

2019年3月10日

互联网与传媒



要想富先修路：即时配送网络的基础设施效应

——电商行业专题之一

行业动态

◆物流是电商行业演进的基石

通过观察历史我们可以发现，京东/阿里/拼多多的成长都与物流基础设施有着紧密的联系。京东在快递行业尚不成熟的时期自建物流体系，通过优质的用户体验获得竞争优势；阿里巴巴与“三通一达”等快递公司相互成就，形成了今天高效率的阿里电商生态；拼多多则在2016年开始享受了快递网络在三四线城市下沉红利，成为了电商行业的新巨头。

◆外卖兴起促使即时配送网络加速完善

外卖餐饮是促使即时配送网络加速完善最重要的催化剂。2015年以前中国即时配送订单量年化同比增速仅在20%左右；然而随着美团/饿了么在2014-2015年开始完成大额融资，利用补贴等方式培养用户外卖消费习惯，即时配送行业规模扩张开始大幅提速。

在配送成本方面，我们认为即时配送成本与即时性线上需求将呈现类似“快递物流”与“传统电商”的螺旋式演进关系：单位配送成本下降将激活即时线上消费需求，而即时线上消费规模的扩张又能反向增加订单密度，摊薄即时配送单位成本。

◆即时配送网络已成为电商巨头的新零售基础设施

即时配送行业在过去几年经历了多重并购整合，并在2018年终于形成了三足鼎立的行业格局，阿里、京东、美团三家即时配送平台订单量市场份额分别占36.6%/25.1%/23.5%，总计占即时配送行业85.2%。

即时配送网络使各大电商平台获得了最高频的生鲜/餐饮/快消品等品类的履约服务能力。在互联网行业“高频打低频”规律下，即时配送网络最大的意义不仅在于对生鲜/餐饮/快消品消费实现线上化，更有可能基于其高频的特点，驱动电商平台整体用户活跃度的进一步提升；而这一点在目前互联网流量红利进入尾声、电商巨头开始对存量用户进行争夺的大背景下，使得即时配送网络获得了更重要的战略价值。

◆投资建议：重点关注已建成全国性即时配送网络的电商巨头

即时配送网络的门槛较高，需要在订单规模/系统对接/算法规划等方面具备深度积累。我们认为目前已经建成全国性即时配送网络的公司将最大程度受益于此轮物流创新引领的电商渗透率提升。外卖行业的蓬勃发展促使美团与阿里巴巴（饿了么/口碑）分别建起了完善的即时配送网络体系，“专送+众包”结合形成了完整的峰谷调配能力；京东通过并购一号店及达达配送同样形成了较为完善的即时配送网络。建议重点关注美团（未评级），维持阿里巴巴“买入”评级，维持京东“增持”评级。

◆风险分析：

众包配送政策收紧；大城市外来人口管理政策收紧；人力成本持续上升。

电商行业：增持（维持）

分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)
021-52523691
fanjiali@ebcn.com

陆达 (执业证书编号：S0930518120004)
021-52523798
luda@ebcn.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebcn.com

相关研报

电商二十岁：成年人的世界没有容易的事——电商行业首次覆盖报告……2019-01-22

享受下沉红利的新一代电商平台——拼多多（PDD.O）投资价值分析报告……2018-10-31

无惧宏观消费下行风险，关键指标全线超预期——拼多多（PDD.O）3Q18业绩点评……2018-11-21

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
BABA.N	阿里巴巴	184.17	3.69	3.24	4.72	49.9	56.8	39.0	买入
JD.O	京东	29.03	0.29	0.19	0.70	100	152	41.5	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年3月7日

投资聚焦

研究背景

我们在《电商二十岁：成年人的世界没有容易的事》中曾经提到，电商渗透率继续提升的关键在于食品及快消品领域消费需求的线上化。

由于食品（生鲜/餐饮等）及快消品消费以即时性需求为主，因此传统快递物流配送体系无法以低成本满足此类即时性的履约需求。

然而站在 2019 年初的时点，我们认为随着外卖需求增长所建立起来的全国性即时物流配送体系已经成为了新零售的基础设施，随着即时配送单均成本的不断下降，“店仓一体”“前置仓”等新零售模式将驱动生鲜、餐饮、快消品等品类的线上化率加速提升。

我们的创新之处

1/ 快递物流与传统电商在历史上出现了相互促进的螺旋式演进态势。传统电商订单量的增长摊薄了快递物流单位成本，而快递成本下降与体验的改善也反过来促进了传统电商需求的进一步扩张。

我们认为即时配送行业也将出现类似的螺旋式演进：即时配送单位成本下降将激活即时线上消费需求，而即时线上消费规模的扩张又能反向增加订单密度，摊薄即时配送单位成本。

2/ 我们提出即时配送网络的门槛较高，需要在订单规模、系统对接、算法规划等方面具备深度积累。目前行业内只有美团/阿里巴巴/京东等少数公司具备全国性即时配送网络，在未来将占据竞争优势。

3/ 即时配送网络使各大电商平台获得了最高频的生鲜/餐饮/快消品等品类的履约服务能力。在互联网行业始终成立的“高频打低频”规律下，即时配送网络最大的意义不仅在于对生鲜/餐饮/快消品消费实现线上化，更有可能基于其高频的特点，驱动电商平台整体用户活跃度的进一步提升；而这一点在目前互联网流量红利进入尾声、电商巨头开始对存量用户进行争夺的大背景下，使得即时配送网络获得了更重要的战略价值。

投资观点

即时配送网络的门槛较高，需要在订单规模/系统对接/算法规划等方面具备深度积累。我们认为目前已经建成全国性即时配送网络的公司将最大程度受益于此轮物流创新引领的电商渗透率提升。建议重点关注美团（未评级），维持阿里巴巴“买入”评级，维持京东“增持”评级。

美团点评（3690.HK）：外卖行业的兴起促使公司建立并完善了全国性即时配送网络。以配送能力为基础，公司发展出了美团闪购、美团买菜等新零售业务，并与万宁、罗森、全家、名创优品等零售商合作，加强后端商品供应能力。建议重点关注。

阿里巴巴（BABA.N）：公司通过收购融合了蜂鸟配送（饿了么）与点我达的配送团队，形成了较为完整的即时配送网络。同时阿里体系内盒马鲜生、天猫超市、淘鲜达等生鲜/超市业务与即时配送网络均具有较强的协同效应；随着阿里体系内新零售各个业务线的不断扩张，骑手订单密度也将继续提升，即时配送在新零售体系内的基础设施效应将愈发凸显。维持“买入”评级。

