

互联网	收盘价 美元 2.10	目标价 美元 2.00	潜在涨幅 -4.8%	2024年3月28日
-----	----------------	----------------	---------------	------------

## 达达集团 (DADA US)

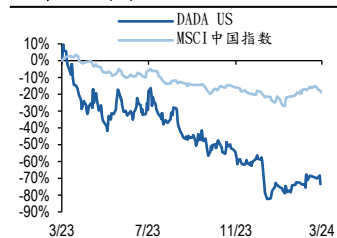
### 4 季度达达快送增长超预期，关注新管理层 2024 年展望

- 2023 年 4 季度业绩：**总收入 27.5 亿元（人民币，下同），同比增 2.7%，其中达达快送收入增 36% 至 12 亿元（超过我们预期 16%），京东到家降 14% 至 15.5 亿元（较我们预期低 28%），京东到家虚增广告营销收入及成本调整未影响净利润和现金余额。调整后净亏损 1.6 亿元，利润率 -6%，对比市场 1.5 亿元利润预期，运营成本占收比 70%，对比去年同期 59%，主要因连锁品牌同城配送单量增加导致骑手平均成本上升。
- 4 季度运营要点：**1) 京东到家：京东小时达月均下单用户同比增 50%，首页点击及转化率提升推动频道 DAU/GMV 增 100%/+200%+，搜索入口 GMV 增 30%。手机/数码/家电/家居 GMV 同比增 100%/+50%+ /50%/+100%+，酒水/服饰 GMV 增 3 倍。2) 达达快送：KA 商家配送完单量同比增 20%+，主要受到合作茶饮品牌快速增长拉动收入，单均毛利同比优化。定价能力优化、新场景开拓、下沉市场持续渗透，中小商家和个人配完单量增 20%。
- 2024 年展望：**2024 年，促销费政策效力逐渐显现，实物消费预计逐渐回归常态化增长。京东到家将持续加强与京东平台协同效应持续加强，小时达等即时配送心智持续增强，品类扩充将继续拉动京东到家 GMV 稳定增长。达达众包骑手数量超过 120 万，配送效率继续提升，与连锁品牌商家合作不断深入，预计达达配送单量增速持续好于行业。
- 估值：**大流量平台公司均重视即时零售行业的战略布局，达达快送作为拥有全国配送网络的即时配送企业之一，仍将持续受益。公司本次宣布 4000 万美元的回购计划，也证明了公司对业务稳定增长的信心。公司近日完成管理层团队调整，但业务梳理仍持续，我们目前财务预测反映了此前京东到家广告营销业务相关调整，2024/2025 年收入下调 9%/11%，我们将继续关注公司管理层对 2024 年业务增长规划及长期盈利目标，按京东物流 0.3 倍市销率，维持目标价 2.0 美元，维持 **中性** 评级。

#### 个股评级

中性

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52 周高位 (美元)	8.74
52 周低位 (美元)	1.41
市值 (百万美元)	550.22
日均成交量 (百万)	1.60
年初至今变化 (%)	(36.75)
200 天平均价 (美元)	3.08

资料来源: FactSet

#### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

#### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

#### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

#### 财务数据一览

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	9,368	10,506	12,216	13,996	16,028
同比增长 (%)	36.4	12.2	16.3	14.6	14.5
净利润 (百万人民币)	(1,326)	(342)	256	329	776
每股盈利 (人民币)	(1.31)	(1.31)	0.99	1.30	3.08
同比增长 (%)	-40.9	0.4	-175.5	30.7	137.4
前 EPS 预测值 (人民币)			1.79	3.18	
调整幅度 (%)			-44.7	-59.3	
市盈率 (倍)	NA	NA	15.3	11.7	4.9
每股账面净值 (人民币)	6.89	21.33	19.60	20.16	22.74
市账率 (倍)	2.20	0.71	0.77	0.75	0.67

