

达达集团

受益即时零售赛道红利，盈利能力持续提升

(DADA.NASDAQ)

——美股公司首次覆盖报告

2023年03月31日

吴柳燕 (分析师)

肖杰 (联系人)

wuliuyan@kysec.cn

xiaojie@kysec.cn

证书编号: S0790521110001

证书编号: S0790122030028

投资评级: 买入 (首次)

日期	2023/3/31
当前股价(美元)	8.74
一年最高最低(美元)	15.59
总市值(亿美元)	22.33
流通市值(亿美元)	22.33
总股本(亿股)	10.22
流通股本(亿股)	10.22
近3个月换手率(%)	54.84

● **疫情加速即时零售渗透，公司有望迎来高成长机遇，给予“买入”评级**

考虑到疫情的影响加速了即时零售渗透率的提升，我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 126.5/162.9/196.0 亿元人民币，对应同比增速分别为 35%/29%/20%。考虑到京东到家在补贴端的持续优化，我们预计公司 2023 年有望实现扭亏为盈，预计 2023-2025 年公司的经调整净利润分别为 1.0/13.1/16.7 亿元人民币。公司目前用户基数低，仍处于成长阶段，最新股价对应 2023-2025 年经调整 PE 分别为 146.2/11.7/9.3 倍，考虑到公司在即时零售的供给侧和用户心智的壁垒较高，后续利润改善确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

● **京东到家在供给侧和用户心智上具有核心优势，盈利能力持续提升**

即时零售市场空间广阔，我们预计 2025 年行业规模有望突破 7000 亿元。京东到家 2022 年 GMV 达到 633 亿元 (yoy+47%)，其核心能力体现在供给侧和用户心智：(1) 零售行业集中度高、涉及更多 SKU、供应链竞争壁垒更强，公司的仓拣配一体化解决方案能力经过多年积累，在客单价和品类拓展上成长潜力大；(2) 京东系流量的零售消费心智更成熟，用户转换效率更高，有利于平台补贴率快速实现优化。我们认为货币化率提升和补贴率优化是京东到家实现盈利的主要驱动力，平台 2022 年直接利润率扭亏为盈至 0.8%，盈利能力持续提升。

● **达达快送拥有稳定商流，为京东到家提供高效用户体验**

第三方运力平台目前均依附于流量生态，外部议价能力较弱，行业壁垒较高。达达快送 2021 年合计配送订单 11.2 亿单，同比增长 6.2%，其中落地配为主要需求，KA 客户和京东到家需求也实现了快速增长。依托京东带来的资源，平台目前与多行业的头部 KA 均有合作，拥有稳定的商流，同时在 C 端服务上相较于其他竞争对手起送价更低，在短距离配送服务上更具价格优势。

● **风险提示：**宏观经济增长不及预期；行业竞争加剧；品牌拓展不及预期；用户增长不及预期；海外政策变化风险。

股价走势图



数据来源: Bloomberg

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,866	9,368	12,651	16,289	19,599
YOY(%)	19.6	36.4	35.1	28.8	20.3
经调整净利润(百万元)	-2,103	-1,326	105	1,313	1,672
YOY(%)	36.2	-36.9	-107.9	1153.3	27.3
毛利率(%)	25.2	38.7	44.5	43.8	43.4
经调整净利率(%)	-30.6	-14.2	0.8	8.1	8.5
ROE(%)	-65.2	-28.7	-4.0	14.1	15.5
EPADS(摊薄/元)	-8.8	-5.2	0.4	5.1	6.5
P/E(倍)	-	-	146.2	11.7	9.3
P/B(倍)	3.8	2.2	2.7	2.2	2.8

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所 (备注:2023年3月31日汇率 美元:人民币=6.8719)

目录

1、 公司概况：领先的本地新零售供应链服务商.....	4
1.1、 发展历程：深耕零售到家业务，双轮驱动成长.....	4
1.2、 股权结构：京东集团为最大股东，商超资源优势明显.....	6
1.3、 管理团队：创始人退居幕后，与京东融合度进一步加强.....	6
1.4、 财务情况：收入高速增长，盈利状况逐步改善.....	8
2、 京东到家：轻资产运营的即时零售平台.....	9
2.1、 业务概览：全国领先的即时零售平台.....	9
2.2、 即时零售行业：市场空间广阔，实现成本可控是关键.....	10
2.3、 商业模式：多模式并存，平台型发展潜力更大.....	13
2.4、 京东到家：核心能力体现在供给侧和用户心智.....	14
3、 达达快送：背靠京东生态的第三方运力平台.....	17
3.1、 业务概览：高效的社会化运力提供平台.....	17
3.2、 即时配送：需求导向市场，行业壁垒较高.....	18
3.3、 达达快送：落地配稳基本盘，全场景服务催化收入增长.....	19
4、 盈利预测及投资建议.....	21
4.1、 盈利预测.....	21
4.2、 估值分析.....	21
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要(单位:百万人民币).....	24

图表目录

图 1： 2016 年达达在即时配送市场占据 22.9%的份额.....	4
图 2： 达达快送与京东到家相互赋能.....	4
图 3： 达达成为京东物竞天择模式下的关键环节，开始具备赋能商家能力.....	5
图 4： 公司逐步由第三方配送平台升级为本地新零售供应链服务商.....	5
图 5： 京东持有公司约 52.2%股份（截至 2023 年 2 月 10 日）.....	6
图 6： 2017-2022 年公司收入 CAGR 为 54%.....	8
图 7： 2017-2022 年京东到家收入 CAGR 为 81.5%.....	8
图 8： 2022 年公司毛利率改善至 39%.....	8
图 9： 公司经营费用率呈改善趋势.....	8
图 10： 公司亏损率呈收窄趋势.....	9
图 11： 2021 年底公司拥有现金及现金等价物 5.7 亿元.....	9
图 12： 达达集团与京东已实现深度合作.....	9
图 13： 2022 年京东到家 GMV 达到 633 亿元.....	10
图 14： 2022 年京东到家收入同比增长 54%.....	10
图 15： 截至 2022 年底，京东到家年活跃用户数约为 7860 万人.....	10
图 16： 2016-2021 年到家业务市场规模 CAGR 为 64%.....	11
图 17： 非餐即时零售近年来成长迅速.....	11
图 18： 即时零售从商业模式看属于 O2O 到家业务范畴.....	11
图 19： 消费者对即时零售的需求日趋成熟.....	11
图 20： 即时零售的基础设施不断成熟.....	11
图 21： 食品饮料是京东“小时达”最受欢迎品类.....	12

图 22: 2021 年美团闪购订单量占比最高的品类为水果.....	12
图 23: 京东到家用户下单时间集中在“朝九晚八”时间段.....	12
图 24: 2021 年美团闪购的主要下单时段在午餐前和晚餐前后.....	13
图 25: 2020 年京东到家 74% 的订单来自住宅小区.....	13
图 26: 2021 年闪购超过 60% 的订单来自住宅区.....	13
图 27: 京东到家用户渗透率持续提升.....	15
图 28: 我国零售行业集中度明显高于餐饮行业.....	16
图 29: 预计 2022 年京东到家商超品类占比约为六成.....	16
图 30: 京东到家综合货币化率仍低于美团外卖.....	17
图 31: 落地配业务提供“最后一公里”服务.....	18
图 32: 同城配送业务提供 3 公里“小时达”服务.....	18
图 33: 国内商超行业集中度低, 商家自建配送经济性差.....	19
图 34: 顺丰同城近年来收入快速增长.....	19
图 35: 2021 年达达快送订单量突破 11 亿单.....	20
图 36: 公司目前与多行业的头部 KA 均有合作.....	20
表 1: 达达集团旗下包含达达快送和京东到家两大平台.....	4
表 2: 2016 年 4 月京东成为公司单一大股东.....	6
表 3: 2022 年 8 月创始人蒯佳祺辞任 CEO 和董事会主席, 何辉剑升任集团总裁.....	7
表 4: 从供给侧测算我国 2025 年即时零售市场规模或突破 7000 亿元.....	13
表 5: 即时零售行业商业模式可分为平台模式和自营模式.....	14
表 6: 三种模式所依赖的能力并不相同.....	14
表 7: 预计到 2022 年底京东到家在流量侧仍落后于美团闪购.....	15
表 8: 公司拥有成熟完善的仓配一体化解决方案.....	16
表 9: 货币化率提升和补贴率优化是京东到家实现盈利的主要驱动力.....	17
表 10: 运力平台的单量规模依赖流量生态的支撑.....	18
表 11: 达达快送起步价最低, 在短距离配送服务上更具价格优势.....	20
表 12: 公司收入及利润情况概览(单位: 百万人民币).....	21
表 13: 京东到家可比公司基本面及估值情况.....	22
表 14: 达达快送可比公司基本面及估值情况.....	22

1、公司概况：领先的本地新零售供应链服务商

1.1、发展历程：深耕零售到家业务，双轮驱动成长

公司最初于 2014 年在上海成立，目前为中国领先的本地即时零售和配送平台，旗下包含达达快送和京东到家两大平台。根据艾瑞咨询，2019 年达达快送以日均单量计约占开放型即时配送市场 19% 的市场份额，京东到家以 GMV 计约占本地商超即时零售平台 21% 的市场份额，均位于各细分行业排名第一。公司多年来深耕到家领域，先后经历多次战略升级，我们认为大致可分为三个阶段：

