

# 滴滴 (DIDI.N)

## 越过拐点，难走的路更广阔

**滴滴，出现在互联网战事的每一页。**网约车赛道可能是互联网最难走的一条路：1) 网络效应太强，2) 具有一定社会服务属性、业务环境复杂。这决定了网约车进入门槛高，更需要持续进行资金、技术和运营投入。经过近十年的披荆斩棘，滴滴对接了国内 1300 万司机和 3.77 亿打车用户，成为国内市占率 81% 的出行平台，2020 年总收入超 1400 亿。

**共享出行：越过盈利拐点后。**过去十年，滴滴经历了与快的、Uber 中国、美团、高德等不同阶段的大战。穿越火线的滴滴，其布局、产品力、技术、运营能力、资本实力都越加强大。2020 年滴滴国内出行交易额达 1890 亿。当滴滴成为赛道龙头，其经调整 EBITA 率也从不盈利、到 2020 年的 3%、到 2021Q1 的 9.2%。关于盈利的途径，我们测算得出，1) 截至 2020 年，在不提升抽成的情况下，滴滴实现了经营成本的快速降低，2) 高毛利产品比重提升或是盈利提升的重要动力。

规模是共享出行最大的壁垒。接下来，规模增长角度，滴滴一方面进军特惠快车、三四线城市，一方面开放聚合端口来加强运力供给。盈利角度，我们粗略测算，越过盈利拐点后，滴滴国内出行的调整后 EBITA 利润率有望触及 9-10% 水平。产品端和成本端的变量，均可给国内出行业务带来较大利润弹性。

**滴滴：周边的故事。**从巩固规模频次、延展更多商业性质业务的角度，滴滴向车服网络、共享两轮车、同城货运、社区团购等业务进军。1) 车服网络赛道，滴滴卡位 4 万亿汽车后市场：小桔加油在 2020 年突破单日 1 亿 GMV，小桔充电成为全国最大的电动车充电网络。2) 共享两轮车赛道，滴滴“青桔”在去年 10 月 23 日曾以 2300 万单跃升第一，当前滴滴和哈啰交替领先。3) 同城货运赛道，滴滴货运在不到六个月的时间内在 8 个城市完成了 1100 万订单、覆盖 19 个城市。4) 社区团购赛道，据 36 氪，滴滴“橙心优选”春节后日均 GMV 接近 1 亿元，位于前列。

**滴滴去哪儿：自动驾驶巨变、卡位出行变革。**共享化、电动化、智能化的出行变革，带来了 robotaxi 赛道的大机会。我们认为，网约车、出租车、私家车等出行方式都可能向 robotaxi 迁移，这可能是万亿规模的赛道。

在技术各有所长的基础上，滴滴拥有国内 3.77 亿打车用户、国内最大的充电网络、充足的车端运营经验，我们认为滴滴拿着 robotaxi 最靠前的门票。Robotaxi 模式或将大大拓展滴滴的运营前景，更将显著改变平台的成本结构。共享出行更重要的壁垒在供给端，掌握足够体量的自动驾驶车辆，是保持 robotaxi 竞争优势的重要进攻和防御措施，滴滴 2020 年和比亚迪合作推出 D1，未来或将推出更多定制车型。

**投资建议：越过拐点，未来的路更广阔。**前十年，滴滴成为国内最大的共享出行网络。越过盈利拐点后，有望通过推新品和提效率、迎来盈利的有效释放。**短期**，车服网络、两轮车、货运等有望巩固滴滴 B 端和 C 端壁垒。**长期**，滴滴布局了自动驾驶业务的用户网络、自动驾驶技术、造车，或是现有卡位自动驾驶 robotaxi 超万亿赛道把握最强的企业。预计公司 2021-2023 年收入分别为 1981、2284、2633 亿元，同比增长 40%/15%/15%，non-gaap 归母净利润为 -156/-77/17 亿元。基于国内出行业务 30x 2022e P/E、国际业务 1.7x 2022e P/GTV，结合创新业务融资估值情况，给予滴滴 20.1 美元目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**共享出行需求不及预期、自动驾驶业务商业化慢于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	154,786	141,736	198,134	228,396	263,338
增长率 yoy (%)	14	-8	40	15	15
Non-gaap 归母净利润(百万元)	-4,003	-7,940	-15,601	-7,708	1,693
增长率 yoy (%)	74	-98	-96	51	122
Non-gaap EPS (元/股)	-39.76	-7.63	-13.02	-6.43	1.41
净资产收益率 (%)	6.4	10.4	27.4	11.4	-2.5
P/E (倍)	-2.3	-11.7	-6.9	-13.9	63.4
P/B (倍)	-0.1	-1.2	-1.9	-1.6	-1.6

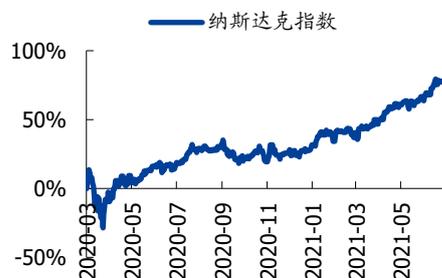
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 6 月 30 日发行价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	互联网软件与服务
6 月 30 日发行价(美元)	14
总市值(百万美元)	67,116
总股本(百万 ADS)	4,794
其中自由流通股(%)	90%

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

##### 分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

##### 研究助理 朱若菲

邮箱：zhuruofei@gszq.com

#### 相关研究

- 《百度：十年一刻终量产，智能驾驶闪耀时》2021-06-20
- 《快手：放任生长之后，快手开始体系再造》2021-02-05
- 《微信视频号，敢为天下后》2021-01-18
- 《京东集团：破局再造，让去中心化流量星火燎原》2020-07-19
- 《哔哩哔哩：成功破圈只是开始，商业化决定高度》2020-01-15
- 《微博的“钱”景：广告的红海、电商的绿洲》2019-12-31
- 《阿里巴巴 (BABA.N)：阿里的变量：决战五环外，博弈直播间》2019-08-30





## 内容目录

1. 滴滴，出现在互联网战事的每一页 .....	6
2. 共享出行：越过盈利拐点 .....	10
2.1 滴滴出行：车轮上的生意 .....	10
2.2 共享出行赛道：旷日持久的互联网圈地运动 .....	11
2.2.1 战快的：资本的比拼 .....	11
2.2.2 战Uber：补贴的较量 .....	13
2.2.3 战美团：高频产品之争 .....	15
2.2.4 战高德：地图上的团战 .....	16
2.3 网约车的变量 .....	18
2.3.1 规模：推产品、增运力 .....	18
2.3.2 盈利：越过盈利拐点后 .....	20
3. 国际业务：滴滴驶向世界 .....	24
4. 滴滴的周边：深入生活服务 .....	27
4.1 车服网络：占领新的先机 .....	27
4.2 共享两轮车：穿越废墟的后起之秀 .....	28
4.3 同城货运：滴滴强势入局 .....	31
4.4 社区团购：跑在抢菜一线 .....	33
5. 滴滴去哪儿：自动驾驶巨变，卡位出行变革 .....	35
5.1 自动驾驶：谁拿到了 robotaxi 的门票 .....	37
5.2 造车的理由：谁会挑战滴滴 .....	39
6. 盈利预测与估值 .....	41
附录 .....	43
风险提示 .....	44

## 图表目录

图表 1: 滴滴融资情况.....	6
图表 2: 滴滴业务发展时间轴.....	7
图表 3: 业务布局进展: 滴滴 vs 美团 .....	8
图表 4: 滴滴业务矩阵.....	8
图表 5: 滴滴产品矩阵.....	9
图表 6: 滴滴收入构成及增速.....	10
图表 7: 滴滴分业务 EBITA 及 EBITA margin .....	10
图表 8: 滴滴中国出行订单量及增速.....	10
图表 9: 滴滴中国出行 GTV 及增速.....	10
图表 10: 2020 年滴滴核心平台运营模型.....	11
图表 11: 滴滴和快的的网约车大战.....	12
图表 12: 补贴措施对比: 滴滴 vs. 快的.....	13
图表 13: 滴滴 vs Uber 中国.....	14
图表 14: Uber 融资历程.....	14
图表 15: 滴滴 vs 美团.....	15
图表 16: 补贴策略: 滴滴 vs 美团打车 .....	15
图表 17: 乘客端 APP 全国网民中的渗透率: 滴滴 vs 美团打车.....	16
图表 18: 乘客端 APP 安装留存率: 滴滴 vs 美团打车.....	16
图表 19: 滴滴 vs 高德.....	17
图表 20: 2020 年 12 月移动出行主要产品日均单量.....	17
图表 21: 中国共享出行市场规模及渗透率预测 .....	18
图表 22: 滴滴网约车产品 .....	19
图表 23: 花小猪计价规则 .....	19
图表 24: 高德打车界面 (上海) .....	20
图表 25: 滴滴打车界面 (上海) .....	20
图表 26: 滴滴国内出行业务: EBITA 利润率.....	21
图表 27: 滴滴网约车成本结构: 2018Q4.....	21
图表 28: 滴滴网约车成本结构: 2020.....	21
图表 29: 滴滴拼车计价规则: 司机按快车计价, 乘客支付各自的费用.....	22
图表 30: 滴滴拼车举例: 拼成情况, 平台获得高抽成 (行程一、行程二) vs. 未拼成情况, 平台负抽成 (行程三) ...	23
图表 31: 国际共享出行市场规模 (十亿美元) .....	24
图表 32: 滴滴国际业务订单量及增速.....	24
图表 33: 滴滴国际业务 GTV 及增速.....	24
图表 34: 滴滴核心平台销售额 (百万元) .....	25
图表 35: 滴滴国际业务收入及增速 .....	25
图表 36: 滴滴国际业务投资情况 .....	25
图表 37: 2020 年滴滴国际业务 GTV 构成.....	26
图表 38: Uber 出行及外卖业务佣金率.....	26
图表 39: 滴滴国际业务 EBITA 及 EBITA margin.....	26
图表 40: Uber 出行业务 EBITDA 及 EBITDA margin.....	26
图表 41: 滴滴新业务融资及估值情况.....	27
图表 42: 洪流联盟成员.....	28
图表 43: 小桔车服五大业务产品 .....	28
图表 44: 中国共享两轮车市场规模及增速 .....	29

图表 45: 滴滴两轮的 2018 年“三场战役”.....	29
图表 46: 2020 年共享两轮车 MAU (万人) .....	30
图表 47: 2020 年共享两轮车收入市占率.....	30
图表 48: 共享两轮车及相关业务布局: 哈啰 vs 青桔 vs 美团.....	30
图表 49: 滴滴共享两轮车收入 (亿元) .....	31
图表 50: 中国同城货运市场规模及增速 .....	32
图表 51: 2018 年中国物流行业及同城货运市场集中度比较 .....	32
图表 52: 滴滴货运通过滴滴 APP 进入 .....	32
图表 53: 滴滴货运成都市收费标准 .....	32
图表 54: 线上食品零售规模.....	33
图表 55: 线上日用品零售规模.....	33
图表 56: 橙心优选发展历程.....	33
图表 57: 互联网平台社区电商赛况.....	34
图表 58: 未来出行模式: 共享化、电动化、智能化.....	35
图表 59: L4 级自动驾驶方案: 各平台技术参数对比 .....	36
图表 60: 滴滴智能驾驶业务进程 .....	37
图表 61: 滴滴“双子星”硬件平台的豪华配置: 传感器数量高达 50 个.....	38
图表 62: 滴滴“桔视”设备: 一年采集千亿公里数据 .....	38
图表 63: 各 L4 级 robotaxi 企业: 试运营及商业化情况 .....	38
图表 64: 华为智选模式, 华为提供电驱系统、HiCar 座舱、销售渠道 .....	39
图表 65: 百度第五代共享无人车: Apollo Moon.....	39
图表 66: 滴滴 D1 在宁波突破 1000 台 .....	39
图表 67: 滴滴财务预测.....	41
图表 68: 滴滴估值预测.....	42
图表 69: 发行后滴滴股权结构.....	43
图表 70: 滴滴管理层.....	43

## 1. 滴滴，出现在互联网战事的每一页

滴滴成立于2012年。十年来，从最初“滴滴打车APP”，到如今“最大的出行科技平台”，滴滴走过了这一条少有人走的路，遍地战火弥漫。然而滴滴历经磨炼、昂然前行。

网约车赛道可能是互联网各赛道中最难走的路：

- 1) **网络效应太强**：车辆和司机构成的供给端网络、和用户形成的需求端网络，相互促进彼此需要。滴滴在国内1300万司机，吸引了3.77亿年度打车用户。平台流量如果不够大，无法吸引更多的车主。可约车辆如果不够多，无法吸引用户的使用。网约车的格局是：要么赢、要么走。只有胜者为王，没有小而美。
- 2) **不仅仅是商业**：网约车商业之外具有极强的社会服务属性。安全问题是网约车不可触碰的红线，城市交通政策是网约车运营的基础，与出租车等其他交通体系的竞合是持续的问题。与其他互联网赛道相比，网约车所处的业务环境最为复杂。

因此，网约车是一个极考验商业布局、产品力、技术、运营能力、资本实力、公共服务能力的赛道。这决定了网约车的进入门槛极高、需要持续的资金、技术和运营投入。

滴滴就是在这样一个硝烟弥漫的战场，主动或被动地参与了一场又一场战役、持续地扩张、融资、战斗。

图表1：滴滴融资情况

序号	披露日期	交易金额	融资轮次	投资方
1	2012年7月	数百万人民币	天使轮	天使投资人王刚
2	2012年12月	300万美元	A轮	金沙江创投
3	2013年4月	1500万美元	B轮	经纬中国、腾讯投资
4	2014年1月	1亿美元	C轮	腾讯投资、中信产业基金等
5	2014年12月	7亿美元	D轮	DST Global、Temasek 淡马锡、腾讯投资、H Capital
6	2015年1月	未披露	D+轮	高瓴资本、红杉资本中国、国新科创基金、正心谷资本等
7	2015年5月	1.42亿美元	E轮	新浪微博基金
8	2015年7月	30亿美元	F轮	H Capital、Temasek 淡马锡、腾讯投资、阿里巴巴、平安创投、Coatue Management、中投公司
9	2016年2月	10亿美元	战略融资	北汽产业投资基金、民航股权投资基金、春华资本、鼎晖投资、赛领资本、中信资本等
10	2016年6月	20亿人民币	债权融资	中国人寿
11	2016年6月	45亿人民币	G轮	软银中国资本、招银股权投资、腾讯投资、蚂蚁金服、中国人寿、Apple等
12	2016年6月	4亿美元	战略融资	保利资本
13	2016年7月	2亿人民币	战略融资	国机汽车
14	2016年8月	亿以上美元	战略融资	中邮资本
15	2016年9月	1.2亿美元	战略融资	富士康
16	2016年12月	数千万美元	战略融资	律格资本
17	2017年4月	55亿美元	战略融资	Pagoda 高达投资、中俄投资基金、银湖投资、招银股权投资、交通银行、软银中国
18	2017年12月	40亿美元	战略融资	SoftBank Capital、Mubadala
19	2018年4月	2.648亿美元	战略融资	Mirae Asset
20	2018年5月	未披露	股权转让	软银愿景基金
21	2018年7月	5亿美元	战略融资	Booking Holdings
22	2019年7月	6亿美元	战略融资	丰田汽车
23	2021年4月	15亿美元	债权融资	高盛中国、JP Morgan Chase & Co、汇丰银行、Morgan Stanley、Citigroup、Barclays Investment Bank