京东（JD.O）：公司通过收购达达配送并与京东到家融合，实现了即时配送能力的进一步升级；同时公司与沃尔玛/永辉超市等零售伙伴实现战略合作，在快消及日用品品类形成了较强的竞争优势，随着新零售业务的进一步深入，公司将与腾讯体系内其他零售行业伙伴形成更强的协同效应。维持“增持”评级。

表 1：各公司即时配送业务布局

	即时配送订单量占比 (%)	配送团队	外卖订单	超市订单
美团点评	23.5%	美团配送	美团外卖	万宁、名创优品、罗森、全家等
阿里巴巴	36.6%	蜂鸟+点我达	饿了么	盒马、天猫超市、淘鲜达
京东	25.1%	新达达+京东到家	NA	永辉超市、沃尔玛

资料来源：比达咨询、各公司公告、光大证券研究所

表 2：行业重点公司盈利预测与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (美元)	EPS (美元)			PE (X)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
BABA.N	阿里巴巴	184.17	3.69	3.24	4.72	49.9	56.8	39.0	买入	维持
JD.O	京东	29.03	0.29	0.19	0.70	100	152	41.5	增持	维持
3690.HK	美团点评	59.60	-12.4	-14.7	-1.08	NA	NA	NA	未评级	未评级

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 7 日；

注：美团点评股价及 EPS 货币单位为港币；美团 EPS 为 Wind 一致预期。

目 录

1、 物流是电商行业演进的基石	5
1.1、 看历史：电商巨头的物流史	5
1.2、 看海外：国际巨头在东南亚大力投资物流设施	8
2、 即时配送成为电商巨头的新零售基础设施	9
2.1、 普通快递难以满足即时性线上需求	9
2.2、 外卖兴起促使即时配送网络加速完善	11
2.3、 即时配送已成为电商巨头的新零售基础设施	13
3、 投资建议	15
4、 风险分析	16

1、物流是电商行业演进的基石

我们在电商行业首次覆盖报告《电商二十岁：成年人的时间没有容易的事》中曾经提到，物流和支付是电商行业演进的两块基石。正如 Jeff Bezos 在致股东的信中写到的一样：“One thing I love about customers is that they are divinely discontent. Their expectations are never static – they go up. It's human nature.” 物流履约服务作为电商消费体验的核心之一，其技术进步对电商行业的发展空间与格局将产生极为深远的影响。

1.1、看历史：电商巨头的物流史

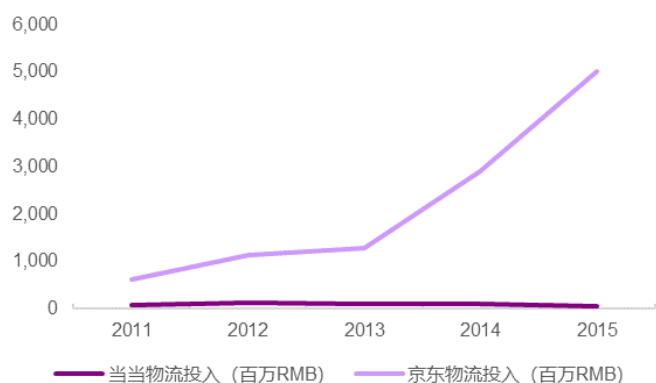
通过观察历史我们可以发现，京东/阿里/拼多多的成长都与物流基础设施有着紧密的联系。京东在快递行业尚不成熟的时期自建物流体系，通过优质的用户体验获得竞争优势；而阿里巴巴与“三通一达”等快递公司相互成就，形成了今天高效率的阿里电商生态；拼多多则在 2016 年开始享受了快递网络在三四线城市下沉红利，成为了电商行业的新巨头。

1.1.1 京东：自建物流，完胜当当

2006 年以前，京东与当当在 B2C 电商领域竞争激烈，难分伯仲。2007 年京东开始投资物流基础设施，当年便建成北上广三大物流体系。2009-10 年物流设施正式发挥效果后，京东在购物体验方面已经占据了显著的优势，用户体验直接反映到留存率与复购率，随之而来的就是用户规模与 GMV 的差距。

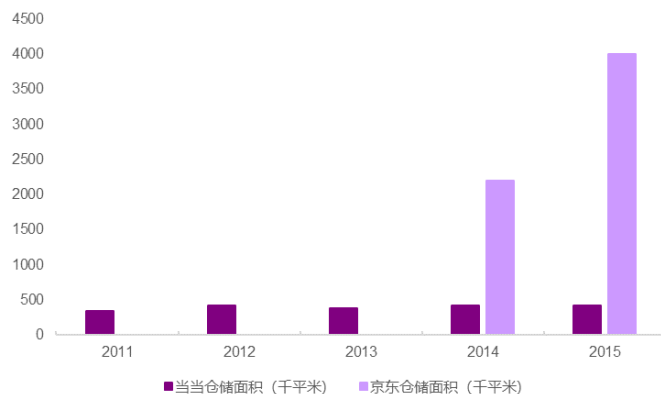
根据 CNNIC 发布的“中国网络购物市场研究报告”，当当网在 2009 年时网购用户渗透率为 10.4%，超过京东 6.9pct。但这一状况在京东物流体系成型后的 2012 年发生了逆转，京东商城的网购用户渗透率达到 29.9%，而当当仅缓慢增长至 16.9%。从营收角度看这一差距更为明显，2008 年当当营收规模 7.66 亿元，约为京东的一半，到 2012 年时，京东与当当的营收规模已经拉开到了数量级的差距。至此，京东凭借扎实的物流投入，以用户体验优势一举超越当当。

