

2023年8月11日

即时零售 有翻倍空间 第三方即配 抢占增量

谷馨瑜 | 孙梦琪 | 赵丽 | 蔡涵

- 即时零售平台中期市场规模或达1万亿元，有翻倍空间
- 即时零售平台的盈利性判断以单量的规模化效应为核心逻辑
- 即时零售市场的增长将带动即时配送的增长，第三方即时配送需求提升，增速快于行业平均
- 重点公司：即时零售看好美团>盒马>京东到家。第三方即时配送服务将受益于行业需求提升维持稳定增长趋势，顺丰同城/达达均将受益

首予买入

顺丰
同城

9699 HK

达达

DADA US



交銀國際

BOCOM International

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

互联网行业剖析

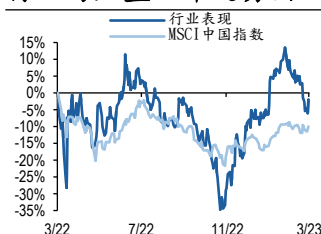
行业评级
领先

2023年8月11日

即时零售有翻倍空间，第三方即配抢占增量；首予顺丰同城/达达买入

- ① **即时零售平台中期市场规模或达1万亿元，有翻倍空间：**即时零售行业主打本地化、即时化，餐饮外卖是最大品类（80%+），而非餐零售品类多样，用户下单频次比餐饮低，但在传统行业渗透率仅为8%（2022年），市场空间大。按餐饮外卖和电商行业渗透率（30%+）的一半作为非餐零售渗透率的中期目标（15%），预计市场规模可达1万亿元（人民币，下同），较我们预测的2023年起5,000亿元规模仍有翻倍空间。2023年经济仍处于缓慢恢复通道，但长期消费增长趋势不变。
- ② **即时零售平台的盈利性判断以单量的规模化效应为核心逻辑：**2022年平台单量规模提升，亏损收窄幅度大，2023年规模化效应有望持续，我们预计主要平台如京东到家运营利润将转正，美团闪购亏损持续收窄。我们认为单量提升的主要动力在于：1）用户流量仍有转化空间；2）用户下单频次对比外卖频次有提升空间；3）品类多样提升用户粘性。主要平台各有优势，但流量及其他业务产品的联动将更有利于提升盈利能力。
- ③ **即时零售市场的增长将带动即时配送的增长，第三方即时配送需求提升，增速快于行业平均：**根据行业一致预期，即时配送单量长期将达到1,000亿单/年（日均2.7亿单），未来五年复合增长率20%，对比快递1,800亿单（日均4-5亿单）。第三方即时配送平台凭借中立、专业/定制解决方案，帮助商家承接来自更多元渠道的订单。因此，有运营能力且不依赖平台流量的品牌商家，以及远距离、定制化配送需求的中小商家均是第三方即时配送平台的可渗透市场。我们预计长期第三方配送渗透率或达20%（目前16%），带动第三方即时配送单量未来五年复合增长率达25%。
- ④ **重点公司：**即时零售看好**美团>盒马>京东到家**。美团闪购品类覆盖广，用户频次及粘性领先，受美团核心业务盈利能力支撑。**盒马**供应链能力是利润率长期好于传统商超的主要抓手，估值区间或35-58亿美元。**京东到家**在商超/3C垂类领先，与京东资源整合实现共赢。第三方即时配送服务将受益于行业需求提升维持稳定增长趋势，**顺丰同城（9699 HK，目标价11.7港元）/达达（DADA US，目标价7.2美元）**均将受益，2023年达到扭亏为盈，2024年全面盈利，首次覆盖给予**买入**评级。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市销率---	
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)
阿里巴巴	BABA US	买入	128.0	94.2	60.7	71.9	10.4	8.8	1.7	1.5
美团	3690 HK	买入	220.0	140.1	3.0	4.6	43.3	28.0	2.7	2.2
京东	JD US	中性	41.0	38.1	19.2	21.6	13.3	11.8	0.4	0.3
京东物流	2618 HK	买入	17.0	12.1	0.2	0.5	44.8	22.6	0.4	0.4
达达	DADA US	买入	7.2	5.7	0.1	2.7	NA	14.0	0.8	0.7
顺丰同城	9699 HK	买入	11.7	9.5	0.0	0.2	NA	44.5	0.6	0.5
顺丰	002352 CH	未评级		48.6	1.8	2.3	27.3	21.0	0.8	0.7
平均							27.7	18.5	2.1	1.8

资料来源: Bloomberg(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)、每股盈利基于Non-GAAP基础 *截至2023年8月8日, 为方便对比, 阿里巴巴采用FY24E/25E预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分, 必须阅读。

下载本公司之研究报告, 可从彭博信息: BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

目录

前言	4
核心观点	6
即时零售行业规模仍有翻倍空间	9
行业概览—背靠大流量平台型玩家领先	9
非餐即时零售市场规模超过 5,000 亿元，中期或超 1 万亿元	11
即时零售平台竞争格局-平台型更有规模及盈利优势	12
行业主要玩家市场份额	12
行业主要平台运营数据对比	12
行业主要平台财务数据对比	15
即时配送向千亿单迈进	16
第三方即时配送业务模式分析	17
第三方即时配送服务运营数据对比	20
抖音外卖业务或加速第三方配送平台业务增长	22
顺丰同城 (9699 HK)：顺丰系资源加持，享有品牌溢价，构筑差异化壁垒，首予买入评级	24
达达集团 (DADA US)：与京东合作共赢，盈利能力持续提升，2023 年或扭亏为盈，首予买入 ...	43
美团 (3690 HK)：即时零售行业领先平台，业绩稳健，估值吸引	68

前言

即时零售一直以来都是各大互联网公司竞相投入的重要阵地，我们此前关于线上零售销售渠道及创新业态发布过[电商行业报告](#)、[直播电商行业报告](#)、[新零售行业报告](#)、[餐饮外卖行业研究报告及更新](#)、[社区团购行业研究报告](#)，虽然电商业态已近成熟，对社零可渗透比例达到30%，但是随着用户线上消费需求的改变、供给端包括商家、物流两方的业务成熟度及对新渠道的接受能力提升，仍有新的线上销售渠道不断涌现，例如直播电商、即时零售、社区团购等等。

即时零售（非餐）行业相比于电商、餐饮外卖的市场格局，更加分散。市场对非餐即时零售行业的用户粘性仍有担忧，在平台发展过程中也仍然倾向于与其他服务结合，提升整体运营效率。

区别于市场常用的第三方行业数据及招股书数据，本文通过估算中国内地市场的日常消费规模，自上而下推算即时零售市场仍有翻倍增长空间，由于其对接本地线下零售业态，与电商行业的远场销售不同，即时零售是本地线下零售的延伸，统称为近场电商，可渗透市场空间更大。在即时零售的发展过程中，即时配送服务也随之增长。其中，第三方即时配送为商家提供定制化服务，契合品牌、连锁商家以及中小商家的私域运营需求以及个性化需求，未来几年增速或将快于行业。

2023年第三方即时配送重要公司即将转盈，开启行业增长新篇章。过去几年，市场对于即时零售/即时配送行业的盈利能力一直持观望态度，美团外卖从2019年2季度首次转正（单均0.36元盈利，当时市场对于美团外卖中长期单均盈利预期仅为0.5元/单）到2022年达到单均1元，甚至未来在补贴收窄、效率持续提升的前提下仍有优化空间。饿了么也从2022年起单均转正，证明了即时零售在高频餐饮品类的盈利可能性。下一步，便是非餐品类以及即时物流配送行业的盈利能力的证明。

- ④ **行业空间：**我们预计非餐即时零售行业市场规模仍有翻倍增长空间，到2025年达到1万亿元，美团/饿了么/京东到家市占率40%/26%/14%。
- ④ **京东到家vs美团闪购盈利能力对比：**预计京东到家2023年即将达到盈亏平衡，业内最先盈利。但也因美团品类覆盖广，低客单价品类占比高，有餐饮外卖支持其业务长期稳定发展，两平台仍然呈差异化竞争态势。
- ④ **配送服务单价：**即时配送行业定价差异不大，以服务标准、配送距离、配送重量等标准定价，个性化服务有溢价空间。根据我们估算，长距离配送单，单均配送收入均在8.5元左右，短距离在3.5元左右。
- ④ **第三方即时配送行业重点公司** 顺丰同城、达达快送预计在2023年下半年扭亏为盈，全年微亏，2024年全面转正，主要以规模化效应拉动。
- ④ **即时配送行业增量测算，**暂未加入预测，长期有增长空间：1）与物流母公司的协同效应；2）私域流量运营需求带来新增量：自营微信小程序/APP；3）抖音外卖推进增量仍有5-15%的收入拉动。

图表 1: 线上零售渠道及物流服务产业图谱



资料来源: 统计局, 艾瑞, 公司资料, 交银国际预测

核心观点

即时零售平台中期市场规模或达1万亿元，有翻倍空间：即时零售平台包括餐饮及非餐品类的即时配送，非餐即时零售市场相对分散，按市场规模排序，平台型公司规模更大，2022年美团闪购/饿了么/京东到家市占率分别34%/26%/15%，占据市场70%+（图表4）。我们估算（图表6），非餐即时配送可渗透市场5.4万亿元，预计2022年规模超4,000亿元，2023年超5,000亿元（渗透率9%），按餐饮外卖和电商行业渗透率（30%+）的一半作为非餐即配渗透率的中期目标（15%），预计市场规模可达1万亿元（五年复合增速18%）。2023年经济仍处于缓慢恢复通道，但行业仍然有翻倍空间，相关公司长期增长趋势不变。

即时零售平台2023年持续减亏，即将转正：即时零售（非餐）业务由于用户下单频次低，及其他线上零售（电商/直播电商）平台渠道多样，用户数体量相比互联网行业大流量平台水平略低，自上线以来仍未达到盈利，如美团闪购/京东到家2022年运营利润率为-14%/-19%，盒马/叮咚买菜为-1.5%/-2.3%，预计2023年京东到家、盒马将实现单季度扭亏，美团闪购持续减亏（图表15）。

即时零售平台最大成本项为配送成本以及竞争环境下的补贴费用。配送成本的优化以单量及规模化效应为前提，因此，即时零售平台的单量增长预期是整个平台盈利能力判断的主要逻辑。我们认为单量提升的主要推动力在于：1）用户数流量池大，仍有转化空间，如闪购用户占美团50%，京东到家占京东AAC的13%等；2）用户下单频次对比外卖频次有提升空间（6-7次vs.35-40次/年）；3）品类丰富，通过商超品类、药品、3C数码等即时需求，提升用户粘性。

平台各有优势，但有流量及其他业务产品联动将更有利于提升盈利能力。从UE及GMV口径利润来看，京东到家相比美团闪购盈利能力更好，主要体现在其单均收入高（商超品类单价更高），以及广告变现模式的差异（图表16）。美团闪购以中小商家为主，且医药品类占比高，直接影响其单均价值及单均收入。但我们也认为，两个平台在业务覆盖上还不能完全形成竞争，各有优势，品类及商户类型仍有差异。京东到家在商超品类有绝对优势，美团闪购平台品类、商家覆盖面广，长期通过运营效率提升，以及补贴成本的下降，UE可对标餐饮外卖单均1元，提升空间大。

即时零售市场的增长将带动即时配送的同步增长...：2022年即时配送行业总单量达到400亿单（含餐饮及非餐零售外卖单量），日均1.1亿单，同比增43%，主要受到2022年疫情时期即时配送需求加大拉动。随着行业恢复常态化运营，我们估计2023年单量增长或有所下降，但我们认为，未来五年，即时零售行业仍有翻倍的市场空间，也为即时配送市场长期稳定增长奠定基础。根据行业一致预期，即时配送单量长期将达到1,000亿单/年（日均2.7亿单），未来五年复合增长率20%，对比即时零售行业规模复合增速18%（图表18）。

...第三方即时配送平台增速或快于行业平均：即时配送服务分为平台衍生配送服务以及第三方独立配送，平台衍生配送主要聚焦于平台商户的配送需求，依托于平台发展（美团/饿了么），而第三方即时配送平台凭借中立、专业/定制解决方案，有运营能力且不依赖平台流量的品牌商家，以及远距离、定制化配送需求的中小商家均是第三方即时配送平台的可渗透市场。受益于更多元化渠

道如微信小程序、抖音外卖等新增流量对商家和第三方配送服务平台的开放，我们预计长期（2026年）第三方配送渗透率或达20%（目前16%），带动第三方即时配送行业单量未来五年复合增长率达到25%，快于行业（20%）。

即时配送平台与抖音的增量：达达/顺丰同城是第三方配送服务平台的代表公司，其单量占全行业即时配送分别1.9%/1.5%，在第三方配送服务平台中，市占率分别12%/9%。包括顺丰同城、达达、闪送在内的主要第三方配送服务均于2022年与抖音生活服务达成合作，接入抖音“团购配送”。虽然此前抖音下调外卖业务GMV目标，但业务仍然持续测试中，若长期抖音外卖GMV在500-800亿元区间，带来新增日均配送需求78-188万单，按顺丰同城、达达各承接40%配送单，为各自带来收入增量区间在5-15%，仍未考虑在目前的财务预测中（图表29）。

重点公司：即时零售：看好美团>盒马>京东到家；即时配送：顺丰同城>达达

在即时零售行业中，我们认为行业规模仍有翻倍的增长空间，拥有流量以及高效配送能力的公司均将随行业扩大而稳定增长。平台模式中，美团/饿了么/京东到家为主要玩家，业务与主站大流量结合，意在为平台用户提供更全面价格带及多样化服务。公司层面看，我们仍然看好美团外卖平台的盈利能力继续释放，以及其本地生活到店业务竞争优势持续，壁垒高，维持**买入**及220港元目标价，较现价有57%提升空间。阿里巴巴旗下饿了么与盒马分别贡献阿里6%/7%收入（2023财年），今年下半年**盒马**或将率先完成分拆上市，按零售云行业25倍市盈率，估算盒马价值35-58亿美元。**阿里巴巴**现价对应2024日历年电商业务仅10.3倍市盈率（对应EBITA利润增速17.5%），海外电商、本地生活、文娱、新零售业态以及阿里云价值均未体现，维持**买入**评级及128美元（BABA US）/124港元（9988 HK）目标价，上涨空间36%。京东到家占**达达**收入66%（2022年），在即时零售领域或短期受限于品类扩张，增速或有放缓趋势，而其即时配送业务随多年的商户及配送资源积累，将受益于行业空间逐渐释放。但随业务规模持续提升，规模化效应及补贴率持续优化，京东到家业务直接利润将继续提升，2024年全面转正。

图表 2: 重点公司预测摘要

公司	股票代码	最新股价 (当地货币)	—市盈率/市销率—		对应核心业务市盈率		——复合增长率——		目标价 (当地货币)	上涨空间
			2023E	2024E	2023E	2024E	2022-2025 收入	2022-2025 调整后利润		
<u>美团</u>	3690 HK	140.10	43 x P/E	28 x P/E	24 x P/E	20 x P/E	21%	138%	220	57%
阿里巴巴	BABA US	94.20	12 x P/E	10 x P/E	10 x P/E	9 x P/E	9%	15%	128	36%
阿里巴巴	9988 HK	93.05	15 x P/E	13 x P/E	13 x P/E	12 x P/E	9%	15%	124	33%
<u>顺丰同城</u>	9699 HK	9.52	0.8 x P/S	0.6 x P/S			23%	2024年转正	11.7	23%
<u>达达</u>	DADA US	5.70	1.0 x P/S	0.9 x P/S			22%	2024年转正	7.2	26%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测*截至2023年8月8日

我们看好美团的品类覆盖更广，以及其领先的用户粘性和下单频次，与美团外卖业务配送互补，利用骑手非高峰时段资源，满足用户多元多品类的即时消费需求。长期美团闪购日单目标1,000万，对比目前的平均日单530万（2023年1季度），未来三年增长确定性强。目前闪购业务仍未盈利，但对标外卖，长期单

均盈利也可达到1元。美团核心业务中，餐饮外卖及到店业务贡献大部分利润，配送效率的提升有效降低闪购配送成本，盈利能力持续释放也为闪购业务的增长奠定基础。

盒马是即时零售行业自营模式的领先企业，线上订单占比超过一半，2022年4季度已实现盈利。新增奥莱店主打临期商品流转，应对消费分级市场，并可有效降低生鲜品类损耗率，提升毛利率水平。同时，盒马供应链提升自有品牌占比，目前占销售额35%，奥莱店达到40%，长期50%，是提升毛利率水平并超过传统商超的重要手段之一。我们对标零售行业估值，按1.5%-2.5%运营利润率，给予盒马25倍市盈率，估算盒马估值在35-58亿美元，在阿里1+6+N战略中，或将最先完成上市。

京东到家主要聚焦商超和3C品类，在垂直品类中处于行业领先地位，品牌认可度提升京东到家平台变现能力，与京东平台资源整合实现共赢，未来品类扩张是关注重点。预计2023年京东到家业务运营利润层面转正，长期利润率或达到10%（详见达达章节）。

随着即时配送需求的提升，第三方即时配送服务也将呈持续稳定增长趋势，行业未来五年复合增速仍有25%，顺丰同城、达达快送已有完善的配送团队及管理体系，能快速抓住行业新机遇带来的业务增量。2023年是两个公司业务达到盈亏平衡时间点，2024年将全面转正。双方差异在于品类优势不同，长期随商家多渠道运营需求的提升，及分别于母公司京东/顺丰的资源整合战略，业绩均有提升空间。我们认为达达业务表现短期或受京东到家品类扩张难度、商超刚需品类受去年高基数影响，增速或低于市场预期，或对公司整体收入增长有负面影响。顺丰同城仅为即时配送业务，受行业常态化增长，业务稳定性强。按15倍行业平均市盈率/0.6倍平均市销率，对应2024年目标价，达达股价上涨空间26%，顺丰同城为23%。顺丰同城已公告完成全流通股申请，H股流通股占比提升至81.6%，未来随着业绩增长的确定性，我们预计其将有更市场化估值表现（详见顺丰同城章节）。

即时零售行业规模仍有翻倍空间

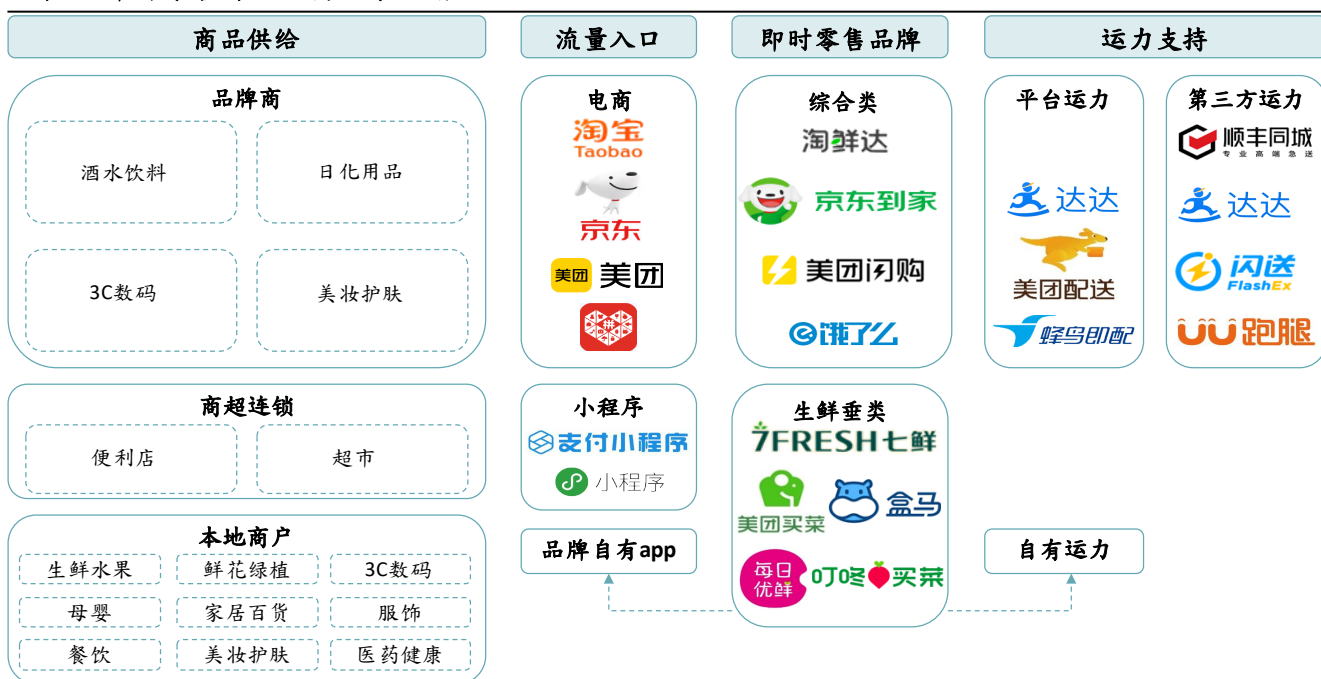
行业概览—背靠大流量平台型玩家领先

即时零售行业主打本地化、即时化，餐饮外卖是其中渗透率最高的品类，我们此前已在[外卖行业更新报告中](#)更新了即时餐饮配送行业规模及格局观点，估算即时餐饮配送市场规模约1.6万亿元（2023年），预计2022-25年复合增速15%，达到2万亿元，美团/饿了么是主要玩家，分别占市场60%+/30%+，抖音对行业格局影响较小，最好情况下市占率或达10%，仍需配送资源的支持。本报告将主要围绕非餐品类的即时零售行业。

非餐零售品类多样，用户下单频次相比餐饮较低（2022年，美团闪购约7次/用户/年，京东到家3.6次，饿了么6.5次，对比餐饮外卖35-40次/用户/年）。主要玩家均得到来自相关集团的资源支持，与主营业务如电商、餐饮外卖形成互补，满足不同场景用户的消费需求，是估值进一步提升的主要抓手。如美团闪购与美团配送体系深度融合，饿了么体系内包括餐饮及非餐配送并与支付宝、抖音达成合作，达达及京东到家与京东平台深度结合。

一般来说，大流量平台汇集用户周边商家，满足用户的即时性需求，大部分订单在30分钟-1小时内送达，部分远距离单量配送时间或超过1小时，但基本在半天之内送到。相比电商平台最快211限时达（一天内两个11点前下单，当天/第二天到货），时效性更强。

图表 3: 即时零售行业主要玩家图谱

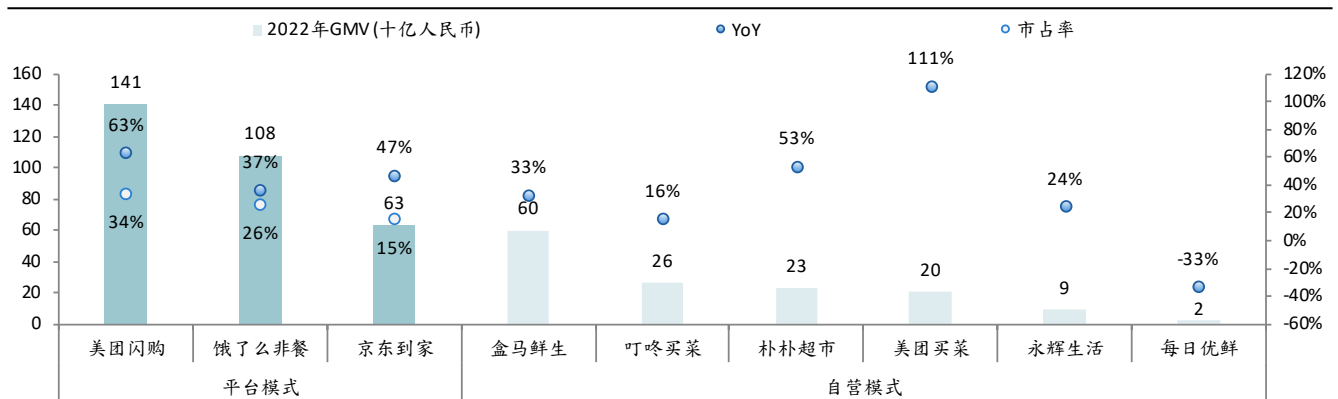


资料来源: 公开资料, 艾瑞, 交银国际

平台型即时零售业态规模领先。根据各公司披露及我们估算，2022年，即时零售业务按交易规模排名，美团闪购排名第一，市占率34%，其次为饿了么，市占率26%，京东到家排名第三，加上阿里旗下的淘鲜达，是目前业内的主要平台型即时零售玩家。

其余品牌如盒马鲜生、七鲜分别是阿里、京东旗下自营商超品牌；叮咚买菜、美团买菜、每日优鲜是前置仓生鲜业态，其他还有更多商家如永辉、沃尔玛等商超品牌、3C数码品牌及本地商户，可通过平台或自有APP获客，并自主选择第三方运力，完成配送服务。

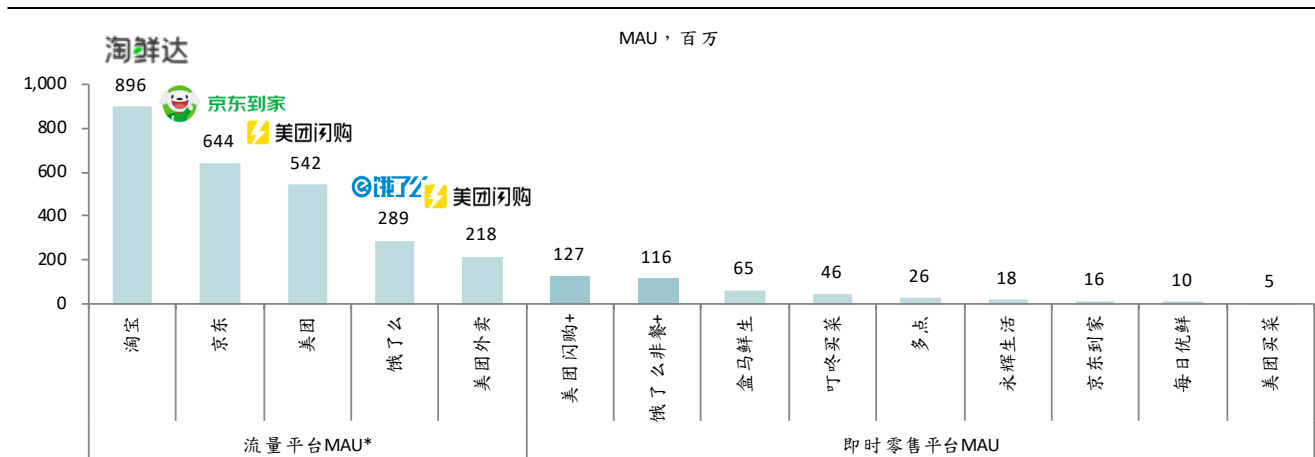
图表 4: 2022年即时零售GMV：平台型玩家GMV领先



资料来源: 公司资料, 交银国际预测, 永辉生活GMV仅包括自营

目前看，自营模式尤其是生鲜前置仓模式由于成本压力盈利能力仍不佳，平台型即时零售业务背靠大流量平台，并与平台其他业务形成互补，可有效提升配送效率及盈利能力，盈利可见性更强。

