模效应显现。公司费用主要来自销售费用，随着公司营业收入增长，销售费用率快速下降由2017年的59.4%降至2021年的49.4%。管理费用率及研发费用率稳中有降，分别由2017年的20.5%及15.8%降至2021年的5.8%及8.4%。公司流动比例一直保持在2.4以上，资产负债率近两年维持在30%以内，偿债能力健康。

图7：随着营业收入规模上升，三费比例逐渐下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：达达集团偿债指标保持在健康水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

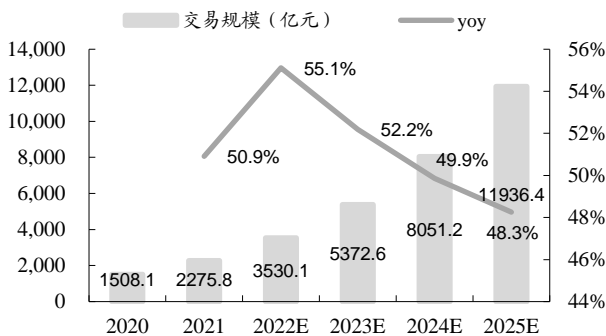
2. 京东到家，中国领先的本地即时零售平台

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。除主站京东的海量流量扶持外，集团旗下提供高效履约体验的达达快递及耕耘多年的底层系统，为公司提供了强大的市场竞争力。

2.1. 即时零售市场空间较大，疫情加速消费者习惯转变

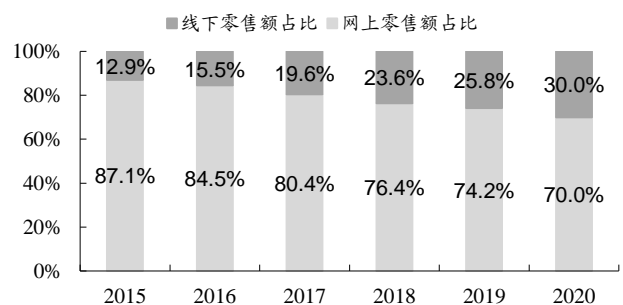
即时零售市场规模持续扩大，渗透率仍有较大提升空间。根据艾瑞咨询，2021年中国即时零售平台交易规模达2275.8亿元，较2020年增长50.9%，预计2025年有望达到11936亿元。从社会零售总额的构成来看，近年来我国线上消费持续增长，线上零售已逐渐成熟，但线下零售市场仍占据大部分市场份额，线上化率仍具有提升空间。

图9：2020-2025E中国即时零售平台交易规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

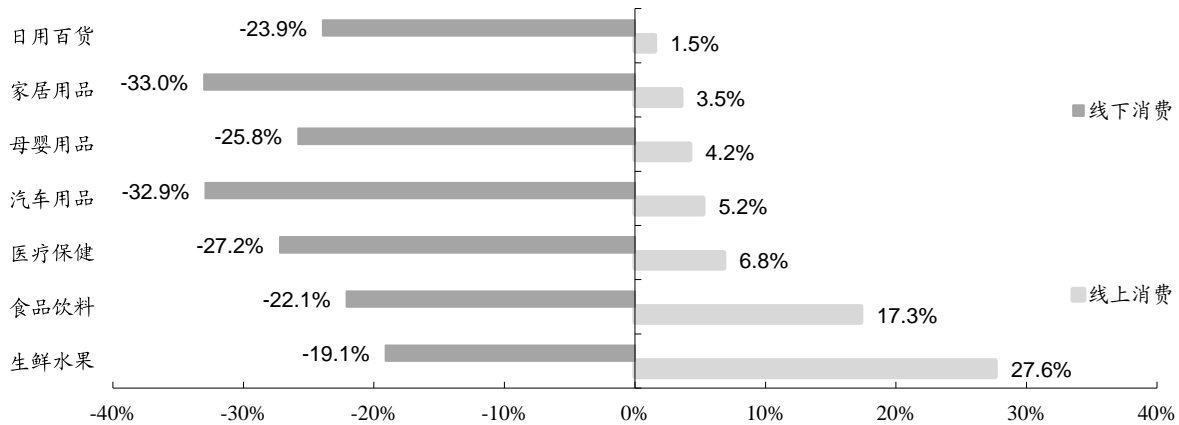
图10：2020年中国网上零售额占比30%，依然较低



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

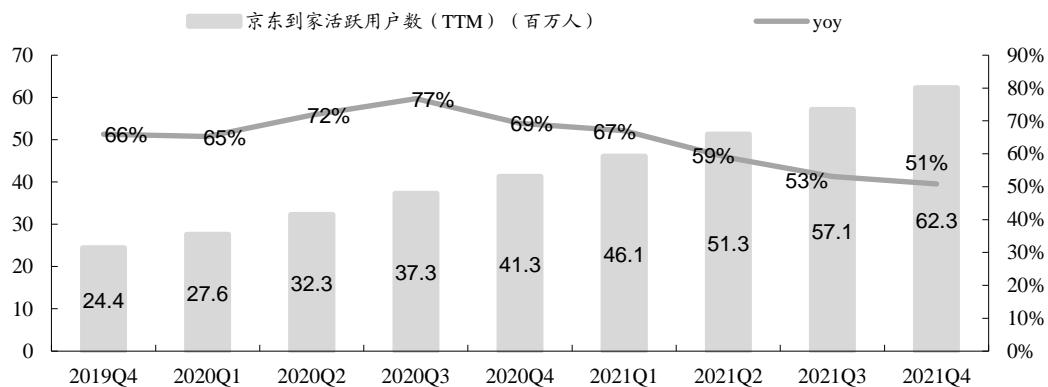
疫情刺激消费者线上购物需求增长。2020年，疫情使消费者难以线下购物，转而纷纷选择使用到家、外卖业务。尤其是在食品饮料、生鲜水果、医疗保健等品类上，线上消费人群增长较快。疫情期间，作为即时零售模式的头部企业，京东到家活跃用户数增长较快，由2019Q4的0.24亿人增长至2020Q4的0.41亿人。

