

“物流+零售”双管齐下，高速成长，扭亏为盈曙光显现

——达达集团首次覆盖报告

核心观点

- **“物流+零售”双驱动，业绩增长迅速，未来行业发展潜力大。**达达集团由京东到家和达达快送双轮驱动实现业绩增长，2022 年营收 93.7 亿元（yoy+36%），其中达达快送营收 31.6 亿（yoy+12%），京东到家营收 62.1 亿（yoy+54%）。即时配送行业履约场景丰富，预计 2026 年订单规模近千亿，以即时物流为履约基础，用户消费习惯逐步养成，即时零售（近场电商）行业快速发展，平台型近场电商规模预计 2025 年突破万亿元。达达快送是领先的即时配送商，京东到家是最大的平台型近场电商之一，两业务运力及流量协同发展，助推达达集团持续增长，效率优化，我们预计 2023 年公司将在快速增长的同时 Non-GAAP 净利润扭亏为盈。
- **需求端：京东助力流量入口丰富，具备差异化用户心智。**流量上，京东主站页面设多引流入口为京东到家提供充足的流量支持，22Q4 重要入口之一的同城(附近)频道 GMV 同增翻三倍以上，未来仍有较大流量渗透空间。**用户上**，京东到家用户以日常采买和囤货需求为主，和京东主站类似，客单价更高，美团闪购用户则以“宅急忙”场景为主，频次更高，用户心智有差异。基于此，两家品类及商户优势也有不同。
- **供给端：持续扩大固有优势，渗透新品类，品牌营销成果斐然。**品类上，京东到家延续京东特点，在大型连锁商超、数码 3C 领域具有优势，并向母婴、服饰等新领域渗透。**商户上**，京东到家为商户提供完善的营销和技术支持，线上营销方面与超 280 个品牌合作，通过坤策系统助力品牌实现更高效的供给和销售管理，吸引品牌商合作，同时京东到家广告货币化率稳步提升。海博系统赋能商家提升运营效率。
- **履约端：众包灵活、业务协同、场景多样及技术赋能多因素助力降本增效。**业务协同上，达达快送+京东到家两业务协同共用运力池，规模效应有助于降低履约成本。**品类场景上**，达达快送和京东到家覆盖多品类多场景，订单分布更均匀，通过灵活调度众包骑手实现成本优化。**技术赋能上**，达达具有成熟的同城配送系统，通过订单预估，智能分派，线路优化等提升履约效率，并通过“仓拣配”系统赋能商家。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为-1.96/-0.54/0.2 元，由于公司尚未盈利，我们采取 PS 估值，根据可比公司调整后平均给予公司业务 23 年 1.50x PS，预计 23 年收入 125.94 亿 CNY，公司合理估值为 27.42 亿美元，目标价 10.73 美元/ADS，首次给予“买入”评级。

风险提示

政策监管 规模增长不及预期 成本优化不及预期 消费者激励下降不及预期 行业竞争加剧

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,740	6,866	9,368	12,594	15,879
同比增长(%)	85.18%	19.62%	36.43%	34.44%	26.08%
营业利润(百万元)	-1,764	-2,579	-2,120	-681	79
同比增长(%)	-0.82%	-46.18%	17.81%	67.86%	111.59%
归属母公司净利润(百万元)	-2,081	-2,471	-2,008	-552	207
同比增长(%)	15.58%	-18.76%	18.74%	72.53%	137.52%
每股收益(元)	-2.04	-2.42	-1.96	-0.54	0.20
毛利率(%)	-30.76%	-6.35%	8.19%	17.75%	25.15%
净利率(%)	-36.25%	-35.99%	-21.44%	-4.38%	1.30%
净资产收益率(%)	-29.61%	-65.22%	-28.69%	-8.30%	2.94%
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	74.32
市销率(倍)	2.68	2.24	1.64	1.22	0.97

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。22 年报未出，谨慎性原则 22 用 E 表示

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（首次）

股价（2023年03月30日）	8.74 美元
目标价格	10.73 美元
52 周最高价/最低价	15.59/2.98 美元
总股本/流通股（亿 ADS）	2.56/2.49
美股市值（亿美元）	22.34
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2023 年 03 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	9.25	-2.46	25.39	-8.77
相对表现	7.33	-7.33	10.61	8.05
纳斯达克	1.92	4.87	14.78	-16.82



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
崔凡平	021-63325888*6065 cuifanping@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050003

目录

1 达达集团：领先的本地即时零售和即时配送平台	6
1.1 发展历程：同城配送起家，拓展即时零售	6
1.2 投融资：红杉中国领投，京东为第一大股东	7
1.3 股权结构：京东多次增持，核心团队专业过硬	8
1.4 商业模式：达达快送和京东到家	9
1.4.1 达达快送：高效同城配送，商户类型多样，订单量与收入稳步增长模	9
1.4.2 京东到家：中国最大的平台型近场电商之一，收入增速快	13
1.5 业绩概况：收入增长成绩斐然，盈利质量未来可期	15
2 即时零售与即时配送：万物到家时代的重要赛道	17
2.1 行业历史：即时配送建设履约基础，即时零售向线上转化	17
2.2 行业模式：向全品类、全场景覆盖发展	20
2.2.1 即时零售两种模式：平台型争流量，自营型争供应链	20
2.2.2 即时配送模式：植根成熟的外卖配送网络，新场景正在拓展	21
2.2.3 即时零售消费特征：全品类供给，全场景覆盖	23
2.3 发展趋势：未来市场空间广阔，竞争中达达位于头部梯队	25
3 供给侧：延续京东主站品类优势，渗透新品类	25
3.1 优势品类：连锁商超、数码 3C 及电器优势稳固	27
3.2 机会品类：匹配用户画像，战略协同，挖掘母婴及服饰新需求	29
3.3 平台策略：电商思维做近场，品牌营销见成效，商家赋能增强粘性	30
4 履约侧：深耕物流，多场景强履约构筑护城河	33
4.1 业务模式：同城物流与即时配送并存，相互协同	33
4.2 管理模式与场景优势：众包骑手调配灵活+配送品类丰富，效率与成本优势显著	34
4.3 技术力量：同城配送技术持续创新，仓拣配系统赋能商家并提升履约	38
5 需求侧：用户心智差异化，商超、数码领域独占优势	40
5.1 流量入口：京东主站流量充足，用户转化有持续提升空间	41
5.2 用户画像：计划性消费为主，与美团闪购差异明显	43
5.3 平台策略：强化用户差异，保证品类优势	44
盈利预测与投资建议	45
盈利预测	45
投资建议	46

风险提示	47
------------	----

图表目录

图 1：达达集团发展历程	6
图 2：达达集团股权结构（截至 2023.01）	8
图 3：达达集团部分高级管理团队	9
图 4：达达快送系列产品	10
图 5：京东到家系列产品	10
图 6：达达集团配送总订单量	10
图 7：达达快送日峰值（百万）	11
图 8：达达快送骑手月活跃数量	11
图 9：达达快送履约模式	11
图 10：达达同城配流程	12
图 11：最后一公里配送流程	12
图 12：达达业务收费模式	13
图 13：达达快送收入及增速	13
图 14：达达快送收入拆分	13
图 15：京东到家收入及增速	14
图 16：京东到家 GMV	14
图 17：京东到家活跃用户数量	14
图 18：京东到家服务流程	14
图 19：达达快送和京东到家相互关联	15
图 20：达达集团总收入及增长率	16
图 21：达达集团运营及支持成本及占收入比例	16
图 22：达达集团毛利润及毛利率	16
图 23：达达集团三费费率	17
图 24：京东到家销售费用构成	17
图 25：达达集团 Non-GAAP 净利润及 Non-GAAP 净利率	17
图 26：即时配送行业发展历程	18
图 27：即时零售行业发展历程	19
图 28：传统商超逐渐将线下本地零售线上化	20
图 29：即时零售行业商家分类、特点、竞争逻辑及优劣势	20
图 30：2018、2019 年国内即时配送行业各细分品类订单量占比	22
图 31：即时配送各项场景及其特点	22

图 32: 2019 年中国即时到家消费者购买品类	23
图 33: 2020 年中国即时到家消费者购买品类	23
图 34: 2020 年中国即时零售消费场景	23
图 35: 2021 年我国不同品类商品购买频次	24
图 36: 中国超市板块本地即时零售 GMV 及 yoy	24
图 37: 中国超市板块本地即时零售线上渗透率	24
图 38: 2016-2025 年中国即时零售开放平台模式规模	25
图 39: 2022 年美团闪购、京东到家相对市占率	25
图 40: 2018-2020 年即时配送行业达达与顺丰同城相对市占率	25
图 41: 京东到家通过商超、品牌供给渠道形成独有优势，针对性满足消费者需求	26
图 42: 2018-2022 年京东到家人驻实体门店数（万）	26
图 43: 2022Q1 京东到家各零售店铺营收占比	27
图 44: 2022Q1 美团闪购各零售店铺营收占比	27
图 45: 2022Q1 大卖场到家分平台营收	28
图 46: 2019-2021 年京东到家中国本地零售商超 O2O 市占率	28
图 47: 京东到家对大型商超与 3C 数码店提供多维度多层次服务	29
图 48: 2021 年京东到家用户画像	30
图 49: 达达快送骑士在孩子王母婴专卖店取走京东到家 11.11 订单	30
图 50: 京东到家广告货币化率（含测算）	31
图 51: 京东到家广告营销收入及增速（含测算）	31
图 52: 海博全渠道业务解决方案	32
图 53: 京东到家四大新基建	33
图 54: 典型最后一公里订单流程	33
图 55: 典型即时物流订单流程	34
图 56: 达达集团配送效率、成本优势	34
图 57: 达达集团众包模式优劣势及应对方法	35
图 58: 达达骑手业务拓展至多场景	36
图 59: 顺丰同城大客户（餐饮类）销售额（单位：百万元）	36
图 60: 2021 年中国餐饮行业堂食、外卖各时段占比分布	37
图 61: 医药业态 24 小时订单分布占比情况	37
图 62: 达达同城配送新基建	38
图 63: 达达优拣流程	39
图 64: 达达快送首创“仓拣配”全链路定制化解决方案	40
图 65: 京东 app 月活跃用户、日活跃用户（万）	41
图 66: 京东到家引流位置	42
图 67: 京东到家 app 月活跃用户、日活跃用户（万）与对应转化率	42
图 68: 2020 年京东到家的用户购买原因	43
图 69: 2020 年美团闪购的用户购买原因	43

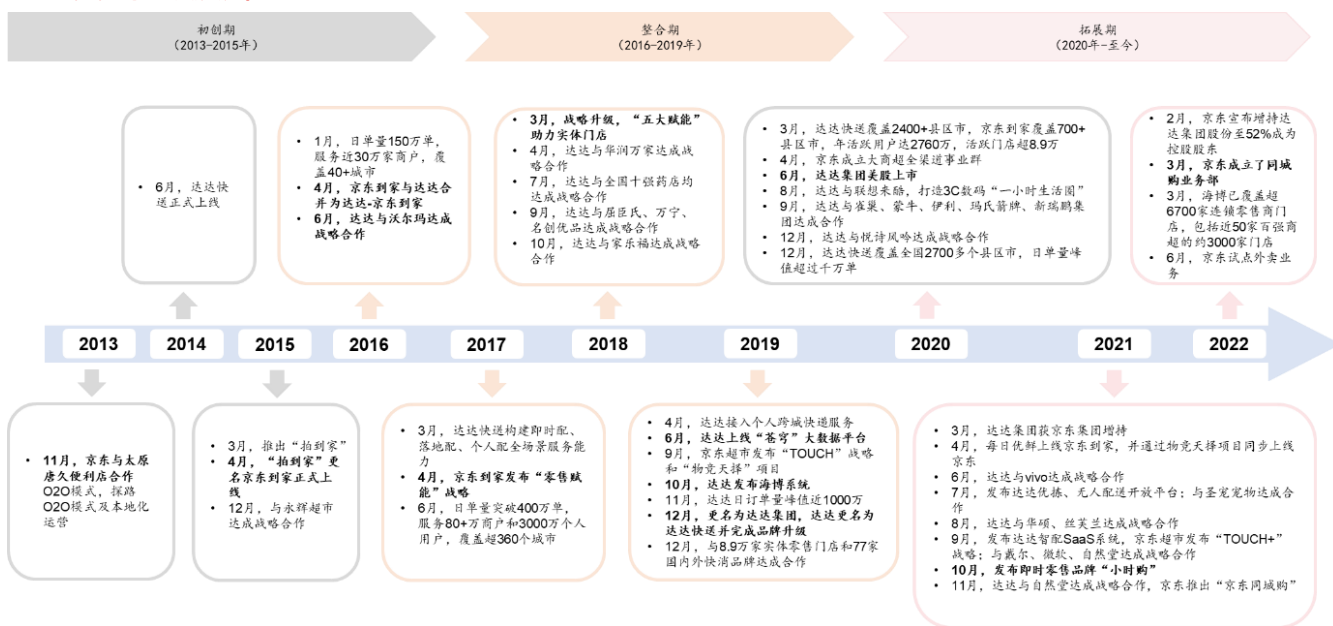
图 70: 2021 年京东到家, 美团闪购用户群体年龄分布	43
图 71: 2021 年京东到家, 美团闪购用户群体性别分布	43
图 72: 2021 年京东到家用户婚姻状况	44
图 73: 2021 年京东到家用户孩子状况	44
图 74: 京东到家、美团闪购客单价对比 (元)	44
图 75: 2021 年京东到家、美团闪购用户下单场景对比	44
表 1: 达达集团融资历史	7
表 2: 京东、沃尔玛投资达达大事记	9
表 3: 即时零售配送业务 VS 快递物流业务的模式对比	21
表 4: 2021 年近场电商主要平台对比	24
表 5: 沃尔玛占京东、京东占永辉已发行普通股比例变化	28
表 6: 高峰及非高峰时段订单不同组合对单均骑手成本的影响 (顺丰同城测算)	37
表 7: 骑手成本一定程度上有规模效应 (顺丰同城测算)	38
表 8: 核心经营数据预测表 (百万元)	46
表 9: 公司估值	46
表 10: 可比公司估值表	47

1 达达集团：领先的本地即时零售和即时配送平台

达达集团是中国领先的本地即时零售和配送平台。旗下达达快送是本地即时配送平台，以众包为核心运力模式，搭建起由即时配、落地配构成的全场景服务体系，旗下京东到家是本地即时零售平台，依托达达快送和零售合作伙伴，为消费者提供即时消费服务体验。

1.1 发展历程：同城配送起家，拓展即时零售

图 1：达达集团发展历程



数据来源：达达官网、公司招股说明书、公开资料，东方证券研究所

● 初创期：试水新业务模式，探路同城零售(2013-2015 年)。

2013 年 11 月，京东与太原唐久便利店进行 O2O 试点合作，2015 年 3 月，推出 3 公里内 2 小时上门的“拍到家”，这是一款生活服务类一体化应用平台，让大家完成“足不出户，便捷日常生活”。为利用京东知名度，4 月更名为京东到家正式上线，公司内部高度重视京东到家业务，成立独立全资子公司探索本地零售业务。

● 整合期：打造京东同城零售生态商流+物流闭环（2016-2019 年）。

整合期内，京东重点通过助力生态伙伴达达集团布局即时零售赛道，落实全渠道战略。2016 年 4 月，京东换取“达达-京东到家”47.4%的股份成为单一最大股东，京东到家与达达合并成为“达达-京东到家”，股权占比未过半数，京东到家亏损不并表。由于品控问题、骑手组织效率不高、亏损等问题，2017 年 4 月，京东到家以流量赋能（提高引流强度）、效率赋能（辅助拣货）、用户运营赋能（营销、货品优化）三大战略进行调整。2018 年提出“五大赋能”助力实体门店实现线上业绩突破与数字化升级。截至 2019 年底，公司与 8.9 万家实体零售门店以及 77 家国内外快消品牌达成合作，品类由传统的生鲜、商超拓展至医药、个护等。

● 拓展期：达达与京东深度绑定，自建业务全面开花（2020-至今）。

2019 年 12 月，“达达-京东到家”正式更名为达达集团，达达更名为达达快送，至此完成“零售+物流”的专业化布局，实现品牌升级。配送业务方面，达达承接京东商城的部分订单及京东物流落地配工作，同时京东云打造了行业首个跨平台电商与物流跨云双活解决方案，助力达达快送完成与京东到家、京东物流业务系统全线打通，保障达达在大促订单峰值期间能够实现短时高效送达。零售业务方面，2021 年 11 月，达达集团携手京东发布即时零售品牌“小时购”，并得到京东的大量引流。小时购被放置于京东 APP 右上角的“附近”频道，并在京东搜索、京东超市首页、领券中心和秒杀频道等拥有流量入口，同时推出“京东小时购”的微信小程序。2022 年 9 月，京东活跃用户约 5.88 亿，小时购业务的中长期目标是渗透 50%（2.94 亿）的京东用户；2022 年 3 月京东成立同城购事业部，任命何辉剑为同城购业务部负责人；2022 年，京东到家平台活跃用户数 7860 万；2022 年第四季度，京东到家总净收入 26.8 亿元人民币。

1.2 投融资：红杉中国领投，京东为第一大股东

前期作为众包物流商获多方投资，后期与京东到家合并后不断得到京东增持。达达融资历史分为两个阶段。第一阶段，达达作为具有前景的第三方众包物流商，服务于各类订餐平台，成立一年多的时间内，已成功对接饿了么、京东、百度在内的数百家 O2O 平台，拥有骑手 90 万，覆盖 40+城市，完成了 A-D 轮融资，成为行业独角兽。达达的融资阵容豪华，2014 年红杉中国独家完成天使轮和 A 轮投资，并连投四轮不断加持。2015 年，景林投资、昆仑万维、DST 等一线投资机构纷纷入场，多轮融资为达达的业务拓展提供持续的资金支持。第二阶段，达达与京东到家合并，双方实现业务互补，打造众包物流平台和 O2O 电商平台两大业务板块，合并后的三轮融资来源均来自京东及其关联方。2016-2018 年，达达集团获得了来自沃尔玛和京东的三轮战略融资，2020 年在纳斯达克成功上市，成为“即时零售第一股”。京东不仅是达达的战略合作伙伴，也是达达的第一大股东，上市时京东持有 47.4%的股份，2021 年初京东以 8 亿美元认购达达新发股份，至此京东持股占比 51%。2022 年通过 5.5 亿美元现金和战略资源投入，京东持股达 52%。达达也受到了沃尔玛的增持，双方在 O2O 渠道的基础设施、数据共享上的合作不断加深。

表 1：达达集团融资历史

序号	披露日期	交易金额	融资轮次	投资方	融资目的
1	2014/7/2	数百万美元	A 轮	红杉中国	业务拓展
2	2015/4/20	数千万美元	B 轮	红杉中国、景林投资	业务拓展
3	2015/6/18	1 亿美元	C 轮	红杉中国、DST Global、景林投资、昆仑万维	业务拓展
4	2015/12/31	3 亿美元	D 轮	红杉中国、DST Global	业务拓展
5	2016/4/15	2 亿美元	并购	京东到家	
6	2016/10/21	5000 万美元	战略融资	沃尔玛	双方业务资源优势互补，打造 O2O 本地物流和电商平台
7	2017/5/12	未披露	战略融资	京东集团	整合各自在 O2O 到家服务、物流和零售领域的优势，共同打造中国领先的生鲜商超线上线下相结合的零售模式
8	2018/8/9	5 亿美元	战略融资	京东集团、沃尔玛	三方进一步合力探索无界零售
9	2020/6/5	3.68 亿美元	IPO 上市	公开发行	扩大客群、技术和研发投资
10	2020/12/3	5.2 亿美元	公开增发	公开发行	市场推广、技术研发和公司日常运营
11	2021/3/23	8 亿美元	定向增发	京东集团	京东增持达达，进一步深化合作
12	2022/2/25	5.46 亿美元	定向增发	京东集团	京东增持达达，进一步深化合作

数据来源：天眼查，东方证券研究所

投资物流企业，完善基础供应链。2021年12月，达达集团对尚勋物流完成战略融资，全资收购尚勋物流，新股东为达达集团关联公司上海蔻勋物流有限公司。尚勋物流是一家道路货物运输服务商，主要业务包括道路货物运输、国内货物运输代理，同时还经营汽车新车销售、汽车旧车销售等。达达此次收购目的在于更好地开展快递配送服务，尤其是货运领域，完善供应链的基础设施，扩大业务范围。

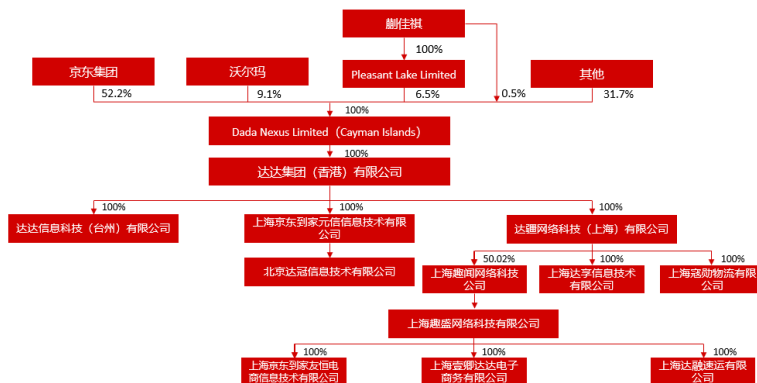
1.3 股权结构：京东多次增持，核心团队专业过硬

背靠京东、沃尔玛，京东为第一大股东并持续增股。IPO 前，公司大股东依次为京东集团、沃尔玛、红杉中国、DST，IPO 后，大股东分别持股 46.5%，10.2%，8%，8.1%。截至 2023 年 2 月 10 日，京东集团持股过半至 53.14%，沃尔玛持股 9.29%，Pleasant Lake Limited 持股 6.60%。2014 年 7 月，Dada Nexus Limited 在香港成立全资子公司达达集团（香港）。2014 年 11 月，达达集团（香港）在中国成立全资子公司上海达疆网络科技有限公司，运营即时配送平台达达快送。同月，达疆公司与上海趣盛有限公司签订合同，取得了其实际控制权，旗下有京东到家友恒电商、壹卿达达、达融速运三家子公司。达达集团董事会前主席和 CEO 蒯佳琪持有上海趣盛 87.3%的股权，联合创始人及 CTO 杨骏持股 2.7%，为公司的实益拥有人。2016 年 4 月起，京东开始与达达集团建立合作关系，达达收购京东到家的全部业务，运营 C 端商超 O2O 平台京东到家，同时向京东集团发行了普通股、优先股和购买优先股的认股权证，此后京东多次通过行权、直接投资等方式增持优先股。2020 年 6 月，达达集团在纳斯达克挂牌上市，招股书显示，京东集团对达达集团持股比例达 47.4%，为第一大股东，并于 2022 年 2 月进一步增持成为控股股东，双方合作进一步加深，有望进一步发挥协同效应，截至 2023 年 2 月，京东占达达集团已发行普通股数 53.14%。