图 1：京东与当当物流基础设施投入对比



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

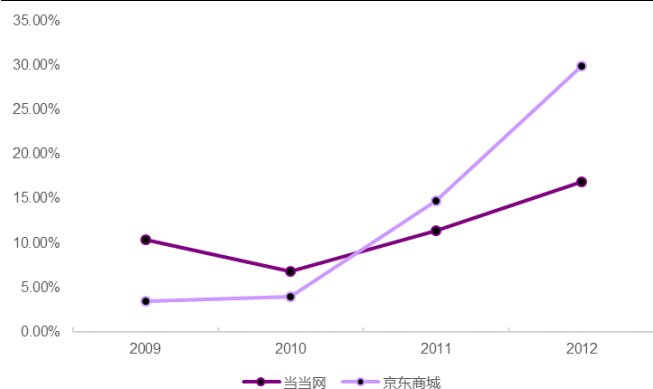
图 2：京东与当当仓储面积对比



资料来源：各公司公告、光大证券研究所

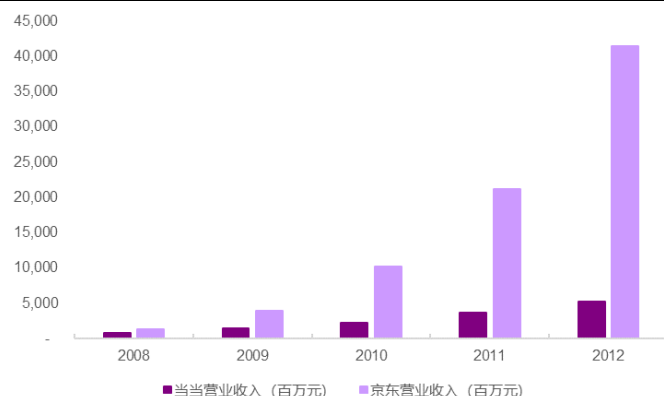
2019-03-10 互联网与传媒

图 3：京东用户渗透率在 2011 年超过当当 (%)



资料来源：CNNIC、光大证券研究所

图 4：京东营收在 09 年后迅速超越当当



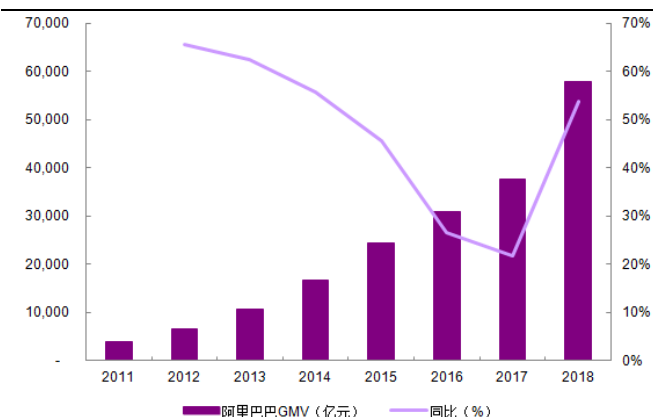
资料来源：各公司公告、亿欧网、光大证券研究所

1.1.2 阿里：携手“三通一达”共同成长

可以说，如果没有 C2C 电商行业的飞速发展就不可能有桐庐系三通一达快递行业规模的快速提升；但反过来说，如果没有三通一达建立的快递基础设施体系，C2C 电商消费的体验仍将远远落后于京东、唯品会等自建物流的 B2C 平台。

通过淘宝及阿里系电商件的规模优势，三通一达的快递成本呈现快速降低态势，2007 年全国快递平均单价 28.5 元/件，截至 2018 年底平均单价降至 11.90 元/件。快递费用的趋势性下降又反过来促进了电商消费的继续成长。

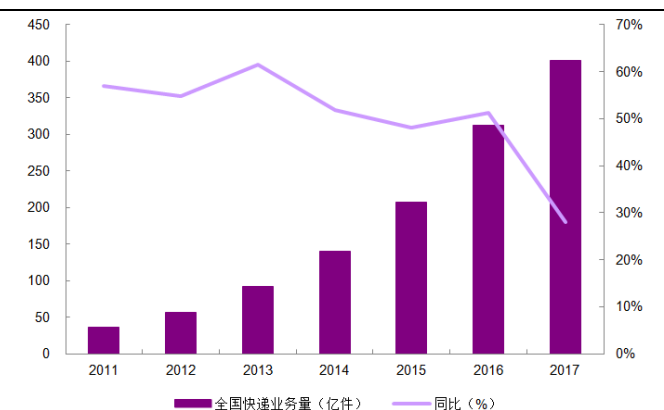
图 5：阿里巴巴历史 GMV 高速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

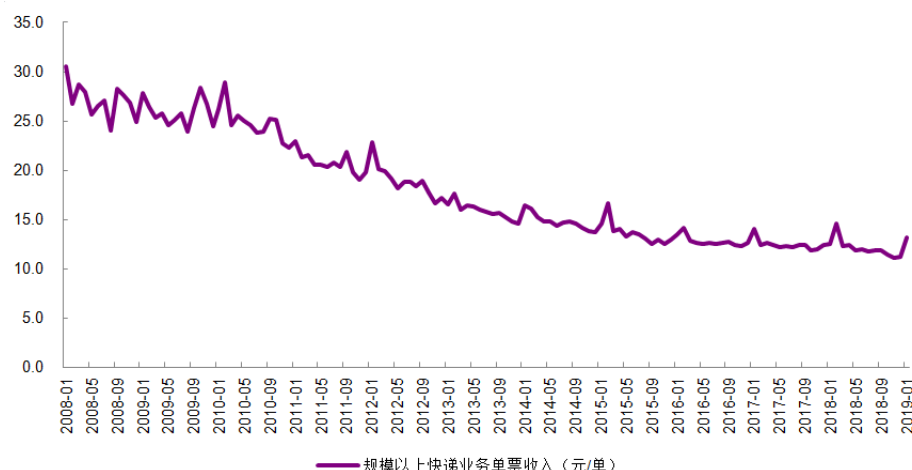
注：阿里巴巴 GMV 数据已折算成日历年计算

图 6：快递行业历史单量高速增长



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 7：全国快递业务平均单价快速下降（2008 年 1 月-2019 年 1 月）



