

# 传媒互联网

## 滴滴出行全梳理：国内移动出行龙头，海外业务快速拓展，多元服务持续推进

作者

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**张爽** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

**滴滴出行为中国移动出行龙头，也是全球布局的一站式多元化出行平台。**

滴滴出行成立于 2012 年，经过九年发展，成长为全球多元化移动出行平台，在亚太、拉美、非洲和俄罗斯提供出租车召车、网约车、顺风车、公交、共享单车、共享电单车、代驾、汽车服务、配送、货运及物流、金融等多元化服务。以截至 21Q1 末的一年维度看，滴滴出行业务拓展至 15 个国家近 4000 个城市与地区，全球年活跃用户数已经达到 4.93 亿，年活跃司机数已经达到 1500 万，日均交易 4100 万次，全球 GTV 合计达到 3410 亿元。

**全球出行市场蕴含机遇，国内共享出行预计五年复合增速达 30%。**

2020 年，全球消费者在出行上的支出为 6.7 万亿美元，出行占全球 GDP 的 8.0%。中国是当今世界上最大的出行市场，2020 年市场规模为 5.7 万亿元，占全球出行的 13.1%，根据 CIC 预测，到 25 年中国出行市场规模将达到 10.6 万亿元。其中中国共享出行的总支出到 2025 年的年复合增长率为 29.9%。拉丁美洲，EMEA 和 APAC（不包括中国和印度）的共享出行市场规模到 2025 年的年复合增长率为 23.2%。

**滴滴中国网约车业务实现盈利，国际业务仍在发展期，新业务持续开拓，双轮效应下运营效率有望提升。**

**中国业务：**截止 21Q1 末，在中国滴滴已经拥有 3.77 亿年活跃用户，月平均活跃用户数为 1.56 亿；在过去的 12 个月中，日活跃用户数共计 1300 万。2020 年，滴滴中国出行业务 GTV 总额 1890 亿元，其中网约车是 GTV 主要来源，共计贡献 1486 亿元，其他共享出行业务贡献 404 亿元。从收入上看，2020 年，滴滴中国出行业务的收入为 1336 亿元，调整后 EBITA 为 40 亿元。

**国际业务：**2018 年，滴滴出行开始开拓国际市场，根据艾瑞咨询和 CIC 数据，从 20 年交易量上看，滴滴已经成为拉丁美洲第二大网约车平台以及墨西哥第二大网约车与外卖平台。2020 年，滴滴国际业务 GTV 为 256 亿元，采用净值确认的方法确认收入为 23 亿元，调整后 EBITA 为 -35 亿元。

**其他业务：**目前，滴滴已经与中国一家领先的电动汽车制造商合作开发和制造了 D1——世界上第一辆专门为共享出行而制造的电动汽车。同时，滴滴正在开发自动驾驶技术，并尝试将其应用与共享出行业务，有望通过该技术建立大规模的自动驾驶车队。自行车和电动车共享服务在 18 年推出，对滴滴的网约车业务有重要的“引流”作用，约 40%使用共享单车或电动车服务的客户，每月也会使用至少一次滴滴的打车服务。公司在 20 年 6 月推出了同城货运服务，推出服务后 6 个月内在 8 个城市完成了 1100 万订单。

**财务方面，**2018-2021Q1，公司分别实现营业收入 1352.88 亿元、1547.86 亿元、1417.36 亿元、421.63 亿元，对应 19-21Q1 同比增速分别为 14.41%、-8.43%、105.95%，2020 年受疫情影响，公司营收受到影响，同比有所下滑；公司营业收入主要由中国出行业务、国际业务和其他业务构成。其中，中国出行业务是公司贡献营业收入的主要力量，18 年-21Q1 占比超过 93%，其他业务贡献营收占比逐渐提升。18 年-21Q1，归属普通股股东净利润分别为 -156.42 亿元、-97.28 亿元、-106.80 亿元、1.96 亿元，21Q1 盈利我们认为一方面由于疫情后恢复，一方面来自橙心优选剥离带来的投资收益影响。

**公司将在美股进行 IPO，本次 IPO 拟募集资金将用于：约 30%投资于技术（包括共享出行、电动汽车和自动驾驶技术）、约 30%用于扩张国际业务、约 20%用于推出新产品和扩展现有产品、剩余部分用于一般公司用途（包括营运资金需求和潜在的战略投资和收购等），建议关注。**

**风险提示：**反垄断及其他法律和法规风险；市场竞争激烈；用户安全问题；自动驾驶等业务的预期收益不确定；产品责任索赔的风险，IPO 尚未发行。

## 内容目录

<b>1. 公司基本情况</b>	<b>4</b>
1.1. 历史沿革	4
1.2. 融资情况	5
1.3. 股权结构	6
1.4. 董事会及管理层情况	6
1.5. 员工组成	8
1.6. IPO 投向	8
<b>2. 行业分析</b>	<b>8</b>
2.1. 出行市场	8
2.1.1. 出行模式的变革	8
2.1.2. 市场规模	9
2.2. 共享出行市场	9
2.3. 电动出行市场	10
<b>3. 公司业务</b>	<b>11</b>
3.1. 中国出行业务	12
3.1.1. 概况	12
3.1.2. 平台功能简介	14
3.1.3. 滴滴中国出行业务收入模式	15
3.2. 国际业务	16
3.2.1. 概况	16
3.2.2. 平台功能	17
3.3. 其他业务	18
3.3.1. 车服业务	18
3.3.2. 电动车业务	19
3.3.3. 自动驾驶业务	19
3.3.4. 共享两轮车业务	20
3.3.5. 同城货运业务	20
3.3.6. 社区团购业务	20
3.3.7. 金融业务	20
<b>4. 财务分析</b>	<b>21</b>
4.1. 整体财务分析	21
4.2. 营业收入细分	21
4.3. 毛利分析	22
4.4. 费用分析	22
<b>5. 风险提示</b>	<b>23</b>
5.1. 反垄断及其他法律和法规风险	23
5.2. 市场竞争激烈	24
5.3. 用户安全问题	24
5.4. 自动驾驶等业务的预期收益不确定	24

5.5. 产品责任索赔的风险 .....	24
----------------------	----

## 图表目录

图 1: 滴滴出行业务模式 .....	4
图 2: 公司发展历程 .....	4
图 3: 公司上市前股权结构 .....	6
图 4: 截至 2020 年 12 月 31 日公司员工构成 (人) .....	8
图 5: 2018-2020 年员工数量及同比变化趋势 .....	8
图 6: 中国出行市场规模 (单位: 十亿元) .....	9
图 7: 共享出行渗透率 .....	9
图 8: 共享出行的总支出 (单位: 十亿元) .....	10
图 9: 共享出行的海外市场规模 .....	10
图 10: 全球电动汽车渗透率及中国充电总支出 (单位: 百万元) .....	11
图 11: 滴滴业务构成示意图 .....	11
图 12: 滴滴业务规模 .....	12
图 13: 滴滴网约车业务类型示意图 .....	12
图 14: 滴滴中国出行业务 GTV 变化 (单位: 亿元) .....	13
图 15: 滴滴中国出行业务单量变化 (单位: 亿次) .....	13
图 16: 滴滴中国出行业务单价变化 (单位: 元) .....	14
图 17: 滴滴出行平台界面展示 .....	14
图 18: 滴滴中国出行业务 2020 年收入模型 (单位: 十亿元) .....	15
图 19: 滴滴国际业务 GTV 变化 (单位: 亿元) .....	16
图 20: 滴滴国际业务单量变化 (单位: 亿次) .....	16
图 21: 滴滴国际业务平均单价 (元) 变化趋势 .....	17
图 22: 国际业务财务和收入模型 (单位: 十亿元) .....	17
图 23: 滴滴海外网约车与外卖平台界面 .....	17
图 24: 滴滴业务的“双轮效应” .....	18
图 25: 滴滴电动车——“D1” .....	19
图 26: 滴滴自动驾驶技术示意图 .....	20
图 27: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 营业收入及同比增速 (单位: 亿元) .....	21
图 28: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 归属普通股股东净利润 (单位: 亿元) .....	21
图 29: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 分项业务收入 (单位: 亿元) .....	21
图 30: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 毛利 (单位: 亿元) 及毛利率 .....	22
图 31: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 四项费用 (单位: 亿元) .....	23
图 32: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 四项费用率 .....	23
表 1: 公司上市前投融资基本情况 .....	5
表 2: 高管背景介绍 .....	6

## 1. 公司基本情况

滴滴出行是全球卓越的移动出行科技平台，秉承通过改变出行方式让生活更美好的使命，持续发展共享出行、汽车解决方案、电动出行和自动驾驶四大领域。在亚太、拉美、非洲和俄罗斯提供出租车召车、网约车、顺风车、公交、共享单车、共享电单车等多元化服务。根据 CIC 的数据，截至 2021 年 3 月 31 日的十二个月中，按年度活跃用户和平均每日交易量计算，滴滴出行已成为全球最大的移动技术平台。