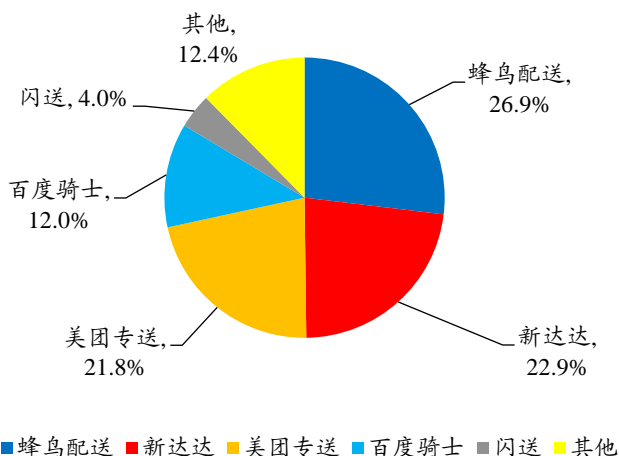
表1: 达达集团旗下包含达达快送和京东到家两大平台

	达达快送	京东到家
商业模式	<ul style="list-style-type: none"> 社会化同城配送平台，以众包运力为主，为商户和个人提供同城即时配送服务，同时为京东物流和其他物流公司提供最后一公里配送服务 	<ul style="list-style-type: none"> 本地零售商超 O2O 平台，主要依托达达快送的配送能力，通过链接消费者、零售商和品牌商提供服务
覆盖区域 (截至 2021 年底)	<ul style="list-style-type: none"> 同城配送服务覆盖约 1800 个县市，最后一公里配送服务覆盖约 2600 个县市 	<ul style="list-style-type: none"> 覆盖约 1800 个县市
主要收入来源	<ul style="list-style-type: none"> 向商户和个人收取同城配送服务费 向物流公司收取最后一公里配送服务费 	<ul style="list-style-type: none"> 同城配送服务费 交易佣金 在线营销服务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2014-2016 年：牵手京东到家，实现从配送平台向零售平台的转型。2014 年 6 月达达快送正式上线，初期以众包模式为美团外卖、饿了么等平台提供即时配送服务，随着美团专送和蜂鸟即配等自营运力的兴起，公司逐渐开始寻求战略转型。2016 年 4 月，达达与京东到家合并为达达集团，开启了从即时配送向即时零售的业务延展。

图1: 2016 年达达在即时配送市场占据 22.9% 的份额



数据来源：易观、开源证券研究所

图2: 达达快送与京东到家相互赋能

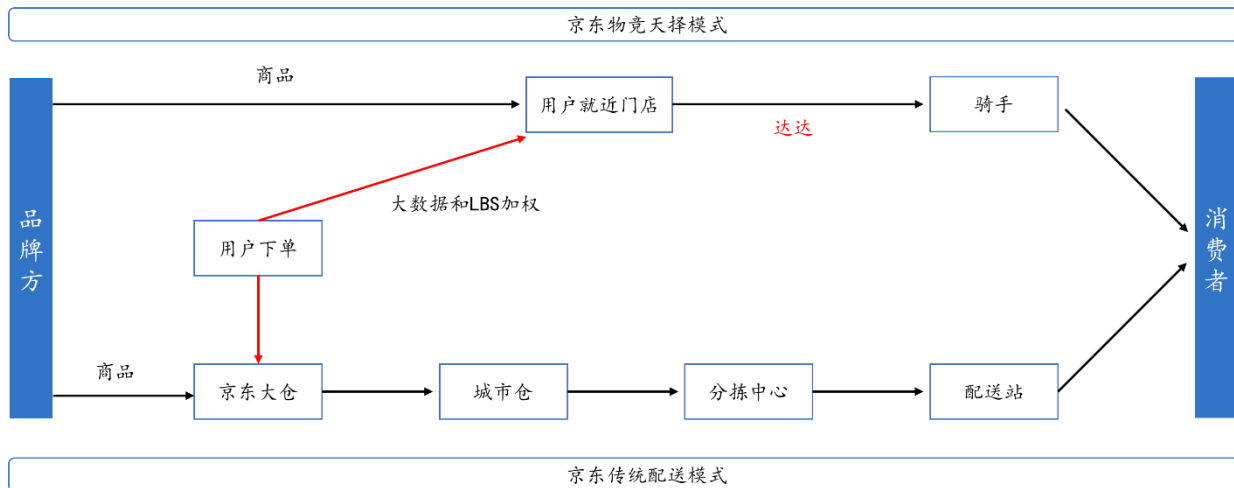


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2016-2020 年：聚焦零售赋能，拓展能力范围。2017 年 3 月，达达快送开始围绕配送环节构建即时配、落地配和个人配的全场景综合服务能力。2018 年 3 月公司提出战略升级，通过助力线下门店的数字化升级加速向上游拓展，由此前的“流量、

效率、用户”三方面赋能升级为“流量、履约、商品、用户、门店”五大赋能。2019年10月，公司发布海博ERP系统，通过提供多渠道管理和操作功能一体化服务帮助商家提升GMV和经营效率。在自身能力不断完善的过程中，公司利用京东到家带来的稳定商流资源，2016-2018年先后与沃尔玛、华润万家、屈臣氏等大型连锁零售公司达成战略合作，日单量峰值在2019年11月接近1000万。

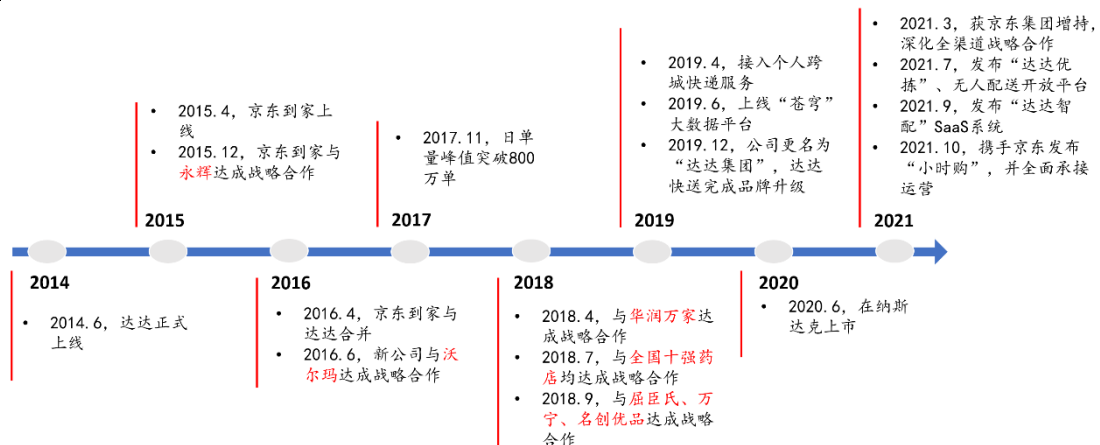
图3: 达达成为京东物竞天择模式下的关键环节，开始具备赋能商家能力



资料来源：亿欧、开源证券研究所

2020年-至今：品类稳步拓张，服务能力再升级。2020年3月公司在纳斯达克完成上市，此后随着即时零售赛道逐渐成长，2021年公司开始向手机3C、美妆、宠物、服饰等品类开拓，此后相继发布达达优拣、达达无人配送开放平台和达达智配SaaS系统，服务能力进一步提高。2021年10月，达达集团与京东合作发布即时零售品牌“小时购”，并全面承接该品牌运营。

图4: 公司逐步由第三方配送平台升级为本地新零售供应链服务商



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构：京东集团为最大股东，商超资源优势明显

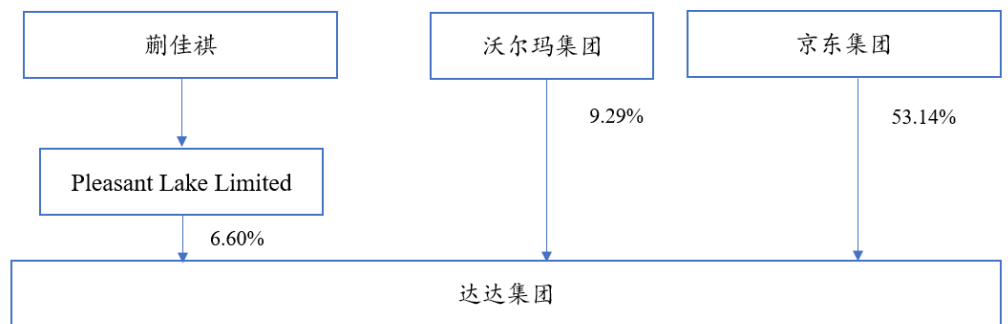
公司早期被红杉资本、DST、景林资产等多家资本巨头看好，2016年4月京东通过业务资源注入外加2亿美元现金换取新公司约47.4%的股份，成为公司单一最大股东，此后公司陆续接受了沃尔玛和京东的多轮战略注资，在商超资源上优势得到持续加强。截至2022年3月底，京东为公司最大股东，持股占52.20%，第二大股东为沃尔玛，持股占9.10%，公司创始人兼CEO蒯佳祺持股7.00%，为公司第三大股东。

表2：2016年4月京东成为公司单一最大股东

时间	轮次	金额	主要投资方
2014.07	A轮	数百万美元	红杉中国
2015.04	B轮	数千万美元	红杉中国、景林投资
2015.06	C轮	1亿美元	红杉中国、景林投资、昆仑万维、DST Global
2015.12	D轮	3亿美元	红杉中国、DST Global
2016.04	并购	2亿美元	京东到家
2016.10	战略融资	5000万美元	沃尔玛
2017.05	战略融资	未披露	京东集团
2018.08	战略融资	5亿美元	京东集团、沃尔玛
2020.06	IPO上市	3.68亿美元	公开发行
2021.03	定向增发	8亿美元	京东集团

资料来源：天眼查、开源证券研究所

图5：京东持有公司约52.2%股份（截至2023年2月10日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、管理团队：创始人退居幕后，与京东融合度进一步加强

公司2022年8月做出人事调整，创始人蒯佳祺辞任首席执行官和董事会主席，由京东零售CEO辛利军接任公司董事会主席、原公司副总裁何辉剑升任公司总裁。辛利军先生于2021年9月起在京东零售担任首席执行官，何辉剑先生自2014年起加入京东到家，在研发和运营岗位均具有管理工作经验，我们预计“京东系”管理团队的就位将进一步强化公司与京东集团的协同合作，有利于公司经营效率的持续提升。