资料来源：Wind、光大证券研究所

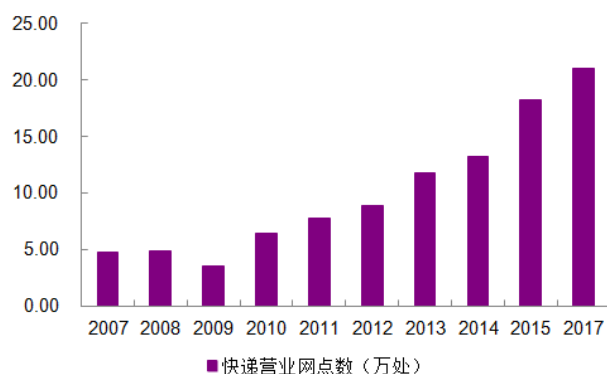
1.1.3 拼多多：受益于快递网络下沉红利

拼多多在 2016 年的崛起则充分享受了快递网络的下沉红利。

我国快递业务基础设施的普及在过去几年取得了长足的进步。国内快递营业网点数量持续增长，截止 2017 年快递网点总量已超过 20 万处，2012-2017 年每年增长超过 20%，快递网点密度及覆盖率得到了持续提升；根据邮政局信息，截至 2018 年 9 月，全国快递网点乡镇覆盖率已经超过 90%，建制村直接通邮率达到 97%。与此同时，低线城市快递时效也正在持续改善。根据交通运输部与菜鸟网络共同发布的数据，在 2014-2016 年，中部及西部快递时效分别提升 14% 与 16%，远高于东部地区时效改善幅度。

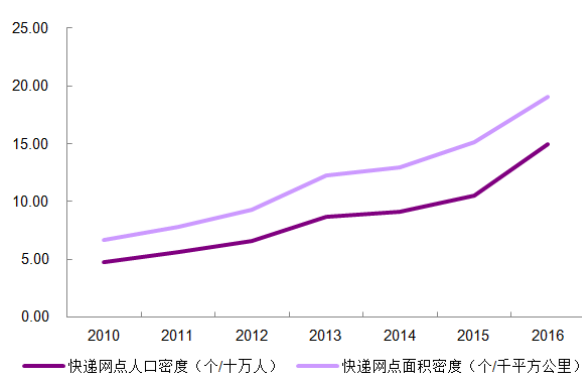
全覆盖且日益高效的低线城市物流快递网点体系打破了电商下沉至低线村镇的最后一个障碍。

图 8：国内快递营业网点数量持续增长



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 9：国内快递网点密度持续提升



资料来源：WIND、光大证券研究所

1.2、看海外：国际巨头在东南亚大力投资物流设施

我们将视角转向海外，可以发现目前阶段东南亚又成了电商巨头争夺的主要战场。根据谷歌和淡马锡投资最新研究预测，东南亚电商销售额将在2025年增长至880亿美元，电商渗透率将达到6%；从发展阶段来看，目前东南亚地区电商仍处于早期阶段，因此各大电商巨头都投入大量资源对物流基础设施进行建设。

亚马逊与阿里巴巴是东南亚电商市场上最主要的竞争对手。

亚马逊在东南亚地区的物流布局主要以自建为主。2016年开始亚马逊建立物流子公司ATS (Amazon Transportation Service)，并在之后的两年时间内不断加码；同时亚马逊还发起I Have Space-IHS项目，通过与东南亚地区社区便利店合作，配送最后2-4公里内的包裹。

阿里巴巴在东南亚的布局则更多的借助当地合作伙伴的资源。公司很早就开始在东南亚进行物流基础设施的布局，2014年阿里通过投资新加坡邮政Singpost获得了遍布东南亚地区的电商物流网络；2016-2017年公司连续投资并控股Lazada和Tokopedia（东南亚最大的两家电商平台），对电商物流基础设施进行加码；同时从2018年开始，阿里巴巴的eWTP（电子世界贸易平台）计划在泰国、马来西亚、香港开始落地，遍布全球的电商物流网络将成为阿里巴巴跨境电商生态的重要组成部分。

表3：阿里巴巴与亚马逊在东南亚的物流布局

	阿里巴巴	亚马逊
2014	投资新加坡邮政SingPost（东南亚最大的电商快递物流服务商，其业务遍及19个国家）	NA
2016	投资10亿美金，控股东南亚第一大电商平台Lazada（Lazada在东南亚既通过自建在6个国家设立12个物流中心和92个配送站点，也与80个物流服务商达成了合作）	建立物流子公司ATS（Amazon Transportation Service）体系
2017	再投10亿美元，增持Lazada，持股比例达83%； 投资11亿美金，入股印尼最大电商平台Tokopedia；	对ATS继续注资1800万美金；同时发起I Have Space-IHS项目，通过与当地社区便利店合作，配送最后2-4公里内的包裹；
2018	首个eWTP超级物流枢纽落地马来西亚； 拟在泰国建物流中心，辐射东南亚； 投资18亿美金建设香港38万平方米高端物流中心，其将成为香港第三大物流仓库	加大对印度物流子公司Amazon Transportation Services(ATS)注资1700万美金；ATS融资总金额接近1.1亿美元；