对京东而言，并购达达集团有利于进一步补充京东的同城物流和即时配送运力，丰富零售渠道的多元性。一方面，全渠道战略是京东集团未来三大战略之一，而京东集团的全渠道业务虽然覆盖渠道广，但其线下零售模式的全渠道渗透率低。与达达集团深度绑定有利于其优化即时配送网络，打造即时消费的新增长空间。另一方面，达达快送京东落地配业务可以帮助京东主站在订单高峰时期（双十一、双十二，618 等）补充运力，分摊压力，相比高峰时期京东主站临时招聘运力日常再遣散运力，达达快送京东落地配业务很大程度上可以帮助京东主站“削峰”，保证高峰时期履约时效，并降低成本。

对达达而言，与京东集团合作能扩大业务空间，更好地应对行业竞争。无论是从营收、盈利和市占率，还是从订单密度、配送单价、活跃用户数等方面来看，与京东集团的合作能够给予达达集团在即时配送和本地生活领域强大的竞争力。

图 2: 达达集团股权结构 (截至 2023.01)



注：由于达达集团 2022 年年报未公布，无法获知最新数据
数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：京东、沃尔玛投资达达大事记

时间	投资详情
2016/4	京东到家与达达合并，股权占比达 47.4%
2016/10	沃尔玛 3.36 亿战略投资达达
2017/12	京东行权收购额外优先股
2018/8	京东投资 1.8 亿达达优先股；沃尔玛投资 3.2 亿
2020/6	达达上市，京东股权占比 47.4%，沃尔玛股权占比 9.9%（招股书数据）
2022/2	京东以 5.46 亿美元现金及若干战略资源作为对价增持达达，股权占比达 52%
2022/3	达达集团宣布 7000 万美元的回购计划

数据来源：公司公告，东方证券研究所

核心团队在配送领域和零售业态具备资深经验和专业素质。CEO 何辉剑先生于 2014 年加入京东到家，历任京东到家产研负责人、平台运营负责人、总经理等多个领导岗位，自 2018 年 4 月担任达达集团副总裁，并于 2022 年 8 月升任达达集团总裁。CTO 杨骏先生是达达集团联合创始人，公司成立以来一直担任首席技术官，杨骏先生负责达达集团的技术、产品、数据和公司战略。CFO 陈兆明先生自 2018 年 12 月起担任达达集团首席财务官，拥有丰富的财务工作经验。公司高级管理团队在物流、电商、零售、互联网、财务等方面具有丰富经验，利于公司物流和零售业务的拓展与创新。

图 3：达达集团部分高级管理团队

姓名	职位	学历	履历
何辉剑	董事、总裁	北京邮电大学电子科学与技术工学学士学位和计算机应用技术工学硕士	
杨骏	联合创始人、首席技术官 (CTO)	浙江大学计算机科学学士学位、卡内基梅隆大学计算机科学硕士和博士	  
陈兆明	首席财务官 (CFO)	复旦大学经济学学士	   
.....			

数据来源：公司官网，东方证券研究所

管理层变动或预示公司未来发展将向零售领域倾斜。2022 年 8 月 31 日，达达集团原总裁蒯佳祺辞任首席执行官和公司董事会主席，京东零售 CEO 辛利军将担任达达集团董事会主席。代表着达达集团业务核心有可能将由物流向零售转变。

1.4 商业模式：达达快送和京东到家

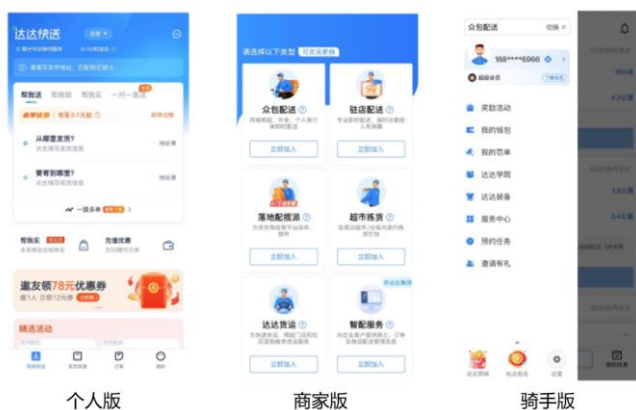
1.4.1 达达快送：高效同城配送，商户类型多样，订单量与收入稳步增长

达达快送提供便捷易用的平台，满足多方需求。达达集团是国内领先的同城物流与近场电商平台，以“万千好物，即时可得”为经营理念，旗下主要有达达快送和京东到家两款产品。达达快送分为个人版、商家版和骑手版，个人版提供“帮我送”、“帮我取”、“帮我买”、“一对一急送”服务，底部单独开设京东快递的 tab 位置，便于消费者直接下单。骑手版帮助骑手进行订单任务管理，骑手可根据自身情况选

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

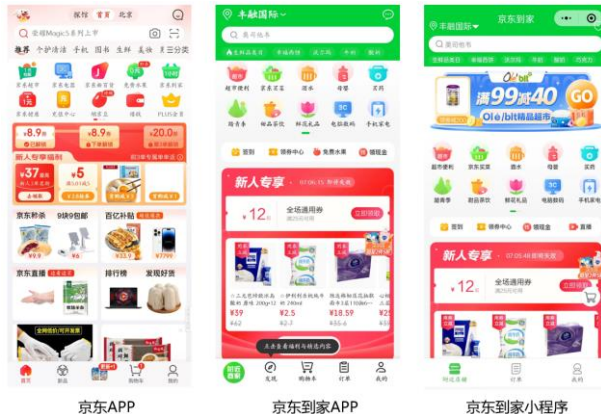
择不同配送类型、进行订单筛选、在达达商城购买基础设备等。京东到家主要包括京东到家 APP 和微信小程序，为消费者提供各种商品品类的即时零售服务。京东到家获得来自京东的多个流量入口，可以通过京东 APP 首页“京东到家”、首页的“附近”入口、“京东超市”与检索界面的“小时达”的入口进入，在京东微信小程序底部的“附近生活圈”和检索页面的“小时达”均设有京东到家的直达入口。

图 4：达达快送系列产品



数据来源：达达快送 APP，东方证券研究所

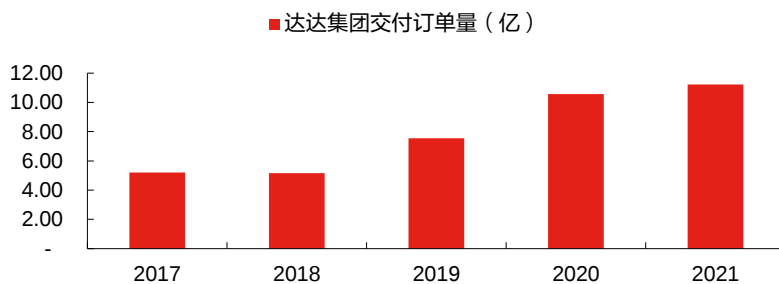
图 5：京东到家系列产品



数据来源：京东到家 APP，京东到家小程序，东方证券研究所

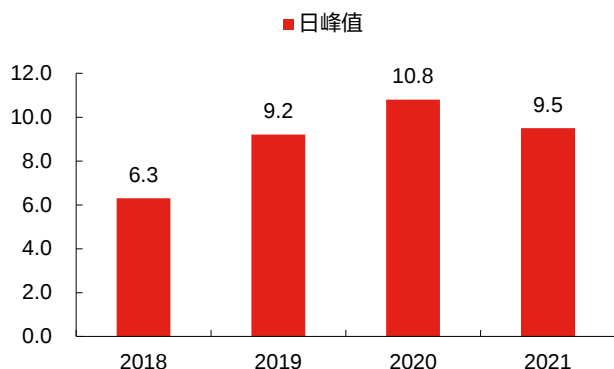
达达快送是中国领先的本地即时配送平台，2018 年至今，达达配送总订单量稳步提升，日峰值呈现增长态势。达达快送通过众包模式，提供即时配送服务与最后一公里配送服务，截至 2021 年底，达达快送的即时物流业务覆盖全国 1800 多个县市区，最后一公里配送服务覆盖约 2600 个县市区。达达快送和京东到家配送总订单量五年复合增长率为 16.63%，其增长得益于订单来源的多元性，京东到家也为达达快送贡献了大量的订单量，作为京东物流的补充运力获得了大量配送需求，2021 年，全年总订单量约 11.23 亿，同比增速为 6%。根据艾瑞咨询统计，2021 年达达快送在社会化同城配送的市场份额位居第一。达达快送日峰值从 2018 年至 2021 年迅速增长，复合增长率为 15%，预期未来有进一步增长空间。根据达达骑士 app 估测，2021 年，活跃骑手数量为 89 万，22Q4 业绩会报告显示，达达快送年活跃骑手数达到 100 万人。

图 6：达达集团配送总订单量



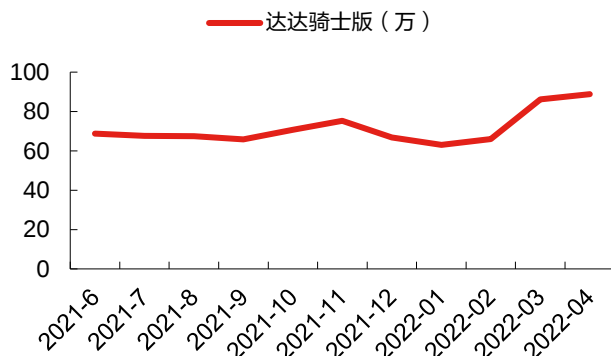
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：达达快送日峰值（百万）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：达达快送骑手月活跃数量

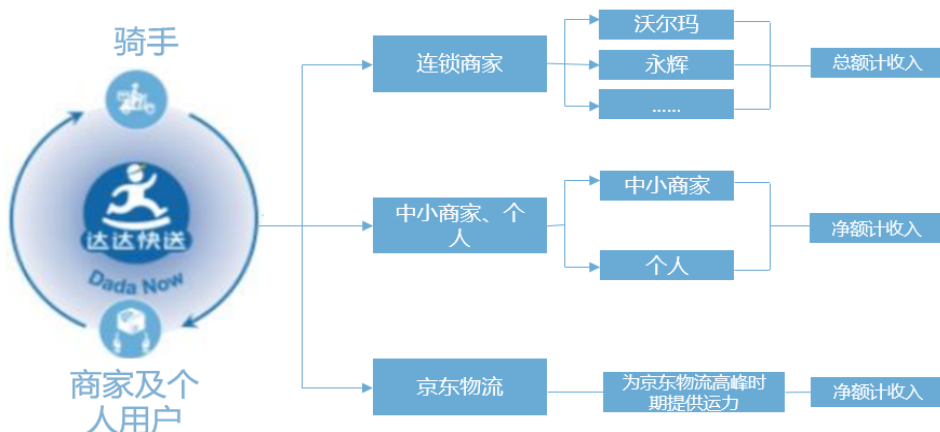


数据来源：Questmobile，东方证券研究所

业务条线方面，达达快送主要分为服务和销售，服务包括即时配（商家、个人）和落地配（物流公司）两种业务，销售主要向骑手出售送货设备。

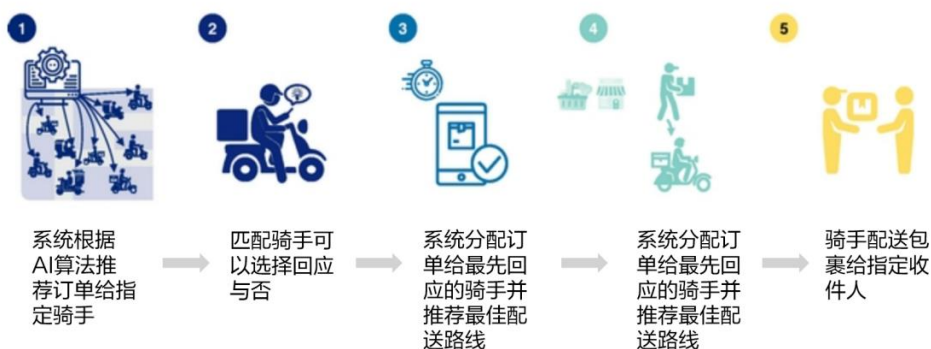
服务条线的主要客户为各种连锁商家、中小企业商家、个人，以及物流公司。连锁商家包括全国或区域性的大型连锁商户（如沃尔玛、永辉、华润万家等）和连锁经营店（如药店、餐厅和生鲜市场等）。达达为他们提供拣货和配送的服务，并根据其要求和偏好量身定制额外服务。中小企业商家一般为地域覆盖范围小的商家，如餐馆、花店和面包店等，达达为其提供本地即时配送服务。达达为个人提供三种服务类型，分别为帮送、帮取、代买。帮送可以由骑手在指定地点提取个人发件人的物品交付给收件人，帮取可以由骑手在收件人指定的地点取货交给收件人，代买可以由个人指导骑手在指定的商店帮其购买并交付。

图 9：达达快送履约模式



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 10：达达同城配流程



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

达达的落地配业务为传统电商物流提供最后一公里揽派服务。其中，京东物流占据了达达落地配业务的绝大部分，达达为京东物流提供最后一公里配送服务，尤其在周年庆、618 大促、双十一等促销期间补充运力。达达逐步扩大服务范围，服务多样化的商户类型。例如，达达为没有线下门店的商家（如在线面包店）提供最后一公里配送服务，直接从其分拣网点取货，快速交付给消费者。

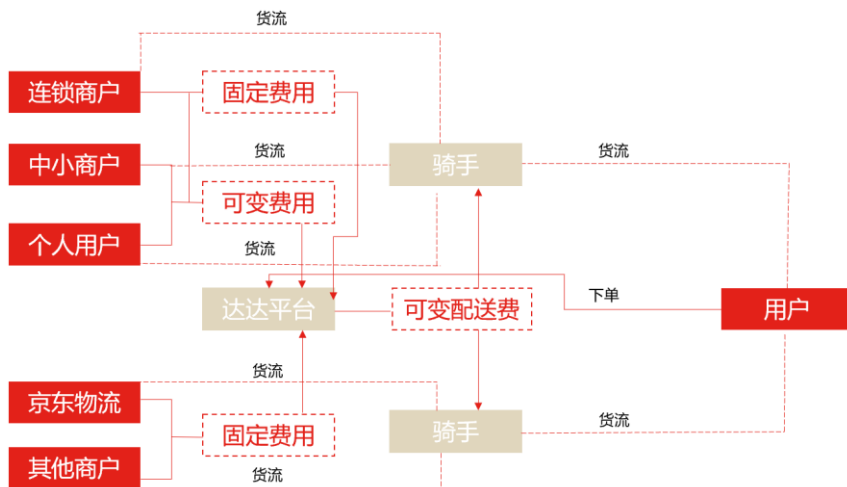
图 11：最后一公里配送流程



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

产品定价方面，对于即时配，达达采用两种定价模式，对于某些连锁商户，每个包裹附有固定费率，其他则根据地区、配送距离、包裹特征等算出订单费率。对于最后一公里配送，达达与物流公司协定最后一公里交付的定价。

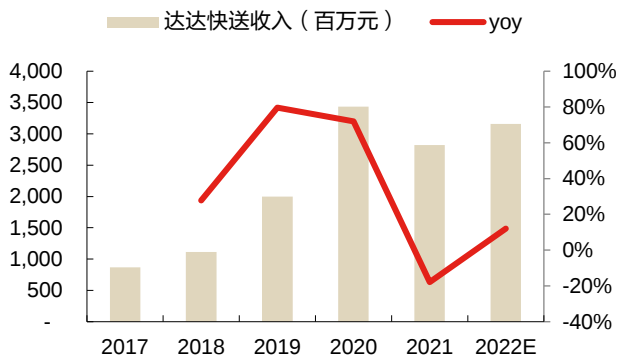
图 12：达达业务收费模式



数据来源：东方证券研究所绘制

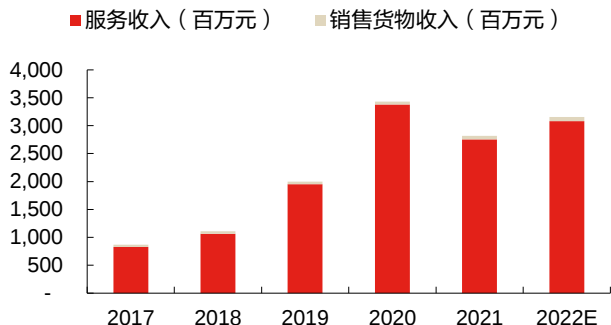
达达服务收入快速增长，销售货物收入占比降低。达达快送收入保持平稳增长的趋势，2022 年预计收入达到 31.58 亿元，同比增长 12%。达达快送收入端长期以来依赖于服务收入，是达达集团主要创收来源之一，主要包括落地配与同城配服务；另外，达达快送也会为骑手提供定制配送装备，但销售收入占比较少，2022 年占比约 2.38%。从收入同比增速角度看，服务收入增速较高，且仍有较大的增长空间；销售货物收入较为平稳，总值波动较小。达达快送业务结构不断改善，多业务协同发展。

图 13：达达快送收入及增速



注：由于只公布了 22Q4 季报，未公布 2022 经审计年报，因此 2022 年为 2022E
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：达达快送收入拆分



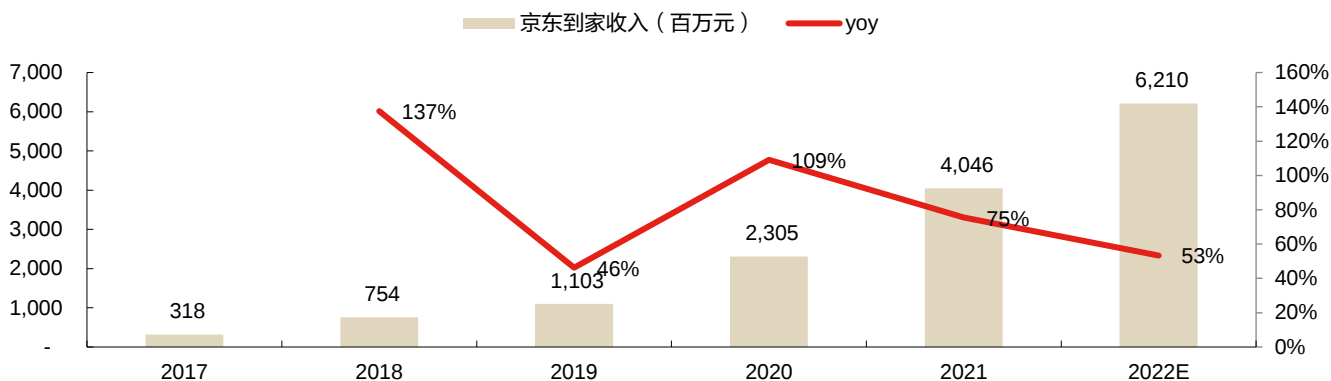
注：由于只公布了 22Q4 季报，未公布 2022 经审计年报，因此 2022 年为 2022E
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.4.2 京东到家：中国最大的平台型近场电商之一，收入增速快

京东到家是中国最大的平台型近场电商之一，GMV、活跃消费者数量快速提升，收入呈现明显的逐年增长趋势。目前已有超 22 万家线下实体门店入驻京东到家、京东小时购，平台合作门店涵盖超市便利、生鲜果蔬、医药健康、3C 家电等零售业态，覆盖区县达 1800 个。据艾瑞咨询数据显示，从 2019-2021 年，京东到家平台在商超 O2O 行业的市场份额分别为 21%、25%、27%，蝉联中国最大的本地零售商超 O2O 平台。京东到家背靠京东流量，不断与沃尔玛、永辉等大型零售商合作，为消费者提供一流的即时零售体验，快速扩张形成规模优势，京东到家收入与 GMV 实现持续快速增长。京东到家 2022 年 GMV 约 633 亿元，同比增长 47%，全年收入为 62 亿，同比增长 53%。京东到家 GMV 快速增长依托于活跃消费者的快速增长。受疫情影响，用户逐渐培养成了线上购物的习惯，京

东到家活跃消费者数量迅速增长，由 2017 的 0.07 亿人迅速增长至 2022 年的 0.79 亿人，2022 年同比增长 26%。

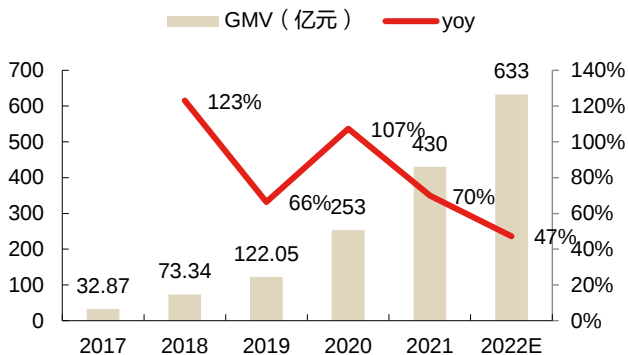
图 15：京东到家收入及增速



注：由于只公布了 22Q4 季报，未公布 2022 经审计年报，因此 2022 年为 2022E。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

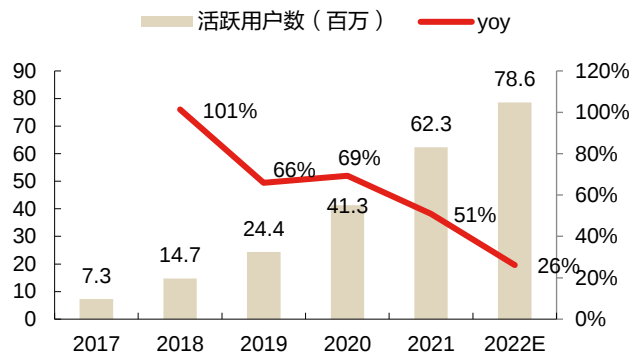
图 16：京东到家 GMV



注：由于只公布了 22Q4 季报，未公布 2022 经审计年报，因此 2022 年为 2022E。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：京东到家活跃用户数量