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年 4 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万元人民币)	4Q22	3Q23	4Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国 际预期	差别 (%)	点评
总收入	2,681	2,622	2,752	5	2.7	3,177	-13	
<i>一致预期</i>			<u>3,056</u>					
达达快送	883	1,082	1,204	11	36	1,041	16	KA 完单量同比增 20%
配送服务	863	1,072	1,192	11	38	1,028	16	
商品销售	20	9	12	25	-41	13	-9	
京东到家	1,798	1,540	1,549	1	-14	2,136	-28	消费电子/数码/家电/家居 GMV 同比增 100%/+50%/+50%/+100%+；酒水/服饰 GMV 增 3 倍
佣金及广告	1,090	878	862	-2	-21	1,404	-39	
履约及其他	708	662	685	4	-3	733	-7	
运营成本	(1,575)	(1,711)	(1,919)	12	22	(1,862)	3	连锁品牌同城配送单量增加导致骑手成本上升
推广及营销费用	(1,294)	(1,018)	(1,002)	-2	-23	(1,193)	-16	
管理费用	(101)	(29)	(89)	206	-12	(39)	130	
研发费用	(126)	(94)	(91)	-3	-27	(104)	-12	
其他运营收入及费用	(20)	(10)	(19)	92	-7	(20)	-6	
运营利润/亏损	(400)	(210)	(1,315)	525	229	(31)		
运营利润率(%)	-15	-8	-48			-1		
调整后运营利润	(207)	(52)	(190)	263	-8	133	-243	
调整后运营利润率(%)	-8	-2	-7			4		
税后利润	(372)	(167)	(1,284)	668	245	(3)		
税费	1	1	1	0	0	0		
净利润	(371)	(166)	(1,282)	673	246	(3)		
净利润率(%)	-14	-6	-47			0		
调整后净利润	(179)	(9)	(159)	1637	-11	161		
调整后净利润率(%)	-7	-0.3	-6			5		
<i>一致预期</i>			<u>154</u>					
调整后每股盈利 (ADS, 元)	(0.70)	(0.04)	(0.61)	1625	-14	0.62		
<i>一致预期</i>			<u>0.40</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 达达集团 (DADA US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	104.99	140.00	33.3%	2024年01月25日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	11.06	13.00	17.5%	2024年03月20日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	90.05	104.00	15.5%	2024年03月01日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	11.03	13.00	17.9%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	47.95	75.00	56.4%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.03	5.60	39.0%	2024年01月19日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	30.25	37.00	22.3%	2024年03月19日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.24	6.60	5.8%	2024年03月15日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.40	29.00	9.8%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	116.66	180.00	54.3%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	71.59	108.00	50.9%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	27.23	28.00	2.8%	2024年03月07日	电商
GOTU US	高途	买入	6.74	9.10	35.0%	2024年02月28日	教育
DAO US	有道	买入	3.90	5.30	35.9%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.26	15.50	37.7%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	68.75	75.00	9.1%	2024年01月25日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	302.00	390.00	29.1%	2024年03月21日	游戏
NTES US	网易	买入	103.69	135.00	30.2%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.96	19.92	66.6%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	23.40	26.00	11.1%	2024年03月20日	游戏
3690 HK	美团	买入	91.10	111.00	21.8%	2024年03月25日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	15.14	26.00	71.7%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	9.33	11.30	21.1%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	买入	7.73	9.50	22.9%	2024年03月07日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.10	2.00	-4.8%	2024年01月09日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	29.30	38.00	29.7%	2023年04月12日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	12.18	14.00	14.9%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.86	24.00	20.8%	2024年03月20日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	347.40	440.00	26.7%	2024年02月22日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 27 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	9,368	10,506	12,216	13,996	16,028
主营业务成本	(5,743)	(6,530)	(7,465)	(8,528)	(9,747)
<b>毛利</b>	<b>3,625</b>	<b>3,976</b>	<b>4,751</b>	<b>5,468</b>	<b>6,282</b>
销售及管理费用	(5,157)	(4,727)	(4,673)	(5,297)	(5,573)
研发费用	(631)	(416)	(534)	(568)	(627)
其他经营净收入/费用	43	16	(40)	(40)	(40)
<b>经营利润</b>	<b>(2,120)</b>	<b>(1,151)</b>	<b>(495)</b>	<b>(437)</b>	<b>41</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	(1,433)	(488)	158	217	695
财务成本净额	100	146	97	97	97
其他非经营净收入/费用	7	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>(2,013)</b>	<b>(1,005)</b>	<b>(398)</b>	<b>(339)</b>	<b>139</b>
税费	5	5	17	16	(16)
<b>净利润</b>	<b>(2,008)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(381)</b>	<b>(323)</b>	<b>123</b>
作每股收益计算的净利润	(2,008)	(1,000)	(381)	(323)	123
Non-GAAP标准的净利润	(1,326)	(342)	256	329	776

