

2026年03月28日

# DoorDash (DASH)：订单与 GOV 维持高增，规模效应驱动盈利能力持续释放

—计算机行业点评报告

## 推荐(维持)

## 事件

分析师：任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

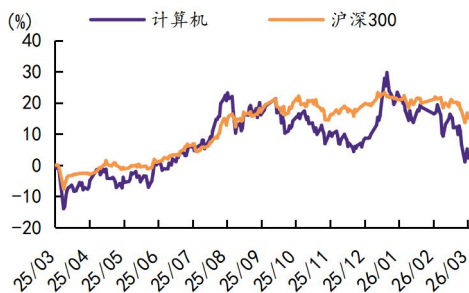
分析师：谢孟津 S1050525120001

✉ xiemj@cfsc.com.cn

### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-13.7	-5.2	2.7
沪深300	-4.4	-3.3	15.0

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《计算机行业周报：GPT-5.4mini 与 nano 轻量登场，SkyReels-V4 登顶视频大模型榜首》2026-03-25
- 2、《(Netflix)：25Q4 业绩稳健兑现，内容与广告双轮驱动，平台化变现能力持续增强》2026-03-23
- 3、《微软 (Microsoft)：云与 AI 维持高景气，Azure 持续强势》2026-03-22

DoorDash 于 2026 年 2 月 18 日发布 2025 年第四季度及全年业绩。公司第四季度实现营收 39.55 亿美元，同比增长 38%；GAAP 净利润为 2.13 亿美元，同比增长 51%；调整后 EBITDA 为 7.80 亿美元，同比增长 38%。同时，公司季度总订单量达 9.03 亿单，同比增长 32%；Marketplace GOV 达 296.83 亿美元，同比增长 39%。

## 投资要点

### ■ 营收与盈利表现：交易规模与收入同步增长，盈利实现全面确认

(1) 营收端：公司 2025 财年第四季度实现营收 39.55 亿美元，同比增长 38.0%，其核心驱动力源于 Marketplace GOV 同比增长 39% 至 296.83 亿美元，以及总订单量同比增长 32% 至 9.03 亿单。即便剔除 Deliveroo 收购的并表效应，公司内生营收增速仍高达 26.0%，Marketplace GOV 内生增长 25.0%，反映出主营业务在复杂宏观环境下的强劲动能。营收增速与 GOV 扩张基本锚定，显示出平台变现率在全品类扩张过程中保持稳健。2025 年全年营收录得 137.17 亿美元，同比增长 28%，其本地生活服务的刚需特征呈现出显著的抗周期属性。

(2) 盈利端：公司当季 GAAP 净利润达 2.13 亿美元，同比大幅增长 51%；调整后 EBITDA 为 7.80 亿美元，同比增长 38%。2025 年全年录得 9.35 亿美元 GAAP 净利润，反映出其商业模式盈利确定性显著增强；财务质量方面，公司 2025 年全年经营活动现金流净额达 24.31 亿美元，尽管第四季度自由现金流受 Deliveroo 交易成本及杂货业务应收账款增加影响有所波动，但整体创现能力依然强劲。资本配置上，50 亿美元的回购授权（截至 2026 年 2 月 17 日尚未动用）为未来提升股东回报预留了充足空间。

## ■ 业务结构与平台能力：餐饮基本盘稳固，非餐饮业务渗透加速

核心业务：2025 年 Marketplace GOV 同比增长 27.0%（剔除并购影响后为 23.0%）。美国餐饮配送业务表现尤为强势，Q4 增速创近 15 个季度以来次高点。截至年底，平台月活跃用户（MAU）突破 5600 万，且成熟用户群体下单频率持续提升，体现了平台的高粘性。

新垂直领域：非餐饮业务（杂货与零售）已确立为公司核心增长引擎。2025 年 12 月，美国 MAU 参与非餐饮消费比例超 30%，全球 MAU 接近 30%，QS4 新增非餐饮用户数创历史新高。该板块单位经济效益实现环比与同比双增，预计其将于 2026 年下半年实现转正，成为利润释放的新爆发点。

会员生态：由 DashPass、Wolt+ 和 Deliveroo Plus 组成的会员体系规模已达 3500 万。高占比的会员结构锁定了高频流量，通过提升配送密度有效摊薄了单均履约成本。

## ■ 研发与技术布局：统一技术平台与 AI 自动化投入加速

公司持续加码长期技术基础设施建设。本季度经调整后（Non-GAAP）研发费用同比增长 65.0%，投入强度高于营收。核心投向为“全球统一技术平台”建设，旨在将 DoorDash、Deliveroo 及 Wolt 整合至单一技术栈，以消除冗余并提升全球研发效率。此外，公司聚焦生成式 AI 与自动驾驶配送（如 DoorDash Dot），重点构建“自动驾驶配送平台（ADP）”，通过优化人机协作的“手递手（Handoffs）”环节，旨在突破履约成本瓶颈，构筑长期技术护城河。

## ■ 区域市场表现：国际业务加速整合，全球本地商业大脑初现

国际业务正成为重要的增长杠杆。第四季度剔除并购影响后的国际 GOV 增速环比加速，且在持续投入下实现了单位经济效益的环比改善。Deliveroo 整合进度优于预期，第四季度对调整后 EBITDA 贡献略超 4500 万美元，支撑了其 2026 年贡献约 2 亿美元盈利的指引。通过技术架构整合，公司正从单一配送工具向连接全球商户与消费者的“本地商业系统”演进。

## ■ 投资建议

业绩指引：预计 2026 年 Q1 Marketplace GOV 为 310.0 亿至 318.0 亿美元。尽管 Q1 调整后 EBITDA 指引（6.75 亿至 7.75 亿美元）因季节性 & 战略投入导致环比略降，但不改盈利上行趋势。

盈利路径：2026 年利润释放将呈现“前低后高”特征，下半年盈利水平预计将显著优于上半年。支撑估值溢价的核心逻辑在于非餐饮业务盈利转正的时间表（2026 H2），全球平台整合带来的经营杠杆释放以及技术架构整合后的成本节约效益和 AI 在复杂履约场景中的转化率。

### ■ 风险提示

（1）本地配送及零售市场竞争持续加剧；（2）国际业务整合及监管政策变动风险；（3）全球技术平台重构带来的研发支出超支；（4）宏观消费支出放缓对非必需品配送的影响。

#### 关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2026-03-27 股价	EPS			PE			投资评级
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
MSFT.O	微软	356.77	13.64	16.69	19.08	26.12	21.38	18.70	未评级
GOOGL.O	谷歌	273.76	10.81	11.33	13.11	25.32	24.16	20.88	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期）

## ■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

**任春阳：**华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

**周文龙：**澳大利亚莫纳什大学金融硕士

**陶欣怡：**毕业于上海交通大学，于2023年10月加入团队。

**倪汇康：**金融学士，2025年8月加盟华鑫证券研究所。

**谢孟津：**伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。