资料来源：雨果网、墨腾创投、各公司公告、光大证券研究所

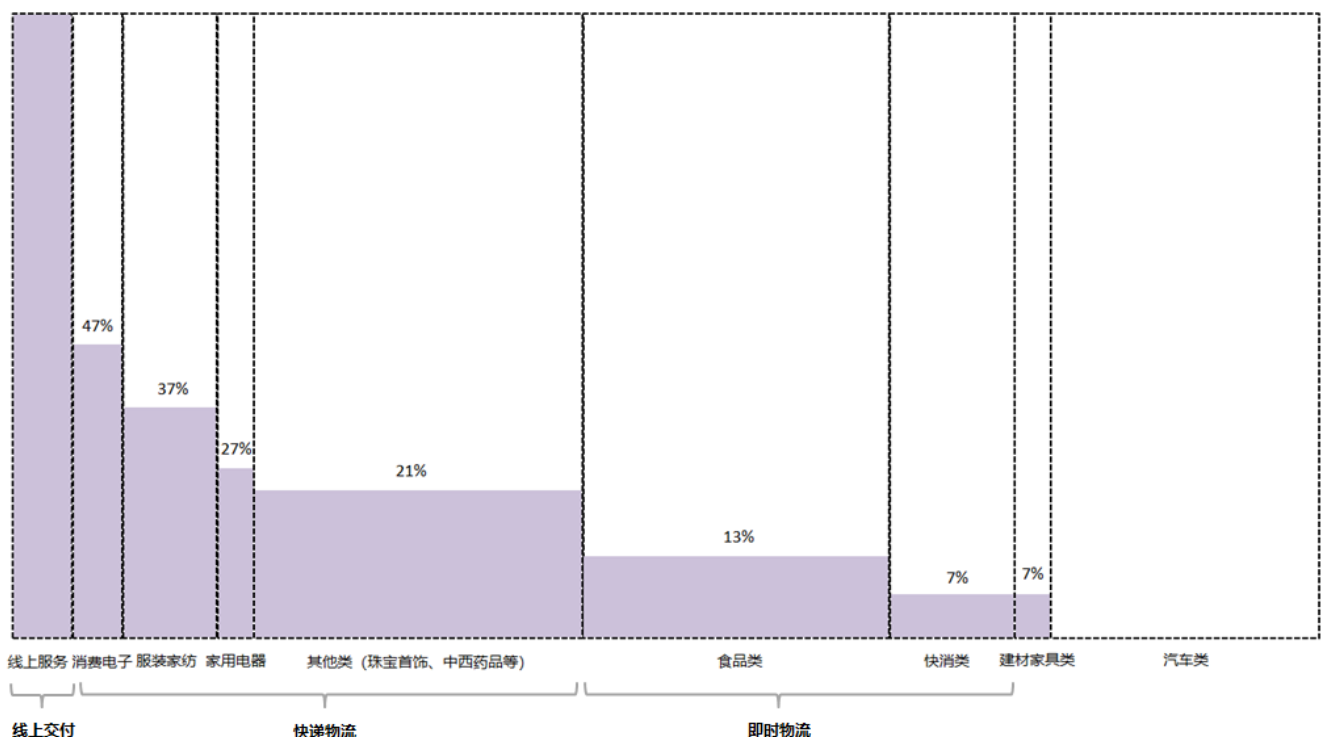
2、即时配送成为电商巨头的新零售基础设施

2.1、普通快递难以满足即时性线上需求

我们在电商行业首次覆盖报告中曾经提到，由于产品形态适合快递物流运输，因此消费电子、家用电器、服装家纺等品类电商渗透率实现了快速提升，目前普遍已经达到 27-47% 左右的渗透率水平。

然而 2017 年食品（包括生鲜、餐饮等）与快消类商品市场规模超过 10 万亿元，电商渗透率仅 7-13% 左右。渗透率水平仍然较低的核心原因之一就在于履约配送体系尚未成熟。以生鲜/餐饮为代表的食品及快消品需求通常消费频次高、时效要求高，普通快递物流及仓配体系难以满足这些品类的消费者需求。

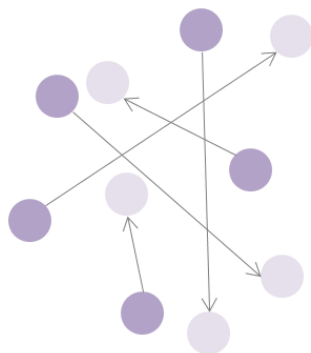
图 10：2017 年各个细分消费行业电商渗透率图解（方框面积代表行业规模，紫色部分代表已线上化部分）



资料来源：凯度、贝恩、GFK、中纺联、艾瑞咨询、国家统计局、光大证券研究所

即时配送与快递物流最大的区别在于时效性与本地性。根据美团点评研究院数据，2017 年美团平台 86.3% 的订单在 45 分钟之内完成，93.7% 的订单配送距离在 3 公里以内。因此目前即时配送服务商均采取无中转环节的点到点服务模式，骑手在手机 APP 上接单/抢单后直接在商家处取货并配送至用户手中。

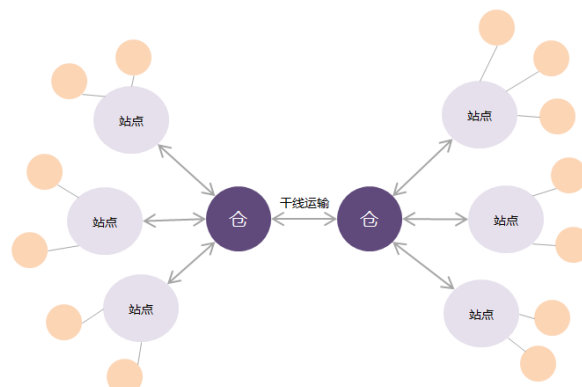
图 11：即时配送体系示意图



资料来源：光大证券研究所

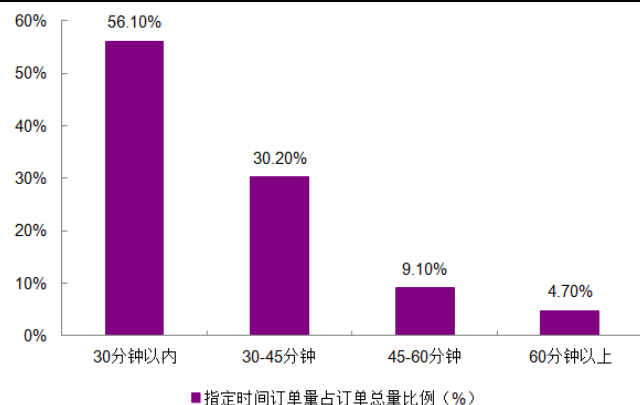
注：深紫色代表商家，浅紫色代表用户

图 12：快递物流配送体系示意图



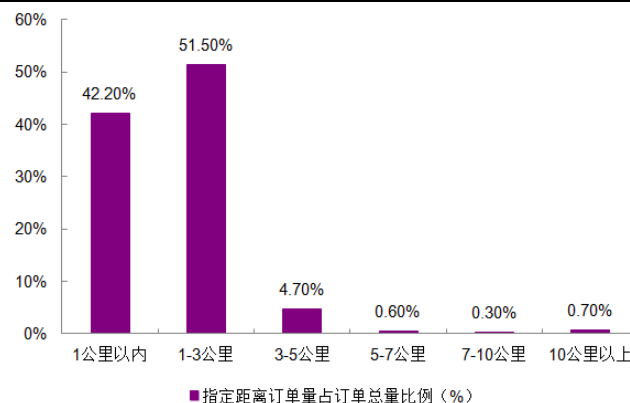
资料来源：光大证券研究所

图 13：86.3%的美团平台订单在 45 分钟内完成



资料来源：美团点评研究院、光大证券研究所

图 14：93.7%的美团平台订单配送距离在 3 公里以内

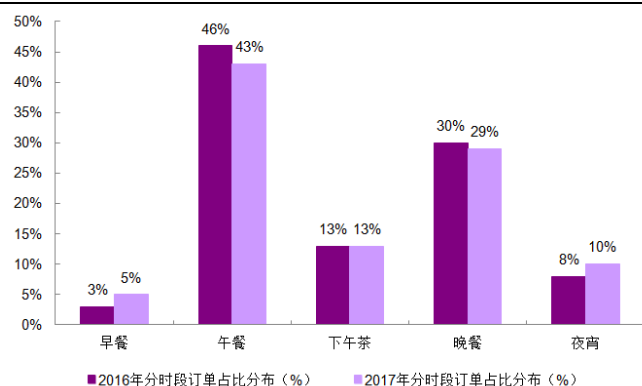


资料来源：美团点评研究院、光大证券研究所

同时，外卖订单显著的峰谷效应使得多数即时配送服务商都发展出了“专送+众包”结合的即时配送体系。

专送模式下配送管理较为规范，骑手接受公司的管理和数据考核，并按月领取月结薪水；而众包模式下骑手根据自己时间安排进行接单派送，按单结算每日提现。“专送+众包”模式可以较好的平衡人工成本与订单波动之间的矛盾，因此美团、饿了么蜂鸟、达达-京东到家等平台均采用专送模式保证基础需求的服务质量，同时搭建众包平台从而满足午餐/晚餐/节假日等时点的高峰期订单需求。

图 15：2017 年美国午餐+晚餐时段订单占比高达 72%



资料来源：美团点评研究院、光大证券研究所

图 16：专送与众包骑手的主要区别

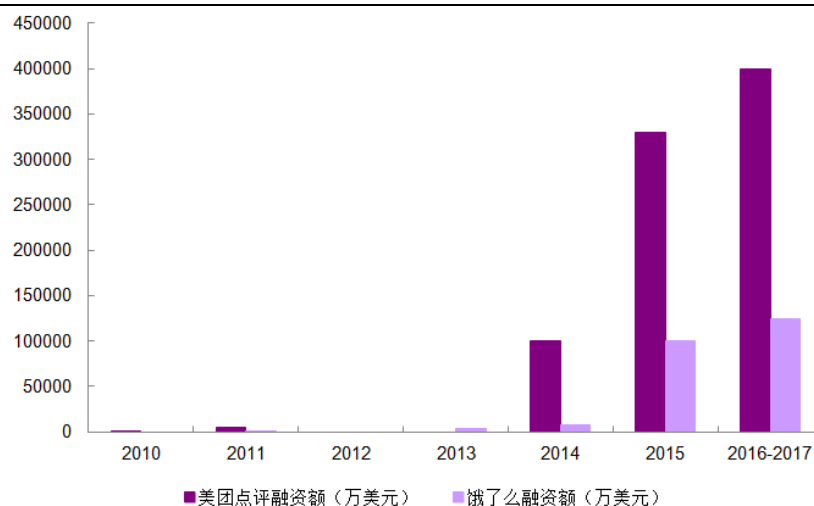
	专送模式	众包模式
跑单时间	管理规范，站长进行排班	7*24 小时内随时接单
跑单地点	固定站点接单	开通众包业务城市的任何区域接单
收入结算	按月结算	按单结算，每日提现
补贴现状	以月度冲单奖为主+恶劣天气补贴	周度冲单奖为主

资料来源：美团外卖官方微博、光大证券研究所

2.2、外卖兴起促使即时配送网络加速完善

不可否认，外卖餐饮是促使即时配送网络加速完善最重要的催化剂。根据比达咨询的数据，2015 年以前中国即时配送订单量年化同比增速仅在 20% 左右；然而随着美团/饿了么在 2014-2015 年开始完成大额融资，利用补贴等方式培养用户外卖消费习惯，即时配送行业规模扩张开始大幅提速。