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,668	1,893	1,539	1,558	1,537
有价证券	2,703	1,558	1,480	1,406	1,336
应收账款及票据	314	387	407	359	519
存货	9	9	5	6	7
开发中物业及土地预付款	607	415	672	630	1,282
短期应收收入	1,061	1,287	1,537	1,761	2,016
其他流动资产	0	519	519	519	519
<b>总流动资产</b>	<b>6,360</b>	<b>6,069</b>	<b>6,160</b>	<b>6,240</b>	<b>7,217</b>
物业、厂房及设备	17	8	11	7	12
无形资产	2,623	1,480	784	602	421
其他长期资产	46	17	17	17	17
<b>总长期资产</b>	<b>2,686</b>	<b>1,505</b>	<b>811</b>	<b>626</b>	<b>450</b>
<b>总资产</b>	<b>9,046</b>	<b>7,574</b>	<b>6,971</b>	<b>6,866</b>	<b>7,666</b>
短期贷款	100	0	0	0	0
应付账款	951	1,062	1,246	1,276	1,573
其他短期负债	956	937	652	449	335
<b>总流动负债</b>	<b>2,008</b>	<b>2,000</b>	<b>1,898</b>	<b>1,725</b>	<b>1,908</b>
其他长期负债	39	17	17	17	17
<b>总长期负债</b>	<b>39</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>总负债</b>	<b>2,046</b>	<b>2,017</b>	<b>1,915</b>	<b>1,742</b>	<b>1,926</b>
股本	20,600	20,300	20,200	20,100	20,100
储备及其他资本项目	(13,601)	(14,743)	(15,145)	(14,977)	(14,359)
<b>股东权益</b>	<b>7,000</b>	<b>5,557</b>	<b>5,056</b>	<b>5,124</b>	<b>5,741</b>
<b>总权益</b>	<b>7,000</b>	<b>5,557</b>	<b>5,056</b>	<b>5,124</b>	<b>5,741</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(2,008)	(1,000)	(381)	(323)	123
折旧及摊销	32	30	29	504	499
营运资本变动	391	22	(625)	(308)	(885)
其他经营活动现金流	640	620	644	172	172
<b>经营活动现金流</b>	<b>(945)</b>	<b>(328)</b>	<b>(332)</b>	<b>45</b>	<b>(91)</b>
资本开支	(4)	0	0	0	0
投资活动	(976)	1,144	78	74	70
其他投资活动现金流	(47)	(323)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,026)</b>	<b>821</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>70</b>
负债净变动	0	(100)	0	0	0
权益净变动	3,055	(168)	(100)	(100)	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,055</b>	<b>(268)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	14	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>571</b>	<b>1,668</b>	<b>1,893</b>	<b>1,539</b>	<b>1,558</b>
<b>年末现金</b>	<b>1,668</b>	<b>1,893</b>	<b>1,539</b>	<b>1,558</b>	<b>1,537</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	(1.978)	(3.838)	(1.478)	(1.272)	0.487
全面摊薄每股收益	(1.978)	(3.838)	(1.478)	(1.272)	0.487
Non-GAAP标准下的每股收益	(1.306)	(1.312)	0.991	1.295	3.076
每股账面价值	6.894	21.331	19.601	20.162	22.743
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	38.7	37.8	38.9	39.1	39.2
EBITDA利润率	(22.3)	(10.7)	(3.8)	0.5	3.4
EBIT利润率	(22.6)	(11.0)	(4.1)	(3.1)	0.3
净利率	(21.4)	(9.5)	(3.1)	(2.3)	0.8
<b>利润率分析 (%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	38.7	37.8	38.9	39.1	39.2
EBITDA利润率	(15.0)	(4.4)	1.5	5.2	7.4
经营利润率	(15.3)	(4.6)	1.3	1.5	4.3
净利率	(14.2)	(3.3)	2.1	2.4	4.8
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	(18.5)	(4.1)	3.5	4.8	10.7
ROE	(24.6)	(5.4)	4.8	6.5	14.3
ROIC	(38.5)	(18.1)	(8.9)	(8.2)	0.7
<b>其他</b>					
利息覆盖率	190.7	1,389.5	166.2	(24.1)	(192.5)
流动比率	3.2	3.0	3.2	3.6	3.8
应收账款周转天数	13.0	10.0	10.0	10.0	10.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。