

2024年08月05日

DoorDash (DASH.US)

2 季度业绩超预期；下半年盈利或有望好于上半年

DoorDash 2 季度外卖单量/交易额同比增 19%/20%，略高于指引和市场预期，经调整 EBITDA 较市场预期高 9%。公司指引 3 季度 GOV 同比增 16-18%，预计下半年盈利优于上半年，受成本侧持续优化驱动。关注用户规模及订单频次增长。

报告摘要

2 季度业绩超预期：总收入 26.3 亿美元，同比/环比增 23%/5%，较市场预期略高 4%。归母净亏损 1.6 亿美元，对比 2Q23/1Q24 为亏损 1.7 亿美元/2,300 万美元。行政费用同比增 45%，其中确认物业租赁减值损失 8,300 万美元，计提罚款准备金 8,500 万美元。Contribution Profit（经调整经营利润概念）为 8.3 亿美元，同比增 33%，仍维持快于收入的增速趋势，效率持续优化。经调整 EBITDA 为 4.3 亿美元，高于公司指引高线（3.25-4.25 亿美元），较市场一致预期高 9%，对应利润率为 16.3%，同比提升 3 个百分点，占 GOV 的比为 2.2%，对比 2Q23/1Q24 为 1.7%/1.9%。

餐饮外卖增速高于大盘，用户规模及粘性在提升通道：2 季度单量为 6.35 亿单，对应日均单量 700 万单，同比/环比增 19%/2%。GOV（总交易额）为 197 亿美元，较市场预期/指引上线高 2.2%/1.6%，同比/环比增 20%/2%，与单量增速一致。作为对比，4-6 月美国食品饮料收入同比增速为 6.2%、5.1%、4.4%，2 季度美国食品饮料收入合计为 2,934 亿美元，DoorDash 交易额占餐饮大盘的 6.7%，对比 2Q23 为 5.9%，快于餐饮行业的增速带动渗透率提升。当前 DoorDash 的用户规模及粘性仍在提升通道，6 月其在美国市场的 MAU 同比双位数增长，受益于产品升级、品类拓展、DassPass 会员规模创新高。非餐品类拓展持续，对用户的渗透率提升及零售商户规模增长带动非餐订单频次提升。

单均盈利能力持续改善：2 季度收入增速维持高于 GOV 增速，叠加广告变现贡献，带动整体变现率同比/环比提升 39/28 个基点至 13.3%。从单均盈利模型角度看，单均收入 4.0 美元，单均经调整毛利 2.0 美元，Contribution Profit 为 1.2 美元（1Q23 为 1.0 美元），经调整 EBITDA 为 0.6 美元（1Q23 为 0.4 美元），受益于收入增长、及骑手配送成本同比及环比均有优化。

国际市场进展：收购 Wolt 两年，目前覆盖超 30 个海外国家，包括加拿大、澳大利亚、德国等。2 季度看，交易额 TOP10 的国际市场的 6 个月留存率和美国市场一致或更高，国际市场收入为 3.1 亿美元，占比 12%，对比 2Q23 为 9%国际市场的整体毛利率维持为正并实现环比改善。

业绩指引及预期：公司预计 3 季度 GOV 为 194-198 亿美元，同比增 16-18%，经调整 EBITDA 为 4.7-5.4 亿美元，对比 3Q23 为 3.4 亿美元，预计下半年经调整 EBITDA 好于上半年，受益于成本侧控制。维持 2024 全年折旧及摊销费用 5.6-5.9 亿美元。目前市场一致预期 2024 全年收入同比增 20.5%，经调整 EBITDA 17 亿美元（利润率 17%）。

投资建议：我们认为，用户规模增长及订单频次提升仍是公司的战略核心，餐饮外卖的渗透率提升、非餐品类拓展、会员服务是重点，广告平台建设是中长期变现率提升动力。2 季度，纽约及西雅图最低工资保护法案对骑手成本的影响因素较 1 季度减弱，作为美国市占率领先的外卖平台，公司具备较灵活的运营策略调整，控制费用端占 GOV 的比例，下半年盈利能力有望环比改善。当前企业价值对应 23.8x/17.8x 2024 年/2025 年经调整 EBITDA，估值相对合理，未来股价催化剂主要取决于订单增长及成本控制带动盈利改善。