注：由于只公布了 22Q4 季报，未公布 2022 经审计年报，因此 2022 年为 2022E。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

业务条线方面，京东到家主要包括佣金、营销服务和履约服务三条业务，通过向零售商收取佣金，以及向品牌商提供在线营销服务和为消费者、零售商提供配送服务获取业务收入。

图 18：京东到家服务流程



访问平台 选择零售商 下订单 处理订单 帮助拣货 配送 送至消费者

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

京东携手达达继续助力传统零售数字化。1) 2019 年 9 月，京东超市发布“TOUCH 战略”，围绕用户运营、渠道、产品、价格竞争力、营销玩法五个维度，提出“精准全渠道触达”的理念；一年后，京东超市全面升级“TOUCH+”战略，并提出了“逛出美好生活体验的全渠道超市”的品牌主张，目标之一就是开放全渠道供应链和数字化能力，为品牌打造数字化解决方案。2) 2019 年 6 月，达达上线“苍穹”大数据平台，实现对订单情况、骑手运营的数据管理；2019 年 10 月，达达发布海博系统，给出“超市全渠道履约”解决方案，截至 2022 年，海博已覆盖超 9200 家连锁零售商店，海博系统正在持续渗透超市与便利店领域的同时，向母婴和宠物商品扩展；2021 年 7 月-9 月，达达发布达达优拣、达达无人配送开放平台以及即时配送系统（智配 SaaS 系统），截至 2021 年底达达优拣已覆盖约 500 个商超门店。

京东自建即时零售业务全面开花。

1) 从平台型业务看，2021 年 10 月京东发布即时零售品牌“小时购”，由达达集团全面承接；小时购被放置于京东 APP 右上角的“附近”频道，并在京东搜索、京东超市首页、领券中心和秒杀频道等拥有流量入口，同时推出“京东小时购”的微信小程序；22Q3 京东财报公布年度累计用户数已有 5.9 亿，小时购业务的中长期目标是渗透 50% 的京东用户。

2) 从自营型业务看，2018 年京东首家线下生鲜超市 7FRESH 开始营业，提出 3 公里内最快 30 分钟到家，2021 年新开业的 7FRESH 超市数量超过 20 家，门店现已覆盖北京、天津、廊坊、广州、深圳、成都等 12 个城市；2020 年 11 月，京东大商超整合升级旗下小时达、同城速配等业务，推出“京东全城购”业务，并在京东 APP 商品搜索列表页上线了“同城速配”、“小时达”标签，并与京东到家战略协同。

图 19：达达快送和京东到家相互关联

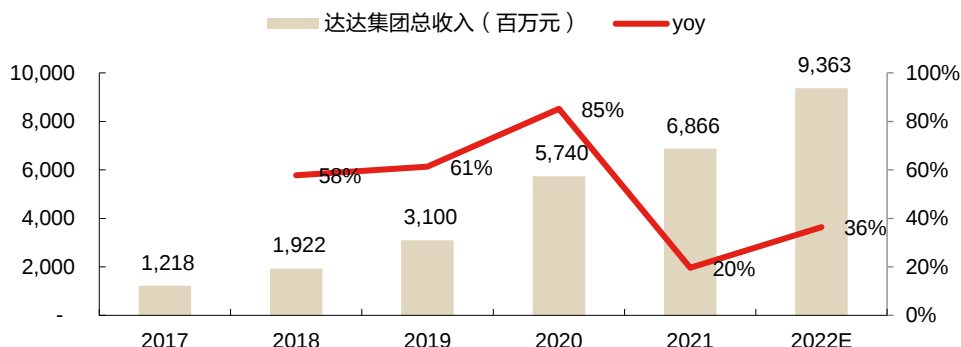


数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

1.5 业绩概况：收入增长成绩斐然，盈利质量未来可期

达达集团近五年总收入持续高速增长。达达集团呈现二元商业模式，京东到家和达达快送两部门均呈现稳定增长趋势，主要收入部门京东到家的收入高速增长，因此，达达集团总收入也逐年增长，2022 年预计总收入达到 93.6 亿元，同比增长 36%。

图 20：达达集团总收入及增长率



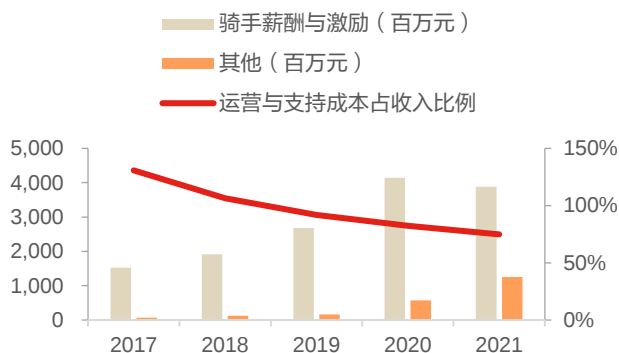
注：由于仅公布了 22Q4 季报，22 年经审计年报未披露，出于谨慎性原则，2022 年标注为 2022E。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

成本端规模经济作用显现，毛利率增长明显。整体来看，达达集团盈利能力持续改善，虽然骑手薪酬与激励等成本随着 GMV 的增长而呈现增长趋势，但得益于收入的高速增长，运营与支持成本占收入比例持续降低，业务的不断扩张带来的订单量增加而出现的规模效应凸显，毛利水平呈现增长趋势，2019 年扭亏为盈，2021 年同比增长 25%，2022 年预计毛利润为 36 亿元，同比增长 39%，盈利能力不断改善，未来仍有提升空间。

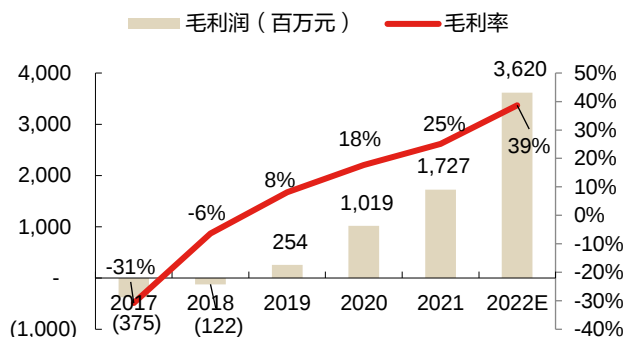
费用率持续优化，盈利能力改善，亏损持续收窄，仍有较大提升空间。得益于收入增长摊平管理费用和研发费用，规模效应与科技加持带来运营费用率、销售费用率的持续优化。达达集团管理费用率和研发费用率持续下降，销售费用绝对值增高，这主要是在京东到家部门投入的销售费用高，为增加客户量、吸引新客户而提供的消费者激励以及广告与营销投入持续增长，但得益于 GMV 和收入的增长，销售费用率年增长放缓，2022 年销售费用率预计为 50.7%，比上年度高出 0.8 个百分点，从季度看，22Q4 的销售费用率为 48.2%，较 21Q4 下降 2.6 个百分点，有改善空间。公司的调整前净利润仍然为负，2021 年由于销售费用增加导致亏损加重，2022 年有所改善，Non-GAAP 净利润率为 -14%，较上年提升 17 个百分点，在营销稳定后有向好趋势。

图 21：达达集团运营及支持成本及占收入比例



数据来源：公司公告，东方证券研究所

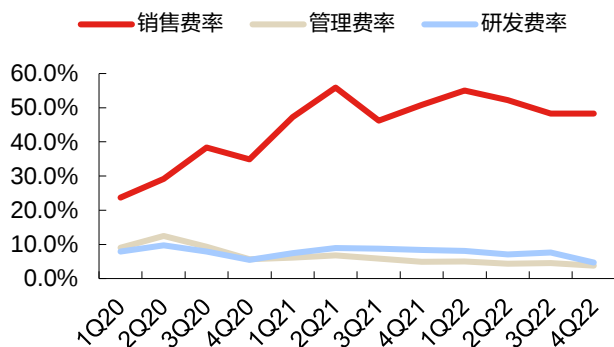
图 22：达达集团毛利润及毛利率



注：由于仅公布了 22Q4 季报，22 年经审计年报未披露，出于谨慎性原则，2022 年标注为 2022E。

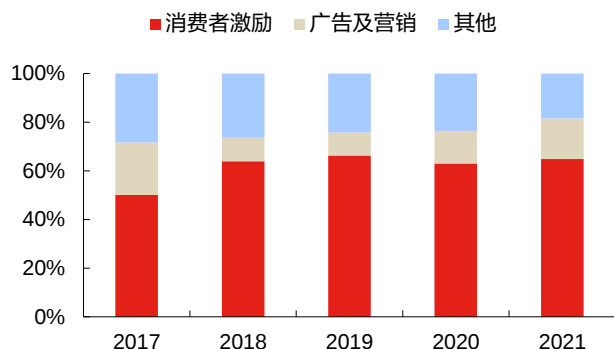
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：达达集团三费率率



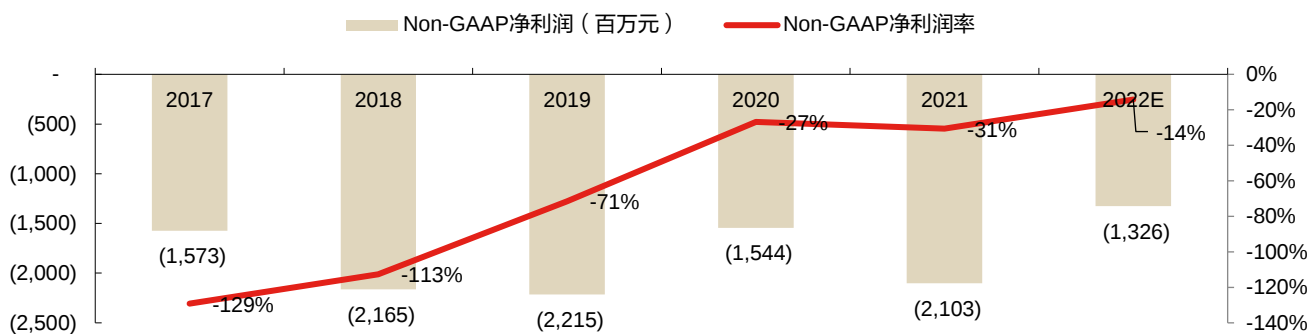
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：京东到家销售费用构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：达达集团 Non-GAAP 净利润及 Non-GAAP 净利润率



注：由于仅公布了 22Q4 季报，22 年经审计年报未披露，出于谨慎性原则，2022 年标注为 2022E。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

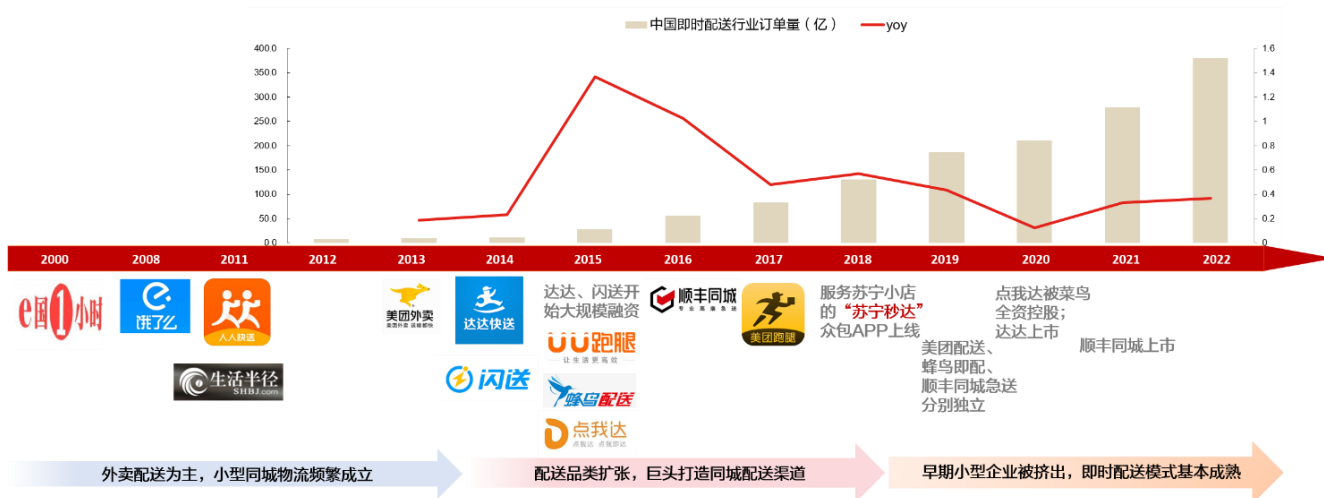
2 即时零售与即时配送：万物到家时代的重要赛道

在未来数字化零售领域，即时零售是零售产业链的上游，与即时配送链接，而即时配送是零售产业的履约方式，也是数字化零售的最后一个环节，直接与消费者链接。即时零售是即时配送的重要履约场景，成熟的即时物流体系是即时零售能实现万物到家的重要保障。抢占即时零售的蓝海市场有机会引领下一阶段零售业态的发展，预计即时零售业态将在未来维持高景气度。

2.1 行业历史：即时配送建设履约基础，即时零售向线上转化

总结：即时配送早期主要做外卖业务，逐渐发展出跑腿等场景，即时零售主要是平台类业务，因此分两个部分来分别介绍即时配送行业和即时零售行业的发展历史。

图 26：即时配送行业发展历程



数据来源：艾瑞咨询，公司公告等，东方证券研究所

即时配送：在我国的萌芽早于即时零售行业，即时配送行业由外卖、跑腿业务向全场景发展，能够满足更为多元的即时消费需求，推动即时消费行业实现“万物到家”。随着我国居民可支配收入不断提高、城市化进程持续推进，消费者对即时配送这种时效性强、便捷性高的配送服务的消费需求不断提升，即时配送由萌芽、爆发到现在步入专业化发展时期。

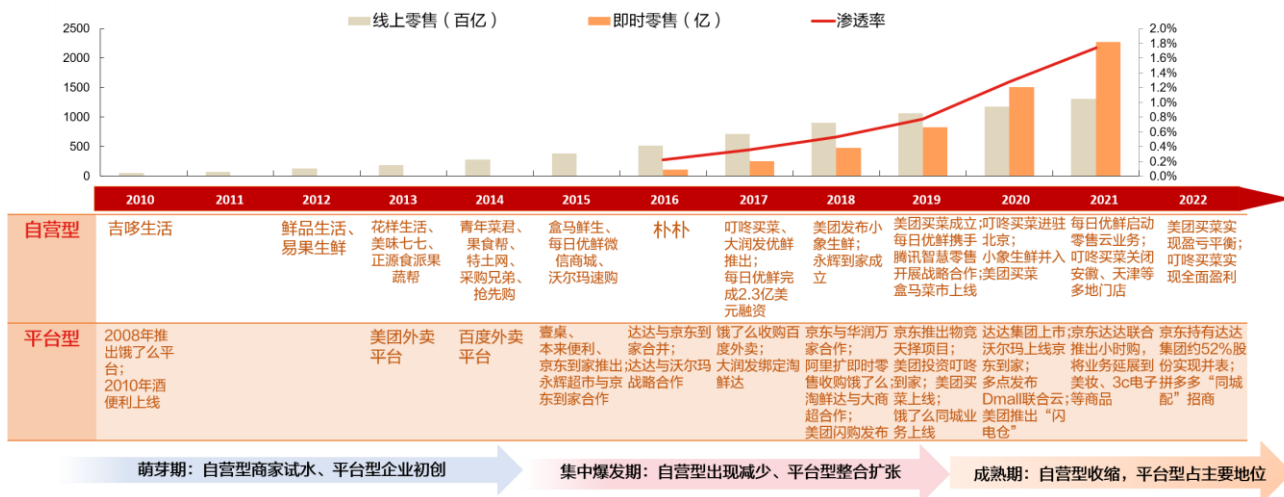
萌芽期：2013 年及以前，即时配送消费需求较低，配送平台以外卖平台为主，小型同城物流频繁出现。2000 年，电商网站“e 国”参考在美国承诺一小时内送达各类商品的 Kozmo.com，在北京推出了“e 国 1 小时”活动，迈出了中国即时配送行业初步尝试的一步，但当时“e 国 1 小时”的理念是比较超前的，民众的消费习惯还有待培养，且其派送商品的毛利不足，所需承担的成本较高，因此逐渐退出大众视野。此后几年出现的生活半径、人人快送等的商业模式也与该理念相似，此类小型的同城物流网站频繁出现，但发展状况与预期存在着差距，并未能发展壮大。2008 年，饿了么上线，2013 年，美团外卖上线，依托于自身的以餐饮外卖为主的即时零售平台，饿了么和团美的即时配送业务开始萌芽，餐饮外卖的配送是即时配送发展的起点和底盘。

爆发期：2014-2018 年，即时配送所涉品类扩张，巨头打造同城配送渠道。2014 年，达达快送、闪送成立，我国即时配送行业开始进入爆发期，这个阶段，前期的外卖业务为构建本地即时配送物流体系和刺激即时配送需求增长打下基础，即时零售规模的扩大加速了即时配送的订单增长，2017 年，美团上线了美团跑腿 APP，推出同城帮买帮送服务，外卖平台、电商平台、传统物流争相布局即时配送行业，同时也存在闪送、uu 跑腿、蜂鸟配送等平台直接通过个人业务起家入局即时配送领域，即时配送开始由“餐饮外卖”向“万物到家”发展。达达、闪送等通过大规模融资，扩大业务布局。

出清期：2019 年以来，即时配送模式基本成熟，早期的小型企业被挤出市场。美团配送、蜂鸟即送、顺丰同城分别独立成为各自生态下专门的即时配送品牌，2020 年点我达成为阿里生态的即时配送独立品牌，2020 年、2021 年内达达集团、顺丰同城分别上市，即时配送正式进入专业化发展阶段，即时配送业务的竞争逐渐演变为各生态系统的战略竞争，早期的小型即时配送商家发展空间小，逐渐被挤出。2020 年以后受疫情影响，生鲜商超等必需品类即时配送需求剧增，O2O 逐渐成为社会刚需，疫情加速即时配送进行转型升级。如今，即时配送整体发展势头正盛，但参与竞争的群体复杂多样，

外卖、电商、传统物流、创业系即时配送平台各自发挥优势争夺即时配送各细分场景，市场竞争格局暂未稳定。

图 27：即时零售行业发展历程



数据来源：CCFA、艾瑞咨询，晚点 LatePost 等，东方证券研究所

即时零售：是将线下零售转移至线上的高时效性到家消费模式，以强大的即时物流为履约基础向用户提供小时级乃至分钟级的线上消费、到家体验，属于典型的 O2O 业务。根据商务部发布的《2022 年上半年中国网络零售市场发展报告》，线上线下渠道趋向深度融合，即时零售、无接触消费和直播带货等新消费场景加快布局并保持发展势头。即时零售业态新颖，呈现全品类发展、消费场景扩大、市场空间广、巨头争夺份额的特点，整体趋势向好，但市场竞争格局变动有待观察。

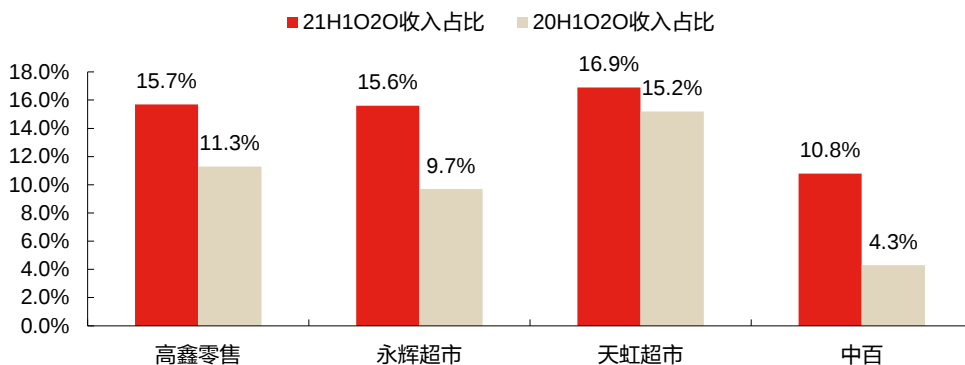
萌芽期：自营型商家与平台型商家相继出现，以外卖为主，有少数其他品类。自营型商家先出现，从外卖出发，即时零售行业的平台型企业自 2008 年饿了么成立开始初现苗头，2008-2014 年，即时零售平台以餐饮外卖业务为主，例如饿了么与美团，配送品类较为单一，但也出现了少数以酒类和蔬果生鲜为主要商品的即时零售平台，例如自营型的易果生鲜。

爆发期：2015-2019 年近场电商模式正式确立，即时零售行业涌进大批商家。2015 年后京东到家、盒马鲜生、每日优鲜、永辉生活等多家即时零售平台成立。从品类看，即时消费的品类也从单一外卖向商超、生鲜、药品、鲜花绿植等扩大，并分化出平台型和自营型两种商业模式。从竞争格局看，京东、阿里两大电商巨头布局即时零售。外卖巨头美团开始由餐饮进军零售，传统商超将线下本地零售线上化。2019 年结束，百度外卖、人人快递及大量小公司逐渐退出即时消费行业，竞争格局逐渐演变为阿里系、京东系、美团系、商超系、创业系企业瓜分大部分市场。

全品类、专业化发展阶段：2020 年以来，即时零售引领零售数字化浪潮，逐步向全品类拓展。2019 年 10 月，达达发布海博系统，可提供集商品管理、用户运营、活动营销、履约优化、数据看板于一体的全渠道数字化解决方案，助力零售商数字化转型降本增效和线上销售额的高速增长，这一举措推动了商超逐渐将线下本地零售线上化。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%。2021 年，美团推出“闪店仓”做 24 小时线上便利店，并为此架构了新的商家中台系统——百川系统，带动中小商家进入即时零售。2021 年 10 月，京东推出“小时购”业务，进一步将即时零售商品拓展到 3C 数码、药品、服饰内衣、礼品、家装等品类，疫情进一步稳定即时消费的全品类需求。此外，中心化平台即时配送业务的独立及第三方即时配送物流的不断丰富