图11：2020年受疫情影响，线下消费与2019年相比大幅下降，线上消费大幅提升



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图12：2020年疫情期间，京东到家活跃用户增速较高

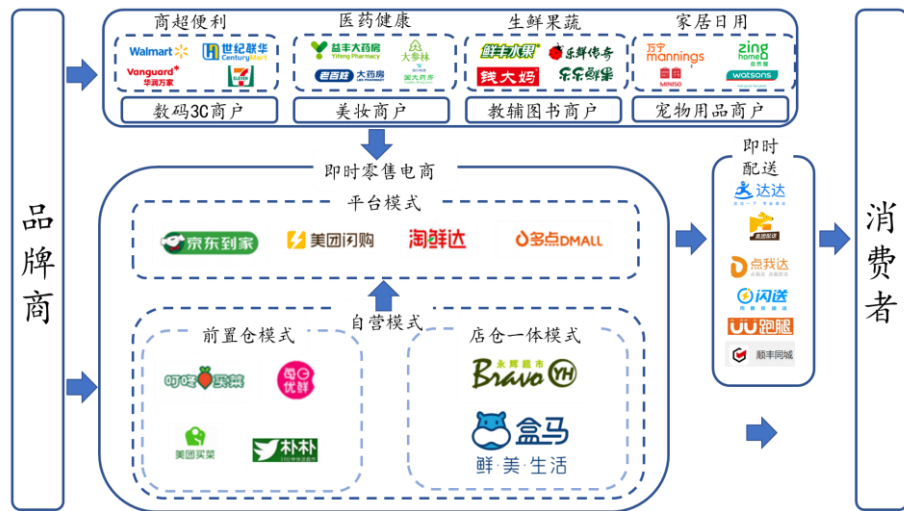


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 即时零售市场玩家众多，平台模式资产轻、扩张快、sku丰富

即时零售电商给予消费者便捷快速的消费体验。即时零售电商主要分布在一二线城市，满足对时效性、商品品质有较高要求的消费者。消费者在平台下单后，由配送员在30分钟至1小时内将商品配送至消费者手中，消费者在极短时间内足不出户便能得到想要的商品。

图13: 即时零售主要玩家及业态



数据来源: 东吴证券研究所绘制

即时零售赛道中玩家众多, 在消费体验上各有优势。即时零售主要可以分为三种模式: 平台型、自营前置仓模式及自营店仓一体模式。

平台模式 SKU 丰富, 覆盖面广, 扩张速度快。平台模式选择与线下实体商超合作, 由超市提供商品, 商品更多取决于消费者所处地点周围接入平台实体商超的商品数, 通常平台可选商品较自营即时零售商会更为丰富。同时, 由于不需要选址开店, 只需在城市内布置运力并向商家提供数字化支持, 与原有实体商超合作, 所以有实体商超的地方平台就可快速覆盖。

前置仓模式产品把控力强, 长于生鲜。目前, 前置仓模式对产品把控严格, 如龙头叮咚买菜, 采用产地直采, 并自建冷链。其前置仓选址在辐射周围半径 3 公里居民区处, 通过自有骑手配送。前置仓企业掌握了由源头到消费者的所有环节, 在生鲜这一强调品质的品类有较强优势。

店仓一体模式提供线下体验, 能增加消费者信任度。店仓一体模式以盒马生鲜为代表, 既有线下实体店又提供配送服务。实体店陈列的生鲜商品提升消费者的信任度, 配送服务满足了消费者的便捷性需求。

表4: 不同即时零售模式对比

	平台模式	自营模式	
		前置仓模式	店仓一体模式
经营方式	平台对接线下商家 (商超、便利店、3c、美妆、鲜花、蛋糕等连锁店) 和消费者, 多数提供即时配送能力, 也支持商家自配送, 资产较轻。	主打生鲜果蔬及海鲜肉类。自建社区前置仓, 配备冷链体系, 从生鲜源头把控品质。资产较重。	大型商超或零售门店通过自营 APP 或者微信小程序, 为消费者提供送货到家服务。资产较重。
品质	由商家把控	企业自己掌握供应链, 品质较高	企业掌握商品, 可能委托第三方配送, 品质控制能力较好

SKU 数量	较多,视所选商超而定,大商超可达 20000	单仓 1500 左右	较多,约为 5000-10000 之间
扩张速度	快	较快	慢
扩张方式	与实体商家合作,提供配送及数字化支持	在居民区附近设置前置仓点	选址在高消费人群附近,住宅、购物中心、写字楼附近



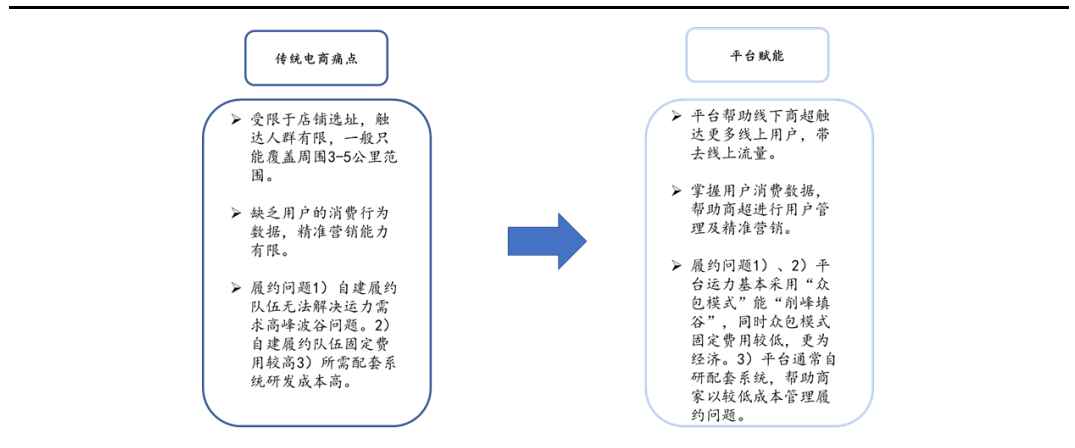
数据来源: 东吴证券研究所整理

2.3. 传统商超拥抱即时零售, 平台模式解决用户触达及履约痛点

传统商超急需线上化改革, 解决商超数字化痛点。随着消费者习惯的转变, 传统商超急需实现数字化, 提高履约效率和用户触达, 实现从线下到线上的升级转型。

从获取流量的角度看, 平台模式电商可帮助线下商超触达更多消费者。线下商超具有即买即得, 用户可直接触摸体验商品的优势, 顾客亲眼所见能建立较强信任感。但线下商超触达消费人群有限, 以沃尔玛为例, 覆盖范围一般在 3-5 公里。平台模式电商能帮助线下商超触达更多消费者, 同时根据用户的消费数据, 提供用户画像助力经营决策, 进行精准营销。

