

商业贸易

证券研究报告

2021年11月22日

叮咚买菜 | 21Q3 营收、利润、盈利指引均大超预期，即时零售快速发展，前置仓模式有望得到验证

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

李田

联系人

litiana@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《商业贸易-行业点评:商贾行业点评:京东业绩超预期,后二选一时代履约能力及供应链运营优势构筑公司壁垒、持续成长动能充沛》2021-11-20
- 《商业贸易-行业点评:阿里巴巴 多因素冲击本季度平台电商承压、底部区间关注被忽略的中长期积极因素》2021-11-19
- 《商业贸易-行业点评:天猫稳中求变,电商延续平台多元化趋势,优质化妆品国货成绩斐然》2021-11-19

事件: 公司发布三季报。2021Q3 实现营收 61.9 亿元,同比增长 111.0%,净利润-20.1 亿元,去年同期为-8.3 亿元,Non-GAAP 净亏损 19.8 亿元,去年同期为-8.3 亿元,Non-GAAP 净亏损率-31.9%,环比 Q2 进一步收窄 5.3pct,指引 Q4 改善幅度进一步加大,营收、利润、盈利指引均大超预期。

经营数据: 21Q3 实现 GMV70.2 亿元,同比增长 107.7%;MAU 10.5 百万人,同比增长 120.3%,持续拉新+用户提频促进 GMV 加速增长;截止至 2021 年 9 月末,公司前置仓数量 1375 家,环比 Q2 增 239 家,平均单仓订单量大幅提升。

板块: 21Q3 商品销售收入 61.2 亿元,同比增长 111.2%,服务收入 0.7 亿元,同比增长 95.9%。营收高速增长,补贴折扣力度有所收窄。分区域来看,公司三季度持续开城,且老区销售增长强劲,长三角地区 GMV 同比增长 64.8%;从用户表现来看,月均下单用户数首次超 1000 万,会员下单频次达 7.4 次/月,持续快速提升。消费者生鲜消费持续线上化+前置仓模式高用户黏性共同作用下,公司在各维度上业务规模持续扩张。

毛利率: 21Q3 毛利率 18.2%,同比增长 0.7pct,主要由于公司优化产品结构,提高自有品牌和内部产品结构占比,同时避免传统的互联网营销策略,如价格激励等。公司自今年 Q2 毛利率逐季度提升,以预制菜和自有商品为高毛利代表的产品占比的加大,有望带动公司长期整体毛利率的持续提升。

费用: 21Q3 履约费用 23.1 亿元,同比增长 120.8%,履约费用率 37.3%,同比增长 0.7pct,环比 Q2 增 0.8pct,主要由于订单增加及单位订单金额的波动,后续随客单的提升及单仓订单量的增长,下降空间较大;21Q3 销售费用 4.3 亿元,同比增长 206.8%,主因获客而增加营销费用,销售费用率 6.9%,同比增长 2.1pct,主因新城销售占比提升拉升整体销售费用率,长期看销售费率摊薄趋势明显;

21Q3 管理费用 1.5 亿元,同比增长 78.0%,主要由于公司调整战略重点,管理费用率 2.5%,同比下降 0.4pct,规模效应下管理费率有所下降;

21Q3 研发费用 2.6 亿元,同比增长 197.5%,主要由于加大供应链及农业技术升级相关研发投入,研发费用率 4.2%,同比增长 1.3pct,研发投入先于收入贡献,长期来看有望回归正常。

利润: 净利润-20.1 亿元,去年同期为-8.3 亿元,Non-GAAP 净亏损 19.8 亿元,去年同期为-8.3 亿元。Non-GAAP 净亏损率-31.9%,环比 Q2 进一步收窄 5.3pct,略超预期,Q4 收窄幅度有望进一步加大。

叮咚买菜三季度经营改善优于前期指引,GMV 规模增长和经营效率大超预期。 战略方面,由增长优先兼顾效率到效率优先兼顾增长,公司持续发力调整产品结构,受益于即时零售行业的快速增长,具备较大的业务弹性,预计未来营收增长中枢或随开城放缓而下降,经营效率进一步提升,上海地区 Q4UE 模型有望转正,盈利拐点实现有望提前验证前置仓模式商业可行性。

投资建议: 即时零售行业加速发展,前置仓模式具备广阔空间,公司基于强组织能力和数字化能力占据行业重要位置,有望持续提升运营效率、扩大经营规模,后续盈利能力改善或具备持续性,现金流及利润打平或好于前期预期,强烈推荐。