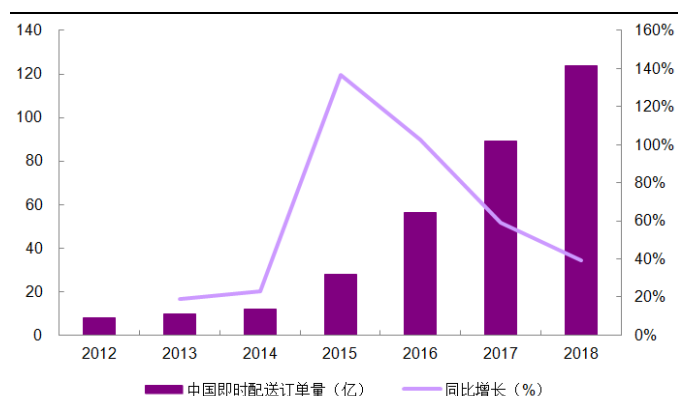
图 17：美团点评与饿了么均在 2014-2015 年开始连续完成大额融资



资料来源：企名片、光大证券研究所

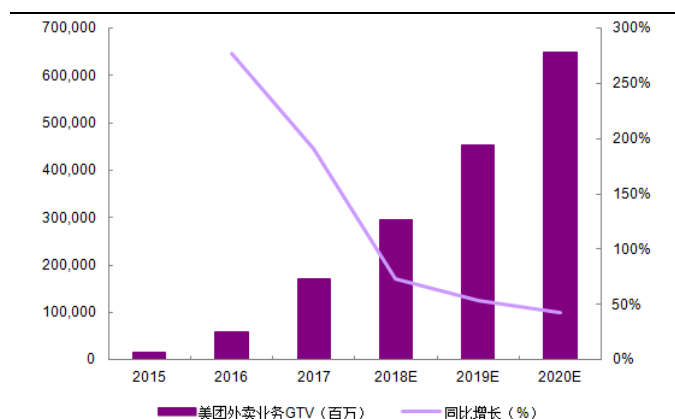
2019-03-10 互联网与传媒

图 18：中国即时配送订单量快速增长



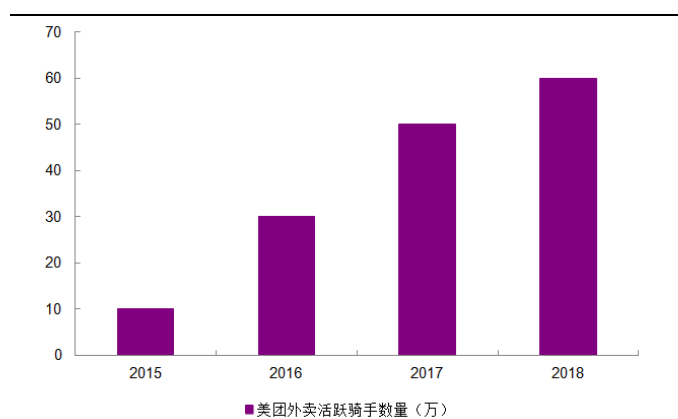
资料来源：比达咨询、光大证券研究所

图 19：美团外卖 GTV 快速增长



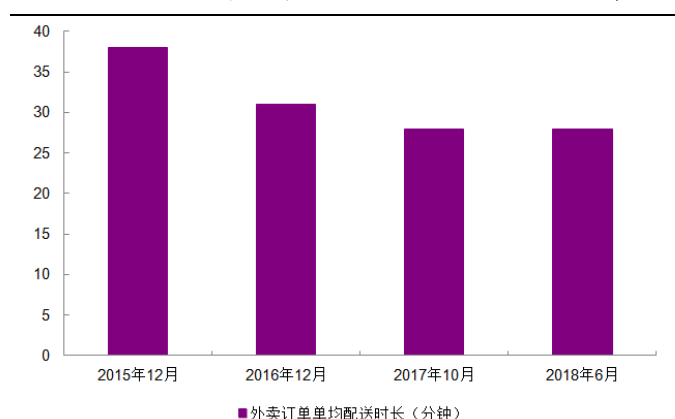
资料来源：美团点评、光大证券研究所预测

图 20：美团外卖活跃骑手数量快速增长



资料来源：美团点评、光大证券研究所

图 21：美团外卖平均单均配送时长缩短至 30 分钟以内



资料来源：美团点评、光大证券研究所

然而目前即时配送最大的问题仍然在于单均成本较高，以美团点评为例，目前公司 1P 外卖配送的单均成本仍然在 8 元/单以上，对于一些低客单价的订单需求来说，配送费依然是制约需求进一步增长的障碍。

我们认为即时配送成本与即时性线上需求将呈现类似“快递物流”与“传统电商”的螺旋式演进关系：单位配送成本下降将激活即时线上消费需求，而即时线上消费规模的扩张又能反向增加订单密度，摊薄即时配送单位成本。

2.3、即时配送已成为电商巨头的新零售基础设施

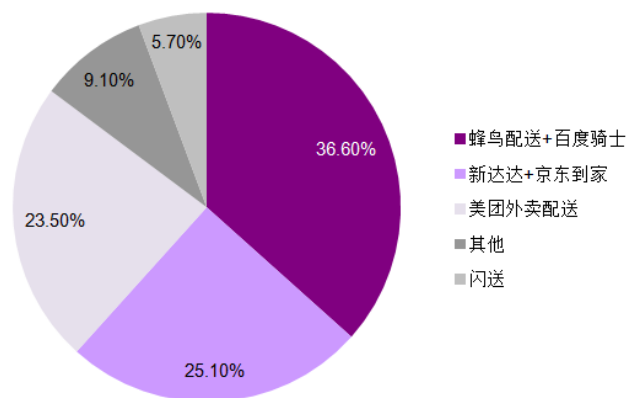
即时配送行业在过去几年经历了多重并购整合，并在 2018 年终于形成了三足鼎立的行业格局，阿里、京东、美团三家即时配送平台订单量市场份额分别占 36.6%/25.1%/23.5%，总计占即时配送行业 85.2%。

阿里巴巴的即时配送网络主要由蜂鸟配送、点我达以及百度骑士组成。蜂鸟配送是饿了么的运力调配平台，采用专送+众包方式实现即时配送；2017-2018 年阿里巴巴通过并购的方式将原先饿了么、点我达以及百度骑士三大平台的运力予以整合，形成了目前的阿里新零售体系内的即时配送基础设施能力。

京东的即时配送网络主要由新达达及京东到家组成。2014 年成立的达达配送从上线之初就专注于搭建即时配送运力众包平台；2015 年京东到家成立，为消费者提供生鲜及超市产品配送，主打 2 小时快速送达；2016 年京东与沃尔玛结盟，并购一号店，获得了线上/线下超市品类供应链资源；同年京东到家与达达合并，补齐了即时配送众包平台的短板。

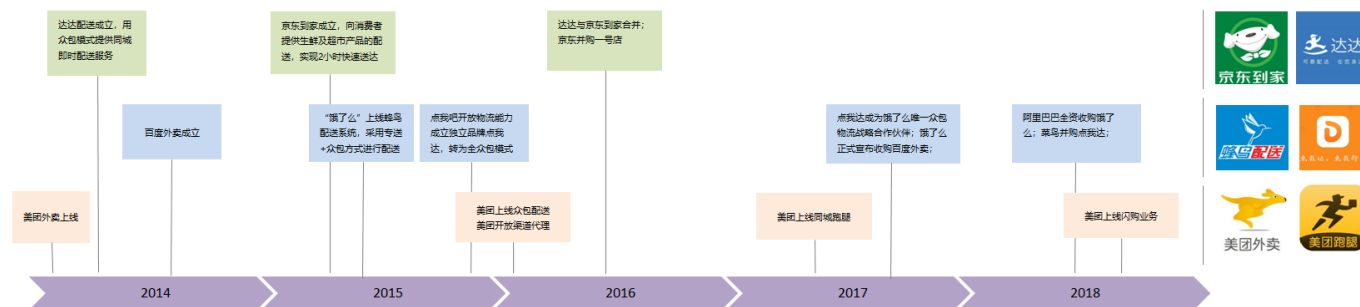
美团的即时配送网络则主要由自建的外卖配送体系组成。美团外卖在 2013 年底上线，在对模式进行不断的打磨尝试之后再 2015 年底几乎同时上线众包配送并开放渠道代理，自此形成了“自营+代理+众包”三位一体的即时配送体系。从 2017 年开始，公司基于即时配送网络又开始上线同城跑腿、美团闪购等其他业务。

