

2020年07月29日

看好

相关研究

"业务量高速增长持续，价格战结束有望-2020年6月快递数据点评" 2020年7月19日
"业务量可持续回暖，龙头公司增速分化-2020年5月快递数据点评" 2020年6月19日

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

汪家豪 A0230120060002
wangjh@swsresearch.com

联系人

汪家豪
(8621)23297818×转
wangjh@swsresearch.com

即时配送会替代全网快递吗？

——电商快递系列深度（一）：即时配送对仓配、全网快递行业影响探讨

本期投资提示：

- **即时配送起于外卖，逐步延展至全品类到家配送，已经成为近场零售的核心基础设施。**即时配送从餐饮外卖线上化带动快速发展。近年来，生鲜电商、城市近场电商兴起，消费者对同城高时效的物流服务提出了新的需求；此外，巨头入局加速了即时物流网络在服务品类端的横向延展。**（1）从用户层面看**，即时配送在用户数量和人均订单量两个维度均增长显著，截至2019年即时配送用户量达到近4.2亿，订单量达到185亿单，未来空间仍然广阔。**（2）订单结构来看**，生鲜和零售订单正替代餐饮，成为行业新增量来源。**预计2020年非餐饮订单将贡献订单增量的63%。****（3）运力组织形式上**，运力组织随商流变化不断丰富，在自建运力基础上，代理、众包、驻店等新模式迅速发展。**（4）从竞争格局看**，即时配送市场呈现蜂鸟、美团双寡头垄断，达达、闪送、顺丰等差异化竞争的特征。
- **即时配送将短期作为仓配、快递的补充运力；长期将替代全网快递15%-25%的业务量。未来，即时配送领域也有望诞生不亚于快递行业龙头市值规模的物流巨头服务商。**目前，即时配送已经作为快递和仓配网络繁忙时段的补充运力，大大缓解快递和仓配在高峰时段的运力短缺问题。**高时效物流服务+巨头介入带动商流迁移**，从而形成对全网快递的替代效应。**物流成本、SKU丰富度、用户习惯迁移成本**三者将共同构成近场电商迭代广域电商的三大壁垒，我们认为三大壁垒均有望实现突破，具体：**（1）物流成本端**：即时配送降本空间仍然较大，成本有望接近全网快递；**（2）SKU丰富度**：同城SKU数量足以满足日常需求，即时配送与仓配模式形成互补。**（3）用户习惯迁移**：生鲜作为巨头云集的过渡赛道，有望推动用户的习惯迁移。此外，量化测算角度，从覆盖人群和人均购物频次两个角度测算，**认为即时配送远期在全国范围内，即时配送的物流形式远期替代全网快递的比例大约会在15%-25%之间；而一二线城市中，替代比例会达到近50%甚至更高。**参照快递行业估值，我们认为即时配送行业规模约万亿，小于快递行业，但是单票利润角度高于快递，**未来即时配送领域也有望诞生不亚于快递行业龙头市值规模的物流巨头服务商。**
- **顺丰同城定位中高端，依托品牌优势发展空间广阔。**顺丰2016年起进入同城物流市场，具备较为前瞻的战略视野，2019年顺丰完成独立公司化运作。顺丰同城急送产品组合丰富多元，产品体系基本完善。既服务于C端个人消费者（帮我送、帮我买、帮我办等），也致力于to B端的外卖服务（喜茶等知名品牌到家配送服务）。顺丰同城急送的核心优势在于品牌和网络优势拓宽收入，已有网点和运力资源的协同提升效率；此外顺丰试水团餐业务，有望探索更多可能性。**将顺丰、达达和闪送的财务指标与估值做比较分析，认为参照达达，顺丰同城急送业务当前合理估值范围在126-302亿元之间，估值中枢约220亿。**
- **投资建议：**即时配送与全网快递短期竞合，长期替代，未来有望成为超万亿收入规模的细分行业，诞生市值万亿的物流巨头。**建议持续关注即时配送行业的发展，着重关注美股达达集团(DADA NEXUS)、趣活科技，A股顺丰控股，H股美团点评等相关标的，把握商流变化驱动物流行业及龙头标的快速增长的投资机会。**
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期；同城零售业务增速低于预期；劳动力成本过快上升



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

即时配送起于外卖，逐步延展至全品类到家配送，已经成为近场零售的核心基础设施，重要性将进一步凸显。即时配送将短期作为仓配、快递的补充运力；长期有望克服物流成本、SKU 丰富度、用户习惯迁移成本三大壁垒，替代全网快递 15%-25% 的业务量。参照达达，顺丰同城急送业务当前合理估值范围可能在 126-302 亿元之间，估值中枢约 220 亿。**即时配送未来有望成为万亿规模的细分行业，诞生市值与快递行业相近的万亿规模物流服务巨头；建议持续关注即时配送行业的发展，着重关注美股达达集团(DADA NEXUS)、趣活科技，A 股顺丰控股，H 股美团点评等相关标的。**

原因及逻辑

- 1、高时效物流服务+巨头介入带动商流迁移，从而形成对全网快递的替代效应。**
消费者未来将偏好于更快捷的物流服务，实现“所想即所得”的购物体验。巨头加大同城零售布局，传统大型商超也发力到家业务，新兴生鲜电商平台快速发展等共同推动即时配送高时效递送服务对全网快递的补充和替代。
- 2、物流成本、SKU 丰富度、用户习惯迁移成本三者将共同构成近场电商迭代广域电商的三大壁垒，三大壁垒均有望实现突破，具体：(1) 物流成本端：即时配送降本空间仍然较大，成本有望接近全网快递；(2) SKU 丰富度：同城 SKU 数量足以满足日常需求，即时配送与仓配模式形成互补。(3) 用户习惯迁移：生鲜作为巨头云集的过渡赛道，有望推动用户的习惯迁移。**
- 3、我们分为用户数量和人均订单量两个维度量化测算替代效应。**即时配送主要将发生在一二线城市中，目标覆盖 4-5 亿用户；人均消费金额角度，同城零售+即时配送的购物频次会逐渐趋近于广域电商，原因在于(1) 近场电商能以更高的时效体验满足消费者绝大多数高频刚需的购物需求；(2) 近场电商+即时配送的模式事实上因高频餐饮、生鲜而“自带流量”，促进消费频次的提升。
- 4、参考快递行业，我们认为未来即时配送行业规模有望达到万亿，小于快递行业规模；但是由于即时配送是更为高端的物流服务，龙头有望从单票利润角度超过快递行业，从而产生万亿规模估值的物流服务巨头。**
- 5、顺丰同城定位中高端，依托品牌优势发展空间广阔。**公司目前产品体系完善，能够依托集团品牌优势拓展业务，并且通过与现有网点、人员协同降低成本。因此参照达达，顺丰同城急送业务当前合理估值中枢约 220 亿。

有别于大众的认识

- 1、市场尚未充分理解即时配送未来的发展空间以及其对城市近场电商的核心基础设施定位，仍认为即时配送是外卖餐饮的履约体系；
- 2、市场未充分理解即时配送与仓配模式、全网快递的关系。市场认为双方不存在竞争或者替代关系。**但我们认为即时配送将短期竞合仓配模式，并且与仓配模式一同长期替代全网快递。**
- 3、市场没有充分预期即时配送未来的空间和规模。**而我们认为即时配送未来能诞生不亚于快递龙头估值水平的物流服务巨头，建议持续关注和投资布局。**

目录

1.即时配送：起于外卖，兴于生鲜商超全品类.....	6
1.1 “以快立本”，起于餐饮外卖.....	6
1.2 品类延伸拓宽市场空间，行业未来前景广阔.....	7
1.3 近场零售崛起：即时配送网络成核心基础设施.....	10
2. 对快递行业影响：短期竞合，长期替代	13
2.1 短期竞合：即时配送作为仓配、快递旺季的补充运力	13
2.2 长期替代：高时效体验将推动对全网快递的替代效应	13
2.3 物流成本、SKU 丰富度与用户习惯三大替代壁垒有望突破	17
2.3.1 替代壁垒一：即时配送降本空间仍然较大，成本有望接近全网快递.....	17
2.3.2 替代壁垒二：同城 SKU 数量足以满足日常需求，即时配送与仓配模式形成互补	21
2.3.3 替代壁垒三：生鲜作为巨头云集的过渡赛道，有望推动用户的习惯迁移	23
2.4 影响测算：即时配送远期将替代 15%-25%的快递业务量.....	24
2.5 未来：即时配送有望成为规模万亿的细分行业，诞生市值万亿级别物流巨头.....	27
3. 顺丰同城：定位中高端，依托品牌优势发展迅速	28
3.1 2016 年进入同城市场，产品线逐步完善.....	28
3.2 依托品牌优势和网络优势，同城业务发展迅速.....	29
3.3 试水团餐业务，探索更多可能性.....	31
3.4 对标达达，顺丰同城急送业务估值中枢约 220 亿左右	33
4. 投资建议	34
5. 风险提示	34

图表目录

图 1: 即时配送行业发展时间轴.....	6
图 2: 即时配送订单规模及增速.....	7
图 3: 即时配送用户规模及增速.....	7
图 4: 即时配送网购用户数及渗透率保持提升 (亿)	8
图 5: 人均年订单量稳步提升 (单/年)	8
图 6: 即时配送单量结构变化	9
图 7: 2019-2020E 即时配送订单增量结构.....	9
图 8: 不同运力组织形式下的业务分布	10
图 9: 传统电商与近场零售的配送路径	10
图 10: 近场零售三种类别的业务布局.....	11
图 11: 2019 年即时配送行业订单量市占率情况	12
图 12: 即时配送订单时间分布不均衡.....	13
图 13: 京东物流 618 部分快递采用众包模式配送	13
图 14: 2018 年消费者最在意的末端配送体验调研结果	14
图 15: 不同物流模式的链路和时效、单票成本特征.....	15
图 16: 近场电商与广域电商的关系	16
图 17: 即时配送成本相对较高 (元/票)	17
图 18: 美团骑手日均订单分布 (单/人)	17
图 19: 2019 年美团建档立卡贫困户骑手月收入分布	17
图 20: 消费者一天之内各时段即时配送单量占比结构	18
图 21: 即时配送订单匹配模型流程图.....	19
图 22: 外卖保温柜的推出提升末端配送效率	19
图 23: 即时配送骑手配送单量理论模型	19
图 24: 即时配送有望和仓配形成竞合关系, 共同替代快递	22
图 25: 生鲜电商行业规模 (亿元) 及电商渗透率	23
图 26: 生鲜的过渡赛道作用日趋明显.....	23
图 27: 商超宅配 O2O 行业规模 (亿元) 及增速	23
图 28: 生鲜电商与商超宅配交易增量相关性提升	23

图 29: 商超到家人均订单量预测.....	25
图 30: 顺丰同城业务发展	28
图 31: 2016-2019 年顺丰同城业务收入及增速.....	29
图 32: 顺丰同城急送业务板块	29
图 33: 2016-2019 年顺丰月结客户数量及增速.....	30
图 34: 顺丰同城急送合作品牌	30
图 35: 顺丰全国网点数量及其结构 (个)	31
图 36: 顺丰快递员数量及单个网点快递员数量.....	31
图 37: 2016-2020E 中国团餐市场份额及预测	31
图 38: 顺丰丰食小程序业务板块.....	31
表 1: 新物流模式兴起的驱动因素和行业背景	7
表 2: 广域电商与近场零售的比较	11
表 3: 即时配送三巨头对比分析.....	12
表 4: 快递物流企业不断推出快时效产品, 即时配送物流服务时效明显领先....	14
表 5: 骑手单均成本模型测算	20
表 6: 不同类型购物渠道 SKU 数量对比	21
表 7: 巨头在生鲜电商、商超到家领域的布局基本完善	24
表 8: 中性假设下, 商超到家订单量及其快递分流效应测算	26
表 9: 即时配送行业 2030 年单量测算	27
表 10: 即时配送行业规模及龙头公司估值估算.....	27
表 11: 即时配送一级市场私募股权融资情况	28
表 12: 顺丰同城急送业务产品矩阵	29
表 13: B2C 外卖与 B2B 团餐的比较.....	32
表 14: 顺丰、达达、闪送业务与估值比较.....	33
表 15: 物流行业重点公司估值表.....	35

1.即时配送：起于外卖，兴于生鲜商超全品类

即时配送（又称同城配送）是近年来物流行业增速最快的新兴赛道，受到市场的广泛关注。历经过去十年的快速发展，即时配送从规模、模式、范围与体验等多方面不断迭代，逐步成长为不可或缺的重要物流形式。我们认为，随着社会消费水平不断提升和城市近场电商的加速扩张，即时配送的基础设施属性将会愈发凸显，在消费履约环节扮演更为重要的角色，最终成为物流行业不可替代的重要细分赛道，对现有快递、仓配产生重要的影响。