公司联合创始人杨骏目前仍担任公司CTO，任职时长已超过8年。杨骏先生在

Google、Facebook 和 Square 等互联网公司工作多年，在用户增长领域有着丰富的经验。

表3: 2022年8月创始人蒯佳祺辞任CEO和董事会主席，何辉剑升任集团总裁

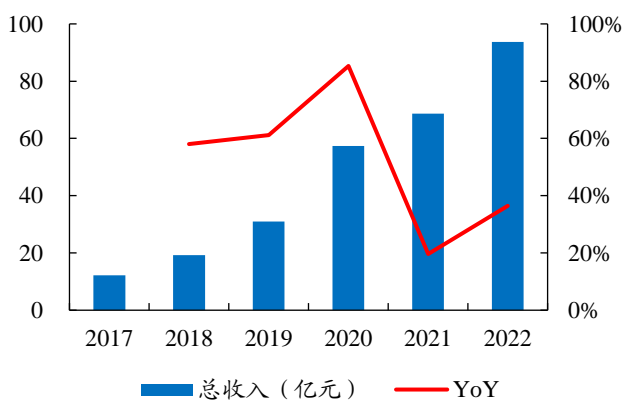
姓名	职位	任职日期	背景
辛利军 (京东零售)	董事会主席, 董事	2022.08	上海交通大学电气工程及其自动化专业学士、中欧国际工商学院 EMBA。于 2012 年 10 月加入京东, 历任京东商城开放平台家居家装部总经理、居家生活事业部总裁、生活服务事业群总裁, 2019 年 7 月担任京东健康首席执行官, 负责京东健康的战略、管理、业务发展等工作, 2021 年 9 月担任京东零售首席执行官, 2022 年 8 月担任达达集团董事会主席。
何辉剑	董事, CEO	2022.08	北京邮电大学电气科学与技术专业学士、应用计算技术专业硕士。于 2006-2014 年担任 IBM 高级研发经理, 2014 年 3 月加入京东到家, 历任京东到家研发总监、产研负责人、平台运营负责人等职位, 2018 年 4 月担任达达集团副总裁, 2022 年 8 月升任公司总裁。
朱晓静 (沃尔玛)	董事	2020.05	北京外国语大学西方研究学士、哥伦比亚商学院 MBA。于 1999 年-2003 年担任麦肯锡公司业务经理, 2005 年 1 月-2008 年 5 月担任霍尼韦尔副总裁, 负责公司战略和发展; 2011 年 9 月-2016 年 7 月担任恒天然董事总经理兼副总裁; 2016 年 8 月-2019 年 12 月领导恒天然在中国大陆、中国香港和中国台湾地区的业务。自 2020 年 5 月担任达达董事, 是沃尔玛中国区总裁兼首席执行官。
孙宝红	独立董事	2020.12	中国人民大学国际经济学学士、南加州大学经济学博士。美国市场营销协会、美国经济协会、运筹学和管理科学研究所成员。于 1997 年 7 月-2004 年 8 月任卡耐基梅隆大学市场学助理教授, 2001 年 9 月-2004 年 8 月任市场学副教授, 2009 年 9 月-2011 年 8 月任市场学教授, 同时于 2001 年 7 月-2004 年 8 月任北卡罗来纳大学助理教授, 于 2008 年 6 月-2009 年 8 月任长江商学院市场营销客座教授及国际课程副院长。自 2020 年 6 月起担任公司独立董事。
韩践	独立董事	2022.08	中国人民大学英美文学学士、康奈尔大学劳资关系博士。美国管理学会会员。于 2005 年 3 月-2008 年 3 月担任北京大学管理学助理教授, 2008 年 3 月加入中欧国际工商学院担任管理学教授, 自 2012 年以来, 一直在世界经济论坛的专家委员会任职。自 2022 年 8 月担任公司独立董事。
Laura Marie Butler	独立董事	2022.08	威斯康辛大学麦迪逊分校会计工商管理学士。于 2000 年-2004 年担任普华永道中天会计师事务所审计高级经理, 于 2004 年-2020 年担任普华永道中天会计师事务所北京办公室资本市场和会计咨询服务部门合伙人。自 2020 年以来一直在美国私人咨询公司的顾问委员会任职。自 2022 年 8 月担任公司独立董事。
杨骏 (联合创始人)	CTO	2014 年	浙江大学计算机科学学士、美国卡内基梅隆大学计算机科学硕士和博士。于 2008 年-2009 年担任谷歌工程师; 于 2010 年-2014 年担任 Facebook 工程经理, 负责用户增长和广告优化; 于 2014 年-2015 年担任上市公司 Square 增长工程团队负责人, 负责用户增长战略和实施。自公司成立以来一直担任首席技术官, 自 2020 年 6 月起担任公司董事, 负责技术、产品、数据和公司战略。
陈兆明	CFO	2018.12	毕业于复旦大学, 中国注册会计师(CICPA)及特许金融分析师(CFA)。曾于 2011 年-2012 年担任拉手网财务总监, 于 2012 年 12 月-2018 年 11 月担任宝尊公司首席财务官。自 2018 年 12 月起担任达达集团首席财务官。

资料来源: Bloomberg、公司公告、开源证券研究所

1.4、财务情况：收入高速增长，盈利状况逐步改善

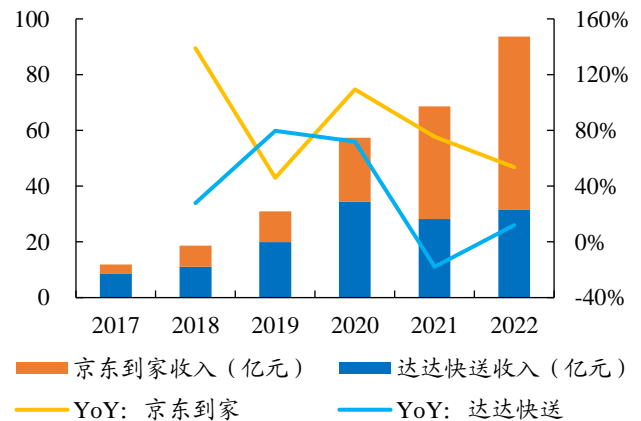
疫情后收入加速增长，京东到家成为重要增长驱动力。公司收入规模自 2017 年的 12.2 亿元增长至 2022 年的 93.7 亿元，2022 年总收入同比增长 36.4%，2017-2022 年 5 年 CAGR 为 50.4%。2021 年 4 月起由于达达快送不再确认最后一公里服务与骑手相关的收入和成本，公司全年收入同比仅增长 19.6%，但调整可比口径后增速仍达到 76.8%，我们认为主要系疫情加速消费线上迁移所致。从业务结构看，京东到家 2017-2022 年收入 CAGR 为 81.5%，收入占比自 2017 年的 26% 提升至 66%，为公司的收入增长的主要驱动力。

图6：2017-2022 年公司收入 CAGR 为 54%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

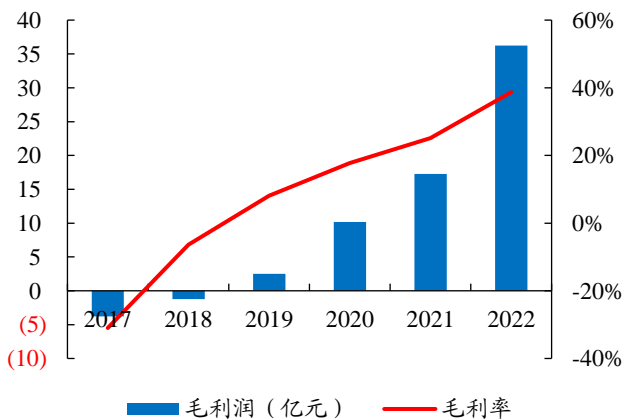
图7：2017-2022 年京东到家收入 CAGR 为 81.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

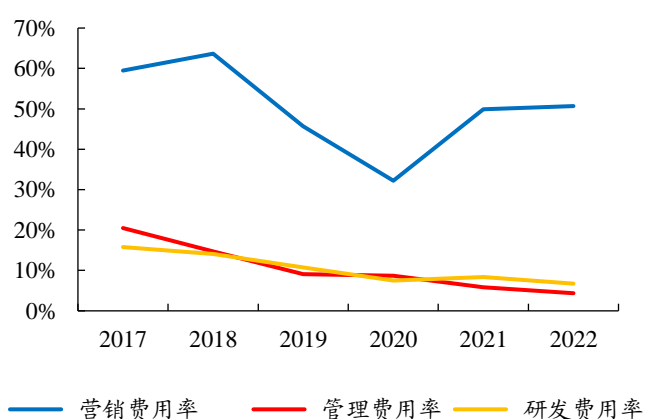
经营效率逐步改善，流动性压力相对较小。公司近年来经营效率稳步提升，毛利率由 2017 年的 -31% 改善至 2022 年的 39%，2021 年经调整净亏损同比扩大 80% 至 21 亿元，主要系京东到家业务前期推广带来的高补贴、高广告营销所致，随着业务模型逐渐成熟，公司 2022 年经调整亏损率已缩窄至 -14%。公司 2021 年经营性现金流净流出 26.6 亿元，投资性现金流净流出 6.9 亿元，融资性现金流净流出 15.5 亿元，截至 2021 年底，公司共拥有现金及现金等价物 5.7 亿元，我们预计随着京东到家盈利能力的逐步提升，公司后续的流动性压力将相对较小。

图8：2022 年公司毛利率改善至 39%



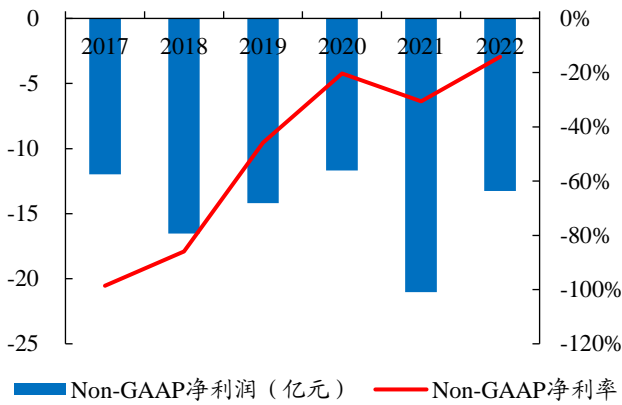
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司经营费用率呈改善趋势