也给予私域流量入局即时零售市场大量机会，百果园、瑞幸、全家等众多新零售模式企业借助独立的配送服务在即时零售领域占领局部市场。

图 28：传统商超逐渐将线下本地零售线上化



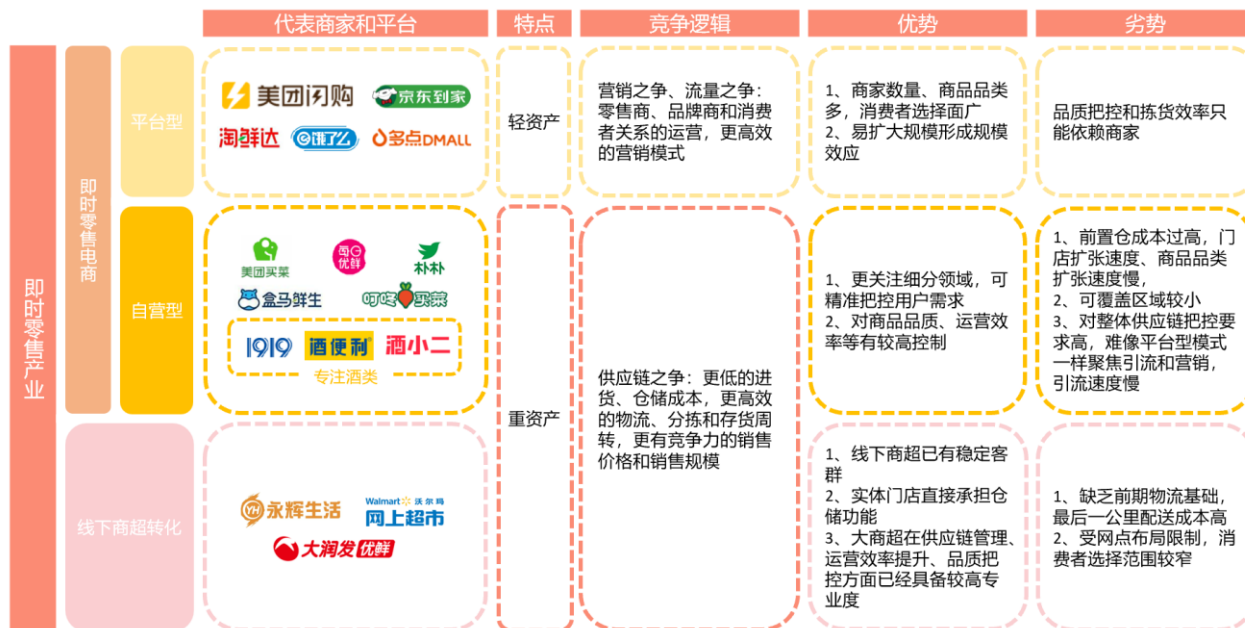
数据来源：CCFA，东方证券研究所

回顾历史，近场电商发展仍在路上。近场电商依托于线下店铺或前置仓发货，采用即时物流配送，具有物流距离、时间短，履约确定性强等特点。近场电商脱胎自生鲜电商，伴随着生鲜厂商对供应链模式的不断探索，生鲜产品的发货仓距离消费者越来越近。2015 年，京东到家正式上线，标志着近场电商模式的正式确立。此后大厂纷纷入局，近场电商行业规模迅速扩张，在渠道、品类、模式上不断拓宽。

2.2 行业模式：向全品类、全场景覆盖发展

2.2.1 即时零售两种模式：平台型争流量，自营型争供应链

图 29：即时零售行业商家分类、特点、竞争逻辑及优劣势



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

自营型即时零售深耕少数品类，重在供应链升级和经营效率提升。自营型为重资产运营，目前主要聚焦食品、饮料、生鲜、日用等传统的“超市品类”，通过自建供应链、提升仓储配送和提升拣货效率、减少流通环节等方式提升零售产业价值，以更优质的商品和更具竞争力的价格满足用户需求。自营型对供应链尤其是生鲜产品供应链把控要求较高，扩张成本大、扩张速度慢，且只能覆盖前置仓所在周边区域，但相比平台型能更精确把控用户需求、产品品质和经营效率问题。

平台型即时零售覆盖商家、商品范围广，重在维系供给端和需求端关系以扩大规模。平台型为轻资产运营，竞争逻辑是营销和流量之争，重点在于留住零售商、品牌商和扩大客户群体，以实现迅速扩张规模和抢占市场。平台型即时零售涵盖商品品类广、商家数量众多，甚至可实现全城商家覆盖和配送，相对而言可更全面地满足用户的消费需求，但平台自身在把控产品品质和提升拣货效率方面相对较困难。平台型的价值聚焦于优化本地商家获客履约环节，精准匹配供给端和需求端，帮助扩大供给和需求的实现范围。达达集团的京东到家业务部门属于平台型，因此本报告主要研究平台型即时零售。

2.2.2 即时配送模式：植根成熟的外卖配送网络，新场景正在拓展

履约模式是即时零售的重要履约基石，能进一步延长零售供应链，带动物流网络向纵向深延展，已成为生态战略竞争高地。履约端的重要价值主要在于为线上商家完成 O2O 商流闭环，为线下商家扩大经营半径，实现业务全城覆盖，充分释放消费需求。

与快递业务相比，即时配送在定价和履约方案上更加灵活，目标客户为时效敏感型客户，商业模式主要为轻资产运营，一般没有配置分拣中心、大型仓储场地等重大资产。即时配送与快递业务在时效性、规模效应、配送模式、配送距离方面的差异如下表所示。

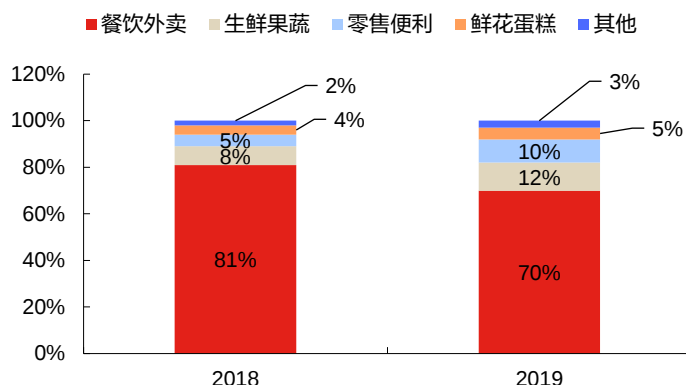
表 3：即时零售配送业务 VS 快递物流业务的模式对比

	即时零售	快递业务
时效性	半日达、小时达，甚至时效提高至分钟级	多日达、隔日达，同城快递可做到当日达
规模效应	规模效应弱，订单量增加单均成本不一定下降	规模效应强，订单量增加单均成本下降
配送模式	点对点配送，包括众包模式、自建模式、并单配送、专人专送	网络模式、仓配模式
配送距离	全城/商圈	跨城、同城

数据来源：东方证券研究所绘制

即时配送行业目前的发展趋势是：场景丰富度提升、市场规模和用户规模扩大、智能化程度提高，非餐各场景或成为第二增长点。餐饮外卖虽仍为即时配送订单主体，但非餐配送场景订单量和重要性在不断提升。2018-2019 年期间，餐饮外卖订单在即时配送行业各细分品类订单量占比呈下降趋势，2018-2020 各年度占比分别为 81%、70%。生鲜果蔬、零售便利订单量占比增幅较大，分别由 2018 年的 8%、5%增至 2019 年的 12%、10%。

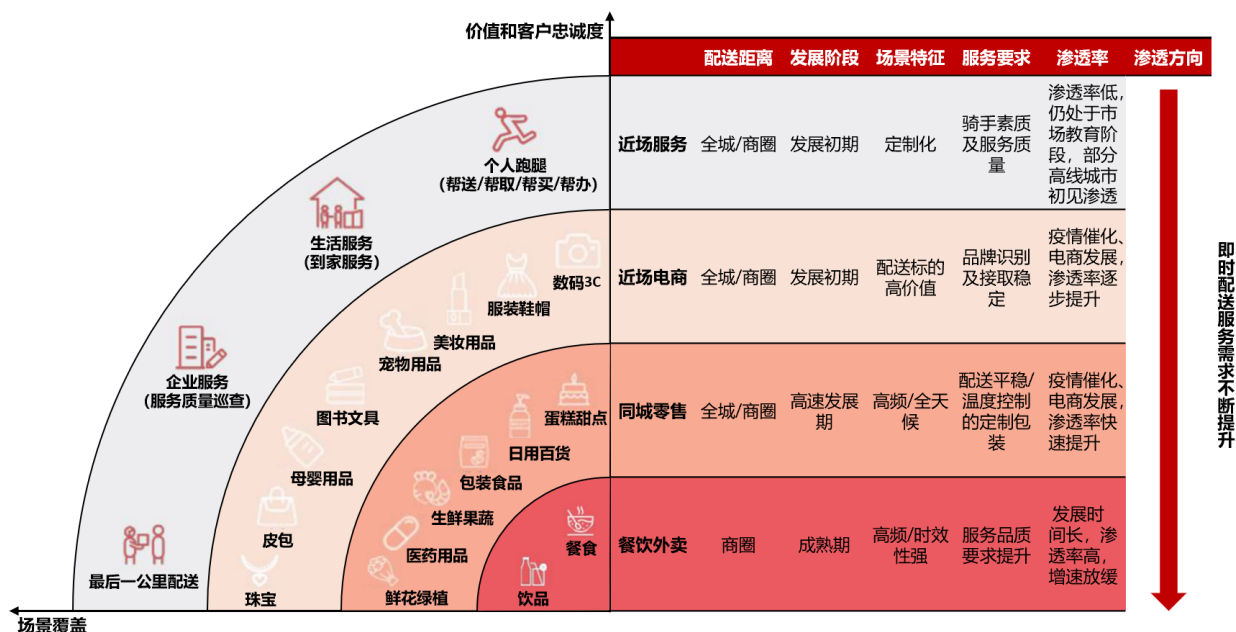
图 30：2018、2019 年国内即时配送行业各细分品类订单量占比



数据来源：《2019 中国即时配送行业发展报告》，东方证券研究所

餐饮外卖配送筑牢即时配送底盘，同城零售、近场电商、近场服务或成为第二增长点。按照本地市场消费需求划分，即时配送主要有四种场景：餐饮外卖、同城零售、近场电商、近场服务。餐饮外卖的配送是即时配送发展的起点和底盘，目前已处于成熟期，饮品配送正在拉动餐饮外卖配送显著增长；同城零售、近场电商以及近场服务的订单比例预计将继续增加并改变即时配送服务行业的格局。同城零售消费需求在全天各时段分布较均衡，预计未来将带动即时配送一日内各时段订单数量波动的减小，目前同城零售商超品类等高频刚需部分正向线上加速渗透，预计同城零售配送单量增长未来有望超越外卖订单；近场电商配送订单将增加即时配送的距离，并带来更多高价值物品的配送需求，从而提高单均配送价值，并且近场电商也解决了传统电商退换货不便的痛点，能够满足消费者对高频购买的和熟悉度较高的品类的在线购物需求，预计未来配送单量将持续增长；近场服务将为即时配送行业贡献更多个性化、定制化、高价值订单，预计将会带动即时配送行业创造更多消费场景，刺激产生更庞大消费需求。整体而言，即时零售行业消费结构正在从基本消费向服务和享受消费转变，消费需求从刚需商品逐渐拓展至非刚需商品，商品品类覆盖面积不断扩大；新时代的客户要求更个性化的消费体验，更多样化的消费场景正在拓宽消费需求，也带动了即时配送行业场景和品类的多样化拓展。

图 31：即时配送各项场景及其特点



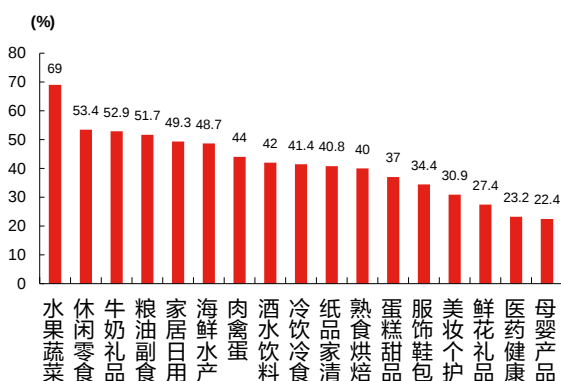
数据来源：顺丰同城招股说明书，艾瑞咨询，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.2.3 即时零售消费特征：全品类供给，全场景覆盖

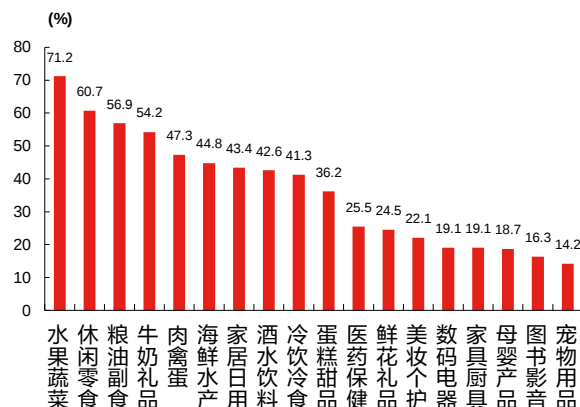
消费习惯逐渐养成，即时到家非餐品类丰富度提高，消费场景扩大。商超品类为目前消费者即时消费非餐品类中最常购买的品类，2020 年，中国即时到家消费者购买商超品类中的大部分细分品类占比相较 2019 年均有所提高，水果蔬菜、休闲零食、粮油副食、牛奶乳品、肉禽蛋、酒水饮料，分别达到 71.2%、60.7%、56.9%、54.2%、47.3%、44.8%和 43.4%；医药健康、母婴产品等虽然渗透率较低，但未来发展潜力较大；数码电器、家具厨具、图书影音和宠物用品为 2020 年即时消费新品类，有望继续扩大购买规模。伴随生活和消费的快节奏化，“懒人经济”不断发展，即时到家消费习惯逐渐养成，加上即时消费品类丰富度提高，消费者选择范围变大，使得消费场景不断扩大。根据艾瑞咨询《2021 年中国即时零售行业研究报告》的数据，“不愿意出门/跑远路，选择线上购买送货到家”、“天气恶劣，不想出门”、“时间紧急，不方便外出购买”是 2020 年即时零售的主要消费场景。

图 32：2019 年中国即时到家消费者购买品类



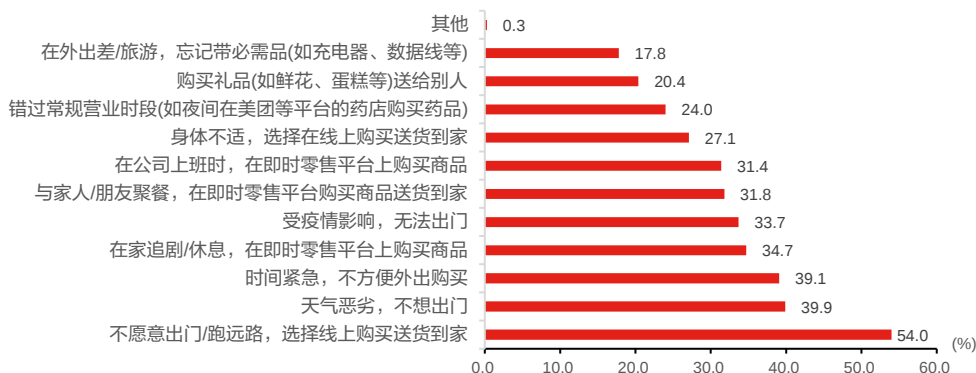
数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 33：2020 年中国即时到家消费者购买品类



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 34：2020 年中国即时零售消费场景

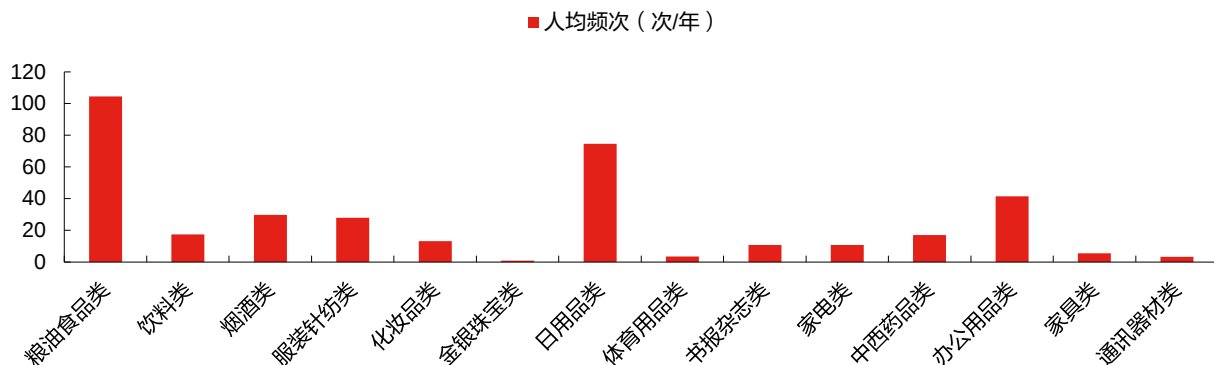


数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

聚焦高频消费，商超、便利店业态将是市场规模扩展的主要力量。近场电商本质是提升购物便捷性的消费升级，价值增量依附于商品服务而非商品本身，越是需要高频购买的商品越有助于实现近场电商的价值。我国居民购买频次最高的商品是粮油食品类，与近场电商模式最先出现于生鲜领域相印证。除生鲜外，日用品类、办公用品类商品的购买频次均明显高于其他。据此，预计超市、便利店渠道的

近场电商将是未来市场规模扩展的重要力量，此外，我们预测，近场电商各渠道中的药店、花店、母婴店、数码店的市场规模和渗透率也将持续增长。

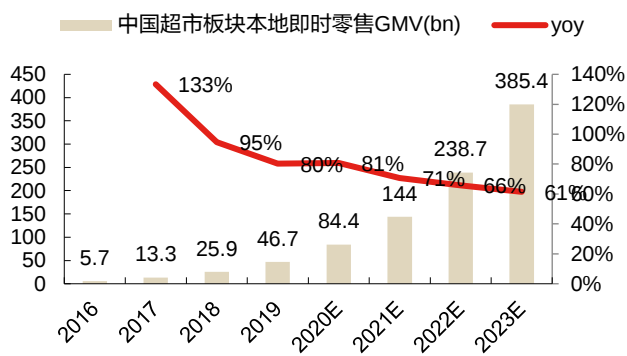
图 35：2021 年我国不同品类商品购买频次



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

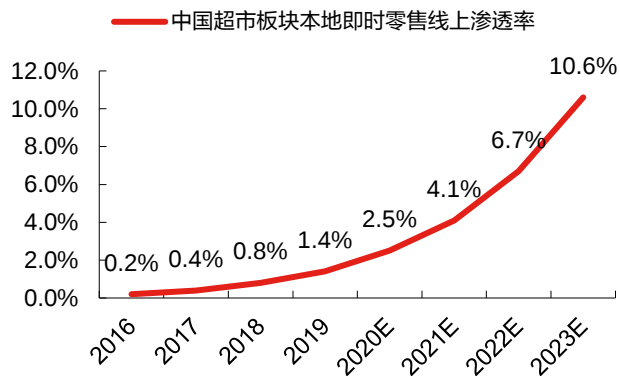
超市板块市场规模不断扩大，线上渗透率上涨速度加快，未来发展空间广阔。2021 年，近场电商主要平台中的美团闪购和京东到家的主要渠道均包含商超。根据达达集团招股说明书，中国超市板块本地即时零售 GMV 由 2016 年的 57 亿元增长至 2019 年的 467 亿元，预期到 2023 年中国超市板块本地即时零售 GMV 将增至 3854 亿元，2016 年至 2019 年超市板块本地即时零售线上线下渗透率由 0.2% 增长至 1.4%，预期从 2020 年至 2023 年渗透率快速攀升，未来仍有较多增长空间。

图 36：中国超市板块本地即时零售 GMV 及 yoy



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 37：中国超市板块本地即时零售线上渗透率



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

表 4：2021 年近场电商主要平台对比

近场电商平台	美团闪购	京东到家
主要渠道	小型商超、便利店	大型商超、数码店
主要消费群体	30 岁以下用户	30 及以上用户
消费目的	应急需求为主	日常采购、囤货
消费场景	写字楼等丰富场景	高度集中于住宅/小区
客单价 (元)	71	192

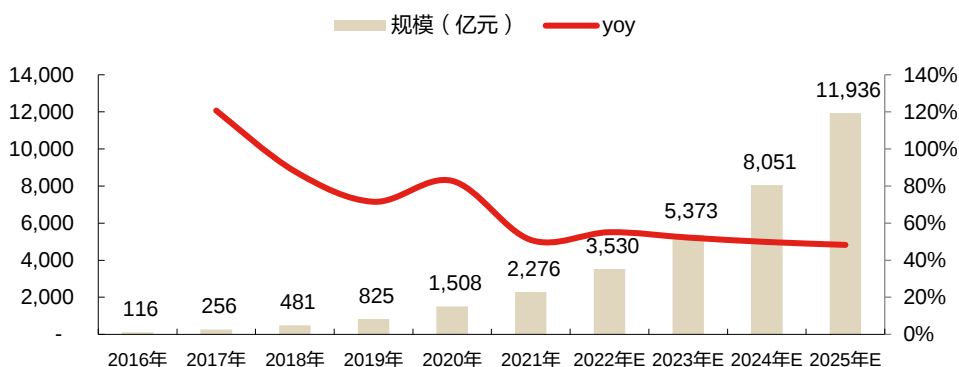
数据来源：O2OMind，美团研究院，达达集团等，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.3 发展趋势：未来市场空间广阔，竞争中达达位于头部梯队

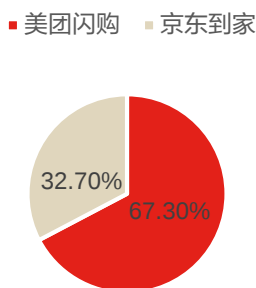
根据 CCFA 的数据，即时零售平台模式规模由 2016 年的 116 亿元增长至 2021 年的 2276 亿元，呈快速扩张趋势，预计在 2025 年，规模将突破万亿元。同时，根据上文中对即时配送行业的分析，即时配送行业的消费场景正在扩展，市场规模和用户规模有扩大的趋势，未来发展状况乐观。京东到家和达达快送分别是即时零售行业和即时配送行业的领先者之一，在竞争格局中位于头部梯队，未来发展市场空间广阔，有较大的增长潜力。