风险：美国宏观消费走弱；用户增长留存不及预期；最低工资法案对成本影响扩大；竞争加剧；美股波动风险。

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级： 未有

目标价格： 未有

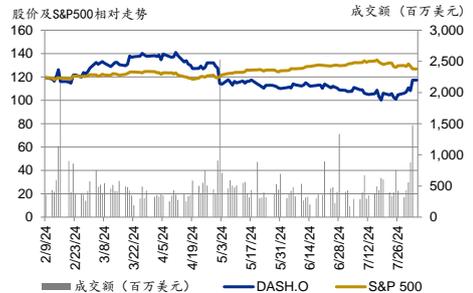
现价 (2024-08-02): 117.23 美元

| | |
|--------------|------------|
| 总市值(百万美元) | 48,245 |
| 流通市值(百万美元) | 41,095 |
| 总股本(百万股) | 412 |
| 流通股本(百万股) | 325 |
| 12 个月低/高(美元) | 93.3/143.3 |
| 平均成交(百万美元) | 472 |

股东结构

| | |
|----------------|--------|
| 红杉资本 | 8.67% |
| Vanguard | 7.06% |
| Morgan Stanley | 6.89% |
| Capital Group | 6.41% |
| 其他 | 70.97% |

股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 12.37 | -1.26 | 20.83 |
| 绝对收益 | 8.93 | 3.01 | 40.23 |

数据来源：公司资料，彭博，万得

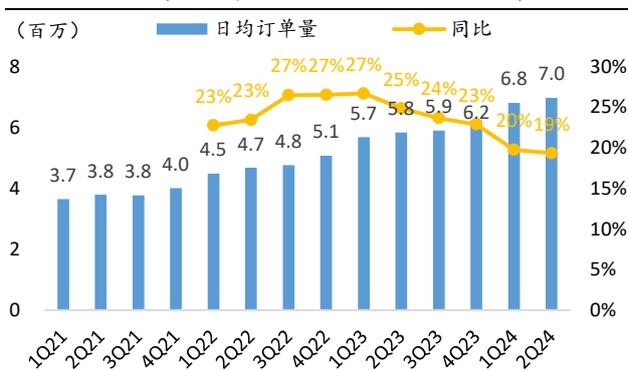
王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

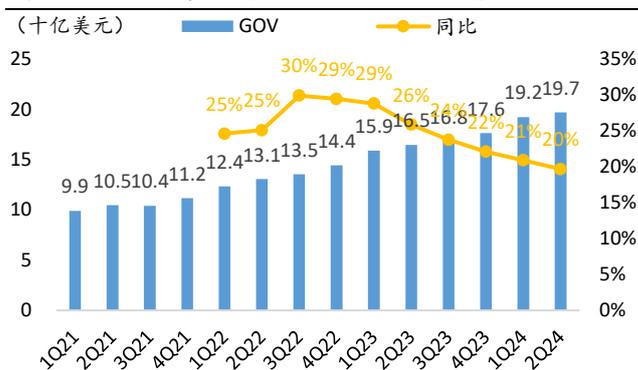
DoorDash 2Q24 业绩概览

图 1: 日均单量同比增 19%至 700 万单



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2: GOV 同比增 20%至 197 亿美元



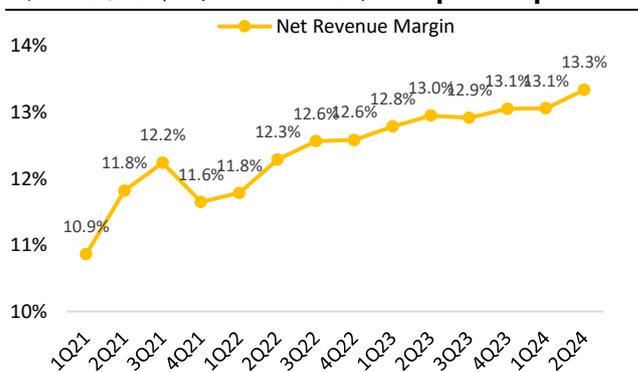
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: GOV 为总交易额, 含税费、小费、会员费等)