图 14: 平台模式电商赋能传统商超



数据来源: 东吴证券研究所绘制

从履约成本经济性的角度看, 将履约服务委托给第三方更加经济。线下商超自行组建物流队伍会面对多种问题。1) 招募固定数量物流人员将面临高峰时期运力不足, 低谷时期运力使用不充分。2) 人员费用较高, 以叮咚买菜专职外送人员工资为例, 大致在 8K-12K 且固定费用较高。3) 若自研配送及仓拣系统需要较高费用, 但缺乏系统则将导致配送及出仓低效。

针对以上 3 个问题, 平台模式电商公司都有较好解决方案。对于前两个问题, 平台模式电商往往自建配送运力, 大多采用“众包模式”, 有效解决了高峰及低谷运力需求差

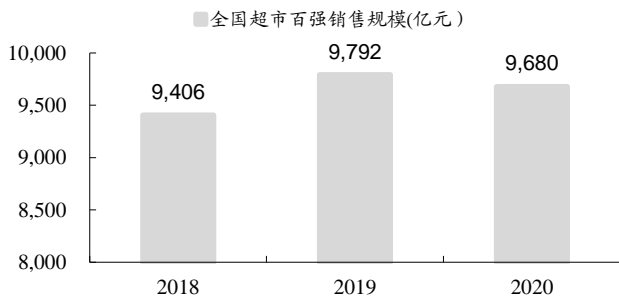
值较大的问题，同时固定费用较低。对于第三点，平台模式电商大多重金自研拣货、运力分配系统，如达达快送自研海博系统、沧海系统、智慧物流系统等，帮助商家将货物快速送至用户手中。

除了拓宽了传统商超触达用户的范围，赋予更经济的履约能力外，平台模式电商还在用户营销，商品管理等方面全面赋能商超，使传统商超在即时零售领域有了一战之力。

2.4. 公司与优质 KA 合作紧密，处于市场领先地位

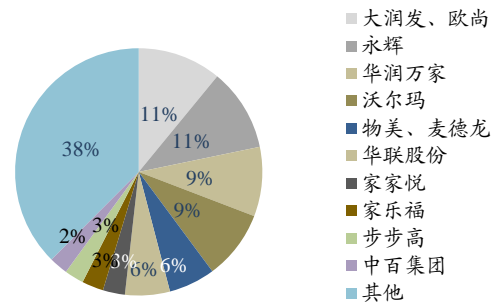
现阶段，与头部商超合作，将其纳入平台是规模增长的关键。根据中国连锁经营协会的数据，2020 年中国商超百强销售规模为 9680 亿元，2018-2020 年维持在 9400 亿元至 9800 亿元之间，基本较为稳定。且前十商超销售额占百强总销售额的 60%，头部效应较为明显。在这样的存量市场中，与头部商超建立合作，对接自身平台，将为平台带来重要的线下自然流量，有效扩大平台的 GMV。

图15: 中国商超市场规模较为稳定



数据来源：中国连锁经营协会，东吴证券研究所

图16: 2020 年中国百强商超前十名销售额占总额 60%



数据来源：中国连锁经营协会，东吴证券研究所

表5: 2020 年中国超市百强前十名

超市主要品牌	所属企业	2020 销售总计 (含税万元)	2020 门店 数(个)
大润发、欧尚	高鑫零售有限公司	10598900	490
永辉	永辉超市股份有限公司	10453915	1172
华润万家、华润苏果	华润万家(控股)有限公司	8782800	3261
沃尔玛	沃尔玛(中国)投资有限公司	8740100	429
物美、麦德龙	物美科技集团有限公司	5879000	627
世纪联华、联华、华联	联华超市股份有限公司	5681536	3192
家家悦	家家悦控股集团股份有限公司	2791851	868
家乐福	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	2733277	228
步步高	步步高集团	2445137	377
中百仓储、中百超市、中百邻里生鲜、中百好邦、 鲜香	中百控股集团股份有限公司	2371767	898

数据来源：中国连锁经营协会，东吴证券研究所

目前，京东到家与头部商超合作最多，是最大的即时零售电商平台。即时零售电商平台主要有京东到家、淘鲜达、美团闪购、多点等。京东到家与头部商超合作最多，规模优势明显。截至2021Q4，公司与前百强超市中的85家建立了合作关系，尤其是沃尔玛超市，是公司的战略投资者。主要线上渠道都放在京东到家里，2021年为公司贡献了20.2%的收入。