图 38：2016-2025 年中国即时零售开放平台模式规模



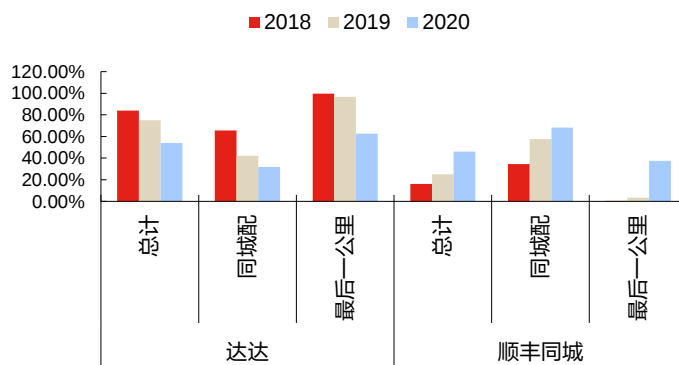
数据来源：CCFA，东方证券研究所

图 39：2022 年美团闪购、京东到家相对市占率



注：按美团闪购、京东到家两家 GMV 加总为 100% 测算相对市占
数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

图 40：2018-2020 年即时配送行业达达与顺丰同城相对市占率



注：按达达、顺丰同城两家单量加总为 100% 测算相对市占，其中达达 KA、SME&C2C 合并为同城配，以便和顺丰同城可比
数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

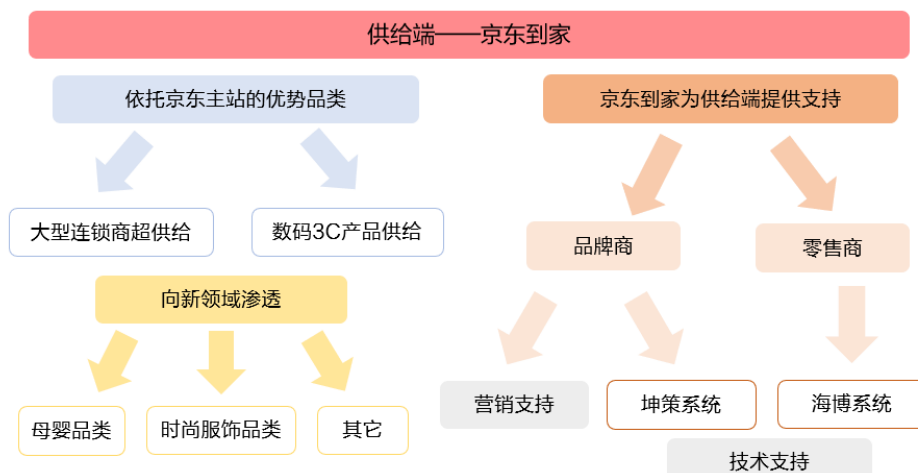
3 供给侧：延续京东主站品类优势，渗透新品类

总结：品类端，背靠京东、自身早期策略及差异化用户心智，京东到家优势品类明显。1) **连锁品牌，大型商超**：京东主站具有良好的商超资源，和众多大型连锁商超保持战略合作，京东到家早期也是从商超品类起家，目前京东到家与大多数头部连锁商超达成合作，并向区域性零售商拓展。**京东到家在大型连锁超市供给上优势明显，且连锁商超的优势在达达快送 KA 商户上也有延续，两业务协同商户；**2) **数码 3C+电器**：依托于京东主站供给资源和用户对平台电子产品高品质的认可，京东到家在数码 3C 产品上优势明显。3) **其他新品类**：京东到家根据用户画像，挖掘新消费需求，向母婴、服饰等品

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

类继续渗透，向全品类发展目标迈进。**商户端，1) 品牌商**，京东到家连接品牌商及零售商两端，适合为品牌做营销推广。京东大家向合作品牌商提供促销渠道支持，通过 IP 营销模式等方式助力合作品牌知名度的建立，同时也提供坤策系统技术支持，帮助商家更高效地实现门店级的供给和销售管理。**2) 零售商**，数字化赋能商户，通过海博系统等帮助商户做商品库存、营销、履约等全链路服务，提升商户运营效率。

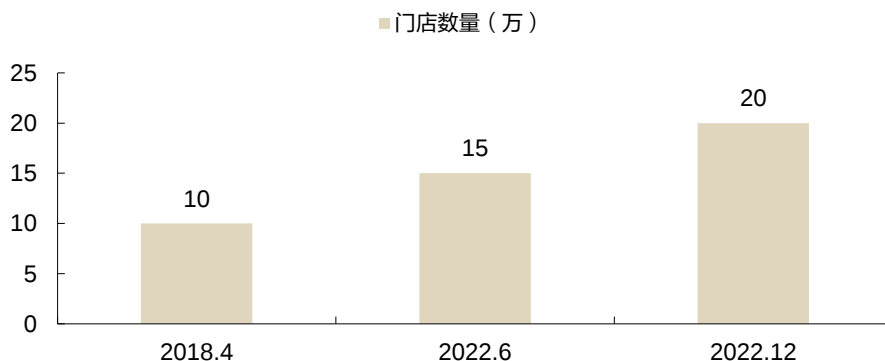
图 41：京东到家通过商超、品牌供给渠道形成独有优势，针对性满足消费者需求



数据来源：公司公告，东方证券研究所绘制

京东到家持续丰富供给，总门店数持续增长。从品类上看，从生鲜快消品类（店铺类型对应商超）向更丰富品类延申。根据京东 2020 年发布《唯快不破，全面开花》报告，2020 年京东“小时达”业务订单量 TOP5 品类包括食品饮料、生鲜、家庭清洁、个人护理等生鲜快消品（核心品类），同时，手机通讯，美妆、服饰、母婴等其他品类也增长迅速。从门店上看，2022 年双 11 购物节，已有超 20 万家线下实体门店入驻京东到家、京东小时购，京东到家业务覆盖全国超 1800 个县市区。分类型门店：2023 年 3 月中旬，3C 数码品类已上线门店超过 17000 家，母婴专营店近 5000 家，美妆门店上线超 4500 家。

图 42：2018-2022 年京东到家人驻实体门店数（万）



数据来源：达达黑板报，东方证券研究所

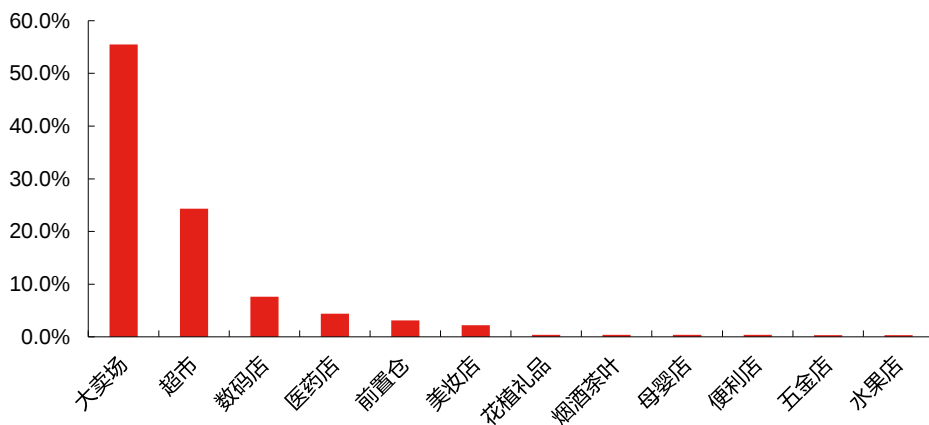
京东到家在连锁及品牌合作上有优势。先后与数码 3C（联想来酷、华硕、微软、vivo、戴尔）、休闲食品（雀巢、蒙牛、伊利、玛氏箭牌）、美妆个护（悦诗风吟、完美日记、自然堂、丝芙兰）、宠物用品（新瑞鹏集团、圣宠宠物）达成战略合作。

看整体，京东到家品类丰富，门店持续增长，连锁及品牌合作占优，接下来我们分京东到家优势品类及机会品类来看。

3.1 优势品类：连锁商超、数码 3C 及电器优势稳固

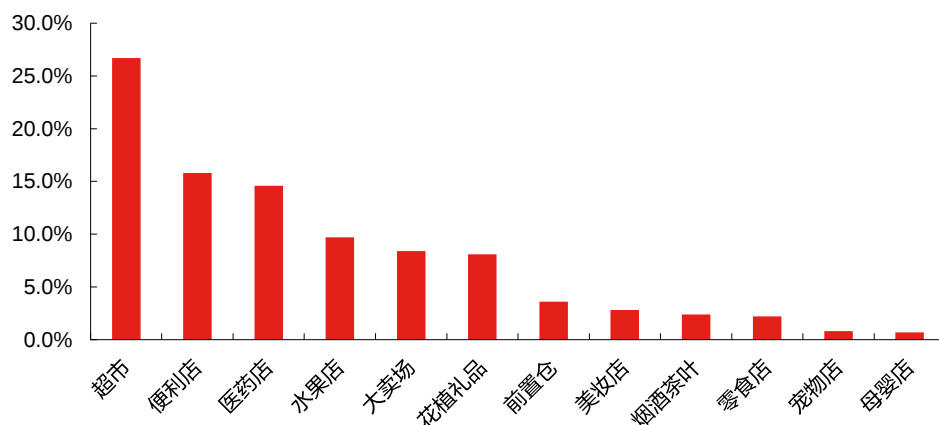
背靠京东主站资源、京东到家发展策略、用户心智三者联动，京东到家在连锁商超及数码 3C 上优势明显。横向对比，根据 O2Omind 数据，22Q1 京东到家分店铺类型营收占比中，最大的是大卖场（大型超市）、超市，其次就是数码店。对比美团，从店铺营收占比看美团闪购多与中小商家合作，且店铺集中度更分散一些，22Q1 美团店铺营收占比前三分别为超市、便利店和医药店，共占比 57.1%，京东到店铺营收占比前三分别为大卖场、超市、数码店，共占比 87.4%。（注：此处口径和达达集团业绩会披露有所不同，仅用于京东到家及美团闪购横向对比）

图 43：2022Q1 京东到家各零售店铺营收占比



数据来源：O2OMind，东方证券研究所

图 44：2022Q1 美团闪购各零售店铺营收占比



数据来源：O2OMind，东方证券研究所

连锁超市方面，京东主站与大型连锁商超，例如沃尔玛、永辉，在股权关系和战略合作方面一直保持着良好的联系，合作进程稳定发展。京东到家早期以商超品类起家，并与京东主站协同紧密合作，在大卖场、超市业务上发力，从头部连锁商超向区域连锁渗透，22Q4 已经与百强连锁超市榜单中九成签约合作，同时也与银川新华百货等区域领先商家达成合作，进一步丰富本地供给，22Q4 业绩会披露，京东到家分品类 GMV 占比中，商超占 53%。看行业，京东小时购、京东到家在超市 O2O 平台市场份额第一，对比美团闪购和京东到家，头部大卖场营收在京东到家平台更高。此外，不仅是京东

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

到家，达达快送在连锁商超合作商也优势明显，且京东到家和达达快送 KA 商户可以相互转化，通常在京东到家上线的连锁商超在做私域流量（超市自营微信小程序，app）时通常会选择达达快送做履约，达达快送 KA 订单中 60%是商超。

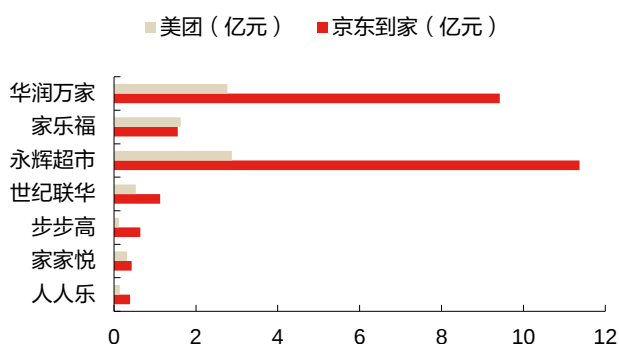
表 5：沃尔玛占京东、京东占永辉已发行普通股比例变化

时间	2020.6	2020.12	2021.2	2021.12	2022.3	2023.2
沃尔玛占京东已发行普通股比例	10.68%	10.16%	10.10%	10.24%	9.10%	9.29%

时间	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2022.10
京东占永辉已发行普通股比例	6.43%	6.43%	7.74%	8.11%	8.11%

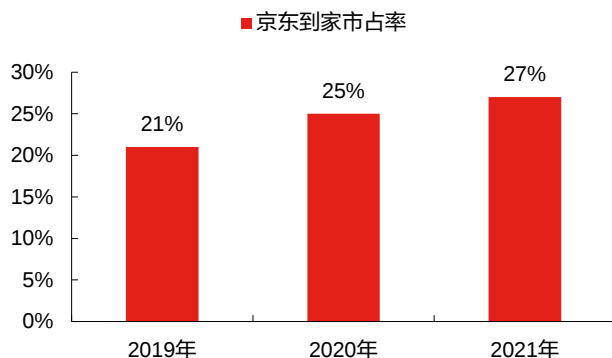
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：2022Q1 大卖场到家平台营收



数据来源：O2OMind，东方证券研究所

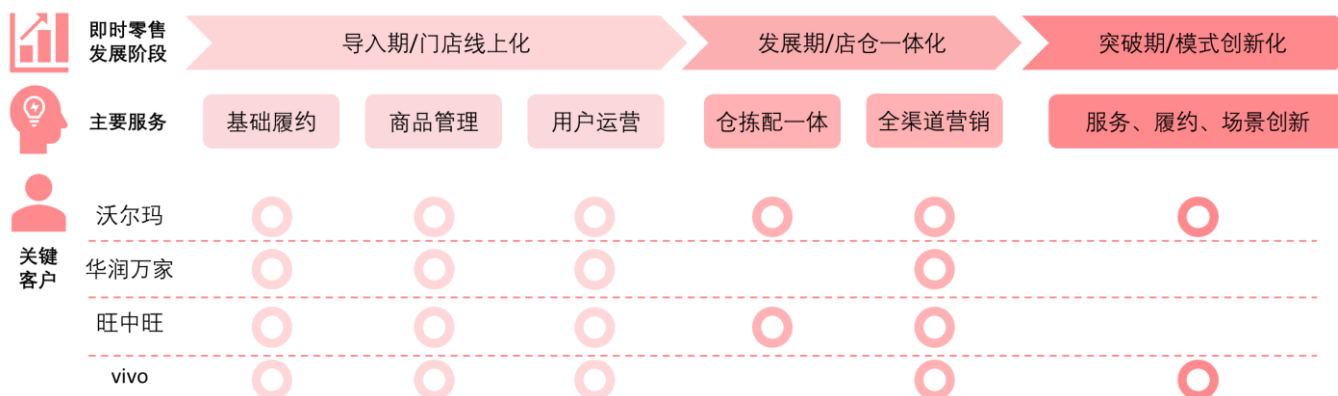
图 46：2019-2021 年京东到家中国本地零售商超 O2O 市占率



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

数码 3C 方面，京东主站的 3C 数码品牌口碑良好，例如，微软京东自营官方旗舰店已有逾 1500 万人关注，其销量领先的产品好评率较高，除购买后的用户评价外，京东还在搜索结果页设置了“口碑”栏，为消费者提供更多的买家使用体验分享，庞大的粉丝规模与良好的口碑评价展现出京东主站 3C 数码品类优势稳固，消费者心智强。背靠主站资源，数码 3C 品类已成为目前京东到家平台上增长最为迅速的品类之一，截至 2022 年底，已有超过 49000 家 3C 数码门店上线京东小时购业务。3C 家电品类尤其在手机子品类方面，京东到家表现优秀。2022 年 9 月，京东到家成为 Apple 新品唯一预售的第三方平台，平台上超过 2600 家 Apple 授权专营店销售 iPhone 14 系列，开售首日 iPhone 14 系列的完单 GMV 同比 iPhone 13 系列首销日增长超过两倍。除数码 3C 外，京东到家的家用电器品类同样表现优秀，22Q4 业绩会披露，22Q4 家用电器 GMV 同增超四倍，京东到家分品类 GMV 占比中，消费电子和家电占 43%。

除背靠京东主站优势以外，京东到家与连锁商超、3C 渠道展开多层次、多维度合作，吸引商家合作，加强粘性。京东到家根据即时零售渠道线上化发展阶段和需求的差别，在履约端、运营端、营销流量端提供针对性的、与商家业务和发展适配的支持。对尚处于线上业务导入期的客户提供门店线上化服务，打通履约路径，商品管理和用户运营的数字化。对发展期客户提供全渠道营销服务与履约流程整合，形成仓店一体化，使即时零售与线下业务相互融合并高效运营。对突破期用户在发展期基础上关注商业模式创新赋能，例如结合直播电商与即时零售，线上种草下单后一小时内即达，大幅提升直播购物体验，有效促进销售转化。

图 47：京东到家对大型商超与 3C 数码店提供多维度多层次服务


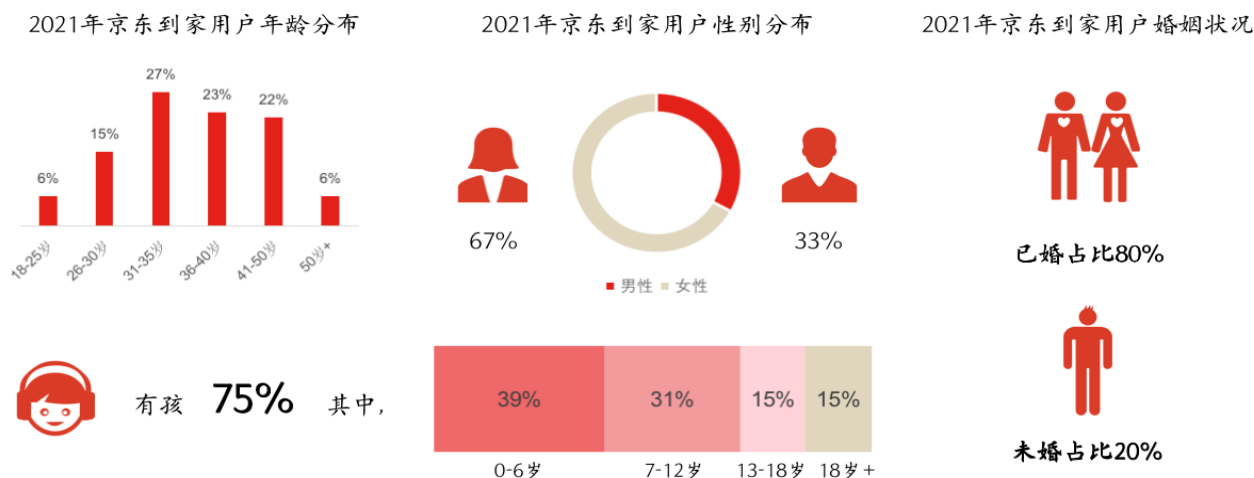
数据来源：《即时零售开放平台模式研究白皮书》，东方证券研究所

好处有什么？得益于商超品类及数码 3C 品类优势，京东到家客单价相比竞品客单价更高，高客单带来的好处是即使维持低抽佣率的情况下，单均佣金收入也表现好，摊薄费率，UE 有望表现更好。同时，客单价高也为给头部客户做佣金让利提供了空间。此外，京东到家同时对接大型商超渠道及品牌商，更适合做品牌营销推广（具体见 3.3 分析）。

3.2 机会品类：匹配用户画像，战略协同，挖掘母婴及服饰新需求

母婴品类作为核心机会品类，与京东到家用户画像匹配。母婴品类目前各玩家表现接近，根据 O2OMind 在 2022 年 Q1 的数据，京东到家母婴店业态店铺营收占比 0.4%，美团为 0.7%，饿了么为 0.6%，三者较为接近。从用户画像来看，符合母婴消费群体。2021 年，京东到家画像特征为已婚有孩中年用户，消费者中 30 岁以上用户占 79%，已婚用户占 80%，女性用户占 67%，有孩用户占 75%，其中 70% 的用户子女年龄在 12 岁及以下，相比美团未婚、一人家庭的特征有明显差异，在母婴品类上具有用户优势。京东到家积极布局母婴赛道，取得成效。截至 2022 年 3 月，京东到家平台上销售母婴商品的门店超过 4.5 万家，占平台总门店数近 1/3，覆盖全国超 1700 个县区市，已有超 4000 家母婴专营店上线京东到家和小时购。根据 22Q4 业绩会报告，22Q4 京东到家继续深化与头部母婴连锁商家的合作，京东到家用母婴门店 GMV 同比增长了三倍多。22 年双十一期间，乐友、孩子王、爱婴室等母婴专卖店同比增长均超 250%。即时零售渠道在保障商品品质的同时，配送更快，体验更好、更方便，切中宝妈宝爸们“分身乏术、时间紧张”的痛点需求。京东到家在需求、供给两侧具备一定竞争优势，在即时零售平台母婴消费中将持续发力。

图 48：2021 年京东到家用户画像



数据来源：达达集团，京东大数据研究院，东方证券研究所

图 49：达达快送骑士在孩子王母婴专卖店取走京东到家 11.11 订单



数据来源：公司新闻，东方证券研究所

京东到家向时尚服饰品类的渗透与京东品牌战略发展不谋而合。京东主站以数码电器起家，早期男性用户居多，近几年将增量锚点放在女性群体，通过整合电商品类生态，提升女性用户比例，打造悦己消费增长点。因此，京东拓展美妆、服饰等品类，目的在于淡化数码电器标签，吸引更多女性用户、新用户选择京东。而京东到家在服饰品类供给上也有扩充，京东到家从运动服饰进一步拓展到日常服饰，与迪卡侬等既有合作商家加深合作的同时，新签约海澜之家等商家。22 年 Q3 服饰商家 GMV 同比增长 8 倍。22 年双十一仅“开门红”期间，迪卡侬在京东到家、京东小时购销售额就同比增长了 10 倍，彰显了京东到家在“京东新百货”战略下较为有效的拓品能力和销售势头。

3.3 平台策略：电商思维做近场，品牌营销见成效，商家赋能增强粘性

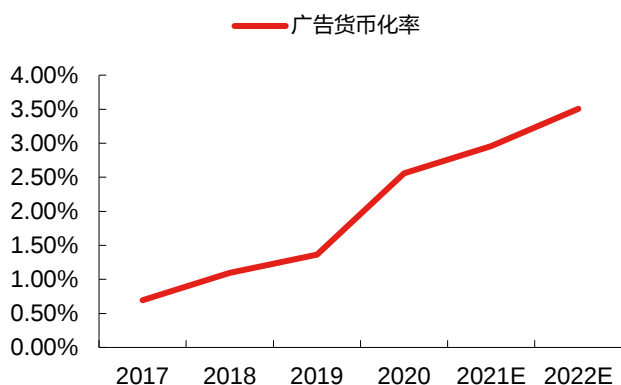
总结：京东到家一端连接品牌商，一端连接零售渠道（商户），双向联动构筑强合作。品牌商方面，通过品牌推广促进品牌商销售，并通过数字化辅助品牌商优化销售渠道和商品配置。零售商方面，数字化系统为零售门店提供完备的全渠道经营助力，提升商家销售额及运营效率。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

京东到家脱胎于京东商城的传统电商业务模式，在大品牌零售渠道上拥有资源优势。1) 京东到家同时对接大型商超渠道及品牌商，可以将零售渠道销售信息反馈给品牌商，同时可以联合品牌在零售渠道做活动，双向流动适合做品牌营销。2) 大卖场型商超单品牌 sku 数量、品牌数等都远超小型商超、便利店等店铺，能够提供品牌营销所需的商品基础。对大卖场型商超渠道的垄断进一步强化品牌营销业务壁垒，是其他玩家短期内难以复刻京东到家品牌营销模式的重要原因。京东到家通过在页面展示品牌活动，帮助商家促销活动（发放品牌优惠券、品牌满减等方式）进行品牌推广并得到营销收入，和竞品给商户提供的竞价广告逻辑有所不同。

京东到家为品牌商提供促销渠道，建立品牌知名度。京东到家助力品牌商开展有针对性的营销、促销活动，通过新品促销活动，帮助品牌商以具有成本效益的方式提高消费者对新品的认知度，提升品牌销量。京东到家的 IP 营销模式为品牌商构建了品效合一、精准触达、高效转化的营销阵地，例如，京东到家曾联合京东、和路雪发起超级品牌日活动，还曾联合宝洁旗下护舒宝，伊利旗下金典等四大品牌，借助网络热门综艺《乘风破浪的姐姐》，打造品牌、明星、粉丝共振的营销模式，实现超 1000 万的粉丝曝光。此外，品牌商通过京东到家直接接触零售商，获得销售信息，扩大与消费者的接触范围。京东到家还可以帮助品牌优化销售渠道的配置和产品供应的组合，培养品牌的会员计划，为消费者提供品牌折扣券，提升消费者粘性。2022 年，京东到家在线上营销方面与超 280 个品牌建立了合作关系，品牌数同比增长超 30%。22Q4 在线市场营销服务收入同比增长超过 70%，且广告货币化率持续提升，我们预计未来随广告类型多样化，广告货币化率还有一定提升空间。

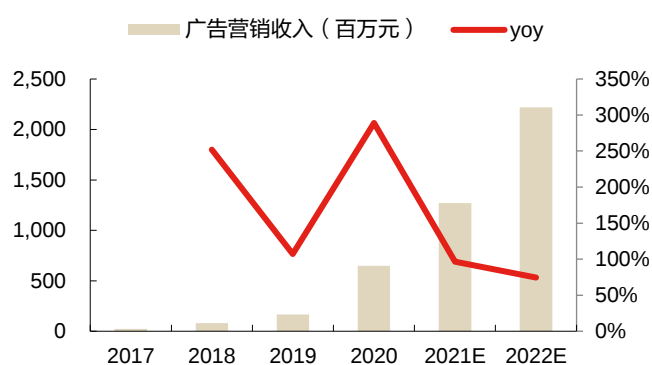
图 50：京东到家广告货币化率（含测算）



注：公司口径 21 年调整，此前广告及其他，后调整为广告&佣金，21/22 年为我们拆算值。出于谨慎性原则，21/22 年仍用 E 表示。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 51：京东到家广告营销收入及增速（含测算）



注：公司口径 21 年调整，此前广告及其他，后调整为广告&佣金，21/22 年为我们拆算值。出于谨慎性原则，21/22 年仍用 E 表示。

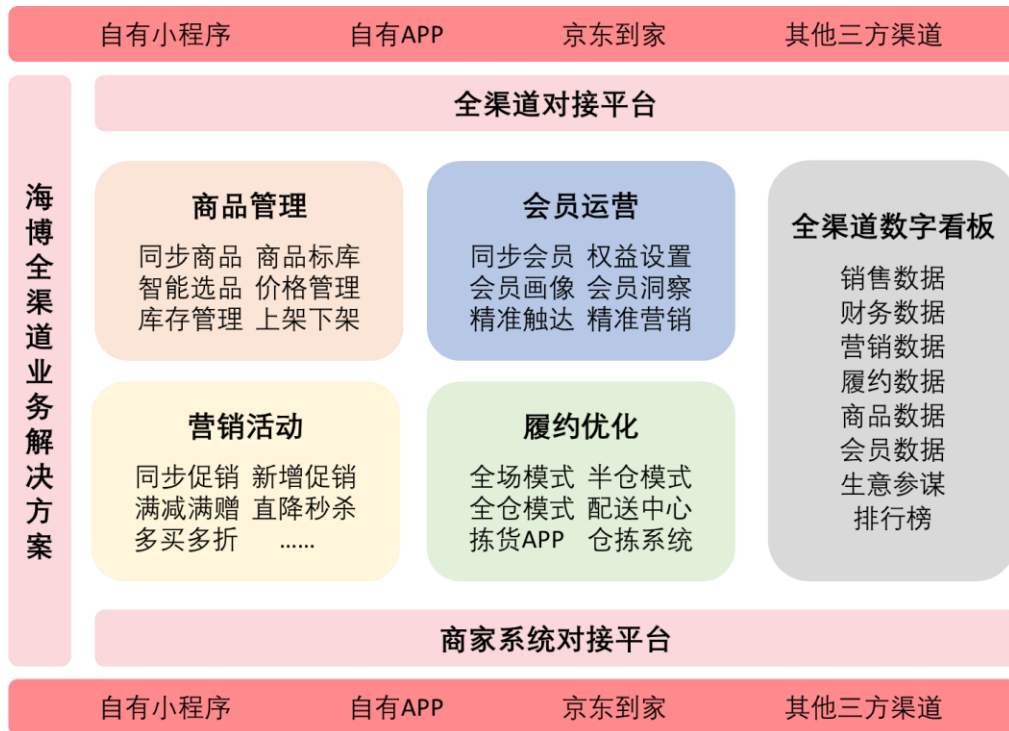
数据来源：公司公告，东方证券研究所

坤策系统：为品牌商营销提供技术助力。坤策平台是由达达在 2020 年开发的一套品牌商全域营销管理平台-Monica 平台构成，该平台在“人”群运营、“货”品创新、“场”域联动方面助力品牌商全域营销。坤策系统通过向品牌商提供基于区域、门店、SKU 颗粒度的销售数据提升品牌销售，自动化帮助品牌更有效进行商店层面库存管理，其正在延伸赋能更多的品牌。随着小时购成为各品牌越来越重要的增长渠道，坤策系统通过合作模式创新进一步提高了品牌商使用坤策的自动化水平，并升级了商品在线分析功能，帮助品牌同时监测京东到家和小时购的商品在线情况，使品牌商可以更高效地实现门店级的供给和销售管理。22 年 10 月，试点品牌使用新模式后，优质网格的 O2O 供给覆盖率大幅提升，较 22 年 8 月使用前，曝光量月环比提升 30%，销售提升 17 个百分点。22 年 12 月，与几家领先的品牌合作，采用坤策系统解决方案的合作伙伴关键商品在线有货率提升超 5%，所转化的增量销售超 10%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

海博系统：数字化赋能零售商，优化其运营效率。作为全渠道业务聚合平台，海博系统集成五大模块，包括商品管理、会员运营、营销活动、履约优化和全渠道数字看板，可为零售门店提供完备的全渠道经营助力，提升全渠道经营效率、降低成本、最大化提升销售额，帮助商家提升 O2O 效率。对比美团闪购使用的百川系统，其是美团自研的数字化运营系统，从商品管理、履约管理、员工管理、财务管理、用户管理、供应链管理等闪店仓的经营环节着手，全链路、全场景助力商家降本增效。目前使用美团的百川系统的商家在只能接入美团单平台，达达系统则是全域开放的，一套系统可以对接包含自有 APP 在内的多个线上渠道，给商家更多灵活选择的空间。22Q3 海博系统新上线非标商品管理功能，提高非标商品的品管效率，试点商家使用该升级功能后，非标商品出入库和盘点的效率提高了 20%以上；为降低商家配送成本，提高配送效率，22Q4 海博系统新增了智能订单调度功能，参与该功能测试的商家运营及操作效率提高了 75%，接单时间减少 6%，处理成本节省了 3%以上。截至 22 年 12 月底，海博系统覆盖的零售门店数拓展至超 9200 家，海博系统服务的商家类型已经由超市和便利店向服饰、母婴、宠物商品品类扩展，进一步证明其功能可扩展性。受益于商家基数的持续扩大，海博系统 2022 年带来的 GMV 同比增长一倍以上。

图 52：海博全渠道业务解决方案



数据来源：达达集团公司官网，东方证券研究所

其他数字化赋能商家方面，依托京东与零售商、品牌商多年数字化能力沉淀，例如通过升级京东域内营销工具京准通的 LBS 功能，精准服务门店附近的用户。以及利用百万级标库、智能选品、销量预测等等数字化商品管理工具、海博全渠道履约中台能力，推动行业在人、货、场全面数字化。

除此以外，达达集团还开发了“达达优拣”及“仓拣配”技术赋能商家仓储、分拣、配送多环节，提高传统渠道商线上化服务能力，同时提升达达的履约效率，这部分我们放在第四章履约侧展开描述。

图 53：京东到家四大新基建



数据来源：达达集团黑板报，东方证券研究所

4 履约侧：深耕物流，多场景强履约构筑护城河

从趋势来看，同城零售新生态主要表现为**供应链渠道线上化和全链条数字化**。线上和线下货架被打通，越来越多的实体门店开拓同城线上消费渠道，对供应链及履约的质量效率提出新需求。具体到“仓拣配”履约过程中，配送是各大近场电商平台的主战场，配送速度、质量、成本决定了消费者购物体验以及平台收益。

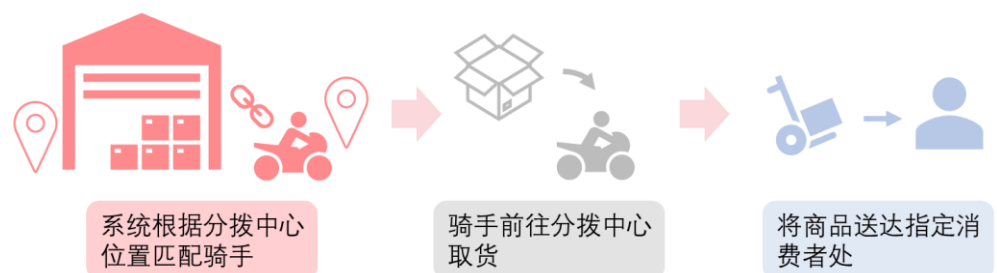
总结达达集团履约优势：

- 1) 业务模式多样：**达达快送+京东到家两同城业务协同。共用运力池，形成规模效应，降低单均履约成本。
- 2) 管理模式灵活：**众包模式扩张快，调度灵活，成本有优势。
- 3) 品类+场景多样：**达达快送和京东到家覆盖品类，商家丰富，下单场景多样，叠加达达集团两业务模式，平缓波峰波谷，订单分布更加均匀，灵活调度众包骑手，降本增效。
- 4) 技术层面+商家赋能：**达达同城配送技术通过订单预估、智能分派及路线优化，灵活定价等提升履约效率，并通过“仓拣配”系统在商家端赋能其仓储、拣货能力，联动配送能力，实现高效运转。

4.1 业务模式：同城物流与即时配送并存，相互协同

同城物流：最后一公里物流配送订单。最后一公里配送服务将包裹从配送站运送到最终目的地，配送任务由各个配送站的主管分配给骑手，利用站点总管对配送区域路线和骑手的了解实现最佳配送效率，完成订单时间通常在四个小时以内。在达达集团最后一公里业务归属于达达快送分部。

图 54：典型最后一公里订单流程

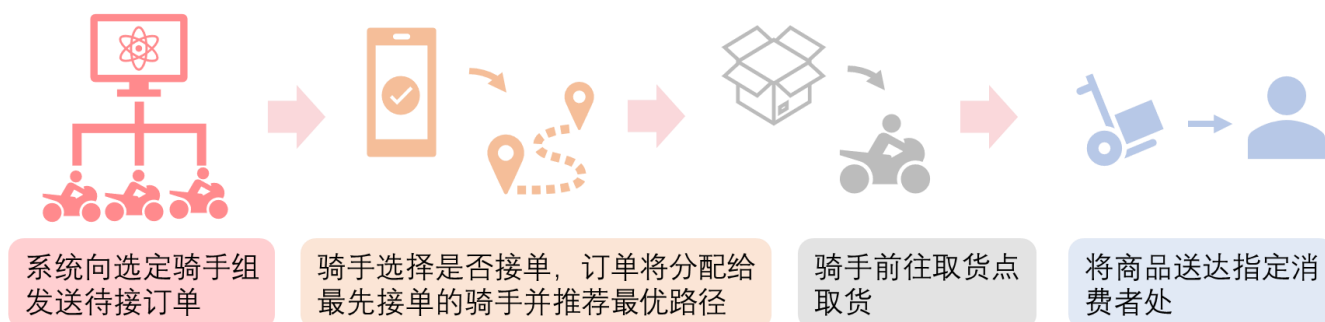


数据来源：公司公告，东方证券研究所

同城配送：即时配送订单。同城即时配送服务使商家与个人发件人能够按需快速递送包裹，订单来源包括对个人提供的闪送业务、对商家提供的即时配业务。在达达集团业务上体现在：达达快送针对连锁 KA 商家，中小商家及个人的同城跑腿业务；以及京东到家上商家的即时零售配送订单。通常客户下单后，骑手根据订单调度系统的分配响应，收集包裹并交付给收件人，配送距离在 3km 以内的订单通常在一小时内完成。

上述两类履约形式，对应多种客户同城需求（京东，KA 商户，中小商户，个人），共用一个运力池，不同需求下单时间及履约时效要求有差异，一方面可以平缓峰值谷值，一方面可以通过对骑手的规模效应，降低单均履约成本（具体逻辑原理我们在 4.2 表 6、表 7 中展开分析）。

图 55：典型即时物流订单流程

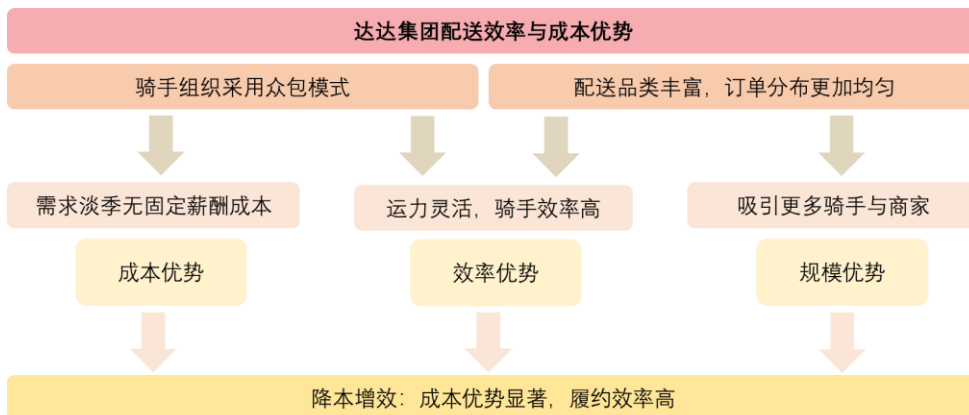


数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 管理模式与场景优势：众包骑手调配灵活+配送品类丰富，效率与成本优势显著

在履约环节的管理方式上，达达集团充分利用了众包模式的优势，这主要体现在骑手的管理和拣货环节两个方面：在骑手组织上，达达集团以众包为主，运力调配灵活；在拣货环节，达达优拣首创“众包拣货”模式。采用众包为主的方式，可以有效降低成本，提高资源利用率，提升效率。达达快送相较于行业竞争者的配送场景更丰富，品类更全面，有利于充分发挥众包网络的灵活性优势，提升效率。

图 56：达达集团配送效率、成本优势

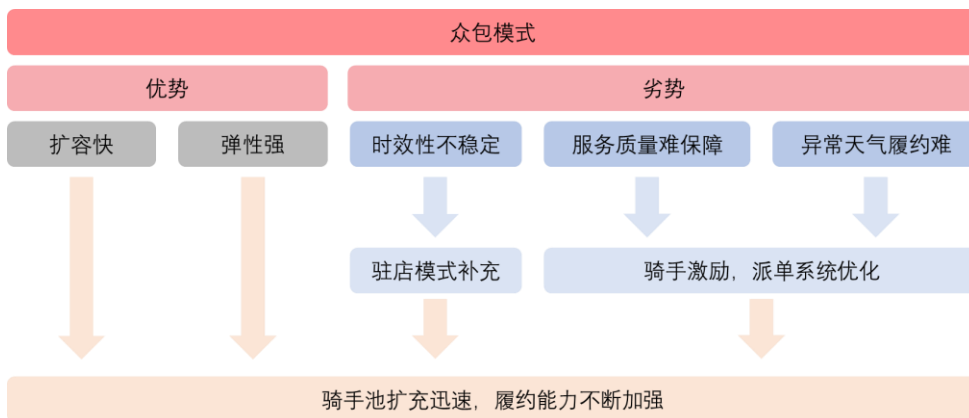


数据来源：东方证券研究所绘制

1、众包优势：众包模式助力部门快速扩张，灵活调度，降本增效。

达达集团骑手组织以众包为主，利用社会运力派单接单，具有轻资产运营，调配灵活，单均成本相对较低，扩张迅速的优点。**1) 扩张迅速**，2017 年至 2021 年，达达快送交付订单数量由 5.2 亿增长至 11.23 亿，成长超一倍，2021 年即时物流覆盖区县超 2700 个，到 2022 年，达达年活跃骑手达到 100 万，同比增长 40%以上。**2) 众包运力调度灵活**，依托自身兼具效率和弹性的落地配、即时配两大业务配送网络，在大促活动等订单高峰期能充分发挥“削峰填谷”效应，迅速补充运力。**3) 相比专职骑手成本有优势**，平台基于订单向骑手支付工资，因此在需求淡季无需支付固定成本，而顺丰同城拥有部分专职骑手，虽然活跃专职骑手的比例从 2018 年（2.76 万人，占比 38.5%）逐年降低，但 2021 年截止 5 月 31 日止的五个月，仍然拥有活跃专职骑手 1.44 万人，公司需要向这部分骑手支付固定的薪酬，包括缴纳社保费用等，因此，达达快送在骑手报酬方面的成本效率上有较明显优势。

图 57：达达集团众包模式优劣势及应对方法



数据来源：东方证券研究所绘制

2、众包痛点解决：“模式+科技”解决众包痛点，保障履约能力。

众包骑手的劣势在于配送速度可能慢于专职骑手，同时企业对骑手的控制力较弱，服务质量相较专职骑手更难把握，订单高峰期、突发天气下运力可能会得不到保障。针对这些问题，达达逐个突破。其一，对于时效性需求强的商户和订单需求，达达可提供驻店骑手，必要时也可用众包骑手做补充。其二，对于服务质量难保障和突发情况时运力问题，达达集团通过精细化的骑手管理和系统优化的方法提升运营效率，**1) 骑手管理**：达达集团向表现良好的骑手发放骑手激励，同时为在不利气候条件下交付订单的骑手提供额外奖励，订单分配过程中会优先分派给表现良好的骑手组或直接分派给表现良好的骑手，从而激励骑手改善自身服务能力与质量。**2) 系统优化调配**：达达集团在智能规划与调拨领域长期投入，增强高峰订单交付能力，2019、2020、2021 年的高峰日交付 920 万、1080 万和 950 万订单。从成本端来看，达达运营能力的提升减少了为了调度骑手额外支付的骑手激励，费用绝对值和占运营成本比重均迅速收拢。

总结：充分发挥众包优势，两种业态协同。达达充分发挥众包模式优势，多种业态灵活切换，两部门订单池与运力池共享共用，在一个部门订单数量较多时集中骑手资源满足订单配送需求，在另一个部门配送压力较大时又将其他空闲的骑手调配至该部门，实现人员的弹性调度和灵活管理，保证各时段分派订单量稳定，以较少的骑手储备完成更高的配送效率，更好均摊配送成本，为实现利润争取更大成长空间。

图 58：达达骑手业务拓展至多场景

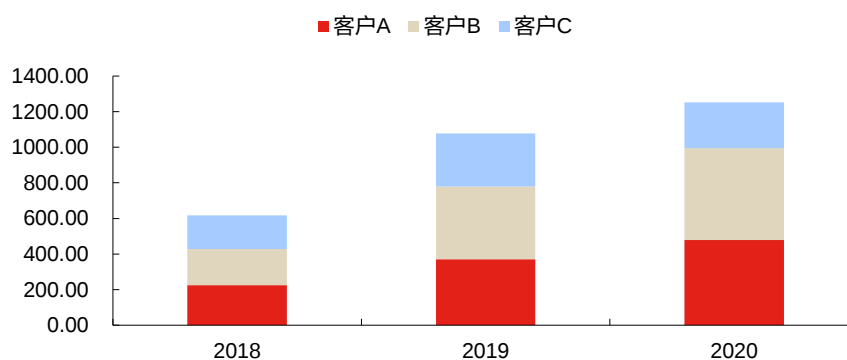


数据来源：达达骑手 App，东方证券研究所

3、配送品类及场景：对比竞品，达达配送品类及场景更丰富，订单均匀及规模效应有助于降本增效

顺丰同城合作商中餐饮客户占大头。顺丰同城是即时配送领域的有力竞争者之一，其上市招股说明书显示，顺丰同城主要服务喜茶、老娘舅等商家，餐饮客户贡献了近四分之一的订单量，2018、2019 两年，顺丰同城销售额贡献前三的大客户均为位于中国内地的餐饮投资公司，顺丰同城为他们提供同城即时配送服务，Top3 大客户销售额占比合计分别为 62.3%、51.2%，2020 年和截至 2021 年 5 月 31 日的前五个月，顺丰同城销售额贡献前五的大客户中，除顺丰控股位居第一外，也都是餐饮投资公司，且 2018-2020 年三大餐饮类客户的销售额在逐年增长。