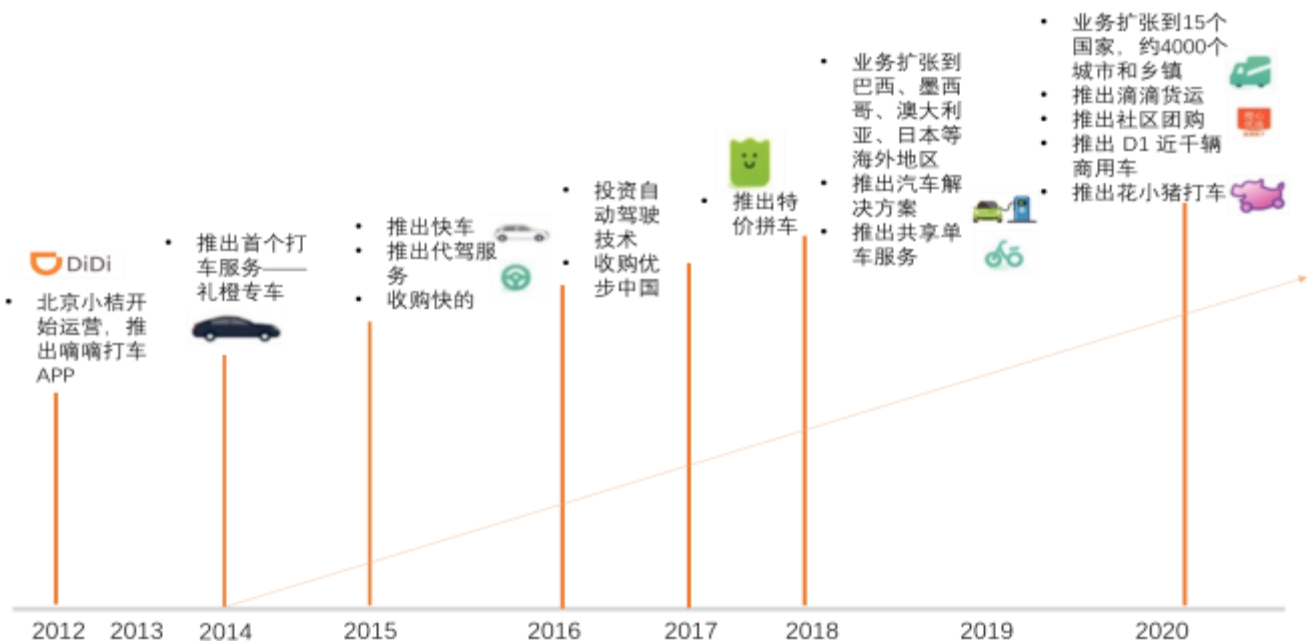
图 1：滴滴出行业务模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.1. 历史沿革

图 2：公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2012 年北京小桔科技有限公司开始运营，推出滴滴打车 APP 来提供打车服务。

2014 年，“滴滴打车”更名为“滴滴打车”；上线专车服务。

2015 年，收购快的，并将控股公司更名为小桔快智公司。全面品牌升级，更名为“滴滴出行”，明确构建一站式出行平台。

2016 年，收购优步中国。同年，开始投资自动驾驶。

2018 年，推出了汽车解决方案，并将业务依次扩展到巴西、墨西哥及其他国家。

2020 年，与一家领先的电动汽车制造商合作推出 D1（专为共享出行而设计的电动汽车）。

## 1.2. 融资情况

为了为公司快速扩张提供资金，公司已经进行 23 轮上市前融资，投资者包括蚂蚁金融、Gold Guard Investment(CEO 杨磊为最终受益人)、永安行和 GGV 纪源资本等。

表 1：公司上市前投融资基本情况

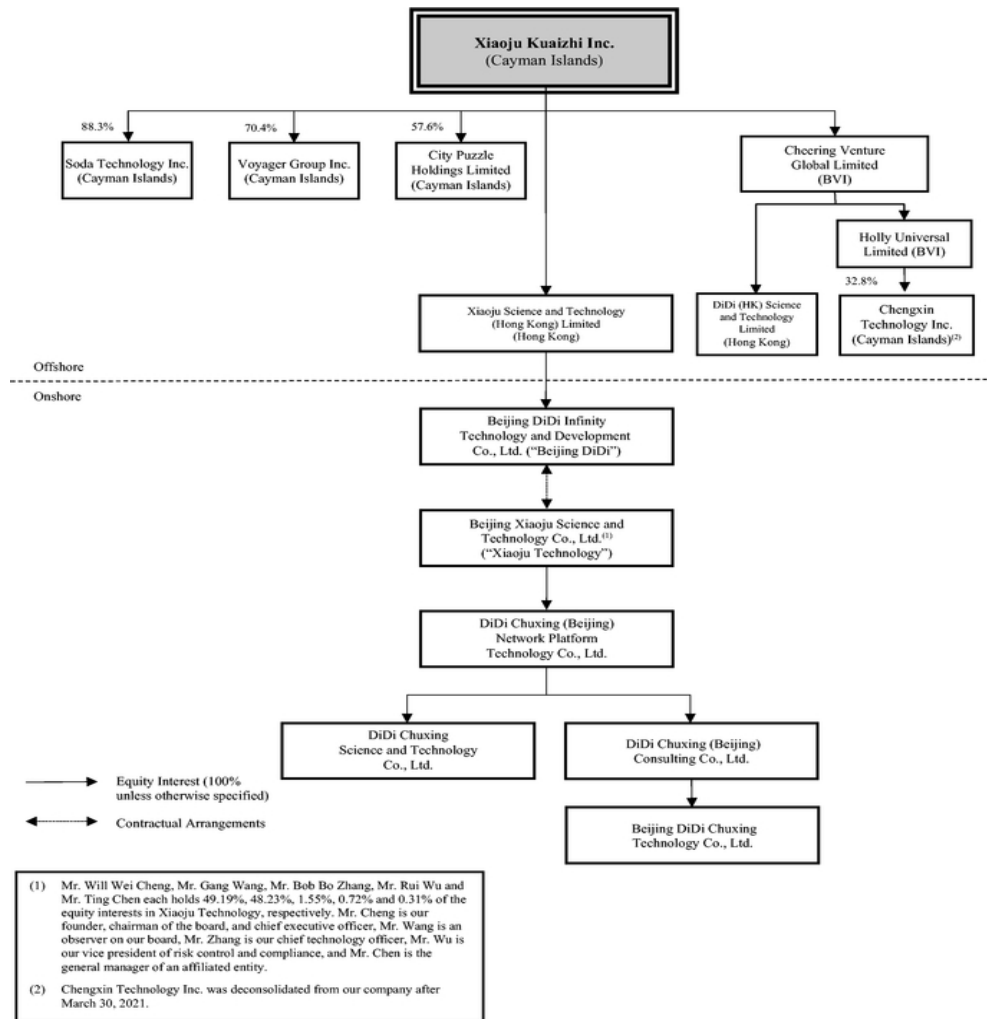
轮次	时间	融资金额	投资方
天使轮	2012/7/1	80 万	王刚
A 轮	2012/9/1	300 万美元	金沙江创投
B 轮	2013/4/1	1500 万美元	腾讯投资、经纬中国
C 轮	2014/1/1	1 亿美元	H Capital
D 轮	2014/12/10	7 亿美元	DST Global、Temasek 淡马锡、腾讯投资、GGV 纪源资本
D+轮	2015/1/1	未披露	高瓴资本、红杉资本中国、国新科创基金、正心谷资本、阿米巴资本
E 轮	2015/5/27	1.42 亿美元	新浪微博基金
F 轮	2015/7/7	30 亿美元	中投公司、平安创投、阿里巴巴、腾讯投资、Temasek 淡马锡、Coatue Management
战略融资	2016/2/25	10 亿美元	赛领资本、春华资本、中信资本、鼎晖投资、中投公司、北汽产业投资、中金甲子、民航股权投资基金、招商银行、平安创投
债权融资	2016/6/16	20 亿元	中国人寿
G 轮	2016/6/16	45 亿美元	软银中国资本、招银股权投资、阿里巴巴、腾讯投资、蚂蚁金服、中国人寿、Apple 苹果、加华资本
战略融资	2016/6/22	4 亿元	保利资本
战略融资	2016/7/27	2 亿元	国机汽车
战略融资	2016/8/16	金额未知	中邮资本
战略融资	2016/9/9	1.199 亿美元	富士康
战略融资	2016/12/13	数千万美元	律格资本
战略融资	2017/4/28	55 亿美元	银湖资本、中俄投资基金、Pagoda 高达投资、招银股权投资、交通银行、软银中国资本
战略融资	2017/12/21	40 亿美元	SoftBank Capital
战略融资	2018/4/5	2.648 亿美元	Mirae Asset
股权转让	2018/5/10	金额未知	软银愿景基金
战略融资	2018/7/17	5 亿美元	Booking Holdings 集团
战略融资	2019/7/25	6 亿美元	丰田汽车
债权融资	2021/4/10	15 亿美元	高盛中国、JPMorgan Chase & Co、汇丰银行、Morgan Stanley 摩根士丹利、Citigroup、Barclays Investment Bank

资料来源：天眼查，天风证券研究所

### 1.3. 股权结构

公司通过中国营运实体北京小桔科技有限公司经营业务。通过合约安排，公司可控制北京小桔科技有限公司的业务所带来的所有经济利益。

图 3：公司上市前股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.4. 董事会及管理层情况

公司董事会由 8 名董事构成，董事、高管团队及相关背景如下：

表 2：高管背景介绍

姓名	职务	介绍
程维	创始人 董事会主席 CEO	自 2013 年 1 月起担任董事会主席，自 2015 年 2 月起担任首席执行官。 2005-2011 年任职于阿里巴巴；最近一次担任支付宝副总裁；在此之前，曾任多个与销售相关的职位，包括阿里巴巴的区域经理。
柳青	联合创始人 董事 总裁	联合创始人之一，自 2014 年 12 月起任公司董事兼总裁。同时领导滴滴女性网络。 开云集团董事会成员，开云集团是一家在巴黎泛欧交易所上市的国际奢侈品集团。 曾任北京高盛主要投资部门的董事总经理。
朱景士	董事 高级副总裁 国际商业集团 CEO	自 2016 年 6 月起担任本公司董事，自 2019 年 1 月起担任高级副总裁，负责战略、资本市场和国际业务。同时担任公司国际业务集团的首席执行官。 在 2014 年加入公司之前，曾任高盛香港主要投资部执行董事。 他还曾在贝恩资本、摩根士丹利和波士顿咨询集团工作。



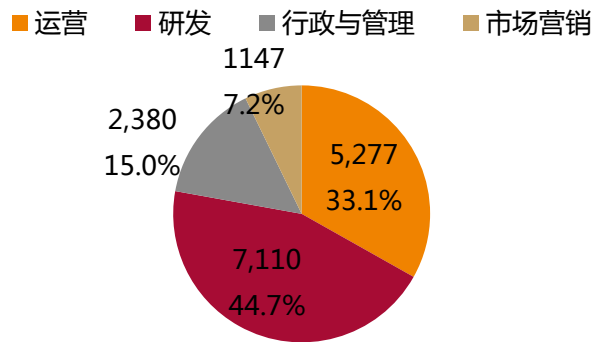
陈峙屹	董事	自 2015 年 7 月起担任本公司董事。 自 2011 年起担任博裕资本顾问有限公司董事总经理。 2006-2011 年在通用大西洋公司工作；在此之前，曾在摩根士丹利工作。
刘炽平	董事	自 2015 年 2 月起担任本公司董事。 现任腾讯的总裁兼执行董事、金山及美团之非执行董事、唯品会及腾讯音乐董事、京东董事。 曾任高盛（亚洲）投资银行部执行董事和电信、媒体及科技集团首席运营官。 曾任麦肯锡公司管理顾问。
Kentaro Matsui	董事	自 2019 年 10 月起担任本公司董事。 现任软银集团常务董事兼资本管理部主管；自 2018 年来，供职于软银愿景基金亚洲投资部门。 2016 年 11 月至 2018 年 6 月，担任软银集团管理人员、法务部门主管及财务部门副主管。
Adrian Perica	董事	自 2016 年 6 月起担任本公司董事。 自 2009 年加入苹果公司，现任苹果公司企业发展部副总裁。 2009 年之前，曾在高盛工作八年；在此之前，他曾在德勤咨询公司工作。
张勇	董事	自 2018 年 4 月起担任本公司董事。 自 2019 年 9 月起担任阿里巴巴集团董事长，2015 年 5 月起担任阿里巴巴集团首席执行官，2014 年 9 月起担任阿里巴巴集团董事。张先生是阿里巴巴合伙企业的创始成员。 现亦任职于微博董事会；世界经济论坛国际商业理事会成员、消费品论坛理事会副联席主席和消费品论坛中国理事会联席主席。 2013 年 9 月-2015 年 5 月，曾任阿里巴巴集团首席运营官。 2007 年 8 月-2011 年 6 月，曾任淘宝网首席财务官。 2008 年 8 月-2011 年 6 月，兼任天猫网总经理。 2005 年 9 月-2007 年 8 月，曾任盛大互动娱乐有限公司的首席财务官。 2002-2005 年，曾任普华永道会计师事务所上海审计与商业顾问事业部高级经理。
张博	联合创始人 CTO	联合创始人之一，也是公司的首席技术官；自 2019 年 8 月起也担任公司自动驾驶业务的首席执行官，负责公司整体产品、技术和数据分析框架的创建和开发。 曾任百度高级技术负责人。
卓越	CFO	自 2021 年 4 月起担任本公司首席财务官，并于 2018 年 12 月至 2021 年 4 月间担任公司财务及运营管理副总裁。2017 年 2 月加入公司，担任网约车平台公司副总经理，负责平台运营。 2014 年 9 月-2017 年 2 月在香港的 Culptor Capital Management 工作。 曾任职于高盛的主要投资领域和摩根士丹利的投资银行部门。
吴睿	联合创始人 风险控制与合规 副总裁	公司的联合创始人之一，自 2015 年 9 月起担任公司的副总裁，负责公司的风险控制和合规职能；监督公司的内部管理系统以及面临的风险的预防、监控、发现和解决；负责推动公司的风险控制和合规系统的数字化。 曾在阿里巴巴从事销售管理工作。
侯景雷	首席移动安全官	从 2019 年 4 月开始，担任首席移动安全官；负责监督平台上司机和消费者的安全。其于 2015 年 8 月加入公司，之前担任过一些与安全相关的职位，最近一次是担任网约车安全副总裁。
李敏	公共传播副总裁	自 2018 年 5 月起担任本公司大众传播副总裁。 2013-2015 年曾任职于快的。自 2015 年 2 月（公司收购快的后）加入公司。 2013 年以前，曾任职于新浪。
孙枢	中国网约车平台 公司 CEO	自 2020 年 12 月起担任中国网约车业务的首席执行官。孙先生于 2015 年 4 月加入公司，此前曾担任多个管理职位，负责为公司网约车业务制定供需策略并监督 Piggy Express 服务的整体发展。 2014-2015 年曾任青星资本合伙人； 2009-2014 年曾任彭博新能源财经高级合伙人。
徐鹏	副总裁 资本市场主管	自 2018 年 3 月起担任副总裁兼资本市场主管。 加入公司之前，在金融界工作了十一年，曾任职于 Apax Partners、UBS 投资银行和高盛亚洲。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.5. 员工组成

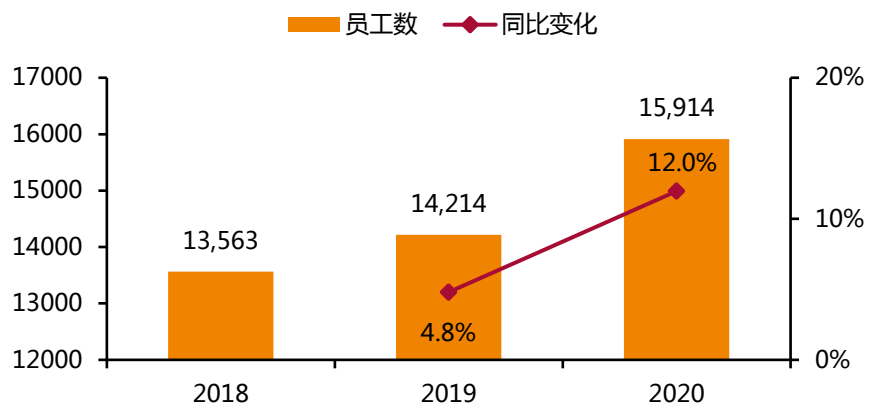
截止 2020 年 12 月 31 日，公司共拥有 15,914 名员工。员工中负责研发的占比高达 44.7%。33.1%的员工负责运营，15.0%的员工负责行政与管理，7.2%的员工负责市场营销。

图 4：截至 2020 年 12 月 31 日公司员工构成（人）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2018-2020 年员工数量（人）及同比变化趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.6. IPO 投向

本次 IPO 拟募集资金将用于：约 30% 投资于技术、约 30% 用于扩张国际业务、约 20% 用于推出新产品和扩展现有产品、剩余部分用于一般公司目的。

## 2. 行业分析

### 2.1. 出行市场

#### 2.1.1. 出行模式的变革

中国城市人口密集、私家车数量有限、出行消费升级的需求等因素促使出行模式朝着共享、



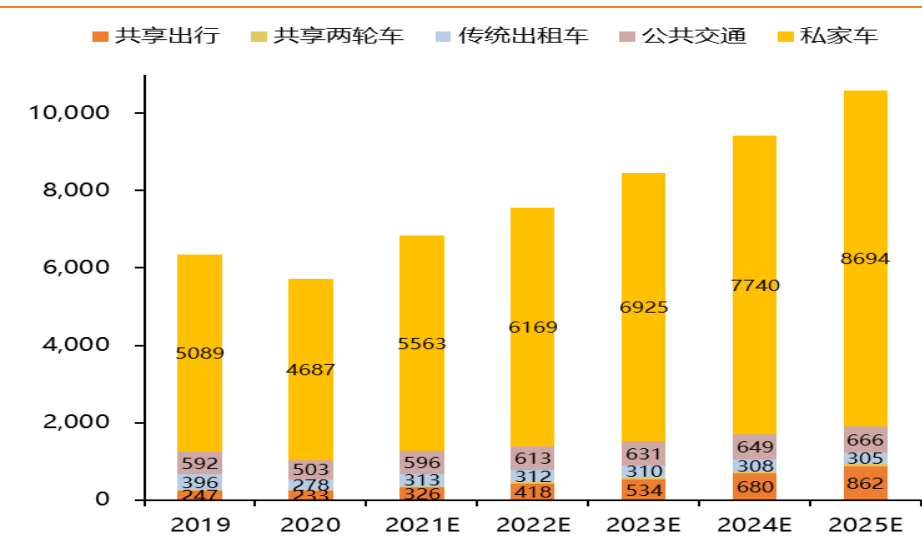
电动、自主、多元的方向转变。

### 2.1.2. 市场规模

全球出行市场蕴含着较大的机遇。2020 年，全球消费者在出行上的支出为 6.7 万亿美元，出行占全球 GDP 的 8.0%。城市化，经济发展和日益互联的世界继续提高了出行的重要性，并将继续推动市场的未来增长。

中国拥有世界上最大的人口以及许多集中和密集的城市，是当今世界上最大的出行市场，2020 年占全球出行的 13.1%，市场规模为 5.7 万亿元。这一数字预计将以 13.1% 的复合年增长率增长，到 2025 年将达到 10.6 万亿元。

图 6：中国出行市场规模（单位：十亿元）

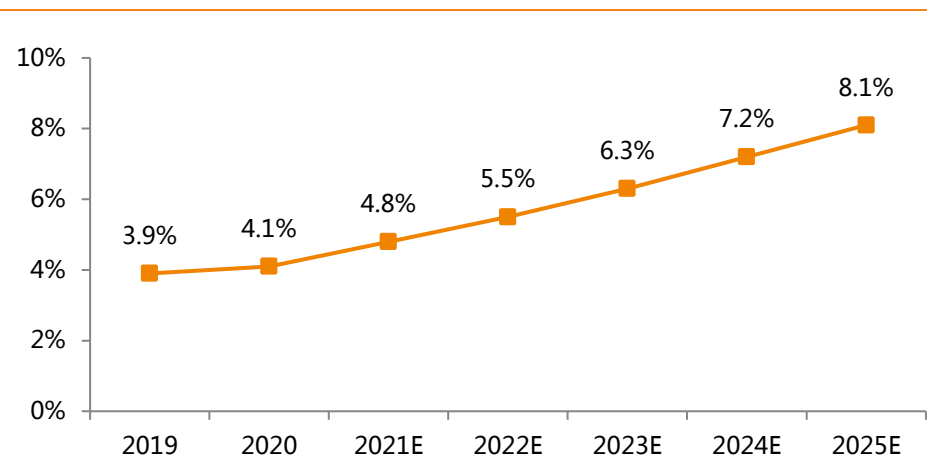


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 共享出行市场

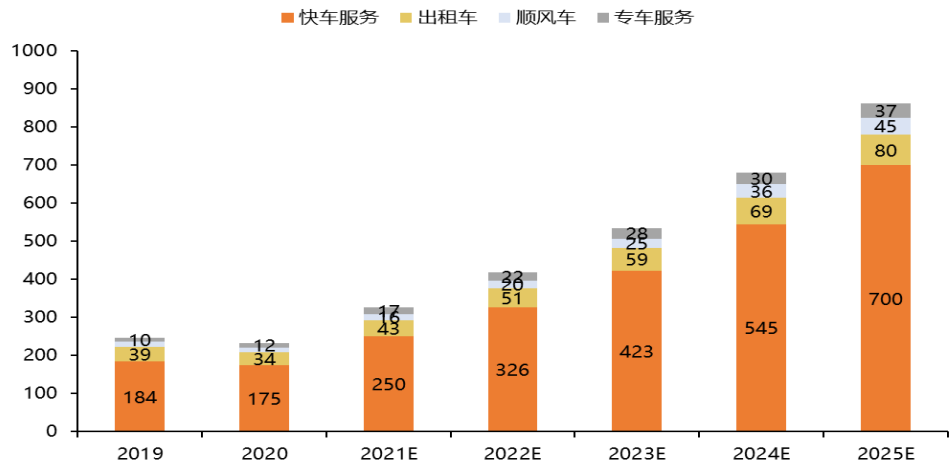
四轮车，出租车，顺风车和司机服务上构成了共享出行市场的整体规模。共享出行具有广阔的市场前景。一方面，根据 CIC 的数据，中国共享出行渗透率将从 2020 年的 4.1% 增加到 2040 年的 35.9%；另一方面，共享出行的总支出增长迅速。根据 CIC 的数据，中国共享出行的总支出预计将从 2020 年的 2330 亿元增加到 2025 年的 8620 亿元，复合年增长率为 29.9%。尽管网约车服务已经是当今共享出行中最大的细分市场，但预计到 2025 年仍将大幅增长至 7,000 亿元，复合年增长率为 32.0%。

图 7：中国共享出行渗透率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

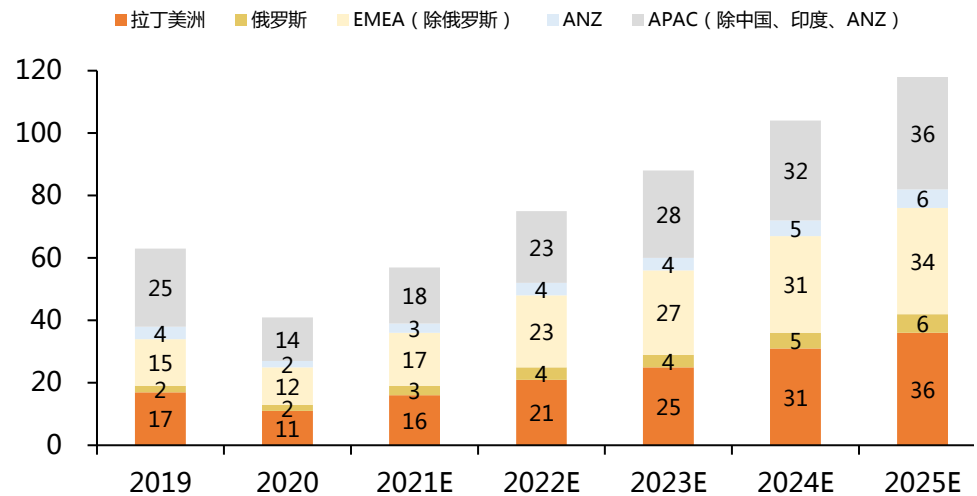
图 8：共享出行的总支出（单位：十亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

此外，共享出行也有着增长迅速的海外机会。根据 CIC 的数据，拉丁美洲，EMEA 和 APAC（不包括中国和印度）的共享出行市场规模在 2020 年达到 410 亿美元，预计在 2025 年达到 1170 亿美元，复合年增长率为 23.2%。

图 9：共享出行的海外市场规模（单位：十亿美元）



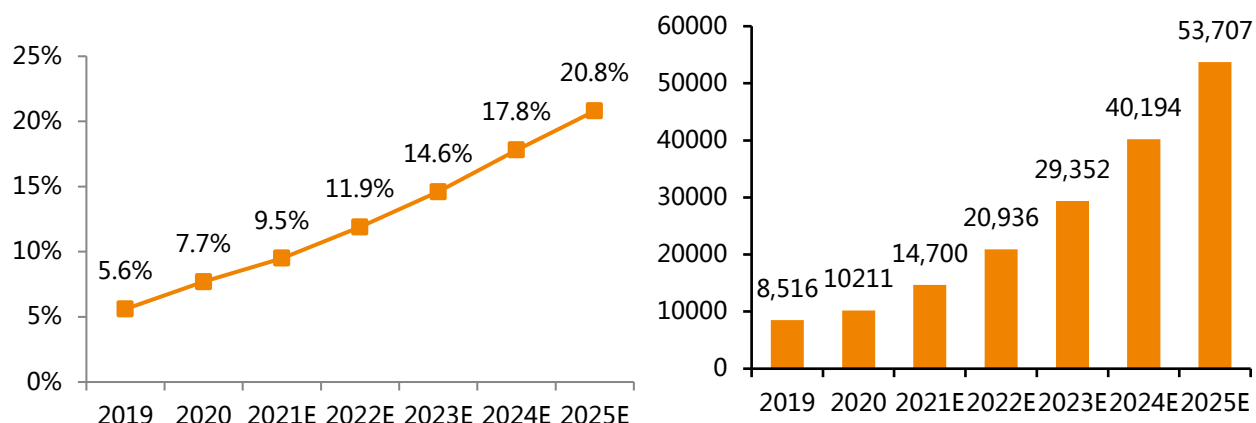
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.3. 电动出行市场

电动出行减少碳排放量的优势、政策激励、充电设备等配套设施的完善促进电动汽车渗透率的增长。根据 CIC 的数据，预计全球电动汽车渗透率将从 2020 年的 7.7% 增长至 2025 年的 20.8%，复合年增长率为 26.1%；到 2040 年，全球电动汽车渗透率预计将达 29.3%。特别是在中国，电动汽车渗透率预计将达 50% 以上。

此外，渗透率的增加也与充电总支出的增长有关。2016-2019 年，中国的充电总支出从 23.49 亿元迅速增加到 102.11 亿元，复合年增长率为 53.6%。根据 CIC 的数据，到 2025 年，充电总支出预计将达 537.07 亿元，2020-2025 年复合年增长率为 39.4%。

图 10：全球电动汽车渗透率及中国充电总支出（单位：百万元）



资料来源：CIC,招股说明书, 天风证券研究所

### 3. 公司业务

滴滴出行的业务可以概括为中国出行业务、国际业务以及其他业务“三大业务”。其中中国出行业务部分主要包括共享出行业务和部分相关的车服业务；国际业务主要涵盖网约车业务和外卖业务；其他业务则包括共享两轮车业务、车服业务、同城货运业务、社区团购业务、自动驾驶业务以及其他相关金融服务等多项业务。

图 11：滴滴业务构成示意图



资料来源：招股说明书, 天风证券研究所

从 2012 年到 2021 年，公司业务已经具有一定的规模。滴滴业务已拓展至 15 个国家的近 4000 个城市与地区。截止 2021 年 3 月的一年内，全球年活跃用户数已经达到 4.93 亿，年活跃司机数已经达到 1500 万，日均交易 4100 万次，全球 GTV 合计达到 3410 亿元。2018 年至 2021Q1, 平台实现司机收入 6000 亿元。

图 12: 滴滴业务规模



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

### 3.1. 中国出行业务

#### 3.1.1. 概况

滴滴出行的中国出行业务始于 2012 年, 已经历时九年。截止 2021 年 3 月 31 日, 在中国, 滴滴已经拥有 3.77 亿年活跃用户, 月平均活跃用户数为 1.56 亿; 在过去的 12 个月中, 日活跃用户数共计 1300 万。

共享出行服务是滴滴出行在出行领域的第一步尝试, 包括网约车服务、出租车服务、拼车服务、代驾服务以及顺风车服务等多种类型的服务。

依据消费者的不同偏好, 滴滴网约车服务提供了多种不同的车型选择。例如, 滴滴针对于高端用户提供了专车与豪华车两种车型; 针对经济承受能力较低用户则提供价位更低, 要求时间更为灵活的拼车服务以及花小猪打车服务; 针对交易量主要来源的快车用户, 则采用动态定价方式, 在高峰期加价在非高峰期给予一定的折扣。

图 13: 滴滴网约车业务类型示意图

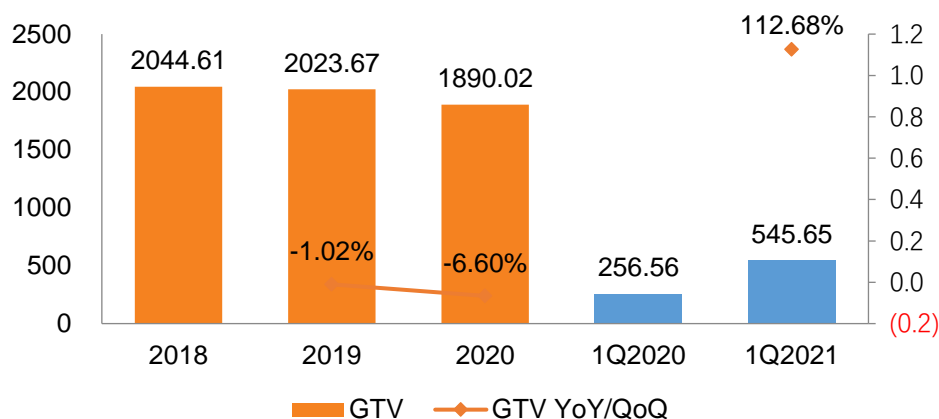


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

除网约车服务外，滴滴同时在平台上提供出租车打车服务、代驾服务以及顺风车服务等多种其他服务。出租车打车服务一方面提高了乘客体验，减少了司机议价、绕路等行为，另一方面，司机的效率提升，收入得到增长。代驾服务则针对于有指定司机或长途旅行等需求的客户。顺风车与拼车服务类似，不同点在于乘客支付费用更低，费用基本由司机承担。

经营数据显示，2018-2020年，滴滴中国出行业务的GTV呈现缓慢下降趋势，2019年GTV为2023.67亿元，同比下降1.02%，2020年GTV为1890.02亿元，同比下降6.60%。我们认为一方面是由于2020年疫情影响，乘客出行意愿降低，另一方面是受监管处罚压力，部分网约车业务受到影响。2021年一季度，滴滴中国出行业务的GTV为545.65亿元，同比增长112.68%，我们认为这是由于疫情后经济复苏，出行需求相比去年同期上升所致。

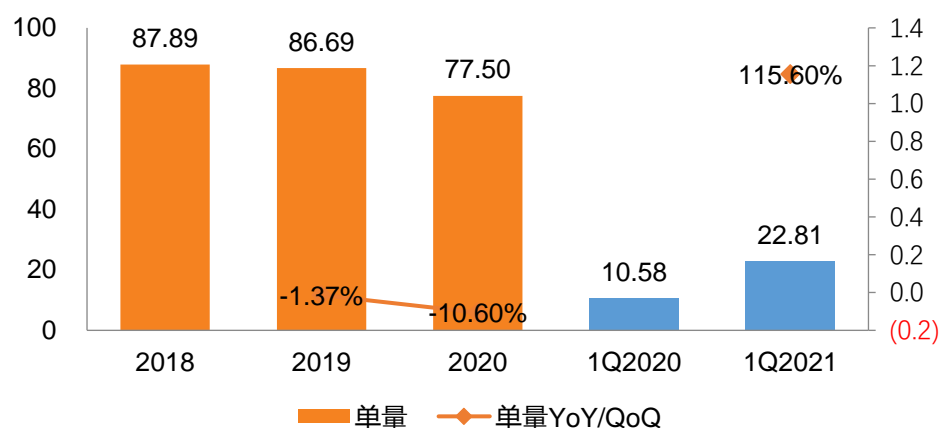
图 14：滴滴中国出行业务 GTV 变化（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

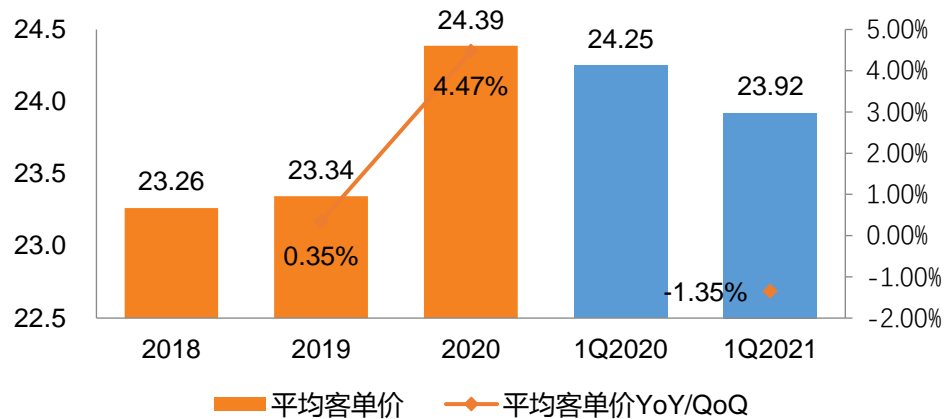
2018-2020年，滴滴出行业务的单价基本稳定在23-24元水平。我们认为，GTV变动主要由单量变化驱动。从单量变动情况看，2019年单量为86.69亿，同比下降1.37%，2020年单量为77.50亿，同比下降10.60%。尽管在2019年和2020年，客单价有所上升，但由于单量的下降，GTV总体依旧呈现下降趋势。

图 15：滴滴中国出行业务单量变化（单位：亿次）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：滴滴中国出行业务单价变化（单位：元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.1.2. 平台功能简介

滴滴出行平台提供除了花小猪打车以外的所有服务入口，消费者可以根据其需求和经济承受能力选择不同的出行方式。

一般来说，消费者首先需要在地图上定位当前所在的位置。然后，根据自己的出发地与目的地，规划出行路线。完成路线规划后，消费者可以从滴滴所提供的各种车型以及服务中按需进行选择。确定所选择的服务类型之后就可以等候滴滴平台完成调度，提供服务。

除此以外，滴滴提供了行程定制、乘车点建议以及紧急联系人等优化功能。

行程定制方面，乘客可以根据自身偏好进行灵活选择。例如，乘客可以选择是否需要司机在到达时电话通知；是否希望司机在行程中进行交谈对话等。

乘车点建议是针对定位不准确或者有时乘客所在地点并不方便载客等情况的一项功能。该功能会根据乘客当前定位给出几个适合的乘车点。这些乘车点通常是很容易找到的地方。

紧急联系人功能是一项针对安全出行的措施。乘客可以设置在某一时段，比如晚间，或者在某一路段通知紧急联系人；也可以向紧急联系人共享行程或者告知紧急联系人，在遭遇特殊情况时，联系滴滴客服或者及时报警。

图 17：滴滴出行平台界面展示





资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.1.3. 滴滴中国出行业务收入模式

滴滴中国出行业务的主体是共享出行业务。然而，针对不同的共享出行服务类型，滴滴采用了不同的收入确认模式。

对于网约车业务，滴滴作为委托方，委托司机向消费者提供出行服务。在收入确认时，所确认的收入为 GTV 减去相关税费和消费者激励。这部分收入占中国出行业务总收入的比重超过 97%。在这种模式下，司机所得和激励则作为成本确认。

对于出租车打车业务、代驾业务和顺风车业务，滴滴作为中介收取佣金。在收入确认时，所确认收入为 GTV 减去相关税费、司机所得和激励。消费者激励则作为销售费用进行确认。

图 18：滴滴中国出行业务 2020 年收入模型（单位：十亿元）

<b>GTV</b>	<b>189</b>
网约车GTV	148.6
其他出行服务GTV	40.4
司机及合作商所得与激励	-38.6
相关税费	-0.5
网约车消费者激励	-16.3
<b>收入</b>	<b>133.6</b>
网约车司机激励	-6.9
网约车司机所得	-110.5
其他成本及经营性费用	-12.2
<b>Non-GAAP EBITA</b>	<b>4</b>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

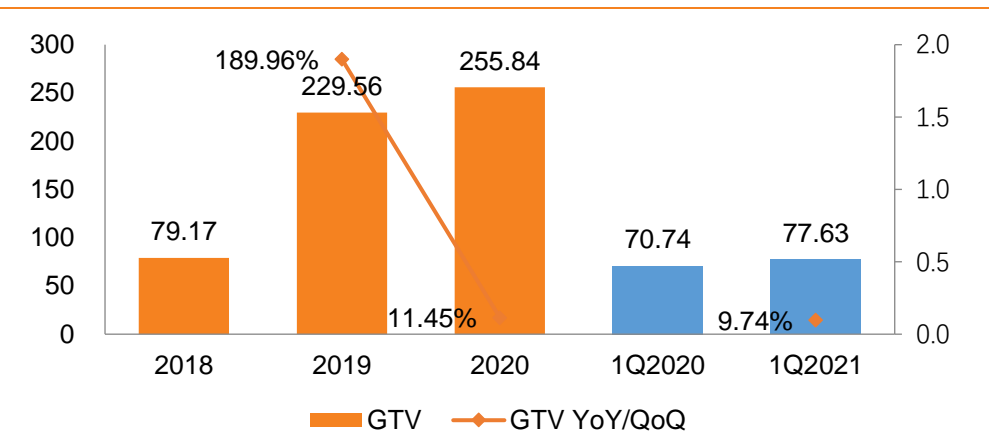
2020 年，滴滴中国出行业务 GTV 总额为 1890.02 亿元，其中网约车是 GTV 主要来源，共计贡献 1486 亿元，其他共享出行业务仅贡献 404 亿元。从收入上看，2020 年，滴滴中国出行业务的收入为 1336.45 亿元，为 GTV 扣除相关税费共计 5 亿元、司机及其他合作商所得 386 亿元和网约车消费者激励 163 亿元所得。2020 年，滴滴中国出行业务的收入在扣除滴滴作为委托方向司机提供的激励 69 亿元，分成 1105 亿元，其他成本费用 122 亿元，得到其调整后 EBITA 为 40 亿元。

## 3.2. 国际业务

### 3.2.1. 概况

滴滴出行国际业务包括海外出行业务和外卖业务两部分。2018年，滴滴出行开始开拓其国际市场，目前滴滴已经其业务扩展至14个除中国以外的国家。根据艾瑞咨询和CIC数据，从2020年交易量上看，滴滴已经成为拉丁美洲第二大网约车平台以及墨西哥第二大网约车与外卖平台。在过去的三年间，滴滴出行的国际业务年均活跃用户数已经达到6000万。截止2021年3月31日，滴滴出行的国际业务年均活跃用户数已占全球用户总数的12%。

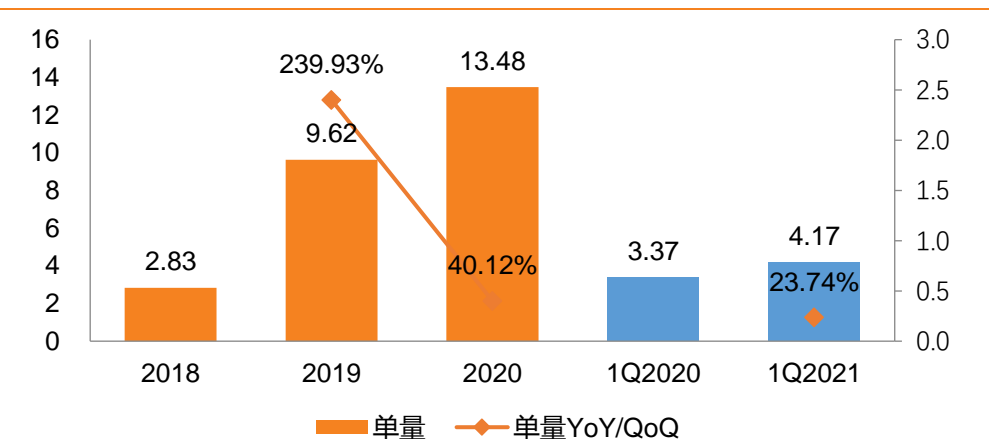
图 19：滴滴国际业务 GTV 变化（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

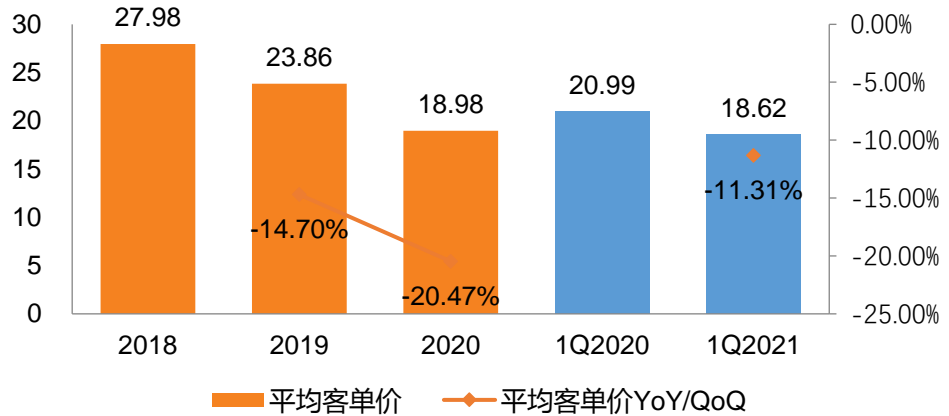
2018-2020 年，滴滴国际业务 GTV 持续增长，2019 年 GTV 达到 229.56 亿元，同比增长 189.96%。分季度表现来看，2021Q1 实现 GTV77.63 亿元，同比增长 9.74%，增长稳定。

图 20：滴滴国际业务单量变化（单位：亿次）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21: 滴滴国际业务平均单价(元)变化趋势



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

滴滴国际业务的单价逐年下降,从 2018 年的 27.98 元降至 2019 年的 23.86 元,又降至 2020 年的 18.98 元,同比分别下降 14.70%和 20.47%。2021Q1 单价由 2020Q1 的 20.99 元降至 18.62 元。

单量方面,2018 年-2020 年,单量逐年增长,2020 年单量达到 13.48 亿,同比增长 40.12%;2021Q1 单量为 4.17 亿,同比增长 23.74%。因此可以看到目前促使滴滴国际业务增长的原因主要在于其单量的增加。

图 22: 国际业务财务和收入模型(单位:十亿元)

GTV	25.6
司机及合作商所得	-21.6
司机及合作商激励	-0.8
相关税费	-0.9
收入	2.3
成本及经营费用	5.8
Non-GAAP EBITA	-3.5

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

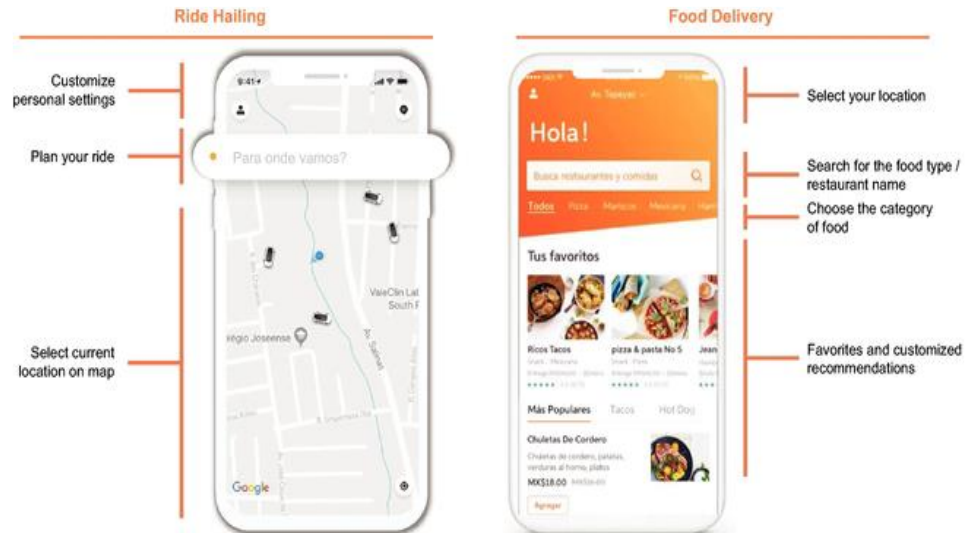
滴滴在国际业务收入确认采用净值确认的方法。2020 年,滴滴国际业务 GTV 为 256 亿元,扣除相关税费共计 9 亿元、司机及其他合作商所得 216 亿元、激励 8 亿元后,剩余收入为 23 亿元。进一步扣除其他经营费用 58 亿元后,得到调整后 EBITA,为-35 亿元。

### 3.2.2. 平台功能

滴滴海外网约车平台与国内版本类似,但又有一些特殊之处。例如,在日本地区,由于司机必须佩戴手套,滴滴在其 app 中专门增加了 AI 语音助手功能,方便其在不脱手套的情况下操作 app;在巴西,很多人没有银行账户,滴滴增设滴滴卡功能,帮助乘客完成结算。

滴滴海外外卖平台包括定位选择区,搜索区,食物类型选择区以及定制化推荐几个部分。客户可以根据自身需要选择搜索或者推荐。该项业务已经在墨西哥全国范围内开展。

图 23: 滴滴海外网约车与外卖平台界面



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 其他业务

#### 3.3.1. 车服业务

滴滴出行的车服业务包括三个方面：租赁服务、加油服务和保养维修服务。

租赁服务方面，根据 CIC 数据，截至 2021 年 3 月 31 日，滴滴有中国最大的汽车租赁网络，其租赁网络中有超过 60 万辆汽车。滴滴租赁平台中的车辆，约有一半是由其租车合作伙伴提供。通过滴滴的车服服务进行租赁的前 10 款车型，平均租赁价格比直接租赁低约 20%。

加油服务方面，截至 2021 年 3 月 31 日，滴滴通过与全国超过 8000 个加油站合作，通过提供燃油折扣等方式为司机提供优惠服务。

保养维修服务方面，滴滴所提供的服务范围覆盖从轮胎和机油更换到汽车事故后修理的多个方面。目前，滴滴通过自身店铺和与第三方店铺合作的方式提供服务。

滴滴的共享出行业务与车服业务已经形成“双轮效应”，循环导流作用显著。在共享出行领域，随着更多的司机加入平台，乘客的等待时间和成本下降，吸引更多乘客选择使用滴滴的共享出行服务。同时，由于客单的增加，司机收入提升，使得更多司机愿意加入平台。在车服业务方面，由于滴滴利用自身平台的规模优势可以为司机争取到更优惠的服务，降低了司机的经营成本，更多的司机被吸引加入平台，从而为共享出行业务提供了更多的储备资源。

图 24：滴滴业务的“双轮效应”



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3.2. 电动车业务

滴滴的电动汽车业务主要是为其共享出行业务服务。目前，滴滴已经与中国一家领先的电动汽车制造商合作开发和制造了 D1。一方面，D1 通过优化车内空间，提高了用户体验，另一方面，D1 通过更好的驾驶体验，提升了司机的运营效率和安全性。

图 25：滴滴电动车——“D1”



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3.3. 自动驾驶业务

滴滴目前正在开发自动驾驶技术并尝试将其应用与共享出行业务，有望通过该技术建立大

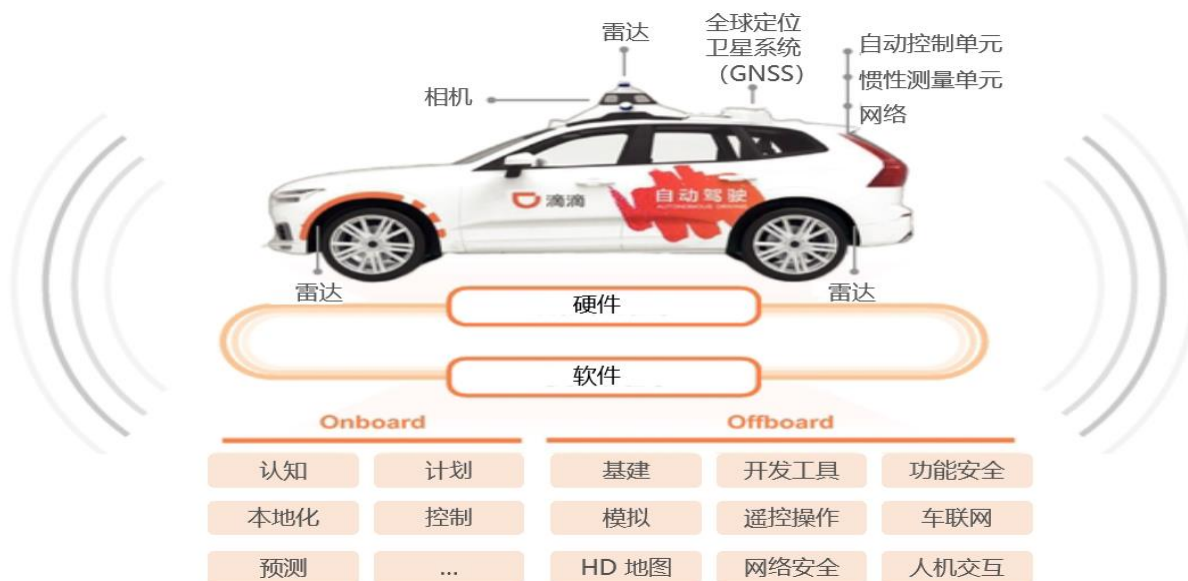


规模的自动驾驶车队，但该技术的商业可行性仍需结合共享出行平台后才能得到验证。

目前，滴滴拥有一个超过 500 名成员的团队和超过 100 辆自动驾驶汽车的车队，同时，正在与全球多家领先的汽车制造商合作，在他们的汽车上测试其自动驾驶硬件和软件。滴滴计划将自动驾驶汽车派遣到非极端天气下的普通或略复杂的场景，而对于非常复杂的场景或极端天气条件，依旧派遣人类司机。该模式已经在 2020 年 6 月开始在上海测试。

滴滴为采用自动驾驶车辆搭载一系列硬件与软件。硬件包括雷达、照相机以及自动控制单元等；软件包括全球导航系统、路线规划系统、预警系统等。除此以外，滴滴还建设了一系列辅助自动驾驶的基础设施和模拟设备。

图 26：滴滴自动驾驶技术示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3.4. 共享两轮车业务

滴滴于 2018 年推出自行车和电动车共享服务。其收费模式采用免押金模式，在收取基础费用之上，按照时间收取额外费用。

截至 2021 年 3 月 31 日，滴滴已经在中国 220 个城市部署了 520 万辆自行车和 200 万辆电动车。该业务收入从 2018 年的 2 亿元增加到 2019 年的 15 亿元和 2020 年的 32 亿元；从 2020Q1 的 3 亿元增加到 2021Q1 的 9 亿元。该业务对滴滴的网约车业务有重要的“引流”作用。约 40% 使用共享单车或电动车服务的客户，每月也会使用至少一次滴滴的打车服务。

### 3.3.5. 同城货运业务

滴滴于 2020 年 6 月推出了同城货运服务。在其开展同城货运业务后的 6 个月里，即 2020 年 7 月到 12 月，我们在 8 个城市完成了 1100 万订单。

### 3.3.6. 社区团购业务

社区团购业务于 2020 年 6 月疫情期间启动。通过滴滴的平台，同一社区的消费者下单后，组长作为代表统一交付。购买的商品在第二天一次性发货，统一交付到一个指定的提货点。这种模式集中了消费者需求，并通过集中配送，提高了最后一公里的物流的效率。2021 年 3 月 30 日，由于滴滴对社区团购业务股权减少，该业务预计不再在财报中进行披露。

### 3.3.7. 金融业务

滴滴与多家金融机构合作，提供各种金融服务，包括信贷、财富管理和支付解决方案等。

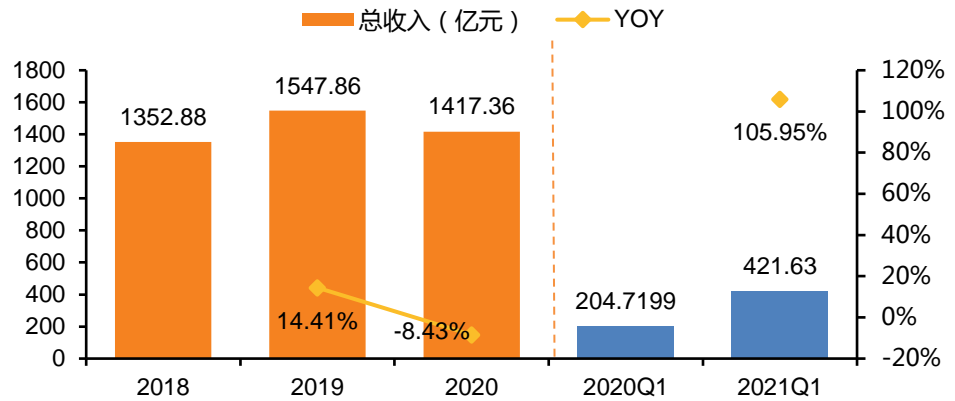


## 4. 财务分析

### 4.1. 整体财务分析

2018-2021Q1, 公司分别实现营业收入 1352.88 亿元、1547.86 亿元、1417.36 亿元、421.63 亿元。对应 2019、2020、2021Q1 同比增速分别为 14.41%、-8.43%、105.95%。2020 年受疫情影响, 公司营收受到影响, 同比有所下滑。

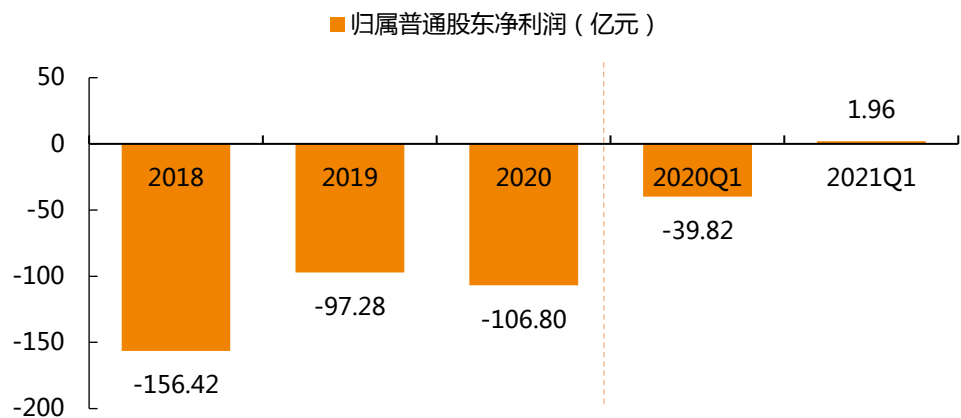
图 27: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 营业收入及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2018 年-2021Q1, 公司归属普通股股东净利润分别为 -156.42 亿元、-97.28 亿元、-106.80 亿元、1.96 亿元, 21Q1 盈利我们认为一方面由于疫情后恢复, 一方面来自橙心优选剥离带来的投资收益影响。

图 28: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 归属普通股股东净利润 (单位: 亿元)

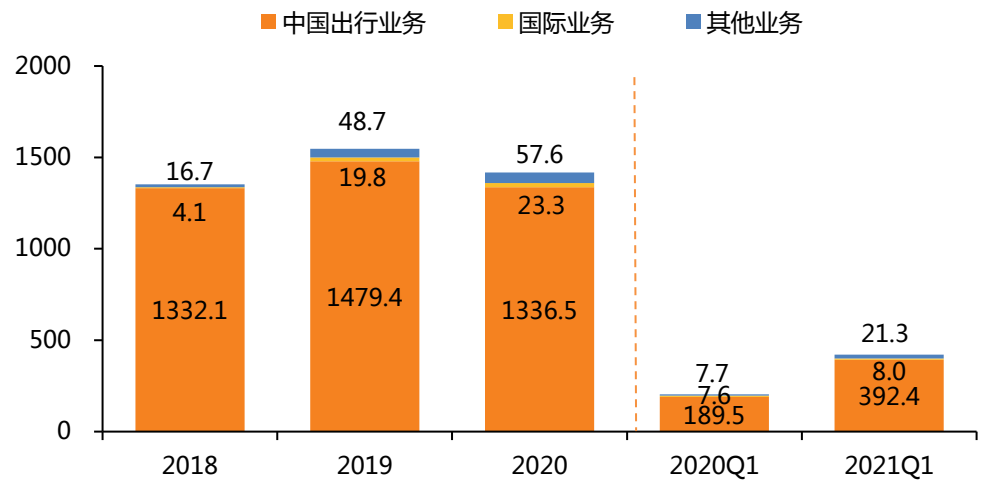


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

### 4.2. 营业收入细分

公司营业收入主要由中国出行业务、国际业务和其他业务构成。其中, 中国出行业务是公司贡献营业收入的主要力量, 2018 年-2021Q1 占比分别达到 98.46%、95.58%、94.29%、93.05%。公司其他业务贡献营收占比逐渐提升, 其在 2018 年-2021Q1 营业收入占总体营收分别为 1.23%、3.15%、4.06%、5.04%。

图 29: 滴滴出行 2018 年-2020 年, 20Q1, 21Q1 分项业务收入 (单位: 亿元)

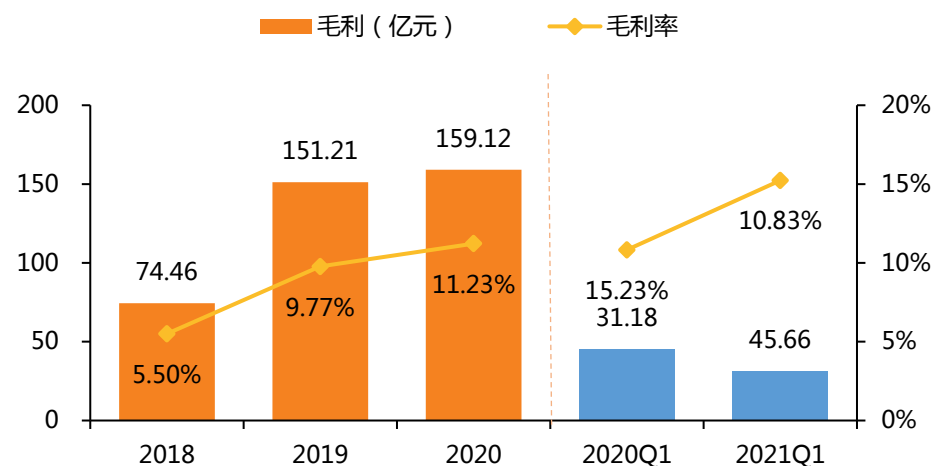


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 4.3. 毛利分析

2018 年-2021Q1 公司实现毛利 74.46 亿元、151.21 亿元、159.12 亿元、45.66 亿元；2018 年-2021Q1 年毛利率分别为 5.50%、9.77%、11.23%、10.83%，2019 年、2020 年、2021Q1 毛利率同比变化分别为 4.27pct、1.46 pct、-4.40 pct。

图 30：滴滴出行 2018 年-2020 年，20Q1，21Q1 毛利（单位：亿元）及毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 4.4. 费用分析

2018-2020 年公司费用率总体呈现比较明显的上升的趋势，但 2021Q1 除销售费用率外，均呈现下降趋势，体现规模效应。

运营费用主要由相关人员的薪酬费用构成，预计随着公司业务继续增长，运营费用将会增

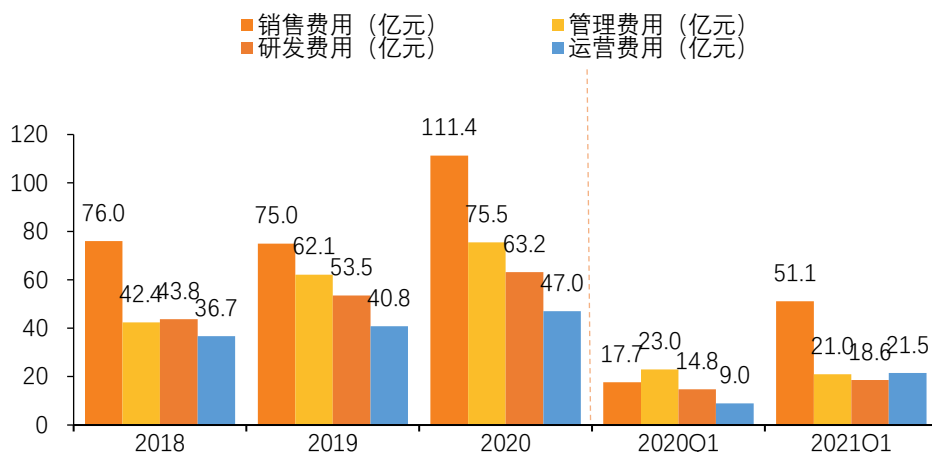
加。

销售费用方面，预计未来销售费用将随收入增加而增加，同时，为了维护品牌知名度，留住客户，公司也会进一步加大销售费用投入。

研发费用方面，公司研发费用预计将随收入增加而增加，未来公司计划继续招聘人员支持研发，进一步扩大平台功能和服务范围，提高用户体验。

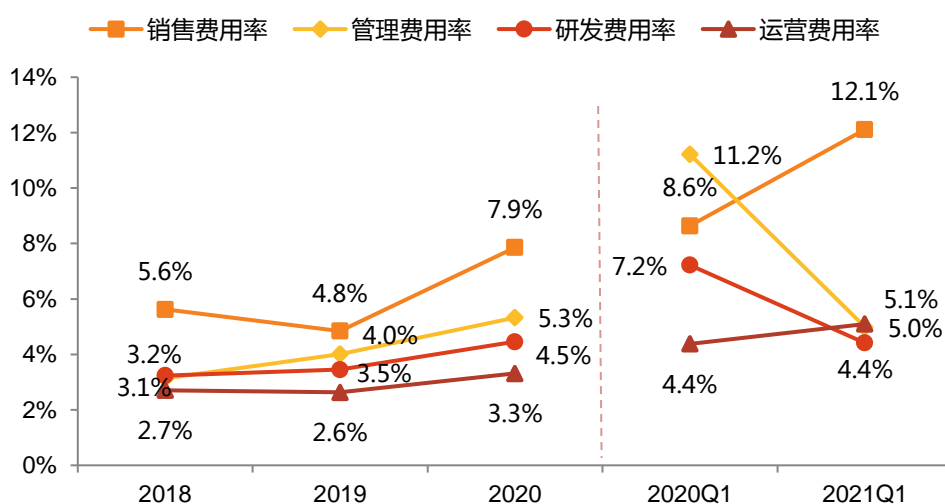
管理费用方面，未来管理费用将随收入增加而增加，公司将重点将管理费用用于优化流程和加强内控等方面，进一步增强内部支持能力。由于公司即将上市，预计未来作为上市公司会产生额外的管理费用。

图 31：滴滴出行 2018 年-2020 年，20Q1，21Q1 四项费用（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：滴滴出行 2018 年-2020 年，20Q1，21Q1 四项费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 反垄断及其他法律和法规风险

除遵守现有和新的反垄断法规外，随着公司业务扩展到其他地区，或者随着公司向平台添

加新产品和服务，公司可能会受到新的法律和法规的约束。相关法律法规可能使公司承担重大责任，包括遵守此类法律法规所需的大量费用，并可能抑制公司平台的增长和使用。

## 5.2. 市场竞争激烈

公司现有低成本替代品的激烈竞争，并且预计将面临来自新市场进入者的竞争。许多竞争对手拥有雄厚的资本，并有资源提供折扣服务、司机和消费者激励，以及开发创新的产品和替代定价模型。

## 5.3. 用户安全问题

公司的司机筛选和背景调查程序可能会失败，或者公司赖以识别过去有问题行为的数据库可能不正确或不完整，或者安全事件可能是由没有过去有问题行为记录的驾驶员或骑手引起的。如果公司无法防止或减轻安全事件，公司的业务、经营成果和财务状况可能会受到重大不利影响。

## 5.4. 自动驾驶等业务的预期收益不确定

自成立以来，公司每个会计年度均发生净亏损。公司将来可能无法实现或维持盈利能力。随着公司开发和推出新产品和技术，在现有和新市场中扩展以及继续投资于公司的平台，公司的费用将来可能会增加。其可能不会导致收入增加或业务增长，无法实现预期收益。

## 5.5. 产品责任索赔的风险

汽车行业通常会遇到重大的产品责任索赔。如果公司的 D1 电动汽车或任何未来电动汽车涉及导致死亡或人身伤害的事故，例如锂离子电池着火等，公司将遭受诉讼和巨额金钱损失、产品召回或重新设计工作，即使是无用的索赔也可能要求公司为其辩护，所有这些都可能产生负面宣传，并且昂贵且耗时。

## 5.6. IPO 尚未发行

本次公司 IPO 尚未发行，存在发行不确定性风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com