

叮咚 (DDL.N)

用户及单量健康增长，聚焦好商品强化长期动能

公司 25Q1 GMV 59.6 亿/+7.9%，单量增速 12.1%，收入 54.8 亿/+9.1%，Non-GAAP 净利 0.3 亿/-26.9%，Non-GAAP 净利率为 0.6%/同比-0.3pct。毛利率为 29.9%/同比-0.7pct，履约费用率为 22.9%/同比+0.1pct。即时零售空间广，前置仓优于品控精于生鲜强于体验；公司作为前置仓领先玩家，聚焦生鲜供应链稳扎稳打，规模及效率领先，强商品力差异化竞争。当前公司持续增长，并进一步聚焦“4G”战略强化竞争优势。维持“强烈推荐”评级。

- Q1 表现符合预期，客单价拖慢 GMV 增速。25Q1 公司 GMV 59.6 亿/+7.9%，单量增速 12.1%，部分水果大单品均价下降等因素影响下，Q1 客单价小幅下降，导致公司 GMV 增速慢于单量增速。Q1 公司收入 54.8 亿/+9.1%，其中产品收入 53.7 亿/+8.9%，服务收入 0.9 亿/+16.0%。Q1 公司 Non-GAAP 净利为 0.3 亿/-26.9%，Non-GAAP 净利率为 0.6%/同比-0.3pct。
- 单量快速增长，2B 销售亮眼，推进“4G”战略强化竞争优势。Q1 公司单量增速达 12.1%，其中 DAU 为 200 万/+4.5%，DAC 为 83 万/+11.1%；用户月均单量 4.1 单/+2.4%。分区域看，上海 GMV 增速为 5%，浙江 17.8%，江苏 13.9%。Q1 公司新开前置仓 14 个，老仓仓均单量增长达 5.3%。公司当前推进执行好用户、好商品、好服务、好心智的 4G 战略，预期可明显强化公司差异化商品力、用户粘性 & 更长周期下的竞争力及业绩表现。2B 销售方面，公司谷雨品牌自 23 年启动外销，24 年外销收入约 3 亿，同比增长约 150%；25Q1 收入超 1 亿，同比增长近 120%，预计未来外销规模持续突破。
- 毛利率略降，Q1 履约费用率提升。公司 Q1 Non-GAAP 净利率为 0.6%/同比-0.3pct/环比-1.4pct。毛利率为 29.9%/同比-0.7pct/环比-0.3pct，主要因 Q1 好商品建设下产品上下架带来相关费用。Q1 履约费用率为 22.9%/同比+0.1pct/环比+1.3pct，环比看主要因海外业务投入+春节不打烊服务+履约体验上改善。Q1 销售费用率 2.0%/同比-0.2pct/环比-0.3pct，研发费用率 3.6%/同比-0.2pct/环比+0.2pct，管理费用率为 2.1%/同比+0.0pct/环比+0.2pct。
- 投资建议：即时零售空间广，前置仓优于品控精于生鲜强于体验。公司生鲜供应链，规模及效率领先，强商品力差异化竞争，壁垒深厚。公司当前进一步聚焦好商品，强化差异化能力及长期壁垒。考虑到公司短期聚焦强化商品力，调整公司 25/26/27E Non-GAAP 净利预测为 4.1/4.8/6.7 亿，给予 25 年 Non-GAAP 净利 15 倍 PE，对应目标价 3.6 美元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：开仓速度不及预期、单仓单量增长不及预期、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	19971	23066	24897	28766	33595
同比增长	-18%	15%	8%	16%	17%
净利润(百万元)	-91	304	319	394	586
同比增长	N.A.	N.A.	9%	24%	50%
Non-GAAP 净利润(百万)	45	423	407	482	674
同比增长	N.A.	N.A.	-4%	18%	40%
每股收益(元)	-0.2	0.5	0.5	0.7	1.0
Non-GAAP P/E (倍)	83.0	8.9	9.2	7.8	5.6
P/B(倍)	12.7	7.8	5.6	4.1	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/商业

目标估值：3.60 美元

当前股价：2.3 美元

基础数据

总股本 (百万股)	35434
海外股 (百万股)	0
总市值 (十亿美元)	6
海外股市值 (十亿美元)	
每股净资产 (美元)	0.31
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	25.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.3	-42.2	24.6
相对表现	-3.2	-59.1	4.8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《叮咚买菜 (DDL) — 2024 年稳稳兑现，将聚焦商品力延续长期增长动能》2025-03-11
- 2、《叮咚买菜 (DDL) — 高增长势能延续，盈利向上》2024-10-31
- 3、《叮咚买菜 (DDL) — Q2 表现明显超预期，稳扎稳打，重启扩张》2024-08-09

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6151	5365	6446	6907	7319
现金及现金	1209	887	1895	2202	2422
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	4100	3562	3562	3562	3562
应收账款及	108	126	136	157	183
其它应收款	261	234	252	291	340
存货	472	554	599	692	808
其他流动资	1	3	3	3	4
非流动资产	1548	1753	1740	1734	1708
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	189	176	164	158	132
无形资产	1262	1465	1465	1465	1465
其他	97	111	111	111	111
资产总计	7699	7118	8187	8641	9027
流动负债	6506	5271	6020	6080	5879
应付账款	1422	1661	1796	2074	2422
应交税金	1	0	0	0	0
短期借款	3300	1606	2057	1503	534
其他	1783	2004	2167	2503	2923
长期负债	694	923	923	923	923
长期借款	0	0	0	0	0
其他	694	923	923	923	923
负债合计	7200	6194	6943	7003	6803
股本	0	0	0	0	0
储备	311	383	799	1118	1512
少数股东权	116	125	125	125	125
归属于母公司所	383	799	1118	1512	2099
负债及权益合计	7699	7118	8187	8641	9027

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(235)	929	442	865	1162
净利润	(91)	304	319	394	586
折旧与摊销	155	115	107	101	91
营运资本变	(482)	378	225	461	576
其他非现金	183	132	(210)	(92)	(92)
投资活动现金流	519	476	151	57	87
资本性支出	(83)	(98)	(100)	(100)	(70)
出售固定资	26	5	5	5	5
投资增减	16911	11977	0	0	0
其它	0	0	246	152	152
筹资活动现金流	(934)	(1724)	415	(614)	(1029)
债务增减	(937)	(1694)	451	(554)	(969)
股本增减	3	(30)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	0	0	(36)	(60)	(60)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	(649)	(319)	1007	307	220

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	19971	23066	24897	28766	33595
主营收入	19971	23066	24897	28766	33595
营业成本	13847	16120	17435	20136	23516
毛利	6124	6946	7462	8630	10078
营业支出	6256	6843	7323	8285	9507
营业利润	(132)	103	140	345	571
利息支出	99	47	36	60	60
利息收入	157	154	155	150	150
权益性投资	0	0	0	0	0
其他非经营	0	(1)	90	2	2
非经常项目	2	93	0	0	0
除税前利润	(72)	302	349	437	663
所得税	(19)	16	39	52	86
少数股东损	0	0	0	0	0
净利润	(91)	304	319	394	586
Non-GAAP 净利润	45	423	407	482	674

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-18%	15%	8%	16%	17%
营业利润	N.A.	N.A.	35%	147%	65%
净利润	N.A.	N.A.	9%	24%	50%
获利能力					
毛利率	30.7%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	-0.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.7%
ROE	-26.1%	37.0%	28.6%	26.1%	27.9%
ROIC	0.5%	9.6%	11.0%	15.0%	24.8%
偿债能力					
资产负债率	93.5%	87.0%	84.8%	81.0%	75.4%
净负债比率	42.9%	22.6%	25.1%	17.4%	5.9%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	2.6	3.2	3.0	3.3	3.7
存货周转率	25.7	31.4	30.3	31.2	31.4
应收帐款周转率	52.3	63.3	66.6	68.8	69.1
应付帐款周转率	8.4	10.5	10.1	10.4	10.5
每股资料 (元)					
每股收益	-0.22	0.50	0.54	0.67	1.00
每股经营现金	-0.51	1.58	0.75	1.47	1.97
每股净资产	0.84	1.36	1.90	2.57	3.56
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-48.6	21.2	19.6	15.9	10.7
PB	12.7	7.8	5.6	4.1	3.0
EV/EBITDA	27.6	13.4	10.1	8.3	6.1

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。

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，任何机构和个人均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。