图 59：顺丰同城大客户（餐饮类）销售额（单位：百万元）



数据来源：顺丰同城招股说明书，东方证券研究所

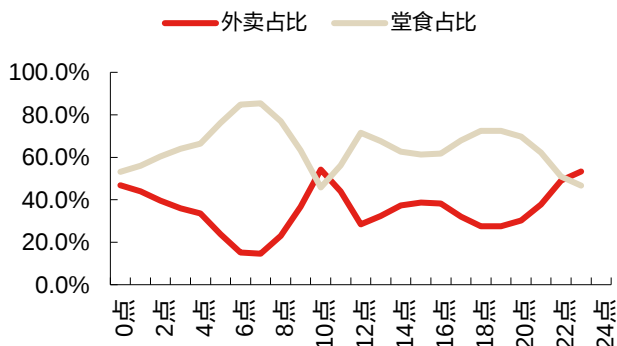
达达配送品类及场景丰富，通过多场景的融合，骑手在餐饮和非餐时段组合配送，这种灵活性能提高效率的同时降低单均骑手成本。

从逻辑上来看：1) 不同类型不同场景订单时间分布不同：餐饮外卖配送订单需求存在明显的波峰波谷周期，如艾瑞咨询显示，在 10-11 点、22-24 点餐饮订单量占比较大，在其他时段容易出现即时配

送运力闲置的情况。2) 多场景有助于提高效率降低成本：其一，根据供需关系可以发现高峰时期骑手单均配送成本更高（具体见表 6），因此当增加非高峰时段的订单配送时，单均骑手成本下降（根据顺丰同城招股说明书假设分析），通过优化订单时间结构实现效率及成本的优化。其二，闲时付出的骑手成本，特别是顺丰同城可能需要为专职骑手提供的固定报酬会增加单均配送成本。

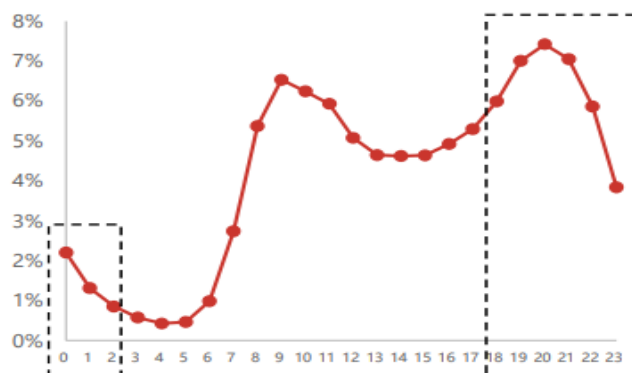
具体到公司业务：达达配送品类及场景更加丰富，达达快送涵盖商超、餐饮茶饮、药店等不同品类的 KA 业务，其中 60%是商超，40%是药店和餐饮茶饮，京东到家也对生鲜快消、数码、医药等全品类进行覆盖。不同配送场景之间一日内订单的高峰时段和订单密度是不同的，以医药行业即时零售的到家订单为例，医药类配送需求在 8-11 点、18-22 点之间出现峰值。达达在更加成熟的全场景业务模式和更多元的客户订单来源的作用下，订单在一日内的分布更加均匀，没有非常明显的峰谷值，订单结构得到优化，对骑手的需求高峰并不聚集于个别时段，充分利用现有运力资源，降低单均骑手成本。同时，灵活的众包网络模式能充分发挥作用，实现全天骑手调度的优化，平衡骑手一日内的工作强度。

图 60：2021 年中国餐饮行业堂食、外卖各时段占比分布



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 61：医药业态 24 小时订单分布占比情况



样本来源：取自达达快送 2021 年 9 月全渠道订单。

数据来源：罗戈网，东方证券研究所

表 6：高峰及非高峰时段订单不同组合对单均骑手成本的影响（顺丰同城测算）

模拟测算	未优化订单结构的情况下		优化订单结构的情况下	
	订单配送数量	单均履约成本（元）	订单配送数量	单均履约成本（元）
高峰时段	30	8	30	8
非高峰时段	0	4	15	4
骑手成本总额（元）	240		300	
单均骑手成本（元/订单）	8		6.7	

注：假设未优化订单结构的情况下所有订单于高峰时段内完成；假设骑手(i)于高峰时段完成的订单数量与在未有优化订单结构的情景下完成数量相同及(ii)于非高峰时段完成的订单占高峰时段订单数量的 50%。

数据来源：顺丰同城招股说明书，东方证券研究所

丰富的履约场景+达达快送及京东到家两业务共用运力池，有助于带来配送规模经济效应降本增效，同时吸引更多骑手和商家合作。一方面，达达覆盖品类及合作商户多样，能够较好地满足客户多样化的需求，助力配送订单增长，另一方面，达达快送和京东到家共用运力池，可以形成规模效应，从而提高订单密度，骑手配送时能一次性集合数量更多的订单，这不仅可以降低每笔订单的履约成本（骑手单均收入降低），还能增加骑手的收入水平（骑手收入总额提升），激励骑手继续使用公司接单平台完成更多订单。这也可以通过顺丰同城招股说明书中的假设举例来佐证，当每名骑手每天配送的订单量由 35 提升到 45 时，公司能够降低每笔订单的履约成本，且骑手的日收入提高。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 7：骑手成本一定程度上有规模效应（顺丰同城测算）

模拟测算	较小订单量	较大订单量
每名骑手每天配送的订单量	35	45
支付给骑手的平均费用（元/订单）	6	5.5
每天支付给骑手的费用总额（元）	210	247.5

数据来源：顺丰同城招股说明书，东方证券研究所

4.3 技术力量：同城配送技术持续创新，仓拣配系统赋能商家并提升履约

1、达达同城配送技术（达达快送+京东到家共用）

“全链路+强履约”，达达快送构建同城零售新基建。技术力量方面，达达已形成包括单量预估、配送仿真、订单智能分发、合并订单、路径规划、动态时效、精准楼栋定位、订单全链路实时追踪等在内的一系列“数智化”能力。其中，订单智能分发系统日均规划路径次数高达 1.76 亿次，订单平均响应时间在 10 毫秒内，能够实现海量订单和运力的实时动态匹配。精准楼栋定位技术则通过历史积累的数十亿级骑手骑行轨迹数据，将订单楼栋坐标准确率提升至 95.1%。

图 62：达达同城配送新基建



数据来源：达达集团黑板报，东方证券研究所

全方位的履约技术创新可以提升同城配送的能力，同城配送是同城零售的基础设施，达达同城零售新基建为京东到家和达达快送两个部门都提供了技术支持，此外，在京东到家部门还有店仓管理和拣货方面的技术支撑。

2、达达优拣+仓拣配系统（达达快送+京东到家共用）

零售的 O2O 业务不仅需要提供渠道、流量和配送能力，也需要数字化工具赋能，帮助提升运营效率。达达针对即时零售全链路化的特点，首创“仓拣配”全链路即时履约解决方案。1）针对“仓拣”环节，旗下达达优拣（数字拣选管理工具）首创“众包拣货”模式，助力商家弹性招募拣货员，实现拣

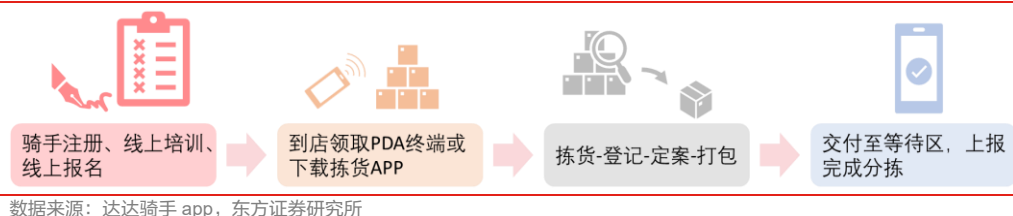
货作业和管理的数字化和产品化，打通仓拣痛点，提升拣货效率，优化用户体验。2）同时，“仓拣配”系统联动，“配”的环节，平台助力合作伙伴降低履约成本，增强履约能力。其一，平台全新升级了四大即时配送服务产品，包括即刻达、全速达、全城送和定制化配送解决方案；其二，发展出两轮车，四轮车，无人配送、分段式配送等多元动力类型；其三，打造“驻店运力、品牌众包、优质众包、大网运力”多层混合运力模式，对运力进行优化调配，保障运力弹性；其四，提供定制化装备、话术等增值服务，为商超、餐饮、医药健康、生鲜水果、鲜花蛋糕、汽车配件、母婴用品等多个行业，提供可覆盖 2-5 公里以及远距离的配送需求。

（1）达达优拣：

即时零售行业在拣货环节痛点明显。其一，京东到家的优势渠道为大卖场型商超，商品空间分布零散，拣货难度高。其二，订单需求的峰谷分布导致高峰期用工供给不足、低谷期人员闲置。其三，未经训练的拣货员拣货效率低下。

针对于此，达达优拣提供众包模式解决方案：首先，对沃尔玛等主要商超进行针对性培训，熟悉商超环境与商品分布位置。其次，标准化拣货环节，利用手持 PDA 终端/APP 等拣货。同时，利用众包特点改善用工结构，节省商超固定用工成本。达达优拣持续提升数字化产品能力，围绕拣货员招募、拣货员准入与管理、拣货过程管理、数据看板、履约体验五大维度，为零售商家提供众包拣货管理数字化解决方案。达达优拣在 2022 年第四季度继续为沃尔玛、永辉等商家提供稳定支持，总完单量同比增长 100%以上，且月完单拣货员数稳定在万人以上，达达优拣不仅为零售商提高了拣货效率和履约率，同时也为更广泛的群体提供了灵活就业机会。最终，在达达优拣加持下，商家现已可做到三分钟快速拣货。

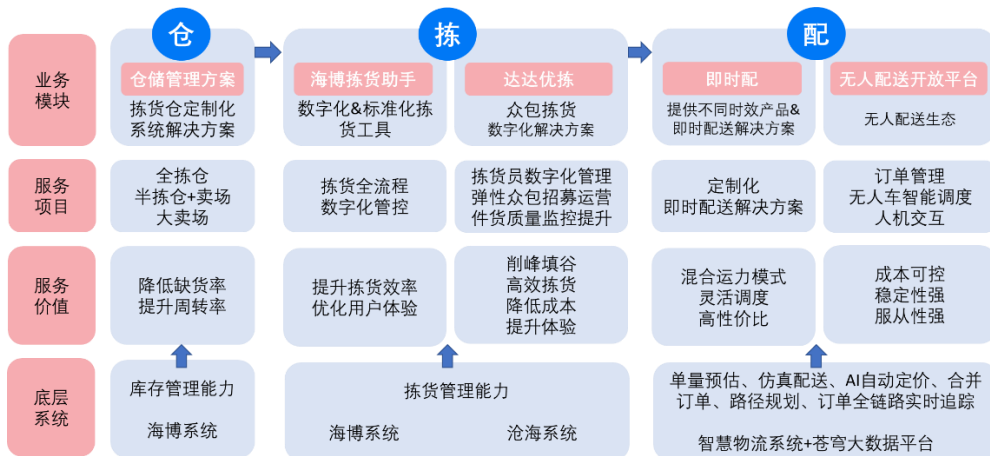
图 63：达达优拣流程



（2）“仓拣配”系统：

针对同城零售履约需求复杂、流程长，大促运力弹性要求高等特性，达达快送提供“仓拣配”全链路定制化解决方案。总体来看，达达履约模式覆盖全链路，突出强履约。以沃尔玛为例，达达快送“仓拣配”在沃尔玛进行全链路升级应用后，日均拣货订单量同比增长近 290%，骑手到店取货时长显著缩短，以驻店和众包骑手为代表的混合运力网络，沟通成本低，响应速度快，骑手身穿联名品牌工服，载着商超定制化超大餐箱，根据系统推荐的最优路径智能送单，将商品高效送达给用户，实现履约水平全链路提升，2022 年 618 大促期间，沃尔玛 O2O 整体履约效能同比实现两位数增长。此外，达达快送在商超即时配送场景中推动的无人配送开放平台常态化应用，能够通过三大运营管理系统，在恶劣天气、夜间、无接触配送等特需场景有效实现无人车数字化运营。达达无人配送开放平台已服务于七鲜超市、永辉超市、山姆超市等真实门店，累计支持配送超过 8 万个订单。

图 64：达达快送首创“仓拣配”全链路定制化解决方案



数据来源：达达集团黑板报，东方证券研究所

总的来看，京东到家基于店仓管理和众包拣货能力，推动门店基础设施升级，降本增效。从仓储阶段开始，利用自主研发的海博系统，根据商家不同拣货仓的情况，可提供“全拣仓”、“半拣仓+卖场”、大卖场三种解决方案，提升门店效率。在拣货环节，通过达达优拣覆盖沃尔玛、家乐福等超 600 家门店，门店平均拣货时长降低 36%，拣货成本降低 24%，大幅提升门店拣货环节的效率。

在上述供给侧和履约侧，我们描述了达达快送和京东到家开发的多套技术产品赋能合作商（品牌商，零售商），再次进行总结：

通过数字化能力，助力品牌商营销推广，使零售商在流量、仓管、拣货等方面受益。1）坤策系统：为品牌商营销提供技术助力。向品牌商提供区域、门店、SKU 颗粒度的销售数据，帮助品牌做选品、库存管理，营销推广等内容，使品牌商精准生产销售。2）海博系统：为零售商提供渠道操作系统。提供商品管理、会员运营、营销活动、履约优化和全渠道数字看板，帮助提升零售商销售额及运营效率。3）达达优拣及“仓拣配”系统：为零售商提供全链路即时履约解决方案。提供仓储管理方案，实现拣货作业和管理的数字化和产品化，多种方案+配送技术提升履约效率，最终实现降低运营成本，提升用户体验，帮助商家和达达共成长。

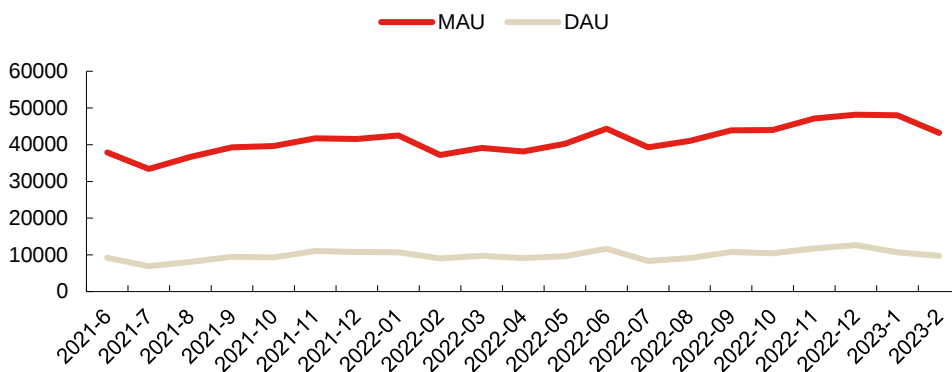
5 需求侧：用户心智差异化，商超、数码领域独占优势

总结：京东主站的引流支持。京东 APP 具有充足的流量，重视京东到家业务，通过京东 APP 主页曝光量较高的入口、京东 APP “同城” 模块等为京东到家提供引流支持，用户转化率在未来还有持续提升空间，未来预计将进一步推进京东首页推荐流的 LBS 化。**用户心智差异。**1）计划性消费需求高。京东主站和京东到家的消费者下单更多为计划性囤货及日常采买消费需求，而美团闪购用户“宅忙急”消费需求居多。2）用户画像差异。京东到家与美团闪购的消费者年龄、性别等分布以及下单的核心场景存在差异，不同特征的用户群体消费需求各有侧重。**优势渠道发力。**由于用户心智差异，美团闪购的订单量更高，而京东到家的客单价更高，京东到家可以利用这一特点，继续强化在商超、数码 3C 等高客单价品类的优势地位。

5.1 流量入口：京东主站流量充足，用户转化有持续提升空间

京东月活呈小幅波动增长趋势，流量较为充足。根据 Questmobile 数据，京东 APP 以超 4 亿的月活人数居于网上购物类软件头部梯队。虽然受到了淘宝、拼多多的竞争压力，但活跃用户数依然处于稳定的较高水平，月活与日活呈小幅波动增长的趋势，近半年来每月的月活跃用户数均大于 4 亿人，表现较为稳定。京东也在网上购物类软件的激烈竞争中寻求瓶颈突破的方式，例如 2023 年 3.8 节推出的覆盖全品类的“百亿补贴”活动。

图 65：京东 app 月活跃用户、日活跃用户（万）

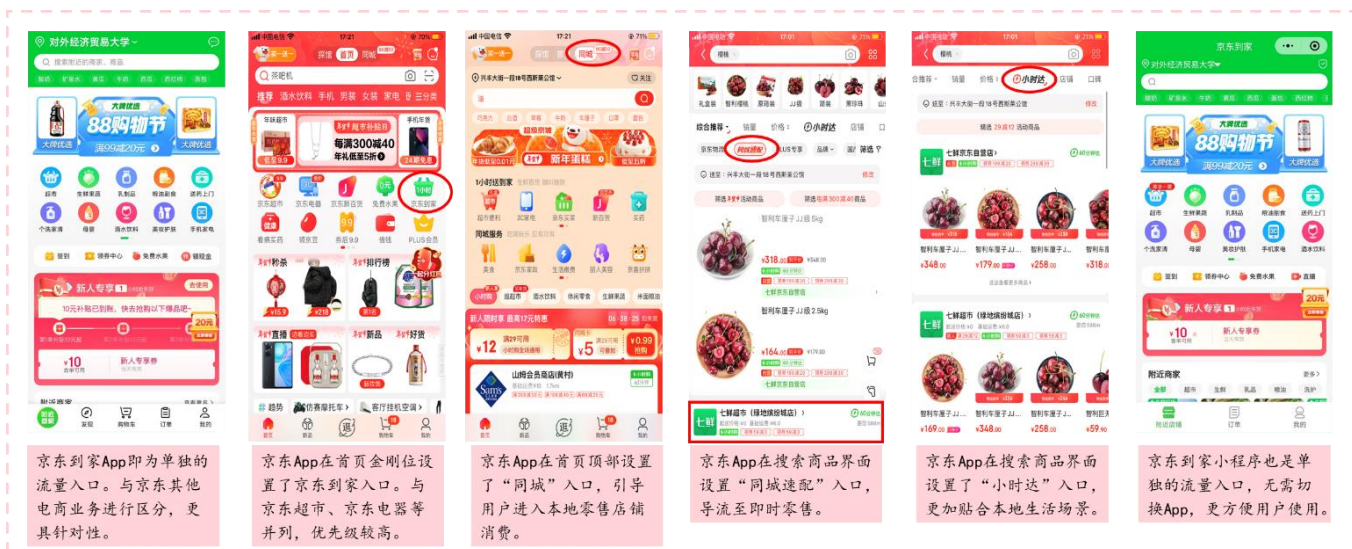


数据来源：Questmobile，东方证券研究所

京东大力推动曝光京东到家，主站引流效果明显。京东主站稳定的流量为京东到家平台及接入平台的线下实体店带来更高曝光机会和更多的业务增量：用户在使用京东主站时，通过点击各类引流入口，有可能跳转至京东到家界面；用户也许不曾光临某个线下门店，但由于高频使用京东主站，在搜索具体商品时会被精准引流至线下门店，扩大了门店的可触达范围。引流入口的排列位置彰显了平台对推动该业务发展的重视程度，目前京东到家的流量入口主要有多种，举例呈现如（1）京东 APP 金刚位（2）京东 APP“同城（附近）”界面（3）京东 APP 搜索界面“同城速配”（4）京东 APP 搜索界面“小时达”（5）京东超市二级入口“小时购”（6）京东到家小程序。其中，京东到家 App 和京东到家小程序为单独的流量入口。

作为小时达的重要流量入口之一，京东 App“同城”频道位于首页顶部，能扩大用户展示，提升曝光量，此外用户还可以通过搜索界面的“同城速配”与“小时达”入口进入京东到家界面，能进一步提升京东到家的点击率和曝光度。搜索技术方面，通过对搜索拓供工具的进一步迭代，实现供给和基于城市维度的搜索需求的匹配，通过精准拓供，小时购试点品类曝光率提升超过 100%。在 2022 年第四季度，达达集团与京东持续全面深化全渠道合作，京东小时购延续高增长态势，GMV 同比增长超 80%，重要入口之一的同城（附近）频道 GMV 同比增长超 300%。

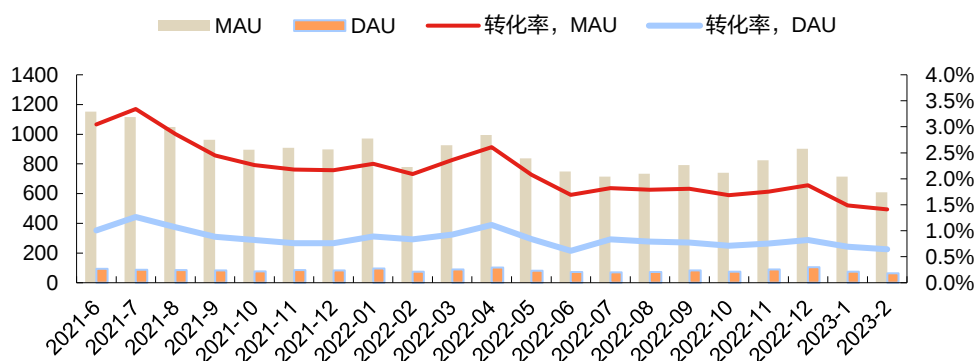
图 66：京东到家引流位置



数据来源：京东到家 App，京东 App，京东到家小程序，东方证券研究所

京东到家用户消费习惯培养时间较长，流量转换效果还有提升潜力。京东到家的流量吸引主要通过（1）京东主站导流（2）广告拉新（3）线下门店拉新等方式。其中，目前用户从京东 APP 向京东到家 APP 转化的转化率还处于较低水平，2021Q2 后京东到家流量逐渐出现减少趋势，京东向京东到家用户的转化率不足 5%，京东主站为京东到家提供的流量还可以进一步挖掘增加的空间。这可能是由于京东立足于电商业务，对本地生活运营经验相对不足，京东 APP 主要用户心智是计划性消费需求，这部分消费者的即时消费需求和习惯的培养需要时间，用户转化时间长，转化成本相对较高，未来还具有持续渗透的可能，22Q4 附近频道曝光量显著增长，首页顶部可切换显示城市名的功能推动了点击率提升，京东也在为京东小时购带来更多流量上持续努力，例如进一步推进京东首页推荐流的 LBS 化。