1.1 “以快立本”，起于餐饮外卖

即时配送主要可以分为三个发展阶段，其中**餐饮外卖的线上化需求兴起**是即时配送形成稳定客群，规模化订单量和完整运营网络的关键推动因素，而城市近场电商的兴起则使得即时配送的边界不断扩张。具体来看，即时配送可以划分为三个阶段：

(1) 萌芽期 (2008-2014 年)：即时配送最早可以追溯到 2008 年曹操跑腿业务，而后人人快递、达达、闪送、风先生等相继成立。该阶段的特征是行业订单需求零散且数量较小，主要服务于同城物流或部分落地配送的补充运力需求，以跑腿模式为主，尚未形成成熟的商业模式和稳定的用户群体。

(2) 网络构建期 (2015-2017 年)：网络的形成归根结底是**新需求 (餐饮线上化) + 资本持续投入 (O2O 概念资本热潮)** 作用的结果。2015 年以来，随着消费的逐步升级，饿了么、美团、百度外卖三大平台在大量资本涌入 O2O 赛道背景下，大力拓展餐饮外卖线上化，服务城市“懒人经济”。一方面，庞大的地推团队+高额用户补贴充分吸引了商家和消费者的进入，逐步完成了消费习惯的培养；另一方面，餐饮外卖高时效、本地化的物流服务需求倒逼巨头自建即时配送物流体系，使得即时配送行业实现了网络的构建成形。此后，行业的爆发式发展必然迎来最终的整合，京东到家与达达完成合并，饿了么与点我达战略合作，顺丰、圆通陆续试水即时物流业务，参与者也明显增丰富。

图 1：即时配送行业发展时间轴



资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

(3) **网络延展期 (2018-至今)**：用户线上订餐消费习惯在基本养成的背景下，经济增速放缓，消费分级的趋势愈加明显。**生鲜电商、近场零售兴起**，消费者对同城高时效的物流服务拥有了新的、更高的需求；此外巨头入局则进一步提供了资本/资源的支持，加速了**即时物流网络在服务品类端的横向延展**。未来，随着订单量的不断增加以及技术的发展，依靠大数据、AI 等技术的智能配送体系将会日益成熟起来。即时配送将从劳动密集型走向技术密集型进化，最终成为同城零售行业必不可缺的基础设施。

表 1：新物流模式兴起的驱动因素和行业背景

时间	物流模式	需求端：驱动/催化因素				代表物流企业
		宏观	行业层面	用户需求	资本层面	
2003-2013	全网快递	非典疫情催化	互联网、电商兴起	便宜、方便购物	-	通达系快递
2013-2017	仓配模式	居民人均收入提升，消费升级	互联网向 3C 产品，大件商品延展；行业从 C2C 向 B2C 延展	高质量，快时效	高瓴、红杉、腾讯等资本投入京东、唯品会；阿里入股苏宁易购	京东物流，苏宁物流、品骏物流
2015-2017	即时配送网络	消费水平进一步提升，资本市场资金充裕	O2O 概念兴起，餐饮外卖线上化发展	懒人经济，“宅经济”	一级市场基金大规模涌入 O2O 市场	美团、饿了么等
2017-至今	即时配送品类端延展	经济增速放缓，消费分级趋势明显	线上流量见顶，“新零售概念”推动本地零售线上化，城市近场电商，团购等兴起	更高效快捷的本地物流服务	阿里、美团等零售巨头斥资开拓生鲜、商超等新业务；达达实现美股上市	达达、点我达、美团配送、蜂鸟配送，顺丰同城急送等

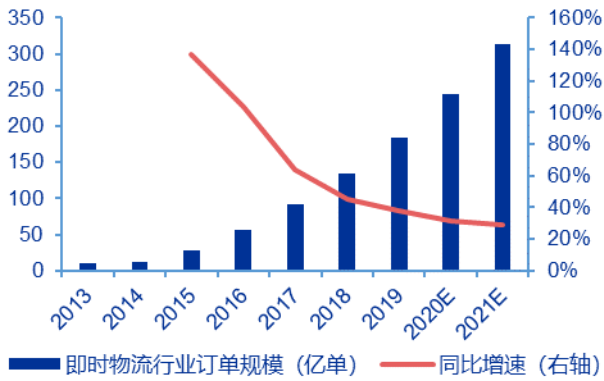
资料来源：申万宏源研究

1.2 品类延伸拓宽市场空间，行业未来前景广阔

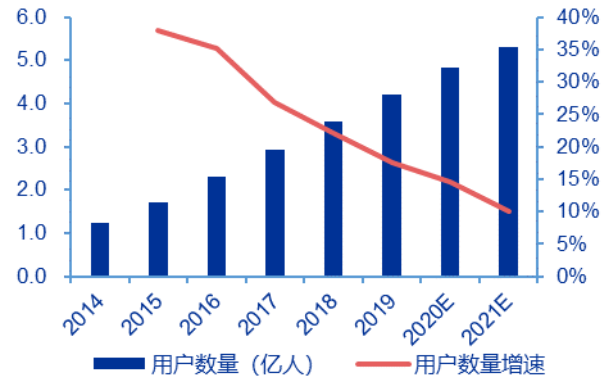
过去五年，**餐饮外卖线上化推动即时配送订单与用户规模的高速增长**。受益于餐饮本身高频刚需强服务的属性，即时配送的订单量从 2013 年的 9.5 亿单增至 2019 年的 184.9 亿单，期间 CAGR 达 64.0%，预测 2021 年订单规模将进一步增长至 313.6 亿单。**中国即时配送的用户规模同样也在过去几年保持了快速增长的态势，线上餐饮外卖逐步成为“国民需求”**。即时配送的用户数量从 2014 年的 1.24 亿人增至 2019 年的 4.21 亿人，CAGR 达 28.0%，预计 2021 年用户规模能覆盖 5.3 亿人，占互联网用户数的近 60%。与此同时，随着餐配业务的订单规模和用户规模的增速逐渐回落，预计外卖行业未来将迎来中低速稳定增长区间。

图 2：即时配送订单规模及增速

图 3：即时配送用户规模及增速



资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

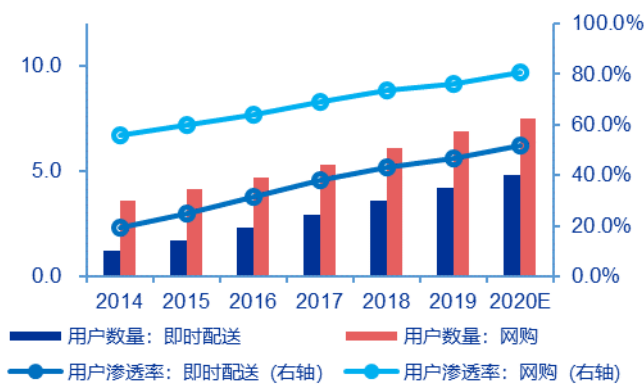


资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

即时配送在用户数量和人均订单量两个维度均增长显著，且未来空间仍然广阔。用户层面，未来拓展空间将聚焦相对下沉的二三线市场。截至2019年，即时配送用户已经达到4.21亿人，同比增长17.5%。对标电商可以看到，2014年即时配送的用户数仅占网购用户数的19.1%，2019年已迅速攀升至46.6%，但是仍低于电商近80%的用户渗透率。原因在于，当前即时配送的用户主要集中于一二线城市，即时配送提供的高品质服务在下沉市场尚未大规模拓展，且高品质的物流配送服务更易吸引一二线城市用户的青睐。因此在一二线城市中，即时配送和网购的用户渗透率已经相对接近，未来用户的拓展空间更多的在于相对下沉的二三线市场。

从人均订单量增长来看，配送品类的丰富将打开人均订单的增量空间。即时配送的用户习惯仍处于培育期，人均订单量2014-2019年即时配送CAGR达36.0%，远大于网购CAGR值19%。从绝对量角度看，2020年人均即时配送订单数仍只占人均网购订单数的48.9%，且比例近年来趋于稳定。主要原因在于过去即时配送订单主要是餐饮外卖，用户日消费频次有限；但随着未来即时配送在品类端的逐步丰富（茶饮、甜品、生鲜等），预计人均订单量仍有较大的增长空间。

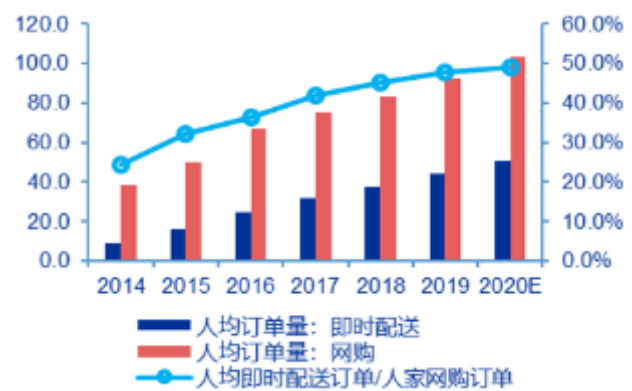
图 4: 即时配送网购用户数及渗透率保持提升 (亿)



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

注：用户渗透率=即时配送/网购用户数/互联网总用户数

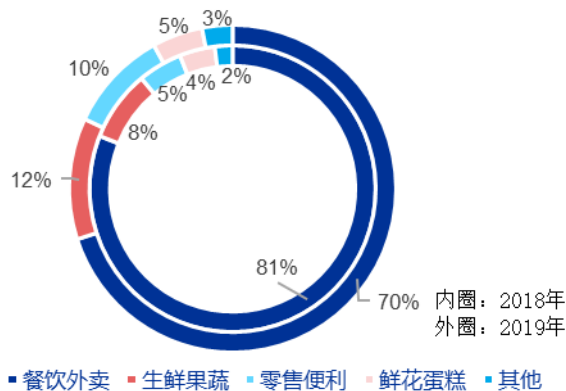
图 5: 人均年订单量稳步提升 (单/年)



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

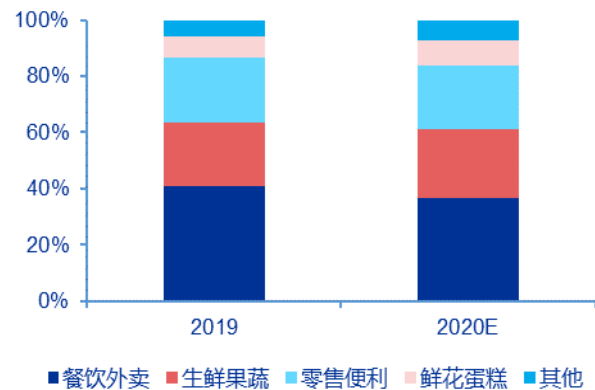
订单结构来看，生鲜和零售订单正替代餐饮，成为行业新的增量来源。伴随餐饮外卖市场订单增速的放缓，即时配送的订单结构中其它新兴业务的订单规模和品类丰富度都得到了较大的拓展，其中：2019 年生鲜果蔬的订单量较 2018 年同期增长 105.6%，零售便利同比增长 176.1%，鲜花蛋糕同比增加 70.4%。预计 2020 年订单新增单量中，非餐外卖将贡献订单增量的 63%，成为主要的增量来源。非餐外卖中，按照增量贡献比例顺序依次为：生鲜果蔬（贡献增量的 24%）、零售便利（22%）、鲜花蛋糕（9%）以及其它新兴品类（7%）。覆盖品类的拓宽和订单规模的增加意味着即时配送的触角已延伸至更多的消费场景，用户对高品质配送服务的依赖性正在加强，未来还将会挖掘更多的业务需求，衍生出更细分、更全面的品类。

图 6：即时配送单量结构变化



资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

图 7：2019-2020E 即时配送订单增量结构



资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

运力组织形式随商流变化不断丰富，自建运力基础上，代理、众包、驻店等新模式迅速发展。由于即配早期订单量集中于餐饮外卖市场，较高的配送服务品质要求下，商业平台通常选择以自营的形式招募骑手，管控成本相对较高。随着即时配送需求在地域、场景、品类的延展，即时配送的运力组织形式也更为丰富多元，需求推动物流组织形式的迭代，从而逐步诞生了代理、众包及驻店等新的组织形式。