图 3: 收入同比增 23%至 26 亿美元



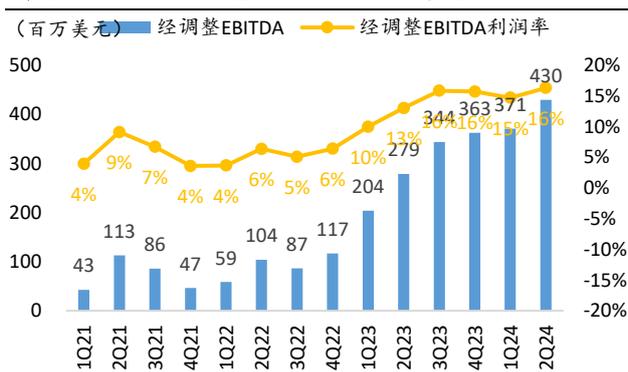
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4: 变现率同比/环比提升 39bps/28bps



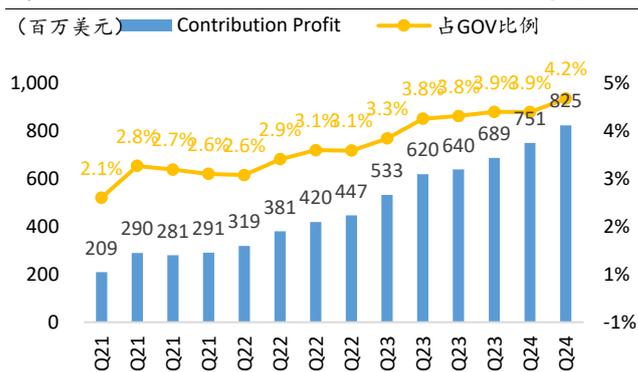
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: Net Revenue Margin=收入/GOV)

图 5: 2Q24 经调整利润 4.3 亿美元



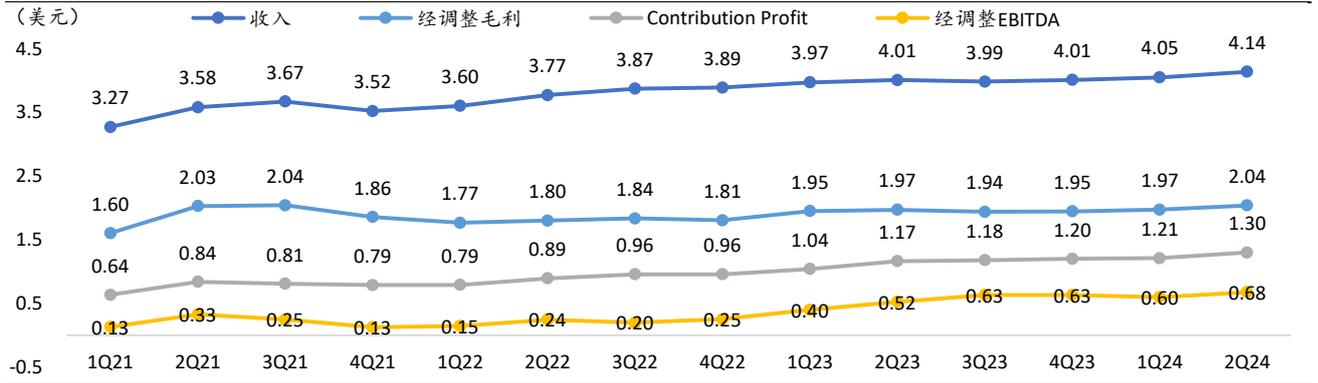
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 6: 2Q24 Contribution Profit 8.3 亿美元



资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: Contribution Profit 为经调整经营利润概念, 计算公式=收入-营业成本-营销费用+股份支付+其他调整项)

图 7: UE 模型: 2Q24 单均收入 4.14 美元, 单均经调整 EBITDA 为 0.68 美元



资料来源:公司资料, 安信国际 (注: 均为单均数据)