图 67：京东到家 app 月活跃用户、日活跃用户（万）与对应转化率



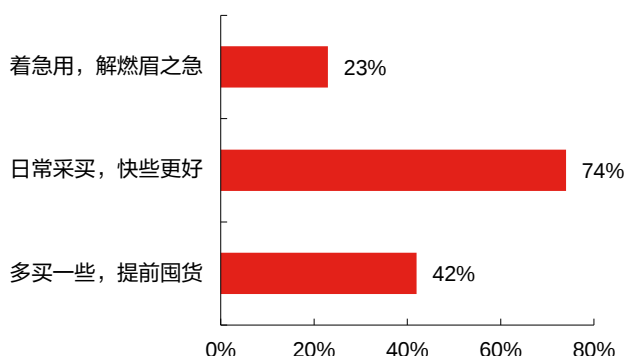
注：转换率为京东到家 app 活跃消费者数 ÷ 京东 app 活跃消费者数

数据来源：Questmobile，东方证券研究所

5.2 用户画像：计划性消费为主，与美团闪购差异明显

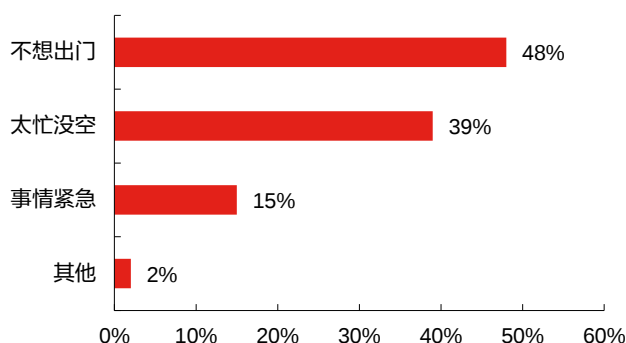
用户迁移携带电商特征明显，购买需求以日常采买和囤货为主。京东立足于电商业务，向即时零售平台京东到家进行流量转化的效率不及从外卖业务迁移用户的美团。京东到家用户购买的计划性需求明显高于应急性需求，用户调研显示，消费者购买原因中选择“着急用”的用户仅占 23%，而 74% 用户的购买原因是“日常采买”，42% 用户的购买原因是“提前囤货”；美团闪购用户购买的应急性需求比较多，主要是“宅忙急”性的消费，计划性需求较京东到家而言少，因此，京东到家客单价更高，而美团闪购订单数量更多。

图 68：2020 年京东到家的用户购买原因



数据来源：达达集团，京东大数据研究院，东方证券研究所

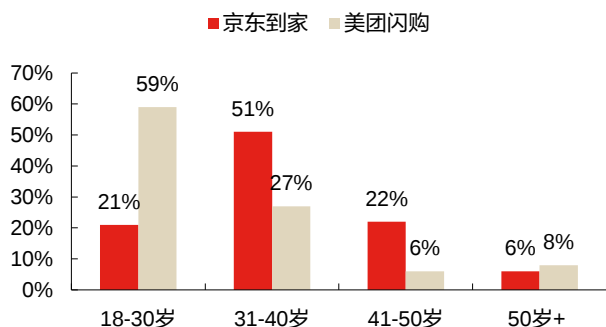
图 69：2020 年美团闪购的用户购买原因



数据来源：美团研究院，东方证券研究所

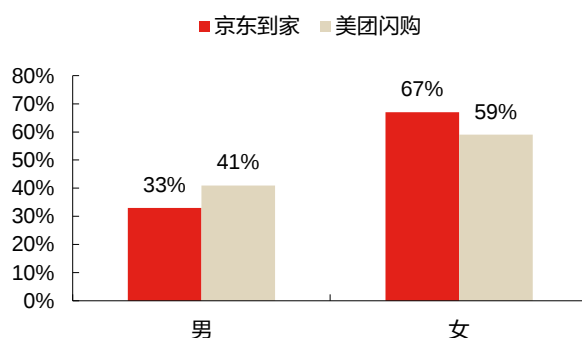
京东到家消费者以 30 岁以上已婚有孩中年用户为主，年龄构成与性别分布等与美团存在差异。美团闪购用户的本地化属性强，用户画像更偏年轻化，30 岁及以下用户占 59%，这部分年轻群体中“宅急忙”型消费者多，偏好高频的即时消费，而京东到家用户京东到家 30 岁以上用户占 79%，40 岁以上用户占 28%，女性用户更多地作为家庭购买等消费的决策者，在京东到家用户中占比达 67%，性别分布相对更倾斜，且已婚用户占比 80%，有孩用户占比 75%，消费的计划性特点强，日常采买、囤货补给需求更多。

图 70：2021 年京东到家，美团闪购用户群体年龄分布



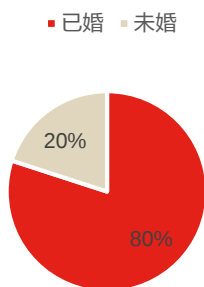
数据来源：美团研究院，达达集团，京东大数据研究院，东方证券研究所

图 71：2021 年京东到家，美团闪购用户群体性别分布



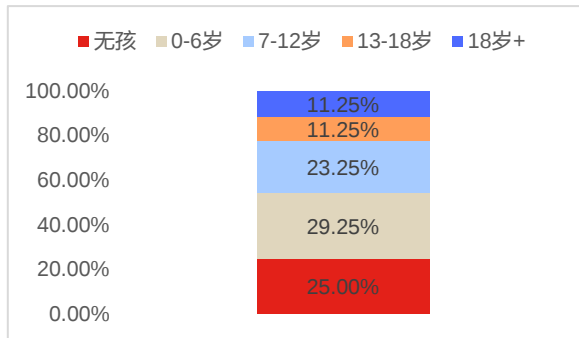
数据来源：美团研究院，达达集团，京东大数据研究院，东方证券研究所

图 72：2021 年京东到家用户婚姻状况



数据来源：达达集团，京东大数据研究院，东方证券研究所

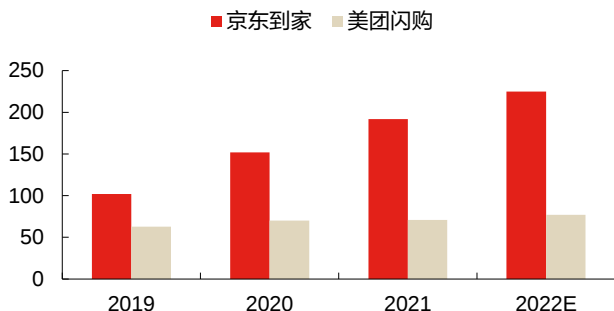
图 73：2021 年京东到家用户孩子状况



数据来源：达达集团，京东大数据研究院，东方证券研究所

京东到家客单价比美团闪购更高，用户在住宅区下单比例更高。住宅或小区是京东到家平台即时消费的核心场景，占比超七成，比美团闪购高出 12 个百分点；美团闪购用户在酒店场景下单比例高，占比约 10%，而京东到家只有 2%。侧面印证京东到家购物的计划性更强，更贴近日常采购场景，而美团闪购购物的应急性更突出，计划性消费一般购买物品较多，或购买品类价格更高，因此京东到家客单价较高。

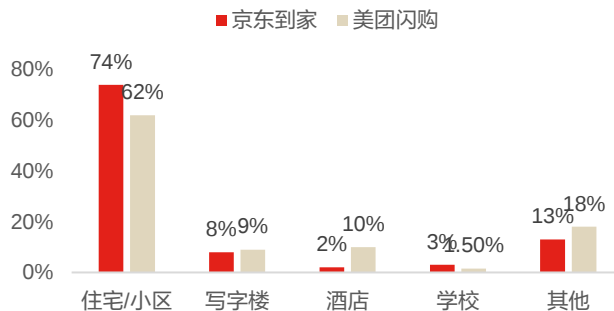
图 74：京东到家、美团闪购客单价对比（元）



注：部分数据为我们模型测算预测值

数据来源：达达集团，京东大数据研究院，美团研究院，东方证券研究所

图 75：2021 年京东到家、美团闪购用户下单场景对比



数据来源：达达集团，京东大数据研究院，美团研究院，东方证券研究所

5.3 平台策略：强化用户差异，保证品类优势

独特的用户画像表明用户对京东到家的品牌认知区别于美团闪购。这是由两个平台在前期发展中成熟的业务形态沉淀下的品牌调性和基因导致的。美团平台从外卖起家，不断拓展美团到店业务与到家业务，主营小商超、便利店、药店等渠道，对商品购买的时效性、应急性需求明显。京东到家起家于京东电商平台与高效的京东物流履约体系，在数码 3C 等业务上落实“货真价实”需求，积累了商品品质良好的口碑。同时，通过电商渠道转化而来的消费者对近场电商的认知更倾向于日常和计划性采购，对商品的性价比、品类丰富性需求较应急采购更高。

京东到家针对用户特征，扬长避短，在大型商超渠道重点发力。京东到家的长处为深厚的仓储物流技术沉淀，及对商品品牌、品质的更高要求，弱势在于欠缺本地化运营经验、流量较为不足，运力网络不够密集。因此京东到家回避劣势竞争领域，放宽配送的时效性要求（美团主打半小时达，京东到家仍为“小时达”），寻求与连锁 KA 大商超的合作，先后与沃尔玛、永辉超市签署战略合作协议

（2016 年沃尔玛全球官方旗舰店正式入驻京东全球购，沃尔玛购物广场入驻京东到家平台），沃尔玛是达达的大股东之一，奠定了京东到家在大型连锁商超的优势地位。据艾瑞咨询数据显示，2021 年，京东到家平台在商超 O2O 行业的市场份额提升至 27%，是中国最大的本地零售商超 O2O 平台。

强化消费惯性，构筑高客单价市场壁垒，巩固商超渠道近场电商的优势市场地位。京东到家用户日常采购、囤货需求使得客单价潜在提升空间较应急采购更大，京东到家针对这一特征，以满减补贴等形式进一步促进消费者单次购买商品价格的提高。高客单价还能够降低消费者对配送费用的价格敏感性，弥补京东在本地化运营上的不足，且有京东到家高客单价奠定基础，即使低佣金率也能带来较高的单均收入，这样 UE 模型表现可能会更优，此外，为给商家提供佣金上的让利优惠也提供了空间，能吸引商超入驻，从而进一步放大在商超细分渠道的优势地位。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年的盈利预测做如下假设：

- **达达快送收入：**KA 连锁商家收入占比高，主要来自商超及部分餐饮医药订单。由于达达在连锁商家方面具有优势（股权关系，商家赋能，品牌营销等），KA 连锁商家收入持续高增长，22Q4 业绩会显示其收入同增 40%以上，且达达成为抖音第一批即时配送服务商，连锁商家方面的优势将驱动其收入持续增长。因此我们预计 KA 连锁商家收入 22-24 年同比增速 43%/32%/27%，拉升达达快送 22-24 年收入同增 12%/28%/25%（22 年增速显示略低是因为京东落地配由总额计收入调整为净额计收入所致）。
- **京东到家收入：**一方面，疫情加速用户线上消费习惯养成，同时京东和京东到家流量合作不断加深，京东到家活跃消费数量和消费频次有望进一步提升。另一方面，京东到家客单价仍有持续提升空间，根据 22Q4 业绩会显示 22Q4 客单价已攀升至 235 元，其中超市品类客单价 165 元，由于商品组合变化，数码 3C 等高客单产品贡献带动，以及 GMV 占比高的商超品类客单价稳步提升，我们预计未来客单价仍有较大增长空间。同时，叠加货币化率稳步提升，我们预计综合带来京东到家 22-24 年收入同增 54%/38%/26%。
- **成本及费用端：**伴随公司降本增效策略，规模效应及杠杆效应显现，我们预计运营与支持成本占收入比例将不断优化，预计 22-24 年成本占比 61%/57%/56%。销售费用中京东到家用户激励占大头，随着用户习惯培养和业态逐渐成熟，公司有望收缩补贴，从历史补贴来看，整体优化幅度明显，我们预计未来补贴将进一步收窄，带来销售费用进一步下降。我们预计公司 22-24 年销售费率为 51%/41%/37%。同时，得益于有效的费用控制措施和经营杠杆，公司销售费率和管理费率也得到持续优化，我们预计 22-24 年研发费率为 6.7%/4%/3.6%，22-24 年管理费率为 4.4%/3.5%/3%。
- **利润端：**综上，我们预计公司 Non-GAAP 归母净利润 22-24 年为-13.26/1.11/8.52 亿，23 年扭亏转盈。

表 8：核心经营数据预测表（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,740	6,866	9,368	12,594	15,879
达达快送	3,435	2,821	3,158	4,034	5,054
京东到家	2,305	4,046	6,210	8,559	10,825
运营与支持成本	-4,721	-5,139	-5,743	-7,180	-8,899
毛利润	1,019	1,727	3,625	5,414	6,980
销售费用	-1,849	-3,428	-4,748	-5,202	-5,932
管理费用	-499	-400	-409	-441	-476
研发费用	-429	-574	-631	-503	-572
营业利润	-1,764	-2,579	-2,120	-681	79
归母净利润	-2,081	-2,471	-2,008	-552	207
Non-GAAP 归母净利润	-1,544	-2,103	-1,326	111	852

注：由于 22 经审计年报未出，出于谨慎性原则，22 年仍用 E 表示，实际已根据 22Q4 财报数据更新 22Q4 季度数据
 数据来源：wind，东方证券研究所测算

投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为-1.96/-0.54/0.2 元，由于公司尚未盈利，我们采取 PS 估值，根据可比公司调整后平均给予公司业务 23 年 1.50x PS，预计 23 年收入 125.94 亿 CNY，公司合理估值为 27.42 亿美元，目标价 10.73 美元/ADS，首次给予“买入”评级。

表 9：公司估值

	2023 年收入 (百万人民币)	P/S	2023 年估值 (百万人民币)	2023 年估值 (百万美元)	2023 年每股价值 (人民币)	2023 年每股价值 (美元)	2023 年每 ADS 价值 (美元)
达达	12,594	1.50x	18,891	2742	18.49	2.68	10.73

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所测算

注：USD/CNY=0.15 (2023/3/31)

我们选择京东、美团、顺丰同城、圆通速递、韵达股份、顺丰控股、Doordash、GRAB 等即时消费或同城配送、快递物流公司作为可比公司，和达达在商业模式及业务发展逻辑上有相似之处。其中，京东作为电商平台，在第三方商户的抽佣模式上和京东到家有相似之处，且有强大的物流配送网络，同时是达达集团的控股母公司；美团具有美团闪购即时消费业务对标达达京东到家，同时美团其他业务如外卖业务作为同城餐饮即时服务，在业务逻辑上和达达也有相似之处，此外也有同城跑腿业务，是达达的市场有力竞争者；顺丰同城是同城即时速递行业一对一的急送平台，为 C 端消费者提供代买、代送、代取、代办等服务，点对点送达；顺丰控股作为物流配送领域领先企业，搭建了完善的物流配送网络，同时也是顺丰同城的母公司；韵达作为集快递、物流、电子商务配送于一体的公司，搭建配送网络，此前也曾尝试即时配送业务；圆通速递以产品“计时达”切入即时配送领域，目前已实现华东、华北、华南、华中、西南西北五大经济板块核心城市全覆盖；Doordash 自身的定位是一家注重物流与技术的公司，主要业务是做餐饮茶饮、日用杂货等品类的即时消费平台，也为商家提供同城配送服务；Grab 是东南亚本地生活领域巨头，做餐饮茶饮及日用杂货等品类的即时消费平台，提供同城配服务，与达达业务具有相似之处。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 10：可比公司估值表

公司	代码	市值（亿美元）	营业收入（百万美元）				PS	
		2023/3/30	2021A	2022E	2023E	2022E	2023E	2023E
京东集团-SW	9618.HK	657	147,548	155,582	168,581	0.4x		0.4x
美团	3690.HK	1,129	27,774	31,621	40,087	3.6x		2.8x
顺丰同城	9699.HK	14	1,267	1,491	2,015	0.9x		0.7x
圆通速递	600233.SH	92	7,001	7,857	9,016	1.2x		1.0x
韵达股份	002120.SZ	50	6,470	6,942	7,848	0.7x		0.6x
顺丰控股	002352.SZ	395	32,125	39,600	44,665	1.0x		0.9x
Doordash	DASH.N	242	4,888	6,583	7,927	3.7x		3.1x
GRAB	GRAB.O	107	675	1,433	2,194	7.4x		4.9x
最大						7.4x		4.9x
最小						0.4x		0.4x
均值						2.7x		1.8x
调整后平均						1.8x		1.5x

注：市值提取时间标注为北京时间

资料来源：Bloomberg，wind，东方证券研究所测算

风险提示

政策监管风险：由于达达具有众多骑手涉及到福利保障及安全问题，可能存在政策监管风险。

规模增长不及预期：业务发展需要持续开拓商户，挖掘用户需求，可能存在规模增长不及预期的风险。

成本优化不及预期：公司目前运营与支持成本较高，存在骑手的薪酬与激励部分优化不及预期的风险，导致利润率承压。

消费者激励下降不及预期：若竞争加剧，公司存在未来消费者补贴下降不及预期的风险。

行业竞争加剧：即时零售、即时配送行业目前玩家众多，若其他参与者大力提高用户补贴，公司可能面临用户流失风险，导致营收下滑。

附表：附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,461	513	1,234	166	301
短期投资	770	1,194	2,703	2,703	2,703
应收账款	404	352	314	646	815
应收关联方款项	646	841	1,061	1,542	1,944
预付款和其他流动资产	176	479	607	879	1,108
其他	65	64	443	443	445
流动资产合计	7,522	3,443	6,360	6,378	7,315
固定资产净额	40	38	17	25	35
商誉	958	958	958	958	958
无形资产	508	332	1,665	1,287	1,056
其他	559	548	63	53	84
非流动资产合计	2,025	1,837	2,686	2,298	2,097
资产总计	9,547	5,281	9,046	8,676	9,412
短期借款	600	100	100	215	178
应付账款	14	10	10	14	17
应付关联方款项	53	72	147	100	124
应付骑手款项	717	581	794	812	1,006
其他	1,027	656	956	866	1,031
流动负债总计	2,411	1,419	2,008	2,007	2,356
递延税项负债	39	27	22	24	27
非流动经营租赁负债	70	46	17	0	0
非流动负债总计	108	73	39	24	27
负债总计	2,519	1,492	2,046	2,031	2,383
普通股（假设保持不变）	1	1	1	1	1
资本公积	16,443	15,714	20,600	20,796	20,974
累计亏损	-9,345	-11,816	-13,824	-14,376	-14,169
其他	-70	-110	224	224	224
所有者权益总计	7,028	3,789	7,000	6,645	7,029
负债及所有者权益总计	9,547	5,281	9,046	8,676	9,412

现金流量表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-1,705	-2,471	-2,008	-552	207
折旧摊销	201	193	114	521	412
股权激励	360	208	219	197	177
营运资金变动	35	-588	307	-1,199	-433
其它	0	1	334	0	0
经营活动现金流	-1,108	-2,658	-1,035	-1,032	363
短期投资的处置	7,313	2,439	0	0	0
购买短期投资	-7,119	-2,871	-1,509	0	0
其他	-424	-255	-1,026	-151	-191
投资活动现金流	-230	-687	-2,535	-151	-191
短期借款融资	600	100	0	115	-37
长期借款融资	0	0	0	0	0
股权融资	5,292	-1,655	4,667	0	0
筹资活动现金流	5,892	-1,555	4,667	115	-37
汇率变动影响	-189	-51	0	0	0
现金净增加额	4365	-4950	1097	-1068	135

利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,740	6,866	9,368	12,594	15,879
运营与支持成本	-4,721	-5,139	-5,743	-7,180	-8,899
营销费用	-1,849	-3,428	-4,748	-5,202	-5,932
管理费用	-499	-400	-409	-441	-476
研发费用	-429	-574	-631	-503	-572
其他营业收支	-6	96	43	50	79
营业利润	-1,764	-2,579	-2,120	-681	79
利息收入	66	111	111	140	140
利息支出	-12	-14	-11	-12	-12
外汇损益	0	-1	7	0	0
其他	0	0	0	0	0
除税前溢利	-1,710	-2,483	-2,013	-553	207
所得税	5	12	5	2	0
调整前净利润	-1,705	-2,471	-2,008	-552	207
可赎回可转换优先股增值	-376	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-2,081	-2,471	-2,008	-552	207
non-gaap 净利润	-1,168	-2,103	-1,326	111	852
non-gaap 归母净利润	-1,544	-2,103	-1,326	111	852
EPS（元人民币/股）	-2.04	-2.42	-1.96	-0.54	0.20

主要财务比率					
单位:百万元/%	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	85.18%	19.62%	36.43%	34.44%	26.08%
营业利润增长率	-0.82%	-46.18%	17.81%	67.86%	111.59%
净利润增长率	15.58%	-18.76%	18.74%	72.53%	137.52%
获利能力					
毛利率	-30.76%	-6.35%	8.19%	17.75%	25.15%
净利率	-36.25%	-35.99%	-21.44%	-4.38%	1.30%
ROE	-29.61%	-65.22%	-28.69%	-8.30%	2.94%
ROA	-21.80%	-46.80%	-22.20%	-6.36%	2.20%
偿债能力					
资产负债率	26.39%	28.25%	22.62%	23.41%	25.32%
流动比率	311.99%	242.69%	316.82%	317.80%	310.42%
速动比率	304.48%	208.48%	286.17%	273.58%	262.94%
营运能力					
应收账款周转率	25.98	18.17	28.14	26.24	21.74
存货周转率	1,234.94	1,168.33	1,235.02	1,423.89	1,599.98
总资产周转率	3.06	3.56	4.14	5.05	7.22
每股指标（元）					
每股收益	-2.04	-2.42	-1.96	-0.54	0.20
每股经营现金流	-1.08	-2.60	-1.01	-1.01	0.35
每股净资产	6.88	3.71	6.85	6.50	6.88
估值比率					
P/E	NA	NA	NA	NA	74.32
P/B	2.19	4.06	2.20	2.31	2.19
P/S	2.68	2.24	1.64	1.22	0.97
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	31.35
EV/EBIT	NA	NA	NA	NA	194.80

资料来源：东方证券研究所（由于 22 经审计年报未出，出于谨慎性原则，22 年仍用 E 表示，实际已根据 22Q4 财报数据更新 22Q4 季度数据）

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。