

互联网	收盘价 美元 1.32	目标价 美元 1.50↓	潜在涨幅 +13.6%
-----	----------------	-----------------	----------------

2024年8月21日

达达集团 (DADA US)

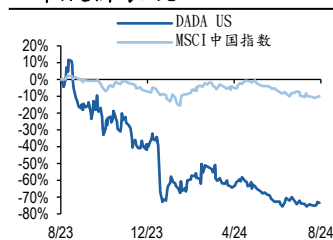
即时配送业务稳健；京东场域渗透为首要战略，短期调整影响持续

- 2024年2季度业绩：**收入23.5亿元（人民币，下同），同比降9.5%，其中达达快送收入增47%，得益于连锁品牌同城配送单量增加，京东秒送收入降44%，由于广告收入下滑及免运门槛降低后履约服务收入下降。调整后净亏损1.4亿元，亏损率6%，对比彭博市场预期亏损2亿元。运营费率74%，较去年同期58%上升，因同城配送单量增加导致骑手成本增加；营销费率33%，同比降低约10个百分点，因京东秒送营销活动减少。
- 运营要点：**1) 京东秒送：京东场域月均下单用户数和单量同比增100%+，线上日单峰值创新高，得益于对京东用户渗透率持续提升，京东app场域高频用户同比增100%+，并逐月加速，6月下单的日均Plus用户较3月增40%，此外，秒送频道在京东app首页上线，场域日均曝光用户同比增70%+，转化率提升20%+，推动支付用户增100%+。秒送首页上线一元专区以增强价格竞争力，提供产品种类超千万，5月用户七天复购率较秒送全平台高约6个百分点。履约体验进一步提升，即配单均履约时长同比降15%。截至2季度末，秒送营业/动销门店数同比增近70%/80%+，8月覆盖范围从39城拓展至全国。2) 达达快送：完单量/毛收入同比增21%/23%，深化与餐饮等行业KA合作，进一步扩大市场份额。
- 展望及估值：**2024年仍是公司业务调整阶段，京东场域表现优异，但受到京东场域广告变现以及免运的影响，变现效率提升仍需时间。我们预计3季度公司收入同比降约10%，其中京东秒送收入同比下降45%，基本与2季度降幅一致，预计达达快送收入同比增40%，主要受到KA商家配送需求的提升。预计全年收入同比降9%，调整后净利润率约-7.4%，对应7.1亿元亏损。公司业绩表现短期仍会受到京东秒送业务调整影响，短期战略仍以京东场域GMV规模、单量及用户粘性为主，收入增长仍需时间。对应2025年0.25倍市销率，下调目标价至1.5美元（原1.7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)	5.76
52周低位 (美元)	1.26
市值 (百万美元)	348.59
日均成交量 (百万)	1.50
年初至今变化 (%)	(60.24)
200天平均价 (美元)	1.79

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	9,565	11,229	12,880
同比增长 (%)	36.4	12.2	-9.0	17.4	14.7
净利润 (百万人民币)	(1,326)	(1,299)	(716)	(329)	(3)
每股盈利 (人民币)	(1.31)	(4.99)	(2.75)	(1.30)	(0.01)
同比增长 (%)	-40.9	282.3	-44.9	-52.8	-99.0
前EPS预测值 (人民币)			(2.89)	(2.20)	(0.44)
调整幅度 (%)			-5.0	-41.0	-96.9
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	6.89	21.36	18.79	16.95	16.37
市账率 (倍)	1.37	0.44	0.50	0.56	0.58

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: 2024 年 2 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万元人民币)	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国 际预期	差别 (%)	点评
总收入	2,597	2,452	2,350	-4	-10	2,283	3	
<i>一致预期</i>			<u>2,281</u>					
达达快送	980	1,173	1,437	23	47	1,410	2	
同城配送服务	878	1,044	1,237	18	41	1,290	-4	
最后一公里配送	70	90	153			104		
其他	33	39	48	23	45	15	221	
京东秒送	1,616	1,279	912	-29	-44	874	4	
佣金	396	424	371	-12	-6	483	-23	
广告	575	363	129	-65	-78	345	-63	
履约及其他	645	492	413	-16	-36	390	6	免运门槛进一步降低影响履约收入
运营成本	(1,503)	(1,840)	(1,736)	-6	15	(1,778)	-2	同城配送单量增加导致骑手成本增加
推广及营销费用	(1,137)	(818)	(782)	-4	-31	(713)	10	下降因在京东到家平台促销活动减少
管理费用	(56)	(51)	(48)	-5	-15	(51)	-5	
研发费用	(102)	(94)	(85)	-9	-16	(90)	-6	
其他运营收入及费用	(6)	(15)	(16)	9	166	(20)	-21	
运营利润/亏损	(197)	(365)	(310)	-15	58	(360)	-14	
运营利润率(%)	-8	-15	-13			-16		
调整后运营利润	(29)	(230)	(164)	-28	476	(207)	-20	
调整后运营利润率(%)	-1	-9	-7			-9		
税后利润	(160)	(330)	(288)	-13	80	(323)	-11	
税费	1	2	2	1	66	1	107	
净利润	(159)	(328)	(286)	-13	80	(322)	-11	
净利润率(%)	-6	-13	-12			-14		
调整后净利润	8	(195)	(142)	-27	-1791	(170)	-16	
调整后净利润率(%)	0	-8	-6			-7		
<i>一致预期</i>			<u>(198)</u>					
调整后每股盈利 (ADS, 元)	0.03	(0.74)	(0.55)	-26	-1788	(0.65)	-16	
<i>一致预期</i>			<u>(0.44)</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 损益表预测

(百万人民币)	3Q23	2Q24	3Q24E	环比 (%)	同比 (%)	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	2,612	2,350	2,353	0	-10	2,410	10,506	9,565	11,229	12,880
<i>一致预期</i>			<u>2,382</u>			<u>2,625</u>		<u>9,769</u>	<u>11,320</u>	<u>12,754</u>
达达快递	1,072	1,437	1,506	5	40	1,551	3,993	5,667	6,897	7,732
同城配送服务	979	1,237	1,334	8	36	1,324	3,535	4,939	6,064	6,813
最后一公里配送	60	153	126	-18	110	179	312	549	644	729
其他	33	48	45			48	147	179	188	190
京东秒送	1,540	912	848	-7	-45	859	6,492	3,898	4,333	5,148
佣金	439	371	375	1	-14	385	1,712	1,555	1,723	1,935
广告	439	129	82	-37	-81	80	2,099	653	844	1,210
履约及其他	662	413	391	-5	-41	394	2,679	1,689	1,766	2,004
运营成本	(1,711)	(1,736)	(1,731)	0	1	(1,813)	(6,530)	(7,120)	(8,138)	(9,236)
推广及营销费用	(1,018)	(782)	(803)	3	-21	(783)	(4,474)	(3,186)	(3,454)	(3,615)
管理费用	(29)	(48)	(59)	23	103	(60)	(253)	(218)	(226)	(243)
研发费用	(94)	(85)	(97)	14	3	(99)	(416)	(376)	(420)	(423)
其他运营收入及费用	(10)	(16)	(20)	26	105	(20)	(941)	(43)	(40)	(40)
运营利润/亏损	(220)	(310)	(347)	12	58	(356)	(2,109)	(1,378)	(1,048)	(677)
运营利润率(%)	-8	-13	-15			-15	-20	-14	-9	-5
调整后运营利润	(62)	(164)	(194)	18	213	(202)	(1,445)	(790)	(434)	(63)
调整后运营利润率(%)	-2	-7	-8			-8	-14	-8	-4	0
税前利润	(177)	(288)	(323)	12	83	(362)	(1,963)	(1,304)	(951)	(580)
税费	1	2	3	56	158	4	5	11	10	(38)
净利润	(175)	(286)	(320)	12	82	(359)	(1,958)	(1,293)	(941)	(617)
净利润率(%)	-7	-12	-14			-15	-19	-14	-8	-5
调整后净利润	(19)	(142)	(170)			(209)	(1,299)	(716)	(329)	(3)
调整后净利润率(%)	-0.7	-6.1	-7.2			-8.7	-12.4	-7.5	-2.9	0.0
<i>一致预期</i>			<u>(171)</u>			<u>(192)</u>		<u>(802)</u>	<u>(467)</u>	<u>(101)</u>
调整后每股盈利 (ADS, 元)	(0.07)	(0.55)	(0.66)			(0.81)	(1.40)	(2.75)	(1.30)	(0.01)

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 3: 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 4: 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	87.98	129.00	46.6%	2024 年 07 月 17 日	广告
1024 HK	快手	买入	40.00	54.00	35.0%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.38	14.00	34.9%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.06	4.20	37.3%	2024 年 07 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.95	20.00	43.4%	2024 年 07 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	93.55	120.00	28.3%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.81	5.90	-13.4%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.45	33.00	-4.2%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.30	29.00	24.5%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	28.19	41.00	45.4%	2024 年 08 月 16 日	电商
PDD US	拼多多	买入	144.22	213.00	47.7%	2024 年 05 月 23 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	81.04	111.00	37.0%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.72	13.40	25.0%	2024 年 06 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	4.22	7.50	77.7%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.58	13.80	60.8%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	52.65	80.00	51.9%	2024 年 08 月 01 日	教育
DAO US	有道	买入	3.47	5.00	44.1%	2024 年 05 月 24 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	371.60	486.00	30.8%	2024 年 08 月 15 日	游戏
NTES US	网易	买入	90.22	117.00	29.7%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.10	30.00	49.3%	2024 年 05 月 22 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.64	15.00	41.0%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.22	24.00	39.4%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	107.70	129.00	19.8%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.61	11.30	17.6%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.88	13.50	24.1%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.32	1.50	13.6%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	20.85	30.00	43.9%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.72	14.00	30.6%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.90	23.00	65.5%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	330.80	509.00	53.9%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *收盘价截至 2024 年 8 月 21 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	9,565	11,229	12,880
主营业务成本	(5,743)	(6,530)	(7,120)	(8,138)	(9,236)
毛利	3,625	3,976	2,444	3,092	3,644
销售及管理费用	(5,157)	(4,727)	(3,404)	(3,680)	(3,858)
研发费用	(631)	(416)	(376)	(420)	(423)
其他经营净收入/费用	43	(941)	(43)	(40)	(40)
经营利润	(2,120)	(2,109)	(1,378)	(1,048)	(677)
Non-GAAP标准下的经营利润	(1,433)	(1,445)	(790)	(434)	(63)
财务成本净额	100	146	75	97	97
其他非经营净收入/费用	7	0	0	0	0
税前利润	(2,013)	(1,963)	(1,304)	(951)	(580)
税费	5	5	11	10	(38)
净利润	(2,008)	(1,958)	(1,293)	(941)	(617)
作每股收益计算的净利润	(2,008)	(1,958)	(1,293)	(941)	(617)
Non-GAAP标准的净利润	(1,326)	(1,299)	(716)	(329)	(3)

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	2,412	2,318	2,513	2,421
有价证券	2,703	1,558	1,229	819	719
应收账款及票据	314	387	295	321	385
存货	9	9	9	9	11
开发中物业及土地预付款	607	415	526	505	515
短期应收收入	1,061	1,287	1,294	1,519	1,743
其他流动资产	0	0	0	0	0
总流动资产	6,360	6,069	5,671	5,687	5,793
物业、厂房及设备	17	8	5	5	9
无形资产	2,623	1,480	1,098	916	734
其他长期资产	46	17	17	17	17
总长期资产	2,686	1,505	1,120	938	760
总资产	9,046	7,574	6,791	6,625	6,554
短期贷款	100	0	0	0	0
应付账款	951	1,062	990	1,307	1,300
其他短期负债	956	937	892	1,000	1,102
总流动负债	2,008	2,000	1,882	2,307	2,403
其他长期负债	39	17	17	17	17
总长期负债	39	17	17	17	17
总负债	2,046	2,017	1,899	2,324	2,420
股本	20,600	21,025	20,925	20,825	20,825
储备及其他资本项目	(13,601)	(15,468)	(16,033)	(16,524)	(16,692)
股东权益	7,000	5,557	4,892	4,301	4,133
总权益	7,000	5,557	4,892	4,301	4,133

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)	(1,958)	(1,293)	(941)	(617)
折旧及摊销	497	516	487	500	496
营运资本变动	391	(69)	(143)	194	(202)
其他经营活动现金流	175	1,130	107	132	132
经营活动现金流	(945)	(381)	(842)	(115)	(192)
资本开支	(4)	(7)	0	0	0
投资活动	(976)	1,176	848	410	100
其他投资活动现金流	(47)	46	0	0	0
投资活动现金流	(1,026)	1,215	848	410	100
负债净变动	0	(100)	0	0	0
权益净变动	3,055	15	(100)	(100)	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	3,055	(85)	(100)	(100)	0
汇率收益/损失	14	(4)	0	0	0
年初现金	571	1,668	2,412	2,318	2,513
年末现金	1,668	2,412	2,318	2,513	2,421

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(1.978)	(7.524)	(4.967)	(3.709)	(2.446)
全面摊薄每股收益	(1.978)	(7.524)	(4.967)	(3.709)	(2.446)
Non-GAAP标准下的每股收益	(1.306)	(4.994)	(2.750)	(1.298)	(0.014)
每股账面价值	6.894	21.359	18.793	16.947	16.375
利润率分析 (%)					
毛利率	38.7	37.8	25.6	27.5	28.3
EBITDA利润率	(17.3)	(15.2)	(9.3)	(4.9)	(1.4)
EBIT利润率	(22.6)	(20.1)	(14.4)	(9.3)	(5.3)
净利率	(21.4)	(18.6)	(13.5)	(8.4)	(4.8)
利润率分析 (%) - Non-GAAP标准					
毛利率	38.7	37.8	25.6	27.5	28.3
EBITDA利润率	(10.0)	(8.8)	(3.2)	0.6	3.4
经营利润率	(15.3)	(13.8)	(8.3)	(3.9)	(0.5)
净利率	(14.2)	(12.4)	(7.5)	(2.9)	(0.0)
盈利能力 (%)					
ROA	(18.5)	(15.6)	(10.0)	(4.9)	(0.1)
ROE	(24.6)	(20.7)	(13.7)	(7.2)	(0.1)
ROIC	(38.5)	(33.2)	(26.2)	(22.6)	(17.1)
其他					
利息覆盖率	148.2	1,973.7	445.9	195.3	64.6
流动比率	3.2	3.0	3.0	2.5	2.4
应收账款周转天数	13.0	12.2	13.0	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**

2024年8月21日
达达集团 (DADA US)

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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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，并可能受递送延误、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。