表6: 各平台模式即时电商主要合作商户

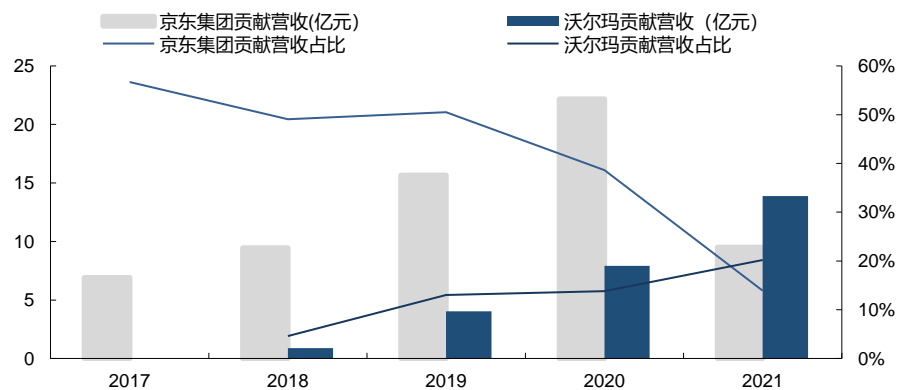
平台	上线时间	覆盖范围	主要合作商户（加粗为2020中国超市百强前十）
京东到家	2015年	截至2021Q4，全国覆盖1800个县市	沃尔玛（公司战略投资者）、永辉超市（京东持股）、华润万家、步步高、家家悦、麦德龙、中百集团、711、罗森、世纪华联、屈臣氏、三和超市、浙北超市、贵和超市、四方街、好邻居、良友等
淘鲜达	2017年	截至2020年，淘鲜达覆盖全国250个城市，2500+家线下商超入驻。	大润发（阿里持股）、欧尚（阿里持股）、盒马鲜生、家乐福（阿里持股）、新华都、三江购物、卜蜂莲花、香江百货、中百集团、人本超市等
美团闪购	2017年	截至2021年12月，覆盖2800个市县	华润万家、永辉超市、大润发、物美、家乐福、京客隆、美宜佳、屈臣氏、711、百果园、来伊份、喜士多、全家等
多点（由物美开发）	2015年	截至2021年6月，覆盖四个国家和地区15000家门店。	物美、麦德龙、家家悦、美廉美超市、中百集团、重百超市、昆仑好客、宜品生鲜、新华百货、人人乐、昌大昌、庆客隆、胜大超市、阜阳华联等

数据来源：阿里投资者日PPT，多点官网，达达集团官网，美团官网，东吴证券研究所整理

沃尔玛为京东到家快速入驻城市提供门店网点和商品供给支持。2016年达达集团与沃尔玛达成战略合作，沃尔玛实体门店独家上线京东到家，由达达完成配送。2018年8月8日，京东和沃尔玛发布了“三通战略”，用户互通、门店互通和库存互通，提高京东到家的配送效率及沃尔玛的销量商品库存周转率。

2021年公司与85家百强超市达成合作，关联大客户营收占比下降。京东集团及沃尔玛贡献的营收由2018年的9.4亿元及0.9亿元增长至2021年的9.5亿元及13.9亿元。在营收增长的同时，京东集团占公司的营收总额下降，由2017年的56.7%降至2021年的13.9%。公司对关联方大客户的依赖度降低，收入来源更加广泛。

图17: 京东集团及沃尔玛贡献稳定收入



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.5. 持续赋能商家保证消费者体验是公司长期竞争力来源

平台模式的核心是赋能商家，解决商家痛点是巩固市占率关键。目前，京东到家在流量，履约，用户运营，商品管理，营销管理五方面对商户进行了全方位的赋能。尤其是在流量及履约两方面，京东到家有着行业领先的优势。

图18: 京东到家全方位赋能商家



数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

京东到家及京东入口，为商户带来丰沛流量。除去京东到家已有的 5710 万活跃用户外，京东的 5.7 亿用户是京东到家商户未来流量的重要增量来源。为此，京东集团在京东 APP 中推出多项功能，研发底层系统，进一步提升京东到家在京东 5.1 亿用户中的渗透率。2021 年 10 月 12 日，京东和达达集团携手打造京东“小时购”业务。“小时购”业务是指在京东 APP 中，通过“附近”及“京东到家”入口，进入页面，选取商品有小时购标识，就可以享受 30 分钟-2 小时内的即时配送到家服务。京东到家全面承接“小时购”业务，使平台商家触及 5 亿京东 APP 用户，在流量端赋能商家。

图19: “小时购”及“附近”为京东到家提供流量



数据来源：京东 APP，东吴证券研究所

图20: 京东小时购流程示意图



数据来源：亿邦动力，东吴证券研究所

“物竞天择”系统，强化京东到家与商家的订单联合履约能力。“物竞天择”系统通过自动匹配离消费者最近的合作零售门店，替代原有的仓配模式，将订单派送给商户，

由达达快送完成最后一公里配送。技术上看，物竞天择项目打造了一个智能化、全渠道履约网络，打通了京东超市与实体商户间的商品流、信息流，强化了与京东到家、品牌门店、KA 商超和社区服务店等渠道的订单联合履约能力。截止 2020 年 8 月 11 日，“物竞天择”系统接入超过 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”。

图21：“物竞天择”项目，以联合利华为例



数据来源：联商网，东吴证券研究所

依托达达快送强大的“仓拣配”履约服务，助力保障履约、带动商业增长。商户门店的履约需求具体可以分为仓、拣及配送。问题订单中大部分错误出在门店履约，例如漏拣错拣、缺货、拣货超时、配送慢等。在仓拣方面达达快送拥有拣货仓定制化系统解决方案、海博拣货助手、达达优拣等成熟方案，在配送方面，达达快送拥有“全心达”等配送方案。

拣货仓定制化系统解决方案帮助商家打通线下库存、降低缺货率、提升库存周转率。达达优拣首创众包拣货数字化解决方案，提升全渠道订单拣货的效率和品质。应用达达优拣的门店相较于应用前，拣货时长降低 15%，取货时长下降 23%，每小时拣货速度提升 18%。全心达打造定制化配送解决方案，满足连锁品牌对于时效、品牌形象、服务内容的个性化需求。目前已服务于沃尔玛、华润万家、山姆会员商店等重要客户。