风险提示: 行业政策变动可能影响整体增速;公司净利润持续为负,处于亏损状态;市场竞争激烈。

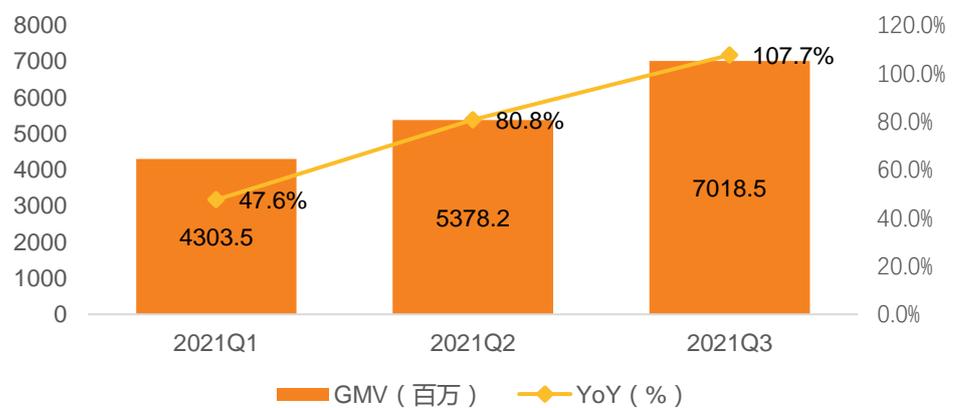
事件

公司发布三季报。2021Q3 实现营收 61.9 亿元，同比增长 111.0%，净利润-20.1 亿元，去年同期为-8.3 亿元，Non-GAAP 净亏损 19.8 亿元，去年同期为-8.3 亿元，Non-GAAP 净亏损率-31.9%，环比 Q2 进一步收窄 5.3pct，指引 Q4 改善幅度进一步加大，营收、利润、盈利指引均大超预期。

点评

经营数据:21Q3 实现 GMV70.2 亿元，同比增长 107.7%；MAU 10.5 百万人，同比增长 120.3%，持续拉新+用户提频促进 GMV 加速增长；截止至 2021 年 9 月末，公司前置仓数量 1375 家，环比 Q2 增 239 家，平均单仓订单量大幅提升。

图 1: 公司 2021 年 GMV (百万元) 及增速 (%)

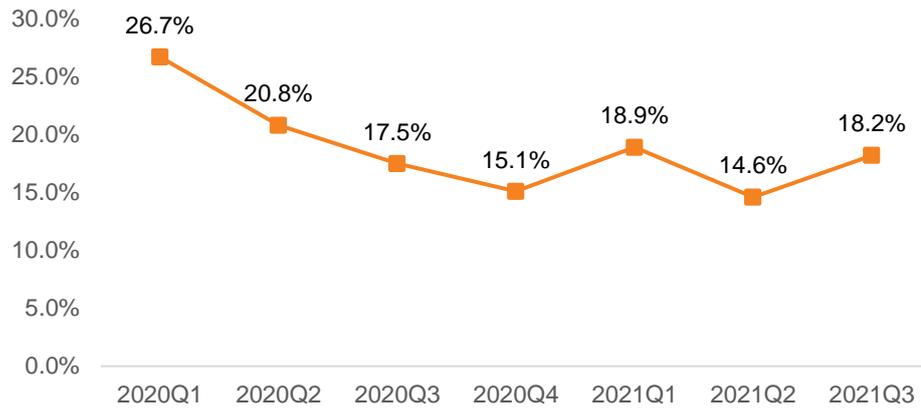


资料来源: WInd, 天风证券研究所

分板块来看, 21Q3 商品销售收入 61.2 亿元，同比增长 111.2%，服务收入 0.7 亿元，同比增长 95.9%。营收高速增长，补贴折扣力度有所收窄。分区域来看，公司三季度持续开城，且老区销售增长强劲，长三角地区 GMV 同比增长 64.8%；从用户表现来看，月均下单用户数首次超 1000 万，会员下单频次达 7.4 次/月，持续快速提升。消费者生鲜消费持续线上化+前置仓模式高用户黏性共同作用下，公司在各维度上业务规模持续扩张。

毛利率: 21Q3 毛利率 18.2%，同比增长 0.7pct，主要由于公司优化产品结构，提高自有品牌和内部产品结构占比，同时避免传统的互联网营销策略，如价格激励等。公司自今年 Q2 毛利率逐季度提升，以预制菜和自有商品为高毛利代表的产品占比的加大，有望带动公司长期整体毛利率的持续提升。

图 2: 公司 2020 年至今分季度毛利率 (%)



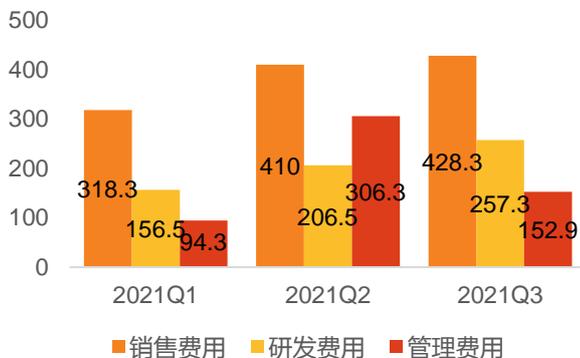
资料来源: Wind, 天风证券研究所

费用: 21Q3 履约费用 23.1 亿元, 同比增长 120.8%, 履约费用率 37.3%, 同比增长 0.7pct, 环比 Q2 增 0.8pct, 主要由于订单增加及单位订单金额的波动, 后续随客单的提升及单仓订单量的增长, 下降空间较大; 21Q3 销售费用 4.3 亿元, 同比增长 206.8%, 主因获客而增加营销费用, 销售费用率 6.9%, 同比增长 2.1pct, 主因新城销售占比提升拉升整体销售费用率, 长期看销售费率摊薄趋势明显;

21Q3 管理费用 1.5 亿元, 同比增长 78.0%, 主要由于公司调整战略重点, 管理费用率 2.5%, 同比下降 0.4pct, 规模效应下管理费率有所下降;

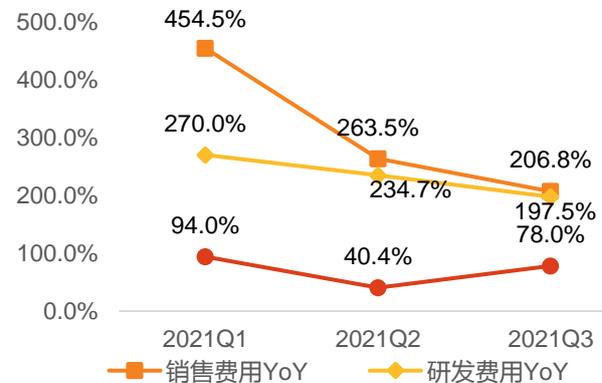
21Q3 研发费用 2.6 亿元, 同比增长 197.5%, 主要由于加大供应链及农业技术升级相关研发投入, 研发费用率 4.2%, 同比增长 1.3pct, 研发投入先于收入贡献, 长期来看有望回归正常。

图 3: 公司 2021 年分季度销售、研发及管理费用 (百万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

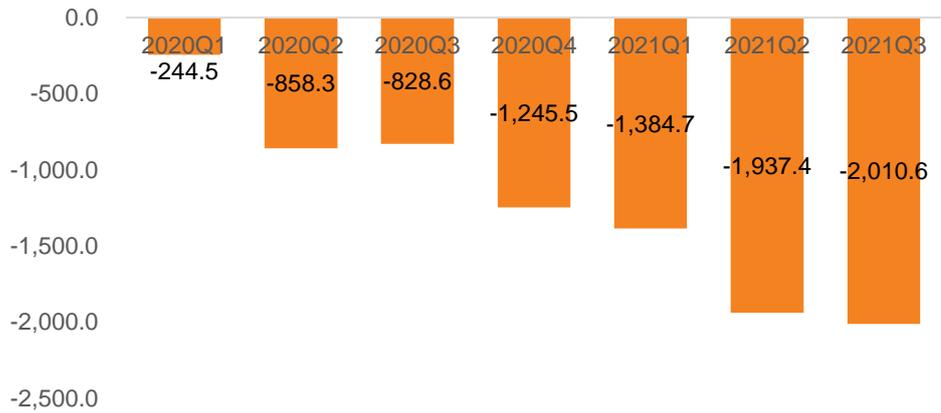
图 4: 公司 2021 年分季度销售、研发及管理费用同比增速 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

利润: 净利润-20.1 亿元, 去年同期为-8.3 亿元, Non-GAAP 净亏损 19.8 亿元, 去年同期为-8.3 亿元。Non-GAAP 净亏损率-31.9%, 环比 Q2 进一步收窄 5.3pct, 略超预期, Q4 收窄幅度有望进一步加大。

图 5: 公司 2020 年至今分季度净利润 (百万元)



资料来源: WInd, 天风证券研究所

叮咚买菜三季度经营改善优于前期指引, GMV 规模增长和经营效率大超预期。战略方面, 由增长优先兼顾效率到效率优先兼顾增长, 公司持续发力调整产品结构, 受益于即时零售行业的快速增长, 具备较大的业务弹性, 预计未来营收增长中枢或随开城放缓而下降, 经营效率进一步提升, 上海地区 Q4UE 模型有望转正, 盈利拐点实现有望提前验证前置仓模式商业可行性。

投资建议

即时零售行业加速发展, 前置仓模式具备广阔空间, 公司基于强组织能力和数字化能力占据行业重要位置, 有望持续提升运营效率、扩大经营规模, 后续盈利能力改善或具备持续性, 现金流及利润打平或好于前期预期, 强烈推荐。

风险提示

行业政策变动可能影响整体增速; 公司净利润持续为负, 处于亏损状态; 市场竞争激烈。

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com