市场一致预期

图 8: 彭博一致预期

| 财年截至12月31日 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 彭博预期 | 差异 | 3Q24E* | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 收入 | 2,035 | 2,133 | 2,164 | 2,303 | 2,513 | 2,630 | 2,538 | 3.6% | 2,629 | 8,635 | 10,498 | 12,265 | 14,235 |
| 同比 | 39.8% | 32.6% | 27.2% | 26.7% | 23.5% | 23.3% | 24.7% | | 23.2% | 31.2% | 21.6% | 16.8% | 16.1% |
| 营业成本 (剔除折旧及摊) | 1,069 | 1,135 | 1,156 | 1,229 | 1,330 | 1,385 | | | | 4,589 | | | |
| 占收入比 | 52.5% | 53.2% | 53.4% | 53.4% | 52.9% | 52.7% | | | | 53.1% | | | |
| 营销费用 | 496 | 471 | 449 | 460 | 504 | 509 | | | | 1,876 | | | |
| 占收入比 | 24.4% | 22.1% | 20.7% | 20.0% | 20.1% | 19.4% | | | | 21.7% | | | |
| 研发费用 | 231 | 269 | 250 | 253 | 279 | 303 | | | | 1,003 | | | |
| 占收入比 | 11.4% | 12.6% | 11.6% | 11.0% | 11.1% | 11.5% | | | | 11.6% | | | |
| 行政费用 | 285 | 341 | 289 | 320 | 319 | 494 | | | | 1,235 | | | |
| 占收入比 | 14.0% | 16.0% | 13.4% | 13.9% | 12.7% | 18.8% | | | | 14.3% | | | |
| 经营亏损 | -144 | -181 | -69 | -139 | -18 | -157 | | | | -579 | | | |
| 经营亏损率 | -7.1% | -8.5% | -3.2% | -6.0% | -0.7% | -6.0% | | | | -6.7% | | | |
| 归母净利润 | -161 | -170 | -73 | -154 | -23 | -157 | | | | -558 | | | |
| 净利润率 | -7.9% | -8.0% | -3.4% | -6.7% | -0.9% | -6.0% | | | | -6.5% | | | |
| GAAP毛利 | 921 | 951 | 962 | 1,026 | 1,129 | 1,195 | | | | 3,860 | | | |
| 毛利率 | 45.3% | 44.6% | 44.5% | 44.6% | 44.9% | 45.4% | | | | 44.7% | | | |
| Contribution Profit | 533 | 620 | 640 | 689 | 751 | 825 | 782 | 5.6% | 879 | 2,482 | 3,358 | 4,133 | 5,004 |
| Contribution Profit Margin | 26.2% | 29.1% | 29.6% | 29.9% | 29.9% | 31.4% | 30.8% | | 33.4% | 28.7% | 32.0% | 33.7% | 35.2% |
| 经调整EBITDA | 204 | 279 | 344 | 363 | 371 | 430 | 393 | 9.3% | 490 | 1,190 | 1,800 | 2,411 | 3,121 |
| 经调整EBITDA利润率 | 10.0% | 13.1% | 15.9% | 15.8% | 14.8% | 16.3% | 15.5% | | 18.6% | 13.8% | 17.1% | 19.7% | 21.9% |
| 订单量 | 512 | 532 | 543 | 574 | 620 | 635 | 627 | 1.2% | 635 | 2,161 | 2,543 | 2,907 | 3,263 |
| 同比 | 26.7% | 24.9% | 23.7% | 22.9% | 21.1% | 19.4% | | | 19.4% | 24.5% | 17.7% | 14.3% | 12.3% |
| GOV | 15,913 | 16,468 | 16,751 | 17,639 | 19,239 | 19,711 | 19,295 | 2.2% | 19,607 | 66,771 | 78,676 | 90,336 | 102,412 |
| 同比 | 28.8% | 25.9% | 23.8% | 22.1% | 20.9% | 19.7% | | | 19.1% | 25.0% | 17.8% | 14.8% | 13.4% |

资料来源:公司资料, 彭博, 安信国际 (注: 预测为彭博一致预期, 截至 2024 年 8 月 2 日)

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010