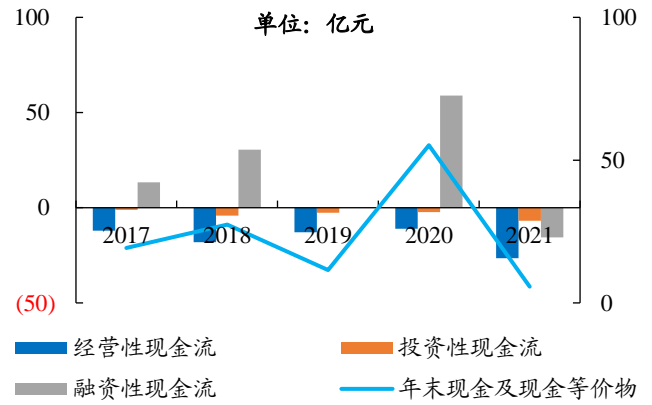
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 公司亏损率呈收窄趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2021年底公司拥有现金及现金等价物 5.7 亿元



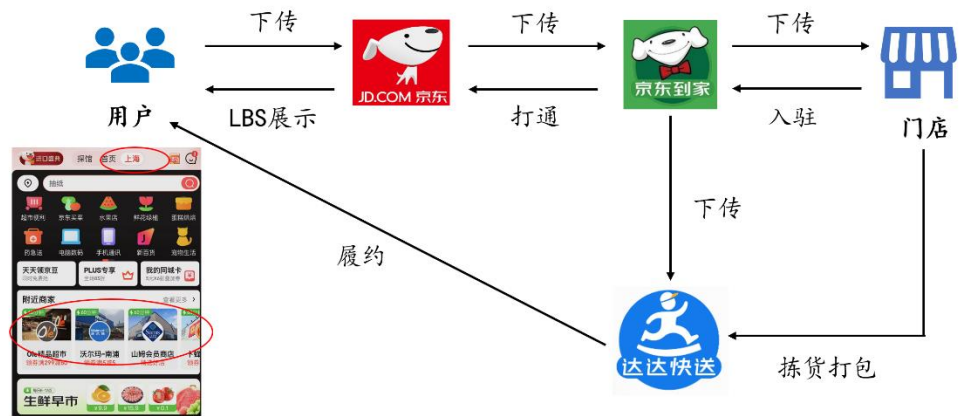
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、京东到家: 轻资产运营的即时零售平台

2.1、业务概览: 全国领先的即时零售平台

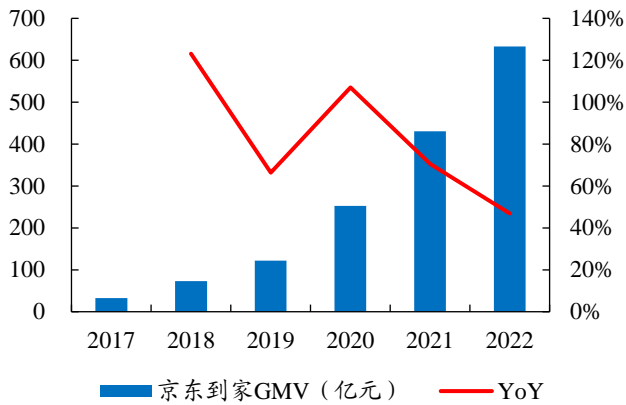
京东到家作为公司旗下的轻资产运营平台，主要依靠京东主站 APP、主站小程序以及京东线下门店为平台引流，通过向用户提供基于 LBS 的商家展示以匹配需求。2021 年 10 月京东携手达达集团推出“小时购”业务，该业务由京东到家全面承接，进一步丰富了平台的流量结构。截至 2021 年底，京东到家已覆盖全国约 1800 个市县，拥有超过 6000 万的年活用户，2022 年平台 GMV 达到 632.8 亿元，2017-2022 年 GMV 的 CAGR 高达 81%，是目前全国领先的即时零售平台之一。

图12: 达达集团与京东已实现深度合作



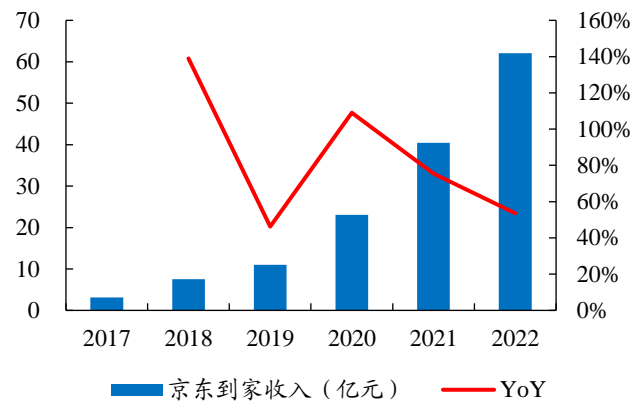
资料来源: 京东黑板报公众号、开源证券研究所

图13: 2022年京东到家GMV达到633亿元



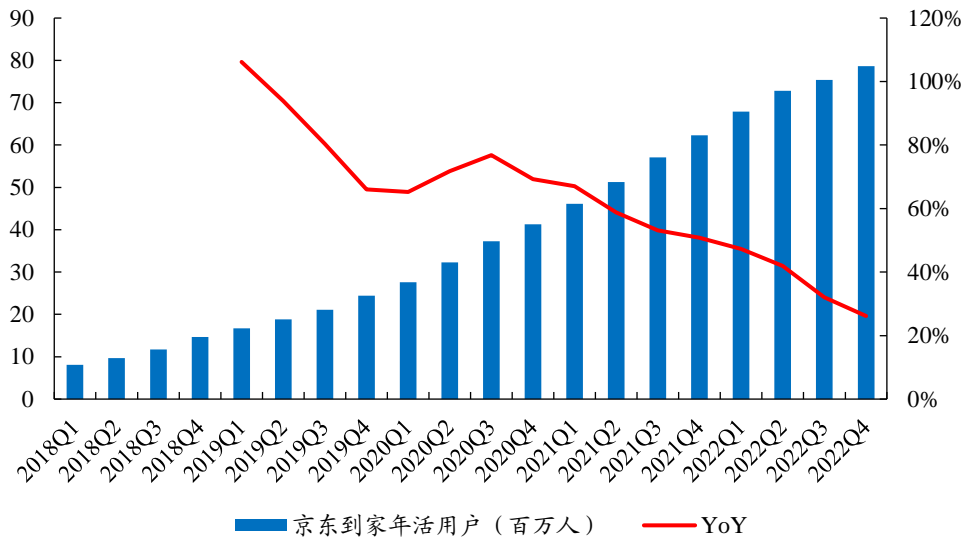
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 2022年京东到家收入同比增长54%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 截至2022年底, 京东到家年活跃用户数约为7860万人



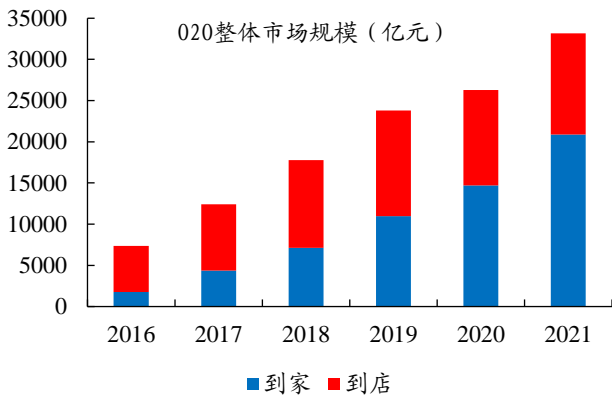
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、即时零售行业: 市场空间广阔, 实现成本可控是关键

到家业务迅速崛起, 即时零售市场空间广阔。根据凯度数据, 2021年O2O整体市场规模超过3万亿元, 其中到家业务市场规模超过2万亿元, 约占行业整体63%的市场份额, 2016-2021年CAGR高达64%。从到家业务的细分赛道来看: (1) 餐饮外卖是到家的主要需求来源, 根据美团财报披露, 2021年其餐饮外卖总交易额约为7021亿元, 我们假设美团外卖同年的市占率为70%, 参考上述到家市场规模口径, 外卖需求约占到家市场48%的市场份额; (2) 非餐即时零售近年来成长迅速, 根据艾瑞咨询, 2016-2021年即时零售开放平台模式市场规模CAGR约为81%, 明显高于美团外卖GMV同期CAGR(约64%)。

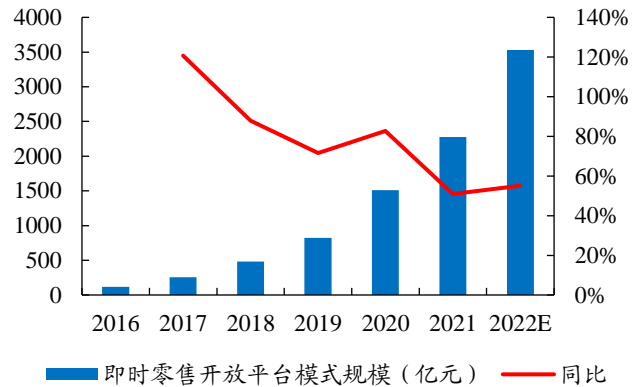
我们认为到家商业近年来的快速崛起主要基于: (1) 消费者需求在经历行业早期补贴大战后得以维持, 且需求品类边界仍在持续扩张; (2) 规模效应驱动下行业基础设施不断成熟, 商家准入门槛与平台运营成本均实现了明显降低。