代理/加盟：该模式下平台不直接管理配送员，费用及人力成本低但代理配送员负担重，运力掌握在加盟商，属于间接管理的模式，一般是按照片区/区域进行划分。

众包模式：利用社会运力进行派单接单形式，自身不承担人员工资成本，可以最大化利用社会资源。但是众包模式的技术难度相对较高，且无法保证终端用户的服务品质。众包模式中还包括**抢单**和**派单**两种模式。**抢单模式**可充分调动配送员的积极性，同时配合众包运营模式，可有效增加短时间内订单推送成功率；而**派单模式**则对平台获取稳定的运力补充，对平台服务质量控制更为有利，但是也要求有更智能化的订单调度系统，确保推动订单的合理性。

驻店模式：驻店模式是指骑手为指定门店提供专属服务。该模式对骑手所驻店面的订单规模与稳定性要求较高，一般为知名食品饮料店面/大型商超等使用，服务质量相对较

高。比如蜂鸟为星巴克量身定制“驻店配送”模式，骑手为指定门店提创造了出餐 8 分钟，平均配送时效 18 分钟的行业高标准，实现了 99.99%的用户满意度。

图 8：不同运力组织形式下的业务分布

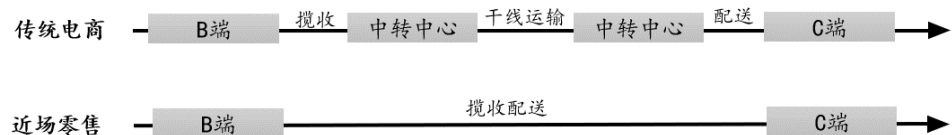


资料来源：申万宏源研究

1.3 近场零售崛起：即时配送网络成核心基础设施

零售业态随即时物流的出现不断迭代升级。2016 年杭州云栖大会马云第一次提出新零售的概念，城市近场零售正是在这一主题下崛起的新业态，离用户端更近、提高配送时效成为新内核。即时物流的出现补充了新零售的配送体系，为本地实体零售门店扩大 3-5 公里的消费半径，门店依据消费者需求就近提供即时服务，这种模式被称之为“城市近场电商（零售）”。近年随着商流巨头纷纷入场城市近场零售，衍生出电商系（阿里、美团、京东等）、商超系（永辉、大润发等）和新兴互联网（每日优鲜，叮咚买菜等）三类别，行业模式不断创新，竞争也随之加剧。

图 9：传统电商与近场零售的配送路径



资料来源：申万宏源研究

平台流量和用户需求赋能同城零售。实体门店在成本端主要依托平台带来的流量降低门店获客成本、提高店铺曝光率，在更贴近用户的优势下提升复购率。收入端的赋能一方面来自消费者对时效的高需求，相较传统广域电商平均多日达的履约时效，近场零售通常能控制在 2 小时，甚至 30 分钟以内；另一方面是满足用户对日常生活场景中高频出现的品类需求，传统电商的优势是百货品类完备，近场零售侧重对日常生活场景中高频出现的品类的覆盖，诸如餐饮外卖、生鲜果蔬等刚性需求。综合以上两点来看，近场零售的制胜点

最终在门店布局的广度和密度，对线下的赋能直接体现在坪效的提升。盒马于 2019 年推出门店仓模式的盒马 mini，相较盒马大店进一步缩短和消费者的距离、业态更下沉，SKU 达数千种，如今坪效已超过盒马大店且物流配送成本更低。

表 2：广域电商与近场零售的比较

	广域电商	近场零售
服务半径	全国	同城
服务特点	品类齐全、稳定性	碎片化、高频化、即时性
主要场景	鞋服、百货等常规需求	餐饮外卖、生鲜果蔬等日常需求
2019 年用户规模 (亿人)	7.1	4.2
履约时效	次日达/多日达	1h 达/半日达
履约方式	多级协同仓+快递配送	前置仓+即时配送
代表平台	淘宝、京东、拼多多	美团、永辉超市、每日优鲜

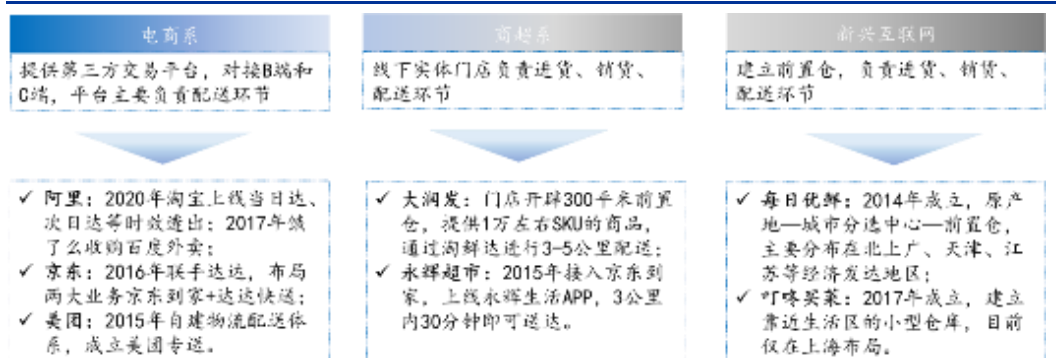
资料来源：CFLP，申万宏源研究

商流巨头入局，行业竞争加剧。当前玩家主要分成电商系、商超系和新兴互联网三类。电商系包括阿里巴巴（淘宝、饿了么、淘鲜达）、京东到家和美团；三者兼具海量互联网用户流量、充裕的资金实力和相对完善的物流配送体系，是当前近场零售核心玩家；

商超系玩家主要包括大润发、高鑫零售、永辉超市等，由线下实体门店负责进货、销货、配送环节。以线下零售门店为流量入口，依托多年积累的商品供应链优势，对用户提供高品质的到家服务，从而扩大销售范围，提升店面坪效；

新兴互联网玩家主要包括每日优鲜、叮咚买菜等，扎根生鲜垂直赛道，通过前置仓的布局替代实体门店，负责进货、销货、配送环节，在通过即时配送网络实现高品质物流配送服务。当前互联网玩家扎根生鲜赛道，逐步拓展商超标品等到家配送服务。

图 10：近场零售三种类别的业务布局



资料来源：申万宏源研究

竞争格局上，即时配送市场呈现蜂鸟、美团双寡头垄断，达达、闪送、顺丰等差异化竞争的特征。2015 年蜂鸟上线，是饿了么旗下即时配送运力平台，2018 年饿了么被阿里

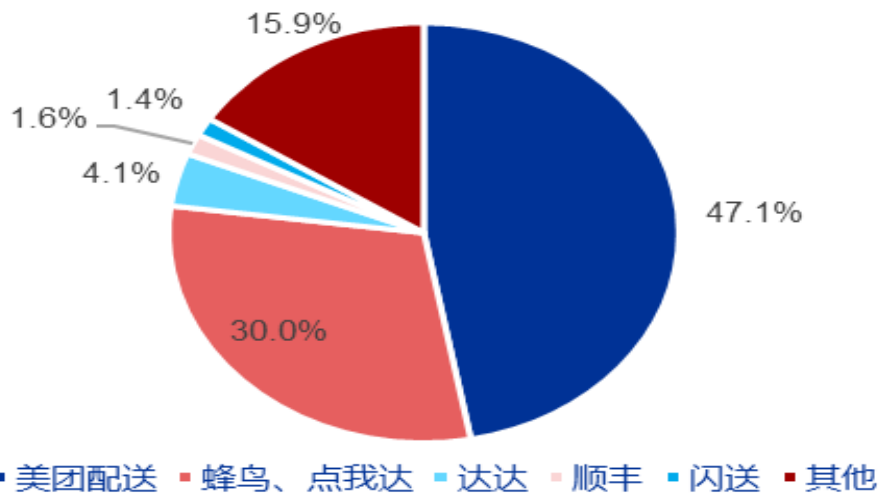
收购后，蜂鸟即配(含点我达)也随之成为阿里本地生活服务的物流基础设施，是阿里新零售落地的重要支撑。美团配送依托于美团巨大的本地生活服务平台，2020 年单日完成订单量的峰值已突破 3000 万，是当前即时配送领域规模最大的服务商。达达快送主要提供同城配送和最后一公里交付的众包平台，达达与京东到家宽和实现线上/线下超市品类供应链资源拓展，将现有门店作为其供应链前端，并与国内领先的连锁超市进行合作，包括沃尔玛、永辉、华润万家等，为消费者提供高品质生鲜、商品到家服务。此外，顺丰 2019 年将同城急送业务作为独立子公司运营，加大同城即时配送领域的布局节奏；推出“丰食”试水 B2B 同城团餐配送业务等差异化竞争手段。

表 3：即时配送三巨头对比分析

	蜂鸟配送	美团配送	达达-京东到家
日均订单量 (2019 年)	约 1600 万	约 2400 万	约 200 万
合作商户数 (家)	100 万+	360 万+	100 万+
配送员数量 (人)	300 万+	500 万+	300 万+
覆盖城市数量 (个)	1500+	2800+	400+
配送品类	餐饮外卖、鲜花蛋糕、商超、生鲜果蔬、甜品饮品、医药健康等	餐饮外卖、鲜花蛋糕、商超、生鲜果蔬、甜品饮品、医药、日用品等	超市便利、水果蔬菜、鲜花礼品、药品、家居时尚、烘焙蛋糕、手机数码等
顾客定位	高校学生、白领	高校学生、白领	家庭市场、女性市场、白领市场
物流配送	蜂鸟配送、众包、点我达	美团专送及外包	达达、京东物流
流量入口	饿了么、支付宝、淘宝口碑	美团 APP、美团外卖、微信	达达、京东到家 APP，京东

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：2019 年即时配送行业订单量市占率情况



资料来源：Trustdata，申万宏源研究

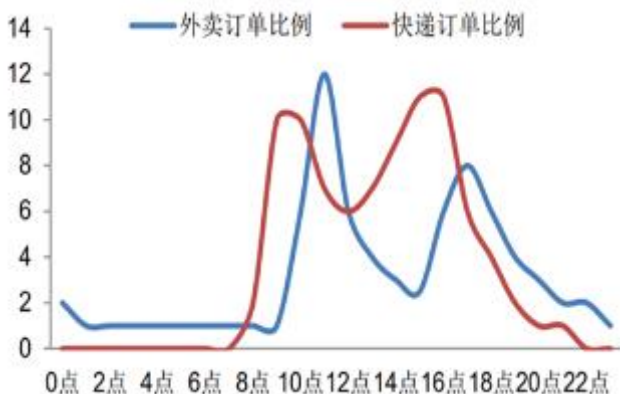
2. 对快递行业影响：短期竞合，长期替代

2.1 短期竞合：即时配送作为仓配、快递旺季的补充运力

即时配送本质是一种区域点对点物流服务网络，无需大规模的固定资产投资，规模效应的核心是人效的提升。然而，当前商流端餐饮为主的模式下，订单的时间波动较大，部分时段人员闲置的现象明显，对快递员日均送单量提升制约较大。

而即时配送的高峰与快递配送时间段相对错开，并且即时配送购物节等季节性的波动较弱，目前已经作为快递和仓配网络繁忙时段的补充运力，大大缓解快递和仓配在高峰时段的运力短缺问题。例如京东物流，目前配送链路除了传统城市仓—末端站点—快递员配送的模式外，还通过城市仓—末端站点—众包站—众包骑手的方式完成末端配送。其中，华东众包站是京东众包在华东地区的站点，京东众包是京东推出的一种全新、社会化的全民快递服务，本质是利用用户抢单模式，来为附近的客户做快递送货。核心模式是只要参与者年满 18 周岁，拥有一部智能手机和 3G 网络，就可成为京东众包兼职配送员。下载 APP，注册培训后上岗，配送费每单 6 元，其中包含大量闲置的外卖骑手运力（如达达等）。

图 12：即时配送订单时间分布不均衡



资料来源：饿了么，申万宏源研究

图 13：京东物流 618 部分快递采用众包模式配送



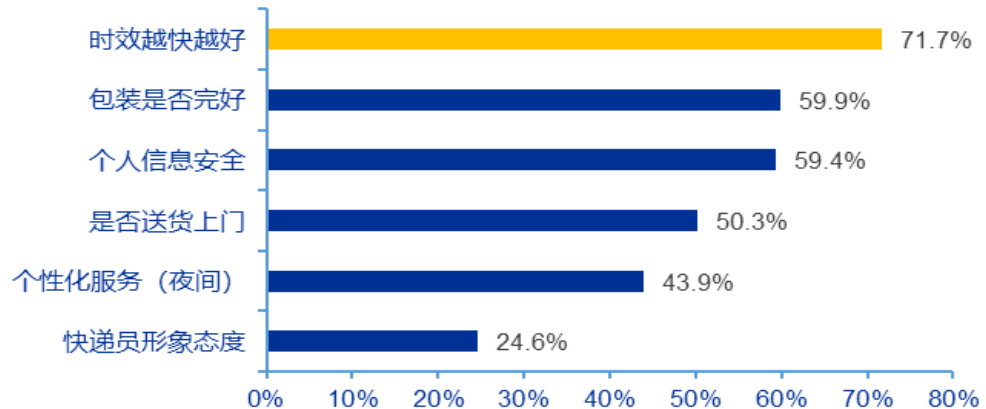
资料来源：京东手机端 APP，申万宏源研究

2.2 长期替代：高时效体验将推动对全网快递的替代效应

从消费者服务体验端来看，即时配送最大的优势在于大幅节约传统快递时效延迟，明显优化消费者购物体验。由于即时配送将商品前置到线下门店，因此配送时效往往在 1 小时以内，给消费者“分钟级配送”的购物体验。根据《中国智慧物流末端配送趋势报告》调研数据，在被问及末端配送未来最期待的场景，71.7%的受访者要求物流购物体验时效

越快越好；其中 38.5%的受访者希望“开启时空任意门，上一秒下单、下一秒送到”。这都显示出消费者对时效持续提出更高要求。

图 14：2018 年消费者最在意的末端配送体验调研结果



资料来源：中国智慧物流研究院，申万宏源研究

事实上，各大快递公司均已围绕高时效推出更具竞争力的各类产品，全网快递、仓配模式都在不断提升自身的时效标准，但是即时配送在时效层面的领先优势不可动摇。

表 4：快递物流企业不断推出快时效产品，即时配送物流服务时效明显领先

公司名称	产品名称	产品描述	物流模式	时效测算 (最长口径)
京东物流：	特瞬送	3 公里内最快可实现 30 分钟-1 小时内送达	即时配送	30 分钟-1 小时
	特快送	高时效寄递服务，超时全额赔付，300 城市次日或隔日达	仓配/快递	24-48 小时
	京准达	消费者可以选择精确收货时间段，211 标准服务	仓配模式	13-15 小时
	当日达	商家当日 11:00 之前取件，当日 24:00 之前送达消费者	仓配模式	13 小时
	次日达	商家当日 18:00 之前取件，次日 24:00 之前送达消费者	仓配模式	30 小时
	隔日达	商家当日 18:00 之前取件，隔日 24:00 之前送达消费者	仓配模式	50 小时
苏宁物流：	秒达	APP+前置仓模式，最快 30 分钟送达	即时配送	30 分钟-1 小时
	准时达	216 城市精确收获时间段	仓配模式	12-24 小时
	当日达	78 城市上午买下午到	仓配模式	12 小时
	次日达	317 城市今天买明天到	仓配模式	24-36 小时
顺丰：	同城急送	24 小时下单派送，平均 1 小时送达	即时配送	1 小时
	顺丰即日	顺丰为您提供当日寄件，当日送达的快递服务，当日 8 点前送达	全网快递	10-12 小时
	顺丰次晨	当日寄件，次日上午 12:00 前送达的领先服务	全网快递	24-36 小时
	顺丰标快	在指定服务范围和寄递时间内收寄，最快次日 18:00 前送达	全网快递	24-48 小时
通达系：				
中通	City Express	主打同城“四小时”内配送	即时配送	4 小时
	星联时效件	有时效保证、高辨识度、高品质服务、全链路跟踪服务	全网快递	24-48 小时

表 4：快递物流企业不断推出快时效产品，即时配送物流服务时效明显领先

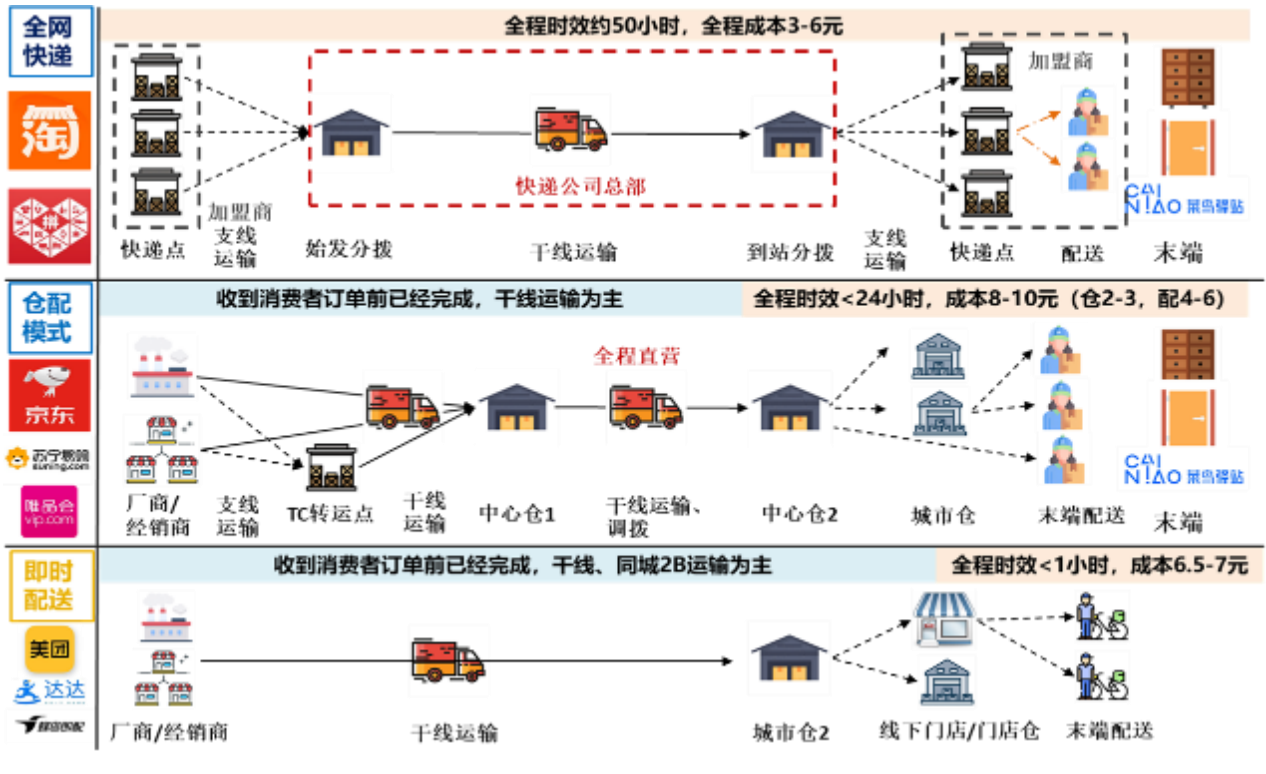
圆通	计时达	最快 2 小时内完成配送，在 6 城展开业务	即时配送	2-4 小时
	承诺达特快	包括同城特快、即日达、次晨达等，主要面向中高端客户	全网快递	24-48 小时
韵达	云递配	5 公里内半小时送达	即时配送	30 分钟-1 小时
	韵达特快	时效保证、高品质服务	全网快递	24-48 小时
	韵准达	精准收派件并全程可视化跟踪的超体验快递服务。	全网快递	24-48 小时

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

不同的物流模式存在“时效界线”，本质是长距离运输以及分拣过程所带来的时效减损导致全程时效存在极限，难以进一步优化。时效界限的存在导致全网快递等时效相对较慢的物流形式，难以满足消费者越来越高的时效需求。具体来看：

- 全网快递：24 小时送达是全网非航空快递的“时效界限”。**普通陆运最快时效产品也难以保证大规模单量稳定 24 小时内送达。原因在于分拨中转在每天固定时段开始，且长途运输、支线运输、末端派送等多环节使得时效难以进一步提升。根据国家邮政局数据，全网快递的平均时效在 50 小时左右，时效仅为快递公司“特快”产品的 50%，可见快递公司的时效产品在压缩时效等方面已经“用尽全力”。
- 仓配模式：8-12 小时则是仓配模式的“时效界限”。**仓配面临庞大 SKU 的仓储的拣选打包以及同城运输、派送的时效问题，**但是相较全网快递已经有一倍左右的时效提升，消费者感知明显。其本质是商品的前置（到仓）以及中间链路的减少。**此外，仓配模式还受到铺货预测精准性要求高、仓储建设、租赁运维及存货成本相对较高的问题，对仓储自动化和精细化运营能力要求较高。
- 即时配送：30-60 分钟对于配送时效仅是“标准服务”，最快时效达到 10-15 分钟甚至更短。**即时配送将商品前置到距离消费者 5 公里内的店面中，并且由门店自行完成打包等工作，骑手进行配送，是目前来看最短链、高时效的物流服务模式。即时配送通过**模式领先带动服务时效领先，相较全网快递和仓配模式，将时效提升数十倍甚至百倍，从“时效痛点”层面大幅优化了消费者的服务体验。**

图 15：不同物流模式的链路和时效、单票成本特征



资料来源：申万宏源研究

高时效物流服务+巨头介入带动商流迁移，从而形成对全网快递的替代效应。即时配送“分钟级”的高服务时效将形成强竞争壁垒和用户口碑，在巨头介入下，推动用户的部分需求从广域电商的消费逐步过渡到城市近场电商+即时配送模式上，从而对全网快递的物流模式形成一定的替代作用。

图 16：近场电商与广域电商的关系



资料来源：罗戈研究，申万宏源研究

然而，无论是近场电商还是广域电商，商业模式的迭代还需回归本质——消费者的购物体验。消费者更关心还是（1）高品质物流服务的价格；（2）商品的品类/质量；此外还

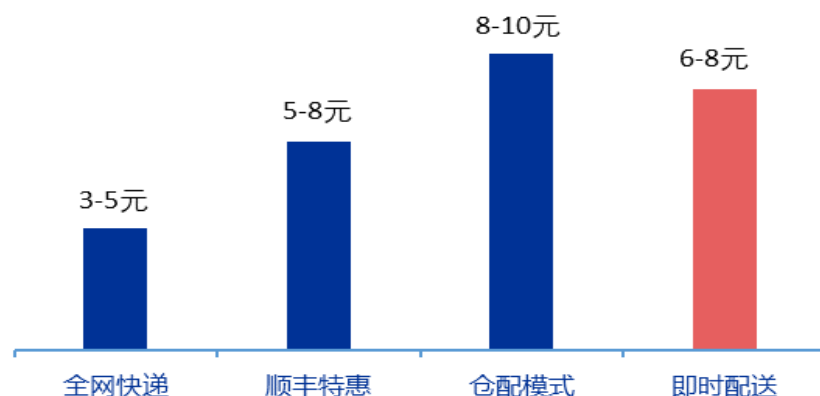
需关注的是消费者习惯迁移的成本。当前来看，近场电商即时配送的物流成本约为全网快递的 2-3 倍，并且面临商品品类远不及广域电商的核心问题。此外，消费者已经形成在淘宝、天猫、京东等广域电商购物的消费习惯，习惯迁移也是一大问题。因此我们认为，物流成本、SKU 丰富度、用户习惯迁移成本三者将共同构成近场电商迭代广域电商的三大壁垒，壁垒能否突破也将决定替代的程度和快慢。

2.3 物流成本、SKU 丰富度与用户习惯三大替代壁垒有望突破

2.3.1 替代壁垒一：即时配送降本空间仍然较大，成本有望接近全网快递

当前即时配送物流成本仍然较高，成本核心组成部分是骑手薪酬，当前骑手日均订单量较低直接导致单均成本高企。即时配送的核心物流成本包含配送费与打包费两个部分，当前即时配送平均成本在 6-8 元/单，包括 2-3 元的打包费以及 4-6 元的物流配送费用。横向比较来看，即时配送物流服务仍然高于全网快递近一倍以上，略高于顺丰特惠件的标准报价。

图 17：即时配送成本相对较高（元/票）



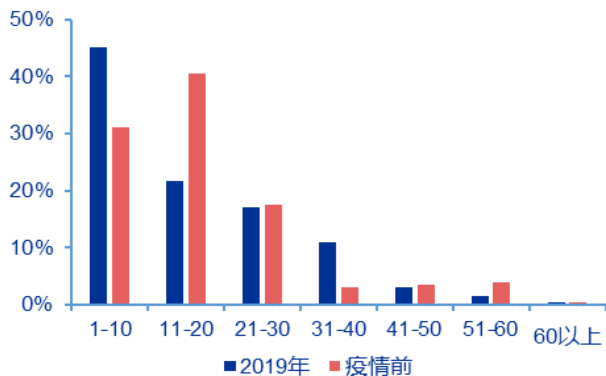
资料来源：公司公告，申万宏源研究

从日均送件量角度：当前即时配送快递员日均送件量仅为直营快递网络的 40%-50%，仅为通达系快递员的 10%-20%左右。据美团研究院最新发布的《2019 年及 2020 年疫情期间美团骑手就业报告》中的调查显示，2019 年超过 66%的骑手日均送单量在 20 单以下；仅 15.9%的骑手能做到日均 30 单以上的配送；即时配送通达系快递员人均送件量达到日均 100-150 件；顺丰快递员人均送件 50 件/天；京东人均送单量接近 60 单。

