

叮咚 (DDL.N)

用户指标健康增长，好商品战略阶段性成果显著

公司 25Q3 GMV 为 72.7 亿/+0.1%，单量增速 2.2%，收入 66.6 亿/+1.9%，Non-GAAP 净利 1.0 亿/-37.3%，Non-GAAP 净利率 1.5%/同比-1.0pct。毛利率 28.9%/同比-0.9pct，履约费用率 21.5%/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。当前公司进一步聚焦好商品强化长期优势，维持“强烈推荐”评级。

□ Q3 单量持续稳健增长，客单价小幅下降。25Q3 公司在去年同期高基数下实现 GMV 72.7 亿/+0.1%，单量增速 2.2%，客单价小幅下降导致公司 GMV 增速慢于单量增速。Q3 公司收入 66.6 亿/+1.9%，其中产品收入 65.7 亿/+1.8%，服务收入 0.9 亿/+11.9%。Non-GAAP 净利 1.0 亿/-37.3%，Non-GAAP 净利率 1.5%/同比-1.0pct。

□ 4G 战略取得阶段性成果，核心市场稳健增长。公司 4G 战略推进顺利，9 月好商品 SKU 数占比 37.2%/相比 1 月+23.1pct，GMV 占比 44.7%/相比 1 月+28.3pct；Q3 月下单用户转化率同比提升 1.6%，月下单用户数同比增长 4.1%；Q3 整体用户月均下单频次 4.6 次/+4.9%。分区域看，江浙沪 GMV 增速为 1.4%，其中江浙 GMV 同比增长 3.6%，9 个城市同比增长超过 10%，温州增速超过 60%。Q3 公司新开城宣城和滁州，至 Q3 末公司累计新开仓 40 个。未来公司将在好商品战略的成功基础上进一步推进“一大一小一世界”新战略，发力大单品+华东小城开仓机会+出海业务。

□ Q3 销售费用率改善，CPI 及海外投入等影响净利率。公司 Q3 Non-GAAP 净利率为 1.5%/同比-1.0pct/环比-0.6pct，主要因 CPI 带来的客单价影响及好商品投入、海外投入等。毛利率为 28.9%/同比-0.9pct/环比+0.1pct，主要因 4G 战略下的商品汰换相关投入+让利消费者强化价格力；Q3 履约费用率为 21.5%/同比+0.1pct/环比-0.2pct，销售费用率为 1.9%/同比-0.3pct/环比+0.2pct，研发费用率为 3.1%/同比+0.0pct/环比-0.3pct，管理费用率为 1.8%/同比+0.2pct/环比-0.3pct。

□ 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及大单品，强化差异化能力及长期壁垒。因 CPI 等影响，调整 25/26/27E Non-GAAP 净利预测为 3.7/4.9/6.5 亿，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：开仓速度不及预期、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	24406	28176	32580
同比增长	-18%	15%	6%	15%	16%
净利润(百万元)	-91	304	290	412	571
同比增长	N.A.	N.A.	-2%	44%	40%
Non-GAAP 净利润(百万元)	45	423	367	489	648
同比增长	N.A.	N.A.	-13%	33%	33%
每股收益(元)	-0.2	0.5	0.5	0.7	1.0
Non-GAAP P/E (倍)	64.7	6.9	8.0	6.0	4.5
P/B(倍)	9.9	6.1	4.5	3.3	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

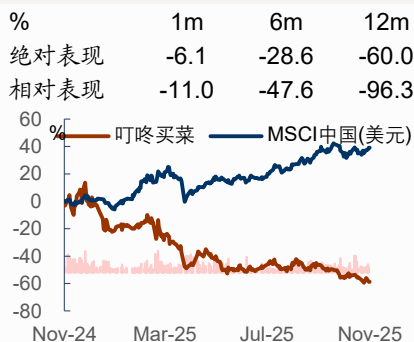
消费品/商业

当前股价：1.73 美元

基础数据

总股本 (万股)	35434
海外股 (万股)	0
总市值 (亿美元)	4
海外股市值 (亿美元)	
每股净资产 (美元)	0.41
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《叮咚买菜 (DDL) 一表现好于预期，“4G 战略”阶段性成果显著》2025-08-23
- 2、《叮咚 (DDL) 一用户及单量健康增长，聚焦好商品强化长期动能》2025-05-22
- 3、《叮咚买菜 (DDL) 一2024 年稳稳兑现，将聚焦商品力延续长期增长动能》2025-03-11

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	6461	6915	7328
现金及现金	1209	887	1899	2207	2427
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	133	154	178
其它应收款	261	234	247	285	330
存货	472	554	594	683	790
其他流动资	1	3	3	4	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	8202	8649	9035
流动负债	6506	5271	6030	6081	5880
应付账款	1422	1661	1782	2049	2369
应交税金	1	0	0	0	0
短期借款	3300	1606	2009	1493	522
其他	1783	2004	2199	2509	2930
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	6953	7004	6803
股本	0	0	0	0	0
储备	311	383	799	1088	1500
少数股东权	116	125	125	125	125
归属于母公司所	383	799	1088	1500	2072
负债及权益合计	7699	7118	8202	8649	9035

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(235)	929	464	826	1165
净利润	(91)	304	290	412	571
折旧与摊销	155	115	107	101	91
营运资本变	(482)	378	206	442	531
其他非现金	183	132	(244)	(91)	(91)
投资活动现金流	519	476	173	56	86
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	268	151	151
筹资活动现金流	(934)	(1724)	372	(575)	(1031)
债务增减	(937)	(1694)	403	(515)	(971)
股本增减	3	(30)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	0	0	(24)	(60)	(60)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	(649)	(319)	1012	308	221

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	24406	28176	32580
主营收入	19971	23066	24406	28176	32580
营业成本	13847	16120	17296	19892	23001
毛利	6124	6946	7110	8284	9578
营业支出	6256	6843	7057	7917	9025
营业利润	(132)	103	53	366	554
利息支出	99	47	24	60	60
利息收入	157	154	138	150	150
权益性投资	0	0	0	0	0
其他非经营	0	(1)	129	1	1
非经常项目	2	93	0	0	0
除税前利润	(72)	302	297	458	645
所得税	(19)	16	16	55	83
少数股东损	0	0	0	0	0
净利润	(91)	304	290	412	571
Non-GAAP 净利润	45	423	367	489	648

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-18%	15%	6%	15%	16%
营业利润	N.A.	N.A.	-49%	589%	51%
净利润	N.A.	N.A.	-2%	44%	40%
获利能力					
毛利率	30.7%	30.1%	29.1%	29.4%	29.4%
净利率	-0.5%	1.3%	1.2%	1.5%	1.8%
ROE	-26.1%	37.0%	26.6%	27.5%	27.6%
ROIC	0.5%	9.6%	10.9%	15.0%	24.9%
偿债能力					
资产负债率	93.5%	87.0%	84.8%	81.0%	75.3%
净负债比率	42.9%	22.6%	24.5%	17.3%	5.8%
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	30.1	31.2	31.2
应收帐款周转率	52.3	63.3	66.0	68.8	68.8
应付帐款周转率	8.4	10.5	10.0	10.4	10.4
每股资料 (元)					
每股收益	-0.22	0.50	0.49	0.70	0.97
每股经营现金	-0.51	1.58	0.79	1.40	1.98
每股净资产	0.84	1.36	1.85	2.55	3.52
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-37.9	16.5	16.8	11.8	8.5
PB	9.9	6.1	4.5	3.3	2.4
EV/EBITDA	26.8	13.0	10.3	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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。