图16: 2016-2021 年到家业务市场规模 CAGR 为 64%



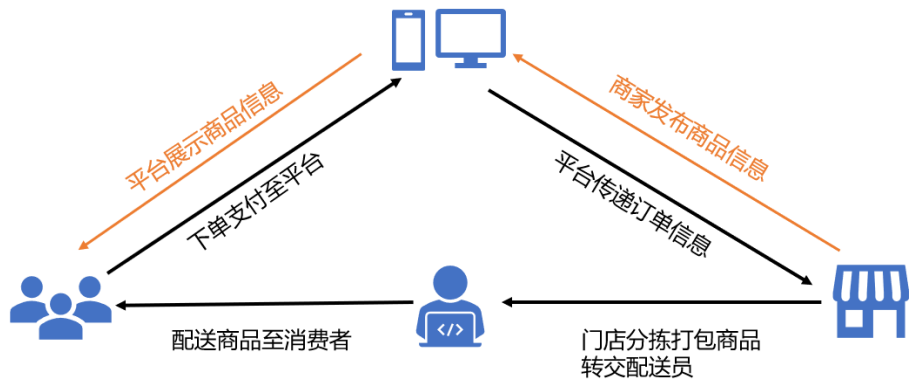
数据来源: 凯度、开源证券研究所

图17: 非餐即时零售近年来成长迅速



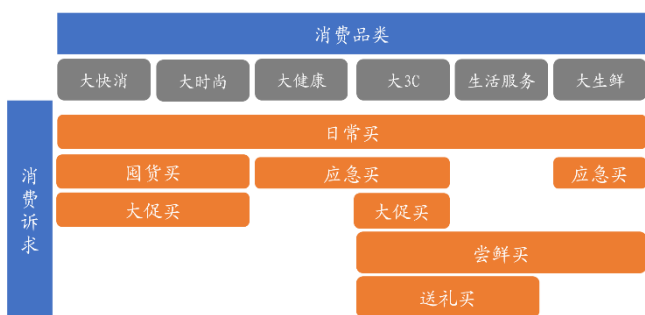
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所 (注: 开放平台模式市场规模不包含自营模式平台)

图18: 即时零售从商业模式看属于 O2O 到家业务范畴



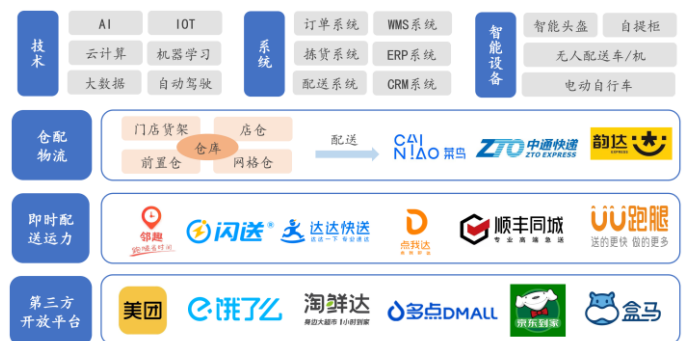
资料来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图19: 消费者对即时零售的需求日趋成熟



资料来源: 京东研究院、开源证券研究所

图20: 即时零售的基础设施不断成熟



资料来源: 美团研究院、CFLP、开源证券研究所

品类渗透率仍然存在空间, 2025 年我国即时零售行业规模有望突破 7000 亿元。根据京东大数据研究院发布的《2021 年即时消费行业报告》和美团研究院发布的《加快发展即时零售, 助力零售行业转型升级》报告, 即时零售现阶段需求的特征

表现为：（1）品类上以食品、生鲜、日化等 FMCG 品类为主；（2）下单时间段集中在中餐和晚餐前后；（3）订单场景以住宅小区为主。我们认为上述特征体现出即时零售目前的主要需求场景为多人型聚餐需求，考虑到消费者在面对既定的成本时大都会倾向于更高效的配送服务，因此未来从需求场景拓展的逻辑看，即时零售在品类渗透率上仍存在明显的提升空间，但实现配送成本与效率平衡的进一步优化仍将是重要的前提条件。

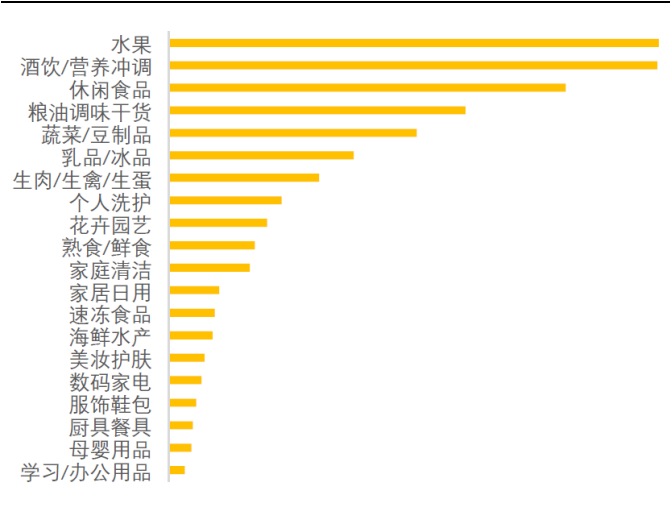
根据 Euromonitor 的各消费品类市场规模数据，我们假设短期内酒水饮料、消费电子、个护健康以及生鲜仍将作为即时零售的主流品类，其中考虑到家庭的餐饮需求与即时配送服务契合度最高，预计生鲜将是主要需求品类，根据艾瑞咨询数据，2020 年我国生鲜零售线上渠道占比约为 14.6%，我们预计 2025 年即时零售在该品类的总渗透率有望达到 8%。整体来看，我们预计我国即时零售行业规模 2025 年有望达到 7396 亿元。

图21: 食品饮料是京东“小时达”最受欢迎品类



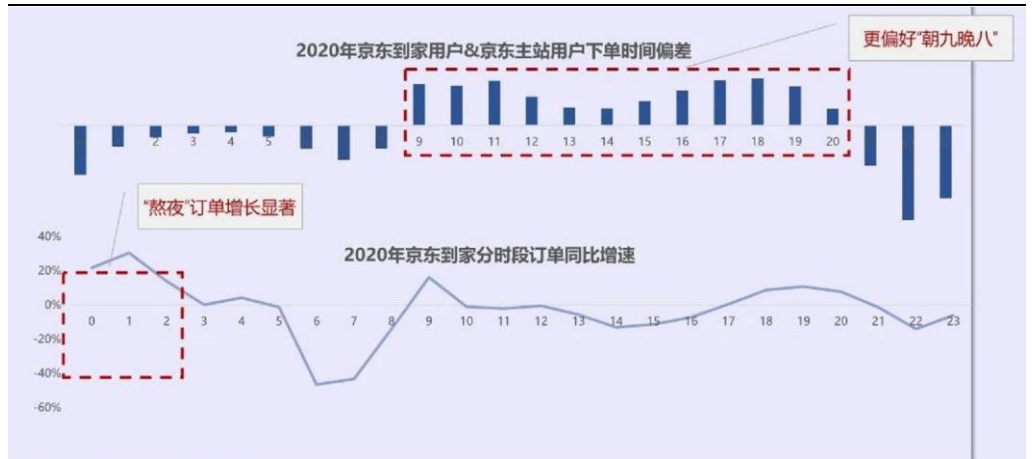
资料来源：京东大数据研究院

图22: 2021年美团闪购订单量占比最高的品类为水果



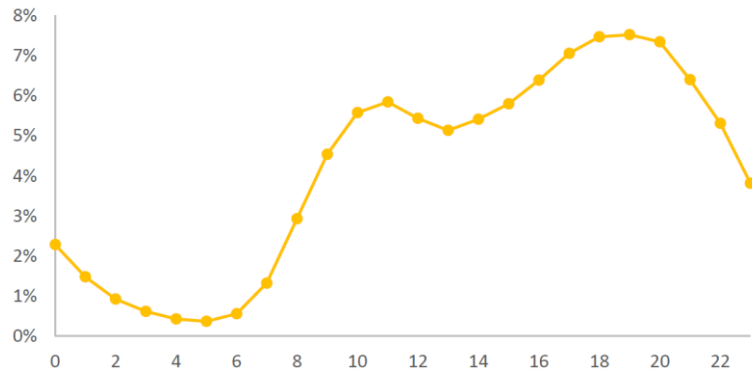
资料来源：美团研究院

图23: 京东到家用户下单时间集中在“朝九晚八”时间段



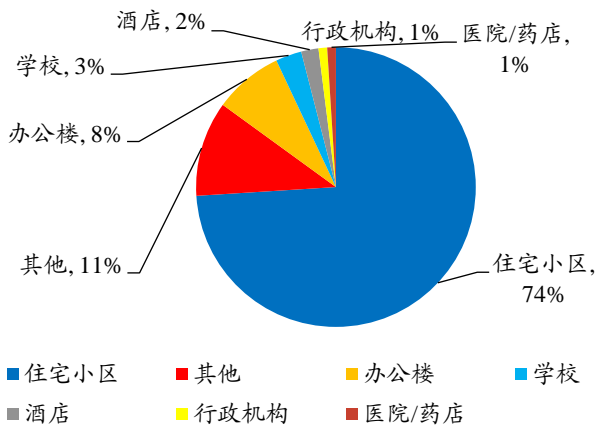
资料来源：京东大数据研究院

图24: 2021年美团闪购的主要下单时段在午餐前和晚餐前后



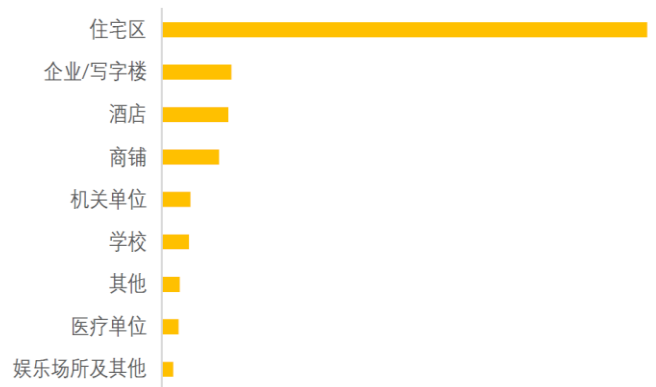
资料来源: 美团研究院 (注: 横轴为下单时间点, 纵轴为对应订单占比)

图25: 2020年京东到家74%的订单来自住宅小区



数字来源: 京东大数据研究院、开源证券研究所

图26: 2021年闪购超过60%的订单来自住宅区



资料来源: 美团研究院

表4: 从供给侧测算我国2025年即时零售市场规模或突破7000亿元

品类	2021年总规模(亿元)	2025年预测总规模(亿元)	2025年预测即时零售渗透率	2025年预测即时零售规模(亿元)	2025年预测即时零售中各品类占比
酒水饮料(非堂食)	18457	22110	7%	1548	21%
消费电子	13212	15093	3%	453	6%
个护健康	15320	18950	4%	758	10%
生鲜	44633	57966	8%	4637	63%
合计	91622	114119	6.5%	7396	100%

数据来源: Euromonitor、开源证券研究所 (注: 测算中仅涉及即时零售可能覆盖的主要品类)