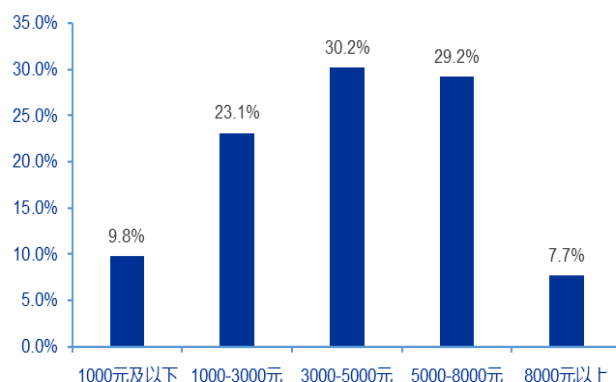
从收入角度看，骑手的平均收入在 3000-8000 元之间，与末端快递员收入基本一致，甚至更高。因此，薪酬相对恒定的情况下，人效的不足直接导致了末端配送成本高企，当前即时配送的单票成本是全网快递末端配送成本的 3-4 倍，是仓配模式末端配送成本的 1.5-2 倍。

图 18：美团骑手日均订单分布（单/人）

图 19：2019 年美团建档立卡贫困户骑手月收入分布



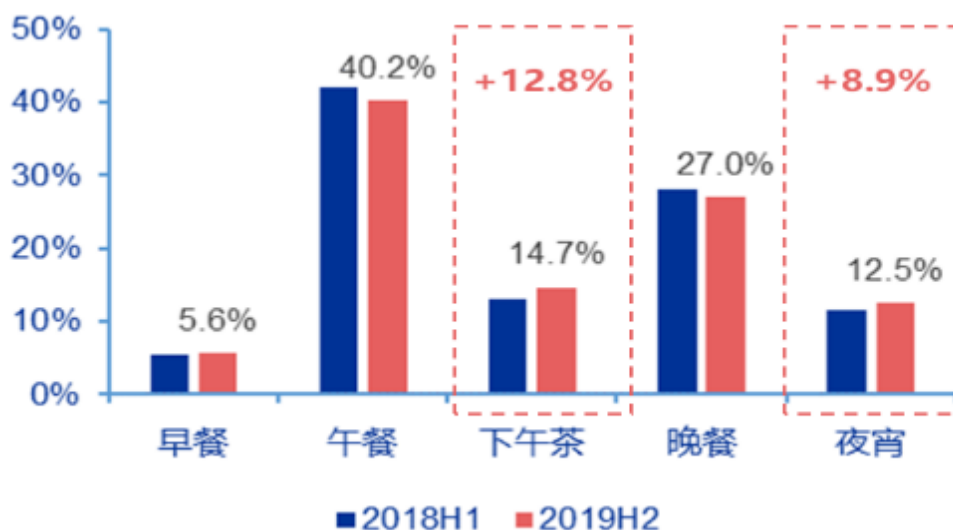
资料来源：美团研究院，申万宏源研究



资料来源：美团研究院，申万宏源研究

但是我们认为即时配送骑手人效仍有一倍以上的提升空间，核心驱动因素包括（1）即时配送单量分布的平滑，使得骑手空闲时间段的逐步充分利用，从而增加骑手人效。主要包括从传统餐饮外卖逐步拓展到生鲜、商超、茶饮、鲜花绿植等各类商品，能实现在一天各时段以及一年个自然日间的更为均衡的分布，从而让骑手的闲置时间充分利用，提升人效。根据我们观察，事实上这种趋势近期已经开始出现。

图 20：消费者一天之内各时段即时配送单量占比结构

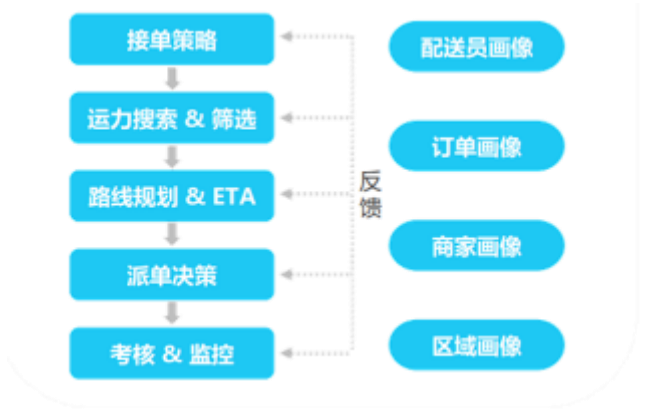


资料来源：Trustdata，申万宏源研究

（2）技术算法的更新迭代、外卖末端的优化提高骑手的配送效率，大幅提升人效。技术层面，包括实时订单分配技术和订单智能打包技术。订单分配技术主要是指当前主要是将骑手、商家、消费者的位置数据实时匹配更新，基于地理位置和装载情况进行订单正确高效的推送。智能打包技术的核心是确保配送效率提升从而实现成本节省。通过对统一送达地址或者同一商家订单的合并，对打包订单进行重分配，从而大幅提升履约情况。

末端交付环节，外卖保温柜等新兴末端模式的出现，大幅缩短骑手的等候时间，提升末端交付效率。疫情期间美团外卖等均推出“无接触配送”模式，更安全的同时也大幅提升了末端交付效率。预计末端交付环节的优化，可以在高峰时段进一步提升骑手的配送效率 30%-50%以上。

图 21：即时配送订单匹配模型流程图



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 22：外卖保温柜的推出提升末端配送效率



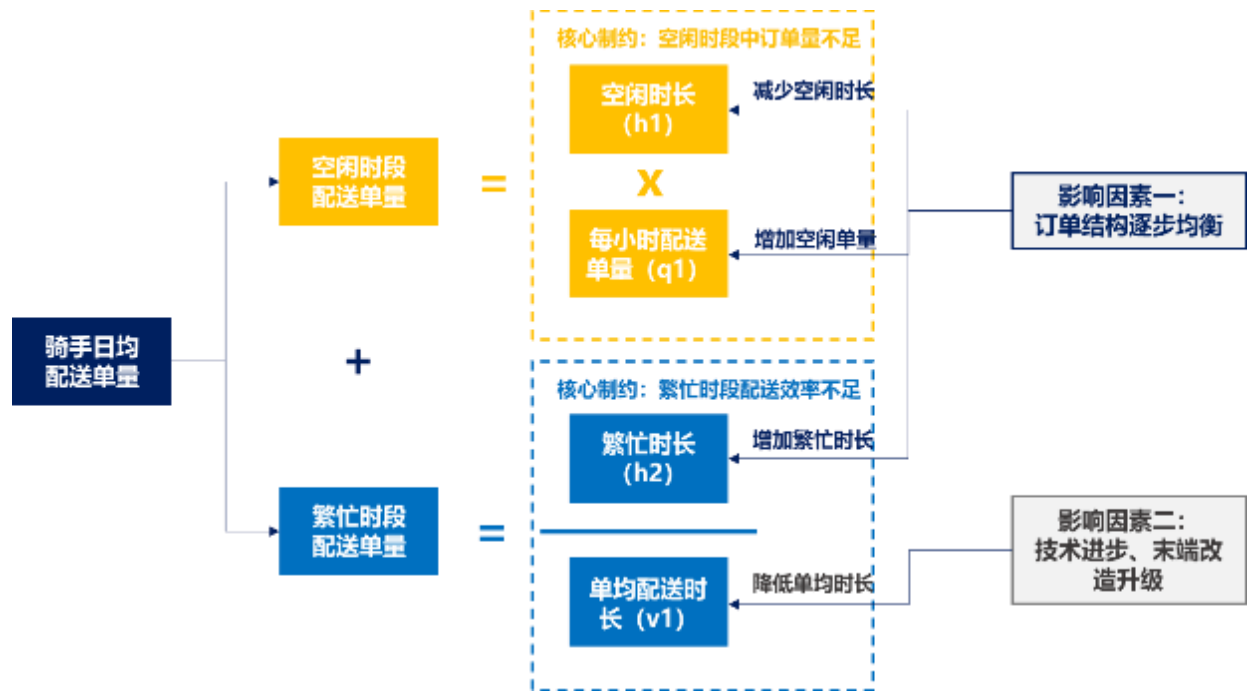
资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

量化测算：

(1) 模型核心逻辑：骑手日均配送单量可以分为空闲时段和繁忙时段配送单量的总和。其中，空闲时段的定义是骑手工作时长中，配送效率未发挥到最大限度，存在空余时间的时段；而繁忙时段则是骑手充分发挥工作效率的时段。

我们认为：空闲时段中，制约骑手配送单量的关键因素是订单量不足，表现为每小时配送单量 q_1 的不足（而非配送效率不够）；而繁忙时段中，制约骑手配送单量的关键因素是配送效率 v_1 的不足（而非单量不够多），其中配送效率用单均配送时长来度量。而此前定性分析中提到的“订单结构准备均衡”（即影响因素一），“技术进步、末端改造升级”*即影响因素二，均会对上述理论模型中的特定变量产生影响。具体理论模型如下图：

图 23：即时配送骑手配送单量理论模型



资料来源：申万宏源研究

当前值假设逻辑：原始值主要通过实地骑手调研推算，我们假设骑手在中午 11:00-13:00，下午 17:00-19:00 进入繁忙时段，合计 4 小时/天；其余时段均为空闲时段，合计 6 小时，因而骑手每天工作 10 小时（事实上部分骑手工作时长长达 11-12 小时）。调研得知，繁忙时段，骑手一小时能配送 4-5 单，因而推算单均时长大约 13 分钟/单，空闲时段则单量较少，假设为 2 单/小时（通过骑手日均 30 单作用倒算得到）。

我们考虑以下几个因素使得即时配送的单均成本得以大幅优化：

(1) 到单量结构的均衡使得原本空闲的时段(如下午 15:00-17:00 空闲时段变为买菜、茶饮甜品密集时间，早上 9:00-11:00 或者晚上 19:00 后空闲时段成为快递标品寄送密集时间)均从空闲时段变为繁忙时长。**我们在谨慎、中性、乐观情形下分别假设空闲时长从每天 6 小时，压缩至每天 5/4/3 小时。**

(2) 单量结构均衡还使得空闲时长中，穿插部分非密集型需求(如鲜花、蛋糕)，导致空闲时长的单量均衡化。我们假设情形下，空闲时段的单量从每小时 2 单，提升至每小时 2.5/3 单。

(3) 技术进步和末端站点升级使得骑手的单均配送时长有所缩短。我们认为随着单量密度的提升，这种影响是显著的，能使骑手在繁忙时段因顺路而多携带 1-2 单。我们假设在谨慎/中性/乐观情形下单均配送时长从每单 13 分钟，下降到 10/9/8 分钟。

(4) 此外，我们还考虑骑手因为付出劳动增加，平均月薪有每种情形下不同幅度的合理上涨。在谨慎/中性/乐观情形下分别上涨 5%/10%/15%。事实上，这是一种相对保守的假设，因为可参照的通达系快递员在过去 3-5 年中，人均配送单量有了大幅的提升(从人均 60 单/天，上升至 100-150 单/天)，但是薪酬却几乎没有太大的改变。

表 5：骑手单均成本模型测算

	单位	当前值	谨慎	中性	乐观	计算公式
空闲时长 (h1)	小时	6	5	4	3	
繁忙时长 (h2)	小时	4	5	6	7	
总工作时长 (h)	小时	10	10	10	10	$h=h1+h2$
空闲时:						
每小时配送单量(q1)	单	2	2.5	3	3	
空闲时段配送总单量(Q1)	单	12	12.5	12	9	$Q1=h1*q1$
繁忙时:						
单均配送时长(v1)	分钟/单	13	10	9	8	
繁忙时段配送总单量(Q2)	单	18.5	30.0	40.0	52.5	$Q2=h2*60/v1$
结论:						
骑手日均配送总单量 (Q)	单	30.5	42.5	52.0	61.5	$Q=Q1+Q2$
骑手平均月薪 (S)	元	6000	6300	6600	6900	
单均成本 (p)	元/单	6.6	4.9	4.2	3.7	$p=S/30/Q$

资料来源: 申万宏源研究

基于以上测算，我们发现即时配送在谨慎/中性/乐观三种情形下，单票成本有望降低到每单 4.9/4.2/3.7 元，降幅达到-24.7%/-35.4%/-43.0%。

我们认为，即便是上述乐观情形的分析，也有非常大的可实现性，我们的测算整体偏保守。原因在于，单量结构的均衡叠加技术进步必将使得即使配送释放更大的效率潜能，如同十年前我们无法想象如今末端快递员能完成日均 150-200 件的派件一样，我们容易低估服务标准化和技术进步带来的效率提升幅度。

此外，即时配送相较于其他电商物流模式，充分利用本地同城店铺中的货物进行物流配送服务，节省了长途运输和分拨中心、电商仓储的租赁操作成本，本身就是更为集约、高效的物流形式。因此我们判断，未来即时配送成本保守估计将与全网快递基本持平。

2.3.2 替代壁垒二：同城 SKU 数量足以满足日常需求，即时配送与仓配模式形成互补

从 SKU 丰富度来看，广域电商仍有不可替代的优势，即海量长尾商品的优势。当前淘宝 SKU 数量保守估计达到 3 亿个，是城市中大型商超、单个城市电商仓的的近千倍。但是，同城零售中，单个便利店或者线下大型商超能覆盖 5 万个 SKU，叠加其他服装店、百货等其他业态，保守估计全城 SKU 至少达到几十万甚至百万个级别，可以做到满足基本生活需要和用户购物中高频商品的一般需求。

因此，我们认为尽管近场电商 SKU 数量无法与广域电商比拟，但这仍不会成为影响城市近场电商部分替代广域电商大趋势的绊脚石。

表 6：不同类型购物渠道 SKU 数量对比

单位: 万个	SKU 数量
--------	--------

普通便利店	0.25
线下大型商超	5
单个电商仓库	10
苏宁	约 2000-3000
京东	约 5000-8000
淘宝	约 30000

资料来源：公司官网，申万宏源研究

此外，我们认为电商仓拥有更海量的 SKU，可以在 SKU 数量层面作为即时配送在同城角度的合作方。据调研，单个电商仓库的 SKU 数量可以达到 10 万个，考虑不同电商仓库之间的调货等功能，整个仓网 SKU 数量有望达到近百万个，这大大拓宽了同城近场电商的 SKU 丰富程度。此外，前文中也提到，仓配模式末端配送成本较高，目前已经采用众包、即时配送运力作为补充。

因此我们认为，在同城范围内，仓配和即时配送两种模式存在竞合关系，两者以更快的时效，更好的服务共同替代全网快递中相对标准化的产品。电商仓为即时配送提供了更海量的 SKU 丰富消费者的选择，而即时配送作为补充运力降低了仓配落地配送的人力成本，同时提高了仓的周转效率，形成双赢。

当然，广域电商+全网快递的物流形式仍会占据较大的份额，仍然具备价值。原因在于长尾商品需求满足仍需全网快递远距离的物流运输形式；并且广袤的三四线城市难以建立仓配和即时配送的网络，快递物流仍是最经济高效的履约模式。但是，即时配网络成熟的城市仍会通过更高的时效、更优的服务和相对可控的价格对全网快递形成一定的替代。

图 24：即时配送有望和仓配形成竞合关系，共同替代快递

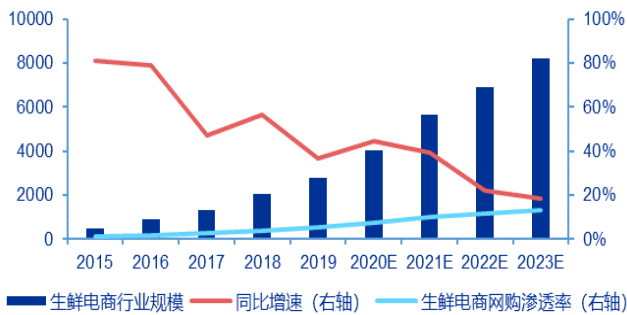


资料来源：申万宏源研究

2.3.3 替代壁垒三：生鲜作为巨头云集的过渡赛道，有望推动用户的习惯迁移

生鲜电商行业规模及电商渗透率持续增长。通过五年的发展，生鲜电商在行业规模和渗透率角度均取得了令人瞩目的成长。据艾瑞咨询测算，2019年，生鲜电商行业规模达到2796亿元，同比增速达到36.7%。预计未来三年，生鲜电商仍有望保持26%的CAGR高速增长，2023年行业规模将超过8000亿。

图 25：生鲜电商行业规模（亿元）及电商渗透率



资料来源：艾瑞咨询，商务部，申万宏源研究

图 26：生鲜的过渡赛道作用日趋明显



资料来源：申万宏源研究

网购渗透率角度：根据商务部公布的生鲜市场零售额推算，2019年生鲜电商的网购渗透率达到5.4%，未来三年有望提升到13.9%，成为消费者购买生鲜产品的主流渠道之一。

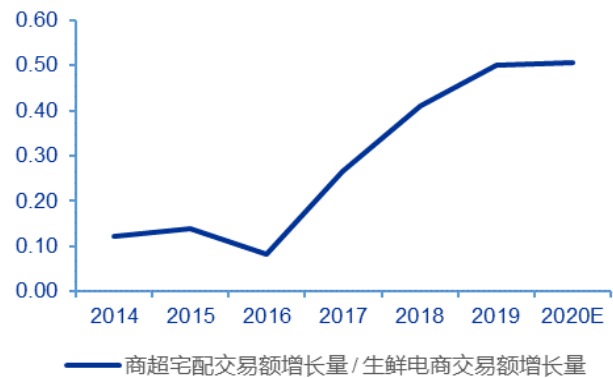
我们认为，生鲜作为高频的即时配送购物需求，兼具餐饮和标准品购物的特性，有望成为过渡赛道，推动消费者通过同城零售+即时配送的形式购买快消、3C等产品，从而促进消费习惯的迁移。消费者在通过APP下单生鲜蔬菜的过程中，切实感受到了即时配送的高效快捷服务，往往几次之后也会在购买生鲜同时，下单一些家庭快消品的“顺单购买”，这也推动了同城零售O2O市场的快速增长。

图 27：商超宅配 O2O 行业规模（亿元）及增速



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 28：生鲜电商与商超宅配交易增量相关性提升



资料来源：申万宏源研究

另一方面，同城零售领域巨头的入局也推动行业的快速发展，加速消费者的习惯培养。行业进入的巨头主要包括互联网巨头（阿里、京东、美团等），传统线下零售巨头（如永

辉)，以及垂直领域的新兴生鲜电商公司（每日优鲜，叮咚买菜等）。行业巨头的进入使得促销活动、补贴的大量增加，有利于快速培养消费者的用户习惯，从而推动行业的变革。

表 7：巨头在生鲜电商、商超到家领域的布局基本完善

	阿里巴巴	腾讯/京东	美团点评	苏宁
线下超市	大型超市	大润发、盒马	沃尔玛、永辉	小象生鲜 家乐福、苏鲜生
	社区超市	盒马 mini	永辉 mini、钱大妈	谊品生鲜 苏宁小店
生鲜电商	商超到家	盒马、淘鲜达	京东到家、永辉生活	菜大全，美团买菜 苏宁线上超市
	前置仓	菜划算	每日优鲜	苏宁小店、苏小团
	团购	十荟团	兴盛优选	肉联邦 苏小团，苏宁推客
其他	便利店	天猫小店	便利蜂	美团优选、肉联邦 苏宁小店
	无人超市	天猫无人超市	京东无人超市	苏宁小店无人店
物流即时配送网络	全职	蜂鸟配送	京东物流，超市自建运力	美团外卖 美团、自建部分运力
	众包	点我达	达达	部分众包快递员

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.4 影响测算：即时配送远期将替代 15%-25%的快递业务量

近场电商+即时配送的模式将多大程度替代广域电商+全网快递，主要取决于前端零售消费习惯的迭代范围以及程度。我们认为，可以从覆盖人群和人均购物频次两个角度来加以分析。

从覆盖人群角度：近场电商+即时配送新模式大概率能覆盖 3-4 亿用户，即一二线城市核心城市的用户。原因主要包括供需两个层面，从需求来看，即时配送高服务质量的特征与一二线城市用户的需求更匹配。即时配送提供更高时效的物流配送服务，但是即使物流服务成本基本一致，也可能伴随着商品价格略高于广域电商的情形，短期内对价格敏感程度一般，但服务体验要求更高的一二线城市用户吸引力更大，而对价格偏好较高的下沉用户吸引力则较小。从供给来看，即配网络核心覆盖地区仍有限，短期看三四线城市还不具备大规模建设即配网络的经济性。即时配送对趋于订单密度要求较高，适合在商业活动密集的城市地区构建高效网络，此外，即时配送还可以与电商仓进行协同（上文有分析），电商仓的布局也主要在一二线城市范围，这样变相限制了即时配送的地域扩张。

从购买频次看：近场电商的购物频次受到消费习惯和 SKU 品类等多因素影响。我们认为，同城零售+即时配送的购物频次会逐渐趋近于广域电商，原因主要是：

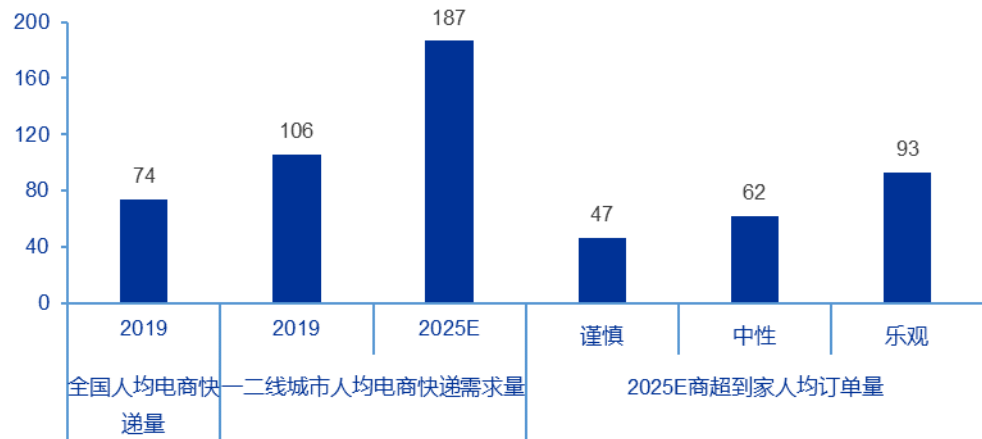
(1) 近场电商能以更高的时效体验满足消费者绝大多数高频刚需的购物需求，这部分日常购物需求相较于长尾商品的购物，更占据主流地位；

(2) 近场电商+即时配送的模式事实上“自带流量”，促进了消费频次的提升。消费者通过高频的餐饮外卖、生鲜果蔬购物自然联想/延展到商超购物上，这种流量的迁移是自然发生的，相较于广域电商更具备优势。

从量化测算角度：

未来城市近场电商+即时配送模式的总单量=覆盖人群 x 年人均订单量。

- **覆盖人群估算：**我们认为到 2025 年，近场电商+即时配送模式未来有望覆盖 3-4 亿城市用户，提供更高时效高质量的服务体验；远期（预计 2030 年）有望覆盖 4-5 亿用户甚至更多。

图 29：商超到家人均订单量预测（票/人/年）

资料来源：国家邮政局，申万宏源研究所

- **商超到家人均订单量估算：**

核心逻辑：2025 年即时配送人均订单量=2019 年一二线城市人均电商购物件需求 x (1+增长率) *即时配送购物比例

(1) **2019 年我国一二线城市年人均购物需求 90-122 件（中枢 106 件）。**当前即时配送商超到家订单量仍然很小，我们仅估算电商购物件数作为总需求的测算。2019 年全国快递业务量约 635 亿件，其中电商件约占到 80%，按照网购用户数 6.9 亿人测算，全国人均年电商购物件约 74 件/年。然而，考虑一二线城市用户购买力和消费习惯显然好于行业平均，人电商件购物量将会更高。因此，我们采用全国快递业务量排名前 30 的城市 2019 年快递业务量总和达到 458 亿件，占全国总件量的 72.2%；假设其中电商件占 80%，算得一二线城市人均电商购物件数为 366 亿件（约为 458*80%），考虑一二线城市用户数量大约在 3-4 亿人，测得 2019 年一二线城市年人均电商购物 90-122 件（中枢 106 件）

(2) **预计 2020-2025 年，一二线城市人均电商购物件需求未来保持 10%-15%的稳健增长。**由于一二线城市用户电商购物习惯基本养成，未来人均购物件数增长的主要驱动因素为人均收入水平，线上渗透率提升等影响，将保持高于 GDP 增速的速度持续增长。预计到 2025 年一二线城市用户人均年电商购物 187 件。

(3) **假设在谨慎/中性/乐观情形下，即时配送人均订单量达到 2025 年电商购物件需求的 25%/50%/100%，则 2025 年人均即时配送获取电商件数量（即商超到家）将达到**

47/63/93 件。而根据估算，当前商超到家用户人均年订单量在 10-20 单/年之间，未来仍有较大的增长空间。

表 8：中性假设下，商超到家订单量及其快递分流效应测算

	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
即时配送总订单量		92.6	134.4	184.9	243.7	313.6	408	530	662	795	954	1097	1262	1388	1499
yoy(%)		63.9%	45.1%	37.6%	31.8%	28.7%	30%	30%	25%	20%	20%	15%	15%	10%	8%
一、商超到家订单量测算															
商超到家GMV		199	502	878	1511	2570	4510	7622	11058	14699	18932	22492	26225	29173	31851
客单价		80	80	75	75	70	70	70	65	60	60	60	60	60	60
商超到家订单量		2	6	12	20	37	64	109	170	245	316	375	437	486	531
占即时配送比例		2.7%	4.7%	6.3%	8.3%	11.7%	15.8%	20.5%	25.7%	30.8%	33.1%	34.2%	34.6%	35.0%	35.4%
测算逻辑:															
用户量	亿人	0.3	0.6	0.8	1.1	1.5	2.0	2.6	3.3	3.9	4.4	4.7	5.0	5.2	5.3
yoy(%)			100.0%	33.3%	37.5%	35%	35%	30%	25%	20%	12%	8%	6%	3%	3%
人均订单量		8.3	10.5	14.6	18.3	24.7	32.1	41.8	52.2	62.7	72.1	79.3	87.2	94.2	99.8
yoy(%)			26.2%	40.0%	25.1%	35%	30%	30%	25%	20%	15%	10%	10%	8%	6%
二、对快递分流效应测算:															
全国快递业务量	亿件	401	507	635	794	992	1210	1453	1670	1871	2021	2182	2313	2383	2454
yoy(%)		28.1%	26.6%	25.2%	25.0%	25.0%	22.0%	20.0%	15.0%	12.0%	8.0%	8.0%	6.0%	3.0%	3.0%
电商件比例		75%	78%	80%	82%	84%	86%	88%	89%	90%	91%	91%	92%	92%	92%
电商件全网快递数量 (不考虑分流)		300	396	508	651	833	1041	1278	1487	1684	1829	1986	2117	2192	2258
yoy(%)			31.6%	28.4%	28.1%	28.0%	24.9%	22.8%	16.3%	13.3%	8.6%	8.6%	6.6%	3.6%	3.0%
即时配送分流后:															
电商件全网快递数量		298	389	496	631	797	977	1169	1317	1439	1513	1611	1679	1706	1727
yoy(%)			30.6%	27.5%	27.1%	26.3%	22.6%	19.7%	12.6%	9.3%	5.2%	6.5%	4.3%	1.6%	1.2%
即时配送分流比例			1.6%	2.3%	3.1%	4.4%	6.2%	8.5%	11.4%	14.5%	17.3%	18.9%	20.7%	22.2%	23.5%

资料来源：申万宏源研究

以上测算基于相对平稳的习惯变迁逻辑下，预计 2025 年即时配送将会分流 15%左右的快递业务量，主要在一二线城市地区。但考虑到近年巨头纷纷布局同城零售市场，可能存在加大补贴、加强导流等经营手段；通过快速提升用户规模、培养用户习惯的方式提升上述效应的发生速度，甚至扩大即时配送覆盖的城市范围，向更下沉的市场渗透。

结论：虽然全网快递（尤其是加盟快递）在广袤的中国市场中依然有较高的履约效率和一定的不可替代性，但是即时配送至少在一二线城市中将会成为更重要的物流履约形式，与电商仓网一起共同部分替代全网快递。

根据我们测算，全国范围内，即时配送的物流形式远期替代全网快递的比例大约会在 15%-25%之间；而在一二线城市中，替代比例会达到近 50%甚至更高。未来中国将形成全网快递—仓配物流—即时配送三个层次的物流履约网络，从而充分满足不同消费者差异化的消费和物流服务需求。

2.5 未来：即时配送有望成为规模万亿的细分行业，诞生市值万亿级别物流巨头

2019年，即时配送行业订单量约185亿单，假设单票收入6.5元，则行业收入规模达到1200亿左右。我们预计未来即时配送有望在十年内，订单量翻8-10倍，达到1500-2000亿单；假设单均收入5-6元，支撑万亿左右的行业收入规模，成为物流行业重要的细分赛道。

表 9：即时配送行业 2030 年单量测算

	单位	餐饮行业	生鲜水果	商超到家	其他	即时配送合计	
2019年	行业规模	亿元	43721	52000	-	-	
	线上渗透率		14.90%	5.40%	-	-	
对 2030 年的核心假设	十年行业 CAGR		6%	6%	-	-	
	线上渗透率		40%	50%	-	-	
	客单价	元/单	70	70	-	-	
	占比 (%)		-	-	-	10%	
2030年	订单规模	亿单	474	705	531	171	1881
	占比		25.2%	37.5%	28.2%	9.1%	100.0%
	单票收入	元/票					5-6
	行业规模	亿元					9400-11200

资料来源：国家统计局，商务部，申万宏源研究

市值角度：对比快递行业，即时配送行业对应相对更高端的物流服务需求，我们认为商流端的付费意愿更高，龙头公司能形成较高的单票盈利水平。快递行业稳态阶段，预计单件盈利0.3-0.5元/票，龙头公司市占率40%，盈利达到288-480亿元，估值在5760-9600亿左右。对于即时配送行业，我们认为在稳态阶段，龙头公司单票利润保守预计达到0.5-0.7元/票，假设市占率达到40%，则即时配送龙头公司净利润有望达到360-504亿元，按照20倍PE，则估值有望达到7200-10080亿元；因此，即时配送领域也有望诞生市值规模不亚于快递行业龙头的物流巨头服务商。若考虑十年后技术创新，无人配送等技术手段在末端配送领域的可应用性和经济性更强，该领域龙头公司的利润和估值水平仍有进一步提升的空间，行业的前景十分广阔。

表 10：即时配送行业规模及龙头公司估值估算

	快递		即时配送	
	下限	上限	下限	上限
行业稳态时期——				
行业业务量 (亿件)	2400	2400	1800	1800
市占率	40%	40%	40%	40%
龙头公司票件量 (亿件)	960	960	720	720
单票利润 (元/票)	0.3	0.5	0.5	0.7
总利润 (亿元)	288	480	360	504
估值指标 P/E	20	20	20	20
总估值 (亿元)	5760	9600	7200	10080

资料来源：申万宏源研究估算

即时配送企业仅美团外卖（在美团体内），饿了么+点我达（在阿里体内），达达-京东到家，顺丰同城急送（在顺丰体内）实现直接/间接资本化。仍有大量新兴企业仍处于私募股权融资阶段，梳理如下：

表 11：即时配送一级市场私募股权融资情况

公司名称	最近一次融资时间	融资轮次	融资金额	预计估值	投资方
UU 跑腿	2018.8	B 轮	2 亿人民币	5 亿人民币	汇德丰资本、东方汇富
闪送	2018.8	D+轮	6000 万美元	10 亿美金	顺为资本、顺亮投资、赫斯特资本、五岳资本、源星资本、海松资本、华联长山兴、海纳亚洲、光源资本
快先森	2018.8	天使轮	未透露	-	原链资本
快牛配送	2017.4	A 轮	数千万人民币	-	贵格天使（领投）、Cherubic Ventures 心元资本
快服务	2017	Pre-A 轮	数千万人民币	-	峰瑞资本、福源精益、百度众筹
老虎快购	2016	天使轮	500 万人民币	-	星河互联
人人快送	2016	B 轮	5000 万美元	-	
51 送	2015	A 轮	数百万美元	-	未透露
邻趣	2015.8	B 轮	1000 万美元	-	有成创投、IDG 资本、启明创投

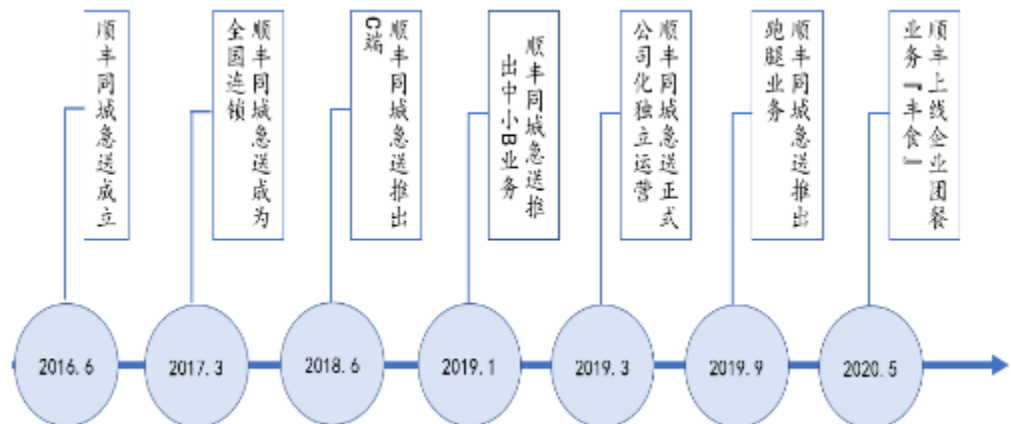
资料来源：IT 橘子，申万宏源研究

3. 顺丰同城：定位中高端，依托品牌优势发展迅速

3.1 2016 年进入同城市场，产品线逐步完善

长期来看，即时配送未来有望成为万亿规模的细分行业，诞生市值与快递行业相近的万亿规模物流服务巨头。顺丰 2016 年起进入同城物流市场，具备较为前瞻的战略视野，2019 年顺丰完成独立公司化运作。顺丰的同城业务自 2016 年同城急送成立，2018 年起陆续推出针对 C 端和中小 B 的各类产品，2020 年 5 月试水企业团餐，正式推出线上业务“丰食”。2019 年，“顺丰同城急送”品牌发布，意味着顺丰同城从顺丰控股集团的业务部门独立，升级为公司化运作，这也是顺丰全面布局即时物流市场的标志。

图 30：顺丰同城业务发展



资料来源：公司官网，申万宏源研究

顺丰同城致力于打造全场景服务，多元产品布局体系基本成形。顺丰品牌主张“优质、高效、全场景”。顺丰同城急送合作与覆盖的客户范围广泛，包括餐饮、商超、生鲜、服装等不同行业的众多头部品牌，拥有超过 10 万中小商家和 2,000 万的个人用户。多产品组合和多元化解决方案搭建的一体化综合物流服务。

顺丰同城急送产品组合富多元，产品体系基本完善。既服务于 C 端个人消费者（帮我送、帮我买、帮我办等），也致力于 to B 端的外卖服务（喜茶等知名品牌即时配送服务）。

基于 C 端的业务中，“取送件”业务是面向所有客户的全场景同城物流配送服务，3 公里平均 30 分钟送达，5 公里平均 60 分钟送达，灵活结合抢单和派单两种模式以提高订单响应效率；“帮我买”于 2019 年 9 月正式上线，下设随意购、小吃、奶茶、蔬菜、咖啡、生鲜、药品和酒水 8 个子板块，可以指定地址购买或委托骑士就近代购。

基于 B 端的业务除了传统的到家服务之外，今年还试运行 B2B 团餐业务。丰富的产品布局使得顺丰既能满足中小企业客户和个人消费者的标准化、离散化需求，为用户提供手可及的便利，也能满足头部品牌客户的定制化、集中化需求，助力商家快速实现规模化经营。

表 12：顺丰同城急送业务产品矩阵

	基于 B 端		基于 C 端
类别	B2C 产品	B2B 产品（丰食）	C2C 产品
产品类别	定制产品、品牌产品、时效产品、经济产品	团餐配送，堂食点餐（试运行中）	帮我送、帮我买、帮我办
计价标准	6-7.5 元/单	-	起步收费：14 元（<3km 且 <5kg） 超里程费：2 元/km 超重费：2 元/kg
合作客户	麦当劳、必胜客、瑞幸、喜茶、奈雪的茶、永辉超市、和府捞面、百果园、海澜之家等	德克士、和府捞面、老娘舅、乐凯撒、味干拉面、云海肴、真功夫、尊宝披萨	鲜花店、蛋糕店、生鲜店、个人用户

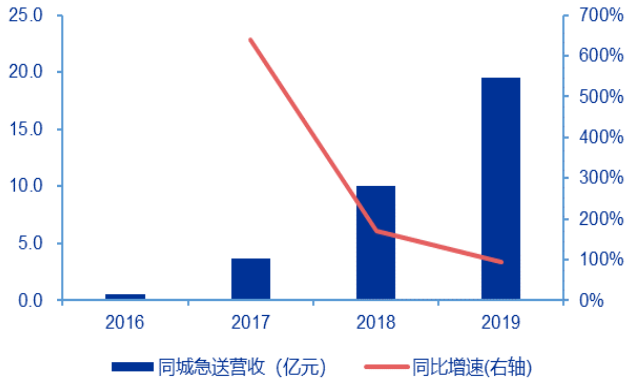
资料来源：公司年报、顺丰同城急送小程序、申万宏源研究

3.2 依托品牌优势和网络优势，同城业务发展迅速

顺丰同城业务发展迅速，收入实现跨越式增长。2016-2019 年同城业务收入 CAGR 为 239.1%，2019 年业务营收达 19.52 亿元（同比+96.12%），是七大业务板块中增速最快的细分业务板块，根据估算目前业务量市占率达到 1%-2%，行业排名第五。顺丰同城急送小程序/APP 目前提供两大服务——“取送件”和“帮我买”，2019 年底日均突破 100 万单。

图 31：2016-2019 年顺丰同城业务收入及增速

图 32：顺丰同城急送业务板块



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：顺丰同城急送小程序，申万宏源研究

我们认为顺丰开展同城急送业务的核心优势在以下几个方面：

(1) 高端品牌优势+丰富客户资源推动同城急送业务快速扩张。

公司品牌优势明显，顺丰作为国内服务质量领先的直营快递公司，具备良好的口碑形象。公司满意度连续 11 年稳居行业榜首，快递服务全程时限排名第一，成为业内“快”、“准时”、“安全”的代名词。

公司 B 端客户资源丰富。2019 年活跃月结客户数量达到 140 万，同比提升 19.2%，且销售额百万级以上客户占比在逐步扩大。稳定增长的月结客户数量保障了末端流量的稳定，降低了经营全周期的风险。顺丰同城业务定位中高端，当前已和餐饮、商超、生鲜、消费电子等 28 个行业的众多头部品牌合作（如新零售茶饮头部品牌喜茶）。此外，顺丰优质稳定的物流基因受到商务场景下 C 端用户的喜爱，所以直接带动生活场景中的品牌选择，推动 C 端业务量的增长。

图 33： 2016-2019 年顺丰月结客户数量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34： 顺丰同城急送合作品牌

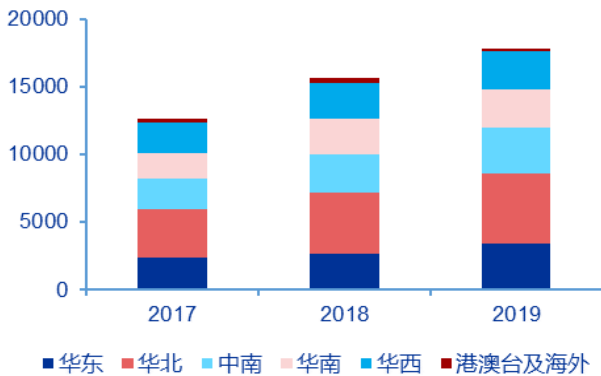


资料来源：顺丰同城急送小程序，申万宏源研究

(2) 顺丰借助已有网点和快递运力形成协同，提效降本。

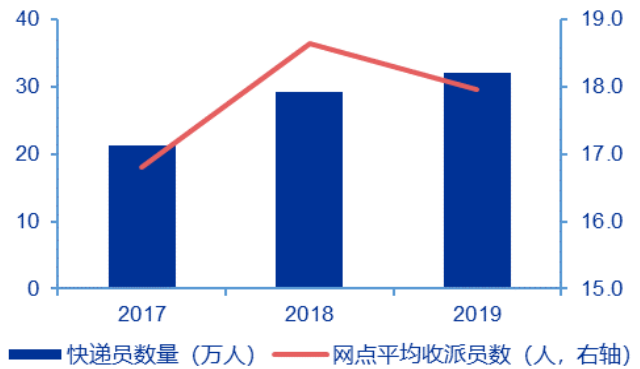
成本端：依托直营末端网络和快递员实现配送场地、资源层面的协同。顺丰作为国内龙头直营快递公司，在全国范围拥有完善的直营快递服务网络。截至 2019 年末，顺丰的服务范围有效覆盖全国 335 个地级市，公司拥有近 1.8 万个自营网点，各种用工模式收派员 32.03 万人，9 万台末端收派车辆。现有的快递网络有助于新开辟的同城业务借助大网的资源实现**兼职人力、共享站点和末端快递柜**等方面的协同。这使得顺丰同城急送业务在保障客户服务体验的同时，得以快速拓宽服务范围，降低服务成本，相较于其他新兴同城零售平台具备更强的竞争力和成本优势。

图 35：顺丰全国网点数量及其结构（个）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：顺丰快递员数量及单个网点快递员数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 试水团餐业务，探索更多可能性

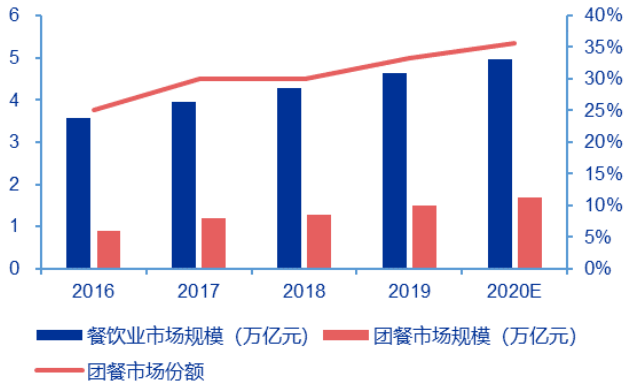
我国团餐市场方兴未艾。团餐是指为一些学校、企事业单位等餐厅提供团体供餐业务。根据中国饭店业协会数据，近年来我国团餐市场规模快速提升，2020 年达到 1.69 万亿，同比增速达到 12.7%，占餐饮行业比例提升至 36%左右。

此外团餐市场还呈现集中度低，区域性强的特征。团餐企业普遍呈现“小、散、弱”等问题。受限于团餐企业自身传统经营模式的困扰,行业市场竞争的不断加剧,以及自身创新能力有待突破,团餐企业在转型过程中面临着巨大挑战。目前团餐行业集中度仍然很低，CR10 不到 5%，仅 20%的企业跨区域运营。

团餐配送行业规模随着团餐市场扩大的不断增长，但是集中度和规范程度仍然较低，整个行业仍处于混沌期。未来，随着头部品牌集中度提升，团餐行业的互联网化等新趋势形成，对物流服务品质的需求也将逐步提升，将会形成新的市场机会。

图 37：2016-2020E 中国团餐市场份额及预测

图 38：顺丰丰食小程序业务板块



资料来源：中国饭店协会，艾媒数据中心，申万宏源研究



资料来源：丰食小程序，申万宏源研究

顺丰抓住机遇率先切入，与头部品牌商形成合作。2020年5月，顺丰同城推出团餐平台“丰食”，一款提供无接触安全送餐服务的订餐小程序/APP，为企业提供集体预约订餐、集中配送等高品质同城急送服务。目前该平台上已有近百家知名商户入驻，包括德克士、真功夫、乐凯撒披萨、尊宝披萨、吉野家、云海肴、西贝、巴蜀风、周黑鸭等知名餐饮企业。丰食推出“0成本”商家免费入驻计划，入驻丰食的商户在今年7月1日前上线佣金只有3%，7月1日后上线佣金也仅2%，相较美团和饿了么近20%的抽佣比例更低。

表 13: B2C 外卖与 B2B 团餐的比较

	B2C 外卖	B2B 团餐
客户	个人	企业
需求特点	需求离散，非计划性、时效性要求高	需求集中，计划性、准时性要求高
抽佣比例	20%左右	顺丰：2% 其它：8-20%
运营资质	无	企业团餐证照
市场格局	双寡头竞争	集中度低，小而分散
知名代表	美团，饿了么	河北千喜鹤，北京健力源

资料来源：申万宏源研究

与 B2C 外卖相比，B2B 团餐的需求更为集中，且计划性较强，时效性则相对较弱。结合当前市场集中度较低的特征，顺丰出色的品牌形象和丰富的管理经验将很好的满足 B2B 团餐配送的服务需求。

丰食上线给顺丰同城配送和餐饮供应链服务打开新的想象空间。一方面，顺丰通过建立独立子品牌完善即时物流业务的布局，企业团餐可视为同城业务中的又一场景开拓，有望提高末端订单密度进而与其它业务产生协同效应；另一方面，我国餐饮供应链效率仍然较低，从 B2B 团餐切入，与众多头部餐饮品牌建立合作，有助于顺丰进一步沿产业链扩张，通过自身冷链、供应链能力更好的服务更多餐饮行业客户。

3.4 对标达达，顺丰同城急送业务估值中枢在 220 亿左右

我们将顺丰、达达和闪送的财务指标与市场估值做比较分析，认为参照达达，顺丰同城急送业务当前合理估值范围可能在 126-302 亿元之间，估值中枢约 220 亿。

财务指标上，当前顺丰的业务量（估算）约为达达的 1/3，与闪送相近。但是从单票收入维度来看，顺丰直营的模式和高端定位导致单票收入大于众包模式的达达（达达收入中含商流部分）。

市场估值来看，达达美股上市一个月时间，二级市场股价涨幅近 100%，整体估值维持在 50 亿美金左右。闪送 2018 年 D 轮融资，整体估值约 10 亿美金。

估值指标上，我们认为三者规模上基本相近，从商业模式上来看，顺丰和闪送定位中高端，单票价值量更大一些；但是闪送自带商流，因此从估值中含对其商流板块的估值。此外，顺丰作为综合物流龙头，产业协同效应、业务的可持续性和可延展性更高，在估值指标角度也要予以考虑。因此如果将顺丰同城急送业务按达达的估值指标进行估值测算，得到估值范围在 126-302 亿元之间，展望未来顺丰同城急送估值空间仍有较大提升空间。建议持续关注即时配送行业变化，以及顺丰、达达等相关标的走势。

表 14：顺丰、达达、闪送业务与估值比较

	单位	顺丰	达达	闪送
一、2019 年财务指标				
业务量	亿票	2.7	7.5	2.6
yoy(%)		95.0%	46.3%	-
收入	亿元	19.5	31.0	-
yoy(%)		96.1%	61.3%	-
二、市场估值				
一级市场融资 (2018.8)	亿元			70
二级市场估值 (2020.7.27)	亿元		350	
三、估值指标				
P/当年票件量		46.5	46.5	27.0
P/当年票件量/票件量增速		1.0	1.0	-
P/S (当年)		11.3	11.3	-
PSG (当年)		0.18	0.18	-
四、顺丰同城急送估值分析				
上限 (按 PSG, P/票件量/票件量增速平均)		302		
中枢 (按 PS 估值)		220		
下限 (按 P/票件量)		126		

资料来源：申万宏源研究

4. 投资建议

即时配送与全网快递短期竞合，长期替代。即时配送未来有望成为万亿规模的细分行业，单票利润有望高于快递行业，从而诞生市值与快递行业相近的万亿市值规模物流服务巨头。建议持续关注即时配送行业的发展，着重关注美股达达集团(DADA NEXUS)、趣活科技，A 股顺丰控股，H 股美团点评等相关标的，把握商流变化驱动物流行业及龙头标的快速增长的投资机会。

5. 风险提示

- 1、同城零售业务增速不及预期；
- 2、宏观经济增速不及预期；
- 3、劳动力成本上升超预期。

表 15: 物流行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2020-07-28		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值 (亿元)		2019A	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E
002120	韵达股份	买入	23.78	689	3.9	1.19	1.04	1.23	1.32	23	19	18
002352	顺丰控股	买入	67.98	3,024	7.1	1.31	1.38	1.58	1.82	49	43	37
600233	圆通速递	买入	15.58	492	3.4	0.59	0.57	0.59	0.69	27	26	23
DADA.O	达达集团	买入	22.77	51	-4.7	-0.19	-0.26	-0.20	-0.07	-	-	-

资料来源: Wind 资讯、factset, 申万宏源研究

注: 达达集团预测 EPS 采用 factset 一致预期, 货币单位为美元

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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