图 22：2018Q2 中国即时配送平台订单量市场份额



资料来源：比达咨询、光大证券研究所

图 23：目前三大电商巨头的即时配送体系形成历史

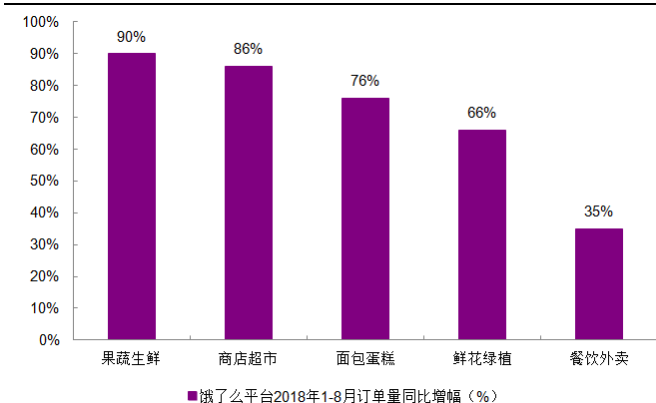


资料来源：亿欧网、各公司官网、罗戈物流、光大证券研究所

目前阶段，即时配送网络已经成为了各大电商巨头的新零售基础设施，从餐饮外卖衍生出的各类生活消费需求都能够借助即时配送网络实现更优质的履约体验。根据饿了么平台 2018 年 1-8 月数据，公司餐饮外卖订单量同比增长 35%，而果蔬生鲜、商店超市、面包蛋糕、鲜花绿植等品类的订单量增速均在 66-90% 左右，远高于同期餐饮外卖订单增速。

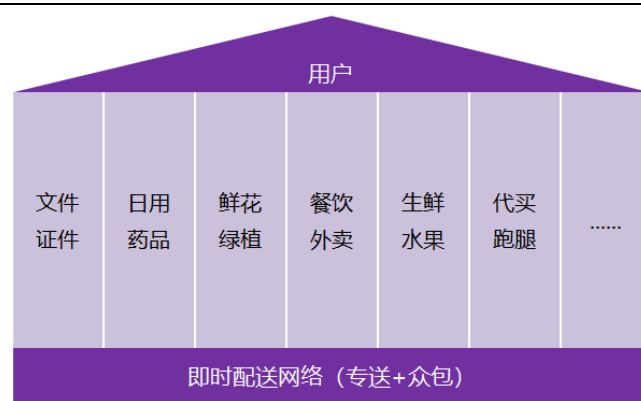
即时配送网络使各大电商平台获得了最高频的生鲜/餐饮/快消品等品类的履约服务能力。在互联网行业始终成立的“高频打低频”规律下，即时配送网络最大的意义不仅在于对生鲜/餐饮/快消品消费实现线上化，更有可能基于其高频的特点，驱动电商平台整体用户活跃度的进一步提升；而这一点在目前互联网流量红利进入尾声、电商巨头开始对存量用户进行争夺的大背景下，使得即时配送网络获得了更重要的战略价值。

图 24：饿了么非餐外卖订单增幅显著



资料来源：饿了么、光大证券研究所

图 25：即时配送网络已经成为新零售的基础设施



资料来源：光大证券研究所

3、投资建议

即时配送网络的门槛较高，需要在订单规模/系统对接/算法规划等方面具备深度积累。我们认为目前已经建成全国性即时配送网络的公司将最大程度受益于此轮物流创新引领的电商渗透率提升。建议重点关注美团（未评级），维持阿里巴巴“买入”评级，维持京东“增持”评级。

美团点评（3690.HK）：外卖行业的兴起促使公司建立并完善了全国性即时配送网络。以配送能力为基础，公司发展出了美团闪购、美团买菜等新零售业务，并与万宁、罗森、全家、名创优品等零售商合作，加强后端商品供应能力。建议重点关注。

阿里巴巴（BABA.N）：公司通过收购融合了蜂鸟配送（饿了么）与点我达的配送团队，形成了较为完整的即时配送网络。同时阿里体系内盒马鲜生、天猫超市、淘鲜达等生鲜/超市业务与即时配送网络均具有较强的协同效应；随着阿里体系内新零售各个业务线的不断扩张，骑手订单密度也将继续提升，即时配送在新零售体系内的基础设施效应将愈发凸显。维持“买入”评级。

京东（JD.O）：公司通过收购达达配送并与京东到家融合，实现了即时配送能力的进一步升级；同时公司与沃尔玛/永辉超市等零售伙伴实现战略合作，在快消及日用品品类形成了较强的竞争优势，随着新零售业务的进一步深入，公司将与腾讯体系内其他零售行业伙伴形成更强的协同效应。维持“增持”评级。

表 4：各公司即时配送业务布局

	即时配送订单量占比 (%)	配送团队	外卖订单	超市订单
美团点评	23.5%	美团配送	美团外卖	万宁、名创优品、罗森、全家等
阿里巴巴	36.6%	蜂鸟+点我达	饿了么	盒马、天猫超市、淘鲜达
京东	25.1%	新达达+京东到家	NA	永辉超市、沃尔玛

资料来源：比达咨询、各公司公告、光大证券研究所

表 5：行业重点公司盈利预测与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (美元)	EPS (美元)			PE (X)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
BABA.N	阿里巴巴	184.17	3.69	3.24	4.72	49.9	56.8	39.0	买入	维持
JD.O	京东	29.03	0.29	0.19	0.70	100	152	41.5	增持	维持
3690.HK	美团点评	59.60	-12.4	-14.7	-1.08	NA	NA	NA	未评级	未评级

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 7 日；

注：美团点评股价及 EPS 货币单位为港币；美团 EPS 为 Wind 一致预期。

4、风险分析

行业层面风险分析：

- 1) 众包配送监管政策收紧：2014 年人人快递由于不具备快递运营资质被多地取消众包运营业务资格，若类似政策继续收紧即时快递行业将出现政策风险。
- 2) 大城市外来人口管理政策收紧：若北上广深等大城市对外来人口管理政策收紧，即时配送业务运营成本或将上升。
- 3) 人力成本持续上升：即时配送行业目前仍属于劳动密集型行业，技术的进步能够在中长期降低配送成本，但若人力成本超预期上升则将推高即时配送业务运营成本。

公司层面风险分析：

- 1) 美团点评：美团闪购、美团买菜等新零售业务投入效果低预期；美团外卖被饿了么抢占市场份额。
- 2) 阿里巴巴：饿了么与口碑整合进度低预期；蜂鸟配送与集团内盒马、天猫超市、淘鲜达等业务部门协作效果低预期。
- 3) 京东：京东到家品类拓展进度低预期；京东到家与沃尔玛、永辉超市等合作伙伴关系恶化。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	su1y@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安聆娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com