2.3、商业模式: 多模式并存, 平台型发展潜力更大

从平台对供应链的参与度看, 即时零售行业的商业模式可分为自营型和平台型, 其中自营型又可进一步分为传统商超自营和垂直自营: (1) 传统商超自营: 传统商超的线上化转型补充, 依赖既有用户对品牌的忠诚度, 轻运营而重服务; (2) 垂直自营: 获客场景更偏向于线上, 流量运营必不可少, 且平台参与供应链与仓储环节, 模式较重; (3) 平台型: 平台不深度参与商品管理环节, 依托已有流量平台, 专注

于为第三方商家提供线上服务和线下配送，品类拓展空间更大。

表5: 即时零售行业商业模式可分为平台模式和自营模式

	平台模式	自营模式	
		传统商超自营	垂直自营
商业模式	互联网平台对接线下消费者和商家，多数提供即时配送能力，也支持商家自配送	大型商超或零售门店通过自营 APP、小程序为消费者提供送货到家服务，平台一般负责进货、销货和配送环节	深耕生鲜果蔬、医药健康、酒水饮料等垂直品类，平台负责进货、销货和配送环节
代表品牌	京东到家、美团闪购、饿了么	永辉生活、沃尔玛到家	叮咚买菜、美团买菜、盒马
SKU 数量	较多，单店可达 5000-10000	较多，单店可达上万	偏少，单仓约 1500
核心优势	模式轻，商家类型较多、规模较大，且平台拥有更大的流量池，可以快速形成规模效应，提高配送效率	上线自营到家的零售商一般位于行业前列，品牌认知度高，核心用户粘性较强；在商品采购和品控拥有优势	更关注细分领域，可精准挖掘用户需求；在商品采购和品控拥有优势
配送方式	自建团队+众包+配送物流合作		

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

平台模式流量端优势明显，开放合作下供应链能力得到优化。从前端流量运营、中端运力管理和后端商品供给的三个维度来看，行业内目前存在的三种商业模式各有所长，其底层逻辑源于各玩家的先天能力禀赋和战略目标差异：（1）前端运营能力体现为用户规模和粘性，需要公司线上线下的综合生态流量和补贴投入支持；（2）中端管理能力体现为在成本可控下的配送高时效性，依靠订单规模、订单智能分配系统和公司的组织管理能力；（3）后端供给能力体现为商品的“多好省”，依靠公司的综合供应链能力。我们认为垂直自营平台的各项能力较为均衡，可以在人流、物流和货流上实现相对闭环，但平台模式和传统商超自营模式存在明显的互补，通过合作实现共同成长的可行性更强。

表6: 三种模式所依赖的能力并不相同

	平台模式	传统商超自营	垂直自营
前端运营	强： 背靠流量平台，多入口导流，对用户消费习惯理解更深入，线上流量优势明显	较弱： 更多依靠线下门店场景将老用户转换为线上流量，完善既有用户体验，线上综合运营能力较弱	较强： 基本无线下门店，依靠高补贴和背后生态导流获取线上流量，差异化商品特色是保持用户粘性的关键
中端管理	强： 自建运力或深度绑定第三方运力，能够为平台提供稳定运力支持；拥有智能调度系统高效派单	较弱： 自营运力较少，主要依靠众包运力和合作物流运力	较强： 自营运力为主，高时效配送是保证用户体验的关键一环，但在骑手成本端规模效应较弱
后端供给	较弱： 依赖平台商家提供商品，依靠平台地推能力，对商品质量把控度较低	强： 与线下门店存在明显协同效应，货架模式，在商品采购成本和 SKU 数量上更具优势	较强： 总体以爆款模式为主，SKU 较少，在自身深耕的垂直领域拥有采购成本优势

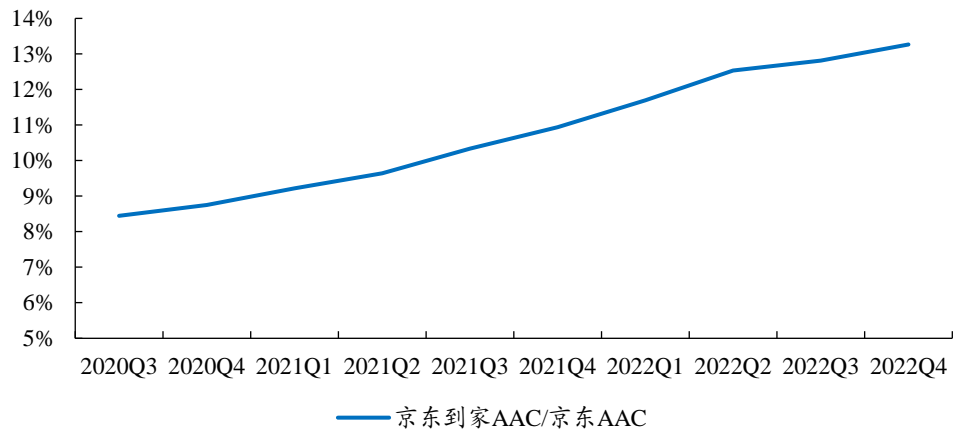
资料来源：开源证券研究所

2.4、京东到家：核心能力体现在供给侧和用户心智

流量端目前落后美团闪购。平台模式的流量成长空间优于自营模式，主要基于其背后的互联网平台流量池，截至 2022 年 9 月 30 日，京东到家年活用户达到 7540 万，约占京东同期年活用户 12.8%，同比提升 2.5pct。与美团相比，京东目前的用

户基数和活跃度都偏低，我们预计 2022 年美团闪购的活跃用户数约为京东到家的 4 倍、订单量约为京东到家的 6 倍。

图27: 京东到家用户渗透率持续提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（注：2022Q4 因京东未披露用户数，图中数据为预测值）

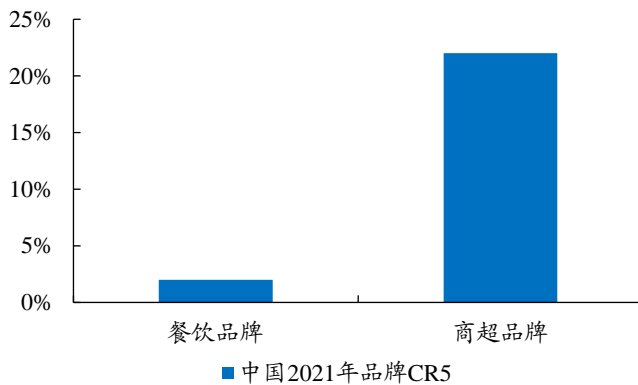
表7: 预计到 2022 年底京东到家在流量侧仍落后于美团闪购

2022 年	京东到家	美团闪购
用户数 (亿人)	0.8	3.1
占京东/美团总用户数	13.3%	44.9%
用户同比增速	26%	35%
完成订单量 (百万单)	257	1682
订单同比增速	24%	46%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（注：除京东到家用户数外，其余数据均为开源海外团队预测数据）

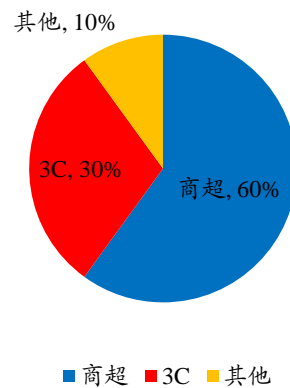
供给侧和用户心智优势明显。即时零售的兴起源于餐饮外卖对用户心智的培养和同城配送体系的完善，美团闪购能够与美团外卖共用骑手资源，拥有更强的规模效应，在骑手成本上优势明显。但从即时零售的商业本质来看，我们认为京东到家的优势在于：（1）零售行业集中度更高，头部零售商的供应链竞争壁垒更强，京东到家目前与全国百强商超中的 88 家均有合作关系，长期看价格优势明显；（2）零售模式涉及更多的 SKU，具有更复杂的仓储分拣流程以及更高的重货比例，公司的仓拣配一体化解决方案能力经过多年积累，在品类拓展上潜力更大；（3）京东系流量的零售消费心智更成熟，用户转换效率更高，有利于平台补贴率快速实现优化。

图28: 我国零售行业集中度明显高于餐饮行业



数据来源: Euromonitor、CFFA、开源证券研究所

图29: 预计 2022 年京东到家商超品类占比约为六成



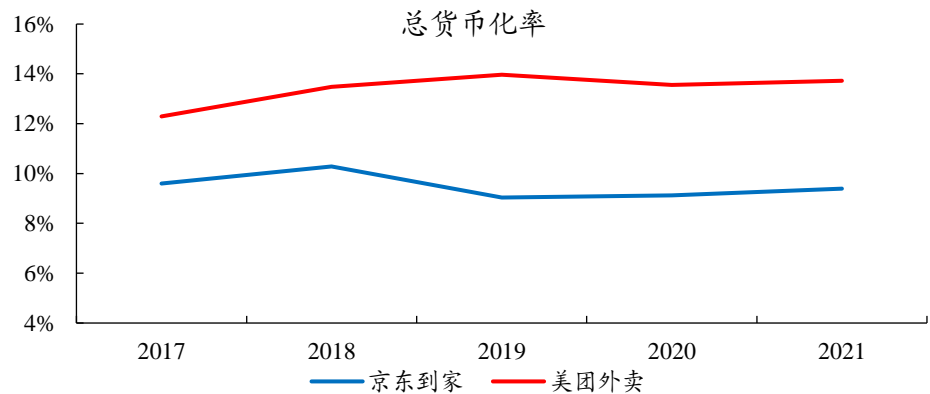
数据来源: 京东到家 APP、开源证券研究所

表8: 公司拥有成熟完善的仓配一体化解决方案

	仓		拣		配
系统	海博系统	海博系统	沧海系统	智慧物流系统	苍穹大数据平台
能力	库存管理能力		拣货管理能力		单量预估、仿真配送、AI自动定价、合并订单、路径规划、订单全链路实时追踪
业务模块	仓储管理方案	海博拣货助手	达达优拣	即时配	无人配送开放平台
服务项目	全拣仓, 半拣仓+卖仓, 大卖场	拣货全流程数字化管控	弹性众包招募和运营, 拣货质量监控和提升	定制化即时配送解决方案	订单管理, 无人车智能调度, 人机交互
解决问题	降低缺货率, 提升周转率	提升拣货效率, 优化用户体验	削峰填谷, 高效拣货, 降低成本	混合运力模式, 灵活调度, 高性价比, 可提供定制化解决方案	成本可控, 稳定性强, 服从性强

资料来源: 达达集团黑板报公众号、开源证券研究所

高货币化率弹性加速盈利节奏, 强竞争壁垒保障补贴优化空间。2021年京东到家客单价约为190元, 实现单均收入17.9元, 综合货币化率达到9.4%, 呈稳步提升趋势, 但仍低于美团外卖同期的13.7%。2021年京东到家直接利润率为-1.3%, 同比优化0.1pct, 其中单均补贴约为10.4元, 补贴率同比提升0.8pct, 货币化率提升成为利润率稳定的关键。相较于餐饮外卖面临的客单价瓶颈, 我们认为即时零售未来会趋向于综合化购物模式, 因此客单价长期增长空间更大, 虽然目前货币化率低于餐饮外卖, 但高客单基数能带来高货币化率弹性, 因此我们预计即时零售的盈利节奏与单均利润空间将好于外卖。此外, 京东到家凭借其自身的供应链与用户心智优势, 2021Q3开始平台补贴率逐渐下降, 并于2022Q2实现直接利润率转正, 我们认为补贴率的逐渐优化也为后续利润进一步释放提供了有力保障。

图30: 京东到家综合货币化率仍低于美团外卖


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表9: 货币化率提升和补贴率优化是京东到家实现盈利的主要驱动力

	2020	2021	2022	2023E
客单价 (元)	152	190	225	264
货币化率	9.1%	9.4%	9.8%	9.9%
收入 (元)	13.9	17.9	22.1	26.1
成本	9.0	10.0	10.9	11.4
配送成本	7.7	6.5	6.8	6.9
补贴费用	7.0	10.4	9.4	8.3
补贴率	4.6%	5.4%	4.2%	3.1%
直接利润 (元)	-2.2	-2.5	1.8	6.4
直接利润率	-1.4%	-1.3%	0.8%	2.4%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所预测 (注: 直接利润=毛利-计入营销费用的补贴费用, 表中数据为开源海外团队预测值)

3、达达快送: 背靠京东生态的第三方运力平台

3.1、业务概览: 高效的社会化运力提供平台

达达快送作为公司旗下的即时配送平台, 主要依靠众包运力为客户提供点对点服务, 业务主要包括落地配送和同城配送: (1) 落地配主要对接物流公司 (京东物流为主), 作为补充运力为客户提供“最后一公里”配送服务, 截至 2021 年底该业务已覆盖全国约 2600 个市县; (2) 同城配送主要对接商家及个人, 包含帮送、帮取、帮买和帮办等服务, 可以为用户提供 3 千米半径内的“小时达”服务, 截至 2021 年底已覆盖全国约 1800 个市县。

图31: 落地配业务提供“最后一公里”服务



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 同城配送业务提供3公里“小时达”服务



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、即时配送: 需求导向市场, 行业壁垒较高

运力平台依附流量生态, 外部议价能力较弱。即时配送行业的运力由专职和众包两种形式组成, 专职配送人员的固定成本较高(一线城市 7000-10000/人), 主要由拥有高订单量的餐饮外卖平台提供, 达达背靠京东, 在众包模式中单量处于领先地位。从需求端看, 配送平台所依附的生态是主要单量来源, 且需求较为稳定, 外部客户为 KA 连锁、中长尾商户和个人用户等, 其中 KA 商户依靠规模优势为主要外部需求来源, 拥有较高的议价权。

表10: 运力平台的单量规模依赖流量生态的支撑

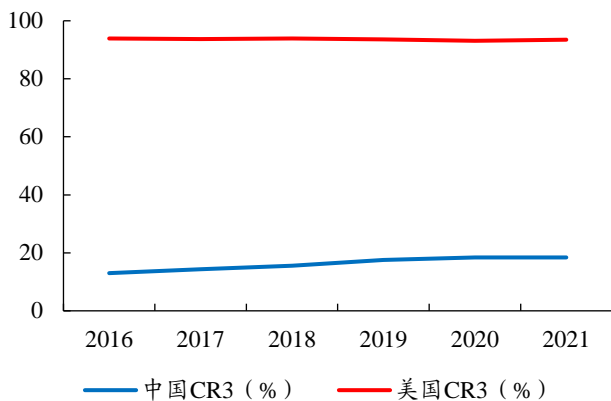
平台	所属生态	运力模式	主要业务模式	订单规模	覆盖范围	骑手数量
美团配送	美团	专职+众包	即时配	日完成单量突破 4000 万	覆盖全国 2800 个市县, 连接 630 万商家、4.6 亿消费者	近 400 万
蜂鸟即配	阿里巴巴	专职+众包	即时配	日均配送 450 万单	覆盖 2000 个市县, 服务 300 多万商家	超 300 万
达达快送	京东	众包	即时配+落地配	日单量超 300 万	覆盖 2700 个市县	日活超过 63.4 万
闪送	-	众包	即时配	-	覆盖全国 260 个城市	超 200 万
UU 跑腿	-	众包	即时配	-	覆盖全国 180 个	合作过骑手超 500

平台	所属生态	运力模式	主要业务模式	订单规模	覆盖范围	骑手数量
					城市	万
顺丰同城	顺丰	专职+众包	即时配+落地配	日单量超 200 万	覆盖 1900 个市县	超 60 万活跃骑手

资料来源：各公司官网、各公司公告、开源证券研究所（注：顺丰同城单量数据为 2020 年数据、覆盖范围和骑手数为 2021 年数据，达达快送活跃骑手数为截至 2020Q1 数据）

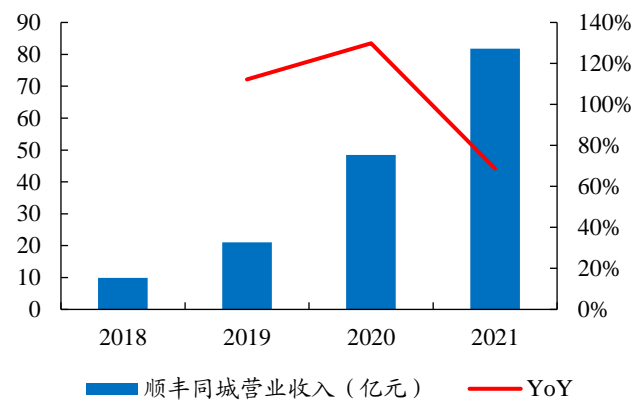
新晋玩家影响有限，行业壁垒较高。 尽管即时零售市场规模的快速成长可能在短期内导致运力结构性不足，从而吸引新的运力供给方，但我们认为新晋玩家对当前主流第三方运力平台的影响较为有限：（1）KA 商家是第三方运力平台外部订单的主要来源，但传统零售企业自建配送团队经济性差且大多数商超、餐饮企业的核心竞争力并不依赖于配送服务体验；（2）传统快递公司拥有运力基础，但即时配送和快递配送在仓配体系、成本结构和运营管理上存在根本性的差别，预计快递公司在该业务上实现效率优化存在较大的困难。

图33：国内商超行业集中度低，商家自建配送经济性差



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图34：顺丰同城近年来收入快速增长

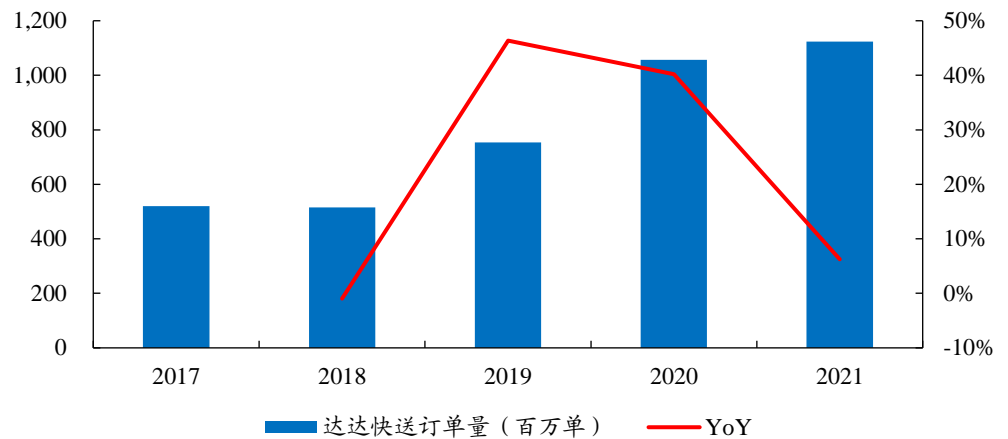


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、达达快送：落地配稳基本盘，全场景服务催化收入增长

落地配为主要需求，KA 客户和京东到家需求快速增长。 达达快送 2021 年合计配送订单 11.2 亿单，同比增长 6.2%，其订单主要来自京东物流、京东到家、KA 连锁商家以及长尾商家和个人用户。考虑到达达快送是京东物流的重要运力补充，且京东物流正处在快速成长阶段，我们预计落地配仍将是达达快送的主要需求来源，能为公司带来长期稳定的收入来源。此外，随着同城零售在京东的战略地位逐渐提高，来自京东到家和 KA 客户的需求也在成为平台订单增长的重要来源，根据达达集团黑板报公众号数据，2022 年双 11 期间（10 月 31 日至 11 月 11 日）达达快送总配送单量超过 1.2 亿单，其中便利店和餐饮订单量同比增长均超过 500%。

图35: 2021年达达快送订单量突破11亿单



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

B端综合服务能力强, C端提供高性价比服务。达达快送依托京东带来的资源, 目前与多行业的头部KA均有合作, 拥有稳定的商流, 公司自身也在传统配送、智慧零售以及定制化配送解决方案上积极探索, 进一步增强了与KA商家的绑定。面对C端以及中小客户, 达达快送主要提供文件快送、商品快送、代买等跑腿服务, 相较于其他竞争对手起送价更低, 在短距离配送服务上更具价格优势。