图22：依托达达快送强大的履约能力，京东到家助力商家保证消费者良好用户体验



数据来源：达达集团黑板报公众号，东吴证券研究所

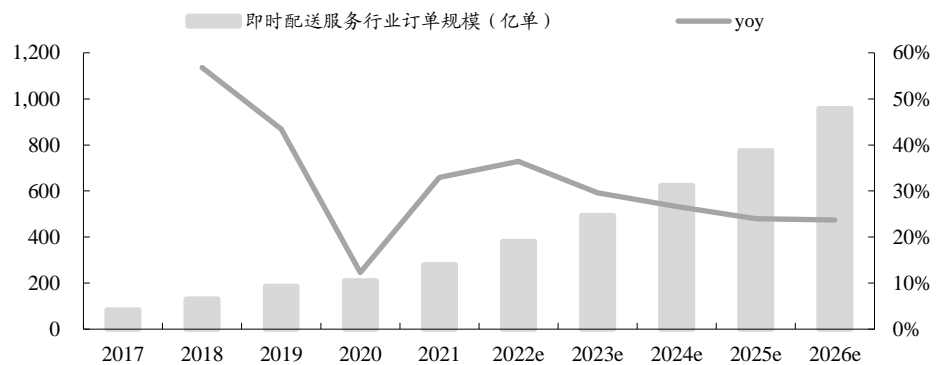
3. 达达快送，高效同城配送保障京东到家用户体验

达达快送是达达集团旗下的即时配送平台，即时配送以移动互联网为基础，为用户提供点对点的配送服务。疫情影响下，即时配送行业迎来新发展。作为中国社会化同城配送市占率最高的即时配送平台，达达快送在流量、运力及调度系统等即时配送环节关键领域占据优势。

3.1. 即时配送行业规模持续增长，非外卖品比例逐渐上升

后疫情时代，即时配送行业迎来发展新机遇。疫情使得消费者足不出户的线上购物习惯逐渐养成，物流行业的发展、低线城市互联网普及率的上升，助力即时零售不断向下沉市场开拓。而作为即时零售的后端配套服务，对接即时零售的即时配送服务的需求随之增长。根据艾瑞咨询，2021年中国即时配送服务订单规模达到279亿单，同比增长33%，预计2022年增至381亿单，未来依然有着较大成长空间。

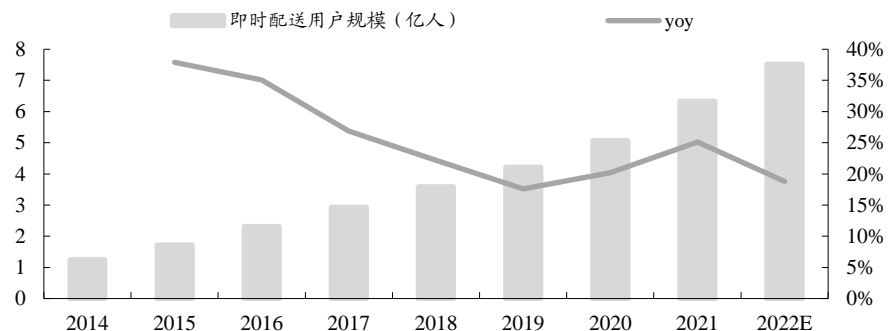
图23：2017-2026年中国即时配送服务行业订单规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

消费习惯逐渐形成，即时配送用户规模持续上升。根据罗戈研究，我国即时配送用户规模持续上升，2021年用户规模达6.3亿，2014-2021年CAGR为26.2%，预计2022年用户规模将增至7.5亿人，用户规模将进一步提升。

图24：2014-2022E年中国即时配送用户规模




数据来源：罗戈研究，东吴证券研究所

3.2. 即时配送市场玩家多，主要客户各有侧重

即时配送市场客户主要分 KA（关键客户）、B（中小商户）、C（个人用户），三类用户特点各异。KA 用户通常规模大，商流稳定，是市场主要需求方。这些用户议价能力较强，要求即时配送方提供稳定和低价的服务。B 类客户通常为中小型商户，订单主要来自于局部地区，量小但较为稳定。C 类客户需求的随机性较强。B/C 类用户更加强调整时性和服务质量，而价格敏感性相对较低且于议价能力较弱，客单价相对较高。

表7：即时配送不同用户特点

	KA	B	C
特点	规模大、全国连锁	覆盖区域有限、中小型商户	个人用户
运作方式	由 KA 的客户在商家自营小程序或线上零售平台下单，订单生成至配送平台	由 B 类商家的客户在线上零售平台下单，订单生成至配送平台；或者商家直接在配送平台下单	个人用户在即配平台上直接下单，专人专送
客户类型	大型商超、连锁餐饮	花店、个体餐厅	—
代表客户	沃尔玛、肯德基 	—	—
市场份额	较大	较小	较小

数据来源：东吴证券研究所整理

电商平台、第三方运力平台以及传统物流企业是即时配送行业主要玩家。依托庞大的外卖单量，美团配送及蜂鸟是主要玩家，达达快送依托京东到家及京东主站的商流，紧随其后。

表8：2020 年即时配送企业综合排名 TOP10

排名	企业名称	配送单量（估算）	骑手数量（人）	覆盖范围（个）
1	美团配送	100 亿	400 万左右	2800（市县）
2	蜂鸟配送	60 亿	300 万	2000（市县）
3	顺丰同城	10 亿	200 万+	500+（市县）
4	达达快送	10 亿	70 万+	2600+（市县）
5	UU 跑腿	—	200 万	170+（城市）
6	闪送	1 亿+	100 万+	222（城市）
7	点我达	1 亿	200 万	350+（城市）
8	物美 Dmall	—	60 万	30（省份）
9	叮咚买菜	3500 万单	3 万	27（城市）
10	美菜	—	2 万+	300+（城市）

数据来源：《中国物流与采购》，东吴证券研究所

电商平台依托自身订单，市占率较高。主要包括美团配送、蜂鸟即配和达达快送。背靠互联网平台，有较为强大的引流能力和基础订单保证，占据大部分的市场份额。美团配送和蜂鸟即配目前分别以美团和饿了么平台的外卖配送为主，而达达快送则以京东

到家带来的线上商超订单为主。B/C 类客户订单占比呈上升趋势。

第三方即时配送平台业务以 C 端用户配送为主。主要玩家为闪送和 UU 跑腿等，目前两家平台主要业务为个人用户的跑腿服务。第三方平台耕耘 C 端客户市场较早，主要业务有重要文件递送，鲜花、蛋糕等礼品递送及帮买帮送三种服务，此类订单随机性和时效性相对较强，且单笔订单的价格较贵，附加值较高。

传统物流企业试水即时配送市场。目前仅有顺丰同城，与美团配送、蜂鸟等有商流平台支撑的模式不同。顺丰同城急送更多聚焦在第三方服务领域，主要服务 B/C 类客户。随着更多玩家的加入，未来赛道竞争会更激烈。

表9：即时配送行业玩家比较

类型	所属企业	品牌	模式	主要客户	订单规模	覆盖范围	骑手数量
电商平台	美团		专职+ 众包	美团配送：外卖平台、连锁餐饮 美团跑腿：个人用户	美团配送：146 亿单	美团配送：2800 个县市 美团跑腿：80 个城市	配送超 400 万 跑腿 40 万
							
	阿里巴巴		专职+ 众包	外卖平台、连锁餐饮	16 亿单	2000 个城市	超 300 万
第三方即时配送平台	京东		专职+ 众包	落地配：物流提货商、 同城配：大型商超、连锁餐饮	11 亿单	落地配：2600 个县区市； 同城配：1800 个城市	超 63.4 万
			众包	个人用户	1 亿单	229 个城市	超 100 万
第三方即时配送平台	UU 跑腿		众包	个人用户	—	超过 170 个城市	超 300 万
							
传统物流	顺丰		专职+众包	个人用户、中小商户	7.6 亿单	1000 个城市	超 280 万

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3.3. 依靠京东商流，达达基本盘稳定，全场景发展助力营收增长

达达快送主要业务可分为两块，一是对接物流提供商（主要是京东物流）的落地配业务，二是对接同一城市内的商超、其他零售商及个人的同城配业务。

落地配业务提供 1 小时内为异地送达的包裹提供“最后一公里”的配送服务，是物流服务提供商配送能力的补充。

图25: 达达快送落地配业务



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

同城配业务, 主要包括帮送、帮取、帮买及帮办等服务。两块业务几乎覆盖了所有场景下的本地配送需求, 充分体现了达达快送在配送领域的丰富经验和过硬实力。根据公司官网, 截至 2021 年底, 达达快送同城配送覆盖全国约 1800 个市县, 最后一公里配送覆盖全国 2600 个市县。

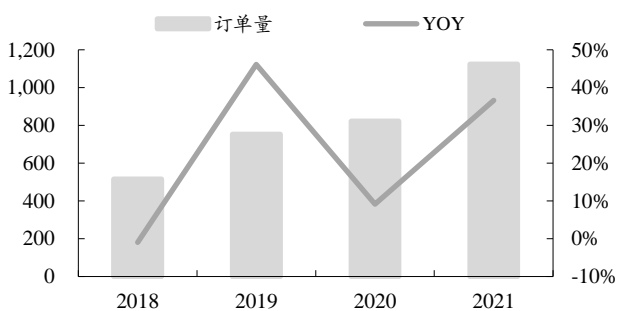
图26: 达达快送同城配业务



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

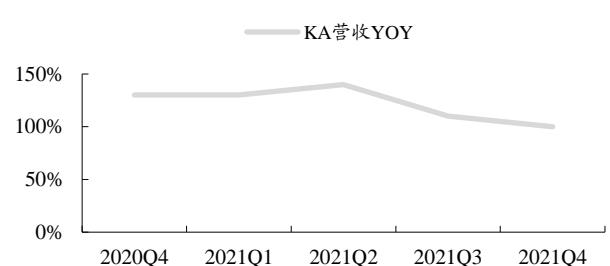
依托京东到家, KA 端商流稳定。落地配业务作为京东物流的补充运力, 承接大量末端揽件和派件服务, 具有来自京东到家的稳定基础单量。面向 KA 端, 达达快送提供“即刻达”、“全速达”、“全程达”及定制化配送服务, 与沃尔玛、永辉、华润万家等大型商超建立战略联盟, 带来大额配送需求。根据公司披露数据, 自 2020Q4 以来, 达达快送 KA 端营收一直保持 100%以上的同比增长率, 发展迅猛。

图27: 达达快送订单量及增长率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 达达快送 KA 营收同比增长率



数据来源: 达达集团黑板报, 东吴证券研究所

长期耕耘履约领域，自研底层系统巩固竞争优势。自 2016 年以来，达达快送持续研发。目前自研海博系统、沧海系统、智慧物流等系统，从末端配送环节深入延展至上游仓储和拣货环节，为 KA 商家提供多元服务。

在仓储环节，海博系统帮助商家优化仓储效率。依托海博系统，根据不同 KA 商家业务、单量规模的具体需求，为门店拣货仓提供定制化系统解决方案，解决商家无法保障拣货时间和质量的痛点。

在拣货环节，达达优拣帮助商家提升拣货效率。KA 商家招募众包拣货员，不同运力需求的难题。提升全渠道订单拣货的效率和质量。根据公司公告，2021 年双十一期间，日均拣货量相比 6.18 增长 69%，大促爆单期间拣货履约率仍为稳定高达 98% 以上。

在配送环节，多元的方案满足顾客全场景需求。即时配服务达达快送推出即时配服务。依托于智慧物流系统和苍穹大数据平台，为 KA 商家提供标准与非标服务。2021 年双十一期间连锁商家配送单量同比超翻倍增长。其中，沃尔玛全渠道配送单量同比增长 1.1 倍，山姆“极速达”及京东到家的配送单量同比超 2.2 倍，医药行业配送单量同比增长 2.3 倍。单均配送时长小于 20 分钟。

表10: 达达快送 KA 端仓拣配全链路服务

系统	能力	服务项目	解决痛点
海博系统	库存管理能力	全拣仓、半拣仓+卖场、大卖场	库存商品数量庞大；畅销商品缺货率高、滞销商品库存周转率低
海博系统 沧海系统	数字化、标准化 拣货 管理能力	拣货员数字化管理 招募和运营弹性众包 监控和提升拣货质量	商品种类繁多、仓储面积大，拣货质量和效率难以得到保障 订单和配送需求受促销或特殊天气影响，波动较大
智慧物流系统 苍穹大数据平台	标准化、定制化 配送服务能力	标准化配送服务及全心达定制化 配送解决方案	客户数量众多、配送时效难以保障、特殊商品配送难度较大

数据来源：达达集团黑板报，东吴证券研究所

图29: 达达快送四大即时配送 KA 产品

四大即时配送KA服务产品				
产品名称	即刻达	全通达	全城送	定制化配送解决方案
配送范围	≤2公里	≤5公里	远距离 配送服务	根据品牌特性、业务形态、配送场景，提供定制化服务
服务模式	驻店为主	驻店+众包混合运力		
配送时效	30分钟	1小时		
服务行业				

数据来源：2021 同城即时物流行业峰会，东吴证券研究所

B端拓展多种服务场景，满足商户多元化需求。B端客户往往具有多样的非标准化配送需求，达达快送利用自身以往在餐饮、商超等传统领域的配送经验，以及智慧物流系统、骑手积分系统、达达智配系统等技术优势，根据用户的痛点，可针对性地为B类中小商家提供专属配送服务，从而进一步抢占和开发面向中小商户的长尾市场。

表11：达达快送业务场景解决方案

品类	痛点	解决方案
生鲜	冻品、冷藏品配送要求高；保持商品鲜活，对时效要求非常高；货物不能挤压，需保持完好。	保温箱冷热分离，保持商品的完整性；依托智慧物流技术，提前规划最优配送路线，保证以最快的时效送达；统一培训骑士货品摆放准则，定期进行抽查、反馈。
便利	24小时营业，夜间运力弹性要求；多为2公里内的客户，时效要求高	运力24小时在线，提供配送服务；打造夜间运力网络，化解单量密集区域的压力。
茶饮	商品易撒易漏，保鲜时间短；门店高峰期容易出现爆单现象。	餐箱内部卡槽分区，冷热订单可同时配送；通过定制化多层混合运力，满足削峰填谷需求，提升配送时效；
鲜花蛋糕	易损坏，耐热性差，时效要求高；配送难度非常高，配送范围广。	专属蛋糕骑士，专属包装袋，专人专送，保证商品完好；针对不同配送距离，匹配不同的载具，保障时效性。
汽配	门店分散，单量不集中；配送距离远，服务要求高；用户需求紧急，时效要求高。	挖掘品牌单量集中区域，拓展运力；可提供专人专送服务，提高配送速度和服务质量；根据需求匹配不同时效的载具。
3C数码	高价值订单，配送质量要求极高；门店分散，配送距离远，单量不集中；用户需求紧急，时效要求高。	可提供专人专送服务，提高配送速度和服务质量；匹配“信用骑士”，保障货品安全；针对不同配送距离，匹配不同的载具，保障时效性。
医药	7*24小时营业，需全天候运力在线，夜间运力需求大；配送时效要求高；配送覆盖范围广。	搭建夜间网格运力，及时响应品牌配送需求；配置呼叫系统，提醒骑士接单；夜间客服，辅助解决运力调配和处理客诉；采用多种混合运力模式，以更高效经济的配送方案，帮助品牌降本增效。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在同城配方面，餐饮类配送订单仍占据主导地位，但生鲜蔬菜、医药、3C产品及个人物品代买代送等非餐饮类业务营收增长迅速。根据公司公告，2021年第一季度医药类营收同比增长600%。依托京东自身在3C数码方面的优势，以及京东到家与生鲜、美妆、3C等零售商的强化合作，也将进一步带动达达快送在非餐饮业务方面的发展。根据公司公告，2021年双十一期间中小商家配送单量同比近翻倍增长。

C端依靠系统优势，提供高效低价的个人跑腿服务。C类客户群体较小，需求具有突发性和急迫性时效性要求高。达达依靠智慧物流系统和苍穹大数据平台，通过算法实现运力模式的最佳匹配，在不降低服务质量的情况下，降低运送成本。

下表对比了市场上主要的几家跑腿公司。由于C端用户配送往往是3公里以内、小件物品。以3km以内，5kg以内作为比较标准，按价格从低到高排序分别为UU跑腿（12.0元）、达达（13.0元）、顺丰同城（14元）、闪送（15元）。

表12：跑腿服务定价对比（截止2022年6月6日）

公司	基础里程及重量	起步价	超里程费	超重费
达达	3km内、5kg以内	13元	3km以上，每公里+2元	5-25kg，每kg+2元；25kg以上，按25kg收费
闪送	3km内、5kg内	15元	3-5km，每公里+1元； 5km以上，每公里+2元	5-20kg，每千克+2元；20kg以上，每千克+5元
UU跑腿	2km内、25kg内	10元	3km，12元；4-10km，每公里+1元；11-30km，每km+2元； 超过30km，每公里+3元	25-30kg，+5元；30-40kg，+5元；40-50kg，+5元

顺丰同城	3km 内、5kg 内	14 元	3-7km, 每 2km+2 元; 7km-150km, 每 3km + 5 元	5-20kg, 每 kg+2 元; 20kg 以上, 每 kg+3 元
------	-------------	------	---	--

数据来源：各平台 APP 及官网，东吴证券研究所

持续研发，做深业务。达达在无人配送，履约系统方面持续投入，维持市占率优势。

达达智配针对拥有自配送运力、却在配送系统开发能力等方面缺乏经验的商家和配送服务商，为合作伙伴提供调度操作后台、调度 APP、骑士 APP 三大终端产品，涵盖全渠道订单接入、订单派送管理、运力管理三大能力模块。在全渠道订单接入方面，商家通过与达达开放平台对接可以向商家提供更多的配送选择，以更具成本效益的配送方式降低配送成本。在订单派送管理方面，系统完成瞬时派单，同时进行配送路线规划，提升配送人效。使用者可通过商家调度操作后台、调度 App 随时指派与改派订单，监控订单配送状态，查看履约、单量等各类配送数据。双十一期间达达智配签约用户数量环比增长 1.6 倍。

达达无人配送在恶劣天气、业务高峰期、夜间配送等运力不稳定的情况，可作为补充运力，具有成本可控、稳定性强、服从性高等优势，目前已服务于山姆、七鲜超市、永辉等商超零售企业。

图30：达达智配三大终端



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：达达无人配送



数据来源：达达集团黑板报，东吴证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年收入实现 98.8/138.6/180.8 亿元，同比增长 43.9%/40.2%/30.5%，其中：（1）我们认为品类扩张和城市扩张将持续拉动京东到家 GMV 的增长，同时作深服务带动货币化率提高，我们预计京东到家 2022-2024 年实现 GMV 688.4/996.1/1,316.1 亿元，同比增长 59.8%/44.7%/32.1%，收入实现 66.1/97.6/131.6 亿元，同比增长 65.9%/48.2%/33.5%。（2）达达快送将受益于京东到家单量的持续增长，我们预计达达快送 2022-2024 年实现收入 32.7/40.9/49.2 亿元，同比 16.1%/25.0%/20.2%。

毛利率方面，（1）我们预计随着 3c 电子等高毛利品类的增加，京东到家毛利率将持续提升。（2）考虑到 2021 年达达快送业务收入确认方式发生变化，2022 年达达快送的毛利率将进一步增加，我们预计公司 2022-2024 年毛利率实现 31.3%/35.5%/36.5%。

费用上，随着公司超市到家业务规模效应显现，费率有望持续下降，我们预计 2022-2024 年销售费用率为 36.8%/24.5%/23.5%；管理费用率 4.2%/3.2%/3.1%；研发费用率为 6.3%/5.2%/5.1%。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润-15.3/5.2/10.5 亿元。

4.2. 投资评级

考虑到公司盈利能力尚不稳定，我们参考了物流行业及电商行业的 PS 估值及 P/GMV 估值，最终给予公司达达快送业务部分 2022 年 0.9 倍 PS，给予京东到家业务部分 2022 年 0.2 倍 P/GMV，对应 2022 年市值 167 亿元人民币，按照美元汇率 6.7431 计算，约为 25 亿美元，目标价 9.5 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 达达快送业务可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元人民币)	2022E 营业收入 (亿元人民币)	2022E PS
600233.SH	圆通速递	639	550	1.2
002352.SZ	顺丰控股	2,536	2,737	0.9
600233.SZ	韵达股份	470	513	0.9
9699.HK	顺丰同城	59	109	0.5
	均值	926	977	0.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：业绩预测均采用 WIND 一致预期，统计时间为 2022/7/14。

表14: 京东到家业务可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元人民币)	2022E GMV (亿元人民币)	2022E P/GMV
9988.HK	阿里巴巴-SW	20,202	79,409	0.25
9618.HK	京东	6,361	37,842	0.17
DDL.O	拼多多	4,794	28,970	0.17
	均值	10,452	48,740	0.20

数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：阿里巴巴、拼多多、京东均采用彭博一致预期，其中阿里巴巴为财年数据，统计时间为 2022/7/14。

5. 风险提示

监管政策风险。公司收集、处理、使用的一部分数据包含个人信息，随着《个人信息保护法》的落地和推广，可能会增加公司的合规成本，如果公司无法管理这些风险，可能会对公司声誉和经营成果产生重大不利影响。

市场竞争加剧风险。即时配送市场变化和技术发展迅速，市场玩家众多。如果公司

未来不能配备必要的资源和技能，随着竞争的加剧、竞争对手的合作以及客户发展自配送等，公司可能会失去市场份额。

业务向低线城市拓展不及预期。低线城市即时配送需求可能较为缺乏，公司原有的商业模式或定价方法可能不足使公司以具有成本效益的方式运营，因此需要公司进行业务战略的调整。如果公司在新的地区扩张失败，可能会对公司业务和前景造成重大不利影响。

达达集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,443	7,693	8,572	10,466	营业收入	6,866	9,883	13,856	18,082
货币资金	513	4,241	4,183	5,084	营业成本	5,139	6,790	8,937	11,482
应收账款	1,672	2,196	3,079	4,018	毛利	1,727	3,093	4,919	6,600
预付及其他流动资产	1,258	1,256	1,310	1,364	销售费用	3,428	3,637	3,395	4,249
非流动资产	1,837	1,677	1,614	1,595	管理费用	400	415	443	561
长期投资	0	0	0	0	研发费用	574	623	721	922
固定资产	38	31	28	23	营业利润	-2,735	-1,581	360	868
无形资产净值	1,367	1,213	1,153	1,139	利息收入	111	13	106	105
其他非流动资产	433	433	433	433	利息支出	14	5	5	5
资产总计	5,281	9,370	10,186	12,061	权益性投资损益	0	0	0	0
流动负债	1,419	2,589	2,896	3,749	其他非经营性损益	156	44	62	81
应付账款	10	0.00	0.00	0.00	其他损益	0	0	0	0
应交税金	13	18	25	33	除税前利润	-2,483	-1,529	524	1,049
交易性金融负债	0	0	0	0	所得税	-12	-2	1	1
借贷到期部分	100	100	100	100	净利润	-2,471	-1,527	523	1,048
其他流动负债	1,296	2,471	2,771	3,616	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	73	90	105	115	归母净利润	-2,471	-1,527	523	1,048
负债合计	1,492	2,679	3,001	3,864	Non-GAAP 归母净利润	-2,103	-1,369	703	1,229
普通股	1	1	1	1					
库存股	0	0	0	0					
留存收益	3,898	6,800	7,293	8,306					
其他综合收益	-110	-110	-110	-110					
归属母公司股东权益	3,789	6,691	7,184	8,197	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	-2.37	-1.47	0.50	1.01
负债和股东权益	5,281	9,370	10,186	12,061	每股净资产(元)	3.64	6.43	6.90	7.87
					ROE(%)	-65.2%	-22.8%	7.3%	12.8%
					毛利率(%)	25.2%	31.3%	35.5%	36.5%
					销售净利率(%)	-36.0%	-15.5%	3.8%	5.8%
					资产负债率(%)	28.3%	28.6%	29.5%	32.0%
					收入增长率(%)	19.6%	43.9%	40.2%	30.5%
					净利润增长率(%)	-	-	-	100%
					P/E	-	-	27.07	13.52
					P/S	2.06	1.43	1.02	0.78
					EV/EBITDA	-	-	21.6	10.0

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2022年7月14日的6.7431,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