资料来源：天眼查、IT桔子、36氪、搜狐等，国盛证券研究所

在构筑网约车业务的网络效应的同时，为了巩固战壕、提升车主和用户的使用频次，滴滴需要布局更多的周边。这让滴滴的战场延伸到了支付、外卖、共享两轮车、社区团购、货运、金融，等。

图表 2: 滴滴业务发展时间轴

出行业务	时间	其他业务
“滴滴打车”APP 上线，提供出租车网约车服务	2012 年 9 月	
腾讯开始将滴滴接入微信支付	2013 年 9 月	
滴滴打车正式推出专车服务	2014 年 8 月	
滴滴企业版(企业出行服务)正式上线	2015 年 1 月	
快的打车与滴滴打车宣布进行战略合并	2015 年 2 月	
推出滴滴快车服务	2015 年 5 月	
滴滴快的推出 “滴滴顺风车”	2015 年 6 月	
滴滴代驾正式上线	2015 年 7 月	
滴滴上线拼车服务	2015 年 12 月	
滴滴出行宣布收购 Uber 中国	2016 年 8 月	
	2018 年 1 月	滴滴推出青桔单车、街兔电单车
	2018 年 3 月	滴滴外卖 App 正式上线
滴滴正式下架“顺风车”	2015 年 9 月	
	2018 年 12 月	滴滴支付上线
共享汽车“小桔租车”app 上线	2019 年 3 月	
	2019 年 6 月	滴滴出行宣布成立两轮车事业部
滴滴推出网约车开放平台	2019 年 7 月	
滴滴顺风车将陆续在哈尔滨、北京等 7 城上线试运营	2019 年 11 月	
滴滴特快开始在苏州上线运营	2020 年 5 月	
	2020 年 6 月	滴滴上线滴滴货运 滴滴启动社区团购平台橙心优选
滴滴推出新品牌“花小猪打车”	2020 年 7 月	
滴滴拼车更名为“青菜拼车”	2020 年 7 月	
发布首款定制电动网约车 D1	2020 年 11 月	

资料来源：公司公告、36 氪、搜狐等，国盛证券研究所

从这个角度上，滴滴之所以和美团在那么多赛道正面相遇，是因为二者太类似。极强的网络效应、对规模和频次的极高需要，让滴滴和美团都不得不把触角伸向生活服务的更多角落，四面出击只为壁垒加强：

- 1) 网约车
- 2) 外卖业务
- 3) 共享两轮车
- 4) 跑腿业务
- 5) 社区团购

图表 3: 业务布局进展: 滴滴 vs 美团

滴滴	时间	美团
滴滴打车 APP 上线	2012 年 9 月	
	2013 年 11 月	美团外卖业务上线
	2017 年 2 月	美团开始在南京低调试水打车业务
	2017 年 3 月	美团外卖正式上线“跑腿业务”
滴滴推出青桔单车、街免电单车	2018 年 1 月	
滴滴发布滴滴外卖 APP	2018 年 3 月	美团正式进入打车行业
	2018 年 4 月	美团收购摩拜单车
	2019 年 1 月	摩拜单车将更名为美团单车, 美团 APP 将成其唯一入口
滴滴上线跑腿业务	2020 年 3 月	
“橙心优选”微信小程序正式上线	2020 年 6 月	
	2020 年 7 月	美团成立优选事业部入局社区团购

资料来源: 公司公告、36 氪、搜狐等, 国盛证券研究所

当前的滴滴, 核心业务包括三大类:

- 1) 中国出行业务: 网约车、网约出租车、代驾和顺风车等业务,
- 2) 国际业务: 包括网约车和外卖等业务,
- 3) 其他创新业务: 包含车服网络、共享单车和电单车、同城货运、社区团购、金融服务、自动驾驶等。

图表 4: 滴滴业务矩阵

地区	分类业务
中国出行业务	网约车 (滴滴快车、专车、豪华车、优享、花小猪、拼车等)、网约出租车、代驾、顺风车
国际业务	网约车、外卖、金融服务
其他创新业务	汽车解决方案 (充电、加油、维护维修等)、共享两轮车、同城货运、社区团购、自动驾驶、金融服务

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内出行方面, 根据 CIC 的数据计算, 十年的披荆斩棘, 让滴滴拥有了国内网约车赛道市占率 81% 的优势, 成为了竞争过程最惨烈、竞争结果最能战的公司。当前的滴滴, 通过“滴滴出行 APP”、“花小猪 APP”、“滴滴企业版”“滴滴代驾司机”等对接了国内 1300 万司机和 3.77 亿打车用户, 成为国内最大的共享出行平台, 国内出行业务 2020 年收入超 1300 亿, 总收入超 1400 亿。

国际业务方面, 目前滴滴在中国以外的 14 个国家开展业务, 以 2020 年的总交易额衡量, 滴滴已经成为拉丁美洲第二大叫车平台、墨西哥第二大叫车和送餐平台。滴滴国外年度活跃用户由 2019Q1 的 2300 万提升至 2021Q1 的 6000 万。2020 年滴滴国际业务总交易额为 256 亿, 2020 年日单量约为 369 万、2021Q1 日单量约为 458 万。

创新业务方面, 滴滴的小桔加油在 2020 年突破单日 1 亿 GMV, 小桔充电成为全国最大

的电动车充电网络。滴滴通过对“橙心优选”的投入位居社区团购前列、通过对“青桔单车”的投入成为共享两轮车三强。

图表 5: 滴滴产品矩阵

	<b>DiDi Chuxing</b> 滴滴出行	▪ Flagship app that provides mobility and essential services		<b>DiDi Driver</b> 滴滴车主	▪ App for drivers that provide shared mobility services on our platform
	<b>Piggy Express</b> 花小猪	▪ Provides ride hailing services catering to younger consumers		<b>DiDi Chauffeur Driver</b> 滴滴代驾司机	▪ App for drivers that provide Chauffeur Service
	<b>DiDi Enterprise</b> 滴滴企业版	▪ Provides ride hailing services to business clients		<b>DiDi Freight Driver</b> 滴滴货运司机	▪ App for drivers that provide Freight Service
	<b>Qingju Bike</b> 青桔单车	▪ Provides bike and e-bike sharing services		<b>Xiaoju Auto Solutions</b> 小桔车服	▪ App that provides range of auto solutions to drivers on our platform and car owners in China
	<b>Chengxin Youxuan</b> 橙心优选	▪ Provides community group buying services			
	<b>DiDi Finance</b> 滴滴金融	▪ Provides financial services including loans and insurance			
	<b>99</b>	▪ Provides mobility and other essential services in Brazil			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

滴滴的未来很大。作为对接了数千万司机、数亿用户、海量数据的平台, 滴滴对“车轮上”的生意驾轻就熟。未来, 随着出行赛道共享化、智能化的趋势逐渐凸显, 滴滴将迎来广阔的 robotaxi 市场:

- 1) 未来 robotaxi 的规模体量不仅包含网约车、出租车的市场、也可能一定程度替代私家车的市场。我们认为, 未来 robotaxi 或是万亿规模的赛道。
- 2) 在 robotaxi 赛道的竞争中, 在技术各有所长的基础上, 谁有最强的运营经验和共享出行网络, 谁就有更大的胜算。滴滴拥有 3.77 亿打车用户、国内最大的充电网络等后服务市场、充足的车端经验, 我们认为滴滴拿着 robotaxi 最靠前的门票。
- 3) Robotaxi 更广阔的市场体量不仅可能大大拓宽滴滴的收入前景, 也会显著改变公司的成本结构。

这些都是滴滴十年披荆斩棘建立的共享出行平台所能够提供的。滴滴前十年走遍难走的路, 为迎接未来的广阔天地做好了充足准备。

## 2. 共享出行：越过盈利拐点

### 2.1 滴滴出行：车轮上的生意

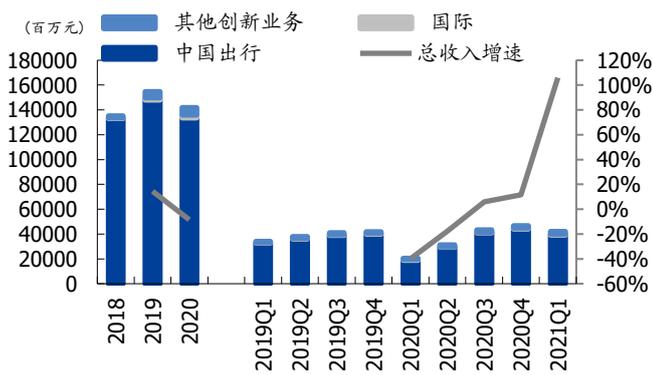
国内出行业务是滴滴的最核心业务，在2020年滴滴1417.4亿元总收入中，国内出行业务收入高达1336.5亿元，国际和其他创新业务分别为23.3、57.6亿元。

滴滴的中国出行业务包含网约车、网约出租车、代驾以及顺风车业务四类。截至2021Q1，滴滴中国出行的年化日均订单量约为2500万单。从交易额维度，2020年中国出行GTV达1890亿元，按CIC估算的2330亿市场规模测算，则滴滴市占率超81%。

过去几年，滴滴的国内出行业务呈现：

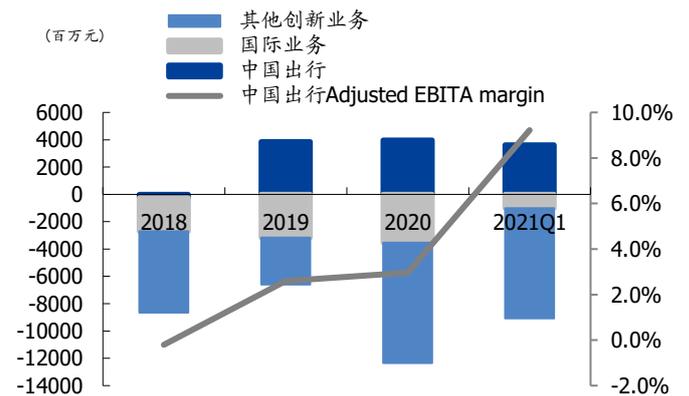
- 1) 收入稳定增长：2019Q1-2021Q1，国内出行收入复合增长率近10%。
- 2) 盈利快速提升：国内出行业务经调整EBITA率持续提升，从2018年的不盈利，到2019年的2.6%，到2020年的3.0%、到2021Q1的9.2%。

图表6：滴滴收入构成及增速



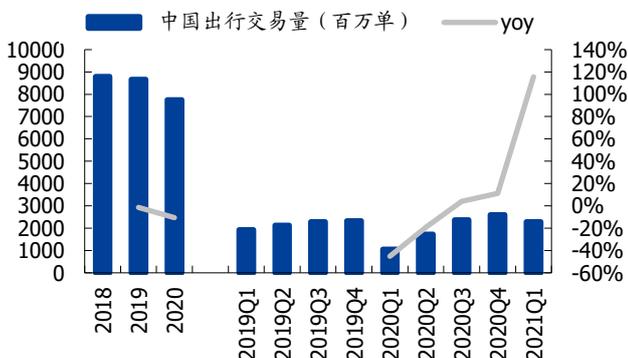
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表7：滴滴分业务EBITA及EBITA margin



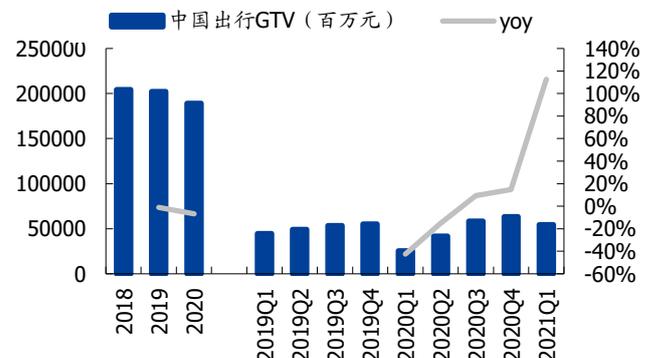
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表8：滴滴中国出行订单量及增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表9：滴滴中国出行GTV及增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

滴滴通过撮合网约车司机与乘客交易，对交易额进行抽佣从而进行变现。根据 2020 年滴滴网约车司机收入构成，乘客应付金额中，司机收入、乘客补贴、经营成本等、利润各占 79.1%、10.9%、6.9%、3.1%。换算后，2020 年在乘客实际支付金额中，司机收入、经营成本等、利润各占 88.8%、7.7%、3.5%。

财务层面，滴滴对出行业务按照不同运营模式有不同的确认方式：

- 1) 对于中国网约车业务，滴滴按 GTV 扣除用户补贴和税费后的毛收入记为营收，司机收入和激励等记为成本。
- 2) 对于出租车、代驾等以及国际业务，滴滴按 GTV 扣除司机收入和激励、合作伙伴收入、税费后的净收入记为营收，用户补贴记为费用。

图表 10: 2020 年滴滴核心平台运营模型

(十亿元)	中国出行	(十亿元)	国际
<b>GTV</b>	189.0	<b>GTV</b>	25.6
其中：网约车	148.6		
其他出行服务	40.4		
-其他司机和合作伙伴收益及激励	38.6	-司机和合作伙伴收入	21.6
-通行费、税费及其他等	0.5	-通行费、税费及其他等	0.9
-消费者叫车补贴	16.3	-司机和合作伙伴激励	0.8
<b>=收入</b>	133.6	<b>=收入</b>	2.3
-网约车司机激励	6.9		
-网约车司机收入	110.5		
-其他成本及运营费用	12.2	其他成本及运营费用	5.8
<b>=Adjusted EBITA</b>	<b>4.0</b>	<b>=Adjusted EBITA</b>	<b>-3.5</b>

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2.2 共享出行赛道：旷日持久的互联网圈地运动

我们认为，网约车业务最大的壁垒就是规模。车辆和司机构成的供给端网络、和用户形成的需求端网络，相互促进提升。滴滴在国内 1300 万司机，吸引了 3.77 亿年度打车用户。平台流量如果不够大，无法吸引更多的车主。可约车辆如果不够多，无法吸引用户的使用。网约车的格局是：要么赢、要么走。只有胜者为王，没有小而美。

### 2.2.1 战快的：资本的比拼

2012 年滴滴、快的 APP 相继上线，提供出租车网约服务。滴滴与快的之争，不仅仅是出行市场份额之争，更是各自背后的资本大战。

快的背靠阿里。2013 年 4 月快的获得阿里巴巴、经纬创投 1000 万美金 A 轮融资，2013 年 8 月接入支付宝，成为全国唯一一家可以通过支付宝在线支付全部打车费用的打车 APP。

滴滴和腾讯合作紧密。2013 年 4 月滴滴获腾讯 1500 万美元 B 轮融资，2014 年 1 月滴

嘀打车接入微信支付。对于腾讯而言，通过滴滴推进支付业务、将有助于打破阿里在移动支付市场上的优势地位，一场“支付+补贴”大战一触即发。

图表 11: 滴滴和快的的网约车大战

滴滴	时间	快的
	2012年8月	快的打车 APP 上线，提供出租车网约车服务
滴滴打车 APP 上线，提供出租车网约车服务	2012年9月	
滴滴获得来自金沙江创投的 300 万美金的 A 轮融资	2012年12月	
滴滴获腾讯 1500 万美元 B 轮融资	2013年4月	快的获得阿里巴巴、经纬创投 1000 万美金 A 轮融资
	2013年6月	快的打车开通全国 30 个城市，并与去哪儿、高德地图、百度地图、支付宝形成战略合作伙伴，为其打车功能提供服务支持
	2013年8月	快的打车接入支付宝，成为全国唯一一家可以通过支付宝在线支付全部打车费用的打车 APP
	2013年11月	快的打车收购市场排名第三的大黄蜂打车，开始进入专车领域
	2013年12月	快的打车联合支付宝钱包推广线下出租车市场
滴滴打车完成 C 轮 1 亿美金融资	2014年1月	
滴滴打车与微信支付合作正式上线	2014年4月	快的打车完成了 B 轮融资，阿里巴巴、经纬中国领投
	2014年7月	快的推出“一号专车”
柳青加盟滴滴打车	2014年8月	
滴滴打车正式推出专车服务	2014年10月	快的完成了 C 轮融资，数额超过数亿美元
滴滴 D 轮融资超 7 亿美元，腾讯淡马锡 DST 领投	2014年12月	
滴滴企业版(企业出行服务)正式上线，主打企业商务用车市场	2015年1月	快的打车宣布获得 6 亿美元融资，软银领投，阿里跟投
		原阿里副总裁陶然加盟快的
快的打车与滴滴打车宣布进行战略合并	2015年2月	

资料来源：公司官网、搜狐、新浪、36 氪等，国盛证券研究所

随着滴滴和快的多轮融资资金到位，从 2013 年 12 月开始到 2014 年 8 月，双方开展了激烈的补贴大战，3 月开始，双方补贴返现的力度逐渐下降，5 月取消乘客补贴，8 月取消司机补贴。根据 Techweb 报道，此轮大战双方补贴金额合计达数十亿。补贴停止后，程维曾表示，“在滴滴打车补贴最高的时候，滴滴打车订单量峰值曾达到 530 万单，而停止补贴后，现在日订单量回落到 300 万单左右。”

图表 12: 补贴措施对比: 滴滴 vs. 快的

滴滴	时间	快的
斥资 8000 万对司机展开接单奖励活动	2013 年 12 月	投入 5000 万鼓励司机和乘客使用支付宝结单
	2014 年 1 月 1 日	北京新用户将获得 30 元话费, 总投入 1 亿元
乘客车费立减 10 元司机立奖 10 元	2014 年 1 月 10 日	
	2014 年 1 月 20 日	快的打车乘客车费返现 10 元, 司机奖励 10 元, 总投入 5 亿元
宣布将补贴从 10 元降至 5 元	2014 年 2 月 10 日	
补贴重回 10 元, 总投入达到 10 亿元	2014 年 2 月 17 日	快的打车乘客返现 11 元, 司机返 5-11 元
乘客返现上升为 12-20 元	2014 年 2 月 18 日	快的打车乘客返现 13 元, 声明比滴滴高 1 元
乘客返现为起步价-20 元	2014 年 3 月 4 日-5 日	乘客补贴下降为 10 元/单, 又下降为 5 元
滴滴打车乘客每单减免随机 6-15 元	2014 年 3 月 7 日	
滴滴打车乘客返现 3-5 元	2014 年 3 月 23 日	快的打车乘客返现 3-5 元
乘客补贴归零	2014 年 5 月 17 日	快的打车乘客补贴归零
全面取消司机端现金补贴	2014 年 7 月 9 日	司机端补贴降为 2 元/单
取消对司机接单的常规补贴	2014 年 8 月	全面取消司机端现金补贴

资料来源: 新浪科技、凤凰科技等, 国盛证券研究所

在通过补贴以及支付绑定大量用户后, 滴滴和快的都开始尝试进行业务延伸, 双方的较量仍在继续。2014 年 7 月 8 日, 快的推出“一号专车”, 滴滴 2014 年 8 月推出“滴滴专车”、2015 年 1 月推出滴滴企业版。最终, 2015 年 2 月 14 日情人节, 快的打车与滴滴打车宣布进行战略合并。

### 2.2.2 战 Uber: 补贴的较量

在滴滴、快的尚在大战之际, 2014 年 7 月 Uber 正式宣布进入北京市场, 2014 年 12 月 Uber 与百度合作。Uber 主要提供私家车网约车服务, 而滴滴、快的起初还是提供出租车网约。为了应对 Uber 的强势入场, 滴滴通过 2014 年 8 月推出专车服务、2015 年 5 月推出快车服务、2015 年 6 月推出顺风车业务、2015 年 12 月推出拼车服务, 完善网约车产品矩阵。

与滴滴与快的补贴大战类似, 滴滴与 Uber 的大战也通过大量补贴进行, 并且烧钱力度有过之而无不及。据财新报道, 滴滴在 2015 年平均每月就烧掉了 10 亿元人民币, 而 Uber 在进入中国市场后也共计烧掉了约 25 亿美元, 两者烧钱速度相当。

图表 13: 滴滴 vs Uber 中国

滴滴	时间	Uber 中国
	2014年7月	Uber 正式宣布进入北京市场
滴滴打车正式推出专车服务	2014年8月	
	2014年12月	Uber 与百度合作, 将在百度地图加入 Uber 站牌
	2015年3月	Uber 宣布人民 Uber 降价 30%
推出滴滴快车服务		
从5月25日-6月25日在全国12个城市推出周一每人2次15元免单机会, 预计为此投入10亿元人民币	2015年5月	
滴滴快的推出拼车服务“滴滴顺风车”	2015年6月	
	2015年8月	Uber 在北京推出了新版拼车服务“人民 Uber+”, 比原本的私家车载客服务“人民 Uber”增加了乘客间拼单的功能
滴滴推出大量5折出行券	2015年11月	感恩节前乘车满3程, 第二周免2程车费; 乘车满5程, 第二周免5程车费, 每单免费金额最高10元。
滴滴上线了拼车服务	2015年12月	
	2016年2月	Uber 与支付宝达成合作
滴滴推5折优惠	2016年3月	中国 Uber 全面7折
滴滴出行宣布收购 Uber 中国	2016年8月	

资料来源: 公司官网、搜狐、新浪、36氪等, 国盛证券研究所

而史无前例的巨额补贴大战背后, 是双方马不停蹄的快速融资。2014年6月到2018年8月 Uber 中国被收购前, Uber 在一年半时间内完成了 D、E、F、G 四轮融资以及部分战略融资, Uber 中国也完成了 A、B 轮融资, 融资总金额超过 100 亿美元。2014年12月-2016年6月, 滴滴也募集了近 100 亿美元。

但烧钱并非长久之计, 滴滴的市占率依旧稳固, 最终滴滴出行宣布与 Uber 中国合并。

图表 14: Uber 融资历程

日期	金额	轮次	投资方
<b>Uber 全球</b>			
2014年6月	14亿美元	D 轮	富达(Fidelity)等
2014年12月	12亿美元	E 轮	Qatar Investment Authority, Valiant Capital Partners (VCP), Lone Pine Capital, Sherpa Capital, 斯道资本, NEA 等
2014年12月	6亿美元	战略融资	百度投资并购部
2015年7月	11亿美元	F 轮	Bennett Coleman and Co Ltd, Microsoft Corporation - Strategic Investments, Microsoft 等
2016年5月	未披露	战略融资	丰田汽车
2016年6月	35亿美元	G 轮	Saudi Arabia's Public Investment Fund
2016年7月	11.5亿美元	战略融资	未披露
<b>Uber 中国</b>			
2015年10月	超1亿美元	A 轮	百度、海航资本
2016年1月	约20亿美元	B 轮	海航集团、中信证券、中国太平、中国人寿、广汽集团、万科、民生银行、中国宽带产业基金、百度

资料来源: 天眼查、IT 桔子、搜狐等, 国盛证券研究所

### 2.2.3 战美团：高频产品之争

2018年，是滴滴和美团互相入侵对方主战场的一年：

- 1) 打车：2018年3月“美团打车”正式登陆上海、同日拿下杭州运营资质。据美团官方统计，上海首日、次日、第三日完成订单量突破15、25万单，到第三天日订单量已经突破30万单、拿下30%的市场份额，回头客占据绝大多数。

除美团入局之外，高德、携程也宣布入局网约车。针对网约车在多城市开展“烧钱大战”，2018年4月交通运输部微信号连发三篇评论性文章，指出“烧钱大战”不可持续，呼吁网约车发展要“脱虚向实”，运输市场要公平竞争。随后，滴滴、美团宣布停止补贴行为。

图表 15: 滴滴 vs 美团

滴滴	时间	美团
	2017年2月	美团在南京试水打车业务
“滴滴外卖”App正式上线，几个月内，快速登陆无锡、南京、泰州、成都、郑州等多个城市	2018年3月	“美团打车”正式登陆上海，同日拿下杭州运营资质
滴滴表示已于4月12日率先停止补贴行为，确保不低于成本价运营	2018年4月	13日，美团打车宣布在南京、上海两地停止发放补贴，并上线专项清查系统“飓风行动”，对车辆和司机信息进行更加严格的审查
	2018年11月	CFO 陈少晖表示，目前打车业务只有几个城市试点，不会扩大范围
滴滴关停国内外卖业务	2019年2月	
	2019年4月	美团打车在上海、南京上线聚合模式。

资料来源：公司公告、36氪、搜狐等，国盛证券研究所

图表 16: 补贴策略：滴滴 vs 美团打车

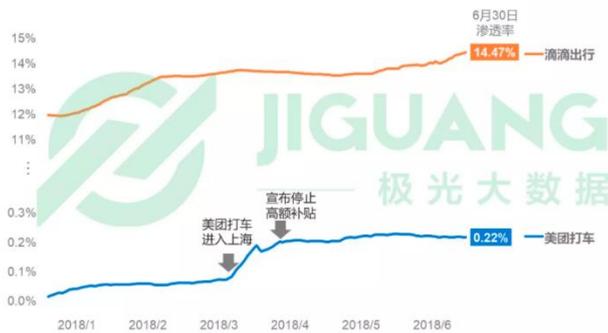
	美团	滴滴
乘客端		
优惠券	每天前3单各减免14块（目前仅在上海地区）	4-7折的折扣券，及6-7元的优惠券
邀请有奖	用户每邀请一位新用户，新用户成单后，邀请者都会获得一定红包奖励。	暂无
司机端		
抽成	8%，另外，上海前2万名注册的司机前3个月免抽成；北京前5万名注册的司机前3个月免抽成。	维持20%-30%不变
分时段奖励	集中在早晚高峰时段，按单递减进行补贴。	集中在早晚高峰时段，按区域进行翻倍奖励。
拉新奖励	在上海实施“邀请有奖”的措施，司机每成功邀请一名新司机，并且新司机完成8单任务，邀请者就可以获得100元奖励	在上海推出新司机（之前没有完成过订单的）奖励活动，司机只要完成3单就可以获得300元奖励

资料来源：三节课，国盛证券研究所

- 2) 外卖：2018年3月，“滴滴外卖”App正式上线，几个月内，快速登陆无锡、南京、泰州、成都、郑州等多个城市。2018年4月，美团和滴滴在无锡开展外卖补贴大战，对骑手和用户进行大额补贴，上线三天便拿下无锡市场1/3的市场份额，但由于过度补贴，滴滴外卖被工商局约谈。

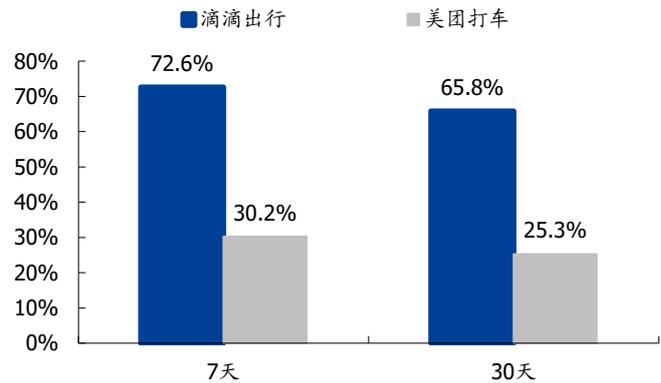
最终，双方都未能顺利进入对方的主战场。虽然美团打车通过补贴占据了一些市场份额，但滴滴出行的龙头地位依旧稳固，根据极光大数据，无论是APP渗透率还是留存率，滴滴出行都远高于美团打车。2018年11月，美团CFO陈少晖表示，目前打车业务只有几个城市试点，并且不会扩大范围。

图表 17: 乘客端 APP 全国网民中的渗透率: 滴滴 vs 美团打车



资料来源: 极光大数据, 取数周期 2018.1.1-2018.6.4, 国盛证券研究所

图表 18: 乘客端 APP 安装留存率: 滴滴 vs 美团打车



资料来源: 极光大数据, 取数周期 2018.1.1-2018.6.4, 国盛证券研究所

### 2.2.4 战高德: 地图上的团战

高德, 不仅仅想做导航。具有地图优势的高德通过聚合的方式参与了打车大战。2017年7月高德易行平台正式上线, 滴滴出行、神州专车、首汽约车、摩拜单车、飞猪等出行服务商接入, 开创了新的网约车经营模式——聚合平台, 聚合平台向出行平台分配用户流量, 并不直接提供出行服务, 而对于高德这类地区地图导航 APP 来说, 其 APP 的用户规模以及活跃度都极高, 做聚合平台水到渠成。

2018年12月, 高德打车业务已接入滴滴出行、首汽约车、曹操专车、神州专车、嘀嗒出行、易到、携程专车、同程专车、AA 专车等九大网约车平台。2019年8月, 高德地图的传统出行数字化升级方案目前已接入近 40 家合作伙伴。2021年3月高德打车联合 60 余家打车平台成立“免佣联盟”, 高德数据显示, 免佣金后, 早高峰司机的活跃度增长约 31%, 订单应答率明显增长, 司机接单空驶距离、订单取消率和客诉率则明显下降。高德通过“免佣”吸引更多司机加入, 提升自身运力。

除了网约车之外, 高德地图 2018年3月还宣布推出零佣金、不盈利的顺风车业务。

对于滴滴而言, 高德等聚合平台的上线, 会对其流量造成一定的稀释, 滴滴也开始加入战局。2019年6月, 滴滴出行加入“聚合平台”模式, 为第三方提供流量入口。2021年6月, 滴滴在太原、南京、烟台、绍兴等城市工作日期间早上 7 点到 10 点试行“早高峰拼车 0 佣金”计划。

图表 19: 滴滴 vs 高德

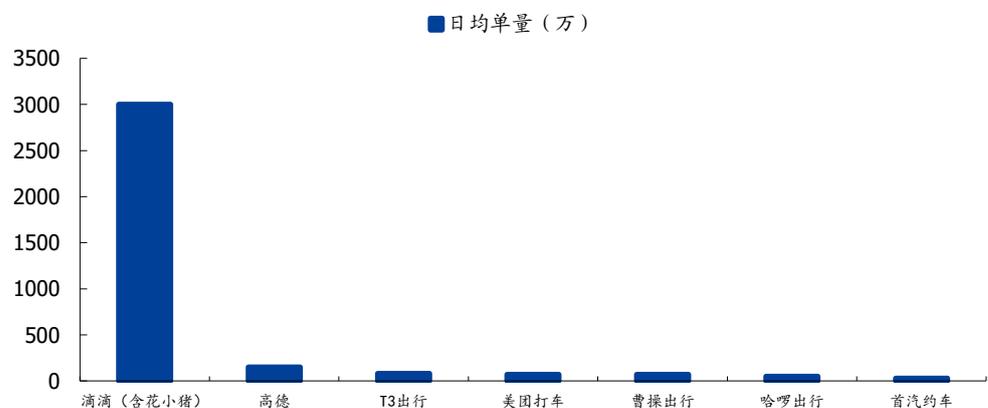
滴滴	时间	高德
	2017年7月	高德易行平台正式上线，滴滴出行、神州专车、首汽约车、摩拜单车、飞猪等出行服务商接入。
	2018年3月	高德地图宣布推出零佣金、不盈利的顺风车业务
	2018年8月	高德顺风车业务下线
2018年12月，滴滴宣布组织架构调整，将专快车事业群合并，成立网约车平台公司。出租车业务亦升级。	2018年12月	高德打车业务目前已接入滴滴出行、首汽约车、曹操专车、神州专车、嘀嗒出行、易到、携程专车、同程专车、AA专车等九大网约车平台。
滴滴出行单车事业部、电单车部，将正式整合升级为两轮车事业部。	2019年6月	高德顺风车不久前已经在广东、武汉两地开启小规模测试。
滴滴出行加入“聚合平台”模式，为第三方提供流量入口。	2019年8月	高德地图的传统出行数字化升级方案目前已接入近40家合作伙伴
	2021年3月	高德打车联合60余家打车平台成立“免佣联盟”，继续早高峰免佣金计划
滴滴将从6月14日起在太原、南京、烟台、绍兴等城市工作日期间早上7点到10点试行“早高峰拼车0佣金”计划	2021年6月	

资料来源：公司官网、搜狐、新浪、36氪等，国盛证券研究所

聚合平台推动高德单量快速增长，但滴滴依旧稳固。对于聚合平台而言，虽然接入更多服务商，提供更多运力，但从乘客体验方面而言，存在服务商服务标准不一、平台管理缺位等问题，难以撼动滴滴的龙头地位。经过几轮网约车大战，滴滴在国内出行市场的胜局依然稳定。

根据晚点的报道，2019年12月，滴滴网约车日均超2300万单，其它公司不超过100万单；而2020年12月，滴滴网约车（包括花小猪）日均接送乘客超3000万单，高德单量为150万，T3出行、美团打车、曹操、哈啰、首汽等都为几十万量级。高德2021年的目标日均订单为250万-300万。

图表 20: 2020年12月移动出行主要产品日均单量



资料来源：晚点 LatePost，国盛证券研究所

2020年4月，滴滴提出新三年的“0188”计划：0重大安全事故，每天服务超过一亿单、国内全出行渗透率超过8%、全球服务用户MAU超8亿。而根据晚点报道，在滴滴的规划中，为实现1亿单目标，主战场四轮车承担其中5000万单，新战场两轮车和国际化分别为4000万和1000余万单。目标很大，滴滴还需要走更难的路。

## 2.3 网约车的变量

滴滴的国内共享出行业务当前的增长位置处于：

- 1) 收入增速稳健：剔除2020年疫情因素，滴滴国内出行业务从2019Q1-2021Q1的两年收入的复合增长率约9%。
- 2) 盈利快速提升：滴滴国内出行业务的调整后EBITA利润率从2019年的2.6%，提升至20Q1的3.3%，又提升至21Q1的9.2%。该业务在2021Q1的EBITA利润约36亿，已接近该业务2020全年的EBITA利润。

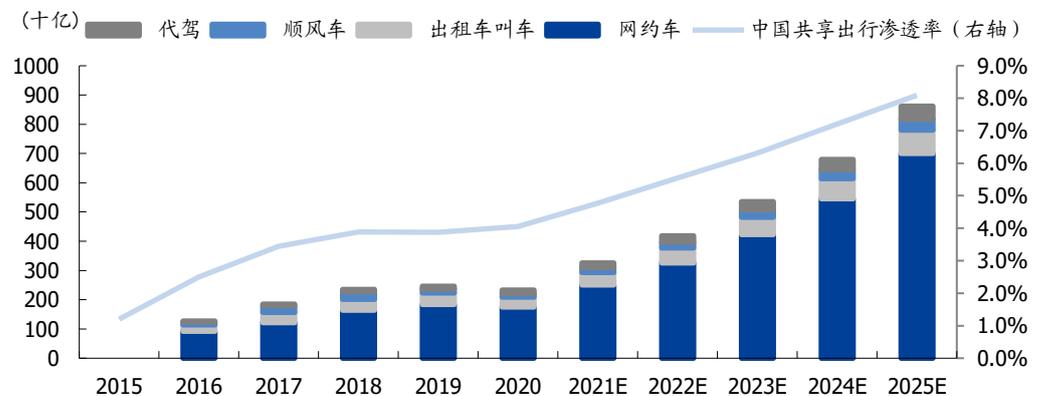
因此，我们认为，滴滴在收入规模上需要额外的增长引擎，可能在共享出行，也可能在周边业务上。但滴滴的盈利，则可能在共享出行业务上迎来重要拐点。

### 2.3.1 规模：推产品、增运力

根据CIC，基于交易额的维度，中国共享出行渗透率已经从2015年的1.2%增加到2020年的4.1%，预计到2025年将提升至8.1%，而长期看，预计2040年共享出行渗透率将达到35.9%。基于乘车次数维度，共享出行的渗透率从2015年的0.7%增加到2020年的2.1%，预计2025年将达到4.8%，而2040年或将达到26.9%。

CIC预计，中国共享出行市场规模将从2020年的2330亿元增加到2025年的8620亿元。其中，网约车是共享出行中最大的市场，预计2020-2025年将从1750亿元增长至7000亿元。

图表 21：中国共享出行市场规模及渗透率预测



资料来源：CIC，国盛证券研究所

对于滴滴的共享出行业务，我们认为，未来规模的提升将来自于：

- 1) 需求端，聚焦性价比产品。网约车产品方面，向更低价格进行延伸，比如推出拼车、花小猪、特惠快车等。网约出租车方面，出租车业务独立为“快的新出租”。通过降低车费吸引乘客使用打车软件，提升平台司机的接单量，也相对更加满足下沉市场的用户打车需求。
- 2) 供给端，开放聚合端口。滴滴出行加入“聚合平台”模式，增加司机端的运力供应，提高匹配效率，抵御其他聚合平台的冲击，提高自身用户粘性。

根据中国产业信息网，当前互联网出行的主战场集中在一、二线城市，用户渗透率分别为40.1%和17.3%，但三四五线城市不到5%。

从滴滴的网约车产品来看，滴滴的新产品都在向更低价格进行延伸，比如拼车、花小猪、特惠快车等，通过降低车费吸引乘客使用打车软件，同时能提升平台司机的接单量，也相对更加满足下沉市场的用户打车需求。

图表 22: 滴滴网约车产品

价格	产品	定位
高 ↓ 低	豪华车	豪华汽车、专业训练的驾驶员以及便利设施
	专车	高端汽车，旨在为商业出行者提供出行服务
	优享	较新或宽敞的汽车，适合日常使用
	特快	动态价格，在高峰出行时刻提供快速服务
	快车	主营业务，每日使用可负担
	特惠快车	动态价格，在非高峰期更加便宜
	花小猪	年轻人可负担，司机有更高的时间灵活性
	拼车	同一条线路的不同乘客用折扣费用共享乘行

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2020年7月，滴滴拼车宣布更名为“青菜拼车”，采用全新品牌标识，特惠快车开始试运营、用户可以“一口价”的形式享受动态降价和限时折扣。此外，上线独立的网约车新品牌“花小猪”，瞄准更为年轻的用户群。

花小猪推出后，规模快速增长，2020年10月订单量超过百万。根据交通运输部，2020年10月当月订单总量超过100万单的网约车平台共有8家，分别是滴滴出行、曹操出行、T3出行、万顺叫车、美团打车、首汽约车、享道出行、花小猪出行。

图表 23: 花小猪计价规则

实时单	小猪特价
一口价计价模式	一口价是以预估里程及时长，并按照基础计价规则，计算预估价为基准，再根据供需等因素做一定幅度内调整的价格。
基础计价规则	基础计价是基于订单服务内容（里程、时长、时间段等），按各费用项定价标准，计算订单价格的方式。
	独享、拼成和未拼成均按一口价收费。价格会根据供需做一定幅度的调整。小猪特价优惠券为小猪特价订单独享，不能与实时单共用。

资料来源：花小猪官网，国盛证券研究所

而在出租车方面，2020年，滴滴再次升级旗下出租车事业部组织架构，滴滴重新启用“快的”品牌，并将出租车业务独立为“快的新出租”，石东海被任命为总经理，向滴滴创始

人兼 CEO 程维汇报。根据快的新出租 2020 年 9 月的公告，全国出租车线上化占比不足 10%，渗透率提升空间较大。尤其对于下沉市场而言，网约车市场往往供过于求，而出租车是主要的运力来源和出行方式，通过将出租车司机接入滴滴平台布局下沉市场，或将从另一个角度有效提升下沉市场的单量。

除了推出新的出行产品以外，滴滴通过聚合平台模式接入第三方打车企业来增强运力、通过供给端的加强来满足用户需求。以上海为例，与高德类似，滴滴目前接入的第三方包括享道出行、飞嘀打车，等。

图表 24: 高德打车界面 (上海)



资料来源: 高德 APP, 国盛证券研究所

图表 25: 滴滴打车界面 (上海)



资料来源: 滴滴出行 APP, 国盛证券研究所

聚合打车的优点在于:

- 1) 补充平台运力。运力是出行服务平台的核心资产，聚合模式可以增加司机端的供应，提高运力以及匹配效率。
- 2) 通过网络效应进一步巩固自身流量优势。供给端的加强会通过满足更多需求、提升效率，吸引更多用户。
- 3) 节约成本。由于聚合平台仅分配用户流量、并不提供出行服务，因此成本开支较低。美团 CEO 王兴曾表示，通过“聚合模式”，不需要去管理司机的供应，不需要对司机进行补贴，也不会产生大量额外支出。

### 2.3.2 盈利: 越过盈利拐点后

共享出行业务的盈利性始终是业内关心的问题。对于网络效应极强的业务，盈利的到来是重要的拐点。

滴滴国内出行的调整后 EBITA 利润率,从 2018 年的不盈利,到 2019 年的 2.6%,到 2020 年的 3.0%,到 2021Q1 增至 9.2%。

图表 26: 滴滴国内出行业务: EBITA 利润率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

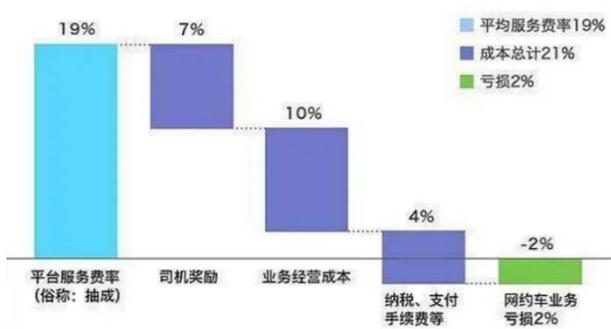
单季利润率提升不排除存在一次性因素。但持续的利润率提升趋势则值得关注背后的动因。我们测算认为,司机收入比例不存在显著改变、不是利润率提升的重要原因。滴滴提升 EBITA 利润率的核心动力可能来自:

- 1) **经营成本降低:** 通过规模效应、技术迭代等降低运营成本。
- 2) **产品结构改变:** 在不提升现有产品抽成比例的同时,增加高毛利产品比重。

首先,降成本方面,滴滴曾披露 2018Q4 和 2020 年的网约车业务成本结构。我们进行数据口径统一后得出:

- 1) 2018Q4, 乘客实际支付 100% - 司机提成 81% - 司机奖励补贴 7% - 经营成本及费用 14%, 滴滴亏损 2%。
- 2) 2020 年, 乘客实际支付 100% - 司机提成 83.5% - 司机奖励补贴 5.3% - 经营成本及费用 7.7%, 滴滴盈利 3.5%。

图表 27: 滴滴网约车成本结构: 2018Q4



资料来源: 滴滴“有问必答”, 国盛证券研究所

图表 28: 滴滴网约车成本结构: 2020



资料来源: 滴滴公众号, 国盛证券研究所

可以看出，在乘客实际支付费用中，在给到司机的提成和奖励补贴后，平台提取比例几乎没有变化：2018Q4 平台提取 12%、2020 年平台提取 11.2%。利润率提升并不是由司机收入比例的改变带来的。

带来滴滴网约车扭亏为盈的，是经营成本的大幅降低：2018Q4 平台的经营成本及费用约 14%、2020 年降至 7.7%。公司披露，在纳税和支付手续费率之外，平台经营成本还包括技术、安全保障、客服、人力、线下运营等。因此，规模效应的显现或是经营成本降低的重要来源。

其次，在经营成本降低之外，产品结构的变化、高毛利产品比重的增加也可能带来利润率的提升。我们留意到，在各类快车业务之外，公司近期一直在力推拼车业务。我们认为，拼车除了带来一车多坐、更环保更高效之外，也是一个平台毛利更高的产品。

图表 29：滴滴拼车计价规则：司机按快车计价，乘客支付各自的费用



资料来源：滴滴公众号，国盛证券研究所

滴滴网约车 CEO 孙枢披露过滴滴拼车的计价规则：

- 1) 乘客，每个人支付自己乘坐这段行程的拼车一口价，如果没拼成只有一人乘坐，则支付快车预估价 9 折的拼车一口价。
- 2) 司机，全行程按照“快车”实时计价，即按行驶里程和时长计算收入。

也就是说，司机按快车计费，只要拼车乘客超过一位，平台就获得多个乘客车费，平台的毛利率即抽成率大概率就更高。在孙枢举的几个例子中，未拼成只有一人成行的例子中，平台负抽成 16%，这种情况“每 5-6 单中有一单”。在拼成的例子中，平台抽成从 17.56%到 28.99%不等，这高于滴滴网约车平时 12%左右的抽成率。

由于负抽成是少数情况、“每 5-6 单中有一单”，多数情况拼车是拼成的，因此，原则上，拼车产品给平台带来的毛利率是显著高于普通快车产品的。拼车订单占比有多少，还需要更多信息确认。我们猜测，力推拼车等产品是带来滴滴共享出行业务利润率提升的重要途径。

图表 30: 滴滴拼车举例: 拼成情况, 平台获得高抽成 (行程一、行程二) vs. 未拼成情况, 平台负抽成 (行程三)



资料来源：滴滴公众号，国盛证券研究所

当前，如果滴滴出行的核心盈利模式立住了，未来越过盈利拐点后，共享出行业务的利润率能到多少？

我们粗略估算，长期，9-10%左右的调整后EBITA利润率是可能达到的水平。以国内出行12%左右的平台抽成率为基础，一方面高毛利产品比重的增加可能拉升整体抽成率，另一方面规模效应或进一步降低平台经营成本：

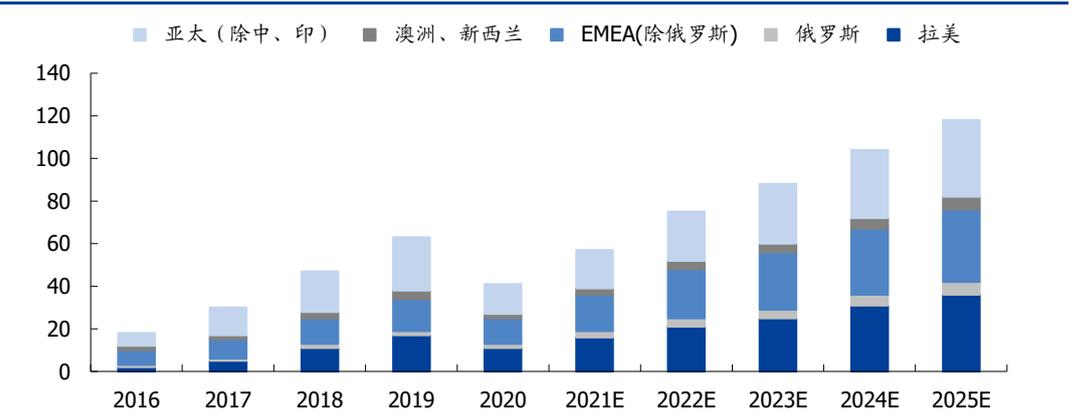
- 1) 平台抽成端：平台可以通过推新品、增加高毛利产品的比重等方式，将当前12%左右的综合抽成实现个位数小幅提升。
- 2) 成本费用端：按公司披露的成本结构，2020年网约车经营成本占收入约为7.7%。未来随着运营效率的提升、有望进一步实现小幅减省。

因此我们猜测，长期，共享出行EBITA利润率在9-10%是可能达到的范围。短期，产品端运营变动、成本端投入变动等因素，均可给该业务带来较大利润弹性。

### 3. 国际业务：滴滴驶向世界

国际出行市场稳健增长，拉美潜力最大。根据 CIC，拉丁美洲、EMEA 和亚太地区(除中国和印度)的共享出行市场在 2020 年合计约为 410 亿美元，预计到 2025 年将达到 1170 亿美元，CAGR 为 23%。其中，发展中国家较多的拉美空间较大，2020-2025 年市场规模有望从 110 亿美元增长至 360 亿美元，CAGR 为 27%。

图表 31: 国际共享出行市场规模 (十亿美元)

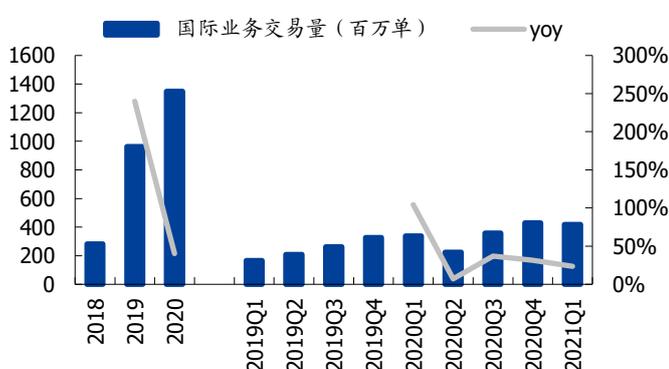


资料来源: CIC, 国盛证券研究所

滴滴的国际化自 2018 年开始，目前在中国以外的 14 个国家开展业务。以 2020 年的总交易额衡量，滴滴已经成为拉丁美洲第二大叫车平台、墨西哥第二大叫车和送餐平台。滴滴的国际业务主要由网约车、外卖送餐、金融服务等构成。滴滴的三年“0188”战略中，计划全球服务用户 MAU 超 8 亿，此次滴滴上市后，募资金额的 30% 将用于扩大国外市场。

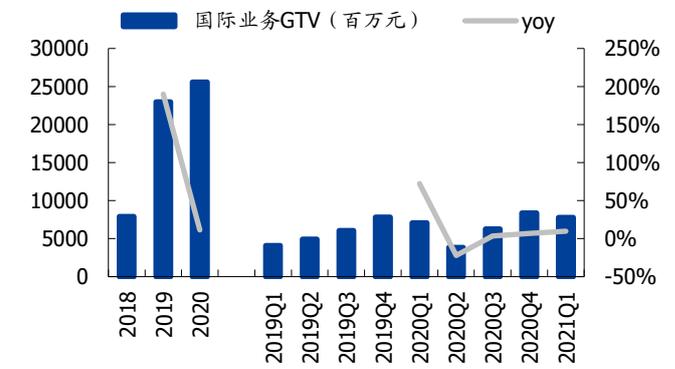
滴滴国外年度活跃用户由 2019Q1 的 2300 万提升至 2021Q1 的 6000 万。2020 年滴滴国际业务的总单量约为 13.5 亿、日单量为 369 万，2021Q1 日单量约为 458 万。从交易额的维度，2020 年滴滴国际业务 GTV 约为 256 亿，2021Q1 年化 GTV 约为 263 亿。2020 年滴滴国际业务收入为 23 亿，同比增长 18%。

图表 32: 滴滴国际业务订单量及增速



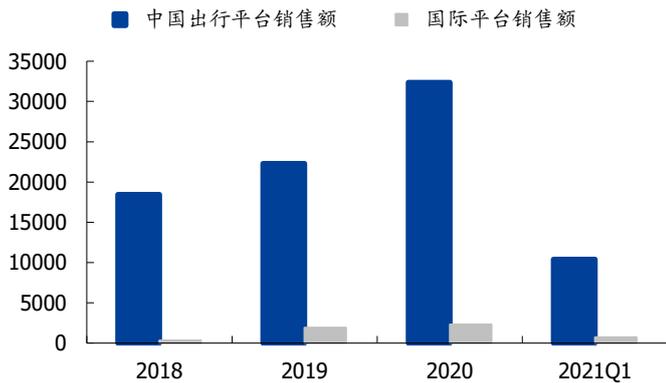
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 33: 滴滴国际业务 GTV 及增速



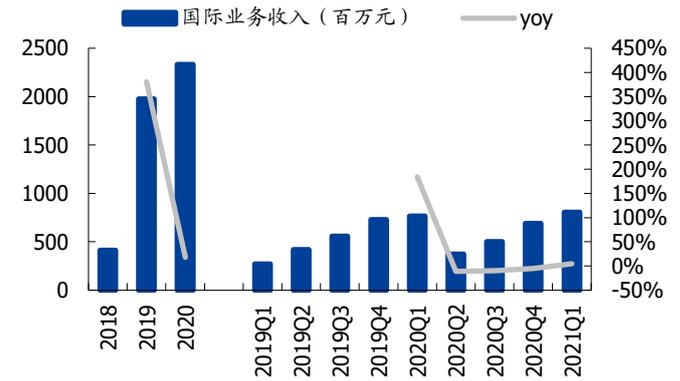
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 34: 滴滴核心平台销售额 (百万元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 35: 滴滴国际业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

滴滴的国际化的推进主要通过投资合作以及亲自下场实现。最初, 滴滴主要通过投资模式推进国际化, 比如亚洲市场滴滴投资 Grab、Ola, 美国市场投资 Lyft、欧洲市场投资 Taxify 等, 在部分地区成为 Uber 的有力竞争者。2018 年 1 月, 滴滴宣布完成了对巴西最大的共享出行公司 99 Taxi 的全资收购, 4 月滴滴宣布打车业务正式进入墨西哥。根据财新国际, 滴滴出行 2020 年初表示, 巴西“99 出租车”订单量突破了 10 亿次, 与大约 60 万巴西司机合作, 覆盖 1600 个城市、1800 万用户。滴滴墨西哥运营总监表示, 截止 2019 年 Q4, 墨西哥用户使用滴滴出行的次数增长了近 3.5 倍。此外, 滴滴还与软银成立合资公司布局日本市场。

图表 36: 滴滴国际业务投资情况

时间	地区	投资公司	投资事件	成果
2015 年 8 月、 2017 年 7 月	亚洲	Grab	2015 年滴滴首次参与 Grab 达 3.5 亿美元 (约合 22.4 亿元人民币) 的融资。2017 年 7 月 24 日, 滴滴出行和软银联合领投 Grab 20 亿美元。	2017 年 11 月, Grab 宣布公司提供的出行服务次数已经超过 10 亿次, 其已在 7 个国家提供服务, 业务覆盖的城市达到 142 个, 公司称平台拥有 200 多万司机, 消费 App 下载量达到 6800 万次。
2015 年 9 月	亚洲	Ola	2015 年 9 月 28 日, 滴滴宣布参与了对印度打车服务商 Ola 的最近一轮融资, 将支持 Ola 在印度市场推进积极的扩张战略。	2018 年 Ola 已经超越了其在印度市场的主要竞争对手 Uber。
2015 年 9 月	美国	Lyft	2015 年 9 月 17 日滴滴宣布对 Lyft 进行一亿美元的战略投资。双方已达成战略合作协议, 将融合彼此的技术优势、产品开发实力、当地丰富的市场经验与广阔的网络资源。	2015-2017 年 Lyft 在美国打车市场的增长速度为 Uber 的两倍。2019 年 3 月 Lyft 于纳斯达克上市, Lyft 在美国的市场份额已经由最初的 20% 上升到 40%, 同时 Lyft 的市值也在上市之后接近 300 亿美元。
2017 年 8 月、 2018 年 5 月	欧洲	Taxify	2017 年 8 月, 滴滴宣布投资 Taxify 并建立战略合作关系, 投资金额暂未公布。2018 年 5 月滴滴参投 Taxify, 总融资金额达 1.75 亿美元。	2018 年 5 月, Taxify 官方称称公司已拥有超 50 万名司机及 1000 万名用户, 服务超 25 个国家, 主要集中于欧洲及非洲市场, 并进入了澳大利亚, 成为 Uber 的有力竞争者。
2017 年 8 月	迪拜	Careem	滴滴宣布与 Careem 达成战略合作伙伴关系。滴滴将对 Careem 进行投资; 双方还将在智能交通技术、产品开发和运营等方面展开共享与合作。	2020 年末, Careem 的注册用户数为 4800 万, 注册司机数为 200 万, 用户交易频率达每周三次。2020 年 Careem 出行业务 (网约车、出租车、城际交通、共享自行车) 增长了 10 倍。
2018 年 1 月	巴西	99	2018 年, 滴滴收购了巴西最大的共享出行公司 99 的控股权。	滴滴控股后, 99 签约了 60 万司机, 在拉美覆盖了 1600 个城市的 1800 万用户。截止 2019 年 Q4, 墨西哥用户使用滴滴出行的次数增长了近 3.5 倍。
2018 年 7 月	日本	合资公司	日本软银集团和中国网约车巨头“滴滴出行”当日宣布成立合资公司, 并从 2018 年秋起在日本各地依次推出出租车打车服务。	2019 年 4 月, 滴滴出行和软银集团的合资企业滴滴日本 (Didi Mobile Japan) 表示, 将把网约车服务扩展到日本国内的 13 个城市。

资料来源: 界面新闻、晚点、36 氪、搜狐、腾讯科技等, 国盛证券研究所

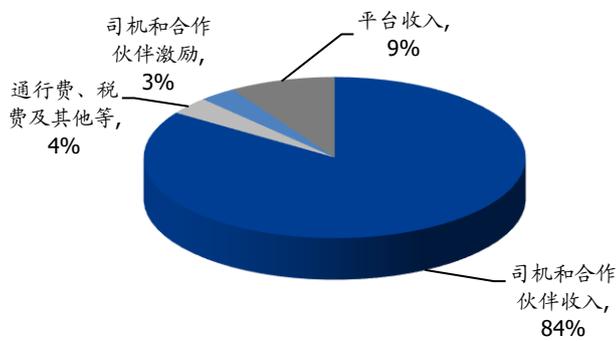
拉美是滴滴国际化的最大阵地，据晚点 2020 年 7 月报道，滴滴国际化业务已经在巴西、墨西哥、澳洲、日本、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、巴拿马等 8 个国家落地，其中拉美贡献了超过 50% 的单量。

滴滴之所以能在海外快速发展，离不开滴滴较强的本土化运营能力。以拉美为例，通过与银行合作为司机发行“滴滴卡”等方式解决打车的支付问题，截至 2021Q1，滴滴已在巴西发行了超过 200 万张滴滴卡。此外，2020 年滴滴在墨西哥投入了混合动力和电动汽车，共享出行方式更加多元。除了打车业务之外，滴滴也在推进外卖等多元业务。

随着滴滴加强海外市场的投入布局以及发挥本土精细化运营的能力，预计滴滴国际业务有望获得更多市场份额。预计未来拉美地区、俄罗斯、日本等将是重点发展地区。

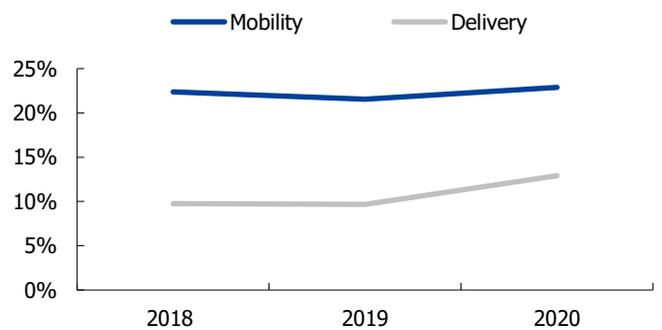
短期，由于滴滴正处于国际业务开拓期，预计相关投入和补贴持续加大，以 2020 年为例，滴滴国际业务的 GTV 为 256 亿元，其中收入为 23 亿元，即国际出行业务的佣金率为 9%，而 Uber 出行业务佣金率基本维持在 22% 左右。未来，随着滴滴国际业务市场地位不断稳固，佣金率尚有提升空间。

图表 37: 2020 年滴滴国际业务 GTV 构成



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

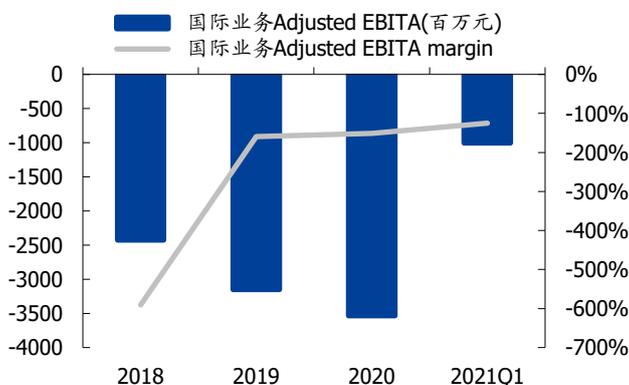
图表 38: Uber 出行及外卖业务佣金率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

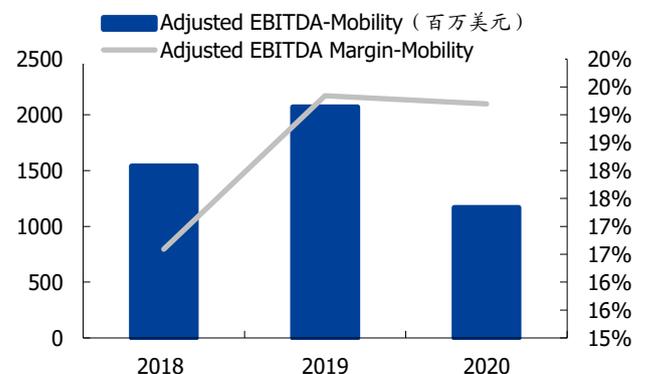
滴滴国际业务目前处于亏损状况，主要由于成本及运营费用过高，以 2020 年为例，滴滴国际业务收入为 23 亿，但成本及运营费用合计 58.7 亿元。未来，随着滴滴国际业务不断成熟壮大，规模效应或将带来成本及运营费用的优化，亏损状况有机会得到改善。

图表 39: 滴滴国际业务 EBITA 及 EBITA margin



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 40: Uber 出行业务 EBITDA 及 EBITDA margin



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

## 4. 滴滴的周边：深入生活服务

我们认为，滴滴的横向扩张有两个重要逻辑：

- 1) 就滴滴的共享出行业务而言，规模是核心壁垒。
- 2) 就滴滴的商业布局而言，社会服务之外，滴滴需要更多的商业服务。

在车主端服务上，滴滴承担了重要的出行运营功能，其业务自然延伸到了车服网络上，如充电、维保、金融服务等。以充电为例，滴滴平台当前接入 100 万辆电动车，全国电动车 38% 的里程都在滴滴的网络上完成。基于此，滴滴为司机提供“小桔充电”服务，并成为全国最大的电动车充电网络。2021Q1，滴滴占到了全国 30% 的电动车充电市场。

在用户端服务上，滴滴将业务延伸到了共享两轮车、同城货运、社区团购等领域。

上市前，滴滴对共享两轮车、同城货运、社区团购、自动驾驶等都进行了分拆以及融资。目前，青桔单车、滴滴自动驾驶、滴滴货运、橙心优选的最新估值分别为 19、34、28、18 亿美元。

图表 41：滴滴新业务融资及估值情况

业务	滴滴持股	最新估值	融资日期	交易金额	融资轮次	投资方
青桔单车	88.30%	19 亿美元	2020 年 4 月	9 亿美元	A 轮	软银和部分其他投资者投资 1.34 亿美元、滴滴投资 7.5 亿美元
			2021 年 2 月	6 亿美元	B 轮	外部投资者出资 1.66 亿美元；滴滴认购了 3 亿美元股权融资份额；1 亿美元可转换票据。
滴滴自动驾驶	70.40%	34 亿美元	2020 年 5 月	5.25 亿美元	A 轮	软银、滴滴出行
			2021 年 1 月	3 亿美元	A+轮	IDG 资本、中信产业基金等
			2021 年 5 月	3 亿美元	战略融资	广汽集团
滴滴货运	57.60%	28 亿美元	2021 年 1 月	15 亿美元	A 轮	淡马锡、中信产业基金、IDG 资本等
橙心优选	32.80%	18 亿美元	2021 年 3 月	9 亿美元	A1 轮	SoftBank Capital
			2021 年 3 月	2 亿美元	A2 轮	管理层注资

资料来源：公司公告、36 氪、亿邦动力、天眼查、IT 桔子等，国盛证券研究所

### 4.1 车服网络：占领新的先机

汽车服务市场大且散。2020 年，国内租车公司超百万家，而全年国内租车、加油、充电、保养、维修等后服务市场规模约 4 万亿。随着车辆出行网络的整合，其中蕴含巨大的商机。

2018 年 4 月，滴滴联合 31 家头部车企、地图、车联网等企业成立洪流联盟，“以开放和赋能为核心，广泛与汽车全产业链合作，共建汽车运营商平台，推进新能源化、智能化、共享化的产业发展，协力建设面向未来出行用户与车主的服务平台”。

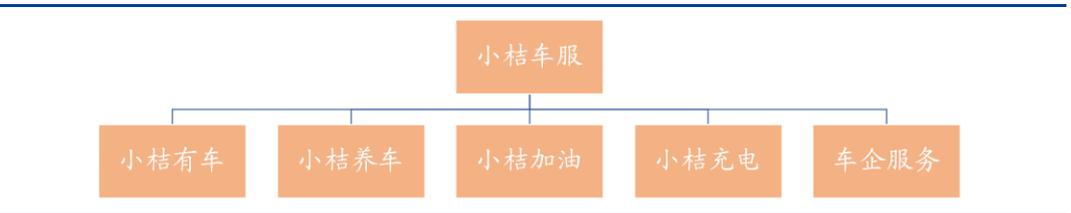
图表 42: 洪流联盟成员



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2018年8月, 滴滴将旗下汽车服务平台升级为“小桔车服”。当前的小桔车服拥有“小桔有车”、“小桔养车”、“小桔加油”、“小桔充电”、“车企服务”等五大业务产品, 为客户提供新能源车租售、汽车维保、新能源车充电、便捷加油、车企对接服务。

图表 43: 小桔车服五大业务产品



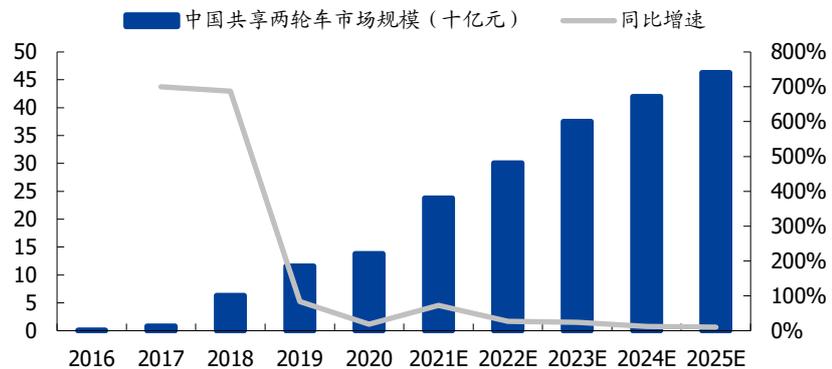
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

根据滴滴披露和晚点报道, 小桔车服中, 小桔加油在2020年已经突破单日1亿GMV, 小桔充电服务已经成为全国最大的电动车充电网络。2021Q1, 滴滴在全国电动车充电市场占比超过了30%。而在汽车后市场更多的壁垒, 也随着滴滴造车的推进, 在进一步加强。

## 4.2 共享两轮车: 穿越废墟的后起之秀

共享两轮车, 硝烟落又起。2018以前年共享单车经历了兴起、到无序膨胀、再到强力监管行业洗牌阶段, 2018至今各地开始推广投放配额制, 行业向精细化运营阶段发展。共享单车方面, 2017年8月交通部明确表示不鼓励发展, 随着电动自行车新国标于2019年4月执行, 电单车行业打开新局面, 目前一线城市尚待破冰、下沉市场蓬勃发展。根据艾瑞咨询, 中国共享两轮车市场规模已从2016年约1亿元增长到2020年约138亿元, 预计市场规模将于2025年将达到约463亿元, CAGR为27.4%。

图表 44: 中国共享两轮车市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

滴滴曾与 ofo “深度绑定”，2016 年 9 月，滴滴宣布领投 ofo C 轮融资，滴滴的高管与员工都曾深度参与 ofo 的各类业务经营，滴滴与 ofo 在 2017 年末产生分歧，2018 年初，滴滴接受小蓝单车托管、由此获得小蓝的城市配额，同时推出了自有品牌“青桔单车”以及“街兔电单车”。据腾讯新闻《潜望》报道，2018 年，滴滴发起跑马圈地的“50 城计划”、提升运营的“661 目标”、验证商业模式的“上岸计划”三场战役。2019 年 6 月，滴滴将出行单车事业部、电单车事业部，正式整合升级为两轮车事业部。2019 年底，青桔与街兔两个品牌合并，分别命名为青桔单车与青桔电单车。据晚点报道，滴滴 2020 年 4 月，提出新三年的“0188”计划中，新战场两轮车承担 4000 万单。

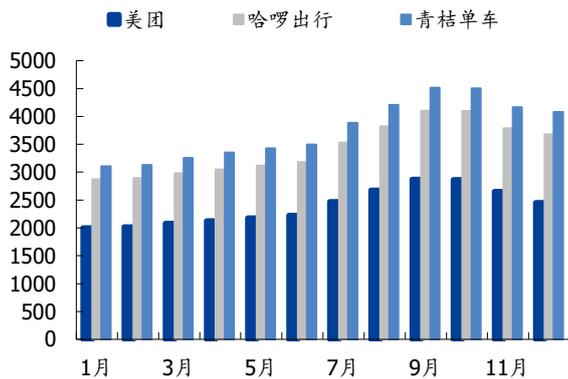
图表 45: 滴滴两轮车 2018 年“三场战役”

三大战役	具体情况
跑马圈地“50 城计划”	通过激进手法，两个月进攻 50 城。青桔派出十支精锐部队外出作战，七人为一小组，租一辆别克 GL8 移动办公：开电话会、谈判、招聘、指挥部署。战场在哪里，车就开到哪里，他们称此为“围点”战术。每分队一周绕完一个省。他们的策略“进一个城市，一定投最好的区”，在优质区域相对封闭地良性运营。
提升运营“661 目标”	围绕重点城市实施“661 目标”——“661”对标哈啰，要在哈啰占优势的城市，以之 60%的投车、60%的成本、订单超过 100%，实现“压倒性地赢”。
验证商业模式“上岸计划”	青桔选定十城制定上岸计划，成都等四个城市净利上岸。2018 年底青桔缩减补贴。2018 年青桔日单量峰值是 500 万，2019 年突破千万、每单盈利 1 毛钱，2020 年 10 月 23 日曾以 2300 万单跃升第一。

资料来源: 腾讯新闻《潜望》栏目, 国盛证券研究所

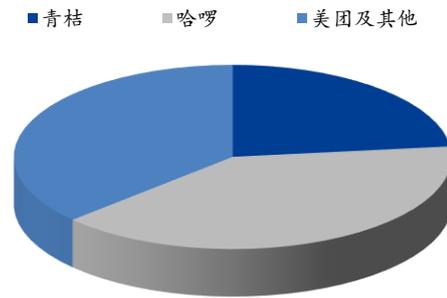
硝烟过后，目前共享两轮车呈三足鼎立局面。由阿里系的哈啰、滴滴的青桔以及美团单车三分天下。根据腾讯新闻《潜望》栏目报道，过去三年，共享单车格局未稳，榜单接连轮替：2018 年，哈啰跻身第一；2019 年，哈啰蝉联榜首，青桔追上、以微小差距险胜美团；2020 年，青桔实现“秋季登顶”计划，而美团重新发力。截至现在，电单车市场排名依次是滴滴、美团、哈啰。两轮车全盘来看，哈啰和滴滴交替第一，美团第三。

图表 46: 2020 年共享两轮车 MAU (万人)



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

图表 47: 2020 年共享两轮车收入市占率



资料来源: 艾瑞咨询, 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 48: 共享两轮车及相关业务布局: 哈啰 vs 青桔 vs 美团

	共享单车	共享电单车	投放数量	投放城市	自研电动车	换电业务
哈啰	2017 年推出哈啰单车	2018 年推出哈啰助力车	截至 2020 年投放 1000 万共享单车及共享电单车	共享单车已入驻超 460 个城市, 共享电单车已入驻超 400 个城市	已推出 3 款自研电动车, 并与 100 个城市的超 1400 家专卖店合作以独家销售哈啰电动车	2019 年 6 月成立了 Hi Battery, 目前已在 55 个城市部署 3424 个换电站, 主要为哈啰共享电单车用户提供充电服务, 未来将越来越多地服务共享电动车用户
青桔	2018 年推出青桔单车	2018 年推出街免电单车, 2019 年末起以青桔电单车统一运营。	截至 2021Q1 投放 520 万辆自行车和 200 万辆电单车。	青桔已在全国超 220 个城市运营。	发布首款概念车青桔 X	于 2020 年 8 月开始试水智能换电, 在武汉小规模落地了智能换电柜, 主要为青桔电单车换电
美团	2016 年摩拜单车上线, 2018 年由美团收购, 2019 年更名为美团单车	2018 年发布摩拜助力车, 2020 年推出美团助力车。	-	美团两轮车已入驻超 300 个城镇	无	2019 年 6 月美团配送与铁塔能源合作, 拟在外卖配送电动车换电服务、智慧城市建设和业务领域推动深度合作

资料来源: 各公司官网, 36 氪, 财联社, 腾讯新闻, 晚点等, 国盛证券研究所

作为后起之秀的青桔, 实现了快速逆袭:

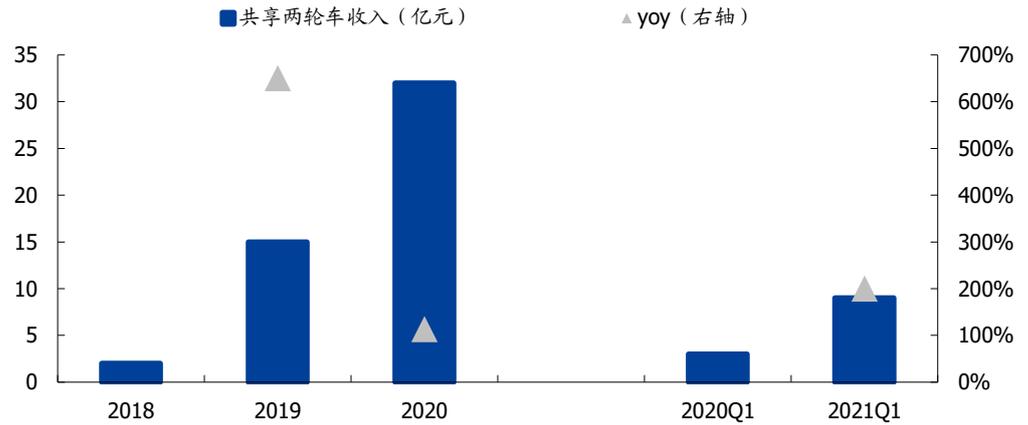
从单量看, 根据腾讯新闻《潜望》报道, 2018 年青桔日单量峰值是 500 万, 2019 年突破千万、每单盈利 1 毛钱, 2020 年 10 月 23 日以 2300 万单跃升第一。

从投放量看, 截至 2021Q1, 滴滴在中国 220 个城市投放了 520 万辆自行车和 200 万辆电单车。

从 MAU 看, 根据头豹研究院, 截至 2020 年 12 月, 青桔、哈啰、美团两轮车业务的 MAU 分别为 4081、3678、2452 万。

从收入端看, 2018-2020 年青桔共享两轮车业务收入为 2、15、32 亿元, 2021Q1 为 9 亿元, 同比高速增长。而哈啰共享两轮车业务则从 21 亿提升至 55 亿, 2021Q1 为 12 亿。

图表 49: 滴滴共享两轮车收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

共享两轮车由于其高频使用的特征, 将带来巨大的用户流量红利。对于平台而言, 通过共享两轮车将用户引流, 有望降低平台获客成本、增加用户使用频次, 同时增加平台内其他业务的变现、增强用户粘性。尤其是电单车盈利模型更优, 且在下沉市场的发展空间更大, 共享电单车已成为巨头们渴求流量的新战场。

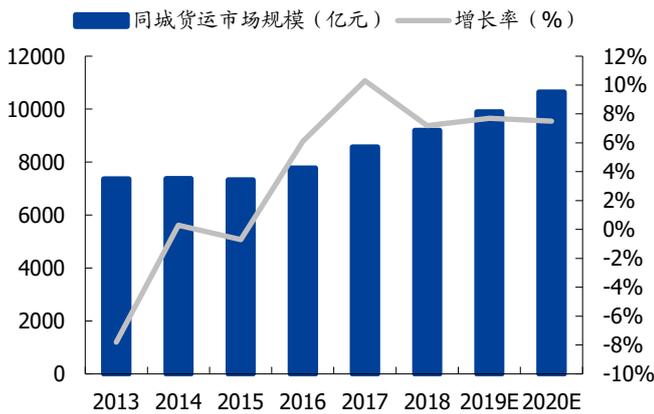
青桔作为共享两轮车后起之秀, 已经成为目前最强劲的参与者之一, 青桔在 2020 年 4 月完成超 10 亿美元的首轮融资、2021 年 2 月完成 B 轮 6 亿美元融资, 资金充足。美团也强势加入战局, 根据腾讯新闻《潜望》的报道, 美团于 2020 年 4 月起强势入场, 内部发起了“百日战役”, 在 100 天内投放 200 万辆电单车, 超过了滴滴过去三年投放的总和。

共享两轮车赛道战火重燃、竞争加剧, 2021 年预计各大参与方都将继续加大电单车投入, 而滴滴拥有较强的资金实力与庞大的出行用户基础, 有望继续抢占市场份额。

### 4.3 同城货运: 滴滴强势入局

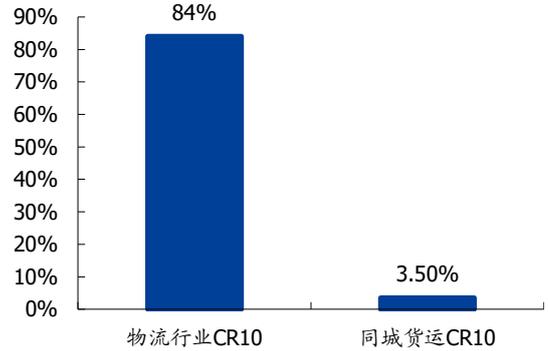
随着国内城市经济发展、物流行业增长和电商渠道兴盛, 同城货运市场自 2016 年以来恢复增长。根据艾瑞咨询数据, 2018 年我国同城货运市场规模为 9192 亿元, 同比增长 7.2%, 预计 2020 年规模将超万亿。同时, 中国同城货运目前的市场高度分散, CR10 市场占有率仅为 3.5%, 而同在物流行业的快递市场的 CR10 已经高达 84%。相较于竞争格局固化的快递赛道, 同城货运领域还是一片广阔蓝海, 亟待整合。

图表 50: 中国同城货运市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 51: 2018 年中国物流行业及同城货运市场集中度比较



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

基于平台技术、运营模式、品牌引流三大优势, 滴滴同城货运有望切下大块蛋糕。供需匹配问题是同城货运的主要痛点, B 端需求复杂、C 端低频分散, 要想做到规模化, 对于平台技术、运营与引流能力要求极高, 而滴滴则在这三方面拥有强大优势:

- 1) 在平台技术层面, 滴滴作为国内的网约车龙头, 在大数据、AI 算法等方面已有了较为成熟的技术积累, 已有技术可平稳迁移到货运行业;
- 2) 在运营模式层面, 滴滴运用在网约车领域打磨成熟的智能派单系统, 在滴滴货运平台将派单与抢单结合, 实现精准高效的匹配, 有助于降低司机空载率, 提高服务效率;
- 3) 在品牌引流层面, 滴滴货运可借助滴滴平台的超 4 亿月活和主 APP 入口实现高效率低成本的获客, 取得业务单量的更快增长。

目前, 截至 2020 年 12 月, 滴滴货运在不到六个月的时间内在中国 8 个城市完成了 1100 万个订单。截止 2021 年 4 月, 滴滴货运已完成对涵盖长三角、川渝地区和北京 19 个关键城市的业务覆盖。

图表 52: 滴滴货运通过滴滴 APP 进入



资料来源: 滴滴 app, 国盛证券研究所

图表 53: 滴滴货运成都市收费标准

车型	起步价 (5公里)	其后 (每公里)
小面包车 载重: 500公斤 长*宽*高*: 1.8*1.3*1.1米	88.0元	3.0元
中面包车 载重: 1吨 长*宽*高*: 2.7*1.4*1.2米	98.0元	4.0元
小货车 载重: 1.5吨 长*宽*高*: 3.2*1.8*1.7米	98.0元	4.0元
依维柯 载重: 1.3吨 长*宽*高*: 2.6*1.8*1.7米	108.0元	4.0元
中货车 载重: 1.8吨 长*宽*高*: 4.2*1.8*2米	118.0元	5.0元

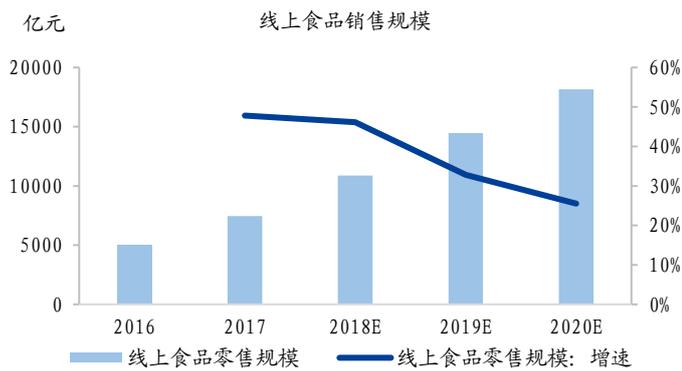
- 小面、中面、依维柯和小货的上货卸货免费等待时间总共为40分钟。过后每10分钟加收5元, 不足10分钟按10分钟计算
- 中货的上卸货免费等待的时间总共为60分钟, 过后每15分钟加收10元, 不足15分钟按15分钟计算
- 以上费用包含路桥费和油费, 高速/停车场费用另算

资料来源: 滴滴 app, 国盛证券研究所

#### 4.4 社区团购：跑在抢菜一线

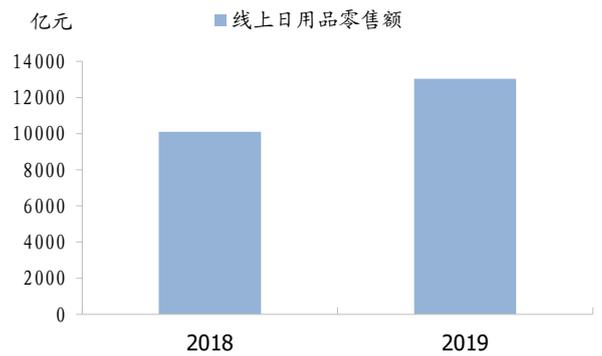
社区团购原本是兴盛优选等基于其现有的货源供应链、物流仓储体系、门店资源通过微信群运营的“私域”业务增量。但2020年，随着疫情后用户线上拼团消费习惯的增加、社区团购头部企业模式的跑通，滴滴的橙心优选、美团优选、拼多多的多多买菜等巨头也开始布局社区团购。根据艾瑞咨询的统计预测，2019年非餐饮类食品的线上零售规模约1.4-1.5万亿元。根据商务部数据，2019年日用品线上零售规模约1.3万亿元，未来随着社区团购业态进一步打通线上线下通路、以及更多品类通过社区团购模式进行销售，未来有望为电商赛道带来万亿级别的增量。

图表 54：线上食品零售规模



资料来源：艾瑞，国盛证券研究所

图表 55：线上日用品零售规模



资料来源：商务部，国盛证券研究所

相较于其他互联网巨头，滴滴进入社区电商赛道较早。滴滴早在2019年下半年就开始试水社区团购这一新业务模式。疫情期间，需求也进一步催化了滴滴在这一领域的布局，2020年6月，“橙心优选社区电商”微信小程序正式上线，首站落户成都。

图表 56：橙心优选发展历程

时间	发展历程
2020年6月15日	社区电商微信小程序正式上线，首站落户成都
2020年7月30日	上线45天，日单量突破10万单
2020年9月11日	川渝地区日单量突破50万
2020年9月25日	独立APP正式上线，用户可选择微信小程序或者下载APP进行
2020年9月28日	在山东、广西、云南、贵州四省同时上线，全国日单量突破280万单
2020年10月30日	江西省上线首日订单量破40万
2020年11月6日	在广州、佛山上线，首日的订单量破45万
2020年11月10日	上线双十一促销活动，全国日订单超过700万
2020年11月18日	正式进入湖南、湖北
2020年11月1日	联合冠名芒果TV 助农真人秀节目《希望的田野》
2021年1月1日	2021年“年货省心节”正式拉开帷幕
2021年1月11日	品牌代言人郭德纲、蔡明、李雪琴、马丽正式官宣代言
2021年1月15日	冠名《2021爱奇艺为爱尖叫晚会》
2021年3月1日	完成A-1,A-2轮融资，共融资11亿美元
2021年3月26日	物美超市2亿美元入股

资料来源：公司官网、电商报，国盛证券研究所

橙心优选采用“今日下单+次日送达+门店自提”的模式，主要经营范围包括水果蔬菜、肉禽蛋奶、米面粮油、日用百货等，涵盖社区居民日常生活品类，用户可通过下载橙心优选 APP 或微信搜索“橙心优选社区电商”小程序进入购物商城，自由选择距离自己最近或最方便的自提点进行下单购物。据 36 氪，橙心优选春节后日均 GMV 接近 1 亿元，位于前列。

图表 57: 互联网平台社区电商赛况

互联网平台	开启时间	模式	首城	备注
<b>滴滴</b>				
橙心优选	2020 年 6 月	社区团购	成都	2021 年 5 月橙心优选已经在全国超 900 个城市开通服务
<b>美团</b>				
美团闪购	2018 年 7 月	第三方配送	/	/
美团买菜	2019 年 1 月	自营前置仓	/	/
美团优选	2020 年 7 月	社区团购	济南	2021 年第一季度，社区电商业务美团优选进一步扩大大地域覆盖范围，扩展至逾 2600 个城市，基本上完成全国覆盖的目标，2021 年 5 月日订单量超 3500 万单
<b>拼多多</b>				
多多买菜	2020 年 8 月	社区团购	武汉、南昌	2021 年 4 月，多多买菜业务覆盖范围已经涵盖了 1800 个左右的县城，5 月日订单量超 5000 万单
<b>阿里巴巴</b>				
天猫超市	/	自营 B2C	/	/
盒马优选	2020 年 10 月	社区团购	武汉	盒马推出，后更名为盒马集市，2021 年 5 月日订单量月 1200 万单
淘宝买菜	2020 年 11 月	社区团购	长沙等	淘宝提供流量入口，由十荟团平台供应商销售
MMC 事业群	2021 年 4 月	社区团购	/	阿里成立 MMC 事业群，整合了零售通的社区团购业务和盒马集市业务，由阿里合伙人戴珊负责，聚焦社区团购
<b>京东</b>				
京东超市	/	自营 B2C	/	/
京喜拼拼	2020 年 12 月	社区团购	深圳	京喜事业部升级为京喜事业群，包括社区团购业务部、新通路事业部、1 号店业务、京东商城市场部，由李亚龙负责，直接向刘强东汇报

资料来源：公司公告、36 氪、亿邦动力、搜狐等，国盛证券研究所

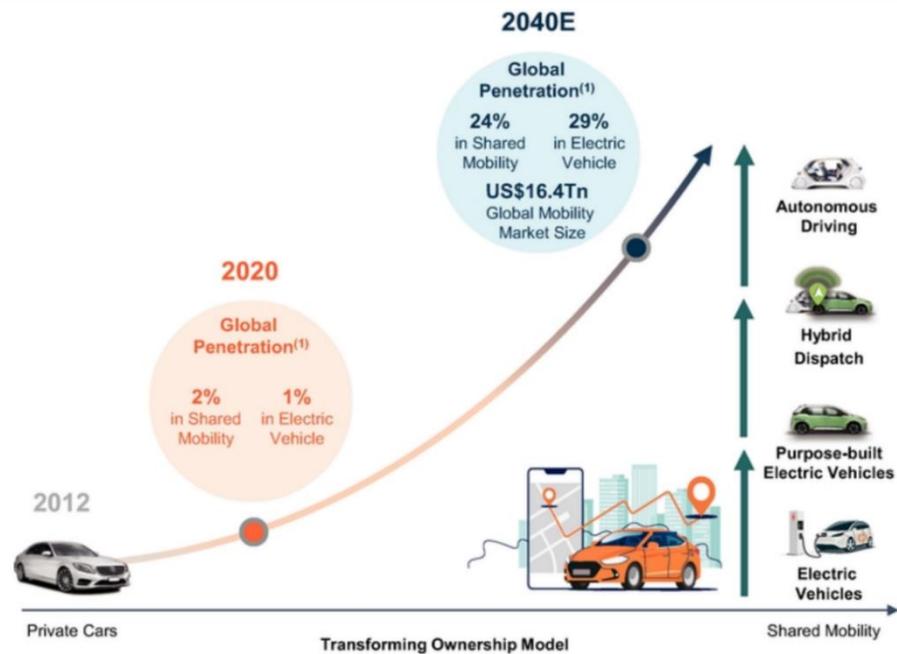
目前，虽然基于现有仓储和门店体系进行预售和自提的社区团购模式已经基本跑通，但在供应链搭建、门店拓展以及市场营销拉新上仍需持续高投入，叠加巨头间竞争激烈，高补贴“烧钱”模式短期仍将持续。2021 年 3 月末，滴滴已经将橙心优选社区团购业务分拆出合并报表范围，仅仅作为少数股东持有橙心优选股权的 32.8%。

## 5. 滴滴去哪儿：自动驾驶巨变，卡位出行变革

滴滴是一个战略驱动型公司。滴滴的战略选择是基于其对未来出行模式充满想象力和魄力的判断：

- 1) **共享出行**成为未来人们的核心出行方式：中国范围内，共享出行占整体出行开支的比例，已经从2016年的2.5%提升至2020年的4.1%。越来越多的人选择不拥有汽车、而是享受出行运营商提供的共享出行服务。CIC估算，2025年后国内共享出行规模将超8000亿。
- 2) **电动车**成为未来人们核心交通工具：从降成本、减少碳排放、智能化等角度，电动车的普及率正在快速提升。当前电动车渗透率在世界范围内约达1%。CIC预测，2025年左右中国新能源车规模或超1.1万亿。
- 3) **自动驾驶**成为未来车辆的核心技术：随着汽车智能化的发展，智能驾驶技术已经离我们越来越近。2021年，诸多ADAS方案如华为、百度等步入量产，技术难度更大的robotaxi也有如百度开始商业化试运营。

图表 58: 未来出行模式：共享化、电动化、智能化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

程维曾经表示，“整个人类交通正在面临一次大变革，它会改变整个汽车产业、能源产业。如果今天不去思考这些问题，我们会错过一个很大的机会”。

程维所判断的大变革，即出行的共享化、电动化、自动驾驶的普及，正在逐步到来。这也为滴滴带来了出行赛道巨大的机会，即 robotaxi。随着自动驾驶技术持续迭代、激光雷达、芯片、算法、数据等持续成熟，robotaxi 体系商业化尝试也在逐渐开启。未来，可能网约车、出租车、私家车等场景都会适用 robotaxi。我们认为，未来，如果自动驾驶模式走通，有可能占据广大市场的，就是庞大打车群体的拥有者滴滴。

重要的问题来了：

1) Robotaxi 的未来究竟有多大？

长期，当 robotaxi 技术和供应成熟后，从安全性、便捷性等角度人们可能会更多选用无人驾驶出租车作为核心出行工具、替代私家车等人力交通工具。

因此，未来 robotaxi 的规模体量不仅包含网约车、出租车的市场、也可能一定程度替代私家车的市场。按照 CIC，2020 年国内的共享出行规模约 2330 亿、出租车市场规模约 2780 亿、私家车市场近 4.7 万亿。我们认为，未来 robotaxi 或是万亿规模的赛道。

2) 谁握着 robotaxi 赛道的门票？

当前，国内进行 L4 级 robotaxi 技术探索的有滴滴、百度、以及 AutoX、小马智行、文远知行、元戎启行等。各家在算法、数据等技术领域都有自己的长项。

我们认为，在 robotaxi 技术各有所长的基础上，谁有最强的共享出行网络，谁就有更大的胜算。滴滴拥有 3.77 亿打车用户、国内最大的充电网络等后服务市场、充足的车企和租车公司等 B 端资源和经验，我们认为滴滴拿着 robotaxi 最靠前的门票。

3) Robotaxi 时代到来的滴滴会怎样？

首先，显然 robotaxi 更广阔的市场体量大大拓宽了滴滴的收入前景。

其次，滴滴当前司机成本占收入约 89%，robotaxi 模式可能会显著改变公司的成本结构。

图表 59: L4 级自动驾驶方案: 各平台技术参数对比

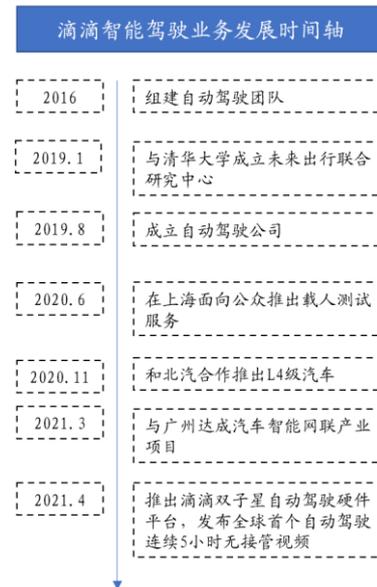
公司	路线	产品			硬件层		软件层		实力指标		
	L4	无人驾驶出租车	无人驾驶客运巴士	无人驾驶货运	算力平台	传感器	算法	数据	MPI	测试车辆数	测试里程数
滴滴	✓	✓	✓		滴滴双子星	激光雷达	自研算法	自研高精地图	5201	超 100 辆测试车	
百度	✓	✓	✓	✓	ACU	激光雷达	自研算法	Apollo 高精地图	18050 (2019)	500 辆测试车	1200 万
小马智行	✓	✓		✓	PonyalphaX	激光雷达	自研算法	自研高精地图	10738	全球近 100 辆测试车(尔湾、硅谷以及国内)	500 万
AutoX	✓	✓		✓	AutoX XCU	激光雷达	自研算法	自研高精地图	20367	国内 100 辆测试车	
文远知行	✓	✓	✓		WMP	激光雷达	自研算法	自研高精地图	6507	国内超 100 辆测试车	450 万
元戎启行	✓	✓			Deep-Route Engine	激光雷达	自研算法	高精度地图		超过 60 辆测试车，位于硅谷、东京、国内	140 万

资料来源: 各公司官网、相关新闻报道、国盛证券研究所。注: MPI 数据来源除百度为 2019 年加州路测数据外, 其他为 2020 年加州路测数据

## 5.1 自动驾驶：谁拿到了 robotaxi 的门票

滴滴 2016 年开始组建自动驾驶车队，2019 年成立自动驾驶公司，2021 年推出多达 50 个传感器的硬件平台“滴滴双子星”、发布了世界首个五小时无接管自动驾驶视频。

图表 60: 滴滴智能驾驶业务进程



资料来源：公司官网、腾讯新闻、新浪新闻，国盛证券研究所

在技术方面，滴滴的自动驾驶业务呈现了两个特点：

- 1) 一方面，滴滴对自动驾驶平台进行了极高的软硬件配置，
- 2) 另一方面，滴滴具有充足的一手实际驾驶数据积累。

在软硬件配置上，滴滴叠加了四层安全冗余：

- 1) 传感器冗余：滴滴自动驾驶硬件平台“双子星”搭载的传感器数量达 50 个，包括 7 个激光雷达、6 个毫米波雷达、12 个超声波雷达、23 个摄像头、1 个红外摄像头、1 套高精度组合导航系统。
- 2) 自动驾驶系统冗余：滴滴自研的 Fallback G 系统可以在极端场景提供足够的备用应对方案。
- 3) 远程协助系统冗余：滴滴设有自动驾驶远程护航中心，后台全方面进行自动驾驶运行场景检测，帮助有效实施远程辅助。
- 4) 量产车型冗余：沃尔沃为滴滴自动驾驶提供支持转向、制动、供电、通信冗余系统的 XC90 车型。

在数据积累上，滴滴的网约车业务使得其可以低成本积累大量的数据优势。滴滴通过其网约车业务每年可完成近 1000 亿公里数据的积累。滴滴的“桔视”车载摄像系统覆盖滴滴 50% 以上网约车订单，对车内安全数据、车外行车记录进行手机，海量的数据场景库帮助滴滴算法持续迭代。

图表 61: 滴滴“双子星”硬件平台的豪华配置: 传感器数量高达 50 个

图表 62: 滴滴“桔视”设备: 一年采集千亿公里数据



资料来源: 公司官网、腾讯新闻, 国盛证券研究所

资料来源: 腾讯新闻, 国盛证券研究所

2021年4月, 滴滴发布了国际首个五小时无接管驾驶视频, 摄于上海嘉定, 这算是滴滴自动驾驶实力的亮相。除了上海以外, 滴滴还获得了北京、苏州、合肥、美国加州的自动驾驶测试牌照。在技术层面, 滴滴已经跑在了国内 robotaxi 赛道的 Tier-1 行列。

图表 63: 各 L4 级 robotaxi 企业: 试运营及商业化情况

车企	是否已在试运营	最新试运营情况	是否商业化	收费模式
滴滴	是	在北京市智能网联汽车政策先行区等区域试运营 2021年5月2日起在北京首钢园等区域开放完全无人驾驶“共享无人车”服务, 服务时间为 8:00-22:00 (有夜间服务), 另外在长沙、沧州开放有安全员的无人车服务	否	免费
百度	是	pony taxi 在北京高级别自动驾驶示范区试运营, 运营时间为 8: 30-22: 30; pony truck 获得广州市南沙区交通运输局颁发的货运道路运输经营许可证, 并已开展试运营	是	30元一次
小马智行	是	在上海市试运营, 开展 L4 级别全无人驾驶、且无人远程遥控的 Robotaxi 运营	否	免费
AutoX	是	无人驾驶微循环小巴在广州国际生物岛开展对外试运营, 覆盖区域内各办公点和商业点	否	-
文远知行	是	获深圳首个智能网联汽车应用示范许可, 有望年中在深圳市中心区向公众开放试乘	否	-

资料来源: 各公司官网、相关新闻, 国盛证券研究所

我们认为, 如果未来 robotaxi 时代到来, 滴滴或成为最有把握拿下市场的那一个参与方。这远不仅仅是因为滴滴的技术储备。更重要的是, 滴滴拥有国内 3.77 亿打车用户、全国日均订单 2500 万单、占据了 81% 打车市场, 且拥有国内最大的充电网络等后服务市场、充足的车企和租车公司等 B 端资源和经验。当 robotaxi 时代到来, 在巨头技术差别不够大的情况下, 滴滴的 C 端用户心智和 B 端服务网络是滴滴的重要护城河。

如果滴滴拿下 robotaxi 市场, 滴滴将不仅会迎来收入规模的提升, 更将迎来成本结构的巨变。当前网约车市场, 89% 的成本来自司机人力。Robotaxi 时代如果到来, 大量的人力成本或得到减省、由车辆折旧替代。这在长远的未来既会降低运营成本、也会改善驾驶安全性。

## 5.2 造车的理由：谁会挑战滴滴

如果说，凭借庞大出行网络 and 用户心智，滴滴在 robotaxi 时代拥有更大的胜算。那么，谁会成为滴滴在 robotaxi 时代的竞争者？

共享出行更重要的壁垒在供给端，供给端的规模优势一定程度上决定了需求端用户选择。我们认为，在用户端，滴滴已具有较大优势。而在供给端，却依然存在着弯道超车的可能性。如果，未来一个头部竞争者，如百度、甚至是表示暂不做 robotaxi 的华为，通过造车或与车企的合作、拥有了市面上大多数自动驾驶车辆、将供给端把握住，那么其一朝力推 robotaxi 打车业务、超车滴滴，是极其容易的。

图表 64：华为智选模式，华为提供电驱系统、HiCar 座舱、销售渠道



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 65：百度第五代共享无人车：Apollo Moon



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

因此对于滴滴，通过造车将车队掌握在自己手里，既是进攻、也是重要的防御措施。这将显著加强滴滴在 robotaxi 时代的胜算。

图表 66：滴滴 D1 在宁波突破 1000 台



资料来源：滴滴，国盛证券研究所

2020年11月，滴滴联合比亚迪推出定制网约车D1车型，进驻长沙、宁波、厦门、深圳、苏州、广州等城市。截至2021年5月，滴滴D1在宁波已突破1000台。未来，滴滴或与更多车企合作，推出更多符合其需求的车型。

由此可见，在为自动驾驶时代进行的准备中，滴滴布局了三张重要的牌：1) 庞大用户网络，2) 自动驾驶技术，3) 造车。通过将需求侧、技术、供给侧尽在掌握，滴滴或是现有卡位robotaxi赛道把握最强的企业。

## 6. 盈利预测与估值

图表 67: 滴滴财务预测

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>核心平台订单量 (百万单)</b>	9,072	9,631	9,098	12,395	14,521	16,991
中国出行	8,789	8,669	7,750	10,641	12,237	14,072
国际	283	962	1,348	1,754	2,284	2,919
<b>核心平台 GTV (百万元)</b>	212,378	225,323	214,586	290,041	337,340	392,039
中国出行	204,461	202,367	189,002	257,799	295,368	338,407
国际	7,917	22,956	25,584	32,242	41,972	53,632
<b>收入 (百万元)</b>	135,288	154,786	141,736	198,134	228,396	263,338
中国出行	133,207	147,940	133,645	185,371	212,385	243,332
国际	411	1,975	2,333	3,339	4,347	5,555
其他创新业务	1,670	4,871	5,758	9,424	11,665	14,452
<b>收入增速</b>		14%	-8%	40%	15%	15%
中国出行		11.1%	-9.7%	38.7%	14.6%	14.6%
国际		380.5%	18.1%	43.1%	30.2%	27.8%
其他创新业务		191.7%	18.2%	63.7%	23.8%	23.9%
<b>调整后 EBITA 利润率</b>						
中国出行	-0.2%	2.6%	3.0%	3.5%	5.7%	7.6%
国际	-591%	-160%	-151%	-115%	-91%	-67%
其他创新业务	-356%	-71%	-153%	-218%	-134%	-87%
<b>Non-gaap 归母净利润 (百万元)</b>	-10,366	-4,003	-7,940	-15,601	-7,708	1,693
<b>归母净利润率</b>	-7.7%	-2.6%	-5.6%	-7.9%	-3.4%	0.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 1981、2284、2633 亿元, 同比增长 40%/15%/15%, non-gaap 归母净利润为-156/-77/17 亿元。

图表 68: 滴滴估值预测

	估值方法	估值倍数	2022e 利润 (亿人民币)	2022e GTV (亿人民币)	估值 (亿美元)	持有比例	估值 (亿美元)
1、国内出行	P/E	30	147		688	100%	688
2、国际业务	P/GTV	1.7		420	111	100%	111
3、创新业务							123
其中: 车服网络					30	100%	30
两轮车	融资估值				19	88%	17
货运	融资估值				28	58%	16
社区团购	融资估值				18	33%	36
自动驾驶	融资估值				34	70%	24
4、投资、现金及其他							40
<b>总市值</b>							<b>962</b>

资料来源: 公司公告, 美元汇率假设为 6.4, 社区团购估值包含 30 亿美元可转债, 国盛证券研究所

基于国内出行业务 30x 2022e P/E、国际业务 1.7x 2022e P/GTV(对标 Uber 2020 年 1.7x P/GTV), 结合创新业务融资估值情况等, 给予滴滴 962 亿美元目标市值, 对应目标价 20.1 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

前十年, 滴滴在网约车这一极考验商业布局、产品力、技术、运营能力、资本实力、公共服务能力的赛道, 持续地战斗、持续地扩张, 成长为国内最大的共享出行网络, 拥有国内 1300 万司机和 3.77 亿打车用户。接下来, 越过盈利拐点的国内出行业务, 继 2020 年 EBITA 利润率达 3% 后, 有望通过运营成本的降低、产品结构的改变, 迎来盈利进一步有效释放。产品端运营变动、成本端投入变动等因素, 均可给国内出行业务带来较大利润弹性。

短期, 滴滴向车服网络、共享两轮车、同城货运、社区团购等业务进军。车服网络业务, 小桔充电成为全国最大的电动车充电网络, 2021Q1 市占率超 30%。共享两轮车赛道, 滴滴“青桔”在 2020 年 10 月 23 日单量达 2300 万单, 当前滴滴和哈啰交替领先。社区团购赛道, 滴滴“橙心优选”春节后日均 GMV 接近 1 亿元, 位于前列。周边业务帮助滴滴巩固 B 端和 C 端的服务频次、延展了更多商业规模。

长期, 滴滴布局了自动驾驶业务的 1) 运营网络、2) L4 级技术、3) 造车。滴滴具有运营经验上的差异化优势, 握住了自动驾驶 robotaxi 这个超万亿赛道最靠前的门票。未来 robotaxi 模式如果量产, 或将显著改变滴滴成本结构、也将让滴滴的业务前景更加广阔。

## 附录

图表 69: 发行后滴滴股权结构

股东	持股比例	投票权比例
<b>所有董事及管理层</b>	<b>9.9%</b>	<b>57.3%</b>
其中: 程维	6.5%	35.5%
柳青	1.6%	22.8%
朱景士	未公布	1.2%
<b>主要股东:</b>		
软银	20.2%	10.7%
Uber	12.0%	6.4%
腾讯	6.4%	3.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 滴滴管理层

姓名	职位	职责
程维	创始人、董事长兼 CEO	2012 年创立滴滴, 2015 年 2 月起担任 CEO
柳青	总裁	自 2014 年 12 月起担任董事和总裁, 并且领导滴滴女性联盟。
朱景士	国际业务 CEO、副总裁	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。兼任国际业务 CEO。
张博	CTO、自动驾驶 CEO	首席技术官。自 2019 年 8 月起担任自动驾驶业务 CEO。负责创建和开发公司的产品、技术和数据分析框架。
卓越	CFO	2017 年 2 月加入, 担任网约车部门副总经理, 负责平台运营。2018 年 12 月-2021 年 4 月担任财务和运营管理副总裁。2021 年 4 月起担任 CFO。
吴睿	风控与合规副总裁	2015 年 9 月起担任公司的副总裁, 负责风险控制和合规职能。
侯景雷	首席出行安全官	首席出行安全官, 负责监督对平台的司机和消费者的安全承诺。
李敏	公关副总裁	2015 年 2 月加入, 2018 年 5 月起担任公关副总裁。
孙枢	中国网约车业务 CEO	2020 年 12 月起担任中国网约车业务 CEO, 此前担任过多项管理职务, 负责制定网约车业务的供需策略、花小猪的全面发展等。
David Peng Xu	副总裁兼资本市场主管	2018 年 3 月起担任副总裁兼资本市场主管。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 风险提示

**共享出行需求不及预期：**短期疫情变化、长期新竞争者的加入，或使得滴滴的共享出行需求不及预期。

**自动驾驶业务商业化慢于预期：**未来 Robotaxi 业务落地迟于预期等。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com