图36: 公司目前与多行业的头部KA均有合作



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

表11: 达达快送起步价最低, 在短距离配送服务上更具价格优势

公司	基础里程及重量	起步价	超里程费	超重费
达达	3km、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、5kg 以内	15 元	3-5km, 每公里+1 元; 5km 以上, 每公里+2 元	5-20kg, 每 kg+2 元; 20kg 以上, 每 kg+5 元
顺丰同城	3km、5kg 以内	14 元	3-7km, 每 2km+2 元; 7-	5-20kg, 每 kg+2 元;

公司	基础里程及重量	起步价	超里程费	超重费
			150km, 每 3km+5 元	20kg 以上, 每 kg+3 元

资料来源：各平台 APP、开源证券研究所

4、盈利预测及投资建议

4.1、盈利预测

收入端：我们认为疫情的影响加速了即时零售渗透率的提升，对公司收入将产生提振作用，预计 2023-2025 年公司收入分别为 126.5/162.9/196.0 亿元人民币，对应同比增速分别为 35%/29%/20%。其中：（1）考虑到京东到家在品类和用户上仍有较大的拓展空间，且货币化率有望继续提升，预计该业务 2023-2025 年收入分别为 85.8/113.9/138.0 亿元，对应同比增速分别为 38%/33%/21%；（2）考虑到达达快送将继续受益于京东到家的单量增长，预计该业务 2023-2025 年收入分别为 40.7/49.0/57.9 亿元，对应同比增速分别为 29%/20%/18%。

成本端：考虑到疫情管控结束短期内对即时零售需求存在一定负面影响，且行业竞争仍在持续，我们认为京东到家与营销相关的成本优化将边际放缓，预计 2023-2025 年毛利率分别为 44.5%/43.8%/43.4%，总经营费用率分别为 47.7%/39.0%/38.0%。

利润端：考虑到京东到家在补贴端的持续优化，综合收入及成本端假设，我们预计公司 2023 年有望实现扭亏为盈，预计 2023-2025 年公司的经调整净利润分别为 1.0/13.1/16.7 亿元人民币。

表12: 公司收入及利润情况概览(单位: 百万人民币)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入	6,866.3	9,367.6	12,651.1	16,289.1	19,598.6
京东到家	4,045.6	6,210.0	8,580.4	11,393.7	13,804.9
达达快送	2,820.7	3,157.6	4,070.7	4,895.4	5,793.7
收入同比增速	19.6%	36.4%	35.1%	28.8%	20.3%
收入占比					
京东到家	58.9%	66.3%	67.8%	69.9%	70.4%
达达快送	41.1%	33.7%	32.2%	30.1%	29.6%
毛利率	25.2%	38.7%	44.5%	43.8%	43.4%
净利润	-2,471.1	-2,008.0	-233.1	972.0	1,296.0
Non-GAAP 净利润	-2,102.9	-1,326.1	104.8	1,313.1	1,671.7
Non-GAAP 净利率	-30.6%	-14.2%	0.8%	8.1%	8.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、估值分析

我们采用分部估值法验证公司当前股价水平合理性，基于公司两项主营业务分别选取可比公司：（1）对于京东到家，考虑到其平台型商业模式，我们选取阿里巴巴和拼多多作为可比公司，考虑到京东到家目前用户体量和 GMV 相较上述可比公司明显偏低，给予京东到家业务 2023 年 0.2-0.3 倍 P/GMV，对应合理估值约为 174-

260 亿元；(2) 对于达达快送业务，考虑到其主要提供配送服务，我们选取顺丰同城、顺丰控股、韵达股份、圆通速递和申通快递作为可比公司，考虑到即时零售的物流体系相较于传统电商快递溢价能力更强，给予达达快送业务 2023 年 0.8-1 倍 PS，对应合理估值约为 39-41 亿元。按照美元兑人民币 6.8779 计算，公司整体估值约为 31-44 亿美元。

公司最新股价 8.74 美元（截至 2023 年 3 月 31 日）对应 2023/2024/2025 年经调整 PE 分别为 146.2/11.7/9.3 倍，考虑到公司在即时零售的供给侧和用户心智的壁垒较高，后续利润改善确定性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 京东到家可比公司基本面及估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	GMV (亿元)				P/GMV		
			2023E	2024E	2025E	CAGR	2023E	2024E	2025E
09988.HK	阿里巴巴	18761	81818	89591	94877	8%	0.23	0.21	0.20
PDD.O	拼多多	6638	33770	37549	41966	11%	0.20	0.18	0.16
	平均值						0.22	0.16	0.18

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所（注: 市值按照 2023 年 3 月 30 日收盘价计算，各可比公司盈利预测为开源海外团队预测值，其中阿里巴巴为财年数据，对应汇率为 1 美元=6.8719 人民币、1 港元=0.8726 人民币）

表14: 达达快送可比公司基本面及估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS		
			2023E	2024E	2025E	CAGR	2023E	2024E	2025E
09699.HK	顺丰同城	106	138	183	225	28%	0.8	0.6	0.5
002352.SZ	顺丰控股	2702	3070	3553	3897	13%	0.9	0.8	0.7
002120.SZ	韵达股份	339	540	609	638	9%	0.6	0.6	0.5
600233.SH	圆通速递	626	621	705	795	13%	1.0	0.9	0.8
002468.SZ	申通快递	166	381	431	-	-	0.4	0.4	-
	平均值						0.7	0.6	0.6

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所（注: 市值按照 2023 年 3 月 30 日收盘价计算，各可比公司盈利预测及估值数据取自 2023 年 3 月 30 日彭博一致预期，其中申通快递为财年数据，对应汇率为 1 港元=0.8726 人民币）

5、风险提示

宏观经济增长不及预期: 若宏观经济表现疲软，则对居民的即时性消费需求会产生负面影响。

行业竞争加剧: 若行业内竞争加剧，则对公司在补贴优化和商户资源维系等方面会产生一定压力。

品类拓展不及预期: 品类丰富度影响用户粘性和毛利端改善，若品类拓展不及预期则对收入和利润端均可能产生压力。

用户增长不及预期: 平台高质量的流量是公司的核心竞争力之一，若用户增长不及预期则可能影响公司收入增长与长期战略规划。

海外政策变化风险: 若美股相关政策发生变化，则会对公司股价造成潜在的交

易风险。

附：财务预测摘要(单位:百万人民币)

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,443	6,360	7,705	9,005	10,704
现金	513	1,234	2,419	3,406	4,819
应收账款	0	0	0	0	0
存货	6	9	9	11	14
其他流动资产	2,924	5,117	5,278	5,588	5,871
非流动资产	1,837	2,686	1,104	1,127	1,152
固定资产及在建工程	38	69	100	124	149
无形资产及其他长期资产	1,800	2,616	1,003	1,003	1,003
资产总计	5,281	9,046	8,809	10,133	11,856
流动负债	1,419	2,008	2,041	2,230	2,462
短期借款	100	100	100	100	100
应付账款	10	10	24	28	34
其他流动负债	1,309	1,898	1,918	2,102	2,328
非流动负债	73	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	39	39	39	39
负债合计	1,492	2,046	2,080	2,269	2,500
股本	1	1	1	1	1
储备	0	0	0	0	0
归母所有者权益	3,789	7,000	6,729	7,864	9,356
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	5,281	9,046	8,809	10,133	11,856
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-2,658	-1,081	24	1,068	1,511
税前利润	-2,471	-2,008	-233	972	1,296
折旧和摊销	193	231	194	58	73
营运资本变动	-589	478	-102	-124	-54
其他	210	219	164	163	196
投资活动现金流	-687	-73	-83	-81	-98
其他	-670	0	0	0	0
融资活动现金流	-1,555	3,494	0	0	0
股权融资	0	3,494	0	0	0
银行借款	-500	0	0	0	0
其他	-1,055	0	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-51	0	0	0	0
现金净增加额	-4,950	2,341	-59	987	1,413
期末现金总额	571	2,912	2,853	3,840	5,253
资本开支	-17	-73	-83	-81	-98

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,866	9,368	12,651	16,289	19,599
营业成本	-5,139	-5,743	-7,018	-9,162	-11,084
营业费用	-4,002	-5,379	-5,399	-5,701	-6,664
管理费用	-400	-409	-506	-489	-588
其他收入/费用	96	43	-87	-123	-156
营业利润	-2,579	-2,120	-359	814	1,107
净财务收入/费用	97	107	127	163	196
其他利润	-1	0	0	0	0
除税前利润	-2,483	-2,013	-233	977	1,303
所得税	12	5	-0	-5	-7
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-2,471	-2,008	-233	972	1,296
EBITDA	-2,386	-1,889	-165	872	1,180
扣非后净利润	-2,103	-1,326	105	1,313	1,672
EPADS(元)	-8.85	-5.22	0.41	5.12	6.49
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.6	36.4	35.1	28.8	20.3
营业利润(%)	46.2	-17.8	-83.1	-326.7	35.9
归属于母公司净利润(%)	18.8	-18.7	-88.4	-517.0	33.3
获利能力					
毛利率(%)	25.2	38.7	44.5	43.8	43.4
净利率(%)	-36.0	-21.4	-1.8	6.0	6.6
ROE(%)	-65.2	-28.7	-4.0	14.1	15.5
ROIC(%)	-104.9	-34.6	-6.1	11.6	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	22.6	23.6	22.4	21.1
净负债比率(%)	-10.9	-16.2	-34.5	-42.0	-50.4
流动比率	2.4	3.2	3.8	4.0	4.3
速动比率	1.8	2.5	3.0	3.2	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.3	1.4	1.7	1.8
应收账款周转率	18.2	28.1	25.1	20.5	19.9
应付账款周转率	434.7	586.3	416.8	350.5	355.8
存货周转率	874.4	757.2	799.0	916.3	894.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-8.8	-5.2	0.4	5.1	6.5
每股经营现金流(最新摊薄)	-11.2	-4.3	0.1	4.2	5.9
每股净资产(最新摊薄)	15.9	27.6	22.6	26.9	32.5
估值比率					
P/E	-	-	146.2	11.7	9.3
P/B	3.8	2.2	2.7	2.2	1.8

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

(备注:2023年3月31日汇率 美元:人民币=6.8719)

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn