

叮咚买菜 (DDL.N)

强烈推荐 (维持)

Q4 盈利超预期，商品力优势持续强化

消费品/商业
当前股价: 4.89 美元

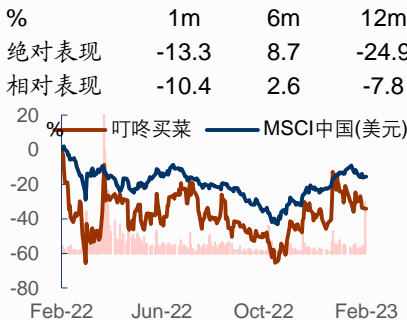
叮咚买菜公布 2022Q4 财报, Q4 公司营收 62.0 亿, 同比+13.1%, 毛利率环比 Q3 提升 2.9pct 至 32.9%, 相比同受疫情影响的 Q2 亦明显提升 1.3pct; 履约费率环比 Q3 下降 2.8pct 至 24.1%。Q4 Non-GAAP 净利润为 1.2 亿, Non-GAAP 利润率为 1.9%。公司为前置仓领先玩家, 先发优势+聚焦主业+规模领先+强商品力不断增强壁垒, 持续聚焦经营效率提升, 现金流充足, 预计 2023 年将继续保持 Non-GAAP 盈利, 维持“强烈推荐”评级。

基础数据

总股本 (万股)	35434
海外股 (万股)	0
总市值 (亿美元)	12
海外股市值 (亿美元)	
每股净资产 (美元)	0.13
ROE (TTM)	-190.20
资产负债率	70.5%
主要股东	梁昌霖
主要股东持股比例	29.8%

- 营收稳健增长, 单季盈利超预期。22Q4 公司实现营收 62.0 亿/+13.1%; GMV 为 67.7 亿/+12.7%。公司 Q4 Non-GAAP 净利润为 1.2 亿 (21Q4 为 -10.3 亿, 22Q3 为 -2.9 亿), Non-GAAP 利润率为+1.9%。22Q4 后期全面放开后囤货需求的骤增, 利好公司收入增长及 UE 改善。同时公司自身聚焦商品力和供应链效率的打法亦成效显著, 相比同受疫情影响较大的 22Q2, 公司 Q4 毛利率也明显提升 1.3pct; 且在受疫情影响较小的 11 月, 依然实现 GAAP 层面盈利, 公司内生盈利能力稳定提升。当前公司现金和现金等价物为 64.9 亿, 环比 22Q3 增加 6.3 亿, 现金流稳健。
- 毛利率环比提升明显, 供应链效率优化及商品力建设驱动毛利率持续上行。22Q4 公司毛利率达到 32.9%, 同比+5.2pct, 环比+2.9pct。公司 Q4 毛利率提升部分受益于 Q4 疫情下囤货需求增加。但剔除疫情影响, 毛利率提升趋势同样明显, 主要源于供应链效率提升及开发差异化优质 SKU 提升溢价。公司在商品力建设上持续投入, 专注清洁标签及细分人群需求等方向进行商品创新; Q4 产品研发费用为 2.6 亿, 占收入比为 4.2%。
- 精细运营下, 履约费率、营销费率均明显优化, 管理费率平稳。公司 Q4 履约费率为 24.1%, 环比降低 2.8pct, 同比降低 8.5pct, 仓内人效、履约人效提升持续驱动履约费率逐季改善。Q4 销售费用为 0.9 亿/-74.5%, 销售费率为 1.5%/同比-5.1pct。转变为效率优先兼顾规模的长效打法后, 公司营销开支大幅优化。Q4 管理费率为 2.4%, 保持平稳。
- 投资建议: 当前公司现金流稳健, 预计 2023 年继续保持 Non-GAAP 盈利。长期看, 即时零售空间广, 前置仓优于品控精于生鲜, 是平台模式的重要补充。叮咚作为前置仓领先玩家, 先发优势+聚焦主业+规模领先+强商品力, 用户体验和黏性好。预测公司 23E/24E/25E 收入为 256.5/282.6/308.6 亿, Non-GAAP 净利为 1.7/5.6/9.2 亿, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 疫情波动风险; 宏观经济风险; 市场竞争加剧。

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
- 李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	20121	24221	25646	28264	30859
同比增长	77%	20%	6%	10%	9%
净利润(百万元)	-6454	-806	-64	328	686
同比增长	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	109%
Non-GAAP 净利润	-6138	-570	172	564	922
同比增长	N.A.	N.A.	N.A.	228%	64%
每股收益(元)	-34.4	-1.8	0.5	1.6	2.6
P/E(倍, Non-GAAP)	-1.3	-13.8	45.8	14.0	8.5
P/B(倍)	5.9	33.9	29.0	9.4	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6516	8160	8670	8746	9390
现金及现金	663	2133	2559	2489	2987
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	4568	4568	4568	4568	4568
应收账款及	192	231	245	270	294
其它应收款	447	538	570	628	686
存货	537	559	589	638	688
其他流动资	109	131	139	153	167
非流动资产	2904	2910	2915	2919	2921
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	472	478	483	487	489
无形资产	2246	2246	2246	2246	2246
其他	186	186	186	186	186
资产总计	9420	11071	11585	11665	12311
流动负债	7349	9628	9971	9487	9211
应付账款	2059	2143	2260	2447	2636
应交税金	30	30	30	30	30
短期借款	3179	5289	5397	4537	3880
其他	2081	2166	2284	2473	2664
长期负债	1313	1313	1313	1313	1313
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1313	1313	1313	1313	1313
负债合计	8662	10941	11284	10800	10524
股本	0	0	0	0	0
储备	(5920)	728	99	271	835
少数股东权	30	30	30	30	30
归属于母公	728	232	271	835	1757
负债及权益合计	9420	11203	11585	11665	12311

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(5667)	(341)	582	1040	1375
净利润	(6429)	(625)	172	564	922
折旧与摊销	213	143	144	145	146
营运资本变	162	(5)	151	230	234
其他非现金	388	145	115	100	72
投资活动现金流	(4065)	(167)	(104)	(100)	(95)
资本性支出	(452)	(150)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产	1	1	1	1	1
投资增减	14548	0	0	0	0
其它	0	(18)	45	49	54
筹资活动现金流	9043	1979	(52)	(1010)	(782)
债务增减	1800	2110	109	(861)	(656)
股本增减	7233	0	0	0	0
股利支付	0	4	0	0	0
其它筹资	10	(127)	(160)	(149)	(126)
其它调整	0	(8)	0	0	0
现金净增加额	(780)	1470	427	(70)	498

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	20121	24221	25646	28264	30859
主营收入	20121	24221	25646	28264	30859
营业成本	16076	16736	17644	19107	20583
毛利	4045	7486	8001	9158	10276
营业支出	10375	8201	7950	8621	9289
营业利润	(6330)	(715)	51	537	987
利息支出	85	127	160	149	126
利息收入	45	32	54	58	63
权益性投资	0	0	0	0	0
其他非经营	(5)	(51)	(9)	(9)	(9)
非经常项目	(44)	0	0	0	0
除税前利润	(6419)	(861)	(64)	437	915
所得税	(9)	(7)	0	109	229
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股东净	(6428)	(861)	(64)	328	686
Non-GAAP 净利	(6138)	(570)	172	564	922
EPS (元)	(34.44)	(1.76)	0.49	1.59	2.61

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业收入	77%	20%	6%	10%	9%
营业利润	100%	-89%	-107%	947%	84%
净利润	92%	-91%	-128%	228%	64%
获利能力					
毛利率	20.1%	30.9%	31.2%	32.4%	33.3%
净利率	-33.4%	-2.6%	0.7%	2.0%	3.0%
ROE	-922.5%	-269.3%	63.4%	67.5%	52.5%
ROIC	-159.5%	-9.9%	1.3%	8.1%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	92.0%	98.8%	97.4%	92.6%	85.5%
净负债比率	33.7%	47.8%	46.6%	38.9%	31.5%
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5
存货周转率	34.8	30.5	30.7	31.1	31.1
应收帐款周转	52.2	34.4	32.4	33.0	32.9
应付帐款周转	8.8	8.0	8.0	8.1	8.1
每股资料 (元)					
每股收益	-34.44	-1.76	0.49	1.59	2.61
每股经营现金	-29.06	-0.96	1.64	2.94	3.89
每股净资产	3.73	0.66	0.77	2.36	4.96
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-0.6	-12.6	45.8	13.9	8.5
PB	5.9	33.9	29.0	9.4	4.5
EV/EBITDA	-0.9	-9.7	23.7	7.8	4.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税、酒店、餐饮、旅游、实体零售等，2019-2020年Wind零售行业金牌分析师第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。