图表 5: 即时零售平台及相关平台用户数



资料来源: QuestMobile, 交银国际*2023年5月, 其他为2022年7月全景MAU, +预测值

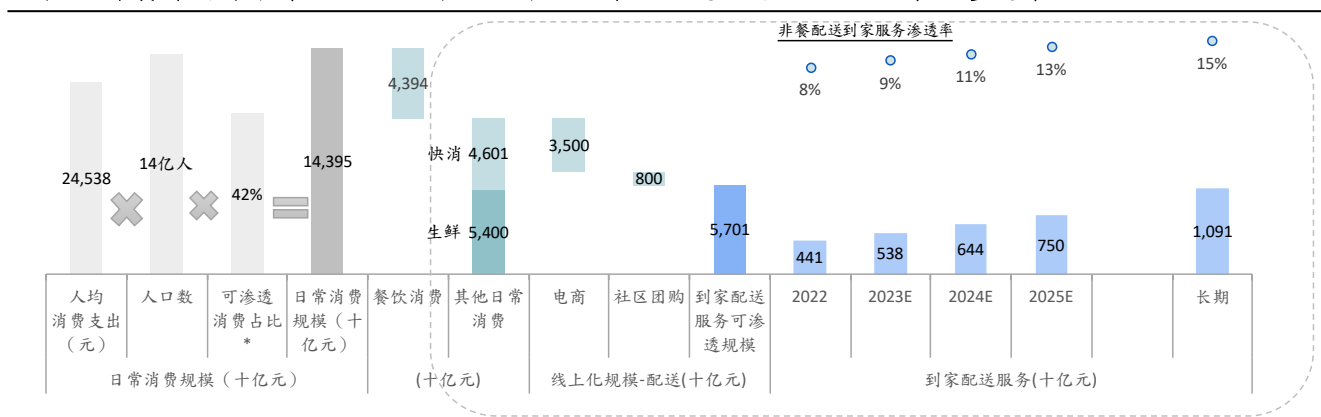
非餐即时零售市场规模超过5,000亿元，中期或超1万亿元

非餐即时零售市场通常指除餐饮以外的其他日常消费、药品等配送服务，因此我们在估算其潜在市场规模时，在14万亿元的日常消费规模中，扣除餐饮消费、电商消费规模及社区团购规模，估算约5.7万亿元市场为非餐即时配送市场可渗透规模。

我们估计2022年非餐配送市场超过4,000亿元，到2023年超过5,000亿元，在可渗透市场中的渗透率逐年提升。预计到2025年超过7,000亿元，2022-25年复合增长率30%。

中长期市场规模对标其他平台渗透率的一半，预计将达到1万亿元。相比电商、外卖30%的渗透率，非餐即时零售可渗透市场中的即时性需求占比可能较低，同时，由于其即时性属性，虽然品类多，但除生鲜外，用户下单频次应低于电商、外卖。因此我们选择电商、外卖线上化渗透率（30%）的一半作为中期渗透率的顶部区间，我们以15%的渗透率、5%传统行业复合增长率，预计非餐即时零售市场规模长期将达到1万亿元。

图表 6: 非餐即时零售市场规模估算，预计2023年规模超过5,000亿元，市场渗透率9%



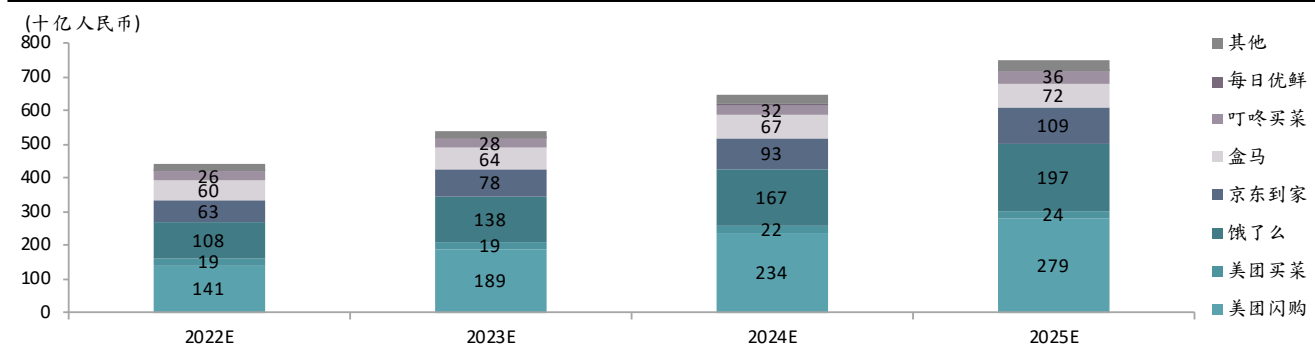
资料来源: 公司资料, 统计局, 交银国际预测*按食品烟酒30.5%, 生活用品5.8%, 药品销售约1%, 以及其他用品、服饰等本地消费约3.5% (2023年1季度)

即时零售平台竞争格局-平台型更有规模及盈利优势

行业主要玩家市场份额

即时零售行业主要玩家中，以平台型公司为主，美团包含美团闪购（平台）及美团买菜（自营前置仓）2022年总销售额合计1600亿元，其次为饿了么非餐，估算交易规模1080亿元。京东到家平台区别于美团/饿了么，从非餐品类的重点消费品类开始扩张，其商超品类销售额市占率行业第一，2022年全平台交易规模合计630亿元，行业排名第三。我们按目前各主要玩家发展趋势，判断到2025年，美团系市占率40%，饿了么26%，京东到家14%。

图表 7: 我们预计2025年市场格局仍以平台型公司为主，美团系占比40%，饿了么26%，京东到家14%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

行业主要平台运营数据对比

美团规模领先，京东到家品类有扩充空间。对比主要即时零售平台型公司，包括美团闪购、饿了么、京东到家等主要平台的运营数据，目前美团闪购交易规模及单量领先行业。受品类差异影响，如京东到家平台品类以商超/品牌商家为主，与美团/饿了么品类占比差异导致单均价格较高，也说明京东到家在品类扩充上仍有提升空间。

有大流量支持的平台长期运营杠杆优化将提升盈利能力。三家主要平台均背靠大流量平台，通过多样化服务补充用户需求，以及多元业务产品提升配送效率，如美团/饿了么餐饮单量占比更高，通过高频单平衡非餐即时零售相对低频的需求，降低配送成本，京东到家与达达快送业务及京东物流落地配众包服务结合，运营杠杆优化提升利润率水平。

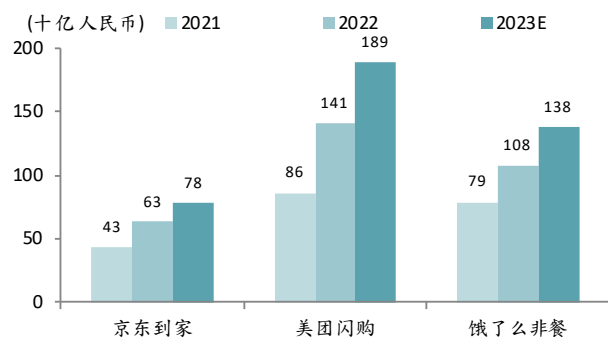
各公司单量提升趋势来看，美团闪购中期目标为1,000万日单，曾在2022年4季度达到日均1,100万单的峰值，对比2023年1季度美团闪购约540万日单，饿了么或超过300万日单，京东到家约85万日单，美团闪购单量领先。我们判断非餐即时零售行业空间仍在，由于其品类的多样性，我们预期全行业各个平台的单量及用户基数均有提升空间，各家业务仍处于上升通道，有大平台流量支持，品类多元，配送供给充足的平台，利润率优化通道更为明确。

图表 8: 主要即时零售平台关键运营数据估算

	京东到家				美团闪购				饿了么非餐			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
GMV, 百万元	63,269	78,097	93,091	108,692	140,565	188,523	234,468	278,612	108,001	137,688	167,136	196,872
增速	47%	23%	19%	17%	63%	34%	24%	19%	37%	27%	21%	18%
年活跃用户, 百万	79	89	97	105	245	265	290	310	213	226	248	258
占关联平台用户比	13%	14%	15%	16%	54%	53%	55%	56%	54%	53%	55%	56%
下单频次/年	3.6	3.7	4.0	4.3	7.3	9.1	9.9	11.1	6.5	8.1	8.4	9.5
关联平台下单频次	12.4	13.6	15.0	16.4	35	39	43	45	27.7	30.5	33	35
AOV, 元	225	237	241	244	78	75	82	81	78	75	80	80
单量, 百万	282	329	387	445	1,791	2,403	2,862	3,436	1,383	1,825	2,082	2,455
日单量, 百万	0.8	0.9	1.1	1.2	4.9	6.6	7.8	9.4	3.8	5.0	5.7	6.7

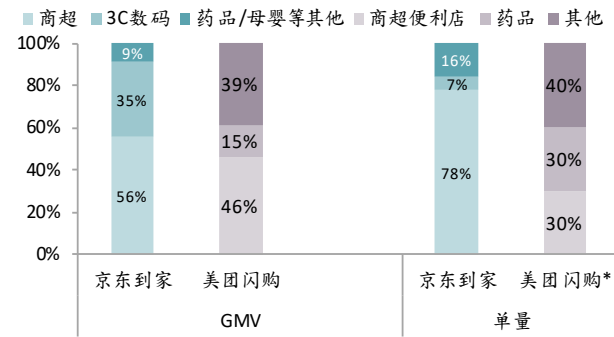
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 9: GMV：美团闪购>饿了么>京东到家



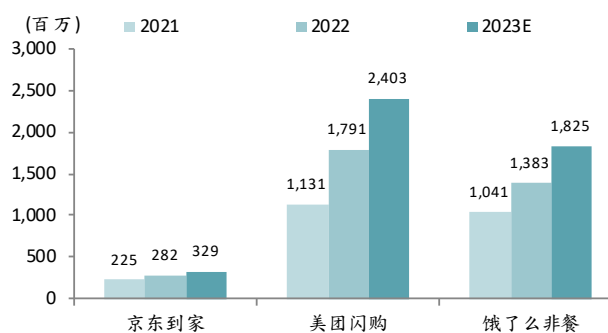
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 10: 品类分布：美团闪购相对分散



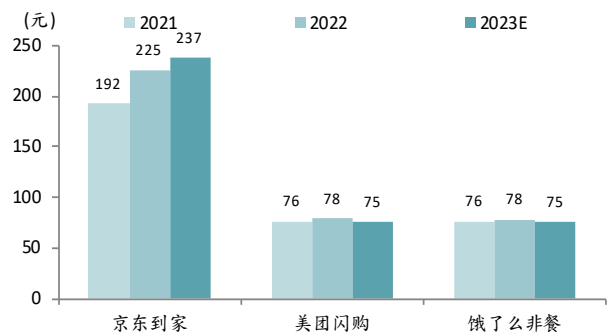
资料来源: 公司资料, 交银国际预测* 京东到家-2022年, 美团2023年1季度

图表 11: 单量：美团闪购>饿了么>京东到家



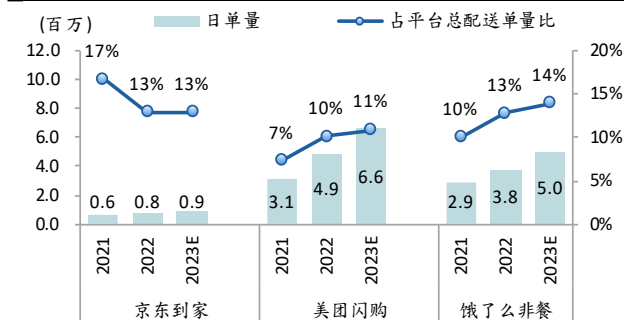
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 12: AOV：京东到家>美团闪购=饿了么非餐



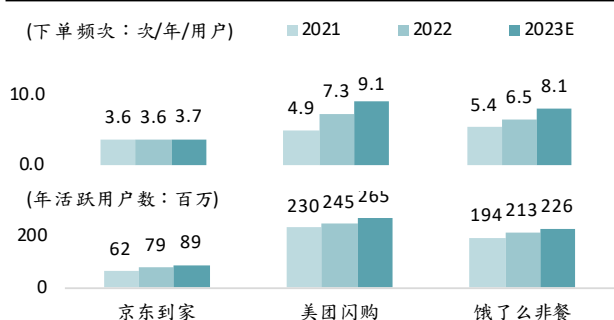
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 13: 日单量：即时零售单量配送占平台比例逐年提升



资料来源: 公司资料, 交银国际预测*2021年京东到家占比高, 主要受京东物流最后一公里配送需求影响, 2022年回归常态化

图表 14: 用户数及下单频次：美团闪购>饿了么>京东到家



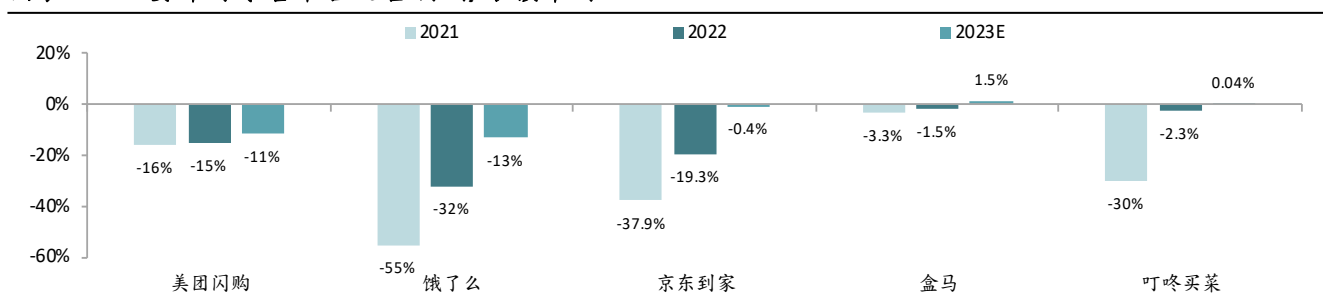
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

行业主要平台财务数据对比

对比2021年即时零售平台的亏损情况，2022年已有较大比例收窄，如美团闪购/京东到家2022年运营利润率为-14%/-19%，盒马/叮咚买菜为-1.5%/-2.3%，我们预计2023年京东到家/盒马单季度扭亏，美团闪购/饿了么持续减亏。与餐饮外卖盈利能力的逻辑一致，我们认为**非餐即时零售平台单量规模化效应是衡量盈利性的重要指标**，单量提升证明了补贴效率以及单均配送成本的持续优化。

京东到家相比美团闪购盈利性更好，主要体现在其单均收入高，以及广告变现模式的差异。美团闪购以中小商家为主，医药品类占比高，直接影响其单均价值及单均收入。但两个平台在业务覆盖上还不能完全形成竞争，各有优势。京东到家在商超品类有绝对优势，美团闪购平台品类、商家覆盖面广，长期通过品类更加丰富提升提升AOV，运营效率持续优化，单均补贴对标餐饮外卖应有1-2元的下降空间，我们预计美团闪购也可对标餐饮外卖UE，达到单均1元。

图表 15: 主要即时零售平台运营利润/亏损率对比



资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测*饿了么为阿里巴巴本地生活服务整体亏损率, 叮咚买菜2023年为彭博预测

图表 16: 京东到家vs.美团闪购变现对比

(元)	2020		2021		2022		2023E	
	UE	GMV%	UE	GMV%	UE	GMV%	UE	GMV%
京东到家-AOV	153		192		225		237	
单均收入	13.9	9%	18.0	9%	22.0	10%	23.8	10%
佣金	4.2	3%	4.9	3%	5.8	3%	6.2	3%
广告	3.2	2%	5.5	3%	7.8	3%	9.1	4%
配送及其他	6.6	4%	7.6	4%	8.4	4%	8.5	4%
配送成本	-8.3	-4%	-8.5	-3%	-8.3	-3%	-8.2	-2%
其他履约及运营成本	-0.9	-2%	-1.7	-2%	-2.6	-2%	-2.2	-2%
补贴费用	-7.0	-5%	-9.9	-5%	-9.9	-4%	-7.8	-3%
直接利润	-2.3	-2%	-2.1	-1%	1.2	1%	5.5	2%
平台运营利润	-4.9	-35%	-6.8	-38%	-4.3	-19%	-0.1	0%
美团闪购-1P-AOV	75		76		78		78	
单均收入	5.7	8%	8.7	11%	8.6	11%	8.7	11%
佣金	2.3	3%	2.9	4%	2.7	3%	2.5	3%
广告	0.4	1%	0.8	1%	0.9	1%	1.2	2%
配送及其他	3.0	4%	4.9	6%	4.9	6%	5.0	6%
配送成本	-7.3	-10%	-7.1	-9%	-7.0	-9%	-6.6	-8%
其他成本	-0.6	-1%	-0.6	-1%	-0.6	-1%	-0.6	-1%
补贴费用	-5.0	-7%	-2.2	-3%	-2.3	-3%	-3.1	-4%
直接利润	-7.2	-10%	-1.3	-2%	-1.4	-2%	-1.7	-2%
平台运营利润	-7.9	-11%	-2.4	-3%	-2.1	-3%	-2.5	-3%

资料来源: 公司资料, 交银国际预测*注: 仅考虑美团闪购1P分部, 单量约占55%

即时配送向千亿单迈进

受即时零售行业的增长拉动，即时配送服务需求仍大。即时配送行业是即时零售的重要组成部分，为其提供运力支持。即时配送业务模式分为第三方即时配送和平台衍生即时配送服务，主要区别在于订单来源的独立性，第三方即时配送平台主要对接商户的配送需求及众包配送资源，不直接对接用户。随着用户消费多元化发展的趋势，近场电商、即时零售等消费品类和服务的拓展，带动本地商户提升对各种流量渠道多元化运营的重视，包括私域流量的搭建及对第三方即时配送服务需求。第三方即时配送平台凭借中立、专业/定制解决方案，帮助商家承接来自更多渠道的订单。（详细讨论，请见“[第三方即时配送服务](#)”章节）

图表17: 即时配送模式分为平台衍生配送服务及第三方即时配送，第三方配送仅对接商户配送需求及众包资源



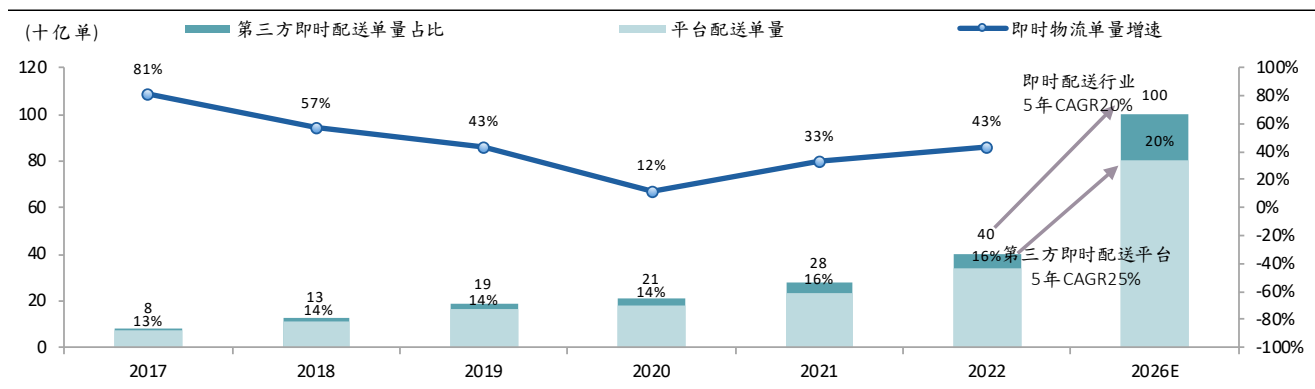
资料来源:交银国际

2022年，我国即时配送行业总单量规模超过400亿单（日均1.1亿单），同比增长43%，对比快递单量的1,000亿单（日均2.7亿单）。其中，餐饮配送仍占绝大部分比例（约80%），近年来在服务品类上进行拓展，非餐品类成为未来主要增长动力。

随着行业恢复常态化运营，我们估计2023年单量增速或有所下降，但我们认为，未来五年，即时零售行业仍有翻倍的市场空间，也为即时配送市场长期稳定增长奠定基础。根据艾瑞数据，预计即时配送单量长期将达到1,000亿单/年（日均2.7亿单），五年复合增长率20%，对比快递单量届时将达到1,800亿单/年（日均4-5亿单）。

第三方即时配送为商户流量渠道多元化提供配送支持，完成服务闭环。我们预计长期（2026年）第三方渗透率或达20%（2022年16%），带动第三方即时配送行业单量复合增长率达到25%，快于行业增速。

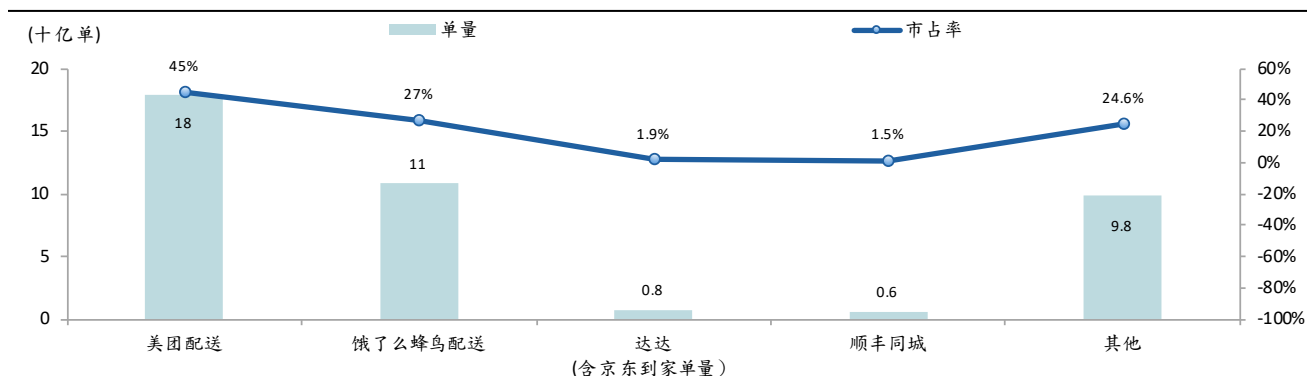
图表 18: 即时配送行业单量规模，2022年增43%至400亿单，对比快递单量1,000亿单；第三方即时配送平台单量占比16%



2022年，我们根据公司披露及行业数据估算，头部两大即时零售平台美团、饿了么合计配送单量占比超70%，其余即时配送平台分布分散，以配送服务为主的达达、顺丰同城，主要运力为第三方众包模式，市占率仅不到2%，其他行业主要品牌还包括美团众包、UU跑腿、闪送等。

第三方配送服务平台口径（行业占比约16%）下，领先平台如达达、顺丰同城单量市占率分别为12%/9%，行业相对分散。

图表 19: 2022年，即时配送行业主要玩家单量占比，达达、顺丰同城在第三方平台中排名前二，市场较为分散



第三方即时配送业务模式分析

第三方即时配送平台对非标准化配送服务定价有溢价空间。第三方即时配送平台对接连锁品牌商家、中小商家和个人用户，与即时零售平台以合作为主，由于商产品类及配送服务要求的差异，竞争压力较小。第三方配送服务平台主要向有配送需求的商家和个人提供服务，目标客户对配送服务有较强的付费意愿

，相比零售平台衍生的配送服务，更有议价能力，定价回归配送服务本身，对非标准化配送服务定价有溢价空间。

相比于美团、饿了么蜂鸟主要服务自有关联平台需求以用户粘性和下单频次为主要考量依据，第三方即时配送平台增长的主要动力主要来自服务商户的数量和规模，以及配送员数量及效率。

图表 20: 2022 年主要第三方即时配送服务平台运营数据对比：达达快送、顺丰同城覆盖范围、骑手规模/人效、单量规模相当

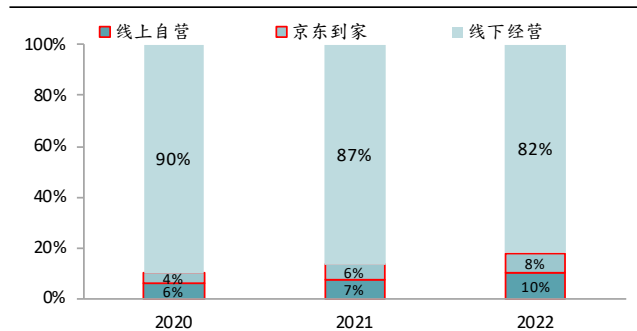
	——顺丰同城——		——达达快送——	
	2021	2022	2021	2022
单量，百万	1,380	1,639	1,123	1,908
同城配送单量，百万*	485	606	350	496
最后一公里配送单量，百万*	895	1,032	773	1,412
平台单量（京东到家），百万	N/A	N/A	225	282
日单量峰值，百万	N/A	N/A	9.50	13.60
活跃商家，千	258	330	N/A	N/A
合作品牌，个	2,300	3,600	N/A	N/A
覆盖市县，个	1,900	2,000	1,800	2,000
活跃消费者，百万	0	0	N/A	N/A
活跃骑手，千	606	780	714	1,000
骑手日均配送单量（工作时长3-4小时/日）	6.2	5.8	5.2	6.0

资料来源: 公司资料，交银国际*估算

④ 有运营能力的商家通过多元渠道获取流量，对第三方配送服务需求提升

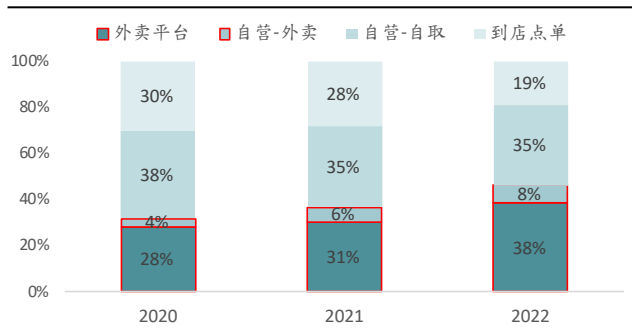
除外卖平台流量之外，随着各互联网平台的业务拓展，有运营能力的连锁商家均同步运营自有APP或小程序渠道。以连锁商超品牌永辉为例，其线上自营渠道及京东到家平台销售额占比均提升，自营渠道占比已经大于京东到家。奈雪的茶自营外卖渠道占比也稳定提升，2022年线下活动受限外卖单量加速增长，今年也将恢复常态化表现。

图表21: 永辉销售分布：线上自营渠道及京东到家渠道占比均提升



资料来源: 公司资料，交银国际

图表 22: 奈雪的茶销售分布：自营外卖及平台外卖渠道占比均提升



资料来源: 公司资料，交银国际

更多拥有大流量的平台为商户聚合流量，如微信小程序及抖音。更多元化及私域流量的运营，是支撑第三方配送服务单量提升的重要因素之一，行业一致预期其对即时配送行业的渗透率从目前的16%将升至20%（2026年，艾瑞、十四五）。

- 1) 今年初，微信小程序上线的“门店快送”服务，聚合有配送服务的商户小程序（连锁商户为主），对接其自有运力或第三方配送服务。据36氪报道，该业务已开通14个城市，包括前期测试的广州、深圳，还包括近期开通的北京、上海、成都、重庆、南京、苏州、杭州、温州、武汉、福州、佛山和东莞，覆盖品类包括美食、茶饮、生鲜及百货，接入第三方配送运力有顺丰同城、达达、闪送及UU跑腿。
- 2) 抖音“团购配送”于2022年开放外卖服务，包括顺丰同城、达达、闪送在内的主要第三方配送服务均与抖音生活服务达成合作，接入抖音“团购配送”。

④ 在连锁商家及非标配送需求品类，第三方即时配送服务仍有渗透机会

对于不同商家的多样化需求，第三方即时配送服务及平台型即时配送均有各自优势。平台型即时配送为中小餐饮商家提供标准化的配送服务，第三方即时配送在服务连锁餐饮客户、非餐品类商家更多元化的需求具备渗透机会。

餐饮品类对配送距离和时效性的要求相对较高，一般餐饮品类配送在周边3-5公里，配送时效30-40分钟。中小商家由于体量较小，资金投入有限，对平台引流依赖较大，对配送费支付意愿相对较低，更适用于平台型即时配送。而连锁餐饮商家对私域流量运营有经验，同时对配送时效性要求较高，第三方专职配送骑手服务更适用其需求，例如麦当劳、喜茶等。

非餐品类多样，根据不同配送时效性要求，以及配送难易程度（蛋糕、鲜花、汽配等超重超大物品），与美团、饿了么餐饮配送为主的平台合作，可能影响其配送质量及效率。因此，我们认为，非标即时配送需求是第三方配送服务可渗透的目标市场，包括连锁品类中的特殊要求，例如自营渠道运营，3C数码的时效性，商超的重物等，以及中小商家非餐品类的特殊需求等。

基于下图，总体而言，我们认为不完全依赖平台流量的连锁餐饮、有特殊配送需求（远距离、包装、重量等）的非餐品类，以及商家对价格敏感度相对低，在满足其非标配送需求的前提下，可承受一定的配送溢价的，均是第三方配送服务的目标服务市场。

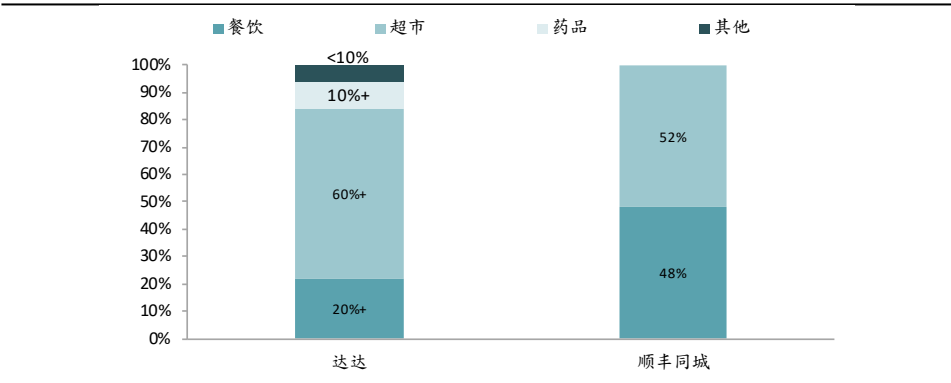
对比而言，顺丰同城业务餐饮/非餐品类分布更为均衡。达达快送业务主要以商超、餐饮及药品等品类商户的配送服务为主，其中商超收入占比超60%，餐饮占20%以上，对比顺丰同城的连锁餐饮占比约50%，其余非餐品类占50%，相对均衡。

图表 23: 各商家品类对即时配送服务能力要求评估

		距离（近/远）	时效（低/高）	平台粘性	配送费价格敏感度	适用物流服务排序
连锁	餐饮	★★★☆☆	★★★★★	★★★☆☆	★★☆☆☆	平台型=第三方
	3C数码	★★★★★	★★★★★	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	第三方>平台型
	商超	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	第三方>平台型
	蛋糕/鲜花	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	第三方>平台型
	医药	★★☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	平台型>第三方
中小商家	餐饮	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	平台型>第三方
	商超	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	平台型>第三方
	蛋糕/鲜花	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★★	★★☆☆☆	第三方>平台型
	3C数码	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	第三方>平台型
	汽配	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	第三方>平台型
个人		★★★★★	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★★	第三方>平台型

资料来源: 交银国际

图表 24: 达达快送vs.顺丰同城商户收入按品类分



资料来源: 公司资料, 交银国际预测*2022年

第三方即时配送服务运营数据对比

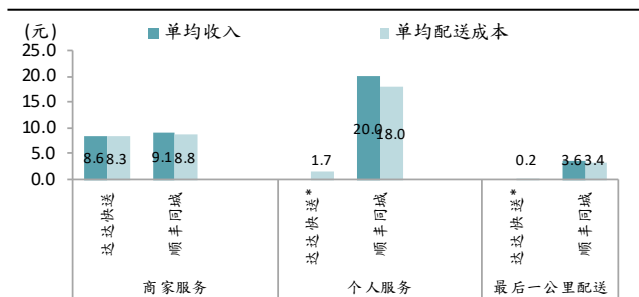
顺丰同城商家单均收入略高于达达快送, 均高于美团/饿了么。配送服务一般按配送品类（鲜花/蛋糕）、配送重量（商超品类较重）、配送距离及配送时效（连锁快餐品牌时效要求30分钟以内）等标准定价。顺丰同城及达达快送作为第三方配送服务领先平台, 为商户提供定制化/个性化及更专业的配送服务, 可享受更高的配送单价（图表 25, 商家服务单均收入9元左右）。考虑到美团/饿了么大部分配送服务聚焦商圈周边三公里, 以餐饮、药品及其他零售小件商品为主, 配送距离近, 商品重量小, 配送服务相对标准化, 通过平台流量带来的单量, 可快速实现规模化效应, 单均配送收入及成本较低（图表 25, 收入<成本, 部分被平台补贴所抵消）。

顺丰同城和达达快送单均收入的差异（图表 25），主要体现在：1）连锁品牌商家对配送服务要求高, 可承受较高溢价, 如顺丰同城向麦当劳提供的服务, 用户端配送费即已达到9元/单, 以及顺丰相对偏高的单均配送成本；2）达达商

超商家配送费起步价大多集中在5元/单，部分远距离大单起送8-10元/单，其他商家多集中于重点商超周边中小商户，单均配送收入低于商超。

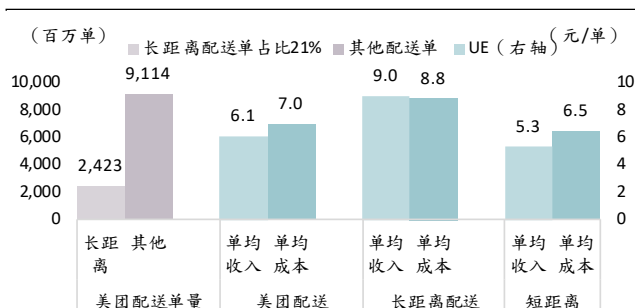
2022年，达达快送、顺丰同城毛利层面利润仍主要来自最后一公里落地配，母公司支持其他业务发展，2023年同城配送利润将开始加速释放（图表 28），一方面受益于单量的规模化效应逐渐提升，另一方面也将受益于骑手供给的充足，降低骑手单均配送成本，因此，我们认为，2023年开始，最后一公里配送对利润贡献的占比将逐渐下降，业务模式将更加健康。

图表 25: 达达vs顺丰同城单均收入及配送成本 (2022年)



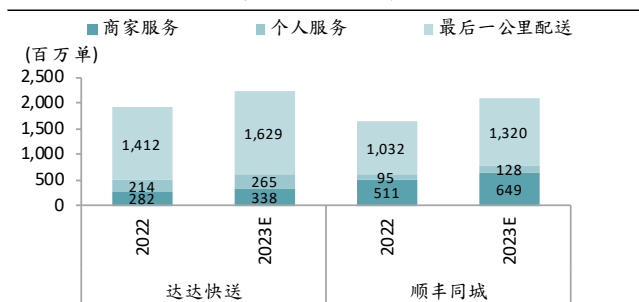
资料来源: 公司资料, 交银国际预测*达达快送个人服务及最后一公里配送为净收入

图表 26: 美团单均配送收入及配送成本分拆 (2022年)



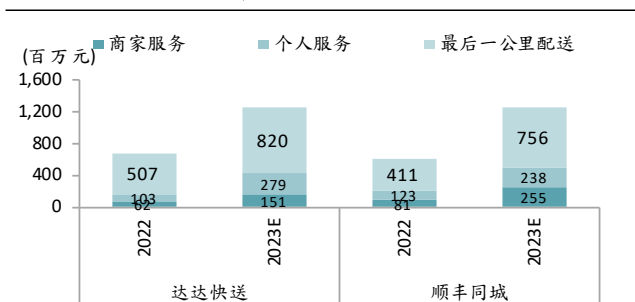
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 27: 达达vs顺丰同城配送单量对比



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 28: 达达vs顺丰同城配送毛利对比



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

抖音外卖业务或加速第三方配送平台业务增长

若抖音外卖GMV在500-800亿元区间，我们估算将带来新增日均配送需求78-188万单，按顺丰同城、达达各承接40%配送单，为各自带来收入增量区间在5-15%。虽然抖音近期下调了其外卖GMV目标，但抖音外卖业务的尝试仍然在持续，也正因此，我们暂未将抖音的潜在需求加入到我们的预测中。

我们以下订单量所需的日均配送员数量来看，抖音外卖若达到我们估算的GMV区间，各平台所需配送员6.3万-15万/日，占顺丰同城78万/达达100万骑手的8%-19%/8%-15%，若持续招募骑手，应低于以上比例。对比美团约14%的日均活跃骑手，属于合理范围，因此我们认为在抖音外卖单量快速提升时，达达、顺丰同城均有能力短时间内召集所需的运力以满足抖音配送需求。

图表29:抖音外卖增量估算：取决于抖音外卖单量释放节奏，可为顺丰同城及达达各自带来的潜在收入增量为5-15%

抖音外卖GMV (人民币，十亿元)	20	50	80	100	120	150
团购配送	6	12	19	26	34	43
饿了么	14	26	32	34	46	57
纯外卖		11	30	40	40	50
日单量，千	85	781	1,880	2,554	2,674	3,343
团购配送	85	171	256	350	467	583
纯外卖	0	611	1,624	2,204	2,208	2,760
配送平台承接日单量分布¹						
顺丰同城，千	34	313	752	1,021	1,070	1,337
达达，千	34	313	752	1,021	1,070	1,337
其他，千	17	156	376	511	535	669
日均配送员数量需求²						
顺丰同城，千	7	63	150	204	214	267
达达，千	7	63	150	204	214	267
配送收入³，百万元						
顺丰同城	87	799	1,921	2,610	2,733	3,416
达达	100	913	2,196	2,983	3,124	3,905
对应2024年收入增量						
顺丰同城	0.6%	5.9%	13.8%	18.3%	19.1%	23.9%
达达	0.7%	6.7%	15.8%	20.9%	21.9%	27.3%
对应2025年收入增量						
顺丰同城	0.5%	4.9%	11.6%	15.4%	16.1%	20.1%
达达	0.6%	5.6%	13.3%	17.6%	18.4%	23.0%

资料来源：公司资料，交银国际预测；假设顺丰同城/达达/其他平台承接比例为40%/40%/20%；²：假设配送员日均配送5单；³：假设单均收入8元

图表 30: 交银国际互联网行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	143.92	170.00	18.1%	2023 年 05 月 17 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	6.30	8.90	41.3%	2023 年 07 月 26 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.28	26.00	50.5%	2023 年 06 月 02 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	32.75	35.00	6.9%	2023 年 05 月 31 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	68.35	90.00	31.7%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	10.37	11.00	6.1%	2023 年 03 月 17 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	5.94	9.40	58.2%	2023 年 02 月 23 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	33.10	37.00	11.8%	2022 年 08 月 16 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	83.48	107.00	28.2%	2023 年 05 月 27 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	94.22	128.00	35.9%	2023 年 02 月 24 日	电商
JD US	京东	中性	38.05	41.00	7.8%	2023 年 05 月 12 日	电商
700 HK	腾讯控股	买入	334.80	399.00	19.2%	2023 年 07 月 19 日	游戏
NTES US	网易	买入	106.95	118.00	10.3%	2023 年 06 月 28 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	15.06	20.00	32.8%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	33.30	30.00	-9.9%	2023 年 03 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	140.10	220.00	57.0%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
DADA US	达达集团	买入	5.70	7.20	26.3%	2023 年 08 月 11 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.54	11.70	22.6%	2023 年 08 月 11 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	12.06	17.00	41.0%	2023 年 05 月 12 日	物流
9923 HK	移卡	买入	17.36	28.00	61.3%	2023 年 05 月 10 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	28.55	38.00	33.1%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	314.80	400.00	27.1%	2023 年 06 月 08 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	18.00	22.00	22.2%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 8 日

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 9.54	港元 11.70	+22.6%

2023年8月11日

顺丰同城 (9699 HK)

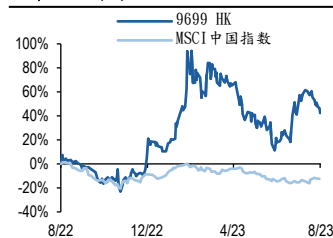
顺丰系资源加持，享有品牌溢价，构筑差异化壁垒，首予买入评级

- 第三方即时配送需求提升，公司作为领先平台将受益。2022年，我国即时配送行业总单量规模超过400亿单，同比增43%，预计未来五年保持20%的复合增速（艾瑞）。随着用户消费多元化及商家私域流量运营（APP/微信小程序/抖音等）对即时配送需求提升，第三方即时配送单量占比继续提升（目前约16%，我们预计五年后增至20%）。顺丰同城作为领先第三方即时配送平台也将受益，我们预计未来五年单量复合增速20%。
- 公司即时配送业务建立全场景覆盖能力，非餐场景收入增速快。公司覆盖场景从餐饮外卖拓展至同城零售、近场电商等服务，满足消费者本地消费市场的需求变化，2022年公司非餐场景收入占比超过一半。非餐场景需求多样，可渗透空间仍大，配送服务标准高，将拉动单均配送收入稳定增长。我们预计公司2022-25年非餐收入复合增速32%，高于餐饮配送收入15%。
- 公司在服务连锁商家、中小商家（非餐）和C端客户保持优势，拥有品牌溢价，保证服务稳定性，客户满意度高，2022年重点客户续签率90%。通过弹性运力网络和深耕行业解决方案，相比平台型企业标准化服务流程，公司建立起差异化壁垒，并借助顺丰品牌知名度建立C端客户用户心智。
- 与集团建立共同接单体系，深度对接，潜在收入空间大。除为顺丰速运最后一公里配送提供弹性运力，未来将继续拓展更多产品，如承接同城快递端到端配送，我们预计短期或带来1-2亿元收入增量，长期或超15亿元。
- 首次覆盖给予买入评级。我们预计2022-25年收入复合增速23%，同城配送25%/最后一公里配送21%，维持稳定增长趋势。2023年随着单量密度继续提升及配送员供应充足，单均配送成本进一步下降，公司发布公告，2023年上半年利润层面达到盈亏平衡，考虑下半年旺季提升营销投入，我们预计全年净亏损降至3,200万元，2024年净利润全面转正达1.8亿元，长期净利润率预期3%。我们按行业平均0.6倍市销率，对应顺丰同城2024年收入预测，总估值为110亿港元，对应目标价11.7港元/股，较现价有23%上升空间，首次覆盖给予买入评级。下行风险：受竞争影响，单量增长及盈利释放不及预期。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	13.00
52周低位 (港元)	5.15
市值 (百万港元)	2,206.98
日均成交量 (百万)	0.08
年初至今变化 (%)	27.20
200天平均价 (港元)	10.15

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	8,174	10,265	13,227	16,234	19,265
同比增长 (%)	68.8	25.6	28.8	22.7	18.7
净利润 (百万人民币)	(667)	(287)	(32)	183	339
每股盈利 (人民币)	(0.95)	(0.31)	(0.03)	0.20	0.36
同比增长 (%)	-25.5	-67.7	-88.8	-668.3	85.4
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	45.0	24.3
每股账面净值 (人民币)	4.72	3.23	3.16	3.31	3.60
市账率 (倍)	1.87	2.72	2.78	2.66	2.45

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

投资摘要

第三方即时配送需求提升，公司作为领先平台将受益。2022年，根据艾瑞估算，我国即时配送行业总单量规模超过400亿单，同比增43%，预计未来五年保持20%的复合增速，非餐品类成为未来主要增长动力。随着用户消费多元化及商家私域流量运营（APP/微信小程序/抖音等）对即时配送需求提升，第三方即时配送单量占比继续提升（目前约16%，我们预计五年后增至20%），增速或快于行业平均（详见行业“[即时配送向千亿单迈进](#)”部分）。顺丰同城作为领先第三方即时配送平台也将受益。

公司与大股东顺丰集团业务对接紧密，正在建立共同接单体系。顺丰集团与一致行动人共持股顺丰同城65%股权，通过集团内部的资源协同，公司先为顺丰速运的最后一公里配送提供弹性运力，扩大了履约网络、增加骑手收入和忠诚度，并更好实现规模效应、降低履约成本。未来将继续拓展更多产品，如承接集团同城快递业务端到端的配送服务，减少顺丰速运传统快递履约链路，降低成本（图表39）。我们估算如果对顺丰速运同城件渗透率达1-1.5%，能为公司带来1-2亿元收入增量，若长期业务达到成熟，渗透10%的顺丰速运同城件，或能带来超过15亿元收入（图表40）。

公司即时配送业务建立全场景覆盖能力。公司同城即时配送业务建立全场景覆盖能力，覆盖场景从餐饮外卖拓展至同城零售、近场电商等服务，满足消费者本地消费市场的需求变化，2022年公司非餐场景收入占比超过一半（图表52）。非餐场景需求多样，可渗透空间仍大，配送服务标准高，将拉动单均配送收入稳定增长。我们预计2022-25年非餐收入复合增速32%，高于餐饮配送收入15%（图表53）。

公司在服务连锁商家、中小商家（非餐）和C端客户建立差异化优势。相比竞争对手，受益于母公司在物流配送服务的经验积累以及品牌知名度，包括专业的物流配送装备及服务标准等，公司在服务大客户个性化需求方面优势显著，在即时配送行业拥有品牌溢价，保证服务稳定性，客户满意度高，2022年重点客户续签率达90%。通过弹性运力网络和深耕行业解决方案，相比平台型企业的标准化服务流程，公司建立起差异化壁垒，并借助顺丰品牌知名度建立C端客户用户心智。

抖音外卖有望带来5-15%的收入增量，尚未在我们当前预期中。顺丰同城是首批接入抖音“团购配送”的即时配送服务商，公司在履约率、服务质量具备优势，契合抖音外卖、ASP高、长距离、以夜宵/茶饮/蛋糕为主要品类、重体验的特点。我们估算长期抖音外卖GMV若在500-800亿元区间，顺丰同城在抖音的占比达到40%，则为公司带来5-15%的收入增量，尚未反映在我们当前的预期中。（有关抖音外卖增量测算，详见行业“[抖音外卖业务或加速第三方配送平台业务增长](#)”部分）

利润持续改善，预计2023年亏损降至3,200万元，2024年扭亏为盈，与市场预期基本一致（图表57）。我们预计2023年，顺丰同城收入132亿元，同比增29%，其中同城配送业务增30%，最后一公里配送增28%。2022-25年三年收入复合增速23%，其中同城配送25%/最后一公里配送21%，维持稳定增长趋势。随商户覆盖持续扩大，单量提升将加速规模化效应，降低单均配送成本，公司公告

2023年上半年公司利润层面达到盈亏平衡，我们预计2023年全年净亏损从2022年的2.9亿元降至3,200万元，到2024年全面实现盈利，预计2024/25年净利润率将达到1.1%/1.8%，净利润达到1.8亿/3.4亿元。在未来三年左右时间，我们预计净利润率将达到3%左右，达到行业平均水平。

我们采用相对估值法进行估值，公司目前仍未达到常态化利润，我们按行业平均0.6倍市销率，对应顺丰同城2024年收入预测，总估值为110亿港元，对应目标价11.7港元/股，较现价有23%上升空间，首次覆盖给予**买入**评级。

风险

受配送平台市占率提升影响，单量增长或不及预期。配送服务平台如美团/饿了么市占率70%（2022年，图表 19），受其规模化效应拉动，单均成本下降幅度快于第三方配送服务，具备价格优势。若长期配送平台持续获取市场份额，或对顺丰同城单量增长有负面影响。

盈利不及预期。第三方配送服务行业市占率相对分散，领先平台顺丰同城、达达市占率及单量相似，若未来竞争激烈，或需补贴等其他手段提升单量。同时，由于行业平均配送费均价基本一致，配送费定价提升难度较大，同时骑手成本下降需靠单量提升带来规模化效应，若单量不够，配送成本下降难度大，或导致公司盈利不及预期。

建立多元服务场景，客户留存高，用户心智强

顺丰同城2019年6月从顺丰集团独立，主要业务分为：1) 同城即时配送服务，服务客户主要为B端商家和C端消费者，2) 为物流公司提供最后一公里配送服务，主要客户为顺丰。

同城即时配送服务是公司重点拓展业务，覆盖业务场景广泛，并逐渐由餐饮外卖拓展至同城零售（非餐品类）、近场电商（数码3C、服饰、珠宝等配送）和近场服务（跑腿服务、企业定制服务），满足本地消费市场的需求变化。2022年公司非餐场景收入占比达到60%，近场电商和近场服务等高附加值场景的收入同比增50%，部分品类如茶饮、便利店、美妆、数码3C等品类收入同比翻倍增长。

图表31: 顺丰同城建立全场景业务覆盖能力，包括餐饮外卖、同城零售、近场电商和近场服务



资料来源: 公司资料，交银国际

图表32: 深耕行业解决方案，建立差异化壁垒

行业	解决方案
餐饮外卖	可循环包装，智能推荐最优配送门店，驻店+商圈模式优化
商超生鲜	店到C端配送冷链、仓储、接驳小时达能力搭建
鲜花蛋糕	专属配送团队，专业装备
医药健康	门店/医院到C端配送、医药冷链、检测配送
服饰美妆	城市仓/前置仓/门店到C端配送/试穿/退货
3C数码	城市仓/前置仓/门店到C端配送/寄修退换服务
仪器/设备	备件仓/前置仓到B端配送
汽车配件	一点发全城，四轮+两轮接驳
服务勘察	定点拍照勘察、调研等任务型工作

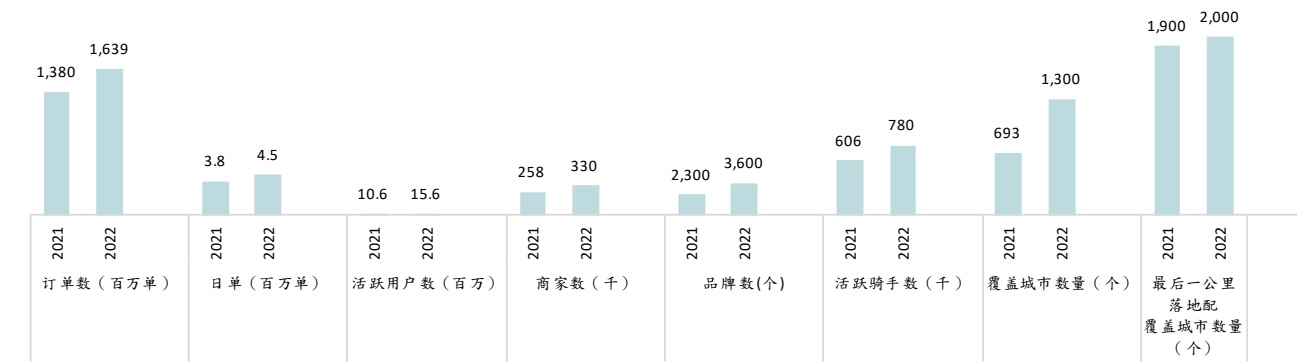
资料来源: 公司资料，交银国际

建立弹性运力网络，保证服务稳定性。截至2022年，公司覆盖全国2,000+市县，其中约70%为24小时运营，活跃骑手达到78万人，同比增29%。通过具备弹性的运力网络建设，公司可以承接客户在扩张门店、扩大配送范围和延长营业时间的需求，帮助客户承接更多增量订单，并实现业务的快速增长。公司通过“两轮+四轮”的运力覆盖，扩大了运载能力和配送范围，可以更好满足商超、高货值设备等长尾场景需求，并保证在高峰期间的服务质量和业务稳定性。

通过拓宽场景覆盖及网络能力提升，公司不断提升商户留存，扩展合作规模。截至2022年，公司年活跃商家达到33万，同比增28%，累计服务品牌客户3,600家，客户续签率达到90%。针对重点客户，公司根据产品类别、高峰时段、包装需求和配送时间为商家提供定制解决方案，并一般由专职骑手提供服务。对价格敏感的中小型商家，提供标准化服务并通常由众包骑手完成服务。

针对消费者提供的同城配送服务主要包括帮送、帮取、帮买、帮办，借助顺丰品牌知名度建立C端用户心智。截至2022年，顺丰同城服务的年活跃消费者达到1,560万，增48%，跑腿业务收入增2倍。

图表33: 2022年顺丰同城覆盖1,300个城市，最后一公里落地配业务覆盖2,000个城市及地区，骑手数量78万，覆盖商家33万，3,600个品牌，日单量450万

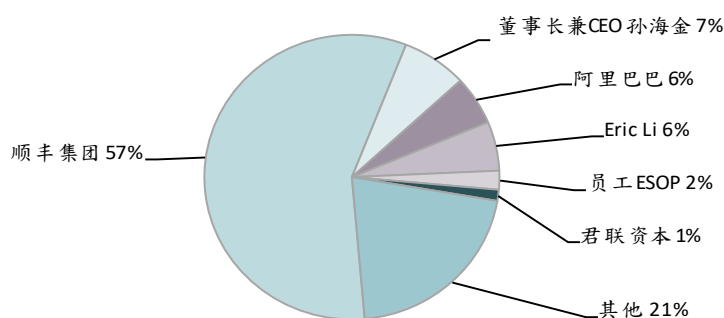


资料来源: 公司资料, 交银国际

顺丰集团带来资源/流量支持，承接集团同城快递具备增长潜力

顺丰集团是顺丰同城的主要股东之一，顺丰及一致行动人持股顺丰同城65%，通过集团内部的资源协同，公司率先为顺丰速运的最后一公里配送提供弹性运力，未来将继续拓展更多产品，如承接集团同城快递业务端到端的配送服务。与顺丰集团一起，满足客户多样化服务需求。

图表 34: 顺丰及一致行动人持股顺丰同城65%，阿里持股5.55%

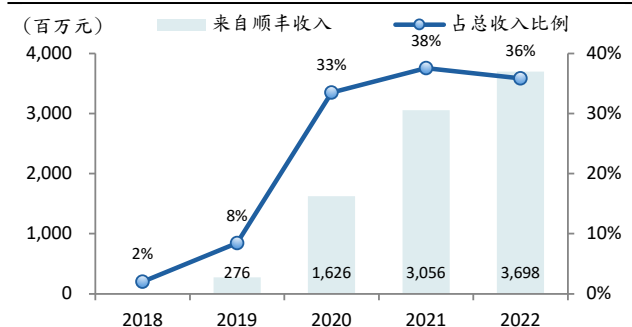


资料来源: 公司资料 (2022 年年报)，交银国际

最后一公里配送服务持续渗透顺丰业务

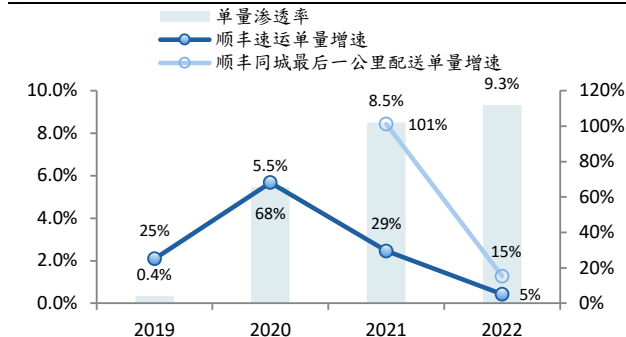
顺丰同城为顺丰速运提供弹性运力，满足订单高峰期的需求，从而帮助客户及行业提升履约效率。公司通过最后一公里配送服务也扩大了履约网络、增加骑手收入和忠诚度，并更好实现规模效应、降低履约成本。2022年，顺丰同城收入有36%来自顺丰速运的最后一公里配送服务，收入约37亿元，同比增20%。从单量规模来看，目前顺丰同城最后一公里配送服务单量对顺丰速运单量的渗透率增至9%，2022年单量增长15%，对比顺丰速运单量增速5%。

图表 35: 2022年顺丰贡献顺丰同城收入约36%，收入约37亿元



资料来源: 公司资料，交银国际

图表 36: 2022年顺丰同城最后一公里配送单量在顺丰单量占比增至9%，增速快于顺丰

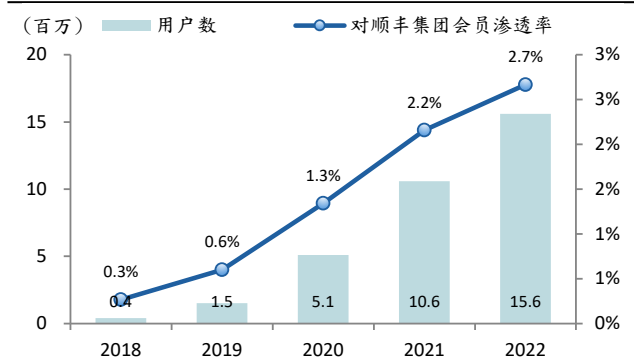


资料来源: 公司资料，彭博，交银国际

集团内部资源协同，探索最优客户体验

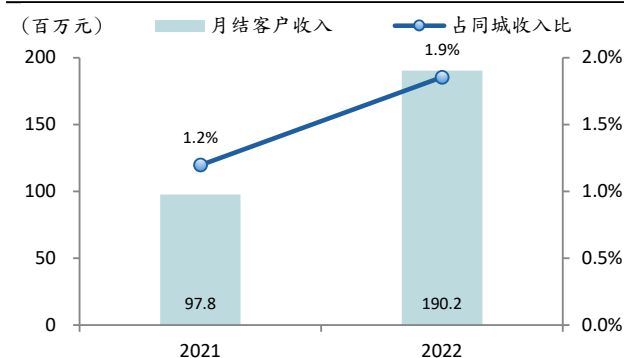
顺丰同城与集团建立共同接单体系，深度对接。顺丰同城借助顺丰集团的资源协同，联合集团公司生态为客户带来一体化供应链“仓储+干线运输+同城即时配送”解决方案，为客户提供最优体验。2022年，顺丰同城与顺丰集团一起，共同服务181万月结客户，带来的收入增量为1.9亿元，同比增94.5%。

图表 37: 顺丰同城用户数对集团渗透率提升



资料来源: 公司资料, 交银国际

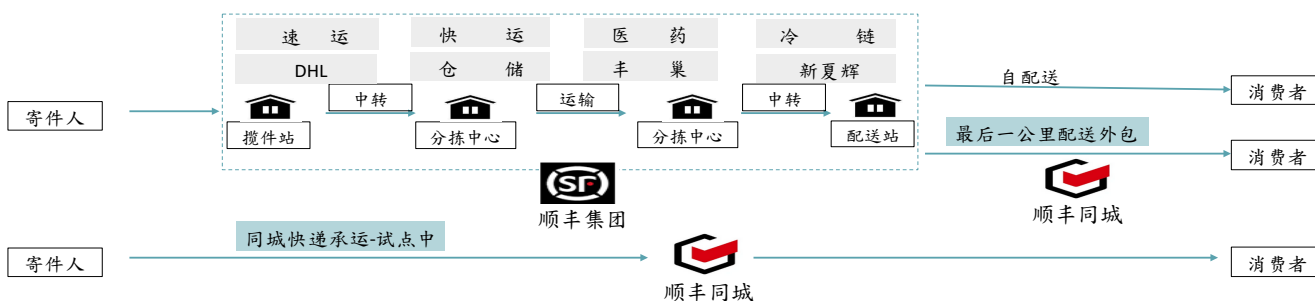
图表 38: 与顺丰合作服务月结客户收入1.9亿元



资料来源: 公司资料, 交银国际

顺丰同城正在试点承接集团同城快递业务端到端配送，长期或带来较大增量。相较集团同城快递当前标准分拨模式，顺丰同城承接后将在时效、用户体验和效率带来提升。即时配送的单价及对业务运营能力要求相比最后一公里配送服务更高，我们估算如果公司对顺丰速运同城件渗透率达1-1.5%，能为公司带来1-2亿元收入增量，若长期业务达到成熟，渗透10%的顺丰速运同城件，或能带来超过15亿元收入。

图表 39: 顺丰同城为集团提供最后一公里配送外包服务，并试点承运同城快递端到端配送模式



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 40: 估算顺丰同城渗透顺丰速运同城件潜在收入

	2022	2023E	2024E	2025E	业务成熟后
顺丰单量 (百万)	11,073	12,529	14,056	15,462	15,462
同城单占比		10%	10%	10%	10%
顺丰同城渗透率		0.5%	1.0%	1.5%	10%
顺丰同城渗透单量 (百万)		6	14	23	155
单均价 (元)		10	10	10	10
收入 (百万元)		63	141	232	1,546
占顺丰同城收入比		0.5%	0.9%	1.2%	

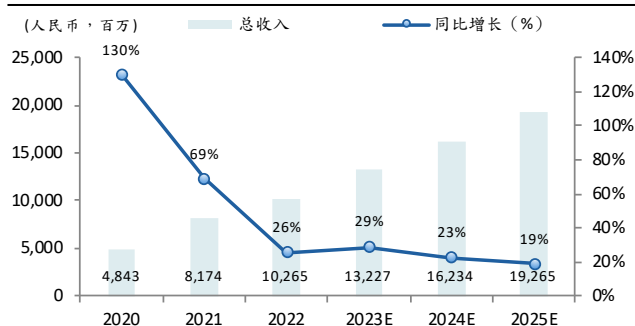
资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

公司主要财务预测

2023年预计公司整体收入增速29%，利润持续优化

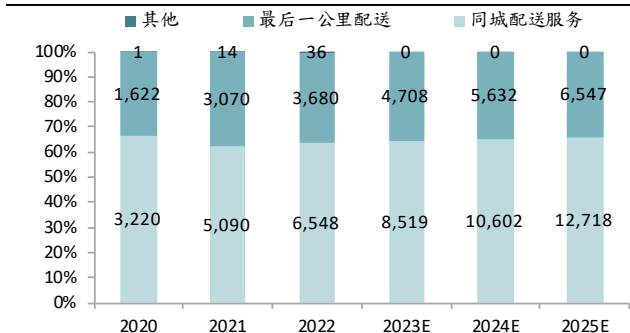
我们预计2023年，顺丰同城收入133亿元，同比增29%，其中同城配送业务增30%，最后一公里配送增28%。2022-25年三年收入复合增速23%，同城配送25%/最后一公里配送21%，维持稳定增长趋势。

图表 41: 预计2023年顺丰同城收入增长29%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

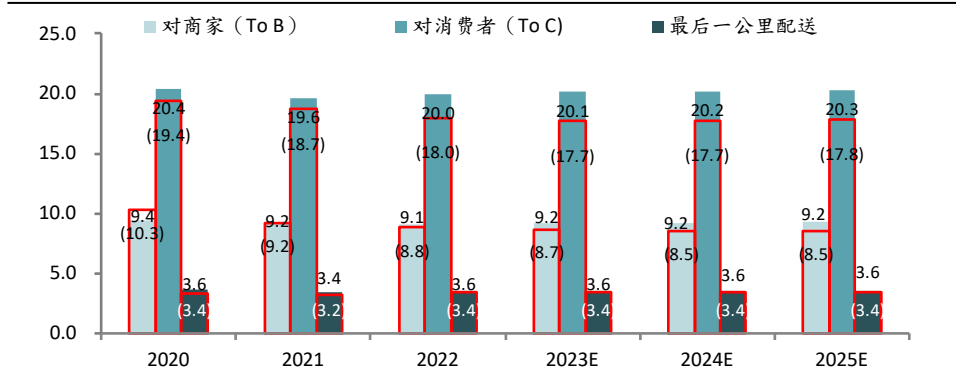
图表 42: 同城配送服务收入占比2/3



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

履约成本是公司主要成本费用项，直接影响毛利率及运营利润率。2022年公司配送效率持续提升，同城配送单均配送毛利全面转正。我们预计到2023年，随着单量密度持续提升及配送员供应充足，单均配送成本进一步下降。我们估算最后一公里配送收入及成本基本稳定，单均毛利约0.2元，与行业水平一致。同城配送 (To B) 业务单均毛利随单均配送成本优化，我们估算2023年将达到0.5元，较2022年提升约0.2元，预计到2024/25年达到0.6元/0.7元。To C配送业务相对更加个性化，我们估算未来三年单均收入约20元左右，基本稳定，毛利维持在2.4-2.5元/单。

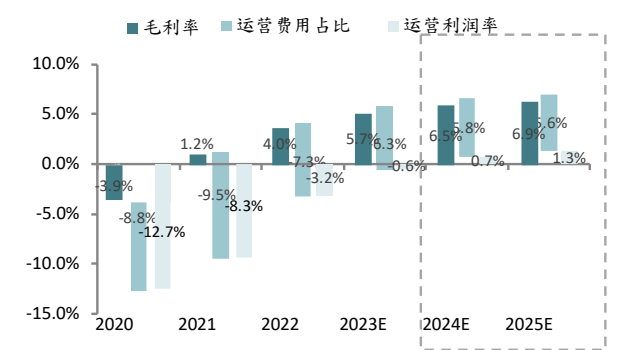
图表 43: 单均收入稳定提升，单均配送成本受单量密度及配送员供给拉动，稳中有降



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

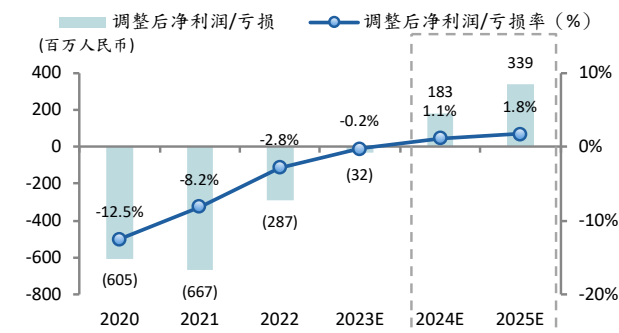
运营利润率及净利润率持续提升，2024年有望全面盈利。毛利率随配送效率的优化持续提升，预计到2023年达到5.7%，2025年增至6.9%。运营费用占收比逐年下降，2023年优化1个百分点，到2025年降至-5.6%。公司公告2023年上半年利润层面或将达到盈亏平衡，我们考虑下半年旺季带来部分额外营销费用，预计2023年全年净亏损收窄至3,200万元，2024年全面盈利，预计2024/25年净利润率1.1%/1.8%，净利润达到1.8亿/3.4亿元。

图表 44: 毛利率及运营费用占收比持续优化



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 45: 公司持续减亏，2024年有望全面盈利



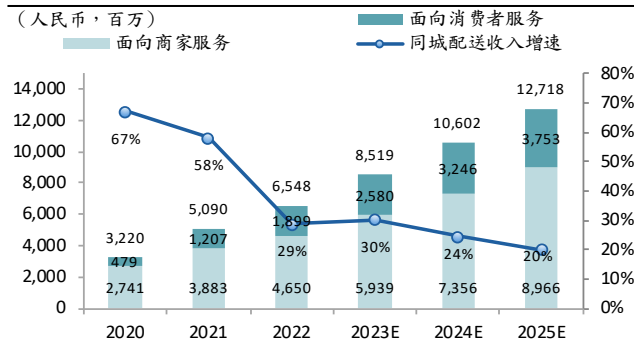
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

同城配送业务持续扩大商户覆盖，非餐占比超50%

同城配送平台收入以配送费为主，我们预计2023年该业务收入85.2亿元，同比增30%。业务分为向商家提供服务及消费者提供服务，商家服务业务量较大，贡献主要收入，与向消费者提供的服务分布为7:3。我们预计业务长期仍可维持稳定增长，2022-25年收入复合增长率25%。

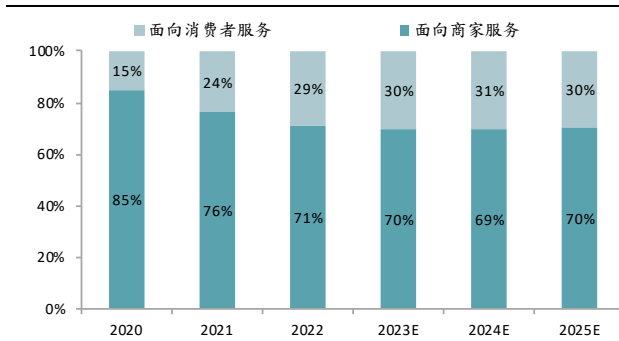
单量和单均配送收入是收入增长的核心推动力，我们预计2023年全年单量增28%，达到7.8亿，2022-25年复合增速27%。其中，对商家服务单量占比大，估算2023年单量约6.5亿单，同比增27%，主要受到商家数量的增加以及对商家单量渗透率提升，预计2022-25年复合增速24%。预计对消费者服务单量增速约35%，主要受其与顺丰集团资源联合，拉动单量增长快于行业，2022-25年复合增速达25%，未来若与顺丰速运同城件加速融合，单量增长仍有提升空间。

图表 46: 顺丰同城配送服务收入持续增长



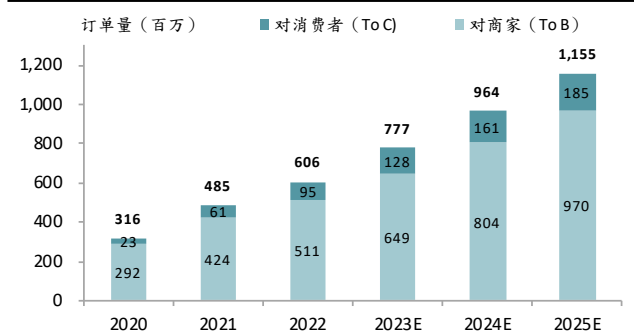
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 47: 预计同城配送收入分布稳定



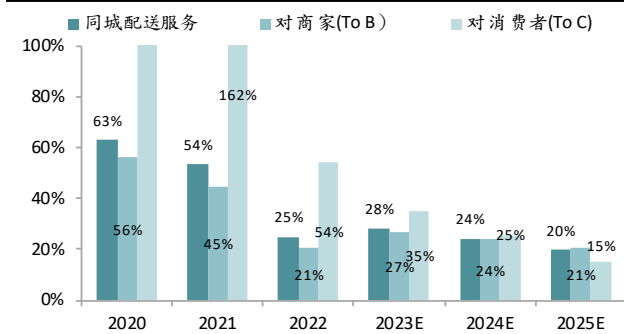
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 48: 顺丰同城即时配送服务单量预测



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 49: 顺丰同城即时配送服务单量增速

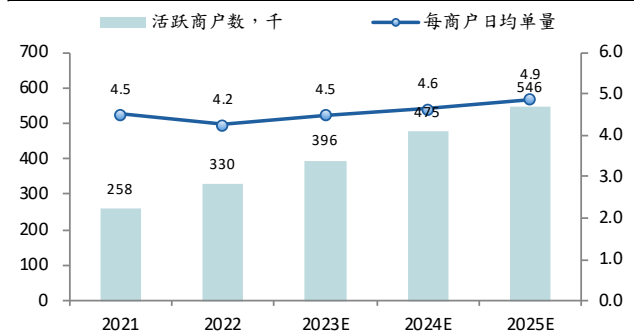


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

商户服务的单量增长，主要受商户的覆盖数量提升拉动。2022年，顺丰同城服务的活跃商户数达到33万，相比2021年增长了7.2万家，对比全行业零售业态超过600万家零售商户，未来仍有增长空间。从平均每商户单量来看，2022年日均单量较2021年略有下降，主要受疫情及商户调整影响，我们预计2023年起商户日单量将恢复增势。

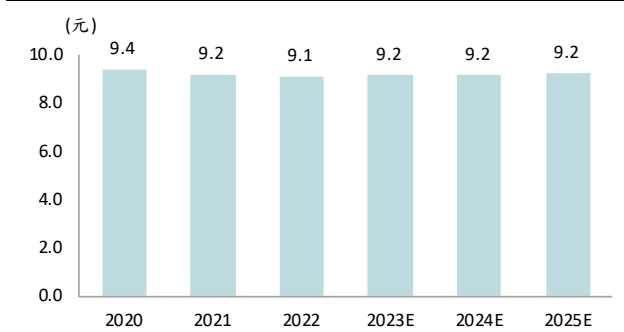
商户服务单均配送收入或呈稳定趋势。综合商户服务的业务发展趋势，由于商超、鲜花蛋糕等品类的单均配送收入略高，非餐品类单均收入高于餐饮。随品类逐渐分散，餐饮单配送收入占比下降，非餐品类占比将持续拉动收入稳定增长。

图表 50: 单商家的日均单量约4-5单



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 51: 单均配送收入或呈稳定趋势



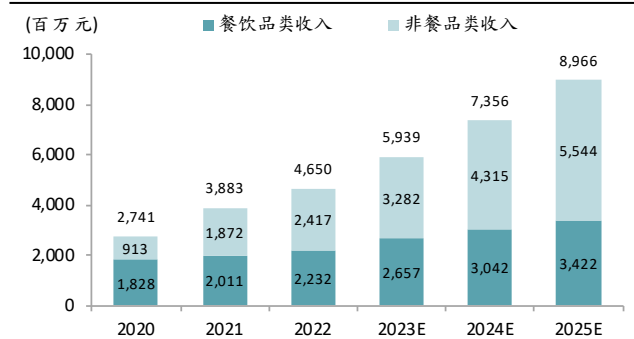
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

从品类来看，餐饮配送收入稳定增长，将重点拓展非餐品类：

- 2022年餐饮品类收入增速约11%，与行业增长基本一致，主要为有运营能力的连锁餐饮商家提供配送服务，不对平台流量强依赖。我们此前在外卖行业更新报告中预期餐饮外卖行业2023年增速19%，在不考虑抖音的增量贡献下，我们估计顺丰同城外卖单量或与行业趋势一致，按单均配送收入不变的假设，2023年餐饮品类配送收入增长19%，达到26.6亿元。预计未来三年稳定增长，2022-25年复合增速15%。

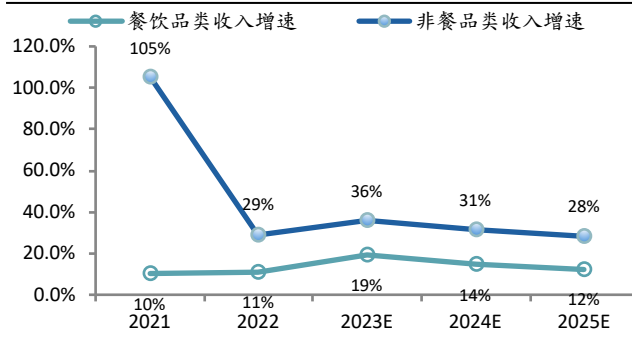
- 2) 受益于品类的扩张及商户数量的稳定增长，我们预计2023年非餐品类配送收入将达到32.8亿元，增长36%，收入规模进一步超越餐食品类收入，预计2022-25年复合增长率32%。

图表 52: 商家服务品类分布，非餐占比超50%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 53: 非餐品类商户服务收入增速快于餐饮



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 54: 顺丰同城配送业务收入分布估算

百万人民币	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
同城配送收入	3,220	5,090	6,548	8,519	10,602	12,718
面向商家服务	2,741	3,883	4,650	5,939	7,356	8,966
面向消费者服务	479	1,207	1,899	2,580	3,246	3,753
同城配送收入增速	67%	58%	29%	30%	24%	20%
面向商家服务	53%	42%	20%	28%	24%	22%
面向消费者服务	263%	152%	57%	36%	26%	16%
面向商家服务						
单量 (百万)	292	424	511	649	804	970
日单量 (百万)	0.8	1.2	1.4	1.8	2.2	2.7
增速	56%	45%	21%	27%	24%	21%
单均收入 (元)	9.4	9.2	9.1	9.2	9.2	9.2
增速	-2%	-2%	-1%	1%	0%	0%
面向消费者服务						
单量 (百万)	23	61	95	128	161	185
日单量 (百万)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
增速	248%	162%	54%	35%	25%	15%
单均收入 (元)	20	20	20	20	20	20
增速	4%	-4%	2%	1%	0%	0%

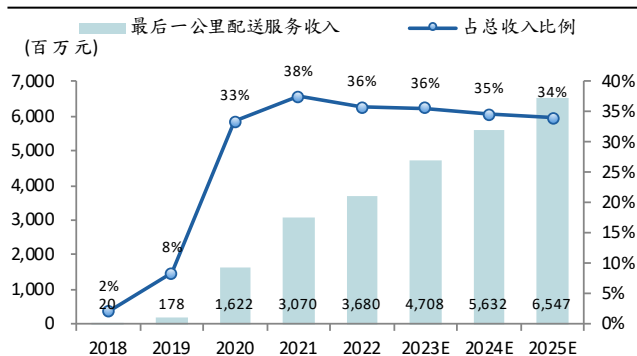
资料来源: 公司资料，交银国际预测

最后一公里配送服务与顺丰紧密合作，长期或将拓展至更多业务

预计最后一公里配送服务收入稳定增长。最后一公里配送服务主要聚焦于服务顺丰速运，2022年对顺丰单量渗透9%，单均收入维持稳定约3.5元。我们认为，短期内，受运营常态化拉动，顺丰同城的最后一公里配送服务收入将随对顺丰快递单的渗透率的增长而持续增长，预计2023年收入及单量增28%，对比顺丰单量增长13%（彭博一致预期），占顺丰同城收入比与2022年保持一致（36%）。

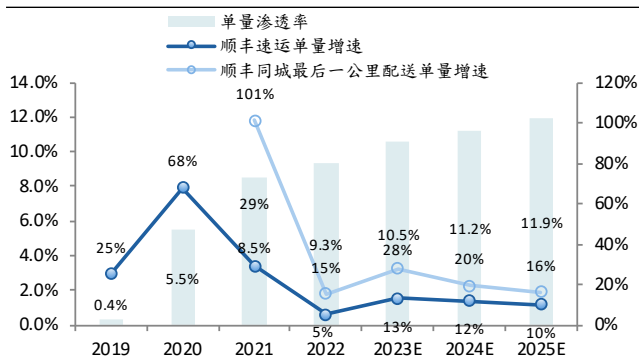
承接顺丰速运同城件或对最后一公里配送服务有负面影响，但为公司业务稳定发展奠定基础，单均收入也可对标顺丰速运同城件定价。基于我们此前的分析（图表 40），我们认为，长期若公司在承接顺丰速运同城件业务上有所突破，最后一公里配送服务的业务量增长将放缓（暂未考虑在我们当前的预测模型中）。但这也证明了公司在同城配送服务的能力进一步提升，届时，单均配送收入或将可对标顺丰速运同城件定价（约10元/单），长期带来更大增长潜力。

图表 55: 预计2023年，最后一公里配送服务收入增28%，贡献公司36%收入



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 56: 顺丰同城最后一公里配送单量对顺丰快递单量的渗透率将超10%



资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表57: 损益表预测

(年结12月31日，百万元人民币)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	4,843	8,174	10,265	13,227	16,234	19,265
<u>市场一致预期</u>				<u>13,384</u>	<u>16,777</u>	<u>20,572</u>
同比增长 (%)	130%	69%	26%	29%	23%	19%
同城即时配送服务	4,842	8,160	10,229	13,227	16,234	19,265
同城配送服务	3,220	5,090	6,548	8,519	10,602	12,718
对商家 (To B)	2,741	3,883	4,650	5,939	7,356	8,966
对消费者 (To C)	479	1,207	1,899	2,580	3,246	3,753
最后一公里配送	1,622	3,070	3,680	4,708	5,632	6,547
其他	1	14	36	0	0	0
同比增速						
同城配送服务	67%	58%	29%	30%	24%	20%
对商家 (To B)	53%	42%	20%	28%	24%	22%
对消费者 (To C)	263%	152%	57%	36%	26%	16%
最后一公里配送	810%	89%	20%	28%	20%	16%
成本	(5,032)	(8,079)	(9,852)	(12,470)	(15,171)	(17,928)
毛利润/亏损	(189)	95	413	756	1,063	1,337
毛利润率(%)	-3.9%	1.2%	4.0%	5.7%	6.5%	6.9%
销售及营销开支	(111)	(270)	(202)	(235)	(284)	(333)
占收比 (%)	2%	3%	2%	2%	2%	2%
研发开支	(69)	(123)	(97)	(108)	(123)	(140)
占收比 (%)	1%	2%	1%	1%	1%	1%
行政开支	(418)	(655)	(509)	(545)	(597)	(669)
占收比 (%)	9%	8%	5%	4%	4%	3%
运营利润/亏损	(769)	(913)	(331)	(73)	118	253
财务收入，净额	(15)	10	42	41	41	41
税前利润	(784)	(903)	(289)	(32)	159	295
税费	27	4	2	0	24	44
净利润/亏损	(758)	(899)	(287)	(32)	183	339
调整后运营利润/亏损	(758)	(899)	(287)	(73)	118	253
调整后运营利润率 (%)	-16%	-11%	-3%	-0.6%	0.7%	1.3%
调整后净利润/亏损	(605)	(667)	(287)	(32)	183	339
<u>市场一致预期</u>				<u>(12)</u>	<u>126</u>	<u>276</u>
调整后净利润/亏损率(%)	-12%	-8%	-3%	0%	1.1%	1.8%
调整后每股收益(元)	(1.28)	(0.95)	(0.31)	(0.03)	0.20	0.36
<u>市场一致预期</u>				<u>(0.02)</u>	<u>0.13</u>	<u>0.31</u>

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

估值

相对估值法：目标价11.7元（潜在涨幅23%），首予买入

按行业平均0.6倍市销率估值。我们估计公司将在2023年亏损降至3,200万元，2024年扭亏为盈，长期利润率水平或可对标行业平均3-5%区间。但由于公司目前仍未达到常态化利润，我们按行业平均0.6倍市销率，对应顺丰同城2024年收入预测，总估值为110亿港元，对应目标价11.7港元/股，较现价有23%上升空间，首次覆盖给予买入评级。

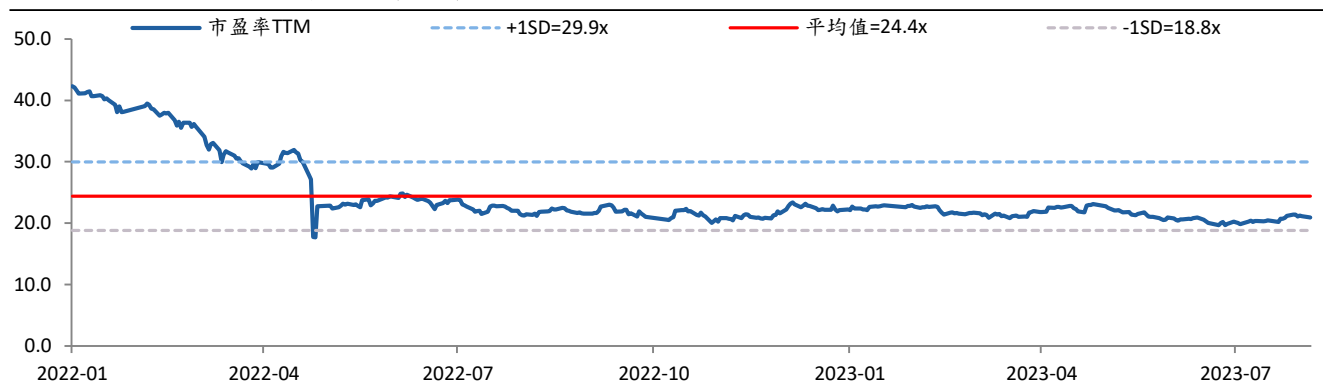
根据彭博数据，公司流通股占总市值比例19%，低于行业平均58%。公司已公告完成H股全流通申请，8月起流通股占比提升至81.6%，流动性将逐渐提升，有利于公司估值体现更市场化的估值体系。

图表 58: 物流公司平均2024年市盈率约15.2倍，市销率0.6倍

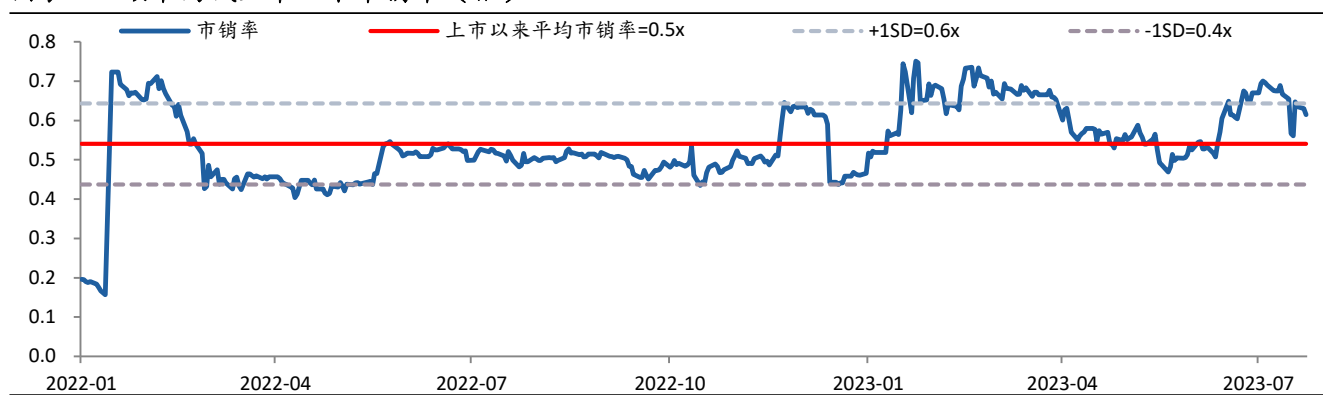
公司名称	代码	报告货币	收盘价	市值	P/E		P/S		收入		净利润		2024E YoY	PEG
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E		
					(x)				(当地货币，百万)					
物流相关公司														
顺丰*	002352 CH	CNY	48.6	32,930	27.3	21.0	0.8	0.7	290,645	380,650	8,783	11,325	29	0.7
中通*	ZTO US	CNY	26.6	21,735	17.8	14.5	3.8	3.3	41,560	55,643	8,948	10,784	21	0.7
京东物流	2618 HK	CNY	12.1	10,193	44.8	22.6	0.4	0.4	167,869	188,899	1,538	3,145	104	0.2
圆通*	600233 CH	CNY	15.7	7,463	12.4	10.4	0.9	0.8	60,917	78,069	4,337	5,119	18	0.6
满帮*	YMM US	CNY	6.8	7,300	24.2	17.5	6.5	5.2	8,167	12,254	302	420	39	0.4
韵达*	002120 CH	CNY	6.8	7,300	24.2	17.5	6.5	5.2	8,167	12,254	302	420	39	0.4
申通*	002468 CH	CNY	11.4	2,418	27.8	17.3	0.4	0.4	40,115	51,477	86	136	60	0.3
达达	DADA US	CNY	5.7	1,461	NA	14.0	0.8	0.7	11,658	14,179	21	712	3,292	NA
顺丰同城	9699 HK	CNY	9.5	1,140	NA	44.5	0.6	0.5	13,227	16,234	-32	183	-668	NA
平均					24.0	19.2	1.6	1.4						0.4
常态化平均*					20.6	15.2	0.7	0.6						0.5

资料来源: 彭博, 交银国际预测 *市场一致预期, 常态化平均P/E: 去掉京东物流、顺丰同城扭亏高市盈率, P/S不考虑收入口径差异极值, 截至2023年8月8日

图表 59: 物流行业2022年以来市盈率（倍）



图表 60: 顺丰同城上市以来市销率（倍）



10年DCF模型交叉验证：与相对估值法估值一致

按照2024-33年10年DCF模型，我们估算公司总价110亿港元，对应股价11.8港元/股，对应2025/26年市盈率为29倍/20倍，与相对估值法估值在同一区间。

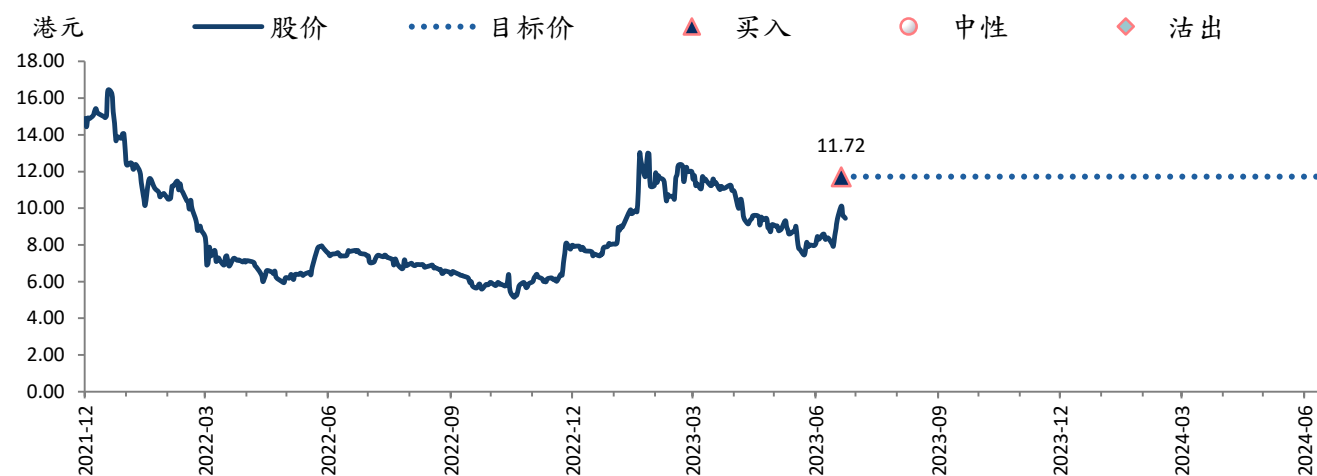
图表 61: 按10年DCF估值法交叉验证，公司目标价11.8港元，对应2025/26年市盈率分别29倍/20倍

(百万元人民币)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
自由现金流	(180)	111	208	306	395	555	778	1,113	1,325	1,556	1,933
折现自由现金流	(159)	98	162	211	241	300	372	470	495	514	565
基本假设											
无风险利率 (%)	4.0										
市场溢价 (%)	9.2										
贝塔系数	1.0										
股本成本 (%)	13.2										
债务成本 (%)	2.8										
%股本融资	98.7										
%债务融资	1.3										
加权平均资本成本 (%)	13.1										
DCF估值											
自由现金流-净现值 (百万人民币)	565										
剩余价值-净现值 (百万人民币)	5,190										
净现金 (百万人民币)	1,198										
股权价值 (百万人民币)	9,817										
股权价值 (百万港元)	11,027										
股数 (百万)	933										
每股价值 (港元)	11.8										

敏感性分析							
WACC	永续增长率						
	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%
11.6%	13.6	13.8	14.0	14.2	14.5	14.7	15.0
12.1%	12.8	12.9	13.1	13.3	13.5	13.8	14.0
12.6%	12.0	12.2	12.4	12.5	12.7	12.9	13.1
13.1%	11.4	11.5	11.7	11.8	12.0	12.1	12.3
13.6%	10.8	10.9	11.0	11.2	11.3	11.5	11.6
14.1%	10.2	10.3	10.5	10.6	10.7	10.8	11.0
14.6%	9.7	9.8	9.9	10.0	10.1	10.3	10.4

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 62: 顺丰同城 (9699 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	8,174	10,265	13,227	16,234	19,265
主营业务成本	(8,079)	(9,852)	(12,470)	(15,171)	(17,928)
毛利	95	413	756	1,063	1,337
销售及管理费用	(925)	(711)	(780)	(881)	(1,003)
研发费用	(123)	(97)	(108)	(123)	(140)
其他经营净收入/费用	41	63	58	58	58
经营利润	(913)	(331)	(73)	118	253
Non-GAAP标准下的经营利润	(682)	(331)	(73)	118	253
财务成本净额	10	42	41	41	41
税前利润	(903)	(289)	(32)	159	295
税费	4	2	0	24	44
净利润	(899)	(287)	(32)	183	339
作每股收益计算的净利润	(899)	(287)	(32)	183	339
Non-GAAP标准的净利润	(667)	(287)	(32)	183	339

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,538	1,460	1,198	1,254	1,419
应收账款及票据	764	1,093	1,299	1,636	1,826
存货	4	16	9	21	15
其他流动资产	527	857	998	1,089	1,180
总流动资产	3,833	3,425	3,505	4,000	4,440
物业、厂房及设备	17	15	15	18	16
其他有形资产	38	40	40	40	40
无形资产	174	187	193	196	199
合资企业/联营公司投资	0	15	15	15	15
其他长期资产	147	421	420	420	420
总长期资产	376	677	683	690	690
总资产	4,209	4,103	4,188	4,689	5,130
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	828	999	1,145	1,505	1,675
其他短期负债	51	70	72	75	77
总流动负债	879	1,069	1,217	1,579	1,753
其他长期负债	21	17	17	17	17
总长期负债	21	17	17	17	17
总负债	899	1,086	1,234	1,597	1,770
股本	5,095	5,095	5,095	5,095	5,095
储备及其他资本项目	(1,786)	(2,078)	(2,141)	(2,002)	(1,735)
股东权益	3,309	3,017	2,954	3,093	3,360
总权益	3,309	3,017	2,954	3,093	3,360

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(903)	(289)	(32)	159	295
折旧及摊销	71	100	103	105	105
营运资本变动	59	(217)	(196)	(79)	(104)
利息调整	18	45	0	0	0
其他经营活动现金流	222	(55)	(41)	(41)	(41)
经营活动现金流	(532)	(415)	(167)	143	254
资本开支	(17)	(9)	(13)	(8)	(9)
其他投资活动现金流	(398)	(635)	(80)	(80)	(80)
投资活动现金流	(415)	(644)	(93)	(88)	(89)
负债净变动	(367)	0	0	0	0
权益净变动	3,531	0	0	0	0
其他融资活动现金流	55	(22)	0	0	0
融资活动现金流	3,220	(22)	0	0	0
汇率收益/损失	2	1	0	0	0
年初现金	263	2,538	1,458	1,198	1,254
年末现金	2,538	1,460	1,198	1,254	1,419

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.281)	(0.307)	(0.034)	0.196	0.363
全面摊薄每股收益	(1.281)	(0.307)	(0.034)	0.196	0.363
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.951)	(0.307)	(0.034)	0.196	0.363
每股账面值	4.716	3.232	3.164	3.313	3.600
利润率分析(%)					
毛利率	1.2	4.0	5.7	6.5	6.9
EBITDA利润率	(10.3)	(2.2)	0.2	1.4	1.9
EBIT利润率	(11.2)	(3.2)	(0.6)	0.7	1.3
净利率	(11.0)	(2.8)	(0.2)	1.1	1.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	1.2	4.0	5.7	6.5	6.9
EBITDA利润率	(7.5)	(2.2)	0.2	1.4	1.9
经营利润率	(8.3)	(3.2)	(0.6)	0.7	1.3
净利率	(8.2)	(2.8)	(0.2)	1.1	1.8
盈利能力(%)					
ROA	(23.7)	(6.9)	(0.8)	4.1	6.9
ROE	(36.3)	(9.1)	(1.1)	6.0	10.5
ROIC	(45.0)	(10.4)	(2.5)	4.5	9.0
其他					
流动比率	4.4	3.2	2.9	2.5	2.5
应收账款周转天数	32.2	33.0	33.0	33.0	32.8
应付账款周转天数	19.4	20.5	18.0	18.5	19.0

互联网	收盘价 美元 5.70	目标价 美元 7.20	潜在涨幅 +26.3%
-----	----------------	----------------	----------------

2023年8月11日

达达集团 (DADA US)

与京东合作共赢，盈利能力持续提升，2023年或扭亏为盈，首予买入

- 与京东合作共赢，加速流量、品类扩充，有效拉动公司京东到家GMV增长。2022年底京东渠道贡献京东到家60%+GMV，用户数占京东年活跃买家13%。通过为用户提供即时配送服务，与线下商家链接为用户提供更全价格带，与京东形成补充。从京东战略协同看，即时配送可缩短履约链路，降低履约成本，有效提升部分品类利润率。
- 商超品类业内领先，行业线上化率低，市占率仍有提升空间。商超渠道是本地生活消费中占比最大的品类之一，但线上化率仅不到4%。京东到家在商超品类即时配送行业中，市占率排名第一，丰富的服务商超经验也将加速其在行业的渗透。我们估算2022年商超品类占京东到家总GMV约56%，规模约350亿元，预计未来三年复合增长率14%。
- 达达快送商超品类拉动周边商家覆盖，运营效率明显提升。达达快送连锁客户服务中，60%以上收入来自商超，受其对商超品类覆盖拉动，周边商户的覆盖及配送效率优势明显。业务毛利层面已于2022年转正，KA（Key Account，即主要客户）商户单均盈利0.2元，预计2023年达到0.45元毛利润/单，未来将持续释放利润。
- 利润持续优化，2023年将看到显著提升。受益于京东到家变现能力的持续提升，以及同城配送连锁商家单均毛利的持续释放，我们预计2023年2季度调整后净利润达到盈亏平衡，2023年公司层面净利润全面转正达到2100万元，2024-2025年净利润率预计将达到5%/6.9%，增长确定性强。
- 财务预测及估值：我们预计2023年总收入116.6亿元，同比增24%，其中达达快送增21%/京东到家增26%。2022-2025年收入复合增速22%，达达快送20%/京东到家23%，维持稳定增长趋势，抖音外卖或带来潜在收入增长。我们对2025年净利润，给予达达15倍市盈率，折现至2024年目标价7.2美元/ADS，较现价有26%上升空间，首次覆盖给予买入评级。
- 下行风险：品类覆盖及扩充难度大；即时配送单量及需求增长不及预期；盈利性低于预期。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	15.18
52周低位 (美元)	3.06
市值 (百万美元)	37,646.68
日均成交量 (百万)	0.81
年初至今变化 (%)	(18.22)
200天平均价 (美元)	7.57

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	6,866	9,368	11,658	14,179	16,839
同比增长 (%)	19.6	36.4	24.5	21.6	18.8
净利润 (百万人民币)	(2,103)	(1,326)	21	712	1,156
每股盈利 (人民币)	(2.21)	(1.31)	0.07	2.73	4.44
同比增长 (%)	26.5	-40.9	-105.2	3,939.6	62.5
市盈率 (倍)	NA	NA	608.1	15.1	9.3
每股账面净值 (人民币)	3.99	6.89	21.86	26.78	30.07
市账率 (倍)	10.32	5.96	1.88	1.53	1.37

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

投资摘要

达达集团与大股东合作共赢，拉动流量增长以及品类扩充。

- ④ **流量增长**：京东持有达达53.9%股权，是京东到家流量的主要入口，包括京东到家、同城、搜索、小时达、附近等，贡献京东到家60%+GMV。按达达管理层长期对京东用户达到50%的渗透目标，用户或达到3亿，较目前仍有2亿增量（图表 65）。
- ④ **品类扩充**：沃尔玛持股达达9.3%，京东同时持股永辉及达达，永辉也成为达达关联公司，股东加持为京东到家在商超品类的拓展具备优势，2022年，京东到家在即时零售商超品类中，市占率第一，有丰富的商超服务经验。商超品类消费是本地生活消费中占比最大的品类之一，但我们估算其线上化率仅不到4%（2022年，图表 70），仍有较大提升空间。随行业渗透率持续提升，京东到家也将最快受益。同时，京东到家通过与线下商家合作为用户提供更全的价格带，与京东平台形成补充（如3C数码品类，图表 72）。

最终实现京东到家GMV及运营效率的稳定增长。我们预计2023年京东到家GMV超过780亿元，同比增长23%，2022-25年复合增长率20%，2025年GMV超过1,000亿元。预计商超品类占比到2025年降至50%以下，3C超过40%，其他品类占比的提升是GMV加速增长的关键，我们目前预期仍相对保守（图表 75）。

通过我们在行业部分中的对比（请见“[行业主要平台财务数据对比](#)”部分），我们认为京东到家相比美团闪购盈利能力更好，主要体现在其单均收入高（商超品类单价更高），以及广告变现模式的差异，但两个平台在业务覆盖上还不能完全形成竞争，品类及商户类型各有优势。

从京东全平台战略协同方面看，京东到家通过即时配送，缩短履约链路，降低履约成本，有效降低部分品类如快消类大重量商品亏损率，提升平台综合利润率（图表 74）。

达达快送商超品类拉动周边商家覆盖，运营效率明显提升。达达快送连锁客户服务中，60%以上收入来自商超，受其对商超品类覆盖拉动，周边商户的覆盖及配送效率优势明显。同时，受益于连锁商家、非餐中小商家对第三方配送服务的需求日益提升，KA单均配送收入与及利润持续释放。毛利层面已于2022年转正，单均盈利0.2元，预计2023年达到0.45元毛利/单，持续释放利润（图表 80）。

抖音外卖有望带来5-15%收入增量，尚未反映在我们当前预期中。达达是首批接入抖音“团购配送”的即时配送服务商，公司在履约率、服务质量具备优势，契合抖音外卖ASP高、长距离、以夜宵/茶饮/蛋糕为主要品类、重体验的特点。长期若抖音外卖GMV达到500-800亿元，带来新增日均配送需求78-188万单，按40%配送单量占比，为达达带来收入增量区间5-15%，仍未考虑在目前财务预测中。抖音外卖增量的详细测算，请见“[抖音外卖业务或加速第三方配送平台业务增长](#)”部分。

利润持续优化，2023年全年有望转正（图表 99）。我们预计2023年达达总收入116.6亿元，同比增24%，其中达达快送业务增21%，京东到家增26%。2022-2025年3年收入复合增速22%，达达快送20%/京东到家23%，维持稳定增长趋势。受益于京东到家变现能力的持续提升，以及同城配送连锁商家单均毛利的持续释放，2023年公司层面利润持续优化，我们预计全年净利润转正至2,100万元，预计2024-2025年利润持续优化，分别达到7.1亿元及11.6亿元，利润率为5%/6.9%。

2023年2季度，受益于各项业务收入增长加速，以及运营成本的持续优化，我们预计调整后净利润达到盈亏平衡，全年盈利转正至2,100万元。

对比市场一致预期，我们预计2023年收入增速24%，低于市场预期的26%，考虑到今年2季度开始，消费呈温和复苏态势，慢于市场预期，因此，相对市场预期，我们更加保守。但我们也仍然看到公司收入逐季度恢复的趋势，预计今年4季度收入同比增速快于前3季。2024-2025年调整后净利润预期较市场预期低，主要考虑到公司持续提升市占需市场营销费用的持续投入，下降幅度低于市场预期。若市场竞争环境良好，我们目前预期的净利润或有上调空间。

目标价7.2美元，较现价有26%上升空间。我们采用相对估值法（图表 100），参考电商、即时零售相关公司2024年平均市盈率16.1倍，物流相关公司（剔除京东物流、顺丰同城扭亏为盈初期市盈率偏高的影响）平均市盈率为15.2倍，我们按保守原则，给予达达15倍市盈率（与物流行业平均一致），由于2024年利润仍未达到常态水平，按2025年净利润，折现2024年目标价为7.2美元/ADS，较现价有26%上升空间。现价对应2024年市销率为0.9倍，在2022年以来平均市盈率1个标准差以下，估值偏低，首次覆盖，给予**买入**评级。

风险

京东到家品类扩充难度大。目前商超品类占比仍超50%，3C数码品类占比30%，其他品类占比仅不到10%。未来竞争或趋于激烈，加大品类扩充难度。

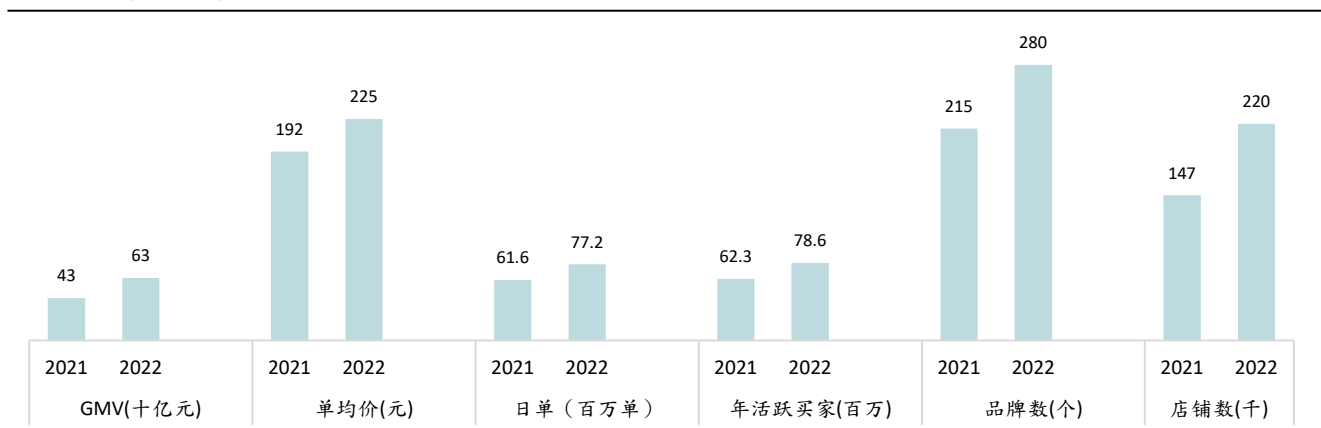
即时配送需求增长低于预期。平台型即时配送可带来规模效应，能够更好地降低单均配送成本，商户或选择将更多单量分配至平台，以触达更多用户流量，第三方即时配送的增长可能受此影响。

单均配送成本及盈利不及预期。考虑到行业竞争，单均配送收入提升幅度或较小，若单量不能形成规模化效应，单均骑手配送成本下降也有压力。若即时零售平台竞争激烈，京东到家补贴率也有提升可能，延后盈利预期。

京东到家—即时零售行业第三大平台

京东到家业务是“京东小时购”的主要提供方，为用户提供即时零售服务，2022 年贡献达达总收入约 66%。根据公司披露，京东到家目前覆盖全国 2000 个县区市，连接 280 个品牌，28 万家线下门店，对比美团闪购覆盖商户数 70 万。我们在行业部分详细对比了三大平台的运营及财务数据，参见章节“[即时零售平台竞争格局](#)”。

图表 63: 京东到家核心运营数据

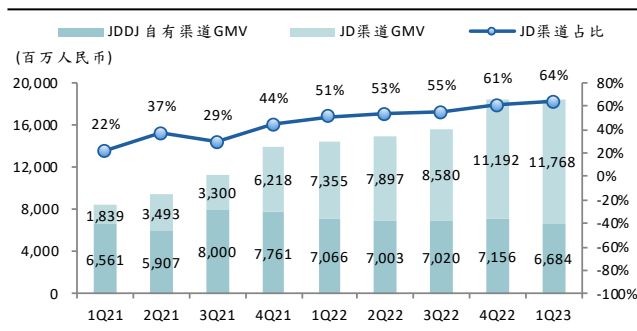


资料来源: 公司资料, 交银国际

母公司京东的流量支持，拉动用户数及交易规模双增长

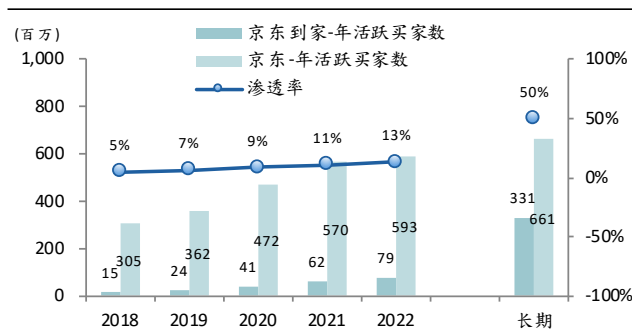
除京东到家自有APP和小程序运营外，京东到家在京东主站有多个流量入口支持（图表 66），如京东首页的“到家”、“同城”，搜索页面的小时达、附近等，贡献京东到家GMV 60%+。2022 年，京东到家年活跃买家数近 7,860 万，同比净增 1,630 万（+26%），渗透京东年活跃买家数 13%，达达管理层长期目标对京东用户的渗透率达到 50%，我们预期届时将达到约 3 亿年活跃买家。

图表 64: 京东渠道贡献京东到家GMV快速提升，2022年底已超60%



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 65: 京东到家年活跃买家占京东 10%+，管理层目标长期达到 50% 渗透率



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 66: 京东到家主要流量入口：京东渠道贡献60%+ GMV



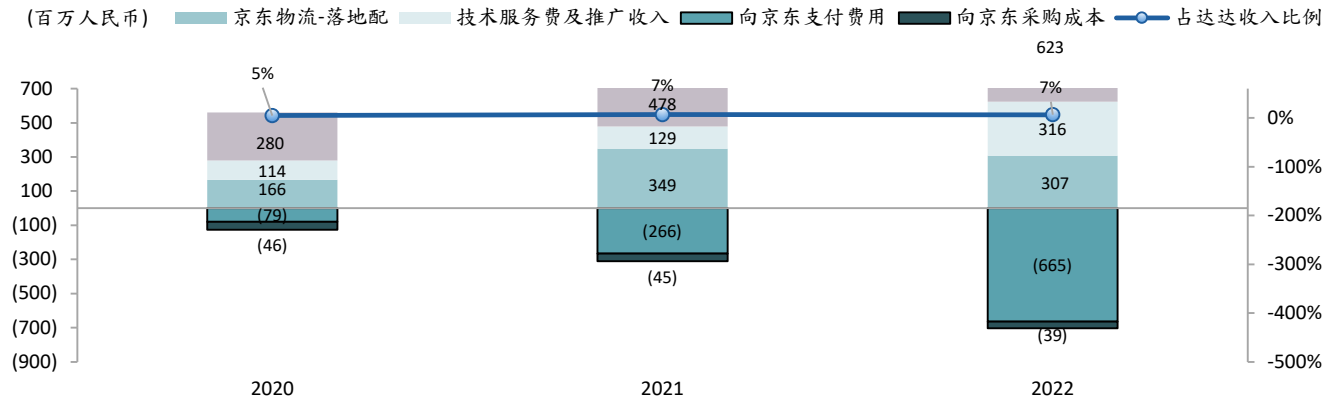
资料来源: 公司资料, 官方APP/小程序, 交银国际, GMV 贡献为2022年4季度数据

京东持有达达**53.9%股权**，对达达收入贡献约**7%**。京东是达达的控股股东，持有53%达达股权，同时为达达提供业务/流量支持及商超资源。2023年4月，达达与京东重新签订三年合作协定，京东到家及达达入口包括京东APP、京东微信小程序，并为京东物流提供落地配服务。同时，达达向京东增发约1,900万股，交易结束后，持股比例提升至53.9%。

2022年，达达年报披露其从京东渠道获取的收入规模约占20%，总金额19亿元，其中包括京东物流最后一公里配送收入约3亿元，其余为京东关联公司永辉相关业务收入及其他平台推广收入。

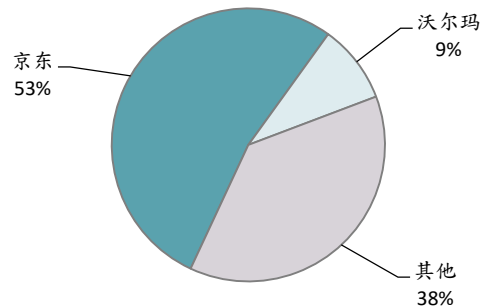
为方便对比，我们剔除永辉相关收入，估算京东直接收入贡献超6亿元，占达达收入7%，与2021年的7%（京东物流回溯为净收入）基本持平，但其中技术服务费及推广收入加速提升，说明了京东到家渠道与京东渠道的合作加深。

图表 67: 达达从京东获取收入超6亿元 (剔除永辉)，占达达7%，向其支付的量及云相关费用将近7亿元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测*2021年4月起, 调整京东物流最后一公里配送服务记账方式至净额法, 为方便对比, 2020-21年来自京东物流收入均回溯为净额法; 2022年京东成为达达集团控股股东, 公司披露关联收入包括永辉, 为方便对比, 我们在此剔除永辉相关收入贡献(约12亿元)

图表 68: 达达主要股东：京东持股53%，沃尔玛持股9.3%

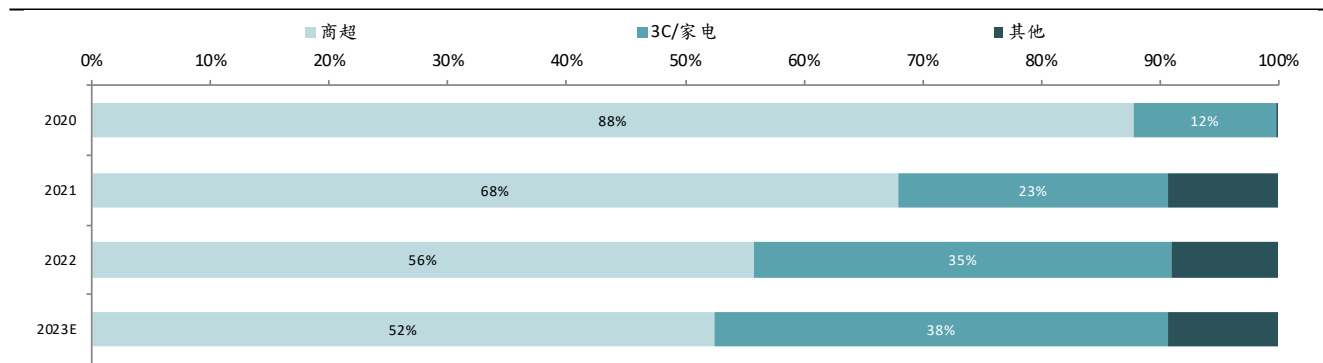


资料来源: 公司资料, 交银国际*截至2023年3月31日, 2023年5月后, 达达向京东增发, 持股升至53.9%

品类扩充保证GMV持续提升趋势

京东到家平台品类目前集中在以商超/3C数码为主，我们估算2022年，其GMV占比分别为56%/35%，相比2020年有较大改善，未来品类逐渐多元，也将继续拉动公司GMV提升。

图表 69: 京东到家GMV品类分布：商超贡献领先，其他品类占比提升



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

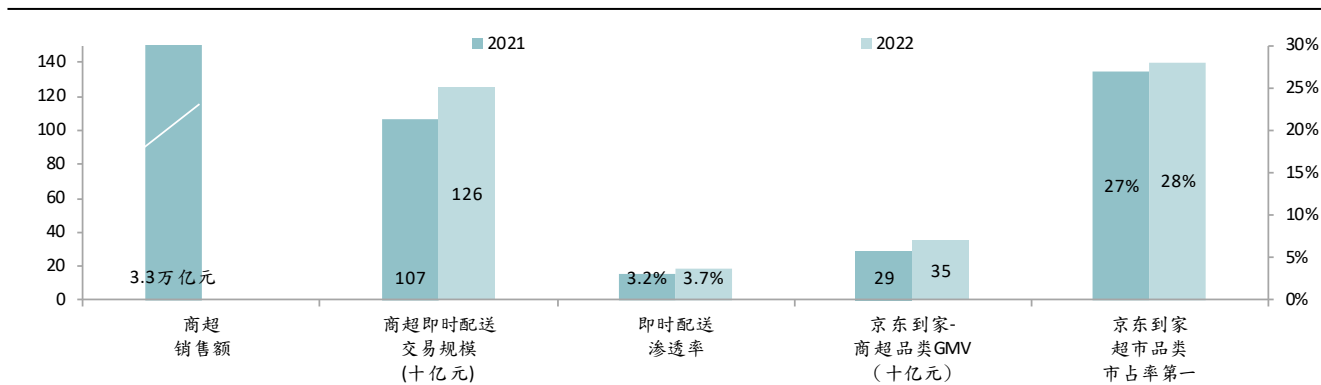
④ 商超品类-处于行业领先地位，股东加持提升粘性

商超品类贡献京东到家50%以上的交易规模，京东到家在商超品类排名第一。商超渠道在本地生活消费中占比最大（3.3万亿元/14万亿元，2021年），但线上化渗透率仍不到4%，未来仍有较大提升空间。根据艾瑞数据及我们的估算，2022年，京东到家在非餐即时配送-商超品类销售额中排名第一，市占率持续提升。

2022年京东到家商超品类超GMV 350亿元，同比增22%，其中，我们估算沃尔玛（持股达达9.3%）/永辉（母公司京东的关联公司）贡献超过200亿元，占比接近60%，其他商超品牌贡献约40%。

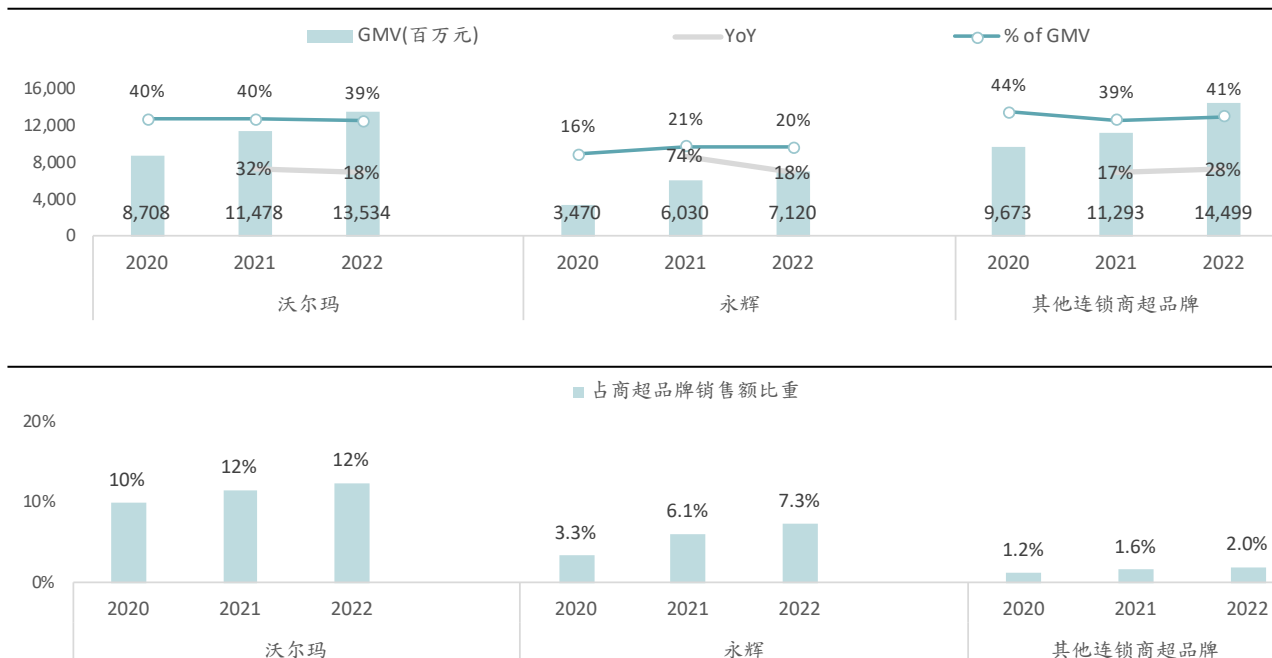
考虑到商超品牌市占率分散（最大商超品牌沃尔玛销售额市占率仅10%），未来京东到家与其他品牌持续深入合作，以及京东到家与大型超市合作的能力不断提升，包括CRM系统对接及达达拣货等平台支持，都将持续拉动京东到家商超品类的稳定增长，我们预计2022-25年京东到家商超品类GMV复合增长率约14%。

图表 70: 商超3万亿元销售额中，即时配送渗透率不到4%，京东到家领先



资料来源: 艾瑞, 公司资料, 交银国际估算

图表 71: 主要商超品牌GMV贡献，其他品牌GMV贡献加速提升



资料来源: CCFA, 公司资料, 交银国际估算

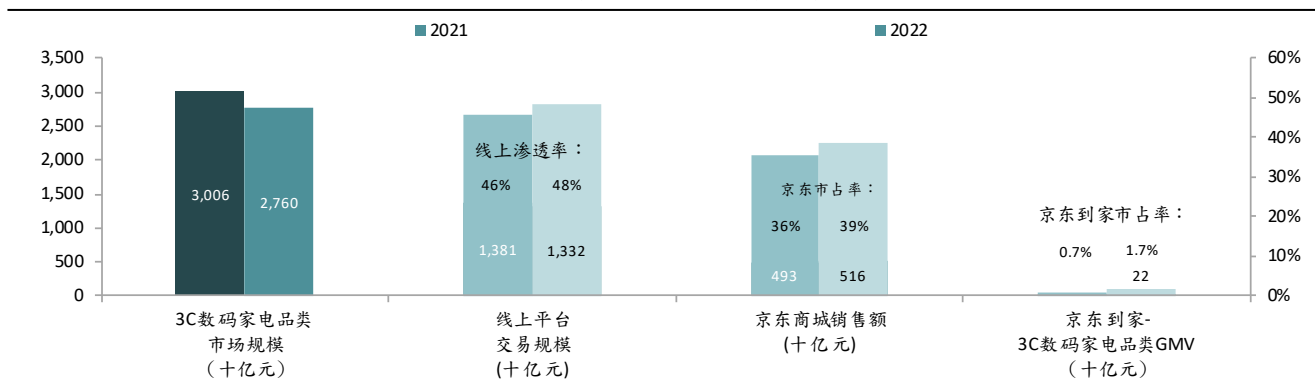
3C数码-京东平台品牌认知度高，与京东到家形成价格互补

3C数码品类是京东到家平台第二大品类，仍处于高速增长期，我们估算2022年交易规模达到220亿元，同比增128%，占京东到家总交易规模35%。

我们认为京东到家平台在3C数码电器品类渗透的优势在于：1）京东电商平台3C数码品类的品牌认知度高（带电品类占京东自营销售额60%，市占率将近40%），京东到家作为主要入口之一，仍可享受其流量红利；2）京东到家平台对接线下品牌店，相较京东电商渠道有价格差异，为用户提供更有吸引力的

价格；3) 配送时效优势（京东物流211限时达，京东到家30分钟-1小时），满足用户多样化配送需求。我们预计2022-25年京东到家3C数码品类GMV复合增长率约28%。

图表 72: 3C数码家电市场2.7万亿元，线上化率高，京东系市占率约40%

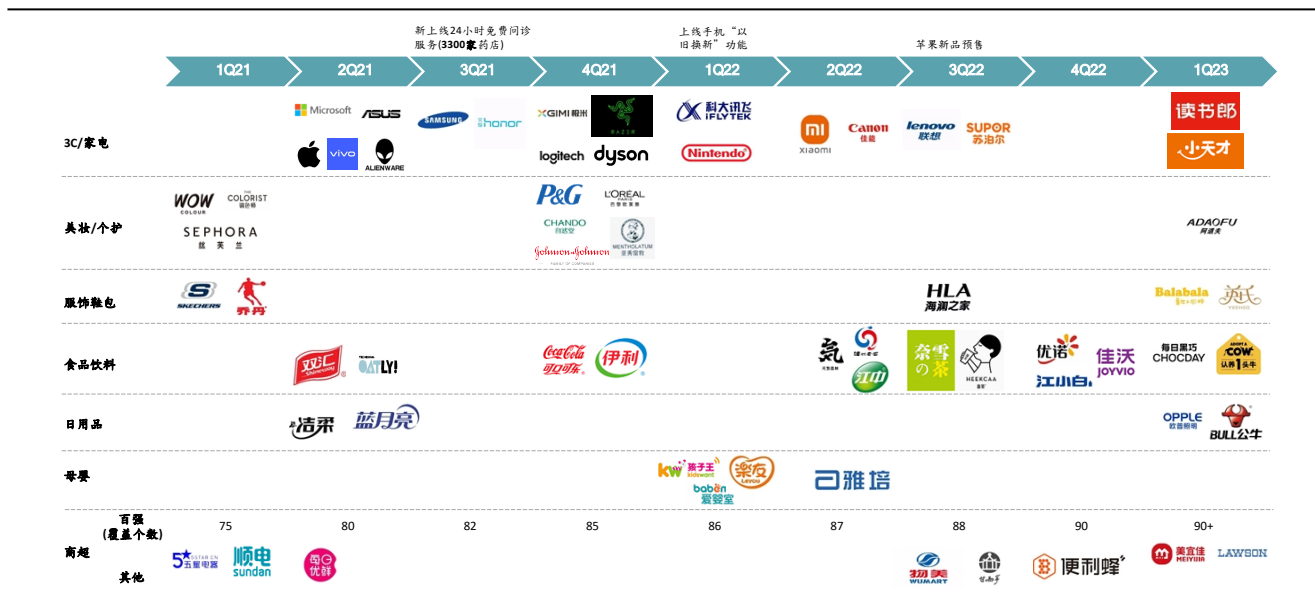


资料来源:工信部, IDC, 数据威, 公司资料, 交银国际估算

其他品类-与京东平台供需互补的品类均有扩张空间

京东到家平台除了商超、3C数码品类占比较大，其他品类的覆盖逐步拓展，目前GMV贡献近10%，主要包括医药健康、美妆护肤、家居服饰、母婴宠物、鲜花绿植、蛋糕烘焙等，未来将通过引进更多品牌门店入驻，持续扩大业务规模。截至2022年，京东到家已覆盖280个品牌，其中超90个商超连锁品牌，近期上线品牌及品类更加多元，包括以母婴品类的孩子王、乐友、爱婴室、丽家宝贝等，3C品类的小天才、读书郎等，便利店如罗森、美宜佳等。

图表 73: 京东到家品类持续扩充，品牌上线时间线



资料来源: 公司资料, 交银国际

我们认为，京东到家未来增长核心逻辑在于其提供的商品品类及服务，与京东平台形成差异化供给，无论是从价格、配送成本以及用户即时性需求来看，京东到家平台GMV均有提升空间。

- 1) 从用户需求看，与京东电商平台1P业务的211时效及3P业务电商平台平均时效互补，提供30-60分钟即时配送需求，例如下图中，服饰/母婴等即时性需求；
- 2) 从价格看，通过与线下商家合作为用户提供更优价格带，例如下图中，手机品类，线下门店商品单价低于京东自营渠道；
- 3) 从与京东合作共赢角度看，通过即时配送服务，缩短履约链路，降低京东电商履约成本，例如在快消品，尤其是米面粮油、牛奶/矿泉水等品类由于重量原因配送成本高，直接利润低于即时零售。虽然这些品类从京东自营电商向京东小时购/京东到家渠道转移会影响京东集团收入，但快消品类通过即时配送模式可有效降低京东自营平台的亏损率，提升平台综合利润率。从下图，对比京东自营及京东到家商品单价及对平台利润贡献，快消等主要商超品类在京东到家有优势，化妆品、母婴类主要为即时需求，京东到家以配送时效性取胜，手机品类有较强的渠道价格优势。

图表 74: 京东到家部分品类选品比价：快消品利润有优势，3C手机价格有优势，母婴/服饰配送效率优势

商品	品牌	规格	平台	单价(元)	配送费(元)	包装费(元)	配送服务	支付总价(元)	平台直接利润(元)
米面粮油	面粉	古船	5kg	京东自营	23.6	6.0	京东物流211	29.6	-2.16
				京东到家	24.6	6.5	1.2 达达30-60分钟	32.3	1.97
饮品	矿泉水	农夫山泉	2x12x550ml 14kg	京东自营	26.8	6.0	同城门店配送	26.8	-1.68
				京东到家	10.9	10	1.2 达达30-60分钟	22.1	2.03
化妆品	面霜	欧莱雅	60mlx2	京东自营	339	0	京东物流211	339	45.15
				京东到家	370	10	1.2 达达30-60分钟	372	12.80
母婴	奶粉	雅培	全安素900g	京东自营	248	0	0 京东物流211	238	43.90
				京东到家	298	1.5	0.5 达达30-60分钟	275	4.47
服饰	T恤	海澜之家	同价位	京东自营	128	0	0 4天/外区调货	128	4.80
				京东到家	138	7.5	达达30-60分钟	145.5	4.52
手机	P50 Pro	华为		京东自营	4288	0	0 同城速配	4,168	80.06
				京东到家	3999	0	0 同城速配	3,999	33.52
小家电	按摩器	SKG		京东自营	479		京东物流211	479	18.25
				京东到家	499	5.5	0 达达30-60分钟	504.5	4.02

资料来源: 京东APP，交银国际 *蓝色为京东到家有优势的项目,2022年6月

图表 75: 京东到家GMV：预计2023年增23%，2022-25年复合增长率20%，3C数码占比持续提升

百万人民币	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
京东到家GMV	25,262	43,079	63,269	78,097	93,091	108,692
同比	107%	71%	47%	23%	19%	17%
单均价值(元)	153	192	225	237	241	244
单量(百万)	165	225	282	329	387	445
年下单频次(次/用户)	4.0	3.6	3.6	3.7	4.0	4.3
GMV分布						
商超品类	88%	68%	56%	52%	50%	48%
3C数码家电品类	12%	23%	35%	38%	41%	43%
其他	0%	9%	9%	9%	9%	9%
商超品类						
GMV	21,851	28,801	35,152	40,925	46,341	51,849
同比		32%	22%	16%	13%	12%
单均价值(元)	136	143	161	170	175	178
单量(百万)	161	201	219	241	265	291
3C数码家电						
GMV		9,800	22,302	29,909	37,997	46,616
同比		223%	128%	34%	27%	23%
单均价值(元)		980	1,200	1,210	1,260	1,310
单量(百万)		10	19	25	30	36
其他						
GMV		4,478	5,815	7,263	8,752	10,226
同比		1267%	30%	25%	21%	17%
单均价值(元)		337	131	114	95	86
单量(百万)		13	44	64	92	118

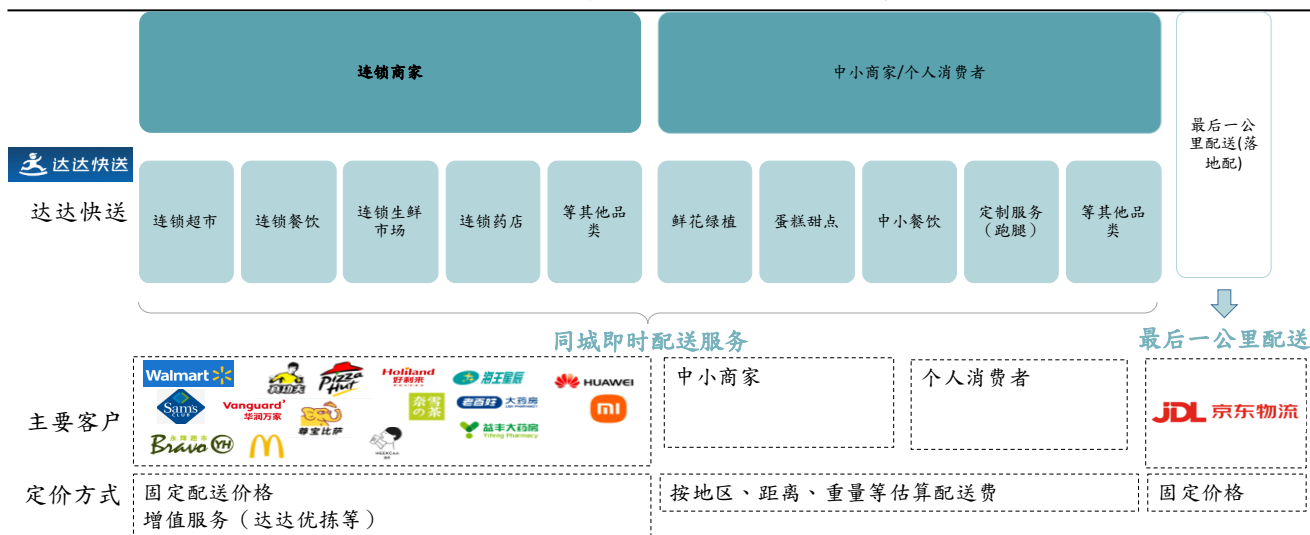
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

达达快送—第三方即时配送服务商，商户覆盖广

达达快送是业内独立第三方即时配送服务平台，采用众包运力模式，活跃骑手超过100万，同比增40%，为连锁商户、SME中小商户及个人用户提供即时配送服务。一般而言，第三方即时配送为商户线上自营业务及未使用平台配送服务的订单提供即时配送，针对连锁商户采用合约固定服务费，针对中小商户及C端用户按距离、商品重量等维度估算配送费。

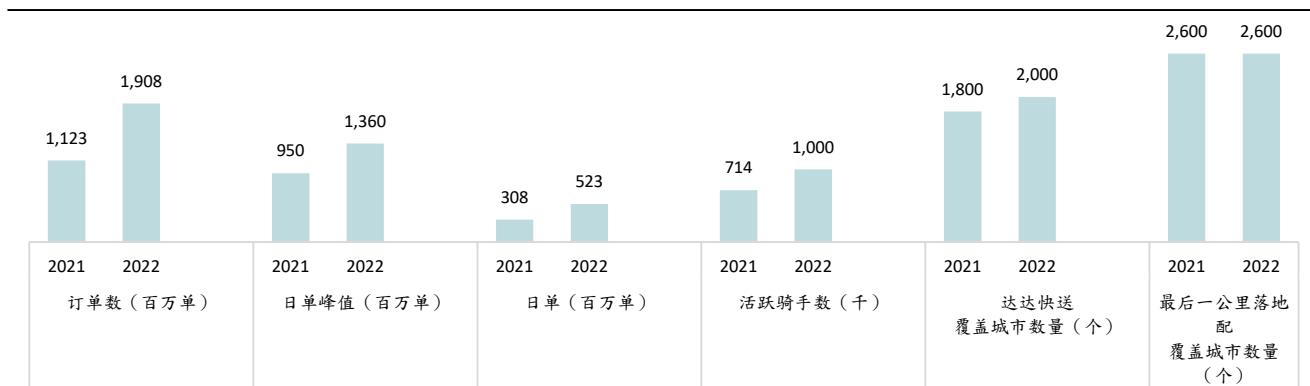
达达快送业务主要包括：1) 面向KA连锁客户提供即时配服务（收入占比78%），以及根据其需求提供拣货（达达优拣）等增值服务，主要客户为连锁超市、连锁餐饮商家、连锁生鲜及药店等大型连锁品牌；2) 面向中小商家SME及个人用户提供的即时配送服务（11%），主要服务本地中小商户即时性配送需求，配送范围以商户周边为主，以及个人用户的跑腿等定制取送服务；3) 京东物流最后一公里配送服务（9%）。

图表76: 达达建立全场景业务覆盖能力，包括餐饮外卖、同城零售及最后一公里配送



资料来源: 公司资料, 公司官网, 交银国际

图表77: 达达快送覆盖全国，活跃骑手100万，日均单量520万



资料来源: 公司资料, 交银国际

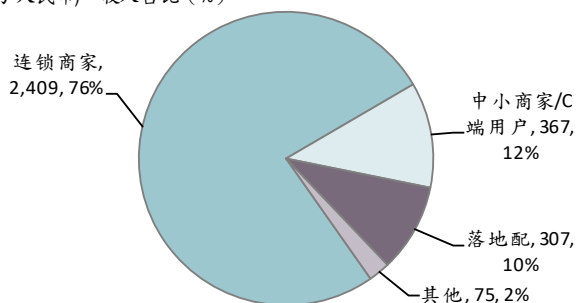
根据提供的配送服务定义不同，收入及毛利润贡献差异大。面向KA连锁商户提供的配送服务按总额法记账，因此收入占比相较其他种类更高，中小商户和个人用户以及最后一公里物流配送服务按收入净额法，收入占比略低，但盈利业务的毛利润率高，如最后一公里配送服务毛利率100%，贡献超过一半利润，中小商家及C端用户按单结算，部分订单仍亏损，但综合毛利润仍为正。

连锁KA商户收入贡献最大，单均毛利稳步提升。2022年，达达快送的连锁客户服务业务中，1) 60%以上收入来自商超配送，收入同比增50%+；2) 20%以上来自餐饮商家，收入同比增超过100%；3) 10%来自医药商家。2022年全年，我们估算连锁KA商家平均单均收入约8.6元，单均毛利0.2元，相比2021年盈亏平衡，盈利能力进一步提升。

连锁KA商户覆盖及单量是达达收入增长主要动力。受益于京东到家在商超等品类的覆盖面业内最广，可辐射周边连锁商户配送需求，提升配送效率，以及京东物流最后一公里配送服务为达达带来稳定业务量及利润，支撑公司稳定发展。未来，我们认为达达快送的发展重点将聚焦KA商户的覆盖及单商户在多个配送服务提供商之间的分配比例，规模化效应将持续拉动单均毛利提升，带来稳定利润增长。

图表 78: 达达快送业务收入分布及占比，2022年

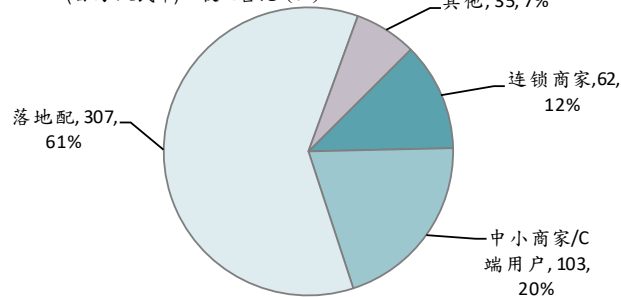
(百万人民币)，收入占比 (%)



资料来源: 公司资料，交银国际预测

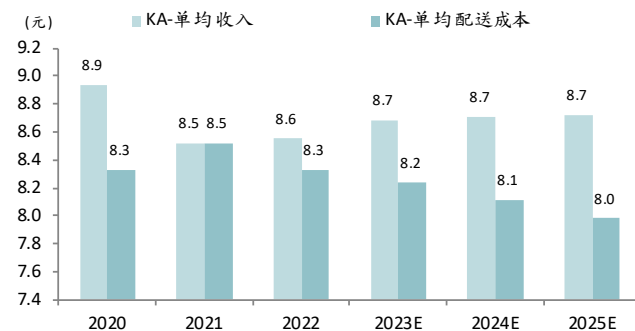
图表 79: 达达快送业务毛利润分布，2022年

(百万人民币)，收入占比 (%)



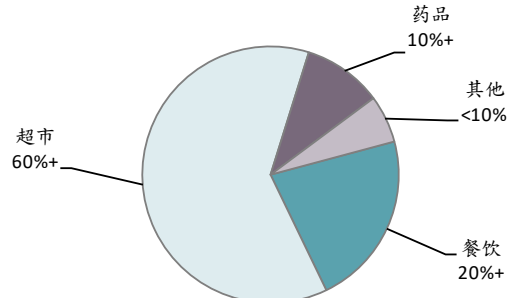
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 80: KA业务单均毛利提升持续提升运营效率



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 81: KA业务收入按品类分布，2022年



资料来源: 公司资料，交银国际预测

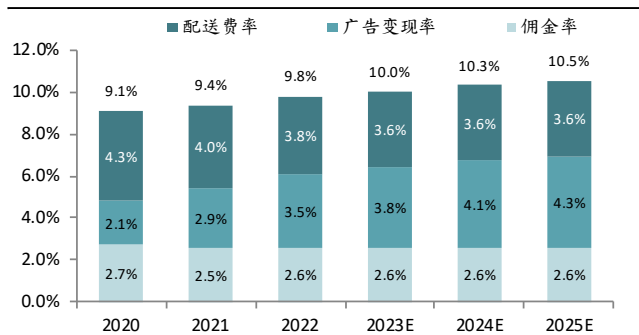
公司主要财务数据预测

京东到家：GMV稳定增长，广告收入提升变现率

④ 预计收入2022-25复合增速23%，GMV及广告营销是主要动力

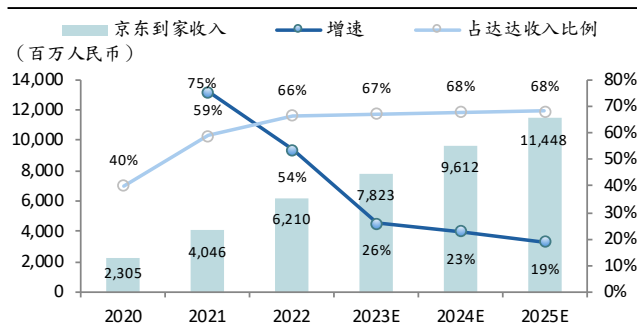
即时零售平台变现渠道主要来自佣金、广告及配送收入。我们预计2023年，京东到家收入78.2亿元，同比增26%，综合变现率达到10%，较2022年提升0.2个百分点，2022-25年收入复合增长率23%，预计GMV及单量提升拉动佣金收入及配送相关收入稳定增长（2022-25年GMV复合增长率20%），广告业务变现率的加速提升拉动收入增长快于GMV。

图表 82: 广告收入带动变现率持续提升，2023年变现率达到10%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 83: 预计2023年京东到家收入增26%，贡献率达67%

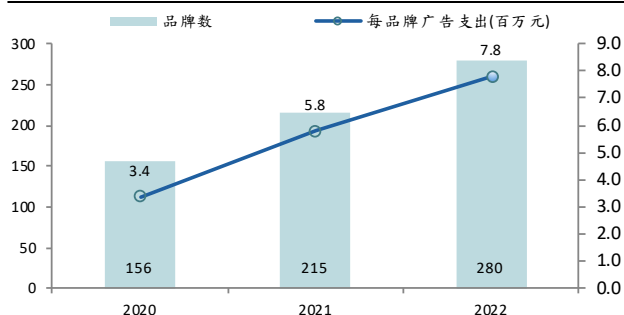


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

京东到家广告业务拉动公司变现率加速提升。收入主要来自品牌方营销活动，2022年单品牌广告支出780万元/年，与其他即时零售平台的商户竞价排名广告不同，因此变现率差异明显，2022年京东到家广告变现率3.5%，对比美团闪购约1.5%。我们预计2023年，京东到家广告变现率增至3.8%，收入增29%。

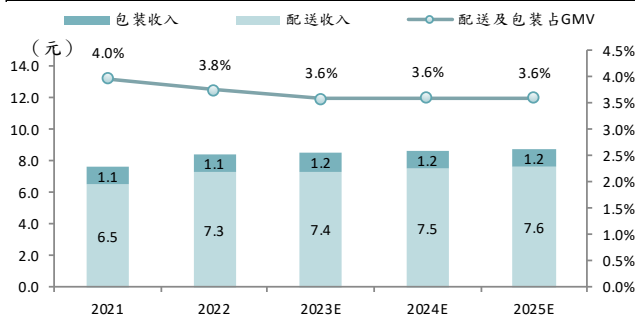
单均配送收入预计稳定略增趋势。配送及包装主要由用户支付，我们估算2023年单均收入约8.6元（包括包装费1.2元），高于美团闪购约5-6元/单，主要由于其商超品类配送距离及重量较高，以及美团的补贴冲减效应。考虑到未来品类更加多元，仍以连锁品牌为主，配送距离相比美团/饿了么商家较远，我们预计京东到家未来单均配送收入仍将高于行业平均，以GMV口径，配送/包装收入变现率约在3.6%左右。

图表 84: 单品牌在京东到家广告营销支出780万元



资料来源: 公司资料, 交银国际估算

图表 85: 单均配送收入预计稳定略增



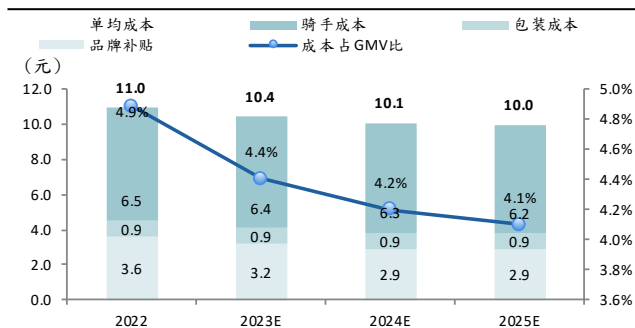
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

④ 履约成本及补贴持续优化, 驱动直接利润稳定增长

履约及运营成本: 随规模效应以及配送员供给充足, 我们预计未来三年仍有优化空间, 占GMV比例从2022年的4.9%降至2023年的4.4%, 优化约0.5个百分点, 主要在于包装相关成本及品牌方补贴成本优化, 预计到2025年履约及运营相关成本占GMV比例将降至4.1%, 仍主要受平台规模化效应拉动。

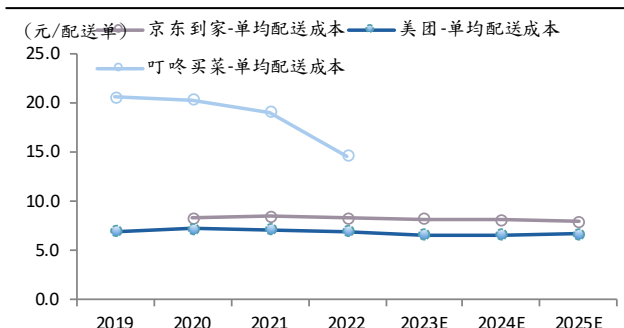
单均配送成本仍有下降空间。 我们对比其他代表平台, 美团受益于其规模效应, 单均成本业内最低, 2022年约7元/单, 前置仓生鲜平台单均配送成本较此前大幅下降, 但仍然维持高位, 京东到家业内第三大平台, 我们估计其单均配送成本高于美团, 主要由于其配送品类与美团平台差异, 但随着配送员供给充足及规模效应, 加上品类多元化, 商超类重物占比或下降, 单均配送成本应呈下降趋势。

图表 86: 单均履约成本呈下降趋势



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

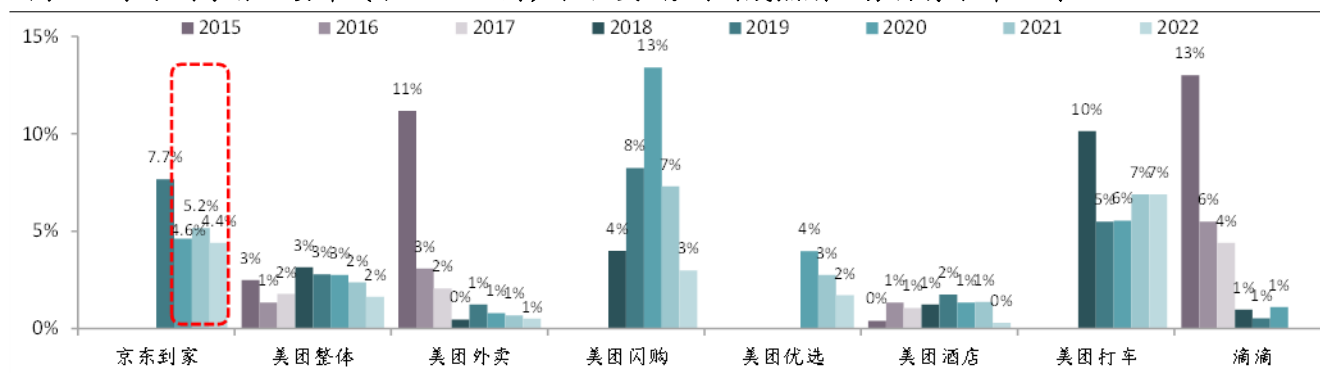
图表 87: 单均配送略高于美团但仍有下降空间



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

补贴率: 我们参考互联网平台型公司的补贴战略, 在前期布局阶段, 补贴率占GMV比例均在3-5%, 在行业相对成熟后, 用户心智形成, 可逐渐优化补贴费率, 一般而言会降至1-2%, 我们认为, 京东到家补贴率也将维持此趋势, 考虑即时零售行业竞争环境相对稳定, 我们预计补贴率将逐年下降, 2023年降约1个百分点至3.3%, 到2025年或降至2.9%。

图表88: 京东到家补贴费率（占GMV比例）相较美团/滴滴成熟期业务仍有下降空间



图表 89: 京东到家平台盈利分析：2022 年直接利润转正，预计 2024 年运营层面转正

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
佣金	688	1,095	1,645	2,031	2,420	2,826
营销	526	1,241	2,186	2,991	3,836	4,709
履约及其他	1,092	1,709	2,379	2,801	3,355	3,913
京东到家收入	2,305	4,046	6,210	7,823	9,612	11,448
同比	109%	75%	53%	26%	23%	19%
变现率(收入/GMV)	9.1%	9.4%	9.8%	10.0%	10.3%	10.5%
佣金率	2.7%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
广告变现率	2.1%	2.9%	3.5%	3.8%	4.1%	4.3%
配送/包装率	4.3%	4.0%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
履约成本	(1,522)	(2,295)	(3,092)	(3,441)	(3,908)	(4,454)
占GMV比例	-6.0%	-5.3%	-4.9%	-4.4%	-4.2%	-4.1%
补贴费用	(1,166)	(2,223)	(2,783)	(2,572)	(2,799)	(3,173)
占GMV比例	-4.6%	-5.2%	-4.4%	-3.3%	-3.0%	-2.9%
直接利润	(383)	(589)	482	1,810	2,904	3,820
直接利润率	-1.5%	-1.4%	0.8%	2.3%	3.1%	3.5%

58

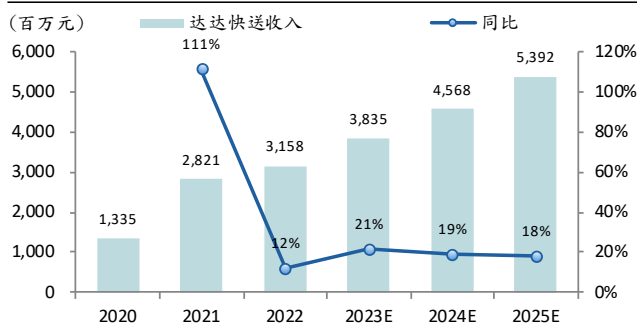
达达快送：预计收入2022-25复合增速20%，KA商户覆盖拉动单量提升

即时配送平台主要收入来源为配送费收入。预计2023年，达达快送收入38.4亿元，同比增21%，KA连锁商户收入占比77%/中小商家12%/最后一公里配送9%。

单量增长是拉动收入的核心推动力，预计2023年全年增17%，达到22.3亿单，2022-25年复合增速维持17%。由于记账法则差异，KA单量的提升对收入拉动幅度最大。

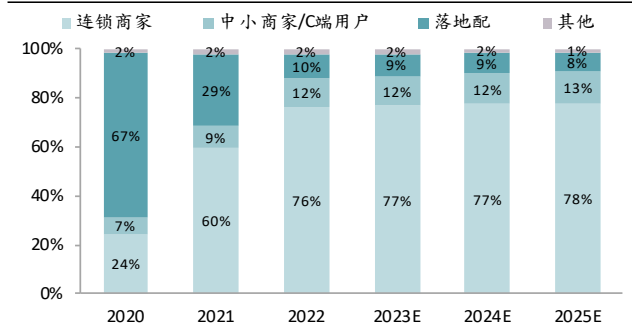
KA连锁商户单均配送费稳定，主要增长来自KA商户的覆盖及单量提升。2023年1季度，KA收入同比增20%，单均收入8.7元，同比下降1%，主要增量来自单量提升（21%同比增长）。2023年2季度，商户全面恢复运营，我们预计单量增长应比1季度快，达到25%。我们预计2022-25年KA收入复合增长率20%，单均配送收入维持稳定，拉动收入同步增长。毛利层面，KA商户的配送成本持续优化，预计2023年单均毛利润0.45元，2025年增至0.7元+。

图表 90: 预计达达快送2023年收入增21%



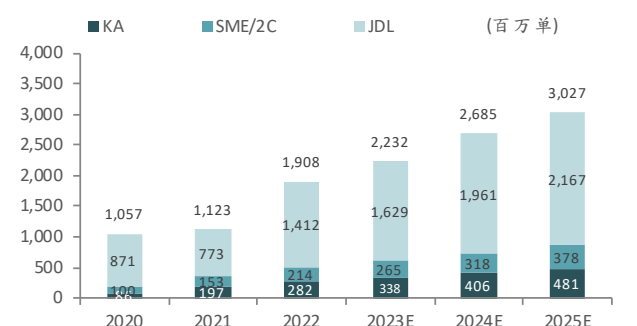
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 91: 达达快送收入拆分



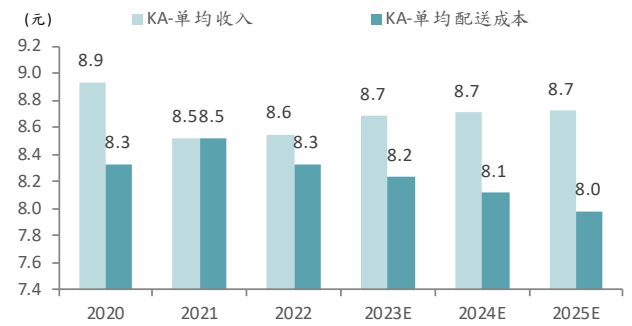
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 92: 预计2023年达达快送单量超过22.3亿，增幅17%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 93: KA业务单均配送成本持续优化，2023年单均毛利达到0.45元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 94: 达达快送收入增长估算

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	3,129	2,821	3,158	3,835	4,568	5,392
KA连锁商家	766	1,682	2,409	2,939	3,533	4,199
SME/2C中小商家/个人	206	249	367	469	569	684
最后一公里配送	2,100	822	307	354	392	433
其他	57	67	75	73	74	75
增速	57%	-10%	12%	21%	19%	18%
KA连锁商家	223%	120%	43%	22%	20%	19%
SME/2C中小商家/个人	-5%	21%	47%	28%	21%	20%
最后一公里配送	40%	-61%	-63%	15%	11%	10%
其他	36%	18%	11%	-2%	1%	1%

KA连锁商家						
单量, 百万	86	197	282	338	406	481
日单量, 百万	0.23	0.54	0.77	0.93	1.11	1.32
增速	0%	130%	43%	20%	20%	19%
单均收入	8.9	8.5	8.6	8.7	8.7	8.7
增速	0.0%	-4.6%	0.4%	1.6%	0.3%	0.1%

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

财务预测

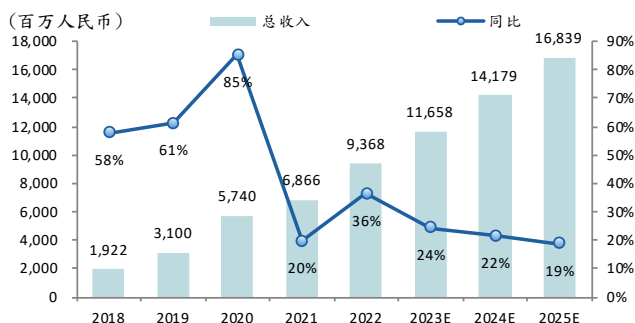
我们预计2023年达达总收入**116.6亿元**，同比增24%，其中达达快送业务增21%，京东到家增26%。2022-25年三年收入复合增速22%，达达快送20%/京东到家23%，维持稳定增长趋势。

利润层面，我们预计2023年，京东到家直接利润率持续提升，GMV口径利润率达2.3%，对应收入口径直接利润率达23%，主要受广告营销拉动收入增速快于GMV，同时受运营杠杆的持续优化及补贴率的下降提升利润率。综合达达快送毛利持续释放，我们预计2023年公司层面调整后运营利润达到盈亏平衡。

2023年2季度，受各项业务收入增长加速，以及运营成本的持续优化，我们预计调整后净利润达到盈亏平衡，全年盈利转正至2100万元。预计2024/25年利润持续优化，分别达到7.1亿元/11.6亿元，利润率为5.0%/6.9%。

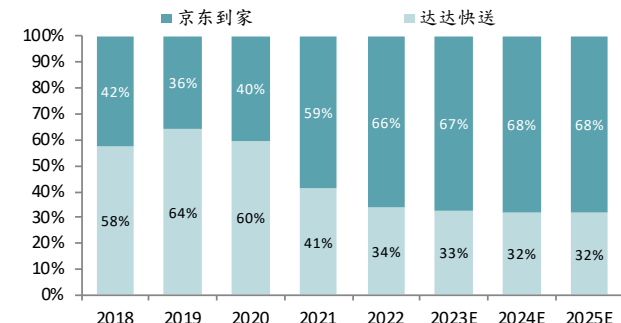
对比市场一致预期，我们预计2023年收入增速24%，低于市场预期的28%，主要考虑到今年2季度开始，消费呈温和复苏态势，慢于市场预期，因此，相对市场此前预期，我们更加保守。但我们也仍然看到公司收入逐季度恢复的趋势，预计4季度收入同比增速快于前3季。2024-2025年调整后净利润预期较市场预期低，主要考虑到公司持续提升市占所需的营销费用的下降幅度低于市场预期。若市场竞争环境良好，我们目前预期的净利润或有上调空间。

图表 95: 预计2022-25年收入复合增长率22%



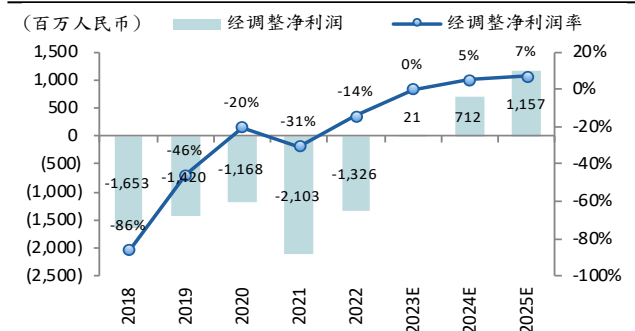
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 96: 京东到家收入占比持续提升



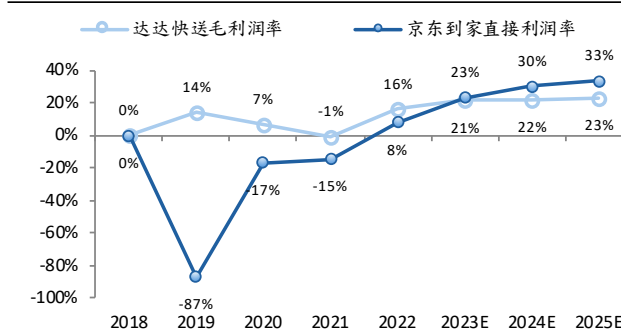
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 97: 预计2023年2季度经调整净利润达到盈亏平衡, 全年实现盈利2,100万元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 98: 京东到家直接利润持续优化, 预计2023年达达快送毛利率达21%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 99: 财务预测摘要

百万元人民币	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	5,740	6,866	9,368	11,658	14,179	16,839
<u>一致预期</u>				<u>11,802</u>	<u>14,862</u>	<u>18,218</u>
达达快递	3,435	2,821	3,158	3,835	4,568	5,392
配送服务	3,378	2,753	3,083	3,762	4,494	5,317
商品销售	57	67	75	73	74	75
京东到家	2,305	4,046	6,210	7,823	9,612	11,448
佣金及广告	1,213	2,337	3,831	5,022	6,257	7,535
履约及其他	1,092	1,709	2,374	2,801	3,355	3,913
增速						
总收入	85%	20%	36%	24%	22%	19%
达达快递	72%	-18%	12%	21%	19%	18%
京东到家	109%	75%	54%	26%	23%	19%
运营成本	(4,721)	(5,139)	(5,743)	(6,456)	(7,474)	(8,613)
推广及营销费用	(1,849)	(3,428)	(4,748)	(5,067)	(5,757)	(6,692)
管理费用	(499)	(400)	(409)	(344)	(382)	(409)
研发费用	(429)	(574)	(631)	(529)	(611)	(672)
其他运营收入及费用	(6)	96	43	(9)	(12)	(12)
运营利润/亏损	(1,764)	(2,579)	(2,120)	(747)	(57)	441
运营利润率	-31%	-38%	-23%	-6%	0%	3%
调整后运营利润	(1,222)	(2,199)	(1,433)	(64)	628	1,126
调整后运营利润率	-21%	-32%	-15%	-1%	4%	7%
税后利润	(1,710)	(2,483)	(2,013)	(662)	28	526
税费	5	12	5	3	(17)	(53)
净利润	(1,705)	(2,471)	(2,008)	(659)	11	473
净利润率	-30%	-36%	-21%	-6%	0%	3%
调整后净利润	(1,168)	(2,103)	(1,326)	21	712	1,157
调整后净利润率	-20%	-31%	-14%	0.2%	5.0%	6.9%
<u>一致预期</u>				<u>77</u>	<u>789</u>	<u>1,410</u>
调整后每股盈利 (ADS, 元)	(8.58)	(8.88)	(5.36)	0.1	2.7	4.4
<u>一致预期</u>				<u>0.2</u>	<u>2.0</u>	<u>3.7</u>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

估值

相对估值法：目标价7.2美元（潜在增幅26%），首予买入

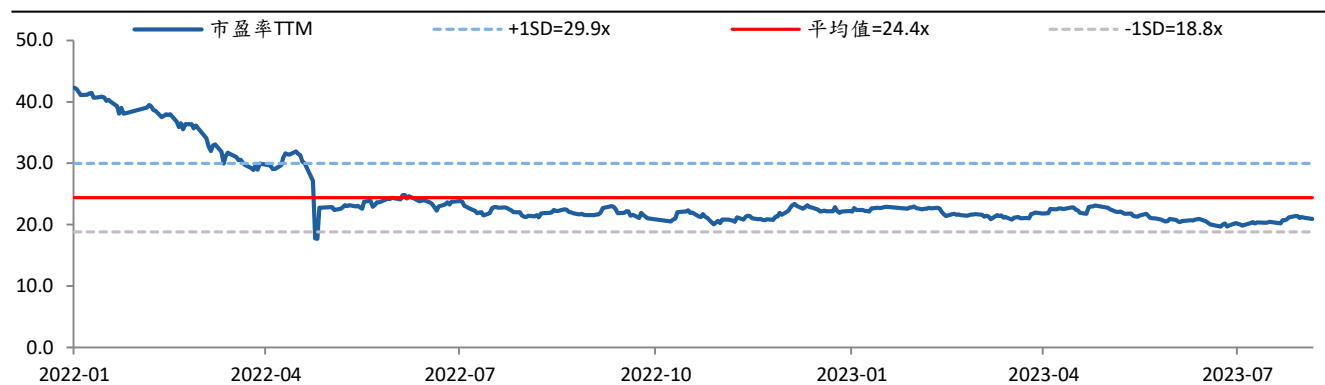
达达利用其众包配送团队为京东到家商户及达达其他商户提供配送服务，我们认为应可对标平台公司及物流行业估值。参考电商、即时零售相关公司2024年平均市盈率16.1倍，物流相关公司（剔除京东物流、顺丰同城扭亏为盈估值偏高的影响）平均市盈率为15.2倍，我们按保守原则，给予达达15倍市盈率，由于2024年利润仍未达到常态水平，按2025年净利润，折现2024年目标价为7.2美元/ADS，较现价有26%上升空间，现价对应2024年市盈率为0.9倍，在2022年以来平均市盈率1个标准差以下，估值偏低，首次覆盖给予买入评级。

图表 100: 电商/即时零售平台及物流行业2024年平均市盈率均在15-16倍区间

公司名称	代码	报告货币	收盘价 (当地货币)	市值 (百万美元)	P/E		P/S		收入		净利润		2024E YoY (%)	PEG (x)
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E		
					(x)				(当地货币，百万)					
电商/零售相关公司														
阿里巴巴	BABA US	CNY	94.2	239,958	10.4	8.8	1.7	1.5	970,156	1,055,991	149,925	179,288	6	1.5
美团	3690 HK	CNY	140.1	111,912	43.3	28.0	2.7	2.2	280,778	336,337	18,401	28,618	56	0.5
拼多多	PDD US	CNY	83.7	105,854	19.1	17.6	3.9	3.2	181,141	222,943	44,137	51,127	16	1.1
京东	JD US	CNY	38.1	60,493	13.3	11.8	0.4	0.3	1,082,499	1,165,833	31,035	35,868	16	0.8
叮咚买菜	DDL US	CNY	2.6	607	77.9	14.4	0.2	0.2	21,050	25,119	5	53	864	NA
平均					32.8	16.1	1.8	1.5						0.8
物流相关公司														
顺丰	002352 CH	CNY	48.6	32,930	27.3	21.0	0.8	0.7	290,645	380,650	8,783	11,325	29	0.7
中通	ZTO US	CNY	26.6	21,735	17.8	14.5	3.8	3.3	41,560	55,643	8,948	10,784	21	0.7
京东物流	2618 HK	CNY	12.1	10,193	44.8	22.6	0.4	0.4	167,869	188,899	1,538	3,145	104	0.2
圆通	600233 CH	CNY	15.7	7,463	12.4	10.4	0.9	0.8	60,917	78,069	4,337	5,119	18	0.6
满帮	YMM US	CNY	6.8	7,300	24.2	17.5	6.5	5.2	8,167	12,254	302	420	39	0.4
韵达	002120 CH	CNY	10.9	4,382	13.9	10.6	0.6	0.6	51,077	62,913	304	399	31	0.3
申通	002468 CH	CNY	11.4	2,418	27.8	17.3	0.4	0.4	40,115	51,477	86	136	60	0.3
达达	DADA US	CNY	5.7	1,461	NA	14.0	0.8	0.7	11,658	14,179	21	712	3,292	NA
顺丰同城	9699 HK	CNY	9.5	1,140	NA	44.5	0.6	0.5	13,227	16,234	-32	183	-668	NA
平均					24.0	19.2	1.6	1.4						0.4
常态化平均P/E*					20.6	15.2	0.7	0.6						0.5

资料来源: 彭博, 交银国际预测*常态化平均P/E: 去掉京东物流、顺丰同城扭亏高市盈率, 截至2023年8月8日

图表 101: 物流行业2022年以来平均市盈率（倍）



图表 102: 达达2022年以来平均市销率（倍）



10年DCF模型交叉验证：与相对估值法估值在同一区间

按照2024-33年10年DCF模型，我们估算达达总价22.9亿美元，对应股价7.4美元/ADS，对应2024/25年市盈率为22倍/14倍，与相对估值法估值基本在同一区间内。

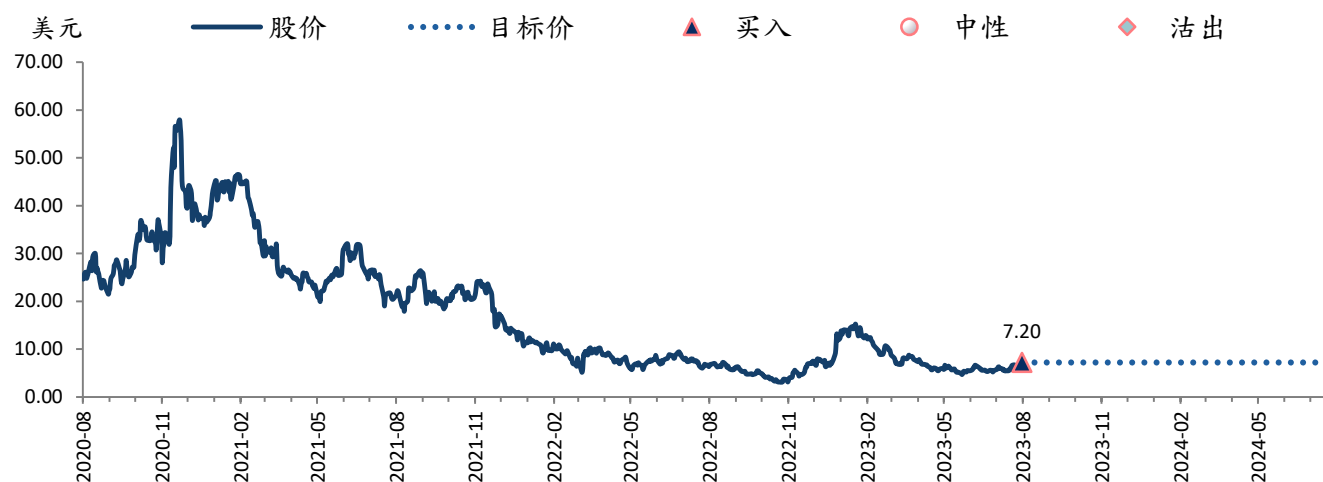
图表 103: 按10年DCF估值法交叉验证，公司目标价7.4美元，对应2024/25年市盈率分别22倍/14倍

(百万元人民币)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
自由现金流	191	487	810	1,085	1,457	1,805	1,898	2,000	2,304	2,488	2,490
折现自由现金流	191	430	633	749	890	974	905	843	859	820	725
基本假设											
无风险利率 (%)	4.0										
市场溢价 (%)	9.2										
贝塔系数	1.0										
股本成本 (%)	13.2										
债务成本 (%)	2.8										
%股本融资	99										
%债务融资	1										
加权平均资本成本 (%)	13.1										
DCF估值											
自由现金流-净现值 (百万人民币)	725										
剩余价值-净现值 (百万人民币)	6,645										
净现金 (百万人民币)	1,313										
股权价值 (百万人民币)	15,786										
股权价值 (百万美元)	2,288										
股数 (百万)	310										
每股价值 (美元)	7.4										

敏感性分析							
永续增长率							
WACC	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%
11.6%	8.3	8.4	8.5	8.7	8.8	8.9	9.0
12.1%	7.9	8.0	8.1	8.2	8.3	8.4	8.5
12.6%	7.5	7.6	7.7	7.8	7.9	7.9	8.0
13.1%	7.2	7.2	7.3	7.4	7.5	7.5	7.6
13.6%	6.8	6.9	7.0	7.0	7.1	7.2	7.2
14.1%	6.5	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8	6.9
14.6%	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	6.5	6.6

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表104: 达达集团 (DADA US) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	6,866	9,368	11,658	14,179	16,839
主营业务成本	(5,139)	(5,743)	(6,456)	(7,474)	(8,613)
毛利	1,727	3,625	5,202	6,706	8,226
销售及管理费用	(3,828)	(5,157)	(5,411)	(6,139)	(7,101)
研发费用	(574)	(631)	(529)	(611)	(672)
其他经营净收入/费用	96	43	(9)	(12)	(12)
经营利润	(2,579)	(2,120)	(747)	(57)	441
Non-GAAP标准下的经营利润	(2,199)	(1,433)	(64)	628	1,126
财务成本净额	97	100	85	85	85
其他非经营净收入/费用	(1)	7	0	0	0
税前利润	(2,483)	(2,013)	(662)	28	526
税费	12	5	3	(17)	(53)
净利润	(2,471)	(2,008)	(659)	11	473
作每股收益计算的净利润	(2,471)	(2,008)	(659)	11	473
Non-GAAP标准的净利润	(2,103)	(1,326)	21	712	1,156

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	571	1,668	979	819	989
有价证券	1,194	2,703	2,973	3,121	3,277
应收账款及票据	352	314	325	452	471
存货	6	9	4	6	7
开发中物业及土地预付款	479	607	699	780	1,010
短期应收收入	841	1,061	1,222	1,784	2,118
其他流动资产	0	0	434	434	434
总流动资产	3,443	6,360	6,636	7,395	8,306
物业、厂房及设备	38	17	23	27	28
无形资产	1,290	2,623	2,094	1,665	1,436
其他长期资产	510	46	46	46	46
总长期资产	1,837	2,686	2,162	1,738	1,510
总资产	5,281	9,046	8,799	9,133	9,816
短期贷款	100	100	100	100	100
应付账款	663	951	979	1,277	1,323
其他短期负债	656	956	896	738	518
总流动负债	1,419	2,008	1,975	2,115	1,941
其他长期负债	73	39	39	39	39
总长期负债	73	39	39	39	39
总负债	1,492	2,046	2,013	2,154	1,979
股本	15,715	20,600	20,300	20,200	20,100
储备及其他资本项目	(11,926)	(13,601)	(13,515)	(13,221)	(12,263)
股东权益	3,789	7,000	6,786	6,979	7,837
总权益	3,789	7,000	6,786	6,979	7,837

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(2,471)	(2,008)	(659)	11	473
折旧及摊销	16	32	30	29	556
营运资本变动	(547)	391	(294)	(630)	(759)
其他经营活动现金流	345	640	672	678	156
经营活动现金流	(2,658)	(945)	(251)	88	426
资本开支	(17)	(4)	0	0	0
投资活动	(432)	(976)	(270)	(149)	(156)
其他投资活动现金流	(238)	(47)	0	0	0
投资活动现金流	(687)	(1,026)	(270)	(149)	(156)
负债净变动	(500)	0	0	0	0
权益净变动	(1,055)	3,055	(168)	(100)	(100)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(1,555)	3,055	(168)	(100)	(100)
汇率收益/损失	(51)	14	0	0	0
年初现金	5,521	571	1,668	979	819
年末现金	571	1,668	979	819	989

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(2.599)	(1.978)	(2.125)	0.043	1.814
全面摊薄每股收益	(2.599)	(1.978)	(2.125)	0.043	1.814
Non-GAAP标准下的每股收益	(2.212)	(1.306)	0.068	2.731	4.438
每股账面值	3.985	6.894	21.864	26.784	30.074
利润率分析 (%)					
毛利率	25.2	38.7	44.6	47.3	48.9
EBITDA利润率	(37.3)	(22.3)	(6.2)	(0.2)	5.9
EBIT利润率	(37.6)	(22.6)	(6.4)	(0.4)	2.6
净利率	(36.0)	(21.4)	(5.7)	0.1	2.8
利润率分析 (%) - Non-GAAP标准					
毛利率	25.2	38.7	44.6	47.3	48.9
EBITDA利润率	(31.8)	(15.0)	(0.3)	4.6	10.0
经营利润率	(32.0)	(15.3)	(0.5)	4.4	6.7
净利率	(30.6)	(14.2)	0.2	5.0	6.9
盈利能力 (%)					
ROA	(28.4)	(18.5)	0.2	7.9	12.2
ROE	(38.9)	(24.6)	0.3	10.3	15.6
ROIC	(44.6)	(38.5)	(10.6)	(0.3)	5.3
其他					
利息覆盖率	185.6	(75.1)	85.8	3.3	(119.4)
流动比率	2.4	3.2	3.4	3.5	4.3
应收账款周转天数	20.1	13.0	10.0	10.0	10.0

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 140.10	港元 220.00	+57.0%

2023年8月11日

美团 (3690 HK)

即时零售行业领先平台，业绩稳健，估值吸引

- 美团通过美团外卖、美团闪购、美团买菜及美团跑腿业务全面布局即时零售行业，在餐饮外卖、非餐配送等业务均做到行业领先地位。我们估算，公司在餐饮外卖市占率稳定在约2/3，非餐配送市占率约40%，在生鲜前置仓行业规模同样处于领先地位，2022年销售规模翻倍，增速远快于叮咚买菜（图表4）。跑腿业务主要服务用户帮买帮送的即时需求。
- 闪购业务满足用户多样化即时配送需求，与餐饮配送时段形成互补。餐饮外卖美团通过此前团购及点评业务对餐饮商户的积累，以及对即时配送体系的搭建，平台运营能力不断提升，规模化效应显著，单均盈利先于公司2025年目标，提前于2022年达到1元/单（人民币，下同）。在餐饮高频需求的基础上，美团不断拓展非餐品类，如药品、鲜花蛋糕、生鲜等，通过对非餐时段配送资源的利用，持续提升配送效率，优化配送成本。医药品类在美团闪购非餐品类中单量占比最大，其次为商超，合计单量比例约为60%，对比京东到家约80%（商超+医药），美团闪购品类相对均衡。
- 美团受益于规模效应，单均配送成本最低。2022年，美团平台骑手624万，日均活跃骑手100万，估算2023年单均配送成本降至6.6元/单（京东到家8.2元/单）。对比其他平台，美团的优势在于其即时配送网络密度大，单量的规模化效应显著，商圈配送以近距离、重量轻、包装容易等标准化服务为主，有利于降低配送成本。我们按美团远距离配送单量占比约20%，按行业平均单均配送成本8.5元/单，估算其余周边配送单均配送成本约在3.5元（3-5公里以内配送距离）。
- 美团商流、物流、人流均领先行业，在行业市场规模仍有较大提升空间时，最先受益，我们预计长期餐饮外卖市场规模或达到2万亿元，美团市占率65%，GMV将达到1.3万亿元，非餐零售市场规模预计长期可达1万亿元，美团系市占率40%+，GMV规模也将超4,000亿元，较2023年仍有30%+100%的增长空间。我们认为美团业绩稳健，盈利能力持续释放，现价对应2023/24年核心业务24倍/20倍市盈率，对应核心利润增长24%/22%，PEG 0.9倍，估值有提升空间，维持买入评级，按10年DCF及SOTP，维持目标价220港元，对应2024/2025年市盈率为40倍/28倍。
- 投资风险：竞争加剧，到店业务利润恢复不及预期（2025年35%）。

财务数据一览

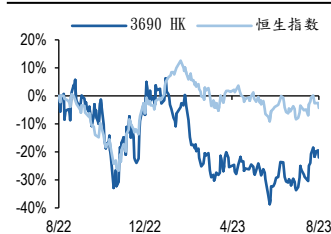
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	179,128	219,955	280,778	336,337	386,432
同比增长(%)	56.0	22.8	27.7	19.8	14.9
净利润(百万人民币)	(15,571)	2,827	18,401	28,618	37,968
每股盈利(人民币)	(2.58)	0.45	2.96	4.57	6.03
同比增长(%)	-595.2	-117.6	551.6	54.5	31.9
市盈率(倍)	NA	284.7	43.7	28.3	21.5
每股账面净值(人民币)	46.12	47.27	48.57	49.23	54.22
市账率(倍)	2.80	2.74	2.66	2.63	2.39

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	190.80
52周低位(港元)	110.20
市值(百万港元)	789,824.96
日均成交量(百万)	20.11
年初至今变化(%)	(19.81)
200天平均价(港元)	135.72

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

更多免费行业报告

并购家

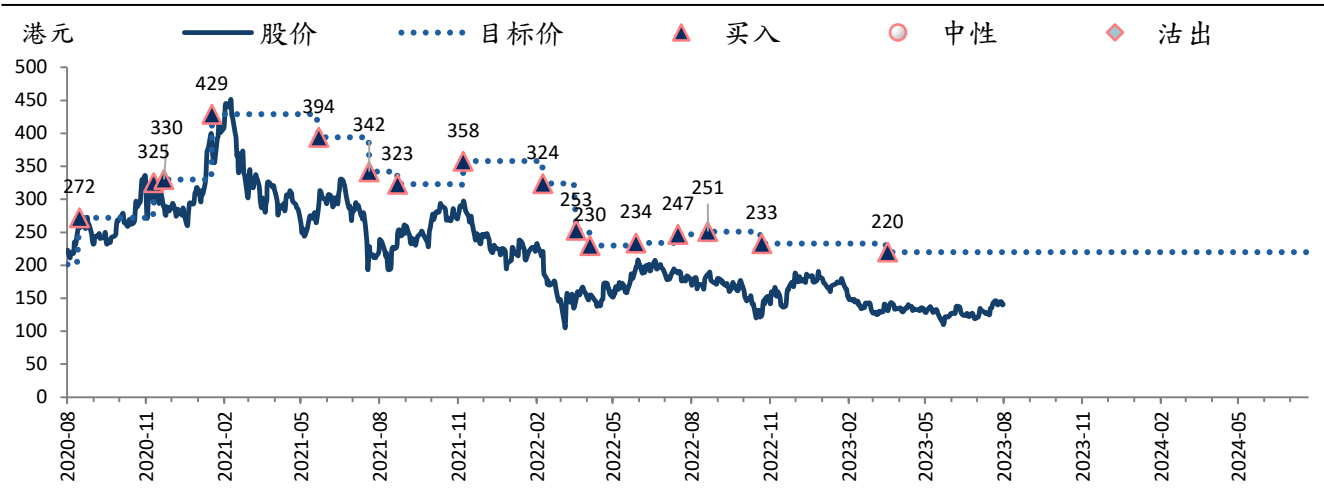
www.ipopo.cn

图表 105: 闪购业务估算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	管理层中期目标
GTV, 十亿人民币	43	86	141	189	234	279	452
同比			63%	34%	24%	19%	
客单价	75	76	78	78	82	81	100
订单量, 百万	576	1,131	1,791	2,403	2,862	3,436	4,517
日单量, 百万	1.58	3.10	4.91	6.58	7.84	9.41	12.4
占外卖业务总单量	5%	7%	10%	11%	11%	12%	
闪购月交易用户, 百万	58	96	115	141	155	166	209
餐饮外卖月交易用户, 百万	152	201	217	257	281	302	380
渗透率	38%	48%	53%	55%	55%	55%	55%
闪购用户月下单频次	0.8	1.0	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
餐饮外卖用户月下单频次	5.6	5.9	6.1	6.4	6.7	6.9	7.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表106: 美团目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	179,128	219,955	280,778	336,337	386,432
主营业务成本	(136,654)	(158,202)	(178,895)	(205,326)	(229,278)
毛利	42,474	61,753	101,883	131,011	157,154
销售及管理费用	(49,296)	(49,517)	(71,047)	(84,802)	(97,794)
研发费用	(16,676)	(20,740)	(23,283)	(28,415)	(30,397)
其他经营净收入/费用	370	2,683	(159)	(1,841)	(1,808)
经营利润	(23,127)	(5,820)	7,394	15,954	27,155
Non-GAAP标准下的经营利润	(17,436)	1,123	17,401	29,619	42,607
财务成本净额	(585)	(971)	(1,069)	(800)	(1,200)
其他非经营净收入/费用	146	36	(1,250)	(1,100)	(1,600)
税前利润	(23,566)	(6,756)	5,075	14,054	24,355
税费	30	70	(350)	(2,811)	(4,871)
净利润	(23,536)	(6,685)	4,725	11,243	19,484
作每股收益计算的净利润	(23,536)	(6,685)	4,725	11,243	19,484
Non-GAAP标准的净利润	(15,571)	2,827	18,401	28,618	37,968

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	32,513	20,159	31,580	47,713	49,564
存货	682	1,163	1,833	1,006	1,246
开发中物业及土地预付款	15,282	13,292	17,721	14,486	17,003
短期应收收入	1,793	2,053	2,255	2,905	1,965
其他流动资产	97,559	106,479	101,885	97,521	93,375
总流动资产	147,829	143,145	155,275	163,631	163,154
物业、厂房及设备	22,814	22,201	21,500	23,142	44,211
无形资产	31,049	30,643	30,040	29,690	29,320
合资企业/联营公司投资	28,169	31,655	32,138	32,628	34,507
其他长期资产	10,793	16,836	17,680	18,633	18,797
总长期资产	92,825	101,336	101,358	104,094	126,835
总资产	240,653	244,481	256,632	267,725	289,989
短期贷款	11,565	17,562	18,440	20,100	20,100
应付账款	49,688	51,548	55,198	60,109	66,954
其他短期负债	7,339	7,320	11,142	13,494	14,957
总流动负债	68,593	76,430	84,780	93,703	102,011
长期贷款	12,220	1,549	1,549	1,549	1,549
其他长期负债	34,284	37,796	38,017	38,369	38,757
总长期负债	46,504	39,345	39,566	39,918	40,306
总负债	115,097	115,775	124,346	133,621	142,317
股本	311,222	316,744	315,395	305,806	299,711
储备及其他资本项目	(185,608)	(187,982)	(183,109)	(171,702)	(152,039)
股东权益	125,613	128,762	132,287	134,104	147,672
非控股权益	(57)	(56)	0	0	0
总权益	125,557	128,706	132,287	134,104	147,672

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(23,566)	(6,756)	5,075	14,054	24,355
合资企业/联营公司收入调整	2,592	7,914	6,491	8,073	9,187
折旧及摊销	8,928	9,730	8,965	9,221	10,446
营运资本变动	7,209	(813)	1,870	10,376	6,191
利息调整	1,081	1,583	1,853	1,600	2,000
税费	(255)	(247)	(350)	(2,811)	(4,871)
经营活动现金流	(4,011)	11,411	23,904	40,513	47,309
资本开支	(9,010)	(5,731)	(11,656)	(19,517)	(36,811)
其他投资活动现金流	(49,481)	(8,982)	(4,292)	(4,054)	(5,225)
投资活动现金流	(58,492)	(14,714)	(15,947)	(23,571)	(42,035)
负债净变动	15,148	(8,021)	3,698	(818)	(3,660)
权益净变动	275	170	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	63,175	(2,139)	0	0	0
融资活动现金流	78,598	(9,990)	3,698	(818)	(3,660)
汇率收益/损失	(675)	938	(234)	10	238
年初现金	17,094	32,513	20,159	31,580	47,713
年末现金	32,513	20,159	31,580	47,713	49,564

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(8.641)	(2.454)	1.735	4.128	7.153
全面摊薄每股收益	(2.584)	0.454	2.959	4.571	6.027
Non-GAAP标准下的每股收益	(2.584)	0.454	2.959	4.571	6.027
每股账面值	46.117	47.273	48.567	49.234	54.216
利润率分析(%)					
毛利率	23.7	28.1	36.3	39.0	40.7
净利率	(13.1)	(3.0)	1.7	3.3	5.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
EBITDA利润率	(5.4)	4.4	8.8	10.3	12.1
经营利润率	(9.7)	0.5	6.2	8.8	11.0
净利率	(8.7)	1.3	6.6	8.5	9.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.2	1.9	1.8	1.7	1.6

交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈10樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
周玛利	(852) 3768 2809	Mary.Zhou
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu